

收入结构变化 盈利回归常态

回避

中性

谨慎推荐

推荐



公司调研简报

证券行业研究

2009 年 9 月 17 日

公司基本情况及预测

项目	2008	2009E	2010E	2011E
EPS (元)	1.512	0.45	0.49	0.56
市盈率	14	48	44	39
净资产收益率 (%)	34.03	18.65	18.84	19.5
总股本 (百万股)	500	1000	1000	1000

主要观点:

- **区域内呈现完全竞争格局。**四川省是证券经纪业务开放程度较高的一个省。省内券商和外地券商实现充分竞争，本省券商并没有以地域优势占得绝对市场份额。
- **自营业务规模迅速收缩。**到 2009 年中期，公司持有的可供出售金融资产规模已经由 2008 年中期的 10 亿下降到仅有 1.84 亿。出售所获得的投资收益也主要在 2008 年中期和 2008 年下半年体现。上半年公司并没有顺势加仓，说明公司将保持谨慎的自营风格。自营业务收益率将下降。
- **保代人数激增，投行业务进步快。**公司近年来引进保荐代表人速度加快，目前有保荐代表人 30 人，保荐代表人数量处于行业第 13，在上市券商中，排在中信证券、海通证券和光大证券之后。保荐代表人迅速扩张是公司投行业务份额提升的原因。
- **暂无再融资计划，但股本扩张预留空间。**
- **收入结构变化，盈利将回归常态。**公司收入结构将发生变化，证券投资收益比例下降，证券经纪业务比例上升。公司交易席位租金收入中期虽然下降 36%，但据了解，导致这一下降的原因主要是会计记帐时间上的不同，公司实际席位租金并没有下降，基金市场仍保持较高份额。收入结构的变化将导致公司盈利水平将回归行业平均水平，假设年度日均交易额

目标价格 (元): 24.75

市场数据

市价 (元): 21.93
 流通 A 股 (亿股): 2.67
 总股本 (亿股): 10
 年内股价最高最低 (元) 44.35/17.48
 60 日内涨幅: -4.45%
 上证综指: 2999

2009 年民族行业相对沪深 300 表现



——民族行业 ——沪深 300

相关研究

《经纪业务态势乐观》，2009 年 6 月 8 日

《估值高于行业平均水平——行业年报季报综述》，2009 年 5 月 7 日

《延续一季度良好态势——行业 5 月月报》，2009 年 5 月 7 日

《国元证券调研报告——业绩稳定增长可期》，2009 年 9 月 15 日

宋健

Tel.: 010-59355925

Email: songj@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层 (100140)

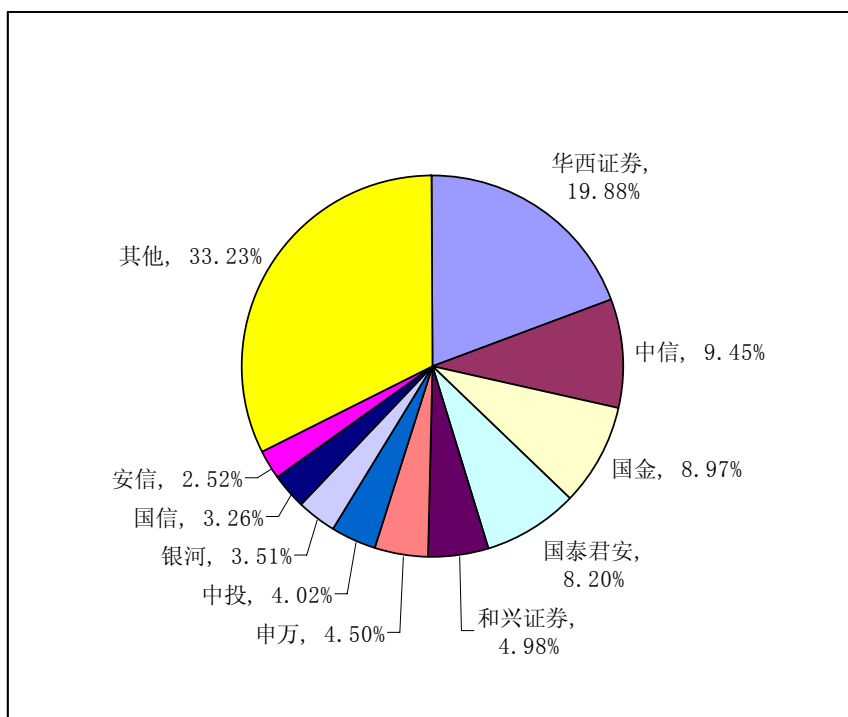
维持在 2000-2200 亿之间，公司经纪业务占全部业务比重在 60%以上，预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年 EPS 为 0.45 元，0.49 元和 0.56 元，对应的 2009 年、2010 年和 2011 年的动态市盈率为 48X、44X 和 39X。

