

2009 年 10 月 15 日

国元证券 (000728)

——八年磨一剑

报告原因：三季度业绩快报

增持

维持

市场数据：2009 年 10 月 14 日

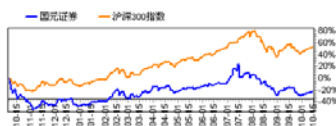
收盘价 (元)	19.34
一年内最高/最低 (元)	27.68/9.3
上证指数/深证成指	2971/11976
市净率	5.7
息率 (分红/股价)	0.93
流通 A 股市值 (百万元)	5514

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2009 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	3.38
资产负债率%	62.78
总股本/流通 A 股 (百万)	1464/285
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《国元证券年报点评》 2008/01/24

《国元证券定向增发点评》

2007/12/18

《国元证券新股分析》 2007/10/30

分析师

孙健

sunjian@swsresearch.com

联系人

顾旭俊

(8621)63295888x403

guxu@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2007	4099	300	2279	Na	1.64	Na	12.01	12	Na
2008	1192	-70	521	-77	0.36	Na	11.0	54	Na
2009 Q2	782	17	462	13	0.32	Na	9.3	30	Na
2009E	1655	39	1022	96	0.70	Na	19.26	27	Na
2010E	2187	32	1401	27	0.71	Na	13.97	27	Na

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 本次公开增发是国元证券成立 8 年以来加速发展的拐点。建议关注相关投资机会，给予增持评级：（1）如果公司顺利实现 100 亿元公开增发，则隐含经纪业务 PS 估值相对目前下降 51%，在券商正股中估值仅比中信贵 10%；（2）本次募集资金有部分用于经纪业务再投入，经纪业务丰厚的 ROE 保证了融资后业绩摊薄有限。这缓解了对增发大幅度摊薄 ROE 的担心。
- 三季度超出我们预期 2%-6%，国元在中小券商板块中经营特色鲜明：（1）经纪业务资产质量优异、收入占比高达 81%；（2）自营投资业务压缩规模，严格设置预警和平仓线、风险可控；（3）直投、资管等方面居于绝对领先地位。尽管三季度环比增速下降，但与同业比较，公司的业绩依然超出预期。
- 立足安徽、走向全国：公司与华安证券双头垄断安徽经纪业务市场，此外凭借品牌优势在区域投行业务上形成绝对优势。在持续对外并购扩张后，公司的全国布局已经初见成效，经纪业务中有一半以上的体量来自于省外。本次增发成功实施后，必将助推公司的全国化战略。
- 公司是国元金融控股集团布局架构中的旗舰公司，大股东支持力度不断加大：国元控股集团对国元证券的持股比例较高，目前国元证券贡献集团利润总额的近 40%。国元证券上市的得天独厚优势，使得大股东有动力通过做大做强上市公司实现国有股权市值管理、保值增值。
- 主要风险：选择增发的时间窗口对保荐人提出更高要求、以 100 亿元融资额和 5 亿元拟发行股本计算的增发价格 20 元与现有股价 19.34 元倒挂。

1、三季度业绩超出市场预期

国元证券发布三季度业绩预告，1-9 月份实现 EPS 0.52-0.54 元，较我们在《趋势比估值更重要——券商股三季报前瞻》中估计的 0.51 元高 2%-6%，三季度单季公司环比持平，同比增长 50%-80%（图 2）。

我们判断，公司业绩超出预期的主要原因是：佣金率和市场份额提升导致经纪业务业绩改善。公司目前在中小券商板块中已经形成了鲜明的经营特色（表 1）：

- 经纪业务占比高达 81%，盈利稳定，且佣金率处于相对洼地（国金因其机构分仓业务占比高从而总体水平低于国元），继续下降空间有限。
- 公司在高风险的自营投资上投入力度有限，平均设置 85%的预警线和 80%的强行平仓线，风险可控（图 3、图 4）。
- 在资产管理、直投等创新业务上要明显强于中小型券商同业，权益口径基金、集合理财规模 190 亿元，在中小券商中排名第一。此外，还获得了直投业务资格并已投资 5 亿成立直投公司。
- 国际业务方面，国元香港上半年实现净利润 6000 万元，ROE 回报近 17%。

