



华泰联合证券
2012-03-14
金融/证券

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 深度研究

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

国元证券 (000728)

买入/首次评级

股价: RMB10.91

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.hthsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.hthsc.com.cn

丁文韬

SAC 执业证书编号:S1000511090006

021-50106410

dingwentao@mail.hthsc.com.cn

联系人

华莎

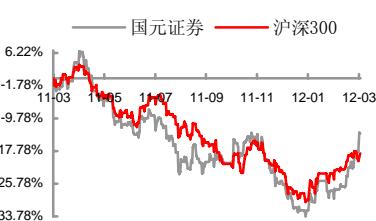
(021)6849 8507

huasha@mail.hthsc.com.cn

基础数据

总股本 (百万股)	1,964
流通 A 股 (百万股)	1,964
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	21,330

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

估值擅守 创新为攻

- **公司净资本充足, 创新业务扩展空间大。** 1) 行业政策层面, 创新业务政策暖风频吹, 充足资金及 A 类监管评级有望助公司优先取得试点资格。郭树清主席在多次讲话中反复强调, 资本市场应立足于服务实体经济。而证券行业创新业务将充分受益于资本市场服务实体经济的功能落地, 预计今年将是政策大年。2) 公司业绩层面, 巨额闲余资金未来应用于创新业务的诸多买方业务上将显著提升盈利。11Q3 末公司闲余资金高达 80 亿元, 随着未来投入到创新业务中, 资金运用效率提升, 公司盈利将获得提振。
- **公司收入结构均衡, 业务经营稳健。** 1) 公司业务牌照齐全, 收入来源多元化。经纪业务收入占比逐年下降, 11H1 仅 44%, 能有效分散市场波动带来的经营风险。2) 公司传统业务稳健。A. 经纪业务: 市场份额稳定在 1.1% 左右, 佣金率 (0.079%) 接近市场平均水平 (0.075%), 考虑到行业限佣影响, 下降空间有限; B. 投行业务: 深掘区域资源, 把握皖江城市带承接产业转移示范区建设利好, 11 年安徽地区 IPO 承销额占比高达 43%; C. 自营业务: 风格稳健, 收益率波动小于二级市场整体波动水平; D. 资管业务: 公司收入稳定来源之一。3) 公司创新业务进展迅速。A. 直投业务: 储备 9 个项目, 已有 1 个项目上市, 2 个项目在会; B. 融资融券: 在 2010 年 10 月底才获得资格的背景下, 11H1 融资融券利息收入已占到总收入 2%。
- **投资建议: 估值擅守, 创新为攻。** 首次给予“买入”评级。1) 估值擅守。公司目前 PB 仅 1.43 倍, 同业最低, 甚至已接近于拥有更高财务杠杆的间接融资类的银行业。2) 创新为攻。雄厚净资本实力与 A 类监管评级将助公司优先获得创新业务试点资格 (公司为融资融券前三批试点券商), 账面约 80 亿元闲余资金, 应用到创新业务中诸多买方业务上, 盈利提升空间大。
- **合理估值: 【12.37,14.03】元/股。** 预计国元证券 2011~13 年综合收益分别为 4.23 亿、8.21 亿和 8.58 亿, 对应每股综合收益分别为 0.29 元、0.40 元和 0.42 元。综合绝对估值法和 PB 相对估值法结果, 我们认为, 公司的合理估值为 【12.37,14.03】元/股。
- **风险提示:** 创新业务政策推进进度存在不确定性。

经营预测与估值	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,242	1,777	2,194	2,380
(+/-%)	3%	-21%	23%	8%
归属母公司综合收益(百万元)	830	423	821	858
(+/-%)	-23%	-49%	94%	4%
EPS(元)	0.47	0.29	0.40	0.42
P/E(倍)	23.06	36.93	27.11	25.96

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司资本金充足，创新业务拓展空间大	4
行业政策层面，创新业务政策暖风频吹	4
充足资本金及 A 类监管评级有望助公司优先取得试点资格	4
公司业绩层面，巨额闲余资金有望通过创新业务提振公司盈利	5
公司收入结构均衡，业务经营稳健	5
公司业务牌照齐全，收入结构均衡	5
经纪业务：市场份额稳定，佣金率下降空间有限	7
投行业务：深掘区域资源，保持较快增长势头	9
自营业务：风格稳健，业务风险较低	11
资管业务：公司收入稳定来源之一	12
创新业务潜力大	13
盈利预测与估值	14
关键指标假设	14
盈利预测	15
合理估值：【12.37,14.03】元/股	16
投资建议：估值擅守，创新为攻。首次给予“买入”评级	18
风险提示：创新业务政策推进进度存在不确定性	18

图表目录

图 1: 受益于资本金优势, 公司业务牌照齐全	6
图 2: 佣金率自由化后, 美国证券业务呈多元化发展	6
图 3: 国内证券业近年来呈多元化发展	7
图 4: 公司业务结构均衡	7
图 5: 公司经纪业务市场份额相对稳定	8
图 6: 公司营业部主要集中在安徽省内	8
图 7: 2011 年各地区竞争环境	8
图 8: 公司经纪业务市场份额相对稳定	9
图 9: 公司营业部增速对比	9
图 10: 公司投行业务收入保持较快增长	11
图 11: 公司自营风格稳健, 收益率波动较小	12
图 12: 公司资管业务为公司贡献稳定正收益	13
图 13: 11 年 3 月~12 月累计融资买入份额	14
图 14: 11 年末融资融券余额占比	14
图 15: 国元证券 PB 处于证券行业中最低水平	17
图 16: 国元证券 PB 已接近于拥有更高财务杠杆的银行业	18
表格 1: 2010 年末证券公司净资本排名	4
表格 2: 公司 IPO 项目主要位于安徽省内	10
表格 3: 公司增发项目主要位于安徽省内	10
表格 4: 公司债券承销项目主要位于安徽省内	10
表格 5: 公司投行在安徽省内份额	11
表格 6: 公司自营资产情况	11
表格 7: 公司自营业务偏好配置风险较低的资产	12
表格 8: 公司直投业务开展顺利, 潜力大	13
表格 9: 盈利预测主要指标假设	14
表格 10: 预测利润表	15
表格 11: 预测资产负债表	16
表格 12: DDM 三阶段估值主要假设	17
表格 13: DDM 三阶段估值结果	17

