

评级：持有 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：12.91 元

10 年中报点评

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)



公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.57	0.36	0.53	0.50	0.53
每股净资产(元)	3.47	3.81	7.70	7.72	8.15
每股经营性现金流(元)	1.43	0.86	N/A	N/A	N/A
市盈率(倍)	30.76	16.02	24.45	25.96	24.29
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	30.37%	-42.47%	N/A	-5.83%	6.86%
净资产收益率(%)	21.95%	11.51%	30.08%	6.47%	6.55%
总股本(百万股)	1464.10	1464.10	1964.10	1964.10	1964.10

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **公司中期业绩基本符合预期。**公司 10 年上半年实现的营业收入和净利润分别为 9.37 亿元和 4.22 亿元，营业收入同比增长 11.12%，净利润同比下滑 8.55%，每股收益 0.21 元。其中，2 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 4.1 亿元和 1.59 亿元，环比分别下滑 22.38% 和 39.33%，实现每股收益 0.08 元。公司中期业绩基本符合我们此前的预期。

经营分析

- **净佣金率下滑幅度趋缓。**公司上半年实现的证券经纪业务净收入为 5.57 亿元，同比下滑 11.43%；其中 2 季度单季实现经纪业务净收入 2.59 亿元，环比下滑 13.43%。业务收入的同比下滑主要缘于佣金率的同比下滑。从环比来看，公司上半年的经纪业务净佣金率为 0.089%，比 1 季度的 0.093% 略有下滑，但是下滑幅度明显收窄。
- **上半年自营收益基本平衡，未兑现浮亏较小。**公司上半年实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 0.75 亿元，同比下滑 29.54%；剔除对联营和合营企业 0.82 亿元的投资收益以后，公司上半年的证券自营业务收益基本盈亏平衡。公司 2 季度单季实现的自营收益为 0.22 亿元，环比下滑 58.61%。截止中期期末，公司的可供出售金融资产仅有 0.44 亿元的浮亏。较小的历史包袱，有利于减轻公司未来的业绩压力。
- **承销业务同比大幅增长。**公司 10 年上半年实现的承销业务收入为 1.27 亿元，同比增长 506.82%。其中，公司 2 季度单季实现的承销业务收入为 0.27 亿元，环比 1 季度下滑 73.45%。投行业绩的同比大幅增长主要缘于公司的权益类承销业务同比上升，市场份额从去年的零状态上升至本期的 0.63%。公司今年上半年的承销收入已经相当于去年全年的 80%，预计今年全年实现投行业绩的进一步突破问题不大。

投资建议

- **维持对公司的“持有”评级。**鉴于年初以来公司经纪和自营的业务环境较我们此前预期的差，我们下调公司的盈利预测。在日均交易额假设为 2100 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，我们把公司 10 年和 11 年的 EPS 分别从 0.52 元和 0.55 元下调至 0.50 元和 0.53 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 和 PB 为 25.96 倍和 1.67 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

相关报告

1. 《10 年 1 季报点评》，2010.4.28

陈振志 分析师 SAC 执业编号：S1130210040009
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬 联系人
(8621)61038330
dingwt@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260

公司经营基本面分析

- **公司中期业绩基本符合预期。**公司 10 年上半年实现的营业收入和净利润分别为 9.37 亿元和 4.22 亿元，营业收入同比增长 11.12%，净利润同比下滑 8.55%，每股收益 0.21 元。其中，2 季度单季实现的营业收入和净利润分别为 4.1 亿元和 1.59 亿元，环比分别下滑 22.38% 和 39.33%，实现每股收益 0.08 元。公司中期业绩基本符合我们此前的预期。
- **净佣金率下滑幅度趋缓。**公司上半年实现的证券经纪业务净收入为 5.57 亿元，同比下滑 11.43%；其中 2 季度单季实现经纪业务净收入 2.59 亿元，环比下滑 13.43%。由于上半年的市场交易额基本与去年同期持平，公司的市场份额同比也略有上升，因此业务收入的同比下滑主要缘于佣金率的同比下滑。从环比来看，公司 2 季度净佣金率的下滑幅度有所趋缓。
- 根据我们的动态跟踪，公司上半年的股基权债代理交易市场份额为 1.2%，比去年同期的 1.07% 有所上升。与此同时，公司上半年的股票基金代理交易市场份额为 1.07%，与去年基本持平。
- 公司上半年的经纪业务净佣金率为 0.089%，比 1 季度的 0.093% 略有下滑，但是下滑幅度明显收窄。
- **上半年自营收益基本平衡，未兑现浮亏较小。**公司上半年实现的自营业务收入（投资收益+公允价值变动损益）为 0.75 亿元，同比下滑 29.54%；剔除对联营和合营企业 0.82 亿元的投资收益以后，公司上半年的证券自营业务收益盈亏平衡。公司 2 季度单季实现的自营收益为 0.22 亿元，环比下滑 58.61%。
 - 与 1 季度相比，公司 10 年 2 季度的自营业务规模基本稳定。公司在 1 季度末的交易性金融资产和可供出售金融资产分别为 9.66 亿元和 21.13 亿元。截止中期期末，该两项金融资产的规模分别为 8.99 亿元和 20.88 亿元。考虑到市场同期的下滑幅度，公司的自营规模相对稳定。
 - 在配置结构上，权益配置比例和规模不大，自营的系统性风险可控。在 8.99 亿元的交易性金融资产中，权益（股票+基金）配置规模为 6 亿元。在 20.88 亿元的可供出售金融资产中，权益配置规模为 5.4 亿元。
 - 可供出售金融资产的未兑现浮亏较小，有利于减轻未来的业绩压力。截止中期期末，公司的可供出售金融资产仅有 0.44 亿元的浮亏。较小的历史包袱，有利于减轻公司未来的业绩压力。
- **资产管理业务趋势仍向好。**公司上半年实现的资产管理业务收入为 0.05 亿元，同比大幅下滑 19.93%。其中 2 季度单季实现的资产管理业务收入为 0.02 亿元，环比基本持平。资管业绩的同比下滑主要缘于“国元黄山 1 号”的业务收入下降，这可能与规模缩小和业绩提成减少有关。公司目前共有“国元黄山 1 号”、“国元黄山 2 号”和“国元黄山 3 号”3 只理财产品，公司的集合理财业务总体趋势仍然向好。
- **承销业务同比大幅增长。**公司 10 年上半年实现的承销业务收入为 1.27 亿元，同比增长 506.82%。其中，公司 2 季度单季实现的承销业务收入为 0.27 亿元，环比 1 季度下滑 73.45%。投行业绩的同比大幅增长主要缘于公司的权益类承销业务同比上升，市场份额从去年的零状态上升至 0.63%。公司今年上半年的承销收入已经相当于去年全年的 80%，预计今年全年实现投行业绩的进一步突破问题不大。
- **成本费用绝对金额和营业费用率环比均明显上升。**公司上半年的业务及管理费支出为 3.58 亿元，同比增长 32.22%。其中 2 季度单季的业务及管理费为 1.94 亿元，环比增长 18.39%。公司上半年累计的成本费用率为 38.18%，比 1 季度的 31.05% 有明显上升。
- **融资融券业务积极准备中。**公司董事会已经审议通过《关于公司开展融资融券业务的议案》，同意公司向中国证监会申请融资融券业务试点资格，

并在获得监管部门批准后开展融资融券业务。试点阶段融资融券业务规模不超过人民币 50 亿元，其中融券规模不超过 8 亿元。

图表1：国元证券 10 年中期业绩增长情况

单位：百万元	单季 1Q10	单季 2Q10	环比增速	单位：百万元	累计 1H09	累计 1H10	同比增速
手续费收入	298.69	258.58	-13.43%	手续费收入	629.22	557.27	-11.43%
承销收入	100.55	26.70	-73.45%	承销收入	20.97	127.25	506.82%
资产管理收入	2.33	2.37	1.72%	资产管理收入	5.87	4.70	-19.93%
基金管理业务收入				基金管理业务收入			
净利息收入	64.85	86.22	32.95%	净利息收入	50.66	151.07	198.20%
投资收益	49.19	76.55	55.62%	投资收益	62.61	125.74	100.83%
公允价值变动收益	3.89	(54.58)	-1503.08%	公允价值变动收益	43.91	(50.69)	-215.44%
其他收入	8.09	13.66	68.85%	其他收入	30.08	21.75	-27.69%
业务及管理费	163.81	193.94	18.39%	业务及管理费	270.57	357.75	32.22%
营业税金及附加	22.98	19.60	-14.71%	营业税金及附加	39.83	42.58	6.90%
资产减值损失	0.00	31.26	#DIV/0!	资产减值损失	6.38	31.26	389.97%
其他业务支出	0.99	0.82	-17.17%	其他业务支出	5.59	1.81	-67.62%
营业外净收支	0.36	3.72	933.33%	营业外净收支	0.25	4.08	1532.00%
税收	76.99	8.69	-88.71%	税收	56.55	85.68	51.51%
少数股东权益	0.53	(0.45)	-185.47%	少数股东权益	3.17	0.08	-97.57%
净利润	262.65	159.36	-39.33%	净利润	461.49	422.01	-8.55%
股本	1,964.10	1,964.10	0.00%	股本	1,464.10	1,964.10	34.15%
每股收益	0.13	0.08	-39.33%	每股收益	0.32	0.21	-31.83%

来源：国金证券研究所

图表2：国元证券单季业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额（百万 RMB）	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10	单季 2Q09	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10
经纪业务收入	362.97	488.90	420.57	298.69	258.58	65.89%	69.23%	66.13%	56.61%	63.15%
自营业务收入	129.69	49.82	124.87	53.08	21.97	23.54%	7.05%	19.64%	10.06%	5.37%
投行业务收入	0.00	51.35	85.68	100.55	26.70	0.00%	7.27%	13.47%	19.06%	6.52%
资管业务收入	4.19	6.38	21.03	2.33	2.37	0.76%	0.90%	3.31%	0.44%	0.58%
净利息收入	34.98	39.15	76.20	64.85	86.22	6.35%	5.54%	11.98%	12.29%	21.05%
其他收入	19.06	70.57	(92.41)	8.09	13.66	3.46%	9.99%	-14.53%	1.53%	3.34%

来源：国金证券研究所

图表3：国元证券当年累计业务收入金额和结构

业务金额与占比 金额（百万 RMB）	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10	累计 1H09	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10
经纪业务收入	629.22	1,118.12	1,538.69	298.69	557.27	74.61%	72.16%	70.41%	56.61%	59.47%
自营业务收入	106.52	156.34	281.21	53.08	75.05	12.63%	10.09%	12.87%	10.06%	8.01%
投行业务收入	20.97	72.32	158.00	100.55	127.25	2.49%	4.67%	7.23%	19.06%	13.58%
资管业务收入	5.87	12.25	33.28	2.33	4.70	0.70%	0.79%	1.52%	0.44%	0.50%
净利息收入	50.66	89.81	166.01	64.85	151.07	6.01%	5.80%	7.60%	12.29%	16.12%
其他收入	30.08	100.65	8.24	8.09	21.75	3.57%	6.50%	0.38%	1.53%	2.32%

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情况

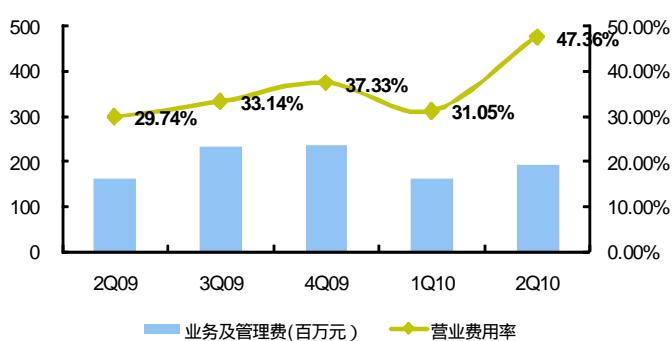
	单季 3Q09	单季 4Q09	单季 1Q10	单季 2Q10
环比增速	34.69%	-13.98%	-28.98%	-13.43%
经纪业务收入	34.69%	-13.98%	-28.98%	-13.43%
自营业务收入	-61.59%	150.64%	-57.49%	-58.61%
投行业务收入	#DIV/0!	66.85%	17.36%	-73.45%
资管业务收入	52.27%	229.62%	-88.92%	1.72%
净利息收入	11.92%	94.64%	-14.90%	32.95%
其他收入	270.25%	-230.95%	-108.75%	68.85%
营业收入	28.19%	-9.95%	-17.04%	-22.38%

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情况

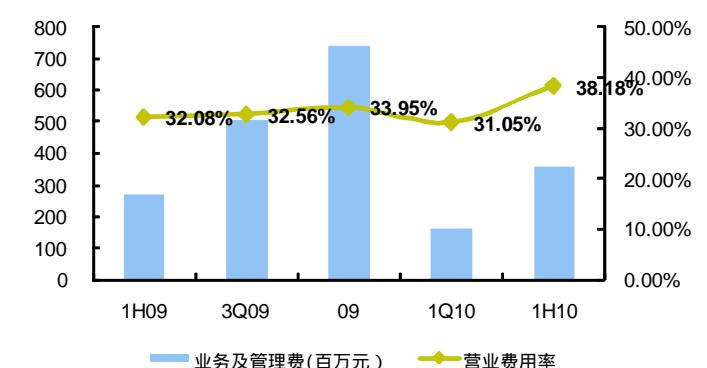
	累计 3Q09	累计 09	累计 1Q10	累计 1H10
同比增速	56.54%	71.17%	12.18%	-11.43%
经纪业务收入	56.54%	71.17%	12.18%	-11.43%
自营业务收入	585.10%	280.68%	-329.09%	-29.54%
投行业务收入	195.79%	542.02%	379.49%	506.82%
资管业务收入	-49.73%	26.73%	38.69%	-19.93%
净利息收入	3.86%	32.74%	313.58%	198.20%
其他收入	49.02%	-90.63%	-26.59%	-27.69%
营业收入	64.86%	76.71%	80.42%	11.12%

图表6：国元证券单季度费用率变化趋势

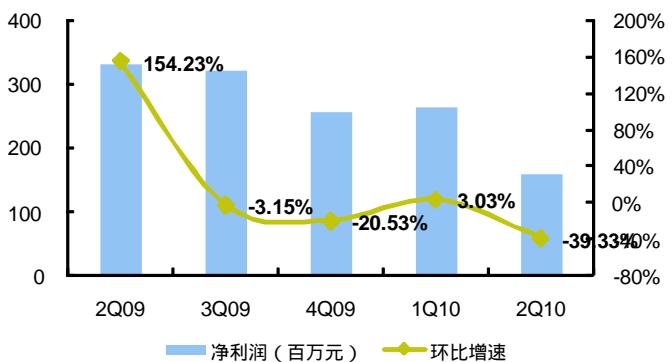


来源：国金证券研究所

图表7：国元证券当年累计费用率变化趋势

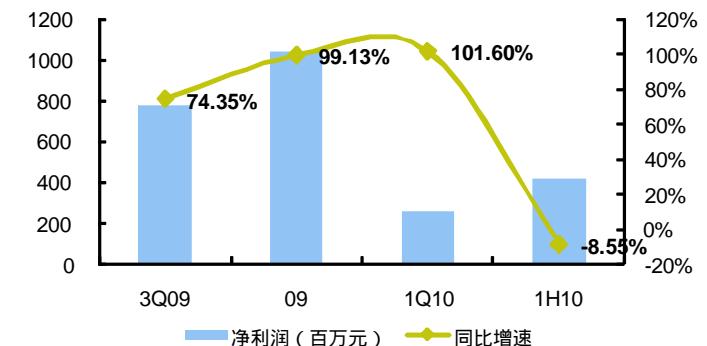


图表8：国元证券单季度净利润变化趋势



来源：国金证券研究所

图表9：国元证券当年累计净利润变化趋势



图表10：国元证券 10年上半年的股基权债代理交易市场份额同比有所上升

按照股基权债交易额计算	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	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	7.86%	7.91%	7.90%	7.91%	7.90%	7.90%	7.89%	8.19%	8.17%	8.25%	8.32%	8.35%	8.42%
中信证券母公司	2.53%	2.53%	2.52%	2.51%	2.50%	2.47%	2.46%	2.59%	2.56%	2.50%	2.49%	2.50%	2.55%
中信建投	3.20%	3.22%	3.21%	3.22%	3.20%	3.21%	3.21%	3.28%	3.27%	3.37%	3.42%	3.44%	3.45%
中信万通	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.69%
中信金通	1.41%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.51%	1.52%	1.64%	1.66%	1.71%	1.73%	1.73%	1.74%
海通证券合并	4.25%	4.27%	4.25%	4.26%	4.27%	4.28%	4.29%	4.34%	4.41%	4.45%	4.40%	4.39%	4.37%
长江证券	1.64%	1.60%	1.57%	1.57%	1.57%	1.58%	1.59%	1.74%	1.73%	1.76%	1.75%	1.77%	1.78%
东北证券	0.71%	0.71%	0.71%	0.70%	0.70%	0.71%	0.70%	0.71%	0.72%	0.74%	0.73%	0.72%	0.71%
国元证券	1.07%	1.07%	1.08%	1.11%	1.13%	1.15%	1.15%	1.19%	1.18%	1.21%	1.20%	1.20%	1.20%
宏源证券	1.29%	1.29%	1.28%	1.27%	1.27%	1.28%	1.28%	1.33%	1.35%	1.34%	1.31%	1.29%	1.26%
太平洋证券	0.26%	0.27%	0.27%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
国金证券	0.68%	0.67%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.68%	0.76%	0.78%	0.79%	0.77%	0.78%	0.78%
光大证券	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%	3.22%	3.20%	3.19%	3.08%	3.06%	3.05%	3.04%	3.04%	3.01%
招商证券	3.96%	3.97%	3.98%	3.99%	3.99%	4.00%	4.01%	4.09%	4.03%	4.03%	4.01%	4.01%	4.00%
华泰证券合并	5.56%	5.48%	5.50%	6.00%	5.99%	5.94%	5.94%	5.82%	5.78%	5.74%	5.69%	5.68%	5.66%
西南证券	0.56%	0.57%	0.57%	0.58%	0.58%	0.60%	0.61%	0.66%	0.67%	0.68%	0.70%	0.69%	0.69%
国信证券	4.41%	4.45%	4.46%	4.46%	4.49%	4.51%	4.50%	4.38%	4.34%	4.42%	4.43%	4.40%	4.36%
广发证券合并	4.31%	4.38%	4.41%	4.40%	4.41%	4.44%	4.45%	4.48%	4.46%	4.47%	4.52%	4.52%	4.51%
兴业证券	1.42%	1.42%	1.42%	1.41%	1.41%	1.41%	1.40%	1.42%	1.43%	1.46%	1.47%	1.50%	1.51%

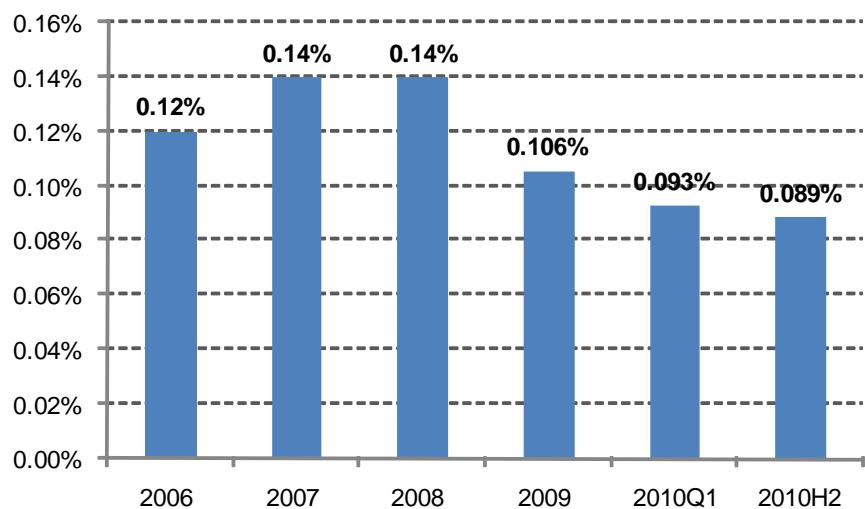
来源：国金证券研究所

图表11：国元证券 10年上半年的股票基金代理交易市场份额同比基本持平

按照股票基金交易额计算	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	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	8.44%	8.46%	8.48%	8.45%	8.43%	8.39%	8.36%	8.48%	8.50%	8.46%	8.43%	8.47%	8.50%
中信证券母公司	2.68%	2.68%	2.69%	2.65%	2.62%	2.58%	2.56%	2.67%	2.62%	2.50%	2.48%	2.49%	2.48%
中信建投	3.43%	3.42%	3.41%	3.41%	3.40%	3.39%	3.37%	3.28%	3.33%	3.35%	3.33%	3.34%	3.34%
中信万通	0.79%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.77%	0.75%	0.75%	0.76%	0.75%	0.76%	0.77%
中信金通	1.54%	1.58%	1.59%	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%	1.78%	1.80%	1.86%	1.87%	1.88%	1.90%
海通证券合并	4.17%	4.18%	4.17%	4.16%	4.15%	4.14%	4.14%	4.11%	4.11%	4.14%	4.09%	4.07%	4.07%
长江证券	1.47%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%	1.48%	1.49%	1.66%	1.66%	1.66%	1.65%	1.65%	1.65%
东北证券	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%	0.75%	0.76%	0.76%	0.76%	0.77%	0.80%	0.79%	0.78%	0.77%
国元证券	1.07%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.07%	1.07%	1.06%	1.06%	1.08%	1.08%	1.07%	1.07%
宏源证券	1.29%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.28%	1.32%	1.34%	1.35%	1.34%	1.32%	1.31%
太平洋证券	0.29%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.27%	0.28%	0.28%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
国金证券	0.75%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.74%	0.76%	0.75%	0.74%	0.72%	0.71%	0.71%
光大证券	3.11%	3.09%	3.09%	3.10%	3.10%	3.10%	3.10%	3.11%	3.12%	3.13%	3.14%	3.14%	3.14%
招商证券	4.00%	4.03%	4.05%	4.06%	4.06%	4.07%	4.08%	4.21%	4.13%	4.10%	4.07%	4.06%	4.06%
华泰证券合并	5.36%	5.32%	5.32%	5.75%	5.75%	5.74%	5.76%	5.84%	5.86%	5.89%	5.84%	5.86%	5.87%
西南证券	0.59%	0.59%	0.59%	0.60%	0.61%	0.62%	0.63%	0.69%	0.70%	0.73%	0.74%	0.74%	0.74%
国信证券	4.63%	4.70%	4.72%	4.74%	4.74%	4.74%	4.74%	4.64%	4.62%	4.60%	4.57%	4.54%	4.52%
广发证券合并	4.59%	4.66%	4.69%	4.69%	4.70%	4.73%	4.73%	4.75%	4.75%	4.77%	4.81%	4.83%	4.83%
兴业证券	1.43%	1.43%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.46%	1.46%	1.49%	1.51%	1.54%	1.56%

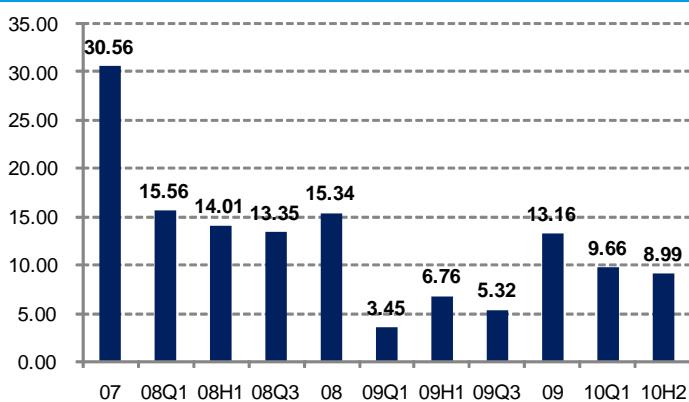
来源：国金证券研究所

图表12：国元证券净佣金率变化趋势



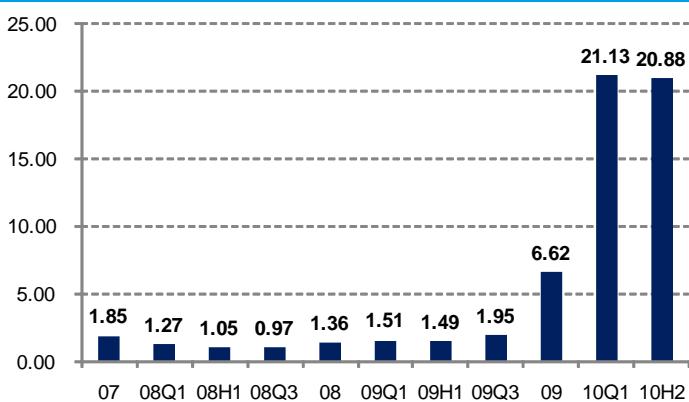
来源：国金证券研究所

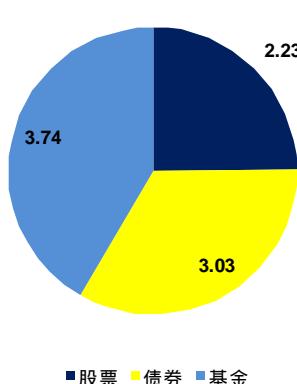
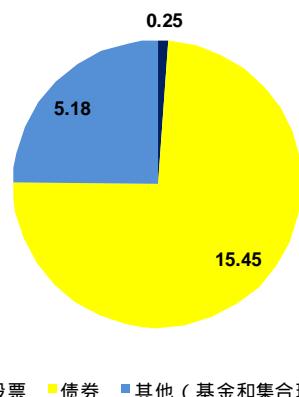
图表13：公司交易性金融资产规模的变化趋势（亿元）



来源：国金证券研究所

图表14：公司可供出售金融资产规模的变化趋势（亿元）



图表15：公司的交易性金融资产规模和机构（亿元）

图表16：公司的可供出售金融资产规模和结构（亿元）


来源：国金证券研究所

图表17：国元证券10年上半年权益类（IPO、增发和配股）承销的市场份额同比明显上升

权益类承销市场份额	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	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	1.25%	10.95%	16.27%	17.17%	16.12%	14.18%	12.95%	1.64%	1.29%	3.92%	4.63%	3.71%	7.28%
中信证券母公司	1.25%	10.95%	16.27%	16.31%	14.98%	12.33%	10.08%	1.64%	0.93%	3.67%	3.05%	2.44%	6.02%
中信建投	0.00%	0.00%	0.00%	0.86%	1.14%	1.85%	2.87%	0.00%	0.36%	0.25%	1.59%	1.27%	1.26%
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%
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%
海通证券	1.37%	1.00%	0.79%	0.95%	0.99%	1.40%	1.53%	0.00%	10.40%	7.43%	6.12%	6.22%	6.78%
长江证券	6.22%	3.15%	2.48%	2.15%	1.95%	2.54%	2.01%	1.60%	0.90%	0.63%	0.62%	0.50%	0.36%
东北证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.37%	0.96%	0.67%	0.54%	0.43%	0.40%
国元证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.29%	0.23%	0.50%	0.73%	0.41%	0.61%	0.49%	0.53%	0.63%
宏源证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	0.25%	0.20%	0.26%	3.00%	1.90%	1.94%	2.54%	2.93%	2.14%
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%	0.18%	0.25%
国金证券	0.61%	0.46%	0.42%	0.89%	0.81%	0.65%	0.51%	0.31%	0.17%	0.54%	0.43%	2.96%	2.16%
西南证券	4.46%	2.66%	2.10%	1.81%	1.64%	1.32%	1.04%	0.50%	0.61%	0.58%	0.47%	0.48%	0.66%
光大证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.61%	0.76%	0.00%	0.00%	0.59%	0.94%	0.76%	0.55%
招商证券	0.87%	0.44%	1.42%	1.50%	1.64%	1.32%	1.63%	2.85%	2.09%	2.53%	2.77%	4.12%	3.00%
华泰证券合并	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	1.35%	1.08%	1.89%	5.12%	3.14%	2.48%	3.75%	3.67%	3.44%
国信证券	7.68%	3.89%	4.59%	4.93%	4.96%	4.87%	4.66%	6.35%	4.07%	3.03%	3.96%	4.75%	3.84%
广发证券合并	0.58%	0.60%	0.83%	0.98%	0.89%	1.14%	1.01%	3.19%	1.80%	1.75%	1.93%	2.07%	1.96%
兴业证券	0.58%	0.30%	0.23%	0.59%	0.54%	0.43%	0.34%	0.00%	0.00%	0.16%	0.13%	1.88%	1.46%

来源：国金证券研究所

图表18：国元证券10年上半年的核心债券类（企业债、公司债和可转债）承销业务仍无起色

核心债券承销市场份额	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	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月
中信证券合并	15.20%	13.40%	14.76%	13.78%	14.26%	12.66%	12.78%	4.44%	10.17%	8.09%	10.74%	8.58%	15.92%
中信证券母公司	9.39%	8.28%	8.74%	9.25%	8.81%	7.23%	7.10%	0.00%	0.00%	0.00%	1.99%	1.49%	10.41%
中信建投	5.81%	5.13%	6.02%	4.53%	5.45%	5.42%	5.68%	4.44%	10.17%	8.09%	8.75%	7.09%	5.51%
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%
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%
海通证券	0.55%	0.72%	1.07%	1.19%	1.81%	1.84%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长江证券	1.23%	1.09%	0.96%	0.72%	1.28%	1.05%	1.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.46%
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%
国元证券	1.51%	1.33%	1.17%	0.88%	0.74%	0.61%	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
宏源证券	1.26%	1.11%	0.98%	1.34%	2.03%	2.09%	2.37%	2.27%	2.95%	2.47%	1.85%	1.43%	
太平洋证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.96%	1.20%	0.95%	0.80%	0.60%	0.46%	
国金证券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	0.62%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
西南证券	0.44%	0.39%	0.34%	1.65%	2.28%	2.61%	2.98%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%	2.98%	2.31%
光大证券	0.27%	0.24%	0.21%	1.23%	1.03%	1.96%	2.40%	2.28%	0.92%	1.30%	3.08%	2.31%	1.79%
招商证券	2.46%	4.59%	4.05%	4.57%	5.69%	6.17%	5.49%	0.00%	5.98%	4.76%	3.98%	3.87%	3.01%
华泰证券合并	2.64%	4.02%	3.81%	3.11%	2.94%	2.41%	3.09%	0.00%	1.91%	2.47%	2.07%	2.87%	2.23%
国信证券	2.30%	2.99%	2.65%	2.79%	3.25%	3.40%	3.03%	0.00%	0.00%	1.90%	1.59%	1.19%	1.23%
广发证券合并	0.55%	0.48%	0.43%	0.32%	0.54%	0.71%	0.87%	0.00%	1.67%	2.76%	2.31%	1.73%	1.92%
兴业证券	0.33%	0.29%	0.26%	0.19%	0.16%	0.13%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

来源：国金证券研究所

图表19：国元证券10年上半年的基金管理业务（参股基金公司）情况

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模(亿元)			基金公司市场份额		
			09	10H1	增长率	09	10H1	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	2,657.59	2,164.73	-18.55%	9.93%	10.23%	0.30%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	458.19	376.21	-17.89%	1.71%	1.78%	0.07%
	富国基金	27.775%	653.62	497.43	-23.90%	2.44%	2.35%	-0.09%
长江证券	长信基金	49.00%	274.72	192.89	-29.79%	1.03%	0.91%	-0.11%
	诺德基金	30.00%	44.73	36.08	-19.32%	0.17%	0.17%	0.00%
国元证券	长盛基金	41.00%	484.75	352.77	-27.23%	1.81%	1.67%	-0.14%
东北证券	东方基金	46.00%	103.82	82.27	-20.76%	0.39%	0.39%	0.00%
	银华基金	21.00%	747.10	646.29	-13.49%	2.79%	3.05%	0.26%
宏源证券	无		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%
国金证券	国金通用		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	747.10	646.29	-13.49%	2.79%	3.05%	0.26%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	398.26	273.50	-31.33%	1.49%	1.29%	-0.20%
	大成基金	25.00%	1,060.46	882.79	-16.75%	3.96%	3.63%	-0.33%
广发证券	广发基金	48.33%	1,104.71	854.78	-22.62%	4.13%	4.04%	-0.09%
	易方达基金	25.00%	1,595.23	1,351.29	-15.29%	5.96%	6.39%	0.43%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,222.71	1,012.91	-17.16%	4.57%	4.79%	0.22%
	友邦华泰基金	49.00%	220.68	168.63	-23.59%	0.82%	0.80%	-0.03%
招商证券	博时基金	49.00%	1,504.56	1,104.73	-26.57%	5.62%	5.22%	-0.40%
	招商基金	33.30%	355.56	312.01	-12.25%	1.33%	1.47%	0.15%

来源：国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- **维持对公司的“持有”评级。**鉴于年初以来公司经纪和自营的业务环境较我们此前预期的差，我们下调公司的盈利预测。在日均交易额假设为 2100 亿元和不考虑创新业务贡献的基础上，我们把公司 10 年和 11 年的 EPS 分别从 0.52 元和 0.55 元下调至 0.50 元和 0.53 元。公司目前股价对应 10 年的 PE 和 PB 为 25.96 倍和 1.67 倍，维持对公司“持有”的投资评级。

图表20：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							
		1,950	2,000	2,050	2,100	2,200	2,300	2,400	
市 场 份 额	0.67%	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.42	0.43	
	0.87%	0.44	0.44	0.45	0.45	0.46	0.47	0.48	
	1.07%	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53	
	1.27%	0.52	0.53	0.53	0.54	0.55	0.57	0.58	
	1.47%	0.56	0.57	0.58	0.59	0.60	0.62	0.63	
平均投资收益率									
投 资 成 本 / 净 资 产	EPS	-30%	-20%	-10%	0%	6%	12%	22%	32%
	4.85%	0.42	0.43	0.45	0.47	0.48	0.49	0.51	0.52
	7.85%	0.38	0.41	0.44	0.47	0.48	0.50	0.53	0.56
	10.85%	0.35	0.39	0.43	0.47	0.49	0.51	0.55	0.59
	13.85%	0.32	0.37	0.42	0.47	0.50	0.53	0.58	0.63
营 业 费 率	16.85%	0.29	0.35	0.41	0.47	0.50	0.54	0.60	0.66
	19.85%	0.25	0.33	0.40	0.47	0.51	0.55	0.62	0.70
	22.85%	0.22	0.30	0.39	0.47	0.52	0.57	0.65	0.73
	25.85%	0.19	0.28	0.37	0.47	0.52	0.58	0.67	0.76
	股票基金日均交易额								
	EPS	1,950	2,000	2,050	2,100	2,200	2,300	2,400	
	39.00%	0.43	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	
	36.00%	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48	0.49	0.50	
	33.00%	0.48	0.49	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53	
	30.00%	0.50	0.51	0.52	0.52	0.53	0.55	0.56	
	27.00%	0.53	0.53	0.54	0.55	0.56	0.57	0.58	

来源：国金证券研究所

图表21：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	2,145.03	2,292.95	2,357.98
手续费净收入	1,476.03	898.94	1,538.69	1,378.06	1,427.88	1,427.88
手续费收入	1,511.58	905.72	1,595.89	1,429.58	1,481.40	1,481.40
手续费支出	35.55	6.78	57.20	51.52	53.52	53.52
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	265.58	267.49	287.20
利息收入	201.86	215.07	217.07	371.04	376.82	406.26
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	166.81	195.80	228.57
公允价值变动	755.08	-876.44	32.10	42.41	44.43	44.43
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	837.37	895.81	923.97
业务及管理费	758.49	556.48	741.96	707.86	756.67	778.13
营业税金及附加	155.80	75.07	102.40	107.25	114.65	117.90
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	1,307.65	1,397.14	1,434.01
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	1,309.21	1,398.54	1,435.22
所得税	989.60	66.28	280.63	327.30	349.64	358.81
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	981.91	1,048.91	1,076.42
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	976.75	1,043.75	1,071.26
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	0.50	0.53	0.55
EPS(Diluted)	1.56	0.36	0.53	0.50	0.53	0.55
BVPS	3.53	3.23	7.70	7.72	8.15	8.58
BVPS(Diluted)	3.53	3.23	7.70	7.72	8.15	8.58

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	1	3	3	9
买入	0	0	1	1	13
持有	0	1	2	5	17
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.88	2.06	2.16

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 2010-04-28	持有	14.85	N/A

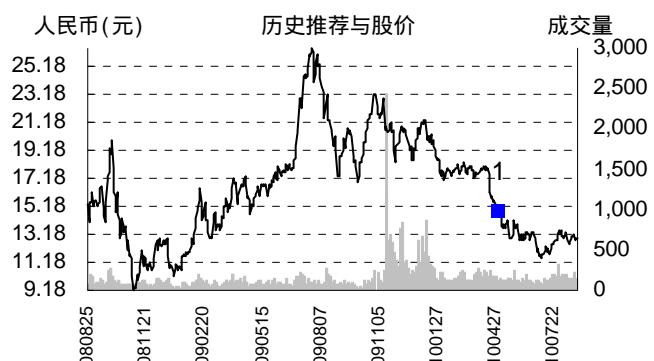
来源：国金证券研究所

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


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室