

招商证券 (600999.sh)

综合收益下滑 25%归于投行等收入减少——2012 中报点评

李聪 首席分析师
 电话: 021-68498610
 eMail: licong@gf.com.cn
 执业编号: S0260512080001
潘峰 分析师
 电话: 020-87555888-8668
 eMail: pf2@gf.com.cn
 执业编号: S0260512070005

张黎 分析师
 电话: 0755-88286925
 eMail: gfzhangli@gf.com.cn
 执业编号: S0260512080002

曹恒乾 分析师
 电话: 020-87555888-8419
 eMail: chq@gf.com.cn
 执业编号: S0260511010006

12H1 综合收益下滑 25%归于投行等收入减少。 招商证券发布 2012 年中报, 由于此前已逐月披露经营数据, 因此业绩基本在预期之内。12H1 归属于母公司综合收益、净利润分别为 10.92 亿元、9.49 亿元, 分别同比 -25%、-36%, 每股综合收益、净利润分别为 0.23 元、0.20 元, 综合收益同比下滑 25% 的主因归于投行、经纪业务收入减少, 投行、经纪收入变动分别导致了综合收益 24、22 个百分点的下滑。

投行、经纪收入变动对综合收益负贡献, 自营收入变动正贡献。 1) 投行: 12H1 投行业务收入 3.19 亿元, 同比大幅下滑了 60%, 投行收入变动导致综合收益 24 个百分点下滑, 主营归于市场融资额下降以及公司人员变动。2) 经纪: 12H1 经纪业务收入 9.43 亿元, 同比 -31%, 经纪收入变动导致综合收益 22 个百分点下滑, 主因归于市场交易额下降, 而佣金率下滑趋势已明显趋缓。3) 自营: 12H1 自营业务收入 11.53 亿元(含可供出售类浮盈亏), 同比增长 61%, 自营收入变动贡献综合收益 22 个百分点增长, 主因归于 12H1 股、债双升, 尤其是债券贡献。4) 融资融券: 12H1 融资融券利息收入 1.46 亿元、佣金净收入 0.57 亿元, 合计已占到总收入的 8%, 正逐渐成为公司新的盈利增长点。

小非后续减持压力不大。 12Q2 末前十大流通股东中, 中粮地产 2 季度进行了减持。截至 12Q2 末, 中粮地产仍持有 0.10 亿股招商证券流通股权, 占流通市值比例仅为 0.4%, 后续压力不大。

维持公司“买入”评级。 预计招商证券 2012-13 年每股综合收益为 0.43、0.50 元, 对应 2012-13 年 PE 为 24、20 倍, 12 年期末 PB 为 1.89 倍, 与同业平均 25 倍的 12 年 PE、1.74 倍的 12 年 PB 较为接近, 维持公司“买入”评级, 建议投资者可以在 8 月份限售股密集解禁等风险释放后积极参与证券板块的投资机会。

风险提示: 证券行业 8 月份密集解禁潮。短期来看, 8 月份前后, 19 家上市券商中有 6 家券商的限售股解禁, 是下半年解禁压力最大的月份。近期市场对此关注度较高, 预计短期内仍将会对证券板块表现存在一定压制。

公司评级



当前价格	10.26 元
合理价值	无
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.73	-18.25	-16.11
沪深 300	-2.13	-3.75	-12.53

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	4661/2494
-----------------	-----------

主要股东:

深圳市集盛投资发展有限公司	28.78%
主要股东持股比例	28.78%

流通 A 股比例	53.51%
----------	--------

财务比率

ROE	8.14%
ROA	2.45%
资产负债率	64.17%
资本充足率	
不良贷款率	
成本收入比	
非利息收入占比	
拨备覆盖率	

2011 年报数据

1、业绩：12H1综合收益下滑25%，主要归于投行等收入减少

从12H1证券行业经营环境来看，行业景气度与11H1旗鼓相当。尽管经纪方面，12H1市场日均股票成交金额1489亿元，同比-28%；投行方面，市场股权融资额2172亿元，同比-37%；但自营方面，12H1沪深300上涨4.9%，好于去年同期的-2.7%，12H1中证全债指数上涨3.1%，好于去年同期的1.33%，很大程度上弥补了经纪等收入下滑对业绩的不利影响。

从12H1公司经营数据来看，12H1归属于母公司综合收益、净利润分别为10.92亿元、9.49亿元，分别同比-25%、-36%，每股综合收益、净利润分别为0.23元、0.20元，综合收益同比下滑25%的主要因归于投行、经纪业务收入减少，投行、经纪收入变动分别导致了综合收益24、22个百分点的下滑。

为了将营业收入和综合收益统一到一致口径，我们对各项业务收入进行重构：

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入+基金销售收入

自营收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

新营业支出=营业支出-资产减值

12H1招商证券新营业收入27.45亿元，同比-17%，其中经纪、自营、投行、资管、利息收入分别为9.43、11.53、3.19、0.47、2.67亿元，收入占比分别为34%、42%、12%、2%、10%，同比增速分别为-31%、61%、-60%、-24%、-19%。新营业支出13.98亿元，同比上升4%，其中主要支出项业务及管理费12.74亿元，同比增长9%。

根据对12H1综合收益变动的归因分析，负面影响最大的是投行收入和经纪收入变动，分别导致了综合收益24、22个百分点的下滑；正面影响最大的是自营收入变动，贡献了综合收益22个百分点的正增长。

下面，我们主要分析12H1以及未来影响综合收益变动较大的收入和成本项。

2、收入端：投行、经纪收入变动对综合收益负贡献，自营收入变动正贡献

1) 投行：投行收入变动导致综合收益24个百分点下滑，主要归于市场融资额下降以及公司人员变动

招商证券12H1投行业务收入3.19亿元，同比大幅下滑了60%。一方面归于市场融资额下降以及项目时间进度不均，该影响较为短期；另一方面归于公司投行人员变动，预计影响可能仍将持续一段时间。

2) 经纪：经纪收入变动导致综合收益22个百分点下滑，主因归于市场交易额下降，而佣金率下滑趋势已明显趋缓

招商证券12H1经纪业务收入9.43亿元，同比-31%，主要归于12H1日均股票成交金额1489亿元，同比-28%。除此之外，公司的经纪份额和佣金率均表现出较为积极的势头。12H1公司经纪份额4.15%，同比增长2.3%；股票交易佣金率0.057%，同比仅下滑11.1%，远远好于2011年同比-22.6%的下滑幅度，佣金率下滑趋缓主因归于协会推进的佣金管理以及公司经营改善。

3) 自营：自营收入变动贡献综合收益22个百分点增长，主因归于12H1股、债双升，尤其是债券贡献

招商证券12H1自营业务收入11.53亿元（含可供出售类浮盈亏），同比增长61%，主要归于股、债双升。12H1自营资产总收益率(未年化)高达3.8%，其中主要来自于债券贡献。

截至12H1末，公司自营资产（交易性+可供出售+持有到期+长期股权投资）为333.83亿元，其中权益类（不含长期股权投资）、固定收益类、其他分别为62.64、220.59、50.59亿元，占比分别为19%、66%、16%，固定收益类占比远高于其他，而12H1中证全债指数上涨了3.1%，此项贡献最大。

4) 融资融券：正逐渐成为新的盈利增长点

招商证券母公司12H1融资融券利息收入1.46亿元、佣金净收入0.57亿元，合计已占到总收入的8%，正逐渐成为公司新的盈利增长点。

截至12H1末，公司融资融券余额41.13亿元，市场份额6.74%，远高于其经纪份额4.15%。

3、投资建议：维持“买入”评级

预计招商证券2012-13年每股综合收益为0.43、0.50元，对应2012-13年PE为24、20倍，12年期末PB为1.89倍，与同业平均25倍的12年PE、1.74倍的12年PB较为接近，维持公司“买入”评级，建议投资者可以在8月份证券行业限售股密集解禁等风险释放后积极参与证券板块的投资机会。

表1：证券公司盈利预测与估值表

	每股综合收益 (最新股本口径)			每股净资产 (最新股本口径)			PE (综合收益口径)			PB		
	2011	12E	13E	2011	12E	13E	2011	12E	13E	2011	12E	2013E
中信	(0.0)	0.49	0.55	7.86	7.93	8.30	-2682	22	20	1.40	1.39	1.32
海通	0.19	0.42	0.50	4.70	6.17	6.52	46	21	18	1.89	1.44	1.36
华泰	0.21	0.42	0.50	5.93	6.21	6.58	41	20	17	1.45	1.39	1.31
招商	0.38	0.43	0.50	5.29	5.43	5.81	27	24	20	1.94	1.89	1.77
光大	0.02	0.54	0.69	5.35	7.42	8.07	476	21	16	2.12	1.52	1.40
长江	0.09	0.38	0.42	4.85	5.15	5.34	97	22	20	1.71	1.61	1.56
国元	0.21	0.41	0.44	7.53	7.85	8.16	49	25	23	1.36	1.30	1.25
西南	0.02	0.34	0.39	4.26	4.50	4.77	387	26	23	2.09	1.98	1.86
宏源	0.10	0.62	0.80	3.59	7.43	7.98	164	28	21	4.76	2.30	2.14
太平洋	0.09	0.08	0.09	1.28	1.33	1.40	62	70	67	4.63	4.44	4.24
东北	-0.26	0.27	0.39	3.15	7.53	7.92	-61	57	40	4.92	2.06	1.96
国金	0.22	0.37	0.43	3.24	3.52	3.95	50	30	26	3.44	3.17	2.82
兴业	0.16	0.38	0.46	3.83	4.15	4.51	57	24	20	2.44	2.25	2.07
山西	0.06	0.14	0.18	2.48	2.57	2.70	148	58	45	3.30	3.18	3.03
方正	-0.02	0.13	0.14	2.33	2.48	2.57	-274	34	31	1.85	1.74	1.68
国海	0.03	0.21	0.23	1.50	1.70	1.86	333	48	45	6.81	5.99	5.48
东吴	0.10	0.19	0.22	3.69	3.86	4.07	77	41	35	2.11	2.02	1.91
西部	0.05	0.22	0.25	2.64	4.19	4.38	294	61	53	5.04	3.17	3.04
行业							80	25	21	1.95	1.74	1.64

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

4、风险提示：证券行业8月份密集解禁潮

短期来看，8月份前后，19家上市券商中有6家券商的限售股解禁，是下半年解禁压力最大的月份。近期市场对此关注度较高，预计短期内仍将会对证券板块表现存在一定压制。

表2：2012年下半年上市券商股解禁日程表

解禁时间	解禁数量(万股)	占流通股比例	占总股本比例	上市股份类型
华泰证券 2012-7-30	31,310	15.02%	5.59%	首发原股东限售股
西部证券 2012-8-3	4,000	25.00%	3.33%	首发机构配售股
国海证券 2012-8-9	12,160	33.17%	6.78%	股权分置/定增机构配售
方正证券 2012-8-10	128,050	85.37%	20.99%	首发原股东限售股
光大证券 2012-8-20	232,500	212.72%	68.02%	首发原股东限售股，控股股东为主
广发证券 2012-8-27	90,520	58.40%	15.29%	定向增发机构配售股
兴业证券 2012-9-13	3,200	2.07%	1.45%	首发原股东限售股
招商证券 2012-11-19	216,680	86.87%	46.49%	首发原股东限售股，控股股东为主
东吴证券 2012-12-12	72,140	144.28%	36.07%	首发原股东限售股
华泰证券 2012-12-31	14,380	6.90%	2.57%	首发原股东限售股

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

李聪，首席分析师，伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任咨询审计师、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监。2012年进入广发证券发展研究中心。2009年、新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第二名。2010年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。2011年“新财富”非银行金融第一名，“水晶球”非银行金融第一名。

张黎，分析师，浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士。2012年进入广发证券发展研究中心。2010年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。2011年“新财富”非银行金融第一名，“水晶球”非银行金融第一名。

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学(University of Durham)金融学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。

潘峰，分析师，西安交通大学理学博士，曾在广发证券博士后工作站从事境外投资银行研究，理论经济学博士后。2010年进入广发证券，2012年加入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有(Hold): 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区民田路178号 华融大厦9楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东南路528号 上海证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担责任，除法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。