

国元证券(000728)

将站在新的起点上

梁静

021-38676850

liangjing@gtjas.com

本报告导读:

- 传统业务竞争力可望逐步提升, 创新业务准备充分;
- 增发、创新将推动业绩持续增长, 复合增速25%;
- 增持。关注增发进程。

投资要点:

- 公司总体规模处于行业上游, 经营稳健, 是第13家创新试点类券商和A类券商, 但主营业务竞争力尚需提升, 定位基本与宏源和长江证券相当。
- 经纪业务在安徽具备优势, 并实现全国布局, 但与领先券商差距较大, 市场份额也有所下滑。公司已制定了并购扩张、加速整合、打造精品营业部等策略。近期来看, 原天勤营业部整合将有效提升竞争力; 中远期来看, 并购扩张将成为推动突破发展瓶颈的关键。
- 投行业务多品种开发、多元化发展的策略已取得初步成效, 但还难以和中信等大项目垄断者、广发等中小项目龙头直接竞争。借助于创业板推出、及公司的资本优势、地域优势和人才储备, 业务规模仍将稳步增长。
- 自营已形成相对均衡的资产配置, 积极投资比重将进一步降低。公司对自营的依赖在短期内难以改观, 但对低风险品种配置增加、创新业务启动以及股权投资多元化都将在一定程度上平滑自营投资的市场风险。
- 公司已形成完备的业务架构, 创新业务的准备工作也已全面铺开, 长盛基金、资产管理和国际业务都已开始规模化扩张步伐, 尤其是国际业务已处于行业前列。
- 传统业务稳中有升、创新业务由点到面逐步铺开、增发资金的运用都将推动业绩持续增长。基于市场波动、创新推出预期不明朗, 我们调低2008年的业绩, 但仍维持公司未来3年25%左右的复合增长率。
- 增发能否成功及其后的资金投入将是提升公司竞争力的关键, 增发资金的运用效益将可能在2009年全面体现出来。尽管增发仍有一定风险, 但仍可能在上半年完成。
- 调低目标价至45元、但仍维持增持评级。公司目前的股价尚未反映增发预期, 增发进程的顺利推进将是股价的催化剂。

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	1,149	4,038	4,393	5,478	6,667
(+/-)%	1232%	246%	12%	34%	24%
经营利润 (EBIT)	792	3,155	3,678	4,985	6,184
(+/-)%	-675%	277%	21%	47%	27%
净利润	549	2,280	2,793	3,779	4,666
(+/-)%	-451%	316%	22%	35%	23%
每股净收益 (元)	0.27	1.56	1.42	1.92	2.38
每股股利 (元)	-	0.50	0.19	0.26	0.32

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率 (%)	68.4%	74.6%	80.6%	88.8%	90.9%
净资产收益率 (%)	21.7%	43.8%	11.0%	13.4%	14.7%
投入资本回报率 (%)	36.5%	64.3%	16.2%	21.9%	24.8%
EV/EBITDA	1.7	0.5	0.4	0.3	0.2
市盈率	108	19	20	15	12
股息率 (%)	0.0%	32.0%	13.4%	13.4%	13.4%

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥45.00

上次预测: ¥55.00

当前价格:

¥29.86

2008.03.04

交易数据

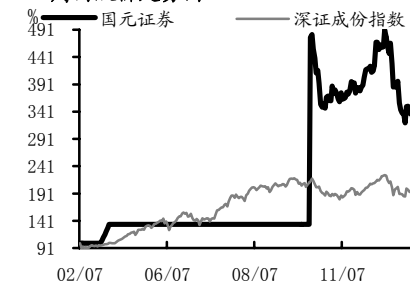
52周内股价区间 (元)	9.96 ~ 51.88
总市值 (百万元)	43,718
总股本/流通A股 (百万股)	1,464/125
流通B股/H股	0/0
流通股比例	0.09
日均成交量 (百万股)	1.1
日均成交值 (百万元)	44.3

资产负债表摘要 (12/05E)

