

# 创新业务发展速度不敌传统萎缩 增持维持

## 投资要点:

- 📖 经纪、投行业务大幅下降,业务结构有待进一步优化
- 📖 自营规模扩大收益增长且风险控制好
- 📖 两融业务已成为新增长点,但创新业务还有较大改善空间

## 报告摘要:

- **上半年业绩下降逾 20%**。上半年公司实现营业收入 25.67 亿元,同比下降 20.89%, 归属上市公司股东净利润 9.5 亿元, 同比减少 35.7%, 系投行和经纪业务收入萎缩、成本增加(9%)所致。
- **手续费及佣金收入大幅下滑收入占比由 69%降至 51%**。上半年经纪业务营业收入 9.43 亿元, 同比降 30.94%, 降幅略低于行业水平, 收入占比持续下降 12.7%至 36.7%。综合佣金率 0.066%, 同比降 4%, 下降空间十分有限。市场份额 4%与去年基本持平, 交易量同比降 29%。交易额的双重下降造成了经纪业务缩水; 投行业务上半年收入 2.2 亿元降 69.6%, 远高于行业平均 28.04%的降幅, 总规模萎缩 17.9%, 虽然债券类承销规模同比增 191%, 但难以弥补权益类降幅。
- **自营收益稳定风险控制良好**。上半年自营收入 9.74 亿元, 同比增 44.8%, 收入占比 38%, 弥补了部分收入的下滑。自营资产规模 283 亿元同比增 34%, 固收类投资占 77%, 套期保值交易对冲风险, 都有效稳定了自营收益波动; 同时公司对博时基金、招商基金等股权投资收益约 1.3 亿, 是自营收入中较为稳定的支撑。
- **两融业务快速增长**利息收入 2.6 亿元, 同比下降 18.6%, 占比 10.4%与去年基本持平; 融资融券带来收入 1.75 亿同增 39%, 收入占比 7%, 已逐渐构成新利润增长点。直投业务 3 个项目将逐渐进入收获期。
- **估值**。鉴于去年前高后低的市场走势, 按照今年 L 型经济走势判断, 股票日均交易额与去年基本持平略有浮动, 投行规模与去年持平, 自营保持稳健, 预测 2012 年 EPS 为 0.59 元, 对应 17 倍 PE, 1.7 倍 PB, 估值较低, 公司创新业务改善空间较大, 维持增持评级

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,486	5,225	5,730	7,465	8,383
Growth(%)	-25.27%	-19.45%	9.67%	30.28%	12.29%
净利润	3,229	2,008	2,023	2,688	3,081
Growth(%)	-17.75%	-37.80%	0.72%	32.89%	14.61%
每股收益(元)	0.90	0.43	0.59	0.79	0.90
每股净资产	6.69	5.29	5.64	6.10	6.10

## 非银行金融研究组

### 分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-8808 5983

Email: huanglijun@hysec.com

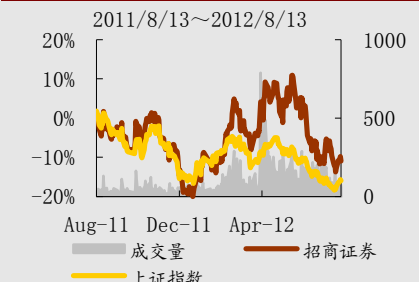
### 联系人

孙羽薇

电话: 010-8801 3557

Email: sunyuwei@hysec.com

## 市场表现



数据来源: 港澳资讯

## 相关研究

- 1 《宏源证券\*年报点评\*招商证券: 承销项目减少自营业绩稳定\*600999\*非银行金融\*黄立军、孙羽薇》, 2012.4
- 2 《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
- 3 《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
- 4 《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

<b>利润表(百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>营业收入</b>	6,486	5,225	5,730	7,465	8,383
手续费净收入	5,110	3,604	2,977	4,072	4,317
代理买卖证券业务净收入	3,579	2,269	2,342	3,373	3,541
证券承销业务净收入	1,224	992	465	488	512
资产管理业务净收入	85	66	90	113	142
利息净收入	498	689	564	476	631
投资收益及公允价值变动	873	883	2,156	2,884	3,400
其他业务收入	6	49	18	18	18
<b>营业支出</b>	2,583	2,662	3,163	4,046	4,459
营业税金及附加	297	272	298	388	436
业务及管理费	2,286	2,390	2,865	3,658	4,024
<b>营业利润</b>	3,903	2,561	2,567	3,419	3,923
营业外收支	21	3	16	13	11
<b>利润总额</b>	3,229	2,008	2,023	2,688	3,081
所得税	695	556	560	744	853
<b>净利润</b>	3,229	2,008	2,023	2,688	3,081
归属母公司所有者净利润	3,229	2,008	2,023	2,688	3,081
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>经营指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
平均总资产收益率	3.01%	2.15%	2.77%	2.82%	2.48%
平均净资产收益率	13.86%	8.26%	7.94%	9.82%	10.83%
管理费用率	-35.24%	-45.74%	-50.00%	-49.00%	-48.00%
营业收入/总资产	6.04%	5.58%	7.85%	7.82%	6.76%
<b>每股数据(元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
每股收益	0.90	0.43	0.59	0.79	0.90
每股净资产	6.69	5.29	5.64	6.10	6.10

<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
货币资金	42,733	31,510	31,825	38,190	45,828
结算备付与保证金	20,671	4,837	6,130	7,223	8,535
交易性金融资产	16,375	14,701	20,581	24,697	29,637
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	7,630	9,156	10,988
其他资产	31,843	10,328	10,809	34,375	39,089
<b>资产总计</b>	<b>118,318</b>	<b>68,857</b>	<b>77,138</b>	<b>113,831</b>	<b>134,252</b>
短期借款	528	712	925	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	11,753	12,928	12,928
代理买卖证券款	58,994	32,139	33,083	39,700	47,640
其他负债	2,808	2,194	5,007	32,326	44,806
<b>负债合计</b>	<b>71,383</b>	<b>44,188</b>	<b>50,851</b>	<b>85,393</b>	<b>105,815</b>
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	26,287	28,438	28,436
少数股东权益	0	0	0	0	1
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,976</b>	<b>24,669</b>	<b>26,287</b>	<b>28,438</b>	<b>28,437</b>
<b>风险指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净资本	23,327	23,734	25,304	27,454	27,453
扣除代买卖证券款负债率	59.58%	32.81%	40.33%	61.64%	67.17%
自营规模/净资本	98.42%	92.56%	111.49%	123.31%	147.98%
权益自营规模/净资本	23.62%	22.21%	25.64%	29.59%	35.51%
<b>估值</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
市盈率	11.4	23.9	17.3	13.0	11.4
市净率	1.5	1.9	1.8	1.7	1.7

**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**

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	021-51782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18682185141	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
QFII	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	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。