

新股报告

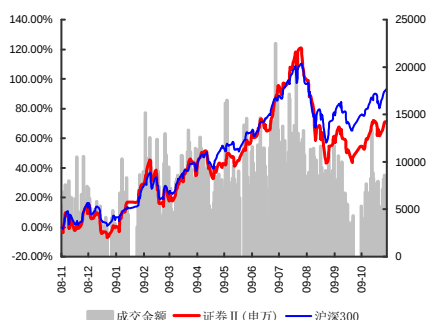
证券行业

上市券商又添新军

——招商证券（600999）新股申购报告

2009年11月10日

建议申购



申购事项:

申购代码: 730999

申购价格: 31元

申购上限: 10万股

报告作者:

研究员 李斌

电话: 0510-82833217

Email: lib@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

报告要点:

招商证券自 1991 年开办至今, 秉持“励新图强、敦行致远”的核心价值观和“稳健经营、规范发展”的经营理念, 依靠自身资源和不懈努力, 从区域性的招商银行证券业务部发展成为一家综合实力名列前茅、兼具海外业务平台的全国性证券公司。

公司强调客户及自身资产的安全完整, 注重证券行业服务本质, 构建了集中统一管理下的风险可控、多元化的业务结构。本公司相信在此基础上建立的稳健进取的经营模式, 以及引领证券行业的自主创新精神, 使本公司有别于其它证券公司, 并形成了以下竞争优势: 1、稳健进取的经营模式; 2、风险可控、结构均衡、盈利稳定的业务体系; 3、卓有成效的集约化管理; 4、持续领先的创新能力; 5、审慎、主动的风险管理和内部控制; 6、有效的公司治理和经验丰富的管理团队; 7、良好的客户定位和品牌效应; 8、先进的信息技术系统以及电子业务平台; 9、优秀的研发能力; 10、一体化的国内、国际业务平台。

我们认为, 招商证券在2009年顺利完成IPO之后, 将能进一步提升公司资本实力, 进一步提升业务水平。我们预计, 招商证券2009-2011年的净利润分别为29.21亿元、33.02亿元和37.7亿元, 业绩对应摊薄后EPS分别为0.81元、0.92元和1.05元。

招商证券最终发行价区间26元-31元。综合考虑下, 我们预计有近300万户参与招商证券网上申购, 吸引资金9000亿左右, 对应中签率为0.96%。缩减的申购股数上限削弱了400万以上大资金申购优势。

招商证券发行价高于市场预期, 为二级市场留下的空间较小。但以目前市场环境而论, 新股破发可能较小, 以30%的首日涨幅计算则中签收益率为0.29%, 仍要高于涨幅虽大, 但中签率较低的中小盘个股, 且同一申购周期内并没其他新股可供选择, 所以仍然建议投资者申购。

一、申购简况:

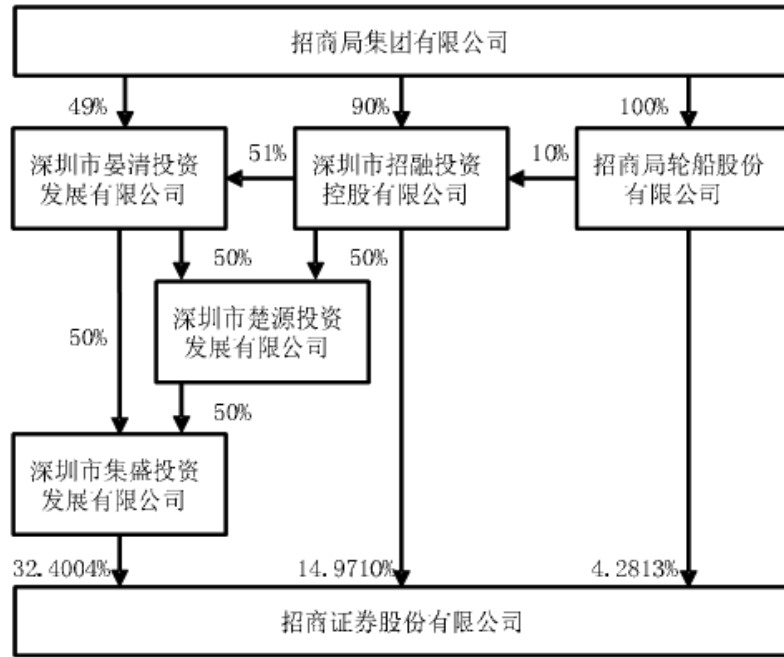
股票简称	招商证券	发行数量	不超过 35,854 万股
发行价格	31 元/股	发行市盈率	56.26 (发行后总股本)
网下配售数量	不超过 71,71 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	不超 28,684 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 11 月 10 日	申购代码	730999
发行方式	网下询价配售+网上定价发行		
最近三年	2008	2007	2006
每股收益 (按发行前股本摊薄)	0.63 元	1.57 元	0.39 元

