

市价(人民币)：21.13元

调研报告

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)	75,760.80
年内股价最高最低(元)	32.82/19.91
沪深 300 指数	2816.39
上证指数	2575.47



相关报告

- 1.《09 年报和 10 年 1 季报点评》，2010.4.20
- 2.《盈利能力和运营效率出众的优质券商》，2009.11.3

陈振志 分析师 SAC 执业编号：S1130210040009
(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

基本结论

- **网点新设有条不紊。**09 年以来，公司经纪业务的市场份额基本保持稳定。根据我们的跟踪统计，截止 10 年 6 月底，公司股基权债代理交易的市场份额为 4.06%。截止目前，公司共有营业部 76 家，具有全国网点布局资格，今年计划申请增设 10 家营业部。公司的经纪业务部均运营效率在业内处于较高的水平，能否把现有营业部的高效率复制到新设营业部中是值得期待的。
- **经纪业务逐渐开展差异化竞争。**公司经纪业务的净佣金率从 08 年的 0.11% 下滑至 10 年 1 季度的 0.08%。从公司的情况来看，目前在浙江地区的佣金率较低，其次是华南地区，再次是北京地区。在公司的业务考核指标中，市场占有率指标考核较为重要。与此同时，公司近期正积极尝试通过财富管理计划来进行差异化竞争，实施分层收费。实施的效果有待未来进一步跟踪。
- **自营稳健。**在“敦行致远”的经营理念之下，公司在自营业务操作上显得较为稳健和谨慎。公司营业收入在过去几年对自营业务的依赖度相对较低。今年 2 季度以来市场经历了跌宕起伏，根据过往的操作风格，我们认为公司自营业绩保持行业水平之上的概率相对较高。
- **投行业务发展趋势良好。**在过去 3 年，公司投行业务的实力提升较快。股票及债券承销金额的行业排名从 07 年的 11 名持续上升至 09 年的第 6 名。而从 10 年年初以来的情况看，公司的权益类和核心债券类承销业务的金额同比均有大幅增长，从而为今年的投行业绩奠定良好的基础。公司目前有保荐人 58 人，投行业务人员共有 200 多人。公司的项目储备较为丰富，约有 132 个，预计未来投行业务仍将有良好延续良好的发展态势。
- **资管业务较为平稳。**公司的集合理财业务发展较为平稳。进入到 10 年以来，公司的集合理财业务取得了进一步的突破，年初已经有“招商智远成长”和“招商智远稳健 1 号”两只集合理财产品成立。目前，“招商智远稳健 2 号”也正在募集期。募集结束后，公司将有 6 只存续的集合理财产品，并且大部分在 2014 年以后才到期。可以预见，公司未来的集合理财业务仍将会保持平稳的发展态势。
- **新业务较齐全。**(1) 股指期货。公司的全资子公司招商期货有限公司已经获得金融期货交易所结算会员资格。目前招商期货在股指期货代理交易业务中的行业排名较为靠前。(2) 直投业务。公司已经获得直投业务资格，全资控股子公司招商资本投资有限公司注册资本 5 亿，目前已经开始进行小额投资，尚未进入盈利收获期。(3) 融资融券。公司近期已经获得融资融券业务试点资格，盈利渠道得到进一步的扩充。

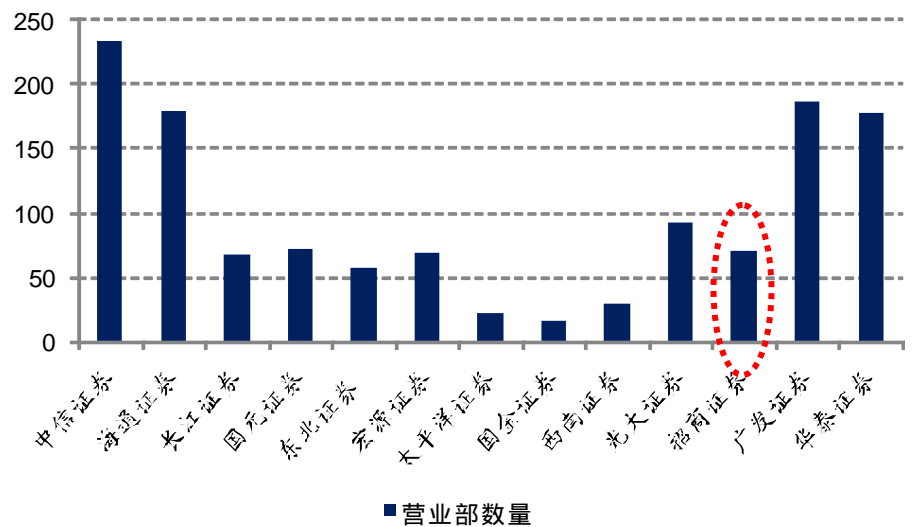
投资建议

- 维持对公司的“持有”评级。在 2100 亿日均交易额和不考虑新业务贡献的假设之下，我们预计公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 0.89 元和 0.94 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 为 23.85 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

经纪业务

- 09 年以来，公司经纪业务的市场份额基本保持稳定。根据我们的跟踪统计，截止 10 年 6 月底，公司股票基金代理交易的市场份额为 4%，而股基权债代理交易的市场份额为 4.06%。
- 截止目前，公司共有营业部 76 家，具有全国网点布局资格，今年计划申请增设 10 家营业部。公司的营业部数量规模目前在上市券商中居于中游。然而，市场份额在上市券商中居于上游，这意味着公司经纪营业部的部均运营效率好于平均水平。公司能否把现有营业部的高效率复制到新设营业部中是值得期待的。

图表1：招商证券的营业部情况



来源：公司财报、国金证券研究所

图表2：招商证券股基权债的代理交易市场份额

按照股基权债交易额计算	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	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%	8.32%	8.35%	8.42%
中信证券母公司	2.53%	2.53%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%	2.49%	2.50%	2.55%
中信建投	3.20%	3.22%	3.21%	3.21%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%	3.42%	3.44%	3.45%
中信万通	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%
中信金通	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%	1.73%	1.73%	1.74%
海通证券合并	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%	4.40%	4.39%	4.37%
长江证券	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%	1.75%	1.77%	1.78%
东北证券	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%	0.73%	0.72%	0.71%
国元证券	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%	1.20%	1.20%	1.20%
宏源证券	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%	1.31%	1.29%	1.26%
太平洋证券	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%	0.77%	0.78%	0.78%
光大证券	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%	3.04%	3.04%	3.01%
招商证券	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%	4.01%	4.01%	4.00%
华泰证券合并	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%	5.69%	5.68%	5.66%
西南证券	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%	0.70%	0.69%	0.69%
国信证券	4.41%	4.45%	4.46%	4.46%	4.49%	4.51%	4.50%	4.38%	4.34%	4.42%	4.43%	4.40%	4.36%
广发证券合并	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%	4.52%	4.52%	4.51%
兴业证券	1.42%	1.42%	1.42%	1.41%	1.41%	1.41%	1.40%	1.42%	1.43%	1.46%	1.47%	1.50%	1.51%

来源：伟海数据、国金证券研究所

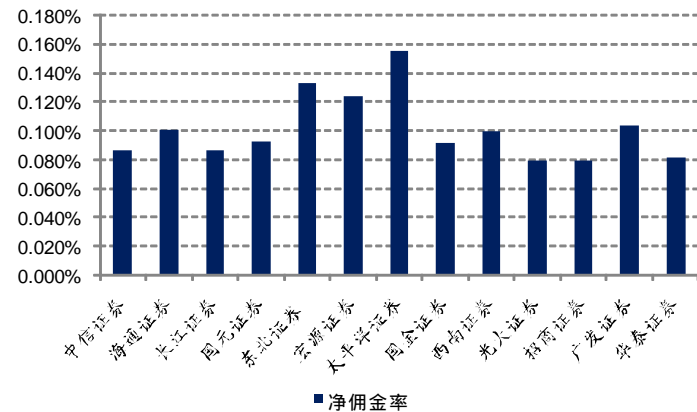
图3：招商证券股票基金代理交易额的市场份额

按照股票基金交易额计算	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	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%	8.43%	8.47%	8.50%
中信证券母公司	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%	2.48%	2.49%	2.48%
中信建投	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%	3.33%	3.34%	3.34%
中信万通	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%	0.75%	0.76%	0.77%
中信金通	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%	1.87%	1.88%	1.90%
海通证券合并	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%	4.09%	4.07%	4.07%
长江证券	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%	1.65%	1.65%	1.65%
东北证券	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.75%	0.77%	0.80%	0.79%	0.78%	0.77%
国元证券	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%
宏源证券	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%	1.34%	1.32%	1.31%
太平洋证券	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
国金证券	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%	0.72%	0.71%	0.71%
光大证券	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%	3.14%	3.14%	3.14%
招商证券	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%	4.07%	4.06%	4.06%
华泰证券合并	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%	5.84%	5.86%	5.87%
西南证券	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%	0.74%	0.74%	0.74%
国信证券	4.63%	4.70%	4.72%	4.74%	4.74%	4.74%	4.74%	4.64%	4.62%	4.60%	4.57%	4.54%	4.52%
广发证券合并	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%	4.81%	4.83%	4.83%
兴业证券	1.43%	1.43%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.46%	1.46%	1.49%	1.51%	1.54%	1.56%

来源：伟海数据、国金证券研究所

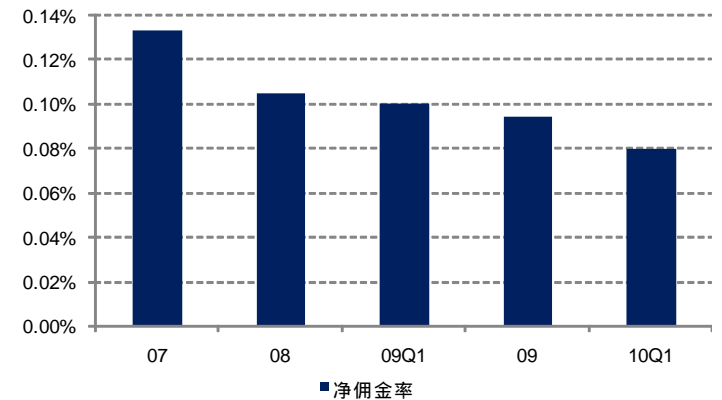
- 公司经纪业务的净佣金率从 08 年的 0.11% 下滑至 10 年 1 季度的 0.08%。从公司的情况来看，目前在浙江地区的佣金率较低，其次是华南地区，再次是北京地区。
- 在公司的业务考核指标中，市场占有率指标考核较为重要。与此同时，公司近期正积极尝试通过财富管理计划来进行差异化竞争，实施分层收费。实施的效果有待未来进一步跟踪。

图4：上市券商 1 季度的净佣金率情况



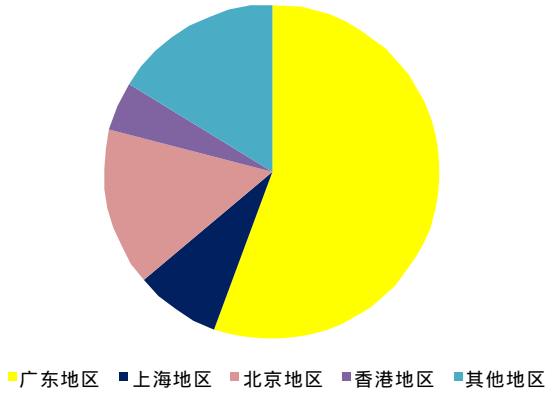
来源：公司财报、伟海数据、国金证券研究所

图5：招商证券的历史净佣金率



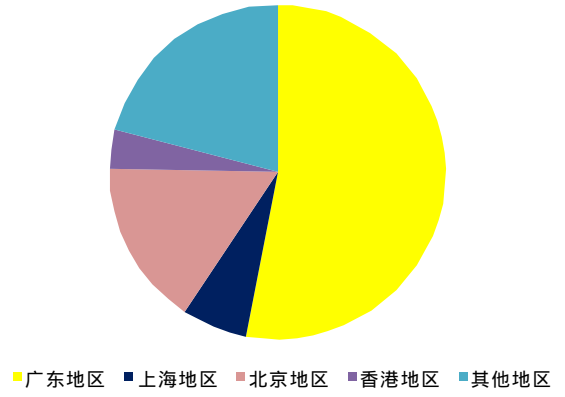
- 公司过半的营业利润来源于广东省内。在过去两年里，广东省内的经纪业务市场竞争格局较为稳定，公司的市场份额在广东省内位居第三。公司在广东区域内经纪业务的一大亮点就是部分份额较为突出，以 23 家营业部的网点规模获得了 8.8% 的省内份额，区域内较为领先。

图表6：招商证券资产的地域分布



来源：公司财报、国金证券研究所

图表7：招商证券营业利润的地域分布



图表8：09年广东省内经纪业务的竞争格局

排名	公司	营业部数量	股票基金交易额(亿元)	股票基金市场份额	股基权债代理交易额(亿元)
1	国信证券股份有限公司	17	22,302.38	11.88%	23,578.02
2	广发证券股份有限公司	77	21,342.21	11.37%	23,446.23
3	招商证券股份有限公司	24	16,543.54	8.81%	18,773.76
4	安信证券股份有限公司	75	16,247.30	8.66%	18,915.32
5	中国建银投资证券有限责任公司	22	8,774.37	4.67%	13,314.44
6	中国银河证券股份有限公司	31	8,671.69	4.62%	9,861.33
7	光大证券股份有限公司	19	8,616.77	4.59%	10,728.71
8	国泰君安证券股份有限公司	19	7,154.00	3.81%	12,356.24
9	东莞证券有限责任公司	21	6,804.48	3.62%	7,071.64
10	华泰联合证券有限责任公司	14	6,361.08	3.39%	8,630.23
11	平安证券有限责任公司	11	4,736.72	2.52%	5,348.63
12	中信建投证券有限责任公司	12	4,332.49	2.31%	4,910.77
13	海通证券股份有限公司	10	4,102.35	2.19%	4,343.11
14	中信证券股份有限公司	9	3,949.33	2.10%	4,099.96
15	广州证券有限责任公司	17	3,545.73	1.89%	3,664.04
16	华林证券有限责任公司	8	2,777.76	1.48%	4,255.43
17	信达证券股份有限公司	13	2,396.89	1.28%	2,531.76
18	英大证券有限责任公司	5	2,132.00	1.14%	2,292.17
19	长城证券有限责任公司	5	2,087.28	1.11%	2,628.09
20	万联证券有限责任公司	11	2,067.71	1.10%	2,546.24
21	申银万国证券股份有限公司	5	1,994.57	1.06%	2,402.02
22	中国国际金融有限公司	2	1,900.45	1.01%	4,147.03
23	华泰证券股份有限公司	6	1,760.74	0.94%	2,039.83
24	中银国际证券有限责任公司	3	1,732.56	0.92%	1,847.73
25	第一创业证券有限责任公司	3	1,640.24	0.87%	1,966.59
26	长江证券股份有限公司	12	1,551.28	0.83%	1,629.28
27	华西证券有限责任公司	2	1,426.91	0.76%	1,581.44
28	东方证券股份有限公司	5	1,145.51	0.61%	1,342.00
29	国元证券股份有限公司	5	1,118.51	0.60%	2,271.25
30	湘财证券有限责任公司	7	1,055.68	0.56%	1,146.10
31	宏源证券股份有限公司	5	991.23	0.53%	1,178.52
32	西南证券股份有限公司	4	984.36	0.52%	1,087.06
33	联讯证券有限责任公司	5	967.85	0.52%	989.13
34	中山证券有限责任公司	5	886.89	0.47%	986.24
35	方正证券有限责任公司	5	859.68	0.46%	939.50
36	世纪证券有限责任公司	4	812.54	0.43%	939.40
37	兴业证券股份有限公司	2	772.20	0.41%	825.73
38	金元证券股份有限公司	4	671.89	0.36%	719.53
39	国海证券有限责任公司	4	658.91	0.35%	682.85
40	南京证券有限责任公司	3	603.10	0.32%	758.76
41	东海证券有限责任公司	2	546.28	0.29%	597.05
42	江南证券有限责任公司	1	495.18	0.26%	514.87
43	渤海证券股份有限公司	2	488.08	0.26%	515.38
44	中国民族证券有限责任公司	3	476.43	0.25%	520.46
45	民生证券有限责任公司	2	435.21	0.23%	444.68
46	齐鲁证券有限公司	3	432.49	0.23%	493.85
47	新时代证券有限责任公司	5	429.46	0.23%	737.84
48	财富证券有限责任公司	2	365.63	0.19%	428.22
49	国都证券有限责任公司	1	328.72	0.18%	332.71
50	银泰证券经纪有限责任公司	3	314.42	0.17%	769.34

来源：伟海数据、国金证券研究所

图表9：截止10年6月底，广东省内经纪业务的竞争格局

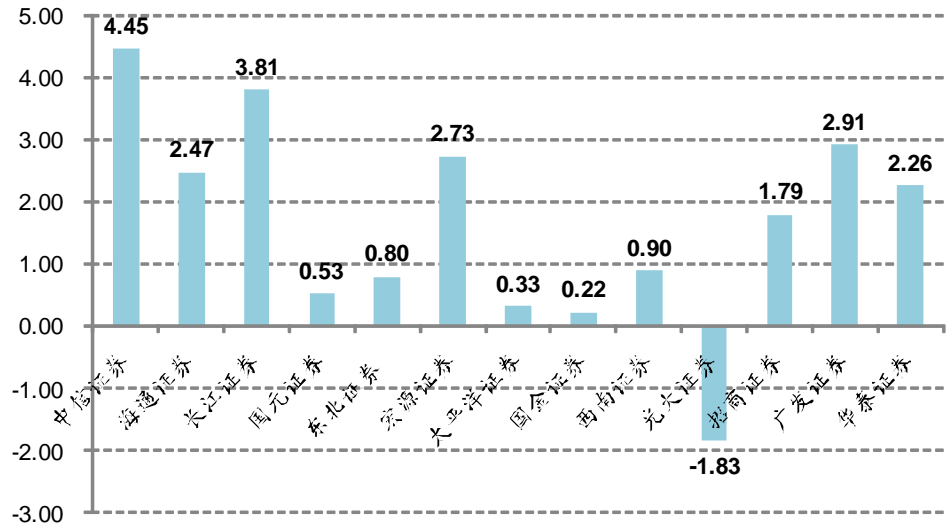
排名	公司	营业部数量	股票基金代理交易额（亿元）	股票基金市场份额	股基权债代理交易额（亿元）
1	广发证券股份有限公司	84	8,593.79	11.55%	9,379.73
2	国信证券股份有限公司	19	8,372.77	11.26%	8,624.11
3	招商证券股份有限公司	23	6,545.34	8.80%	7,459.57
4	安信证券股份有限公司	67	6,359.13	8.55%	6,885.23
5	中国建投投资证券有限责任公司	23	3,623.54	4.87%	4,700.57
6	光大证券股份有限公司	27	3,527.29	4.74%	3,870.00
7	中国银河证券股份有限公司	32	3,237.79	4.35%	3,787.08
8	东莞证券有限责任公司	26	2,772.75	3.73%	2,933.27
9	国泰君安证券股份有限公司	21	2,751.55	3.70%	3,510.10
10	华泰联合证券有限责任公司	11	2,657.13	3.57%	2,915.50
11	平安证券有限责任公司	10	2,050.15	2.76%	2,643.11
12	中信建投证券有限责任公司	11	1,688.14	2.27%	1,909.33
13	海通证券股份有限公司	10	1,677.73	2.26%	1,736.74
14	广州证券有限责任公司	18	1,325.80	1.78%	1,352.55
15	中信证券股份有限公司	8	1,314.97	1.77%	1,388.56
16	华林证券有限责任公司	7	1,246.37	1.68%	1,350.10
17	信达证券股份有限公司	13	958.70	1.29%	980.98
18	万联证券有限责任公司	11	867.62	1.17%	1,087.04
19	英大证券有限责任公司	5	853.39	1.15%	989.85
20	长江证券股份有限公司	11	816.92	1.10%	839.43
21	长城证券有限责任公司	4	773.04	1.04%	860.24
22	华泰证券股份有限公司	5	676.88	0.91%	729.55
23	中国国际金融有限公司	2	670.47	0.90%	2,125.88
24	中银国际证券有限责任公司	2	664.42	0.89%	690.33
25	申银万国证券股份有限公司	5	659.64	0.89%	948.70
26	华西证券有限责任公司	2	634.00	0.85%	663.22
27	第一创业证券有限责任公司	5	510.04	0.69%	725.94
28	国元证券股份有限公司	5	471.85	0.63%	733.44
29	西南证券股份有限公司	5	462.34	0.62%	478.63
30	湘财证券有限责任公司	8	426.89	0.57%	439.30
31	宏源证券股份有限公司	4	421.17	0.57%	458.33
32	东方证券股份有限公司	5	412.04	0.55%	419.18
33	联讯证券有限责任公司	4	361.78	0.49%	365.70
34	兴业证券股份有限公司	2	349.91	0.47%	371.96
35	方正证券有限责任公司	4	335.28	0.45%	351.84
36	中山证券有限责任公司	4	322.70	0.43%	410.95
37	世纪证券有限责任公司	3	305.89	0.41%	338.76
38	金元证券股份有限公司	4	256.74	0.35%	298.90
39	南京证券有限责任公司	3	240.11	0.32%	799.23
40	新时代证券有限责任公司	5	231.70	0.31%	326.66
41	齐鲁证券有限公司	3	222.07	0.30%	227.71
42	东海证券有限责任公司	2	205.75	0.28%	215.59
43	渤海证券股份有限公司	2	199.70	0.27%	206.15
44	国海证券有限责任公司	5	198.43	0.27%	201.79
45	五矿证券经纪有限责任公司	3	175.75	0.24%	177.07
46	中航证券有限公司	2	167.81	0.23%	169.69
47	中国民族证券有限责任公司	3	154.09	0.21%	167.31
48	财富证券有限责任公司	2	153.42	0.21%	163.18
49	民生证券有限责任公司	2	152.15	0.20%	155.55
50	华融证券股份有限公司	2	121.87	0.16%	169.98

