

2010年03月08日
市场数据(人民币)

市价(元)	18.26
已上市流通A股(百万股)	785.11
总市值(百万元)	35,864.47
年内股价最高最低(元)	27.09/13.80
沪深300指数	3286.18
深证成指	12437.57
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《3季度业绩略超预期》, 2009.10.26
- 2 《中期业绩超预期》, 2009.8.4

分析师:李伟奇
联系人:陈振志

(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬

(8621)61358330
dingwt@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

国元证券 (000728.SZ)

——09年业绩超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	-0.955	1.557	0.356	0.53	0.60	0.64
总股本(百万股)	345.21	1,464.10	1,464.10	1964.1	1964.1	1964.1

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场EPS预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- **公司09年业绩超预期。**公司09年实现的营业收入和净利润分别为21.85亿元和10.37亿元，同比分别增长84.53%和99.13%，摊薄每股收益0.53元。其中，4季度单季实现的营业收入和净利润分别为6.36亿元和2.55亿元，环比分别下滑6.17%和20.53%，摊薄每股收益0.13元。**公司业绩超预期的主要原因在于投行业绩和成本费用控制的情况好于预期。**
- **投行业绩同比大幅增长。**公司09年实现的投行业务收入为1.58亿元，同比大幅增长542.02%。其中，4季度实现的投行业务收入为0.86亿元，环比增长66.85%。公司投行业务在09年出现较大幅度的增长，其中权益类业务承销的市场份额从08年的0.14%大幅攀升至09年的0.5%，核心债券类承销的市场份额从08年的0%上升至09年的0.94%。
- **营业费用率同比大幅下滑。**公司09年的业务及管理费支出为7.42亿元，同比增长33.33%。09年的成本费用率为33.95%，比去年同期的45%有较大幅度的下滑，也仅比前3季度的32.56%有轻微上升。公司的成本费用控制情况较为出色，成本费用率低于我们此前的预期(38%)。
- **市场份额同比明显上升，净佣金率则明显下滑。**公司09年实现的证券经纪业务净收入为15.39亿元，同比增长71.17%；其中4季度单季实现经纪业务净收入为4.21亿元，环比下降8.95%。
 - ◆ 公司09年经纪业务的市场份额同比出现明显上升。根据我们的动态跟踪，公司09年底的股基权债代理交易市场份额为1.15%，比去年同期的0.88%上升0.27个百分点，比3季度末的1.11%上升0.04个百分点。
 - ◆ 公司09年的净佣金率下降明显。公司09年的经纪业务毛佣金率和净佣金率均为0.11%，比08年有明显下滑(08年的毛佣金率和净佣金率均为0.14%)。
- **公司自营业绩同比大幅回升。**公司09年实现的自营业务收入(投资收益+公允价值变动损益)为2.81亿元，由于去年同期基数较低，公司的自营业绩同比增长280.68%；其中4季度单季实现的自营收益为1.25亿元，环比增长150.64%。
 - ◆ **与3季度相比，公司09年4季度的自营业务规模出现较大幅度的增加。**公司在3季度末的交易性金融资产和可供出售金融资产分别为5.32

亿元和 1.95 亿元。截止 09 年年底，该两项金融资产的规模分别为 13.16 亿元和 6.62 亿元，自营规模明显增加。

- ◆ 在结构上，截止 4 季度末，在公司 13.16 亿元的交易性金融资产中，股票的配置规模为 6 亿元，其余均配置在基金和短期融资券；在 6.62 亿元可供出售金融资产中，股票的配置规模为 0.97 亿元，债券配置规模为 1.01 亿元，其余均配置在基金和自身发行的理财产品。公司的自营资产配置结构总体较为稳健。
- ◆ 浮盈储备较少。截止 09 年年底，公司的可供出售金融资产尚有 0.19 亿元的未兑现浮盈。公司的浮盈储备较为缺乏。10 年的自营业绩将主要依赖于当年的实际收益情况。
- 资产管理业务稳步发展。公司 09 年的资产管理业务收入为 0.33 亿元，同比增长 26.73%。其中 4 季度单季的资产管理业务收入为 0.21 亿元，环比大幅增长 184.96%。公司资产管理业务收入的增长主要得益于 08 年底成立的“国元黄山 2 号”集合资产管理计划在 09 年贡献盈利。公司目前已经完成了“黄山 3 号”的前期准备工作，并于 09 年底取得了定向理财业务资格，预计公司的资产管理业务在 10 年将得到进一步的发展。
- 维持对公司的“持有”评级。在 2200 亿日均交易额和不考虑新业务贡献的假设之下，我们把公司 10 年和 11 年的 EPS 分别从 0.56 元和 0.60 元上调至 0.60 元和 0.64 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 为 30.4 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

一、公司 09 年经营业绩的总体概况

图表1：国元证券 09 年业绩的总体增长情况

单位：百万元	单季 3Q09	单季 4Q09	环比增速	单位：百万元	累计 08	累计 09	同比增速
手续费收入	461.91	420.57	-8.95%	手续费收入	898.94	1,538.69	71.17%
承销收入	51.35	85.68	66.85%	承销收入	24.61	158.00	542.02%
资产管理收入	7.38	21.03	184.96%	资产管理收入	26.26	33.28	26.73%
基金管理业务收入				基金管理业务收入			
净利息收入	39.15	76.20	94.64%	净利息收入	125.06	166.01	32.74%
投资收益	119.32	67.18	-43.70%	投资收益	950.31	249.11	-73.79%
公允价值变动收益	(69.50)	57.69	-183.01%	公允价值变动收益	(876.44)	32.10	-103.66%
其他收入	68.15	(92.41)	-235.60%	其他收入	87.96	8.24	-90.63%
业务及管理费	207.99	237.39	14.14%	业务及管理费	556.48	741.96	33.33%
营业税金及附加	34.49	28.08	-18.59%	营业税金及附加	75.07	102.40	36.41%
资产减值损失	0.00	4.19	#DIV/0!	资产减值损失	(1.31)	10.57	-906.87%
其他业务支出	3.45	(2.25)	-165.22%	其他业务支出	12.72	9.19	-27.75%
营业外净收支	(0.56)	2.00	-457.14%	营业外净收支	(6.07)	1.69	-127.84%
税收	108.91	115.17	5.75%	税收	66.28	280.63	323.40%
少数股东权益	1.57	0.42	-73.25%	少数股东权益	0.53	5.16	873.58%
净利润	320.78	254.93	-20.53%	净利润	520.86	1,037.20	99.13%
股本	1,464.10	1,964.10	34.15%	股本	1,464.10	1,964.10	34.15%
每股收益	0.22	0.13	-40.76%	每股收益	0.36	0.53	48.44%

来源：国金证券研究所

图表2：国元证券单季度业务收入结构的情况

业务金额与占比 金额 (百万RMB)	单季 4Q08	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 4Q08	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09
经纪业务收入	184.68	277.61	378.60	461.91	420.57	62.23%	91.69%	66.54%	68.15%	66.13%
自营业务收入	51.05	(23.17)	129.69	49.82	124.87	17.20%	-7.65%	22.79%	7.35%	19.64%
投行业务收入	0.16	20.97	0.00	51.35	85.68	0.05%	6.93%	0.00%	7.58%	13.47%
资管业务收入	1.89	(0.44)	5.31	7.38	21.03	0.64%	-0.15%	0.93%	1.09%	3.31%
净利息收入	38.59	15.68	34.98	39.15	76.20	13.00%	5.18%	6.15%	5.78%	11.98%
其他收入	20.42	12.12	20.38	68.15	(92.41)	6.88%	4.00%	3.58%	10.06%	-14.53%

来源：国金证券研究所

图表3：国元证券当年累计业务收入结构的情况

业务金额与占比 金额 (百万RMB)	累计 08	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 08	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09
经纪业务收入	898.94	277.61	656.21	1,118.12	1,538.69	72.69%	91.69%	75.28%	72.16%	70.41%
自营业务收入	73.87	(23.17)	106.52	156.34	281.21	5.97%	-7.65%	12.22%	10.09%	12.87%
投行业务收入	24.61	20.97	20.97	72.32	158.00	1.99%	6.93%	2.41%	4.67%	7.23%
资管业务收入	26.26	(0.44)	4.87	12.25	33.28	2.12%	-0.15%	0.56%	0.79%	1.52%
净利息收入	125.06	15.68	50.66	89.81	166.01	10.11%	5.18%	5.81%	5.80%	7.60%
其他收入	87.96	12.12	32.50	100.65	8.24	7.11%	4.00%	3.73%	6.50%	0.38%

来源：国金证券研究所

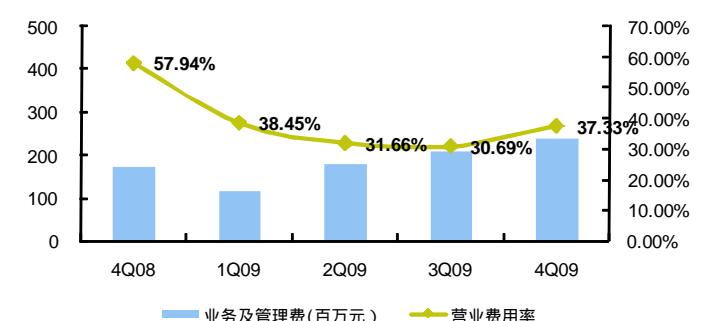
图表4：国元证券单季度业务收入环比增速的情况

环比增速	单季 1Q09	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09
经纪业务收入	50.32%	36.38%	22.00%	-8.95%
自营业务收入	-145.39%	-659.73%	-61.59%	150.64%
投行业务收入	13006.25%	-100.00%	#DIV/0!	66.85%
资管业务收入	-123.28%	-1306.82%	38.98%	184.96%
净利息收入	-59.37%	123.09%	11.92%	94.64%
其他收入	-40.65%	68.15%	234.40%	-235.60%
营业收入	2.01%	87.92%	19.12%	-6.17%