(详见正文)

一、 区域内呈现完全竞争格局

四川省是证券经纪业务开放程度较高的一个省。省内券商和外地券商实现充分竞争，本省券商并没有以地域优势占得绝对市场份额。四川省市场份额最大的券商是华西证券，份额约占 19.37%，中信证券排名第二，占有 9.51% 的市场份额，国金证券以 9.03% 的市场份额排名第三。四川省内有 41 家券商 147 家营业部。四川省经纪业务前十大券商中，省内券商三个，合计占有 33.84% 的市场份额，前 10 大券商占 69% 的市场份额。许多中小券商在四川省占有一席之地。

图 1：四川省主要券商经纪业务市场份额

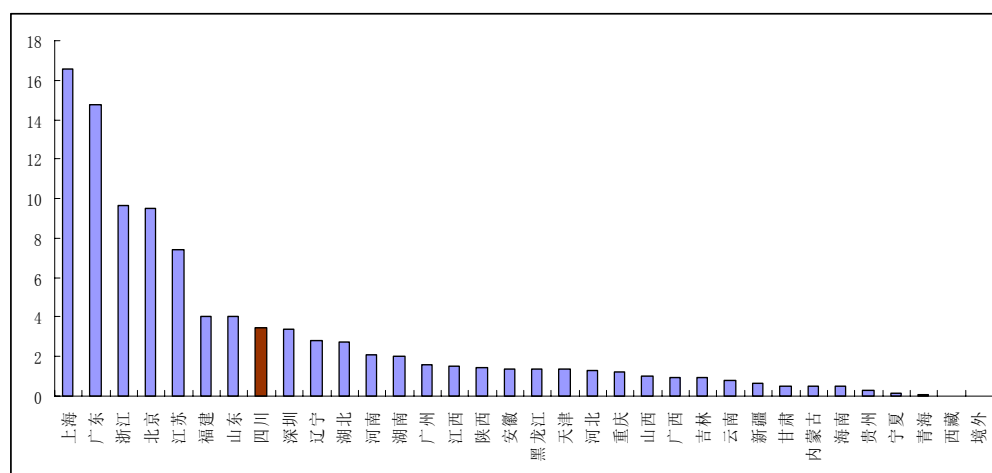


这种竞争格局造成了国金证券面临的市场竞争更加激烈，公司共计 16 家证券营业部，其中 9 家在四川省内，8 家在成都市内，73% 的营业收入来自于省内。由于在省内省外竞争压力都很大，公司经纪业务市场份额很难在现有的竞争格局下获得突破。公司 2009 年中期市场份额 0.44%，同比上升 0.11 个百分点。份额上升的原因是公司在稳定现有市场份额同时，通过产品和服务做深经纪业务。公司 40% 的经纪业务收入来自于基金客户。这是市场份额保持稳定的重要原因之一。

公司在四川省特别是成都市具有较大优势，近两年连续获成都市政府财政补贴，2008 年获得 2200 万财政补贴，2009 年上半年获得 1100 万。

在全国各省级行政单位证券交易市场份额中，四川省排在全国第 8 位，交易总量占全国的 3.467%。

图 2：四川省经纪业务在全国地位



数据来源：WIND

二、 自营业务规模迅速收缩

国金证券的自营业务规模迅速收缩，自营权益类证券规模收缩了 91%，自营固定收益类证券规模收缩了 85%，权益类证券持有规模在同类券商中处于最低范围，固定收益类证券持有比例也仅高于国元证券。

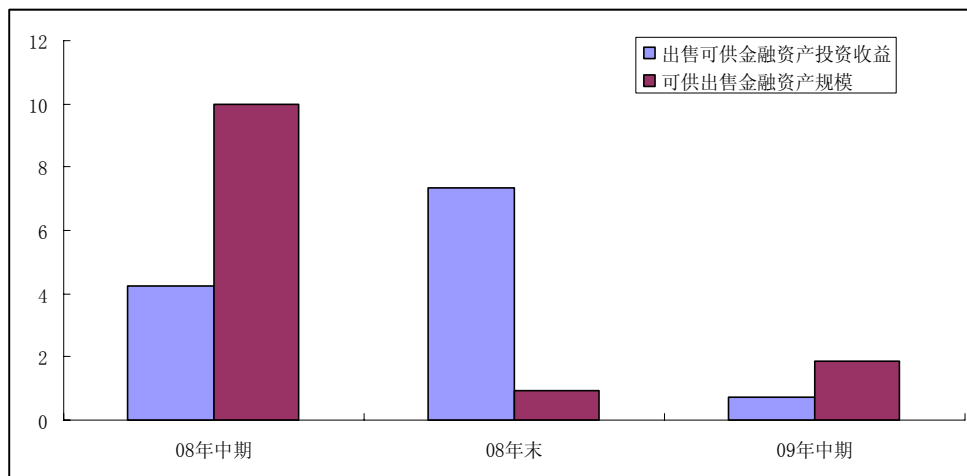
表 1：券商自营规模对比

	国元证券		长江证券		国金证券		海通证券	
	比率	同比增减	比率	同比增减	比率	同比增减	比率	同比增减
自营权益类 证券/净资本	3.76%	+2.93%	31.64%	+18.97%	0.53%	-91.42%	13.45%	10.25%
自营固定收 益类证券/净 资本	8.85%	-30.61%	84.74%	-22.21%	11.16%	-84.57%	19.47%	-12.02%

数据来源：公司公告

到 2009 年中期，公司持有的可供出售金融资产规模已经由 2008 年中期的 10 亿下降到仅有 1.84 亿。出售所获得的投资收益也主要在 2008 年中期和 2008 年下半年体现。上半年公司并没有顺势加仓，说明公司将保持谨慎的自营风格。自营业务收益率将下降。

图 3：国金证券可供出售金融资产规模及收益变化



数据来源：公司公告

三、 保代人数激增，投行业务进步快

投行业务上，公司主承销业务承销金额所占市场份额为 0.38%，比 2008 年 0.26% 的市场份额提高了 46%。承销品种从股票首发，延伸到增发、配股和债券承销。其中债券市场承销金额的份额由 0.04% 迅速提高到 0.35%。

公司近年来引进保荐代表人速度加快，目前有保荐代表人 30 人，保荐代表人数量处于行业第 13，在上市券商中，排在中信证券、海通证券和光大证券之后。保荐代表人迅速扩张是公司投行业务份额提升的原因。

四、 暂无再融资计划，但股本扩张预留空间

国金证券是上市券商中少数没有再融资计划的公司。公司 2009 年实施分红送股计划，每 10 股送 10 股，股本扩张一倍。为 10 亿股。我们认为，股本扩张不仅为公司现有各项业务提高

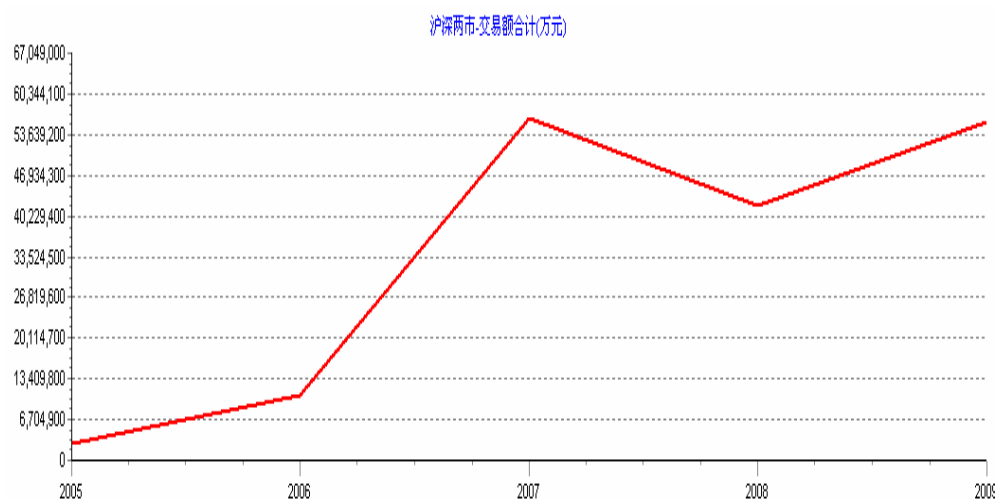
了运作平台，也为公司未来业务发展和规模扩张预留了空间。

五、 收入结构变化，盈利将回归常态

公司收入结构将发生变化，证券投资收益比例下降，证券经纪业务比例上升。公司交易席位租金收入中期虽然下降 36%，但据了解，导致这一下降的原因主要会计记帐时间上的不同，公司实际席位租金并没有下降，基金市场仍保持较高份额。收入结构的变化将导致公司盈利水平将回归行业平均水平，假设年度日均交易额维持在 2000-2200 亿之间，公司经纪业务占全部业务比重在 60%以上，预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年 EPS 为 0.45 元、0.49 元和 0.56 元，对应的 2009 年、2010 年和 2011 年的动态市盈率为 48X、44X 和 39X。

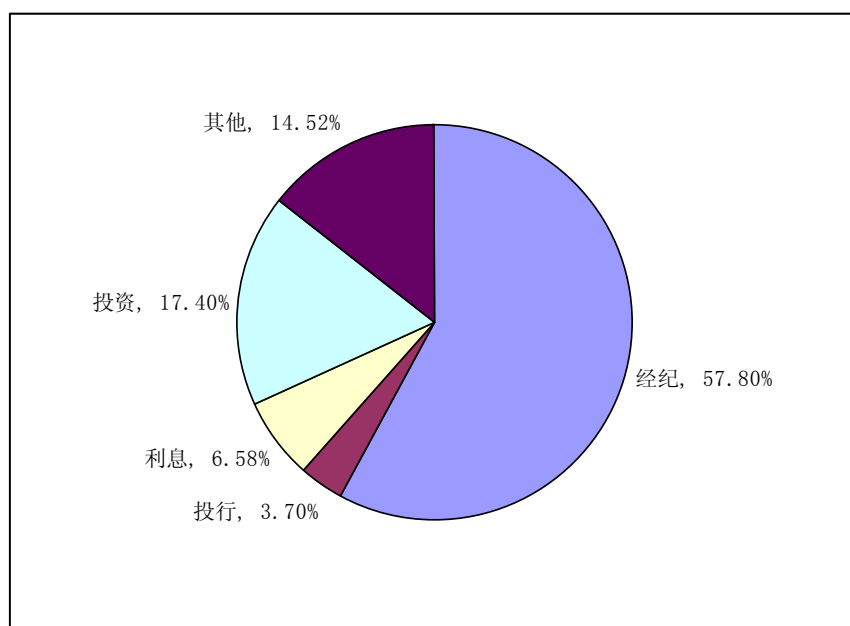
数据来源：民族证券

图 4：国金证券股票交易市场份额变化



数据来源：wind

图 5：国金证券业务构成情况 (20090630)



数据来源: wind

图表附录三、公司业绩敏感性分析和盈利预测

表 2: 国金证券 EPS-日均交易量敏感性分析

EPS(元)	1500	1800	2100	2300	2500
中信证券	0.81	1.02	1.22	1.42	1.56
海通证券	0.33	0.41	0.49	0.57	0.63
国金证券	0.26	0.32	0.39	0.45	0.49
国元证券	0.38	0.47	0.56	0.66	0.72
东北证券	0.88	1.10	1.32	1.54	1.69
宏源证券	0.42	0.53	0.64	0.74	0.81
长江证券	0.36	0.45	0.54	0.63	0.69
太平洋券	0.10	0.13	0.15	0.18	0.20

数据来源: 民族证券

表3：国金证券盈利预测表（单位：百万元，或按标注单位）

	2007	2008	2009 E	2010 E	2011E
营业收入	1,524.22	1,503.69	1142.80	1199.94	1379.94
手续费及佣金净收入	735.74	532.57	685.68	755.97	869.36
代理买卖证券业务净收入	662.6	385.01	596.54	657.69	756.34
证券承销业务净收入	42.2	121.87	89.14	98.28	113.02
受托管理业务净收入					
利息净收入	38.68	65.42	80.00	84.00	96.60
投资净收益	568.69	815.66	194.28	167.99	193.19
公允价值变动净收益	62.8	-59.75	38.86	33.60	38.64
其他业务收入	118.83	150.27	143.99	158.39	182.15
营业支出	442.82	520.42	537.17	540.03	621.02
营业税金及附加	64.08	54.2	57.14	60.00	69.00
管理费用	375.71	463.04	479.98	479.98	551.97
资产减值损失	1.59	0.05	0.05	0.05	0.05
营业利润	1,081.39	983.28	605.64	659.92	758.91
利润总额	1,082.84	1,006.70	593.52	646.72	743.74
所得税	351.13	250.47	148.38	161.68	185.93
净利润	731.71	756.23	445.14	485.04	557.80
少数股东损益	356.32	0.02	0.03	0.03	0.04
归属于母公司所有者的净利润	375.39	756.21	445.11	485.01	557.76
EPS（元）	1.322	1.512	0.45	0.49	0.56

数据来源：民族证券

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn

