

证券行业

报告原因：年报点评

2014 年 4 月 10 日

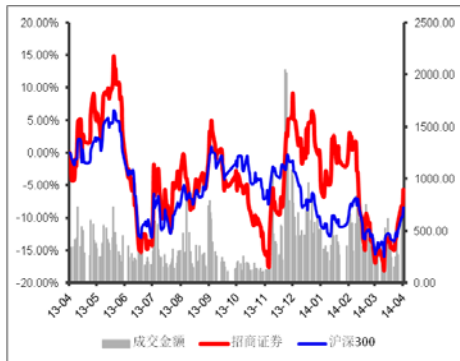
市场数据：2014 年 4 月 9 日

收盘价（元）：	10.86
一年内最高/最低（元）：	13.69/9.77
市净率	1.90
总市值（亿元）：	506.20
流通 A 股市值（亿元）：	506.20

基础数据：2013 年 12 月 31 日

每股收益（元）	0.4784
营业收入（百万元）	6086.56
净利润（百万元）	2229.67

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

Tel: 010-82190395

Email: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：李彬

Tel: 010-82190301

Email: libin@sxzq.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

招商证券（600999）

增持

两融业务稳步提升 投行储备行业领先

维持

公司研究/点评报告

投资要点：

● **整体情况**：2013 年，招商证券实现营业收入 608656.48 万元，同比增加 30.45%；实现归属于上市公司股东的净利润 222966.89 万元，同比增加 35.46%；基本每股收益 0.4784 元/股，同比增加 35.46%；加权平均净资产收益率为 8.44%，同比增加 1.91 个百分点。

● **经纪业务**：2013 年，受全国二级市场回暖的带动，招商证券年实现经纪业务手续费净收入 298502.72 万元，同比大幅增加 65.73%。公司股基佣金率保持稳定，2013 年全年平均佣金率为 0.723%。公司经纪业务市场占有率则继续维持扩大态势，2013 年公司股基市场占有率为 4.272%，较上年 4.025% 上升 6.14%，行业股基交易量排名由第 7 名上升到第 5 名。

● **投行业务**：由于 IPO 业务的暂停，公司投行业务收入同比明显下滑，2013 年招商证券实现投资银行业务手续费净收入 43315.34 万元，同比下滑 18.64%。截至 2013 年 12 月 31 日，公司累计 8 个保荐类项目通过中国证监会审核，52 个保荐类项目在会审核，储备项目数在行业处于领先地位。

● **自营业务**：截至 2013 年 12 月 31 日，公司自营规模降为 213.21 亿元，相较 2012 年末规模下降了 25.64%。2013 年，公司自营投资业务实现收入 125624.58 万元，相较去年同期下降了 8.28%。

● **资产管理**：截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产管理业务受托资金规模为 688.88 亿份，同比增长 260.21%，实现资产管理业务手续费净收入 23594.42 万元，同比增加 134.74%，收入大幅增加。

● **创新业务**：截至 2013 年 12 月 31 日，公司融资融券余额为 197.47 亿元，比上年末大幅提高 309.66%；公司两融业务市场占比提高至 5.70%，在全行业排名也上升一位至第五名；公司全年融资融券利息收入 10.92 亿元，在营业收入中占比达到 17.94%。

● **投资建议**：我们预计 2014 年公司目标营业收入 72.87 亿，同比增加 19.72%，净利润增速达到 29.70%，我们预测 2014、2015 年每股收益分别为 0.62、0.70 元，维持公司“增持”评级。

● **风险提示**：市场波动风险，交易量大幅下滑，创新业务慢于预期

盈利预测	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	PE
2012A	4665.72	-10.71	1646.00	-18.04	0.35	31.0
2013A	6086.56	30.45	2229.67	35.46	0.48	22.6
2014E	7286.71	19.72	2891.86	29.70	0.62	17.5
2015E	7952.57	9.14	3247.75	12.31	0.70	15.5

单位：百万元、%、元

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

1、整体经营情况

2013 年，招商证券实现营业收入 608656.48 万元，同比增加 30.45%；实现归属于上市公司股东的净利润 222966.89 万元，同比增加 35.46%；基本每股收益 0.4784 元/股，同比增加 35.46%；加权平均净资产收益率为 8.44%，同比增加 1.91 个百分点。

