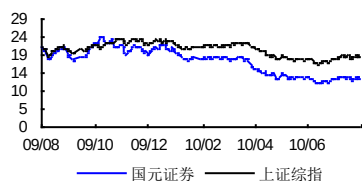


动态报告
金融
非银行金融
国元证券(000728)
中性
2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	12.86
总股本/流通 A 股(百万股)	1,964.10/785.11
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	25,258.33/10,096.51
上证综指/深圳成指	2,639.37/11,078.86
12 个月最高/最低 (元)	23.79/11.48

财务数据

净资产值(百万元)	14,400.19
每股净资产 (元)	7.33
市净率	1.75
资产负债率	45.33%
息率	3.89%

相关研究报告:

《国元证券 09 年报点评: 盈利增长源于经纪和自营》——2010-3-9

《国元证券 09 年三季报点评: 经纪业务驱动, 关注增发影响》——2009-10-27

非银行金融首席分析师: 邵子钦

电话: 0755-82130468

 E-mail: shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040001

证券业分析师: 田 良

电话: 0755-82130470

 E-mail: tianliang@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040008

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

价量指标降速快于同行

●**净利润同比下降 9%, 原因:** 经纪业务下滑和自营亏损。上半年公司四大业务线营业利润合计同比减少 0.66 亿元, 其中经纪业务减少 1.18 亿元, 自营业务减少 0.50 亿元, 投行业务增加 1.03 亿元, 资管业务减少 0.02 亿元。

●**经纪:** 价量指标同比下降 11.40%, 2 季度环比下降 7.33%。上半年经纪业务平均净佣金率为 0.109%, 同比下降 8.46%, 2 季度佣金率 0.106%, 环比下降 5.31%, 符合我们“内陆地区佣金率将加速下滑”的判断。上半年市场份额同比下降 0.04 个百分点。

●**自营:** 控制仓位, 降低损失。面对上半年快速下跌的市场环境, 公司迅速减少自营投资仓位, 有效地规避了系统性风险, 上半年公司自营业务仅亏损 66 万元。

●**投行:** 实现利润 1.11 亿元。上半年公司股票承销金额 30.92 亿元, 承销净收入 1.27 亿元, 已超过去年全年承销收入 11%, 上半年股票承销市场份额 0.93%。

●**资管:** 实现利润 1.69 亿元, 业绩低于同类产品。上半年公司资产管理业务利润同比下降 48%, 主要源于黄山 2 号管理规模减少, 产品收益率在同期同类产品排名靠后。

●**预计 2010 年净利润 7.86 亿元。**预计 2010 年公司实现净利润 7.86 亿元, 对应 EPS0.40 元, 年末净资产规模 149.40 亿元, 对应 BVPS7.61 元, 预计 2010 年 ROE 为 5.26%。

●**维持“中性”评级。**2010 年公司动态 PE 为 32.28 倍, 高于行业平均的 28.35 倍; PB 与 ROE 坐标点位于行业平均线的右下方, 即针对目前公司的 ROE 水平 PB 没有相对低估, 佣金份额市价指数 2402, 高于行业平均的 1921, 维持“中性”。

财务摘要及估值

百万元	净资产	营业收入	净利润	EPS(元)	BVPS(元)	PE(倍)	PB(倍)
2007	5,168	4,100	2,280	1.56	3.53	8.29	3.66
2008	4,722	1,237	521	0.36	3.23	36.29	4.00
2009	15,132	2,185	1,037	0.53	7.70	24.45	1.68
2010E	14,940	1,869	786	0.40	7.61	32.28	1.70

净利润同比降 9%，源于经纪下滑和自营亏损。

公司 2010 年 1-6 月实现净利润 4.22 亿元，同比下降 9%，全面摊薄每股收益 0.21 元，截至 6 月末公司净资产 145.01 亿元，每股净资产 7.38 元，全面摊薄 ROE 为 2.85%。7 月份母公司实现净利润 0.56 亿元。

投行利润增长不足以弥补经纪及自营利润下滑。上半年公司四大业务线营业利润合计同比减少 0.66 亿元，其中经纪业务减少 1.18 亿元，自营业务减少 0.50 亿元，投行业务增加 1.03 亿元，资管业务减少 0.02 亿元。

表 1：国元证券财务摘要

百万元	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	较期初
总资产	26,279	29,386	-11%
净资产	14,501	15,132	-4%
股本	1,964	1,964	0%
BVPS	7.38	7.70	-4%
	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比
营业收入	937	843	11%
管理费用	358	297	21%
净利润	422	461	-9%
EPS	0.21	0.32	-32%
ROE	2.85%	9.46%	减少 6.61 个百分点

资料来源：公司财报

表 2：业务线盈利比较

百万元	营业利润		营业利润增长额		营业利润率	
	20101H	20091H	同比增长额	同比增幅	20101H	20091H
经纪业务	415.36	532.88	-118	-22%	66.94%	73.49%
投行业务	110.70	7.77	103	1325%	77.49%	35.98%
自营业务	-0.66	49.70	-50	-101%	-18.60%	96.73%
资管业务	1.69	3.24	-2	-48%	29.82%	44.89%
合计	527.09	593.58	-66	-11%	68.22%	73.71%

资料来源：公司财报

表 3：盈利驱动因素比较

亿元	经纪业务				投行业务		自营业务		
	股票交易额	份额%	净佣金	净佣金率	股票主承销额	承销收入	交易性金融资产自营收益	交易性金融资产规模	可供出售金融资产规模
2008Y	5,929	0.88	8.99	0.152%	-	0.25	-0.71	15.34	1.36
2009Y	13,161	1.10	15.39	0.117%	13.51	1.14	1.64	13.16	6.61
20091Q	2,436	1.12	2.78	0.114%	-	0.21	-0.43	3.45	1.51

20092Q	3,076	1.10	3.79	0.123%	-	-0.00	1.12	6.76	1.49
20093Q	4,029	1.07	4.62	0.115%	9.73	0.51	0.50	5.32	1.95
20094Q	3,621	1.14	4.21	0.116%	3.78	0.43	0.44	13.16	6.61
20091-6	5,511	1.11	6.56	0.119%	-	0.21	0.69	6.76	1.49
20101Q	2,674	1.09	2.99	0.112%	26.22	1.01	0.15	9.66	21.13
20102Q	2,439	1.06	2.58	0.106%	4.70	0.26	-0.21	8.99	20.88
20101-6	5,113	1.07	5.57	0.109%	30.92	1.27	-0.06	8.99	20.88

资料来源：公司财报、wind、国信证券经济研究所

经纪：价量指标同比下降 11.40%，2 季度环比下降 7.33%。

上半年公司实现经纪业务营业利润 4.15 亿元，同比下降 22%。

佣金率同比下降 8.46%。上半年经纪业务平均净佣金率为 0.109%，较去年同期的 0.119%下降了 8.46%，2 季度佣金率 0.106%，环比下降 5.31%，符合我们“内陆地区佣金率将加速下滑”的判断。

市场份额同比下降 0.04 个百分点。上半年公司股基权经纪份额 1.07%，较去年同期的 1.11%下降 0.04 个百分点，2 季度份额 1.06%，出现环比 2.13%的下降，后续趋势有待观察。

