

证券Ⅲ

陈剑涛 S0960109064007

0755-82026832

chenjiantao@cjis.cn

国元证券

000728

推荐

盈利表现略低于我们之前预期

2010 年 4 月 28 日，国元证券发布 2010 年 1 季报。根据披露，公司 2010 年 1 季度实现归属于母公司净利润 2.63 亿元，同比增长 101.6%，每股收益 0.13 元，同比增长 46.07%，盈利表现略低于我们之前预期（我们之前预计公司 1 季度 EPS 0.15 元）。

投资要点：

- **盈利增长主要来自于公司传统业务的全面爆发和管理费用率的显著下滑。**截至 2010 年 1 季度止，公司经纪业务收入同比增长 7.59%，承销业务收入同比增长 379.42%，自营业务收入同比增长 135.12%；此外，公司管理费用率下降幅度明显，公司 2010 年 1 季度管理费用率为 31.05%，与 2009 年 1 季度的 38.46%相比，下降 7.41 个百分点，降幅 19.27%。
- **经纪业务市场份额继续升势，佣金率降幅轻微。**公司自 2007 年以来经纪业务呈现显著的稳中有升的态势，2007-2009 年公司经纪业务市场份额分别为 0.82%、0.88%和 1.15%，截止 2010 年 1 季度止，公司经纪业务市场份额 1.20%，市场份额再次提高 0.05 个百分点，升幅 4.35%；佣金率方面，2009 年 1-4 季度，公司股基权综合佣金率分别为 0.114%、0.123%、0.115%和 0.116%，截止 2010 年 1 季度止，公司股基权综合佣金率为 0.112%，公司佣金率出现轻微降幅。
- **股票承销市场份额升势明显，债券承销零斩获。**2010 年 1 季度公司股票承销额和债券承销额分别为 26.22 亿和 0 亿元，市场份额分别为 1.66%和 0%，市场份额与 2009 年的 0.37%和 0.44%相比，公司股票承销市场份额升势明显，债券承销零斩获。2010 年 1 季度公司承销总额 26.22 亿元，行业排名 29 位，与 2009 年行业第 40 位排名相比，上升趋势明显。
- **自营资产规模和自营资产/净资产的占比出现显著提高，自营业务风格渐趋活跃。**截至 2010 年 1 季度止，公司各类自营资产 30.79 亿，比 2009 年末的 19.77 亿，增加 11.02 亿，增幅 55.74%，与此相对应，公司自营资产/净资产的占比也由 2009 年末的 13.07%，显著上升至 2010 年 1 季度的 21.38%，公司自营风格开始渐趋活跃。
- **盈利预测：**在股票日均交易额分别为 2300、2400、2500 亿元的假设下，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.59、0.70 和 0.79 元，对应 10 年动态 PE 25.05 倍（2010 年 4 月 27 日收盘价 14.78 元）。

- **投资建议：**公司增发已获成功，将迎来成长拐点！公司 2009 年 10 月 29 日已成

主要财务指标

	2009e	2010e	2011e	2012e
营业收入(百万元)	2,185.43	2,440.79	2,882.75	3,281.39
增长率(%)		11.68%	18.11%	13.83%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1,037.20	1,160.15	1,370.44	1,560.08
增长率(%)		11.85%	18.13%	13.84%
EPS	0.53	0.59	0.70	0.79
增长率(%)		11.85%	18.13%	13.84%

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价：

当前股价：14.78 元

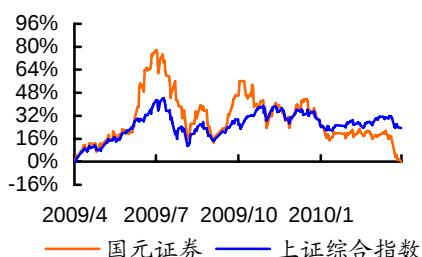
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2969.50
总股本(百万)	1964
流通股本(百万)	785
流通市值(亿)	120
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	7.73
资产负债率	48.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
国元证券	-11.95	-18.46	-29.59
上证综合指数	-2.95	-1.65	-4.50



相关报告

《国元证券-盈利增长主要来自公司传统业务的全面爆发》2010-3-8

- 功增发 5 亿股，募资 99 亿元，公司的成功增发将为公司 2010 年提升业务规模、获得新业务牌照扫清资本障碍，公司将可望在 2010 年的融资融券和股指期货等创新业务领域有所斩获，我们看好公司增发成功后的发展前景。维持公司“推荐”评级。

表 1: 公司经营情况同比数据

利润表 (单位: 百万元)	2009 1 季报	2010 1 季报	同比增长率
一、营业收入	302.77	527.59	74.26%
手续费及佣金净收入	306.48	408.34	33.23%
经纪业务	277.61	298.69	7.59%
承销	20.97	100.55	379.42%
资产管理	-0.44	2.33	-624.80%
利息净收入	15.68	64.85	313.59%
投资+公允	-43.22	15.18	135.12%
汇兑净收益	0.01	-0.07	-1231.90%
其他业务收入	3.77	1.39	-63.10%
二、营业支出	137.37	187.77	36.69%
营业税金及附加	17.00	22.98	35.16%
管理费用	116.43	163.81	40.69%
资产减值损失			
三、营业利润	165.40	339.82	105.45%
四、利润总额	166.04	340.18	104.88%
减: 所得税	34.17	76.99	125.33%
五、净利润	131.87	263.18	99.58%
归属于母公司所有者的净利润	130.28	262.65	101.60%
六、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.089	0.13	46.07%

资料来源: 公司公告 中投证券研究所

表 2 国元证券 2010-2012 盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2009-12-31	2010-12-31E	2011-12-31E	2012-12-31E
一、营业收入	2,185.43	2,440.79	2,882.75	3,281.39
手续费及佣金净收入	1,730.06	2,071.14	2,462.70	2,842.05
其中: 代理买卖证券业务净收入	1,538.69	1,650.65	1,874.63	2,111.29
证券承销业务净收入	114.49	187.30	303.03	388.89
受托客户资产管理业务净收入	33.28	16.52	16.68	16.80
利息净收入	166.01	128.14	145.53	163.90
投资+公允	163.65	232.90	265.44	265.85
汇兑净收益	0.28	0.34	0.41	0.49
其他业务收入	7.86	8.26	8.67	9.10
二、营业支出	864.13	962.02	1,135.39	1,291.98
营业税金及附加	102.40	122.04	144.14	164.07
管理费用	741.96	829.87	980.13	1,115.67
资产减值损失	10.57	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	1,321.30	1,478.77	1,747.35	1,989.42
加: 营业外收入	5.96	6.55	7.21	7.93
减: 营业外支出	4.27	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	1,322.99	1,485.32	1,754.56	1,997.34
减: 所得税	280.63	319.34	377.23	429.43
五、净利润	1,042.36	1,165.98	1,377.33	1,567.91
归属于母公司所有者的净利润	1,037.20	1,160.15	1,370.44	1,560.08
六、每股收益:				
(一) 基本每股收益(元)	0.53	0.59	0.70	0.79

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈剑涛, 中投证券研究所证券行业分析师, 产业经济学博士、工商管理硕士, 高级经济师, 2 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 中信证券、国金证券、国元证券、长江证券、宏源证券、东北证券、西南证券、海通证券、太平洋。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434