

国元证券：稳健经营防风险

中性（维持）

投资要点：

- 📖 承销业务同比大幅增长部分上抵消了经纪业务的下滑
- 📖 自营略有亏损
- 📖 创新业务发展较全面，但是收益不显著

报告摘要：

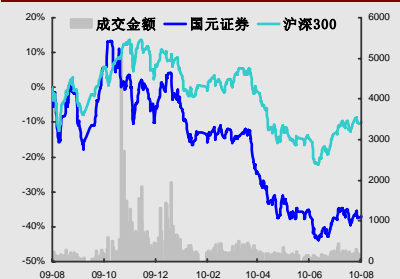
- 上半年公司实现营业收入 9.37 亿元，较上年同期上升 11%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.22 亿元，较上年同期下降 9%。EPS0.22 元，其中二季度 EPS 为 0.08 元。公司业绩优于行业主要是因为承销业务部分抵消了经纪业务的下滑以及长期股权投资所带来的收入。
- **经纪业务表现平平，佣金率下滑较大，市场份额保持稳定。**上半年公司代理买卖证券净收入达 5.57 亿元，公司经纪业务实现的收入同比下降 15%，占营业收入比重为 59%。从佣金率来看，上半年公司综合佣金率 0.089%，高于行业 0.088% 的行业水平，与 2009 年同比下降 23%，从市场份额来看，上半年代理交易额市场份额为 1.2%，环比上升 0.4%，其中 2 季度公司市场份额环比下降了-0.6%。
- **稳健自营使得亏损较少。**上半年公司自营亏损 0.06 亿，其中 2 季度亏损 0.37 亿。公司本期末自营规模为 30 亿，与年初相比上升 53%。从资产配置来看公司自营投资趋于稳健，自营盘中权益类投资占比为 32%与年初 71%相比下降较大。自营盘的扩大和权益占比下降主要是因为公司使用增发资金增仓 14 亿的债券。
- **证券承销业务有较大提升。**上半年公司已完成股票 IPO 项目 4 家，股票承销金额 150.21 亿元，市场份额为 0.93%，与去年 0.38% 的市场份额有较大提升；报告期内公司投资银行净收入为 1.38 亿元，占营业收入的比重为 5%，同比增长 6 倍。
- **资管业务处于起步，创新业务蓬勃发展。**期末公司管理的集计划数量达到 3 只，合计管理资产规模 8.1 亿元，贡献收入 0.05 亿元；此外公司持有分别持有长盛基金 41% 的股权，归属公司的基金净值为 145 亿，贡献营业收入 0.7 亿，两项合计占营业收入比重为 8%。公司已经收购具备金融期货交易资格的五矿海勤期货，并积极申请融资融券业务，国元香港子公司也意欲于香港上市。
- 国元证券是一家规模较大的综合型地方性券商，在各个领域都有业务开展，经营较为稳健，在 2200 亿日均股票交易额及佣金率下降 30% 的假设下，公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.5、0.5、0.8 元，目前股价对应的市盈率为 27、24 和 16 倍，估值较合理，故给予其中性评级。

分析师：黄立军 邢波

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数（家）	18
总市值（亿元）	14848
流通市值（亿元）	10328
重点公司（家）	16
重点公司占行业市值比重	99.3%

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 广发证券：出售华福或成催化剂 8.16
- 长江证券：二季度自营拖累业绩 8.10
- 广发证券：定向增发正当其时 8.3
- 东北证券：高弹性特性强化 7.29
- 证券：非上市券商半年报情况综述 7.27
- 保险：下半年保费增速将有所下降 7.21

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,237	2,185	1,902	2,214	2,397	货币资金	8,725	24,613	27,074	29,782	32,760
手续费净收入	964	1,730	1,332	1,451	1,583	结算备付与保证金	505	1,408	1,603	1,834	2,110
代理买卖证券业务净收入	899	1,539	1,180	1,274	1,376	交易性金融资产	1,534	1,316	1,711	1,882	2,070
证券承销业务净收入	25	114	121	133	146	买入返售金融资产	0	0	628	628	628
资产管理业务净收入	26	33	31	44	61	可供出售金融资产	136	662	860	946	1,041
利息净收入	125	166	160	206	227	其他资产	1,013	1,387	1,434	1,486	1,542
投资收益及公允价值变动	74	281	410	555	587	资产总计	11,914	29,386	33,310	36,558	40,151
其他业务收入	74	8	0	3	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	-643	-864	666	775	839	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-75	-102	95	111	120	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-556	-742	571	664	719	卖出回购金融资产款	350	0	0	0	0
营业利润	594	1,321	1,236	1,439	1,558	代理买卖证券款	6,452	13,684	16,248	17,872	37,532
营业外收支	-6	2	0	0	0	其他负债	343	518	1,091	1,797	-15,263
利润总额	588	1,323	1,236	1,439	1,558	负债合计	7,145	14,202	17,339	19,669	22,269
所得税	-66	-281	309	360	390	股本	1,464	1,964	1,964	1,964	1,964
净利润	521	1,042	927	1,079	1,169	归属母公司所有者权益	4,722	15,132	15,819	16,728	17,712
归属母公司所有者净利润	521	1,037	923	1,074	1,163	少数股东权益	46	51	152	161	170
少数股东损益	1	5	5	5	6	所有者权益合计	4,769	15,183	15,971	16,889	17,882
经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	风险指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	3.4%	5.0%	2.9%	3.1%	3.0%	净资本	3,335	14,592	15,237	16,092	17,018
平均净资产收益率	5.3%	5.2%	3.0%	3.3%	3.4%	扣代买卖证券款负债率	12.7%	3.3%	6.4%	9.6%	-582.7%
管理费用率	-45.0%	-34.0%	30.0%	30.0%	30.0%	自营规模/净资本	50.1%	13.6%	16.9%	17.6%	18.3%
营业收入/总资产	8.0%	10.6%	6.1%	6.3%	6.3%	权益自营规模/净资本	7.0%	9.7%	8.4%	8.8%	9.1%
每股数据(元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.4	0.5	0.5	0.5	0.8	市盈率	36	24	27	24	16
每股净资产	3.2	7.7	8.1	8.5	9.0	市净率	4.0	1.7	1.6	1.5	1.4

分析师简介:

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、国元证券、国元证券、东北证券、长江证券等

机构销售团队

华北区域
牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

华东区域
曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

刘爽

010-88085798

liushuang@hysec.com

孙利群

010-88085096

sunliqun@hysec.com

华南区域
雷增明

010-88085989

leizengming@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。