股东权益 (百万元)	5,218
每股净资产	3.56
市净率	8.2
净现金 (百万元)	11,999

EPS (元)	2007A	2008E
Q1	-	0.30
Q2	-	0.40
Q3	-	0.30
Q4	0.27	0.42
全年	1.56	1.42

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10.0	-10.5	221.2
相对指数	-7.3	-13.1	125.3

相关报告

业绩符合预期, 增发提升竞争力

(08.01.28)

业务全面、规模居前列, 但竞争力有待提升

(07.10.30)

模型更新时间: 2008.02.27

股票研究

金融服务业
金融服务业

国元证券(000728)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥45.00

上次预测: ¥55.00

当前价格: ¥29.86

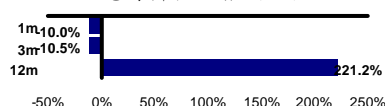
公司网址:

www.gyzq.com.cn

公司简介

国元证券成立于2001年,注册地为安徽合肥。公司是第3家成功通过借壳方式上市的证券公司。公司总股本14.64亿股,其中无受限条件流通股1.248亿股。安徽国元集团为实际控制人,集团及其关联方持股比例53.5%。

绝对价格回报 (%)



52周价格范围

9.96~51.88

市值(百万)

43,718

财务预测(单位: 百万元)

损益表	2003A	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	321	248	67	1,149	4,038	4,393	5,478	6,667	8,093	9,809
税金及附加	15	16	6	45	156	174	233	289	354	432
主营业务利润	306	232	61	1,104	3,883	4,219	5,244	6,377	7,739	9,378
其他业务利润	22	80	21	30	52	193	662	949	1,218	1,556
业务及管理费	228	226	220	339	758	734	921	1,142	1,397	1,705
资产减值损失	-38	52	22	3	21	0	0	0	0	0
EBIT	139	34	-160	792	3,155	3,678	4,985	6,184	7,560	9,229
财务费用	33	34	-2	-11	-151	-177	-197	-212	-228	-247
营业利润	139	34	-160	792	3,155	3,678	4,985	6,184	7,560	9,229
所得税	29	15	0	231	990	884	1,198	1,486	1,816	2,216
少数股东损益	0	0	0	2	4	7	14	38	45	52
净利润	110	16	-156	549	2,280	2,793	3,779	4,666	5,705	6,966
资产负债表										
货币资金	241	211	433	416	840	15,092	17,667	19,745	21,206	22,838
交易性金融资产	1,671	1,117	790	1,179	3,056	14,239	15,855	17,844	20,271	23,229
可供出售金融资产	0	0	0	140	185	1,582	1,762	1,983	2,252	2,581
代买卖证券款	2,152	1,455	1,314	5,088	12,000	13,440	15,456	17,001	17,851	18,744
长期股权投资	68	184	196	360	486	2,372	2,641	2,972	3,377	3,869
固定资产合计	331	274	242	285	338	402	477	566	673	799
无形及其他资产	58	51	44	25	28	31	34	37	41	46
资产合计	3,473	2,982	2,793	3,148	6,944	21,816	24,826	28,361	32,626	37,807
短期借款	9	0	400	0	0	0	0	0	0	0
负债	1,489	1,019	986	601	1,727	248	311	386	472	576
股东权益	1,984	1,963	1,807	2,547	5,218	25,473	28,364	31,922	36,264	41,555
投入资本(IC)	2,010	1,448	1,021	1,583	3,257	17,310	19,382	21,922	25,019	28,783
现金流量表										
NOPLAT	165	131	(141)	578	2,093	2,812	4,253	5,437	6,736	8,323
折旧与摊销	0	0	0	43	42	0	0	0	0	0
流动资金增量	0	(498)	(388)	538	1,617	13,987	1,993	2,448	2,986	3,633
资本支出	0	64	39	(67)	(98)	(66)	(79)	(93)	(110)	(130)
自由现金流	165	(303)	(491)	1,091	3,655	16,733	6,167	7,792	9,612	11,826
经营现金流	110	(482)	(544)	829	2,961	16,794	5,800	7,191	8,781	10,704
投资现金流	0	0	0	0	28	1,820	191	238	294	362
融现现金流	0	0	0	0	(721)	(344)	(378)	(467)	(571)	(697)
现金流净增加额	110	(482)	(544)	829	2,268	18,269	5,612	6,962	8,505	10,369
财务指标										
成长性										
收入增长率		-4.6%	-72.9%	1232.5	245.9%	11.9%	33.9%	24.1%	22.3%	22.1%
EBIT增长率		-23.7%	-195.3	-675.1	276.8%	20.9%	47.5%	27.0%	23.5%	23.3%
净利润增长率		-85.5%	-1081.4	-451.4	315.6%	22.5%	35.3%	23.5%	22.3%	22.1%
利润率										
毛利率	40.3%	10.4%	-179.7	66.8%	77.0%	80.2%	81.2%	81.2%	81.2%	81.2%
EBIT率	56.4%	45.1%	-158.6	68.4%	74.6%	80.6%	88.8%	90.9%	91.8%	92.7%
净利润率	31.8%	4.8%	-175.5	46.3%	55.6%	60.9%	61.6%	61.3%	61.3%	61.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	5.5%	0.8%	-8.6%	21.7%	43.8%	11.0%	13.4%	14.7%	15.9%	16.9%
总资产收益率(ROA)	3.2%	0.5%	-5.6%	17.6%	32.9%	10.9%	13.2%	14.6%	15.7%	16.7%
投入资本回报率	8.2%	9.1%	-13.9%	36.5%	64.3%	16.2%	21.9%	24.8%	26.9%	28.9%
运营能力										
总资产周转天数	0.10	0.11	0.03	0.38	0.59	0.21	0.25	0.27	0.29	0.30
净利润现金含量	1.00	(30.33)	3.49	1.50	1.30	6.00	1.53	1.53	1.53	1.53
资本支出/收入	0%	-20%	-44%	6%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
偿债能力										
资产负债率	42.9%	34.2%	35.3%	19.1%	24.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
净负债率										
估值比率										
PE	539	3,709	(378)	108	19	20	15	12	10	8
PB	29.7	30.0	32.6	23.2	8.2	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.5	9.9	(10.4)	1.7	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1
P/S	0.08	0.09	0.33	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.0%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%

