

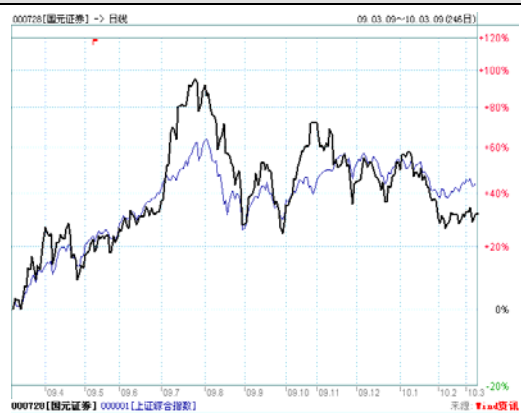
投资评级

当前股价 18.26 元
 投资评级 **买入**

基础数据

上证指数 3053
 总股本(百万股) 1967
 流通 A 股(百万股) 785
 流通 A 股市值(百万) 14334
 总市值(百万) 35917
 每股净资产(元) 7.7

近一年股价表现



研究员: 郭懿
 电话: 010-84802074
 Email: yguo@scstocks.com
 报告日期: 2010. 3. 9

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼
 联系电话: 0755-83778731
 地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室

相关报告:

1. 证券行业 3 月报 2010. 2. 25
2. 创新业务推出利好大券商 2010. 1. 10

投资要点:

- 国元证券 2009 年实现营业收入 21.85 亿元, 同比增长 76.7%, 净利润 10.4 亿元, 同比增长 99.9%, 每股收益 0.53 元, 每股净资产 7.7 元, ROE6.9%。
- 公司 2009 年业绩基本符合预期。虽然 2009 年公司投行业务和自营业务的业绩获得明显提升, 但是由于基数较低, 因此对总体业绩的贡献度也不高。
- 公司 2009 年市场份额为 1.15% 较 2008 年提升 0.27 个百分点, 市场排名第 23 位; 2009 年净佣金费率为 0.106%, 较 2008 年的 0.141% 下滑明显。
- 公司 2009 年实现自营业务收入 2.81 亿元, 同比增长 280.7%。4 季度公司交易性金融资产规模和可供出售金融资产规模均明显增长, 其中交易性金融资产的股票配置比例较高占 44%, 而可供出售金融资产中基金配置比例较高占 47%。
- 在 2010 年日均交易额 2100 亿元和不考虑创新业务贡献的假设下, 保守的估算 2010 年公司将实现净利润 11.96 亿元, 对应的每股收益为 0.61 元, 目前公司股价对应的 PE 为 30 倍。公司增发后资本金优势有利于未来创新业务的开展, 也为未来业绩增长提供了客观条件。我们维持“买入”评级。

财务数据及估值数据

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2185.43	2341.65	2580.87	2770.65
增长率(%)	76.71%	7.15%	10.22%	7.35%
净利润(百万元)	1042.36	1196.23	1366.67	1489.59
增长率(%)	99.92%	14.76%	14.25%	8.99%
EPS(元)	0.53	0.61	0.69	0.75
增长率(%)	48.44%	14.74%	14.22%	9.04%

一、2009 年业绩基本符合预期

国元证券 2009 年实现营业收入 21.85 亿元，同比增长 76.7%，净利润 10.4 亿元，同比增长 99.9%，每股收益 0.53 元。公司 4 季度实现营业收入 6.4 亿元，环比下滑 6.2%，实现净利润 2.6 亿元，环比下滑 20.8%。公司期末每股净资产 7.7 元，较 2008 年增长 139%，ROE6.9%。

公司 2009 年业绩基本符合预期。虽然 2009 年公司投行业务和自营业务的业绩获得明显提升，但是由于基数较低，因此对总体业绩的贡献度也不高。此外，由于收入增幅明显，而且成本费用控制较好，因此净利率提升 5.5 个百分点。2009 年 11 月，公司成功增发普通股股票 5 亿股，募集资金 96.01 亿元，使得公司的净资产迅速增长。

图表 1: 各项业务收入变动及所占比重 (单位: 百万元)

