传统业务稳步推进，创新业务发展迅速

招商证券(600999)年报及一季报点评

投资评级：增持（维持评级）

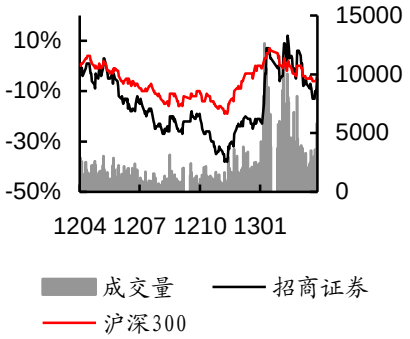
当前价格(元):	12.53
合理价格区间(元):	13.50~14.20

华莎 执业证书编号：S0570512070072
研究员 (021)6849 8511
huasha@mail.htsc.com.cn

相关研究

1《招商证券(600999):投行下滑明显，自营较为稳健》2012.10
2《【华泰联合】招商证券（600999）：佣金率环比回升，创新业务发力——2011年报、2012年1季报点评（买入）？》2012.04
3《招商证券(600999):有效控制成本，创新业务发力。》2012.04

股价走势图



投资要点：

业绩： 12年、13Q1综合收益分别增长2%、4%，主因归于自营向好。经过业务收入重构，12年招商证券营业收入46.66亿元、净利润16.46亿元、综合收益17.96亿元，分别同比-11%、-18%、2%。2013Q1招商证券营业收入15.44亿元、净利润6.15亿元、综合收益6.20亿元，分别同比增长23%、14%、4%。公司12年综合收益增长2%的主因归于自营业务好转，其变动对综合收益贡献53个百分点的增长。招商证券2013Q1综合收益同比增长4 %的主因归于自营与经纪 好转，其变动分别对综合收益贡献 20和29个百分点的增长。

收入端： 1）经纪佣金率下降空间有限，市场份额稳中有升。2012年公司股票交易佣金率0.059%，同比下滑4%; 2013Q1公司股票交易佣金率0.063%，同比回升0.67%，由于市场佣金率约为0.007%，公司佣金具有一定竞争力，预计未来下降空间有限。2）12、13Q1公司承销收入分别下降56%、63%，主因归于股权类融资额下降。公司投行正积极向多元化发展，2012 年获得非金融企业债务融资工具主承销资质，未来承销业务重点向公司债、再融资、并购重组等方向发展。3）12、13Q1 自营收入分别增长179%、30%，主因归于市场回暖。4）公司资管子公司规模增长迅速截至12年12月31日，公司受托资管规模约191.24亿元，同比增长199%，主要为定项资管业务，其费率水平较低。13年1~3月新发行12只集合资产管理计划。公司正积极探索客户保证金管理项目及保险资金受托管理业务。5）公司融资融券业务行业排名居前，发展迅速。13Q1公司两融市场份额5.9%，相比12年底增长70%，居市场第5位。

投资建议：维持“增持”评级。 1）业绩有望实现恢复性增长。随着13年市场逐渐回暖，公司业绩有望改善，在日均成交金额1836亿元，沪深300收益率4%的市场假设下，预计公司2012年净利润将达到20.04亿元，同比增长22%。2）创新业务有望发展快速。13年证券行业创新政策不断落实，多层次多元化的资本市场体系在不断建设中，招商证券资金与客户资源优势处在行业第一梯队，创新业务优势有望领先其它中小型券商，实现快速发展。我们预计公司13~15年EPS分别为0.43、0.51、0.61，对应13~15年PE分别为29、24、21。

风险提示： 行业改革进程放缓，创新政策力度不达市场预期；部分中小型券商估值已经达到较高水平，存在股价调整的可能；股指大幅向下调整可能降低行业整体估值。

公司基本资料

总股本(百万)	4,661.10
流通A股(百万)	4661.10
52周内股价区间(元)	8.19-14.71
总市值(百万)	58,217.14
总资产(百万)	75,112.50
每股净资产(元)	5.44

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	4,666	5,722	7,037	8,758
+/-%	-11%	23%	23%	24%
净利润(百万)	1,646	2,004	2,396	2,825
+/-%	-18%	22%	20%	18%
EPS	0.35	0.43	0.51	0.61
PE	35	29	24	21

