

公司报告

佣金率下滑较大，下调业绩预测但维持评级

非银行金融业

2011年8月9日

评级：谨慎推荐（维持）

合理价格：12.75-16.18元

——国元证券（000728）2011中报点评

52周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所宏观策略小组

张鹏

执业证书编号：S0590208070087

联系人：

丁小玲

电话：0510-82833337

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- **事件：**公司发布 2011 年中期业绩，上半年实现营业收入 10.35 亿元，同比增长 10.49%；归属于母公司股东的净利润为 4.40 亿元，同比增长 4.21%；基本每股收益 0.22 元；归属于上市公司股东的每股净资产 7.57 元，比期初下降 0.79%；加权平均净资产收益率 2.93%，比上年同期增长 0.08 个百分点。此外，公司利润率为 42.48%，同比下降 2.56 个百分点。
- **中报业绩有 4 点需关注：**一是上半年平均净佣金率下滑幅度为 30.52%，超过行业平均降幅；且二季度公司佣金率继续下降并低于万六。二是融资融券业务开展进度低于预期判断。融资融券业务半年贡献利息收益 1949.97 万元，期末业务规模 5.77 亿元，较期初增加 1.31 亿元，市占率约为 2.11%，较期初下降 1.38%。三是投行继续保持高增长，上半年投行净收入为 2.04 亿元，同比增长 60.69%。四是管理费用同比上升 31.62%，管理费用率由 2010 年的 41.46% 上升至 45.48%。
- **下调全年盈利预测，但维持“增持”评级：**鉴于佣金率下滑过快，投行增长难补经纪下降，新业务业绩释放低于预期且市占率有所下降，费用上升较快，同时，A 股市场走势面临诸多不确定，自营业绩不宜乐观，故将今年全年的 EPS 下调至 0.37 元，合理价格区间为（12.75，16.18）元，对应 PE 为（34X，44X），对应 PB 为（1.6X，2.1X）。目前二级市场价格不及 10 元，基本抵达 08 年股价的最低位，即使距离最低合理价值依然具备 25% 的空间，因而维持“谨慎推荐”评级，但短期内股价的催化剂在于融资融券业务政策面的实质利好。
- **风险提示：**市场向下调整的系统性风险。

图表目录:

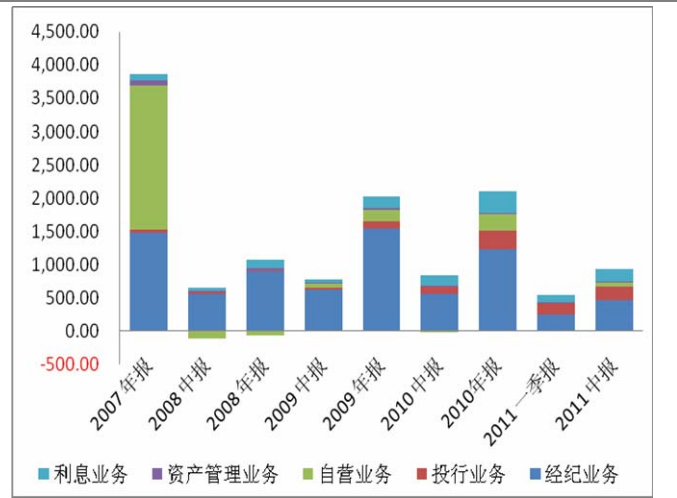
图表 1: 营收和净利润分别为 10.35 亿元和 4.40 亿元, 同比增长 10.49% 和 4.21% (1H2011)	3
图表 2: 经纪、投行、利息、自营收入贡献分别为 45%、19.75%、18.85% 和 5.84%。(1H2011)	3
图表 3: 成交额合计 7528 亿, 其中股票交易 4956 亿元, 市场占有率为 1.068%。(1H2011)	3
图表 4: 平均净佣金水平为 0.0619%, 较 2010 年下滑 30.52%。(1H2011)	3
图表 5: 承销 6 家, 承销金额 47.42 亿元 (1H2011)	4
图表 6: 股票、债券平均承销规模分别为 8.88 亿元、3 亿元 (1H2011)	4
图表 7: 自营投资规模 43.31 亿元, 其中交易性金融资产占比 11.32% (1H2011)	4
图表 8: 自营配置比较均衡, 股票、债券与基金分别占比 28.07%、38.98 和 24.93% (1H2011)	4
图表 9: 业务及管理费用率比 2009 年上升 7.51 个百分点 (1H2011)	5
图表 10: 15 家上市券商及板块估值一览	5

图表 1: 营收和净利润分别为 10.35 亿元和 4.40 亿元, 同比增长 10.49% 和 4.21% (1H2011)



数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 2: 经纪、投行、利息、自营收入贡献分别为 45%、19.75%、18.85% 和 5.84%。(1H2011)

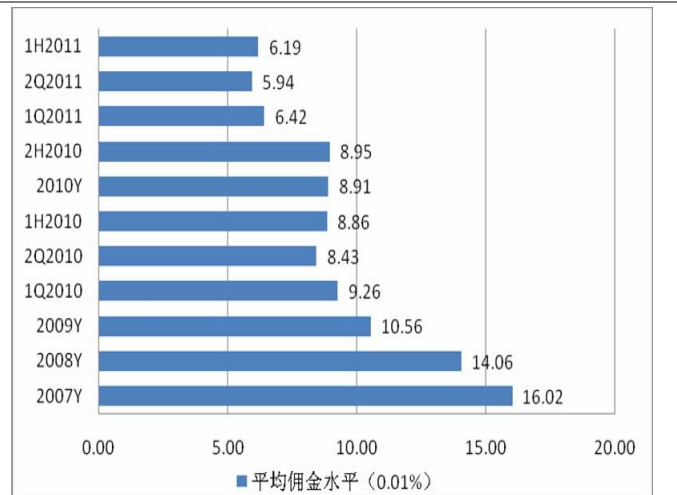


图表 3: 成交额合计 7528 亿, 其中股票交易 4956 亿元, 市场占有率为 1.068%。(1H2011)

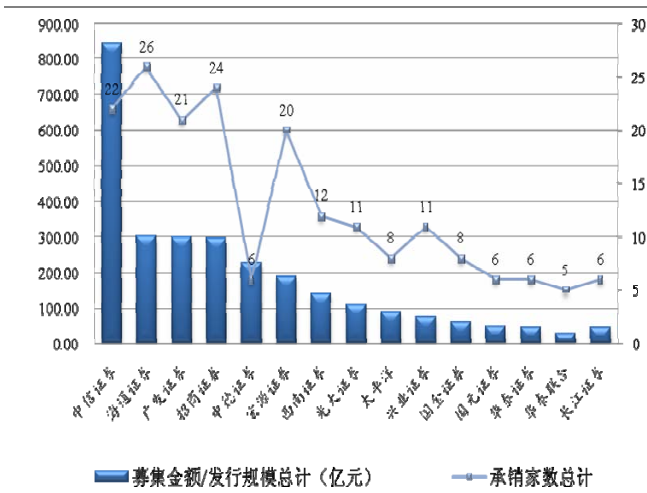


数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 4: 平均净佣金水平为 0.0619%, 较 2010 年下滑 30.52%。(1H2011)

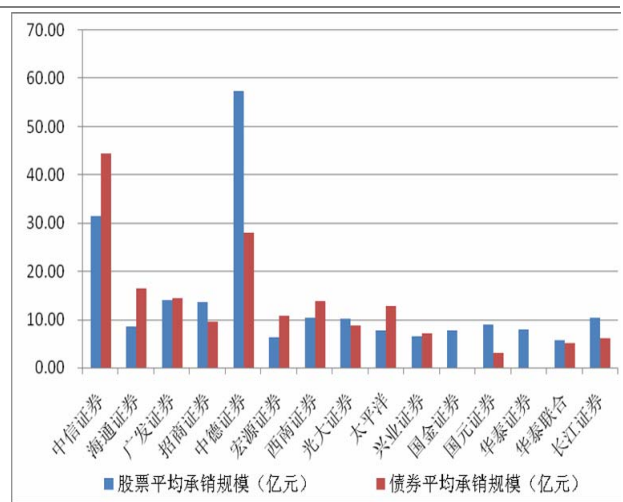


图表 5: 承销 6 家, 承销金额 47.42 亿元 (1H2011)

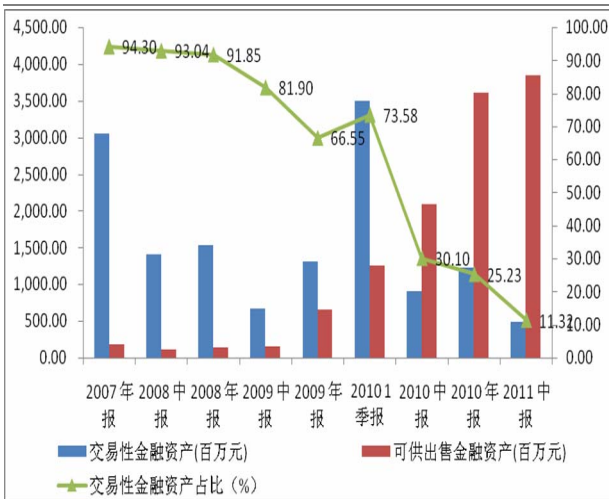


数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 6: 股票、债券平均承销规模分别为 8.88 亿元、3 亿元 (1H2011)

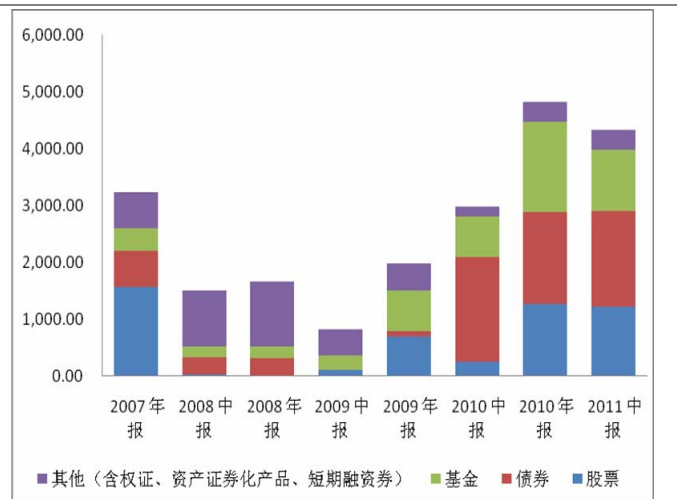


图表 7: 自营投资规模 43.31 亿元, 其中交易性金融资产占比 11.32% (1H2011)



数据来源: 上交所、深交所、国联证券研究所

图表 8: 自营配置比较均衡, 股票、债券与基金分别占比 28.07%、38.98 和 24.93% (1H2011)



图表 9: 业务及管理费用率比 2010 年上升 4.02 个百分点 (1H2011)



数据来源: WIND 资讯、国联证券研究所

图表 10: 15 家上市券商及板块估值一览

证券代码	证券名称	每股收益			最近一期 末每股净 资产	8.10 收盘 价	PE			PB	评级
		2008A	2009A	2010A			2008A	2009A	2010A		
000562.SZ	宏源证券	0.37	0.79	0.89	5.23	14.52	39.24	18.38	16.31	2.78	观望
000686.SZ	东北证券	0.71	1.43	0.82	5.24	18.07	25.45	12.64	22.04	3.45	观望
000728.SZ	国元证券	0.36	0.69	0.47	7.57	9.68	26.89	14.03	20.60	1.28	谨慎推荐
000776.SZ	广发证券	1.26	1.87	1.62	7.98	31.16	24.73	16.66	19.23	3.90	观望
000783.SZ	长江证券	0.42	0.80	0.59	4.92	8.67	20.64	10.84	14.69	1.76	观望
002500.SZ	山西证券	0.14	0.31	0.22	2.73	7.76	55.43	25.03	35.27	2.84	观望
600030.SH	中信证券	0.73	0.90	1.14	7.28	11.62	15.92	12.91	10.19	1.60	谨慎推荐
600109.SH	国金证券	0.76	0.52	0.438	3.17	12.16	16.00	23.38	27.76	3.84	观望
600369.SH	西南证券	0.22	0.54	0.39	4.93	11.87	53.95	21.98	30.44	2.41	观望
600837.SH	海通证券	0.4	0.55	0.45	5.71	7.84	19.60	14.25	17.42	1.37	谨慎推荐
600999.SH	招商证券	0.48	0.88	0.69	5.32	12.03	25.06	13.67	17.43	2.26	观望
601099.SH	太平洋	-0.43	0.27	0.136	1.36	7.65	—	28.33	56.25	5.61	无评级
601377.SH	兴业证券	0.14	0.6	0.39	4.04	14.55	103.93	24.25	37.31	3.60	观望
601688.SH	华泰证券	0.28	0.82	0.63	5.92	10.27	36.68	12.52	16.30	1.73	观望
601788.SH	光大证券	0.47	0.92	0.64	6.86	11.22	23.87	12.20	17.53	1.63	观望
行业平均		0.46	0.79	0.70	5.78	—	29.15	15.56	19.68	2.16	中性

数据来源: 公告、WIND 资讯、国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。