

## 金融证券业 (440301)

报告原因：股改完成复牌交易

2007年10月30日

市场数据：2007年10月29日

收盘价(元)	13.36
一年内最高/最低(元)	13.36/10.46
上证指数/深证成指	5748/18834
市净率	15.56
息率%(分红/股价)	-
流通市值(万元)	166693

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2007年9月30日

每股净资产(元)	0.86
资产负债率%	49.26
总股本/流通A股(万)	34521/10400
流通B股/H股(万)	0/0

## 相关研究

### 分析师

孙健，励雅敏

[sunjian@sw108.com](mailto:sunjian@sw108.com) [liyamin@sw108.com](mailto:liyamin@sw108.com)

### 联系人

胡浩平

(8621)63295888×450

[huhaoping@sw108.com](mailto:huhaoping@sw108.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.sw108.com>

# 国元证券 (000728)

增持

合理价值位于 45.14 元，实际定价可能略高

首次覆盖

公司研究/深度分析

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2005	1089	-18.65	-207	-303.57	-0.601	-2.3	-23.90	-
2006	1006	-7.60	-330	-58.92	-0.955	-22.5	-61.19	-
2007H1	413	-4.93	-171	-15.26	-0.49	-26.9	-46.38	-
2007E	3598	771	2255	-	1.54	65.9	53.59	9
2008E	3903	8.48	2575	14.19	1.76	53.2	41.12	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

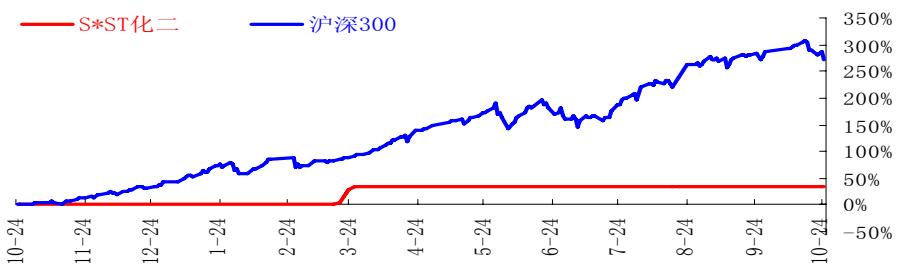
● S\*ST 化二股改方案已经实施，并将更名“国元证券”。国元证券是一家创新类公司，我们认为上市不仅将进一步完善公司治理、促使公司建立起长效的发展机制，而且将使公司加速完成区域型券商向全国型券商的转变。

● 公司是国元金融控股集团战略布局中的重要棋子，承担着整合其它优质金融资产的任务。目前公司仍以经纪和自营业务为主要盈利模式，经纪业务网点布局在并购天勤证券后趋于合理，不过投行业务实力较弱，短期内影响业绩的核心要素在于自营业务。

● 创新业务发展前景大可乐观。在上市并完成再融资后，净资本实力的充实将为权证和资产管理业务的做大做强夯实基础，而期货公司的雄厚资本实力和良好的市场口碑将有助于公司在股指期货业务上提高市场占有率。

● 预期 07 到 09 年公司 EPS1.54 元、1.76 元和 2.15 元，BVPS 为 2.87 元、4.28 元、6.00 元，DDM 模型估算合理价值位于 45.14 元。由于长期停牌，我们认为复牌后市场价格可能高于我们估计，建议 40 元以下积极增持。

### 一年内股价与大盘对比走势：



# 目 录

<b>1、国元证券概况</b>	<b>3</b>
1.1 由区域型向全国型转变的券商	3
1.2 国元金融控股战略布局中的重要棋子	5
<b>2、立足于安徽省的经纪和投行业务</b>	<b>5</b>
2.1 托管天勤证券改善网点布局情况	5
2.2 投行业务实力一般	6
<b>3、自营业务是决定业绩的主要因素</b>	<b>7</b>
<b>4、创新业务前景乐观</b>	<b>9</b>
4.1 资产管理和基金管理业务	9
4.2 股指期货和权证创设业务	10
<b>5、盈利预测和估值</b>	<b>11</b>
5.1 07-09 年 EPS 为 1.54 元、1.76 元和 2.15 元	11
5.2 合理估值位于 45.14 元	12
<b>6、附表和附图</b>	<b>15</b>
附图 1、国元系金融控股布局	15
附表 1、未来 3 年公司的盈利预测	15
附表 2、2007-2009 年公司资产负债表预测	16

# 1、国元证券概况

## 1.1 由区域型向全国型转变的券商

国元证券是由安徽国投和安徽信托为主发起人，以各自拥有的营业部和其它证券类资产为投入，并在其它12家法人股东投入13.2亿元现金的基础上发起设立的一家综合券商，注册资本20.30亿元。

从行业地位看，2007年中期营业收入、净利润、总资产、净资产和净资本分别排名银行间市场券商的第13、15、19、13和14名，ROA和ROE分别排名行业11和34。2005年公司通过创新类评审，07年在新的5类11级监管体系中被评为A类券商，有望在新业务推进上获取先发优势，在投资者保护基金的缴纳上也将享受较低的标准。

**表1、公司业务和财务指标在行业内的排名**

比较项目	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
股票基金交易额	33	20	20	31	29
净资本规模	11	11	8	10	14
利润总额	11	7	12	57	16
人均利润	14	8	15	Na	16