公司资本金充足，创新业务拓展空间大

行业政策层面，创新业务政策暖风频吹

今年以来，证券行业创新业务政策暖风频吹。郭树清主席在多次讲话中反复强调，资本市场应立足于服务实体经济。对此，我们认为主要包括两个方面：

- A.丰富企业融资渠道，开辟银行信贷之外的直接融资体系；
- B.支持经济结构调整（包括服务小微企业等）。

针对这两个方面，证监会目前推进的具体工作包括：

- A.发行制度改革（解决中长期融资制度问题）；
- B.建立场外市场、筹备高收益债（服务小微企业）。

我们认为，监管部门未来仍将有望基于上述的资本市场服务实体经济的功能落地推出更多行业政策，此类政策通常会为券商提供新的业务机会。比如，发行制度改革有望引入配售权进而提高了券商话语权和收费；建立场外市场有望引入做市商制度；高收益债则丰富了券商的产品线等。

充足资本金及 A 类监管评级有望助公司优先取得试点资格

创新业务往往会带来新的业务模式和竞争手段，由于试点券商在市场份额、客户群积累、经验等方面的优势，在创新业务常规化后常常依然能保持较高的市场地位，在竞争中先发优势凸显。因此，各家券商都十分重视创新业务资格的获得。但是，创新业务启动初期通常都会涉及到试点资格。

首先，《证券公司分类监管规定》实施对于券商分类有严格的资本金考核要求，并规定“证券公司分类结果将作为确定新业务、新产品试点范围和推广顺序的依据”。

其次，从直投、两融及股指期货等创新业务推出的过程看，证监会都是按照“试点先行，逐步推开”的原则，综合考虑证券公司的各项指标：净资本规模、合规经营、净资风险控制和试点实施方案准备情况等，择优选择试点券商，然后再根据试点券商和市场情况决定是否扩大试点范围。

在以上指标中，如“合规经营、净资风险控制和试点实施方案”等指标容易通过整改达到，而净资本规模短期内不容易改变，因而常常成为能否获得试点资格的重要门槛。公司资本金充足，2010 年已达到 117.71 亿，排在行业第 10 位。

表格 1：2010 年末证券公司净资本排名

序号	证券公司	净资本（亿元）
1	中信证券	410
2	海通证券	325
3	华泰证券	217
4	光大证券	176
5	国泰君安	173
6	招商证券	141
7	国信证券	125

8	申银万国	121
9	广发证券	120
10	国元证券	118
11	银河证券	109
12	西南证券	91
13	东方证券	87
14	中信建投	76
15	齐鲁证券	75
16	长江证券	73
17	安信证券	66
18	兴业证券	65
19	方正证券	63

资料来源：证券业协会，华泰联合证券

公司业绩层面，巨额闲余资金有望通过创新业务提振公司盈利

截止 11Q3 末，公司闲余资金高达 80 亿元。考虑到创新业务中包括已启动的直投、融资融券以及有望启动的做市商等业务均属于资本消耗型的买方业务，随着公司更多闲余资金投入到此类业务，资金运用效率将大幅提升，公司盈利将获得提振。

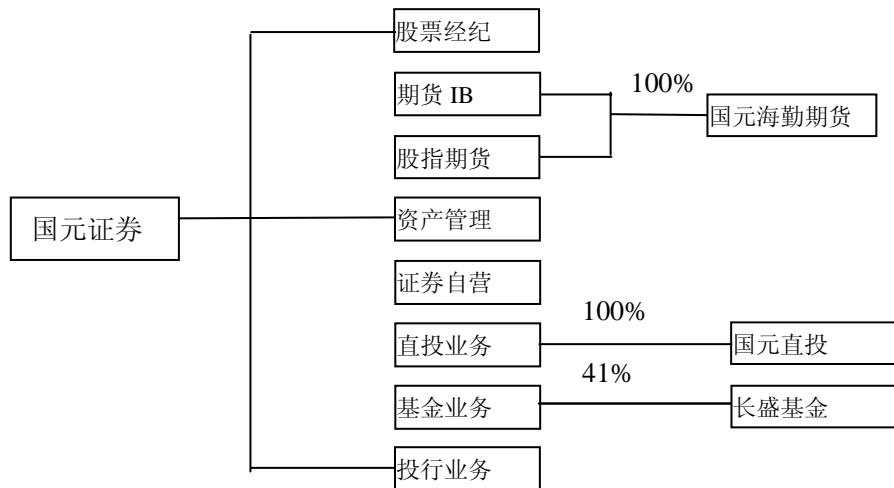
国元证券的融资、融券利率分别为 9.10%、11.10%；直投预期收益率通常在 20%以上；做市商尽管单笔赚取的买卖价差不大，但是结合其更高的资金周转率特点同样能够获取较高的收益率。

公司收入结构均衡，业务经营稳健

公司业务牌照齐全，收入结构均衡

受益于资本金优势，公司在获得各种传统业务经营牌照及创新业务试点资格方面具有优势。目前，公司经纪、自营、投行、资管等传统业务牌照齐全；在创新业务方面，公司也拥有融资融券业务、直投业务（100%控股国元直投）及股指期货 IB 业务（100%控股国元海勤期货）等试点资格，业务链条完整。此外，公司还 100%控股国元（香港）公司，积极开拓海外业务。

