

国元证券 (000728)

自营稳健，估值安全边际高

——2010 年中报点评

	梁静	董乐
	021-38676850	021-38676650
	liangjing@gjtas.com	dongle@gjtas.com
	S0880200010278	S0880108063472

本报告导读：

利息与承销收入推动业绩相对稳定，估值具备较高安全边际，增持

投资要点：

- 国元证券上半年实现营业收入9.4亿元、净利润4.2亿元，分别同比变化7.5%与-8.6%。每股收益0.22元。承销与利息收入的增长抵消了经纪与自营收益的下滑，推动业绩保持相对稳定。期末每股净资产7.38元。2季度实现营业收入4.1亿元、净利润1.6亿元，分别环比减少22.4%与39.3%。季度EPS0.08元。
- 经纪业务上半年实现佣金净收入5.6亿元，同比下降15.1%；市场份额1.06%，较2009年下降2%。公司上半年股票基金净佣金率0.113%，较2009年下降13.1%，小于行业平均降幅。第2季度净佣金率0.109%，环比下滑6.5%。国元香港实现经纪收入0.2亿元，同比增加75.7%。
- 公司上半年完成4单IPO，募集资金31亿元，实现投行业务收入1.4亿元，同比增长5.6倍。
- 公司上半年自营略亏647万元，期末自营规模29.5亿元，较2009年末增加49%，其中股票投资规模2.5亿元，较期初减少64.3%，占净资产仅1.7%，公司自营风格仍然稳健。期末浮亏0.85亿元。
- 长盛基金表现突出，上半年实现净利润1.7亿元，同比增加99.6%，业绩贡献17%。公司基本完成了融资融券业务试点申报前的各项准备工作。日前，中国证监会已将公司列入第三批试点准备证券公司，正在进行联网测试。香港业务受资产管理业务拖累，上半年净利润722万元，同比下降88.1%。
- 在(1700/2400)的假设下，预计公司2010-2012年EPS0.42元、0.52元与0.62元。目前公司股价对应31倍PE，但PB估值仅1.6倍，具备较高安全边际，维持增持评级，根据分部估值，给予目标价16.3元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,237	2,185	1,851	2,466	2,930
(+/-)%	-69.8%	76.7%	-15.3%	33.2%	18.8%
经营利润 (EBIT)	594	1,321	1,041	1,387	1,648
(+/-)%	-81.2%	122.5%	-21.2%	33.2%	18.8%
净利润	521	1,037	823	1,028	1,220
(+/-)%	-77.2%	99.1%	-20.7%	25.0%	18.7%
每股净收益 (元)	0.36	0.53	0.42	0.52	0.62
每股股利 (元)	0.18	0.50	0.22	0.22	0.22

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	48.0%	60.5%	56.2%	56.2%	56.2%
净资产收益率(%)	11.0%	6.9%	5.3%	6.2%	6.9%
总资产收益率(%)	4.4%	3.5%	3.5%	3.7%	3.9%
市净率	3.6	4.0	1.7	1.6	1.5
市盈率	36.3	24.4	30.8	24.7	20.8
股息率(%)	1.4%	3.9%	1.7%	1.7%	1.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：16.30

上次预测：15.30

当前价格：12.91

2010.08.25

交易数据

52周内股价区间(元)	11.36-24.48
总市值(百万元)	25,357
总股本/流通A股(百万股)	1,964/785
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	40%
日均成交量(百万股)	13
日均成交值(百万元)	167

资产负债表摘要 (06/09)

股东权益(百万元)	14,400.19
每股净资产	7.33
市净率	1.8
净负债率	9.5%

EPS (元)	2008A	2009E
Q1	0.07	0.09
Q2	0.21	0.23
Q3	0.03	0.22
Q4	0.05	-0.01
全年	0.36	0.53

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-8%	-33%
相对指数	-4%	-17%	-25%

相关报告

《香港公司上市提升境外业务竞争力》	2010.07.20
《业绩符合预期，估值具备较高安全边际》	2010.07.09
《安全边际高，关注创新进程》	2010.04.28
《期待资本优势转化为盈利能力》	2010.03.09
《已步入发展的快车道》	2009.10.15

模型更新时间: 2010.08.25

股票研究

金融

综合金融

国元证券 (000728)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 16.30

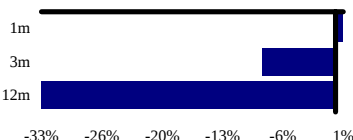
上次预测: 15.30

当前价格: 12.91

公司网址

www.gyzq.com.cn

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

11.36-24.48

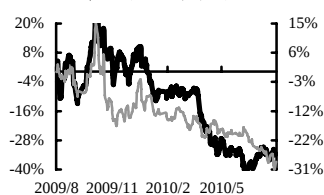
市值 (百万)

