

证券行业

报告原因：中报点评

2013年8月28日

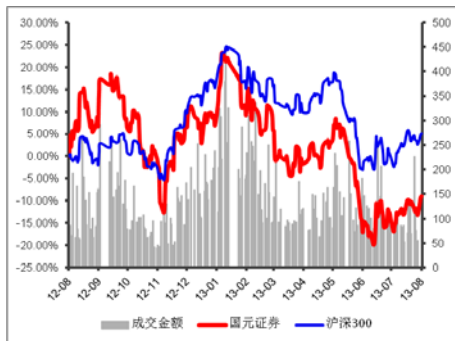
市场数据：2013年8月27日

收盘价(元):	9.03
一年内最高/最低(元):	12.21/7.95
市净率	1.17
总市值(亿元):	177.36
流通A股市值(亿元):	177.36

基础数据：2013年6月30日

每股收益(元)	0.15
营业收入(百万元)	850.63
净利润(百万元)	295.77

公司近期市场表现(最近一年):



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

Tel: 010-82190395

Email: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：李彬

Tel: 010-82190301

Email: libin@sxzq.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

国元证券(000728)

增持

投行业务拖累业绩 公司估值行业最低

首次

公司研究/点评报告

投资要点：

●**整体情况**：2013年1-6月，国元证券实现营业收入85062.80万元，同比增加0.81%；实现归属于母公司所有者的净利润29577.34万元，同比减少0.31%；基本每股收益0.15元/股，与去年同期持平；加权平均净资产收益率为1.96%，同比减少0.03个百分点。

●**经纪业务**：2013年1-6月，国元证券实现代理买卖证券业务净收入39219.37万元，同比提升23.88%。公司2013年第2季度佣金率为0.875%，与去年全年佣金率相比保持稳定，并有小幅上扬；2013年上半年公司经纪业务市场份额为1.06%，仅比去年市占率降低了0.01个百分点，公司依旧保持在安徽省市场一定的地域优势。

●**投行业务**：2013年1-6月，国元证券投行业务共完成2个再融资发行项目，共实现证券承销业务净收入3377.44万元，同比下滑27.29%。

●**自营业务**：截至2013年6月30日，公司自营规模大幅提高至89.06亿元，相较2012年末的自营规模增加了57.11%。2013年1-6月，受公司自营规模提高的影响，公司自营投资业务实现收入19808.32万元，同比提高了24.49%。公司逐渐加大了信托产品的投资规模，占比达到了25.94%。

●**资产管理**：2013年上半年，国元证券顺利完成了14只集合资产管理计划和16只定向资产管理计划的发行，资产管理业务实现收入978.27万元，同比提升30.31%。

●**创新业务**：截至2013年6月30日，公司融资融券余额为24.19亿元，比2012年末提高165.60%；公司两融业务市场占有率变化不大，2013年以来占据1.09%的市场份额，在全行业中排名第19名；2013年1-6月公司融资融券利息收入为8284.91万元，在营业收入中达到9.74%。

●**投资建议**：公司目前估值在全行业最低，PB仅为1.17，远低于行业平均1.8的水平，我们预测2013、2014年每股收益分别为0.24、0.29元，给予公司“增持”评级。

●**风险提示**：市场波动风险，交易量大幅下滑，创新业务慢于预期

盈利预测	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	PE
2011A	1775.12	-20.83	562.71	-39.16	0.29	31.1
2012A	1531.16	-13.74	406.71	-27.72	0.21	43.0
2013E	1721.13	12.41	464.39	14.18	0.24	37.6
2014E	1985.41	15.36	576.26	24.09	0.29	31.1

单位：百万元、%、元

1、整体经营情况

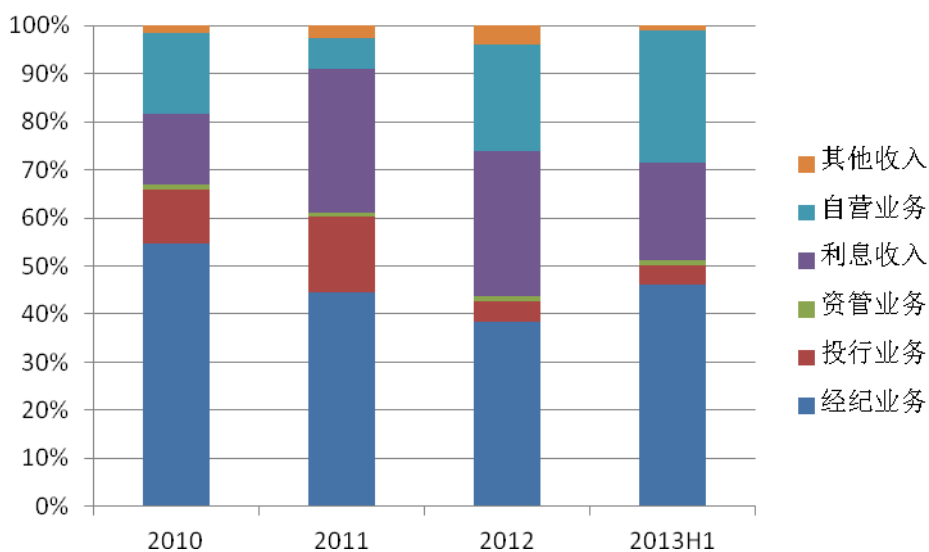
2013年1-6月，国元证券实现营业收入85062.80万元，同比增加0.81%；实现归属于母公司所有者的净利润29577.34万元，同比减少0.31%；基本每股收益0.15元/股，与去年同期持平；加权平均净资产收益率为1.96%，同比减少0.03个百分点。

表格 1：国元证券半年业绩回顾

单位：百万	2011H1	2011H2	2012H1	2012H2	2013H1	同比	环比
营业收入	1,035.38	739.74	843.76	687.41	850.63	0.81%	23.74%
手续费及佣金净收入	697.33	420.91	379.50	336.45	441.60	16.36%	31.25%
利息净收入	195.12	336.28	253.08	210.82	173.04	-31.62%	-17.92%
投资净收益	80.53	80.65	182.60	91.70	265.60	45.46%	189.65%
公允价值变动净收益	56.65	-105.41	21.63	42.89	-32.58		
营业支出	510.86	567.22	483.54	533.55	484.78	0.26%	-9.14%
营业税金及附加	42.99	28.36	29.36	26.41	27.49	-6.37%	4.11%
管理费用	470.85	516.08	452.77	505.21	454.66	0.42%	-10.00%
资产减值损失	-5.36	20.93	0.11	0.97	1.39	1140.68%	43.64%
营业利润	524.51	172.53	360.21	153.86	365.85	1.56%	137.78%
利润总额	529.58	174.00	359.80	151.83	365.20	1.50%	140.54%
净利润	439.78	122.94	296.70	110.01	295.77	-0.31%	168.87%
归属于母公司所有者的净利润	439.78	122.94	296.70	110.01	295.77	-0.31%	168.87%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

图表 1：国元证券近期营业收入结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2、分业务经营情况

2.1 经纪业务：佣金率与市占率保持稳定

2013年上半年, 国元证券积极推进经纪业务转型与创新, 加快营业部向多业务综合平台转变, 实现与资管、投行业务联动; 围绕转型加快产品线建设, 促进产品销售工作, 着力培育和提升营业部的财富管理能力, 推动经纪业务向财富管理模式转变。

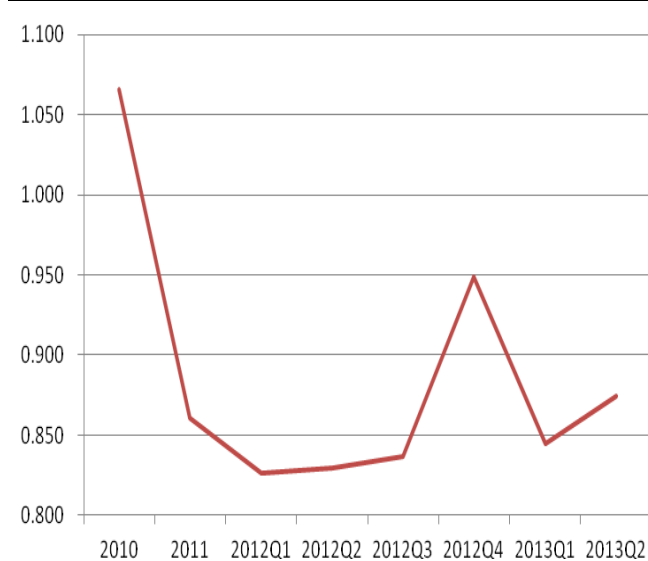
2013年1-6月, 国元证券实现代理买卖证券业务净收入39219.37万元, 同比提升23.88%, 与两市交易额增速相当, 说明公司经纪业务发展较平稳。公司2013年第2季度佣金率为0.875%, 与去年全年佣金率相比保持稳定, 并有小幅上扬; 与佣金率变化情况类似, 国元证券经纪业务市场占有率也维持平稳发展, 2013年上半年公司经纪业务市场份额为1.06%, 仅比去年市占率降低了0.01个百分点, 公司依旧保持在安徽省市场一定的地域优势。经过公司董事会审议通过, 同意公司在成都、西安两地各新设一家B型证券营业部, 在上海、天津等地新设九家轻型证券营业部。2013年8月, 监管机构核准公司设立13家分支机构申请, 公司经纪业务的市场份额将得到进一步的巩固。

表格 2：国元证券佣金率

日期	2010	2011	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2012	2013Q1	2013Q2
佣金率 (%)	1.065	0.861	0.826	0.830	0.837	0.949	0.856	0.845	0.875

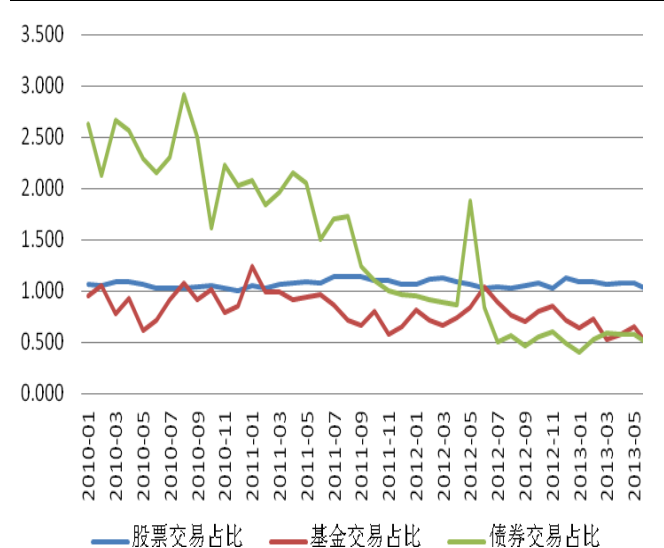
资料来源：Wind, 山西证券研究所

图表 2：国元证券佣金率变化情况 (%)



资料来源：Wind, 山西证券研究所

图表 3：国元证券经纪业务占比 (%)



资料来源：Wind, 山西证券研究所

2.2 投行业务：债券承销停滞 收入下滑明显

2013年1-6月, 国元证券投行业务继续推进传统业务转型, 积极落实创新业务发展, 全面开展投行项目的财务核查工作, 化解风险隐患, 上半年投行业务共完成2个再融资发行项目。

2013年上半年, 国元证券共实现证券承销业务净收入3377.44万元, 同比下滑27.29%。

表格 3: 国元证券 2013 年上半年承销情况统计

代码	名称	发行类型	发行日期	募资金额/发行规模(万元)	发行费用(万元)	承销及保荐收入(万元)
002230.SZ	科大讯飞	增发	2013-4-18	175,331.4266	2,384.2471	2,000.0000
600990.SH	四创电子	增发	2013-5-17	33,695.9986	2,001.9102	1,800.0000

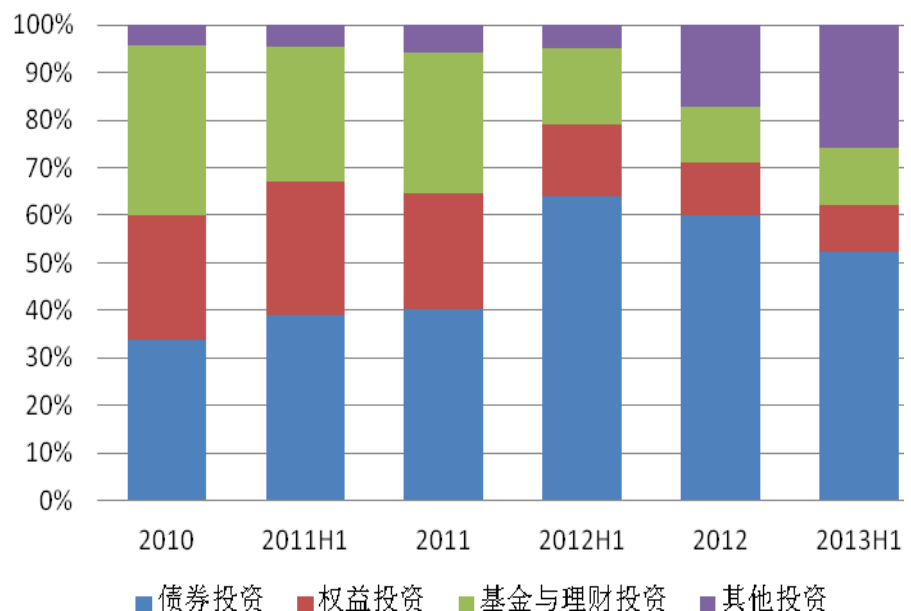
资料来源: Wind, 山西证券研究所

2.3 自营业务：规模扩大带动收入提升

2013年上半年, 国元证券固定收益业务收入稳定, 权益类业务收入出现下滑; 公司积极利用创新发展机会, 开展另类投资业务。

截至2013年6月30日, 公司自营规模大幅提高至89.06亿元, 相较2012年末的自营规模增加了57.11%。2013年1-6月, 受公司自营规模提高的影响, 公司自营投资业务实现收入19808.32万元, 同比提高了24.49%。公司逐渐加大了信托产品的投资规模, 占比达到了25.94%, 促进公司收益率的提高。

图表 4: 国元证券自营投资占比情况 (%)



资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

2.4 资管业务：产品推广数量大增

2013年，国元证券按照打造多样化资产管理服务平台的工作思路，顺利完成了14只集合资产管理计划和16只定向资产管理计划的发行，着力为客户提供差异化的产品以及全方位的产品服务；继续加强与银、证、保及各类型金融机构的合作，拓宽业务渠道，为拓展盈利空间奠定基础。

2013年1-6月，国元证券资产管理业务实现收入978.27万元，同比提升30.31%。

公司持有长盛基金管理有限公司41%的股权，2013年1-6月，长盛基金实现营业收入23430.18万元，净利润8521.99万元。

表格 4：国元证券 2013 年上半年集合资产管理产品发行情况

产品简称	最新份额（亿份）	最新资产净值（亿元）	所属概念	推广起始日	存续期(年)	成立规模(亿份)
国元元增利	4.17	4.1712	货币市场型	2013-1-16		1.97
国元利贞	5.01	5.0102	债券型	2013-1-25		5.01
国元美好中国 1 号	2.83	2.8310	FOF	2013-4-11	2.00	2.83
国元中融绿洲中环	0.72	0.7170	FOF	2013-4-22	2.00	0.72
国元中融福星惠誉 1 号	0.09	0.0913	FOF	2013-4-26	2.00	0.09
国元中融江动	0.71	0.7110	FOF	2013-5-8	2.00	0.71
国元元赢 1 号优先级	1.70	1.6999	债券型	2013-5-16	2.00	1.70
国元元赢 3 号优先级	1.41	1.4114	债券型	2013-5-16	2.25	1.41
国元元赢 2 号优先级	1.70	1.6957	债券型	2013-5-16	2.00	1.70
国元美好中国 2 号优先级	0.60	0.6001	FOF	2013-5-22	2.01	0.60
国元元赢 3 号普通级	0.25	0.2490	债券型	2013-5-22	2.25	0.25
国元美好中国 2 号普通级	0.39	0.3901	FOF	2013-5-22	2.01	0.39
国元元赢 1 号普通级	0.30	0.2999	债券型	2013-5-23	2.00	0.30
国元元赢 2 号普通级	0.30	0.2992	债券型	2013-5-23	2.00	0.30
国元美好中国 3 号	0.80	0.8000	FOF	2013-5-28	2.01	0.80
国元元赢 4 号优先级	5.00	5.0007	债券型	2013-6-17	4.08	5.00
国元美好中国 4 号 A	0.47	0.4669	FOF	2013-6-19	2.01	0.47
国元美好中国 4 号 B	0.18	0.1785	FOF	2013-6-19	2.01	0.18
国元元赢 4 号普通级	0.88	0.8825	债券型	2013-6-19	4.08	0.88
国元美好中国 5 号	0.37	0.3679	FOF	2013-6-27	2.01	0.37

资料来源：Wind，山西证券研究所

2.5 创新业务：经营业绩快速增长 两融市场份额稳定

2013年以来，公司积极贯彻落实创新发展大会精神，持续推进各项创新业务，继续加大资格申报力度，取得了私募产品报价与转让业务资格、非现场开户资格、股票质押回购业务等业务资格。

公司开展融资融券业务较早, 两融业务发展稳定, 截至2013年6月30日, 公司融资融券余额为24.19亿元, 比2012年末提高165.60%; 公司两融业务市场占有率变化不大, 2013年以来占据1.09%的市场份额, 在全行业中排名第19名; 2013年1-6月公司融资融券利息收入为8284.91万元, 在营业收入中达到9.74%, 收入贡献逐渐加大。

表格 5: 国元证券融资融券业务余额与占比

日期	融资融券余额 (万元)	占比 (%)
2010Q4	500.11	0.12
2011Q1	35952.51	1.72
2011Q2	43616.99	1.59
2011Q3	35959.74	1.07
2011Q4	37903.87	0.99
2012Q1	42925.59	0.92
2012Q2	47992.74	0.79
2012Q3	71287.62	1.02
2012Q4	91084.06	1.02
2013Q1	177951.18	1.09
2013Q2	241920.23	1.09

资料来源: Wind, 山西证券研究所

公司持有国元股权投资有限公司100%的股权, 2013年1-6月, 国元直投实现营业收入1151.53万元, 净利润755.62万元; 公司持有国元期货有限公司100%的股权, 2013年1-6月, 国元期货实现营业收入2964.46万元, 净利润567.25万元; 公司持有国元创新投资有限公司100%的股权, 2013年1-6月, 国元创新实现营业收入10490.71万元, 净利润7600.09万元。

3、盈利预测

2013年, 公司已公开发行2013年公司债券, 发行总额为人民币50亿元。债务融资的完成, 很好的补充了公司的资本实力, 利于公司开展自营、创新等业务, 丰富公司的收入结构, 提高公司的盈利能力。公司目前估值在全行业最低, PB仅为1.17, 远低于行业1.8的平均水平。

我们预测2013年、2014年国元证券每股收益为0.24、0.29元, 给予“增持”评级。

表格 6: 盈利预测表

单位: 百万	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业收入	1,775.12	1,531.16	1721.13	1985.41
手续费及佣金净收入	1,118.24	715.95	893.26	1018.28
其中: 代理买卖证券业务净收入	792.28	585.68	789.59	891.64
证券承销业务净收入	277.31	67.89	57.71	72.14



受托客户资产管理业务净收入	14.16	14.19	19.16	23.95
利息净收入	531.40	463.90	396.08	475.30
投资净收益	161.18	274.29	400.79	420.83
公允价值变动净收益	-48.76	64.52	20.00	60.00
汇兑净收益	0.13	1.80	1.00	1.00
其他业务收入	12.93	10.70	10.00	10.00
二、营业支出	1,078.08	1,017.09	1101.94	1217.07
营业税金及附加	71.36	55.77	94.66	109.20
管理费用	986.94	957.98	1005.88	1106.47
资产减值损失	15.57	1.08	1.40	1.40
三、营业利润	697.04	514.07	619.19	768.34
加：营业外收入	11.04	2.20	0.00	0.00
减：营业外支出	4.51	4.65	0.00	0.00
四、利润总额	703.57	511.63	619.19	768.34
减：所得税	140.86	104.92	154.80	192.09
五、净利润	562.71	406.71	464.39	576.26
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
六、归属于母公司所有者的净利润	562.71	406.71	464.39	576.26
七、基本每股收益（元）	0.29	0.21	0.24	0.29

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。