

国元证券(000728)

季度业绩持续快速回升

——2008 年年报点评

梁静 董乐
 021-38676850 021-38676650
 liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读:

- 季度业绩呈快速回升态势;
- 估值已反映交易额增长预期;

投资要点:

- 2008 年公司实现营业净收入 12.4 亿元、净利润 5.2 亿元，同比分别降 70% 和 77%。EPS 0.36 元、ROE 11%。但得益于市场回暖和较低基数，第 4 季度实现营业收入 2.97 亿元、净利润 0.72 亿元，环比分别增长 52% 与 86%。单季度 EPS 0.05 元、ROE 为 1.5%。
- 2008 年经纪佣金净收入同比降 39%。市场蛋糕缩水、净佣金率和份额下滑是佣金走低的主因。其中，份额和佣金率分别下降 7% 和 8%。公司净佣金率状况优于行业，这与在安徽居优势以及公司的佣金策略有关。经纪人制度的规范、新设营业部开闸都将使竞争更为激烈，公司很可能采用以降价换份额的策略，佣金率继续下滑不可避免。
- 2008 年以来，交易性金融资产规模维持在 15 亿元左右的水平、净资产占比稳定在 30% 左右。资产结构上也延续了以期限较短的固定收益类证券为主的风格。这种资产配置既保持了稳健性，又具备较大的灵活性。我们判断，2009 年，随着股票市场的逐步活跃，公司将可能适度加大权益类资产的配置，但不会从根本上背离既有的投资风格。
- 我们测算公司 1 季度实现净利润 2 亿元，环比和同比分别增长 178% 和 103%。公司也将成为环比和同比均明显增长的唯一一家上市券商。基数较低和交易趋暖是增长的主要原因，同比是由于投资收益为 -1.2 亿元、环比则由于 1 季度市场异常活跃带来的交易额爆发式增长和投资收益超预期。
- 维持对市场点位在 2000 点、以及日均交易额 1000 亿元的基本判断，但微调公司 2009-2010 年业绩预期至 0.34 元和 0.49 元。公司业绩对交易额变化弹性高达 0.71，在上市券商中仅次于宏源和东北。若在日均股票基金交易额 2000 亿元、上证综指为 2500 点的条件下，公司 2009 年 EPS 将达到 0.63 元、同比将增长 77%、也将较我们的预期高 79%。
- 公司目前的二级市场价格对应于 2009-2010 年的动态 PE 为 48 倍和 34 倍，PB5.1 倍。尽管目前市场交易活跃度超出我们预期，但公司目前估值水平已对应于日均 1500 亿交易额 30 倍 PE 的业绩预期、以及对应于日均 2000 亿元交易额 25 倍 PE 的业绩预期，因此我们仍然维持中性评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,100	1,237	1,283	1,791	2,107
(+/-)%	246%	-70%	4%	40%	18%
经营利润 (EBIT)	3,155	594	698	974	1,146
(+/-)%	298%	-81%	18%	40%	18%
净利润	2,280	521	513	707	832
(+/-)%	314%	-77%	-1%	38%	18%
每股净收益 (元)	1.56	0.36	0.35	0.48	0.57
每股股利 (元)	0.50	0.18	0.24	0.24	0.24

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	0.77	0.48	0.54	0.54	0.54
市盈率	10	46	47	34	29
股息率 (%)	3.1%	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

中性

上次评级: 中性

目标价格:

¥14.00

上次预测: ¥14.00

当前价格:

¥16.33

2009.03.24

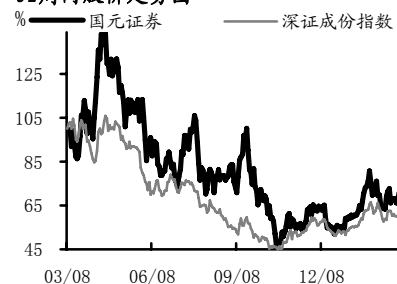
交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.30 ~ 32.50
总市值 (百万元)	23,001
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,464/285
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.19
日均成交量 (百万股)	8.2
日均成交值 (百万元)	142.7

