

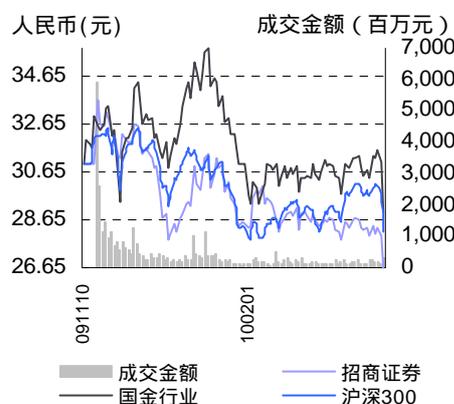
市价(人民币)：26.65元  
目标(人民币)：25.00-30.00元

## 09 年报和 10 年 1 季报点评

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	358.55
总市值(百万元)	95,552.55
年内股价最高最低(元)	33.61/26.65
沪深 300 指数	3176.42
上证指数	2980.30



## 相关报告

1.《盈利能力和运营效率出众的优质券商》，2009.11.3

陈振志 联系人  
(8621)61038213  
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬 联系人  
(8621)61038330  
dingwt@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260

## 公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.762	0.438	1.04	0.96	1.02
每股净资产(元)	3.47	3.81	6.31	6.91	7.59
每股经营性现金流(元)	1.43	0.86	na	na	na
市盈率(倍)	30.76	16.02	27.67	26.09	25.42
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	30.37%	-42.47%	84.48%	-7.43%	6.04%
净资产收益率(%)	21.95%	11.51%	-1.86%	-2.28%	-2.25%
总股本(百万股)	3226.92	3226.92	3582.46	3582.46	3582.46

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ **10 年 1 季度业绩略超预期。**公司 09 年实现的营业收入和净利润分别为 86.8 亿元和 37.28 亿元，同比分别增长 76.53%和 84.48%，全年实现的每股收益为 1.04 元，公司业绩超出我们此前的预期。公司 10 年 1 季度实现的营业收入和净利润分别为 16.02 亿元和 7.81 亿元，同比分别增长 12.09%和 47.51%，每股收益 0.22 元，略好于我们预期的 0.19 元。公司 1 季度业绩略超预期的主要原因在于公司的承销收入和自营收入好于预期。

## 经营分析

- **1 季度自营业绩略好于预期。**公司 09 年实现的自营业务收入(投资收益+公允价值变动损益)为 10.98 亿元，同比增长 80.55%。公司 10 年 1 季度实现的自营业务收入为 1.79 亿元，同比增长 59.08%，好于我们此前预期的-0.25 元。如果剔除联营企业和合营企业的投资收益，公司 1 季度在二级市场的投资收益为 0.73 亿元。
- **1 季度承销业务收入大幅好于预期。**公司 09 年的承销收入为 5.15 亿元，同比增长 285.22%。公司 09 年 1 季度的承销业务收入为 3.86 亿元，相比去年同期的 0.04 亿元有大幅的增长，也好于我们此前的预期。公司 1 季度承销业务同比大幅增长的主要原因在于市场融资总额和公司的市场份额均同比有所增长。
- **公司 1 季度的净佣金率同比和环比均有所下滑。**公司在 10 年 1 季度的净佣金率为 0.08%，不仅比去年同期的 0.1%有明显下滑，而且环比 09 年全年的 0.095%也有一定程度的下降。

## 盈利调整

- 在日均交易额假设为 2200 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，我们适度把公司 10 年的业绩从 0.92 元上调至 0.96 元。

## 投资建议

- 公司目前股价对应 10 年的 PE 为 27.67 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

## 公司经营基本面分析

- **10 年 1 季度业绩略超预期。**公司 09 年实现的营业收入和净利润分别为 86.8 亿元和 37.28 亿元，同比分别增长 76.53%和 84.48%，全年实现的每股收益为 1.04 元，公司业绩超出我们此前的预期。公司 10 年 1 季度实现的营业收入和净利润分别为 16.02 亿元和 7.81 亿元，同比分别增长 12.09%和 47.51%，每股收益 0.22 元，略好于我们预期的 0.19 元。公司 1 季度业绩略超预期的主要原因在于公司的承销收入和自营收入好于预期。
- **1 季度自营业绩略好于预期。**公司 09 年实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 10.98 亿元，同比增长 80.55%。公司 10 年 1 季度实现的自营业务收入为 1.79 亿元，同比增长 59.08%，好于我们此前预期的-0.25 元。如果剔除联营企业和合营企业的投资收益，公司 1 季度在二级市场的投资收益为 0.73 亿元。
  - **公司 10 年 1 季度的自营业务规模基本与 09 年底持平。**公司 09 年底的交易性金融资产和可供出售金融资产的规模分别为 153.46 亿元和 40.27 亿元。而截至 1 季度末，该两项金融资产的规模分别为 151.46 亿元和 37.76 亿元，基本与 09 年底持平。
  - **从 09 年底的资产结构来看，配置倾向于稳健。**在 153.46 亿元的交易性金融资产中，债券配置规模为 132.41 亿元，股票配置规模为 21.02 亿元。而在 40.27 亿元的可供出售金融资产中，债券的配置规模为 26.39 亿元，股票的配置规模为 13.88 亿元。总体而言，公司的资产配置结构倾向于稳健。
  - **浮盈储备不足。**截止 09 年底，公司可供出售金融资产项目下的浮盈储备仅有 0.61 亿元。较为有限的浮盈储备意味着 10 年的自营收益将主要取决于当年的实际投资业绩。
  - **根据董事会通过的相关决议，公司计划 2010 年度权益类证券及衍生品自营投资总金额不超过上年未经审计净资产的 40%。**
- **1 季度承销业务收入大幅好于预期。**公司 09 年的承销收入为 5.15 亿元，同比增长 285.22%。公司 09 年 1 季度的承销业务收入为 3.86 亿元，相比去年同期的 0.04 亿元有大幅的增长，也大幅好于我们此前的预期。公司 1 季度承销业务同比大幅增长的主要原因在于市场融资总额和公司的市场份额均同比有所增长。其中公司的权益类承销业务市场份额同比提高约 2%，而核心债券承销业务市场份额则同比提升约 5%。
- **经纪业务净佣金率下降较明显。**公司 09 年实现的证券经纪业务净收入为 47.93 亿元，同比增长 57.6%。公司 10 年 1 季度实现的经纪业务净收入为 8.59 亿元，同比下降 5.22%。在 1 季度市场交易总额和公司市场份额同比实现正增长的背景之下，公司经纪业务收入同比出现负增长的主要原因在于公司的净佣金率同比出现较大幅度的下滑。
  - **市场份额同比上升。**根据我们的动态跟踪，公司 1 季度的股基权债代理交易市场份额为 4.03%，同比去年同期的 3.93%上升了 0.1 个百分点。而 1 季度的股票基金市场份额为 4.1%，相比去年同期的 3.97%也上升了 0.13 个百分点。
  - **公司 1 季度的净佣金率同比和环比均有所下滑。**公司在 10 年 1 季度的净佣金率为 0.08%，不仅比去年同期的 0.1%有明显下滑，而且环比 09 年全年的 0.095%也有一定程度的下降。
- **资产管理业务收入（含基金管理）同比大幅下降源于会计处理变更。**公司 09 年的资产管理业务收入（含基金管理）为 15.62 亿元，同比大幅增长 107.04%，业务收入同比大幅增长的主要原因在于公司当期合并博时基金的时间同比增加所致。公司 10 年 1 季度的资产管理业务收入为 0.14 亿元，同比下降 96.17%，业务收入同比大幅减少主要源于会计处理的变更，公司在出售了博时基金 24% 的股权以后，不再把博时基金纳入合并

报表范围，而去年同期时仍在合并报表的范围之列。公司目前有“招商现金牛货币”、“招商基金宝二期”、“招商股票星”以及“招商智远稳健1号”等多只存续集合理财产品，加上参股基金公司资产管理规模的同比增长。在剔除会计处理变更因素的情况下，公司的资产管理业务收入有望在未来保持一定的增长。

- **1季度的成本控制略好于预期。**公司09年的业务及管理费支出为32.6亿元，同比增长58.59%，成本费用率为37.56%。公司1季度的业务及管理费支出为5.5亿元，同比下降10.81%，成本费用率为34.32%，比去年同期的43.13%有明显下降，比09年全年的37.56%亦有所降低。
- **利润分配预案。**每10股派发现金红利5元（含税）。

**图表1：招商证券10年1季度业绩增长情况**

单位：百万元	单季 4Q09	单季 1Q10	环比增速	单位：百万元	累计 1Q09	累计 1Q10	同比增速
手续费收入	na	859.32	na	手续费收入	906.60	859.32	-5.22%
承销收入	na	385.89	na	承销收入	4.15	385.89	9198.55%
资产管理收入	na	13.74	na	资产管理收入	358.28	13.74	-96.17%
基金管理业务收入	na		na	基金管理业务收入			
净利息收入	na	102.86	na	净利息收入	27.61	102.86	272.55%
投资收益	na	50.30	na	投资收益	55.32	50.30	-9.07%
公允价值变动收益	na	128.77	na	公允价值变动收益	56.74	128.77	126.95%
其他收入	na	61.45	na	其他收入	20.79	61.45	195.57%
业务及管理费	na	549.85	na	业务及管理费	616.48	549.85	-10.81%
营业税金及附加	na	70.70	na	营业税金及附加	71.06	70.70	-0.51%
资产减值损失	na	(1.35)	na	资产减值损失	0.00	(1.35)	
其他业务支出	na	0.07	na	其他业务支出	0.12	0.07	-41.67%
营业外净收支	na	2.87	na	营业外净收支	1.26	2.87	127.78%
税收	na	204.47	na	税收	171.08	204.47	19.52%
少数股东权益	na	0.00	na	少数股东权益	42.24	0.00	-100.00%
净利润	na	781.46	na	净利润	529.78	781.46	47.51%
股本	na	3,585.46	na	股本	3,227.92	3,585.46	11.08%
每股收益	na	0.22	na	每股收益	0.16	0.22	32.80%

来源：国金证券研究所

**图表2：招商证券单季业务收入金额和结构**

业务金额与占比 金额（百万RMB）	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10
经纪业务收入	906.60	na	na	na	859.32	63.42%	na	na	na	53.63%
自营业务收入	112.06	na	na	na	179.07	7.84%	na	na	na	11.18%
投行业务收入	4.15	na	na	na	385.89	0.29%	na	na	na	24.08%
资管业务收入（含基金）	358.28	na	na	na	13.74	25.06%	na	na	na	0.86%
净利息收入	27.61	na	na	na	102.86	1.93%	na	na	na	6.42%
其他收入	20.79	na	na	na	61.45	1.45%	na	na	na	3.84%

来源：国金证券研究所

**图表3：招商证券当年累计业务收入金额和结构**

业务金额与占比 金额（百万RMB）	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10
经纪业务收入	906.60	na	na	4,792.76	859.32	63.42%	na	na	55.22%	53.63%
自营业务收入	112.06	na	na	1,097.58	179.07	7.84%	na	na	12.65%	11.18%
投行业务收入	4.15	na	na	515.19	385.89	0.29%	na	na	5.94%	24.08%
资管业务收入（含基金）	358.28	na	na	1,562.04	13.74	25.06%	na	na	18.00%	0.86%
净利息收入	27.61	na	na	246.55	102.86	1.93%	na	na	2.84%	6.42%
其他收入	20.79	na	na	465.83	61.45	1.45%	na	na	5.37%	3.84%

来源：国金证券研究所

**图表4：招商证券10年1季度的股基权债代理交易市场份额同比有所上升**

按照股票基金交易额计算	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	8.12%	7.61%	7.69%	7.78%	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%
中信证券母公司	2.79%	2.49%	2.46%	2.50%	2.53%	2.53%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%
中信建投	3.35%	3.10%	3.15%	3.18%	3.20%	3.22%	3.21%	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%
中信万通	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%
中信金通	1.28%	1.32%	1.36%	1.39%	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%
海通证券合并	4.60%	4.29%	4.26%	4.26%	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%
长江证券	1.46%	1.63%	1.66%	1.66%	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%
东北证券	0.64%	0.69%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%
国元证券	0.88%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%
宏源证券	1.02%	1.28%	1.29%	1.30%	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%
太平洋证券	0.22%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.58%	0.68%	0.70%	0.69%	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%
光大证券	3.05%	3.16%	3.18%	3.19%	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%
招商证券	3.98%	3.93%	3.93%	3.94%	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%
华泰证券合并	6.53%	5.85%	5.73%	5.66%	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%
西南证券	0.54%	0.55%	0.55%	0.56%	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%
广发证券合并	4.32%	4.22%	4.26%	4.29%	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%

来源：国金证券研究所

**图表5：招商证券10年1季度的股票基金代理交易市场份额同比有所上升**

按照股票基金交易额计算	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月
中信证券合并	8.56%	8.37%	8.38%	8.41%	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%
中信证券母公司	2.94%	2.75%	2.68%	2.67%	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%
中信建投	3.32%	3.36%	3.40%	3.43%	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%
中信万通	0.80%	0.78%	0.79%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%
中信金通	1.50%	1.48%	1.51%	1.52%	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%
海通证券合并	4.31%	4.22%	4.20%	4.19%	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%
长江证券	1.45%	1.48%	1.48%	1.47%	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%
东北证券	0.74%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%
国元证券	0.95%	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%
宏源证券	1.03%	1.29%	1.30%	1.30%	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%
太平洋证券	0.26%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%
国金证券	0.70%	0.77%	0.78%	0.77%	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%
光大证券	3.34%	3.20%	3.16%	3.13%	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%
招商证券	3.88%	3.97%	3.96%	3.97%	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%
华泰证券合并	5.68%	5.49%	5.44%	5.41%	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%
西南证券	0.55%	0.57%	0.58%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%
广发证券合并	4.81%	4.55%	4.56%	4.57%	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%

来源：国金证券研究所

**图表6：招商证券10年1季度权益类（IPO、增发和配股）承销的市场份额同比上升**

权益类市场份额	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月
中信证券合并	13.33%	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%	1.29%
中信证券母公司	12.65%	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%	0.93%
中信建投	0.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%	0.36%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	1.13%	1.28%	0.64%	0.53%	1.37%	1.00%	0.79%	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%	10.40%
长江证券	1.34%	0.00%	0.00%	0.61%	6.22%	3.15%	2.48%	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%	0.90%
东北证券	2.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%	0.96%
国元证券	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%	0.41%
宏源证券	0.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%	1.90%
太平洋证券	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	1.20%	0.00%	0.00%	0.78%	0.61%	0.46%	0.42%	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%	0.17%
西南证券	0.29%	2.66%	5.24%	5.73%	4.46%	2.66%	2.10%	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%	0.61%
光大证券	2.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%	0.00%
招商证券	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.87%	0.44%	1.42%	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%	2.09%
华泰证券合并	1.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%	3.14%
广发证券合并	2.29%	0.89%	0.45%	0.74%	0.58%	0.60%	0.83%	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%	1.80%

来源：国金证券研究所

图7：招商证券10年1季度的核心债券类（企业债、公司债和可转债）承销的市场份额同比上升

核心债券市场份额	2008年12月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月
中信证券合并	23.29%	4.52%	12.96%	12.79%	15.20%	13.40%	14.76%	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%	10.17%
中信证券母公司	18.87%	0.00%	9.62%	8.68%	9.39%	8.28%	8.74%	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%	0.00%
中信建投	4.42%	4.52%	3.34%	4.11%	5.81%	5.13%	6.02%	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%	10.17%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.55%	0.72%	1.07%	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%	0.00%
长江证券	1.30%	0.00%	0.72%	1.58%	1.23%	1.09%	0.96%	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%	0.00%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国元证券	0.00%	4.22%	2.65%	1.93%	1.51%	1.33%	1.17%	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%	0.00%
宏源证券	0.55%	2.30%	1.44%	1.61%	1.26%	1.11%	0.98%	1.34%	2.03%	2.03%	2.09%	2.37%	2.27%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	1.20%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%	0.00%
西南证券	0.84%	0.00%	0.77%	0.56%	0.44%	0.39%	0.34%	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%	5.98%
光大证券	2.09%	0.00%	0.48%	0.35%	0.27%	0.24%	0.21%	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%	0.92%
招商证券	4.11%	0.77%	0.48%	3.15%	2.46%	4.59%	4.05%	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%	5.98%
华泰证券合并	0.00%	2.50%	2.24%	1.63%	2.64%	4.02%	3.81%	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%	1.91%
广发证券合并	2.70%	1.53%	0.96%	0.70%	0.55%	0.48%	0.43%	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%	1.67%

来源：国金证券研究所

图8：招商证券10年1季度的基金管理业务（参股基金公司）规模同比增长较为明显

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模（亿元）			基金公司市场份额		
			09Q1	10Q1	增长率	09Q1	10Q1	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	2,027.50	2,564.95	26.51%	10.28%	9.92%	-0.36%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	356.12	458.19	28.66%	1.81%	1.77%	-0.04%
	富国基金	27.775%	467.66	566.10	21.05%	2.37%	2.19%	-0.18%
长江证券	长信基金	49.00%	213.41	275.75	29.21%	1.08%	1.07%	-0.01%
	诺德基金	30.00%	40.25	44.73	11.12%	0.20%	0.17%	-0.03%
国元证券	长盛基金	41.00%	268.00	395.04	47.40%	1.36%	1.61%	0.25%
东北证券	东方基金	46.00%	84.36	103.82	23.07%	0.43%	0.40%	-0.03%
	银华基金	21.00%	504.47	747.10	48.10%	2.56%	2.89%	0.33%
宏源证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
太平洋证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	国金通用		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	504.47	747.10	48.10%	2.56%	2.89%	0.33%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	294.16	398.26	35.39%	1.49%	1.54%	0.05%
	大成基金	25.00%	740.58	977.15	31.94%	3.76%	3.78%	0.02%
广发证券	广发基金	48.33%	779.74	1,104.71	41.68%	3.95%	4.27%	0.32%
	易方达基金	25.00%	967.20	1,558.25	61.11%	4.90%	6.03%	1.13%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,060.42	1,147.98	8.26%	5.38%	4.44%	-0.94%
	友邦华泰基金	49.00%	149.64	220.68	47.47%	0.76%	0.85%	0.09%
招商证券	博时基金	49.00%	1,244.41	1,412.36	13.50%	6.31%	5.46%	-0.85%
	招商基金	33.30%	343.98	355.47	3.34%	1.74%	1.37%	-0.37%

来源：国金证券研究所

图9：公司09年底的交易性金融资产结构（亿元）

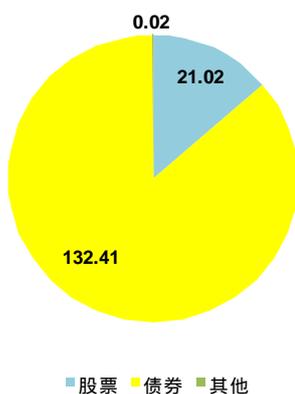
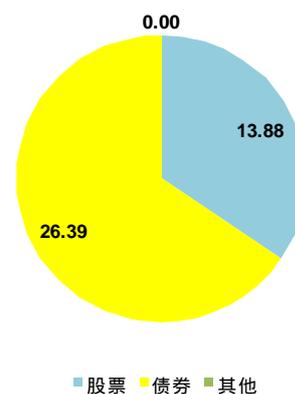


图10：公司09年底的可供出售金融资产结构（亿元）



来源：国金证券研究所

## 盈利预测及投资建议

- 维持对公司的“持有”评级。在日均交易额假设为 2200 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，我们适度把公司 10 年的业绩从 0.92 元上调至 0.96 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 为 27.67 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

图表11：招商证券 10 年盈利预测的敏感性分析

		股票基金日均交易额							
EPS		1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	
市 场 份 额	3.70%	0.85	0.87	0.89	0.91	0.93	0.96	0.98	
	3.90%	0.87	0.89	0.92	0.94	0.96	0.98	1.01	
	4.10%	0.89	0.92	0.94	0.96	0.99	1.01	1.03	
	4.30%	0.91	0.94	0.96	0.99	1.01	1.04	1.06	
	4.50%	0.94	0.96	0.99	1.01	1.04	1.07	1.09	

		自营证券平均投资收益率							
EPS		-35%	-25%	-15%	-5%	5%	15%	25%	35%
投 资 成 本 / 净 资 产	68.36%	0.09	0.30	0.52	0.73	0.95	1.16	1.38	1.60
	71.36%	0.05	0.28	0.50	0.73	0.95	1.18	1.40	1.63
	74.36%	0.02	0.26	0.49	0.72	0.96	1.19	1.43	1.66
	77.36%	-0.01	0.23	0.48	0.72	0.96	1.21	1.45	1.69
	80.36%	-0.05	0.21	0.46	0.71	0.97	1.22	1.47	1.73
	83.36%	-0.08	0.18	0.45	0.71	0.97	1.24	1.50	1.76
	86.36%	-0.11	0.16	0.43	0.71	0.98	1.25	1.52	1.79
89.36%	-0.14	0.14	0.42	0.70	0.98	1.26	1.55	1.83	

		股票基金日均交易额							
EPS		1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500	
营 业 费 率	44.00%	0.79	0.81	0.83	0.86	0.88	0.90	0.92	
	41.00%	0.84	0.86	0.89	0.91	0.93	0.95	0.98	
	38.00%	0.89	0.92	0.94	0.96	0.99	1.01	1.03	
	35.00%	0.94	0.97	0.99	1.02	1.04	1.07	1.09	
	32.00%	0.99	1.02	1.04	1.07	1.10	1.12	1.15	

来源：国金证券研究所

**图表12：招商证券盈利预测表（单位：百万元，每股数据均为元）**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	10,007.97	4,917.05	8,679.95	8,027.91	8,411.97	8,855.67
手续费净收入	5,388.35	3,072.98	4,792.79	4,831.25	4,893.50	4,974.42
手续费收入	6,196.05	3,586.04	5,758.95	5,683.82	5,757.06	5,852.26
手续费支出	807.70	513.06	966.16	852.57	863.56	877.84
承销收入	179.36	133.74	515.19	409.70	437.04	518.96
受托管理收入	726.15	754.45	1,562.04	638.32	709.93	780.93
净利息收入	336.95	206.43	246.55	538.78	694.77	836.55
利息收入	849.28	929.90	793.13	1,103.81	1,325.82	1,546.12
利息支出	512.33	723.47	546.58	565.03	631.05	709.57
投资收益	2,417.87	1,641.12	992.55	972.00	986.84	998.57
公允价值变动	859.94	-1,033.20	105.03	125.49	126.26	126.26
其他业务收入	99.35	141.53	465.80	512.38	563.62	619.98
<b>营业支出</b>	3,556.89	2,341.99	3,665.26	3,452.51	3,533.58	3,808.55
业务及管理费	3,131.74	2,055.70	3,260.15	3,050.61	3,112.43	3,365.16
营业税金及附加	407.13	287.20	406.45	401.40	420.60	442.78
资产减值损失	18.00	-1.77	-1.80	-	-	-
其他业务支出	0.02	0.87	0.46	0.51	0.56	0.61
<b>营业利润</b>	6,451.08	2,575.06	5,014.69	4,575.40	4,878.39	5,047.12
营业外收入	53.47	6.63	36.18	37.99	39.89	41.88
营业外支出	12.48	16.40	14.35	15.79	17.36	19.10
<b>利润总额</b>	6,492.07	2,565.29	5,036.52	4,597.61	4,900.91	5,069.90
所得税	1,429.65	454.95	1,111.11	919.52	980.18	1,013.98
所得税率	22.02%	17.73%	22.06%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>净利润</b>	5,062.42	2,110.34	3,925.41	3,678.09	3,920.73	4,055.92
少数股东损益	-	89.65	197.70	227.36	261.46	300.68
归属母公司所有者的净利润	5,062.42	2,020.69	3,727.71	3,450.73	3,659.27	3,755.25
<b>Per share data</b>						
股本, 期末(mn)	3,226.92	3,226.92	3,582.46	3,582.46	3,582.46	3,582.46
EPS(basic)	1.57	0.63	1.04	0.96	1.02	1.05
EPS(Diluted)	1.57	0.63	1.04	0.96	1.02	1.05
BVPS	2.35	2.45	6.31	6.91	7.59	8.27
BVPS(Diluted)	2.35	2.45	6.31	6.91	7.59	8.27

来源：国金证券研究所

**图表13：招商证券财务数据**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>每股数据</b>								<b>盈利能力</b>							
股本，期末(mn)	2,400.28	3,226.92	3,226.92	3,226.92	3,582.46	3,582.46	3,582.46	投资收益	na	na	130.25%	-7.40%	2.36%	5.97%	6.00%
EPS	0.01	0.39	1.57	0.63	1.04	0.96	1.02	代理买卖手续费率	0.10%	0.13%	0.15%	0.12%	0.11%	0.11%	0.11%
BVPS	0.73	1.29	2.35	2.45	6.31	6.91	7.59	营业费率	77.55%	35.70%	31.29%	41.81%	37.56%	38.00%	37.00%
<b>资产增长率</b>								<b>成本结构</b>							
总资产增长率	na	145.47%	312.00%	-41.47%	102.58%	15.15%	14.97%	员工薪酬	27.83%	41.60%	55.00%	48.28%	48.92%	48.60%	48.44%
生息资产增长率	na	213.36%	348.12%	-53.83%	102.25%	19.21%	18.85%	资产减值准备	0.07%	1.10%	0.51%	-0.08%	-0.05%	0.00%	0.00%
投资性资产增长率	na	9.11%	58.53%	82.58%	241.95%	1.44%	1.42%	营业税金及附加	6.15%	11.01%	11.45%	12.26%	11.09%	11.63%	11.90%
非生息资产增长率	na	78.75%	303.35%	-65.50%	-99.87%	-100.00%	#DIV/0!	上缴投资者保护基金	0.00%	0.00%	4.09%	3.15%	3.55%	3.49%	3.57%
<b>负债增长率</b>								<b>收入结构</b>							
客户资产增长率	na	361.52%	372.84%	-56.17%	101.88%	19.29%	19.35%	手续费净收入	50.99%	37.74%	53.84%	62.50%	55.22%	60.18%	58.17%
应付款项增长率	na	-62.49%	345.60%	-92.51%	916.79%	0.00%	0.00%	利息净收入	2.36%	4.13%	3.37%	4.20%	2.84%	6.71%	8.26%
<b>业务收入增长率</b>								<b>总资产结构</b>							
手续费净收入增长率	na	281.98%	481.20%	-42.97%	55.97%	0.80%	1.29%	存款及备付金	65.76%	82.45%	89.71%	72.82%	71.67%	75.72%	78.28%
机构销售收入增长率	na	146.43%	315.94%	24.18%	32.95%	22.67%	20.00%	投资性资产	22.29%	9.91%	3.81%	11.89%	20.08%	17.69%	15.60%
金融产品销售收入增长率	na	na	na	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	长期投资	1.78%	0.73%	0.70%	0.33%	4.52%	0.19%	0.18%
咨询服务收入增长率	na	na	377.78%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	固定资产	3.49%	1.22%	0.47%	0.96%	0.91%	0.45%	0.42%
租赁收入增长率	na	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	<b>非客户资产结构</b>							
利息净收入增长率	na	803.92%	232.23%	-38.73%	51.63%	72.12%	28.95%	存款及备付金	43.05%	32.58%	29.58%	24.62%	21.92%	28.55%	30.98%
投资收益增长率	na	na	181.86%	-16.95%	-59.06%	18.24%	1.53%	投资性资产	37.08%	38.07%	26.09%	32.98%	55.34%	52.04%	49.58%
总承销收入增长率	na	76.83%	124.20%	-25.29%	174.14%	11.53%	6.67%	长期投资	2.96%	2.82%	4.77%	0.91%	12.47%	0.57%	0.57%
资产管理收入增长率	na	1546.12%	170.96%	-84.30%	0.57%	10.00%	10.00%	固定资产	5.80%	4.69%	3.23%	2.67%	2.52%	1.33%	1.33%
<b>收益增长率</b>								<b>经营效率</b>							
营业收入增长率	na	416.16%	307.38%	-50.87%	76.53%	-7.51%	4.78%	营业部数量	31	52	69	79			
业务及管理费增长率	na	137.64%	257.04%	-34.36%	58.59%	-6.43%	2.03%	部均交易额	8,088	16,143	58,537	36,564			
营业支出增长率	na	153.40%	256.17%	-34.16%	56.50%	-5.80%	2.35%	部均手续费收入	8.31	21.77	89.80	45.39			
净利润增长率	na	3597.64%	304.46%	-60.08%	84.48%	-7.43%	6.04%								
每股收益增长率	na	2650.41%	304.46%	-60.08%	66.17%	-7.43%	6.04%								

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	1	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	3.00	3.00	3.00

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2009-11-03	减持		N/A

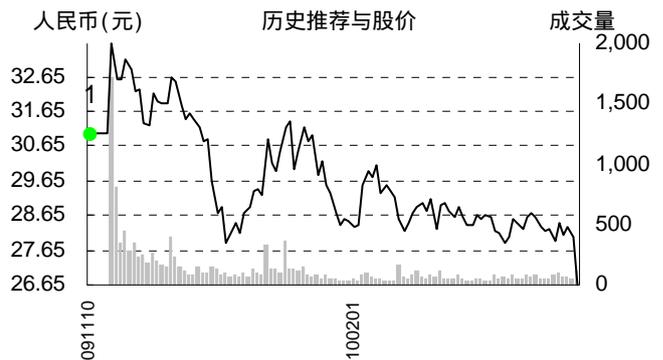
来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室