

## 招商证券 (600999)

## 顺应行业转型，定增打开未来增长空间

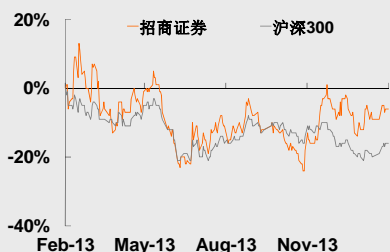
## 推荐 (维持)

现价: 10.78 元

## 主要数据

行业	-
公司网址	www.newone.com.cn
大股东/持股	深圳市集盛投资发展有限公司/28.78%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	4,661
流通 A 股(百万股)	4,661
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	546.28
流通 A 股市值(亿元)	546.28
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	68.1

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

缴文超 投资咨询资格编号  
S1060513080002  
01059730729  
jiaowenchao233@pingan.com.cn

## 研究助理

刘欣琦 一般证券从业资格编号  
S1060113090035  
01059730725  
Liuxinqi871@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

## 投资要点

## ■ 背靠招商局集团的大型金融机构：

招商证券是招商局集团旗下的大型金融机构，经过了 23 年的发展已经成为中国证券市场上牌照齐全的大型综合性券商。公司的总资产、净资产、收入和盈利规模均位于行业前十，盈利能力位居大型券商和上市券商前列。招商证券客户质量上佳，部均市场份额及部均受托资产规模分别名列行业第一和第三。

## ■ 顺应行业转型方向，14 年投行业务弹性较大：

招商证券是第一批获得融资融券、股权质押业务资格的券商，并在这两块业务上取得了行业领先的地位，截止 13 年底，招商证券融资融券业务市场份额 5.7%，排名行业第四；场内股权质押业务放松后，规模不断增长，13 年全年股权质押业务的规模达到 51 亿（按照市值计算），排名迅速提升。

招商证券目前在审未过会的项目 56 个，已过会项目 2 个，而且今年已经有 4 个过会项目成功发行。按照过去几年投行业务的承销收入经验数据测算，招商证券 14 年在审未过会和已过会的 IPO 承销业务收入的弹性达到 56%（按照 13 年前 3 季度收入测算），位居上市公司第四位。

## ■ 定增解决资金瓶颈，未来发展潜力巨大

考虑到客户风险和资金压力，招商证券仍然维持融资融券最低 20 万资产的开户政策，这在一定程度上影响了公司融资融券的市场份额。公司拟以不低于 10.66 元的价格募集 120 亿元，资金问题解决公司有望进一步提升资本中介业务的规模，为未来业绩增长提供保障。

## ■ 投资建议

考虑到明年股本摊薄的因素，我们预计公司 2014-2015 年 EPS 为 0.61 元、0.8 元，目前股价对应的 14 年 PE18 倍，PB1.7 倍。预计上市券商 14 年年业绩增速均维持在 30% 左右，且个股期权的推出和 IPO 开闸等事件构成板块上涨的催化剂。定增利好公司长期发展，大股东参与此次定向增发也有利于稳定二级市场信心。给予公司“推荐”评级，目标价 15 元。

## ■ 风险提示：

IPO 开闸影响二级市场交易量，流动性持续收紧，佣金率政策放松

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,225	4,666	5496	6,529	7,722
YoY(%)	-19.4	-10.7	17.8	18.8	18.3
净利润(百万元)	2,008	1,646	2115	2852	3716
YoY(%)	-37.8	-18.0	28.5	35.8	30.3
ROE(%)	8.1	6.4	8.0	10.1	12.0
EPS(摊薄/元)	0.43	0.35	0.45	0.61	0.8
P/E(倍)	25.0	30.5	23.8	17.6	13.5
P/B(倍)	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6

## 正文目录

一、背靠招商局集团的大型综合券商.....	4
二、盈利能力领先同业的大型券商.....	5
2.1 经营规模处于行业领先地位.....	5
2.2 盈利能力领先同类券商.....	5
三、传统业务和创新业务齐头并进.....	7
3.1 传统业务：客户资源上佳，投行储备项目较多，自营风格稳健.....	7
3.1.1 经纪业务客户资源领先行业.....	7
3.1.2 投行储备项目较多，业绩弹性位居行业前列.....	8
3.1.3 自营业务稳健，收益率波动性较小.....	9
3.2 创新业务：资本中介业务潜力巨大，资金瓶颈是制约因素.....	10
3.2.1 融资融券业务市场份额领先行业.....	10
3.2.2 股权质押业务规模迅速增长.....	11
四、定增解决资本瓶颈，有利提升公司盈利能力.....	12
4.1 资金瓶颈是影响资本中介业务规模的重要因素.....	12
4.2 融资后有助公司盈利能力的提升.....	13
五、投资建议：.....	14

## 图表目录

图表 1	招商证券的股权结构.....	4
图表 2	招商证券主要业务子公司.....	4
图表 3	招商证券的主要规模指标排名行业前列.....	5
图表 4	证券行业的收入结构主要来自通道业务.....	5
图表 5	近年来佣金率持续下滑.....	6
图表 6	招商证券杠杆率处于上市公司前列.....	6
图表 7	招商证券 ROE 处于上市公司前列.....	7
图表 8	招商证券经纪业务客户质量领先行业.....	8
图表 9	招商证券的三种开户方式展示.....	8
图表 10	招商证券投行排名位居行业前列.....	9
图表 11	上市券商在审或过会项目的收入弹性测算.....	9
图表 12	招商证券自营结构.....	10
图表 13	招商证券投资收益率长期保持稳定.....	10
图表 14	客户质量较好的券商融资融券市场份额高于经纪业务.....	11
图表 15	招商证券的融资融券市场份额远超经纪业务市场份额.....	11
图表 16	券商行业股权质押业务规模 and 市场份额迅速提升.....	12
图表 17	招商证券股权质押业务市场份额及规模.....	12
图表 18	券商行业现有的融资工具及融资上限.....	13
图表 19	招商证券融资情况.....	13
图表 20	招商证券募集资金投向.....	13
图表 21	招商证券估值水平.....	14



## 二、盈利能力领先同业的大型券商

### 2.1 经营规模处于行业领先地位

从经营规模指标来看，招商证券是我国第一梯队的龙头券商。12年末公司的总资产、净资产、收入和净利润规模分别位居行业第6、第6、第8和第5，为公司开展各类业务提供良好的资源基础。

图表3 招商证券的主要规模指标排名行业前列

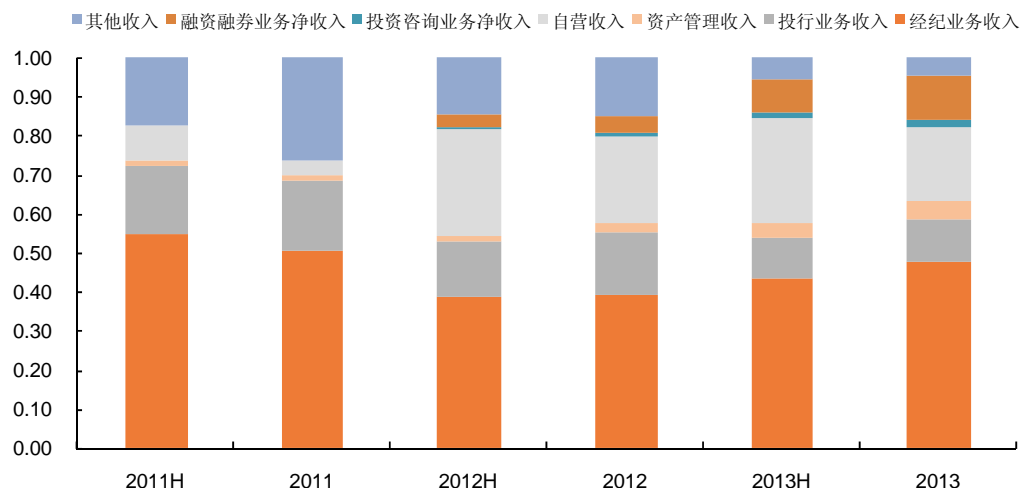
项目	2010		2011		2012	
	规模（亿元）	行业排名	规模（亿元）	行业排名	规模（亿元）	行业排名
总资产	895.8	6	620.2	6	690.1	6
净资产	234.4	5	240.6	6	251.4	6
收入	59.8	8	47.4	7	43.2	8
净利润	30.1	6	18.4	5	16.7	5

