国元证券：整合的可行性分析　　中性（持平）

投资要点：

- 新一轮行业危机将使券商收购阻力大大减小
- 国元与华安的股权纽带有助其成为第一波行业整合的公司
- 整合有助于公司盈利模式转型的推进

报告摘要：

- 作为一家立足地方辐射全国的地方券商，国元证券近年来发展较为迅速。2009 年增发完成后，净资产 151.31 亿，行业排名第 8 位，公司净资产优势凸显。为扩展多元化收入来源，公司积极构建了金融业范围内的综合经营平台，为盈利模式转型打下了较好基础。
- 如之前行业报告所述，那些佣金率下降风险大并且盈利模式转型困难的券商将会迅速濒临亏损的边缘，净资产收益率的持续降低将大大减小券商整合的阻力，之前较难达成的协议将会成为现实。
- 我们认为国元与华安股权纽带关系有助于其成为行业第一波整合的公司。1 季度国元持有自有资金高达 111 亿，参考中信证券挂牌出售中信建投股权，假设华安证券 PB 为 2 倍，售价为 70 亿元，国元证券完全可以承担这一价格。
- 合并后的新公司整体实力将较原来有所提高，净资产行业排名将提升至第 6 位。合并后公司分支机构将达 142 家，覆盖客户的能力大大加强，有助于公司盈利模式转型的推进。

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,237	2,185	2,018	2,214	2,397
净利润	521	1,042	984	1,079	1,169
每股收益(元)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.8
每股净资产(元)	3.2	7.7	8.1	8.5	9.0
市盈率	36	25	26	24	16
市净率	4.0	1.7	1.6	1.5	1.4
净资产收益率(%)	5.27%	5.22%	3.16%	3.29%	3.37%

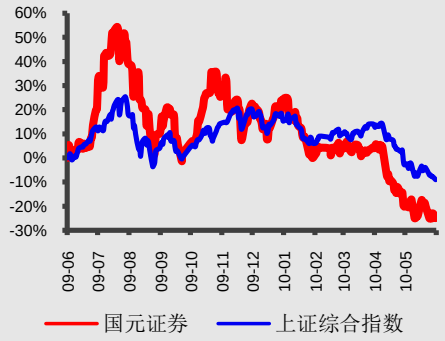
分析师

分析师姓名：黄立军　　邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



相关研究

中信证券：资产出售在行业拐点上 10.6.2

证券信托 4 月报:两类券商佣金率风险大　　10.5.20

招商证券：佣金率下滑隐忧凸显 10.4.20

目录

一、国元证券增发后资本优势明显 4
（一）综合实力位居行业中上游 4
（二）经纪业务产能将有所释放 4
(二)非经纪业务发展存在基础 6
二、收购证券类资产的可行性 7
（一）新一轮行业危机将使得券商收购阻力大大减小 7
（二）有股权纽带的华安证券作为第一波整合标的较为理想 8
（三）增发后资本充足也成为收购的客观条件 8
三、收购完成后公司实力将迅速提升 9
（一）合并后公司整体实力迅速提高 9
（二）合并后公司覆盖客户能力大大加强 10

插图

图 1：2009 年国元证券收入结构 5
图 2： 2009 证券行业收入结构 5
图 3：国元证券经纪业务市场份额变化 5
图 4： 上市券商佣金率 5
图 5：07 年-10 年 Q1 主要上市券商佣金率及一季度佣金率下降幅度 7
图 6：08 年 5 月以来营业部设立情况 7
图 7：国元证券实际控制关系 8

表格

表 1：公司整体实力排名位于行业中游 4
表 2：上市券商服务网点数量 4
表 3：5 月 24 日各证券公司集合理财产品分布(亿) 6
表 4：09 年末上市券商净资本 9
表 5：公司整体实力迅速提高（2009 年数据） 9

一、 国元证券增发后资本优势明显

（一）综合实力位居行业中上游

国元证券是原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司作为主发起人，联合其他 12 家法人单位共同发起设立的综合类证券公司，于 2001 年 10 月 15 日登记注册，注册资本为 203000 万元。2007 年 10 月 30 日借壳北京化二股份有限公司在深圳证券交易所成功上市。

作为一家立足地方辐射全国的地方券商，国元证券近年来发展较为迅速。2009 年，国元证券实现营业收入 21.85 亿，行业排名第 26 位；实现归属上市公司股东的净利润 10.37 亿，行业排名第 24 位。截止 2009 年末公司总资产达 293.86 亿，行业排名第 18 位，净资产 151.31 亿，行业排名第 8 位。总体来看，国元证券盈利规模处于行业中上游，在 2009 年 11 月增发完成后，公司净资产优势凸显。

表 1：公司整体实力排名位于行业中游

公司	营业收入	净利润	固定资产	总资产	净资产
中信证券	1	1	1	1	1
海通证券	4	4	7	2	2
华泰证券	6	8	3	6	10
招商证券	8	9	16	7	4
光大证券	11	10	6	11	5
长江证券	18	17	29	16	13
宏源证券	21	20	5	20	18
国元证券	26	24	14	18	8
西南证券	30	26	28	39	25
东北证券	32	29	8	29	39
国金证券	46	51	85	54	52

资料来源：公司年报，宏源证券

（二）经纪业务产能将有所释放

2009 年，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。上市券商中领先招商证券，仅次于光大证券。考虑到 2009 年公司有 20 家证券服务部升级为营业部，目前这些营业部在公司总交易额中的贡献尚未完全体现，未来这些营业部的产能将逐步释放。我们认为公司的经纪业务市场份额将有所增加，尤其是在公司营业网点数量优势集中地安徽省境内。

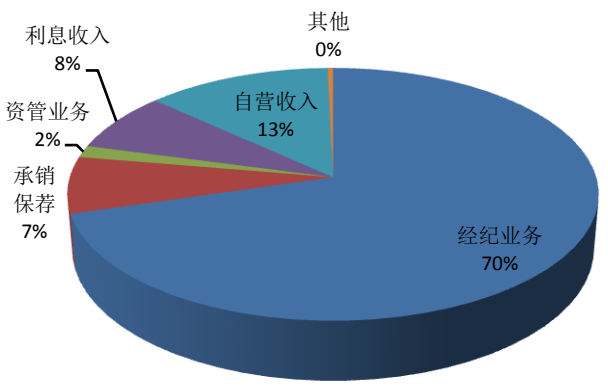
表 2：上市券商服务网点数量

证券公司	2009A		2009H1		2008A	
	营业部数量	服务部数量	营业部数量	服务部数量	营业部数量	服务部数量
中信证券	222	13	191	37	180	48

广发证券	187	0				
海通证券	180	1	143	38	122	57
华泰证券	171	4	155	25	144	
光大证券	93	4	79	15	78	16
国元证券	72	0	48	20	48	20
招商证券	71	0	69	2	69	2
宏源证券	69	0	51		50	17
长江证券	67	0	67	0	56	11
东北证券	57	11	48	19	48	19
西南证券	29	4	27			
太平洋证券	22	7	21	8	17	12
国金证券	16	6	16	6	15	7

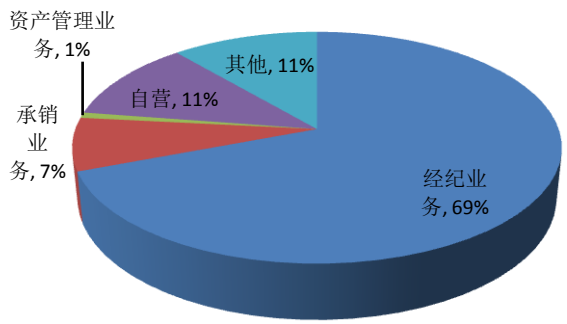
从公司业务结构来看，公司营业收入依然是以经纪业务为主。2009 年，公司实现经纪业务净收入 15.39 亿，占营业收入的比重为 70%；2008 年，公司实现经纪业务净收入 8.99 亿，占营业收入比重为 72%。从市场份额来看，国元证券经纪业务市场份额呈现稳步增加的趋势，2010 年前四月公司代理总交易额市场份额为 1.2%，比 2009 年增长 5.3%，比 2008 年增长 36.4%。从佣金率来看，国元证券佣金率水平处于行业中游，时间序列来看，09 全年综合佣金率为 0.115%，与 08 年相比下降了 18.5%。2010 年 1 季度综合佣金率仅为 0.093%。由于营业部数量急剧扩张，行业佣金率下滑不可避免。