1. 主要观点

- 公司总体规模处于行业上游，经营稳健，是第 13 家创新试点类券商和 A 类券商，但主营业务竞争力尚需提升，上市券商中定位基本与宏源和长江证券相当。
- 经纪业务和承销业务在安徽具备竞争优势，但与领先券商差距较大。并购扩张、内部挖潜和整合将推动经纪份额提升。创新业务的准备工作已全面铺开，增发后将面临规模化扩张机遇。
- 增发将是提升公司竞争力的关键，理性判断增发将在上半年完成。传统业务稳中有升、创新业务由点到面逐步铺开、增发资金的运用都将推动业绩持续增长。
- 调低目标价至 45 元、但仍维持增持评级。市场波动、创新推出预期不明朗和增发进程的不确定性将是公司面临的主要风险。

2. 业务：传统业务实力提升，创新业务快速发展

2.1. 经纪业务：并购整合和内部挖潜将推动份额提升

经纪业务作为公司的基石，2007 年实现净收入 14.8 亿元、同比增长 375%，但增长完全得益于市场规模的扩张，从交易额来看，公司的增速（+336%）明显落后于行业（+387%），造成公司收入增长、市场份额却下降的局面。2007 年公司份额（包括原天勤营业部）为 0.93%，较上年降低 0.1 个百分点。激励机制不到位、有 2/3 的营业网点集中于安徽、权证交易份额偏低以及公司战略重心集中于上市等因素的存在，是导致经纪份额下降的主要原因。为此，公司决策层已制定了加快营业网点整合、打造精品营业部等策略，2008 年，这些策略的贯彻执行将有效提升经纪业务的竞争力；可能的并购扩张也将推动经纪业务突破发展瓶颈。

原天勤营业部整合潜力将有效发挥出来。原天勤证券的 13 家营业部均分布于长三角、珠三角和环渤海地区，收购原天勤营业部使得公司的经纪业务完成了由区域集中到全国布局的质的跨越，并购完成后公司份额也明显提升。但另一方面来看，原天勤营业部虽处于经济发达地区，但长期以来缺乏管理、业务仅被局限于 A 股经纪，经营效率极低（2007 年股票基金权证部均份额仅 0.01%，远低于国元证券的 0.023% 和全市场的 0.033%）。2007 年来，公司加大了对原天勤营业部的搬迁、物理网点改造和软硬件升级力度，员工培训、薪酬改革也在推进中。我们相信，随着管理逐步规范、业务种类齐备，这些营业部的效率将快速提升，区位优势也将逐步发挥出来。从这些营业部的区位分布来看，整合后达到国元证券的部均交易水平应该没有悬念，我们预期，若整合顺利的话，原天勤营业部的市场份额将可能由 0.13% 逐步提升至 0.25%-0.30%，提升幅度在 100% 以上。

表 1 原天勤营业部极大的改善了国元证券的网点布局

	总计	安徽	北京	上海	广东	山东	辽宁	天津	江苏	浙江
收购前	35	26	1	5	3					
原天勤	13		1	1	2	5	2	1		1
收购后	48	25	2	6	5	5	2	1	1	1

数据来源：2007 年年报。

并购整合和内部挖潜双管齐下提升竞争力。除加快对原天勤营业部的整合外，公司已完善了对营业部的激励政策，并将继续通过并购扩张和网点整合、强化营业部营销能力、加强机构客户服务来提升经纪业务竞争力，而并购扩张无疑将是重要手段之一。在网点整合和扩张方面：（1）继续通过异地搬迁方式优化营业部网络布局，向

经济发达地区渗透，逐步扩大网点的覆盖面。公司已在无锡新设了营业部，深圳的 1 家营业部搬迁至重庆的工作也即将完成；（2）继续通过收购其他券商扩充营业部网点数量；（3）一旦放开新设营业部，公司也将在东部沿海和中部一些大型城市设立营业部。在强化营业部营销能力方面，国元证券已开始着手集中优势资源打造精品营业部，完善交易平台、强化客户咨询服务、发展经纪人队伍，提升营销服务能力。

按照公司的设想，中远期来看，通过并购扩张，公司的营业部数量将可达到 60-70 家左右，市场份额可达到 1.5% 左右，跻身行业前 15 名左右，竞争力再上一个台阶；近期来看，通过营业部的挖潜和整合，公司的份额也将可能逐步提升至 1.1% 左右，行业排名可提升至 20 名左右。

表 2 2007 年股票基金权证交易额排序

排名	券商	交易额(亿元)	市场份额	较上年增减	净佣金率	部均份额
1	银河证券	67,854	6.20%	-0.10%	-	0.037%
2	国泰君安	63,393	5.80%	-0.56%	0.14%	0.051%
3	申银万国	47,527	4.34%	-0.13%	0.17%	0.040%
4	国信证券	47,115	4.31%	0.07%	0.14%	0.100%
5	海通证券	42,989	3.93%	-0.26%	-	0.032%
6	广发证券	40,896	3.74%	-0.06%	0.21%	0.029%
7	招商证券	36,581	3.34%	-0.10%	0.13%	0.046%
8	华泰证券	34,868	3.19%	1.12%	0.15%	0.039%
9	中信建投	34,268	3.13%	0.13%	-	0.036%
10	光大证券	33,728	3.08%	-0.92%	0.13%	0.042%
11	中投证券	28,851	2.64%	0.83%	-	0.036%
12	中信证券	27,235	2.49%	-0.05%	-	0.062%
13	联合证券	21,406	1.96%	0.49%	-	0.058%
14	东方证券	21,377	1.95%	-0.19%	0.12%	0.034%
15	安信证券	20,037	1.83%	-0.11%	-	0.019%
16	齐鲁证券	18,860	1.72%	-0.10%	0.20%	0.020%
17	兴业证券	16,321	1.49%	-0.15%	0.13%	0.062%
18	中信金通	15,201	1.39%	0.22%	0.17%	0.070%
19	长江证券	14,491	1.32%	0.07%	-	0.026%
20	中银国际	13,393	1.22%	0.04%	0.10%	0.061%
23	宏源证券	11,774	1.08%	0.00%	-	0.022%
25	国元证券	10,119	0.93%	-0.10%	0.15%	0.019%

