

国元证券(000728)

谨慎推荐

——净资产实力保证后发优势

维持评级

金融/资本市场

发布时间: 2010年3月9日

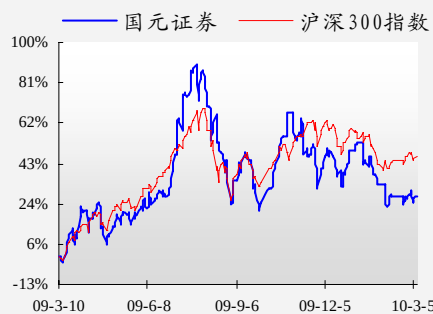
投资要点:

- 2009年,国元证券归属于母公司所有者的净利润为10.37亿元,较去年同期增长99.1%,每股收益0.69元。从业务收入结构上看经纪业务和自营业务收入构成营业收入的主要成分,其中,经纪业务收入占比为70%,是支撑营业收入上涨的主要力量。
- 从交易额的地域分布上来看,国元证券省外交易额增长幅度较大,同比增长102.2%,省内增长幅度较小,仅增长29.1%,国元证券在省外地区不具有垄断优势,交易额的扩大有价格战的因素,佣金率下降幅度较大,同比下降33%,远高于省内的下降幅度。尽管交易额增长幅度较大,但经纪业务的营业收入和营业利润的增幅较小,营业利润主要来自省内营业部的贡献。
- 2009年,国元证券投资净收益加公允价值变动净收益为2.81亿元,同比增长280%,投资收益率为17.13%。出于再融资的考虑,公司在自营业务操作方面比较保守,自营仓位较低。自营规模过低,影响了公司业绩的增长。
- 在2010年日均股票交易额1800亿元、自营业务收益率15%的假设条件下,国元证券2010年每股收益大约为0.83元。对应市盈率为22倍。增发完成以后,公司的资本实力大幅度增加,开展创新业务的条件也逐渐具备,公司的业务增长具有较好的前景,给予谨慎推荐的投资评级。

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 (%)
2009	218,543	76.72	103,720	99.13	0.69		26.9	
2008E	264,704	21.1%	121,783	117.4%	0.83		22.3	
2009E	269,691	1.9	112,367	92.3%	0.77		24.1	
2010E	359,483	33.3%	167,602	149.2%	0.85		21.8	

走势图



市场数据

2010-3-9

收盘价:	18.54 元
52周最高价:	27.68 元
52周最低价:	13.52 元
平均持仓成本:	20.22 元

基本数据

2009Q4

总股本(万股):	196,410
流通A股(万股):	196,410
每股收益(元):	0.53
每股净资产(元):	7.70
每股经营现金流(元):	3.80
市净率:	2.41

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

TEL: (8621)63367000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

一、经营状况分析

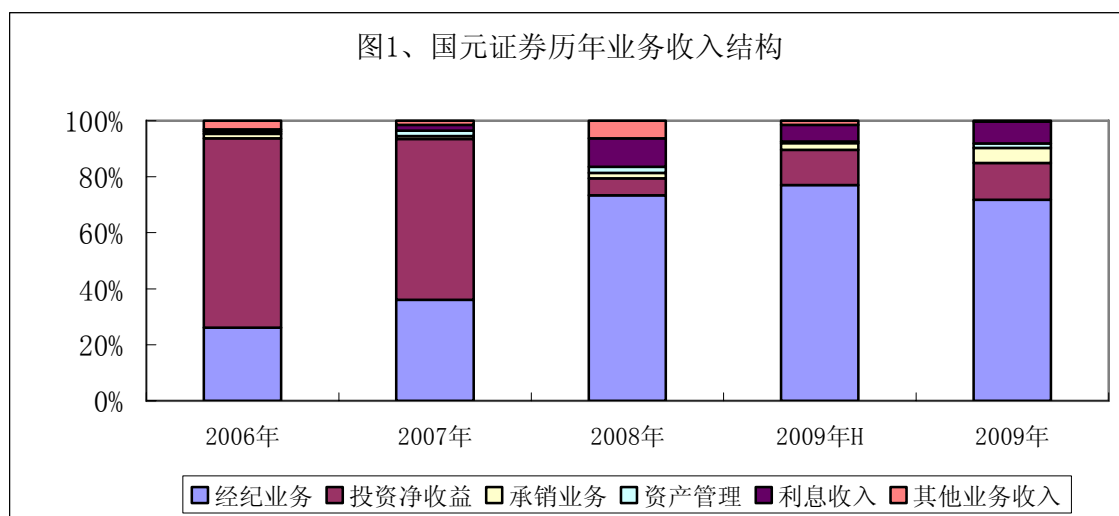
2009 年，国元证券归属于母公司所有者的净利润为 10.37 亿元，较去年同期增长 99.1%，每股收益 0.69 元。各项业务都实现了较好的增长。从业务收入结构上看经纪业务和自营业务收入构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 70%，是支撑营业收入上涨的主要力量。