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

业绩:12 年、13Q1 综合收益分别增长 2%、4%，主因归于自营向好

2012 年招商证券营业收入 46.66 亿元、净利润 16.46 亿元、综合收益 17.96 亿元，分别同比-11%、-18%、2%。每股净利润 0.35 元、每股综合收益 0.39 元。2013Q1 招商证券营业收入 15.44 亿元、净利润 6.15 亿元、综合收益 6.20 亿元，分别同比增长 23%、14%、4%。每股净利润 0.13 元、每股综合收益 0.13 元。

招商证券 2012 年综合收益增长 2%的主因归于自营业务好转，其变动对综合收益贡献 53 个百分点的增长。招商证券 2013Q1 综合收益同比增长 4 %的主因归于自营与经纪 好转，其变动分别对综合收益贡献 20 和 29 个百分点的增长。

表格1: 招商证券 2012 年利润表重构及综合收益变动因素分析

	金额		占比		同比	对综合收益变动的影响
	2011	2012	2011	2012	2012	2012
新营业收入	5,055	4,839	100%	100%	-4%	-9%
经纪	2,269	1,787	45%	37%	-21%	-20%
自营	713	1,987	14%	41%	179%	53%
投行	1,207	532	24%	11%	-56%	-28%
资管	104	101	2%	2%	-4%	0%
利息	689	565	14%	12%	-18%	-5%
其他	72	-133	1%	-3%	-284%	-9%
新营业支出	-2,664	-2,796	-53%	-58%	5%	-5%
业务及管理费	-2,390	-2,545	-47%	-53%	6%	-6%
其他	-274	-250	-5%	-5%	-9%	1%
营业外收入与支出	3	6	0%	0%	80%	0%
新利润总额	2,395	2,049	47%	42%	-14%	-
综合收益	1,769	1,796	35%	37%	2%	-
归属母公司综合收益	1,769	1,796	35%	37%	2%	-
实际所得税	26%	12%	100%	100%	-4%	16%
综合收益归属母公司比例	100%	100%	45%	37%	-21%	0%

资料来源：上市公司年报，华泰证券研究所

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

表格2: 招商证券 2013Q1 利润表重构及综合收益变动因素分析

	金额		占比		同比	对综合收益变动的影响
	2012Q1	2013Q1	2012Q1	2013Q1	2013Q1	2013Q1
新营业收入	1,332	1,560	100%	100%	17%	30%
经纪	478	699	36%	45%	46%	29%
自营	506	658	38%	42%	30%	20%

投行	191	71	14%	5%	-63%	-16%
资管	26	34	2%	2%	32%	1%
利息	123	103	9%	7%	-16%	-3%
其他	8	-5	1%	0%	-158%	-2%
新营业支出	-583	-788	-44%	-51%	35%	-27%
业务及管理费	-522	-710	-39%	-45%	36%	-25%
其他	-61	-78	-5%	-5%	28%	-2%
营业外收入与支出	3	2	0%	0%	-52%	0%
新利润总额	752	773	56%	50%	3%	-
综合收益	596	620	45%	40%	4%	-
归属母公司综合收益	596	620	45%	40%	4%	-
实际所得税	21%	20%	100%	100%	17%	1%
综合收益归属母公司比例	100%	100%	36%	45%	46%	0%

资料来源：上市公司年报，华泰证券研究所

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

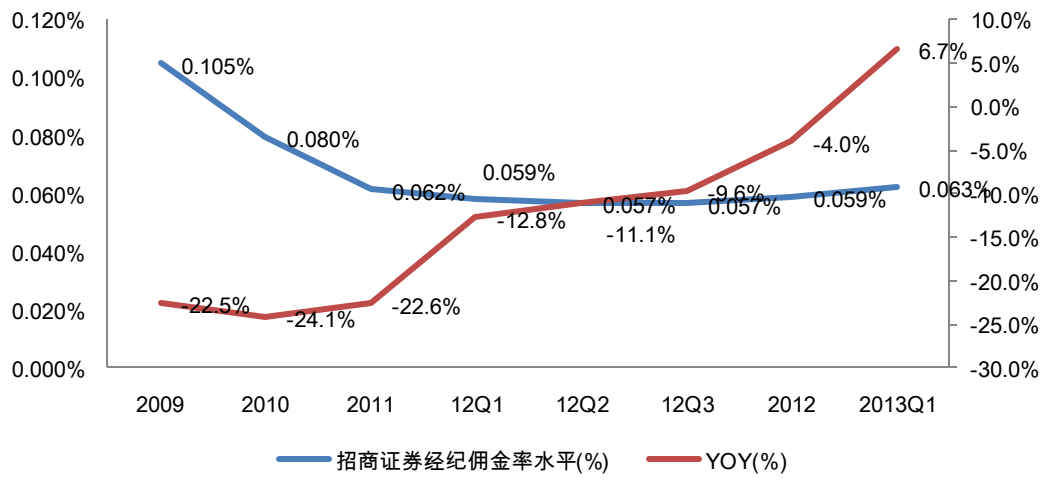
收入端：传统业务稳步推进，创新业务发展迅速

1）经纪业务：佣金率下降空间有限，市场份额稳中有升

公司 2012 年经纪业务收入 17.87 亿，占公司收入总额 37%，同比下降 21%，主因归于二级市场股票成交量下降。2012 年市场股票日均成交金额 1765 亿元，同比下滑 22%；2012 年公司经纪业务佣金率下滑 4%，远低于 2011 年的 22%，同时公司市场份额从 4.04%上升到 4.17%，同比增长 3.3%。公司 2013Q1 经纪业务收入 6.99 亿，占公司收入总额 45%，同比增长 46%，主因归于市场回暖引致二级市场股票成交量增加。2013Q1 年市场股票日均成交金额 1613 亿元，同比增长 44%；2013Q1 年公司经纪业务佣金率同比增长 6.7%，同时公司市场份额延续增长态势，上升到 4.27%，同比增长 4.3%。

A.佣金率：2012 年公司股票交易佣金率 0.059%，同比下滑 4%，低于 2011 年 22.6%的下降幅度；2013Q1 公司股票交易佣金率 0.063%，同比回升 0.67%。目前市场平均股票交易佣金率约为 0.070%，因此，公司佣金率具有较强的竞争力。由于未来市场受非现场开户、营业部成本下降等因素影响导致竞争加剧，市场佣金率下行趋势明确，但我们预计由于公司率水平低于市场平均水平，具备一定竞争力，未来佣金率下降空间有限。

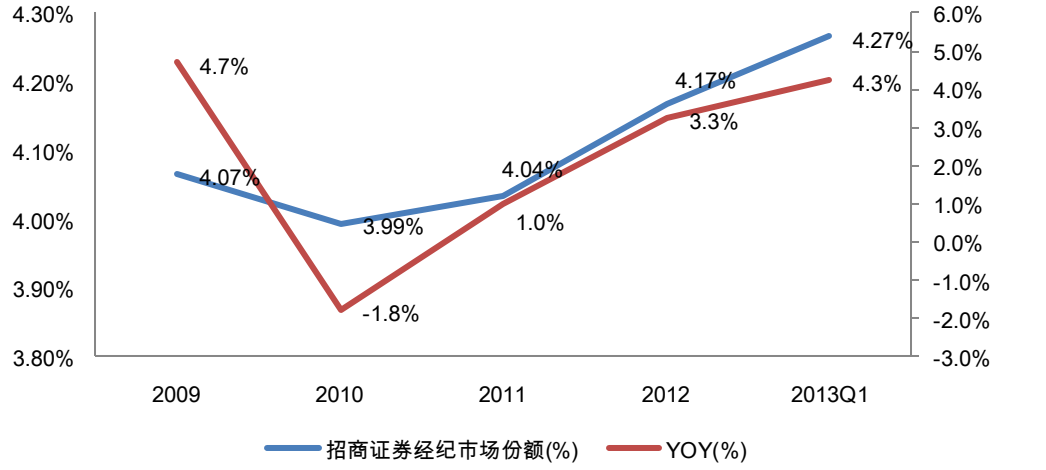
图 1: 海通证券经纪佣金率



资料来源：上交所、深交所网站，华泰证券研究所

B.市场份额：2012 年公司市场份额为 4.17%，同比上升 3.3%；2013Q1 公司市场份额为 4.27%，同比上 4.3%，体现公司经纪业务较强的竞争力。从公司新设营业部情况角度分析，根据交易所数据，公司 2012 年新增产生交易的营业部 5 家，同比增长 5%，与市场营业部数量增长持平；2013Q1 公司虽未有新增营业部，但营业部数量延续 2011 年优势，同比增长 5%，与行业总体水平相当。

图 2: 海通证券经纪业务市场份额



资料来源：上交所、深交所，华泰证券研究所

2）投行业务：12、13Q1 收入分别下降 56%、63%，主因归于股权类融资额下降

公司 2012 年投行业务收入 5.32 亿元，占公司收入总额的 11%，同比下降 56%；2013Q1 公司投行业务收入 0.71 亿元，占公司收入总额的 5%，同比下降 63%，主因归于 IPO 发行受限导致承销收入大幅下降。2012 证券行业股权融资额 4604 亿元，同比下滑 39%；2013Q1 证券行业股权融资额 1246 亿元，与 12Q1 持平，主要为再融资项目，IPO 项目为 0。公司储备项目丰富，截至 2012 年 12 月 31 日，公司投行累计 22 个保荐类项目通过中国证监会审核，49 个保荐项目在会审核。公司投行正积极向多元化发展，2012 年获得非金融企业债务融资工具主承销资质，未来承销业务重点向公司债、再融资、并购重组等方向发展。

表格3: 上市券商 2012 年承销份额比较

上市券商	合计	IPO	增发	配股	可转债	债券发行
中信	13.25%	17.80%	10.76%	N.A.	N.A.	13.50%
广发	2.47%	6.64%	5.32%	N.A.	N.A.	1.83%
海通	4.53%	2.47%	3.26%	N.A.	N.A.	4.95%
华泰	1.86%	4.97%	0.98%	N.A.	N.A.	1.81%
招商	**2.37%**	**3.99%**	**3.38%**	**N.A.**	**N.A.**	**2.17%**
光大	1.09%	0.65%	1.38%	N.A.	N.A.	1.10%
长江	0.94%	0.00%	0.64%	N.A.	N.A.	1.06%
国元	0.09%	1.06%	0.21%	N.A.	N.A.	0.01%
西南	1.59%	0.00%	5.32%	N.A.	N.A.	1.21%
宏源	2.99%	1.61%	4.31%	N.A.	N.A.	2.96%
兴业	0.78%	0.00%	1.45%	N.A.	N.A.	0.75%
太平洋	0.55%	1.30%	0.43%	N.A.	N.A.	0.53%
东北	0.30%	0.79%	1.40%	N.A.	N.A.	0.12%
国金	0.87%	3.12%	2.47%	N.A.	N.A.	0.47%
山西（中德）	0.89%	2.18%	0.43%	N.A.	N.A.	0.85%
方正(瑞信方正)	1.13%	1.09%	0.00%	N.A.	N.A.	1.32%
国海	1.00%	0.00%	1.05%	N.A.	N.A.	1.08%
东吴	0.15%	0.47%	0.00%	N.A.	N.A.	0.15%
西部	0.02%	0.41%	0.00%	N.A.	N.A.	0.00%

资料来源：IFIND，华泰证券研究所

表格4: 上市券商 2013Q1 年承销份额比较

上市券商	合计	IPO	增发	配股	债券发行
中信	14%	N.A.	0%	0%	15%
广发	2%	N.A.	0%	15%	2%
海通	6%	N.A.	10%	0%	6%
华泰	8%	N.A.	11%	0%	8%
招商	**1%**	**N.A.**	**6%**	**0%**	**0%**
光大	2%	N.A.	0%	0%	3%
长江	0%	N.A.	0%	0%	0%
国元	0%	N.A.	0%	0%	0%
西南	1%	N.A.	0%	0%	1%
宏源	3%	N.A.	9%	0%	3%
兴业	3%	N.A.	2%	0%	3%
太平洋	0%	N.A.	0%	0%	0%
东北	0%	N.A.	2%	0%	0%
国金	0%	N.A.	0%	0%	1%
山西（中德）	1%	N.A.	14%	0%	0%
方正(瑞信方正)	0%	N.A.	0%	0%	0%
国海	0%	N.A.	0%	0%	0%
东吴	0%	N.A.	0%	0%	0%
西部	0%	N.A.	0%	0%	0%

资料来源：同华顺，华泰证券研究所

3）自营业务： 12、13Q1 收入分别增长 179%、30%，主因归于市场回暖

2012 年公司自营业务收入为 19.87 亿元（包含浮亏），占公司收入总额的 41%，同比增长 179 %，主因归于年末市场回暖；2013Q1 公司自营业务收入 6.58 亿元（包含浮亏），占公司收入总额的 42%，同比增长 30%，主因归于市场维持回暖趋势，以及公司投资时机把握较准确。公司 12 年投资收益率为 5.99%，低沪深 300 的 8%收益率；2013Q1 公司投资收益率（未年化）为 2.13%，相对高于沪深 300 的-1%的收益率，体现公司相对稳健的投资风格。截止 2012 年末，公司自营资产（交易性+可供出售+持有到期）337.65 亿元，其中权益类82.42 亿元，占比 24%；债券类 196.55 亿元，占比 58 %。

