

# 国元证券：直投业务快速发展 增持（上调）

## 投资要点：

- 📖 四季度佣金率已降至较低水平
- 📖 PE 直投项目快速发展和更多创新业务将带来成长性预期

## 报告摘要：

- **经纪业务缩水，管理费用膨胀：**2010 年公司实现营业收入 22.42 亿元，同比上涨 2.59%，归属上市公司股东净利润 9.25 亿元，同比下降 11.17%。经纪业务收入大幅缩水和管理费用率上升（同比增长 22%）是导致其利润下滑的主要原因。
- **第四季度佣金率环比下降 9%至 0.07%：**全年公司实现经纪业务净收入 12.26 亿元，同比下降 20%。全年佣金率 0.08% 同比下降 30%，低于行业水平的 0.087%。第四季度母公司综合佣金率环比下降 9%至 0.07%。2010 年公司新开 15 家营业部，市场份额达到 1.17%，比去年 1.14% 略增。
- **承销和集合理财业务行业排名有所下滑：**2010 年公司共募集资金 64.84 亿元，净收入 2.49 亿元，同比增长 118%；公司资管业务实现收入 2600 万元，较去年下降 22%，资产净值总计 8 亿元，行业排名均有所下滑。
- **直投业务发展迅速：**公司自营业务收入达到 2.62 亿元，收益率为 6% 投资收益同比大幅增长 67.18%。自营规模同比增长 144%，据公司披露 11 年策略将加大固定收益类投资占比。截至 2010 年 12 月底，公司直投项目共计 9 个，投资金额累计 3.65 亿元，其中“顺荣股份”已于深交所挂牌上市。多元化和创新业务将给公司带来业绩增长。
- **估值：**假设 2011 年，市场日均股票成交额 2500 亿元，下调综合佣金率 10%至 0.07%，自营收益率为 8%，（上调固定收益类占比至 55%）。公司 11 年 EPS 为 0.53 元，对应市盈率 23 倍，估值合理。但考虑到创新业务的资本消耗性特征将有利于国元证券（净资本达到 117.71 亿，行业排名靠前），上调至增持评级。

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,237	2,185	2,242	2,267	2,311
净利润	521	1,042	926	1,036	1,055
每股收益(元)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7
市盈率	34	23	26	23	17
市净率	3.8	1.6	1.5	1.4	1.4
净资产收益率(%)	5.27%	5.22%	2.99%	3.18%	3.07%

## 分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

## 联系人

孙羽薇

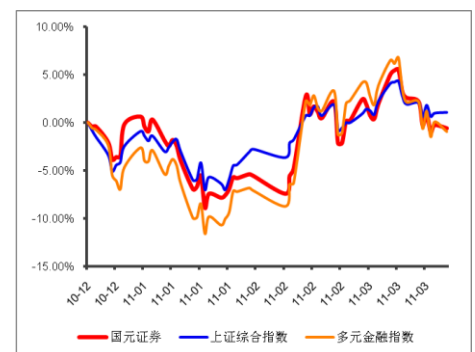
电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

邢波

Email: xingbo@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

证券行业：部分券商拐点将现 3.20

证券行业：证券佣金率指导线高于预期

辽宁成大：非证券业务打开上升空间

证券行业：行业分化将加速 12.1

中信证券：将受益创业板解禁 10.31

广发证券：估值已偏高  
10.25

东北证券：佣金率继续下降  
10.20

保险：万事俱备，空间将开 10.13

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,237	2,185	2,242	2,267	2,311	货币资金	8,725	24,613	15,762	17,339	19,939
手续费净收入	964	1,730	1,533	1,406	1,410	结算备付与保证金	505	1,408	1,472	1,679	1,989
代理买卖证券业务净收入	899	1,539	1,226	1,120	1,109	交易性金融资产	1,534	1,316	1,219	1,341	1,476
证券承销业务净收入	25	114	249	249	249	买入返售金融资产	0	0	0	628	628
资产管理业务净收入	26	33	26	37	52	可供出售金融资产	136	662	3,613	3,975	4,372
利息净收入	125	166	330	363	400	其他资产	1,013	1,387	12,573	2,934	3,704
投资收益及公允价值变动	74	281	373	493	501	<b>资产总计</b>	<b>11,914</b>	<b>29,386</b>	<b>34,640</b>	<b>27,896</b>	<b>32,108</b>
其他业务收入	74	8	6	4	0	短期借款	0	0	0	0	0
<b>营业支出</b>	<b>-643</b>	<b>-864</b>	<b>-1,054</b>	<b>885</b>	<b>905</b>	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-75	-102	-101	-101	-101	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-556	-742	-930	987	1,006	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>1,188</b>	<b>1,382</b>	<b>1,406</b>	代理买卖证券款	6,452	13,684	9,159	10,411	22,857
营业外收支	-6	2	9	0	0	其他负债	343	518	762	633	-8,497
<b>利润总额</b>	<b>588</b>	<b>1,323</b>	<b>1,197</b>	<b>1,382</b>	<b>1,406</b>	<b>负债合计</b>	<b>7,145</b>	<b>14,202</b>	<b>9,921</b>	<b>11,045</b>	<b>14,360</b>
所得税	-66	-281	-271	345	352	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>926</b>	<b>1,036</b>	<b>1,055</b>	归属母公司所有者权益	4,722	15,132	15,818	16,691	17,579
归属母公司所有者净利润	521	1,037	925	1,035	1,054	少数股东权益	46	51	152	160	169
少数股东损益	1	5	1	1	1	<b>所有者权益合计</b>	<b>4,769</b>	<b>15,183</b>	<b>15,970</b>	<b>16,851</b>	<b>17,748</b>
<b>经营指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>风险指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
平均总资产收益率	3.4%	5.0%	2.9%	3.3%	3.5%	净资本	3,335	14,592	14,805	15,467	15,910
平均净资产收益率	5.3%	5.2%	3.0%	3.2%	3.1%	扣除代买卖证券款负债率	12.7%	3.3%	3.0%	3.6%	-91.9%
管理费用率	-45.0%	-34.0%	-41.5%	43.5%	43.5%	自营规模/净资本	50.1%	13.6%	32.6%	34.4%	36.8%
营业收入/总资产	8.0%	10.6%	7.0%	7.3%	7.7%	权益自营规模/净资本	7.0%	9.7%	19.2%	15.5%	18.4%
<b>每股数据(元)</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>估值</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
每股收益	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7	市盈率	34	23	26	23	17
每股净资产	3.2	7.7	8.1	8.5	9.0	市净率	3.8	1.6	1.5	1.4	1.4

**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。

### 机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@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。