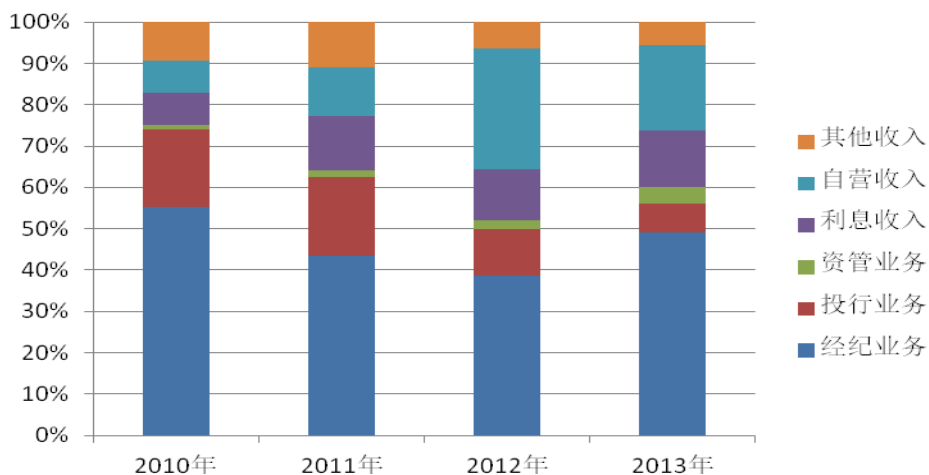
公司 2013 年度不进行利润分配，也不进行资本公积转增股本。公司计划在非公开发行股份完成后，于 2014 年度中期以不低于 2013 年度归属于上市公司股东净利润的 30%予以现金分红。

表格 1：招商证券近期业绩回顾

单位：百万	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	同比
营业收入	6,486.47	5,225.16	4,665.72	6,086.56	30.45%
手续费及佣金净收入	5,110.46	3,603.67	2,442.38	3,680.05	50.67%
利息净收入	497.60	689.33	565.24	835.96	47.89%
投资净收益	667.56	1,201.05	1,530.44	1,643.33	7.38%
公允价值变动净收益	205.24	-318.08	108.92	-104.50	
营业支出	2,583.96	2,664.03	2,796.67	3,429.73	22.64%
营业税金及附加	297.01	271.67	249.49	354.05	41.91%
管理费用	2,285.79	2,389.97	2,545.25	3,070.71	20.64%
资产减值损失	0.34	0.05	1.12	4.15	271.25%
营业利润	3,902.51	2,561.13	1,869.05	2,656.83	42.15%
利润总额	3,923.51	2,564.51	1,875.15	2,648.02	41.22%
净利润	3,228.86	2,008.29	1,646.00	2,235.03	35.79%
归属于母公司所有者的净利润	3,228.86	2,008.29	1,646.00	2,229.67	35.46%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图表 1：招商证券近期营业收入结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2、分业务经营情况

2.1 经纪业务：市场占有率稳步提升

招商证券经纪业务通过贯彻落实公司“抓创新、拓收入、严考核、促协同”的年度经营方针，经营业绩获得稳步提升。2013年3月，公司在业内率先全面推出非现场开户业务，并全面支持见证与网上两种开户模式。

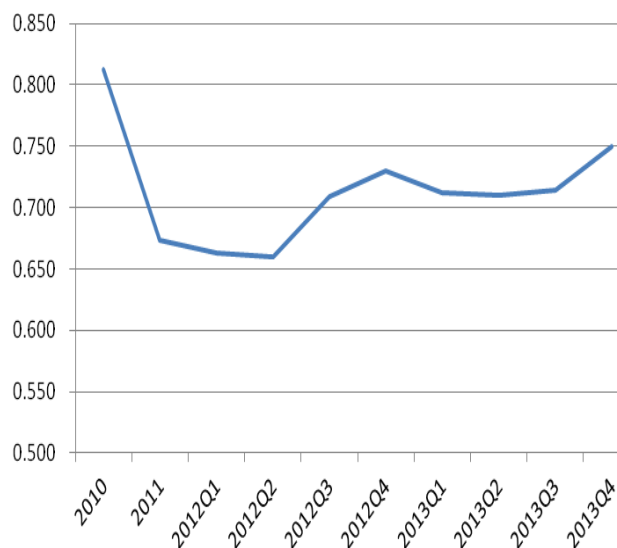
2013年，受全国二级市场回暖的带动，公司经纪业务收入也水涨船高，招商证券2013年实现经纪业务手续费净收入298502.72万元，同比大幅增加65.73%。公司股基佣金率保持稳定，2013年全年平均佣金率为0.723%，相较于2012年全年佣金率（0.688%）提高5.1%。公司经纪业务市场占有率则继续维持扩大态势，2013年公司股基市场占有率为4.272%，较上年4.025%上升6.14%，行业股基交易量排名由第7名上升到第5名。

表格 2：招商证券佣金率

日期	2010	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2013
佣金率（%）	0.812	0.674	0.663	0.660	0.709	0.730	0.688	0.712	0.710	0.714	0.750	0.723

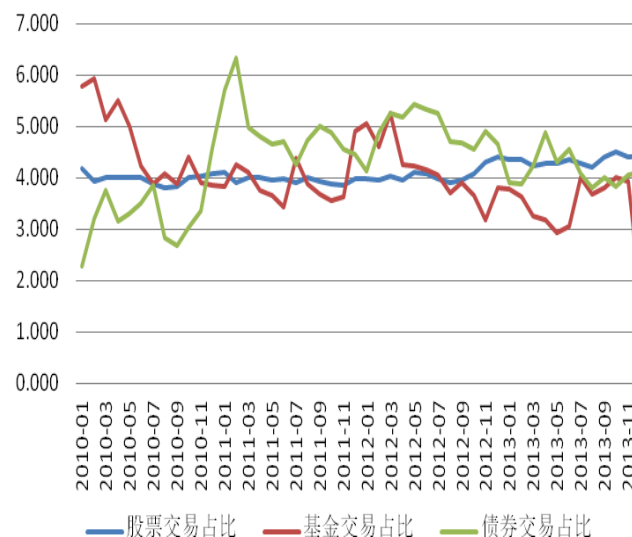
资料来源：Wind，山西证券研究所

图表 2：招商证券佣金率变化情况（‰）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图表 3：招商证券经纪业务占比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 投行业务：储备项目行业领先

2013年，公司投行业务全年完成股票及债券主承销总额337.94亿元，主承销家数25家。截至2013年12月31日，公司累计8个保荐类项目通过中国证监会审核，52个保荐类项目在会审核，储备项目数在行业处于领先地位。为实现投资

银行业务平衡发展的目标，2013年投资银行总部大力推动业务转型，积极开拓再融资、债券、资产证券化、市值管理、并购等非IPO业务，投行业务项目储备实现多元化，为将来提供全产品服务奠定基础。

由于IPO业务的暂停，公司投行业务收入同比明显下滑，2013年招商证券实现投资银行业务手续费净收入43315.34万元，同比下滑18.64%。

表格 3：招商证券 2013 年承销情况统计

代码	名称	发行类型	发行日期	募集总额/发行规模(万元)	发行费用(万元)	承销及保荐收入(万元)
600795.SH	国电电力	增发	2013-1-8	199,999.9999	627.7243	500.0000
1380024.IB	13 国网债 01	债券发行	2013-1-23	200,000.0000		
1380025.IB	13 国网债 02	债券发行	2013-1-23	200,000.0000		
112152.SZ	12 亚达债	债券发行	2013-2-27	40,000.0000	400.0000	
122226.SH	12 宝科创	债券发行	2013-3-6	60,000.0000	900.0000	
600343.SH	航天动力	增发	2013-3-26	99,989.7800	3,248.0100	3,008.4867
000078.SZ	海王生物	增发	2013-3-28	29,424.0891	970.2102	750.0000
600390.SH	金瑞科技	增发	2013-4-1	40,499.9993	2,118.4480	1,800.0000
000716.SZ	南方食品	增发	2013-5-28	45,047.4072	1,497.2890	1,050.0000
122257.SH	12 岳纸 01	债券发行	2013-5-29	85,000.0000	1,275.0000	
112181.SZ	13 广发 01	债券发行	2013-6-17	150,000.0000	1,500.0000	
112182.SZ	13 广发 02	债券发行	2013-6-17	150,000.0000	1,500.0000	
112183.SZ	13 广发 03	债券发行	2013-6-17	900,000.0000	9,000.0000	
600422.SH	昆明制药	增发	2013-7-5	69,999.9977	1,906.9954	
002628.SZ	成都路桥	增发	2013-7-26	69,999.9994	2,083.1195	1,800.0000
1380254.IB	13 铁道 04	债券发行	2013-8-27	333,333.3333		
002618.SZ	丹邦科技	增发	2013-9-27	59,996.0000	1,899.1840	
1380304.IB	13 铁道 07	债券发行	2013-10-14	250,000.0000		
1380305.IB	13 铁道 08	债券发行	2013-10-14	83,333.3333		
112192.SZ	13 赤湾 01	债券发行	2013-10-18	25,000.0000	275.0000	
1380343.IB	13 铁道 09	债券发行	2013-10-31	250,000.0000		
1380344.IB	13 铁道 10	债券发行	2013-10-31	83,333.3333		
1380372.IB	13 铁道 11	债券发行	2013-12-4	250,000.0000		
118156.SZ	13 江苏院	债券发行	2013-12-10	20,000.0000		
1380378.IB	13 铁道 12	债券发行	2013-12-11	250,000.0000		
125181.SH	13 朗科技	债券发行	2013-12-20	20,000.0000	480.0000	
600731.SH	湖南海利	增发	2013-12-25	42,813.0000	1,425.7169	1,300.0000

资料来源：Wind，山西证券研究所

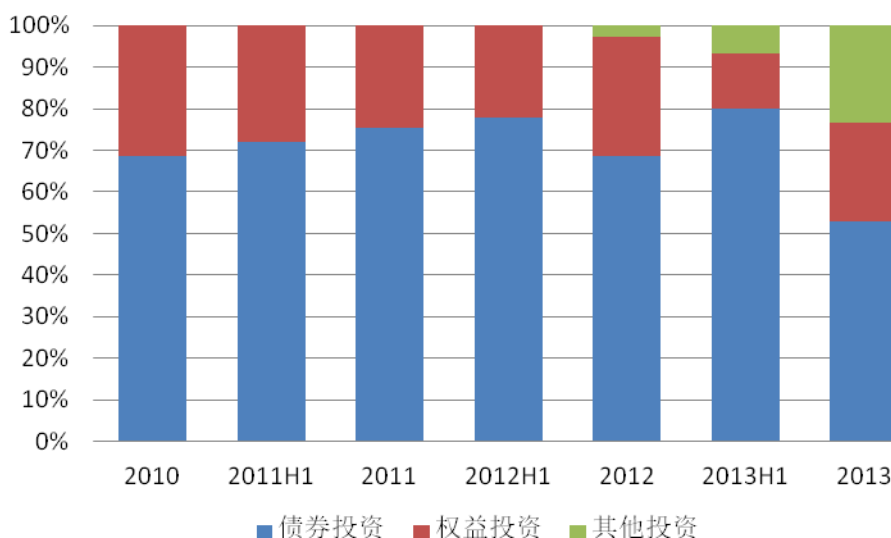
2.3 自营业务：规模收入均下滑

2013年，公司权益类自营投资始终把风险控制放在首位，合理配置仓位，主动投资，获得了较好的收益；同时通过量化对冲等方式，积极管理市场风险

获取超额收益。债券投资方面，公司把握市场行情，在6月份资金趋紧之后进行减仓，降低利率风险敞口，同时积极开展衍生产品交易，丰富交易策略，在债券熊市中取得了稳定的投资回报。

截至2013年12月31日，公司自营规模降为213.21亿元，相较2012年末规模下降了25.64%。2013年，公司自营投资业务实现收入125624.58万元，相较去年同期下降了8.28%。

图表 4：招商证券自营投资占比情况（%）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2.4 资管业务：受托资金规模大幅增长

2013年，招商证券资产管理业务年内产品数量、规模、各项经营指标等均得到显著提升。截至2013年12月31日，公司资产管理业务受托资金规模为688.88亿份，同比增长260.21%。

招商证券2013年实现资产管理业务手续费净收入23594.42万元，同比增加134.74%，收入大幅增加。

公司持有博时基金管理有限公司49%的股权，2013年博时基金实现营业收入142822.97万元、净利润42506.97万元；此外，公司持有招商基金管理有限公司45%的股权，2013年招商基金实现营业收入72893.51万元、净利润16258.20万元。

表格 4：招商证券 2013 年集合资产管理产品发行情况

产品简称	最新份额（亿份）	最新资产净值（亿元）	推广起始日
招商智远双周赢	3.10	3.0987	2013-1-15
招商汇金之重阳	1.50	2.3227	2013-1-21
招商汇智之东源嘉盈	0.85	0.7941	2013-2-26

招商智远安赢	3.46	3.4003	2013-3-28
招商智增 1 号	2.43	4.5719	2013-4-3
招商汇智之万丰友方贯富	0.39	0.3849	2013-5-17
招商汇智之摩旗	0.17	0.1666	2013-5-17
招商一触即发 3 期	0.01	0.0122	2013-5-21
招商一触即发 4 期	9.51	9.5817	2013-5-21
招商一触即发 5 期	10.42	10.6149	2013-5-21
招商汇智之金百镨	0.31	0.3424	2013-6-6
招商汇智之天马领航	0.50	0.4969	2013-7-16
招商汇智之君海	0.30	0.2968	2013-7-16
招商汇智之理成风景 6 号	0.51	0.4943	2013-8-15
招商汇智之凤翔 1 号	0.31	0.3320	2013-8-23
招商智投 1 号	4.59	4.7038	2013-9-4
招商质押宝 3 号	7.60	7.7549	2013-9-11
招商智远量化对冲	0.33	0.3253	2013-10-14
招商汇智之硅谷天堂	0.30	0.3000	2013-11-12
招商汇智之喜马拉雅	0.35	0.3501	2013-12-23

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.5 创新业务：两融业务快速发展

2013年，招商证券创新工作取得了明显成效，业内首家推出非现场开户业务，首批取得了股票质押式回购业务、权益类证券收益互换交易业务的业务资格，还取得了柜台交易业务、期货资产管理等创新业务资格。

招商证券融资融券业务增速较快，在各大券商两融业务占比有所下滑的形势下，招商证券市占率则保持增长的态势。截至2013年12月31日，公司融资融券余额为197.47亿元，比上年末大幅提高309.66%；公司两融业务市场占比提高至5.70%，在全行业排名也上升一位至第五名；公司全年融资融券利息收入10.92亿元，在营业收入中占比达到17.94%。

表格 5：招商证券融资融券业务余额与占比

日期	融资融券余额（万元）	占比(%)
2010Q3	13567.93	7.34
2010Q4	37405.74	8.62
2011Q1	189940.50	9.08
2011Q2	223259.59	8.15
2011Q3	268902.34	8.01
2011Q4	278513.95	7.29
2012Q1	306367.95	6.55
2012Q2	410841.15	6.73

2012Q3	433137.45	6.18
2012Q4	482039.23	5.38
2013Q1	823864.37	5.03
2013Q2	1189900.98	5.36
2013Q3	1564700.24	5.47
2013Q4	1974699.01	5.70

资料来源：Wind，山西证券研究所

3、盈利预测

2013年3月7日，招商证券完成债券发行工作，分为三个品种：品种一为5年期，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，最终发行规模为30亿元，票面利率为4.45%；品种二为5年期，最终发行规模为15亿元，票面利率为4.80%；品种三为10年期，最终发行规模为55亿元，票面利率为5.15%。债券与短期融资券的发行，有效的充实了公司的资本金，有利于创新业务的顺利开展。此外，公司预计募集金额不超过120亿元（含）的非公开发行股票申请也已获证监会的核准，再融资的顺利进行，将很好的补充公司的营运资本，满足各项业务开展的资金需求，从而更好的支持公司的全方面发展。

我们预测2014年、2015年招商证券每股收益为0.62、0.70元，维持“增持”评级。

表格 6：盈利预测表

单位：百万	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业收入	4,665.72	6,086.56	7,286.71	7,952.57
手续费及佣金净收入	2,442.38	3,680.05	4,671.49	5,009.45
其中：代理买卖证券业务净收入	1,786.70	2,985.03	3,201.05	3,371.49
证券承销业务净收入	340.47	433.15	928.35	1,021.19
受托客户资产管理业务净收入	83.34	235.94	308.52	366.30
利息净收入	565.24	835.96	946.87	1,138.62
投资净收益	1,530.44	1,643.33	1,638.35	1,774.50
公允价值变动净收益	108.92	-104.50	0.00	0.00
汇兑净收益	0.08	19.13	15.00	15.00
其他业务收入	18.66	12.59	15.00	15.00
二、营业支出	2,796.67	3,429.73	3,873.47	4,118.28
营业税金及附加	249.49	354.05	400.77	437.39
管理费用	2,545.25	3,070.71	3,469.90	3,678.09
资产减值损失	1.12	4.15	2.00	2.00
其他业务成本	0.82	0.83	0.80	0.80
三、营业利润	1,869.05	2,656.83	3,413.25	3,834.29
加：营业外收入	12.78	6.46	6.00	6.00
减：营业外支出	6.68	15.27	10.00	10.00
四、利润总额	1,875.15	2,648.02	3,409.25	3,830.29

减：所得税	229.15	412.98	511.39	574.54
五、净利润	1,646.00	2,235.03	2,897.86	3,255.75
减：少数股东损益	0.00	5.36	6.00	8.00
六、归属于母公司所有者的净利润	1,646.00	2,229.67	2,891.86	3,247.75
七、基本每股收益（元）	0.35	0.48	0.62	0.70

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。