

日期: 2010年3月26日

行业: 证券经纪行业



郭敏 刘洋
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com

基本数据 (2010年3月25日)

3月25日股价 (元)	18.38
12mth A 股价格区间 (元)	15.00/27.68
总股本 (百万股)	1964
无限售 A 股/总股本	785
流通市值 (百万元)	14428
每股净资产 (元)	7.70
PBR (X)	2.39
DPS (09, 元)	0.5 (含税)

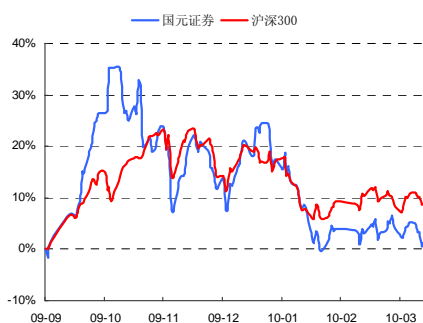
主要股东 (09Y)

安徽国元控股(集团)有限责任公司	23.55%
安徽国元信托有限责任公司	15.69%
安徽省粮油食品进出口(集团)公司	15.12%

收入结构 (09Y)

手续费及佣金净收入 (百万元)	1730
利息净收入 (百万元)	166
投资净收益 (百万元)	249
公允价值变动净收益 (百万元)	32

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LY10-CT06

相关报告:

经纪业务“以价换量”， 业务发展需要新的增长点

——国元证券 09 年年报点评

■ 公司动态:

2009 年公司实现营业收入 21.85 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 10.37 亿元, 每股收益 0.53 元, 同比增长 99.04%; 每股净资产为 7.70 元, 较上年出现了大幅增长, 主要原因是公司通过增发股份完成募集资金 99 亿元, 增厚了股东权益; 公司实现加权平均净资产收益率为 17.54%, 比 08 年的 11.22% 增加了 6.35 个百分点; 截至 2009 年末, 公司总资产为 293.86 亿元, 归属上市公司股东权益为 151.32 亿元, 净资本为 127.88 亿元。

■ 主要观点:

经纪业务“以价换量”，佣金率下滑但市场份额出现小幅攀升

2009 年公司实现代理买卖证券业务净收入 15.39 亿元, 平均佣金率为 0.117%, 较 08 年下降了 0.035 个百分点, 公司的经纪业务呈现出“以价换量”的发展趋势, 09 年公司经纪业务市场份额为 1.10%, 较 08 年上升了 0.22 个百分点, 排名从第 29 位上升到第 23 位。

自营业务和投行业务收入显著增长，但对业绩贡献度较小

2009 年公司实现自营业务收入 1.24 亿元, 占营业收入的比重为 5.68%; 2009 年公司实现证券承销业务净收入 1.14 亿元, 同比增长 356%, 占营业收入的比重为 5.22%。公司的自营业务和投行业务占营业收入的比重较低, 对业绩的贡献度较小。

创新业务资格缺失或在短期内成为公司业务发展的短板

公司目前还未获得融资融券业务及股指期货中间介绍业务资格, 创新业务资格的缺失或在短期内成为公司业务发展的短板。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持公司“大市同步”评级。

目前, 公司的 09 年动态市盈率为 35 倍, 在券商股中相对估值属于中高水平, 我们维持公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

表: 国元证券 2010-2011 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,237	2,185	2,270	2,813
年增长率 (%)	-69.83	76.71	3.89	23.88
归属于母公司的净利润	521	1,037	979	1,210
年增长率 (%)	-77.15	99.13	-5.59	23.59
每股收益 (元)	0.27	0.53	0.50	0.62
PER (X)	69.31	34.80	36.87	29.83

