

国元证券 (000728)

## 买入/维持评级

股价: RMB10.68

分析师

李聰

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

丁文韜

SAC 执业证书编号:S1000511090006

021-50106410

dingwentao@mail.htlhsc.com.cn

联系人

华莎

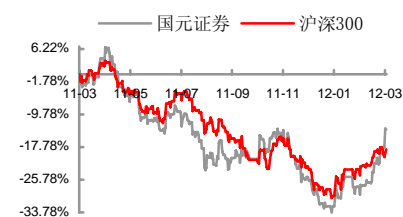
(021)6849 8507

huasha@mail.htlhsc.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、创新业务增长势头良好。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：估值擅守，创新为攻。维持“买入”评级。**主要推荐理由：1) 估值擅守。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。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

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

## 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	对综合收益变动影响
	2010	2011	2010	2011	2011	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

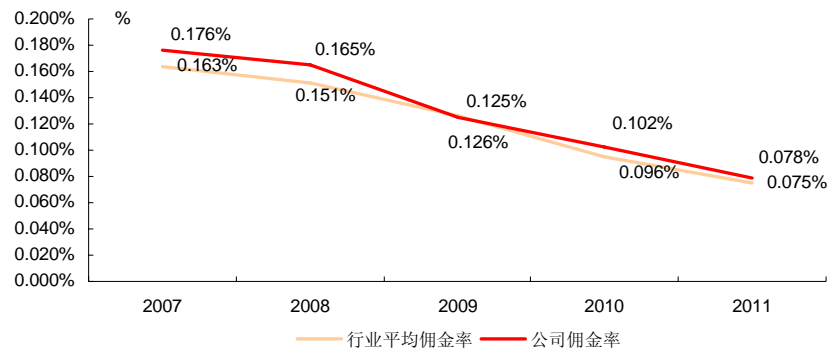
### 1) 经纪业务：收入下滑 35% 主因归于市场成交额、佣金率下降

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

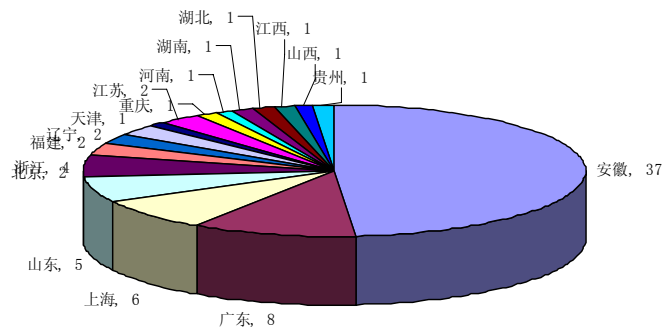
2011 年公司股票交易佣金率 0.078%，同比下滑 23.2%，但 11Q4 已出现明显趋缓态势，单季度佣金率甚至环比上升了 4%。公司经纪业务主要在安徽省内，营业部合计 76 家（2011 年末），其中有 37 家分布在安徽省内。安徽省地处中部地区，赫尔芬达指数超过 2000，经纪业务竞争激烈程度相对较低，且考虑到行业限佣因素，预计短期内佣金率下滑趋势趋缓态势仍将延续。

图 1： 国元证券佣金率与市场平均水平相当



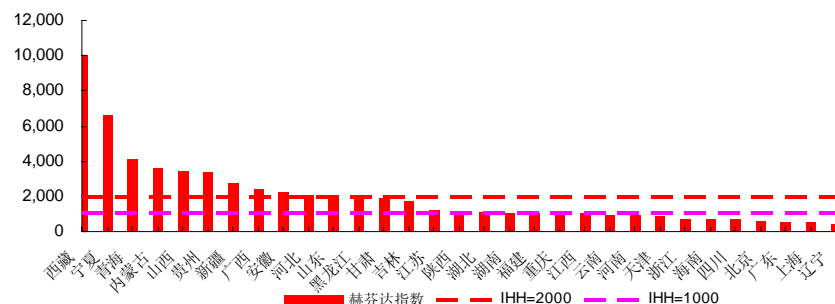
资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