数据来源：国泰君安证券研究所。

2.2. 投行业务：多元化初现成效、中小企业承销初步具备竞争力

投行业务一直是公司的短板之一，依托于省内企业的发行，2003 年-2006 年国元证券共主承销了 7 家 IPO、承销额 16.43 亿元。2007 年受益于市场筹资额的井喷，公司在中小项目承销上有所改观。全年完成 3 家公开发行、筹资额 6.86 亿元、居第 27 位，筹资额是上年的 4.9 倍，公司还获得 2007 年度“中小企业保荐项目创新奖”；2008 年已有 2 个项目过会。从项目的分布来看，尽管仍以省内项目为主，但在继续立足安徽的同时，投行已开始向省外的浙江等发达地区渗透；而 2006 年开始起步的债券业务也继续保持稳步增长的态势。公司投行业务以中小项目为主、多品种开发、多元化发展的策略已取得初步成效。我们认为，短时间内，公司还难以和中信等大项目垄断者、

广发等中小项目承销龙头直接竞争，但在中小企业密集发行、创业板的推出的大背景下，借助于上市后的资本优势、以及公司的地域优势和一定的人才储备，公司的投行业务仍将保持稳步增长。

表 3 国元证券 2007 年完成的投行项目

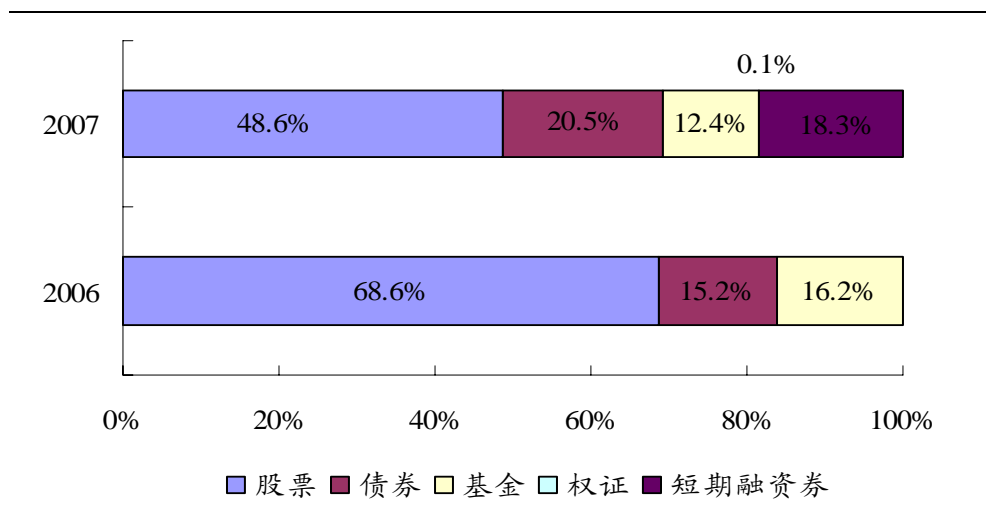
发行时间	公司名称	发行方式	发行规模(亿元)	发行费用(万元)
2007.2	新海股份	IPO	1.70	1206
2007.7	永新股份	公开增发	2.09	2499
2007.8	报喜鸟	IPO	3.00	748
2007.8	黄山旅游	定向增发	3.07	645
2007.8	铜陵有色	定向增发	24.94	560
2007.10	恒源转债	可转债	4.00	-
2007.12	盾安环境	定向增发	13.36	-

数据来源：wind。

2.3. 自营投资：资产配置趋于均衡，积极投资比重可能继续降低

自营投资仍然是公司最大的收益来源，2007 年对收入和营业利润的贡献度分布达到 41% 和 49%。但牛市中，公司并没有盲目扩大股票自营规模，2007 年末股票自营规模仅 9.6 亿元、自营股票/净资本为 37.3%、同比下降 8.8 个百分点。同时，为控制风险，公司自 2006 年来逐步加大了对新股申购、以及债券等低风险品种的投资，形成了债券、基金、新股申购和积极投资相对均衡的资产配置。未来，积极投资的比重可能将进一步降低。我们认为，公司业绩对自营的依赖在短期内难以根本改观，交易性金融资产按市值计价甚至有可能放大自营的市场风险，但对低风险品种配置的增加、创新业务的启动以及股权投资的多元化都将在一定程度上平滑这种风险。