二、公司简介:

招商证券自 1991 年开办至今,秉持“励新图强、敦行致远”的核心价值观和“稳健经营、规范发展”的经营理念,依靠自身资源和不懈努力,从区域性的招商银行证券业务部发展成为一家综合实力名列前茅、兼具海外业务平台的全国性证券公司。

招商证券实际控制人为招商局集团。本次发行前,集盛投资、招融投资和招商局轮船合计持有本公司 1,666,789,471 股股份, 占本公司总股本的 51.6527%。招商局集团直接或间接持有集盛投资、招融投资、招商局轮船的 100% 股权, 因此, 招商局集团是本公司的实际控制人。招商局集团于 1986 年 10 月 15 日在国家工商局注册成立, 是国务院国资委代表国务院履行出资人职责的企业, 也是国务院国资委直接管理的国有重要企业之一。。目前, 招商局集团的业务主要集中于交通运输及相关基础设施建设、经营与服务(港口、公路、能源运输及物流)、金融投资与管理、房地产开发与经营等产业。

图 1: 实际控制人股权关系



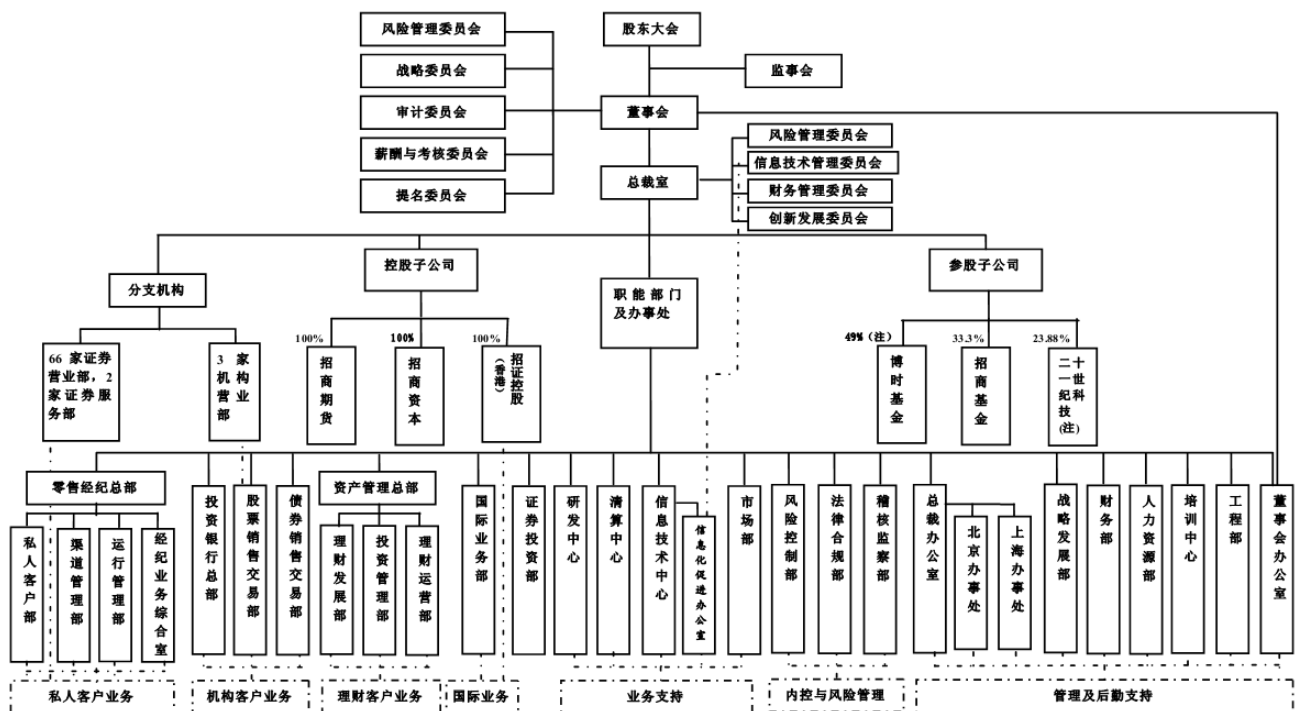
数据来源：招股说明书

三、公司业务分析：

公司强调客户及自身资产的安全完整，注重证券行业服务本质，构建了集中统一管理下的风险可控、多元化的业务结构。本公司相信在此基础上建立的稳健进取的经营模式，以及引领证券行业的自主创新精神，使本公司有别于其它证券公司，并形成了以下竞争优势：1、稳健进取的经营模式；2、风险可控、结构均衡、盈利稳定的业务体系；3、卓有成效的集约化管理；4、持续领先的创新能力；5、审慎、主动的风险管理和内部控制；6、有效的公司治理和经验丰富的管理团队；7、良好的客户定位和品牌效应；8、先进的信息技术系统以及电子业务平台；9、优秀的研发能力；10、一体化的国内、国际业务平台。

