

中性

佣金与管理费双降，投行跨越式提升

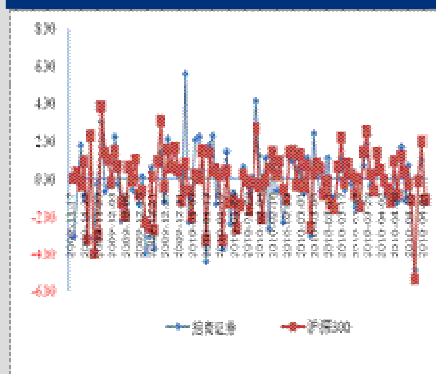
——招商证券（600999）2010年1季报点评——

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

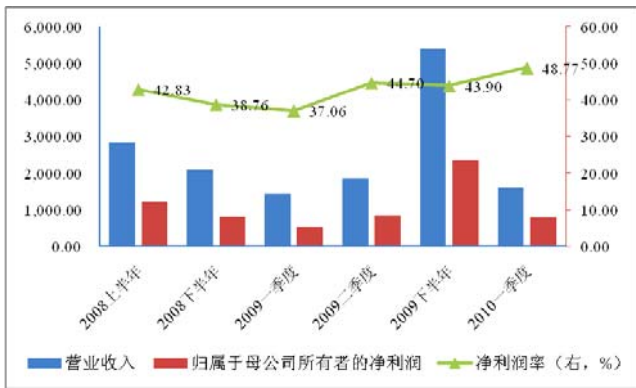
内容摘要：

- ◆ 公司披露 2010 年 1 季度报，营业收入 16.02 亿元，同比增长 12.09%；归属于上市公司股东的净利润 7.81 亿元，同比增长 47.51%；每股收益 0.22 元，同比增加 37.50%；全面摊薄净资产收益率 3.39%，每股净资产 6.50 元。
- ◆ 业务结构方面，1 季度公司经纪业务净收入 8.59 亿元，同比降低 5.21%；自营业务净收益 7530 万元，同比降低 29.95%；证券承销业务净收入 3.86 亿元，同比增长 92 倍；资产管理业务 1042 万元，同比增长 25.88%；利息净收入 1.03 亿元，同比增长 272.47%。
- ◆ 1 季度招商证券投行业务跨越式发展，自营规模有所下降。投行业务收入总量占 2009 年全年投行业务收入的 74.90%，比 2009 年第一季度增加 3.82 亿元。自营方面，1 季度公司两项金融资产合计 189.22 亿元，投资总额度比期初减少 2.33%。其中，交易性金融资产 151.46 亿元，占比 80.05%。
- ◆ 招商证券 1 季度管理费用为 5.50 亿元，去年同期为 6.16 亿元，同比下降 10.81%；1 季度管理费用率为 34.32%，同比下降 8.81 个百分点。
- ◆ 1 季度招商证券主要利润来源是经纪与投行两大业务，但经纪与自营业务收入均有所下降。自创新业务推出之后，影响 2010 年 A 股市场的因素更加复杂，A 股市场未来面临诸多的不确定性，公司经纪与自营业务面临的挑战更大。同时，尽管目前股指期货业务顺利推出，公司也极有可能进入融资融券业务试点第二批券商队列，但在短期内，由于存在投资者观望态度、资金资格门槛等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。

2010年1季度招商证券营业总收入16.02亿元，归属于母公司的净利润7.81亿元，同比分别增长12.09%和47.51%。

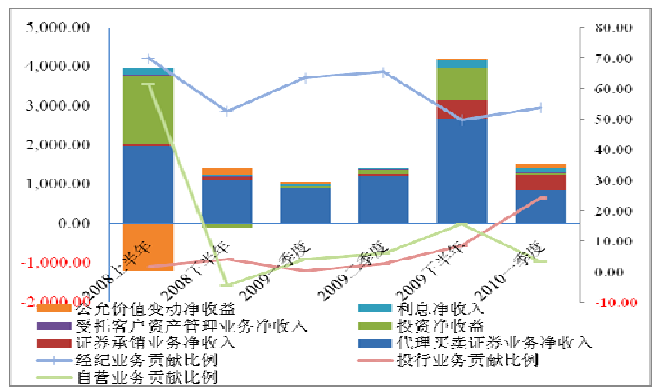
从收入贡献来看，1季度经纪业务与投行业务是公司的主要收入来源，一改往年以经纪与自营为主的业绩结构。尤其是投行业务，1季度净收入为3.86亿元，同比增长92倍，营收贡献比例为24.08%，去年一季度营收贡献比例仅为0.29%。具体而言，1季度公司经纪业务净收入16.02亿元，同比降低5.21%；投资净收益6031万元、同比减少9.07%；承销业务净收入为3.86亿元，同比增长9193.63%；资产管理业务净收入为1042万元，同比增长25.88%；利息业务净收入为1.03亿元，同比增长272.47%；公允价值变动净收益1.28亿元，同比增长128.77%。

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

1季度，招商证券股票、债券、基金以及权证四项合计交易额为1.08万亿元，其中股票交易额为9391.41亿元，市场占有率为4.059%，比09年4.050%的水平稍有微幅提升。在佣金方面，1季度招商证券经纪业务佣金平均水平为0.080%，与2009年0.095%平均水平相比较，下降了15.74%。

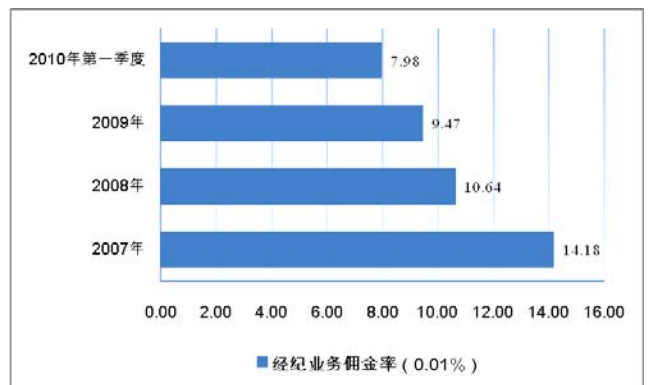
图3：招商证券经纪业务市场占有率1季度微幅上升



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1季度下滑明显

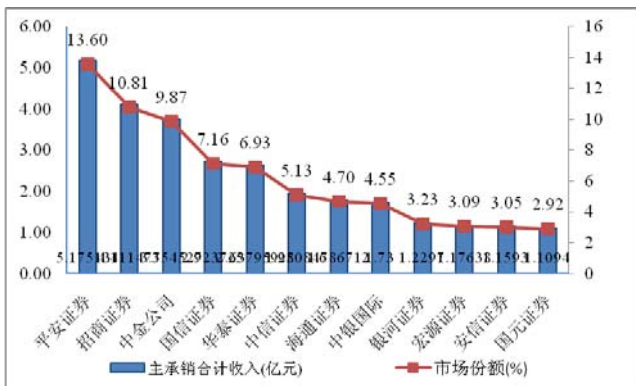


数据来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

投行业务方面，1 季度公司投行业务跨越式发展。总量上 1 季度投行业务收入 3.86 亿元，占 2009 年全年投行业务收入的 74.90%；比 2009 年第一季度增加 3.82 亿元，同比增长 92 倍。从横向来看，据 wind 不完全统计，2010 年初至今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。

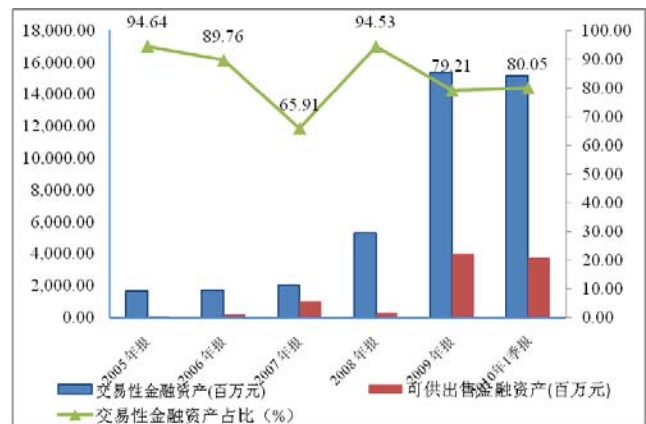
对于自营业务，招商证券投资风格相对保守稳健。1 季度公司两项金融资产合计 189.22 亿元，投资总额度比期初减少 2.33%。其中，交易性金融资产 151.46 亿元，占比 80.05%；可供出售金融资产 37.76 亿元，占比 19.95%。

