

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

业绩基本符合预期

——国元证券(000728)2010年年报点评

研究报告-公司点评

增持(维持)

发布日期: 2011年3月22日

报告关键要素:

2010年,受券商佣金战影响,公司经纪业务收入下滑,再加上业务及管理费大幅增加,使得净利润在营业收入小幅增长的情况下仍出现下滑。但考虑到公司各项业务资格均已具备,未来随着新业务的不断开展,业务发展多元化趋势,维持公司“增持”评级。

事件:

国元证券公布2010年年报。2010年,公司实现营业收入22.42亿元,同比增加2.61%;归属于上市公司股东的净利润9.25亿元,同比减少10.80%;基本每股收益0.47元。

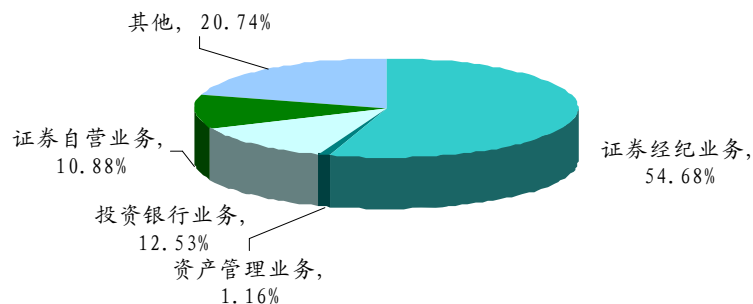
此外,公司还公布了2010年度利润分配预案:拟每10股派发现金3元(含税)。

点评:

- **业绩基本符合预期。**我们认为,公司净利润下滑的主要原因是2010年,经纪业务价格战激烈,公司经纪业务收入下滑,再加上业务及管理费的大幅增加,使得净利润在营业收入小幅增长的情况下仍出现下滑。

从收入结构看,2010年,证券经纪业务仍是公司的主要收入来源,但占比趋于下滑,经纪业务收入占营业收入比重由上年的70.43%下降至54.68%,与行业整体情况类似;除经纪、资产管理业务外,其他业务收入占比均有所增加,其中:投行业务占比由上年的7.19%提升至12.53%、上升5.34个百分点,自营业务收入占比由上年的7.46%提升至10.88%、上升3.42个百分点,而资产管理业务收入占比则由上年的1.51%小幅下降至1.16%。

图1: 各项业务在营业收入中的占比情况

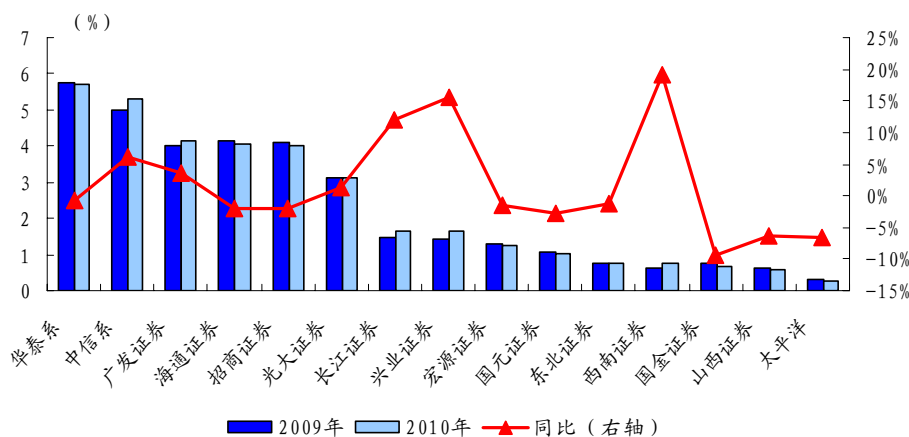


资料来源: 中原证券研究所, 公司财务报表

- **经纪业务市场份额和佣金率双重下滑：**2010年，公司经纪业务实现净收入12.26亿元，较之去年同期减少20.34%，主要是佣金率和股基金交易额的双重下滑所致。数据显示，以股票、基金交易额为衡量基准，2010年，公司实现股基交易额11510.9亿元、同比下滑1.25%，而市场同期小幅增长1.52%；经纪业务市场份额1.04%，较之09年底的1.07%下降0.03个百分点，降幅2.80%，经纪业务市场份额在上市券商中居第10，在全行业中排名第28。

公司经纪业务市场份额下滑的同时，佣金率也大幅下滑。据粗略测算，2010年，公司平均佣金率水平0.1065%，较之09年底的0.1320%下滑0.0255个百分点，下滑幅度19.31%。虽公司佣金率绝对值仍高于行业平均水平，但未来下滑幅度有望缩小。

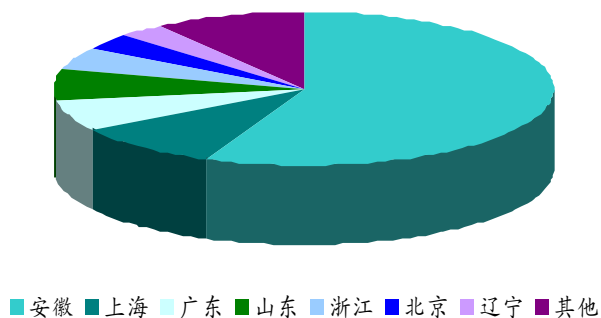
图2：上市券商经纪业务市场份额变化情况



注：中信系含中信证券、中信金通、中信万通；华泰系含华泰证券、华泰联合证券；
资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

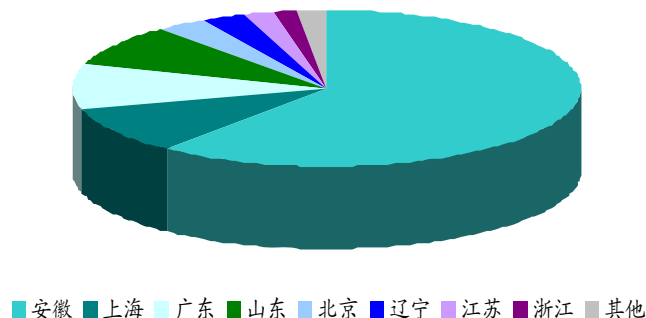
网点布局情况。2010年，公司新增营业网点14家，其中安徽省内新增10家。截至2010年底，公司正常运营的营业部共有62家，其中，安徽省内有35家，占56.45%。

图3：公司各地区营业部分布情况



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

图4：各地区营业部收入贡献



资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **自营投资规模增加，收益率下滑：**2010年，公司证券自营业务实现净收入2.44亿元，较之去年同期大幅增加49.69%。公司自营投资规模不断增加的同时，投资收益率却呈现下滑态势。

从投资规模看，截至2010年12月底，交易性金融资产规模12.19亿元，较09年底13.16亿元减少7.37%；可供出售金融资产规模36.14亿元，较之09年底6.62亿元大幅增加445.92%。从投资品种来看，公司加大了债券类资产的投资规模。

表1：公司证券自营业务投资情况

单位：亿元

	交易性金融资产				可供出售金融资产			
	2010	占比	2009	占比	2010	占比	2009	占比
债券	/	/	/	/	16.26	44.99%	1.01	15.26%
股票	6.34	52.01%	6	45.59%	6.34	17.54%	0.98	14.80%
基金	3.83	31.42%	4.07	30.93%	11.92	32.98%	3.06	46.22%
其他	2.02	16.57%	3.09	23.48%	1.62	4.48%	1.57	23.72%
合计	12.19		13.16		36.14		6.62	

注：其他包括短期融资券、权证、集合理财产品等

资料来源：中原证券研究所，公司财务报表

- **投行业务成为业绩最大亮点：**2010年，公司投行业务实现净收入（含证券承销、财务顾问、保荐收入）2.81亿元，较之去年同期大幅增长78.98%。全年共完成6家IPO、2家增发的主承销项目，募集资金64.84亿元、市场份额0.73%；无债券主承销项目。
- **资产管理业务：**2010年，公司资产管理业务实现净收入0.26亿元，较之去年同期下滑21.21%，主要是集合理财产品净值降低所致。报告期内，公司新成立1只集合理财产品——“国元黄山3号”，募集资金3.22亿元。截至12月底，公司管理集合理财产品3只、资产规模22.45亿元、占全行业集合理财产品资产总规模的1.02%。