资料来源：证券业协会，平安证券研究所

### 2.2 盈利能力领先同类券商

我国证券行业的收入主要来自轻资产业务的经纪业务、投行业务和资管业务，经纪业务、投行业务和资管业务的收入占比分别为48%、11%和4%。

图表4 证券行业的收入结构主要来自通道业务

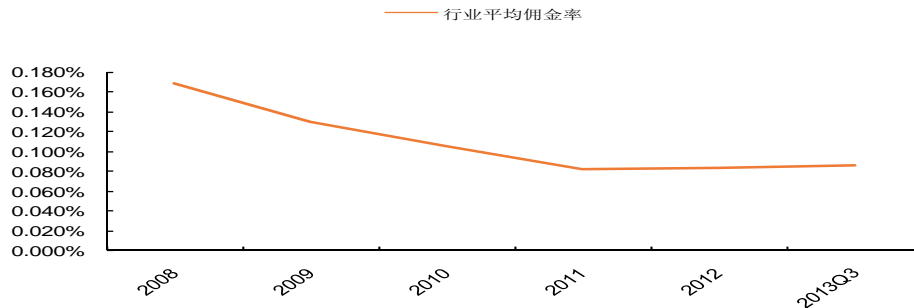


资料来源：证券业协会，平安证券研究所

由于近年来股市表现不佳，行业间竞争日趋激烈，券商为了抢夺客户，纷纷展开价格战争，行业的佣金率持续下降，随着监管层监管思路逐步走向市场化，佣金率下滑的趋势将不可逆转。而且随着

新股发行制度逐步向注册制靠拢，未来承销费用率也将步入下降趋势中。券商行业固有的盈利模式面临改变，原有业务的盈利性将会显著下降。

图表5 近年来佣金率持续下滑



资料来源：公司年报，平安证券研究所

未来证券行业的发展方向将更多的依赖资产负债表，通过开展融资融券、股权质押、收益权互换等资本中介业务来提升公司整体的收入和盈利水平。

招商证券率先抓住行业发展机遇，迅速提升杠杆率水平，招商证券的财务杠杆率从 2011 年底的 2.79 上升到 2013 年 3 季度末的 3.14 倍，杠杆率水平位居上市公司第二位，在国海证券完成配股之后招商证券的杠杆率将排名行业第一。

图表6 招商证券杠杆率处于上市公司前列

	11	12	13Q1	13H1	13Q3
国海证券	4.17	4.16	4.49	4.21	3.95
<b>招商证券</b>	<b>2.79</b>	<b>2.93</b>	<b>3.49</b>	<b>3.40</b>	<b>3.14</b>
广发证券	2.43	2.72	2.77	3.08	3.12
中信证券	1.71	1.95	2.17	2.36	3.08
华泰证券	2.58	2.32	2.31	2.76	2.85
东北证券	4.06	2.29	2.41	2.57	2.61
长江证券	2.49	2.58	2.36	2.43	2.47
西南证券	1.79	1.66	1.98	2.03	2.41
兴业证券	2.60	2.61	2.96	2.30	2.38
西部证券	3.12	2.37	2.41	2.49	2.37
光大证券	2.02	2.63	2.54	2.68	2.33
宏源证券	2.99	2.16	2.24	2.13	2.27
海通证券	2.20	2.15	2.18	2.32	2.22
太平洋	2.34	2.10	2.09	2.03	2.21
山西证券	2.20	2.12	2.04	2.21	2.16
方正证券	1.84	1.94	2.03	1.94	2.03
东吴证券	2.15	2.08	2.07	2.08	2.01
国金证券	2.73	1.99	2.04	2.16	2.01
国元证券	1.53	1.53	1.64	1.65	1.84

资料来源：公司年报，平安证券研究所

财务资源的合理运用，也使得招商证券的盈利能力处于行业较高水平，招商证券的 ROE 长期处于上市公司中较高水平。

图表7 招商证券ROE处于上市公司前列

	10	11	12	13Q3 (年化)
国海证券	-8%	4%	5%	13%
宏源证券	19%	9%	7%	10%
广发证券	29%	8%	7%	9%
长江证券	14%	4%	6%	9%
海通证券	8%	7%	6%	8%
东北证券	17%	-5%	3%	8%
<b>招商证券</b>	<b>14%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>
西部证券	31%	12%	3%	8%
方正证券	26%	3%	4%	8%
兴业证券	15%	5%	6%	7%
华泰证券	12%	5%	5%	7%
西南证券	11%	2%	3%	6%
中信证券	18%	17%	5%	6%
东吴证券	25%	7%	4%	5%
太平洋	11%	8%	3%	5%
国金证券	16%	7%	7%	5%
国元证券	6%	4%	3%	5%
山西证券	14%	3%	2%	4%
光大证券	10%	7%	5%	3%
行业平均	15%	6%	5%	7%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

## 三、传统业务和创新业务齐头并进

### 3.1 传统业务：客户资源上佳，投行储备项目较多，自营风格稳健

#### ■ 经纪业务客户资源领先行业

公司前期注重营业部客户质量的培养，近年来公司深入发展财富管理业务，对于客户分类战略也清晰有序，在加强财富顾问团队建设、完善财富管理产品体系、搭建财富管理系统平台等三大关键因素进展中取得突破性进展。

公司经纪业务的客户质量处于行业领先水平，公司业务的部均经纪业务市场份额位居上市公司第一，部均受托资产市场份额位居上市公司第三位。

图表8 招商证券经纪业务客户质量领先行业

券商	营业部数量	经纪业务市场份额	部均市场份额	受托资产(亿元)	部均受托规模(亿元)
招商证券	100	4%	0.042%	4,069	41
中信证券	191	5%	0.026%	10,208	53
国金证券	27	1%	0.025%	8	0
兴业证券	63	2%	0.025%	1,832	29
海通证券	203	5%	0.023%	3,877	19
华泰证券	257	6%	0.023%	3,797	15
广发证券	204	4%	0.020%	3,272	16
西南证券	45	1%	0.017%	901	20
方正证券	110	2%	0.017%	806	7
宏源证券	89	1%	0.016%	5,561	62
长江证券	110	2%	0.016%	1,518	14
光大证券	125	2%	0.016%	1,952	16
国元证券	76	1%	0.014%	668	9
东吴证券	67	1%	0.014%	416	6
东北证券	75	1%	0.010%	395	5
山西证券	69	0%	0.007%	1,099	16

资料来源: Wind, 平安证券研究所

面对网络券商的冲击,招商证券也提前做好准备,公司在非现场开户上抢先布局,是行业内第一家推出非现场开户的券商。目前,公司在软硬件上均为网上开户做好了准备,有利于公司尽快适应未来的佣金价格战环境。

图表9 招商证券的三种开户方式展示

网上自助开户	预约见证开户	现场开户预录入
<p><b>办理方式:</b> 客户自助通过网上办理。</p> <p><b>特别提示:</b> 网上开户目前可支持开立资金账户与证券账户。</p> <p>&gt; 网上自助开户</p>	<p><b>办理方式:</b> 我司客户经理将与您联系,并约定开户地点、时间,为您提供服务。</p> <p>&gt; 预约见证开户</p>	<p><b>办理方式:</b> 客户持本人有效身份证件至营业部办理。</p> <p>营业部办理时间: 每日9:00-17:00。(周末可办理,节假日除外)</p> <p>提前预录入您的开户信息,将缩短您在柜台办理的时间。</p> <p>&gt; 现场开户预录入</p>

资料来源: 公司网站, 平安证券研究所

### ■ 投行储备项目较多,业绩弹性位居行业前列

招商证券的投行实力领先行业,前台共有18个团队,投资银行总部下设并购部、创新融资部、债券部、研究拓展部、综合部等多个子部门。公司投行业务线完善,整体竞争力行业突出,过去数年IPO、再融资以及债券融资的规模均位居行业前列。



图表10 招商证券投行排名位居行业前列

年份	首发		增发		配股	
	家数	排名	家数	排名	家数	排名
2011	13	4	6	7	1	12
2012	7	8	3	18	--	--
2013	--	--	9	8	--	--

资料来源: Wind, 平安证券研究所

招商证券目前在审未过会的项目 56 个, 已过会项目 2 个, 而且此前已经有 4 个过会项目成功发行。按照过去几年投行业务的承销收入经验数据测算, 招商证券 14 年在审未过会和已过会的 IPO 承销业务收入的弹性达到 56% (基数为 2013 年前 3 季度收入), 位居上市公司第四位。

图表11 上市券商在审或过会项目的收入弹性测算

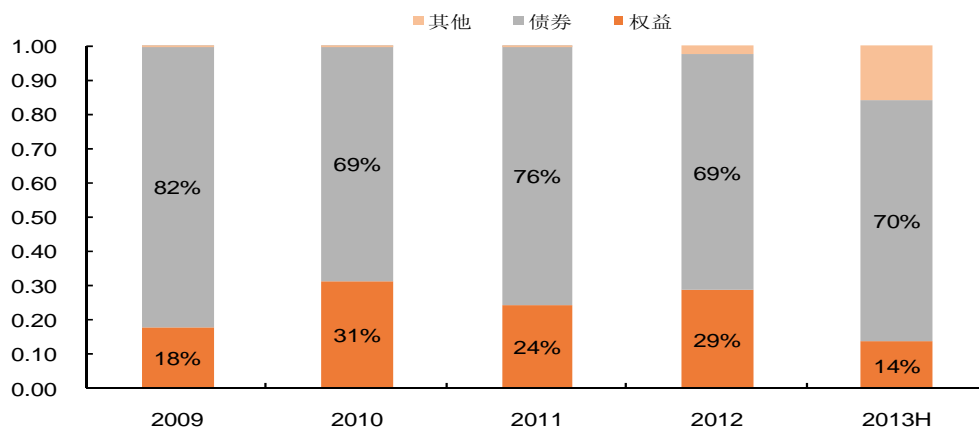
上市券商	预计承销收入 (亿元)	预计承销收入/2013 年前 3 季度收入
国金证券	13	114%
西南证券	10	83%
东吴证券	7	58%
<b>招商证券</b>	<b>25</b>	<b>56%</b>
国元证券	5	37%
光大证券	10	33%
中信证券	33	32%
广发证券	19	31%
长江证券	7	30%
太平洋	1	29%
国海证券	4	26%
兴业证券	6	24%
宏源证券	7	21%
华泰证券	11	20%
西部证券	2	18%
东北证券	2	16%
海通证券	11	14%
方正证券	2	7%
山西证券	0	4%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

### ■ 自营业务稳健, 收益率波动性较小

公司自营风格比较稳健, 公司在权益资产的配置长期以来低于行业平均水平, 因此避免了权益资产价格的大幅波动对公司自营稳定性的影响。

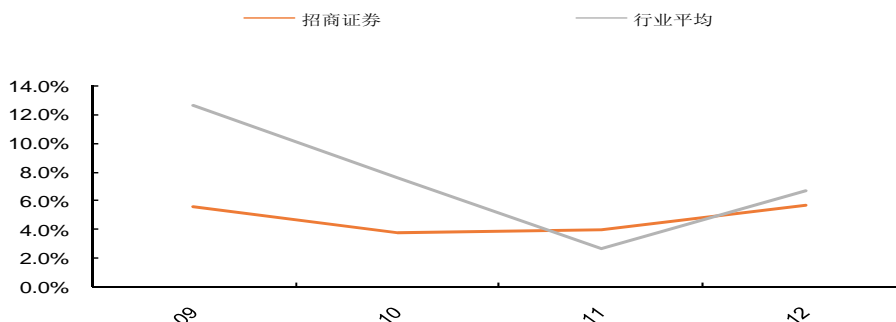
图表12 招商证券自营结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

由于公司在自营资产配置策略比较稳健，而且在ETF做市、量化、套期保值和套利业务上较早起步，这些举措使得招商证券自营业务的投资收益率长期保持相对稳定的水平。

图表13 招商证券投资收益率长期保持稳定



资料来源：Wind，平安证券研究所

### 3.2 创新业务：资本中介业务潜力巨大，资金瓶颈是制约因素

#### ■ 融资融券业务市场份额领先行业

融资融券业务是从经纪业务客户中衍生出的一项资本中介型业务，也是具有一定客户门槛的业务，客户质量是决定券商融资融券业务市场空间的一个重要因素。中信证券、海通证券、招商证券等券商的营业部均分布在经济相对发达地区，客户质量高于市场平均水平，因此这一类券商的融资融券业务的市场份额普遍高于经纪业务的市场份额。

**图表14 客户质量较好的券商融资融券市场份额高于经纪业务**

	融资融券市场份额	经纪业务市场份额
国泰君安	7.09%	5.02%
中信证券	9.74%	6.22%
海通证券	5.85%	4.78%
<b>招商证券</b>	<b>5.69%</b>	<b>4.29%</b>
广发证券	5.65%	4.00%

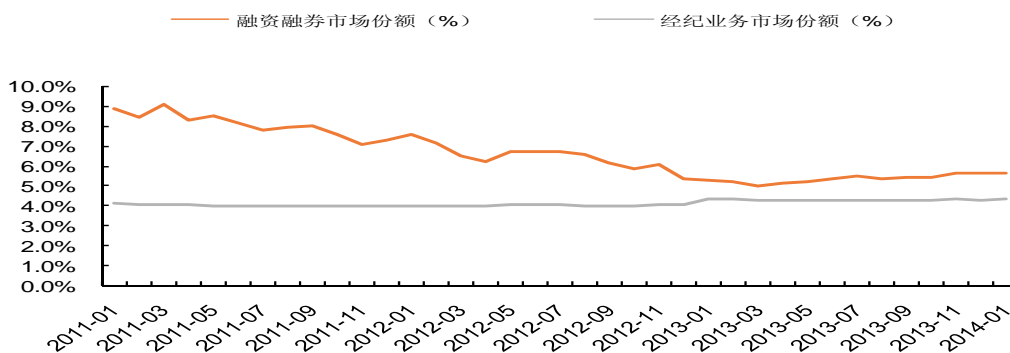
资料来源: Wind, 平安证券研究所

招商证券是第一批获取融资融券业务资格的券商, 在这块业务上具有先行优势。此外, 公司的部均市场份额和部均受托资产规模也处于行业领先水平, 客户质量较高。因此, 招商证券融资融券业务的市场份额远远高于经纪业务市场份额。

考虑到客户风险和公司资金压力, 招商证券仍然维持融资融券最低 20 万资产的开户政策, 这在一定程度上影响了公司融资融券的市场份额。截止到 13 年中期, 公司正常交易的客户数为 286 万, 但融资融券的开户数仅为 3.99 万, 开户率仅为 1.4%。

如果资金压力解决后, 招商证券的融资融券的市场空间有望打开, 融资融券业务规模有望进一步提升。

**图表15 招商证券的融资融券市场份额远超经纪业务市场份额**

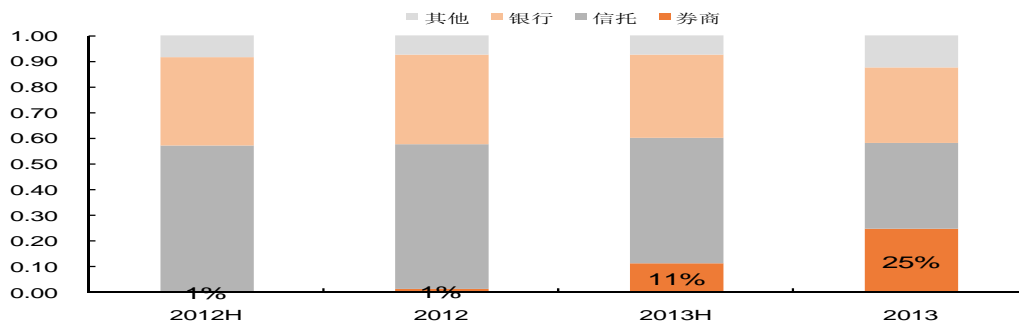


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### ■ 股权质押业务规模迅速增长

随着股权 2013 年 6 月 24 日场内股权质押业务开展以来, 由于相对银行和信托而言具有融资利率低、放款快等优势, 券商股权质押业务规模的市场份额迅速提升, 2013 年券商股权质押业务的总规模已经达到 2077 亿 (按质押股票的市值计算), 整体市场份额达到 25%, 从银行和信托手上抢夺市场份额的趋势非常明显。

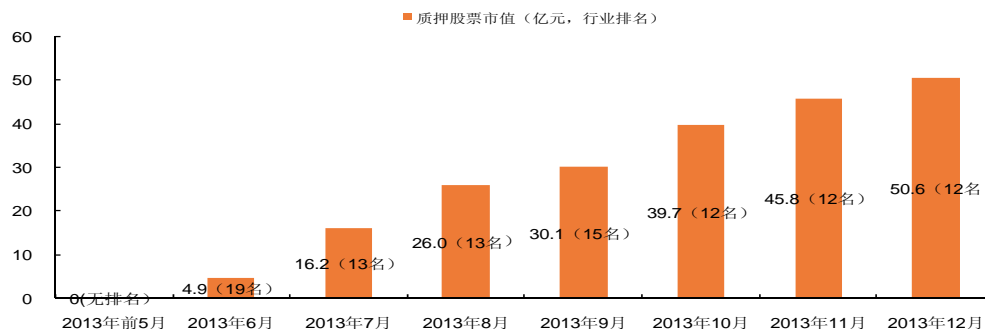
图表16 券商行业股权质押业务规模和市场份额迅速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

而在股权质押业务上,招商证券也是首批参与股权质押回购业务的九家券商之一。在该项业务上也处于快速发展态势,但资金瓶颈同样制约了公司在这块业务上的快速发展。如资金瓶颈放开之后,公司有望在这块业务上继续发力。

图表17 招商证券股权质押业务市场份额及规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 四、定增解决资本瓶颈, 有利提升公司盈利能力

### 4.1 资金瓶颈是影响资本中介业务规模的重要因素

随着资本中介业务的推进,券商行业从资本冗余进入了资本相对稀缺的阶段。资本中介业务规模较大的大型券商如中信证券、海通证券等券商都借助短融、公司债等融资工具进行融资。目前证券行业主要采用的融资手段主要有债券回购、短融、公司债/企业债、次级债以及其他非标方式。

**图表18 券商行业现有的融资工具及融资上限**

目前融资方式	规模上限	用途及特点	使用频度
债券回购	资本金的80%	主要用于自营业务	经常使用
短融	净资本的60%	可用于运营资金但期限不超过1年	经常使用
公司债/企业债	净资产的40%	可用于运营资金	经常使用
其他（如资产收益权转让等）	无明确上限	规模不大，且通常一案一谈	经常使用
次级债	净资本的50%	可用于运营资金但需要证监会批复	审批流程较长，不太使用

资料来源：平安证券研究所

招商证券是行业内较早进行融资的公司，到目前为止，通过债券和短融的融资规模已经达到监管的上限，对于公司进一步开展资本中介业务形成了巨大的制约。

**图表19 招商证券融资情况**

融资工具	融资状况
融资融资券	目前额度上限 93 亿，12 年共融 4 期，13 年融资 10 期，14 年融资 3 期
公司债	共有 3 个品种，合计融资 100 亿
次级债	2008 年采用，现已偿还
其他融资方式	已公告与广发证券合作做资本中介业务的资产证券化

资料来源：平安证券研究所

## 4.2 融资后有助公司盈利能力的提升

招商证券于 2013 年 10 月 17 日发布公告，计划以不低于 10.71 元的价格发行不超过 11.2 亿股，共募集资金不超过 120 亿元，募集资金用于加大创新业务投入、增加香港子公司资本投入及加大信息系统投入。其中，第一大股东集盛投资拟至少认购 5.14 亿股。

**图表20 招商证券募集资金投向**

用途
（一）支持创新业务
1、扩大融资融券业务规模
2、扩大股票质押式回购业务规模
3、提高创新型自营投资业务规模
4、加大对直投子公司资本金的投入
（二）增加对香港子公司的资本投入，加快公司业务国际化进程
（三）加大信息系统的资金投入

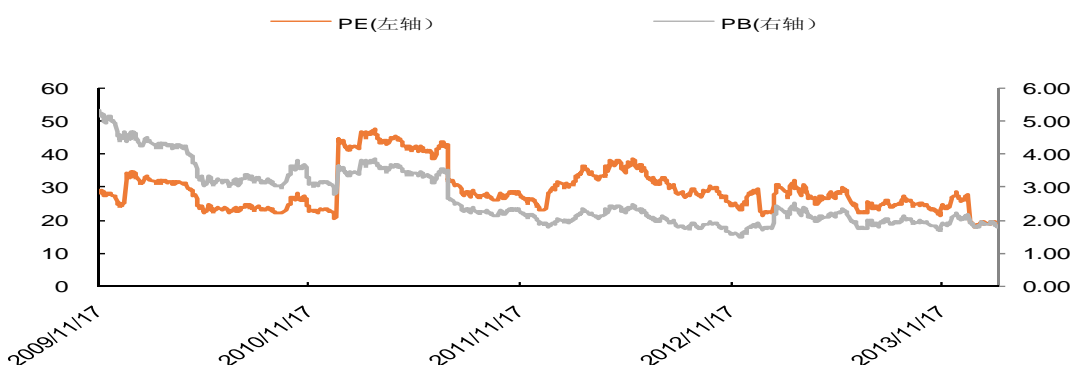
资料来源：公司公告，平安证券研究所

静态考虑此次增发对于 ROE 的摊薄效应大约为 24%，但考虑到公司在融资融券业务和股权质押业务上均有较大的发展空间，而且融资融券的收益率水平高于公司现有业务的 ROE，因此我们认为融资后的招商证券能够通过资本中介业务的进一步增长，弥补增发对于公司 ROE 的摊薄。

## 五、投资建议：增长潜力大，给予“推荐”评级

招商证券定增后将重新打开公司业务的增长空间，考虑到公司 ROE 处于行业较高水平。但从估值水平来看，14/15 年的 PE、PB 仅为 18/14 倍、1.7/1.6 倍，估值处于历史相对低位。低于目前券商行业整体的估值水平，向下具有安全边际，向上具有业绩推动的增长弹性。

图表21 招商证券估值水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

按照定增发预案公司第一大股东集盛投资拟至少认购公司 5.14 亿股。显示大股东对于公司远期发展的信心，也有利于稳定二级市场信心。因此，我们认为公司在目前价格上具有安全边际，给予公司“推荐”评级，给予 14 年 25 倍 PE，对应目标价 15 元。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
货币资金及结算备付金	28,913	28,329	23,771	16,048	
其中: 客户资金存款	26,853	26,853	26,853	26,853	
客户保证金及备付金	4,694	4,599	3,859	2,605	
其中: 客户备付金	3,543	3,543	3,543	3,543	
交易性金融资产	23,840	23,359	19,600	13,232	
可供出售金融资产	4,830	4,733	3,971	2,681	
持有至到期金融资产	4,830	4,733	3,971	2,681	
买入返售金融资产	217	213	178	120	
长期股权投资	5,094	4,991	4,188	2,827	
固定资产	937	918	771	520	
无形资产	11	11	9	6	
递延所得税资产	118	115	97	65	
投资性房地产	7	7	6	4	
其他资产	2,045	18,092	31,832	54,480	
<b>资产总计</b>	<b>75,537</b>	<b>90,100</b>	<b>92,253</b>	<b>95,271</b>	
短期借款	787	787	787	787	
拆入资金	111	111	111	111	
交易性金融负债	281	281	281	281	
衍生金融负债	0	0	0	0	
卖出回购金融资产款	14,123	16,948	16,948	16,948	
代理买卖证券款	30,110	30,396	30,396	30,396	
其他负债	4,357	14,357	14,357	14,357	
<b>负债合计</b>	<b>49,769</b>	<b>62,879</b>	<b>62,879</b>	<b>62,879</b>	
少数股东权益	2	2	2	3	
股本	4,661	4,661	4,661	4,661	
资本公积	9,477	9,477	9,477	9,477	
留存收益	1,821	2,033	2,318	2,689	
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>25,766</b>	<b>27,219</b>	<b>29,372</b>	<b>32,389</b>	
<b>负债和股东权益</b>	<b>75,537</b>	<b>90,100</b>	<b>92,253</b>	<b>95,271</b>	

		每股指标			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
每股净利润	0.35	0.45	0.61	0.80	
每股净资产	5.53	5.84	6.30	6.95	
每股股利	0.14	0.15	0.15	0.15	
股息派发率(%)	2.6	2.6	2.4	2.2	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>营业收入</b>	<b>4,665.7</b>	<b>5,496.2</b>	<b>6,529.5</b>	<b>7,721.8</b>	
经纪业务收入	1,786.7	2,746.7	2,870.3	2,999.5	
投行业务收入	340.5	248.3	823.8	1,019.1	
资产管理业务收入	83.3	174.4	238.2	330.4	
利息收入	565.2	699.2	1,203.0	2,099.7	
投资收益	1,530.4	1,627.7	1,394.3	1,273.0	
其他业务收入	359.5	0.0	0.0	0.0	
<b>营业支出</b>	<b>2,796.7</b>	<b>3,094.6</b>	<b>3,289.9</b>	<b>3,500.7</b>	
营业税金及附加	249.5	293.9	349.1	412.9	
管理费用	2,545.2	2,799.8	2,939.8	3,086.8	
资产减值损失	1.1	0.0	0.0	0.0	
其他业务成本	0.8	0.9	1.0	1.1	
<b>营业利润</b>	<b>1,869.0</b>	<b>2,401.7</b>	<b>3,239.6</b>	<b>4,221.0</b>	
营业外净收入	6.1	7.7	10.0	12.8	
利润总额	1,875.2	2,409.3	3,249.7	4,233.8	
所得税	229.2	294.4	397.1	517.4	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,646.0</b>	<b>2,114.9</b>	<b>2,852.5</b>	<b>3,716.4</b>	

		主要财务比率			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-10.7	17.8	18.8	18.3	
归母净利润(%)	-18.0	28.5	34.9	30.3	
<b>收入结构</b>					
手续费净收入(%)	38.3	50.0	44.0	38.8	
利息净收入(%)	12.1	12.7	18.4	27.2	
承销收入(%)	7.3	4.5	12.6	13.2	
投资收益(%)	35.1	29.6	21.4	16.5	
资产管理收入(%)	1.8	3.2	3.6	4.3	
其他业务收入(%)	5.4	0.0	0.0	0.0	
<b>获利能力</b>					
代理买卖手续费率	0.07	0.07	0.06	0.06	
自营投资收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	
杠杆率	2.9	3.3	3.1	2.9	
ROE(%)	6.5	8.0	10.1	12.0	
ROA(%)	2.3	2.6	3.1	4.0	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257