图 1、国元证券经纪业务占比较高(q2 单季度数据)

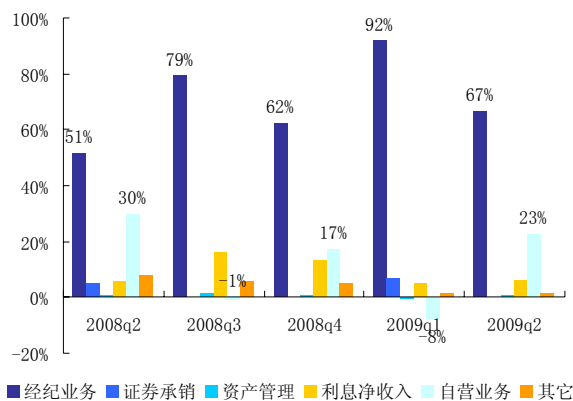
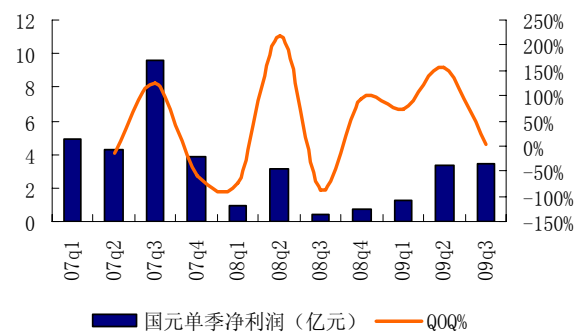


图 2、国元证券单季度业绩及环比变化



资料来源：WIND、申万研究

资料来源：WIND、申万研究

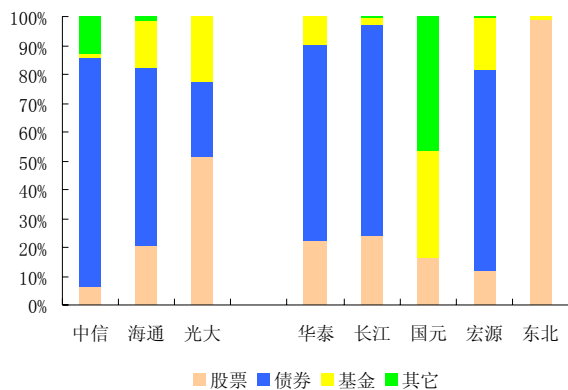
表 1、国元证券在中小券商板块中的地位

	经纪业务份额	佣金率	经纪业务占比	自营规模	09H1 投行收入	权益基金管理	集合理财规模
宏源	1.30%	0.1721%	77%	44.49	0.28	0	0
东北	0.73%	0.2200%	69%	9.92	0	166	0
国元	1.09%	0.1341%	81%	8.25	0.21	178	11.83
长江	1.37%	0.1444%	67%	46.39	0.92	124	10.59
国金	0.70%	0.1163%	66%	2.43	0.21	0	0
西南	0.59%	0.1598%	50%	26.07	1.01	167	0

太平洋	0.28%	0.2179%	75%	2.48	0.04	0	0
-----	-------	---------	-----	------	------	---	---

