

谢佩洁

执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

经纪业务拖累前三季度业绩

——招商证券（600999）季报点评

研究报告-公司点评

增持（调高）

发布日期: 2010年10月28日

报告关键要素:

公司前三季度盈利同比有所下滑, 展望第4季度, 业绩有望超预期, 我们调高其评级至“增持”。

事件:

- 招商证券公布2010年三季报。2010年1-9月, 公司实现营业收入41.75亿元, 较之去年同期下滑28.18%; 归属于上市公司股东的净利润20.53亿元, 较之去年同期下滑16.17%, 每股收益0.57元。

点评:

- **前三季度盈利同比下滑。**前三季度, 公司营业收入和净利润分别同比下滑28.18%、16.17%, 主要原因是经纪业务收入的大幅下滑及博时基金不再并表。考虑到博时基金不并表对业绩的影响, 据粗略测算, 扣除该部分影响后, 公司营业收入同比下滑6.99%; 第三季度, 公司营业收入和净利润环比增长20.86%、16.33%。从收入结构来看, 前三季度, 经纪业务仍是公司最主要的收入来源, 营业收入占比57.08%; 其次是投资银行业务, 营业收入占比21.65%; 最后是证券自营和资产管理业务, 营业收入占比4.17和1.05%。
- **经纪业务: 市场份额和佣金率双重下滑。**1-9月, 公司经纪业务实现净收入23.83亿元, 较之去年同期减少33.84%, 主要是交易额和佣金率的双重下滑所致, 其中佣金率水平较之去年同期大幅下滑25.27%, 股基交易额同比下滑11.45%。以股基交易额为衡量标准, 截至9月底, 公司实现经纪业务市场份额3.98%, 分别较之2010年上半年及09年底小幅下滑1.97%和2.45%; 佣金率在第三季度出现了进一步下滑的态势, 截至9月底, 公司平均佣金率0.0846%, 较之6月底进一步下滑3.20%, 公司的佣金率水平在业内已处于较低水平, 未来进一步下滑的空间有限。
- **自营投资收益扭转亏损局面。**1-9月, 公司自营业务实现净收入1.74亿元, 较之去年同期增加5.45%; 伴随着第三季度A股市场有所回暖, 公司自营业务扭转了上半年亏损的局面。
- **投行业务大幅增长:**1-9月, 公司投行业务实现净收入(含证券承销、财务顾问、保荐收入)9.04亿元, 较之去年同期大幅增长137.89%。报告期内, 公司共完成17家IPO(均为中小板和创业板项目)、1家再融资及6家债券的主承销项目, 股票承销金额172.70亿元、市场份额2.6%、行业排名第11, 债券承销金额100亿元、市场份额2.12%; 而去年同期公司仅担任4家IPO、8家债券的主承销项目, 其中IPO承销金额37.27亿元。
- **资产管理业务平稳发展。**1-9月, 公司资产管理业务实现净收入0.44亿元, 较之去年同期增长51.81%; 第三季度公司新发行了1只集合理财产品——“招商智远稳健2号”, 募集资金1.45亿元。截至目前, 公司已发行的集合理财产品共有7只, 资产规模63.18亿元, 市场份额5.84%, 排名第5。
- **投资建议。**10月份以来, 市场环境有所好转, 成交量持续放大, 我们预计2010年全年日均成交额将超过此前预期, 由此将使得公司经纪业务收入和自营投资收益好于我们此前预期。基于对四季度市场行情和公司业绩可能超预期的判断, 我们调高其评级至“增持”。
- **风险提示:** 证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

招商证券前三季度主要经营指标

	主要业务收入占比 (%)			单季度情况 (亿元)		
	2009年	2010年中期	2010年前三季	1季度	2季度	3季度
营业收入 (亿元)	86.80	27.67	41.75	16.02	11.65	14.08
证券经纪业务	55.22%	58.62%	57.08%	8.59	7.63	7.61
投资银行业务	10.68%	28.77%	21.65%	4.37	3.59	1.11
证券自营业务	11.32%	亏损	4.17%	0.73	-2.07	3.08
资产管理业务	0.53%	1.05%	1.05%	0.10	0.19	0.15
净利润 (归属母公司)	37.28	13.69	20.53	7.81	5.88	6.84
每股收益 (元)	1.14	0.38	0.57	0.22	0.16	0.19

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

市场数据 (截至2010年10月28日)

收盘价 (元)	24.34
一年内最高/最低 (元)	34.88/19.54
上证指数	2992.58
市净率 (倍)	3.67
流通市值 (亿元)	87.27

基础数据 (2010年9月30日)

每股净资产 (元)	6.40
每股经营现金流 (元)	-4.65
净资产收益率 (扣除摊薄, %)	8.79
资产负债率 (%)	71.44
总股本/流通股 (亿股)	35.85/3.59

招商证券相对于沪深300指数走势 (最近一年)



资料来源: wind资讯, 中原证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。