



谢佩洁

执业证书编号: S0730210030006

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

第三季度各项业务表现相对不尽人意

——国元证券（000728）季报点评

研究报告-公司点评

观望（维持）

发布日期: 2010年10月29日

报告关键要素:

公司第三季度盈利同比下滑、环比大幅增长，但相较于已公布三季报的其他上市券商而言，公司各项业务表现不太尽人意，我们维持公司“观望”的投资评级。

事件:

- 国元证券公布2010年三季报。报告期内，公司实现营业收入6亿元，归属于母公司净利润2.52亿元，每股收益0.13元。2010年1-9月，公司实现营业收入15.37亿元，归属于上市公司股东的净利润6.74亿元，每股收益0.34元。

点评:

- **第三季度盈利同比下滑、环比大幅增长。**第三季度，公司营业收入和净利润分别同比下滑10.58%、21.50%，环比大幅增加46.70%、58.49%。前三季度，公司盈利净利润同比下滑13.81%，降幅较前2季度增加5.26个百分点，其中业务及管理费同比增加达26.79%，导致净利润在营业收入小幅增长的同时发生较大幅度下滑。从收入结构来看，前三季度，经纪业务仍是公司最主要的收入来源，营业收入占比54%；其次是投资银行业务，营业收入占比13.86%；最后是证券自营和资产管理业务，营业收入占比8.59和0.52%。
- **经纪业务：市场份额基本持平，佣金率进一步下滑。**1-9月，公司经纪业务实现净收入8.3亿元，较之去年同期减少25.36%，主要是交易额和佣金率的双重下滑所致，其中佣金率水平较之去年同期大幅下滑17.18%，股基交易额同比下滑9.91%。以股基交易额为衡量标准，截至9月底，公司实现经纪业务市场份额1.06%，基本与2010年上半年、09年底的市场份额持平；但佣金率在第三季度出现了进一步下滑的态势，截至9月底，据粗略测算，公司平均毛佣金率0.1109%，较之6月底进一步下滑2.63%，公司的佣金率水平在业内已处于较低水平，未来进一步下滑的空间有限。
- **自营投资收益扭转亏损局面。**1-9月，公司自营业务实现净收入1.32亿元，较之去年同期增加100%，伴随着第三季度A股市场有所回暖，公司自营业务扭转了上半年亏损的局面。单季度看，第三季度实现自营投资收益1.38亿元，与第一季度0.15亿元、第二季度-0.22亿元的投资收益有较大改善，而去年3季度A股市场宽幅振荡，公司自营业务亏损0.02亿元。
- **投行业务大幅增长：**1-9月，公司投行业务实现净收入（含证券承销、财务顾问、保荐收入）2.13亿元，较之去年同期增长8.12%。报告期内，公司共完成6家IPO的主承销项目，首发承销金额44.50亿元、市场份额1.16%。
- **资产管理业务。**1-9月，公司资产管理业务实现净收入0.08亿元，较之去年同期减少33.33%；第三季度，实现净收入0.04亿元，同比减少33.33%，环比增加100%。第三季度公司并没有新的集合理财产品发行，截至目前，公司集合理财产品共有3只，资产规模10.72亿元，市场份额0.99%，排名第27。
- **投资建议。**10月份以来，市场环境有所好转，成交量持续放大，我们预计2010年全年日均成交额将超过此前预期，券商板块总体业绩可能好于我们此前预期。但相较于已公布三季报的其他上市券商



而言，公司第三季度各项业务表现相对不太尽人意，预计公司2010年每股收益0.48元，按10月29日收盘价，对应市盈率30.15倍，我们维持公司“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。

招商证券前三季度主要经营指标

	主要业务收入占比 (%)			单季度情况 (亿元)		
	2009 年	2010 年中期	2010 年前三季	1 季度	2 季度	3 季度
营业收入 (亿元)	21.85	9.37	15.37	5.28	4.09	6.00
证券经纪业务	70.43%	59.45%	54%	2.99	2.58	2.73
投资银行业务	7.23%	15.26%	13.86%	1.07	0.36	0.63
证券自营业务	7.51%	亏损	8.59%	0.15	-0.22	1.38
资产管理业务	1.51%	0.53%	0.52%	0.023	0.024	0.04
净利润 (归属母公司)	10.37	4.22	6.74	2.63	1.59	2.52
每股收益 (元)	0.69	0.21	0.34	0.13	0.08	0.13

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

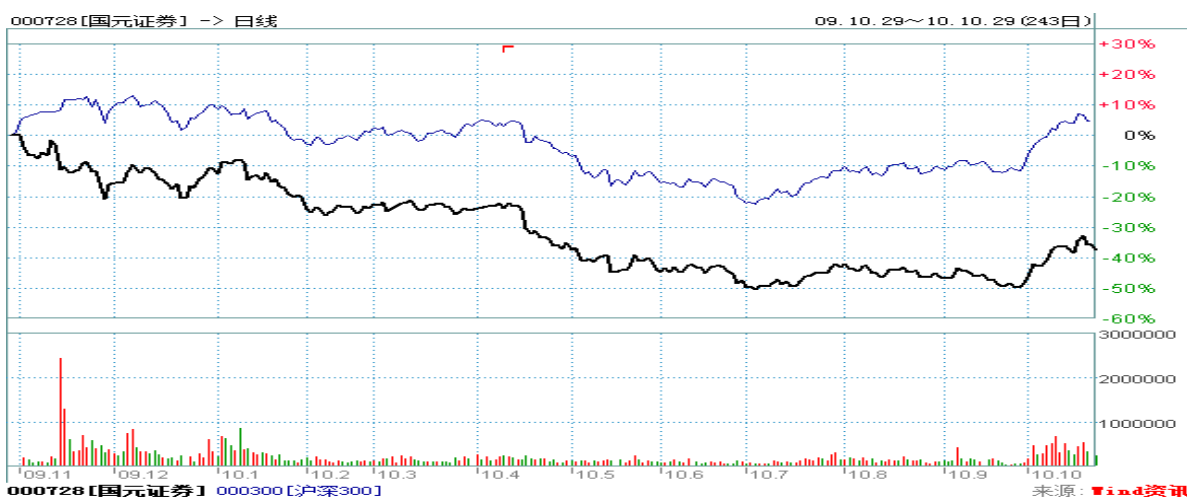
市场数据 (截至2010年10月29日)

收盘价 (元)	14.47
一年内最高/最低 (元)	23.34/11.34
上证指数	2978.84
市净率 (倍)	1.98
流通市值 (亿元)	116.90

基础数据 (2010年9月30日)

每股净资产 (元)	7.53
每股经营现金流 (元)	-2.46
净资产收益率 (扣除摊薄, %)	4.52
资产负债率 (%)	41.95
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：wind资讯，中原证券研究所

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。