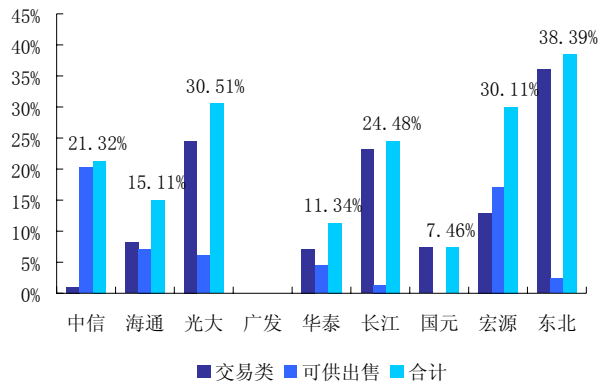
资料来源: WIND、申万研究, 单位亿元, 截止 2009 年中报

图 3、国元证券自营业务资产配置较为谨慎



资料来源: WIND、申万研究

图 4、国元证券自营业务弹性最低



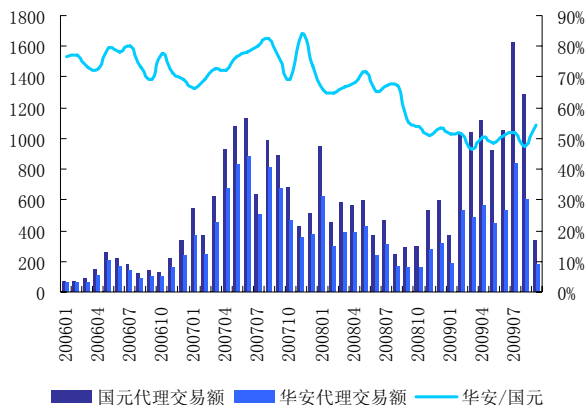
资料来源: WIND、申万研究

2、立足安徽、走向全国！

2.1 国元、华安双头垄断安徽市场

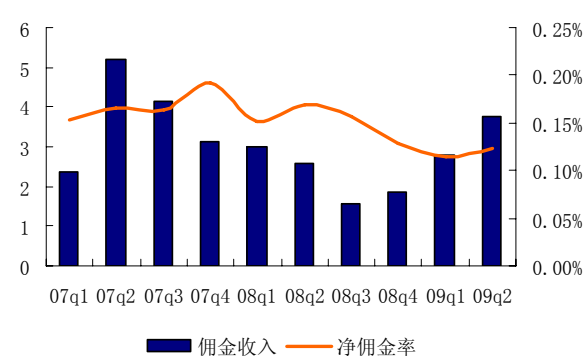
当前，国元、华安两家券商在安徽市场的合计市场份额已经超过 70%（表 3、图 5），形成典型的双寡头垄断。这使得安徽的经纪业务竞争相对其它区域而言缓和，有效地保证了佣金率的稳定，此外今年以来安徽的证券营业网点扩张压力在全国也相对较小（表 4）。根据伟海数据统计，国元证券在安徽省内价值量排名第一，在基金、权证等品种代理交易商更加具备压倒性优势。

图 5、国元、华安代理交易额对比



资料来源: WIND、申万研究, 单位亿元

图 6、国元证券单季度佣金率水平比较



资料来源: 定期报告、申万研究, 单位%

国元证券及其前身安徽国投、安徽信托先后为 70 多家安徽省内外上市公司提供了专业服务，历年融资额累计超过 400 亿元，在区域内确立了品牌地位：（1）2008

年，国元证券保荐 IPO 和再融资家数在安徽占比 67%和 20%。（2）2007 年以来，国元上报审核的 11 个项目过会率 100%（3）公司先后获得深交所 2006 年度中小企业板优秀保荐机构和 2007 年度中小企业板保荐项目创新奖等荣誉。