目前，公司设有零售经纪总部（下设私人客户部、渠道管理部、运行管理部、经纪业务综合室）、投资银行总部、债券销售交易部、股票销售交易部、资产管理总部（下设理财发展部、理财运营部、投资管理部）、国际业务部、证券投资部、研发中心等部门。截至招股意向书签署日，招商证券共设有 69 家证券营业部和 2 家证券服务部。此外，本公司直接控股、参股的公司共 6 家。

图 2：招商证券组织结构



数据来源：招股说明书

招商证券是一家综合型的证券公司，也是 2004 年最早被评审为创新试点的证券公司之一，可以开展目前监管机构允许证券公司开展的所有业务。各项指标在业内均属前列。

表 1: 公司业务排名情况

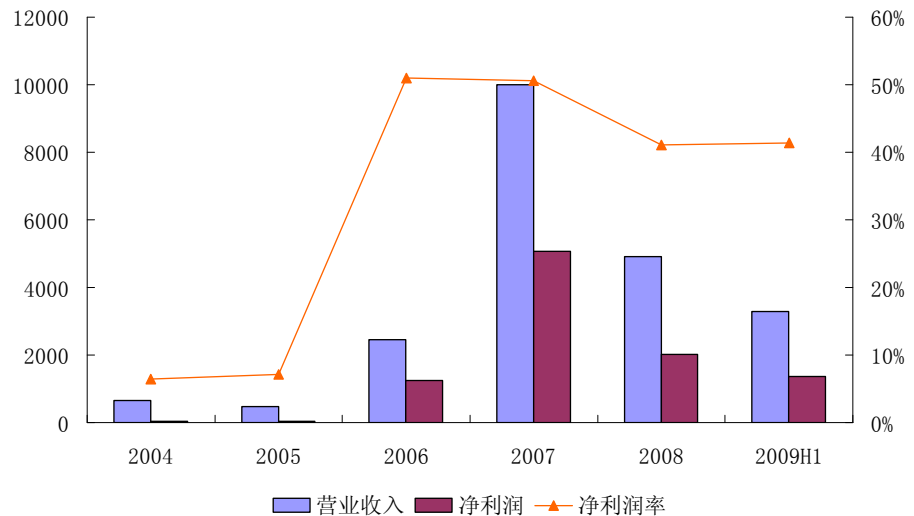
项目	2008 年度/末		项目	2007 年度/末	
	规模	业内排名		规模	业内排名
总资产	440.4	8	总资产	779.7	6
净资产	74.8	11	净资产	74.4	11
净资本	38.0	17	净资本	64.1	10
营业收入	39.2	10	营业收入	96.9	8
净利润	16.8	10	净利润	49.0	8
股票和基金交易金额	18,162.0	8	股票、基金、债券和权证交易金额	33,839.0	8
股票及债券承销金额	210.8	8	股票及债券承销金额	277.0	11
受托管理资金本金总额	78.1	5	受托管理资金本金总额	128.0	2
客户交易结算资金余额	283.0	6	客户交易结算资金余额	668.4	3