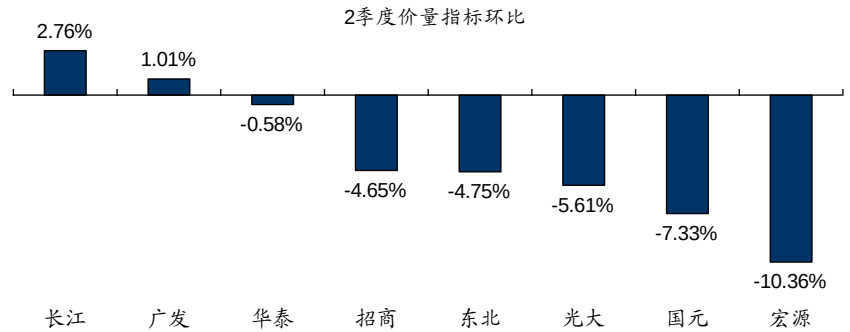
上半年价量指标同比下降 11.40%，2 季度环比下降 7.33%。2 季度环比降速加快的主要原因是佣金率下滑加速，公司目前的价量指标季度环比降速仅低于同期的宏源证券，高于其他已披露中报的上市券商。

表 4：价量指标比较

时间	份额%	佣金率%	价量指标%%
20091Q	1.12	0.114	0.13
20092Q	1.10	0.123	0.14
20093Q	1.07	0.115	0.12
20094Q	1.14	0.116	0.13
20101Q	1.09	0.112	0.12
20102Q	1.06	0.106	0.11
20091-6	1.11	0.119	0.13
20101-6	1.07	0.109	0.12

资料来源：wind、公司财报、国信经济研究所

图 1：2 季度价量指标环比增幅



资料来源：公司财报、wind、国信整理

自营：控制仓位，降低损失

面对上半年快速下跌的市场环境，公司严格风险控制，迅速减少自营投资仓位，有效地规避了系统性风险，上半年公司自营业务仅亏损 66 万元。从规模上看，2 季度末公司保持了 8.99 亿元的交易性金融资产，规模与 1 季度末基本持平。结构上看，债券占 33%，权益类占 67%。

投行：实现利润 1.11 亿元。

上半年公司完成股票承销项目 4 家，股票承销金额 30.92 亿元，承销净收入 1.27 亿元，已超过去年全年承销收入 11%，上半年股票承销市场份额 0.93%。

表 5：股票主承销概况

亿元	发行家数（家）	发行规模	市场份额	承销净收入
2008 年	2	5.09	0.20%	0.25
2009 年	4	13.51	0.38%	1.14
2010 年 1-6 月	4	30.92	0.93%	1.27

资料来源：wind

资管：实现利润 1.69 亿元，业绩低于同类产品

上半年公司资产管理业务利润 1.69 亿元，同比下降 48%，主要源于黄山 2 号管理规模减少。截至 8 月 23 日公司 3 只集合理财产品合计规模 11.82 亿元，市场份额 1%，产品收益率在同期同类产品中排名靠后。

表 6: 集合理财产品概况

简称	今年以来总回报(%)	同类排名	最新规模(亿元)	成立日期	所属概念
国元黄山 1 号	-3.61	26/26	6.25	2006-10-9	债券型
国元黄山 2 号	-15.30	51/56	2.35	2008-12-19	FOF
国元黄山 3 号			3.22	2010-6-7	混合型

资料来源: wind

维持“中性”投资评级。

市场假设:

- ✓ 2010 年上证综合指数均值 2500 点;
- ✓ 年度股票换手率 263%;
- ✓ 2010 年日均股票成交额 1727 亿元。

表 7: 市场假设

单位: 亿元	2007	2008	2009	2010E
指数点位	5,261	1,821	3,277	2,500
换手率	765%	376%	547%	263%
市场股票融资额	7,441	2,962	5,149	7,500
流通比例	19%	37%	65%	89%
总市值	327,140	121,366	243,939	191,380
流通市值	63,729	45,214	151,259	170,959
日均股票交易额	1,859	1,071	2,194	1,727

资料来源: 国信证券经济研究所

公司假设:

2010 年业绩预测基于以下假设:

- ✓ 经纪业务: 市场份额 1.06%;
- ✓ 经纪业务: 佣金率降至 0.098%;
- ✓ 投行业务: 股票承销金额 48 亿元;
- ✓ 自营业务: 盈利 0.90 亿元(8.99 亿元交易性金融资产规模, 10%回报率)。

预计 2010 年净利润 7.86 亿元。基于以上假设, 预计 2010 年公司实现净利润 7.86 亿元, 对应 EPS0.40 元, 年末净资产规模 149.40 亿元, 对应 BVPS7.61 元, 预计 2010 年 ROE 为 5.26%。

维持“中性”评级。2010 年公司动态 PE 为 32.28 倍, 高于行业平均的 28.35 倍; PB 与 ROE 坐标点位于行业平均线的右下方, 即针对目前公司的 ROE 水平 PB 没有相对低估, 佣金份额市价指数 2402, 高于行业平均的 1921, 维持“中性”评级。

表 8: 国元证券盈利预测

	2008	2009	2010E		2008	2009	2010E
利润表摘要 (人民币百万元)				年增长率 (%)			
手续费及佣金净收入	964	1,730	1,283	手续费及佣金净收入	-40%	79%	-26%
代买卖证券业务	899	1,539	1,005	代买卖证券业务	-39%	71%	-35%
证券承销业务	25	114	213	证券承销业务	-44%	365%	86%
客户资产管理业务	26	33	47	客户资产管理业务	-68%	27%	40%
利息净收入	125	166	300	投资收益	-40%	-74%	-10%
投资收益	950	249	225	营业收入	-70%	77%	-14%
公允价值变动损益	-876	32	20	净利润	-77%	100%	-24%
营业收入合计	1,237	2,185	1,869	总资产	-37%	147%	-20%
营业税金及附加	75	102	88	净资产	-9%	218%	-1%
业务及管理费	556	742	730	每股盈利及估值指标 (人民币元)			
营业支出合计	643	864	839	EPS	0.36	0.53	0.40
利润总额	588	1,323	1,053	BVPS	3.23	7.70	7.61
属母公司所有者净利润	521	1,037	786	PE	36.29	24.45	32.28
资产负债表摘要 (人民币百万元)				PB	4.00	1.68	1.70
结算备付金	407	1,136	870	每股股息	-	-	-
交易性金融资产	1,534	1,316	1,816	股息支付率	0%	0%	0%
可供出售金融资产	136	662	1,662	盈利能力 (%)			
持有至到期投资	-	-	-	ROE	11.03%	6.85%	5.26%
资产总计	11,914	29,386	23,592	ROA	4.38%	3.55%	3.35%
负债合计	7,145	14,202	8,602	业务状况 (%)			
股本	1,464	1,964	1,964	经纪业务市场份额	0.88%	1.10%	1.06%
属母公司所有者权益	4,722	15,132	14,940	经纪业务佣金率	0.134%	0.117%	0.098%
所有者权益合计	4,769	15,183	14,990	承销业务市场份额	0.14%	0.43%	0.64%

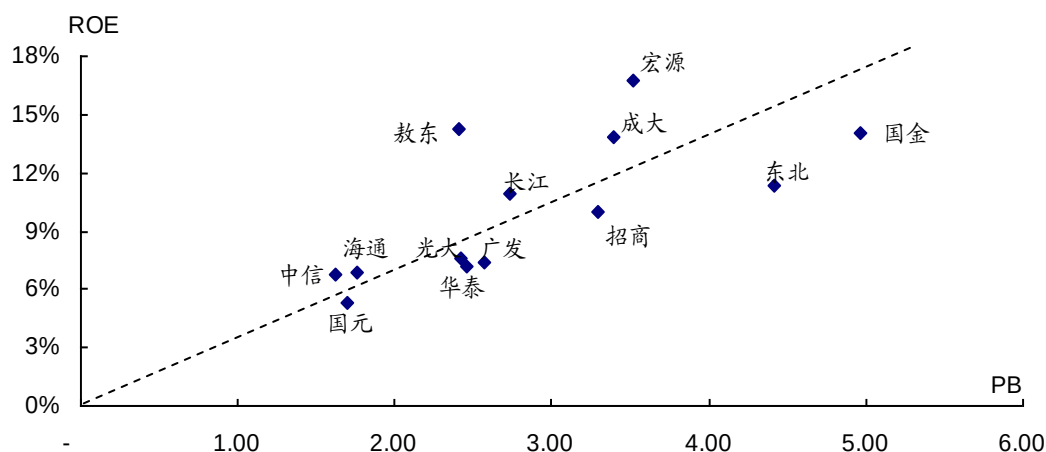
资料来源: 国信经济研究所

表 9: 证券行业 PE、PB

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	2008	2009	2010E
中信	谨慎推荐	1.10	1.35	0.51	11.11	9.03	24.05	8.33	9.29	7.53	1.47	1.32	1.63
海通	中性	0.40	0.55	0.39	24.77	17.98	25.43	4.66	5.28	5.66	2.13	1.88	1.75
华泰	中性	0.28	0.79	0.41	50.49	17.84	34.10	2.02	2.89	5.73	6.97	4.86	2.45
广发	谨慎推荐	1.54	2.35	1.16	19.94	13.09	26.42	5.96	8.19	8.10	5.15	3.75	3.79
光大	中性	0.47	0.83	0.50	33.69	19.23	31.85	3.64	6.57	6.58	4.37	2.42	2.42
招商	中性	0.63	1.04	0.65	34.21	20.60	32.91	2.45	6.30	6.50	8.75	3.40	3.30
宏源	中性	0.37	0.79	0.82	46.37	21.82	21.00	3.41	4.48	4.88	5.05	3.84	3.52
东北	中性	0.71	1.43	0.59	32.75	16.18	38.89	3.88	4.78	5.23	5.95	4.83	4.42
国元	中性	0.36	0.53	0.40	36.29	24.45	32.28	3.23	7.70	7.61	4.00	1.68	1.70
长江	谨慎推荐	0.42	0.63	0.47	28.12	18.64	24.99	2.75	4.20	4.32	4.29	2.80	2.73
国金	中性	1.51	0.52	0.43	10.01	29.33	35.23	4.33	2.59	3.05	3.50	5.84	4.96
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.14	26.73	18.48	24.55	5.51	7.07	8.21	5.06	3.94	3.40
教东	谨慎推荐	1.50	2.52	1.77	19.85	11.84	16.84	8.45	10.62	12.39	3.53	2.81	2.41
平均	中性	-	-	-	28.79	18.35	28.35	-	-	-	4.63	3.34	2.96

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53% 中信建投股权，以 5.49% 倍 P/AUM 出售 51% 华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35% 广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

图 2: 证券行业 PB 与 ROE


资料来源：国信证券经济研究所

表 10: 证券行业 P/MS

简称	评级	总市值(亿元)	经纪业务市场份额 (%)	单位份额市价指数	佣金率 (%)	佣金份额市价指数
中信	谨慎推荐	1,217	5.21	234	0.085	2,747
海通	中性	818	4.01	204	0.114	1,794
华泰	中性	787	5.98	132	0.081	1,624
广发	谨慎推荐	770	4.77	161	0.102	1,584
光大	中性	543	3.13	173	0.072	2,416
招商	中性	768	4.08	188	0.080	2,344
宏源	中性	251	1.32	191	0.126	1,518
东北	中性	148	0.76	195	0.128	1,521
国元	中性	254	1.07	236	0.098	2,402
长江	谨慎推荐	256	1.62	158	0.097	1,630
国金	中性	151	0.69	219	0.123	1,782
成大	谨慎推荐	252	1.19	212	0.102	2,080
教东	谨慎推荐	171	1.18	144	0.102	1,418
平均	中性	-	-	188	0.101	1,912

注：假设中信建投按照 2.22 倍 PB 卖出其持有的 53%中信建投股权，以 5.49%倍 P/AUM 出售 51%华夏基金股权；假设广发证券以 1.5 倍 PB 出售其持有的 60.35%广发华福股权

资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	