

洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn

 罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn

2010年3月9日

国元证券(000728.SZ)/17.89元

资本充裕, 寻求向上突围

金融·证券信托

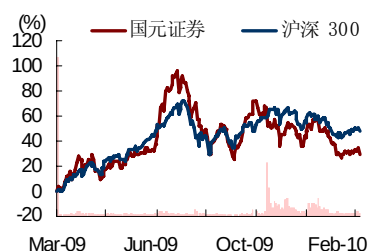
审慎推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	3023
总股本(万股)	196410
已上市流通股(万股)	78511
总市值(亿元)	351
流通市值(亿元)	140
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	16.3
资产负债率	71.5%
主要股东	安徽国元控股(集团)
主要股东持股比例	23.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-7	24
相对表现	-4	-12	-18



相关报告

- 1、《业绩符合预期, 高估值等待回调-国元证券 2008 年年报点评》2009/3/23
- 2、《自营谨慎, 业绩平淡-国元证券 2009 年中报点评》2009/8/4

国元证券 09 年 EPS0.53 元, 符合预期, 增发降低公司 ROE, 公司受益创新业务程度小, 短期机会来自提升资金使用效率的事件型机会。

- **业绩符合预期。**国元证券 2009 年实现营业收入 22 亿元, 归属于母公司的净利润 10.4 亿元, 其他综合收益 0.35 亿元, 基本每股收益 0.69 元, 摊薄 EPS0.53 元, 同比增长 99%。加权平均净资产收益率 17.57%。截至 2009 年末, 公司总资产 294 亿元, 净资本 128 亿元。年度分红方案为每 10 股派 5 元。
- **72 家营业部展现经纪业务潜力, 规模从小券商向大券商突围。**2009 年实现代理买卖证券手续费净收入 15.4 亿元, 同比上升 71%, 略微落后于全年股基权市场交易额 75% 的增幅。手续费率保持稳定, 0.117% 好于我们的预期, 股票市场份额 1.08%。公司年末营业部增至 72 家, 其中 20 家由服务部升级而成, 4 家为获批新设立, 服务部升级的一个优势在于可异地迁址, 优化经纪业务网络的整体布局。从网点数目和资本规模来看, 公司已经具备了从地域型券商向全国性中大型券商突围的硬件基础。
- **资本市场重新开闸, 下半年承销业务增长迅速。**2009 年公司股票主承销项目 6 家, 行业排名第 13 位, 实现承销净收入 1 亿元, 保荐和财务顾问收入 0.44 亿元, 同比增长 365%。作为安徽省国资委的证券平台, 国元证券在省内项目上具有天生的优势, 09 年的 4 次 IPO 主承销中, 3 家企业是安徽省内的。安徽作为我国中部崛起的重要省份, 未来资源投入和经济发展前景值得看好, 而国元在安徽的金融资源也能充分享受。
- **自营和资管业务相对逊色。**年末自营证券规模为 17 亿元, 占净资本的 13.4%, 其中权益证券 10 亿元, 相对于公司的净资本规模, 自营相对谨慎, 全年实现投资收益 2.8 亿元, 考虑其他综合收益中的浮盈, 全年投资收益率约 18.5%。公司集合资产管理总规模为 10.4 亿元, 较去年同期下降 29.5%。
- **国元完成百亿增发后, 众多项目等待启动。**直投子公司已经开始积极运作, 拟收购期货公司参与股指期货业务, 对香港国元公司进行增资, 以及承销和资管业务的做大做强, 未来 3 年将是公司内生性增长与外延扩张齐头并进的扩张时期。我们预计 2010 年和 11 年 EPS 分别为 0.61 元和 0.68 元, 10 年 29 倍市盈率, PB 为 2.3 倍, 增发降低公司 ROE, 公司受益创新业务程度小, 短期机会来自提升资金使用效率的事件型机会, 给与审慎推荐 A 评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,237	2,185	2,563	2,807	3,473
同比增长	-70%	77%	17%	10%	24%
营业利润(百万元)	13	1,321	1,606	1,789	2,180
同比增长	-100%	10284%	22%	11%	22%
净利润(百万元)	66	1,042	1,203	1,340	1,633
同比增长	-97%	1473%	15%	11%	22%
每股收益(元)	0.36	0.53	0.61	0.68	0.83
PE	50.7	34.6	29.9	26.8	22.0
PB	5.7	2.4	2.2	2.0	1.7

资料来源: 招商证券

表 1: 09 年业绩回顾

百万元	08H1	08H2	09H1	09H2	同比	环比
营业收入	744	493	872	1314	167%	51%
营业税金及附加	57	18	40	63	241%	57%
管理费用	251	306	297	445	46%	50%
投资收益	970	-20	63	187	-1036%	198%
营业利润	432	162	521	800	395%	54%
所得税	19	47	57	224	372%	296%
归属母公司净利润	410	449	461	576	28%	25%
EPS (元)	0.28	0.08	0.32	0.69	763%	119%