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	4722
每股净资产	3.23
市净率	5
资产负债率	13%

52 周内股价走势图



相关报告

4 季度业绩环比回升

(09.01.16)

 投资业务稳健，但收入来源急剧萎缩
 (08.10.24)

1. 经纪、自营业务回暖推动 4 季度业绩恢复性增长

2008 年公司分别实现营业收入和净利润 12.4 亿元和 5.2 亿元、同比分别下降 70% 和 77%。基本每股收益 0.36 元，ROE 为 11%。

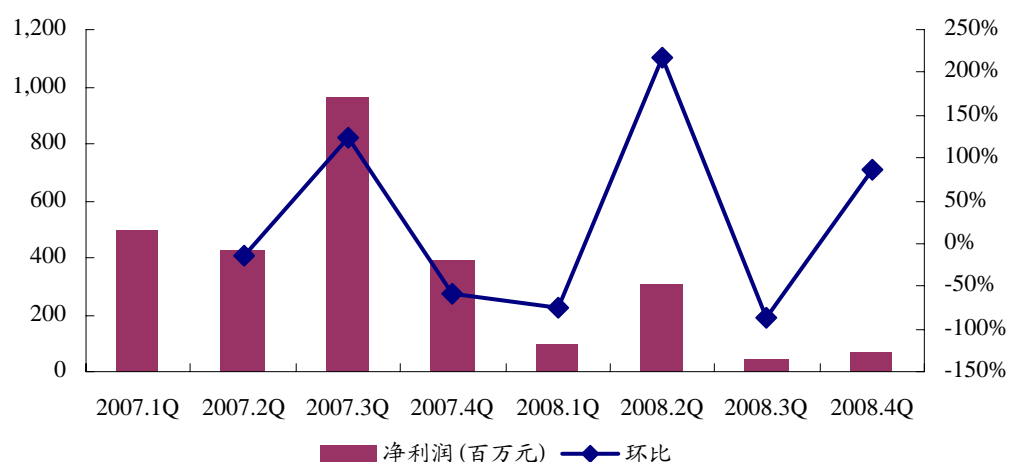
单就第 4 季度来看，公司分别实现营业收入和净利润 2.97 亿元和 0.72 亿元，同比分别减少 68% 和 82%，但环比来看，由于 3 季度基数过低，营业收入与净利润分别大幅增长 52% 与 86%。单季度 EPS0.05 元、ROE 为 1.5%。尽管公司季度收入和盈利规模仍处于较低水平，但去年 4 季度以来交易额回暖以及股票、债券收益率的上升已推动公司主营业务获得恢复性增长。

表 1 2008 年国元证券主要经营指标及同比

指标 (百万元)	2007	2008	同比	2008.3Q	2008.4Q	同比	环比
营业收入	4,100	1,237	-70%	196	297	-68%	52%
经纪佣金	1,476	899	-39%	155	185	-41%	19%
承销	44	25	-44%	0	0	-98%	0
资产管理	82	26	-68%	3	2	-84%	-33%
投资收益+公允价值	2,346	74	-97%	-2	51	-91%	2573%
业务及管理费	758	556	-27%	134	172	-54%	29%
净利润	2,284	521	-77%	39	72	-82%	86%
经纪业务/营业净收入	36%	73%	102%	79%	62%	88%	-22%
业务及管理费率	19%	45%	143%	68%	58%	44%	-15%
所得税率	30%	11%	-63%	27%	32%	19%	17%
ROE	44.1%	11.0%	-75%	0.8%	1.5%	-80%	88%
EPS (元)	1.56	0.36	-77%	0.026	0.049	-82%	86%
每股净资产 (元)	3.53	3.23	-9%	3.26	3.23	-9%	-1%