资料来源：中国证券业协会、WIND、申银万国证券研究所

**表2、17家A级证券公司2007年中期盈利情况（单位：万元）**

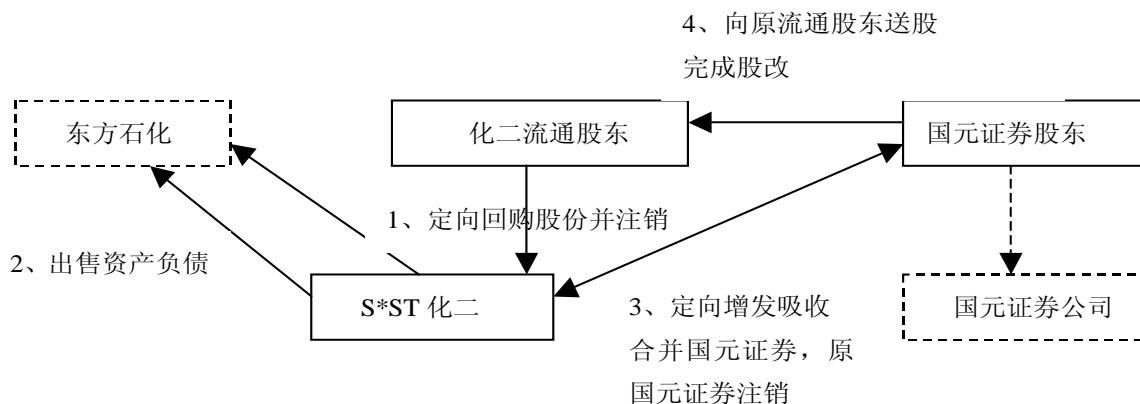
公司名称	营业收入	营业费用	营业费用率	利润总额	净利润	净利润/收入	有效税率
中信证券	1063908.69	319806.31	30.06%	692201.31	420821.15	39.55%	27.31%
国信证券	558781.43	132058.16	23.63%	379826.82	290741.92	52.03%	23.45%
东方证券	303292.10	50103.19	16.52%	228845.13	157079.89	51.79%	31.36%
宏源证券	136301.25	45258.11	33.20%	152568.69	102662.19	75.32%	32.71%
招商证券	441305.25	110575.50	25.06%	309137.66	241478.31	54.72%	21.89%
申银万国	582617.26	103600.92	17.78%	441433.80	297538.74	51.07%	32.60%
国都证券	101017.23	21252.85	21.04%	67113.84	50314.38	49.81%	25.03%
平安证券	150530.50	53065.46	35.25%	85153.57	66910.30	44.45%	21.42%
国元证券	173460.40	26492.44	15.27%	143481.96	96783.55	55.80%	32.55%
华泰证券	373936.50	65882.53	17.62%	272174.39	173364.25	46.36%	36.30%
西部证券	145486.38	22482.80	15.45%	112164.06	76027.71	52.26%	32.22%
光大证券	313013.81	70893.95	22.65%	277034.56	210449.00	67.23%	24.04%
国泰君安	665235.80	99214.31	14.91%	549253.27	392120.33	58.94%	28.61%
东海证券	169021.25	14049.73	8.31%	137950.23	90350.10	53.45%	34.51%
中金公司	203138.58	120706.52	59.42%	65896.21	46136.08	22.71%	29.99%

资料来源：WIND、申银万国证券研究所

公司借壳 S\*ST 化二上市于 9 月 29 日获得正式核准，“定向回购+资产出售+新增股份吸收合并”的股改方案已经完成，10 月 30 日将复牌交易并改名“国元证券”。本次借壳上市完成后，国元证券股本将扩张到 14.64 亿股（借壳流程及上市后国元证券的股东结构请参见图 1 和表 3）。

我们认为，借壳登陆资本市场后，公司将尽快启动再融资，以提高抗风险能力并为今后的业务扩张作好铺垫，迅速扩大业务规模。针对目前公司业务高度依赖于自营的情况，国元证券承诺：上市后将扬长避短，走差异化经营道。确保上市后两年内至少有一项主要业务指标排名进入行业内前 20，否则公司将不申请开展融资融券等创新业务的资格、不申请新设分支机构。

**图 1、S\*ST 化二股权分置改革流程图**



资料来源：公司股权分置改革说明书、申银万国证券研究所

**表 3、股改完成后，股东结构和大小非可流通时间**

股东名称	持股数量	持股比例	可流通时间
安徽国元控股集团	4.62 亿股	31.59%	R+36 个月
安徽国元信托投资公司	3.08 亿股	21.04%	R+36 个月
安徽粮油食品进出口	2.97 亿股	20.28%	R+36 个月
皖能电力 (000543SZ)	0.98 亿股	6.71%	注
安徽全柴集团	0.66 亿股	4.51%	R+12 个月
皖维高新 (600063SH)	0.66 亿股	4.51%	R+12 个月
合肥兴泰控股集团	0.28 亿股	1.94%	R+12 个月
安徽国元实业投资	0.13 亿股	0.90%	R+36 个月
原流通股东	1.24 亿股	8.52%	无流通限制

资料来源：公司股权分置改革说明书、申银万国证券研究所

注：皖能电力持有的 5% 为 R+12 月解禁，1.71% 为 R+24 个月解禁

## 1.2 国元金融控股战略布局中的重要棋子

我们认为，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，承担着做大做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（国元系主要金融资产控制图见附图 1）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子行业（银行和基金通过国元证券持股），经营范围已经较全，不过从竞争力来看旗下几家企业分化比较严重：

(1) 国元信托在业务规模、产品开发及盈利水平上都一般，国元控股已在 04 年将信托公司 53.875% 股权转让给华闻投资和首都机场集团，并用套现资金进一步对国元证券进行增资，从这一增一减两次股权变动中，可以清晰地看到国元控股抓证券、放信托的策略。

(2) 国元典当在安徽省内资产和盈利规模排名前三，但整体实力与江浙等发达地区的典当行比较仍较弱，每年的利润维持在 150 万元左右，对整个国元控股集团的影响都有限。据我们了解，目前国元控股正在通过产权交易市场转让国元典当的 14% 股权，表明逐渐淡出典当业的倾向。

(3) 国元安泰期货（前身为安泰期货）综合实力较强，年代理交易额均在 2000 亿元以上，2006 年更是超过 4000 亿元，列全国第 6，在安徽省内市场份额达到 75%。在国元证券完成增资后（7 月 26 日证监会已经批准了公司的增资申请），注册资本达到 1 亿元，已满足申请全面结算会员的条件。目前国元证券持有期货公司 55% 股权，而国元控股集团持有 27% 股权。

通过国元控股的一系列资本运作，我们不难看出集团收缩信托和典当业务、重点作大证券业务的思路。而从近年来国元证券大举收购基金公司、期货公司等优质资产并设立香港公司来看，未来国元金融控股集团的架构必然以证券公司为主导企业，并承担着整合集团内部其它优质金融资产的责任。

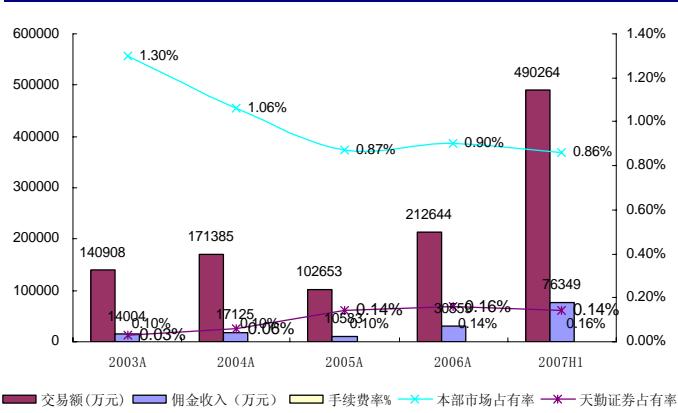
## 2、立足于安徽省的经纪和投行业务

### 2.1 托管天勤证券改善网点布局情况

截止 2006 年底，国元证券共有 35 家营业部，其中 25 家营业部位于安徽省内。经纪业务市场占有率为 0.90% 左右，平均佣金率为 0.16%。2007 年 1-9 月，公司安徽省内营业部代理交易额达到总代理交易额的 67%，不过以交易效率衡量，安徽省内营业部的交易效率明显低于省外营业部。我们认为主要原因在于：1、省外营业部主要分布于上海、江苏、北京等发达地区，从地区间部均交易额的对比数据看，安徽省比上述几个地区都低。2、公司尚需进一步提高交易效率。

券商综合治理时期公司收购了天勤证券。天勤证券共拥有 13 家营业部，大部分分布在辽宁、青岛和天津等地，有效解决了公司在东北和华北地区网点布局困难的问题。天勤证券目前的市场占有率为 0.14% 到 0.16% 左右，9 月 20 日证监会已正式批准天勤证券翻牌方案，采取“关闭新设的方式”，为国元重新布局经营网点提供了便利。由于天勤证券 2006、2007 年的利润将一次性计入 2007 年国元证券的损益表，我们根据 2006 和 2007 年的代理交易额估算天勤证券并表将增厚 2007 年四季度国元证券净利润 1.5 亿元左右。

图 2：国元证券经纪业务主要数据



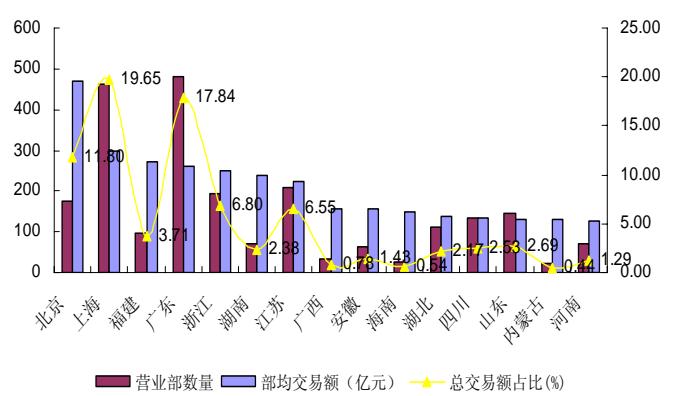
资料来源：上交所、深交所、申银万国证券研究所

图 3：国元证券托管市值和占有率的变化情况



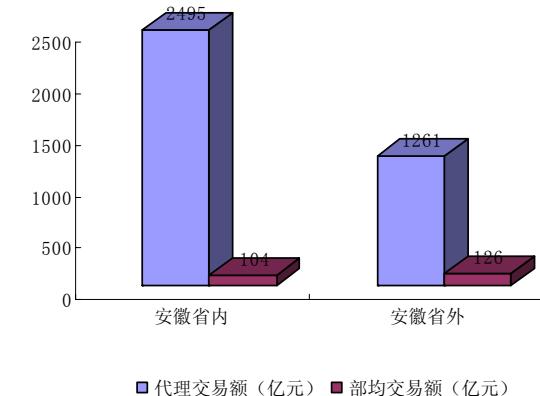
资料来源：中登公司、WIND、申银万国证券研究所

图 4：各省市证券交易量、份额以及部均交易额的比较



资料来源：上交所、深交所、申银万国证券研究所

图 5：国元证券省内省外营业部交易量的对比



资料来源：WIND、申银万国证券研究所

## 2.2 投行业务实力一般

公司投行实力相对较弱，以安徽、浙江地区的中小项目为主，每年承做 IPO 家数在 1-3 家之间。今年为止承销了报喜鸟和新海股份两个项目，大致可以结算

1700 万元收入。根据我们的最新统计，公司 2007 年累计 IPO 承销金额达到 5 亿元，在全行业排名 19，不过公司的中小融资项目面临着众多同类券商的竞争。

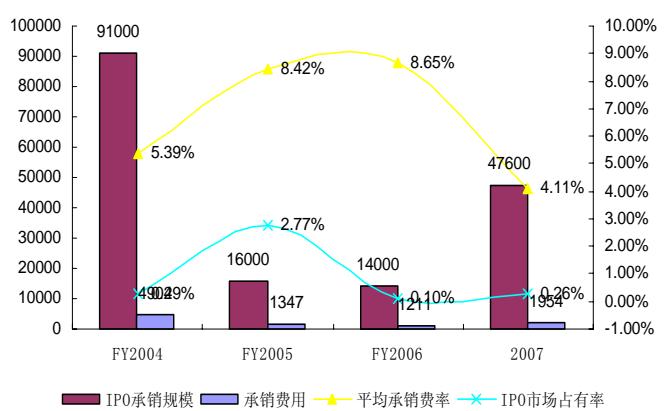
**表 4、公司在中小投行项目上面临激烈竞争**

券商	承销金额（亿元）	承销费用（万元）	年内承销家数	承销费率%
国信证券	42	20615	12	4.9%
华泰证券	21	8846	5	4.2%
广发证券	21	13895	7	6.6%
平安证券	18	12838	7	7.1%
光大证券	16	10688	6	6.7%
第一创业	14	5143	2	3.6%
兴业证券	13	4873	2	3.7%
山西证券	11	5838	3	5.3%
东吴证券	7	4397	3	6.3%
招商证券	6	3445	2	5.7%
国元证券	5	1954	2	3.9%

