

招商证券(600999)年报点评

谨慎推荐

——佣金率继续下降，创新业务贡献增加

维持评级

金融/资本市场

发布时间：2011年4月19日

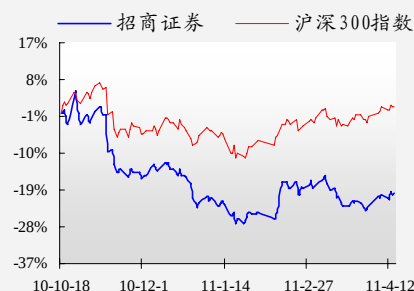
投资要点：

- 2010年，招商证券归属于母公司所有者的净利润为32.3亿元，较去年同期减少13.4%。从各项业务来看，经纪业务收入同比减少25.3%，承销业务同比增长137.8%，投资收益同比减少20.48%，资产管理费收入同比增长55.2%。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55.16%，是业务收入的主要来源。
- 从交易额上来看，2010年招商证券股基权交易额为45518.9亿元，同比减少6.9%。2010年佣金率为0.079%，与去年底相比下降了9.6%。经纪业务收入为35.78，同比减少25%。
- 2010年，招商证券承销业务收入为12.25亿元，同比增加137.8%。公司共承销了17只股票，承销额为287.3亿元，同比增长318.38%。
- 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。2010年，归属于招商证券的基金管理费收入为364,970,076.30元，同比下降21.96%。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。
- 截至2010年底，招商期货实现营业收入9,336.2万元，营业利润5210.75万元，净利润4247万元。截至2010年底，招商资本实现营业收入1557.3万元，营业利润101.6万元，净利润620.57万元。创新业务小试牛刀，利润贡献还没形成规模。
- 2011年，股市以震荡为主，将影响证券公司业务增长，预期2011年招商证券的每股收益为0.96元，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 (%)
2010	648,647		322,886		0.90		21.7	
2011E	738,366	13.8%	343,858	6.5%	0.96		20.3	
2012E	812,203	10.0%	411,450	19.7%	1.15		17.0	
2013E	885,299	9.0%	448,354	9.0%	1.25		15.6	

走势图



市场数据

2011/4/18

收盘价：	19.51 元
52周最高价：	27.88 元
52周最低价：	17.68 元
平均持仓成本：	20.28 元

基本数据

2010Q4

总股本（万股）：	358,546
流通A股（万股）：	358,546
每股收益（元）：	0.90
每股净资产（元）：	6.91
每股经营现金流（元）：	-2.88
市净率：	2.82

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

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，招商证券归属于母公司所有者的净利润为 32.3 亿元，较去年同期减少 13.4%。从各项业务来看，经纪业务收入同比减少 25.3%，承销业务同比增长 137.8%，投资收益同比减少 20.48%，资产管理费收入同比增长 55.2%。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 55.16%，是业务收入的主要来源。

表 1、经营业绩对比

单位：元

	2009 年	2010 年	同比
一、营业收入	8,679,951,925	6,486,468,309	-25.3%
手续费及佣金净收入	7,326,253,289	5,110,457,473	-30.2%
其中：经纪业务	4,792,755,254	3,578,766,779	-25.3%
承销业务	515,185,622	1,224,352,799	137.7%
资产管理	45,870,830	71,660,342	56.2%
利息净收入	246,549,204	497,600,838	101.8%
投资净收益	992,548,514	667,561,517	-32.7%
公允价值变动净收益	105,030,436	205,236,192	95.4%
其他业务收入	9,552,030	7,311,099	-23.5%
二、营业支出	3,665,250,015	2,583,960,365	-29.5%
营业税金及附加	406,445,270	297,011,089	-26.9%
管理费用	3,260,145,299	2,285,791,395	-29.9%
其他业务成本	461,981	819,830	77.5%
三、营业利润	5,014,701,910	3,902,507,944	-22.2%
加：营业外收入	36,181,426	29,048,391	-19.7%
减：营业外支出	14,346,270	8,050,538	-43.9%
四、利润总额	5,036,537,067	3,923,505,797	-22.1%
减：所得税	1,111,111,457	694,645,095	-37.5%
五、净利润	3,925,425,610	3,228,860,702	-17.7%
减：少数股东损益	197,702,807	0	-100.0%
归属母公司所有者净利润	3,727,722,804	3,228,860,702	-13.4%
六、每股收益：	1.14	0.90	-21.1%