数据来源：招股说明书

公司以“励新图强、敦行致远”的核心价值观指导公司的业务经营，不以谋求高风险状态下的短期高额利润为目标，并坚持不以暂时的高收益损害公司可持续发展的基础。在此原则下，本公司凭借卓有成效的集约化管理，打造了风

险可控、结构均衡、盈利稳定的业务体系，经营业绩相对稳定

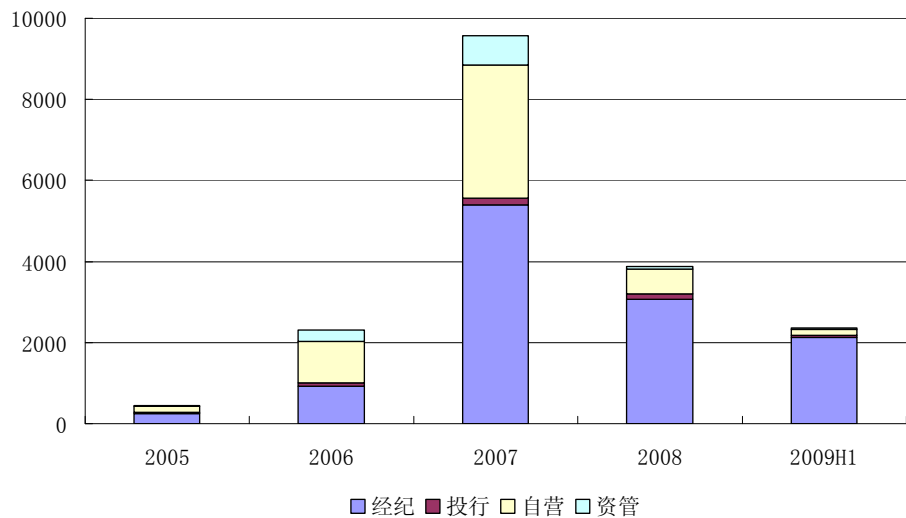
图 3：招商证券历年收入、利润(百万元)



数据来源：招股说明书

稳定业绩表现来源于均衡的业务结构。公司长期以来追求各项业务的均衡发展，并在各业务线内实施多元化盈利模式的培育，逐渐形成了经纪、投资银行、资产管理业务等服务性收入和证券自营业务等投资性收入并重的均衡结构。尤其在 2008 和 2009 年，公司稳健进取的经营模式在动荡的市场中发挥了重要的作用。尽管 2008 年市场大幅下滑，公司围绕服务中介的业务，应对挑战，仍保持了较好的盈利水平。经纪业务中股票基金权证交易市场份额排名为第 6 名，较 2007 年上升 1 名，2009 年上升至第五名。同时，投行业务尤其是债券业务的综合竞争力也有明显的上升。自营业务方面，根据宏观经济及市场变化不断调整股票投资和债券投资的策略，不但避免了自营业务出现重大损失，而且还实现一定盈利，充分体现了公司稳健进取的经营风格。

图 4：招商证券业务收入结构



数据来源：招股说明书

招商证券经纪业务名列前茅。招商证券08年经纪业务市场份额3.829%，在上市券商中排名第三，位于中信和海通之后。公司积极探索服务产品化，2006年下半年以来，公司在国内率先推出“智远理财”等系列咨询收费产品并不断升级，取得良好市场影响。虽然公司经纪业务整体市场占有率在提升，在佣金率面临下行压力。

招商证券投行业务稳健发展。投资银行业务建立了股权融资、债务融资、兼并收购、资产证券化等覆盖客户全方位需求的服务平台，并在港口、交通运输、生物医药、房地产领域形成了明显的竞争优势。公司依托优质的市场化服务和金融创新，着力培育成长性好、经营作风稳健、发展潜力大的多层次优质客户资源，以保证投资银行业务的稳健发展。公司历来在中小型公司投行项目上具有优势，未来创业板的不断扩容将带给公司较大的投行业务收益。

