



华泰联合证券
2012-03-20
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 / 年报点评

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

国元证券 (000728)

买入/维持评级

股价: RMB10.68

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

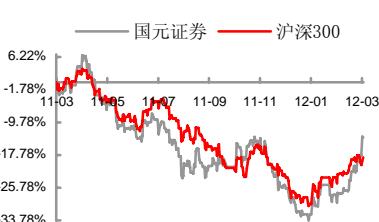
(021)6849 8507

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)	20,819

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

投行、创新业务逆势增长 ——2011 年年报点评

- 业绩:** 综合收益同比下降 51% 归因于经纪和自营收入下滑。2011 年国元证券营业收入 17.75 亿元、净利润 5.63 亿元、综合收益 4.08 亿元, 分别同比 -21%、-39% 和 -51%。每股净利润 0.29 元, 每股综合收益 0.21 元。综合收益同比下滑 51% 的主因归于经纪和自营业务收入下降, 两者变动分别导致了综合收益 40、26 个百分点的下滑。
- 收入端: 投行、创新业务逆势增长。** 尽管在 2011 年股票市场弱势环境下, 公司经纪、自营、资管业务收入均出现了同比下滑, 但是投行业务增长势头良好。**1) 投行业务受益区位优势, 增长较快。** 2011 年公司投行业务收入 3.11 亿元, 同比增长 11%, 主要归因于公司能够发挥地区优势, 深挖区域项目资源。2011 年公司主承销 4 个 IPO 项目, 其中 3 家位于安徽省; 主承销 2 家增发项目, 均位于安徽省。**2) 创新业务迅速推进。** 2011 年公司融资融券业务利润 0.43 亿元, 已占到利润总额 6.1%, 成为公司重要的盈利增长点; 公司直投业务进展顺利, 已投项目中, 顺荣股份项目已经成功上市, 其余还有 2 家已经上会, 6 家处于准备阶段。
- 成本端: 弱势环境下成本控制明显增强。** 2011 年公司新营业支出、业务及管理费和职工费用分别为 10.63 亿元、9.87 亿元和 4.04 亿元, 分别同比 3%、6% 和 -8%, 较 2011 年前 3 季度高达 2 位数的正增长已明显增强了对成本的控制。
- 投资建议: 估值坚守, 创新为攻。维持“买入”评级。** 主要推荐理由: **1) 估值坚守。** 目前 PB 仅 1.42 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。**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 77 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。**3) 行业催化剂临近。** 我们判断, 今年将是证券行业创新业务的政策大年, 建议关注 4 月初首届证券行业创新发展论坛等催化剂。
- 风险提示:** 行业政策的实际推进进度存在不确定性。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,775	2,194	2,380
(+/-%)	-21%	24%	8%
归属母公司综合收益(百万元)	408	821	858
(+/-%)	-51%	101%	4%
EPS(元, 综合收益口径)	0.21	0.40	0.42
P/E(倍, 综合收益口径)	37.3	26.7	25.4

目 录

业绩：综合收益同比减少 51%归于经纪、自营收入下降.....	4
收入端：投行、创新业务逆势增长	4
成本端：弱势环境下成本控制明显增强	9
投资建议：估值擅守，创新为攻。维持“买入”评级	9
风险提示：行业政策的实际推进进度存在不确定性.....	10

图表目录

图 1:	国元证券佣金率与市场平均水平相当	5
图 2:	国元证券营业部主要集中在安徽省内	5
图 3:	2011 年国内各地区竞争环境	5
图 4:	国元证券与行业营业部增速对比	6
图 5:	2011 年融资买入额占比排名	8
图 6:	2011 年融资融券余额排名	8
表格 1:	国元证券利润表重构及综合收益变动归因分析（单位：百万元）	4
表格 2:	国元证券投行业务在安徽省内市场份额	6
表格 3:	国元证券 2011 年投行项目主要位于安徽省内	6
表格 4:	上市券商 2011 年主承销份额比较	7
表格 5:	国元证券自营业务的资产配置	7
表格 6:	国元证券直投业务开展顺利，项目储备丰富	9
表格 7:	国元证券 2011 年成本控制能力较强（单位：百万元）	9

业绩：综合收益同比减少 51%归于经纪、自营收入下降

2011 年国元证券营业收入 17.75 亿元、净利润 5.63 亿元、综合收益 4.08 亿元，分别同比-21%、-39%和-51%。每股净利润 0.29 元，每股综合收益 0.21 元。

国元证券 2011 年综合收益同比下滑 51%的主因归于经纪和自营业务收入下降，两者变动分别导致了综合收益 40、26 个百分点的下滑。

表格 1：国元证券利润表重构及综合收益变动归因分析（单位：百万元）

	金额		占比		同比 2011	对综合收益变动影响 2011
	2010	2011	2010	2011		
新营业收入	2,123	1,629	100%	100%	-23%	-45%
经纪	1,226	792	58%	49%	-35%	-40%
自营	254	-34	12%	-2%	-113%	-26%
投行	281	311	13%	19%	11%	3%
资管	26	14	1%	1%	-45%	-1%
利息	330	531	16%	33%	61%	18%
其它	6	13	0%	1%	125%	1%
新营业支出	-1,035	-1,063	-49%	-65%	3%	-3%
业务及管理费	-930	-987	-44%	-61%	6%	-5%
其它	-106	-76	-5%	-5%	-28%	3%
营业外收入与支出	9	7	0%	0%	-26%	0%
新利润总额	1,097	573	52%	35%	-48%	-
综合收益	831	408	39%	25%	-51%	-
归属于母公司综合收益	830	408	39%	25%	-51%	-
实际所得税率	24%	29%	100%	100%	-23%	-3%
综合收益归属母公司比例	100%	100%	58%	49%	-35%	0%

资料来源：公司财报，华泰联合证券研究所

注：利润表重构后各指标公式如下：

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入

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

新营业支出=营业支出-资产减值

新利润总额=利润总额+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

收入端：投行、创新业务逆势增长

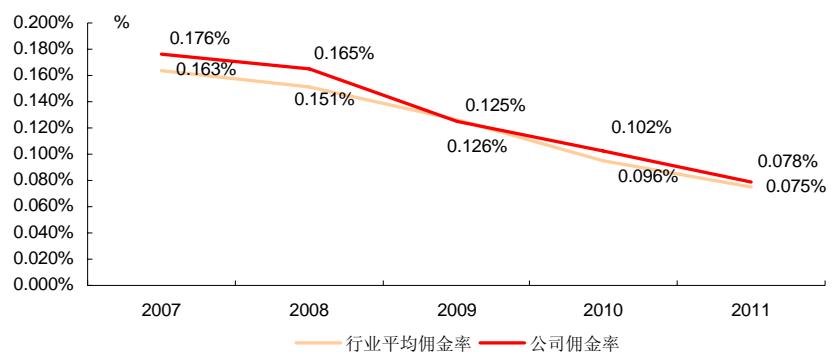
1) 经纪业务：收入下滑 35%主因归于市场成交额、佣金率下降

公司 2011 年经纪业务收入 7.92 亿元，占公司收入总额 49%，同比下降 35%，主因归于市场成交额和佣金率下降。2011 年市场股票日均成交金额 1765 亿元，同比下滑 22%；公司市场份额从 1.07%上升到 1.11%，同比增长 3.8%；2011 年公司经纪业务佣金率 0.078%，同比下滑 23.2%，但 11Q4 已出现明显趋缓态势，单季度佣金率甚至环比上升了 4%。。

A. 佣金率：11 年佣金率下降 23.2%，但已出现明显趋缓态势

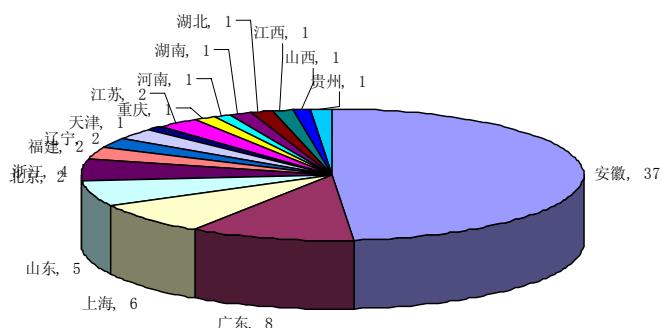
2011 年公司股票交易佣金率 0.078%，同比下滑 23.2%，但 11Q4 已出现明显趋缓态势，单季度佣金率甚至环比上升了 4%。公司经纪业务主要在安徽省内，营业部合计 76 家（2011 年末），其中有 37 家分布在安徽省内。安徽省地处中部地区，赫尔芬达指数超过 2000，经纪业务竞争激烈程度相对较低，且考虑到行业限佣因素，预计短期内佣金率下滑趋势趋缓态势仍将延续。

图 1：国元证券佣金率与市场平均水平相当



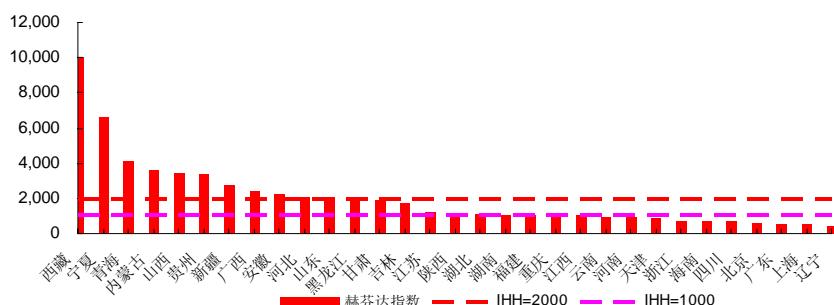
资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

图 2：国元证券营业部主要集中在安徽省内



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

图 3：2011 年国内各地区竞争环境

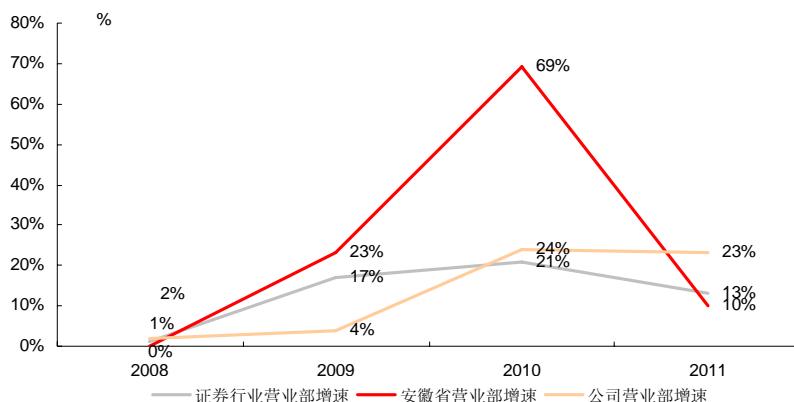


资料来源：证券业协会，华泰联合证券研究所

B. 市场份额：回升势头良好

公司 2011 年市场份额为 1.11%，同比增长 3.8%。2007 年~2011 年，公司市场份额均保持在 1.1%左右。考虑到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 4：国元证券与行业营业部增速对比



资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

2) 投行业务：收入增长 11%，主因归于区位优势

公司 2011 年投行业务收入 3.11 亿元，同比增长 11%，主要归因于公司能够发挥地区优势，深挖区域项目资源。公司投行业务在安徽具有区域优势，地区份额较高，2011 年公司主承销 4 个 IPO 项目，其中 3 家位于安徽省；主承销 2 家增发项目，均位于安徽省。

表格 2：国元证券投行业务在安徽省内市场份额

	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

表格 3：国元证券 2011 年投行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
主承销 IPO 项目					
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

主承销增发项目

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：上市券商 2011 年主承销份额比较

上市券商	合计	首发	增发	配股	可转债	债券发行
中信	11%	7%	8%	24%	9%	13%
广发	3%	3%	2%	24%	0%	3%
海通	3%	3%	4%	0%	0%	2%
华泰	1%	3%	0%	0%	0%	1%
招商	3%	4%	6%	7%	6%	2%
光大	1%	3%	1%	7%	0%	1%
长江（长江承销）	0%	1%	1%	0%	0%	0%
国元	0%	2%	1%	0%	1%	0%
西南	2%	2%	2%	0%	0%	2%
宏源	2%	1%	1%	0%	0%	2%
兴业	1%	2%	1%	0%	0%	1%
太平洋	1%	1%	0%	1%	0%	1%
东北	0%	0%	0%	2%	0%	0%
国金	0%	2%	1%	1%	0%	0%
山西（中德证券）	2%	2%	4%	0%	0%	2%
方正（瑞信方正）	1%	0%	1%	0%	9%	1%
国海	0%	1%	0%	0%	0%	0%
东吴	0%	1%	0%	0%	0%	0%

资料来源：wind,华泰联合证券研究所

3) 自营业务：小幅亏损，主因归于股指调整

公司自营业务收入为-0.34 亿元，同比增长-113%，主因归于股指调整（2011 年沪深 300 收益率为-25%）。公司在 2011 年调整投资策略，自营业务降低股票资产投资，转向配置风险较低的资产，

表格 5：国元证券自营业务的资产配置

	2007	2008	2009	2010	2011
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%	72%
债券	21%	19%	0%	0%	0%
权证	0%	0%	0%	0%	0%
中期票据	0%	0%	0%	17%	28%
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%	29%
基金	10%	3%	46%	33%	18%

债券	0%	0%	15%	45%	48%
集合理财及信托理财产品	43%	89%	24%	4%	5%

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

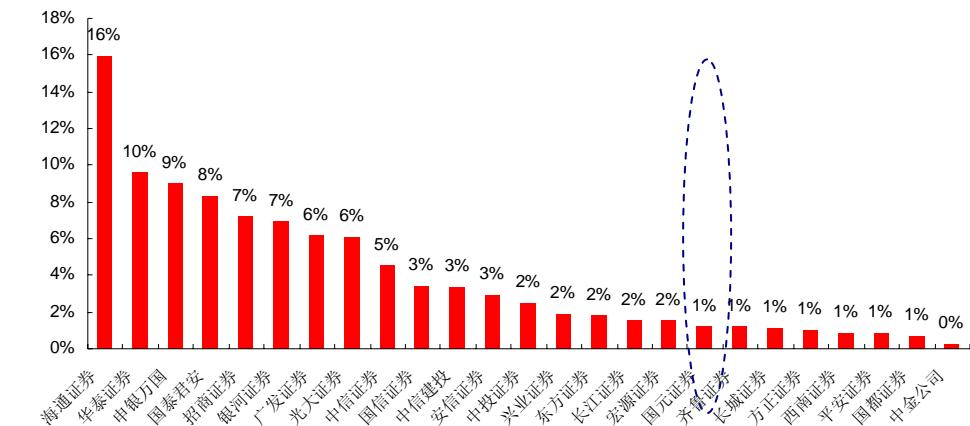
4) 资管业务：收入下降 45%，主因归于股指调整

公司 2011 年资管业务收入为 0.14 亿元，同比下降 45%，主因归于股指调整。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。

5) 融资融券：已成为公司新的盈利增长点

公司融资融券业务发展呈逐步上升趋势。2011 年底，公司共有 56 家营业部可以开展融资融券业务，融资融券业务总收入为 0.47 亿元，占总收入的 2.89%；融资融券业务利润 0.43 亿元，占公司利润总额 6.1%，已成为重要的盈利增长点。

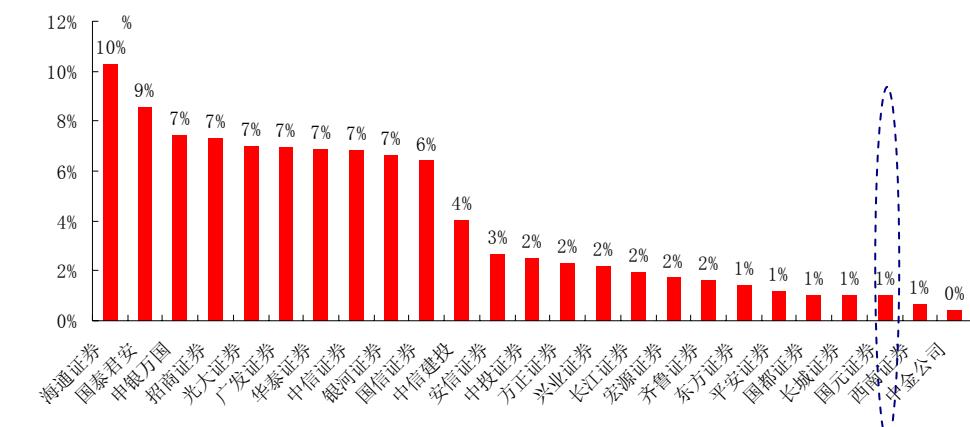
图 5： 2011 年融资买入额占比排名



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

注：上交所于 11 年 3 月开始披露信用交易数据

图 6： 2011 年融资融券余额排名



资料来源：沪深交易所网站，华泰联合证券研究所

6) 直投业务：业务开展顺利，项目储备丰富

公司直投子公司国元股权投资有限公司，2011 年实现收入 0.16 亿元，占营业收入的 0.90%。公司直投业务进展顺利，2011 年已经有一个项目成功上市；业务储备项目丰富，累计投资项目 9 个，投资额 3.65 亿元。

表格 6：国元证券直投业务开展顺利，项目储备丰富

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

成本端：弱势环境下成本控制明显增强

2011 年公司新营业支出、业务及管理费和职工费用分别为 10.63 亿元、9.87 亿元和 4.04 亿元，分别同比 3%、6% 和 -8%，较 2011 年前 3 季度高达 2 位数的正增长已明显增强了对成本的控制。

表格 7：国元证券 2011 年成本控制能力较强（单位：百万元）

	金额		占比		同比
	2010	2011	2010H1	2011	
营业支出	1035	1063	100%	100%	3%
业务及管理费	930	987	90%	93%	6%
职工费用	440	404	43%	38%	-8%

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

投资建议：估值擅守，创新为攻。维持“买入”评级

1) 估值擅守

公司目前 11 年 PB 仅 1.42 倍，远低于同业 2.08 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 77 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。

3) 行业催化剂临近



华泰联合证券有限公司
股票研究报告

我们判断，今年将是证券行业创新业务的政策大年，建议关注4月初首届证券行业创新发展论坛等催化剂。

综合考虑目前股价的安全性和进攻性，我们维持对国元证券的“买入”评级。

风险提示：行业政策的实际推进进度存在不确定性



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。