

招商证券 (600999)

买入/维持评级

股价: RMB12.21

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁文韬

021-50106410

dingwentao@mail.htlhsc.com.cn

华莎

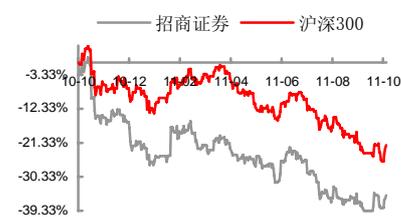
(021)6849 8507

huasha@mail.htlhsc.com.cn

基础数据

总股本 (百万股)	4,661
流通 A 股 (百万股)	4,661
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	56,912

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩相对稳定, 投行业务持续增长

——2011Q3 财报点评

- 业绩: 综合收益同比仅下滑 25%。**2011Q3 招商证券营业收入、净利润、综合收益分别为 42.25 亿元、18.57 亿元、16.04 亿元, 分别同比增长 2%、-10%、-25%。每股净利润、每股综合收益分别为 0.40 元、0.34 元。在全行业业绩同比下滑过半的背景下, 招商证券综合收益同比仅下滑 25%, 实属难得。业绩下滑主因归于佣金率下滑引发的经纪业务收入下降。
- 收入端: 业务结构维持均衡化, 资管、投行、融资融券业务发展迅速。**

  - 1) 业务结构相对均衡, 有效弱化佣金率下滑的不利影响。**2011Q3 公司经纪、自营、投行、资管、利息收入占比分别为: 45%、14%、24%、2%和 13%, 收入结构相对平衡, 弱化了佣金率下滑对公司业绩的负面影响。
  - 2) 资管、投行、融资融券业务增长迅速, 抵消部分佣金率下滑的负面影响。**公司 2011Q3 公司资管业务收入同比增长 63%, 投行业务收入同比增长 19%, 利息收入增长 42%, 其中, 由于投行业务比重较高, 能够更为有效支撑公司营收稳定。
- 成本端: 管理费用同比增速放缓。**2011Q3 招商证券营业支出、业务及管理费分别为 18.81 亿元、16.49 亿元, 同比增长 9%、7%, 相比 2011H1 的 16%、14%的增速下降明显, 显示出公司在成本控制初见成效。
- 投资建议: 维持“买入”评级。**主要推荐理由: 1) PB 估值较为安全。2011 年公司 PB 估值为 2.26 倍, 处于历史低位水平; 2) 行业催化剂预期增强。10 月 19 日证金公司获批成立, 转融通、标的券扩容、新三板扩容等行业性催化剂实现预期增强。3) 公司有望优先享受业务扩容红利。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, 享有业务扩容红利。
- 风险提示: 新型营业部政策尚存不确定性。**

经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(扣非后, 百万元)	6486.5	5,527	6,151	6,692
(+/-%)	-25.3	-14.8	11.3	8.8
归属母公司综合收益(扣非后, 百万元)	3228.9	2,239	2,750	2,929
(+/-%)	-13.4	-29.3	22.8	6.5
每股综合收益(扣非后, 元)	0.69	0.48	0.59	0.63
P/E(倍)	17.5	25.4	20.7	19.4

## 目 录

<b>业绩：综合收益同比仅下滑 25%</b> .....	<b>4</b>
<b>收入端：业务结构均衡化，资管、投行、融资融券发展迅速</b> .....	<b>5</b>
1) 经纪：继续采用以降佣换市场的策略 .....	5
2) 自营：2011 前 3 季自营收入受指数低迷影响下降 27% .....	6
3) 投行：2011 前 3 季投行收入同比增长 22% .....	6
4) 资管：2011 前 3 季资管收入同比增长 63%，归于资管规模提高 .....	6
5) 融资融券：2011Q3 末市场份额高达 8%，处于行业前列 .....	6
6) 直投业务：尚处在投入期 .....	7
<b>成本端：管理费用同比增速下降，成本管理有效</b> .....	<b>7</b>
<b>投资建议：维持“买入”评级</b> .....	<b>8</b>
<b>风险提示：新型营业部政策尚存不确定性</b> .....	<b>8</b>