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入	245	499	196	297	303	569	678	636
营业税金及附加	39	17	6	12	306	396	557	471
管理费用	119	132	134	172	278	379	462	421
投资收益	513	457	-51	31	21	0	51	42
营业利润	85	347	53	109	-0	5	7	21
归属母公司净利润	98	311	39	72	16	35	39	76
EPS (元)	0.07	0.21	0.03	0.05	0.09	0.23	0.22	0.16
主要比率								
营业费用率	16%	3%	3%	4%	6%	4%	5%	4%
管理费用率	48%	26%	68%	58%	38%	32%	31%	37%
营业利润率	35%	70%	27%	37%	55%	62%	64%	58%
有效税率	-17%	10%	27%	32%	21%	6%	25%	31%
净利率	40%	62%	20%	24%	44%	58%	48%	40%
YoY								
收入	-71%	-48%	-86%	-68%	23%	14%	246%	114%
归属母公司净利润	-80%	-28%	-96%	-81%	-84%	-89%	1%	6%

资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万	2009	2010E	2011E
一、营业收入	2,185	2,563	2,807.06
手续费及佣金净收入	1,730	1,744	1,785.78
其中: 代理买卖证券业务净收入	1,539	1,585	1,584.79
证券承销业务净收入	114	135	173.16
客户资产管理业务净收入	33	23	27.83
利息净收入	166	396	400.00
投资净收益	249	298	355.89
公允价值变动净收益	32	69	204.41
汇兑净收益	0	-3	-2.55
其他业务收入	8	59	63.53
二、营业支出	864	956	1,018.07
营业税金及附加	102	128	140.35
管理费用	742	820	870.19
其他业务成本	9	8	7.53
三、营业利润	1,321	1,606	1,788.99
加: 营业外收入	6	4	3.80
减: 营业外支出	4	6	5.90
四、利润总额	1,323	1,604	1,786.89
减: 所得税	281	401	446.72
五、净利润	1,042	1,203	1,340.17
减: 少数股东损益	5	2	2.28
归属于母公司所有者的净利润	1,037	1,201	1,337.89
六、每股收益:			
基本每股收益(元)	0.53	0.61	0.68

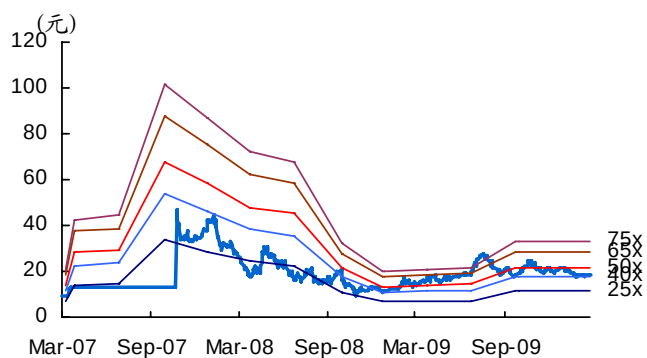
资料来源: 招商证券

表 4: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
中信证券	600030	1.10	1.35	1.43	-41%	23%	6%	24.6	20.1	18.9	3.1	15.7%	1811
海通证券	600837	0.40	0.55	0.67	-75%	38%	22%	42.2	30.7	25.2	3.4	10.1%	1404
广发证券	000776	1.23	1.87	1.96	-76%	52%	5%	42.3	27.8	26.5	8.3	0.0%	1361
招商证券	600999	1.57	1.05	1.13	-60%	-33%	8%	18.5	27.6	25.6	11.1	0.0%	1035
光大证券	601788	0.47	0.83	0.94	-71%	77%	13%	58.7	33.2	29.3	4.2	9.0%	909
长江证券	000783	0.42	0.80	0.91	-70%	90%	14%	42.1	22.1	19.5	7.0	17.4%	380
国元证券	000728	0.36	0.53	0.61	-77%	47%	15%	50.7	34.5	29.9	6.8	16.3%	356
西南证券	600369	0.07	0.51	0.63	-85%	629%	24%	240.1	33.0	26.7	7.5	16.3%	318
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.80	-78%	157%	4%	71.4	27.8	26.8	5.1	16.8%	313
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.34	-196%	-165%	21%	-38.1	58.5	48.2	14.5	11.4%	244
东北证券	000686	0.69	1.41	1.58	-64%	104%	12%	49.0	24.0	21.4	7.9	25.4%	218
国金证券	600109	0.755	0.52	0.62	-43%	-31%	19%	27.2	39.4	33.1	8.3	17.9%	203
华泰证券	601688	0.28	0.82	0.76	-78%	193%	-7%	80.1	27.4	29.5	9.2	22.0%	1179
合计		0.56	0.87	0.95		56%	10%	54.5	31.2	27.7	5.2	12.2%	749

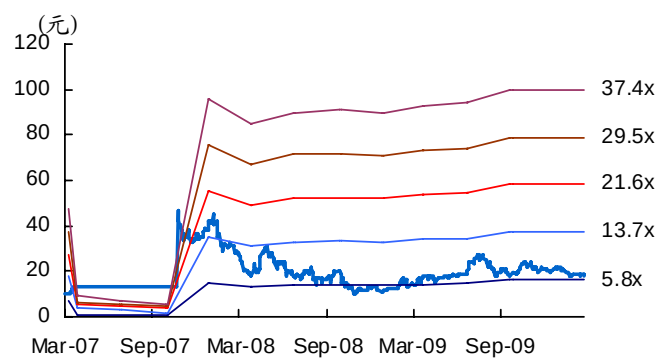
资料来源: 招商证券

图 1: 国元证券历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 国元证券历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger (03年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。