

投行爆发式增长，自营出现亏损

——招商证券（600999）2010年中报点评——

中性（维持）

内容摘要：

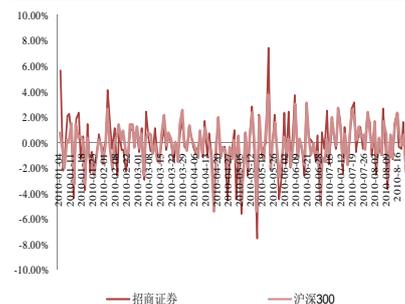
- **上半年营收降 15.87%，净利润增 0.61%。**公司发布 2010 年半年度报告，上半年实现营业收入 27.67 亿元，同比下降 15.87%；归属于上市公司股东的净利润为 13.69 亿元，同比增长 0.61%；基本每股收益 0.38 元；归属于上市公司股东的每股净资产 6.64 元，比期初增加 5.29%；加权平均净资产收益率 5.90%，比上年同期减少 9.92 个百分点。
- **经纪下滑符合预期，投行业务大幅增长。**上半年经纪业务净收入 16.22 亿元，同比下降 23.50%；承销业务净收入 6.93 亿元，同比增长 12.41 倍；保荐业务净收入 5547 万元，同比增长 26.72 倍；自营业务（含公允价值变动收益、剔除对联营合营企业的投资收益）亏损 1.34 亿元，去年同期为 2.07 亿元；资产管理业务净收入 2855 万元，同比增长 28.55%；利息净收入 2.39 亿元，同比增长 2.73 倍；其他综合收益-1.69 亿元，去年同期为 4299.91 万元；综合收益 12.00 亿元，同比下降 14.22%。
- **上半年经纪业务营收贡献 55.22%，佣金半年下滑 18.42%。**上半年招商证券股票、债券、基金及权证四项合计交易额 2.10 万亿元，其中股票交易额 1.82 万亿元，股票交易市场占有率 4.036%，比 2009 年全年市场占有率下降 0.014 个百分点。Wind 统计的 102 家券商中，公司上半年市场占有率行业排名第 6，在 13 家上市券商中排名第 5。上半年公司平均净佣金 0.0773%，比 2009 年平均水平下降 18.42%。招商证券佣金水平处于行业低端，随着行业竞争的加剧，其经纪业务面临的价格压力相对较弱。
- **自营亏损 1.34 亿元，投资规模无明显调整，以债权投资为主。**期末两项金融资产合计 188.84 亿元，比期初减少 2.53%。其中，交易性金融资产 155.67 亿元，占总投资规模比例为 82.43%。配置上以债券为主，上半年公司债权型、股票等权益型资产配置比例分别为 85.11%和 14.80%。
- **承销及保荐业务营收贡献 27.25%，业务及管理费用同比下降 23.74%，管理费用率 36.94%。**上半年，招商证券募资金额/发行规模合计 221.98 亿元，承销项目 28 个。其中，首发 15 个，增发 1 个，债券发行 12 个。截至 2010 年 8 月 23 日，招商证券承销与保荐金额及家数均分别位于行业第 11 和第 3，在上市券商中分别排名为第 4 和第 2。上半年公司业务及管理费用 10.22 亿元，同比下降 23.74%；业务及管理费用率 36.94%，同比下降 3.81 个百分点，比去年全年降低 0.62 个百分点。上半年费用控制情况较好。
- **上半年公司利润主要来源于经纪与投行业务。投行大幅提升、自营亏损及费用控制较好是上半年经营的三大特征。**自两融业务及股指期货推出后，影响 A 股市场的因素更加复杂，下半年公司经纪业务是否维持、自营业务能否扭亏为盈存在较大变数，创新业务目前对公司业绩贡献非常有限。招商证券目前在券商板块中估值不占优，维持“中性”评级。

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 指数运行趋势 (2010 年初至今)

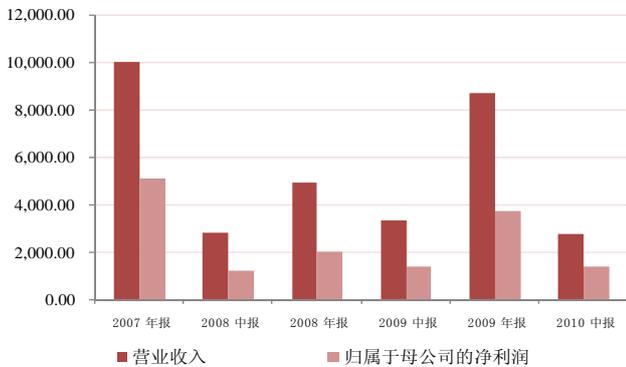


资料来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

上市券商及行业指数 alpha-beta

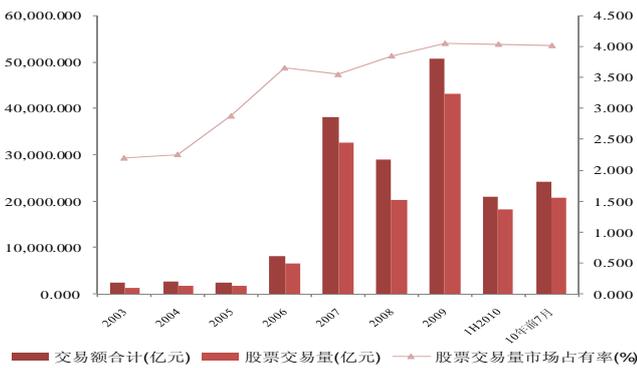
证券代码	证券公司	Alpha (%)	beta
600369	西南证券	8.03	1.13
000562	宏源证券	4.08	1.60
600999	招商证券	-2.85	1.08
601099	太平洋	-7.76	1.36
000686	东北证券	-11.41	1.44
000783	长江证券	-12.14	1.42
601788	光大证券	-16.28	1.34
600109	国金证券	-17.24	1.39
000728	国元证券	-17.86	1.39
600030	中信证券	-21.88	1.28
600837	海通证券	-25.40	1.35
601688	华泰证券	-29.00	1.48
000776	广发证券	-42.31	1.56
	证券行业	-17.03	1.34

图 1: 招商证券历年营业收入及归属于母公司净利润变化趋势 (2007Y-1H2010)



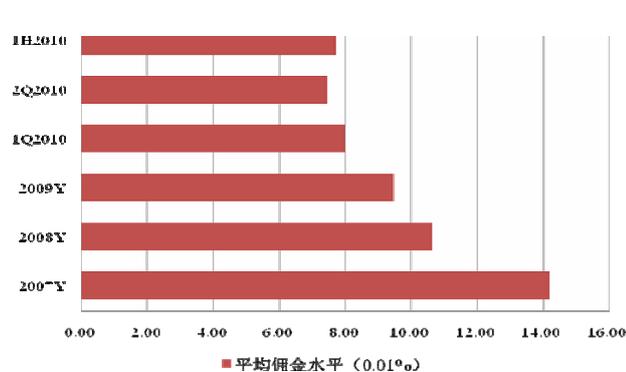
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 3: 上半年经纪业务市场占有率基本持平 (2003Y-1H2010)



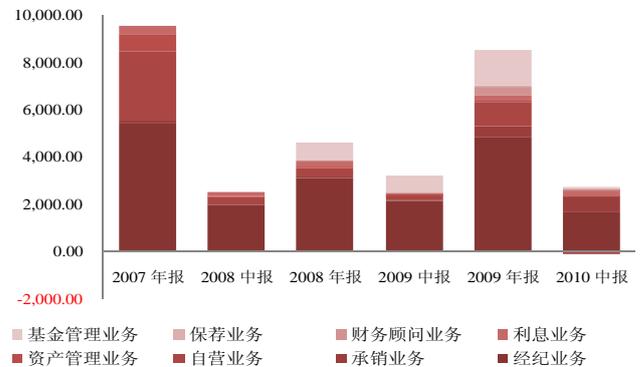
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 5: 招商证券平均净佣金水平低于万分之八 (1H2010)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 2: 招商证券上半年以经纪与投行为主, 二者营收贡献分别为 55.22% 和 27.25% (1H2010)



资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 4: 上半年经纪业务成交额及市场占有率在上市券商中排名第 5 位 (1H2010)



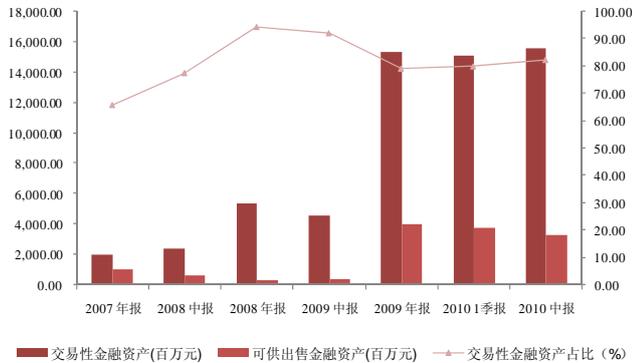
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

备注: 中信系 1——含中信建投; 中信系 2——不含中信建投

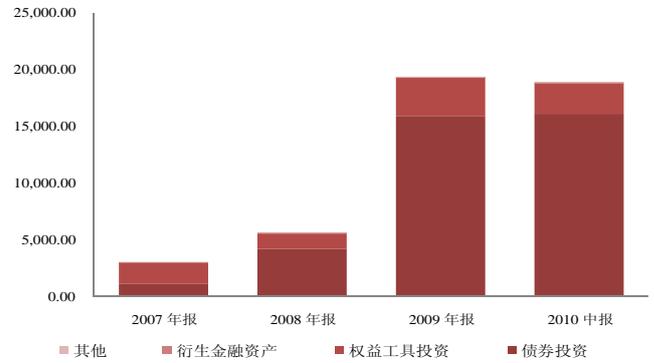
图 6: 招商证券投行业绩同比增长 12.41 倍, 在上市券商中承销保荐金额和家数排名分别为第 4 和第 2. (1H2010)



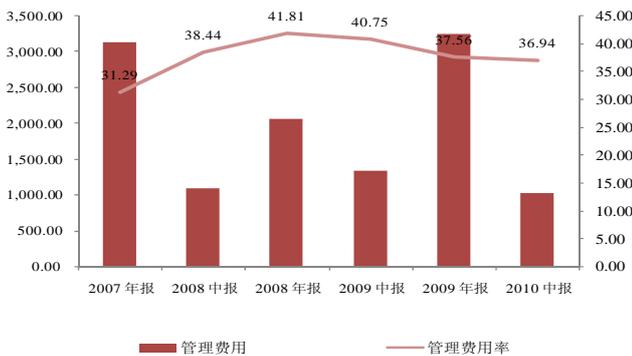
资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 7: 自营持仓规模比期初减少 2.53%，交易性金融资产比期初增加 1.43% (2007Y-1H2010)


资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 8: 自营投资风格相对谨慎, 以债券投资为主, 上半年增仓债券投资 (2007Y-1H2010)


资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

图 9: 业务及管理费用同比下降 23.74%，管理费用率 36.94%。(1H2010)


资料来源: WIND 资讯, 西南证券研发中心

表 1: 券商板块盈利预测与估值情况表

证券代码	证券名称	每股收益		最近一期末每股净资产	8 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	4.49	17.16	46.38	21.72	3.82	中性
000686.SZ	东北证券	0.71	1.43	4.67	23.13	32.58	16.17	4.95	中性
000728.SZ	国元证券	0.36	0.69	6.83	12.86	35.72	18.64	1.88	增持
000776.SZ	广发证券	1.26	1.87	6.46	30.49	24.20	16.30	4.72	中性
000783.SZ	长江证券	0.42	0.80	4.04	11.74	27.95	14.68	2.91	中性
600030.SH	中信证券	0.73	0.90	6.03	12.22	16.74	13.58	2.03	中性
600109.SH	国金证券	0.76	0.52	2.69	15.16	19.95	29.15	5.64	中性
600837.SH	海通证券	0.4	0.55	5.24	9.91	24.78	18.02	1.89	增持
600999.SH	招商证券	0.63	1.14	6.64	21.42	34.00	18.79	3.23	中性
601099.SH	太平洋	-0.43	0.27	1.21	12.47	—	46.19	10.31	无评级
601688.SH	华泰证券	0.28	0.82	5.47	13.99	49.96	17.06	2.56	中性
601788.SH	光大证券	0.47	0.92	6.28	15.76	33.53	17.13	2.51	中性

资料来源: 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 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>