注: 有关指标按最新总股本 1964 百万股计算; PER 按 3 月 25 日收盘价 18.38 元计算。

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

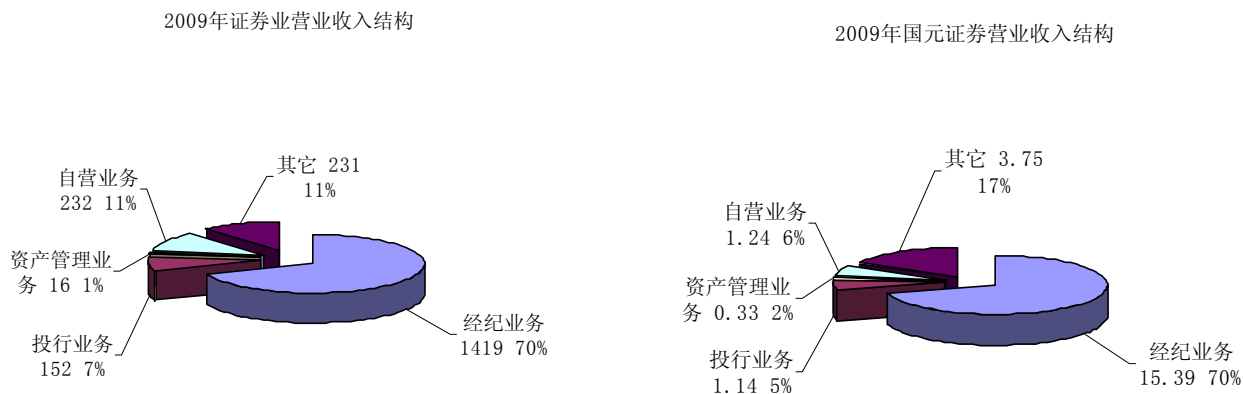
一、公司业绩增速与行业保持一致

根据中国证券业协会公布的券商经营数据显示，2009年，证券公司实现营业收入2050亿元，同比增长64%，实现净利润约933亿元，同比增长94%；其中，全行业实现经纪业务收入1419亿元，投行业务收入152亿元，资产管理业务收入16亿元，自营收入232亿元，经纪业务仍是券商的第一大收入来源，在营业收入中约占七成。

2009年，国元证券实现营业收入21.85亿元，同比增长77%；归属于上市公司股东的净利润10.37亿元，同比增长99.04%，与行业增速保持一致；其中，经纪业务收入15.39亿元，占营业收入比重为70.43%，与行业接近；投行业务收入1.14亿元，占营业收入比重为5%，略低于行业水平；自营业务收入1.24亿元，占营业收入比重为5.68%，低于行业平均水平；资产管理业务收入0.33亿元，占营业收入比重为2%，高于行业平均水平。

图 1 09 年证券业收入结构情况（亿元，%）

图 2 09 年国元证券收入结构情况（亿元，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

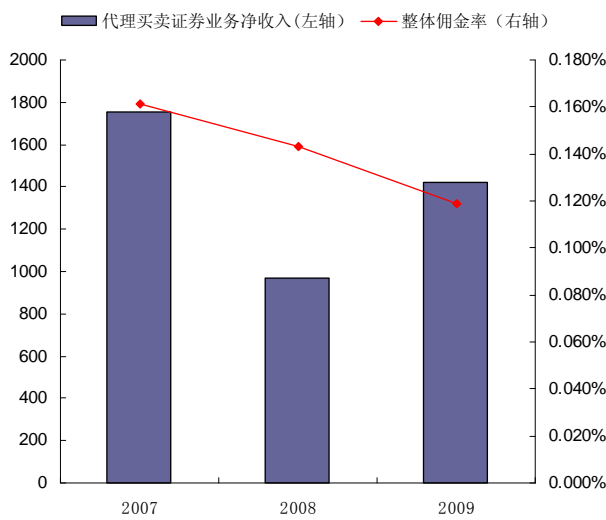
数据来源：Wind，上海证券研究所

二、经纪业务佣金率下滑但市场份额出现小幅攀升

2009年，公司代理买卖证券业务净收入15.39亿元，按照股票+基金+权证交易金额的统计口径，折算平均佣金率为0.117%，较08年0.152%下降了0.035个百分点，主要原因是09年券商新设营业部、升级服务部，导致营业部数量增加，市场竞争程度加剧，公司经纪业务的佣金率出现下滑，与行业的趋势保持一致。

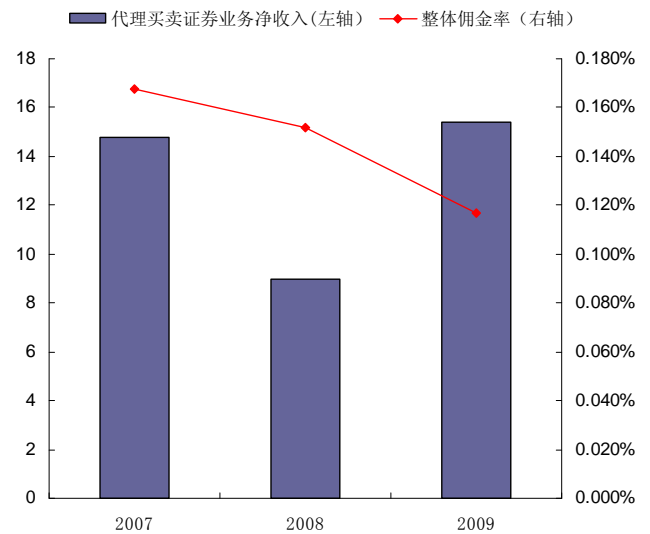
按照股票+基金+权证交易金额的统计口径，2009年公司经纪业务市场份额为1.10%，较08年上升了0.22个百分点，排名从第29位上升到第23位。公司的经纪业务呈现出“以价换量”的发展趋势。

图 3 07-09 年证券业经纪业务佣金率变化趋势 (亿元, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

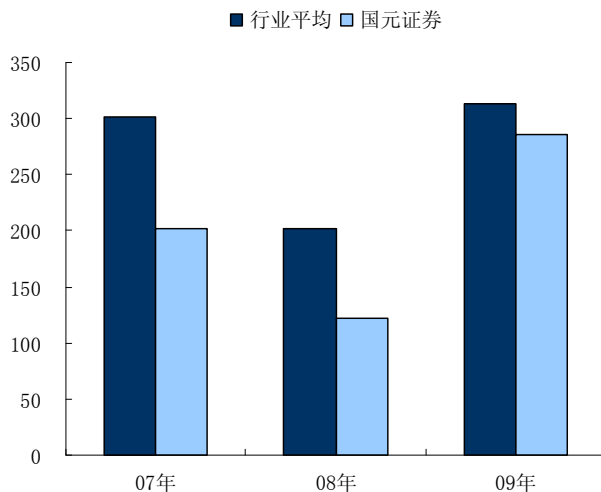
图 4 07-09 年国元证券经纪业务佣金率变化趋势 (亿元, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

07-09 年期间, 公司的营业部部均成交金额 (含股票、权证、基金、ETF、债券等) 从 201 亿元上升到 286 亿元, 其中, 07 年公司部均成交金额为 201 亿元, 仅为全行业部均成交金额 301 亿元的 66.78%; 09 年公司部均成交金额为 286 亿元, 达到了全行业部均成交金额 313 亿元的 91.37%。公司的部均成交金额出现了较大幅度的提升, 已接近行业平均水平, 公司在年报中披露主要原因是在 09 年大力地推进市场营销工作, 获准实施证券经纪人制度, 通过优化营业部绩效考核机制, 推进精品营业部建设, 带来了经纪业务的优化。

图 5 07-09 年证券业及国元证券的营业部部均成交金额 (亿元)

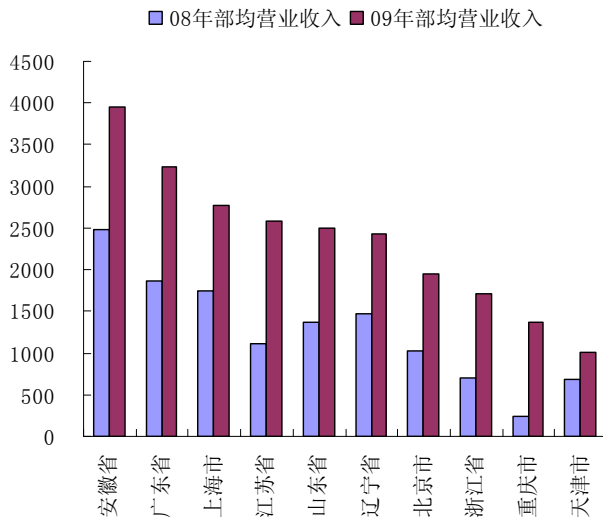


数据来源: Wind, 上海证券研究所

目前, 公司拥有 72 家证券营业部: 北京 2 家; 上海 6 家; 天津 1 家; 重庆 1 家; 辽宁 2 家; 山东 4 家; 浙江 3 家(其中 2 家新设筹建); 江苏 1 家; 湖南 1 家(迁址筹建); 福建 1 家(迁址筹建); 广东 4 家; 安徽 46 家(其中 2 家新设筹建)。

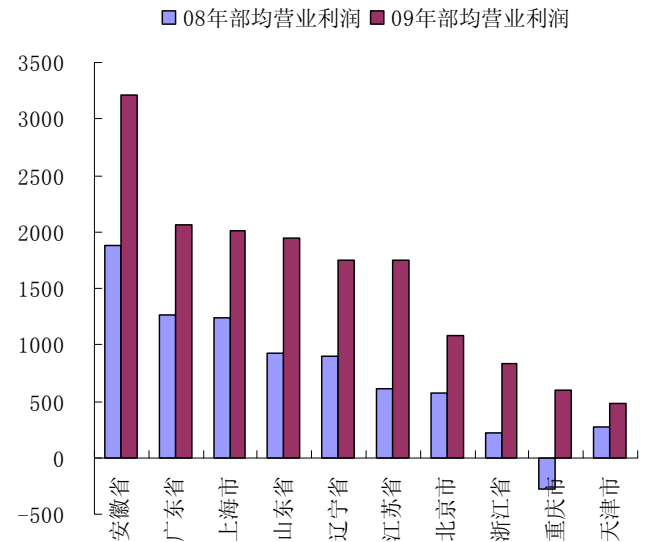
从部均营业收入和营业利润来看, 排名靠前的市场为安徽、广东、上海、江苏、山东和辽宁, 表明公司的重点市场集中在安徽省及沿海地区。

图 6 08-09 年国元证券的营业部部均营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 08-09 年国元证券的营业部部均营业利润 (亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

三、自营业务规模较小, 对业绩贡献有限

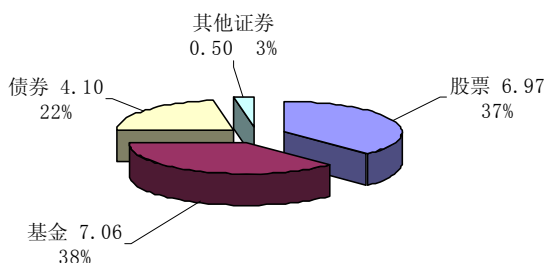
公司年报披露, 2009 年公司实现自营业务收入 1.24 亿元, 占营业收入的比重为 5.68%, 实现自营业务利润 1.15 亿元。由于公司的自营规模较小, 给公司带来的收入贡献比较有限。

截至 2009 年底, 按照期末账面价值的统计口径, 公司自营业务的账面价值为 18.64 亿元, 其中, 股票配置比例为 37%, 贡献收益 1.26 亿元; 基金配置比例为 38%, 贡献收益 0.54 亿元; 债券配置比例为 22%, 亏损 0.6 亿元; 其他证券配置比例为 2.7%, 贡献收益 0.02 亿元。这表明公司自营业务的主要收入来源为股票投资, 而基金的配置比例虽然较高, 但收益贡献较小。

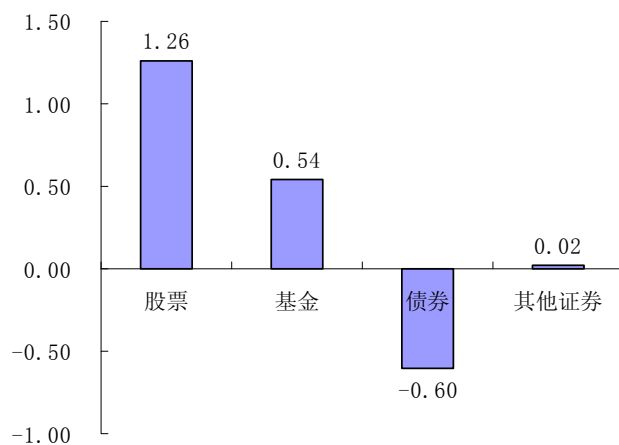
图 8 09 年底国元证券自营业务的证券品种结构 (亿元, %)

图 9 09 年国元证券自营业务不同品种证券的收益情况 (亿元)

2009年底国元证券自营业务证券品种结构



不同品种证券的收益



数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

四、投行业务以中小企业股权融资项目为主

2009 年公司实现证券承销业务净收入 1.14 亿元, 同比增长 356%, 占营业收入的比重为 5.22%; 此外, 公司实现保荐业务收入 0.15 亿元, 实现财务顾问收入 0.28 亿元。

根据中国证券业协会公布的证券公司排名情况, 2009 年公司股票及债券主承销项目为 10 家, 行业排名第 20 位, 股票及债券承销金额行业排名第 22 位; 股票主承销项目 6 家, 行业排名第 13 位, 股票主承销金额行业排名第 14 位。

根据 Wind 统计的券商承销及保荐费用情况, 公司担任 IPO 首发项目主承销商的承销及保荐费用率为 6.54%, 高于行业平均水平 3.72%, 主要是因为公司承销的鑫龙电器、上海佳豪、安科生物、皖通科技等项目的融资规模较小所致。

目前, 国内投行业务的优质项目资源仍集中在少数大型券商, 我们认为, 短期内这个局面或难有改观; 但考虑到中小板、创业板上市公司数量的不断增加以及政府对中小企业股权融资的支持态度, 公司未来可能在中小企业融资的细分领域获得新的发展机遇。

五、资产管理业务规模较 08 年同期有所下降

2009 年, 公司实现资产管理业务收入 0.33 亿元, 占营业收入比重为 2%, 高于行业平均水平; 截至 2009 年底, 公司集合资产管理总规模为 10.43 亿元, 较 08 年同期下降约 29.5%; 公司旗下共有 2 只集合理财产品, 分别是“黄山 1 号”(债券型)、“黄山 2 号”(FOF), 其中, “黄山 1 号”单位净值为 1.0187 元, 累计净值为 1.5597 元, 公司受托资产增值额为 0.79 亿元, 实现平均受托资产管理规模增值率为 6.75%。

2009年10月28日，公司获批开展定向资产管理业务；公司计划进一步扩大资产管理业务规模，如发行黄山3号限额特定理财产品（小集合）（已于2010年3月22日获批）和伞型集合计划（2-3个产品）（“九华”系列），并积极推进QDII业务资格的申报与获批，完成产品线的构建，以提高客户资产收益率为核心，加大持续营销的力度，创建“黄山”、“九华”等系列产品的品牌。

六、创新业务资格缺失或成为公司业务发展的短板

公司成立了融资融券部，正在积极地准备申请工作，但由于公司不属于参加前期联网测试的11家券商之一，因此在短期内获批试点资格的机会有限；同时，公司目前还未获得股指期货中间介绍业务资格，公司将择机收购一家具备金融期货经纪等资格的期货公司。我们认为，创新业务资格的缺失或在短期内成为公司业务发展的短板。

七、费用情况分析

2009年，公司共支出业务及管理费7.42亿元，占营业收入的比重为34%，较08年占比45%有所下降；其中，工资、奖金、津贴、补贴合计支出3.44亿元，占业务及管理费的比重为46%，高于08年占比33%；公司支出的工资、奖金、津贴、补贴合计金额同比增长101.44%，主要原因是提取奖金的费用在增加。

八、业绩预测、估值及建议

根据公司09年的每股收益0.53元/股，对应3月25日股价18.38元，市盈率为35倍，在券商股中相对估值属于中高水平；此外，2010年在货币政策紧缩的背景下，券商可能面临经纪业务下滑的风险，而公司目前还未获得创新业务资格，缺乏新的盈利渠道来分散经纪业务下滑的风险，我们维持公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值：

表1：国元证券2010-2011年业绩预测与估值简表

至12月31日（¥.百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,237	2,185	2,270	2,813
年增长率（%）	-69.83	76.71	3.89	23.88
归属于母公司的净利润	521	1,037	979	1,210
年增长率（%）	-77.15	99.13	-5.59	23.59
每股收益（元）	0.27	0.53	0.50	0.62
PER（X）	69.31	34.80	36.87	29.83

注：有关指标按最新总股本1964百万股计算；PER按3月25日收盘价18.38元计算。

■ 附表:
表 2 利润表预测简表

指标(单位:百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4,100	1,237	2,185	2,270	2,813
营业支出	944	643	864	1,009	1,255
营业利润	3,155	594	1,321	1,262	1,558
营业外收入	120	0	6	5	5
营业外支出	2	7	4	5	5
利润总额	3,273	588	1,323	1,262	1,558
所得税费	990	66	281	278	343
净利润	2,284	521	1,042	984	1,215
少数股东损益	4	1	5	5	5
归属于公司股东的净利润	2,280	521	1,037	979	1,210
摊薄每股收益(元)	1.16	0.27	0.53	0.50	0.62

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 3 营业收入分业务收入结构预测

指标(单位:百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4,100	1,237	2,185	2,270	2,813
手续费及佣金净收入	1,612	964	1,730	1,756	2,214
代理买卖证券业务净收入	1,476	899	1,539	1,521	1,931
证券承销业务净收入	44	25	114	195	234
受托客户资产管理业务净收入	82	26	33	40	50
利息净收入	82	125	166	183	201
投资净收益	1,591	950	249	286	344
公允价值变动净收益	755	-876	32	37	44
汇兑净收益	-2	-2	0	0	0
其他业务收入	61	76	8	9	10

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 4 营业支出结构预测

指标(单位:百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业支出	944	643	864	1,009	1,255
营业税金及附加	156	75	102	111	138
管理费用	758	556	742	885	1,097
资产减值损失	21	-1	11	2	10
其他业务成本	9	13	9	10	10

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。