图 1 交易性金融资产配置趋于均衡



数据来源：2007 年年报。

2.4. 创新业务：资产管理和国际业务规模快速扩张，其他创新业务在积极准备中

资产管理业务，黄山 2 号有望获批。公司 2006 年 10 月发行了“黄山 1 号”限定性集合理财产品，规模为 10 亿元、存续期 3 年，采用管理费（0.7%）+ 业绩报酬提成的

盈利模式，2007 年年化收益率 44.68%，公司也因此取得 0.82 亿元净收入，是上年同期的 7.6 倍。进入 2008 年，证监会明显加快了对证券公司集合理财产品审批力度、同时也有意开闸定向资产管理业务，在行政管制明显放松的背景下，公司的资产管理业务有望获得突破。公司的第 2 个理财产品“黄山 2 号”非限定性集合理财已经在审批中，计划规模 30 亿元，按照既有的盈利模式，再考虑到定向资产管理的启动，公司的资产管理业务将进入规模化发展时代，而净收入则有望保持 20%以上的复合增长。

国际业务，增资之后收益规模将快速增长。国元证券在 2006 年 7 月设立国元（香港）公司，是较早在香港设立分支机构的本土券商之一，而公司开展国际业务的历史最早可以追溯到 2001 年。依托于经纪业务和参与新股配售，2007 年国元（香港）公司实现净利润 2506 万元，净资产收益率 34.9%。2007 年末，公司向国元（香港）公司增资 5.5 亿元，拟主要投向期货、投资、配售以及资产管理等业务。由于交收制度与市场环境的差异，在香港开展业务的资本密集度更高，增资之后，更强的资本实力、更广的盈利面，再加上公司在香港市场运作的丰富经验，都将推动国元（香港）公司收益规模的快速提升。

直接投资、QDII、期货等其他创新业务在积极准备中，获得相关业务资格已没有实质性障碍，而增发成功将增大公司及早期获得这些业务试点资格的可能性。

表 4 国元证券各主要创新业务准备情况

业务	准备情况	预期可能开展的时间	具备的基础
直接投资	成立了资本运营部，已具备条件，准备上报	2008 年下半年	在安徽省具备竞争优势、实际控制人为省国资委、大股东具备金融控股背景
QDII	将递交 QDII 的申请	2008 年下半年	在香港市场经验较为丰富
金融期货	在申请金融期货交易结算资格、以及 IB 业务资格	2008 年下半年	在商品期货交易上具备较强竞争力，07 年期货交易金额居行业第 12 位
股份报价转让	已获得代办股份转让和报价转让业务资格		已与合肥市高新技术开发区管委会签署了战略合作协议
融资融券	正争取成为试点	2008 年下半年	取决于增发进程

3. 增发：将使公司站在新的起点上

成功上市对公司完善治理结构、规范管理和提升品牌影响力都有着莫大的帮助。但 2008 年将是主要券商 IPO 的高潮年，而这期间国元证券能否能够尽早完成定向增发才是公司竞争力提升的关键。从目前的进度来看，公司的定向增发方案已如期上报证监会，预期 2008 年上半年将可能完成整个增发进程。按照既定的增发方案，完成后，公司的净资本将提升至约 150-200 亿元，公司由此将初步具备了与行业主要公司相抗衡的资本实力。而对于增发资金的运用，应主要集中于 3 个方面：

寻求并购机会，实现网点快速扩张。尽管并购了原天勤证券的营业部，但营业网点数量仍然偏少，经纪业务发展仍然面临规模瓶颈，进一步的并购扩张实属必然。从行业发展角度来看，虽然行业综合治理带来的低成本并购机遇已消逝，但行业的并购整合仍将是顺势所趋，而管理层对上市券商的扶持、各省对本区域内龙头券商的扶持也将加速这一整合过程。作为安徽省内证券公司的龙头，国元证券很可能利用上市和增发机遇，在适当的时机进行并购扩张。并购扩张和内部挖潜整合将一道成为公司经纪业

