

招商证券(600999)中报点评

谨慎推荐

——投资业务拖累业绩，创新业务小试牛刀

维持评级

金融/资本市场

发布时间：2010年8月24日

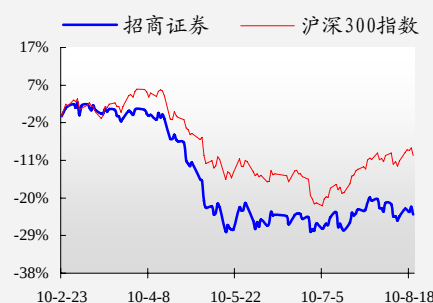
投资要点：

- 2010年上半年，招商证券归属于母公司所有者的净利润为13.69亿元，较去年同期增长0.6%。经纪业务收入同比减少23.5%，承销业务同比增长1241.5%，投资收益同比减少76.1%，资产管理费收入同比增长37%。经纪业务收入占比为58.6%，是业务收入的主要来源。
- 2010年上半年招商证券股基权交易额为18559亿元，同比增长3.5%。2010年上半年佣金率为0.09%，与去年底相比，下降了19.4%。
- 截至2010年6月30日，博时基金和招商基金两只基金公司归属于招商证券的基金管理费收入为527万元，同比下降99.28%。收入下降的原因主要是博时基金不再合并报表。剔除此因素，公司上半年资产管理业务收入同比增加0.06亿元。
- 2010年上半年，招商证券投资净收益加公允价值变动净收益为0.55亿元，同比减少76.1%。
- 预期2010年招商证券的每股收益为0.71元，对应PE为30倍，鉴于招商证券的创新业务具有较好的成长空间，我们给予谨慎推荐的评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收益 率(%)
2009	867,995	76.5%	392,543	86.0%	1.14		18.8	
2010E	650,982	-25.0%	266,284	-32.2%	0.71		30.2	
2011E	738,366	13.4%	361,956	35.9%	0.96		22.3	
2012E	812,203	10.0%	508,184	40.4%	1.35		15.9	

走势图



市场数据

2010-8-24P

收盘价：	21.42 元
52 周最高价：	35.70 元
52 周最低价：	20.00 元
平均持仓成本：	21.96 元

基本数据

2010Q2

总股本（万股）：	358,546
流通 A 股（万股）：	358,546
每股收益（元）：	0.38
每股净资产（元）：	6.64
每股经营现金流（元）：	-1.22
市净率（倍）：	3.23

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000--258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

一、经营状况分析

2010 年上半年，招商证券归属于母公司所有者的净利润为 13.69 亿元，较去年同期增长 0.6%。从各项业务来看，经纪业务收入同比减少 23.5%，承销业务同比增长 1241.5%，投资收益同比减少 76.1%，资产管理费收入同比增长 37%。从业务收入结构上看经纪业务、承销业务收入构成营业收入的主要成分。其中经纪业务收入占比为 58.6%，是业务收入的主要来源。