25,357

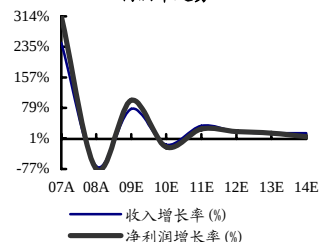
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,100	1,237	2,185	1,851	2,466	2,930	3,367	3,845
代理买卖证券业务净收入	1,476	899	1,539	1,051	1,133	1,246	1,322	1,402
市场日均股票基金成交额 (亿元)	1,939	1,110	2,239	1,700	1,870	2,057	2,160	2,268
公司经纪份额	0.93%	0.87%	1.10%	1.10%	1.11%	1.12%	1.13%	1.14%
公司股票基金成交额 (亿元)	10,135	5,929	13,161	9,992	11,102	12,334	13,080	13,871
公司股票基金净佣金率	0.164%	0.152%	0.117%	0.105%	0.102%	0.101%	0.101%	0.101%
证券承销业务净收入	44	25	114	246	289	344	382	449
公司股票承销额 (亿元)	10	5	14	61	66	71	71	77
公司债券承销额 (亿元)	4	0	45	66	96	138	178	231
受托资产管理业务净收入	82	26	33	18	24	33	45	61
公司资产管理规模 (亿元)	11	10	10	12	16	22	30	41
投资收益+公允价值变动	2,346	74	281	177	391	468	541	624
上证指数涨幅	97%	-65%	80%	-27%	17%	19%	18%	17%
股票投资规模 (亿元)	1,572	21	697	249	303	360	424	496
其中: 交易性金融资产	1,485	11	600	233	274	325	383	448
可供出售金融资产	87	11	98	16	29	35	41	48
基金投资规模 (亿元)	398	299	714	718	843	1,001	1,180	1,380
债券投资规模 (亿元)	627	208	0	317	373	443	521	610
利息收入	82	125	166	321	288	340	402	472
营业支出	944	643	864	810	1,079	1,282	1,474	1,850
税金及附加	156	75	102	103	138	164	188	382
业务及管理费用	758	556	742	707	941	1,119	1,285	1,468
营业利润	3,155	594	1,321	1,041	1,387	1,648	1,893	1,995
所得税	990	66	281	208	347	412	473	499
少数股东损益	4	1	5	10	12	15	19	22
净利润	2,280	521	1,037	823	1,028	1,220	1,401	1,475
资产负债表								
货币资金	11,999	8,725	24,613	15,446	16,849	18,294	19,830	21,492
交易性金融资产	3,056	1,534	1,316	1,931	2,643	3,500	3,883	4,319
可供出售金融资产	185	136	662	1,448	2,115	2,333	2,589	2,880
长期股权投资	486	421	492	1,447	1,585	1,749	1,940	2,158
资产合计	18,944	11,914	29,386	23,565	27,452	31,285	34,373	37,805
代理买卖证券款	12,000	6,452	13,684	14,779	15,961	17,238	18,617	20,106
应付职工薪酬	256	111	178	239	318	378	434	496
负债总计	13,727	7,145	14,202	16,964	18,819	20,731	22,535	24,508
股东权益合计	5,218	4,769	15,132	15,544	17,025	18,783	20,840	23,181
每股净资产	3.56	3.26	7.70	7.91	8.67	9.56	10.61	11.80
收入构成								
经纪佣金	36%	73%	70%	57%	46%	43%	39%	36%
承销	1%	2%	5%	13%	12%	12%	11%	12%
资产管理	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	2%
自营收入	57%	6%	13%	10%	16%	16%	16%	16%
利息收入	2%	10%	8%	17%	12%	12%	12%	12%
其它	2%	7%	2%	2%	14%	17%	20%	22%
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	-11%	-7%	27%	0%	1%	1%	1%	1%
收入增长率	245.9%	-69.8%	76.7%	-15.3%	33.2%	18.8%	14.9%	14.2%
营业利润增长率	298.3%	-81.2%	122.5%	-21.2%	33.2%	18.8%	14.9%	5.4%
净利润增长率	313.5%	-77.2%	99.1%	-20.7%	25.0%	18.7%	14.8%	5.3%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率 (ROE)	44%	11%	7%	5%	6%	7%	7%	7%
总资产收益率 (ROA)	12%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
营业费用率	19%	45%	34%	38%	38%	38%	38%	38%
所得税率	30%	11%	21%	20%	25%	25%	25%	25%
自营资产/净资产	62%	35%	13%	22%	28%	31%	31%	31%
股票投资/净资产	30%	0%	5%	2%	2%	2%	2%	2%
净资本								
估值比率								
PE	7.5	36.3	24.4	30.8	24.7	20.8	18.1	17.2
PB	3.3	3.6	4.0	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
股息率	4.3%	1.4%	3.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%