资料来源：WIND、申银万国证券研究所

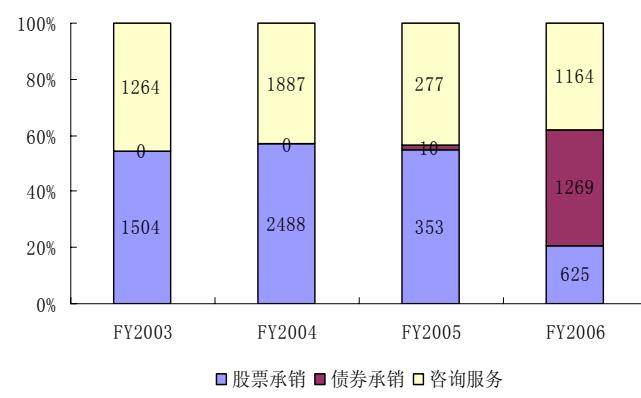
公司的财务顾问和咨询业务初步展开，每年带来 1000–2000 万元的稳定收入。此外，债券承销业务也在 2006 年取得突破，贡献了 1269 万元收入，主要原因在于公司 2006 年承销了皖北煤电的 10 亿元企业债券，我们将密切关注公司债券业务为公司带来的业务机遇。总体而言，公司投行业务实力一般，没有明显特色且对公司业绩贡献有限。

**图 6：公司投行业务占有率、承销费率**



资料来源：上交所、深交所、申银万国证券研究所

**图 7：投行业务收入结构的变化趋势**



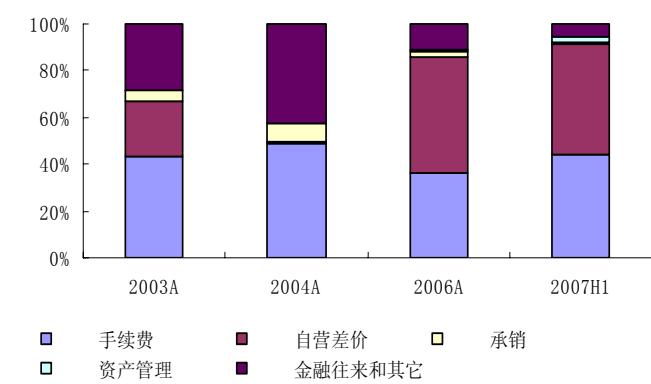
资料来源：WIND、申银万国证券研究所

### 3、自营业务是决定业绩的主要因素

最近几年公司经营业绩与自营业务高度相关。2006 年自营收入已经超过了手续费收入成为收入的第一大来源，随着市场行情的持续好转，2007 年上半年这种

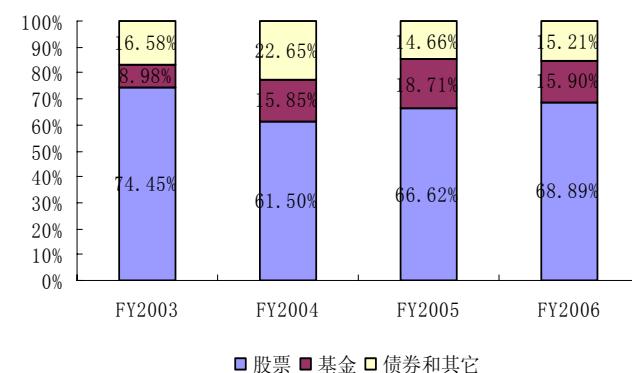
情况得到了延续。从持仓结构看，公司自营业务股票投资比例一直比较高，直到2007年中期有所改善（股票44%，基金29%，债券27%）。我们认为造成这种现象的原因有两个，一是公司经纪、投行业务相对比较弱，而资产管理、权证创设等新业务尚未形成规模，从而导致自营收入占比较高。二是2003-2005年公司将不规范资产管理业务纳入表内核算，导致了较高股票比例持仓较高。

图8：国元证券业务结构的变化



资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

图9：国元证券自营业务结构的变化趋势



资料来源：中登公司、WIND、申银万国证券研究所

我们根据公司年度报告中处理非规范资产管理业务的进度数据对公司自营业务的损益进行了调整，将不规范资产管理业务带来的损益和规模剔除出自营差价收入和自营业务规模，同时剔除基金、债券收益对自营业务规模和收益的影响。我们发现公司自营业务收益率与指数收益率基本维持同步波动。

表5：经调整后的自营收益与上证指数收益率对比

单位：万元	FY2003	FY2004	FY2005	FY2006
已实现自营差价	7602	213	-14410	41379
其中清理不规范业务亏损	0	7096	9977	0
调整后的自营差价	7602	7309	-4433	41379
自营证券浮动盈亏	-9696	-14685	-12344	13581
其中：不规范业务浮亏	-6178	-9238	0	0
调整后的自营浮亏	-3518	-5447	-12344	13581
调整的自营收入（不含基金、债券）	4405	2027	-16777	54960
调整后的自营规模（不含基金、债券）	81900	68700	54199	66600
调整后的自营收益率	5.38%	2.95%	-30.95%	82.52%
上证指数当年收益率	10.27%	-15.40%	-8.33%	130.43%
收益率比较基准	7.64%	-9.47%	-5.55%	89.85%

资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

公司2005年自营业务大幅亏损的一个重要原因在于不规范资产管理业务的清理。2005年审计报告附注显示受托管理资金期初余额为1.07亿元，期末余额仅为

653 万元，可见公司 2005 年对不规范资产管理业务进行了力度较大的清理，并确认将近 1 亿元的损失。根据证券公司财务会计处理的一般原则，这部分损失体现为自营差价收入。此外，由于 2005 年仅有 15 家新股发行，且中签率较低，降低了公司的新股申购收益。

公司已采纳新会计准则核算自营业务。根据 2007 年中期报表，可供出售金融资产的投资成本为 8746 万元，公允价值为 17075 万元。与交易性金融资产相比，公司可供出售资产的规模显得相对较小。因此，盈利模式的变更已经成为目前公司面临的第一大要务，以降低股票市场收益率大幅度波动对公司业绩带来的冲击。

## 4、创新业务前景乐观

### 4.1 资产管理和基金管理业务

公司目前持有长盛基金 41% 的股权，外方股东星展资产管理公司持股 33%。长盛基金 2007 年中期管理资产规模为 314 亿元，以管理规模计算排名行业第 24。我们预期品牌效应及外方股东的丰富经验将有助于长盛基金不断扩大资产管理规模，假设 2007 年底管理资产规模将达到 350 亿元，而 08、09 年管理规模的 CAGR 达到 30%。在 1.2% 的（管理费收入/资产规模）以及 40% 的（净利润/管理费收入）的前提下，我们预期长盛基金 07、08、09 年的净利润为 16800 万元、21840 万元和 28392 万元，在权益法核算的前提下为国元证券贡献投资收益相应 6888 万元、8954 万元和 11641 万元。

公司目前仅发行了国元黄山 1 号集合理财产品，2007 年上半年管理资产净值为 10.1 亿元，管理费率为 0.7%。上半年总计确认管理费收入 4600 万元（其中含有约 3900 万元的业绩激励收入），对业绩尚没有实质性影响。由于黄山 2 号产品的规模、投资方向、管理费标准都是未知量，我们简单假设 08、09 年管理费收入的 CAGR 为 40%，得出 07、08、09 三年的管理费收入为 9000 万元、12600 万元和 17640 万元。

**表 6、国元黄山 1 号与同类型资产管理计划的比较**

名称	单位净值(元)	累计净值(元)	累计增长(%)	07 份额变化	投资类型	管理人
中信避险共赢	1.2422	1.3702	37.02	126.00%	债券型	中信证券
国信金理财稳得受益	1.5807	1.7107	71.07	na	债券型	国信证券
华泰紫金 1 号	1.466	1.661	66.1	63%	债券型	华泰证券
国元黄山 1 号	1.3362	1.4622	46.22	-18%	债券型	国元证券

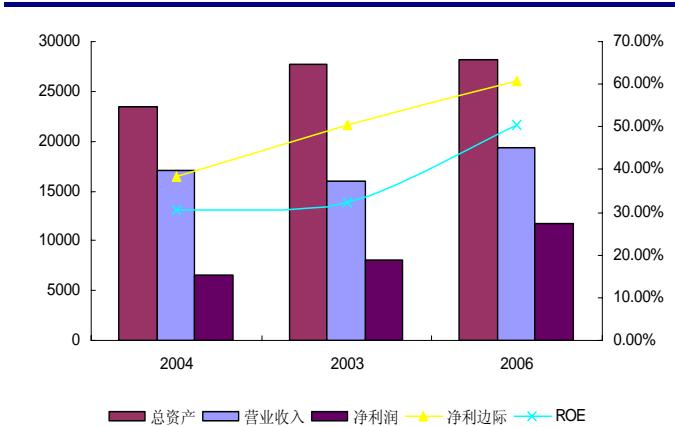
资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

## 4.2 股指期货和权证创设业务

股指期货推出的步伐正在日益加大，目前中金所已批准 10 家期货公司成为首批会员单位。根据相关规定，全面结算会员注册资本不低于 1 亿元，交易结算会员注册资本不低于 5000 万元。考虑到国元安泰期货原先在商品期货市场上具有较高的占有率和市场知名度，且已经增资到 1 亿元，我们估计公司有可能申请全面结算会员资格。

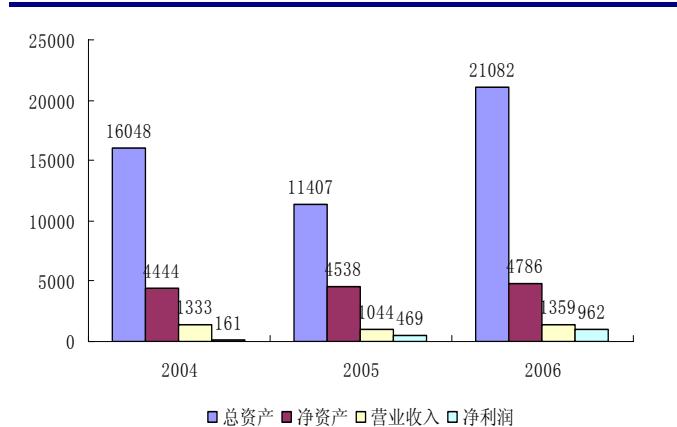
保守假设国元安泰期货市场占有率为 1%（与国元证券经纪业务占有率大致相当），股指期货成交额达到现货成交额（我们预期 08、09 年现货双边成交额为 96 万亿元和 98 万亿元）的 2 倍，在手续费为万分之 1.5 的情况下，2008–2009 年股指期货手续费的贡献将分别为 2.88 亿元和 2.94 亿元，折合 EPS 约 0.10–0.12 元。

**图 10：长盛基金 2004-2006 年财务数据**



资料来源：北京化二公告、申银万国证券研究所

**图 11：国元安泰期货 2004-2006 年主要财务数据**



资料来源：北京化二公告、申银万国证券研究所

此外，我们统计了权证创设业务对公司的盈利贡献，通过表 6 和表 7 分析，07 年公司在招行和南航权证总计可以结算 28406 万元投资收益（如不考虑南航 JTP1 继续注销的因素）。根据公司的 2007 年中期的净资本规模和 30% 的创设上限，我们估计国元证券在南航 JTP1 上的创设余额已经接近上限，未来如果简单持有到期，则南航 JTP1 将贡献 08 年投资收益 46860 万元。

**表 7、国元证券创设南航 JTP1 情况**

创设/注销生效日	创设/注销	数量(万份)	创设余额(万份)	价格	创设均价
20070626	创设	3000	3000	2.454	2.454
20070628	创设	15000	18000	2.145	2.196
20070713	注销	4200	13800	1.557	07 年结算 2686 万元
20070724	注销	3800	10000	1.510	07 年结算 2609 万元
20070829	创设	8000	18000	2.095	2.151
20070906	创设	4000	22000	2.050	2.130

资料来源：WIND、申银万国证券研究所

**表 8、国元证券创设招行 CMP1 情况**

创设/注销生效日	创设/注销	数量(万份)	创设余额(万份)	价格	创设均价
20070521	创设	1000	1000	0.398	0.398
20070524	创设	2600	3600	0.383	0.387
20070615	创设	2100	5700	3.268	1.448
20070621	创设	2000	7700	1.375	1.429
20070622	创设	7900	15600	1.560	1.496
20070724	注销	300	15300	0.627	07 年结算 260 万元
20070828	注销	15300	0	0.002	07 结算 22851 万元

资料来源：WIND、申银万国证券研究所

此外，国元证券于去年得到证监会同意批复，开始在香港筹建子公司（国元证券持股 100%），2006 年 7 月 31 日全资注册成立国元证券经纪（香港）有限公司、国元证券投资（香港）有限公司、国元财务（香港）有限公司，目前国元证券经纪（香港）有限公司正式开业。我们预期，尽管 QDII 和内地居民海外投资放行将利好国内券商的香港业务，不过在国内老牌券商在香港提前展开业务（如招商、国泰君安等公司）并已取得一定先发优势的情况下，香港业务短期内尚无法对公司盈利产生实质性影响。

## 5、盈利预测和估值

### 5.1 07-09 年 EPS 为 1.54 元、1.76 元和 2.15 元

盈利预测的主要假设说明如下：

1、07-09 年证券化率为 100%、110% 和 120%。我国的证券化率目前已经超过 100%，而 08、09 年依靠股价指数的上涨、新的 IPO 或再融资完全可以支撑 110% 和 120% 的证券化率水平。此外，考虑到非流通股解禁、股指期货和融资融券推出提高现货市场成交量等因素，换手率有望维持在 160%-180% 之间。

2、并表天勤证券后，07-09 年经纪业务市场占有率为 1.06%、1.10% 和 1.15%，佣金率为 0.15%、0.16% 和 0.17%，这些指标与目前基本一致。

3、07-09 年公司股票承销业务的市场占有率为 0.15%、0.18%、0.21%，股票承销费率为 5%。此外财务顾问业务每年贡献 1500 万元收入。

4、07-09 年营业费用率分别为 17%、16% 和 15%。尽管公司中期（营业费用/收入）指标已经下降到 15% 左右，不过上半年公司并没有大幅度计提工资，因此我们认为全年数据会略高于上半年的 15%，而随着业务规模的扩大，证券行业的规模经济优势显现将有效降低费用率。

5、07-09 年所得税率为 33%、25% 和 25%，营业税率维持在 5%。

6、不考虑股本扩张和再融资，总股本维持在 14.64 亿股。

在上述假设下，我们预期公司 07-09 年的营业收入分别为 35.98 亿元、39.03 亿元和 47.61 亿元，净利润分别为 22.55 亿元、25.75 亿元和 31.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.54 元、1.76 元和 2.15 元。

需要说明的是，如果考虑到天勤证券 2006 年业绩并入国元证券 2007 年损益的因素，2007 年 EPS 将提升到 1.60 元，而考虑到股指期货的业绩贡献，08 和 09 年 EPS 将提高到 1.86 元和 2.25 元。

## 5.2 合理估值位于 45.14 元

采用 DDM 模型进行估值，COE 计算过程以及模型主要参数取值见表 9。经过敏感性测试，我们发现对估值结果影响较大的参数分别为股权成本（COE）、终值增长率和半显性阶段增长率，现对参数合理性说明如下：

(1) 股指期货、融资融券、备兑权证、公司债券等创新业务已经或正在逐渐推出，证券行业正处于产业升级的临界点，而优质券商将是产业升级的最大受益者，业务总量和有效边界将被拓展，因此我们认为 25% 的半显性增长率是合理的。

(2) 进入永续增长阶段后，尽管行业的高速增长将结束，但公司可以适当运用财务杠杆提高 ROE，我们认为公司 ROE 维持在 13%-15% 是现实可行的（目前美国四大券商的 ROE 维持在 11%-14% 左右，而中小券商的 ROE 维持在 16% 到 40% 之间），考虑到终期 30% 的留存收益比率，我们认为终期可持续增长率在 4% 左右。谨慎起见，我们在报告中取 3% 计算。

(3) 公司股权成本的决定参数未来存在较多变数。我们认为债务融资比例提高和实际税率下降（08 年开始两税合并）将提高 BETA 值，从而提高股权融资成本。另一方面，流动性过剩、证券市场制度性问题的解决和公司治理的不断提高将使得 ERP 出现下降的趋势。因此，我们预期股权成本将是未来影响公司估值的一个最为重要的参数，并在后面进行敏感性分析。

**表 9、国元证券 COE 的计算**

指标名称	指标值	计算依据	假设指标	指标值
无风险收益率	4%	申万研究所	显性阶段股利支付率	25%
申万 ERP	5%	申万研究所	终值增长率	3%
有效税率	33%	2006 年报	半显性阶段增长率	25%
2006 年报有息债务	0	2006 年报	终期股利支付率	60%
无杠杆证券行业 BETA	1.20	WIND	半显性阶段	2010-2015 年
国元证券 BETA	1.20	杠杆 BETA 计算公式		
股权成本	10.00%	CAPM 模型		

资料来源：WIND、申银万国证券研究所

**表 10、三阶段 DDM 模型估值结果**

	显性预测期				半显性预测期					终期
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EPS	1.60	1.86	2.25	2.81	3.52	4.39	5.49	6.87	8.58	8.84
EPS 增长率	na	16.25%	20.97%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	3.00%
股利支付率	25.00%	25.00%	25.00%	30.83%	36.67%	42.50%	48.33%	54.17%	60.00%	60.00%
DPS	0.40	0.47	0.56	0.87	1.29	1.87	2.66	3.72	5.15	5.30
折现时间	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
股利现值	0.40	0.42	0.46	0.65	0.88	1.16	1.50	1.91	2.40	2.25
2007-2015 股利现值	9.79									
2015 年股利终值	75.78									
终值之现值	35.35									
目标价格	45.14									

资料来源：申银万国证券研究所

**表 11、估值结果对 COE (8%-12%) 和 g (2%-4%) 的敏感性分析**

G/COE	8%	9%	10%	11%	12%
2%	58.14	47.96	40.42	34.64	30.08
3%	68.16	54.67	45.14	38.08	32.67
4%	83.19	64.06	51.43	42.51	35.91

资料来源：申银万国证券研究所

根据三阶段 DDM 模型估值结果，我们认为国元证券的合理价值在 45.14 元左右，对应 29 倍的 07 年 PE。敏感性分析表明，当股权成本在 10%-11%之间，终期增长率在 3%-4%之间波动时，公司的估值区间位于 38.08-51.43 元。

以 14.64 亿元总股本计算，我们的估值结果隐含国元证券上市后的总市值为 661 亿元，该市值大致相当于中信的 19%、海通的 32%、宏源的 92%、东北的 190%。从几家上市券商的对比看，国元 2007 年中期的收入、利润和股东权益大致为中信的 20%左右，且费用控制能力比中信强，因此我们认为给予国元证券 19%的中信市值是合理的。

**表 12、券商股估值比较表**

公司名称	证券代码	目前股价	07 年 EPS	08 年 EPS	07 年 PE	08 年 PE	07 年 BVPS	07 年 PB	总市值
中信证券	600030	105.93	3.18	4.04	33	26	15.50	6.83	3512
海通证券	600837	61.21	1.52	1.72	40	36	9.70	6.31	2074
东北证券	000686	59.85	1.98	2.52	30	24	4.11	14.56	348
宏源证券	000562	49.15	1.55	1.91	32	26	4.21	11.67	718
国元证券	000728	13.63	1.54	1.76	9	8	2.87	4.75	na

资料来源：申银万国证券研究所

**表 13、国元、宏源、长江证券主要业务指标比较**

比较项目	长江证券	国元证券	宏源证券	东北证券
公司类型	创新类	创新类+A 级	创新类+A 级	规范类
07年上半年收入结构	经纪 69%、自营 24%	经纪 44%、自营 48%	经纪 87%、自营 6%	经纪 74%、自营 19%
经纪业务市场占有率	1. 40%	1. 10%	1. 09%	0. 83%
营业部数量	56	48	50	46
2006 年 IPO 承销额	2.23 亿元	1.40 亿元	7.89 亿元	4.53 亿元
上半年自营差价/净资产	11.48%	24.75%	1.70%	18.03%
总市值	na	na	718 亿元	348 亿元

资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

**表 14、几家上市券商 2007 年中期财务数据对比**

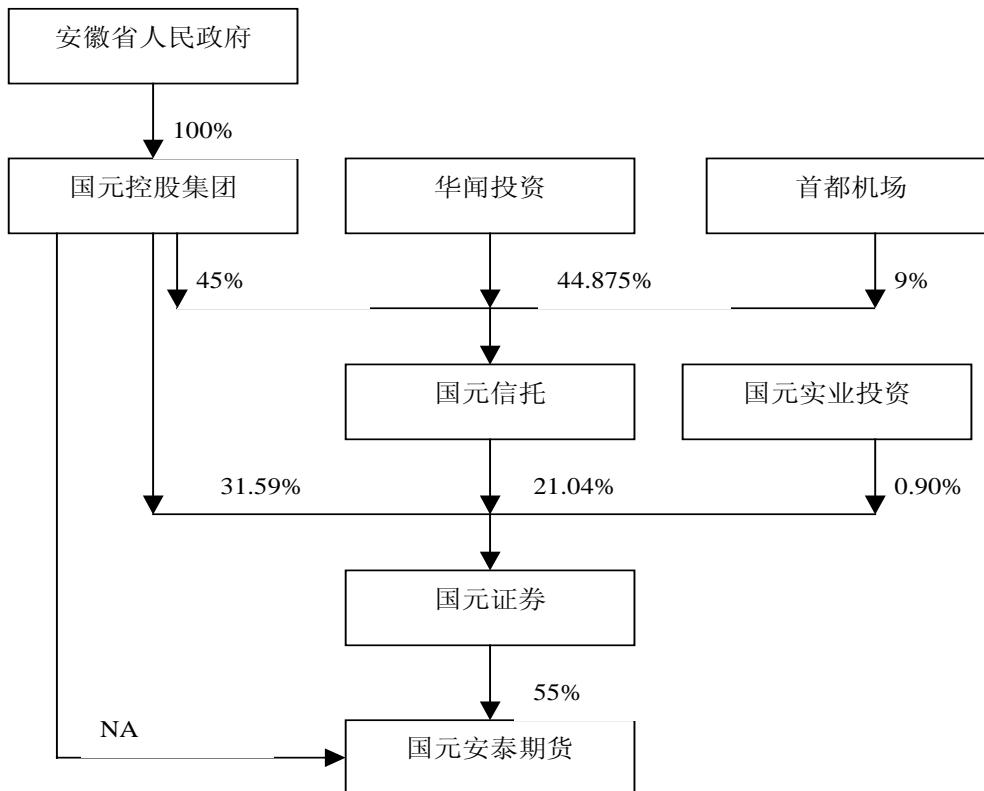
公司名称	营业收入	费用率	净利润	ROE	净资产	净资本	手续费	自营差价	投资管理	承销收入
东北证券	130141	16.42%	63108	45.71%	138073	101238	96513	24905	0	12
海通证券	475326	21.24%	204084	30.55%	668002	519570	291910	106322	22207	15511
国元证券	173460	15.27%	96784	29.07%	332930	278494	76349	82412	4615	433
中信证券	1063909	30.06%	420821	24.88%	1691557	1057700	663615	208835	6622	47344
宏源证券	136301	33.31%	102662	21.78%	471383	na	119230	8037	0	523
平均	395827	23.26%	177492	30.40%	660389	489251	228062	100569	6689	12765
长江证券	171575	26.72%	118726	33.73%	351998	289408	118278	40414	525	348
国元/中信	16.30%	50.80%	23.00%	116.84%	19.68%	26.33%	11.51%	39.46%	69.69%	0.91%
国元/平均	43.82%	65.65%	54.53%	95.63%	50.41%	56.92%	33.48%	81.95%	68.99%	3.39%

资料来源：中国货币网、申银万国证券研究所

需要说明的是，我们估算 45.14 元为公司的合理价值，由于市场乐观情绪的存在以及公司长期停牌所累积的上涨动能，估计国元证券复牌后的市场价格将高出我们对合理价值的估计。由于公司停牌前的收盘价格为 13.36 元，我们的估值结果保守对应着 238%的上涨空间，给予增持的投资评级。

## 6、附表和附图

**附图 1、国元系金融控股布局**



注：国元实业投资由国元控股 100%，安徽省国资委持有国元控股的 100%

**附表 1、未来 3 年公司的盈利预测**

单位：百万元	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	321.39	315.28	20.49	839.72	3597.91	3902.73	4760.53
手续费	140.04	154.69	105.83	305.59	1774.02	2279.59	2863.28
自营价差	76.02	2.12	(144.10)	413.79	1354.52	978.13	1102.90
承销	15.04	24.88	3.63	18.94	27.62	37.96	50.68
资产管理	0	0	0	10.71	90.00	126.00	176.00
金融往来	67.41	52.92	35.79	57.77	180.41	295.21	340.96
其它业务	22.88	80.67	19.34	32.92	171.33	185.84	226.69
营业支出	328.67	304.33	264.37	437.65	976.12	1132.54	1272.52
手续费	4.27	4.36	1.91	8.11	46.12	59.27	74.45
利息支出	61.88	41	27.73	20.99	123.11	172.48	204.67
金融往来	17.04	14.62	6.81	26.34	53.04	86.79	100.24
其它支出	1.62	1.54	-9.32	7.99	34.27	33.45	36.27
营业费用	227.92	226.24	219.96	328.95	539.69	585.41	618.87

营业税金	14.95	15.52	6.32	44.39	179.90	195.14	238.03
投资收益	107.92	89.54	105.91	132.04	467.73	663.46	714.08
营业利润	100.64	100.49	-137.97	534.11	3089.51	3433.66	4202.08
营业外收支净额	(0.56)	(2.76)	4.14	(7.57)	0.00	0.00	0.00
利润总额	100.08	97.73	(133.83)	526.54	3089.51	3433.66	4202.08
资产减值损失	38.02	(51.87)	(21.91)	121.08	0.00	0.00	0.00
扣除减值后的总利润	138.1	45.86	-155.74	647.62	3089.51	3433.66	4202.08
所得税	28.59	15.39	0.37	93.53	834.17	858.41	1050.52
净利润	109.51	30.47	-156.11	554.09	2255.35	2575.24	3151.56
总股本	2030.00	2030.00	2030.00	2030.00	1464.00	1464.00	1464.00
EPS(全面摊薄)	0.05	0.02	-0.08	0.27	1.54	1.76	2.15

资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

## 附表2、2007-2009年公司资产负债表预测

单位：百万元	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
现金	0.57	0.31	0.25	0.6	3.60	3.90	4.76
银行存款	2572.89	1819.52	1809.51	3421.32	12592.67	13659.56	16661.84
客户存款	2128.84	1405.19	1172.87	2975.01	10703.77	12293.61	14995.66
备付结算金	42.3	59.69	345.34	1020.54	3597.91	3902.73	4760.53
客户备付结算	42.25	59.69	150.74	328.5	2158.74	2731.91	3808.42
交易保证金	18.22	22.14	24.21	44.09	179.90	195.14	238.03
自营证券	1670.71	1116.68	790.28	1028.37	2158.74	2731.91	3570.39
其它流动资产	308.56	966.49	777.63	245.12	359.79	390.27	476.05
流动资产合计	4613.25	3984.83	3747.22	5760.04	18892.61	20883.52	25711.60
长期投资合计	821.92	331.32	277.86	434.74	539.69	585.41	714.08
固定资产合计	335.65	274.09	241.91	289.37	359.79	390.27	476.05
无形及其他资产	98.5	91.45	84.23	76.14	107.94	117.08	142.82
总资产	5869.32	4681.69	4351.22	6560.29	19900.02	21976.28	27044.55
短期借款	9	0	400	300	0	0	0
其它流动负债	3632.43	2474.08	1899.62	3860.99	15696.45	15712.51	18259.53
流动负债合计	3641.43	2474.08	2299.62	4160.99	15696.45	15712.51	18259.53
长期负债合计	0	0	0	0	0	0	0
负债合计	3641.43	2474.08	2299.62	4160.99	15696.45	15712.51	18259.53
股东权益（含少数）	2227.89	2207.61	2051.6	2399.3	4203.58	6263.77	8785.02
负债及股东权益合计	5869.32	4681.69	4351.22	6560.29	19900.02	21976.28	27044.55
BVPS	1.10	1.09	1.01	1.18	2.87	4.28	6.00

资料来源：公司定期报告、申银万国证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

励雅敏 孙健：金融房地产。

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受到任何形式的补偿。

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@sw108.com](mailto:compliance@sw108.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.sw108.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資目标、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形式制作任何形式的拷贝、复印件或制品，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。