

国金证券(600109)
浮盈变现驱动业绩增长
——2008 年业绩快报点评

 梁静	董乐
 021-38676850	021-38676650
 liangjing@gtjas.com	dongle@gtjas.com

本报告导读：

- 浮盈变现推动2008年业绩增长1%；
- 2009年业绩降幅将超过50%

投资要点：

- **全年业绩正增长，在行业中表现突出。**2008 年业绩快报显示，公司全年实现净利润 7.4 亿元以上，较 2007 年增长约 1%，EPS 约 1.48 元。公司也是行业中仅有的业绩呈正增长的公司之一，这一业绩也在预期之中。
- **可供出售金融资产变现是业绩增长的主要驱动因素。**2008 年以来，先后出售了浦发银行等可供出售金融资产，得益于此，2008 年投资收益可达 7.25 亿元、同比增长 28%，对净收入贡献度超过 50%、远高于经纪佣金的 26%。这也确保了在经纪佣金下降 43% 的情况下公司营业收入的稳定。
- **第 4 季度业绩环比下降 73%。**第 4 季度公司实现净利润 0.49 亿元，同比下降 63.6%，环比下降 73.4%。4 季度虽然经纪业务量环比增长 24%，但浮盈变现导致 3 季度基数过高、承销收入明显萎缩，都直接导致环比业绩大幅下降。但公司费用控制效果显著，我们预测 4 季度营业费用应环比下降 38%，推动全年营业费率维持在 29% 左右的低水平。
- **机构客户服务竞争优势逐步体现，主营业务进步明显。**2008 年公司完成股票基金权证交易额 4000 亿元，同比下降 26.8%，远低于市场 37% 的跌幅，市场份额 0.58%，较 2007 年上升 0.08 个百分点。这主要得益于公司在批发经纪业务上的竞争力和市场份额提升。但机构交易占比继续提升，也使得全年佣金率降低 22% 左右。投行业务进步显著，公司全年股票公开发行完成川润股份 IPO 项目、华发股份配股项目，募集资金合计 28 亿元，同比增长 5 倍。
- **2009 年业绩面临大幅下降的压力。**在大幅变现之后，可供出售金融资产已较年初缩水 80%，公司未来变现空间已大幅缩小，因此，业绩增长并不具持久性。基于对 2009 年全行业 620 亿日均交易额的判断上，预计公司今年业绩大幅下滑，我们预期公司 2009 年-2010 年营业收入分别为 7.3 亿元及 9.1 亿元，净利润 3.4 亿元及 4.5 亿元，净利润分别同比变化-52% 与 27%，未来两年 ROE 基本维持在 10% 左右的水平。
- **维持中性评级，短期面临限售股解禁压力。**目前公司 08 年静态 PE 为 17 倍，但 09 年动态 PE 为 30 倍、且 PB 为 5.4 倍，估值水平偏高，且公司 5644 万限售股于 2 月 2 日解禁，近期股价面临较大压力。维持公司中性评级。

财务摘要（百万元）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	351	1,524	1,458	860	1,166
(+/-)%		334%	-4%	-41%	35%
经营利润（EBIT）	225	1,081	965	555	770
(+/-)%		380%	-11%	-43%	39%
净利润	145	732	740	417	579
(+/-)%		406%	1%	-44%	39%
每股净收益（元）	0.15	1.32	1.48	0.83	1.16
每股股利（元）	0	0	0	0	0

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率（%）	64%	71%	67%	65%	66%
市盈率	172	19	17	36	29
股息率（%）	0%	0%	0%	0%	0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：
中性

上次评级： 中性

目标价格：
¥ 24.00

上次预测： ¥ 24.00

当前价格：

¥ 26.51

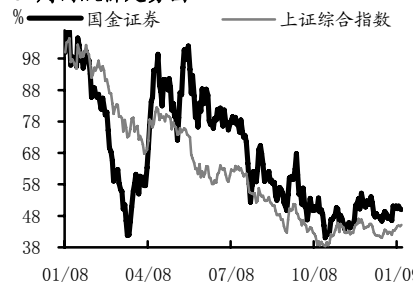
2009.02.02

交易数据

52 周内股价区间（元）	20.60 ~ 55.69
总市值（百万元）	13,258
总股本/流通 A 股（百万股）	500/134
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.27
日均成交量（百万股）	6.1
日均成交值（百万元）	219.9

资产负债表摘要（09/08）

股东权益（百万元）	2402
每股净资产	4.80
市净率	5.35
资产负债率	13.61%

52 周内股价走势图

相关报告

浮盈变现潜力变小，业绩下降风险加大
(08.10.27)

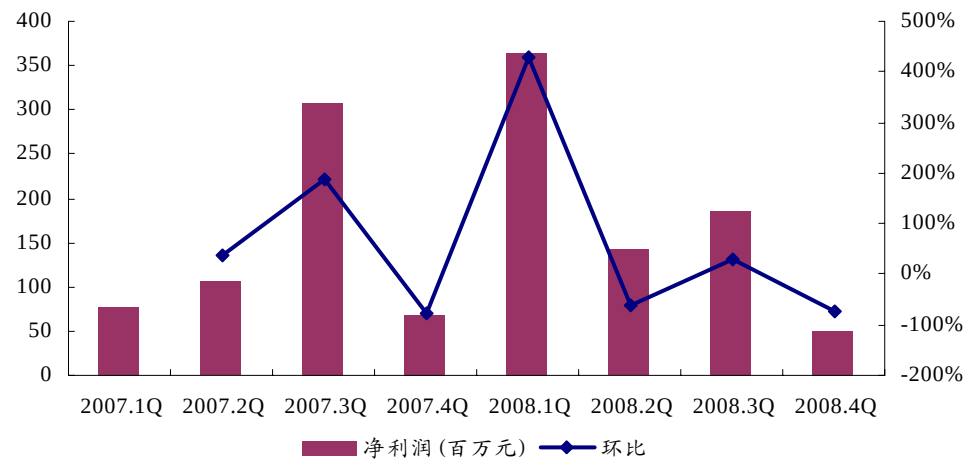
浮盈变现仍可驱动增长

(08.08.22)

浮盈变现推动 1 季度业绩超预期

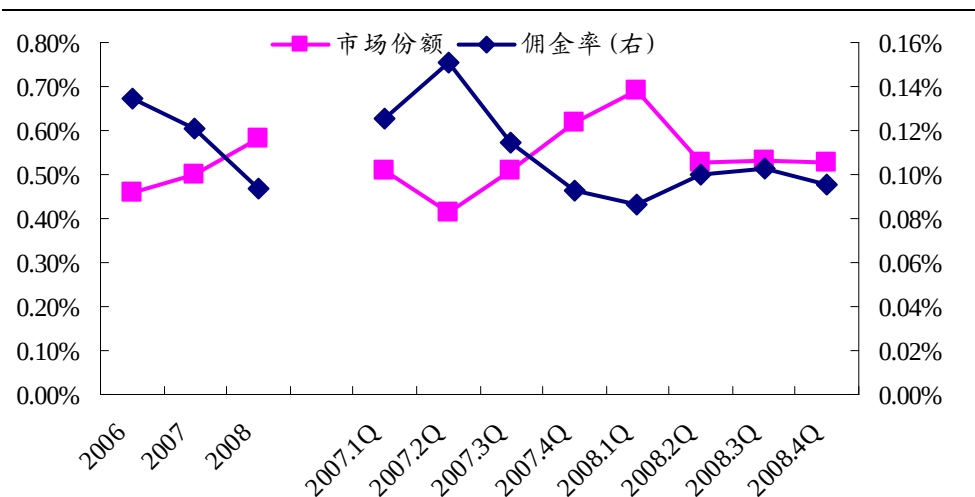
(08.04.28)

图 1: 国金证券季度业绩变化



数据来源: 公司公告

图 2: 国金证券近年来经纪业务市场份额及佣金率变化



数据来源: 公司公告, WIND

表 1: 国金证券 2008 年股票发行项目

项目名称	类型	发行时间	筹资额(亿元)	承销费用(亿元)
华发股份	配股	2008-05-09	25.88	N.A.
川润股份	IPO	2008-09-19	2.40	0.12
云南白药	定向增发	2008-12-31	13.93	N.A.

数据来源: WIND

表 2: 国金证券盈利预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	351	1,524	1,458	860	1,166
手续费及佣金净收入	144	736	503	373	451
其中: 代理买卖证券业务手续费净收入	138	663	376	241	304
证券承销业务净收入	1	42	113	122	132

受托客户资产管理业务净收入	0	0	0	10	15
利息净收入	13	39	64	44	52
投资收益+公允价值	180	631	725	264	382
其他业务收入	15	119	165	178	281
营业支出	126	443	493	306	396
营业税金及附加	19	64	61	48	48
业务及管理费	106	376	430	254	344
营业利润	225	1,081	965	555	770
利润总额	230	1,083	987	556	772
所得税费用	86	351	247	139	193
净利润	145	732	740	417	579
归属于母公司所有者的净利润	75	375	740	417	579

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com