



谢佩洁

执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

## 投行表现出色，助推业绩超预期

——国金证券（600109）中报点评

### 研究报告-公司点评

观望（维持）

发布日期: 2010年8月26日

#### 报告关键要素:

上半年，公司投行业务爆发式增长，实现承销收入首次超过经纪业务收入，实现净利润（归属于上市公司股东）较去年同期增加46.18%。考虑到公司业务结构相对单一以及下半年行业经营环境的不甚乐观，我们维持公司“观望”评级。

#### 事件:

- **国金证券公布2010年中报。**2010年1-6月份，公司实现营业收入8.15亿元，同比增长41.55%；归属于上市公司股东的净利润2.96亿元，同比增长46.18%；基本每股收益0.30元，同比增长45.81%。

#### 点评:

- **净利增幅达四成，投行业绩功不可没：**尽管公司两大主要业务——自营投资、经纪业务收入都有不同程度下降，但得益于投行业务的出色表现，公司上半年实现净利润较去年同期增长46.18%，这一趋势与行业整体业绩普遍下滑截然相反，也超出我们此前预期。此外，公司研究咨询业务上半年实现收入535万元，在一定程度上反映公司经纪业务有望在未来得益于研究业务的支持而实现“差异化增值服务”的目标。

从单季度收入来看，第二季度，公司实现代理买卖证券净收入1.80亿元，较之一季度减少0.14亿元；证券承销业务（含保荐业务）实现净收入3.93亿元，较之一季度增加3.84亿元；证券自营业务由一季度盈利0.22亿元转为亏损0.55亿元。

表1: 公司各项业务收入情况

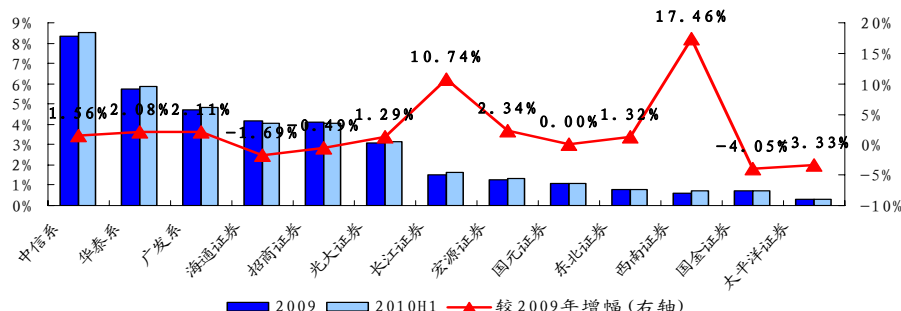
单位: 亿元

|                | 营业收入   |        |        | 营业收入构成 |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2010H1 | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010H1 | 2009   |
| 代理买卖证券净收入      | 3.74   | 1.94   | 1.80   | 50.34% | 77.19% |
| 证券承销净收入（含保荐业务） | 4.02   | 0.09   | 3.93   | 54.10% | 11.21% |
| 证券自营净收入        | -0.33  | 0.22   | -0.55  | /      | 11.60% |
| 合计             | 7.43   | 2.25   | 5.18   |        |        |

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **经纪业务收入小幅下滑：**2010年上半年，公司经纪业务实现净收入3.74亿元，较之去年同期3.95亿元减少5.31%，其中主要原因在于市场份额和佣金率的双重下滑。数据显示，以股票、基金交易额衡量基准，上半年公司实现经纪业务市场份额0.71%，较之09年底的0.74%减少0.03个百分点，减少4.05%，经纪业务市场份额在上市券商中居第12，在全行业中排名第43。经纪业务市场份额下滑的同时，公司佣金率水平也出现了下滑。据粗略测算，上半年公司平均佣金率水平0.0868%，较之09年底的0.0958%下滑0.009个百分点，下滑9.39%。公司平均佣金率绝对值在上市券商中基本处于行业最低水平，低于0.104%的行业平均，未来继续下滑的空间有限。

图1：上市券商经纪业务市场份额变化情况

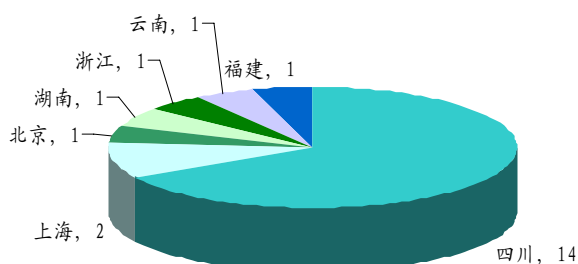


注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通和中信建投；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；广发系含广发证券、广发华福证券

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

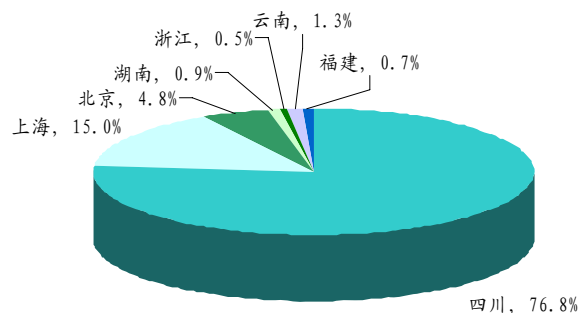
**网点布局情况。**上半年，公司完成5家服务部升级，截至2010年6月底，公司共有21家营业部，其中，四川省内有14家，占66.67%。

图2：公司各地区营业部情况



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

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

- **自营业务亏损：**2010年上半年，公司证券自营业务由去年同期盈利1亿元转为亏损0.33亿元，其中主要原因是二季度A股市场的大幅回调，公司调整投资策略，出售了部分可供出售金融资产权益类证券，该部分投资亏损0.33亿元。

分季度来看，公司一季度自营业务盈利0.22亿元，二季度自营业务亏损0.55亿元。从投资规模看，截至6月底，交易性金融资产规模4.594亿元，较09年底5.573亿元减少8.24%；可供出售金融资产规模0.787亿元，较之09年底1.812亿元减少56.57%。



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 | 3.688   | 80.28% | /     | /      | 0.516    | 65.57% | 0.522 | 28.81% |
| 股票 | 0.115   | 2.50%  | 0.001 | 0.02%  | 0.271    | 34.43% | 1.290 | 71.19% |
| 基金 | 0.791   | 17.22% | 5.572 | 99.98% | /        | /      | /     | /      |
| 合计 | 4.594   |        | 5.573 |        | 0.787    |        | 1.812 |        |

资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **投行业务爆发式增长:** 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) 4.04亿元, 较之去年同期0.27亿元大幅增长1396.30%。

报告期内, 公司共完成5家IPO和2家增发的主承销项目, 承销家数在上市券商中排名第4、行业第9, 募集资金达96.57亿元, 在上市券商中居第5、在全行业排名第11。

表3: 国金证券上半年主承销情况

|     |                          |
|-----|--------------------------|
| IPO | 黑牛食品、毅昌股份、康盛股份、科伦药业、棕榈园林 |
| 增发  | 川润股份、时代新材                |

资料来源: 中原证券研究所, wind资讯

- **创新业务发展滞后。**截至6月底, 公司净资本26.43亿元, 低于证监会规定融资融券业务的净资本规模要求; 控股子公司——国金期货报告期内实现营业收入1782.46万元, 净利润-120.53万元。
- **投资评级:** 上半年公司整体业绩主要得益于投行业务的靓丽表现, 但考虑到投行项目储备耗时较长的特点, 预计这种高速增长态势难以持续。再加之, 公司业务相对比较单一, 且对经纪业务的依赖性较大, 在目前竞争激烈的行业背景下, 经纪业务难以有较好的表现, 维持公司“观望”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25日)

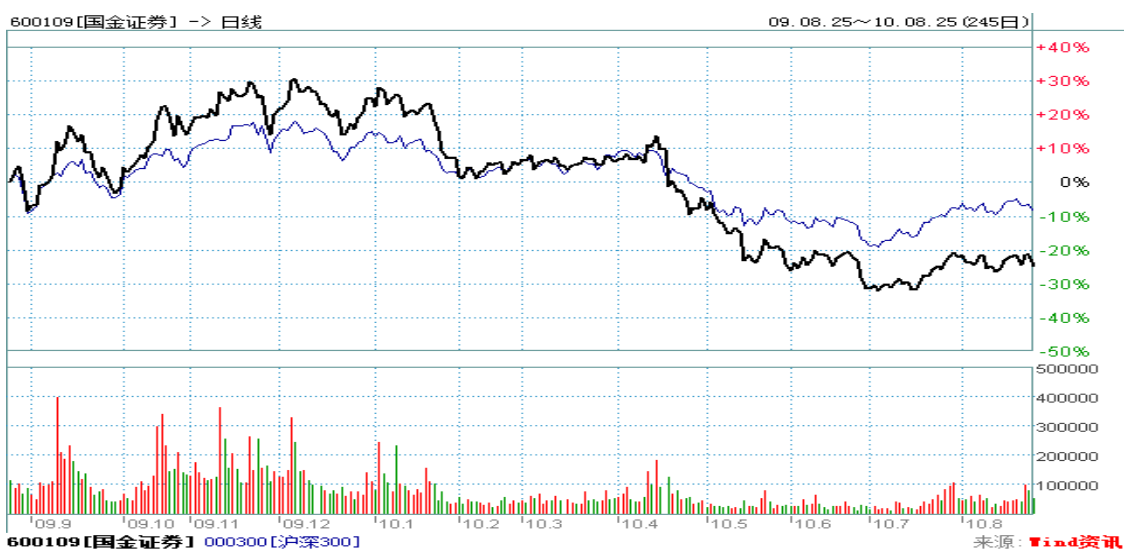
|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价 (元)       | 14.53        |
| 上市以来最高/最低 (元) | 26.35/ 12.81 |
| 上证指数          | 2596.58      |
| 市净率 (倍)       | 5.40         |
| 流通市值 (亿元)     | 61.99        |

基础数据 (2010年6月30日)

|                  |         |
|------------------|---------|
| 每股净资产 (元)        | 2.87    |
| 每股经营现金流 (元)      | -0.38   |
| 净资产收益率 (扣除摊薄, %) | 10.24   |
| 资产负债率 (%)        | 72.68   |
| 总股本/流通股 (亿股)     | 10/4.27 |



### 国金证券相对于沪深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

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：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。