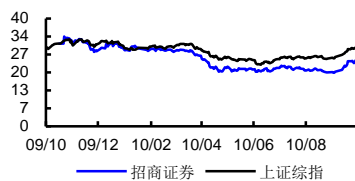


动态报告
金融
非银行金融
招商证券(600999)
中性
招商证券三季报点评

(维持评级)

2010年10月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	25.63
总股本/流通A股(百万股)	3,585.5/358.5
流通B股/H股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	91,895.4/9,189.5
上证综指/深圳成指	3,041.54/13,729.96
12个月最高/最低(元)	33.61/20.06

财务数据

净资产值(百万元)	23,801.75
每股净资产(元)	6.64
市净率	3.86
资产负债率	73.17%
息率	1.95%

相关研究报告:

《招商证券-600999-中报点评:盈利增长源于投行业务和成本控制》——2010-8-24

《招商证券年报、一季报点评:一季度佣金率同比下降18.02%》——2010-4-20

《招商证券:经纪与投行增长显著》——2010-1-7

分析师: 邵子钦

电话: 0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040001

分析师: 田良

电话: 0755-82130513-1326

E-mail: tianliang@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040008

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

经纪和自营拖累净利下滑

●净利润同比下降16.15%，符合预期。

公司2010年1-9月公司实现净利润20.53亿元,同比下降16.15%。1-9月公司四大业务营业收入合计同比减少7.58亿元,其中经纪业务减少12.19亿元;自营收益减少0.74亿元;投行收入增加5.20亿元,资管收入增加0.15亿元。

●经纪:佣金率同比降20%，经纪收入下降34%。

1-9月经纪业务平均净佣金率为0.081%,较去年同期的0.101%下降了20%,3季度佣金率为0.075%,环比下降加速。1-9月公司股权经纪份额4.01%,较去年同期下降了0.06个百分点。

●自营:3季度实现收入3.08亿元

伴随市场上涨,3季度实现自营收入3.08亿元,扭转了上半年自营亏损的局面,1-9月自营收入1.74亿元,同比减少0.74亿元。9月末交易性金融资产规模达到184亿元。

●投行:保持中小项目承销优势

公司发行的项目多以中小板及创业板为主,前三季度公司在中小板和创业板IPO承销的市场份额达到7.14%,仅次于平安、国信,保持了第三名的排位。

●预计2010年净利润28.41亿元

预计2010年招商证券净利润28.41亿元,对应EPS0.79元,年末净资产规模238亿元,对应BVPS6.64元,预计2011年公司净利润为30.54亿元,对应EPS为0.85元,年末净资产规模为271亿元,对应BVPS为7.55元。

●维持“中性”评级

2011年公司动态PE29.00倍,高于行业平均的27.61倍,2011年PB为3.27倍,高于行业平均的3.23倍。在目前行业转型期且佣金价格战远未结束的大背景下,需警惕市场由强转弱带来的估值理性回归,维持“中性”评级。

财务摘要及估值

百万元	净资产	营业收入	净利润	EPS(元)	BVPS(元)	PE(倍)	PB(倍)
2008	7,902	4,917	2,021	0.63	2.45	39.44	10.09
2009	22,606	8,680	3,728	1.04	6.30	23.76	3.92
2010E	23,825	6,045	2,841	0.79	6.64	31.17	3.72
2011E	27,062	6,495	3,054	0.85	7.55	29.00	3.27

净利润同比下降 16.15%，符合预期。

公司 2010 年 1-9 月公司实现净利润 20.53 亿元，同比下降 16.15%，全面摊薄每股收益 0.57 元，截至 9 月末公司净资产 229.48 亿元，每股净资产 6.40 元，全面摊薄 ROE 为 8.82%，其中 3 季度实现盈利 6.84 亿元。

经纪、自营拖累业绩。1-9 月公司四大业务营业收入合计同比减少 7.58 亿元，其中经纪业务减少 12.19 亿元；自营收益减少 0.74 亿元；投行收入增加 5.20 亿元，资管收入增加 0.15 亿元。