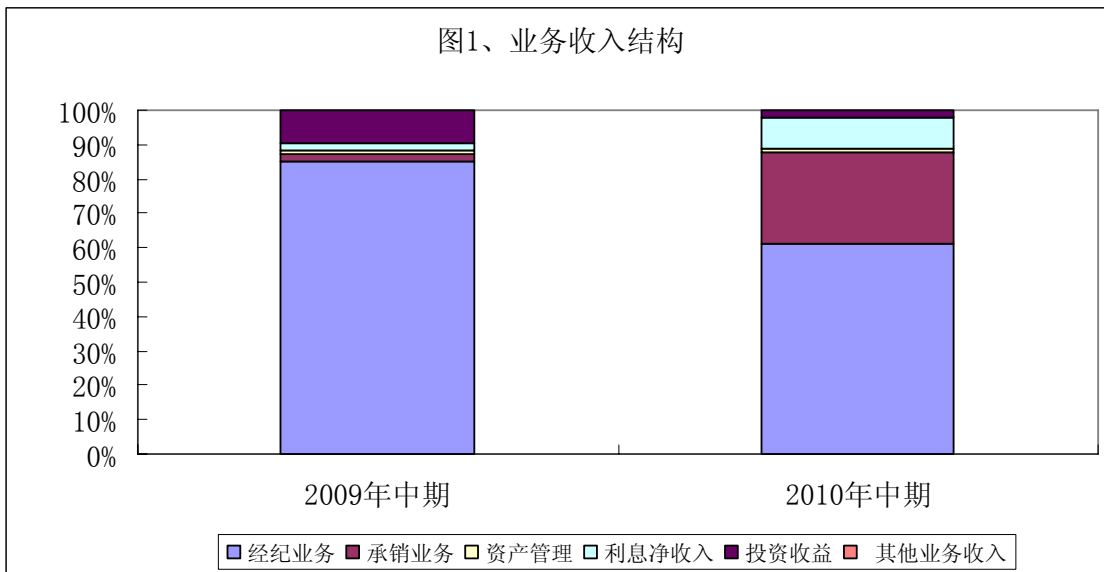
表 1、经营业绩对比

单位：元

	2009-06-30	2010-06-30	同比
一、营业收入	3,289,023,853	2,767,029,641	-15.9%
手续费及佣金净收入	2,991,250,283	2,469,632,606	-17.4%
其中：经纪业务	2,120,850,732	1,622,474,910	-23.5%
承销业务	51,677,053	693,233,553	1241.5%
资产管理	20,783,559	28,554,254	37.4%
利息净收入	64,117,124	239,215,880	273.1%
投资净收益	161,516,243	32,880,460	-79.6%
公允价值变动净收益	68,905,034	22,257,664	-67.7%
汇兑净收益	47,174	-549,510	-1264.9%
其他业务收入	3,187,996	3,592,540	12.7%
二、营业支出	1,505,270,175	1,154,104,550	-23.3%
营业税金及附加	167,009,588	133,021,738	-20.4%
管理费用	1,340,391,025	1,022,154,379	-23.7%
资产减值损失	-2,362,028	-1,481,483	-37.3%
其他业务成本	231,591	409,915	77.0%
三、营业利润	1,783,753,678	1,612,925,092	-9.6%
加：营业外收入	1,799,706	8,659,469	381.2%
减：营业外支出	2,552,911	3,712,933	45.4%
四、利润总额	1,783,000,473	1,617,871,628	-9.3%
减：所得税	319,080,334	248,666,000	-22.1%
五、净利润	1,463,920,139	1,369,205,628	-6.5%
减：少数股东损益	102,969,983	0	-100.0%
归属母公司所有者净利润	1,360,950,156	1,369,205,628	0.6%
六、每股收益：	0.42	0.38	-9.5%

资料来源：公司公告

图1、业务收入结构



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看，2010年上半年招商证券股基权交易额额为18559亿元，同比增长3.5%。2010年上半年佣金率为0.09%，与去年底相比，下降了19.4%，导致在交易额上升的情况下公司经纪业务佣金收入出现下降。

佣金率下降，主要是受到营业部新设和迁址的影响。2007年以来，随着券商营业部的新设及迁址，相对平衡的竞争格局被打破，价格战趋于激烈，佣金率下降。随着营业部的增加，经纪业务竞争激烈，佣金率将会继续下降。

表2、佣金率变动趋势

单位：元

	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-06-30
佣金收入	927111465	5388346668	3072980457	4792755254	1622474910
交易额	672286030000	3527774820000	2090014800000	4428828980000	1855900680000
佣金率	0.138%	0.153%	0.147%	0.108%	0.087%

资料来源：东北证券研究所

2、承销业务

2010年上半年，招商证券承销业务收入同比增加1241.5%。公司共承销了17只股票，承销额为170.2亿元，同比增长214.6%。

表 3、各上市券商承销业务同比

单位：百万元

	承销额	市场份额	家数
2009 年上半年	5,410.80	1.84%	4
2010 年上半年	17,020.64	3.77%	17
同比	214.6%	104.9%	325.0%

资料来源：东北证券研究所

3、基金及资产管理

公司参股了博时基金和招商基金两家基金公司分别持有两家公司 49%和 33.3% 的股权，截至 2010 年 6 月 30 日，两只基金公司资产净值规模为 2331 亿元。2010 年上半年，归属于招商证券的基金管理费收入为 5,270,579.45 元，同比下降 99.28%。

收入下降的原因主要是去年下半年出售博时基金管理有限公司部分股权，报告期公司不再合并博时基金报表。剔除此因素，公司上半年资产管理业务收入同比增加 0.06 亿元。

表 4、基金资产净值规模同比变动

单位：元

	基金风格	2010 年 2 季度	2010 年 1 季度	2009 年 2 季度	2009 年 1 季度	同比	
						2 季度	1 季度
博 时 基金	股票型	67501670835	83547031170	90523928076	76917072309	-25.43%	8.62%
	混合-型	31109668254	35932101194	33022959000	28137371996	-5.79%	27.70%
	货币基金	5377607532	7516563038	12746417297	16627306025	-57.81%	-54.79%
	债券型	3066119295	2386463079	1590082255	2759714612	92.83%	-13.53%
招 商 基金	QDII	266563135	0	0	0		
	股票型	17802266927	21434903166	22512489469	26407049983	-20.92%	-18.83%
	混合型	1000678948	850054252	0	0		
	货币基金	0	0	0	0		
	债券型	107055065917	129382158481	137883386629	124441464941	-22.36%	3.97%

资料来源：东北证券研究所

截至 2010 年 6 月底，公司合计管理 6 只资产管理产品，合计管理份额 63.18 亿份，合计管理资产规模 58.6 亿元，市场份额为 5.8%。资产管理业务收入为 0.28 亿元，同比增长 37.4%。

表 5、资产管理业务净收入

单位：元

	2010 年上半年	2009 年上半年	同比
定向资产管理业务	55,283	5,361,827	-99.0%
专项资产管理业务	1,285,856	955,037	34.6%
集合资产管理业务	27,213,115	14,466,695	88.1%
合计	28,554,254	20,783,559	37.4%

资料来源：公司公告

表 6、资产管理市场份额

管理人	产品数量	份额合计(亿份)	资产净值合计 (亿元)	市场份额
华泰证券	11	60.22	61.8448	6.1%
中金公司	10	57.37	55.4700	5.5%
东方证券	9	52.61	55.4609	5.5%
光大证券	8	100.65	97.7247	9.6%
长江证券	8	43.53	42.6313	4.2%
国信证券	7	65.67	61.0693	6.0%
国泰君安	7	94.19	93.8862	9.2%
中信证券	7	116.09	114.8834	11.3%
招商证券	6	63.18	58.6498	5.8%
东海证券	5	61.68	58.3507	5.7%
海通证券	4	16.03	15.6342	1.5%
安信证券	3	19.95	18.6859	1.8%
中银国际	3	22.29	21.6319	2.1%
兴业证券	3	16.21	15.2129	1.5%
齐鲁证券	2	16.52	13.4169	1.3%
宏源证券	2	17.22	14.7134	1.4%
华西证券	2	21.08	20.8107	2.0%
浙商证券	2	22.93	22.6727	2.2%
广发证券	2	17.55	24.3079	2.4%

资料来源：公司公告

4、自营业务

2010 年，招商证券投资净收益加公允价值变动净收益为 0.55 亿元，同比减少 76.1%。投资收益下降是拖累业绩增长的重要因素。

表 6、投资收益来源

单位：元

	本期发生额	上期发生额	同比
交易性金融资产处置收入	-86,776,791.07	60,808,390.82	-242.7%
可供出售金融资产处置收入	-280,972,962.32	7,242,095.23	-3979.7%
交易性金融负债处置收入	35,417,915.64	3,823,632.51	826.3%
金融资产持有期间的分红派息	168,418,196.29	66,523,960.45	153.2%
联营、合营企业的投资收益	188,899,075.24	23,118,163.99	717.1%
股指期货套保交易投资收益	7,895,026.25		
合计	32,880,460.03	161,516,243.00	-79.6%

资料来源：公司公告

表 7、各类资产占比

单位：元

	项目	期末公允价值	初始投资成本
交易性金融资产	交易性债券投资	13,797,084,046	13,547,563,742

	交易性权益工具投资	1,752,227,259	1,825,447,151
	其他	17,216,820	12,933,535
	合计	15,566,528,125	15,385,944,429
可供出售金融资产	可供出售债权投资	2,274,973,100	2,160,704,023
	可供出售权益工具	1,042,091,539	1,233,299,607
	合计	3,317,064,639	3,394,003,630
合计	债券资产	16,072,057,146	15,708,267,765
	权益资产	2,794,318,798	3,058,746,758
	权益资产/净资产	11.7%	

资料来源：公司公告

5、创新业务

截止 2010 年 6 月底，公司实现股指期货套保交易投资收益 7,895,026.25，实现直投业务收入 3,126,779.79 元。创新业务小试牛刀，还没形成真正的利润贡献。

三、盈利预测和投资评级

2010 年，股市以震荡为主，将影响证券公司业务增长，预期 2010 年招商证券的每股收益为 0.71 元，对应 PE 为 30 倍，鉴于招商证券的创新业务具有较好的成长空间，我们给予谨慎推荐的评级。

表8、赢利预测

单位：元

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	8,679,951,925	6,509,815,651	7,383,660,335	8,122,026,369
手续费及佣金净收入	7,326,253,289	4,962,213,193	5,681,297,631	6,249,427,395
经纪业务	4,792,755,254	4,457,262,386	5,125,851,744	5,638,436,919
承销业务	515,185,622	463,667,060	510,033,766	561,037,142
资产管理	45,870,830	41,283,747	45,412,122	49,953,334
利息净收入	246,549,204	221,894,283	244,083,712	268,492,083
投资净收益	992,548,514	1,191,058,217	1,310,164,039	1,441,180,443
公允价值变动净收益	105,030,436	126,036,523	138,640,175	152,504,193
汇兑净收益	18,453	16,608	18,268	20,095
其他业务收入	9,552,030	8,596,827	9,456,509	10,402,160
二、营业支出	3,665,250,015	3,200,920,654	2,880,828,589	2,880,828,589
营业税金及附加	406,445,270	365,800,743	329,220,668	329,220,668
管理费用	3,260,145,299	2,836,326,410	2,552,693,769	2,552,693,769
资产减值损失	-1,802,536	-1,622,282	-1,460,054	-1,460,054
其他业务成本	461,981	415,783	374,205	374,205
三、营业利润	5,014,701,910	3,308,894,997	4,502,831,746	5,241,197,780
加：营业外收入	36,181,426	32,563,284	35,819,612	35,819,612
减：营业外支出	14,346,270	12,911,643	14,202,807	14,202,807

四、利润总额	5,036,537,067	3,328,546,638	4,524,448,551	5,262,814,585
减：所得税	1,111,111,457	665,709,328	904,889,710	180,977,942
五、净利润	3,925,425,610	2,662,837,310	3,619,558,841	5,081,836,643
减：少数股东损益	197,702,807	134,112,950	180,977,942	255,945,079
归属母公司所有者净利润	3,727,722,804	2,528,724,360	3,438,580,899	4,825,891,564
六、每股收益：	1.14	0.71	0.96	1.35

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。