

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

再对博时基金进行并表所致。根据对 2010 综合收益下滑的归因分析，正面贡献最大的是投行业务收入，贡献了 2010 年综合收益 11 个百分点的增长；负面贡献最大的是经纪业务收入，贡献了 2010 年综合收益-27 个百分点的下滑。

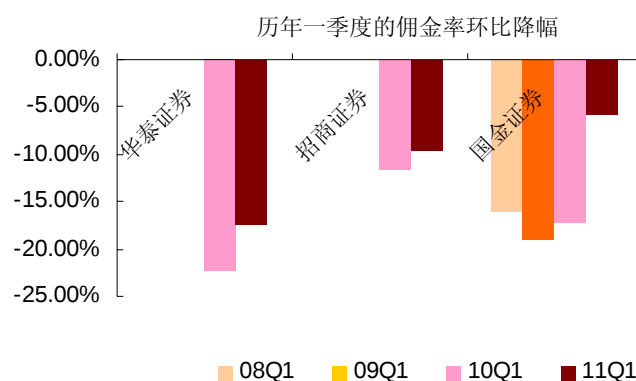
2011Q1 招商证券的新营业收入 16.9 亿元，同比增长 12%，其中经纪、自营、投行、资管、利息收入占比分别为 45%、23%、20%、2%、10%，同比增速分别为-11%、368%、-23%、110%、56%。新营业支出 6.5 亿元，同比增长 4%，其中业务及管理费 5.6 亿元，同比增长 2%。根据对 2011Q1 综合收益增长的归因分析，正面贡献最大的是自营业务收入，贡献了 2011Q1 综合收益 35 个百分点的增长；负面贡献最大的是投行收入，贡献了 2011Q1 综合收益-11 个百分点的下滑。

2、传统业务：2011Q1 佣金率环比降幅实际上可能已发生好转

1) 经纪：2011Q1 佣金率环比降幅可能已缓和，份额同比微降 0.1%

A.佣金率：2010、2011Q1 公司佣金率分别为 0.080%、0.067%，同比下滑 24.1%、23.4%，基本与 2010 年同业整体 24%的平均降幅持平。其中公司 2011Q1 佣金率通过财报数据计算是环比下滑 9.6%，但是根据历史经验来看，公司历年一季度的佣金率环比降幅都会表现得异常大，通常为两位数，比如公司 2010Q1 单季环比降幅就高达-11.5%，为 2010 年各季度的最大降幅。同时，我们也参考了已披露一季报的国金、华泰证券，均存在历年一季度佣金率环比降幅较其余三个季度明显偏大的情况，这可能跟公司一季度财报未经审计存在部分收入未及时确认有关。我们同时也发现，上述 3 家已披露一季报的公司的 2011Q1 佣金率环比降幅均较往年 1 季度环比降幅出现了明显缩小的态势，因此，剔除一季度的会计核算因素影响后，我们判断，佣金率环比降幅可能实际上已发生好转，主因归于协会年初启动的佣金管理以及 2011 年全行业营业部增幅趋缓。

图 1： 2011Q1 佣金率环比降幅较往年 Q1 已明显缩小



资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

B.市场份额：2011Q1 公司经纪业务份额 4.07%，同比下滑 0.1%，主因归于公司历史上服务部偏少仅有 2 家，导致 2010 年公司营业部增速慢于同业。

2) 自营：2011Q1 业绩得益于自营收入高增 368%

公司 2010、2011Q1 自营业务总收入分别为 8.5、3.9 亿元，同比增长 45%、368%，自营资产总收益率 4.1、1.9%（未年化）。截止 2010、2011Q1 末，公司自营资产（交

易性+可供出售+持有到期)分别为 229.6、166.1 亿元,其中 2010 年末权益类投资为 72.2 亿元。

3) 投行: 2010 业绩得益于投行收入高增 52%

公司 2010、2011Q1 投行业务总收入分别为 14.1、3.4 亿元,同比增长 52%、-23%,2010 年高增主因归于行业层面创业板项目快速发行、IPO 定价市场化带来的积极影响以及公司层面在中小投行项目上的领先优势,2011Q1 下滑主要归于公司投行项目发行全年各季度分布不均。

4) 资管: 2011Q1 资管收入高增 110%

公司 2010、2011Q1 资管业务总收入分别为 0.85、0.29 亿元,同比增长-95%、110%,2010 年大幅下滑主因归于取消对博时并表所致,2011Q1 大幅增长主因归于资管规模快速扩张,从 2009 年末 60.3 亿元到 2010 年末的 93.3 亿元增长了 55%。除此之外,公司还分别持有博时基金 49%和招商基金 33.3%的股权,两家基金公司 2010 年净利润分别为 6.3、1.6 亿元,同比增长-26%、16%。

3、创新业务: 政策松绑有利于直投业务提速

1) 融资融券: 预计 2011 年贡献 3.5%的综合收益增长

2010 年 6 月,公司获得融资融券试点资格,2010 年融资融券总收入 0.37 亿元,占总收入 0.6%,其中手续费收入 0.15 亿元,利息收入 0.22 亿元。2010 年末融资余额 14.7 亿元,市场份额 11.5%。根据我们测算,预计 2011 年融资融券可为公司贡献 3.5%的综合收益增长。

2) 股指期货: 业绩贡献较为有限

公司持有招商期货 100%股权,后者为中金所交易结算会员,2010 年净利润 0.42 亿元,占招商证券 2010 年综合收益的 1.3%。公司年报未披露 IB 业务情况,预计业绩贡献较为有限。

3) 直投业务: 政策松绑有望促成业务快速发展

公司持有招商资本 100%股权,后者成立于 2009 年,2010 年投资额 1.8 亿元。截止 2010 年末,预计已实现综合收益 0.06 亿元。随着 2011.2.22 财政部发布《关于豁免国有创业投资机构和国有创业投资引导基金国有股转持义务有关审核问题的通知》,公司直投业务将不再存在政策束缚,考虑到公司在中小投行项目上的现有优势,未来直投业务推进有望提速。

4、投资建议: 买入

招商证券 2010 年每股综合收益 0.88 元,在 2011 年日均股票成交金额 2000-2500 亿元、沪深 300 上涨 10%的假设下,公司 2011 年每股综合收益预计为 0.97-1.08 元。我们维持对招商证券的“买入”评级。主要理由:

1) 目前估值仍然非常安全。2011 年公司 PE 仅为 18.0-20.2 倍,显著低于证券行业平均 22.7-25.8 倍的估值水平。

2) 行业层面，全年来看，压制行业估值的佣金率下滑问题有望缓和；而抬升估值的诸多催化剂如转融通、标的券扩容、新三板扩容等将接踵而至。

3) 公司层面，作为连续 3 年 AA 级券商，各项创新业务推出后均有望获得优先试点，未来将持续享有业务扩容红利。

4) 近期催化剂：在年内新三板扩容的预期下，中小市值股票估值水平将可能持续受到压制，以低估值的银行为代表的大盘股行情有望持续，由此将推动股市成交金额处于高位，利好于经纪业务等。

5、风险提示：恶性通胀导致货币超调、协会放松佣金管理



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn