

国金证券 (SH. 600109)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

发展瓶颈渐现，融资需求明显

——3 季报点评

背景描述：

2009 年 10 月 29 日国金证券 (600109) 发布了 2009 年三季度业绩公告。数据显示，公司三季度实现净利润 1.67 亿元，同比下降 9.59%；每股收益为 0.17 元，同比下降 9.24%。基本符合预期。

点评要点：

◇部均盈利能力虽好，发展前景堪忧

从三季度的部均盈利能力来看，公司表现较好，约为 1474 万元人民币；超过了光大证券，以及营业部数量过百家的海通证券。然而，16 家营业部和 7 家服务部的现状，使其难有更高层次的突出表现。

◇自营占比下滑，投资风格趋于谨慎

08 年底以来，公司自营业务占比呈现出逐季收缩的趋势。至 09 年 3 季度，自营收益占比仅为 6.62%；与前期的 64.23% 相比，差别可谓十分明显。对此我们认为：一是反映出公司经营风格自年初以来的谨慎态度未变，二是体现了公司对市场的未来行情依然看淡。

◇投行业务呈现亮点，贡献有限

与自营业务的下降不同，公司投行业务在 09 年 3 季度发展迅速，占比达到了 19.09% 的相对高位。不过现实的情况并不乐观：一方面，公司自身规模较小，在争夺大项目上处于弱势；另一方面，西南证券的崛起在各项业务上对其产生了一定的挤压，即公司称雄西南地区的优势不存在。

◇公司规模制约未来发展，融资需求存在

公司未来发展的瓶颈，突出体现在营业网点数量和创新业务的开展上两个方面。如果国内证券市场的当前形势处在佣金自由化与放松管制的过渡阶段，那么当下这两方面理应成为公司战略重点。故此我们认为，公司层面未来如果不出现横向重组，那么必将是增资扩股；而这些基本上是可以预见的。

此外，公司自成立至今，不曾有东北证券借托管新华证券之机获得营业网点数量跨越式增长的契机，更没有强大的股东背景作为依托；可以说，公司的成长完全类似于“自组织”性的发展模式，对外力借助较少。从这个角度讲，公司的未来成长能力将大为受限；尤其是在当前国资背景的大券商林立的情势下。

鉴于此，我们予以其中性评价。

证券业

评级：中性（首次）

目标价格：

上次预测：

当前价格：¥22.31

2009.10.29

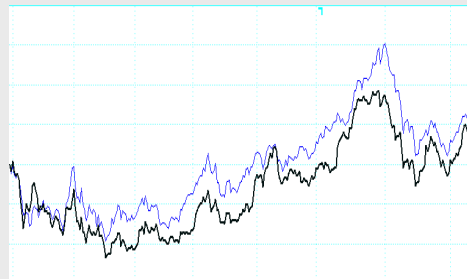
基础数据

总市值 (亿元)	223.10
总股本/流通 A 股 (亿股)	10.00/2.68
流通市值 (亿元)	59.79
每股净资产 (元)	2.43
净资产收益率 (%)	15.17

交易数据

52 周内股价区间 (元)	17.48 ~ 44.35
市盈率 (倍)	45.07
PEG (倍)	29.51
市净率 (倍)	10.05

52 周内股价走势图



—国金证券 —申万证券指数

孙亚超

行业研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

sunyachaoe@ajzq.com

相关报告

证券业下半年策略

2009-06-26

券商 09 年上半年经纪业务评论

2009-07-08

稳定拓展经纪业务，蓄势扬帆创新业务

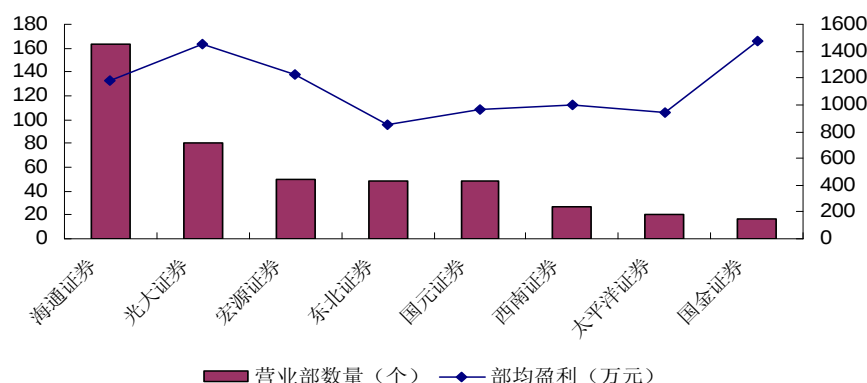
2009-09-23

财报显示，公司三季度实现经纪业务净收入2.36亿元、同比增长262.31%，自营业务净收入0.30亿元、同比下降88.33%，投行业务净收入0.86亿元、同比增长550.16%。可见，公司三季度业绩下滑的主因在于自营业务。数据显示，三季度公司自营业务占比为6.62%，与前期相比出现了明显下降。鉴于此，并参照三季报情况，我们对公司未来经营做如下分析：

◇部均盈利能力虽好，发展前景堪忧

公司目前有16家营业部，7家证券服务部；网点数量处于明显劣势。尽管单从三季度的部均盈利能力来看十分突出，约为1474万元人民币；超过了光大证券，以及营业部数量过百家的海通证券。然而，在现如今各大券商争抢营业网点的时期，公司未来的经济业务前景必将受到影响。

图1：已公布3季度数据的上市券商部均盈利能力



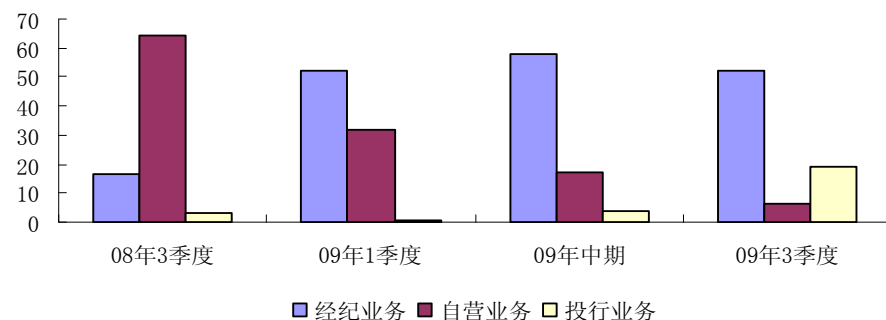
数据来源：公司财报、公司网站，爱建证券研究发展总部

说明：10月28日，证监会发布新修订版《关于进一步规范证券营业网点的规定》，对新设证券营业的证券公司主体资格有所放宽，同时简化审批程序。另据证监会统计，自2008年5月16日《关于进一步规范证券营业网点的规定》实施以来，已批设118家证券营业部，1050家证券服务部中，共有516家规范升格为证券营业部。

◇自营占比下滑，投资风格趋于谨慎

自营业务曾在08年让公司出尽了风头。以08年3季度为例，在各券商业绩大幅下滑的情形下，公司却获得了同比125.12%的涨幅。数据显示，公司在08年3季度的自营收益占比达到了64.23%。不过，在市场景气度单边下挫的情况下，08年底以来，公司自营业务占比呈现出逐季收缩的趋势。至09年3季度，自营收益占比仅为6.62%，几乎达到了历史低位。对此我们认为：一是反映出公司经营风格自年初以来的谨慎态度未变，二是体现了公司对市场的未来行情依然看淡。

图2：国金证券主营结构变化（%）



数据来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

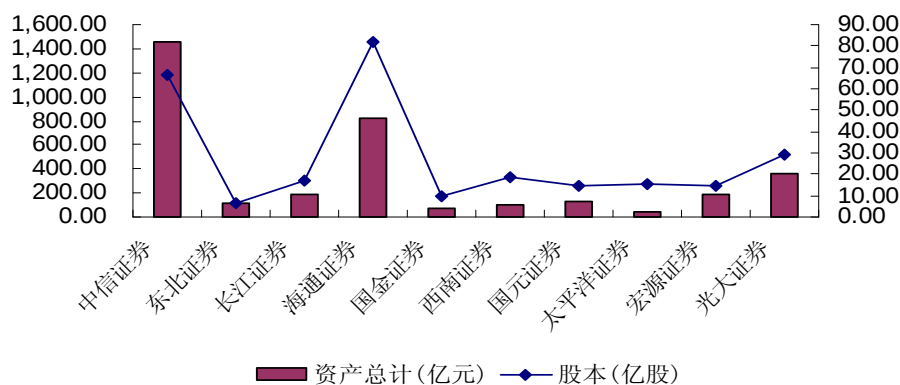
◇投行业务呈现亮点，贡献有限

从09年3季度的数据来看，公司投行收益取得了不错的业绩，占营业收入的比重达到了19.09%；这与自营收益占比的下降形成了鲜明对比。然而，其对公司的贡献究竟能有多大，目前还很难估量。现实的情况是，一方面，公司自身规模较小，在争夺大项目上处于弱势；另一方面，西南证券的崛起在各项业务上对其产生了一定的挤压，即公司称雄西南地区的优势不存在。

◇公司规模制约未来发展，融资需求存在

前述的分析已显示出，公司资金规模正逐渐成为未来发展的瓶颈。其中，最为突出的两点体现在营业网点数量和创新业务的开展上。如果国内证券市场的当前形势处在佣金自由化与放松管制的过渡阶段，那么营业网点数量的扩张和创新业务开展则是需要齐头并进的。故此我们认为，公司层面未来如果不出现横向重组，那么必将是增资扩股；而这些基本上是可以预见的。

图3：09年中期上市券商规模



数据来源：wind资讯，爱建证券研究发展总部

综上所述，公司经营尽管在主营构成上较为“优化”，即经纪业务占比在券商平均水平以下；然而这种“优化”与其自身的情况不无关系。公司自成立至今，不曾有东北证券借托管新华证券之机获得营业网点数量跨越式增长的契机，更没有强大的股东背景作为依托；可以说，公司的成长完全类似于“自组织”性的发展模式，对外力借助较少。从这个角度讲，公司的未来成长能力将大为受限；尤其是在当前国资背景的大券商林立的情势下。鉴于此，我们予以其中性评价。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。