

国金证券 (600109)

承销收入波动较大

——2011 年中报点评

	梁静	崔晓雁
	021-38676850	021-38674874
	liangjing@gjtas.com	cuixiaoyan010374@gjtas.com
编号	S0880511010005	S0880511070001

本报告导读:

承销业务收入减少 43%，自营扭亏，费用增长 9%。

投资要点:

- 业绩降幅符合预期。国金证券上半年营业收入 7.04 亿元、同比下滑 13.65%；净利润 2.05 亿元，同比减少 30.65%。EPS 0.21 元，BVPS 3.22 元，ROE 6.38%。承销收入减少 43%，是业绩下降的主要原因。
- 2 季度营收 2.26 亿元，净利润 0.50 亿元，环比分别降 53%、68%，EPS 0.05 元。业绩下滑亦为承销收入减少所致，投资和经纪也有明显下滑。
- 佣金率有企稳趋势，国金证券上半年经纪份额 0.65%，同比下降 6.8%，股基交易额 0.33 万亿元、同比增长 0.8%。上半年平均净佣金率 0.10%，同比下降 12%，致使经纪净佣金同比减少 12%。国金佣金率降幅小于其他券商，且从季度趋势看已企稳。
- 承销收入降幅较大，上半年股票承销额列行业 16 名，股票承销规模 57.5 亿元，表现尚可，但基数太高致同比减少 42%，市场份额由 2.99% 下降至 1.96%，加之无债券承销，导致承销收入同比大幅减少 43%。
- 自营收益增长成唯一亮点，本期国金证券投资实现收益 0.30 万元，扭亏为盈，同比增加 0.63 亿元，大幅提升固定收益类证券的投资规模，是国金自营业务增长的主要原因。截至 6 月末，国金自营规模 8.3 亿元、占净资产比例 26%，其中 81% 为债券。
- 业务及管理费率快速上升。上半年业务及管理费同比增长 9%，费率达到 58%，同比增长 12 个百分点；净利润率由 36% 下降至 29%。
- 维持中性评级。调整公司 2011-2013 年 EPS 至 0.39 元/0.41 元/0.43 元。动态 PE34 倍、而 PB4.15 倍，维持中性评级，根据分部估值，下调目标价至 13.0 元。

财务摘要 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,415	1,645	1,402	1,492	1,560
(+/-)%	-6%	16%	-15%	6%	5%
经营利润 (EBIT)	671	573	516	549	575
(+/-)%	-32%	-15%	-10%	6%	5%
净利润	516	438	387	412	431
(+/-)%	-32%	-15%	-12%	6%	5%
每股净收益 (元)	0.52	0.44	0.39	0.41	0.43
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	47%	35%	37%	37%	37%
净资产收益率 (%)	20%	15%	11%	10%	10%
总资产收益率 (%)	5%	4%	3%	3%	3%
市净率	26	30	34	32	31
市盈率	5.2	4.4	3.8	3.4	3.0
股息率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 13.00

上次预测: 17.10

当前价格: 13.35

2011.08.26

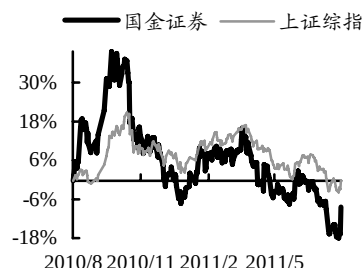
交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.50-20.99
总市值 (百万元)	13,353
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,000/1,000
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	54

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,221
每股净资产	3.22
市净率	4.1
净负债率	15.1%