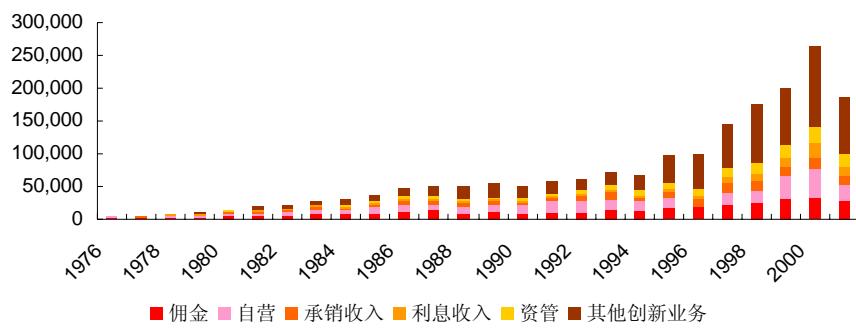
图 1： 受益于资本金优势，公司业务牌照齐全



资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

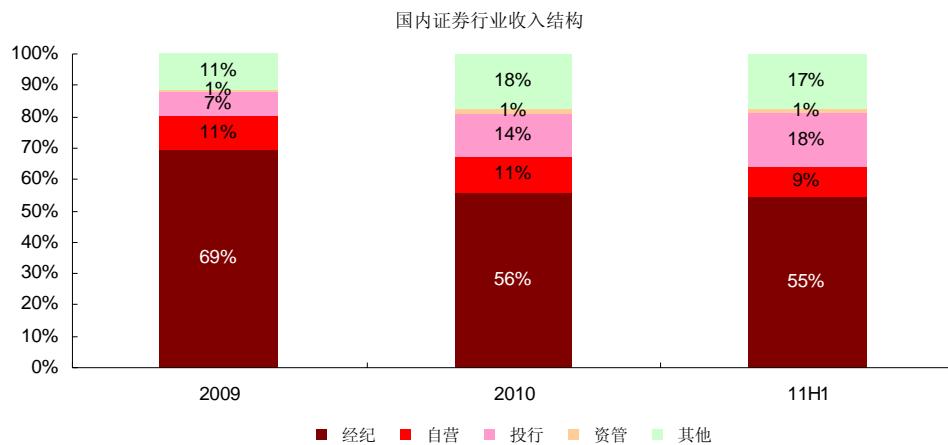
多元化发展是行业趋势。1975 年美国证券业佣金率自由化后，美国证券业收入格局呈现出平衡化、多元化的发展趋势；而国内证券近年经纪业务收入份额逐年下降，目前下降至 55%，投行、资管、自营以及创新业务份额逐年扩大，业务多元化是全行业趋势。公司业务牌照齐全，具备多元化发展所需的基本条件，同时，公司也将多元化发展上升至公司发展的战略层面。近三年，公司经纪业务占比逐年下降，2011H1 年已下降至 44%，其他多项业务呈现蓬勃发展的态势，业务结构均衡。因此，我们认为公司向多元化发展不但符合行业发展趋势，同时发展基础较好，未来综合发展潜力巨大。

图 2： 佣金率自由化后，美国证券业务呈多元化发展



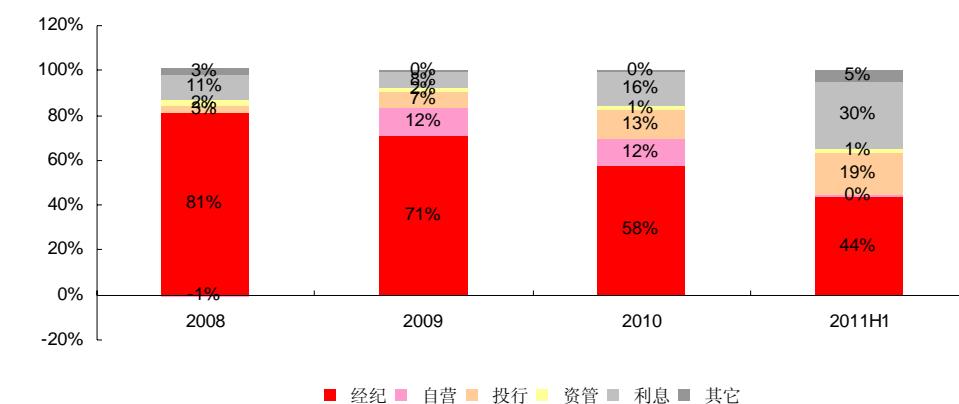
资料来源：美国证券业协会网站，华泰联合证券研究所

图 3：国内证券业近年来呈多元化发展



资料来源：证券业协会网站，华泰联合证券研究所

图 4：公司业务结构均衡



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

注：经纪业务收入=代理买卖收入+基金销售收入

自营收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

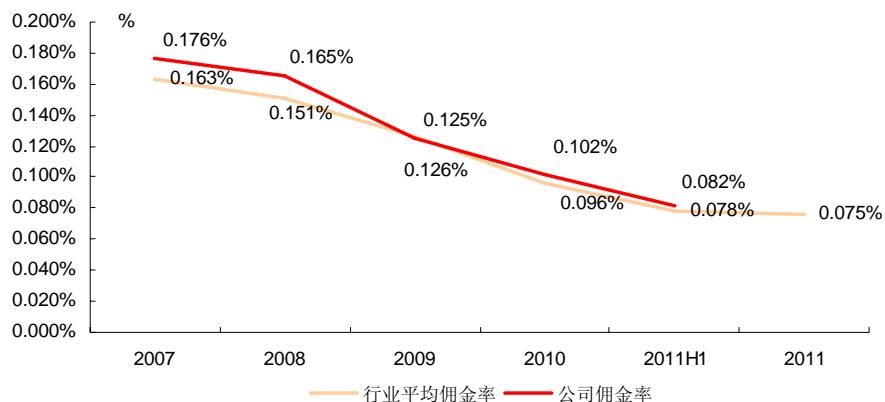
投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

