

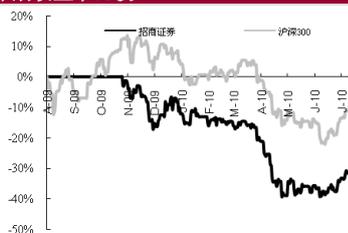


证券行业  
Securities

2010年8月26日

市场数据	2010年8月24日
当前价格(元)	21.42
52周价格区间(元)	20-35.7
总市值(百万)	76801
流通市值(百万)	7680
总股本(万股)	358546
流通股(万股)	35855
日均成交额(百万)	103
近一月换手(%)	33.85
Beta(2年)	
第一大股东	深圳市集盛投资发展有限公司
公司网址	www.newone.com.cn

#### 一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
华泰证券	-2.2	0.3	
沪深300	3.7	2.9	-10.3

#### 相关报告

《传统业务受挑战,关注大型优质券商-证券行业2010年下半年投资策略》, 2010.7

沈彤 曾强(协助)

+86 755 21515556

shentong@jyzq.cn

zengqiang@jyzq.cn

执业证书编号:

沈彤: S0370207120048

曾强: S0370108080492

## 招商证券(600999)中报点评

—自营拖累中期业绩

评级: 中性

赢利预测	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4917	8680	5386	5925
主营收入增长率%	-51	77	-38	10
净利润(百万元)	2021	3728	2771	3048
净利润增长率%	-60	84	-26	10
每股收益(元)	0.56	1.04	0.77	0.85
每股净资产(元)	2.27	6.31	6.82	7.37
PE	38.01	20.60	27.72	25.20
PB	9.44	3.40	3.14	2.91

资料来源: 金元证券研究所

- 招商证券公布2010年上半年财务报告:

图表1 主要财务数据

	合并报表(亿)	增长率
总资产	887.06	-8.09%
客户资金	560.88	-8.79%
归属于母公司的净资产	238.02	5.29%
营业收入	27.67	-15.87%
归属于母公司的净利润	13.69	0.61%
证券经纪业务净收入	16.22	-22.96%
证券承销业务净收入	6.93	1241.47%
客户资产管理业务净收入	0.29	37.39%
投资收益+公允价值变动损益	0.55	-76.07%

注: 资产类项目增长率以年初数据为基准计算; 损益类项目增长率为同比数。

数据来源: 公司公告, wind, 金元证券研究所

- 经纪业务市场份额稳定。**2010上半年实现经纪业务净收入16.22亿元, 同比下降23%。其中1季度实现经纪业务收入8.59亿元, 2季度实现经纪业务收入7.63亿元, 环比下降11%。从市场份额来看, 2008-2009年分别为3.98%、4.01%; 今年上半年市场份额为4%, 其中1季度、2季度分别为4.01%、3.98%。与前两年差异不大。佣金率仍呈现下降趋势, 但幅度收窄。2009年经纪业务收入/总交易量比例为0.0947%; 2010年1季度为0.0798%; 2季度为0.0746%, 环比下降6.5%。预计下半年佣金率的下降速度将放缓, 经纪业务整体业绩基本符合预期。

- **投行业务表现突出。**今年上半年承销净收入 6.93 亿元，较 2009 年上涨 12 倍，其中 1 季度、2 季度分别为 3.86 亿元，3.07 亿元。根据 wind 数据，上半年公司主承销 28 个项目，其中首发 15 个，增发 1 个，债券发行 12 个，总项目数比去年上半年多 9 个。今年上半年融资规模 222 亿，相较去年增长 142%。占券商整体承销规模的 3.64%，较 2009 年上半年的 2.32%，增长 57%，市场地位在上升。其中作为利润贡献能力最为突出的首发项目，2010 年 1 季度项目数 10 个，承销保荐费用 4.11 亿元，2 季度 5 个，承销保荐费用 2.70 亿元。
- **自营表现低于预期。**2010 年上半年投资收益 0.33 亿，公允价值变动损益 0.22 亿，其中对联营企业、合营企业的投资收益 1.89 亿元，综合来看，企业上半年直接的证券投资亏损（含浮亏）1.34 亿元。造成亏损结果的主要原因是上半年金融资产处置损失达 3.66 亿元，其中交易性和可供出售金融资产分别为 0.87 亿元、2.81 亿元。从报表数据来看，6 月底交易性金融资产 156 亿元，可供出售金融资产 33 亿元，两项合计占总资产的比重达 21.3%。其中权益投资归属于交易性的为 21 亿元，归属于可供出售的为 14 亿元。在 2 季度急剧下挫的行情下，权益类资产持有较多是自营不够理想的主要原因之一。招商证券在 2008 年熊市和 2009 年牛市中自营业务收入占比一直较稳定，约为 12%-13%，上半年此比例大幅下降。公司上半年投资业绩低于预期，但由于 7 月份的行情在上涨，预期业绩已有一定程度的恢复。
- **联营公司业绩增长存在阻力。**2010 年上半年博时基金和招商基金分别为合并报表贡献收入 1.6 亿元，0.28 亿元。公司于去年下半年出售博时基金的股权，对博时基金的股权关系由控股转向联营。2009 年全年，博时基金实现收入 18.94 亿元，净利润 8.59 亿元，今年上半年上半年收入 8.4 亿元，净利润 3.28 亿元，收入、利润均不足去年全年的一半，今年的业绩增长预计不会太显著。另一联营企业招商基金上半年收入 2.6 亿元，净利润 0.85 亿元。相较去年全年的 5.06 亿元，1.41 亿元，预计全年业绩有所增长，但幅度不会太大。从整体来看，两家主要联营公司要实现大幅增长存在阻力。
- **投资建议：**根据已有信息，预计 2010 年全年实现营业收入 53.86 亿元，归属母公司的净利润 27.71 亿元。2010-2011 年 EPS 分别为 0.56 元、0.85 元；根据相对估值法，对应现股价的 PE 分别为 27.7 倍、25.2 倍；PB 分别为 3.1 倍、2.9 倍，估值不具有显著优势，下调评级至中性。
- **风险因素：**如市场出现未预料的重大变化，可能给公司业绩带来影响。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed .