国金证券 SINOLINK SECURITIES

国元证券 (000728.SZ)　证券业行业

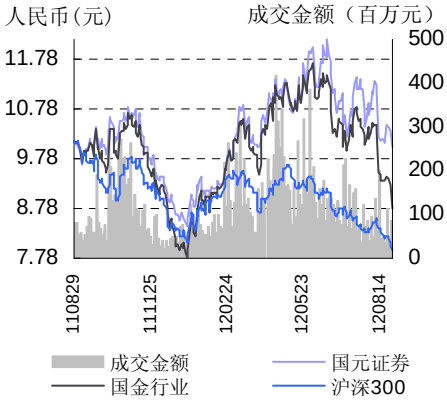
评级：增持　下调评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：10.01 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,964.10
总市值(百万元)	196.61
年内股价最高最低(元)	12.17/8.40
沪深 300 指数	2228.20
深证成指	8402.15



相关报告

1.《4 季度净佣金率出现企稳;》，2012.3.20

王琨　联系人
(8621)60753901
wangkun@gjzq.com.cn
陈建刚　分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

受承销拖累，业绩下滑幅度高于同业

业绩简评

- 公司 12H1 实现营业收入 8.44 亿元，同比下滑 18.51%，净利润 2.97 亿元，同比下滑 32.53%，EPS0.15。其中，2 季度单季实现营业收入 4.13 亿元，净利润 1.41 亿元，环比分别下滑 4.09%和下滑 9.02%。**公司业绩下滑幅度高于同业，主要受累于承销业绩。**

经营分析

- **经纪业务市场份额稳中有增，佣金率出现企稳。**公司 12H1 实现证券经纪业务净收入为 3.17 亿元，同比下降 32.05%；其中 2 季度单季为 1.53 亿元，环比下滑 6.93%。1）公司 12H1 的股票基金净佣金率为 0.083%，较 1 季度末出现企稳；2）报告期内市场份额稳中有增，股票基金代理交易市场份额由去年同期的 1.06%增长到 1.08%。

- **稳健经营，自营稳步增长。**公司 12H1 实现自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）2.04 亿元，同比增长 48.88%；其中 2 季度单季实现自营收入 1.09 亿元，环比增长 14.49%。公司期末自营规模 50.38 亿元，较年初略有增长，但仍维持稳健投资风格，增加债券配置比例。期末可供出售金融资产仍有 2.25 亿元的浮亏有待消化。

- **承销大幅下滑。**公司 12H1 实现承销业务收入 0.47 亿元，同比大幅下滑 77.28%。报告期内，公司完成仅 2 家首发项目，承销规模 10.78 亿，市场份额由去年同期的 1.10%下滑到 0.48%，债券承销无项目斩获，是承销业绩下滑的主要原因。

- **资管业绩贡献仍非常有限。**公司 12H1 资产管理业务收入为 0.08 亿元，同比下滑 10.73%。集合理财方面，公司期末管理资产规模仅 6 亿元，目前仅存续 3 只集合理财产品，报告期并无新产品发行，产品创新相对滞后，限制业绩贡献。

- **创新仍处战略布局。**1）两融利息收入 0.26 亿，占营业收入的 3%，期末两融余额 4.8 亿元，市场份额 0.79%；2）公司报价回购业务——“元添利”产品已于 7 月 23 日正式上线；7 月取得中小企业私募债承销业务资格，项目承揽、上报备案工作正在进行之中；其他对冲产品设计、另类投资、新三板、柜台交易（OTC）均处积极筹备之中。

投资建议

- **下调公司投资评级至“增持”。**日均交易额假设由 1800/2000（2012/2013）亿元下调至 1600/1800 亿元，下调公司 12 和 13 年的 EPS 分别至 0.28 元和 0.33 元，目前股价对应 12 年的 PE 和 PB 为 36.39 倍和 1.28 倍。公司多项业务竞争力提升进程低于预期，新业务贡献有限，下调公司投资评级至“增持”。

敬请参阅最后一页特别声明

业务经营分析

图表1：国元证券12H1业绩增长情况

单位：百万元	单季 1Q12	单季 2Q12	环比增速	单位：百万元	累计 1H11	累计 1H12	同比增速
手续费收入	163.97	152.61	-6.93%	手续费收入	465.92	316.59	-32.05%
承销收入	15.62	30.83	97.46%	承销收入	204.48	46.45	-77.28%
资产管理收入	4.57	2.94	-35.80%	资产管理收入	8.41	7.51	-10.73%
基金管理业务收入				基金管理业务收入			
净利息收入	141.52	111.56	-21.17%	净利息收入	195.12	253.08	29.70%
投资收益	62.18	120.41	93.64%	投资收益	80.53	182.60	126.75%
公允价值变动收益	33.03	(11.40)	-134.51%	公允价值变动收益	56.65	21.63	-61.82%
其他收入	9.80	6.11	-37.69%	其他收入	24.28	15.91	-34.45%
业务及管理费	226.87	225.90	-0.43%	业务及管理费	470.85	452.77	-3.84%
营业税金及附加	13.50	15.86	17.51%	营业税金及附加	42.99	29.36	-31.70%
资产减值损失	0.00	0.11	#DIV/0!	资产减值损失	(5.36)	0.11	-102.09%
其他业务支出	0.91	0.39	-56.83%	其他业务支出	2.38	1.30	-45.31%
营业外净收支	0.05	(0.46)	-1042.21%	营业外净收支	5.06	(0.41)	-108.12%
税收	34.11	28.99	-15.00%	税收	79.80	63.10	-20.93%
少数股东权益	0.00	0.00		少数股东权益	0.00	0.00	
净利润	155.36	141.34	-9.02%	净利润	439.78	296.70	-32.53%
股本	1,964.10	1,964.10	0.00%	股本	1,964.10	1,964.10	0.00%
每股收益	0.08	0.07	-9.02%	每股收益	0.22	0.15	-32.53%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：国元证券单季业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额（百万RMB）	单季 2Q11	单季 3Q11	单季 4Q11	单季 1Q12	单季 2Q12	单季 2Q11	单季 3Q11	单季 4Q11	单季 1Q12	单季 2Q12
经纪业务收入	213.25	190.62	135.74	163.97	152.61	47.86%	68.16%	29.50%	38.07%	36.95%
自营业务收入	87.38	(78.11)	53.35	95.21	109.01	19.61%	-27.93%	11.60%	22.11%	26.39%
投行业务收入	41.50	0.00	72.84	15.62	30.83	9.31%	0.00%	15.83%	3.63%	7.46%
资管业务收入	4.27	2.94	2.81	4.57	2.94	0.96%	1.05%	0.61%	1.06%	0.71%
净利息收入	90.01	158.55	177.73	141.52	111.56	20.20%	56.69%	38.63%	32.86%	27.01%
其他收入	9.15	5.68	17.60	9.80	6.11	2.05%	2.03%	3.82%	2.28%	1.48%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：国元证券当年累计业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额（百万RMB）	累计 1H11	累计 3Q11	累计 11	累计 1Q12	累计 1H12	累计 1H11	累计 3Q11	累计 11	累计 1Q12	累计 1H12
经纪业务收入	465.92	656.55	792.28	163.97	316.59	45.00%	49.93%	44.63%	38.07%	37.52%
自营业务收入	137.18	59.06	112.42	95.21	204.23	13.25%	4.49%	6.33%	22.11%	24.20%
投行业务收入	204.48	204.48	277.31	15.62	46.45	19.75%	15.55%	15.62%	3.63%	5.50%
资管业务收入	8.41	11.35	14.16	4.57	7.51	0.81%	0.86%	0.80%	1.06%	0.89%
净利息收入	195.12	353.67	531.40	141.52	253.08	18.85%	26.89%	29.94%	32.86%	29.99%
其他收入	24.28	29.95	47.55	9.80	15.91	2.34%	2.28%	2.68%	2.28%	1.89%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：国元证券单季度业务收入环比增速情况

环比增速	单季 3Q11	单季 4Q11	单季 1Q12	单季 2Q12
经纪业务收入	-10.61%	-28.79%	20.80%	-6.93%
自营业务收入	-189.39%	-168.30%	78.46%	14.49%
投行业务收入	-100.00%	#DIV/0!	-78.56%	97.46%
资管业务收入	-31.14%	-4.45%	62.70%	-35.80%
净利息收入	76.14%	12.10%	-20.38%	-21.17%
其他收入	-37.98%	210.01%	-44.28%	-37.69%
营业收入	**-37.23%**	**64.50%**	**-6.38%**	**-4.09%**

来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：国元证券当年累计业务收入同比增速情况

同比增速	累计 3Q11	累计 11.00	累计 1Q12	累计 1H12
经纪业务收入	-20.91%	-35.39%	-35.11%	-32.05%
自营业务收入	-75.82%	-69.83%	91.21%	48.88%
投行业务收入	10.44%	11.36%	-90.42%	-77.28%
资管业务收入	33.84%	-45.45%	10.48%	-10.73%
净利息收入	52.99%	60.84%	34.64%	29.70%
其他收入	-21.22%	25.96%	-35.17%	-34.45%
营业收入	-14.45%	-20.83%	-26.98%	-18.51%

图表6：国元证券 12H 1 股基权债代理交易市场份额有明显下滑

按股基权债交易额计算	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月
中信证券合并	5.45%	5.49%	5.55%	5.61%	5.67%	5.73%	5.80%	6.46%	6.35%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%
中信证券母公司	3.19%	3.25%	3.34%	3.43%	3.51%	3.59%	3.68%	4.65%	4.45%	4.35%	4.33%	4.34%	4.38%
中信万通	0.63%	0.63%	0.62%	0.62%	0.61%	0.61%	0.60%	0.55%	0.55%	0.56%	0.55%	0.55%	0.55%
中信金通	1.63%	1.60%	1.59%	1.56%	1.55%	1.53%	1.52%	1.26%	1.34%	1.39%	1.41%	1.40%	1.37%
海通证券合并	4.37%	4.37%	4.40%	4.47%	4.51%	4.52%	4.57%	5.25%	5.15%	5.17%	5.14%	5.20%	5.27%
长江证券	2.08%	2.07%	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%	2.09%	1.98%	2.04%	2.00%	2.03%	2.06%	2.11%
东北证券	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%	0.62%	0.62%	0.62%	0.59%	0.64%	0.63%	0.63%	0.62%	0.61%
国元证券	1.23%	1.25%	1.26%	1.26%	1.24%	1.23%	1.21%	1.03%	1.02%	1.02%	1.02%	1.12%	1.08%
宏源证券	1.22%	1.22%	1.21%	1.21%	1.22%	1.23%	1.25%	1.37%	1.28%	1.29%	1.26%	1.23%	1.21%
太平洋证券	0.24%	0.23%	0.23%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.21%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%	0.22%
国金证券	0.66%	0.66%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%	0.73%	0.74%	0.72%	0.71%	0.71%	0.72%
光大证券	3.04%	3.01%	2.98%	2.96%	2.95%	2.93%	2.89%	2.81%	2.75%	2.80%	2.84%	2.86%	2.86%
招商证券	4.23%	4.20%	4.21%	4.23%	4.24%	4.23%	4.23%	4.04%	4.26%	4.36%	4.39%	4.47%	4.52%
华泰证券合并	5.01%	4.99%	4.99%	4.97%	4.94%	4.92%	4.89%	4.55%	4.73%	4.74%	4.70%	4.64%	4.62%
西南证券	0.70%	0.69%	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%	0.54%	0.54%	0.53%	0.53%	0.53%	0.53%
广发证券	3.84%	3.84%	3.85%	3.83%	3.84%	3.84%	3.83%	3.82%	3.87%	3.91%	3.96%	3.93%	3.92%
兴业证券	1.80%	1.79%	1.78%	1.77%	1.76%	1.76%	1.75%	1.70%	1.62%	1.58%	1.57%	1.62%	1.63%
山西证券	0.58%	0.58%	0.57%	0.57%	0.57%	0.56%	0.56%	0.50%	0.49%	0.49%	0.48%	0.46%	0.45%
方正证券	1.45%	1.44%	1.42%	1.41%	1.40%	1.39%	1.38%	1.21%	1.28%	1.30%	1.29%	1.28%	1.25%
国海证券	0.61%	0.61%	0.61%	0.61%	0.60%	0.60%	0.59%	0.54%	0.54%	0.55%	0.57%	0.56%	0.55%
东吴证券	0.81%	0.81%	0.81%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.71%	0.74%	0.74%	0.76%	0.77%	0.76%
西部证券	0.51%	0.51%	0.50%	0.48%	0.49%	0.51%	0.50%	0.48%	0.42%	0.43%	0.43%	0.42%	0.41%

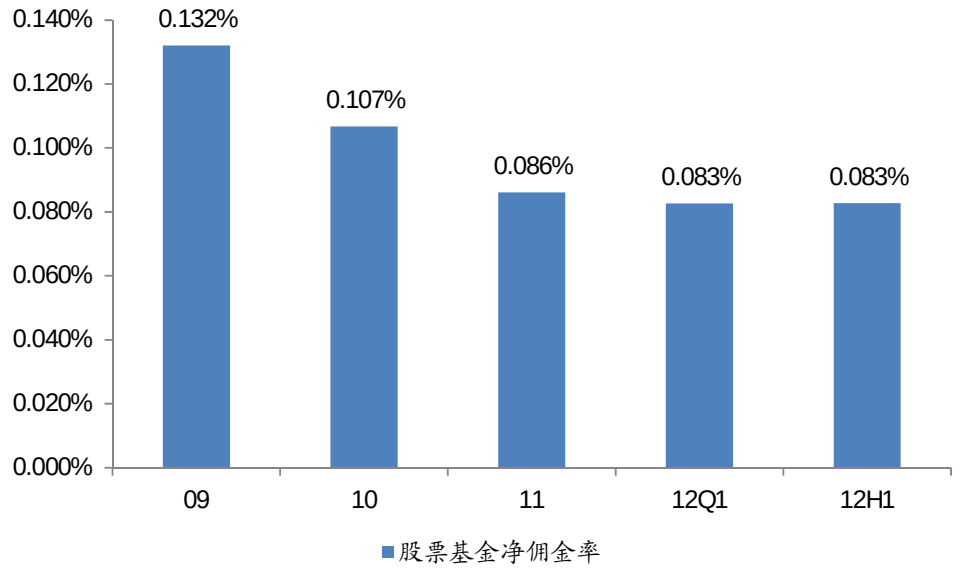
来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：国元证券 12H 1 股票基金代理交易市场份额稳中有增

按股票基金交易额计算	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月
中信证券合并	5.44%	5.45%	5.47%	5.49%	5.50%	5.49%	5.50%	5.97%	5.69%	5.70%	5.72%	5.73%	5.73%
中信证券母公司	2.75%	2.75%	2.76%	2.78%	2.79%	2.79%	2.80%	3.53%	3.17%	3.14%	3.13%	3.12%	3.13%
中信万通	0.73%	0.73%	0.73%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.67%	0.68%	0.67%	0.67%	0.67%	0.67%
中信金通	1.96%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.97%	1.77%	1.85%	1.89%	1.91%	1.93%	1.93%
海通证券合并	4.12%	4.11%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	4.13%	4.51%	4.33%	4.33%	4.34%	4.36%	4.37%
长江证券	1.72%	1.73%	1.74%	1.74%	1.74%	1.75%	1.74%	1.72%	1.75%	1.74%	1.74%	1.76%	1.77%
东北证券	0.72%	0.73%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.68%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%
国元证券	1.06%	1.07%	1.08%	1.08%	1.09%	1.09%	1.08%	1.06%	1.09%	1.10%	1.10%	1.09%	1.08%
宏源证券	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.29%	1.29%	1.29%	1.30%	1.34%	1.35%	1.35%	1.33%	1.32%
太平洋证券	0.28%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.27%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.66%	0.66%	0.65%	0.65%	0.66%	0.66%	0.66%	0.73%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%
光大证券	3.08%	3.07%	3.06%	3.05%	3.04%	3.03%	3.03%	3.12%	3.03%	3.04%	3.04%	3.06%	3.04%
招商证券	4.00%	3.98%	3.99%	3.98%	3.98%	3.97%	3.97%	4.01%	3.99%	4.01%	4.00%	4.02%	4.03%
华泰证券合并	5.52%	5.51%	5.50%	5.50%	5.49%	5.48%	5.47%	5.27%	5.37%	5.36%	5.35%	5.35%	5.34%
西南证券	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.79%	0.79%	0.76%	0.76%	0.75%	0.75%	0.76%	0.77%
广发证券	4.17%	4.16%	4.14%	4.13%	4.13%	4.12%	4.11%	4.02%	4.00%	4.04%	4.06%	4.08%	4.09%
兴业证券	1.72%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%	1.71%	1.84%	1.73%	1.70%	1.69%	1.68%	1.68%
山西证券	0.57%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%	0.57%	0.57%	0.56%	0.56%	0.56%	0.56%
方正证券	1.72%	1.73%	1.74%	1.74%	1.75%	1.76%	1.75%	1.66%	1.76%	1.80%	1.81%	1.82%	1.83%
国海证券	0.68%	0.68%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.69%	0.70%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
东吴证券	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.93%	0.84%	0.88%	0.89%	0.89%	0.90%	0.90%
西部证券	0.59%	0.59%	0.59%	0.58%	0.58%	0.58%	0.58%	0.55%	0.56%	0.57%	0.57%	0.57%	0.56%

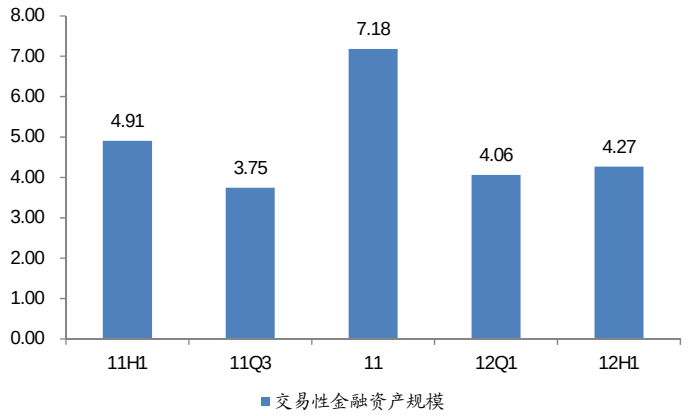
来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：国元证券净佣金率变化趋势

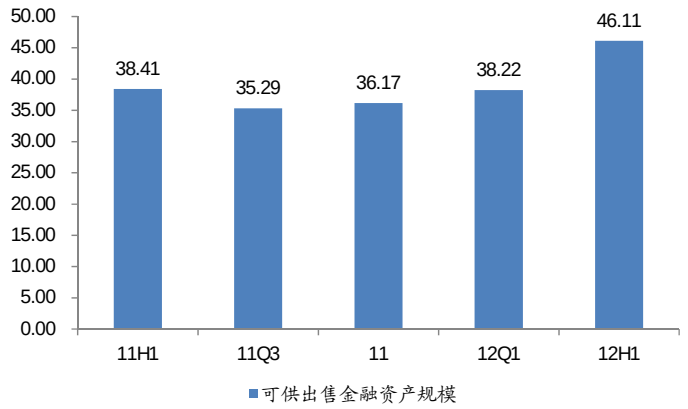


来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：公司交易性金融资产规模的变化趋势（亿元）

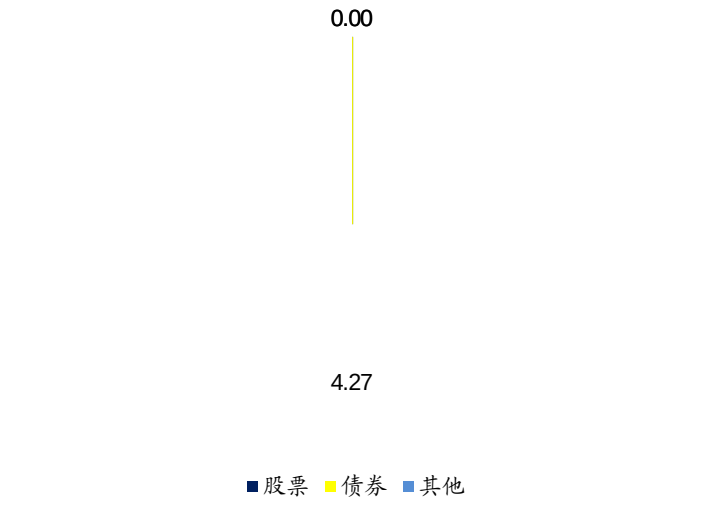


图表10：公司可供出售金融资产规模的变化趋势（亿元）

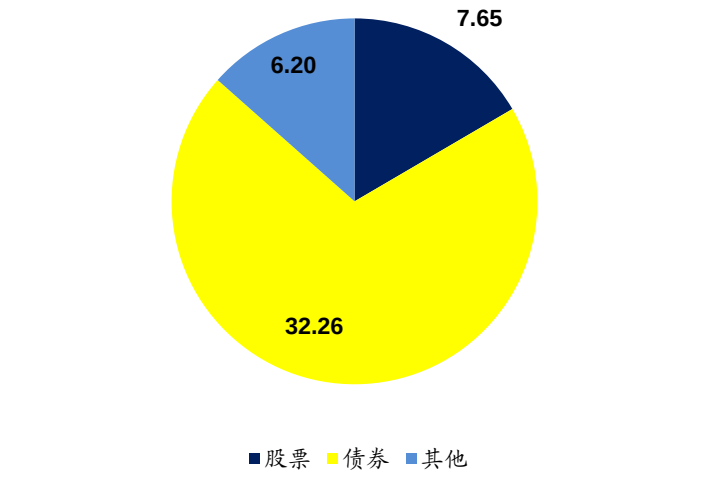


来源：公司公告，国金证券研究所

图表11：公司交易性金融资产配置结构（亿元）



图表12：公司可供出售金融资产配置结构（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：国元证券12H1权益类（IPO、增发和配股）承销市场份额明显下滑

权益类承销市场份额	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月
中信证券合并	6.48%	6.97%	6.76%	6.17%	5.88%	6.16%	5.68%	3.76%	8.91%	5.41%	8.77%	10.23%	9.04%
中信证券母公司	6.48%	6.97%	6.76%	6.17%	5.88%	6.16%	5.68%	3.76%	8.91%	5.41%	8.77%	10.23%	9.04%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	2.34%	2.85%	2.72%	2.48%	2.53%	2.38%	2.20%	0.00%	0.00%	0.76%	0.63%	0.72%	0.85%
长江证券	0.20%	0.17%	0.23%	0.21%	0.25%	0.23%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.13%	0.12%	0.00%	0.66%	0.30%	0.25%	0.21%	1.38%
国元证券	1.10%	0.92%	0.83%	0.76%	0.94%	0.87%	0.79%	0.00%	0.00%	0.21%	0.71%	0.59%	0.48%
宏源证券	0.69%	0.58%	0.68%	0.62%	0.59%	0.54%	0.49%	9.68%	4.06%	1.86%	1.82%	1.64%	1.33%
太平洋证券	0.58%	0.48%	0.44%	0.50%	0.48%	0.44%	0.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.33%	0.27%	0.50%
国金证券	1.42%	1.27%	1.15%	1.05%	1.00%	0.92%	0.83%	0.00%	0.00%	0.71%	0.59%	0.49%	2.78%
西南证券	1.44%	1.21%	1.09%	1.00%	1.09%	1.00%	1.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.62%	1.23%
光大证券	2.14%	1.88%	1.94%	1.77%	1.68%	1.68%	1.64%	0.00%	4.92%	2.26%	2.32%	1.92%	1.56%
招商证券	5.48%	4.76%	4.38%	4.00%	3.94%	3.68%	3.39%	17.20%	6.29%	5.87%	6.39%	5.27%	4.30%
华泰证券合并	1.51%	1.27%	1.14%	1.16%	1.24%	1.26%	1.19%	12.24%	5.29%	2.78%	3.21%	3.09%	2.52%
广发证券	3.03%	3.21%	3.24%	3.09%	2.94%	2.70%	2.75%	0.00%	5.42%	4.53%	5.59%	6.54%	5.55%
兴业证券	0.62%	0.80%	0.85%	0.77%	0.74%	0.73%	0.71%	0.00%	0.43%	0.20%	0.16%	0.14%	0.11%
山西证券(中德证券)	1.67%	1.40%	1.26%	1.23%	1.17%	1.13%	1.07%	0.00%	0.00%	0.71%	0.59%	0.49%	1.11%
方正证券(瑞信方正)	0.00%	0.00%	0.26%	0.24%	0.23%	0.21%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国海证券	0.40%	0.33%	0.30%	0.27%	0.26%	0.33%	0.30%	0.00%	0.00%	1.73%	1.44%	1.19%	0.97%
东吴证券	1.03%	0.87%	0.78%	0.71%	0.68%	0.63%	0.57%	0.00%	0.69%	0.32%	0.26%	0.22%	0.18%
西部证券	0.00%	0.12%	0.11%	0.24%	0.23%	0.21%	0.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：国元证券12H1核心债券类（企业债、公司债和可转债）承销无项目斩获

核心债券类承销市场份额	2011年6月	2011年7月	2011年8月	2011年9月	2011年10月	2011年11月	2011年12月	2012年1月	2012年2月	2012年3月	2012年4月	2012年5月	2012年6月
中信证券合并	3.00%	3.66%	5.12%	5.37%	5.13%	5.00%	5.39%	10.93%	7.09%	5.57%	5.55%	5.53%	6.54%
中信证券母公司	3.00%	3.66%	5.12%	5.37%	5.13%	5.00%	5.39%	10.93%	7.09%	5.57%	5.55%	5.53%	6.54%
中信建投								0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	1.87%	1.66%	1.45%	1.41%	1.34%	1.19%	1.11%	13.44%	8.11%	5.73%	4.81%	4.81%	3.98%
长江证券	1.10%	0.97%	0.85%	0.82%	0.79%	0.70%	0.77%	4.92%	2.00%	1.20%	1.24%	1.34%	1.30%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%
国元证券	0.13%	0.11%	0.10%	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	6.29%	5.97%	5.23%	5.07%	4.84%	4.27%	3.94%	10.93%	10.20%	8.06%	6.14%	5.70%	5.12%
太平洋证券	2.89%	2.56%	2.24%	2.17%	2.07%	1.83%	1.89%	0.00%	0.00%	1.40%	0.92%	0.83%	0.90%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.33%	1.20%	0.80%	0.71%	0.78%
西南证券	2.28%	2.74%	2.64%	2.56%	2.45%	2.27%	2.50%	0.00%	0.00%	1.64%	1.22%	1.09%	0.90%
光大证券	0.79%	0.70%	1.14%	1.10%	1.05%	1.53%	1.88%	0.00%	0.00%	0.63%	0.80%	0.71%	0.59%
招商证券	1.76%	2.07%	3.67%	3.56%	3.40%	3.00%	2.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	0.86%	1.65%
华泰证券合并	0.23%	0.20%	0.17%	0.17%	0.16%	0.59%	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.24%
广发证券	5.66%	5.18%	4.81%	5.07%	4.84%	6.19%	6.09%	0.00%	1.06%	6.23%	5.65%	5.43%	4.78%
兴业证券	1.59%	1.41%	1.23%	1.20%	1.66%	1.47%	1.23%	0.00%	0.00%	0.87%	1.05%	1.00%	1.18%
山西证券(中德证券)	0.34%	0.30%	0.26%	0.25%	0.24%	0.21%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.71%
方正证券(瑞信方正)	2.06%	1.82%	1.60%	1.55%	1.48%	1.30%	1.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国海证券	1.43%	1.27%	1.11%	1.08%	1.03%	0.91%	1.00%	0.00%	1.33%	1.30%	1.18%	1.05%	0.87%
东吴证券	0.23%	0.20%	0.17%	0.17%	0.16%	0.29%	0.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.21%	0.18%
西部证券	0.90%	1.40%	1.22%	1.19%	1.13%	1.00%	0.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表15：国元证券12H1基金管理业务（参股基金公司）情况

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模（亿元）				基金公司市场份额			
			11	11H1	12H1	增长率	11	11H1	12H1	份额增减
中信证券	华夏基金	49.00%	1,790.88	2,215.15	1,997.43	-9.83%	8.17%	9.39%	8.26%	-1.13%
海通证券	海富通基金	51.00%	324.88	392.65	299.74	-23.66%	1.48%	1.66%	1.24%	-0.42%
	富国基金	27.78%	607.33	645.40	708.09	9.71%	2.77%	2.73%	2.93%	0.19%
长江证券	长信基金	49.00%	180.81	198.15	205.74	3.83%	0.82%	0.84%	0.85%	0.01%
	诺德基金	30.00%	33.78	43.18	40.66	-5.85%	0.15%	0.18%	0.17%	-0.01%
国元证券	长盛基金	41.00%	403.45	399.25	252.77	-36.69%	1.84%	1.69%	1.05%	-0.65%
东北证券	东方基金	46.00%	82.25	91.25	98.86	8.35%	0.38%	0.39%	0.41%	0.02%
	银华基金	21.00%	651.23	730.83	686.03	-6.13%	2.97%	3.10%	2.84%	-0.26%
宏源证券										
太平洋证券										
国金证券	国金通用	49.00%								
西南证券	银华基金	49.00%	651.23	730.83	686.03	-6.13%	2.97%	3.10%	2.84%	-0.26%
光大证券	光大保德信基金	55.00%	229.53	280.15	238.40	-14.90%	1.05%	1.19%	0.99%	-0.20%
	大成基金	25.00%	743.14	887.69	678.52	-23.56%	3.39%	3.76%	2.81%	-0.96%
广发证券	广发基金	48.33%	983.80	1,022.81	1,202.37	17.56%	4.49%	4.33%	4.97%	0.64%
	易方达基金	25.00%	1,433.11	1,525.49	1,559.04	2.20%	6.54%	6.46%	6.45%	-0.02%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,152.91	1,224.51	1,326.89	8.36%	5.26%	5.19%	5.49%	0.30%
	华泰柏瑞基金	49.00%	134.65	162.36	367.19	126.16%	0.61%	0.69%	0.65%	-0.04%
招商证券	博时基金	49.00%	1,094.17	1,113.19	1,194.21	7.28%	4.99%	4.72%	4.94%	0.22%
	招商基金	33.30%	388.69	362.79	547.39	50.88%	1.77%	1.54%	2.26%	0.73%
兴业证券	兴业全球基金	51.00%	316.52	340.29	322.30	-5.29%	1.44%	1.44%	1.33%	-0.11%
	南方基金	10.00%	1,152.91	1,224.51	1,326.89	8.36%	5.26%	5.19%	5.49%	0.30%
山西证券										
方正证券	方正富邦	66.70%	0.00	0.00	1.71	na	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
国海证券	国海富兰克林基金	51.00%	147.48	173.25	151.85	-12.35%	0.67%	0.73%	0.63%	-0.11%
东吴证券	东吴基金	49.00%	115.31	137.78	115.53	-16.15%	0.53%	0.58%	0.48%	-0.11%
西部证券	纽银西部基金	51.00%	5.80	8.02	19.25	140.01%	0.03%	0.03%	0.08%	0.05%

来源：WIND，国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- **下调公司评级至“增持”**。日均交易额假设由 1800/2000（2012/2013）亿元下调至 1600/1800 亿元，下调公司 12 和 13 年的 EPS 分别至 0.28 元和 0.33 元，目前股价对应 12 年的 PE 和 PB 为 36.39 倍和 1.28 倍。公司多项业务竞争力提升进程低于预期，新业务贡献有限，下调公司投资评级至“增持”。

图表16：国元证券 12 年盈利预测的敏感性分析

		股票基金日均交易额						
	EPS	**1,300**	**1,400**	**1,500**	**1,600**	**1,800**	**2,000**	**2,200**
市场份额	**0.68%**	0.24	0.25	0.25	0.25	0.26	0.26	0.27
	0.88%	0.25	0.26	0.26	0.26	0.27	0.28	0.28
	1.08%	0.26	0.27	0.27	0.28	0.28	0.29	0.30
	1.28%	0.27	0.28	0.28	0.29	0.30	0.31	0.31
	1.48%	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32	0.33
		平均投资收益率						
	EPS	**-34%**	**-24%**	**-14%**	**-4%**	**2%**	**8%**	**14%**	**20%**
投资成本/净资产	**22.18%**	0.08	0.13	0.19	0.24	0.27	0.30	0.33	0.37
	25.18%	0.05	0.11	0.18	0.24	0.27	0.31	0.34	0.38
	28.18%	0.03	0.10	0.17	0.23	0.27	0.31	0.35	0.40
	31.18%	0.01	0.08	0.16	0.23	0.28	0.32	0.37	0.41
	34.18%	-0.02	0.06	0.15	0.23	0.28	0.33	0.38	0.42
	37.18%	-0.04	0.05	0.14	0.22	0.28	0.33	0.39	0.44
	40.18%	-0.07	0.03	0.12	0.22	0.28	0.34	0.40	0.45
	43.18%	-0.09	0.01	0.11	0.22	0.28	0.34	0.41	0.47
		股票基金日均交易额						
	EPS	**1,300**	**1,400**	**1,500**	**1,600**	**1,800**	**2,000**	**2,200**
营业费率	**61.00%**	0.22	0.23	0.23	0.23	0.24	0.25	0.25
	58.00%	0.24	0.25	0.25	0.25	0.26	0.27	0.28
	55.00%	0.26	0.27	0.27	0.28	0.28	0.29	0.30
	52.00%	0.28	0.29	0.29	0.30	0.30	0.31	0.32
	49.00%	0.30	0.31	0.31	0.32	0.33	0.34	0.34

来源：国金证券研究所

图表17：国元证券盈利预测（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4,099.54	1,236.70	2,185.43	2,242.04	1,775.12	1,789.53	1,955.50	2,099.81
手续费净收入	1,476.03	898.94	1,538.69	1,226.29	792.28	747.04	784.08	835.28
手续费收入	1,511.58	905.72	1,595.89	1,289.70	844.21	829.63	870.74	927.58
手续费支出	35.55	6.78	57.20	63.42	51.93	82.59	86.66	92.30
承销收入	43.93	24.61	114.49	249.03	277.31	188.23	201.40	202.85
受托管理收入	81.51	26.26	33.28	25.96	14.16	22.25	24.97	28.04
净利息收入	81.82	125.06	166.01	320.36	531.40	508.11	567.66	599.01
利息收入	201.86	215.07	217.07	371.42	573.28	552.21	615.08	651.17
利息支出	120.04	90.01	51.06	51.06	41.88	44.10	47.42	52.16
投资收益	1,591.34	950.31	249.11	416.47	161.18	260.96	311.55	365.32
公允价值变动	755.08	-876.44	32.10	-43.85	-48.76	8.00	8.40	9.24
其他业务收入	69.83	87.96	51.75	47.79	47.55	54.93	57.44	60.07
营业支出	944.27	642.96	864.12	1,053.69	1,078.08	1,094.49	1,116.89	1,136.81
业务及管理费	758.49	556.48	741.96	929.55	986.94	984.24	997.30	1,007.91
营业税金及附加	155.80	75.07	102.40	101.49	71.36	89.48	97.77	104.99
资产减值损失	21.07	-1.31	10.57	18.61	15.57	16.35	17.16	18.02
其他业务支出	8.91	12.72	9.19	4.03	4.22	4.43	4.65	4.89
上缴投资者保护基金	-	-	-	-	-	-	-	1.00
营业利润	3,155.27	593.74	1,321.31	1,188.36	697.04	695.03	838.60	963.01
营业外收入	120.47	0.48	5.96	15.33	11.04	11.59	12.17	12.78
营业外支出	2.35	6.55	4.27	6.44	4.51	4.96	5.45	6.00
利润总额	3,273.39	587.67	1,323.00	1,197.24	703.57	701.67	845.32	969.79
所得税	989.60	66.28	280.63	271.32	140.86	161.38	194.42	223.05
所得税率	30.23%	11.28%	21.21%	22.66%	20.02%	23.00%	23.00%	23.00%
净利润	2,283.79	521.39	1,042.36	925.92	562.71	540.28	650.90	746.74
少数股东损益	4.12	0.53	5.16	0.94	-	-	-	-
归属母公司所有者的净利润	2,279.67	520.86	1,037.20	924.98	562.71	540.28	650.90	746.74
Per share data	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
股本，期末(mn)	1,464.10	1,464.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10
EPS(basic)	1.56	0.36	0.53	0.47	0.29	0.28	0.33	0.38
EPS(Diluted)	1.56	0.36	0.53	0.47	0.29	0.28	0.33	0.38
BVPS	3.53	3.23	7.70	7.63	7.53	7.81	8.12	8.47
BVPS(Diluted)	3.53	3.23	7.70	7.63	7.53	7.81	8.12	8.47

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	7
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	**0**	**0**	**0**	**0**	**1.75**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

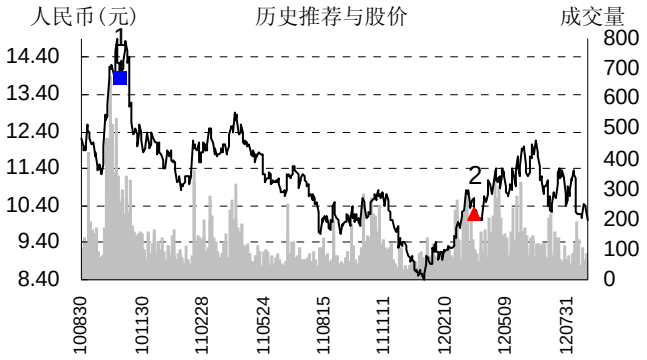
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-29	中性	13.88	N/A
2	2012-03-20	增持	10.17	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B