来源：伟海数据、国金证券研究所

自营业务

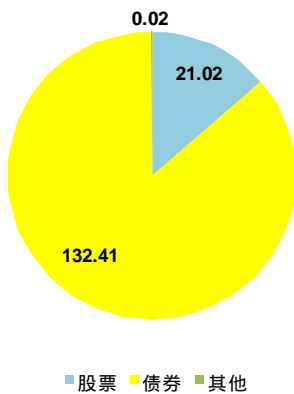
- 在公司“敦行致远”的经营理念之下，公司在自营业务操作上显得较为稳健和谨慎。公司营业收入在过去几年对自营业务的依赖度相对较低。今年2季度以来市场经历了跌宕起伏，根据公司过往的操作风格，我们认为公司自营业绩保持行业水平之上的概率相对较高。

图表10：上市券商1季度的自营业绩情况（投资收益+公允价值变动，亿元）

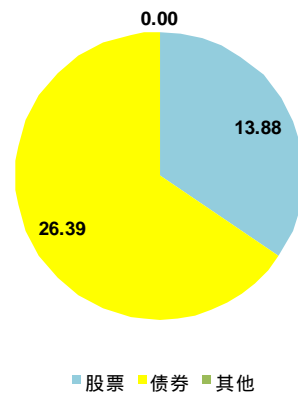


来源：公司财报、国金证券研究所

图表11：招商证券09年底的交易性金融资产结构（亿元）



图表12：招商证券09年底的可供出售金融资产结构（亿元）



来源：公司财报、国金证券研究所

投行业务

- 在过去 3 年，公司投行业务的实力提升较快。股票及债券承销金额的行业排名从 07 年的 11 名持续上升至 09 年的第 6 名。而从 10 年年初以来的情况看，公司的权益类和核心债券类承销业务的金额同比均有大幅增长，从而为今年的投行业绩奠定良好的基础。
- 公司目前有保荐人 58 人，投行业务人员共有 200 多人。公司的项目储备较为丰富，储备项目约有 132 个，预计未来投行业务仍将有望延续良好的发展态势。

图表13：招商证券投行业务排名情况

2009年			2008年			2007年		
排名	公司	股票及债券承销金额（亿元）	排名	公司	股票及债券承销金额（亿元）	排名	公司	股票及债券承销金额（亿元）
1	中信证券	1,612.26	1	中信证券	1,119.33	1	中金公司	1,453.24
2	中金公司	1,043.24	2	中金公司	655.90	2	中信证券	1,354.06
3	中银国际	559.42	3	国泰君安	515.52	3	银河证券	989.66
4	中信建投	468.33	4	银河证券	449.92	4	中银国际	551.10
5	瑞银证券	457.69	5	中银国际	442.12	5	国泰君安	464.93
6	招商证券	454.39	6	中信建投	272.95	6	海通证券	426.20
7	国泰君安	419.44	7	安信证券	211.15	7	瑞银证券	398.25
8	银河证券	412.35	8	招商证券	210.80	8	华泰证券	373.33
9	国信证券	346.07	9	国信证券	206.40	9	广发证券	319.27
10	平安证券	318.97	10	平安证券	179.32	10	中信建投	282.42
11	中投证券	241.96	11	广发证券	162.34	11	招商证券	277.01
12	广发证券	216.86	12	海通证券	154.90	12	国信证券	265.02
13	华泰证券	210.08	13	光大证券	154.10	13	建银投资	221.68
14	光大证券	199.69	14	瑞银证券	147.63	14	信达证券	204.32
15	宏源证券	199.48	15	宏源证券	112.34	15	平安证券	171.13

来源：国金证券研究所

图表14：招商证券权益类承销金额（当年累计，亿元）

承销金额	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	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	13.05	225.98	425.48	519.73	537.93	589.63	680.56	14.00	19.50	85.28	124.84	124.84	335.44
中信证券母公司	13.05	225.98	425.48	493.81	500.01	512.71	529.64	14.00	14.00	79.78	82.05	82.05	277.26
中信建投	-	-	-	25.92	37.92	76.92	150.92	-	5.50	5.50	42.79	42.79	58.18
中信万通	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信金通	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
海通证券	14.30	20.72	20.72	28.90	32.90	58.40	80.57	-	156.90	161.44	164.94	209.24	312.28
长江证券	64.95	64.95	64.95	64.95	64.95	105.55	105.55	13.60	13.60	13.60	16.72	16.72	16.72
东北证券	-	-	-	-	-	-	5.33	3.14	14.54	14.54	14.54	14.54	18.22
国元证券	-	-	-	9.73	9.73	9.73	26.49	6.20	6.20	13.20	13.20	17.90	28.82
宏源证券	-	-	-	4.39	8.39	8.39	13.59	25.50	28.70	42.26	68.34	98.53	98.53
太平洋证券	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6.00	11.44
国金证券	6.34	9.42	10.96	26.99	26.99	26.99	26.99	2.63	2.63	11.68	11.68	99.45	99.45
西南证券	46.56	54.86	54.86	54.86	54.86	54.86	54.86	4.25	9.25	12.55	12.55	16.23	30.35
光大证券	-	-	-	-	4.10	25.30	39.83	-	-	12.75	25.40	25.40	25.40
招商证券	9.11	9.11	37.27	45.37	54.87	54.87	85.60	24.30	31.60	55.00	74.76	138.40	138.40
华泰证券合并	-	-	-	8.16	44.96	44.96	99.12	43.60	47.40	53.80	101.10	123.21	158.75
国信证券	80.20	80.20	120.12	149.23	165.63	202.53	244.63	54.03	61.33	65.93	106.57	159.83	177.03
国泰君安	51.14	51.14	51.14	101.14	101.14	101.14	126.34	4.60	4.60	4.60	4.60	4.60	172.91
广发证券合并	6.05	12.45	21.62	29.62	29.62	47.27	53.07	27.20	27.20	37.99	52.01	69.68	90.20

来源：Wind、聚源数据、国金证券研究所

图表15：招商证券核心债券类承销金额（当年累计，亿元）

承销金额	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	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	277.70	277.70	346.03	429.36	528.16	571.16	647.82	15.00	85.00	85.00	135.00	144.00	344.00
中信证券母公司	171.50	171.50	204.83	288.16	326.46	326.46	359.79	-	-	-	25.00	25.00	225.00
中信建投	106.20	106.20	141.20	141.20	201.70	244.70	288.03	15.00	85.00	85.00	110.00	119.00	119.00
中信万通	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信金通	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
海通证券	10.00	15.00	25.00	37.00	67.00	83.00	83.00	-	-	-	-	-	-
长江证券	22.50	22.50	22.50	22.50	47.50	47.50	57.50	-	-	-	-	10.00	10.00
东北证券	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国元证券	27.50	27.50	27.50	27.50	27.50	27.50	47.50	-	-	-	-	-	-
宏源证券	23.00	23.00	23.00	41.75	75.05	91.75	105.75	8.00	19.00	31.00	31.00	31.00	31.00
太平洋证券	-	-	-	-	-	-	-	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
国金证券	-	-	-	-	28.00	28.00	28.00	-	-	-	-	-	-
西南证券	8.00	8.00	8.00	51.33	84.63	117.93	151.26	-	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
光大证券	5.00	5.00	5.00	38.33	38.33	88.33	121.66	7.70	7.70	13.70	38.70	38.70	38.70
招商证券	45.00	95.00	95.00	142.33	210.63	278.23	278.23	-	50.00	50.00	50.00	65.00	65.00
华泰证券合并	48.30	83.30	89.30	96.80	108.80	108.80	156.80	-	16.00	26.00	26.00	48.20	48.20
国信证券	42.00	62.00	62.00	87.00	120.30	153.60	153.60	-	-	20.00	20.00	20.00	26.50
国泰君安	92.00	119.00	126.50	237.83	237.83	339.83	349.83	33.33	33.33	53.33	53.33	53.33	53.33
广发证券合并	10.00	10.00	10.00	10.00	20.00	32.00	44.00	-	14.00	29.00	29.00	29.00	41.50

来源：Wind、聚源数据、国金证券研究所

图表16：上市券商审核通过待发行的IPO项目情况

公司名称	审核通过会议日期	上市板	主承销商	预计募集资金(亿元)
浙江向日葵光能科技股份有限公司	2010-6-29	创业板	光大证券股份有限公司	2.49
成都市新筑路桥机械股份有限公司	2010-7-21	中小企业板	广发证券股份有限公司	6.60
上海新时达电气股份有限公司	2010-7-2	中小企业板	广发证券股份有限公司	1.85
青岛华仁药业股份有限公司	2010-6-10	创业板	广发证券股份有限公司	3.36
四川天齐锂业股份有限公司	2010-3-31	中小企业板	国金证券股份有限公司	2.65
通化双龙化工股份有限公司	2010-6-30	创业板	国元证券股份有限公司	1.20
上海徐家汇商城股份有限公司	2009-10-26	中小企业板	海通证券股份有限公司	9.06
珠海银邮光电技术发展股份有限公司	2008-4-18	中小企业板	海通证券股份有限公司	1.73
徐州燃控科技股份有限公司	2010-5-10	创业板	华泰联合证券有限责任公司	3.06
昆山金利表面材料应用科技股份有限公司	2010-4-28	中小企业板	华泰联合证券有限责任公司	2.26
山东三维石化工程股份有限公司	2010-3-26	中小企业板	华泰联合证券有限责任公司	1.77
天立环保工程股份有限公司	2010-6-30	创业板	西南证券股份有限公司	1.32
苏州锦富新材料股份有限公司	2010-7-16	创业板	兴业证券股份有限公司	2.91
福建海源自动化机械股份有限公司	2010-4-16	中小企业板	兴业证券股份有限公司	5.00
深圳万讯自控股份有限公司	2010-6-25	创业板	招商证券股份有限公司	0.94
中航电测仪器股份有限公司	2010-6-25	创业板	中信建投证券有限责任公司	2.85
深圳市恒波商业连锁股份有限公司	2009-11-20	中小企业板	中信建投证券有限责任公司	2.36
深圳立讯精密工业股份有限公司	2010-7-14	中小企业板	中信证券股份有限公司	4.86

来源：Wind、聚源数据、国金证券研究所

资管业务

- 公司的集合理财业务发展较为平稳。进入到 10 年以来，公司的集合理财业务取得了进一步的突破，年初已经有“招商智远成长”和“招商智远稳健 1 号”两只集合理财产品成立。目前，“招商智远稳健 2 号”也正在募集期。募集结束后，公司将有 6 只存续的集合理财产品，并且大部分在 2014 年以后才到期。可以预见，公司未来的集合理财业务仍将会保持平稳的发展态势。

图表17：招商证券存续的集合理财产品

产品简称	管理人	推广起始日	成立日期	到期日期	目标规模 (亿元)	成立规模 (亿份)
招商股票星	招商证券	2009-9-16	2009-11-4	2017-11-3	50.00	11.24
招商基金宝二期	招商证券	2007-8-2	2007-8-27	2014-8-26	35.00	34.81
招商现金牛货币	招商证券	2005-12-5	2006-1-16	2014-1-15	35.00	34.85
招商智远成长	招商证券	2010-3-22	2010-4-30		30.00	5.35
招商智远稳健1号	招商证券	2009-12-21	2010-1-13		10.00	1.86
招商智远稳健2号	招商证券	2010-7-19			10.00	

来源：Wind、聚源数据、国金证券研究所

新业务

- 股指期货。公司的全资子公司招商期货有限公司已经获得金融期货交易所结算会员资格。目前招商期货在股指期货代理交易业务中的表现较好，行业排名较为靠前。
- 直投业务。公司已经获得直投业务资格，并出资 1 亿元人民币，于 09 年 8 月设立全资控股子公司招商资本投资有限公司，并于 10 年增资至 5 亿注册资本，目前直投业务已经开始进行小额投资，尚未进入盈利收获期。
- 融资融券。公司近期已经获得融资融券业务试点资格，盈利渠道得到进一步的扩充。

图表18：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		1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	
市 场 份 额	3.70%	0.78	0.80	0.82	0.84	0.86	0.88	0.90	
	3.90%	0.80	0.82	0.84	0.86	0.88	0.90	0.93	
	4.10%	0.82	0.84	0.86	0.89	0.91	0.93	0.95	
	4.30%	0.84	0.86	0.89	0.91	0.93	0.95	0.98	
	4.50%	0.86	0.88	0.91	0.93	0.95	0.98	1.00	
		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	69.23%	0.01	0.22	0.44	0.66	0.87	1.09	1.30	1.52
	72.23%	-0.02	0.20	0.43	0.65	0.88	1.10	1.33	1.55
	75.23%	-0.06	0.18	0.41	0.65	0.88	1.12	1.35	1.58
	78.23%	-0.09	0.15	0.40	0.64	0.89	1.13	1.37	1.62
	81.23%	-0.12	0.13	0.38	0.64	0.89	1.14	1.40	1.65
	84.23%	-0.15	0.11	0.37	0.63	0.90	1.16	1.42	1.68
	87.23%	-0.19	0.08	0.36	0.63	0.90	1.17	1.44	1.72
90.23%	-0.22	0.06	0.34	0.62	0.91	1.19	1.47	1.75	
		股票基金日均交易额							
EPS		1,800	1,900	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	
营 业 费 率	44.00%	0.73	0.75	0.77	0.79	0.81	0.82	0.84	
	41.00%	0.78	0.80	0.82	0.84	0.86	0.88	0.90	
	38.00%	0.82	0.84	0.86	0.89	0.91	0.93	0.95	
	35.00%	0.87	0.89	0.91	0.94	0.96	0.98	1.00	
	32.00%	0.91	0.94	0.96	0.99	1.01	1.03	1.06	

来源：国金证券研究所

图表19：招商证券盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,007.97	4,917.05	8,679.95	7,420.03	7,798.43	8,234.78
手续费净收入	5,388.35	3,072.98	4,792.79	4,223.37	4,279.96	4,353.53
手续费收入	6,196.05	3,586.04	5,758.95	4,968.67	5,035.25	5,121.80
手续费支出	807.70	513.06	966.16	745.30	755.29	768.27
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
营业支出	3,556.89	2,341.99	3,665.26	3,191.12	3,275.90	3,541.57
业务及管理费	3,131.74	2,055.70	3,260.15	2,819.61	2,885.42	3,129.22
营业税金及附加	407.13	287.20	406.45	371.00	389.92	411.74
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
营业利润	6,451.08	2,575.06	5,014.69	4,228.91	4,522.53	4,693.21
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
利润总额	6,492.07	2,565.29	5,036.52	4,251.12	4,545.06	4,715.99
所得税	1,429.65	454.95	1,111.11	850.22	909.01	943.20
所得税率	22.02%	17.73%	22.06%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	5,062.42	2,110.34	3,925.41	3,400.89	3,636.05	3,772.79
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	3,173.54	3,374.59	3,472.12
Per share data						
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	0.89	0.94	0.97
EPS(Diluted)	1.57	0.63	1.04	0.89	0.94	0.97
BVPS	2.35	2.45	6.31	6.84	7.47	8.10
BVPS(Diluted)	2.35	2.45	6.31	6.84	7.47	8.10

来源：国金证券研究所

图表20：招商证券财务数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
每股数据								盈利能力							
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	0.89	0.94	代理买卖手续费率	0.10%	0.13%	0.15%	0.12%	0.11%	0.10%	0.10%
BVPS	0.73	1.29	2.35	2.45	6.31	6.84	7.47	营业费率	77.55%	35.70%	31.29%	41.81%	37.56%	38.00%	37.00%
资产增长率								成本结构							
总资产增长率	na	145.47%	312.00%	-41.47%	102.58%	15.15%	14.97%	人员薪酬费率	23.04%	16.91%	19.55%	22.99%	20.66%	20.90%	20.35%
生息资产增长率	na	213.36%	348.12%	-53.83%	102.25%	19.21%	18.85%	ROE	1.92%	30.04%	66.83%	26.71%	17.36%	13.89%	13.59%
投资性资产增长率	na	9.11%	58.53%	82.58%	241.95%	1.44%	1.42%	ROA	0.42%	6.34%	6.22%	4.43%	4.07%	3.06%	2.85%
非生息资产增长率	na	78.75%	303.35%	-65.50%	-99.87%	-100.00%	#DIV/0!	ROAE	1.92%	42.22%	86.23%	27.27%	25.73%	14.44%	14.19%
负债增长率								收入结构							
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%	56.92%	54.88%
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%	7.26%	8.91%
业务收入增长率								总资产结构							
手续费净收入增长率	na	281.98%	481.20%	-42.97%	55.97%	-11.88%	1.34%	承销收入	9.51%	3.26%	1.79%	2.72%	5.94%	5.52%	5.60%
机构销售收入增长率	na	146.43%	315.94%	24.18%	32.95%	22.67%	20.00%	投资收益	30.32%	41.91%	32.75%	12.36%	12.65%	14.79%	14.27%
金融产品销售收入增长率	na	na	na	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	资产管理收入	3.41%	10.88%	7.26%	15.34%	18.00%	8.60%	9.10%
咨询服务收入增长率	na	na	377.78%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	其他业务收入	3.41%	2.09%	0.99%	2.88%	5.37%	6.91%	7.23%
租赁收入增长率	na	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	资本结构							
利息净收入增长率	na	803.92%	232.23%	-38.73%	51.63%	72.12%	28.95%	业务及管理费	93.66%	87.83%	88.05%	87.78%	88.95%	88.36%	88.08%
投资收益增长率	na	na	181.86%	-16.95%	-59.06%	18.24%	1.53%	员工薪酬	27.83%	41.60%	55.00%	48.28%	48.92%	48.60%	48.44%
总承销收入增长率	na	76.83%	124.20%	-25.29%	174.14%	11.53%	6.67%	资产减值准备	0.07%	1.10%	0.51%	-0.08%	-0.05%	0.00%	0.00%
资产管理收入增长率	na	1546.12%	170.96%	-84.30%	0.57%	10.00%	10.00%	营业税金及附加	6.15%	11.01%	11.45%	12.26%	11.09%	11.63%	11.90%
收益增长率								非客户资产结构							
营业收入增长率	na	416.16%	307.38%	-50.87%	76.53%	-14.52%	5.10%	存款及备付金	43.05%	32.58%	29.58%	24.62%	21.92%	28.55%	30.98%
业务及管理费增长率	na	137.64%	257.04%	-34.36%	58.59%	-13.51%	2.33%	投资性资产	37.08%	38.07%	26.09%	32.98%	55.34%	52.04%	49.58%
营业支出增长率	na	153.40%	256.17%	-34.16%	56.50%	-12.94%	2.66%	长期投资	2.96%	2.82%	4.77%	0.91%	12.47%	0.57%	0.57%
净利润增长率	na	3597.64%	304.46%	-60.08%	84.48%	-14.87%	6.34%	固定投资	5.80%	4.69%	3.23%	2.67%	2.52%	1.33%	1.33%
每股收益增长率	na	2650.41%	304.46%	-60.08%	66.17%	-14.87%	6.34%								
经营效率															
营业部数量	31	52	69	79											
部均交易额	8,088	16,143	58,537	36,564											
部均手续费收入	8.31	21.77	89.80	45.39											

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	2
买入	0	1	1	1	2
持有	0	0	1	2	14
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.33	2.50	2.63

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
2 2010-04-20	持有	26.03	25.00 ~ 30.00

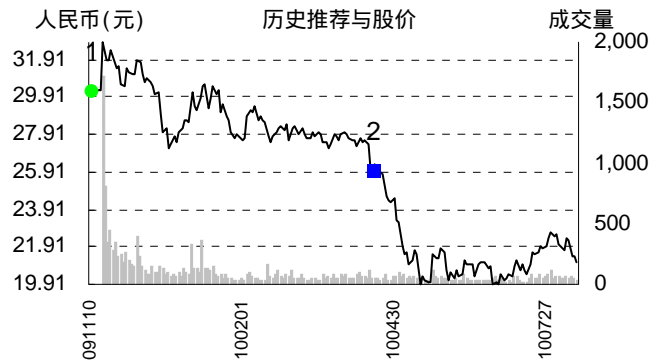
来源：国金证券研究所

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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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