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 年招商证券股基权交易额为 45518.9 亿元，同比减少 6.9%。2010 年佣金率为 0.079%，与去年底相比下降了 9.6%。经纪业务收入为 35.78，同比减少 25%。

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	2010-6-30	2010-12-31
佣金收入	927111465	5388346668	3072980457	4792755254	1622474910	3578766779
交易额	672286030000	3527774820000	2090014800000	4428828980000	1855900680000	4551896370000
佣金率	0.14%	0.15%	0.15%	0.11%	0.087%	0.079%

资料来源：东北证券

表 3、交易额及市场份额

单位：万元

	交易额	市场份额
2009 年	489082228	4.10%
2010 年	455189637	4.02%
同比	-6.93%	-1.94%

资料来源：东北证券

2、承销业务

2010 年，招商证券承销业务收入为 12.25 亿元，同比增加 137.8%。公司共承销了 17 只股票，承销额为 287.3 亿元，同比增长 318.38%。

表 4、各上市券商承销业务同比

单位：万元

	承销额	承销家数
2009 年	686724	8
2010 年	2873102	27
同比	318.38%	237.50%

资料来源：东北证券

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。2010 年，归属于招商证券的基金管理费收入为 364,970,076.30 元，同比下降 21.96%。

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。

表 5、基金资产净值规模同比变动

单位：元

	基金风格	2010 年	2009 年	同比
	QDII	99497156.22	0	

博时基金	股票型	72722480070	90557051947	-19.7%
	混合-型	31875668865	39355488820	-19.0%
	货币基金	4861073427	15134457407	-67.9%
	债券型	3049547340	2086821024	46.1%
招商基金	QDII	213524187.8	0	
	股票型	11058271937	12718887891	-13.1%
	混合型	12955180521	14382628116	-9.9%
	货币基金	6880751691	3858316496	78.3%
	债券型	6470929895	1957066897	230.6%

资料来源：东北证券

截至 2010 年底，公司合计管理 6 只资产管理产品，合计管理资产规模 105 亿元，市场份额为 8.2%。资产管理业务收入为 0.76 亿元，同比增长 55.2%。

表 6、资产管理业务净收入

单位：元

	2010 年	2009 年	同比
定向资产管理业务	1,563,637	7,133,561	-78.1%
专项资产管理业务	1,320,000	1,980,000	-33.3%
集合资产管理业务	72,923,740	39,725,873	83.6%
合计	75,807,377	48,839,434	55.2%

资料来源：公司公告

表 7、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
中信证券	10	141.0	151.1	11.8%
国泰君安	12	122.6	123.5	9.7%
光大证券	10	105.1	112.3	8.8%
招商证券	9	106.6	105.5	8.2%
华泰证券	12	91.8	97.0	7.6%
东海证券	6	80.7	82.6	6.5%
东方证券	13	64.3	71.8	5.6%
长江证券	11	59.8	61.2	4.8%
宏源证券	3	54.9	55.1	4.3%
中金公司	11	45.4	49.4	3.9%
国信证券	9	47.8	49.3	3.9%
广发证券	4	45.7	48.2	3.8%
兴业证券	4	31.0	32.7	2.6%
中银国际	5	30.1	30.6	2.4%
浙商证券	7	26.9	29.8	2.3%
申银万国	4	26.1	26.7	2.1%
海通证券	5	25.5	26.1	2.0%
安信证券	3	22.0	22.0	1.7%
中国银河	4	20.4	20.1	1.6%

