

招商证券：非经纪业务平稳增长

增持维持

投资要点：

- 📖 前三季度净利润同比下降 10%，非经纪业务增长平滑业绩。
- 📖 经纪业务佣金率下滑 13%去趋缓承销、资管业务等均有不同程度增长
- 📖 自营规模下降，收益同比增长达 42%

报告摘要：

- **前三季度净利润同比下降 10%**。2011 年前三季度公司实现营业收入 42.45 亿元，同比增长 1.67%，归属上市公司股东净利润 18.57 亿元，同比下降 9.55%，EPS 为 0.40 元，同比下降 9.65%，非经纪业务增长平滑部分经纪业务缩水给业绩带来的影响。
- **佣金率下滑 13%趋缓**。前三季度公司实现经纪业务净收入 18.99 亿元，同比下降 20.33%。第三季度佣金率为 0.065%，下降 13%，下降趋缓。
- **承销、资管等业务均有不同程度增长**。公司前三季度承销业务收入为 9 亿元，同比增加 18%，市场份额为 3.9%，排行业第 9 位，财务顾问和保荐业务也均有不同程度的增长；资管业务收入 7298 万元，同比增长 65%，净资产 90 亿元排行业第 6 位。
- **自营规模下降但收益同比增长达 42%**。前三季度自营业务盈利 6.37 亿元，同比增长 41.58%。截至 9 月 30 日，其自营规模为 171.42 亿元，较去年同期降 25.33%。公司融资融券业务的开展促使利息净收入大幅增长 42%达 5 亿元，占营业收入由去年同期的 9%，上升为 12%。
- **估值**。假设 2011 年，市场日均股票成交额 2100 亿元，自营收益率为 3%。公司 11 年、12 年、13 年 EPS 为 0.80 元，1.05 和 1.25 元，对应市盈率 15 倍，12 倍和 10 倍，未来转融通业务可能年内启动将刺激券商板块上行，公司净资本排行靠前，较大竞争优势，在第四度乐观谨慎的市场研判下，维持公司增持评级。

非银行金融研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

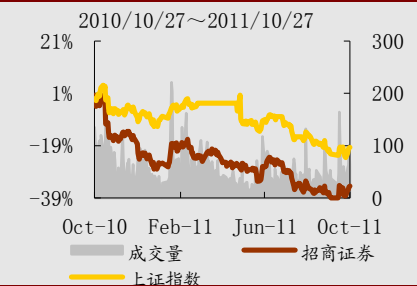
联系人：

孙羽薇

电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



报告日期	户均持股数变化
20110930	22385
20110630	17104
20110331	16233

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1 《券商行业将加速分化》2011/10
- 2 《2、3 季度券商业绩堪忧》2011/9
《招商证券：创新业务将成亮点》，2011.8
- 2 《招商证券：佣金率远低于行业平均水平》，2011.4
- 3 《招商证券：承销业务抵消经纪业务下滑》，2010.8

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,680	6,486	6,148	8,347	9,625
Growth (%)	76.53%	-25.27%	-5.22%	35.77%	15.30%
净利润	3,925	3,229	2,767	3,756	4,331
Growth (%)	86.01%	-17.75%	-14.32%	35.77%	15.30%
每股收益	1.14	0.90	0.80	1.05	1.25
每股净资产	6.30	6.69	5.62	6.26	7.01

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,917	8,680	6,486	6,148	8,347	9,625	货币资金	31,846	64,505	42,733	47,006	51,707	56,878
手续费净收入	4,103	7,326	5,110	5,244	5,543	6,326	结算备付与保证金	3,113	5,507	20,671	22,662	24,852	27,261
代理买卖证券业务净收入	3,073	4,793	3,579	3,655	3,618	3,980	交易性金融资产	5,356	15,346	16,375	19,650	23,580	28,296
证券承销业务净收入	134	515	1,224	1,373	1,647	1,977	买入返售金融资产	0	694	111	0	0	0
资产管理业务净收入	754	1,562	85	156	234	307	可供出售金融资产	310	4,027	6,584	7,243	7,967	8,764
利息净收入	206	247	498	146	192	239	其他资产	7,013	6,433	8,884	8,054	8,362	8,701
投资收益及公允价值变动	608	1,098	873	726	2,555	3,002	资产总计	47,637	96,512	95,359	104,615	116,467	129,898
其他业务收入	0	10	6	6	6	6	短期借款	176	335	528	350	350	350
营业支出	2,343	3,667	2,583	-2,459	-3,339	-3,850	交易性金融负债	1	64	84	0	0	0
营业税金及附加	287	406	297	-307	-417	-481	衍生金融负债	0	0	0	0	0	0
业务及管理费	2,056	3,260	2,286	-2,152	-2,922	-3,369	卖出回购金融资产款	2,310	4,828	8,969	0	0	0
营业利润	2,575	5,015	3,903	3,689	5,008	5,775	代理买卖证券款	30,648	61,208	58,994	64,622	71,085	78,193
营业外收支	-10	22	21	0	0	0	其他负债	6,364	7,462	2,808	13,453	15,838	18,696
利润总额	2,110	3,925	3,229	2,767	3,756	4,331	负债合计	39,499	73,897	71,383	78,426	87,273	97,239
所得税	455	1,111	695	922	1,252	1,444	股本	3,227	3,585	3,585	4,661	4,661	4,661
净利润	2,110	3,925	3,229	2,767	3,756	4,331	归属母公司所有者权益	7,902	22,606	23,976	26,189	29,194	32,659
归属母公司所有者净利润	2,021	3,728	3,229	2,739	3,597	4,288	少数股东权益	235	10	0	0	0	0
少数股东损益	90	198	0	28	160	43	所有者权益合计	8,138	22,616	23,976	26,189	29,194	32,659
经营指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	风险指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
平均总资产收益率	3.13%	5.17%	3.37%	2.74%	3.25%	3.48%	净资本	3,797	21,535	23,327	25,520	28,525	31,989
平均净资产收益率	26.11%	24.44%	13.86%	10.92%	12.99%	13.86%	扣除代买卖证券款负债率	52.10%	35.94%	34.07%	34.51%	35.67%	36.84%
管理费用率	-41.81%	-37.56%	-35.24%	35.00%	35.00%	35.00%	自营规模/净资本	149.20%	89.96%	98.42%	105.38%	110.59%	115.85%
营业收入/总资产	7.62%	12.04%	6.76%	6.15%	7.55%	7.81%	权益自营规模/净资本	36.44%	26.99%	39.37%	42.15%	55.30%	57.92%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	估值	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.63	1.14	0.90	0.80	1.05	1.25	市盈率	19.4	10.7	13.6	15.2	11.6	9.7
每股净资产	2.4	6.3	6.7	5.6	6.3	7.0	市净率	5.0	1.9	1.8	2.2	1.9	1.7

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

黄立军: 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁			
	010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。