表 1、经营状况对比

单位：元

	2008 年	2009 年	同比
一、营业收入	1,236,695,146.6	2,185,430,116.9	76.7%
经纪业务	898,939,933.4	1,538,685,729.6	71.2%
承销业务	24,606,000.0	114,494,763.6	365.3%
资产管理业务	26,263,075.9	33,281,651.2	26.7%
利息净收入	125,057,793.9	166,012,164.8	32.7%
投资净收益	950,307,012.2	249,111,874.2	-73.8%
公允价值变动净收益	-876,438,392.4	32,098,198.5	103.7%
二、营业支出	642,965,765.6	864,130,724.7	34.4%
营业税金及附加	75,065,749.5	102,402,995.1	36.4%
管理费用	556,481,105.4	741,964,775.6	33.3%
三、营业利润	593,729,381.1	1,321,299,392.2	122.5%
四、利润总额	587,663,865.6	1,322,986,188.1	125.1%
减：所得税	66,275,052.8	280,627,233.8	323.4%
五、净利润	521,388,812.8	1,042,358,954.3	99.9%
减：少数股东损益	530,704.5	5,158,819.1	872.1%
归属母公司所有者净利润	520,858,108.3	1,037,200,135.2	99.1%
六、每股收益：	0.36	0.69	91.7%

资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看,2009年国元证券股基权交易额为14572亿元,同比增长145.8%,市场份额为1.1%,同比上升0.2个百分点。经纪业务收入同比增长71.2%,低于交易额的增长速度,主要是因为佣金率下滑幅度较大。截至2009年12月,国元证券佣金率为0.11%,同比降低21.7%。

表2、国元证券历年佣金率

	交易额	佣金收入	佣金率
2009年	1,457,200,000,000	1,538,685,730	0.11%
2009年6月	551,132,820,000	656,213,992	0.12%
2008年	592,911,840,000	898,939,933	0.15%
2007年	1,013,514,310,000	1,476,035,973	0.15%
2006年	232,795,560,000	311,059,109	0.13%

资料来源:东北证券研究所

从交易额的地域分布上来看,国元证券省外交易额增长幅度较大,同比增长102.2%,省内增长幅度较小,仅增长29.1%,国元证券在省外地区不具有垄断优势,交易额的扩大有价格战的因素,佣金率下降幅度较大,同比下降33%,远高于省内的下降幅度。尽管交易额增长幅度较大,但经纪业务的营业收入和营业利润的增幅较小,营业利润主要来自省内营业部的贡献。

表3、国元证券分地区交易额同比

单位:万元

		2009年12月	2008年12月	同比
交易额	省内	62,922,232	32,835,542	191.63%
	省外	66,131,530	24,820,500	266.44%
营业收入	省内	151,403	84,105.0	180.02%
	省外	57,457.0	32,510.0	76.7%
营业利润	省内	86,058.8	38,295.0	124.7%
	省外	39,355.3	20,909.9	88.2%
佣金率	省内	0.24%	0.26%	
	省外	0.09%	0.131%	

资料来源:东北证券研究所

二、投资业务

2009 年, 国元证券投资净收益加公允价值变动净收益为 2.81 亿元, 同比增长 280%, 投资收益率为 17.13%。出于再融资的考虑, 公司在自营业务操作方面比较保守, 自营仓位较低, 期初权益类投资余额仅有 3.4 亿元, 占净资本的比重仅为 10.3%, 到 2009 年中期, 自营仓位占净资本的比重也仅维持在 12.20% 的水平。自营规模过低, 影响了公司业绩的增长。

增发完成以后, 公司适当提高了自营仓位规模, 权益类投资同比增加了 331.8%, 浮盈增加 16.4%。

表 4、投资状况对比

单位: 元

	项 目	成本			公允价值		
		期末余额	年初余额	同比	期末余额	年初余额	同比
交易性	股票	558458833	11165530	4902%	599900880	10812770	5448%
	基金	397290353	211928016	87%	407373575	207883648	96%
	权证	16928	48073	-65%	15130	37929	-60%
	合计	1265863374	1516281334	-17%	1316160585	1534480347	-14%
可供出售	股票	85847576	10356000	729%	97523550	10647516	816%
	基金	303070000	7070000	4187%	306547680	3960000	7641%
	债券	100489290			101090000		
	黄山 1 号	107958091	55612989	94%	107995303	75411213	43%
	黄山 2 号	46096171	46096171	0%	48428638	46133048	5%
	合计	643461129	661585171	-3%	119135161	136151778	-13%
权益类投资合计		1498737953	342276780	338%			
净资本		12788140000	3334775756	283%			
权益投资/净资本		11.70%	10.30%	14%			

资料来源: 公司公告

表 5、年底自营仓位增长幅度

单位: 元

	项 目	成本			公允价值		
		期中余额	期末余额	期末比其中	期中余额	期末余额	期末比其中
交易性	股票	105514973	558458833	429%	110744163	599900880	442%
	基金	197874117	397290353	101%	251988664	407373575	62%
	权证	17991	16928	-6%	15890	15130	-5%
	合计	613504342	1265863374	106%	675610717	1316160585	95%
可供出售	股票	960000	85847576	8842%	0	97523550	
	基金	7070000	303070000	4187%	6249000	306547680	4806%
	债券		100489290			101090000	
	黄山 1 号	57958091	107958091	86%	79173696	107995303	36%
	黄山 2 号	46096171	46096171	0%	47737195	48428638	1%
	合计	128084263	643461129	402%	149320689	119135161	-20%

资料来源: 公司公告

三、其它业务

1、承销业务

2009 年，公司承销业务收入 1.14 亿元，同比增加 365.3%，公司没有股票承销项目，仅有 50 亿元的债券承销，承销业务对公司营业收入贡献小。

表 6、各上市券商承销业务同比

单位：万元

	总计	首发	债券发行
2009 年	460,128.0	135,128.0	325,000.0
2008 年	72,367.4	50,938.8	21,428.6
	535.8%	165.3%	1416.7%

资料来源：WIND

表 7、承销项目明细

单位：万元

名称	发行类型	发行日期	募资金额/发行规模
09 六城投	债券发行	2009-3-2	75,000.0
09 合海恒债	债券发行	2009-2-27	20,000.0
09 铜城投债 01	债券发行	2009-3-10	10,000.0
09 铜城投债 02	债券发行	2009-3-10	20,000.0
09 皖通债	债券发行	2009-12-17	200,000.0
鑫龙电器	首发	2009-9-18	26,600.0
上海佳豪	首发	2009-9-25	35,028.0
安科生物	首发	2009-9-25	35,700.0
皖通科技	首发	2009-12-23	37,800.0

资料来源：WIND

截至 2009 年 12 月，公司集合资产管理总规模为 10.43 亿元，较去年同期减少约 29.5%。资产管理业务收入为 0.33 亿元，同比增加 26.7%。规模减少而收入增加，主要原因是减少了固定收益资产的规模，增加了权益类资产的规模。

表 8、各司集合理财产品

单位：万元

项目	2009 年	2008 年
平均受托资产规模	117,620.12	101,759.05
受托资产增值额	7,941.54	-7,597.35
平均受托资产管理规模增值率	6.75%	-7.47%

资料来源：公司公告

四、业绩预测及投资评级

在 2010 年日均股票交易额 1800 亿元、自营业务收益率 15% 的假设条件下，国元证券 2010 年每股收益大约为 0.83 元。对应市盈率为 22 倍。增发完成以后，公司的资本实力大幅度增加，开展创新业务的条件也逐渐具备，公司的业务增长具有较好的前景，给予谨慎推荐的投资评级。

表 11、业绩预测

(单位: 元)

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
一、营业收入	2185430117	2647038795	2696908774	3594829945
手续费及佣金净收入	1730062144	1703154229	1711660464	2235945883
其中: 经纪业务收入	1538685730	1618091880	1618091880	2114306723
承销业务收入	114494764	47243520	51967872	67558234
资产管理收入	33281651	37818829	41600712	54080926
利息净收入	166012165	195090158	214599174	257519009
投资净收益	249111874	319683279	326076944	489115417
公允价值变动收益	32098198	305000561	308050566	462075849
汇兑净收益	282626	-3986854	-4385540	-4824094
其他业务收入	7863108	128097422	140907164	154997881
二、营业支出	864130725	1011357486	1184856717	1345373723
营业税金及附加	102402995	158822328	161814526	215689797
管理费用	741964776	834721658	1001665990	1101832589
三、营业利润	1321299392	1635681309	1512052057	2249456223
加: 营业外收入	5956041	813206	975847	1171017
减: 营业外支出	4269245	11063927	13276713	15932055
四、利润总额	1322986188	1625430588	1499751192	2234695184
减: 所得税	280627234	406357647	374937798	558673796
五、净利润	1042358954	1219072941	1124813394	1676021388
减: 少数股东损益	5158819	1240854	1144910	0
归属于母公司的净利润	1037200135	1217832087	1123668483	1676021388
六、每股收益:	0.7	0.83	0.77	0.85

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。