图 7、区域型券商的市场份额和佣金率

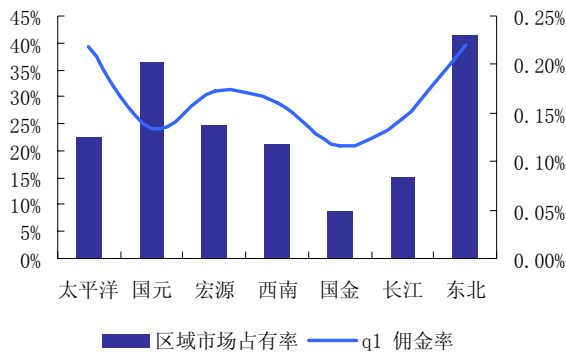
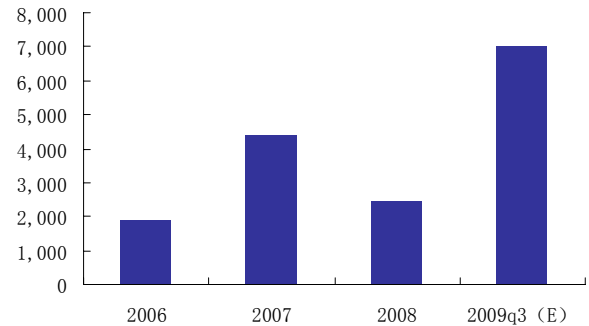


图 8、历年承销费收入变化趋势



资料来源：WIND、申万研究

资料来源：定期报告、申万研究，单位万元

安徽资本市场孕育生机：当前安徽在证券化率、新增开户比例和托管市值占比方面较其它区域型券商所在地并不占优势，但安徽在汽车、机械、家电、电子信息、型材、能源等产业方面具有比较优势、高校和科研基础扎实，且地理位置毗邻江浙沪，安徽资本市场具备腾飞空间。

而根据安徽资本市场十一五规划，全省力争实现新增上市公司 35 户，培育上市后备企业 130 户左右，通过首发、增发、配股、可转债等途径募资 300 亿元。国元证券在区域内的品牌先发优势使公司充分分享安徽资本市场大发展的机会。

表 2、安徽省资本市场发展环境与其它区域型券商所处区域比较

区域	代表券商	新增开户	托管市值	证券交易%	融资总额	证券化率	人均 GDP	人均存款
新疆	宏源	1.90%	1.54%	0.56%	55	90.49%	16164	11965
安徽	国元、华安	1.62%	0.70%	1.33%	251	60.05%	11180	9206
吉林	东北、长财	0.95%	0.41%	1.02%	83	50.83%	17211	14543
湖北	长江、天风	4.34%	0.99%	2.72%	135	56.25%	14733	11907
云南	太平洋、红塔	1.27%	0.40%	0.75%	214	73.76%	9459	8329
四川	国金	3.26%	0.58%	3.29%	93	68.31%	11708	11609
重庆	西南	1.06%	0.56%	1.10%	78	34.84%	14011	14051

资料来源：伟海、申万研究，数据期限为 2009 年 1-8 月份

表 3、安徽省内，国元证券价值量排名第一

	价值量	比例	营业部	部均	股票	占比	基金	占比	权证	占比
国元证券	1,208.40	36.7	25	48.34	363,491	36.1	5,208	55.06	33,947	42.08%
华安证券	1,102.37	33.48	22	50.11	352,891	35.04	1,652	17.47	12,766	15.82%

银河证券	254.22	7.72	4	63.55	77,118	7.66	479	5.07	7,109	8.81%
海通证券	184.91	5.62	3	61.64	56,378	5.6	325	3.44	4,813	5.97%
国泰君安	92.58	2.81	1	92.58	28,375	2.82	167	1.76	2,314	2.87%
招商证券	91.7	2.78	1	91.7	21,485	2.13	626	6.62	8,453	10.48%
申银万国	50.04	1.52	1	50.04	15,760	1.57	464	4.9	453	0.56%
湘财证券	49.96	1.52	1	49.96	15,710	1.56	129	1.36	813	1.01%
中投证券	49.74	1.51	1	49.74	14,967	1.49	54	0.57	1,559	1.93%
国信证券	44.3	1.35	1	44.3	13,220	1.31	135	1.43	1,407	1.74%

资料来源：伟海、申万研究

表 4、各区域型券商所在地，安徽的网点扩充压力较小

省份	净变化	新增	本地迁址	转让变更	翻牌	其他	撤销	本地迁址	转让变更	其他
广西	20	12	1	0	8	0	0	-1	0	0
福建省	17	9	2	0	7	1	0	-2	0	0
广东省	15	7	27	3	13	4	-6	-28	-3	-2
黑龙江	13	2	5	0	9	1	0	-4	0	0
四川省	8	5	4	3	5	0	-3	-4	-2	0
重庆市	4	4	5	0	2	0	-2	-5	0	0
吉林省	3	2	2	0	0	1	0	-2	0	0
湖北省	2	4	3	2	1	0	-3	-3	-2	0
云南	2	2	0	0	2	0	-1	0	0	-1
新疆	1	1	3	0	0	0	0	-3	0	0
安徽省	0	0	2	0	0	0	0	-2	0	0

资料来源：伟海、申万研究，数据期限为 2009 年 1-8 月份

2.2 增发助力全国扩张

公司未来营业网点扩张主要有两条途径：收购和服务部升级（目前 20 家服务部尚未升级），我们估计公司未来 2 年内将营业部数量提升至 100 家。本次增发成功后，不仅将大大加速服务部升级和改造、优化搬迁的进度，而且将提升公司的收购和外延式扩张能力。

当前，公司经纪业务全国布局已经初见成效，代理交易额中省外交易量已经超过省内，且主要区域营业网点的市场份额在不断上升中。为公司贡献价值量最大的 10 家营业部中，有 7 家来自于省外区域。

国元证券投行目前建立了一支包括 16 位保荐代表人在内的 80 人专业团队，近期国元过会并发行的项目就有：鑫龙电器、皖通科技、皖新传媒；首批过会的 13 家创业板中，国元已有上海佳豪、安科生物 2 家过会并发行，是发行最多的保荐机构之一，承销费 1 亿元。

国元投行承做项目中，安徽区域外的项目数量占比也在逐渐提升。未来在公司营业网点全面扩张后，投行部门还可利用外地营业网点的优势承揽项目，进一步加大投行业务的异地扩张力度。

图 9、外地网点的市场份额在不断提升

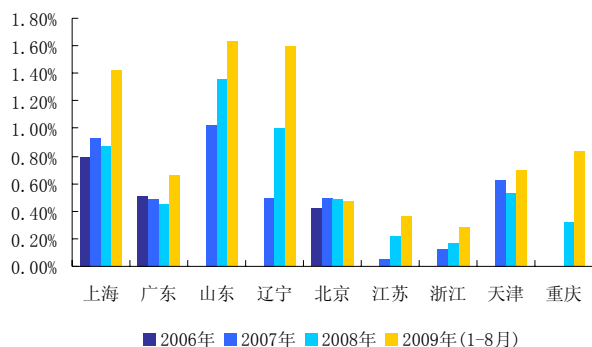
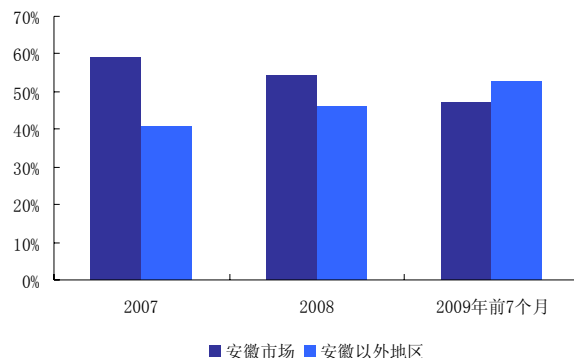


图 10、安徽省外交易量占比已经超过省内



资料来源：WIND、申万研究

资料来源：伟海、申万研究

图 11、国元证券投行业务省内外数量对比

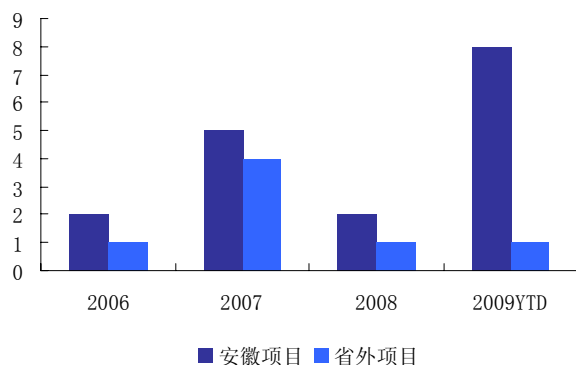
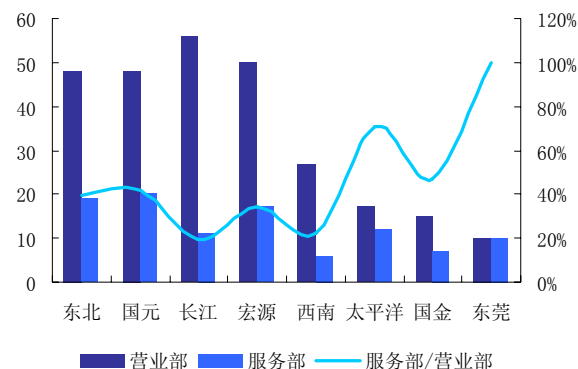


图 12、服务部升级迁址潜力还很大



资料来源：WIND、申万研究，单位%

资料来源：伟海、申万研究

表 5、国元证券各省业务价值量排名

排名	省份	价值量	比例%	营业部数量	部均价值量	股基交易	债券交易	回购交易	权证交易
1	安徽省	1,208.40	48.83	25	48.34	368,699	2,246	481	33,947
2	上海市	492.19	19.89	6	82.03	122,104	1,987	6,068	41,690
3	广东省	248.08	10.02	4	62.02	68,600	155	26,439	13,816
4	山东省	153.62	6.21	5	30.72	47,907	7	166	3,294
5	辽宁省	105.11	4.25	2	52.56	32,975	256	14	2,045
6	北京市	88.64	3.58	2	44.32	26,922	39	2,095	2,543
7	浙江省	68.58	2.77	1	68.58	15,168	21	0	7,691
8	江苏省	63.05	2.55	1	63.05	19,129	10	0	1,888

9	重庆市	25.73	1.04	1	25.73	6,892	30	0	1,681
10	天津市	21.29	0.86	1	21.29	6,643	9	0	454

资料来源：伟海、申万研究，数据期限为 2009 年 1-8 月份

表 6、公司价值量最大的前 10 家营业部，省外占 7 家

	价值量	全国排名	全国变化	省排名	省内数	省变化	市排名	市内数	市变化
上海襄阳北路证券营业部	113.4089	451	1985	64	450	318	6	23	13
广州江南西路证券营业部	111.705	467	562	109	484	77	24	121	27
上海东方路证券营业部	105.05	522	1546	71	450	244	12	74	41
阜阳颍州南路证券营业部	85.8935	766	249	3	66	8	1	2	1
合肥寿春路第一证券营业部	84.7356	779	-2	4	66	2	3	28	3
上海虹桥路证券营业部	78.4564	886	686	123	450	122	6	24	9
沈阳松花江街证券营业部	78.3157	890	1635	14	151	94	5	72	41
合肥金寨路证券营业部	77.3403	902	-165	8	66	-5	5	28	-2
上海中山北路证券营业部	76.8831	909	290	127	450	55	7	30	5
上海复兴西路证券营业部	75.1573	947	1102	135	450	177	8	23	5

资料来源：伟海、申万研究，数据期限为 2009 年 1-8 月份

3、志存高远：国元金融控股布局中的重要一环

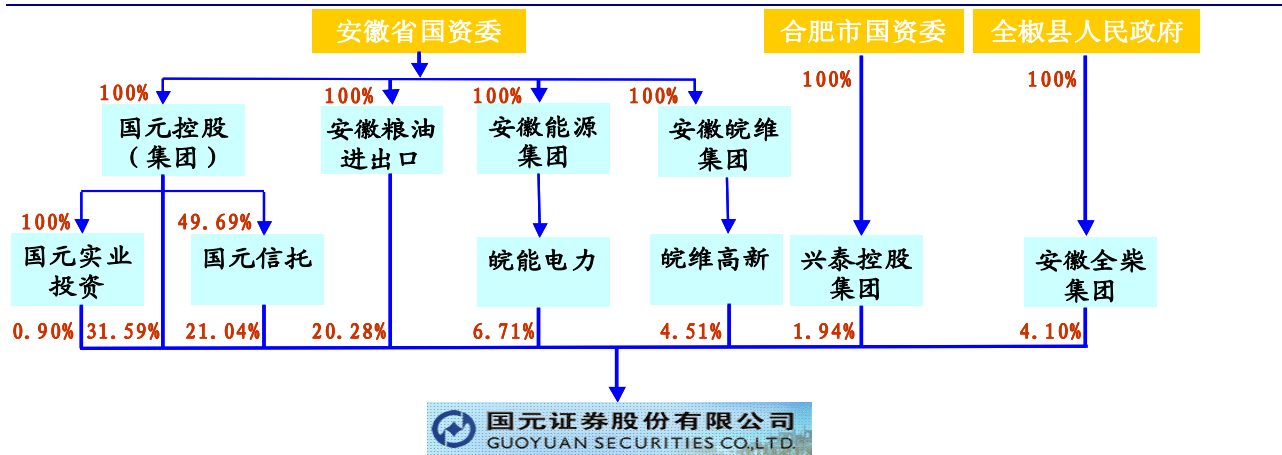
公司大股东是国元控股集团，从股权比例上看，国元控股集团直接和间接持有国元证券 42% 股权。根据集团“十一五”规划，国元集团的发展目标是逐步建成金融业务和门类较为齐全、实力雄厚、具有国内一流水平的现代大型金融控股集团。截至目前，国元集团的金融资产占总资产的 98%，金融业务多元化、规模化、集约化的经营格局基本形成。

国元证券在国元集团打造金融控股公司的长远战略计划中，承担着作大作强并整合其它优质金融资产的重要任务。国元金融控股布局目前已涵盖了证券、信托、期货、典当、基金、商业银行等多种金融业态，经营范围较全，不过从竞争力来看旗下几家企业分化比较严重，急需一家在行业内处于相对领先地位、资本实力和盈利能力较强的企业承担旗舰功能，我们认为国元证券具备这一条件：

- **国元证券贡献了集团利润的 40%：**2006 到 2008 年，国元控股集团合并利润总额分别为 6.61 亿元、35 亿元和 5.95 亿元，2008 年国元证券对集团的净利润贡献已经接近 40%。
- **国元证券拥有上市公司得天独厚的条件，其增发和做大做强为实现国有资产保值增值、创造品牌形象提供了良好的基础条件。**
- **从持股比例看，**权益口径下国元集团持有国元证券 42%（现金流权），但通过国元信托持股，集团对国元证券的投票权为 53.53%，也远高于对徽商银行（10%）、国元农保。

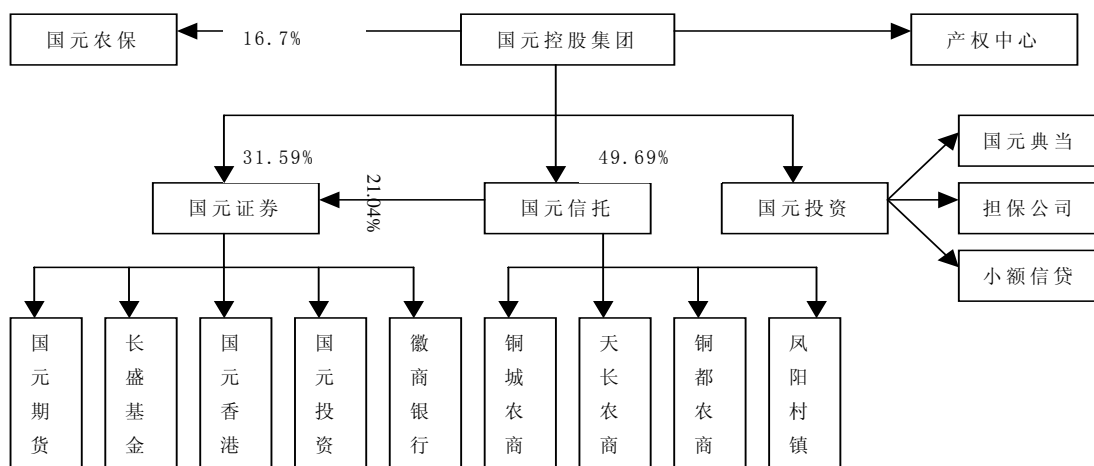
- 在国元集团下辖企业中，国元证券在证券行业内排名相对较高，公司不仅是创新试点类券商，也是 A 类券商。而国元信托、国元农保、徽商银行在行业内的地位显然无法与之媲美。

图 13、国元证券股东以安徽国资企业为主



资料来源：申万研究

图 14、国元控股集团旗下拥有较为丰富的金融资产，而国元证券则是旗舰



资料来源：申万研究

4、增发后经纪业务 PS 估值降低 51%、增发摊薄有限、给予增持评级

我们认为，正在进行中的公开增发为公司带来一定的投资机会：根据我们倒扣法计算（详见表 7 说明）、顺利完成本次融资后公司经纪业务的 PS 估值水平将下降 51%、在券商正股中估值仅比中信高 10%。

表 7、完成公开增发后，国元的经纪业务 PS 下降 51%，在正股中仅高于中信

	经纪业务	自营&冗余	融资规模	总市值	经纪业务市值	佣金率	经纪业务 PS
中信	6.66%	602.62	0.00	1736.40	498.09	0.1234%	6,060,584
海通	4.08%	402.94	0.00	1126.41	652.48	0.1332%	12,006,183
宏源	1.30%	50.90	0.00	279.20	214.30	0.1721%	9,576,207
东北	0.73%	33.36	40.00	217.93	159.67	0.2200%	7,453,311
国元	1.09%	42.11	100.00	278.89	197.81	0.1341%	6,691,584
长江	1.37%	55.04	40.00	300.65	179.42	0.1444%	7,046,742
国金	0.70%	24.54	0.00	202.00	166.96	0.1163%	20,502,582
西南	0.59%	36.13	0.00	287.50	175.82	0.1598%	18,649,911
太平洋	0.28%	14.99	0.00	228.76	211.77	0.2179%	34,707,753
敖东	4.27%	161.86	0.00	746.00	451.46	0.1536%	6,883,310
光大	3.15%	232.00	0.00	766.32	519.32	0.1149%	14,348,311

资料来源：伟海、申万研究，数据期限为 2009 年 1-8 月份

因此，公司增发的进程和投资者的认可程度显得尤为重要：**投资者最为担心的问题还是如此大规模的融资是否会对 ROE 形成摊薄？**从本次募集资金投向看，募集资金主要用于择机收购证券类资产和对香港公司增资，此外还将为融资融券业务、承销业务补充资金。我们认为：

- 上半年国元证券 ROE 9.33%，年化为 18.66%，而国元香港上半年 ROE17%（年化为 34%）、证券经纪业务的 ROE 在正常情况下 25%左右，所以这部分投资不仅不会摊薄、反而会增厚 ROE。
- 但投入到融资融券、直投中的资金，其回报受到政策、业务周期的影响，不能马上见效，故这一部分投资对 ROE 有拖累。
- 总体来看，我们认为增发对现有 ROE 必然形成摊薄，但幅度较为有限。

潜在风险：（1）公开增发对保荐人选择发行时间窗口的要求较高，在弱市中有一定风险；（2）以公司目标融资额看，当前股价与增发价格较为接近，增发价没有明显折价（公开增发大致平均折价 10%）

信息披露

分析师承诺

孙健：证券信托。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。