务竞争力提升的主要驱动因素。同时，在行业多元化经营大背景下，公司也将继续完善证券控股集团的布局，甚至可能继续在金融业的综合经营上有所进展。

加快创新业务布局，改善盈利模式。公司已经在国际化、资产管理以及商品期货等业务领域初步具备了竞争实力，多项创新业务资格也在申请之中。公司也将乘增发的大好时机，继续加强在创新业务领域的投入，如对国元（香港）公司可能进一步增资；一旦获得直接投资、融资融券的资格，公司也将在这些方面做重点投入。

对承销、自营等继续投入，提升传统业务竞争力。这包括，扩大承销准备金规模、为承销业务规模化做出准备；加大对低风险品种的证券投资，进一步提升自有资金投资规模、优化自营资产配置。

但短期而言，增发资金的运用还是以流动性管理为主。我们判断 2008 年将是创新全面启动的 1 年，但创新业务推出的时间和推出力度都存在较大的不确定性，在这种情况下，增发资金更多的将用于流动性管理，因而，增发将对公司 2008 年的业绩有所摊薄。

4. 业绩：持续增长应无虞

4.1. 总体业绩判断：增发资金的运用决定业绩增长

相比于上年，2008 年虽然不确定性因素更多，但增发后公司后业绩的持续增长应没有悬念。在不考虑并购扩张的前提下，业绩增长来自于：经纪和承销稳中有升，资产管理、国际业务、股权投资收益快速增长，增发资金的流动性管理和所得税下调；而 2009 年，创新业务全面启动将成为公司业绩持续增长的催化剂。但市场的不确定性加大，增发资金的投入也有较大不确定性，谨慎起见，我们由此下调对投资收益的预期、并据此下调 2008 年盈利预测至 28 亿元、但基于对公司增发成功及资金运用效率的良好预期，我们基本维持 2009-2010 年盈利预期，这样公司未来 3 年的复合增速仍保持在 25% 左右。

4.2. 经纪和承销：稳中有升的态势可以保持

市场交易规模和发行规模持续扩张，经纪业务市场份额将止跌回升。我们仍然坚持在 2008 年行业策略报告中对经纪业务和承销业务的判断，即大小非解禁、新股发行都将推动流通市值的持续增长，经纪业务股票基金日均交易规模将维持在 2000 亿元的量级上，较 2007 年有 5-10%；而若融资融券、股指期货能够在下半年推出，也将推动总交易额有 10% 左右的增长。在内部整合进程符合预期的前提下，公司份额将逐步增长至 1%-1.1%；若能够并购则份额可提升至 1.5% 左右。而投行方面，已有江南化工和科大讯飞两个项目过会，预计承销收入将有 10%-20% 的增长。