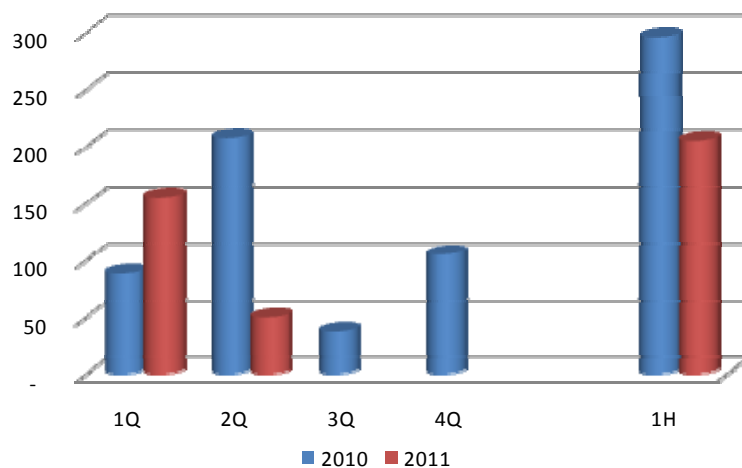
52 周内股价走势图



相关报告

《承销进步快，业绩超预期》	2011.04.18
《高费用率拖累业绩》	2010.10.26
《投行业务推动业绩快速增长》	2010.08.26
《佣金率降幅相对平缓，投行项目储备丰	2010.04.22
《大幅下滑在预期中，业绩基数将回归常	2010.03.30

图 1 国金证券中报业绩同比下降 31%，2 季度环比下降 68%



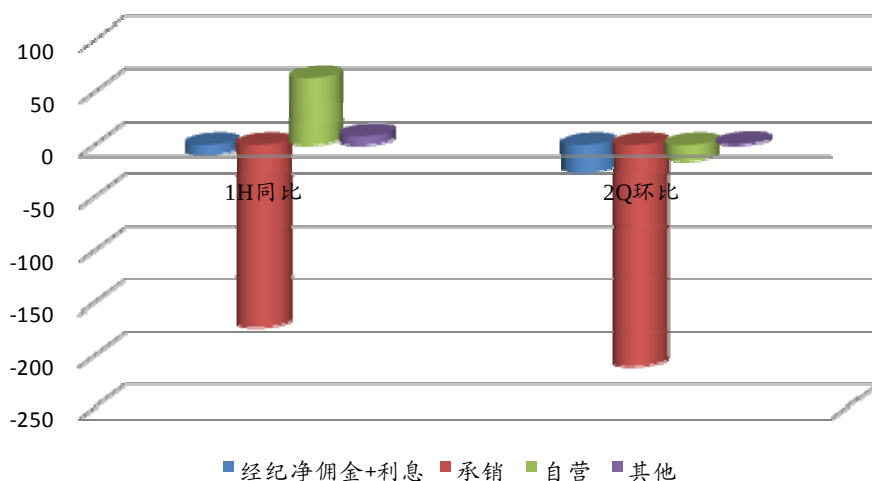
数据来源：公司公告

表 1: 国金证券中期主要指标变化 (单位: 百万元)

	2011.1H	2010.1H	同比	2011.1Q	2011.2Q	环比
营业收入	704	815	-14%	478	226	-53%
经纪净佣金	330	374	-12%	178	153	-14%
承销	229	402	-43%	220	9	-96%
自营	30	-33	-190%	23	7	-67%
利息	84	50	66%	43	41	-4%
业务及管理费	411	376	9%	252	158	-37%
净利润	205	296	-31%	156	50	-68%
经纪&自营/营业收入	63%	48%	32%	51%	89%	
营业费用率	58%	46%	26%	53%	70%	
净利润率	29%	36%	-20%	33%	22%	
EPS(元/股)	0.21	0.30	-31%	0.16	0.05	
ROE(%)	6.38%	10.33%	-38%	4.91%	1.55%	
BPS(元/股)	3.22	2.87	12%	3.17	3.22	

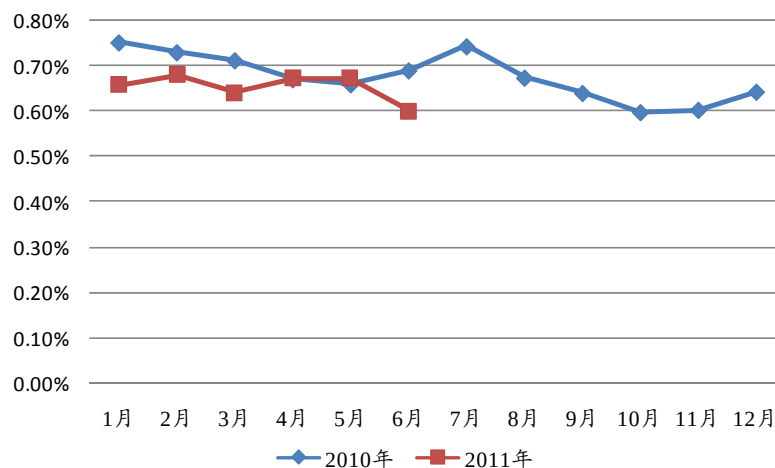
数据来源：公司公告

图 2 承销收入减少是国金证券中报及 2 季度业绩下滑的主要原因



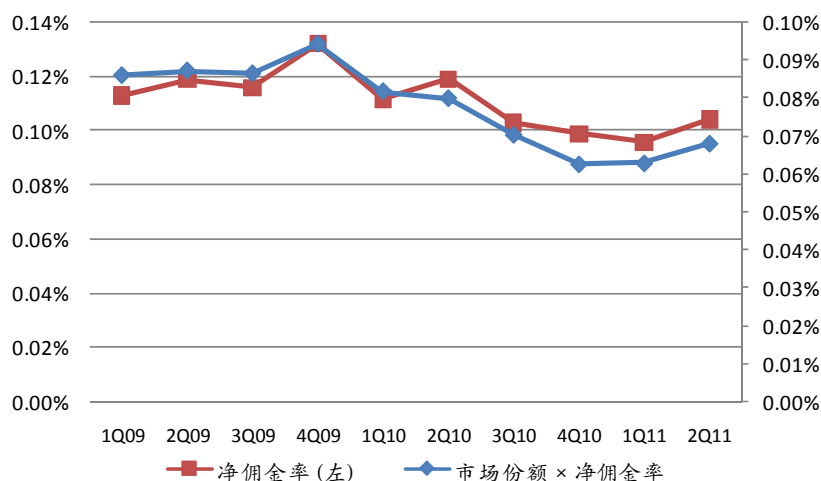
数据来源：公司公告

图 3 国金证券上半年股基份额 0.65%，同比下降 6.8%



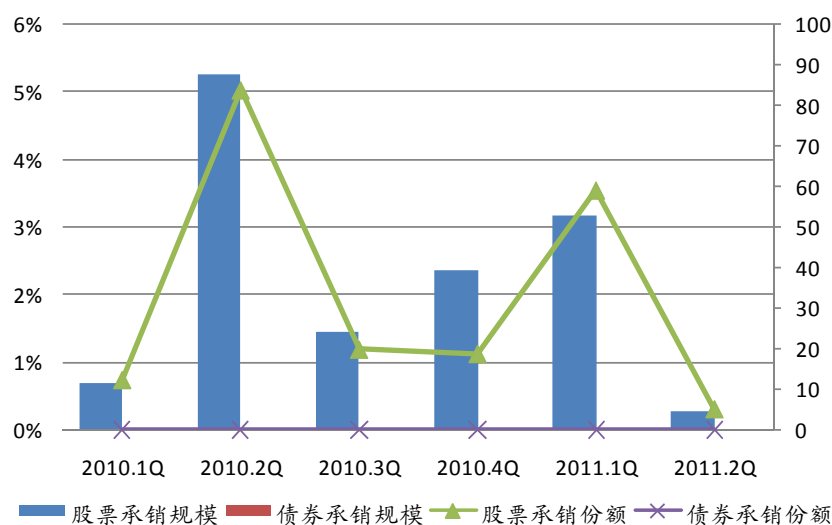
数据来源：国泰君安证券研究

图 4 国金上半年平均净佣金率 0.10%，同比下降 12%，环比企稳



数据来源：国泰君安证券研究

图 5 上半年国金股票承销规模同比减少 42%，无债券承销



数据来源：国泰君安证券研究

表 2: 2011 年中期经纪业务市场份额排名 (单位: 亿元)

排名	券商	股基交易额	交易额同比	市场份额	份额同比
1	华泰	27,369	1.9%	5.49%	-5.9%

2	中信	27,085	14.9%	5.43%	6.7%
3	银河	25,776	7.6%	5.17%	-0.6%
4	国泰君安	24,605	13.2%	4.94%	4.6%
5	国信	21,777	5.2%	4.37%	-2.8%
6	广发	20,671	10.6%	4.15%	2.2%
7	海通	20,421	9.7%	4.10%	1.3%
8	招商	19,807	6.7%	3.97%	-1.4%
9	申银万国	18,753	5.9%	3.76%	-2.1%
10	中信建投	15,926	4.1%	3.19%	-3.8%
42	国金	3,265	0.8%	0.65%	-6.8%

数据来源：国泰君安证券研究

表 3: 2011 年中期股票承销市场排名 (单位: 亿元)

排名	券商	发行家数	发行额	份额	IPO	增发	配股	定增
1	中信	6.8	262.7	9.3%	46	0	89	128
2	招商	16.0	224.1	7.9%	89	0	24	110
3	国信	23.0	221.5	7.9%	183	0	5	34
4	安信	11.5	191.0	6.8%	108	0	0	83
5	平安	24.0	165.7	5.9%	145	0	0	20
6	中信建投	5.3	138.2	4.9%	13	35	0	90
7	中金公司	2.5	128.4	4.6%	-	0	110	19
8	广发	7.0	124.5	4.4%	27	0	83	14
9	中德	0.8	114.7	4.1%	47	0	0	67
10	民生	10.0	93.4	3.3%	39	0	6	49
16	国金	7.0	57.5	2.0%	47	0	2	8

数据来源：国泰君安证券研究

表 4: 2011 年中期债券承销市场排名 (单位: 亿元)

排名	券商	家数	发行额	份额	公司债	可转债	企业债	短融	中票
1	国泰君安	9.5	232.2	10.5%	103	38	91	-	-
2	平安	8.5	173.0	7.8%	130	-	43	-	-
3	瑞银	5.3	144.7	6.5%	68	76	-	-	-
4	中银国际	15.0	141.0	6.4%	9	-	132	-	-
5	宏源	11.5	139.5	6.3%	15	-	125	-	-
6	广发	8.0	137.5	6.2%	75	-	63	-	-
7	中国银河	8.5	133.0	6.0%	24	-	110	-	-
8	华林	10.0	93.5	4.2%	-	-	94	-	-
9	中金公司	3.7	85.3	3.8%	30	55	-	8	50
10	德邦	3.3	70.3	3.2%	13	-	57	-	-
	国金	0.0	-	0.0%	-	-	-	-	-

数据来源：国泰君安证券研究

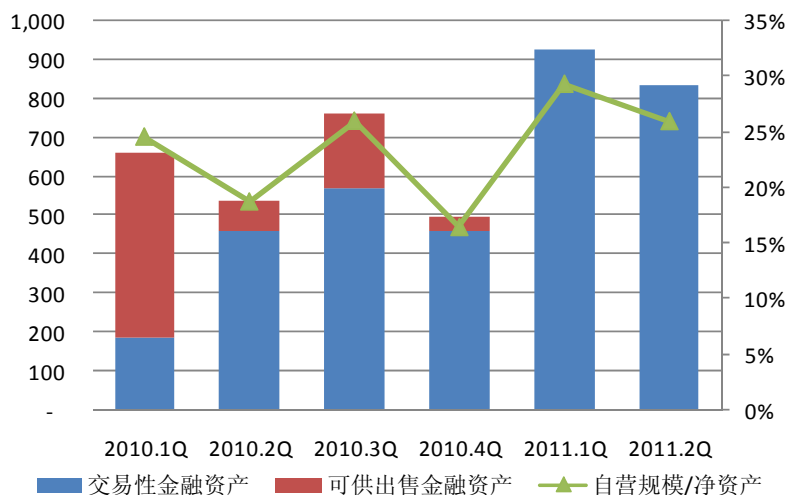
表 5: 国金证券上半年主承销项目列表 (单位: 亿元)

名称	发行方式	所占规模	发行日期	是否联席主承销
霞客环保	配股	3.20	2011/2/22	否
元力股份	首发	4.08	2011/1/24	否
东方铁塔	首发	17.18	2011/1/25	否
鸿特精密	首发	3.65	2011/1/27	否

通裕重工	首发	2.28	2011/2/25	否
升达林业	增发	22.50	2011/1/5	否
精功科技	增发	4.64	2011/5/17	否

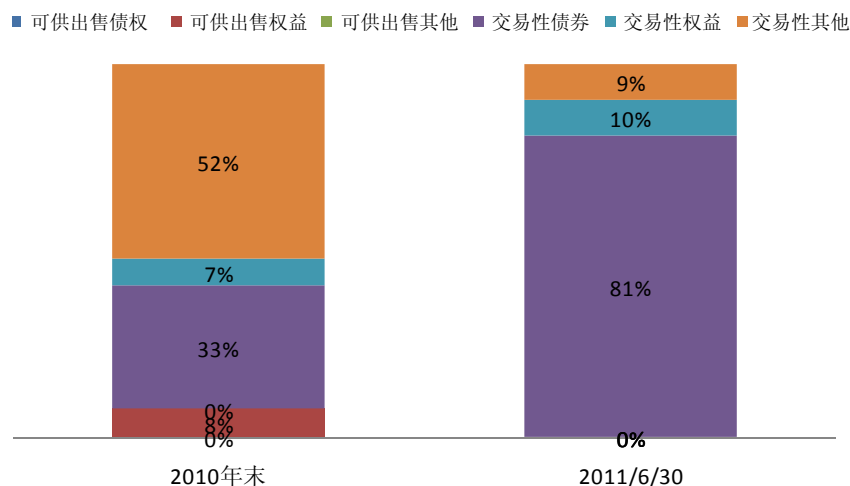
数据来源：国泰君安证券研究

图 6 上半年国金平均自营规模提升至占净资产的 28%



数据来源：国泰君安证券研究

图 7 本期国金证券加强固定收益类投资，投资收益得以提升



数据来源：国泰君安证券研究

表 6: 国金证券盈利预测表 (亿元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,415	1,645	1,402	1,492	1,560
手续费及佣金净收入	1,179	1,478	1,202	1,206	1,216
其中: 代理买卖证券业务	978	801	699	716	722
证券承销业务净收入	142	613	461	471	468
受托客户资产管理业务	0	0	15	19	26
利息净收入	89	112	145	102	109
投资收益+公允价值	147	55	11	99	109
营业支出	744	1,072	885	942	985
营业税金及附加	69	89	75	80	84

业务及管理费	674	950	810	862	901
营业利润	671	573	516	549	575
所得税费用	173	160	129	137	144
净利润	516	438	387	412	431
归属于母公司净利润	516	438	387	412	431

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 7：国金证券分部估值表

	2010	2011E	2012E	2013E
经纪业务(亿元)	68	55	54	53
净利润(亿元)	3.4	2.8	2.7	2.7
PE 倍数	20	20	20	20
自营业务(亿元)	5	9	10	11
规模(亿元)	5	9	10	11
PB 倍数	1.05	1.05	1.05	1.05
承销业务(亿元)	48	37	38	39
规模(亿元)	1.9	1.5	1.5	1.5
PE 倍数	25	25	25	26
资产管理(亿元)	0	1	1	1
集合理财规模(亿元)	0	15	19	26
基金管理规模(亿元)	0	0	0	0
Price/Aum	5%	5%	5%	5%
现金价值(亿元)	27	27	31	35
合计(亿元)	148	129	133	140
创新溢价	0%	1%	2%	4%
合计(亿元)	148	130	136	145
每股价值	14.80	13.02	13.58	14.52

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		