表 1: 招商证券财务摘要

百万元	2010 年 9 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	较期初
总资产	80,359	96,512	-16.74%
净资产	22,948	22,606	1.51%
股本	3,585	3,585	-
BVPS	6.40	6.30	1.51%
	2010 年 1-9 月	2009 年 1-9 月	同比
营业收入	4,175	5,813	-28.17%
管理费用	1,545	2,236	-30.90%
净利润	2,053	2,449	-16.15%
EPS	0.57	0.68	-16.15%
ROE	8.82%	26.79%	下降 17.97 个百分点

资料来源：公司财报

表 2: 业务线收入比较

百万元	营业收入		收入结构		收入同比增 长额
	2010 年 1-9 月	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	2009 年 1-9 月	
经纪业务	2,383	3,602	68%	84%	-1,219
投行业务	904	384	26%	9%	520
自营业务	174	248	5%	6%	-74
资管业务	44	29	1%	1%	15
合计	3,506	4,263	100%	100%	-758

资料来源：公司财报

表 3: 盈利驱动因素比较

亿元	经纪业务				投行业务			自营业务	
	股基权交易额	份额%	净佣金	净佣金率	股票主承销额	承销收入	自营收益	交易性金融资产规模	可供出售金融资产规模
20091-9	35,590	4.07	36.02	0.101%	32	2.46	2.48	N/A	N/A
2009Y	48,908	4.10	47.93	0.098%	69	5.15	9.83	153	40
20101Q	10,085	4.09	8.59	0.085%	72	3.86	0.73	151	38

20102Q	9,326	4.06	7.63	0.082%	83	3.07	-2.07	156	33
20103Q	10,118	3.89	7.61	0.075%	7	0.82	3.08	184	37
20101-6	19,411	4.08	16.22	0.084%	155	6.93	-1.34	156	33
20101-9	29,529	4.01	23.83	0.081%	163	7.75	1.74	184	37

资料来源：国信证券经济研究所

经纪：佣金率同比降 20%，经纪收入下降 34%。

1-9 月公司实现经纪佣金净收入 23.83 亿元，同比下降 34%。

3 季度佣金率环比下降 8.18%。1-9 月经纪业务平均净佣金率为 0.081%，较去年同期的 0.101% 下降了 20%，3 季度佣金率为 0.075%，环比下降幅度为 8.18%，降速快于 2 季度（2 季度环比下降 3.89%）。

市场份额季度环比下降值得关注。1-9 月公司股基权经纪份额 4.01%，较去年同期下降了 0.06 个百分点。其中，3 季度市场份额 3.89%，低于 2 季度的 4.06% 和 1 季度的 4.09%，份额变化趋势值得关注。

自营：3 季度实现收入 3.08 亿元

伴随市场上涨，3 季度实现自营收入 3.08 亿元，扭转了上半年自营亏损的局面，1-9 月自营收入 1.74 亿元，同比减少 0.74 亿元。9 月末交易性金融资产规模达到 184 亿元。

投行：保持中小项目承销优势

公司发行的项目多以中小板及创业板为主，1-9 月公司完成 18 个股票主承销项目中 17 家为中小板和创业板企业，前三季度公司在中小板和创业板 IPO 承销的市场份额达到 7.14%，仅次于平安、国信，保持了第三名的排位。1-9 月合计主承销股票规模 163 亿元，实现承销收入 7.75 亿元。

表 4：股票主承销概况

亿元	发行家数（家）	发行规模	市场份额	承销净收入
2008 年	5	18	0.70%	1.34
2009 年	8	69	1.92%	5.15
2010 年 1-6 月	16	155	4.67%	6.93
2010 年 1-9 月	18	163	3.03%	7.75

资料来源：wind

资管：投资收益率领先

1-9 月公司实现资产管理收入 0.44 亿元。3 季度发行了两只小规模债券型产品，截至目前 7 只集合理财产品合计规模为 65.46 亿元，市场份额 5.05%，行业排名第 8 位。年初至今，招商股票型、债券型产品投资收益率均排名同类产品前 10%。

