东兴证券
DONGXING SECURITIES

# 业务均衡投行有亮点，定增+员工持股意义非凡

## ——国元证券（000728）2016 年中报点评

2016 年 08 月 22 日

强烈推荐/维持

国元证券 | 财报点评

齐瑞娟 分析师 执业证书编号：S1480515080001

qirj@dxzq.net.cn 010-66554089

### 事件：

公司 2016 年上半年实现营业收入 14.03 亿元，同比下降 61.24%，归属上市公司股东净利润 5.11 亿元，同比下降 72.94%。截至 2016 年 6 月底，公司总资产 672.43 亿元，较今年年初下降 7.32%，归属于上市公司股东的净资产 195.95 亿元，较今年年初下降 1.70%。公司业绩符合预期。

### 公司分季度财务指标

| 指标 | 2014Q4 | 2015Q1 | 2015Q2 | 2015Q3 | 2015Q4 | 2016Q1 | 2016Q2 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1297.52 | 1452.25 | 2166.98 | 949.33 | 1204.81 | 624.73 | 778.1 |
| 增长率（%） | 118.09% | 85.35% | 256.18% | 19.18% | -7.15% | -56.98% | -64.09% |
| 毛利率（%） | 44.42% | 64.85% | 69.56% | 50.92% | 59.83% | 35.51% | 48.83% |
| 期间费用率（%） | - | - | - | - | - | - | - |
| 营业利润率（%） | 44.42% | 64.85% | 69.56% | 50.92% | 59.83% | 35.51% | 48.83% |
| 净利润（百万元） | 429.01 | 717.10 | 1170.02 | 349.72 | 547.57 | 213.99 | 299.75 |
| 增长率（%） | 208.71% | 95.37% | 387.55% | 04.18% | 27.64% | -70.16% | -74.38% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.22 | 0.37 | 0.60 | 0.18 | 0.28 | 0.11 | 0.15 |
| 总资产收益率（%） | 0.81% | 1.12% | 1.27% | 0.49% | 0.75% | 0.32% | 0.45% |

### 观点：

- **积极推进传统经纪业务与创新业务协同发展，经纪业务市场份额保持稳健。**报告期内公司实现经纪业务收入 6.64 亿，同比下降 74.73%。根据 wind 数据，公司 2016 年上半年经纪业务市场份额 0.93%，较年初略降 0.01%，体现出公司在良好区位优势下拥有较强的客户黏性；报告期内公司综合佣金率万四，较年初下滑 22%。公司上半年经纪业务以争先进位为核心，积极推进传统经纪业务与创新业务的协同

发展；全面上线国元E城，打造新一代手机炒股系统；优化完善“金数据”服务品牌，实现客户差异化服务；积极推广股票期权业务，加大创新业务对经纪业务的支持力度。

- **投行尽享地方资源优势，各项业务均衡发展，债券业务厚积薄发。**报告期内公司实现投行业务收入1.79亿，同比增长8.87%。上半年公司投行业务均衡发展，注重业务拓展的同时不断强化风险责任意识，共完成3单再融资、3个并购重组项目、7个债券项目、新三板推荐挂牌30家，此外2个IPO项目、3个再融资项目、2个并购重组业务均顺利过会，后续投行业绩将加快释放。

- **资管总规模再上新台阶，主动管理业务增长较快。**报告期内公司实现资管业务收入3287.44万元，同比下降14.77%。截至6月底公司资管总规模944.33亿元，同比增长13.51%，规模创新高。其中主动管理业务增长较快，公司加大固定收益、权益类产品创设力度，新设“三板基金产品”与“直投基金产品”，主动管理产品能力有所提高，而通道业务增长缓慢。资本市场业务取得突破，利润增长多头并举，产品开发工作有序进行。国元香港实现资产管理业务利润826.12万亿，同比增长98.25%。

- **信用业务行业排名保持稳定，实现业务稳健发展。**报告期内公司实现信用业务收入4.04亿，同比下降60.83%。上半年公司信用业务以提高融资类业务市场份额为工作主线，加大外部增量客户开发力度，实现信用业务稳健发展。截至报告期末，公司两融余额市场份额稳定1.2%左右，行业排名前20，与年初相比保持稳定。

- **场外业务在非标业务领域已显现出业务优势，有望成为公司新的利润增长点。**公司场外业务利用安徽省股交中心和中证报价系统，在区域市场挂牌、私募债发行、公司债非公开发行以及收益凭证、报价回购业务等方面积极拓展，目前在非标业务领域已展现出一定盈利能力和业务发展优势，随着柜台市场的发展，有望成为公司新的利润增长点。

- **“员工持股+三年定增”彰显对公司未来发展坚定信心，14.57 元/股“员工持股+三年定增”价格为公司股价铸黄金底，对公司中长期发展意义深远。**公司 7 月初发布非公开发行 A 股预案，募集资金不超过 42.87 亿元，大股东国元集团认购 17%，锁定期 5 年；随后发布公告，安徽国资委已正式批复国元员工持股计划，该员工持股计划规模之大、董监高认购之果断坚决，充分体现公司高管和员工对公司未来发展的坚定决心。预计国元员工持股计划将于 9 月正式实施，若公司明年顺利完成非公开发行，将为公司中长期发展带来深远影响。

## 结论：

**我们推荐国元证券的逻辑，1）公司是杠杆水平最低的上市券商之一，在今年震荡市的大环境下提高了业绩的防御性，中小券商估值最低之一；2）公司深耕安徽，尽享皖江经济带资源优势，凭借省国资委背景，公司在投行、资管、直投等业务条线的区域优势非常显著；3）公司将受益于大股东国元集团的国改进程和安徽省国企改革带来的业务机会；4）首家上市券商员工持股计划花落国元，该员工持股计划规模之大、董监高认购之果断坚决，充分体现公司高管和员工对公司未来发展的坚定信心；5）三年定增计划正式启动，将大大提升公司资本实力，大股东积极认购锁定期 5 年，充分彰显对未来信心；6）14.57 元/股“员工持股+三年定增”价格为公司股价铸黄金底。**

我们预测公司 2016、2017、2018 年营业收入为 33 亿、42 亿、48 亿，净利润为 15.5 亿、19.5 亿、22.7 亿，对应 EPS 分别为 0.79 元、0.99 元、1.16 元，对应 BVPS 分别为 10.59 元、11.49 元、12.55 元，对应 PB 为 1.87X、1.73X、1.58X，维持“强烈推荐”评级。

## 公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 | | 利润表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 14277 | 23742 | 20862 | 24339 | 24339 | **营业收入** | 3486 | 5773 | 3312 | 4165 | 4845 |
| 结算备付金 | 2890 | 4230 | 4172 | 4868 | 4868 | **手续费及佣金净收** | 1515 | 3092 | 1834 | 2278 | 2678 |
| 交易性金融资产 | 235 | 1432 | 1505 | 1596 | 1676 | 其中：代理买卖证 | 1134 | 2606 | 1113 | 1233 | 1136 |
| 买入返售金融资 | 6110 | 4663 | 5363 | 6167 | 7092 | 证券承销业务净收 | 240 | 325 | 542 | 790 | 1191 |
| 存出保证金 | 166 | 49 | 278 | 325 | 325 | 受托客户资产管理 | 116 | 131 | 162 | 232 | 325 |
| 可供出售金融资 | 14980 | 19273 | 20659 | 22500 | 24750 | 利息净收入 | 613 | 1106 | 896 | 883 | 1063 |
| 长期股权投资 | 412 | 888 | 977 | 1075 | 1183 | 投资净收益 | 1536 | 1884 | 1536 | | |
| 固定资产 | 1508 | 1519 | 1595 | 1674 | 1758 | 其中：对联营企业 | 62 | 73 | 62 | | |
| 无形资产 | 25 | 31 | 53 | 72 | 0 | 公允价值变动净收 | (204) | (295) | (204) | | |
| 商誉 | 121 | 123 | 123 | 123 | 123 | **自营业务净收入** | 1269 | 1517 | 549 | 963 | 1056 |
| 递延所得税资产 | 119 | 182 | 198 | 219 | 238 | **营业支出** | 1691 | 2120 | 1246 | 1567 | 1823 |
| 其他资产 | | | 1042 | 1152 | 1253 | 营业税金及附加 | 168 | 309 | 182 | 229 | 266 |
| **资产合计** | 53143 | 72551 | 68594 | 77208 | 80017 | 管理费用 | 1375 | 1801 | 1060 | 1333 | 1550 |
| 卖出回购金融资 | 11285 | 5718 | 5832 | 6124 | 6430 | 其他业务成本 | 2 | 7 | 4 | 5 | 6 |
| 代理买卖证券款 | 13235 | 23236 | 20862 | 24339 | 24339 | **营业利润** | 1795 | 3654 | 2066 | 2598 | 3022 |
| 应付职工薪酬 | 310 | 562 | 311 | 391 | 454 | 加：营业外收入 | 4 | 19 | 10 | 12 | 15 |
| 应交税费 | 275 | 430 | 233 | 293 | 341 | 减：营业外支出 | 6 | 8 | 5 | 6 | 7 |
| 其他负债 | | | 20548 | 23496 | 23811 | 利润总额 | 1793 | 3665 | 2071 | 2605 | 3030 |
| **负债合计** | 35684 | 52487 | 47785 | 54643 | 55375 | 减：所得税 | 422 | 880 | 518 | 651 | 757 |
| 股本 | 1964 | 1964 | 1964 | 1964 | 1964 | 净利润 | 1372 | 2784 | 1553 | 1954 | 2272 |
| 资本公积金 | 9876 | 9876 | 9876 | 9876 | 9876 | 归属于母公司净利 | 1372 | 2784 | 1553 | 1954 | 2272 |
| 盈余公积金 | 792 | 1053 | 1226 | 1421 | 1649 | 每股净资产（元） | 8.89 | 10.15 | 10.59 | 11.49 | 12.55 |
| 未分配利润 | 2699 | 4454 | 5342 | 6513 | 7908 | 基本每股收益（元） | 0.70 | 1.42 | 0.79 | 0.99 | 1.16 |
| 一般风险准备 | 1533 | 2105 | 2401 | 2792 | 3246 | | | | | | |
| **归属于母公司权** | 17460 | 19934 | 20809 | 22566 | 24642 | | | | | | |
| **所有者权益合计** | 17460 | 20063 | 20809 | 22566 | 24642 | | | | | | |
| **负债及股东权益** | 53143 | 72551 | 68594 | 77208 | 80017 | | | | | | |

*资料来源：东兴证券研究所*

## 分析师简介

**齐瑞娟**

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银金融行业研究。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。