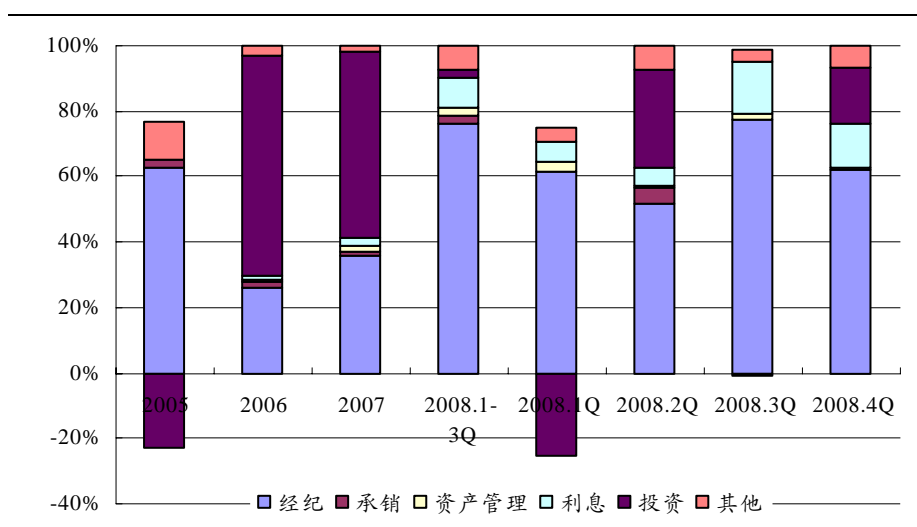
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 1 2007 年以来季度净利润变化



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2 国元证券业务结构情况



2. 主要业务情况：佣金率下滑趋势不可避免

经纪业务较为平淡，佣金率下滑或将提升市场份额。2008 年公司实现经纪佣金净收入 9 亿元，同比下降 39%，降幅低于行业（-43%）。市场蛋糕明显缩水、公司的净佣金率 and 市场份额明显下滑是导致佣金净收入走低的主要因素。

- 2008 年公司股票基金权证市场份额 0.87%，较 2007 年下降 7%；
- 客户保证金亦由 2007 年的 120 亿元下降至 2008 年末的 65 亿元，降幅达 46%；
- 公司全年净佣金率 0.152%，较 2007 年下降 8%，降幅略低于行业（-9.8%）、净佣金率也远高于行业平均的 0.129%。

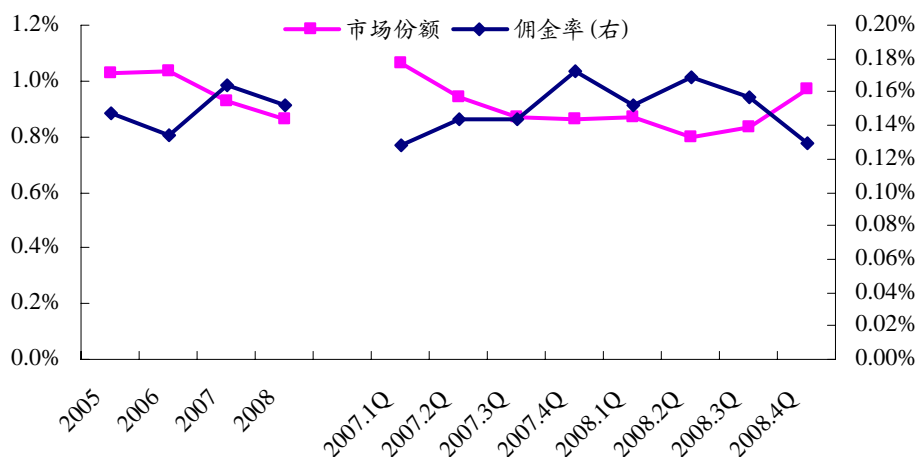
我们认为，公司净佣金率状况优于行业（绝对水平高于行业及降幅低于行业）一方面是由于公司在安徽处于相对竞争优势、另一方面也与公司的佣金策略有关。其直接结果是佣金净收入降幅低于行业，但也成为市场份额下滑的重要因素之一。我国券商经纪业务同质化较为严重，佣金率一直是竞争的最核心和有效手段，经纪人制度的规范、新设营业网点的开闸都将使得经纪业务竞争更为激烈，在以“提升市场占有率”为导向的背景下，公司佣金率继续下滑不可避免。一个直接的佐证是，公司佣金率在 4 季度已出现大幅下滑，单季度净佣金率仅 0.129%，较前 3 季度减少 19%；但公司 4 季度市场份额却回升至 0.97%，较前 3 季度提升 16%；2009 年前 2 个月市场份额继续提升至 1.07%，我们猜测也与公司的营销与佣金策略有关。

表 2 国元证券经纪业务主要指标变化

经纪业务	2007	2008	(+/-)%	2008.3Q	2008.4Q	(+/-)%
股票基金权证交易额(亿元)	10,135	5,929	-41%	992	1,430	44%
其中：股票基金	9,372	5,074	-83%	856	1,858	117%
市场份额	0.93%	0.87%	-7%	0.83%	0.97%	17%
市场排名	22	27				
净佣金率	0.164%	0.152%	-8%	0.157%	0.129%	-18%
经纪佣金净收入(百万元)	1,476	899	-39%	155	185	19%
客户保证金余额(亿元)	12,000	6,452	-46%	77	6,452	8269%
利息净收入(百万元)	82	125	53%	32	39	22%

数据来源：公司公告，沪深交易所，国泰君安证券

图 3 2006 年以来佣金率和市场份额变化



数据来源：公司公告，沪深交易所，国泰君安证券

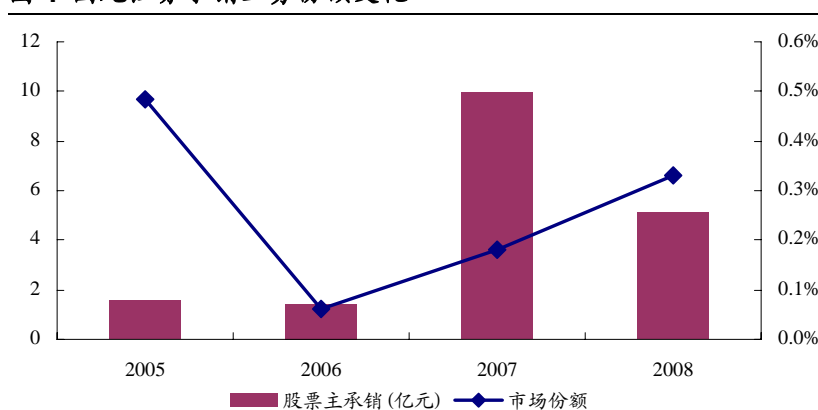
投行业务扎根于安徽省内，企业债券承销有望成为新的收入增长点。公司全年实现承销收入 0.25 亿元，同比下降 44%，全年完成科大讯飞与江南化工 2 家公司的 IPO，募集资金 5.09 亿元，市场份额 0.3%，高于去年 0.2% 的水平，排名第 23 位。在股票发行停滞的背景下，公司也加大了企业债发行市场的拓展力度，虽然 2008 年未获得企业债券主承销项目，但 2009 年来公司已先后担任了 09 合海恒债、09 六安城投债和 09 铜城投债的主承销，合计发行金额 25 亿元，在 2009 年企业债券发行排名上处于较为领先的位置，另外有 2 家待上报企业债项目，2009 年债券发行有望成为新的收入增长点。从项目的分布来看，上述的几家承销项目均来自于安徽省内，呈现出较强的区域性，表明公司在省内有较强的竞争力，但也意味着投行业务要取得突破性进展，在保持既有竞争力的同时，走出安徽应是首要且必须的一步。

表 3 国元证券 2008 年股票公开发行承销项目

项目名称	类型	发行时间	筹资额(亿元)	承销费用(万元)
科大讯飞	IPO	2008-4-29	3.29	1301
江南化工	IPO	2008-4-24	1.7	1776

数据来源：WIND，国泰君安证券

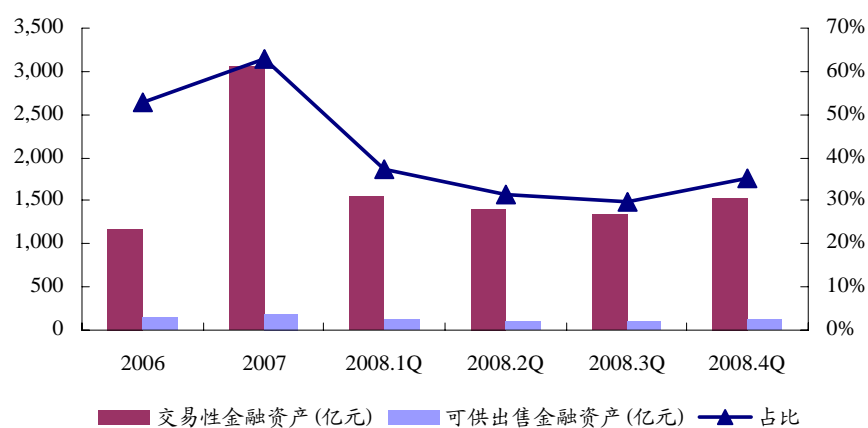
图 4 国元证券承销业务份额变化



数据来源：WIND，国泰君安证券

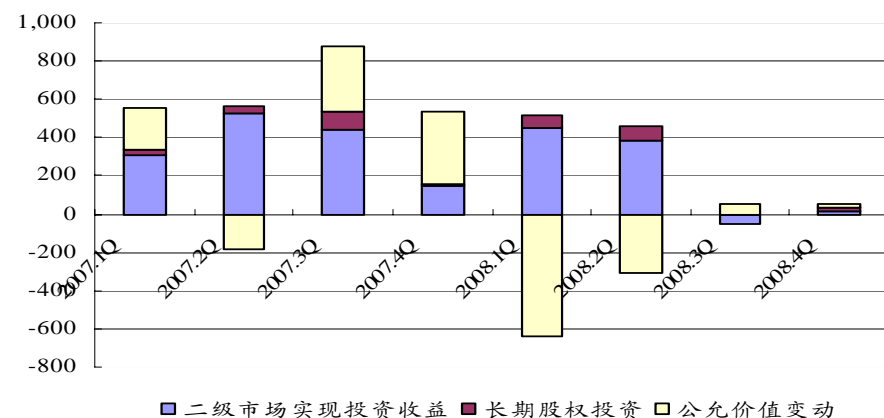
股权投资推动投资业务实现正收益，稳健风格依然。2008 年公司交易性金融资产投资亏损 1.95 亿元，但借助于权证创设、基金子公司的投资收益以及可供出售金融资产的变现，公司的投资业务仍获得了正收益，全年实现投资净收入 0.74 亿元、同比下降 97%。而从自营投资的规模和结构来看，公司的投资依然保持了十分稳健的风格。2008 年 1 季度，在市值缩水的同时，公司也及时减持股票类资产，使得自营规模迅速下降，而后交易性金融资产规模维持在 15 亿元左右的水平、净资产占比也稳定在 30% 左右。资产结构上也一直延续了以期限较短的固定收益类证券为主的风格，2008 年末交易性金融资产中债券及短期融资券规模达到 12.3 亿元，占比 80%；而股票和基金类资产占比 20%。这种资产配置既保持了稳健特性，又具备较大的灵活性。我们判断，2009 年，随着股票市场的逐步活跃，公司将可能适度加大权益类资产的配置，但不会从根本上背离既有的投资风格。

图 5 2008 年以来投资规模保持相对稳定（单位：百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 6 各季度公司投资净收益构成（单位：百万元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

表 4 2008 年末按照券商自营投资口径统计的资产结构及收益

证券品种	期末账面值	占比	损益金额
股票	11	0.7%	-132
基金	208	13.5%	-143
债券	1316	85.7%	38
其他证券	4	0.0%	
创设权证	0	0.0%	
合计	1534	100.0%	-113

数据来源：公司公告

绝大部分创新类业务有不同程度下滑、但创新类收入占比明显提升，进一步发展需要突破资本及其他资源瓶颈。2008 年公司再次获评为 A 级券商，包括资产管理、融资融券、香港业务等诸多创新也在逐步推进中，但除财务顾问外，其他创新类业务均出现不同程度下滑，只是由于主营业务下滑更快，使得收入占比由 4.27% 上升到 11.55%。从大的层面来看，公司资本和地域等资源劣势对创新类业务进一步发展形成较大制约；从具体业务来看，尚未取得金融期货以及直接投资等相关业务资格也将使得公司丧失在这些业务领域的先发优势。在提升传统业务竞争力的同时，在创新业务上获取突破是决定公司未来发展方向的又一关键。

表 5 2008 年创新类业务业绩表现

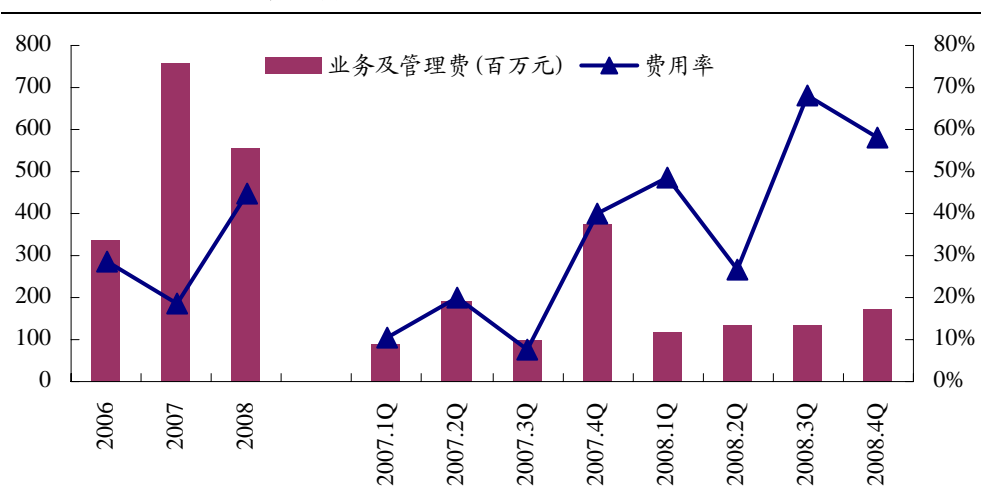
业务类别	净收益(百万元)	同比	业绩占比
资产管理	26.26	-67.78%	2.12%
财务顾问	16.25	83.62%	1.31%
基金管理(长盛基金)	98.40	-13.14%	7.95%
国际业务(国元香港)	0.77	-96.94%	1.47%
期货业务(国元期货)	1.18	-87.12%	2.23%
合计	142.86	-37.73%	11.55%

数据来源：公司公告

3. 业务及管理费降幅略超预期，下降仍有空间

2008 年业务及管理费同比减少 27%、降幅明显低于营业净收入，使得业务及管理费率由 19% 升至 45%。但这一费率仍然略微超出我们的预期。受递延所得税费用减少影响，公司全年实际所得税率仅 11%。从 4 季度情况看，公司营业费率达 58%，但较 3 季度已下降 10 个百分点。由于减少计提董事长奖励基金，2008 年工资费用降幅达到 49%，这也是导致业务及管理费下降的主要原因。2008 年公司人均费用 39 万元、较长江高 30%，且公司已经将“节约费用开支，降低经营成本”作为 10 大重点工作之一，若市场趋势不佳，公司的费用仍可望进一步压缩。我们预期 2009 年业务及管理费约降 10%、费率将降至 40% 左右。

图 7 国元证券业务及管理费率变化情况



数据来源：公司公告

4. 低基数推动 1 季度继续快速回升，微调 2009 年业绩预期

2009 年 1 季度业绩继续强劲回升。我们测算公司 1 季度实现营业净收入 4.2 亿元、净利润 2 亿元，环比分别增长 43% 和 178%、同比增长 73% 和 103%。公司也将成为环比和同比均明显增长的唯一一家上市券商。基数较低和交易趋暖是增长的主要原因，同比是由于投资收益为 -1.2 亿元、环比则是由于 1 季度市场异常活跃带来的交易额的爆发式增长和投资收益的超预期。我们预期，1 季度公司实现经纪净佣金收入 2.9 亿元，同比下降 4%，环比增长 57%。但需要指出的是，佣金率将有继续下滑的风险、这将拖累经纪佣金收入。

微调公司 2009-2010 年业绩预期至 0.35 元和 0.49 元。我们维持对市场点位在 2000 点、以及日均交易额 1000 亿元的基本判断，同时，我们预期国元证券在佣金率下调至 0.13% 的水平后，经纪份额将回升至 1% 的水平，调整业务及管理费率至 40%、并维持对全年 25% 的所得税率。由此我们微调 2009 年公司营业收入和净利润分别至 12.8 亿元和 5.1 亿元，营业收入基本持平，净利润略降 1%，对应 EPS0.35 元。

公司业绩对交易额变化敏感度较高。我们曾测算国元证券业绩对交易额的弹性高达 0.71，在上市券商中仅次于宏源和东北。敏感性分析表明，若在日均股票基金交易额 2000 亿元、上证综指为 2500 点的条件下，公司 2009 年 EPS 将达到 0.63 元、同比增长 77%、也将较我们的预期高 79%。

表 6 国元证券对交易额和市场点位的敏感性分析

市场点位 \ 交易额	交易额				
	600	900	1200	1500	2000
1000	0.19	0.26	0.33	0.40	0.52
1500	0.22	0.29	0.36	0.43	0.55
2000	0.25	0.33	0.40	0.47	0.59
2500	0.29	0.36	0.44	0.51	0.63
3000	0.33	0.41	0.48	0.55	0.67

5. 维持中性评级，交易额放大带来交易性机会，但再融资不确定性大

继续维持中性评级。公司目前的二级市场价格对应于 2009-2010 年的动态 PE 为 48 倍和 34 倍，PB5.1 倍。尽管目前市场交易活跃度已超出我们之前的预期，但公司目前估值水平已对应于日均 1500 亿交易额 30 倍 PE 的业绩预期、以及对应于日均 2000 亿元交易额 25 倍 PE 的业绩预期，因此我们仍然维持中性评级。

市场交易额继续快速放大将带来交易性机会。1 季度以来市场日均股票基金交易额约 1590 亿元，近日更超过 2000 亿元，若按照这一交易额测算，公司 PE 在 25-30 倍之间，对应于 45%-79% 的同比增长。若交易额继续放量则将为公司带来交易性投资机会。

公开增发仍有较大不确定性。虽然公司未能在规定期限内完成定向增发，但迫于尽快提升净资本的压力，公司已经重新启动了再融资计划，这也符合我们一直所坚持认为

的再融资越快越好、规模越高越好的判断，不同的是方案已由定向增发改为公开增发。计划公开增发募集股份不超过 5 亿股、金额不超过 100 亿元。之前的定向增发之所以失败，在于过高的发行价以及过长的锁定期和过窄的发行对象，公开增发虽然发行定价机制类似，但可以避免后两种障碍，从而避免发行的再次失败；尤其是在市场趋势向好的背景下，公开增发将有更强的吸引力。公开增发将有助于尽快扩充净资本、从而推动竞争力的提升。但目前股票公开发行已经暂停，何时重启有较大的不确定性，我们判断最早可望在 3 季度启动；且募集资金较小会影响净资本、募集资金较多会因运用渠道少而拉低净资产收益率。对此，我们需要进一步密切观察。

表 7 国元证券业绩预测（单位：百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	1,185	4,100	1,237	1,283	1,791
手续费及佣金净收入	341	1,612	964	869	1,007
其中：代理买卖证券	311	1,476	899	792	871
证券承销	19	44	25	44	59
受托客户资产管理	11	82	26	33	77
利息净收入	9	82	125	91	103
投资收益	802	2,346	74	201	275
其他业务收入	36	72	90	122	406
二、营业支出	393	944	643	585	816
营业税金及附加	45	156	75	72	100
业务及管理费	339	758	556	513	716
三、营业利润	792	3,155	594	698	974
四、利润总额	785	3,273	588	692	968
减：所得税费用	990	66	173	242	285
五、净利润	553	2,284	521	519	726
归属于母公司净利润	551	2,280	521	513	707
少数股东损益	2	4	1	6	20

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融(证券信托)研究员, 6 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事金融行业研究。

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com