图 1：2009 年国元证券收入结构



资料来源：公司年报，宏源证券

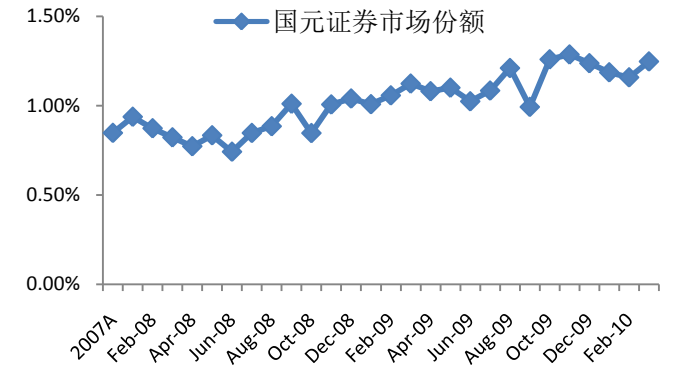
图 2： 2009 证券行业收入结构



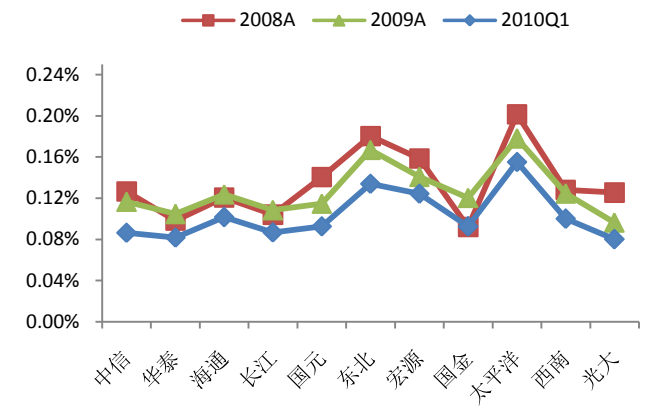
资料来源：证券业协会，宏源证券

图 3：国元证券经纪业务市场份额变化

图 4： 上市券商佣金率



资料来源：wind，宏源证券



资料来源：证券业协会，宏源证券

(二)非经纪业务发展存在基础

受益于 IPO 重启和创业板的开闸，09 年公司承销业务进步显著。2009 年公司股票主承销家数行业排名第 13 位，股票主承销金额行业排名第 14 位，实现证券承销、保荐及顾问业务收入 1.58 亿元，比去年增长 216.39%。

资管业务方面，“黄山”系列理财产品收益稳定。截止 2010 年 5 月，公司集合理财产品 3 只，净值为 10 亿，2010 年 1 季度，公司资产管理业务净收入达 1.01 亿，是去年全年的 3 倍，占营业收入的比重为 19%。未来看公司在固定收益类产品的发展存在潜力。

表 3：5 月 24 日各证券公司集合理财产品分布(亿)

公司	数量	金额	市场份额
光大证券	6	114	12.2%
中信证券	8	112	12.0%
国泰君安证券	5	101	10.8%
华泰证券	10	72	7.7%
国信证券	7	62	6.6%
中金公司	10	58	6.2%
东方证券	8	55	5.9%
招商证券	5	49	5.3%
长江证券	7	36	3.9%
广发证券	2	30	3.2%
宏源证券	2	19	2.0%
海通证券	4	11	1.1%
国元证券	3	10	1.0%
东北证券	2	5	0.6%

资料来源：wind 资讯，宏源证券

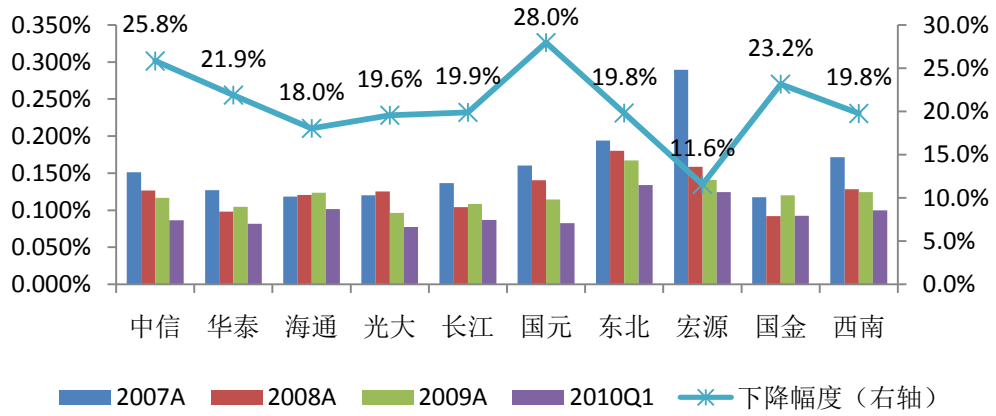
为扩展多元化收入来源，完善盈利模式和结构，公司积极构建了金融业范围内的综合经营平台。目前，国元证券旗下有国元香港、国元直投、国元期货，并持有长盛基金 41%的股权。

