

承销项目减少自营业绩稳定

增持维持

投资要点:

- 2012年一季度业绩下滑 32.33%
- 佣金率 0.066% 下降空间有限, 承销项目减少融资融券业务发展较快。
- 一季度自营业绩同比增长 15.49%

报告摘要:

- 2012年一季度业绩下滑 32.33%。**2011年全年和今年一季度公司分别实现营业收入 52.25 亿元和 12.51 亿元(同比下降 24.92%), 归属上市公司股东净利润分别为 20.08 亿元(同比下降 37.79%)和 5.37 亿元(同比下降 32.33%)。主要均由于经纪和承销业务净收入持续下滑所致。
- 一季度佣金率 0.066% 下降空间有限。**2011年经纪业务净收益为 22.69 亿元, 同比下降 36.59%, 收入占比由 55% 降为 43%。一季度 4.78 亿元, 同比下降 37.55%, 收入占比由 46% 降为 38%, 与市场成交量下降一致。综合佣金率为 0.066%, 同比降 4.08%, 环比降 8.36%, 下降空间有限。市场份额 4.01%, 与去年同期持平。
- 承销项目减少融资融券业务发展较快。**2011年承销收入 9.92 亿元, 同比减少 18.95%。今年一季度实现收入 1.29 亿元, 同比降 57.92%, 收入占比由 18% 降至 10%, 承销额 74.40 亿元, 同降 23.77%, 市场份额 1.88%, 同比减 44.38%, 权益和债券类项目均减少。2011年和今年一季度利息收入分别增长 38.53% 和下降 23.60%。融资融券业务收入 2.59 亿元, 占比 2011 年达 4.96%, 占利息收入 29.61% 发展迅速。
- 一季度自营业绩同比增长 15.49%。**2011 年公司自营盈利 8.83 亿元, 同比持平, 今年一季度自营业务盈利 4.25 亿元, 增长 15.49%。截至 3 月 31 日, 其自营规模为 244.39 亿元, 较年初增长 11.25%。债券类占比 75%, 衍生金融产品投资帮助有效降低风险, 收益稳定。
- 估值。**假设 2012 年, 市场股票成交额 2100 亿元, 自营收益率 8%, 公司 2012 年 EPS 为 0.81 元, 对应市盈率 16.5 倍, 估值进入价值区间, 公司自营收益水平稳定, 佣金率基本见底, 维持增持评级。

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,486	5,225	6,858	8,210	9,598
Growth (%)	-25.27%	-19.45%	31.24%	19.72%	16.91%
净利润	3,229	2,008	2,770	3,566	4,165
Growth (%)	-17.75%	-37.80%	37.94%	28.73%	16.81%
每股收益(元)	0.90	0.43	0.81	1.04	1.22
每股净资产	6.69	5.29	5.77	6.38	6.38

非银行金融研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-8801 3577

Email: huanglijun@hysec.com

联系人:

孙羽薇

电话: 010-8801 3557

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110930	22385	
20110630	17104	
20110331	16233	

数据来源: 港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券*季报点评*招商证券: 非经纪业务平稳增长*600999*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2011.10
- 《宏源证券*中报点评*招商证券: 创新业务将成亮点*601688*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2011.8
- 《宏源证券*年报点评*招商证券: 佣金率远低于行业平均水平*600999*非银行金融*黄立军、孙羽薇》, 2011.4
- 《宏源证券*半年报点评*招商证券: 承销业务抵消经纪业务下滑*600999*

利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,486	5,225	6,858	8,210	9,598
手续费净收入	5,110	3,604	4,245	5,404	6,183
代理买卖证券业务净收入	3,579	2,269	2,636	3,322	3,488
证券承销业务净收入	1,224	992	1,439	1,870	2,432
资产管理业务净收入	85	66	90	113	142
利息净收入	498	689	536	327	454
投资收益及公允价值变动	873	883	2,012	2,414	2,897
其他业务收入	6	49	49	49	49
营业支出	2,583	2,662	3,180	3,469	4,055
营业税金及附加	297	272	357	427	499
业务及管理费	2,286	2,390	2,823	3,042	3,556
营业利润	3,903	2,561	3,678	4,741	5,543
营业外收支	21	3	15	13	11
利润总额	3,229	2,008	2,770	3,566	4,165
所得税	695	-556	923	1,189	1,388
净利润	3,229	2,008	2,770	3,566	4,165
归属母公司所有者净利润	3,229	2,008	2,770	3,566	4,165
少数股东损益	0	0	0	0	0
经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
平均总资产收益率	3.01%	2.15%	3.41%	3.48%	3.40%
平均净资产收益率	13.86%	8.26%	10.75%	12.60%	14.01%
管理费用率	-35.24%	-45.74%	-41.17%	-37.05%	-37.05%
营业收入/总资产	6.04%	5.58%	8.45%	8.00%	7.83%
每股数据(元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.90	0.43	0.81	1.04	1.22
每股净资产	6.69	5.29	5.77	6.38	6.38

资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	42,733	31,510	37,812	45,374	54,449
结算备付与保证金	20,671	4,837	5,805	6,814	8,025
交易性金融资产	16,375	14,701	17,641	21,169	25,403
买入返售金融资产	111	214	163	188	176
可供出售金融资产	6,584	7,267	8,720	10,464	12,557
其他资产	31,843	10,328	23,362	27,614	32,912
资产总计	118,318	68,857	93,503	111,624	133,522
短期借款	528	712	350	350	350
交易性金融负债	84	102	83	90	92
衍生金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	8,969	9,040	9,005	9,023	9,014
代理买卖证券款	58,994	32,139	38,091	45,709	54,851
其他负债	2,808	2,194	19,089	26,715	39,477
负债合计	71,383	44,188	66,618	81,886	103,784
股本	3,585	4,661	4,661	4,661	4,661
归属母公司所有者权益	23,976	24,669	26,885	29,738	29,737
少数股东权益	0	0	0	0	1
所有者权益合计	23,976	24,669	26,885	29,738	29,738
风险指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净资本	23,327	24,422	26,603	29,456	29,455
扣除代买卖证券款负债率	59.58%	32.81%	51.48%	54.88%	62.20%
自营规模/净资本	98.42%	89.95%	99.09%	107.39%	128.88%
权益自营规模/净资本	23.62%	21.59%	23.78%	25.77%	30.93%
估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
市盈率	14.8	31.0	16.5	12.8	11.0
市净率	2.0	2.5	2.3	2.1	2.1

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

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。