

公司创新业务未对收入产生影响

增持 维持

投资要点:

- 📖 公司前三季度业绩下降 34%，管理费用同比增 17%
- 📖 自营收益大幅增长，其他业务全线下滑
- 📖 创新业务短期内为显著贡献业绩，有待进一步跟踪观察

报告摘要:

- **前三季度业绩下降 34%**。前三季度公司实现营业收入 35.9 亿，同比减少 15.5%，归属上市公司股东净利润 12.2 亿，同比减少 34.5%，业绩的下滑主要因经纪和投行业务大幅萎缩 29%和 65%，以及管理费同比增加 17.1%，双重因素叠加所致。
- **除自营外，传统业务全线下滑**。前三季度公司经纪业务营业收入 13.6 亿，同比下降 28.6%，收入占比 37.8%，同比下降 15.4%，市场份额 5.4%，同比下降 1.6%，佣金率 0.07%，同比企稳略有反弹；证券承销业务收入 3.2 亿，同比下降 65.5%，其中第三季度实现证券承销业务收入 9950 万，同比下降 51.2%，但保荐业务收益 1.2 亿元，同比增长 47%。投行成效规模基本与去年同期持平，但权益类项目规模占比明显大幅下降，固定收益类项目规模占比达到 72%，拉低整体佣金水平；受市场影响，资管业务净收入 6248 万，同比下降 14.4%，其中第三季度资管收入 2424 万，同比增长 17.9%，单季有所回升，资产管理规模净值 71 亿，市场排名 16；利息净收入 4.1 亿，同比下降 19.2%。
- **自营收入大幅增加**。前三季度，公司实现自营收益 12.3 亿元，同比增长 12%，同比增长 93.5%。自营规模 288 亿元，较年初增长 31%，债券类投资规模增大稳定了自营收益。
- **创新业务短期内未显著贡献业绩**。公司创新业务短期内还未对业绩实现显著贡献，业务结构上，公司仍以自营和经纪业务收入为主。考虑到两融业务规模排名靠前，公司加大对基金公司的投资力度，而基金行业正在大力拓展创新业务，因此维持公司增持评级。

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	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

非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军(S118020907018)

电话: 010-8808 5983

Email: huanglijun@hysec.com

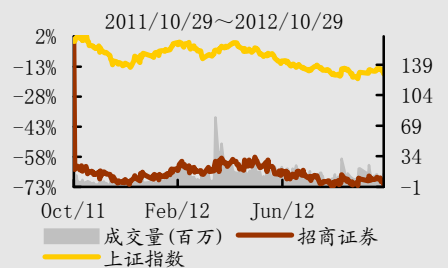
研究助理:

孙羽薇

电话: 010-8801 3557

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



相 研究

- 证券行业三季前瞻：行业分化将现
2012/10/18
- 证券行业：挖掘券商第二波行情的阿尔法
2012/9/17
- 证券行业：国际投行组织架构变革分析——发掘证券业阿尔法之二
2012/9/10
- 招商证券：创新业务发展速度不敌传统萎缩
2012/8/14
- 招商证券：承销项目减少自营业绩稳定
2012/4/24
- 招商证券：非经纪业务平稳增长
2011/10/28

表 1: 盈利预测

利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	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
营业支出	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
营业利润	3,903	2,561	2,567	3,419	3,923
营业外收支	21	3	16	13	11
利润总额	3,229	2,008	2,023	2,688	3,081
所得税	695	556	560	744	853
净利润	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
经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
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%
每股数据(元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
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

资料来源: WIND 资讯, 宏源证券

表 1: 盈利预测

资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
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
资产总计	118,318	68,857	77,138	113,831	134,252
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
负债合计	71,383	44,188	50,851	85,393	105,815
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
所有者权益合计	23,976	24,669	26,287	28,438	28,437
风险指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
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%
估值	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
市盈率	10.7	22.5	16.3	12.3	10.7
市净率	1.4	1.8	1.7	1.6	1.6

资料来源: WIND 资讯, 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

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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, 任何机构和個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。