二、收购证券类资产的可行性

（一）新一轮行业危机将使得券商收购阻力大大减小

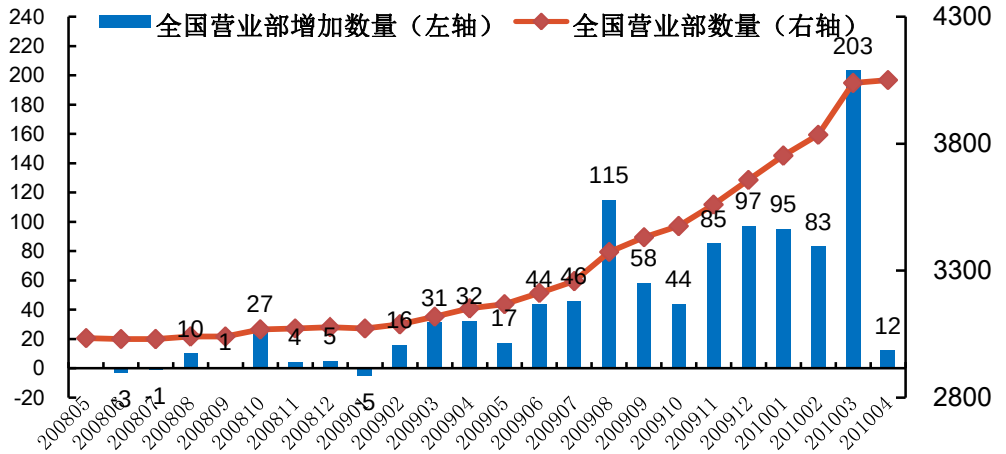
2010 年一季度券商佣金率下降明显。据统计，一季度除宏源证券外，其他各主要上市券商佣金率下降幅度都接近或超过 20%，佣金率如图 5 所示。目前行业佣金率已经逼近 0.08%。如我们行业报告中所述，佣金率下降主要由于营业部数量剧增导致。如图自 08 年以来由于服务部升级和新批营业部，营业部数量从 3000 余家迅速增加到目前的 4000 多家，增幅达到 33%以上。我们认为营业部增加带来的影响将是深远的，加上市场交易额的下降对竞争的刺激，佣金率下降到券商平均成本线将指日可待。

图 5：07 年-10 年 Q1 主要上市券商佣金率及一季度佣金率下降幅度



资料来源：上市公司年报，wind，宏源证券

图 6：08 年 5 月以来营业部设立情况



资料来源： wind，宏源证券

我们认为未来佣金率下降风险主要集中在两类券商。第一种是那些业务集中在营业部大幅新增地区的券商。第二种是目前享受区域垄断佣金率的券商，随着其他券商营业部的进入，其将被迫放弃垄断性佣金率。如之前行业报告所述，那些佣金率下降风险大并且盈利模式转型困难的券商将会迅速濒临亏损的边缘，净资产收益率的持续降低将大大减小券

