

# 国元证券：佣金率环比降幅较小

## 2010年3季报点评

### 报告关键点：

- 📖 净利润环比增长近60%
- 📖 自营业务收入的占比大幅提升
- 📖 经纪业务表现突出，佣金率环比降幅较小

### 报告摘要：

- **净利润环比增长近60%**。2010年3季度，国元证券共实现营业收入6亿元，同比下降11%，环比增长47%；实现净利润2.5亿元，同比下降22%，环比增长58%；本季度每股收益为0.13元。和之前公布3季报的券商一样，自营业务主导了本季度业绩的改善。期末公司净资产为148亿元，每股净资产为7.53元。
- **自营业务收入的占比大幅提升**。3季度公司共实现自营业务收入（投资收益+公允价值变动-联营合营企业收入）1.4亿元，而去年同期与今年上半年自营业务均为小幅亏损，本季度自营业务收入环比改善近1.5亿元，这是3季度公司业绩改善的最主要原因。相应地我们也看到，3季度公司的自营业务收入在营业收入中的占比高达23%，而过去几个会计期间该占比均在10%以内。
- **经纪业务表现突出，佣金率环比降幅较小**。3季度公司共实现经纪业务收入2.7亿元，同比下降41%，环比增长6%，经纪业务环比增长的幅度在已披露3季报的券商中最高。经纪业务收入环比的较好表现源自佣金率环比降幅较小的优势：公司3季度的股票交易佣金率为1.07‰，环比只下降了8%，与2010年上半年相比仅下降3%，这在已公布3季报的券商中可以说是鹤立鸡群；另一方面，截至2010年9月末，公司的股票交易额市场份额（1.06%）与2009年末相比基本持平，没有明显的下降。
- **维持公司增持-A的投资评级，目标价18元**。公司佣金率的环比下降幅度与其它券商相比具备优势；考虑到近期券商股上涨过程中国元证券涨幅偏小且距其今年的高点位置更远，如果券商股行情向好，则国元证券将有补涨需求。因此，我们仍然维持公司增持-A的投资评级，目标价18元。

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

**目标价格：**
**18.00元**

期限： 3个月 上次预测： 18.00元

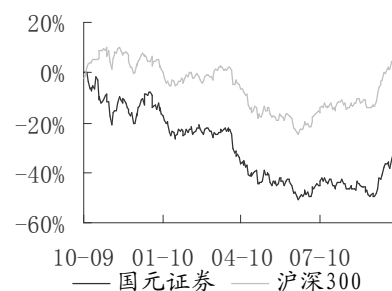
现价： 14.89元

**报告日期：**
**2010-10-28**

### 市场数据

总市值(百万元)	29,245.45
流通市值(百万元)	11,690.28
总股本(百万股)	1,964.10
流通股本(百万股)	785.11
12个月最高/最低	11.34/23.99元
十大流通股东(%)	24.96%
股东户数	

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.56	(5.79)	(37.72)
绝对收益	27.50	12.86	(35.67)

### 研究员

**杨建海**
**首席行业分析师**

 021-68765375  
证书编号

 yangjh@essence.com.cn  
S1450209100294

### 财务和估值数据摘要

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,237	2,185	1,871	2,515	2,778
Growth(%)	-69.83%	76.72%	-14.37%	34.40%	10.45%
净利润	521	1,037	896	1,205	1,331
Growth(%)	-77.15%	99.13%	-13.57%	34.40%	10.45%
每股收益(元)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
每股净资产(元)	3.2	7.7	7.6	8.1	8.7
市盈率	42	28	33	24	22
市净率	4.6	1.9	2.0	1.8	1.7
净资产收益率(%)	10.53%	10.45%	5.96%	7.79%	8.05%

### 前期研究成果

国元证券：权益敞口续降	2010-08-25
国元证券：佣金率略有上升	2010-04-29
国元证券：“三低”的代表公司	2010-03-09

## 财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2010-10-28

利润表(百万元)						保费收入(百万元)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>1,237</b>	<b>2,185</b>	<b>1,871</b>	<b>2,515</b>	<b>2,778</b>	货币资金	8,725	24,613	27,074	29,782	32,760
手续费净收入	964	1,730	1,370	1,816	1,993	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	1,308	1,739	1,897	交易性金融资产	1,534	1,316	1,448	1,593	1,752
证券承销业务净收入	25	114	25	33	43	买入返售金融资产	0	0	628	628	628
资产管理业务净收入	26	33	37	44	53	可供出售金融资产	136	662	728	801	881
利息净收入	125	166	183	201	221	其他资产	1,013	1,387	1,434	1,487	1,543
投资收益及公允价值变动	74	281	319	498	564	<b>资产总计</b>	<b>11,914</b>	<b>29,386</b>	<b>32,915</b>	<b>36,124</b>	<b>39,673</b>
其他业务收入	74	8	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
<b>营业支出</b>	<b>-643</b>	<b>-864</b>	<b>-749</b>	<b>-1,006</b>	<b>-1,111</b>	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-75	-102	-94	-126	-139	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-556	-742	-655	-880	-972	卖出回购金融资产款	350	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>594</b>	<b>1,321</b>	<b>1,123</b>	<b>1,509</b>	<b>1,667</b>	代理买卖证券款	6,452	13,684	14,918	16,410	18,051
营业外收支	7	10	0	0	0	其他负债	343	518	2,897	3,588	4,363
<b>利润总额</b>	<b>588</b>	<b>1,323</b>	<b>1,123</b>	<b>1,509</b>	<b>1,667</b>	<b>负债合计</b>	<b>7,145</b>	<b>14,202</b>	<b>17,815</b>	<b>19,998</b>	<b>22,414</b>
所得税	-66	-281	-225	-302	-333	股本	1,464	1,964	1,964	1,964	1,964
<b>净利润</b>	<b>521</b>	<b>1,042</b>	<b>898</b>	<b>1,207</b>	<b>1,334</b>	归属母公司所有者权益	4,722	15,132	14,956	15,972	17,095
归属母公司所有者净利润	521	1,037	896	1,205	1,331	少数股东权益	46	51	144	153	164
少数股东损益	1	5	2	2	3	<b>所有者权益合计</b>	<b>4,769</b>	<b>15,183</b>	<b>15,100</b>	<b>16,126</b>	<b>17,259</b>
<b>经营指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>风险指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
平均总资产收益率	3.38%	5.02%	2.88%	3.49%	3.51%	净资本	3,335	12,788			
平均净资产收益率	10.53%	10.45%	5.96%	7.79%	8.05%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	45.00%	33.95%	35.00%	35.00%	35.00%	自营规模/净资本	40.00%	13.41%			
营业收入/总资产	8.02%	10.58%	6.01%	7.29%	7.33%	权益自营规模/净资本	0.83%	7.85%			
<b>每股数据(元)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>估值</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
每股收益	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	市盈率	42	28	33	24	22
每股净资产	3.2	7.7	7.6	8.1	8.7	市净率	4.6	1.9	2.0	1.8	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034