



谢佩洁

执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

市场风险难以规避，盈利同比下滑近一成

——国元证券（000728）中报点评

研究报告-公司点评

观望（维持）

发布日期：2010年8月25日

报告关键要素：

上半年，受证券市场单边震荡下行的影响，公司自营和经纪业务两大主要业务收入明显下滑，最终导致公司净利润（归属于上市公司股东）下滑8.55%，基于对证券行业下半年经营环境不甚乐观的判断，我们维持公司“观望”评级。

事件：

- **国元证券公布2010年中报。**2010年1-6月份，公司实现营业收入9.37亿元，同比减少10.57%；归属于上市公司股东的净利润4.22亿元，同比减少8.55%；基本每股收益0.215元。

点评：

- **业绩下滑源于市场环境的不利。**上半年，证券市场的震荡下行、佣金战激烈，公司自营投资收益、经纪业务收入均出现了较大下滑，虽然投行业绩靓丽、实现净收入同比增长550%，仍未能扭转公司整体业绩下滑的趋势。

从单季度收入来看，第二季度，公司经纪业务实现净收入2.58亿元，较之一季度减少0.41亿元；证券承销业务实现净收入0.42亿元，较之一季度减少0.59亿元；资产管理业务实现净收入0.024亿元，较之一季度增加0.001亿元；证券自营业务由一季度盈利0.15亿元转为亏损0.22亿元。

表1：公司各项业务收入情况

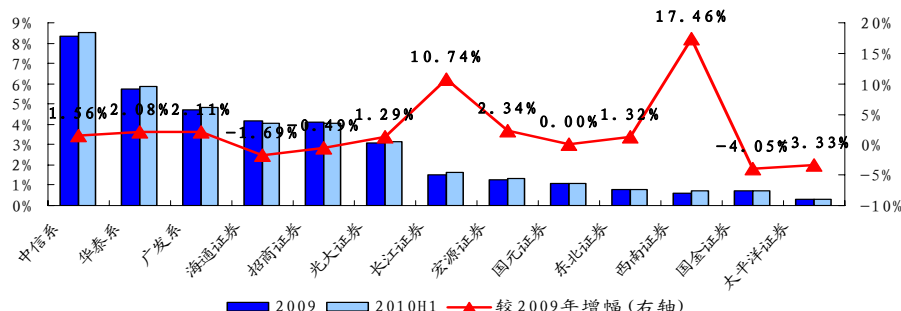
单位：亿元/%

	营业收入			营业收入构成	
	2010H1	2010Q1	2010Q2	2010H1	2009
经纪业务净收入	5.57	2.99	2.58	79.83%	81.26%
证券承销净收入	1.43	1.01	0.42	20.50%	8.34%
资产管理净收入	0.047	0.023	0.024	0.67%	1.74%
证券自营净收入	-0.07	0.15	-0.22	/	8.66%
合计	6.977	4.173	2.804		

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **经纪业务：**2010年上半年，公司经纪业务实现净收入5.57亿元，较之去年同期6.29亿元减少11.45%，主要是由于上半年佣金率的下滑。数据显示，以股票、基金交易额为衡量基准，上半年公司实现经纪业务市场份额1.07%，与09年底市场份额持平，经纪业务市场份额在上市券商中居第9，在全行业中排名第27。虽然公司经纪业务市场份额保持稳定，但佣金率水平仍下滑。据粗略测算，上半年公司平均佣金率水平0.1051%，较之09年底的0.1268%下滑0.0217个百分点，下滑17.11%，公司平均佣金率绝对值在上市券商中相对较高，高于0.104%的行业平均。

图1：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通和中信建投；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；广发系含广发证券、广发华福证券

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

网点布局情况。上半年，公司共有4家营业部新设获批、14家营业部迁址，还尚未正常营业。截至2010年6月底，公司共有54家营业部正常运营，其中，安徽省内有32家，占59.26%。

图2：公司各地区营业部分布情况

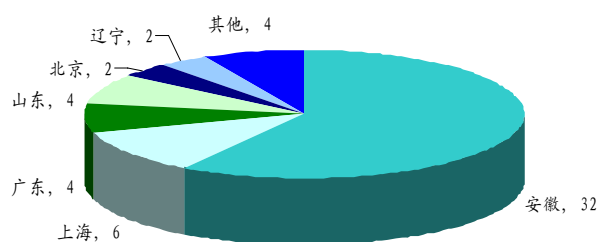
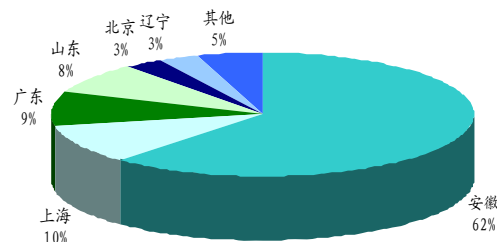


图3：上半年营业收入中，各地区营业部贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **自营业务：**2010年上半年，公司证券自营业务由去年同期盈利0.69亿元转为亏损0.07亿元。分季度来看，一季度公司自营业务盈利0.15亿元；二季度A股市场的大幅回调，自营业务亏损0.22亿元。

从投资规模看，截至6月底，交易性金融资产规模8.99亿元，较09年底13.16亿元减少31.69%；可供出售金融资产规模20.88亿元，较之09年底6.62亿元增加215.41%。从投资品种来看，公司上半年加大了对债券的投资。

表2: 公司证券自营业务投资情况

单位: 亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010H1	占比	2009	占比	2010H1	占比	2009	占比
债券	3.03	33.70%	/	/	15.49	74.19%	1.01	15.26%
股票	2.23	24.81%	6	45.59%	0.26	1.4%	0.98	14.80%
基金	3.73	41.49%	4.07	30.93%	3.39	16.24%	3.07	46.37%
其他	/	/	3.09	23.48%	1.74	8.33%	1.56	23.56%
合计	8.99		13.16		20.88		6.62	

注: 其他包括权证、短期融资券及集合理财产品等

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **投行业务:** 2010年上半年, 公司投行业务实现净收入(含证券承销、财务顾问、保荐收入)1.43亿元, 较之去年同期0.22亿元大幅增长550%。报告期内, 公司共完成4家IPO的主承销项目, 分别为皖新传媒、鼎泰新材、蓝帆股份和荃银高科, 募集资金30.92亿元; 同期, A股市场共有175家企业实现IPO, 合计募集资金2128.12亿元。
- **资产管理业务:** 2010年上半年, 公司资产管理业务实现净收入0.047亿元, 较之去年同期0.059亿元减少20.33%。上半年, 公司新成立1只集合理财产品——“黄山3号”, 募集资金3.22亿元。截至6月底, 公司集合理财产品共3只, 管理资产规模11.34亿元, 占全行业集合理财产品资产总规模的1.07%。

表3: 国元证券集合理财产品

	今年以来总回报(%)	上证指数期间涨跌幅(%)	成立日期	投资类型
国元黄山1号	-0.65	-30.11	2006-10-9	混合债券型
国元黄山2号	-0.35	-30.11	2008-12-19	平衡混合型
国元黄山3号	0.01	3.79	2010-6-7	平衡混合型

注: 国元黄山3号为成立以来总回报及上证指数涨跌幅

资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

- **基金管理:** 公司持有长盛基金41%的股权, 报告期内, 长盛基金实现营业收入3.28亿元, 净利润1.70亿元, 对公司投资收益贡献0.70亿元。截至6月底, 长盛基金资产规模367.47亿元, 在60家基金管理公司中排名第24。
- **创新业务。融资融券业务:** 公司已向证监会申请第三批融资融券试点资格; **直投业务:** 直投子公司——国元股权投资, 报告期内实现净利润399.66万元; **股指期货业务:** 报告期内, 公司收购五矿海勤期货以满足IB业务申请资格; 控股的国元期货报告期内实现营业收入1037.30万元, 净利润17.09万元。
- **投资评级:** 基于对下半年A股市场保持窄幅震荡运行格局的判断, 我们预计公司下半年业绩基本与上半年持平, 维持公司“观望”的投资评级。
- **风险提示:** 证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。



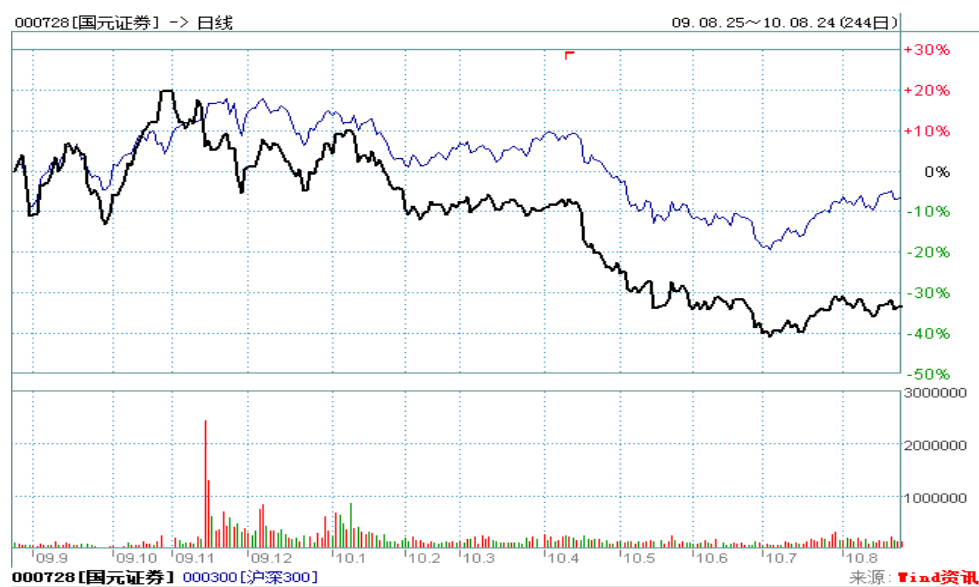
市场数据（截至2010年8月24日）

收盘价（元）	12.91
上市以来最高/最低（元）	24.48/ 11.34
上证指数	2650.31
市净率（倍）	1.76
流通市值（亿元）	101.36

基础数据（2010年6月30日）

每股净资产（元）	7.38
每股经营现金流（元）	-1.65
净资产收益率（扣除摊薄，%）	2.89
资产负债率（%）	44.63
总股本/流通股（亿股）	19.64/7.85

国元证券相对于沪深300指数走势（最近一年）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。本报告的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、刊登、发表或引用。