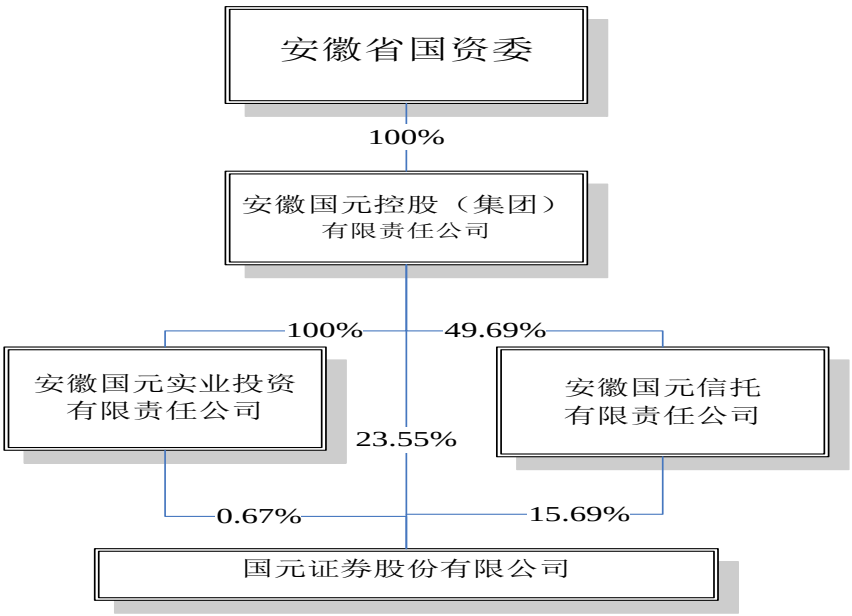
商整合的阻力，之前较难达成的协议将会成为现实。

（二）有股权纽带的华安证券作为第一波整合标的较为理想

华安证券有限责任公司是由原安徽省证券公司增资扩股而设立的综合类证券公司，第一大股东是安徽省国有资产运营有限公司，持股 8.8 亿，占比 36.59%，由安徽省国资委管理。2009 年公司实现营业收入 15.6 亿，归属母公司股东的净利润 8.1 亿，期末公司总资产 126.8 亿，归属母公司股东的所有者权益 34.8 亿。2009 年年报显示公司拥有 71 家证券营业部（含服务部），主要分布在安徽省。

国元证券的实际控制人为安徽省国资委。公司第一大股东安徽国元控股（集团）有限责任公司，系安徽省国资委下属的国有独资企业。安徽国元控股（集团）有限责任公司持有公司第二大股东安徽国元信托有限责任公司 49.69%的股权，系该公司第一大股东，还持有公司股东安徽国元实业投资有限责任公司 100%的股权。我们认为国元与华安股权纽带关系有助于其成为行业第一波整合的公司。

图 7：国元证券实际控制关系



资料来源： wind，宏源证券

（三）增发后资本充足也成为收购的客观条件

2009 年 11 月，公司公开增发 5 亿股，募集资金达 99 亿，极大地充实了资本金，目前公司净资本达 127.9 亿，同比增长 283%。增发后资本充足是实现收购的客观条件。1 季度公司持有大量自有资金，高达 111 亿。考虑到 2010 年股票市场震荡下行，证券公司自营权益投资难以获得超额正收益，资金运用压力较大，主观上具备利用资金收购证券类资产、实现弱势中外延式发展的动力。参考中信证券挂牌出售中信建投股权，每股价格 6 元，对应的 2010 年中信建投的 PB 为 1.8 倍。考虑到成交价高于挂牌价，假设华安证券 PB 为 2 倍，售价为 70 亿元，国元证券完全可以承担这一价格。

表 4：09 年末上市券商净资本

公司	净资本(百万)
中信	34904
海通	34391
光大	18246
招商	17976
国元	12788
广发	10826
华泰	8531
长江	7389
宏源	4719
西南	3525
国金	2382
东北	2277
太平洋	1525

资料来源：公司年报，宏源证券

三、收购完成后公司实力将迅速提升

（一）合并后公司整体实力迅速提高

合并后的新公司整体实力将较原来有所提高，资产实力领先盈利能力。2009 年合并后公司营业收入 37.48 亿元，行业排名可提升至第 17 位；归属于母公司股东的净利润 18.46 亿，行业排名提升至第 16。年末公司总资产达 420.62 亿元，行业排名提升至第 15 位，净资产 187.2 亿元，行业排名提升至第 6 位。

表 5：公司整体实力迅速提高（2009 年数据）

	营业收入	净利润	固定资产	总资产	净资产
中信证券	1	1	1	1	1
海通证券	4	4	7	2	2
华泰证券	6	8	3	6	10
招商证券	8	9	16	7	4
光大证券	11	10	6	11	5
新公司	17	16	8	15	6
长江证券	18	17	29	16	13
宏源证券	21	20	5	20	18
国元证券	26	24	14	18	8
西南证券	30	26	28	39	25
东北证券	32	29	8	29	39
国金证券	46	51	85	54	52
太平洋	63	57	58	73	62

数据来源：WIND 资讯，宏源证券研究所

（二）合并后公司覆盖客户能力大大加强

合并后公司设分支机构将达 142 家。以 2009 年数据来看，新公司实现代理买卖证券业务净收入 28.29 亿元。全年公司代理交易额达 21133.64 亿元，市场份额为 1.674%，2007 年和 2008 年公司经纪业务市场份额分别为 1.42%、1.4%。合并后的公司覆盖客户的能力大大加强，有助于公司盈利模式转型的推进。

分析师姓名：黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

宏源证券机构销售团队		
华北区域	**华东区域**	**华南区域**
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	**曾利洁** 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	**刘爽** 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%～+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。