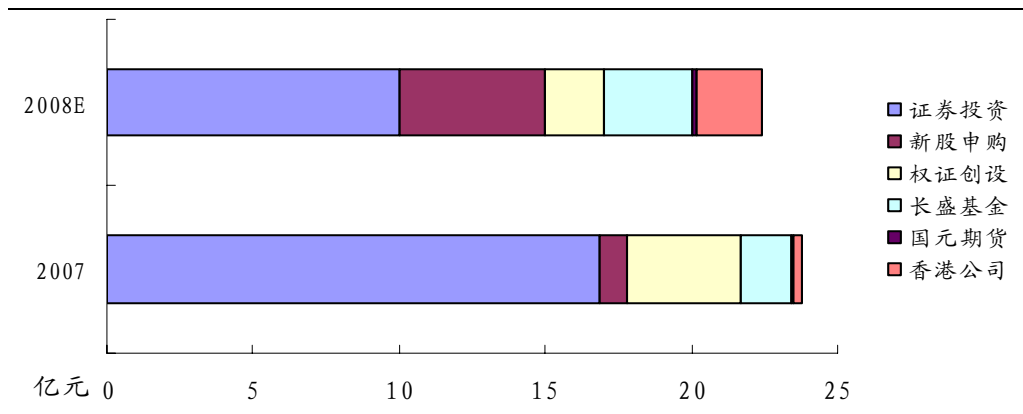
表 5 国元证券经纪业务股票基金权证交易额的测算（亿元）

份额\日均	1808	2034	2260	2486	2712
	-20%	-10%	0%	10%	20%
0.92%	8,084	9,094	10,105	11,115	12,126
1.00%	8,787	9,885	10,984	12,082	13,180
1.05%	9,226	10,380	11,533	12,686	13,839
1.10%	9,666	10,874	12,082	13,290	14,498

4.3. 投资业务：此消彼涨，长盛基金和香港公司是增长点

包括香港公司、国元期货在内，2007 年实现投资收益约 23.8 亿元（如图 2）。我们判断，2008 年市场波动将可能使得股票投资收益率大幅下滑、而权证创设收益也降至 2 亿元左右；但我们预期，香港公司、长盛基金和国元期货的收益增幅都将在 100% 以上，公司增发完成后公司证券投资规模特别是债券投资规模将可能有明显增长，这将在一定程度上弥补股票投资和权证创设收益的下滑。

图 2 国元证券的投资收益可能有所下滑



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究所。

4.4. 其他因素：增发资金管理、部分创新业务的启动以及所得税调整

- 假设增发能够上半年完成，其中约有 60% 的增发资金用于流动性管理，由此带来的增量收益将达到 5 亿元左右；
- 我们预期，融资融券、股指期货等创新业务都可能在下半年推出，带来的增量收入约 2 亿元，09 年全面铺开，创新业务将进入快速增长阶段；
- 所得税调整以及工资税前抵扣对业绩的影响在 8% 左右。

5. 估值与投资评级

目标价下调至 45 元，仍维持增持评级。目前公司的静态 PE 为 18 倍左右，虽然与行业水平大致相当，但我们认为，首先，行业整体估值水平有一定程度的低估，其次，国元证券的估值水平并没有反映增发预期。由于增发资金的投入要到 2009 年才能完全发挥效用，我们认为可以给予国元证券 2009 年 20-25 倍的市盈率；从 PB 估值来看，公司增发后每股净资产将上升到 10 元左右，参照中信和海通的估值水平，可以给予国元证券 4-4.5 倍的市净率。因此，我们下调公司的目标价格至 45 元，但仍然维持增持的投资评级。

市场风险、政策风险和增发的不确定性是公司面临的主要风险，我们此次对 2008 年业绩的下调已基本反应了市场风险和政策风险。需要指出的是，我们对未来业绩增长的判断是建立在成功和尽快增发上的，增发成功与否将直接决定公司的投资价值。但增发进程和规模还取决于市场趋势以及监管取向，具备一定的不确定性。更进一步来看，完成增发仅仅是公司竞争力改善的必要条件。在国元证券成功融资前后，会有更多的主流券商通过 IPO 上市，留给国元证券改善竞争力的时间已经非常紧迫。增发之后，公司竞争力能否进一步改善还要取决于公司资金管理能力以及创新业务能力的发

挥。

表 6 国元证券 2008-2010 年业绩预测(百万元)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	1,185	4,100	4,586	6,139	7,616
手续费及佣金净收入	341	1,612	2,098	2,629	3,158
其中：代理买卖证券	311	1,476	1,893	2,292	2,664
证券承销	19	44	82	116	163
受托客户资产管理	11	82	123	221	331
利息净收入	9	82	138	174	220
投资收益 + 公允价值	548	1,591	2,157	2,675	3,289
其他业务收入	36	61	193	662	949
二、营业支出	393	944	908	1,154	1,432
营业税金及附加	45	156	174	233	289
业务及管理费	339	758	734	921	1,142
四、利润总额	785	3,273	3,684	4,991	6,190
减：所得税费用	231	990	884	1,198	1,486
五、净利润	553	2,284	2,800	3,793	4,704

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。

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

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

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: 100032

电话: (010) 59312899

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