自营方面，招商证券一向注重风险控制。公司注重控制投资规模和风险承受水平，秉持价值投资理念。此外还借助衍生金融工具，寻求风险可控的新利润增长点。未来公司计划将进一步减少缺乏风险对冲工具的自营投资业务规模占比，把握无风险的套利机会或低风险的投资机会。

资产管理业务已形成多层次产品体系。公司资产管理业务重视产品储备，积极发展多元化的理财业务模式，集合理财业务先后推出的三支不同类型产品：基金宝、现金牛、澜电收益，均成为市场热销产品，并积极准备“股票星”、“海外宝”等产品的推出。定向资产管理业务方面，初步形成了品种齐全的产品线，以适应不同风险度的中高端客户的需要。

最后，招商证券创新能力较强。公司是2004年最早获得创新试点资格的证券公司之一。在多年的发展历程中，公司以研究能力的持续提升和业务流程

的优化为动力，通过与客户的密切沟通，准确地把握市场动向，形成了高效的创新机制和研究转化能力，在各项业务上获得了先人一步的创新优势。在经纪业务方面不断探索业务发展模式的变革；006 年在国内率先推出“智远理财”咨询服务产品，实现了收费咨询服务产品化和系列化，创造了经纪业务新的盈利模式。2008年8月，公司直接投资试点申请获批，进一步丰富了公司的业务结构。除此以外，公司还在积极研究和准备开展其他创新业务，如新型理财产品、融资融券、股指期货、备兑权证并已取得实质性进展，可以在政策放开后立即推出，抢占市场。

四、盈利预测

我们认为，招商证券在2009年顺利完成IPO之后，将能进一步提升公司资本实力，进一步提升业务水平。我们预计，招商证券2009-2011年的净利润分别为29.21亿元、33.02亿元和37.7亿元，业绩对应摊薄后EPS分别为0.81元、0.92元和1.05元。

表2: 公司盈利预测

单位（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10,008	4,917	7,111	7,991	8,768
手续费及佣金净收入	6,382	4,103	6,470	6,665	7,317
其中：经纪业务手续费	5,388	3,073	4,300	4,515	4,967
证券承销	179	134	370	450	550
委托资产管理	726	754	1800	1700	1,800
利息净收入	337	206	40	125	150
投资收益与公允价值变动	3,278	608	600	1200	1300
损益之和					
其他业务收入及损益	11	0	1	1	1
营业支出	3,557	2,342	3,276	3,978	4,188
营业税及附加	407	287	415	467	512
业务及管理费用	3,132	2,056	2,850	3,500	3,665
其他支出	18.02	-0.9	1	1	1
营业外收支	41	-10	-10	-10	-10
利润总额	6,492	2,565	3,835	4,013	4,579
所得税	1,430	455	680	712	812
少数股东权益	0	90	234	0	0
归属于母公司的净利润	5,062	2,021	2,921	3,302	3,767
总股本（百万股）	3227	3227	3585	3585	3585
EPS(元)	1.57	0.63	0.81	0.92	1.05

资料来源：国联证券研究所

四、申购策略

招商证券最终发行价区间26元-31元，发行价上限高于此前预期及研究机构

给出了合理价格区间。这意味着招商证券给二级市场留出了安全空间相对较小。但以目前市场环境而论，新股破发可能较小，而大盘股中签率相对仍较高，同一申购周期内并没其他新股可供选择，故此申购招商证券对偏好低风险收益的投资者来说还是有一定吸引力的。

综合考虑下，我们预计有近300万户参与招商证券网上申购，吸引资金9000亿左右，对应中签率为0.96%。在此中签率预测前提下，单一账户若要确保申购到新股则需动用资金320万以上，已经超过本次申购上限310万。

以千分之一水平计算，招商证券申购上限应在28万股左右，现缩减为10万股，大大削弱了400万以上大客户的打新优势。但相对的，对于百万以上的中等规模资金投资者来说，潜在中签可能提高了。

招商证券发行价高于市场预期，为二级市场留下的空间较小，以30%的首日涨幅计算则中签收益率为0.29%，仍要高于涨幅虽大，但中签率较低的中小盘个股，所以仍然建议投资者申购。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。