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

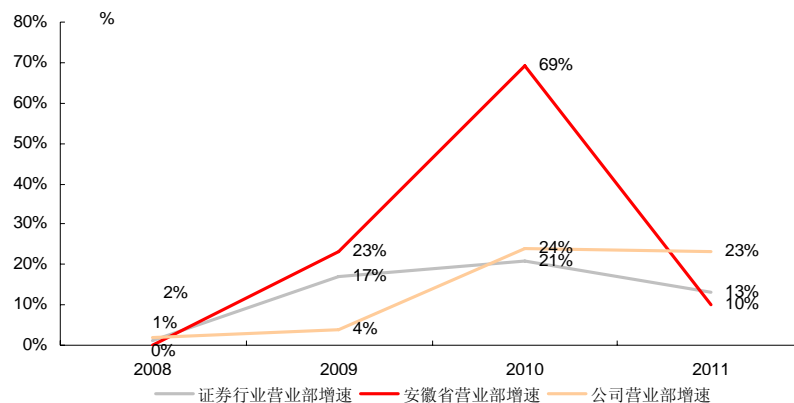


资料来源：证券业协会，华泰联合证券研究所

## 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%
<b>国元</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>
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
<b>交易性金融资产</b>	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%
<b>可供出售金融资产</b>	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

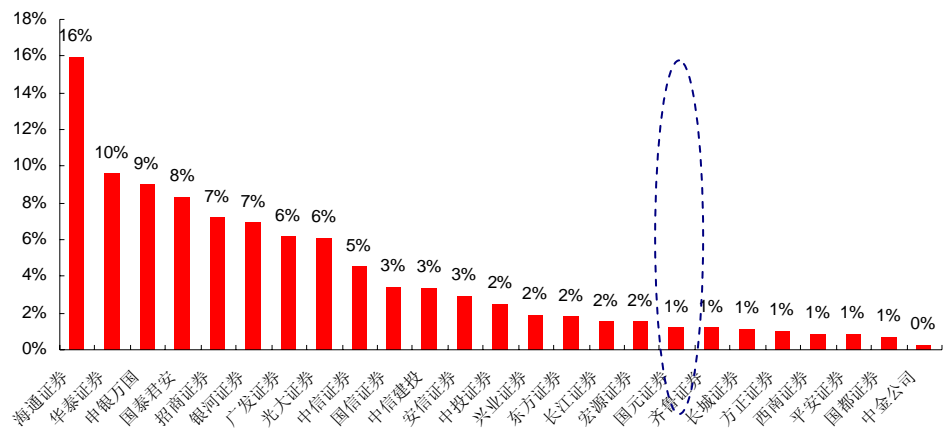
#### 4) 资管业务：收入下降 45%，主因归于股指调整

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。

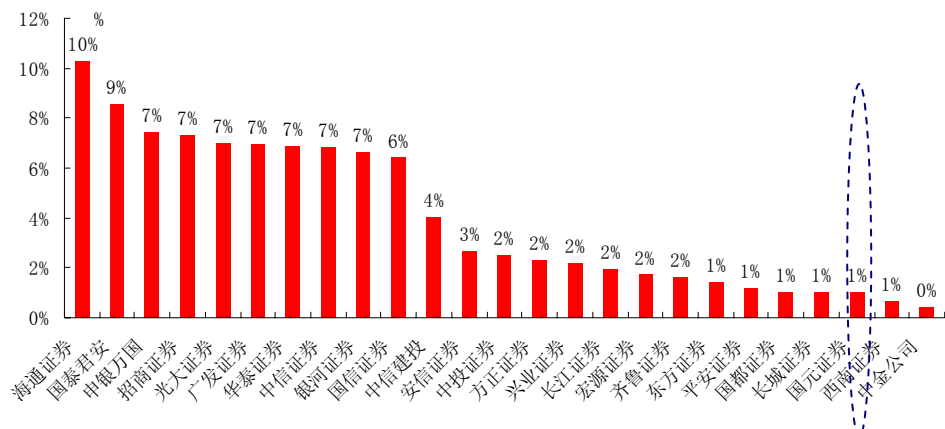
图 5： 2011 年融资买入额占比排名



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
山河药辅	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	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

雄厚净资产实力与 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。

### 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。

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**