图 5：招商证券投行业务收入行业排名第二（2010 年初至今）



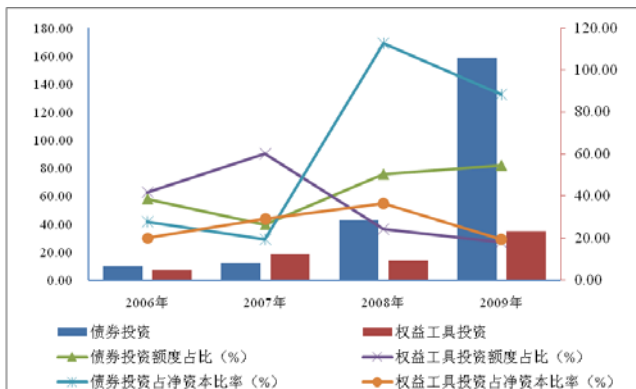
数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 6：招商证券 2010 年 1 季度持仓有所降低



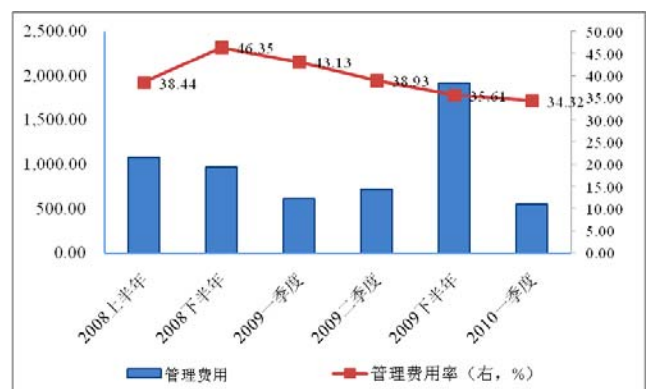
数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 7：招商证券历年自营风格相对保守稳健（2005-2009）



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

图 8：招商证券 2010 年 1 季度管理费用率稍有下降



数据来源：WIND 资讯、西南证券研发中心

同时，公司 1 季度管理费用为 5.50 亿元，去年同期为 6.16 亿元，同比下降 10.81%；1 季度管理费用率为 34.32%，同比下降 8.81 个百分点。

1 季度公司主要利润来源是经纪与投行两大业务，但经纪与自营业务收入均有所下降。自创新业务推出之后，影响 2010 年 A 股市场的因素更加复杂，A 股市场未来面临诸多的不确定性，公司经纪与自营业务面临的挑战更大。同时，尽管目前股指期货业务顺利推出，公司也可能进入融资融券业务试点第二批券商行列，但短期内，由于存在投资者观望态度、资金资格门

槛等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23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	30.21	42.55	21.13	5.99	中性
000728.SZ	国元证券	0.36	0.69	7.73	15.52	43.11	22.49	2.01	增持
000776.SZ	广发证券	1.26	1.87	6.53	46.95	37.26	25.11	7.19	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	18.89	24.86	36.33	7.02	中性
600837.SH	海通证券	0.4	0.55	5.28	13.91	34.78	25.29	2.63	中性
600999.SH	招商证券	0.63	1.14	6.50	26.49	42.05	23.24	4.08	中性
601099.SH	太平洋	-0.43	0.27	1.19	15.66	—	58.00	13.16	无评级
601688.SH	华泰证券	0.28	0.82	5.41	19.36	69.14	23.61	3.58	中性
601788.SH	光大证券	0.47	0.92	6.62	23.06	49.06	25.07	3.48	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) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>