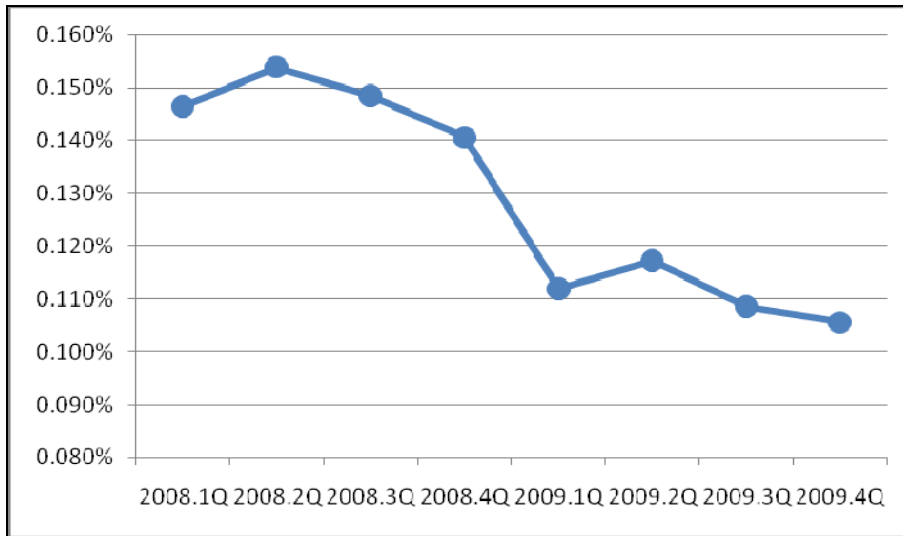
	2008 年	2009 年	同比变动	占 2008 营业 收入比重	占 2009 营业 收入比重
经纪业务收入	898.94	1538.69	71.17%	72.69%	70.41%
投行业务收入	24.61	114.49	365.22%	1.99%	5.24%
自营业务收入	73.87	281.21	280.68%	5.97%	12.87%
业务及管理费率	556.48	741.96	33%	45.00%	33.95%
净利润	521.39	1042.36	99.92%	42.16%	47.70%

数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

二、经纪业务净手续费率下滑明显

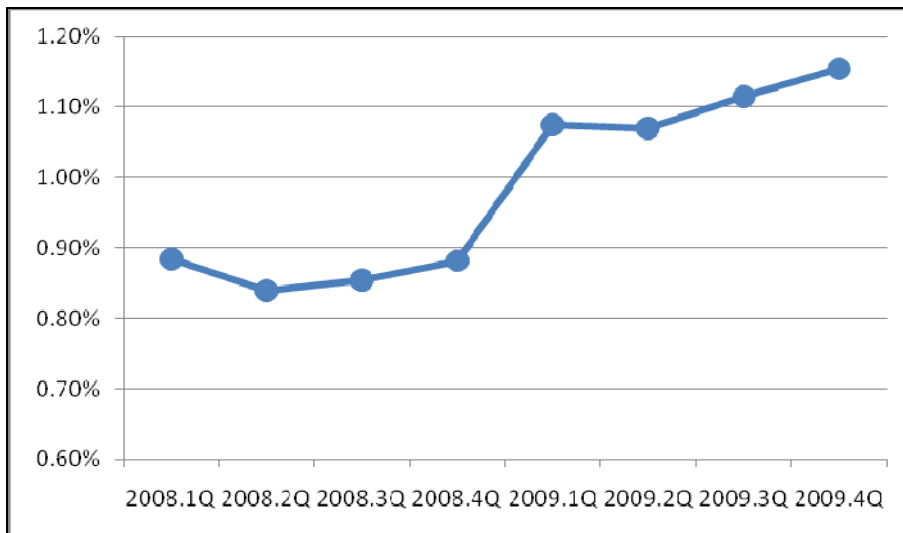
目前，公司拥有 72 家证券营业部，其中包括 4 家为 2010 年 1 月证监会核准筹建。数据显示，公司 2009 年市场份额为 1.15% 较 2008 年的 0.88% 提升 0.27 个百分点，市场排名从 2008 年的第 29 名上升到 2009 年的第 23 位；实现手续费及佣金净收入 15.4 亿元，较 2008 年增长了 71.3%；2009 年净佣金费率为 0.106%，较 2008 年的 0.141% 下滑明显。

图表 2: 累计净手续费率下滑至 0.106%



数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

图表 3: 累计市场份额增长至 1.15%

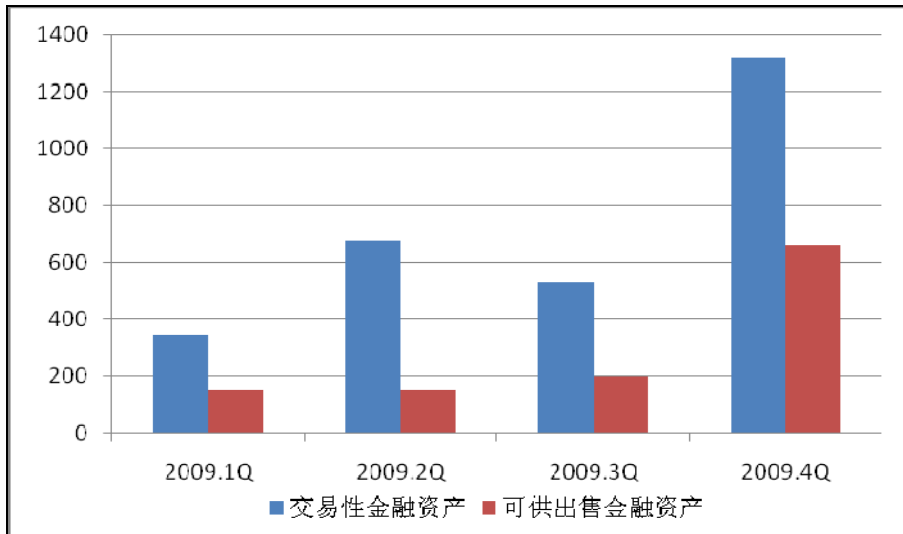


数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

三、2009 年四季度自营规模大幅增加

公司 2009 年实现自营业务收入 2.81 亿元, 由于 2008 年较低的同比基数, 使得公司的自营业绩大幅增长 280.7%。4 季度公司交易性金融资产规模和可供出售金融资产规模均明显增长, 分别从 3 季度末的 5.32 亿元和 1.95 亿元增长到年末的 13.16 亿元和 6.62 亿元。其中交易性金融资产的股票配置比例较高占 44%, 而可供出售金融资产中基金配置比例较高占 47%。

图表 4: 国元证券交易性和可供出售金融资产规模季度变动



数据来源: 江南金融研究所 WIND 资讯

四、投行业务和资管业务稳步发展

2009年实现投行业务收入1.15亿元, 同比增长365.22%。国元证券2009年完成2家中小板和2家创业板的IPO项目, 2项定向增发业务, 承销金额66.3亿元, 行业排名第13位。截至2010年3月1日, 国元证券已经完成2项IPO项目, 目前过会但尚未发行的项目中国元证券还有2家。

2009年, 资产管理业务收入为0.33亿元, 同比增长26.7%。资产管理业务收入的增长主要来源于2008年底成立的“国元黄山2号”集合理财产品。目前“国元黄山3号”的前期工作已经完成, 而且公司已经取得了定向理财业务资格。

五、盈利预测及估值

在2010年日均交易额2100亿元和不考虑创新业务贡献的假设下, 保守的估算2010年公司将实现净利润11.96亿元, 对应的每股收益为0.61元, 目前公司股价对应的PE为30倍。公司增发后资本金优势有利于未来创新业务的开展, 也为未来业绩增长提供了客观条件。我们维持“买入”评级。

图表 5: 利润表 (单位: 百万元)

	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
一、营业收入	2,185.43	2341.65	2580.87	2770.65
手续费及佣金净收入	1,730.06	1663.84	1801.85	1952.19
其中: 代理买卖证券业务净收入	1,538.69	1461.76	1534.84	1611.59
证券承销业务净收入	114.49	148.84	171.16	196.84
受托客户资产管理业务净收入	33.28	53.25	95.85	143.77
利息净收入	166.01	162.69	187.09	196.45
投资净收益	281.21	506.18	582.10	611.21
二、营业支出	864.13	809.79	830.59	862.88
营业税金及附加	102.40	117.08	129.04	138.53
业务及管理费	741.96	682.60	689.43	710.11
三、营业利润	1,321.30	1531.85	1750.28	1907.77
四、利润总额	1,322.99	1533.63	1752.14	1909.73
减: 所得税	280.63	337.40	385.47	420.14
五、净利润	1,042.36	1196.23	1366.67	1489.59
归属于母公司所有者的净利润	1,037.20	1190.04	1359.24	1482.16
少数股东权益	5.16	6.19	7.43	7.43

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003