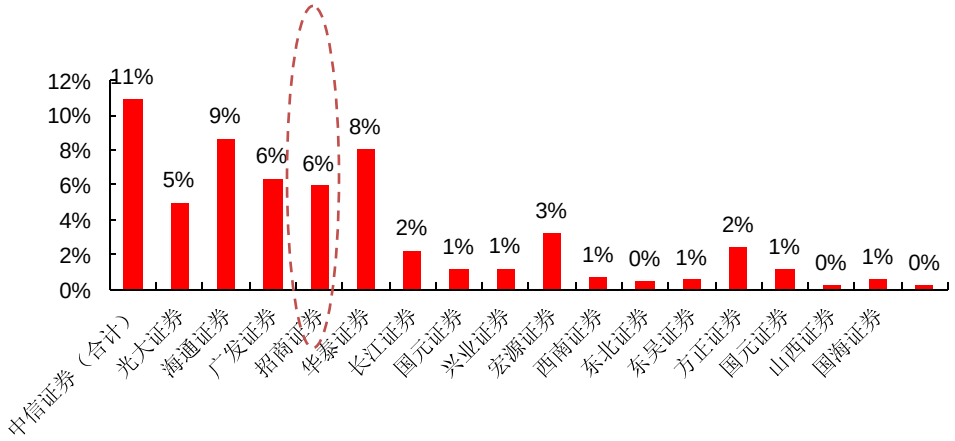
4）资管业务：资管规模增加迅速

公司 2012 年资管业务收入 1.01 亿元，占公司收入总额 2%，同比-4%，主要源于资管费率下降（12 年平均为 0.4%，同比-68%）。2013Q1 公司资管收入 0.34 亿元，占公司收入总额 2%，同比增长 32%，主因归于规模增长迅速。2012 年公司资管新发设立 4 只集合资产管理计划，募集规模约 53 亿；截至 12 年 12 月 31 日，公司受托资管规模约 191.24 亿元，同比增长 199%，主要为定项资管业务，其费率水平较低。 进入 2013 年后，受发行审批制改备案制影响，发行速度提高，2013 年 1~3 月新发行 12 只集合资产管理计划。公司正积极探索客户保证金管理项目及保险资金受托管理业务。

5）融资融券：行业排名居前，发展迅速

公司融资融券业务行业排名靠前，成为公司重要的利润增长点。2012 年末，融资融券余额 48.2 亿元，市场份额 5%，居行业第五。12 年全年，公司融资融券业务收入 4.63 亿元，占总收入 0.1%，目前贡献度较低。但是，公司两融业务增长迅速，12 年两融规模同比增长 73%，2013Q1 公司融资融券业务延续优势，融资融券余额为 82.39 亿元，市场份额 5.9%，相比 12 年底增长 70%，居市场第 5 位。我们认为随着业务经验和客户资源的累积公司融资融券业务相对优势有望保持，规模有望持续增长。

