



谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

收入结构单一，成本控制有待提高

——国金证券（600109）年报及一季报点评

研究报告-公司点评

观望（维持）

发布日期: 2011年4月18日

报告关键要素:

2010年，受券商佣金战等影响，公司经纪业务收入、自营投资收益出现较大下滑，再加上业务及管理费大幅增加，使得净利润在营业收入同比增长的情况下仍大幅下滑。经纪业务仍是公司目前最主要的收入来源，收入结构较为单一，维持“观望”评级。

事件:

- **国金证券公布2010年年报和2011年1季报。**2010年，公司实现营业收入16.45亿元，同比增长16.25%；归属于上市公司股东的净利润4.38亿元，同比减少15.12%；基本每股收益0.44元。
- 2011年1季度，公司实现营业收入4.78亿元、同比大幅增长82.44%；归属于上市公司股东净利润1.56亿元、同比增长77.27%，每股收益0.16元。

点评:

- **年报业绩低于预期。**2010年，证券市场震荡整理、券商佣金战激烈，公司自营投资收益、经纪业务收入均出现了较大下滑，再加上业务及管理费同比大幅增加，使得净利润在营业收入同比增长的情况下仍大幅下滑。从收入结构看，2010年，证券经纪业务仍是公司的主要收入来源、但占比趋于下滑，经纪业务收入占营业收入比重由上年的69.12%下降至48.69%、减少20.42个百分点；投行业务占比由上年的11.31%提升至37.99%、上升26.69个百分点，自营业务收入则占比由上年的10.39%下降至3.28%。
- **2010年各大业务情况：**1) **经纪业务市场份额和佣金率双重下滑：**2010年，公司经纪业务实现净收入8.01亿元，较之去年同期减少18.1%，主要是佣金率和股基交易额的双重下滑所致。2010年，公司实现股基交易额7371.52亿元、同比下滑8.48%，而市场同期小幅增长1.52%；经纪业务市场份额0.67%、同比下滑9.46%。在经纪业务市场份额下滑的同时，佣金率也大幅下滑。据粗略测算，2010年，公司平均佣金率水平0.1087%，较之09年底下滑10.48%。2) **自营规模减少、投资收益率也降低：**2010年，公司证券自营业务实现净收入0.54亿元，较之去年同期大幅减少63.27%。截至2010年底，公司自营规模（交易性+可供出售）4.98亿元，较之09年底7.38亿元减少32.52%；投资收益率也从09年的19.92%下滑至10.84%。3) **投行业务大幅增长：**2010年，公司投行业务实现净收入（含证券承销、财务顾问）6.25亿元，较之去年同期大幅增长290.63%。全年共完成9家IPO、5家增发的主承销项目，募集资金163.79亿元、市场份额1.85%，较之09年有所提升；无债券主承销项目。4) **业务及管理费大幅增加：**公司2010年发生的业务及管理费合计9.5亿元、较之去年同期大幅增加40.95%，主要原因是职工薪酬大幅提高所致。业务及管理费在营业收入中的占比为57.75%、较之去年同期增加10.12个百分点，费用水平大幅增长，成本控制能力还有待加强。

图1：公司各项业务在营业收入中的占比情况

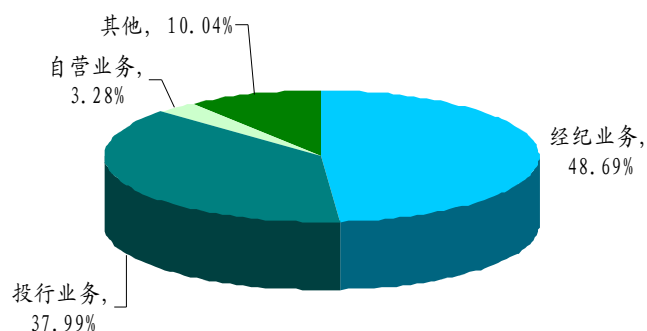
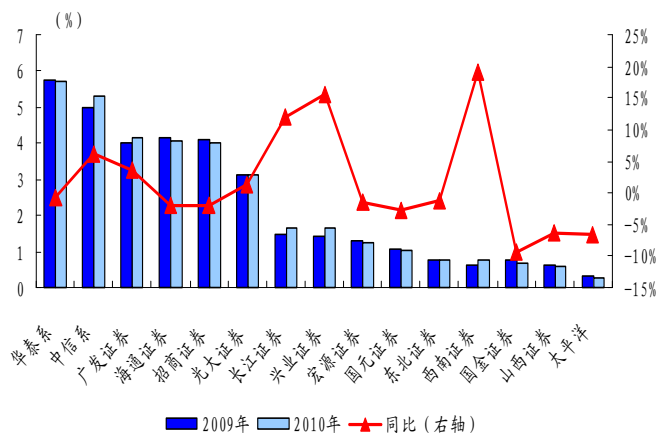


图2：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网，公司财务报表

- **2011年一季度业绩略超预期。**公司一季度业绩同比、环比均大幅增长，主要是投行业务大幅增长所致。从各业务看，2011年一季度，经纪业务实现净收入1.78亿元、同比减少8.25%、环比减少29.27%；自营业务实现净收入0.23亿元、同比增长4.55%、环比大幅减少57.10%；投行业务实现净收入2.2亿元、同比大幅增长2344.44%、环比大幅增长487.07%。但投行项目具有储备期等特性，我们认为，单纯依靠投行业务来带动业绩的高增长态势未来难以持续。
- **投资评级：**我们预计公司2011年每股收益0.46元，对应市盈率36倍。作为一家区域性券商，经纪业务目前仍是公司最主要的收入来源，公司收入结构较为单一，而单纯靠投行带动业绩增长未来难以持续，成本控制能力也有待提高，维持公司“观望”的投资评级。
- **风险提示：**佣金率水平进一步大幅下滑的风险；自营投资收益和经纪业务收入受证券市场影响较大。



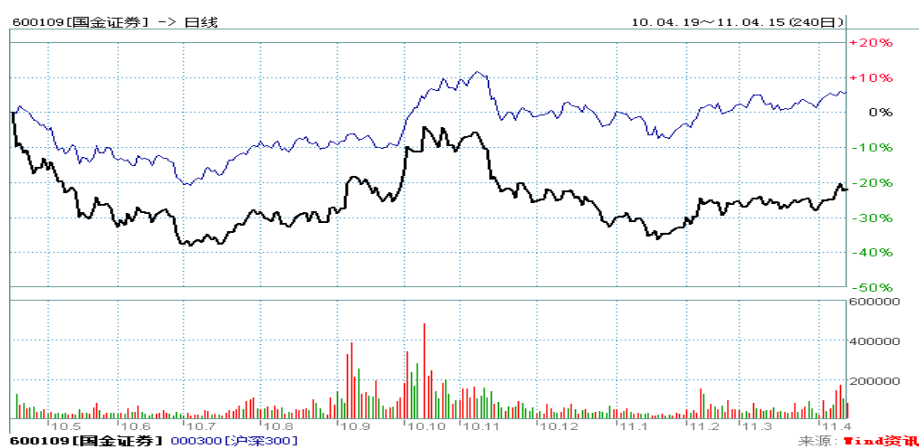
市场数据（截至2011年4月15日）

收盘价（元）	16.58
一年内最高/最低（元）	21.92/12.81
上证指数	3050.53
市净率（倍）	5.49
流通市值（亿元）	165.8

基础数据（2010年12月31日）

每股净资产（元）	3.02
每股经营现金流（元）	-0.36
净资产收益率（扣除摊薄，%）	13.89
资产负债率（%）	72.59
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（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。



重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

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。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。