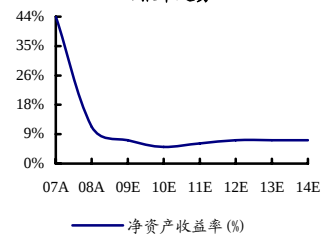
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



经济业务指标

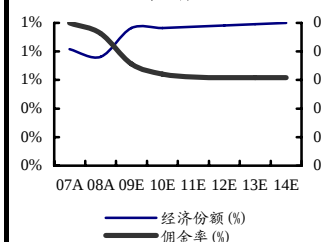
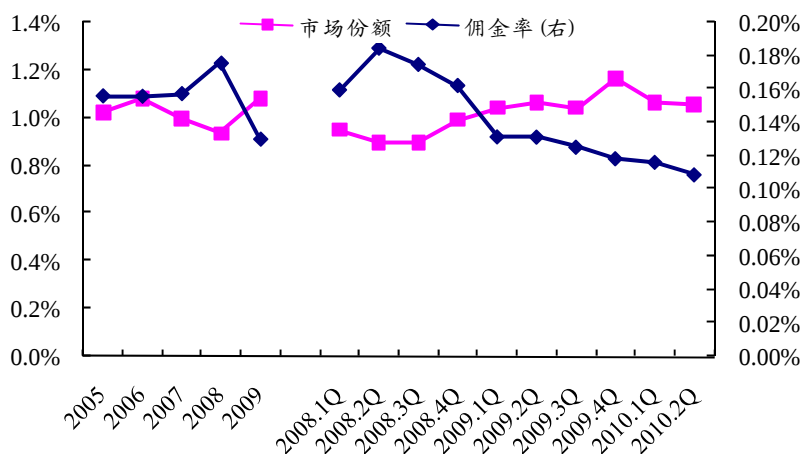
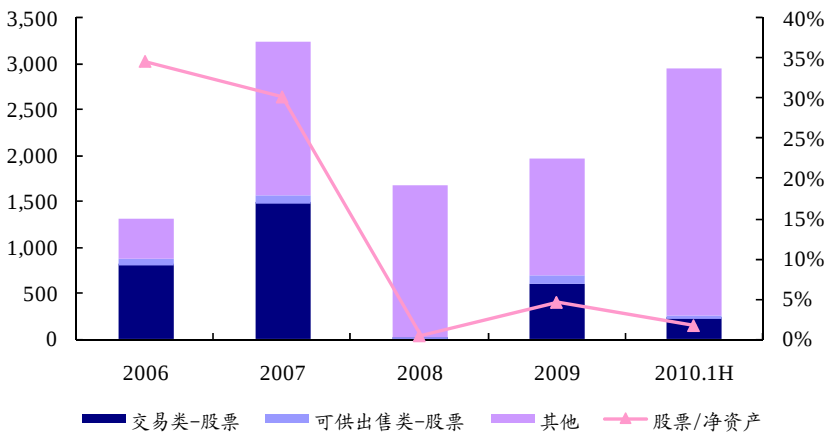


图 1 公司佣金率降幅相对稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2 公司自营风格仍然稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 1 国元证券分部估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
经纪业务				
净收益	9.2	5.9	6.2	6.6
PE 倍数	20	20	20	20
价值	185	118	124	133
自营业务				
自营规模	20	34	48	58
PB 倍数	1.1	1.1	1.1	1.1
价值	22	37	52	64
承销业务				
净收益	0.4	0.9	1.1	1.3
PE 倍数	25	25	25	25
价值	11	24	28	33
资产管理				
集合理财规模 (亿元)	10	11	13	15
基金管理规模 (亿元)	199	219	257	305

Price/Aum	6%	6%	6%	6%
价值	13	14	16	19
现金价值	123	126	138	153
创新价值	0	3	40	61
合计	353	322	397	464
每股价值（元）	17.98	16.38	20.22	23.60

数据来源：公司公告，国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