南京证券	3	16.0	16.0	1.3%
华西证券	3	14.5	15.1	1.2%
国都证券	4	12.4	12.7	1.0%
第一创业	4	11.3	11.5	0.9%
中投证券	4	11.5	11.0	0.9%
国海证券	3	9.1	9.1	0.7%
国元证券	3	8.8	8.5	0.7%

资料来源：公司公告

表 8、招商证券资产管理产品市场表现

	最近 1 年	最近 2 年	最近 3 年	成立以来			
简称	总回报 (%)	总回报 (%)	总回报 (%)	总回报 (%)	资产净值	最新规模 (亿元)	所属概念
招商股票星	13.75			17.50	5.60	5.60	股票型
招商基金宝二期	0.73	46.42	-18.06	-12.78	14.15	14.15	FOF
招商现金牛货币	2.86	5.40	16.96	39.86	40.87	40.87	货币型
招商智远内需				-0.90	15.48	15.48	股票型

资料来源：东北证券

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 8.73 亿元，同比减少 20.48%。投资收益下降是拖累业绩增长的一个因素。

表 9、投资收益来源

单位：元

	本期发生额	上期发生额
交易性金融资产及衍生工具处置收入	-101,676,890	87,338,516
可供出售金融资产处置收入	-98,543,850	14,700,611
交易性金融负债处置收入	-6,125,000	-4,300,448
金融资产持有期间的股息	508,937,181	155,068,571
联营、合营企业的投资收益	364,970,076	114,856,285
股权转让收益	-	623,725,067
其他投资收益	-	1,159,913
合计	667,561,517	992,548,514

资料来源：公司公告

5、创新业务

截至 2010 年底，招商期货实现营业收入 9,336.2 万元，营业利润 5210.75 万元，净利润 4247 万元。截至 2010 年底，招商资本实现营业收入 1557.3 万元，营业利润 101.6 万元，净利润 620.57 万元。创新业务小试牛刀，利润贡献还没形成规模。

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 2011 年招商证券的每股收益为 0.96 元，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

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业收入	6,486,468,309	7,383,660,335	8,122,026,369	8,852,986,839
手续费及佣金净收入	5,110,457,473	5,681,297,631	6,249,427,395	6,811,875,861
经纪业务	3,578,766,779	5,125,851,744	5,638,436,919	6,145,896,242
承销业务	1,224,352,799	510,033,766	561,037,142	611,530,485
资产管理	71,660,342	45,412,122	49,953,334	54,449,134
利息净收入	497,600,838	244,083,712	268,492,083	292,656,370
投资净收益	667,561,517	1,310,164,039	1,441,180,443	1,570,886,683
公允价值变动净收益	205,236,192	138,640,175	152,504,193	166,229,570
其他业务收入	7,311,099	9,456,509	10,402,160	11,338,354
二、营业支出	2,583,960,365	2,880,828,589	2,880,828,589	3,141,694,620
营业税金及附加	297,011,089	329,220,668	329,220,668	358,850,528
管理费用	2,285,791,395	2,552,693,769	2,552,693,769	2,782,436,208
其他业务成本	819,830	374,205	374,205	407,883
三、营业利润	3,902,507,944	4,502,831,746	5,241,197,780	5,711,292,219
加：营业外收入	29,048,391	35,819,612	35,819,612	39,043,377
减：营业外支出	8,050,538	14,202,807	14,202,807	15,481,060
四、利润总额	3,923,505,797	4,524,448,551	5,262,814,585	5,734,854,536
减：所得税	694,645,095	904,889,710	931,765,754	1,015,339,031
五、净利润	3,228,860,702	3,619,558,841	4,331,048,831	4,719,515,506
归属母公司所有者净利润	3,228,860,702	3,438,580,899	4,114,496,390	4,483,539,730
六、每股收益：	0.9	0.96	1.15	1.25

资料来源：WIND

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。