## 图表目录

图 1: 招商证券证券经纪佣金率降幅有所趋缓 .....	5
图 2: 招商证券经纪市场份额今年来有所提升 .....	5
图 3: 2011Q3 末融资融券余额市场份额 .....	7
图 4: 2011 年 3-9 月末融资买入市场份额 .....	7
表格 1: 招商证券利润表重构及综合收益变动归因分析 (单位: 百万元) .....	4
表格 2: 2011 年 1-9 月上市公司主承销份额情况 .....	6
表格 3: 招商证券成本分析 (单位: 亿元) .....	7

## 业绩：综合收益同比仅下滑 25%

2011 年前 3 季度招商证券营业收入、净利润、综合收益分别为 42.25 亿元、18.57 亿元、16.04 亿元，分别同比增长 2%、-10%、-25%。每股净利润、每股综合收益分别为 0.40 元、0.34 元。

在全行业业绩同比下滑过半的背景下，招商综合收益同比仅下滑 10%，已经超越大多数同行。业绩下滑主因归于佣金率下滑导致的经纪收入减少。通过归因分析，对综合收益正面贡献最大的是投行收入，导致综合收益 7 个百分点的增长；负面贡献最大的是经纪业务收入，导致综合收益 19 个百分点的下降，主要归于经纪佣金率下滑影响。

表格 1：招商证券利润表重构及综合收益变动归因分析（单位：百万元）

	金额		占比		同比	对综合收益变动影响
	10Q1-Q3	11Q1-Q3	10Q1-Q3	11Q1-Q3	11Q1-Q3	11Q1-Q3
新营业收入	4,322	4,045	100%	100%	-6%	-11%
经纪	2,383	1,899	55%	47%	-20%	-19%
自营	597	438	14%	11%	-27%	-6%
投行	904	1,077	21%	27%	19%	7%
资管	52	85	1%	2%	63%	1%
利息	357	509	8%	13%	42%	6%
其它	28	39	1%	1%	38%	0%
新营业支出	-1,730	-1,881	-40%	-47%	9%	-6%
业务及管理费	-1,545	-1,649	-36%	-41%	7%	-4%
其它	-185	-232	-4%	-6%	26%	-2%
营业外收入与支出	9	9	0%	0%	3%	0%
新利润总额	2,601	2,173	60%	54%	-16%	-
综合收益	2,138	1,604	49%	40%	-25%	-
归属于母公司综合收益	2,138	1,604	49%	40%	-25%	-
实际所得税率	18%	26%	-	-	-	-9%
综合收益归属母公司比例	100%	100%	-	-	-	0%

资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

注：利润表重构后各指标公式如下：

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入

自营收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

新营业支出=营业支出-资产减值

新利润总额=利润总额+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

## 收入端：业务结构均衡化，资管、投行、融资融券发展迅速

根据表格 1，可以看出招商证券业务结构继续保持均衡化，佣金率下滑和股指大幅下跌对业绩影响被弱化；资管、投行、融资融券业务收入的迅速增长有助于在波动的市场中稳定公司业绩。

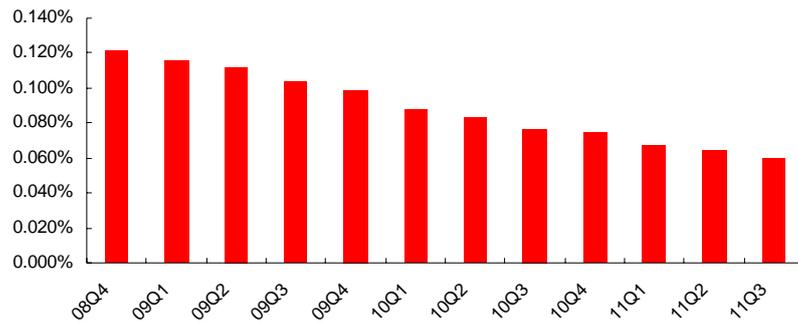
### 1) 经纪：继续采用以降佣换市场的策略

2011Q3 经纪收入 18.99 亿元，同比下滑 20%，主因归于佣金率同比下滑。3 季度股票交易佣金率 0.059%，环比下滑 7.6%，下滑幅度进一步扩大，同时我们观察到公司市场份额达到 4.05%，同比提升 1.9%，另外，公司的客户保证金降幅也同样小于同业，由此看出公司所采取的降佣换市场的经营策略取得一定成效，但并不显著。

A.佣金率：2011Q3 招商证券股票交易佣金率 0.059%，环比下滑 7.6%，较 Q2 的 4.2% 的环比降幅进一步扩大，我们推测可能归于公司采取了降佣换市场的经营策略。

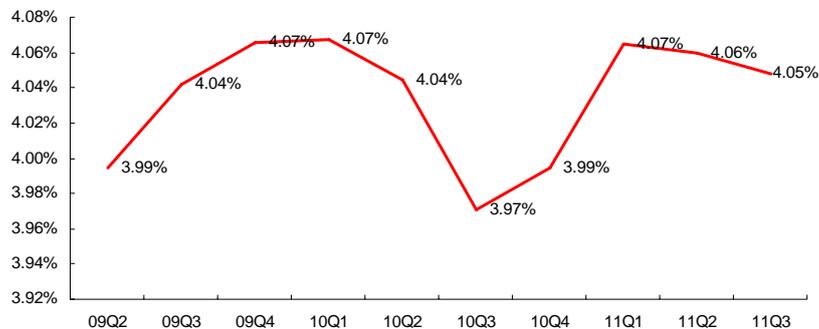
B.市场份额：2011Q3 招商证券市场份额为 4.05%，同比上升 1.9%。

图 1：招商证券证券经纪佣金率降幅有所趋缓



资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所

图 2：招商证券经纪市场份额今年来有所提升



资料来源：公司数据，华泰联合证券研究所

## 2) 自营: 2011 前 3 季自营收入受指数低迷影响下降 27%

公司 2011 前 3 季自营总收入 4.38 亿元 (含浮盈/亏), 同比下降 27%, 主因归于股指表现低迷。自营资产总收益率 1.77% (未年化), 而同期沪深 300 收益率为 -17%, 公司自营情况远好于股指, 同时也好于大多数同行。截止 2011Q3 末, 公司自营资产 (交易性+可供出售+持有到期+长期股权投资) 219.83 亿元。

## 3) 投行: 2011 前 3 季投行收入同比增长 22%

公司 2011 前 3 季投行总收入 10.77 亿元, 同比增长 19%, 主因归于公司投行承销继续保持在中小型项目方面的优势。截止 2011Q3 末, 公司投行完成 12 个主承销项目, 承销金额 339.19 亿元, 处在行业前列。

表格 2: 2011 年 1~9 月上市公司主承销份额情况

上市券商	合计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信	11.46%	6.33%	9.11%	24.68%	9.28%	14.19%
广发	3.91%	2.97%	2.52%	23.46%	0.00%	3.62%
招商	3.59%	3.03%	5.39%	0.00%	0.00%	3.96%
华泰	0.94%	3.02%	0.50%	0.00%	0.00%	0.12%
招商	3.94%	4.32%	7.83%	6.88%	6.18%	1.93%
光大	1.41%	3.27%	0.28%	6.83%	0.00%	0.42%
长江 (长江承销)	0.45%	0.54%	0.90%	0.00%	0.00%	0.32%
国元	0.55%	1.34%	0.97%	0.00%	0.73%	0.00%
西南	1.72%	2.23%	1.51%	0.00%	0.00%	1.83%
宏源	2.18%	1.13%	0.85%	0.00%	0.00%	3.62%
兴业	0.94%	1.70%	0.43%	0.00%	0.00%	0.85%
太平洋	1.08%	0.93%	0.29%	1.06%	0.00%	1.55%
东北	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国金	0.71%	2.06%	0.82%	0.64%	0.00%	0.00%
山西 (中德证券)	2.64%	2.06%	4.79%	0.00%	0.00%	2.72%
方正 (瑞信方正)	0.83%	0.00%	0.99%	0.00%	9.28%	0.46%
国海	0.56%	0.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.77%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券研究所

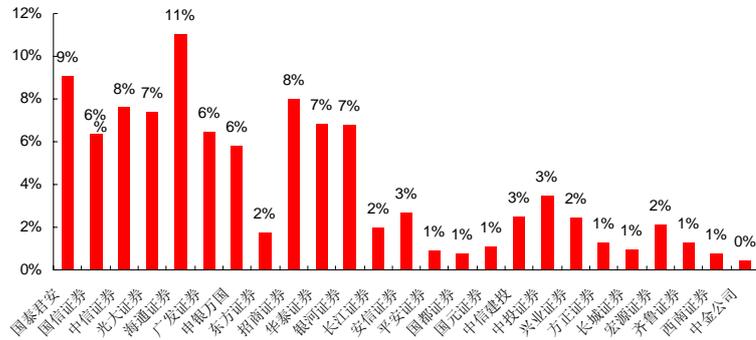
## 4) 资管: 2011 前 3 季资管收入同比增长 63%, 归于资管规模提高

公司 2011 前 3 季资管业务总收入 0.85 亿元, 同比增长 63%, 主因归于公司资产管理规模提高。2011 年前 3 季, 公司资产管理部新发行集合理财产品 2 支——海外宝和智远避险, 规模合计 26.6 亿, 目前净值占所有理财产品净值的 28%。

## 5) 融资融券: 2011Q3 末市场份额高达 8%, 处于行业前列

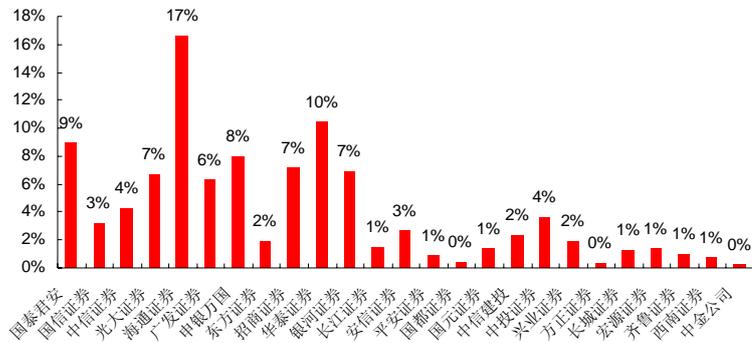
截止 2011Q3 末, 公司融资融券业务余额 26.89 亿元, 市场份额 8%, 处于行业前列。2011 年 1-9 月公司融资买入额累计为 86.75 亿元, 市场份额 7%, 同样领先大部分同行。

图 3: 2011Q3 末融资融券余额市场份额



资料来源: 上交所、深交所, 华泰联合证券研究所

图 4: 2011 年 3-9 月末融资买入市场份额



资料来源: 上交所、深交所, 华泰联合证券研究所

备注: 上海证券交易所 3 月份起披露相关数据

### 6) 直投业务: 尚处在投入期

公司全资直投子公司招商资本, 注册资本目前为 5 亿, 2009 年成立。目前, 招商资本投资项目尚处于投入期, 暂时未有直投项目过会。

### 成本端: 管理费用同比增速下降, 成本管理有效

2011Q3 招商证券营业支出、业务及管理费分别为 18.81 亿元、16.49 亿元, 同比增长 9%、7%。成本控制表现相对较好, 对比 2011H1 的 16%、14%的增速下降明显, 显示出公司成本控制能力较强。

表格 3: 招商证券成本分析 (单位: 亿元)

	金额		占比		同比
	10Q3	11Q3	10Q3	11Q3	11Q3
营业支出	17.29	18.81	100%	100%	9%
业务及管理费	15.45	16.49	89%	88%	7%

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券研究所

## 投资建议：维持“买入”评级

我们预计 2011-13 年分别为 0.48、0.59、0.63 元，对应 PE 分别为 25、21、19 倍，对应 PB 分别为 2.26、2.15、1.97，维持对公司的“买入”评级。主要推荐理由如下：

### 1) PB 估值较为安全

2011 年公司 PB 估值为 2.26 倍，处于历史较低水平。

### 2) 催化剂预期增强

10 月 19 日证金公司获批成立，转融通、标的券扩容、新三板扩容等行业性催化剂实现预期增强。

### 3) 公司有望优先享受业务扩容红利

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。

## 风险提示：新型营业部政策尚存不确定性



### 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±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

### 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

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司