

动态报告

国元证券(000728)

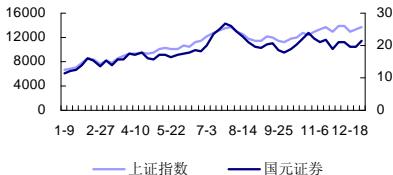
中性

2009年报点评

(维持)

2010年3月10日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	18.26
总股本(百万股)	1,964

总市值(百万元)	35,863
深圳成指	12,438
12个月最高/最低(元)	27.68/10.82

财务数据

净资产值(百万元)	15,132
每股净资产(元)	7.70
市净率	2.32

相关研究报告:

《大券商受益于融资融券》,2010年1月11日,行业评级“推荐”

《光大证券调研纪要》,2010年1月20日,维持“中性”

《定睛经纪业务的第二大券商——华泰新股定

价报告》,2010年2月3日

《再融资时机把握是关键——广发证券上市定价

报告》,2010年2月10日

邵子钦 非银行金融首席分析师
电话 0755-82130468
邮箱 shaozq@guosen.com.cn

田 良 证券信托业分析师
电话 0755-82130513
邮箱 tianliang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

盈利增长源于经纪和自营

● 净利润符合预期增长 99%, 主要源于经纪和自营。

四大业务线营业利润合计增长 8.94 亿元,其中经纪业务增长 5.59 亿元(占比 63%),自营业务增长 2.31 亿元(占比 26%),投行业务增长 0.71 亿元(占比 8%),资管业务增长 0.33 亿元(占比 4%)。

● 经纪业务主要受益于交易量上升 122%。

09 年公司经纪业务市场份额提升 0.23 个百分点至 1.10%,与此同时净佣金率下滑 23% 至 0.117%,经纪业务利润增长主要源于交易量的大幅上升。

● 投行: 09 年收入增长 216%, 2010 年“开门红”。

09 年实现承销业务净收入 1.15 亿元,保荐业务收入 0.15 亿元,财务顾问收入 0.28 亿元,合计 1.58 亿元。今年前两个月已完成 2 个 IPO 项目,实现承销保荐收入 0.74 亿元。

● 4 月底可以申请融资融券业务资格,正在寻求收购期货公司的机会。

● 再融资额仅使用 20 亿元用于补充资本金,尚有 76 亿元银行存款。

● 风险提示

年初以来,经纪业务佣金率加速下滑。利润对交易量的敏感性越来越大。

● 维持“中性”评级

2010 年公司动态 PE 为 28.17 倍,高于行业平均的 27.59 倍。PB 为 2.32 倍,低于行业平均的 4.05 倍,考虑到公司无缘首批融资融券试点,短期难以有效提升 ROE,维持“中性”评级。

财务摘要及估值

	净资产	营业收入	净利润	EPS	BVPS	PE	PB
2007	5,168	4,100	2,280	1.56	3.53	11.73	5.17
2008	4,722	1,237	521	0.36	3.23	51.33	5.66
2009E	15,132	2,185	1,037	0.53	7.70	34.58	2.37
2010E	15,450	2,763	1,273	0.65	7.87	28.17	2.32

单位: 百万元、元、倍

净利润增长 99%，符合预期

国元证券年报披露，公司 2009 年实现净利润 10.37 亿元，同比上升 99%，全面摊薄每股收益 0.53 元，截至 2009 年末公司净资产 151 亿元，每股净资产 7.70 元，全面摊薄 ROE 为 6.85%。

盈利增长源于经纪、自营。2009 年公司四大业务线营业利润合计增长 8.94 亿元，其中经纪业务增长 5.59 亿元(占比 63%)，自营业务增长 2.31 亿元(占比 26%)，投行业务增长 0.71 亿元(占比 8%)，资管业务增长 0.33 亿元(占比 4%)。

表 1：国元证券财务摘要

单位：百万元	2008.12.31	2009.12.31	同比
总资产	11,914	29,386	147%
净资产	4,722	15,132	220%
净资本	3,335	12,788	283%
股本	1,464	1,964	34%
BVPS	3.23	7.70	139%
	2008 年度	2009 年度	同比
营业收入	1,184	2,185	85%
净利润	521	1,037	99%
管理费用	556	742	33%
全面摊薄 EPS	0.36	0.53	48%
ROE	11.03%	6.85%	-4.18 个百分点
营业费用率	47%	34%	-13.04

资料来源：国信经济研究所

表 2：各业务线盈利比较

单位：百万元	营业利润		营业利润增长额		营业利润率	
	2008 年度	2009 年度	2009-2008	占比	2008 年度	2009 年度
经纪业务	674	1,233	559	63%	68%	76%
承销、保荐及顾问	9	80	71	8%	18%	51%
自营投资	-115	115	231	26%	-	93%
资产管理	17	50	33	4%	65%	83%
合 计	585	1,479	894	100%	60%	75%

资料来源：国信经济研究所

表3：盈利驱动因素比较

单位:亿元	经纪业务			投行业务			自营业务	
	股基权 交易额	份额%	净佣金	净佣金率	股票主 承销额	承销收入	自营收益	交易性金融 资产规模
2008Y	5,929	0.88	8.99	0.152%	-	0.25	-0.71	15.34
20091Q	2,436	1.12	2.78	0.114%	-	0.21	-0.43	3.45
20092Q	3,076	1.10	3.79	0.123%	-	-	1.12	6.76
20093Q	4,029	1.07	4.62	0.115%	9.73	0.51	0.50	5.32
20094Q	3,621	1.14	4.21	0.116%	3.78	0.43	0.44	13.16
20091-6	5,511	1.11	6.56	0.119%	-	0.21	0.69	6.76
20091-9	9,540	1.09	11.18	0.117%	9.73	0.72	1.19	5.32
2009Y	13,161	1.10	15.39	0.117%	13.51	1.14	1.64	13.16

资料来源：国信经济研究所

经纪：市场份额提升 **0.23** 个百分点，同时佣金率下滑 **23%**，主要受益于交易量上升 **122%**。

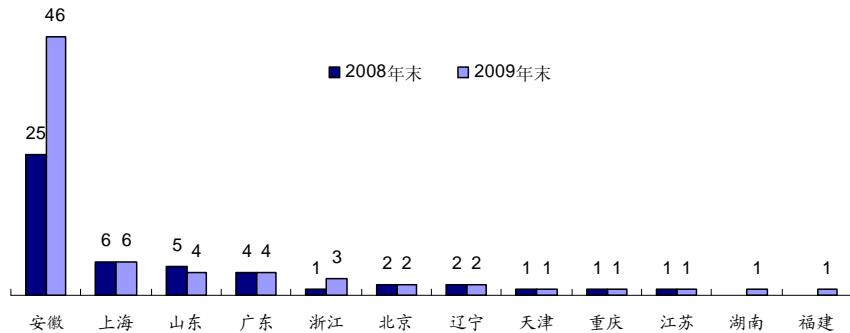
2009年底 20家营业部已全部转型。目前已获批新设 4家，预计全年新增 6家。2009年初公司拥有 48家营业部、20家服务部，年末公司获批将 20家服务部全部升级为营业部，2010年1月公司获准新设 4家营业部(安徽 2家、浙江 2家)，目前营业部总数为 72家，预计年末营业部总数达到 76家。

安徽活跃度提升推动市场份额上升。2009年公司股基权经纪份额 1.10%，较 2008年的 0.88%提升 0.23个百分点，2010年1月市场份额保持 1.08%。市场份额提升主要源于安徽省股票交易活跃程度的提升，2008年、2009年及 2010年1月安徽省交易占全国交易的比重分别为 1.39%、1.46%和 1.49%，呈现持续提升趋势。

佣金率同比下降 23%。2009年1-4Q 公司佣金率分别为 0.114%、0.123%、0.115%、0.116%，单季度佣金呈现波动下降趋势，整个 2009年度平均净佣金率为 0.117%，较 2008年的 0.152%下降了 23%。从我们调研的情况看，2010年初以来，佣金率继续加速下滑。

业绩提升主要受益于交易量同比上升 122%。受益于 2009年交易活跃的反弹行情，公司实现股基权交易额 13161亿元，同比增长 122%。

图 1：国元证券营业部数量及分布



资料来源：国信经济研究所

投行：09 年收入增长 216%，10 年“开门红”

2009 年投行收入同比增长 216%。2009 年度公司完成股票主承销 4 家，主承销金额 13.51 亿元，实现承销业务净收入 1.15 亿元，保荐业务收入 0.15 亿元，财务顾问收入 0.28 亿元，合计投行收入 1.58 亿元，比去年同期增长 216%。

2010 年承销业务“开门红”。2010 年 1-2 月完成皖新传媒、鼎泰新材两家 IPO 项目，实现承销保荐收入 0.74 亿元，为 2010 年投行收入增长奠定一定的基础。

表 4：2009 年股票主承销统计

代码	名称	发行类型	募资金额(亿元)	承销及保荐收入(亿元)
002298.SZ	鑫龙电器	首发	2.66	0.17
300008.SZ	上海佳豪	首发	3.50	0.19
300009.SZ	安科生物	首发	3.57	0.28
002331.SZ	皖通科技	首发	3.78	0.24
合计			13.51	0.88

资料来源：国信经济研究所

自营：风格谨慎

融资后自营规模增长有限。2009 年 10 月公司公开增发募集资金净额 96 亿元，2009 年末自营规模仅增长 12.50 亿元，货币资金增加 85.28 亿元。

2010 年自营规模不超过 40 亿元。董事会审议通过 2010 年公司自营投资总规模不超过 40 亿元，其中权益类投资规模不超过 20 亿元。

2009 年 45% 自营利润来自国元香港。自营业务利润 1.15 亿元，比去年同期增加 2.32 亿元。其中，母公司实现自营业务利润 0.63 亿元，国元证券（香港）实现自营业务利润 0.52 亿元。

表 5：年末自营持仓结构

证券品种	期末账面价值(百万元)	占比
股票	697	37%
基金	706	38%
债券	410	22%
其他证券	50	3%
合计	1,864	100%

资料来源：国信经济研究所

资管：集合理财排名靠后

2009 年公司未获批新集合理财产品，当年 2 只集合理财产品投资业绩排名行业同类产品后 33%，截至 2009 年底国元 1 号、2 号两只集合理财产品合计规模为 10.43 亿元，国元 3 号已报证监会审批。

表 6：集合理财规模及业绩

简称	单位净值(元)	总回报(%)	同类排名	规模(亿元)	成立日期	投资类型
国元黄山 2 号	1.0506	10.01	10/10	3.1196	2008-12-19	FOF
国元黄山 1 号	1.0187	6.35	4/6	7.3137	2006-10-9	债券型

注：净值、规模为 2009 年末数据、总回报为 2009 年度

资料来源：国信经济研究所

创新业务：4 月底申请融资融券，择机收购期货公司

根据《证券公司开展融资融券业务试点审批》意见，4 月底国元将申请融资融券资格；鉴于国元期货有限责任公司尚未取得金融期货经纪资格，为满足期货 IB 业务资格需要，董事会授权公司择机收购一家具备金融期货经纪等资格的期货公司。

表 7：参控股公司业绩

	持有股权比例	2009 年净利润(万元)	净利润同比
国元（香港）	100%	5,912	增长 7605%
国元直投	100%	35	-
国元期货	55%	1,146	增长 872%
长盛基金	41%	22,972	下降 4.31%

资料来源：国信经济研究所

维持“中性”投资评级

市场假设

- (1) 2010 年上证综合指数均值 3050 点。
- (2) 年度股票换手率 350% (以 1 月的换手率计算的年化换手率为 387%)
- (3) 2010 年日均股票成交额 2560 亿元。

表 8：市场预测

单位：亿元	2007	2008	2009	2010E
名义 GDP 增速	21.41%	16.85%	8.70%	10.00%
指数点位	5,261	1,821	3,277	3,050
换手率	765%	376%	547%	350%
市场股票融资额	7,441	2,962	5,149	5,000
流通比例	19%	37%	65%	89%
总市值	327,140	121,366	243,939	231,858
流通市值	63,729	45,214	151,259	207,119
日均股票交易额	1,859	1,071	2,194	2,560

资料来源：国信经济研究所

公司假设

2010 年业绩预测基于以下假设：

- (1) 经纪业务：市场份额提升 1.10% 至 1.21%。
- (2) 经纪业务：佣金率下降至 0.105%。
- (3) 投行业务：市场份额由 0.43% 提升至 0.49%。
- (4) 自营业务：实现自营收入 4.00 亿元，其中包括再融资的剩余资金 76 亿元的固定收益。

预计 2010 年净利润 12.73 亿元。 基于以上假设，预计 2010 年公司实现净利润 12.73 亿元，对应 EPS0.65 元，年末净资产规模 154.50 亿元，对应 BVPS7.87 元。

维持“中性”评级。 2010 年国元证券动态 PE 为 28.17 倍，高于行业平均的 27.59 倍，PB 为 2.32 倍，低于行业平均的 4.05 倍，考虑到公司无缘首批融资融券试点且短期难以有效提升 ROE，维持“中性”评级。

表 9：国元证券盈利预测

	2008	2009	2010E		2008	2009	2010E
				年增长率 (%)			
利润表摘要 (人民币百万元)							
手续费及佣金净收入	964	1,730	1,975	手续费及佣金净收入	-40%	79%	14%
代买卖证券业务	899	1,539	1,777	代买卖证券业务	-39%	71%	16%
证券承销业务	25	114	123	证券承销业务	-44%	365%	7%
客户资产管理业务	26	33	47	客户资产管理业务	-68%	27%	40%
利息净收入	125	166	192	投资收益	-40%	-74%	115%
投资收益	950	249	535	营业收入	-70%	77%	26%
公允价值变动损益	-876	32	20	净利润	-77%	100%	23%
营业收入合计	1,237	2,185	2,763	总资产	-37%	147%	3%
营业税金及附加	75	102	129	净资产	-9%	218%	2%
业务及管理费	556	742	938		每股盈利及估值指标 (人民币元)		
营业支出合计	643	864	1,092	EPS	0.36	0.53	0.65
利润总额	588	1,323	1,706	BVPS	3.23	7.70	7.87
属母公司所有者净利润	521	1,037	1,273	PE	51.33	34.58	28.17
资产负债表摘要 (人民币百万元)				PB	5.66	2.37	2.32
结算备付金	407	1,136	1,458	每股股息	-	-	-
交易性金融资产	1,534	1,316	1,816	股息支付率	0%	0%	0%
可供出售金融资产	136	662	1,662		盈利能力 (%)		
持有至到期投资	-	-	-	ROE	11.03%	6.85%	8.24%
资产总计	11,914	29,386	30,381	ROA	4.38%	3.55%	4.21%
负债合计	7,145	14,202	14,879		业务状况 (%)		
股本	1,464	1,964	1,964	经纪业务市场份额	0.88%	1.10%	1.21%
属母公司所有者权益	4,722	15,132	15,450	经纪业务佣金率	0.134%	0.117%	0.105%
所有者权益合计	4,769	15,183	15,502	承销业务市场份额	0.14%	0.43%	0.49%

资料来源：国信经济研究所

表 10：证券行业估值比较

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中信	推荐	1.10	1.35	1.32	24.58	20.04	20.57	8.33	9.34	10.94	3.25	2.90	2.48
海通	中性	0.40	0.55	0.57	42.04	30.83	29.55	4.66	5.21	5.98	3.62	3.24	2.82
宏源	中性	0.37	0.77	0.74	57.81	27.84	29.07	3.41	4.45	5.26	6.29	4.81	4.07
东北	中性	0.71	1.41	1.36	47.96	23.97	24.86	3.88	4.67	6.03	8.71	7.24	5.61
国元	中性	0.36	0.53	0.65	51.33	34.58	28.17	3.23	7.70	7.87	5.66	2.37	2.32
长江	中性	0.42	0.65	0.62	42.25	27.31	28.66	2.75	4.29	4.95	6.44	4.13	3.58
国金	中性	1.51	0.52	0.58	13.56	39.22	35.62	4.33	2.59	3.42	4.73	7.91	6.00
成大	谨慎推荐	1.04	1.51	1.55	33.37	23.07	22.52	5.51	7.07	8.62	6.32	4.93	4.04
敖东	谨慎推荐	1.50	2.52	2.41	32.07	19.13	19.96	8.45	10.62	13.03	5.70	4.54	3.70
光大	中性	0.47	0.84	0.84	58.45	32.93	32.99	3.64	6.58	6.58	7.58	4.19	4.19
招商	中性	0.63	0.94	1.06	46.28	30.73	27.25	2.45	5.84	6.96	11.83	4.96	4.17
广发	推荐	1.54	2.35	1.78	33.77	22.17	29.15	5.96	8.19	8.61	8.72	6.35	6.04
华泰	中性	0.28	0.79	0.74	80.55	28.46	30.24	2.02	2.89	6.09	11.13	7.76	3.68
平均	中性	-	-		43.39	27.71	27.59	-	-	-	6.92	5.03	4.05

资料来源：国信经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队					
宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
汪 毅	021-60933145	廖 韬	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 炳	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飚	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煜	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑰	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦戬	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		