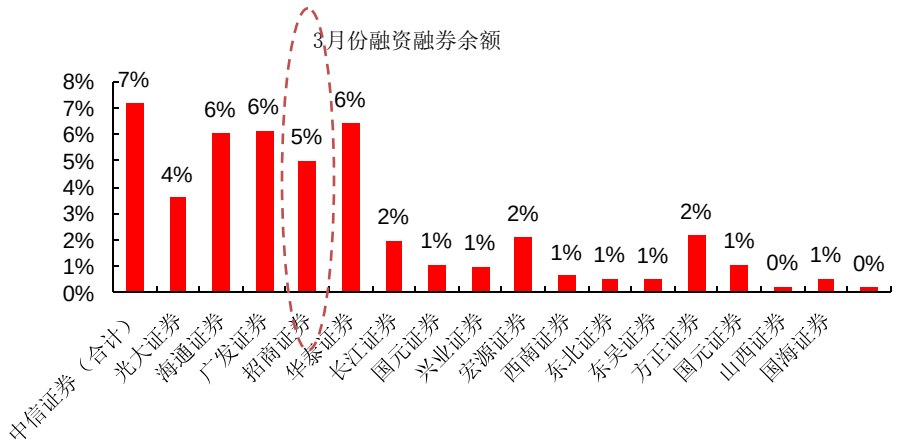
图 3： 招商证券 2012 年融资融券余额



资料来源：上交所、深交所网站，华泰证券研究所

备注：数据截至 2012 年 12 月 31 日

图 4： 招商证券 2013Q1 年融资融券余额



资料来源：上交所、深交所网站，华泰证券研究所

备注：数据截至 2013 年 3 月 31 日

成本端：公司主动控制费用见效

2012 年公司新营业支出、业务及管理费分别为 27.96 亿元，同比增长 5%（同期营业收入下降 11%），营业支出占比分别为 58%，体现出费用刚性；2013Q1 公司新营业支出、业务及管理费分别为 7.88 亿元，同比增长 35%，营业支出占比下降至 51%，表现出较强的成本控制意愿及调控能力。

表格5： 12 年公司成本控制情况

	金额		占比		同比
	2012	2011	2012	2011	2012
营业支出	27.96	26.64	58%	53%	5%
业务及管理费	25.45	23.90	53%	47%	6%

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

表格6： 13Q1 公司成本控制情况

	金额		占比		同比
	12Q1	13Q1	12Q1	13Q1	13Q1
营业支出	7.88	5.83	51%	44%	35%
业务及管理费	7.10	5.22	45%	39%	36%

资料来源：公司年报、华泰证券研究所

投资建议：维持“增持”评级

综合考虑到招商证券公司业绩及行业政策向好态势，我们维持对招商证券的“增持”评级。主要推荐理由：

1）业绩有望实现恢复性增长

随着 13 年市场逐渐回暖，公司业绩有望改善，在日均成交金额 1836 亿元，沪深 300 收益率 4%的市场假设下，预计公司 2012 年净利润将达到 20.04 亿元，同比增长 22%，对应 EPS0.43 元，2012 年 PE29 倍。

2）创新业务有望发展快速

13 年证券行业创新政策不断落实，多层次多元化的资本市场体系在不断建设中，招商证券资金与客户资源优势处在行业第一梯队，创新业务优势有望领先其它中小型券商，实现快速发展。

风险提示：行业改革进程放缓，创新政策力度不达市场预期；部分中小型券商估值已经达到较高水平，存在股价调整的可能；股指大幅向下调整可能降低行业整体估值。

我们预计公司 13~15 年 EPS 分别为 0.43、0.51、0.61，对应 13~15 年 PE 分别为 29、24、21。

表格7： 盈利预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,666	5,722	7,037	8,758
手续费及佣金净收入	2,442	2,859	3,231	3,643
代理买卖证券业务净收入	1,787	2,375	2,622	2,895
证券承销业务净收入	340	170	204	245
受托客户资产管理业务净收入	83	130	195	254
利息净收入	565	961	1,766	2,598
投资净收益（净损失以“-”号填列）	1,530	2,004	2,108	2,429
公允价值变动净收益（净损失以"-"号填列）	109	-123	-95	55
营业支出	-2,797	-3,164	-3,978	-5,152
营业税金及附加	-249	-286	-352	-438
业务及管理费	-2,545	-2,876	-3,624	-4,711
资产减值损失	-2,797	-3,164	-3,978	-5,152
营业利润	1,869	2,558	3,058	3,606
营业外收入	13	15	18	22
营业外支出	-7	-5	-6	-7
利润总额	1,875	2,569	3,071	3,621
所得税费用	-229	-565	-676	-797
净利润	1,646	2,004	2,396	2,825
归属于母公司所有者净利润	1,646	2,004	2,396	2,825
少数股东损益	0	0	0	0
每股收益	0.35	0.43	0.51	0.61

资料来源：上市公司公告，华泰证券研究所

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

◎版权所有 2013 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

－投资建议的评级标准

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

公司评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

－投资建议的评级标准

买　入	股价超越基准 20%以上
增　持	股价超越基准 5%-20%
中　性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减　持	股价弱于基准 5%-20%
卖　出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京
南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000
电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京
北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034
电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

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 82493932 /传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海
上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层 / 邮政编码：200120
电话：86 21 50106028 /传真：86 21 68498501
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn