

国元证券(000728)

——浮亏减少推动业绩增长

中性

维持评级

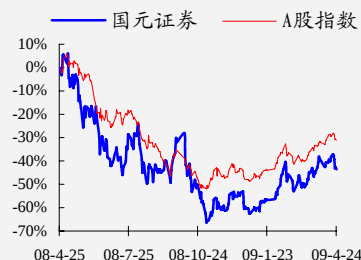
金融/资本市场

2009 年 4 月 27 日

投资要点:

- 2009 年 1 季度, 国元证券的经纪业务、资产管理业务、利息净收入、投资净收益同比仍处于下降趋势, 但由于交易性资产浮亏同比减少 6.2 个亿, 造成营业收入同比增加 23.4%, 浮亏的大幅度减少, 保证了公司 2009 年 1 季度赢利的上升。
- 从环比来看, 国元证券的交易量环比是上升的, 2009 年 1 季度环比增长 70.3%。由于公司的业务构成中, 经纪业务收入占较大比重, 随着市场的趋暖, 经纪业务收入反弹幅度较大, 同比增长高于市场平均幅度, 造成市场份额有所提高。
- 国元证券 2009 年 1 季度承销了 30 亿元的债券, 填补了空白。在股票承销停滞的情况下, 由于债券承销的成绩, 造成承销业务收入同比增加 69813.3%。
- 1 季度, 国元证券对仓位进行了调整, 变现了债券资产, 增加了股票基金资产。股票仓位增加到 31%, 基金仓位增加到 58.3%, 债券浮盈基本全部兑现。
- 根据每股收益敏感性分析, 国元证券 2009 年的每股收益在 0.39 元至 0.55 元之间, 国元证券 2009 年对应的市盈率在 29 倍至 41 倍之间, 给予中性的评级。

走势图



市场数据

2009-4-27

收盘价:	16.19 元
52 周最高价:	32.50 元
52 周最低价:	9.30 元
平均持仓成本:	15.60 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	146,410
流通 A 股 (万股):	146,410
每股收益 (元):	0.09
每股净资产 (元):	3.33
每股经营现金流 (元):	2.03
市净率:	4.86

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	123,670	(69.83)	52,086	(77.16)	0.36			
2009E	181,668	46.9%	73,152	40.4%	0.50			
2010E	231,887	27.6%	103,438	41.4%	0.71			
2011E	315,656	36.1%	130,545	26.2%	0.89			

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、经营状况分析

2009 年 1 季度，国元证券营业收入同比增加 23.4%，营业支出同比减少 14.3%，造成归属母公司所有者净利润同比增长 32.3%。2009 年 1 季度，国元证券的经纪业务、资产管理业务、利息净收入、投资净收益同比仍处于下降趋势，但由于交易性资产浮亏同比减少 6.2 个亿，造成营业收入同比增加 23.4%，浮亏的大幅度减少，保证了公司 2009 年 1 季度赢利的上升。

表 1、公司经营状况分析

	环比				1 季度同比
	2008 年 2 季度	2008 年 3 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	
营业收入	103.3%	-60.7%	51.5%	2.0%	23.4%
营业支出	-5.3%	-6.0%	31.8%	-27.0%	-14.3%
营业利润	307.6%	-84.7%	104.5%	52.3%	94.3%
利润总额	305.8%	-84.6%	98.5%	58.0%	95.5%
净利润	213.4%	-87.6%	86.1%	83.3%	32.7%
归属母公司所有者净利润	216.3%	-87.6%	86.3%	80.5%	32.3%

资料来源：公示公告

表 2、各项业务分析

	环比				1 季度同比
	2008 年 2 季度	2008 年 3 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	
经纪业务	-15.1%	-39.5%	18.9%	50.3%	-8.2%
承销业务	81353.3%	-100.1%	-1011.0%	13236.9%	69813.3%
资产管理	-79.3%	-23.6%	-32.9%	-123.4%	-102.5%
利息净收入	-0.4%	15.4%	22.1%	-59.4%	-43.0%
投资净收益	-10.8%	-111.2%	-161.2%	-132.4%	-102.0%
公允价值变动收益	-51.6%	-116.0%	-60.2%	-166.1%	-98.0%

资料来源：公示公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

2009 年 1 季度，沪深两市交易金额为 9.25 万亿，同比减少 3.39%。从交易量的环比走势来看，2008 年 11 月份以来，日均交易额环比增加，已经走出了波动上升的趋势。从环比来看，国元证券的交易量环比也是上升的，2009 年 1 季度环比增长 70.3%。由于公司的业务构成中，经纪业务收入占较大比重，随着市场的趋暖，经纪业务收入反弹幅度较大，同比增长高于市场平均幅度，造成市场份额有所提高。

表 3、经纪业务收入环比增长

	环比				1 季度同比
	2009 年 1 季度	2008 年 4 季度	2008 年 3 季度	2008 年 2 季度	
长江证券	66.6%	13.7%	-36.1%	-15.9%	1.9%
国金证券	94.2%	22.2%	-37.3%	-36.4%	-5.4%
国元证券	70.3%	44.3%	-34.7%	-23.7%	22.5%
海通证券	54.7%	16.0%	-41.3%	-19.3%	-14.9%
宏源证券	50.5%	38.5%	-33.3%	8.8%	51.3%
西南证券	52.3%	24.4%	-25.7%	-22.9%	8.5%
中信系证券	65.9%	11.4%	-38.7%	-18.5%	-7.6%

资料来源：WIND

表 4、经纪业务收入市场份额变动

	2009 年 1 季度	2008 年 4 季度	2008 年 3 季度	2008 年 2 季度	2008 年 1 季度
长江证券	1.4%	1.23%	1.3%	1.3%	1.3%
东北证券	0.7%	0.63%	0.6%	0.7%	0.7%
国金证券	0.7%	0.53%	0.5%	0.5%	0.7%
国元证券	1.1%	0.99%	0.8%	0.8%	0.9%
海通证券	4.1%	4.01%	4.2%	4.5%	4.7%
宏源证券	1.3%	1.34%	1.2%	1.1%	0.9%
西南证券	0.6%	0.56%	0.6%	0.5%	0.5%
中信系证券	6.5%	5.89%	6.5%	6.6%	6.8%

资料来源：WIND

2、承销业务

2009 年 1 季度股票发行近于停滞，而债券发行同比增长 16%，债券承销是投资银行部门收入的主要来源。国元证券 2009 年 1 季度承销了 30 亿元的债券，填补了空白。在股票承销停滞的情况下，由于债券承销的成绩，造成承销业务收入同比增加 69813.3%。

表 5、上市券商承销业务同比

单位：万元

		总计	首发 IPO	增发	配股	可转债	债券发行
2009	国元证券	300,000	0	0	0	0	300,000
	海通证券	543,000	0	43,000	0	0	500,000
	宏源证券	150,000	0	0	0	0	150,000
	中信建投	410,000	0	0	0	0	410,000
	中信证券	2530000	0	0	0	0	2530000
2008	长江证券	247,579	0	202,664	44,915	0	0
	海通证券	50,783	0	0	50,783	0	0
	宏源证券	60,142	15,380	44,762	0	0	0
	中信建投	70,000	0	0	0	0	70,000
	中信证券	8,665,938	2224600	0	440,888	3000000	3000450

资料来源：WIND

3、投资业务

自 2009 年年初到 3 月 31 号，沪深 300 指数、国债指数和企业债指数分别上涨

了 34.5%、1.3%和 2.9%，股票市场出现较大幅度的涨幅，而债券市场持续盘整。1 季度，国元证券对仓位进行了调整，变现了债券资产，增加了股票基金资产。股票仓位增加到 31%，基金仓位增加到 58.3%，债券浮盈基本全部兑现。

表 6、持仓品种变动

单位：元

	项目	期末账面值	占期末证券总投资比例	报告期损益
2009 年持仓	股票	106,977,428	31.0%	-2480931.3
	基金	201,487,554	58.3%	10939438.5
	集合理财产品	18,752,559	5.4%	62026.1
	期末持有的其他证券投资			-57149319.9
	报告期已出售证券投资损益			-48170049.1
2008 年持仓	债券	1055544000	68.8%	17663279.9
	基金	171902089.9	11.2%	1037089.9
	期末持有的其他证券投资	307034256.8	20.0%	-501356.9
	报告期已出售证券投资损益			-213103820.9

资料来源：公司公告

4、资产管理业务

2009 年 1 季度国元证券共管理国元黄山 2 号 1 个集合理财产品，没有发行新产品，由于管理人业绩报酬下降及新增黄山二号发行费用，造成资产管理业务收入同比下降。

表 7、2009 年 1 季度集合理财产品

单位：元

名称	投资类型	推广起始日	到期日	成立规模	目标规模 (亿元)
长江超越理财 2 号	FOF	2008-3-10	2011-4-23	1007286696	35
长江超越理财 3 号	混合型	2008-11-3	2014-1-4	269349398	30
长江增强债券	债券型	2008-11-14	2013-12-17	197476906	50
国元黄山 2 号	FOF	2008-9-22	2013-12-18	922853658	50
海通稳健增值	混合型	2006-1-16	2009-3-27	1268114746	30
海通金中金	FOF	2008-5-19	2013-6-29	904907311	40
海通季季红	债券型	2008-11-20	2014-1-18	1030236421	50
中信理财 2 号	混合型	2006-2-8	2012-3-21	1204841343	30
中信股债双赢	混合型	2007-3-29	2012-4-5	3460980875	35
中信债券优化	债券型	2008-11-20	2019-1-5	4029985141	50
中信稳健收益	债券型	2009-3-19			50
中信积极配置	混合型	2009-3-19			50
中信优选成长	股票型	2009-3-19			50

资料来源：公司公告

三、估值及投资建议

由于国元证券的业务收入主要来自与经纪业务与自营业务，公司业绩对日均股

票交易额和自营业务收益率变动较为敏感，通过对国元证券业绩的敏感性分析，我们发现，在 2009 年日均股票交易额 700 亿元、自营业务收益率 5% 的保守假设条件下，国元证券 2009 年每股收益大约为 0.39 元，在 2009 年日均股票交易额 1000 亿元、自营业务收益率 15%，的乐观假设条件下，国元证券的每股收益在 0.55 元。

表8、每股收益敏感性分析

每股收益（元）		日均交易额（亿元）							
		500	600	700	800	1000	1200	1400	1600
投资 收益 率	-5.00%	0.25	0.27	0.29	0.32	0.36	0.41	0.45	0.50
	0.0%	0.30	0.32	0.34	0.36	0.41	0.45	0.50	0.54
	5.0%	0.34	0.37	0.39	0.41	0.46	0.50	0.55	0.59
	7.5%	0.37	0.39	0.41	0.44	0.48	0.53	0.57	0.62
	10.0%	0.39	0.42	0.44	0.46	0.50	0.55	0.59	0.64
	12.5%	0.42	0.44	0.46	0.48	0.53	0.57	0.62	0.66
	15.0%	0.44	0.46	0.49	0.51	0.55	0.60	0.64	0.69
	17.5%	0.46	0.49	0.51	0.53	0.58	0.62	0.67	0.71
	20.0%	0.49	0.51	0.53	0.56	0.60	0.65	0.69	0.74
	22.5%	0.51	0.54	0.56	0.58	0.62	0.67	0.71	0.76
	25.0%	0.54	0.56	0.58	0.60	0.65	0.69	0.74	0.78
	27.5%	0.56	0.58	0.61	0.63	0.67	0.72	0.76	0.81
	30.0%	0.58	0.61	0.63	0.65	0.70	0.74	0.79	0.83

根据每股收益敏感性分析，国元证券 2009 年的每股收益在 0.39 元至 0.55 元之间，国元证券 2009 年对应的市盈率在 29 倍至 41 倍之间，给予中性的评级。

表9、盈利预测

单位：元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	1236695147	1816684384	2318873760	3156562647
手续费及佣金净收入	963893395	1148760210	1324645705	1668754450
其中：经纪业务收入	898939933	1087717319	1258515907	1577190113
承销业务收入	24606000	29527200	31987800	44290800
资产管理业务净收入	26263076	31515691	34141999	47273537
利息净收入	125057794	100046235	137563573	150069353
投资净收益	950307012	1092853064	1282914466	1529994290
公允价值变动净收益	-876438392	-613506875	-525863035	-306753437
汇兑净收益	-2373128	-2966409	-3322379	-4449614
其他业务收入	76248466	91498159	102935429	118947606
二、营业支出	642965766	832755073	929804151	1403200916
营业税金及附加	75065750	93832187	105092049	150131499
管理费用	556481105	723425437	806897603	1229823243
资产减值损失	-1305731	-1044585	0	-1566878

其他业务成本	12724642	16542035	17814499	24813052
三、营业利润	593729381	983929311	1389069609	1753361731
加：营业外收入	481187	601484	673662	872151
减：营业外支出	6546703	8183378	9165384	11865898
四、利润总额	587663866	976347416	1380577887	1742367984
减：所得税	66275053	244086854	345144472	435591996
五、净利润	521388813	732260562	1035433415	1306775988
减：少数股东损益	530704	745344	1053934	1330124
归属于母公司所有者的 净利润	520858108	731515218	1034379482	1305445864
六、每股收益：	0.36	0.50	0.71	0.89

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209