表 5: 集合理财规模及业绩

简称	日期	单位净值	今年以来 总回报(%)	今年以来 同类排名	成立以来总 回报(%)	最新规模(亿元)	成立日期	所属概念
招商股票星	2010-10-26	1.181	14.33	4/56	18.10	8.76	2009-11-4	股票型
招商基金宝二期	2010-10-22	0.876	1.13	34/56	-12.43	16.96	2007-8-27	FOF
招商现金牛货币	2010-10-26	1.000	2.25	3/3	39.03	29.70	2006-1-16	货币市场型
招商智远成长	2010-10-26	1.125			12.50	6.02	2010-4-30	股票型
招商智远稳健 1 号	2010-10-26	1.116	11.60	2/26	11.60	1.51	2010-1-13	债券型
招商智远稳健 2 号	2010-10-22	1.007			0.70	1.46	2010-8-11	债券型
招商智远稳健 3 号	2010-10-22	1.002			0.20	1.05	2010-9-27	债券型

资料来源: 国信证券经济研究所

维持“中性”投资评级

市场假设:

- ✓ 22010 年上证综指均值 3000 点, 2011 年上证综指均值 3500 点
- ✓ 2010 年年度股票换手率 302%, 2011 年年度股票换手率 314%
- ✓ 2010 年日均股票成交额 2200 亿元, 2011 年日均股票成交额 3000 亿元

表 6: 市场假设

单位: 亿元	2008	2009	2010E	2011E
指数点位	1,821	3,277	3,000	3,500
年度换手率	376%	547%	302%	314%
日均换手率	1.55%	2.25%	1.24%	1.29%
市场股票融资额	2,962	5,149	7,500	6,000
流通比例	37%	65%	89%	95%
总市值	121,366	243,939	230,493	275,408
流通市值	45,214	151,259	205,899	262,801
日均股票交易额	1,071	2,194	2,200	3,000

资料来源: 国信证券经济研究所

公司假设:

2010 年业绩预测基于以下假设:

- ✓ 经纪业务: 市场份额 2010 年 3.90%, 2011 年 3.90%。
- ✓ 经纪业务: 净佣金率 2010 年 0.075%, 2011 年 0.064%。
- ✓ 投行业务: 股票承销份额 2010 年 3.35%, 2011 年 3.69%。
- ✓ 自营业务: 自营收益 2010 年收入 4.74 亿元, 2011 年 3.00 亿元。

预计 2010 年净利润 28.41 亿元。预计 2010 年招商证券净利润 28.41 亿元, 对应 EPS0.79 元, 年末净资产规模 238 亿元, 对应 BVPS6.64 元, 预计 2011 年公司净利润为 30.54 亿元, 对应 EPS 为 0.85 元, 年末净资产规模为 271 亿元,

对应 BVPS 为 7.55 元。

维持“中性”评级。2011 年公司动态 PE29.00 倍，高于行业平均的 27.61 倍，2011 年 PB 为 3.27 倍，高于行业平均的 3.23 倍。在目前行业转型期且佣金价格战远未结束的大背景下，需警惕市场由强转弱带来的估值理性回归，维持“中性”评级。

表 7: 招商证券盈利预测

	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
利润表摘要 (人民币百万元)				年增长率 (%)			
手续费及佣金净收入	7,326	4,686	5,209	手续费及佣金净收入	79%	-36%	11%
代买卖证券业务	4,793	3,515	4,075	代买卖证券业务	56%	-27%	16%
证券承销业务	515	938	850	证券承销业务	285%	82%	-9%
客户资产管理业务	46	60	89	客户资产管理业务	-25%	30%	50%
基金管理费收入	1,516	11	14	投资收益	-40%	-24%	-20%
利息净收入	247	500	580	营业收入	77%	-30%	7%
投资收益	993	754	600	净利润	86%	-24%	8%
公允价值变动损益	105	100	100	总资产	103%	21%	22%
营业收入合计	8,680	6,045	6,495	净资产	178%	5%	14%
业务及管理费	3,260	2,157	2,318	每股盈利及估值指标 (人民币元)			
营业支出合计	3,665	2,439	2,621	EPS	1.04	0.79	0.85
归属母公司所有者净利润	3,728	2,841	3,054	BVPS	6.30	6.64	7.55
资产负债表摘要 (人民币百万元)				PE	23.76	31.17	29.00
结算备付金	4,663	6,968	8,509	PB	3.92	3.72	3.27
交易性金融资产	15,347	9,000	10,000	每股股息	0.5	-	-
可供出售金融资产	4,027	6,000	6,600	股息支付率	48%	0%	0%
持有至到期投资	-	-	-	盈利能力 (%)			
资产总计	96,512	116,744	142,565	ROE	16.49%	11.92%	11.29%
负债合计	73,897	92,909	115,492	ROA	4.07%	2.56%	2.26%
股本	3,585	3,585	3,585	业务状况 (%)			
归属母公司所有者权益	22,606	23,825	27,062	经纪业务市场份额	4.10%	3.90%	3.90%
所有者权益合计	22,616	23,835	27,073	经纪业务佣金率	0.098%	0.075%	0.064%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 8: 证券行业 PE、PB

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
中信	谨慎推荐	1.35	0.42	0.49	11.98	38.66	33.37	9.29	7.81	8.30	1.75	2.08	1.96
海通	中性	0.55	0.47	0.52	22.83	26.77	24.23	5.28	5.50	6.03	2.39	2.29	2.09
华泰	中性	0.79	0.61	0.68	23.05	29.93	26.74	2.89	5.94	6.67	6.29	3.06	2.72
广发	谨慎推荐	2.35	1.45	1.52	23.31	37.59	35.99	8.19	7.90	12.99	6.68	6.92	4.21
光大	中性	0.83	0.57	0.69	21.67	31.49	25.96	6.57	6.65	7.46	2.73	2.69	2.40
招商	中性	1.04	0.79	0.85	23.76	31.17	29.00	6.30	6.64	7.55	3.92	3.72	3.27
宏源	中性	0.79	0.99	1.11	28.17	22.53	20.07	4.48	5.05	6.15	4.96	4.40	3.61

东北	中性	1.43	0.91	1.08	19.83	31.23	26.12	4.78	5.54	6.62	5.92	5.11	4.28
国元	中性	0.53	0.46	0.54	28.20	32.44	27.41	7.70	7.67	8.21	1.93	1.94	1.81
长江	中性	0.63	0.69	0.79	24.61	22.61	19.61	4.20	4.53	5.33	3.70	3.43	2.92
国金	中性	0.52	0.50	0.61	37.13	38.53	31.62	2.59	3.12	3.73	7.40	6.15	5.15
兴业	中性	0.60	0.37	0.45	34.03	54.79	45.18	2.61	3.81	4.31	7.77	5.32	4.71
成大	谨慎推荐	1.51	1.33	1.54	24.52	27.86	24.00	7.07	9.07	10.61	5.23	4.08	3.49
教东	谨慎推荐	2.52	2.07	2.41	16.59	20.17	17.33	10.62	13.58	15.99	3.94	3.08	2.61
平均	中性	-	-	-	24.26	31.84	27.61	-	-	-	4.61	3.88	3.23

注：中信证券 EPS 指不考虑中信建投 53%股权、华夏基金 49%股权 2010 年业绩贡献且不考虑股权出售一次性收益，BVPS 指以 85.86 亿元出售中信建投 53%股权、以 5.49%倍 P/AUM 出售华夏基金 49%股权后；假设广发证券 2011 年以 27.41 元/股价格发行 6 亿股。

资料来源：国信证券经济研究所

表 9：2011 年不同佣金率及日均成交量下的 EPS (元)

日均股票成交 佣金率较 2010 年降幅	2200	2500	3000	3500	4000
0%	0.77	0.84	0.96	1.09	1.21
10%	0.71	0.78	0.89	1.00	1.11
15%	0.68	0.75	0.85	0.96	1.06
20%	0.66	0.72	0.81	0.91	1.01

资料来源：国信证券经济研究所

表 10：2011 年不同佣金率及日均成交量下的 PE (倍)

日均股票成交 佣金率较 2010 年降幅	2200	2500	3000	3500	4000
0%	32.28	29.42	25.64	22.72	20.40
10%	34.76	31.77	27.78	24.69	22.21
15%	36.14	33.08	29.00	25.81	23.25
20%	37.64	34.52	30.32	27.03	24.39

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
				岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	陈健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn