



谢佩洁

执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

业绩符合预期, 盈利变动优于行业平均

——招商证券(600999)中报点评

研究报告-公司点评

观望(维持)

发布日期: 2010年8月24日

报告关键要素:

上半年, 公司实现净利润(归属于上市公司股东)较去年同期增加0.61%, 优于行业净利同比下滑29.19%的水平, 基于对证券行业下半年经营环境不甚乐观的判断, 我们维持公司“观望”评级。

事件:

- **招商证券公布2010年中报。**2010年1-6月份, 公司实现营业收入27.67亿元, 同比减少15.87%; 归属于上市公司股东的净利润13.69亿元, 同比增长0.61%; 基本每股收益0.38元。

点评:

- **业绩变动优于行业平均水平。**上半年, 证券市场的持续低迷、佣金战激烈, 证券自营、经纪业务成了拖累各大券商业绩的主要原因, 据已公布的上市及非上市券商中报数据粗略测算, 上半年证券行业净利润同比下滑达29.19%。在这种情况下, 公司上半年净利润微增0.61%, 优于行业整体水平。

从单季度收入来看, 第二季度, 公司经纪业务实现净收入7.63亿元, 较之一季度减少0.96亿元; 证券承销业务实现净收入3.59亿元, 较之一季度减少0.78亿元; 资产管理业务实现净收入0.19亿元, 较之一季度增加0.09亿元; 证券自营业务由一季度盈利0.73亿元转为亏损2.07亿元。

表1: 公司各项业务收入情况

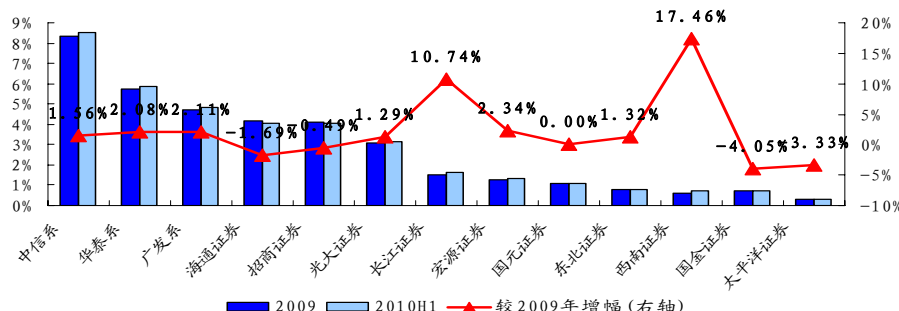
单位: 亿元/%

	营业收入			营业收入构成	
	2010H1	2010Q1	2010Q2	2010H1	2009
经纪业务净收入	16.22	8.59	7.63	70.13	71.03%
证券承销净收入	7.96	4.37	3.59	34.41%	13.72%
资产管理净收入	0.29	0.10	0.19	2.15%	0.68%
证券自营净收入	-1.34	0.73	-2.07	/	14.57%
合计	23.13	13.79	9.34		

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **经纪业务遭遇市场份额和佣金率的同步下滑:** 2010年上半年, 公司经纪业务实现净收入16.22亿元, 较之去年同期21.06亿元减少22.98%, 其中主要原因在于市场份额和佣金率的双重下滑。数据显示, 以股票、基金交易额衡量基准, 上半年公司实现经纪业务市场份额4.06%, 较之09年底的4.08%减少0.02个百分点, 减少0.49%, 经纪业务市场份额在上市券商中居第五, 在全行业中排名第七。经纪业务市场份额下滑的同时, 公司佣金率水平也出现了下滑。据粗略测算, 上半年公司平均佣金率水平0.0874%, 较之09年底的0.1082%下滑0.0208个百分点, 下滑19.22%。公司平均佣金率绝对值在上市券商中基本处于行业最低水平, 低于0.104%的行业平均, 未来继续下滑的空间有限。

图1：上市券商经纪业务市场份额变化情况

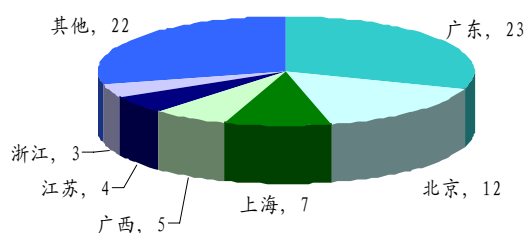


注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通和中信建投；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；广发系含广发证券、广发华福证券

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

网点布局情况。上半年，公司完成2家营业部新设成立、1家服务部升级、2家营业部迁址。截至2010年6月底，公司共有76家营业部，其中，广东省内有23家，占30.26%。

图2：截至6月底，各地营业网点分布情况



资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

- **自营投资收益在二季度出现亏损，但也不乏“利用股指期货套保”的亮点：**2010年上半年，证券市场的持续低迷，公司证券自营业务亏损1.34亿元，与去年同期的盈利2.07亿元大相径庭。分季度来看，一季度公司自营业务盈利0.73亿元；二季度A股市场的大幅回调，公司自营业务亏损2.07亿元。但值得关注的是，公司自营业务开始尝试利用股指期货进行套期保值交易，上半年实现套保收益0.08亿元。套保交易的开展，在一定程度上可对冲自营投资的波动风险，有望在未来平滑公司自营投资收益的大幅波动。

从投资规模看，截至6月底，交易性金融资产规模155.67亿元，较09年底153.46亿元小幅增加1.44%；可供出售金融资产规模33.17亿元，较之09年底40.27亿元减少17.63%。



表2: 公司证券自营业务投资情况

单位: 亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010H1	占比	2009	占比	2010H1	占比	2009	占比
债券投资	137.97	88.64%	132.41	86.28%	22.75	68.59%	26.39	65.53%
权益工具	17.52	11.26%	21.03	13.70%	10.42	31.41%	13.88	34.47%
其他	0.17	0.1%	0.03	0.02%	/	/	/	/
合计	155.66		153.47		33.17		40.27	

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **投行业务——IPO领域业绩显著:** 2010年上半年, 公司投行业务实现净收入(含证券承销、财务顾问、保荐收入) 7.96亿元, 较之去年同期0.71亿元大幅增长1021.13%。上半年共完成股票及债券承销额244.44亿元, 市场份额提升至3.93%。

股票承销方面, 上半年公司共完成15家IPO(9家中小板、6家创业板)和1家增发(南京医药)的主承销项目, 承销家数在上市券商中排名第一, 募集资金达155亿元, 在上市券商中居第二、仅次于海通证券, 在全行业排名第六; 债券承销方面, 上半年公司共完成2家债券的主承销项目, 募集资金65亿元, 市场份额3.73%。

表3: 招商证券上半年股票主承销情况

中小板	新纶科技、漫步者、浩宁达、太极股份、合众思壮、新亚制程、海康威视、天虹商场、云南锗业
创业板	赛为智能、天源迪科、三五互联、豫金刚石、数字政通、华平股份

资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

- **资产管理业务:** 2010年上半年, 公司资产管理业务实现净收入0.29亿元, 较之去年同期0.21亿元增加38.10%。上半年, 公司新成立2只集合理财产品——“招商智远稳健1号”和“招商智远成长”, 合计募集资金7.21亿元, 其中, “招商智远稳健1号”是公司首只获批, 行业内首只发行、第二只获批及成立的“小集合”类产品。截至6月底, 公司发行的(存续)集合理财产品共5只, 管理资产规模合计达71.49亿元。

表4: 招商证券集合理财产品

	今年以来总回报(%)	上证指数期间涨跌幅(%)	成立日期	投资类型
招商现金货币	1.33	-30.11	2006-1-16	货币市场型
招商基金宝二期	-8.66	-30.11	2007-8-27	平衡混合型
招商股票星	-5.03	-30.11	2009-11-4	平衡混合型
招商智远稳健1号	1.60	-34.50	2010-1-13	混合债券型
招商智远成长	-0.40	-17.24	2010-4-30	偏股混合型

注: 招商智远稳健1号和智远成长相关数据为成立以来总回报及上证指数涨跌幅

资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

- **创新业务。融资融券业务:** 公司6月获得第二批融资融券试点资格, 于7月5日正式开展业务, 截至7月底, 公司当月平均融资余额、融券余额分别为1481.83万元、3.63万元, 合计占沪深两市融资融券余额的3.7%, 排名第7; **直投业务:** 报告期内, 公司向直投子公司——招商资本投资有限公司增资4亿元, 增资后注册资本为5亿元, 有利于业务的开展; 招商资本在报告期内投资1397.52万元持有广州鹿山新材料股份有限公司354.25万股, 占总股本的6.5%; **股指期货业务:** 报告期内, 公司拟对全资子公司——招商期货增资1.8亿元, 增资后注册资本将为3亿元, 为业务发展奠定基础。



- **投资评级：**下半年的市场总体以震荡行情为主，公司二季度的自营亏损或将得到改善，再加上股指期货套保交易的开展能一定程度缓解自营亏损；公司各项创新业务资格均已具备，创新业务或将成为公司新的利润增长点，但短期内贡献不明显。我们预计公司2010年EPS0.80元，按8月24日收盘价21.42元，对应市盈率26.78倍，维持公司“观望”的投资评级。
- **风险提示：**证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

市场数据（截至2010年8月24日）

收盘价（元）	21.42
上市以来最高/最低（元）	35.70/ 20.00
上证指数	2650.31
市净率（倍）	3.30
流通市值（亿元）	76.80

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	6.64
每股经营现金流（元）	-1.22
净资产收益率（扣除摊薄，%）	5.73
资产负债率（%）	73.17
总股本/流通股（亿股）	35.85/2.87

招商证券相对于沪深300指数走势（上市以来）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。