来源：国金证券研究所

图表5：国元证券当年累计业务收入同比增速的情况

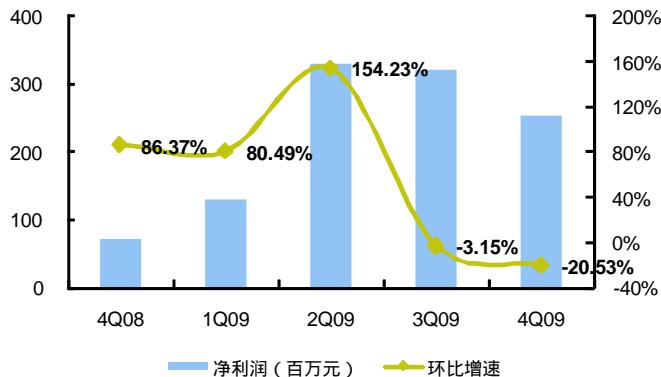
同比增速	累计 1Q09	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09
经纪业务收入	-8.18%	17.39%	56.54%	71.17%
自营业务收入	-81.35%	329.52%	585.10%	280.68%
投行业务收入	#DIV/0!	-14.30%	195.79%	542.02%
资管业务收入	-102.47%	-77.39%	-49.73%	26.73%
净利息收入	-42.96%	-7.67%	3.86%	32.74%
其他收入	-44.76%	-45.27%	49.02%	-90.63%
营业收入	23.40%	17.16%	64.86%	76.71%

图表6：国元证券单季度营业费用及费用率情况


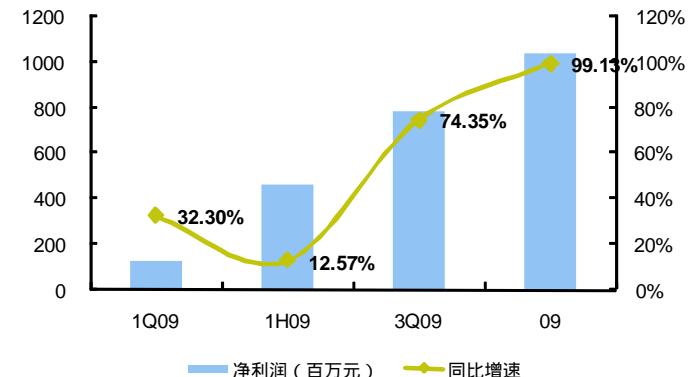
来源：国金证券研究所

图表7：国元证券当年累计营业费用及费用率情况


图表8：国元证券单季度净利润环比增速情况



图表9：国元证券当年累计净利润同比增速情况



来源：国金证券研究所

二、公司09年各项业务的经营情况

图表10：国元证券09年的股基权债代理交易市场份额同比明显上升

按照股基权债交易额计算	2008年12月	2009年1月	2009年2月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月
中信证券合并	8.12%	7.80%	7.68%	7.61%	7.69%	7.78%	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%
中信证券母公司	2.79%	2.83%	2.59%	2.49%	2.46%	2.50%	2.53%	2.55%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%
中信建投	3.35%	3.06%	3.12%	3.10%	3.15%	3.18%	3.20%	3.22%	3.21%	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%
中信万通	0.70%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.70%
中信金通	1.28%	1.20%	1.27%	1.32%	1.36%	1.39%	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%
海通证券合并	4.60%	4.30%	4.28%	4.29%	4.26%	4.26%	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%
长江证券	1.46%	1.77%	1.61%	1.63%	1.66%	1.66%	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%
东北证券	0.64%	0.67%	0.70%	0.69%	0.70%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%
国元证券	0.88%	1.01%	1.04%	1.07%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%
宏源证券	1.02%	1.26%	1.27%	1.28%	1.29%	1.30%	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%
太平洋证券	0.22%	0.23%	0.25%	0.25%	0.25%	0.26%	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%
国金证券	0.58%	0.66%	0.67%	0.68%	0.70%	0.69%	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%
光大证券	3.05%	2.91%	3.08%	3.16%	3.18%	3.19%	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%
招商证券	3.98%	3.88%	3.92%	3.93%	3.93%	3.94%	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%
华泰证券合并	6.53%	5.60%	5.78%	5.85%	5.73%	5.66%	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%
西南证券	0.54%	0.56%	0.55%	0.55%	0.55%	0.56%	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%
首创证券	0.28%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.26%	0.26%	0.25%	0.25%	0.25%
国信证券	4.22%	4.38%	4.36%	4.29%	4.33%	4.35%	4.41%	4.45%	4.46%	4.46%	4.49%	4.51%	4.50%
国泰君安	7.18%	6.97%	6.57%	6.55%	6.35%	6.25%	6.24%	6.11%	6.09%	6.03%	6.00%	5.88%	5.83%
广发证券合并	4.32%	4.04%	4.24%	4.22%	4.26%	4.29%	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%

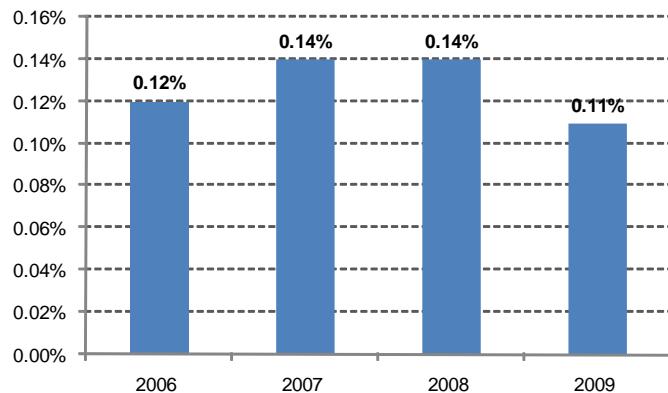
来源：国金证券研究所

图表11：国元证券09年的股票基金代理交易市场份额同比明显上升

按照股票基金交易额计算	2008年12月	2009年1月	2009年2月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月
中信证券合并	8.56%	8.51%	8.39%	8.37%	8.38%	8.41%	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%
中信证券母公司	2.94%	3.06%	2.84%	2.75%	2.68%	2.67%	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%
中信建投	3.32%	3.30%	3.36%	3.36%	3.40%	3.43%	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%
中信万通	0.80%	0.75%	0.76%	0.78%	0.79%	0.79%	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%
中信金通	1.50%	1.40%	1.43%	1.48%	1.51%	1.52%	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%
海通证券合并	4.31%	4.21%	4.23%	4.22%	4.20%	4.19%	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%
长江证券	1.45%	1.55%	1.50%	1.48%	1.48%	1.47%	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%
东北证券	0.74%	0.75%	0.78%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%
国元证券	0.95%	1.01%	1.02%	1.05%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%
宏源证券	1.03%	1.31%	1.29%	1.29%	1.30%	1.30%	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%
太平洋证券	0.26%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%
国金证券	0.70%	0.76%	0.76%	0.77%	0.78%	0.77%	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%
光大证券	3.34%	3.16%	3.22%	3.20%	3.16%	3.13%	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%
招商证券	3.88%	3.97%	4.00%	3.97%	3.96%	3.97%	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%
华泰证券合并	5.68%	5.32%	5.44%	5.49%	5.44%	5.41%	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%
西南证券	0.55%	0.54%	0.56%	0.57%	0.58%	0.58%	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%
首创证券	0.30%	0.30%	0.29%	0.28%	0.28%	0.28%	0.28%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.26%	0.27%
国信证券	4.65%	4.48%	4.53%	4.53%	4.58%	4.60%	4.63%	4.70%	4.72%	4.74%	4.74%	4.74%	4.74%
国泰君安	5.29%	5.30%	5.29%	5.26%	5.17%	5.14%	5.14%	5.10%	5.09%	5.05%	5.03%	4.98%	4.96%
广发证券合并	4.81%	4.42%	4.56%	4.55%	4.56%	4.57%	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%

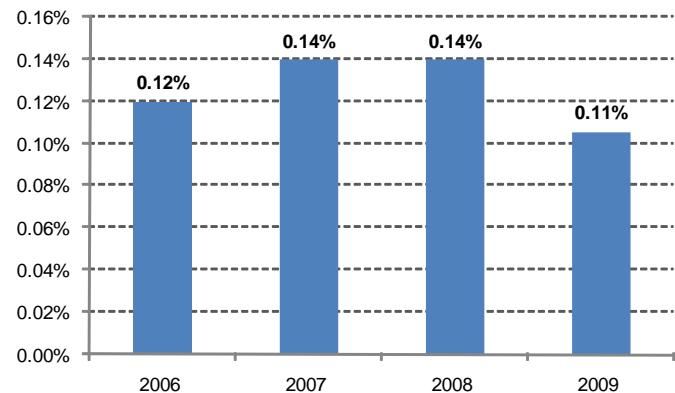
来源：国金证券研究所

图表12：国元证券09年的平均毛佣金费率比08年有明显下滑，平均佣金费率=经纪业务收入÷代理交易量

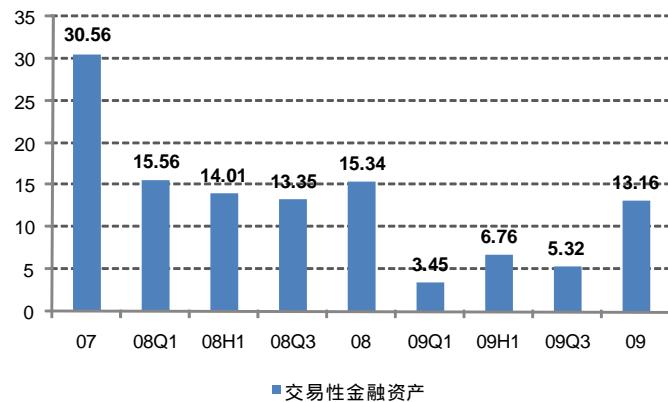


来源：国金证券研究所

图表13：国元证券09年的平均净佣金费率比08年有明显下滑，平均净佣金费率=(经纪业务收入-经纪业务成本支出)÷代理交易量

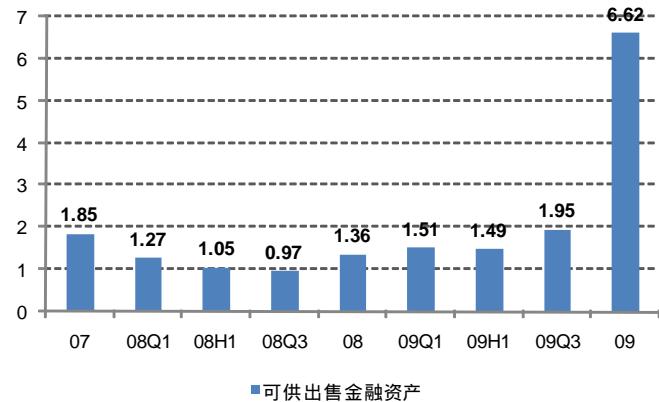


图表14：国元证券的交易性金融资产存续规模(亿元)

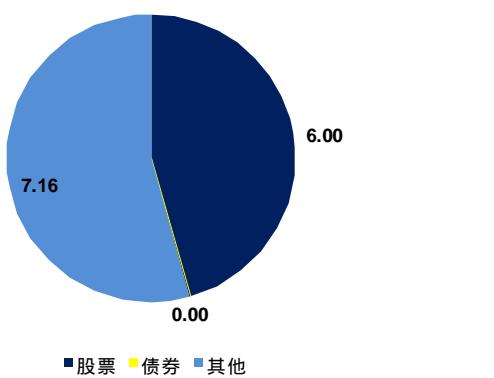


来源：国金证券研究所

图表15：国元证券的可供出售金融资产存续规模(亿元)

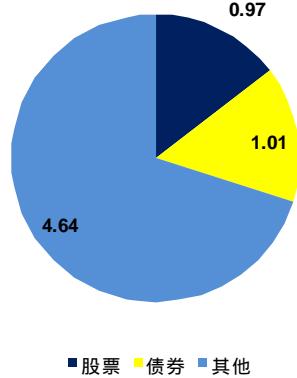


图表16：国元证券交易性金融资产的结构(亿元)



来源：国金证券研究所

图表17：国元证券可供出售金融资产的结构(亿元)



图表18：国元证券09年的权益类市场承销业务市场份额同比有所上升

市场份额	2008年12月	2009年1月	2009年2月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月
中信证券合并	13.33%	0.00%	0.00%	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%
中信证券母公司	12.65%	0.00%	0.00%	0.00%	1.35%	1.11%	1.25%	10.95%	16.27%	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%
中信建投	0.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	1.13%	0.00%	0.00%	1.28%	0.64%	0.53%	1.37%	1.00%	0.79%	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%
长江证券	1.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.61%	6.22%	3.15%	2.48%	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%
东北证券	2.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%
国元证券	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%
宏源证券	0.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%
太平洋证券	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	1.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.78%	0.61%	0.46%	0.42%	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%
西南证券	0.29%	10.31%	5.01%	2.66%	5.24%	5.73%	4.46%	2.66%	2.10%	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%
光大证券	2.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%
招商证券	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.87%	0.44%	1.42%	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%
华泰证券合并	1.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%
国信证券	3.46%	0.00%	11.33%	6.02%	3.02%	2.49%	7.68%	3.89%	4.59%	4.93%	4.96%	4.87%	4.66%	6.35%
国泰君安	5.35%	0.00%	1.03%	15.25%	7.65%	6.29%	4.90%	2.48%	1.95%	3.34%	3.03%	2.43%	2.40%	0.54%
广发证券合并	2.29%	3.45%	1.68%	0.89%	0.45%	0.74%	0.58%	0.60%	0.83%	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%

来源：国金证券研究所

图表19：国元证券09年的核心债券类市场承销业务市场份额同比有所上升

市场份额	2008年12月	2009年1月	2009年2月	2009年3月	2009年4月	2009年5月	2009年6月	2009年7月	2009年8月	2009年9月	2009年10月	2009年11月	2009年12月	2010年1月
中信证券合并	23.29%	0.00%	0.00%	4.52%	12.96%	12.79%	15.20%	13.40%	14.76%	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%
中信证券母公司	18.87%	0.00%	0.00%	0.00%	9.62%	8.68%	9.39%	8.28%	8.74%	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%
中信建投	4.42%	0.00%	0.00%	4.52%	3.34%	4.11%	5.81%	5.13%	6.02%	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%
中信万通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中信金通	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海通证券	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.55%	0.72%	1.07%	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%
长江证券	1.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.72%	1.58%	1.23%	1.09%	0.96%	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国元证券	0.00%	0.00%	3.41%	4.22%	2.65%	1.93%	1.51%	1.33%	1.17%	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%
宏源证券	0.55%	0.00%	5.12%	2.30%	1.44%	1.61%	1.26%	1.11%	0.98%	1.34%	2.03%	2.03%	2.09%	2.37%
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%
西南证券	0.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.77%	0.56%	0.44%	0.39%	0.34%	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%
光大证券	2.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.48%	0.35%	0.27%	0.24%	0.21%	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%
招商证券	4.11%	0.00%	0.00%	0.77%	0.48%	3.15%	2.46%	4.59%	4.05%	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%
华泰证券合并	0.00%	0.00%	0.00%	2.50%	2.24%	1.63%	2.64%	4.02%	3.81%	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%
国信证券	2.74%	0.00%	0.00%	1.84%	2.60%	1.89%	2.30%	2.99%	2.65%	2.79%	3.25%	3.40%	3.03%	0.00%
国泰君安	10.10%	0.00%	0.00%	7.82%	7.12%	5.18%	5.04%	5.74%	5.40%	7.63%	6.42%	7.53%	6.90%	9.86%
广发证券合并	2.70%	0.00%	3.41%	1.53%	0.96%	0.70%	0.55%	0.48%	0.43%	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%

来源：国金证券研究所

图表20：国元证券09年的基金管理业务（参股基金公司）存续规模和市场份额同比均出现较大幅度的增长

证券公司	参股的基金公司	参股控股比例	基金公司资产管理规模（亿元）			基金公司市场份额		
			08	09	增长率	08	09	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	1,980.23	2,657.59	34.21%	10.21%	9.93%	-0.26%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	384.97	458.19	19.02%	1.98%	1.71%	-0.27%
	富国基金	27.775%	402.78	653.62	62.28%	2.08%	2.44%	0.37%
长江证券	长信基金	49.00%	233.64	274.72	17.58%	1.20%	1.03%	-0.18%
	诺德基金	30.00%	33.68	44.73	32.78%	0.17%	0.17%	-0.01%
国元证券	长盛基金	41.00%	273.22	484.75	77.42%	1.41%	1.81%	0.40%
东北证券	东方基金	46.00%	74.20	103.82	39.93%	0.38%	0.39%	0.01%
	银华基金	21.00%	524.33	747.10	42.49%	2.70%	2.79%	0.09%
宏源证券	无	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
太平洋证券	无	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	国金通用	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	524.33	747.10	42.49%	2.70%	2.79%	0.09%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	232.98	398.26	70.94%	1.20%	1.49%	0.29%
	大成基金	25.00%	707.26	1,060.46	49.94%	3.66%	3.96%	0.30%
广发证券	广发基金	48.33%	669.30	1,104.71	65.06%	3.45%	4.13%	0.68%
	易方达基金	25.00%	876.33	1,595.23	82.03%	4.52%	5.96%	1.44%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,029.36	1,222.71	18.78%	5.31%	4.57%	-0.74%
	友邦华泰基金	49.00%	127.03	220.68	73.72%	0.65%	0.82%	0.17%
招商证券	博时基金	49.00%	1,257.45	1,504.56	19.65%	6.50%	5.62%	-0.88%
	招商基金	33.30%	396.60	355.56	-10.35%	2.05%	1.33%	-0.72%

注：基金管理公司的资产管理规模为每季度末公布一次。

来源：国金证券研究所

图表21：国元证券目前的集合资产管理业务情况

名称	投资类型	成立日期	到期日	管理费率 (%)	成立规模 (亿元)
国元黄山1号	债券型	2006-10-9	2014-10-8	0.70	10.00
国元黄山2号	FOF	2008-12-19	2013-12-18	1.20	9.23

来源：国金证券研究所

三、公司未来的盈利预测情况

图表22：国元证券10年盈利预测的敏感性分析

EPS	股票基金日均交易额							
	2,050	2,100	2,150	2,200	2,300	2,400	2,500	
市场份额	0.70%	0.49	0.49	0.49	0.50	0.51	0.52	0.52
	0.90%	0.54	0.54	0.55	0.55	0.56	0.57	0.58
	1.10%	0.58	0.59	0.60	0.60	0.62	0.63	0.64
	1.30%	0.63	0.64	0.65	0.66	0.67	0.69	0.70
	1.50%	0.68	0.69	0.70	0.71	0.73	0.75	0.76
平均投资收益率								
投资成本/净资产	EPS	-22%	-12%	-2%	8%	14%	20%	30% 40%
	4.03%	0.50	0.52	0.53	0.55	0.56	0.57	0.58 0.60
	7.03%	0.48	0.51	0.53	0.56	0.57	0.59	0.62 0.64
	10.03%	0.45	0.49	0.53	0.57	0.59	0.61	0.65 0.69
	13.03%	0.43	0.48	0.53	0.57	0.60	0.63	0.68 0.73
	16.03%	0.40	0.46	0.52	0.58	0.62	0.66	0.72 0.78
	19.03%	0.38	0.45	0.52	0.59	0.63	0.68	0.75 0.82
	22.03%	0.35	0.44	0.52	0.60	0.65	0.70	0.78 0.87
	25.03%	0.33	0.42	0.52	0.61	0.67	0.72	0.82 0.91
股票基金日均交易额								
营业费率	EPS	2,050	2,100	2,150	2,200	2,300	2,400	2,500
	40.00%	0.53	0.53	0.54	0.54	0.56	0.57	0.58
	37.00%	0.56	0.56	0.57	0.57	0.59	0.60	0.61
	34.00%	0.58	0.59	0.60	0.60	0.62	0.63	0.64
	31.00%	0.61	0.62	0.63	0.63	0.65	0.66	0.68
	28.00%	0.64	0.65	0.66	0.66	0.68	0.69	0.71

来源：国金证券研究所

图表23：国元证券盈利预测表（单位：百万元，每股数据均为元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,099.54	1,236.70	2,185.43	2,639.69	2,803.96	2,868.67
手续费净收入	1,476.03	898.94	1,538.69	1,715.21	1,774.37	1,774.37
手续费收入	1,511.58	905.72	1,595.89	1,763.57	1,824.50	1,824.50
手续费支出	35.55	6.78	57.20	48.35	50.12	50.12
承销收入	43.93	24.61	158.00	163.41	230.71	241.51
受托管理收入	81.51	26.26	33.28	47.72	38.46	38.46
净利息收入	81.82	125.06	166.01	265.23	266.40	285.34
利息收入	201.86	215.07	217.07	370.68	375.73	404.40
利息支出	120.04	90.01	51.06	105.46	109.32	119.06
投资收益	1,591.34	950.31	249.11	276.27	310.68	343.90
公允价值变动	755.08	-876.44	32.10	90.83	95.15	95.15
其他业务收入	69.83	87.96	8.24	81.03	88.18	89.93
营业支出	944.27	642.96	864.12	1,051.74	1,118.03	1,146.72
业务及管理费	758.49	556.48	741.96	897.50	953.35	975.35
营业税金及附加	155.80	75.07	102.40	131.98	140.20	143.43
资产减值损失	21.07	-1.31	10.57	12.16	13.37	14.71
其他业务支出	8.91	12.72	9.19	10.11	11.12	12.23
上缴投资者保护基金	-	-	-	-	-	1.00
营业利润	3,155.27	593.74	1,321.31	1,587.95	1,685.92	1,721.95
营业外收入	120.47	0.48	5.96	6.26	6.57	6.90
营业外支出	2.35	6.55	4.27	4.70	5.17	5.68
利润总额	3,273.39	587.67	1,323.00	1,589.51	1,687.33	1,723.16
所得税	989.60	66.28	280.63	397.38	421.83	430.79
所得税率	30.23%	11.28%	21.21%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	2,283.79	521.39	1,042.36	1,192.13	1,265.50	1,292.37
少数股东损益	4.12	0.53	5.16	5.16	5.16	5.16
归属母公司所有者的净利润	2,279.67	520.86	1,037.20	1,186.97	1,260.34	1,287.21
Per share data	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本，期末(mn)	1,464.10	1,464.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10
EPS(basic)	1.56	0.36	0.53	0.60	0.64	0.66
EPS(Diluted)	1.56	0.36	0.53	0.60	0.64	0.66
BVPS	3.53	3.23	7.70	8.21	8.73	9.25
BVPS(Diluted)	3.53	3.23	7.70	8.21	8.73	9.25

来源：国金证券研究所

图表24：国元证券主要财务指标

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	
每股数据														
股本，期末(mn)	2,030.00	1,464.10	1,464.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10		投资收益率	NA	97.80%	-6.35%	8.48%	14.22%	13.57%
EPS	0.27	1.56	0.36	0.53	0.60	0.64		代理买卖手续费率	0.12%	0.14%	0.14%	0.11%	0.11%	0.11%
BVPS	1.23	3.53	3.23	7.70	8.21	8.73		营业费率	36.00%	18.50%	45.00%	33.95%	34.00%	34.00%
资产增长率														
总资产增长率	95.58%	130.02%	-37.11%	146.66%	11.22%	7.71%		人员薪酬费率	17.84%	9.05%	17.43%	15.73%	18.70%	18.70%
生息资产增长率	210.41%	138.91%	-36.99%	181.91%	6.92%	7.23%		ROE	22.17%	44.19%	11.04%	6.89%	7.40%	7.38%
投资性资产增长率	166.95%	245.61%	51.55%	118.38%	116.81%	115.62%		ROA	6.73%	12.06%	4.38%	3.55%	3.65%	3.59%
非生息资产增长率	-100.00%	0.00%	19.64%	-100.00% ^{#DIV/0!}	-#DIV/0!	-#DIV/0!		ROAE	25.12%	59.57%	10.54%	10.50%	7.63%	7.61%
负债增长率														
客户资产增长率	287.25%	133.25%	-46.07%	109.79%	10.00%	10.00%		ROAA	8.90%	16.80%	3.38%	5.05%	3.84%	3.73%
应付款项增长率	223.46%	25.00%	15.00%	20.00%	25.00%	10.00%		杠杆效应	3.29	3.67	2.52	1.94	2.03	2.05
业务收入增长率														
手续费净收入增长率	186.25%	396.19%	-39.10%	71.17%	11.47%	3.45%		收入结构						
机构销售收入增长率	124.41%	216.96%	1.30%	16.67%	0.00%	10.00%		手续费净收入	32.55%	36.00%	72.69%	70.41%	64.98%	63.28%
金融产品销售收入增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		利息净收入	0.87%	2.00%	10.11%	7.60%	10.05%	9.50%
咨询服务收入增长率	320.22%	90.00%	-20.00%	-10.00%	0.00%	10.00%		承销收入	2.07%	1.07%	1.99%	7.23%	6.19%	8.23%
租赁收入增长率	122.42%	-30.00%	-10.00%	10.00%	10.00%	0.00%		投资收益	59.73%	57.24%	5.97%	12.87%	13.91%	14.47%
利息净收入增长率	88.45%	1006.52%	6.87%	0.13%	72.87%	1.36%		资产管理收入	1.17%	1.99%	2.12%	1.52%	1.81%	1.37%
投资收益增长率	-1490.89%	144.61%	-39.88%	-76.49%	26.84%	12.46%		其他业务收入	3.60%	1.70%	7.11%	0.38%	3.07%	3.14%
总承销收入增长率	421.76%	16.71%	63.59%	336.94%	3.42%	41.19%								
资产管理收入增长率	0.00%	1041.92%	-39.57%	-30.05%	-7.68%	-19.41%								
收益增长率														
营业收入增长率	927.39%	348.60%	-69.83%	76.71%	20.79%	6.22%								
业务及管理费增长率	49.55%	130.58%	-26.63%	33.33%	20.96%	6.22%								
营业支出增长率	20.97%	265.06%	-31.91%	34.40%	21.71%	6.30%								
净利润增长率	557.52%	311.42%	-77.15%	99.13%	14.44%	6.18%								
每股收益增长率	557.52%	470.44%	-77.15%	48.44%	14.44%	6.18%								
经营效率														
营业部数量	35	48	48											
部均交易额	7,200	21,924	13,334											
部均手续费收入	8.73	31.49	18.87											
总资产结构														
存款及备付金	68.42%	70.44%	76.65%	87.62%	75.14%	75.09%								
投资性资产	16.02%	17.11%	14.02%	6.73%	7.07%	7.59%								
长期投资	4.38%	2.56%	3.53%	1.67%	4.30%	4.22%								
固定资产	3.46%	1.79%	3.84%	1.71%	2.34%	2.30%								
非客户资产结构														
存款及备付金	18.47%	20.87%	49.54%	77.21%	54.64%	53.74%								
投资性资产	41.36%	45.80%	30.30%	12.39%	12.90%	14.09%								
长期投资	11.30%	6.87%	7.63%	3.08%	7.84%	7.84%								
固定资产	8.93%	4.78%	8.29%	3.15%	4.28%	4.28%								

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	1	7
持有	0	0	0	1	18
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	0	0	2.00	2.33	2.76

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-27	持有	15.88	N/A
2 2008-10-24	持有	13.80	N/A
3 2009-03-24	持有	15.69	N/A
4 2009-04-26	持有	16.00	N/A
5 2009-08-04	持有	25.80	N/A
6 2009-10-26	持有	22.26	N/A

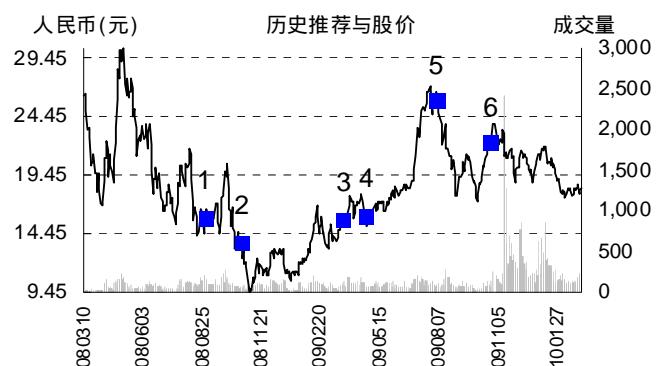
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。