

中性

净资本显著改善，经纪投行大幅上升

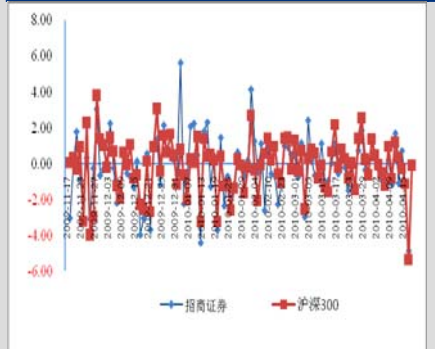
——招商证券（600999）2009年度年报点评——

研究员

王大力
执业证号：S1250208120167
电话：010-57631183
邮箱：wdl@swsc.com.cn

丁小玲
执业证号：S1250109071097
电话：023-63786043
邮箱：dxling@swsc.com.cn

招商证券及沪深300运行趋势（上市至今）



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

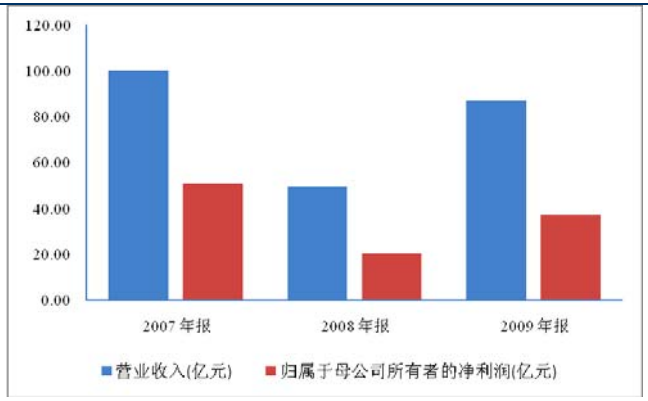
内容摘要：

- ◆ 公司发布 2009 年年报，营业收入 86.80 亿元，同比增长 76.53%；归属于上市公司股东的净利润 37.28 亿元，同比增长 84.48%；每股收益 1.14 元，同比增加 80.95%；全面摊薄净资产收益率 29.84%，每股净资产 6.30 元。公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元。
- ◆ 业务结构方面，2009 年度公司经纪业务净收入 47.93 亿元，同比增长 155.96%；自营业务净收益 9.93 亿元，同比增长 60.48%；证券承销业务净收入 5.15 亿元，同比增长 385.22%；资产管理业务 0.46 亿元，同比增长 75.14%；利息净收入 2.47 亿元，同比增长 119.44%。
- ◆ 招商证券自营业务加大力度，期末两项金融资产合计 193.74 亿元，比年初增加 2.42 倍，债券投资占比 82%。其中，年末自营权益类证券及证券衍生品占净资本比率为 19.42%，比年初降低 17.03 个百分点；自营固定收益类证券占净资本比率为 88.34%，比年初下降 24.42 个百分点。公司 2009 年证券投资收益（含公允价值变动损益）为 10.98 亿元。
- ◆ 目前公司利润来源仍主要是经纪与自营业务，尽管 2009 年投行业务大幅增长，但对净利润贡献依然不大。创新业务试点推出后，目前影响 A 股市场的因素变得更加复杂，未来趋势面临诸多不确定性，公司经纪与自营业务的增长面临一定挑战。尽管目前股指期货业务顺利推出，公司也有可能进入试点第二批券商行列，开展融资融券业务，但在短期内，由于存在投资者观望态度、资金资格门槛限制以及对新业务的适应期等因素，融资融券业务与股指期货 IB 业务对券商业绩的增量贡献相对有限。在券商板块中，公司目前估值不具优势，给予“中性”评级。

2009年招商证券营业总收入86.80亿元，归属于母公司的净利润37.28亿元，同比分别增长76.53%和84.48%。

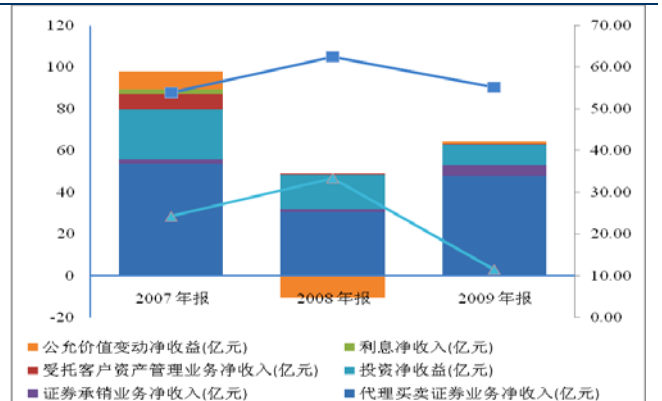
从收入贡献来看，2009年经纪业务与自营业务依旧是公司的主要利润来源，二者收入贡献分别为55.22%和11.43%；证券承销业务同比增幅最大，同比增长3.85倍。具体而言，2009年公司经纪业务、自营业务、承销业务、资产管理以及利息业务营业净收益分别为47.93亿元、9.93亿元、5.15亿元、2.47亿元和0.46亿元，同比分别增长155.96%、60.48%、385.22%、119.44%和75.14%。

图 1：招商证券营业收入及净利润变化趋势



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

图 2：招商证券业务收入结构



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

2009年，招商证券股票、债券、基金以及权证四项合计交易额为5.06万亿元，市场占有率为4.008%，行业排名第6位，其中股票交易额为4.31万亿元，市场占有率为4.050%。截至4月21日，依据wind最新数据，招商证券2010年四项合计交易额为1.08万亿元，其中股票交易额为9391.41亿元，市场占比为4.059%，市场占有率有所提升。在佣金方面，2009年招商证券经纪业务佣金平均水平为0.095%，与2008年0.106%相比较，同比下降10.96%。

图 3：招商证券经纪业务市场占有率逐年上升



数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

备注：2010年数据截止4月6日

图 4：招商证券经纪业务佣金逐年下滑（2007-2009）

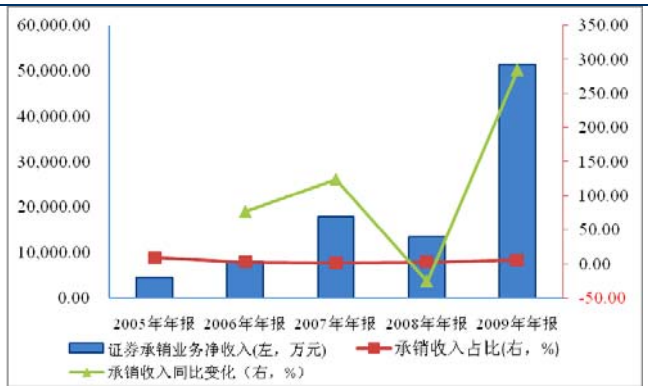


数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

投行业务方面，招商证券 2009 年净收入为 5.15 亿元。股票债券承销金额为 454.39 亿元，排名第 6 位；全年主承销股票及债券 22 家，排名第 8 位。其中股票承销金额 65.71 亿元，排名第 15 位；股票主承销家数 8 家，排名第 10 位；债券承销金额 237.48 亿元，排名第 8 位；债券主承销家数 14 家，同业排名 6 家。2010 年初至今，据 wind 不完全统计数据，招商证券主承销合计收入为 4.11 亿元，市场占有率为 9.87%，收入行业排名第 2 位。

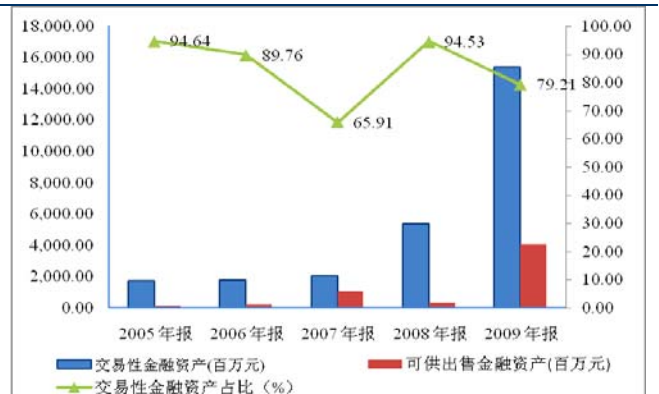
对于自营业务，2009 年两项金融资产合计 193.71 亿元，比 08 年增长 2.42 倍；其中交易性金融资产占比 79.21%，可供出售金融资产占比 20.79%。投资风格方面，公司 09 年投资风格较为稳健保守。2009 年，公司进一步加大债券类投资额度，债券投资为 158.80 亿元，与年初比较增加了 2.71 倍。在配置上，债券类投资额度与权益工具投资额度占比分别为 81.97%和 18.02%，与 08 年相比，权益工具投资额度占比下降了 6.41%。

图 5：招商证券历年投行收入贡献比例稳定（2005-2009）



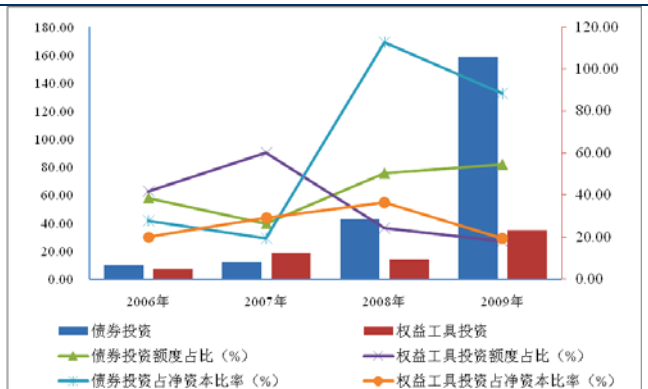
数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 6：招商证券 09 年自营投资额度大幅增加



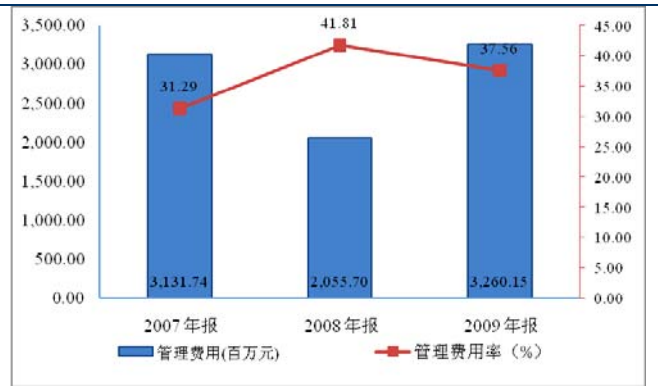
数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 7：招商证券历年自营规模逐渐增加（2005-2009）



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 8：招商证券管理费用变化趋势



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

管理费用方面，2009 年公司管理费用 32.60 亿元，同比增长 58.59%；管理费用率为 37.56%，同比下降 4.25 个百分点。最近三年公司管理费用变化趋势见图 8。

目前公司利润来源仍主要是经纪与自营业务，尽管 2009 年投行业务大幅增长，但对净利润贡献依然不大。创新业务试点推出后，目前影响 2010 年 A 股市场的因素变得更加复杂，未来趋势面临诸多不确定性。同时，尽管目前股指期货业务顺利推出，公司也有可能进入试点第

二批券商行列，开展融资融券业务，但在短期内，由于存在投资者观望态度、资金资格门槛限制以及对新业务的适应期等因素，融资融券业务与股指期货 IB 业务对券商业绩的增量贡献相对有限。在券商板块中，公司目前估值不具优势，给予“中性”评级。

表 1: 券商板块估值情况表

证券代码	证券名称	每股收益		最近一期末 每股净资产	4月22日 收盘价	PE		PB	评级
		2008年	2009年			2008年	2009年		
000562.SZ	宏源证券	0.37	0.79	4.48	18.88	51.03	23.90	4.21	中性
000686.SZ	东北证券	0.71	1.43	5.04	30.37	42.77	21.24	6.03	中性
000728.SZ	国元证券	0.36	0.69	7.73	15.43	42.86	22.36	2.00	增持
000776.SZ	广发证券	1.26	1.87	6.53	47.78	37.92	25.55	7.32	中性
000783.SZ	长江证券	0.42	0.8	4.20	15.10	35.95	18.88	3.60	中性
600030.SH	中信证券	1.1	1.35	9.29	28.94	26.31	21.44	3.12	增持
600109.SH	国金证券	0.76	0.52	2.69	18.74	24.66	36.04	6.97	中性
600837.SH	海通证券	0.4	0.55	5.28	14.03	35.08	25.51	2.66	中性
600999.SH	招商证券	0.63	1.14	6.50	26.60	42.22	23.33	4.09	中性
601099.SH	太平洋	-0.43	0.27	1.19	15.60	—	57.78	13.11	无评级
601688.SH	华泰证券	0.28	0.82	5.41	19.33	69.04	23.57	3.57	中性
601788.SH	光大证券	0.47	0.92	6.62	22.85	48.62	24.84	3.45	中性

数据来源: wind 资讯、公司公告、维赛特财经、大智慧、西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 56731232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>