经纪业务：市场份额稳定，佣金率下降空间有限

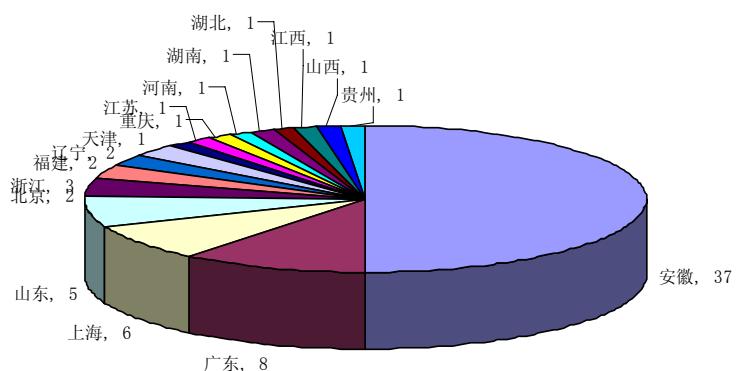
公司佣金率下降空间有限。公司 11Q3 佣金率为 0.079%，基本与 2011 年全市场平均水平 0.075% 相当；公司经纪业务主要在安徽省内，营业部合计 74 家（2011H1），其中有 37 家分布在安徽省内。安徽省地处中部地区，赫尔芬达指数超过 2000，经纪业务竞争激烈程度相对较低，且考虑到行业限佣因素，预计短期内佣金率下滑趋势将趋缓。

图 5：公司经纪业务市场份额相对稳定



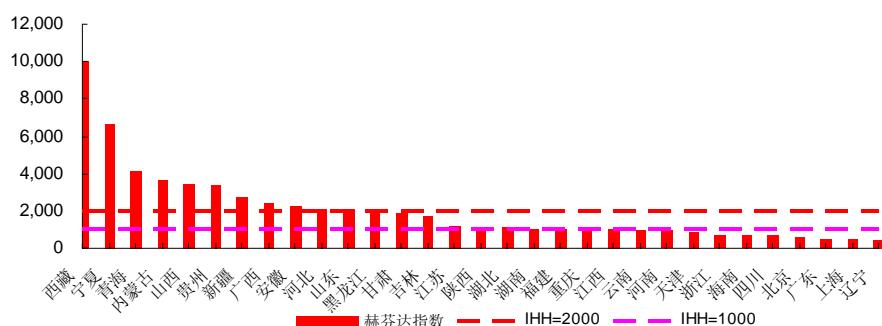
资料来源：同花顺，华泰联合证券研究所

图 6：公司营业部主要集中在安徽省内



资料来源：同花顺，华泰联合证券研究所

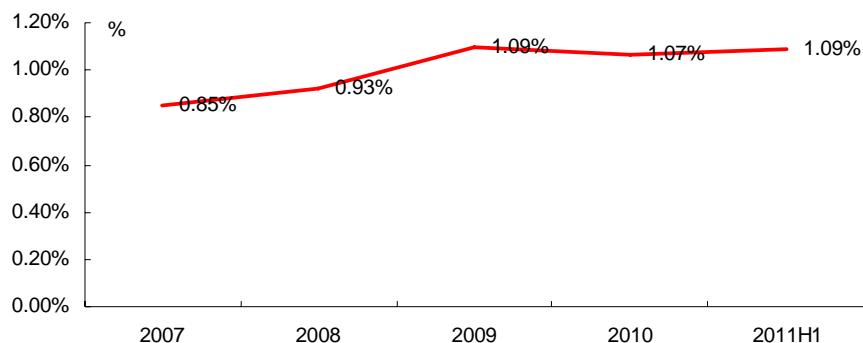
图 7：2011 年各地区竞争环境



资料来源：同花顺，华泰联合证券研究所

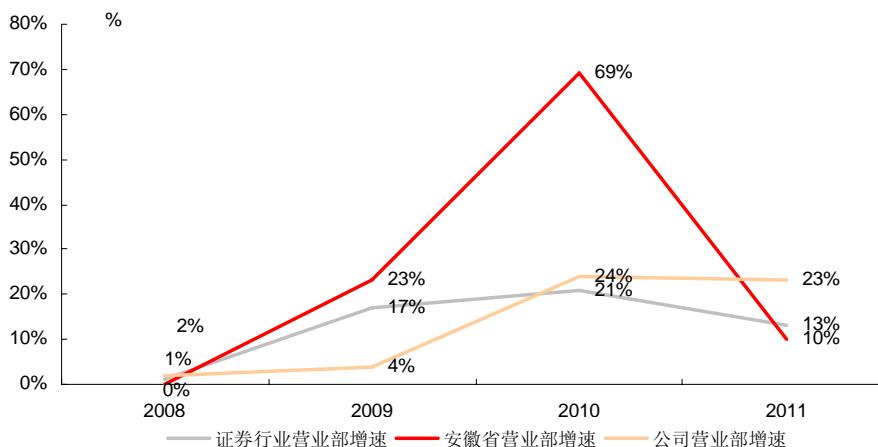
公司经纪业务份额稳定。公司市场份额 2007 年~2011 年均保持在 1.1% 左右。主要原因在于：首先，公司经纪业务主要在安徽省内，安徽地区营业部增长高峰期已过，11 年安徽省营业部速度低于全国平均增速，竞争激烈程度减缓；其次，公司佣金率水平已接近市场平均水平，在该地区已经具备一定竞争力，因此，我们认为公司市场份额未来仍将能够保持相对稳定。

图 8：公司经纪业务市场份额相对稳定



资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

图 9：公司营业部增速对比



资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

投行业务：深掘区域资源，保持较快增长势头

公司深掘区域资源，投行业务保持较快增长。公司投行区域性明显，从公司历年项目看，公司近 4 年主承销 16 家 IPO，其中 11 家位于安徽省；增发项目 7 家，其中 6 家位于安徽省内；主承销债券 6 家，全部位于安徽省内。从地区份额看，公司 IPO 主承销金额在安徽省内份额较高，但从整体上看，仍然有提高的空间。公司投行充分发挥区位优势，投行收入保持较快增长势头。我们认为，考虑到皖江城市带承接产业转移示范区建设利好以及公司深挖区域的能力，公司投行未来仍然能够维持稳健增长。

表格 2：公司 IPO 项目主要位于安徽省内

代码	名称	发行日期	募集资金合计(万元)	承销与保荐费(万元)	公司注册地
002226.SZ	江南化工	2008-04-22	17,010.00	1,020.60	安徽
002230.SZ	科大讯飞	2008-04-25	33,928.80	1,526.80	安徽
002298.SZ	鑫龙电器	2009-09-18	26,600.00	1,714.29	安徽
300009.SZ	安科生物	2009-09-25	35,700.00	2,820.50	安徽
300008.SZ	上海佳豪	2009-09-25	35,028.00	1,908.09	上海
002331.SZ	皖通科技	2009-12-23	37,800.00	2,388.61	安徽
601801.SH	皖新传媒	2010-01-05	129,800.00	4,244.00	安徽
002352.SZ	鼎泰新材	2010-01-25	62,400.00	3,120.00	安徽
002382.SZ	蓝帆股份	2010-03-24	70,000.00	3,730.00	山东
300087.SZ	荃银高科	2010-05-13	46,992.00	3,169.52	安徽
002454.SZ	松芝股份	2010-07-07	109,200.00	4,408.00	上海
300108.SZ	双龙股份	2010-08-11	26,624.00	2,296.80	吉林
002557.SZ	洽洽食品	2011-02-21	200,000.00	10,350.00	安徽
002555.SZ	顺荣股份	2011-02-21	59,500.00	3,297.50	安徽
300222.SZ	科大智能	2011-05-16	48,600.00	2,730.00	上海
300274.SZ	阳光电源	2011-10-24	136,640.00	8,608.40	安徽

资料来源：同花顺，华泰联合证券研究所

表格 3：公司增发项目主要位于安徽省内

代码	名称	发行日期	募集资金合计(万元)	承销与保荐费(万元)	公司注册地
000868.SZ	安凯客车	2008-04-29	7,589.52	--	安徽
000961.SZ	中南建设	2009-06-26	373,819.06	--	江苏
600971.SH	恒源煤电	2009-12-23	153,552.00	--	安徽
600971.SH	恒源煤电	2010-11-02	158,726.71	5,030.06	安徽
000713.SZ	丰乐种业	2010-12-17	44,700.00	--	安徽
600063.SH	皖维高新	2011-03-11	91,600.00	2,431.60	安徽
002230.SZ	科大讯飞	2011-05-04	44,527.00	--	安徽

资料来源：同花顺，华泰联合证券研究所

表格 4：公司债券承销项目主要位于安徽省内

代码	名称	发行日期	债券类型	募集资金合计(万元)	公司注册地
098017.IB	09 合海恒债	2009-02-27	企业债	100,000.00	安徽
122984.SH	09 六城投	2009-03-02	企业债	150,000.00	安徽
098022.IB	09 铜城投债 02	2009-03-10	企业债	100,000.00	安徽
122981.SH	09 铜城投	2009-03-10	企业债	50,000.00	安徽
122039.SH	09 皖通债	2009-12-17	公司债	200,000.00	安徽

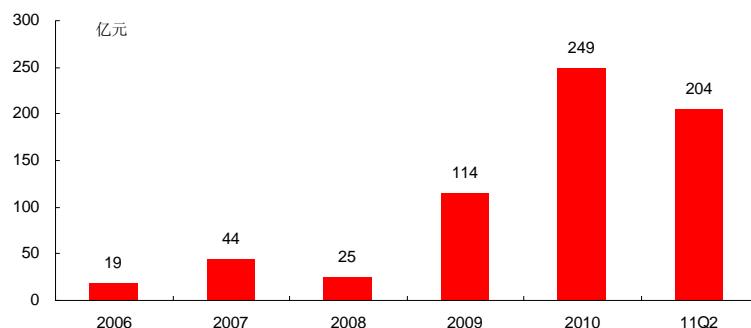
资料来源：同花顺，华泰联合证券研究所

表格 5：公司投行在安徽省内份额

	总额	首发	增发	可转债发行	债券发行
2008	2%	55%	1%	N.A.	0%
2009	28%	13%	40%	N.A.	18%
2010	13%	96%	19%	0%	0%
2011	8%	43%	14%	100%	0%

资料来源：同花顺，华泰联合证券研究所

图 10：公司投行业务收入保持较快增长



资料来源：上市公司公告

自营业务：风格稳健，业务风险较低

公司自营风格稳健，收益率波动较小。公司自营业务十分注重控制业务风险，在资产配置方面偏好风险较低的基金、债券等，因此公司总体收益率波动较小，风险较低。

表格 6：公司自营资产情况

	2007	2008	2009	2010	2011H1
交易性金融资产	3,056	1,534	1,316	1,219	491
股票	1,485	11	600	634	0
基金	380	208	407	383	294
债券	627	296	0	0	0
权证	3	0	0	0	0
中期票据	0	0	0	202	196
短期融资券	560	1,020	309	0	0
可供出售金融资产	185	136	662	3,613	3,841
股票	87	11	98	634	1,216
基金	18	4	307	1,192	786
债券	0	0	101	1,626	1,689
集合理财产品	80	122	156	161	151
持有至到期	0	0	0	0	0
长期股权投资	486	421	492	899	858

资料来源：上市公司公告

表格 7：公司自营业务偏好配置风险较低的资产

	2007	2008	2009	2010	2011H1
交易性金融资产	100%	100%	100%	100%	100%
股票	49%	1%	46%	52%	0%
基金	12%	14%	31%	31%	60%
债券	21%	19%	0%	0%	0%
权证	0%	0%	0%	0%	0%
中期票据	0%	0%	0%	17%	40%
短期融资券	18%	66%	23%	0%	0%
可供出售金融资产	100%	100%	100%	100%	100%
股票	47%	8%	15%	18%	32%
基金	10%	3%	46%	33%	20%
债券	0%	0%	15%	45%	44%
集合理财产品	43%	89%	24%	4%	4%

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

图 11：公司自营风格稳健，收益率波动较小

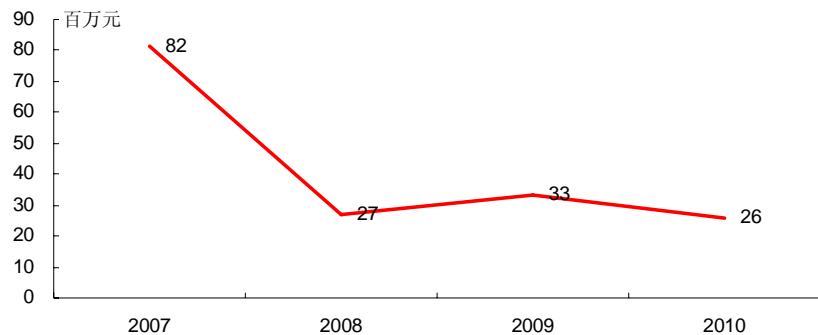


资料来源：上市公司公告，同花顺，华泰联合证券研究所

资管业务：公司收入稳定来源之一

公司资管业务带来稳定收益。公司目前拥有三只集合理财产品：国元黄山 1 号，国元黄山 2 号，国元黄山 3 号；份额分别为 4.4 亿，1.9 亿和 1.4 亿；此外，公司子公司国元证券（香港）也参与资产管理业务，旗下有国元多策略中国机会基金。由于资管业务以管理费为收入来源，因此，相比较其他业务风险更低，能够带来相对稳定的收入。

图 12：公司资管业务为公司贡献稳定正收益



资料来源：上市公司公告，同花顺，华泰联合证券研究所

创新业务潜力大

直投业务开展顺利

公司 2009 年成立直投子公司国元股权投资公司，目前注册资本为 10 亿元。目前公司直投共投资 9 个项目，投资成本约为 3.65 亿元，主要来自安徽地区，目前已有一个项目：顺荣股份于 2011 年 3 月上市。11H1 公司直投子公司国元直投实现利润 446.18 万元，同比增长 16.64%，鉴于公司投行的区位优势和公司项目储备，我们认为公司直投业务未来颇具潜力。

表格 8：公司直投业务开展顺利，潜力大

直投项目	上市状态	持有股份 (股)	上市前占比	投资成本 (万元)	目前对应市值 (万元)	承销商	公司归属地
顺荣股份	已上市	345	6.90%	2,036	4,247	国元证券	安徽
淮北矿业	落实意见反馈中	-	-	-	-	银河证券	安徽
福莱特	落实意见反馈中	-	-	-	-	国元证券	浙江
合肥锻压	未上报资料	-	-	-	-	-	安徽
安徽时联	未上报资料	-	-	-	-	-	安徽
皖北药业	未上报资料	-	-	-	-	-	安徽
工大高科	未上报资料	-	-	-	-	-	安徽
山河药铺	未上报资料	-	-	-	-	-	安徽
商之都	未上报资料	-	-	-	-	-	安徽

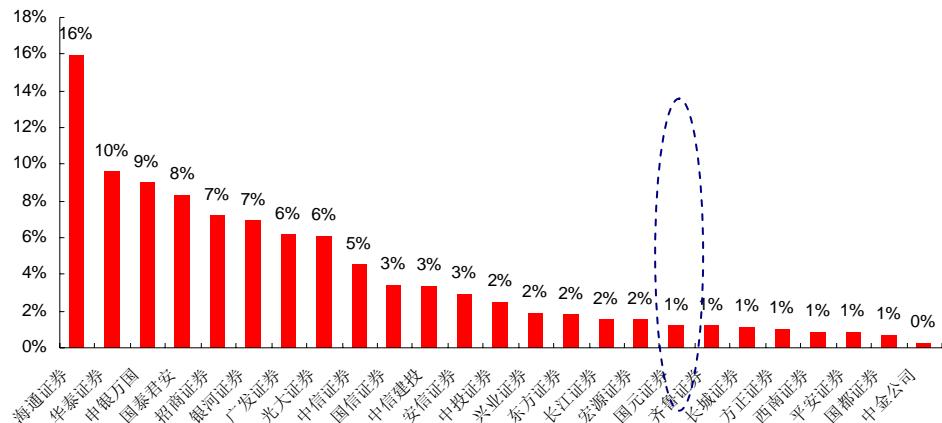
资料来源：公司网站，上市公司公告，华泰联合证券研究所

融资融券业务潜力有待挖掘

公司于 2010 年 11 月第三批获得融资融券业务资格，并于 12 月开展融资融券业务。截止 2011H1 公司共计有 55 家证券营业部开展融资融券业务。

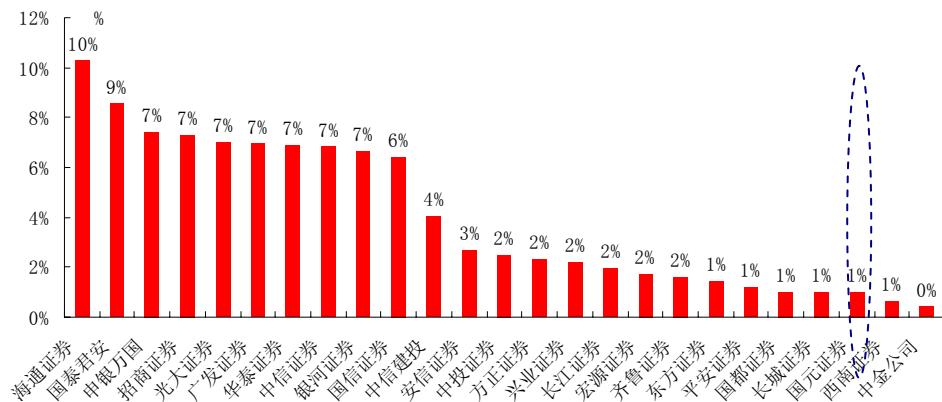
尽管公司启动业务时间相对大型券商较晚，经纪业务主要分布在二线城市，但融资融券业务份额依然达到了 1%，与其经纪业务份额相当。2010 年公司融出资金利息收入约为 843 万元，占收入的 0.38%；11H1 为 1950 万元，占总收入的 1.88%，随着未来营业部客户逐渐普及该业务、标的券进一步扩容以及股市出现赚钱效应，将会刺激融资融券余额进一步增长。

图 13：11 年 3 月~12 月累计融资买入份额



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

图 14：11 年末融资融券余额占比



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

股指期货业务：已处于起步阶段

公司通过全资子公司国元海勤期货公司开展股指期货业务。公司于 2010 年获得股指期货业务资格，并于 2011 年陆续展开。

盈利预测与估值

关键指标假设

表格 9：盈利预测主要指标假设

	10A	11E	12E	13E
日均成交额（百万元）	227,177	176,536	203,017	233,469
沪深 300 收益率	-13%	-25%	20.0%	20.0%
业务及管理费/营业收入	-41.46%	-56.4%	-51.2%	-52.8%
折股佣金率	0.102%	0.076%	0.060%	0.050%
经纪业务折股份额	1.07%	1.11%	1.14%	1.16%

有效利息率	1.64%	3.50%	4.00%	4.20%
所得税率	-22.66%	-22.0%	-22.0%	-22.0%
分红比例	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

盈利预测

在以上市场环境假设下，我们预测公司 2011~2013 年归属母公司综合收益分别为 4.23、8.21 和 8.58 亿元，对应每股综合收益分别为 0.22 元、0.42 元和 0.44 元。

表格 10：预测利润表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,184	2,185	2,242	1,777	2,194	2,380
手续费及佣金净收入	974	1,730	1,533	1,118	1,138	1,211
代理买卖证券业务净收入	894	1,539	1,226	762	711	698
证券承销业务净收入	25	114	249	299	359	430
受托客户资产管理业务净收入	27	33	26	18	22	26
保荐业务收入	0	15	24	28	34	41
财务顾问业务收入	9	28	8	11	13	15
利息净收入	125	166	330	521	587	678
投资收益	950	249	416	114	462	484
公允价值变动净收益	-876	32	-44	-42	65	68
汇兑收益	-2	0	0	0	0	0
其他收入	13	8	5	6	7	7
营业支出	-591	-864	-1,054	-1,079	-1,194	-1,336
营业税金及附加	-75	-102	-101	-80	-99	-107
业务及管理费	-512	-742	-930	-1,003	-1,123	-1,258
资产减值损失	1	-11	-19	8	32	34
其他业务成本	-4	-9	-4	-5	-5	-6
营业利润	594	1,321	1,188	698	999	1,043
营业外收入	0	6	15	17	19	20
营业外支出	-7	-4	-6	-8	-9	-10
利润总额	588	1,323	1,197	706	1,009	1,053
所得税	-66	-281	-271	-129	-222	-232
净利润	521	1,042	926	578	787	822
归属于母公司所有者的净利润	521	1,037	925	578	787	822
少数股东损益	1	5	1		0	0
每股收益	0.36	0.53	0.47	0.29	0.40	0.42
其他综合收益	-119	35	-95	-155	34	36
综合收益合计	402	1,077	831	423	821	858
归属于母公司所有者的综合收益总额	401	1,072	830	423	821	858

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

表格 11：预测资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产						
货币资金	8,725	24,613	15,762	14,002	15,351	16,929
客户资金存款	6,014	12,535	7,510	6,594	7,913	9,496
客户信用资金存款			445			
结算备付金	407	1,136	1,175	809	959	1,138
客户备付金	387	893	1,095	733	879	1,055
信用备付金			20			
融出资金			287	619	972	1,354
融出证券			0	0	0	0
交易性金融资产	1,534	1,316	1,219	464	486	508
应收利息	1	0	40	62	65	68
存出保证金	99	272	298	309	324	339
可供出售金融资产	136	662	3,613	3,866	4,051	4,233
长期股权投资	421	492	899	853	894	934
固定资产	457	503	795	1,082	1,134	1,185
无形资产	21	16	18	17	18	19
递延所得税资产	10	12	48	0	0	0
其他资产	102	364	746	708	742	775
资产总计	11,914	29,386	24,901	22,172	24,023	26,127
负债						
代理买卖证券款	6,452	13,684	9,159	7,327	8,792	10,551
应付职工薪酬	111	178	204	234	269	310
应交税费	93	229	268	309	355	408
应付利息	2	2	2	2	3	3
递延所得税负债	10	15	0	0	0	0
其他负债	127	94	95	105	115	127
负债合计	7,145	14,202	9,921	7,977	9,534	11,398
权益						
股本	1,464	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964
归属上市公司股东权益	4,722	15,132	14,980	14,814	15,462	16,083
少数股东权益	46	51	0	0	0	0
负债和所有者权益总计	11,914	29,386	24,901	22,172	24,023	26,127

资料来源：上市公司公告,华泰联合证券研究所

合理估值：【12.37,14.03】元/股

综合绝对估值法和相对估值法结果，我们认为，公司的合理估值为【12.37,14.03】元/股。

绝对估值法

采用三阶段现金股利模型（DDM）对公司进行估值，将公司成长过程分为高速成长期（2011年~2014年），该阶段公司红利年复合增长率在15%的水平；过渡期（2015

年-2030 年)，在过渡期内我们认为中国经济增速将会逐渐下降，GDP 增长将由原来 10% 左右向成熟经济体的 2%~3% 靠近，受此影响，我们认为公司红利增速将由原有水平向 3% 的永续增长水平趋近；永续增长期（2030 年后）公司红利增速与中国经济增速相当约为 3%。

我们估值主要假设条件如下：无风险利率为 5.00%（三年期定期存款利率），市场风险溢价为 5.0%，高速成长期 Beta 为 1.3（行业目前平均水平）、过渡期为 1.1、永续增长期为 1.0。

表格 12：DDM 三阶段估值主要假设

指标	假设值	权益成本
无风险回报率	5.00%	
风险溢价	5.00%	
高速增长期 Beta	1.3	高速增长期权益成本
过渡期 Beta	1.11	过渡期权益成本
永续期 Beta	1	永续期权益成本

资料来源：人行网站、华泰联合证券研究所

根据 DDM 估值结果，我们测算的公司每股内在价值为 12.37 元。

表格 13：DDM 三阶段估值结果

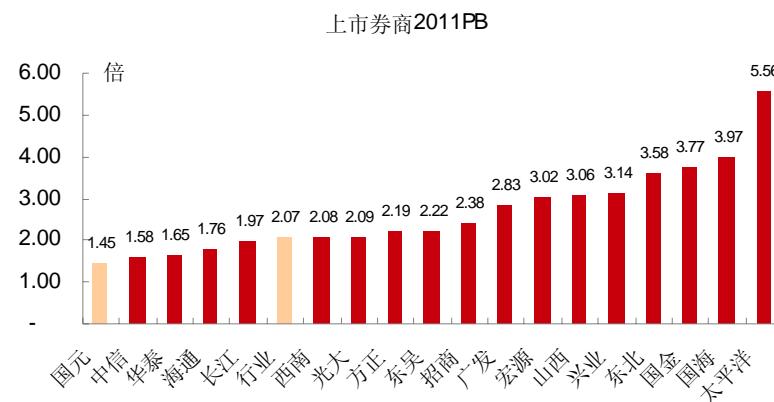
	公司价值（百万元）	每股价值（元）	比重
第一阶段现值总额	712	0.36	2.93%
第二阶段现值总额	13,587	6.92	55.94%
现值终值	9,990	5.09	41.13%
合计	24,289	12.37	100.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

相对估值法

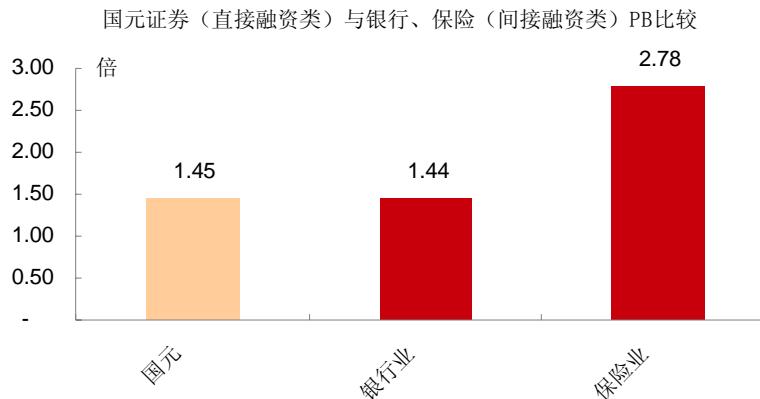
参考证券行业同业估值情况，上市券商 PB 区间为【1.45,5.56】，均值 2.07 倍。目前国元证券 PB 仅为 1.45 倍，处于同业最低水平，甚至已接近于拥有更高财务杠杆的间接融资类的银行业。

图 15：国元证券 PB 处于证券行业中最低水平



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

图 16：国元证券 PB 已接近于拥有更高财务杠杆的银行业



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

在行业创新演进的大背景下，未来卖方业务由于同质化竞争利润率将逐渐下滑，而以融资融券、直投、做市商、债券交易甚至是大宗商品、REITs、艺术品投资等为代表的更多买方业务将逐渐兴起。即在 ROA 逐渐趋近、杠杆率相仿的情况下，各家券商的 ROE 水平也将逐渐拉近，由此，未来各家券商的 PB 水平也将逐渐向行业平均水平靠拢。

因此，我们认为，国元证券的 PB 水平未来将存在上行动力，即便对于谨慎投资者而言，考虑到国元证券的综合实力等因素，给予 10%的估值折让，国元证券的合理 PB 水平也应该达到 1.86 倍 ($=2.07*90\%$)，即 14.03 元/股。

投资建议：估值擅守，创新为攻。首次给予“买入”评级

1) 估值擅守

公司目前 PB 仅 1.45 倍，远低于同业 2.07 倍的平均水平，甚至已接近于拥有更高财务杠杆的间接融资类的银行。

2) 创新为攻

雄厚净资本实力与 A 类监管评级将助公司优先获得创新业务试点资格(公司为融资融券前三批试点券商)，账面约 80 亿元闲置资金，应用到创新业务中诸多买方业务上，盈利提升空间大。

综合考虑目前股价的安全性和进攻性，我们首次给予国元证券“买入”评级。

风险提示：创新业务政策推进进度存在不确定性

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。