表2：国元证券集合理财产品

	2010年总回报 (%)	上证指数期间涨跌幅 (%)	成立日期	投资类型
国元黄山1号	-4.24	-14.31	2006-10-19	混合债券型
国元黄山2号	-11.99	-14.31	2008-12-19	平衡混合型
国元黄山3号	-4.49	9.97	2010-6-7	平衡混合型

注：国元黄山3号为成立以来总回报及上证指数涨跌幅

资料来源：中原证券研究所，wind资讯

此外，公司参股的长盛基金2010年实现营业收入6.65亿元、净利润2.84亿元；香港子公司2010年实现营业收入1.13亿元，净利润0.55亿元。

- **业务及管理费大幅增加：**公司2010年发生的业务及管理费9.30亿元，较之去年同期增加25.34%，主要原因是营业网点扩张及相关人员配备增加所发生的工资等相关费用。业务及管理费在营业收入中占比为41.48%，较之去年同期增加7.53个百分点，费用水平呈现增长态势，还有待控制。
- **投资评级：**我们预计公司2011年每股收益0.55元，按3月21日收盘价12.21元，对应市盈率22倍。但考虑到公司各项创新业务资格均已具备，未来随着新业务的不断发展，业务发展趋于多元化，将有

效改善公司的收入来源，我们维持公司“增持”评级。

- **风险提示：** 证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。

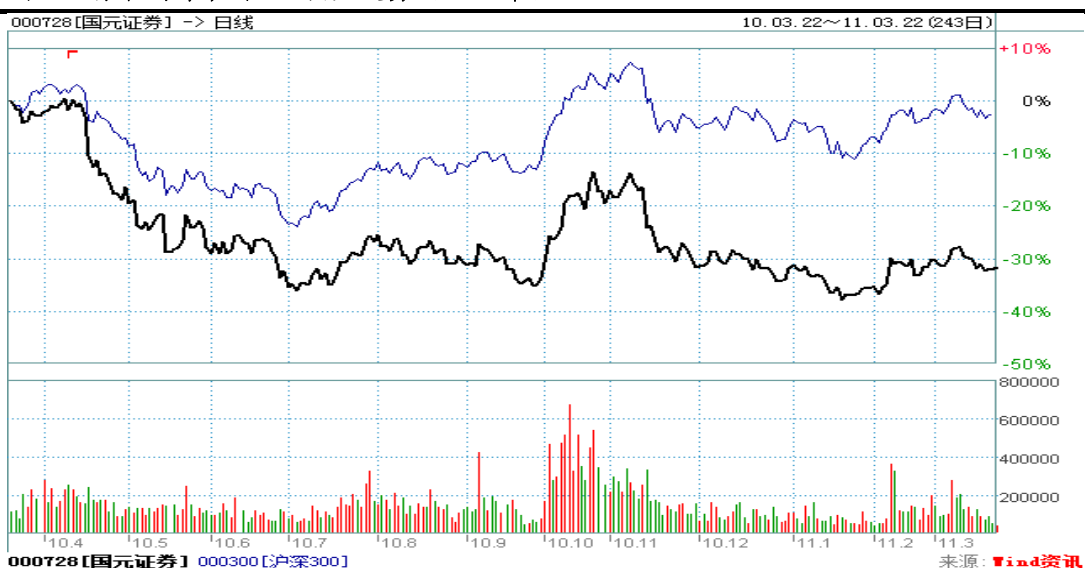
市场数据（截至2010年3月21日）

收盘价(元)	12.21
一年内最高/最低(元)	18.16/11.18
上证指数	2915.50
市净率(倍)	1.60
流通市值(亿元)	239.80

基础数据（2010年12月31日）

每股净资产(元)	7.63
每股经营现金流(元)	-3.51
净资产收益率(扣除摊薄, %)	6.17
资产负债率(%)	39.84
总股本/流通股(亿股)	19.64/19.64

国元证券相对于沪深300指数走势（近一年）



资料来源：中原证券研究所，wind资讯

行业投资评级

- 强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
- 同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
- 弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

- 买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
- 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
- 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
- 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。