

一季报触底反弹，员工持股已完成

■事件：国元证券2016年实现营业收入34亿元（YoY -42%），归母公司净利润14亿元（YoY -50%）；2017年一季度实现营业收入7.9亿元（YoY +27%），归母公司净利润2.4亿元（YoY +13%）。2016年和2017年一季度，公司年化加权平均ROE分别为6.96%和4.64%。

■经纪业务深耕安徽，募资扩大信用交易规模。

(1) 经纪业务深耕安徽。2016年和2017年一季度公司分别实现代理买卖证券业务手续费及佣金净收入9.7亿元（YoY -63%）和1.9亿元（YoY -32%）。根据东方财富Choice统计（年报统计），公司2016年股基交易额达到2.5万亿元，市场份额为0.91%；2017年一季度股基交易额5117亿元，市场份额维持0.91%。根据测算，2016年公司佣金率为0.036%（YoY -1.4BP），略低于行业平均水平。公司加快新设网点建设工作，增强互联网投顾服务能力，形成线上线下联动发力；同时考虑到公司在安徽省内具有领先优势，预计2017年公司股基交易额3.7万亿元左右，市场份额升至0.95%左右。

(2) 拟募资30亿用于扩大信用交易规模。2016年和2017年一季度，公司分别实现利息净收入8.2亿元（YoY -26%）和2.7亿元（YoY +40%）。受市场整体行情变化和股票质押回购成为便捷的融资方式等因素的影响，公司两融业务和股票质押回购此消彼长，2016年公司融资融券余额107亿元（YoY -25%），股票质押回购余额50亿元（YoY +22%）。在定增方案中，公司计划募资30亿元用于扩大信用交易业务，预计2017年公司融资融券余额升至129亿元，股票质押回购余额66亿元。

■投行业务布局省内走向全国。2016年和2017年一季度，公司分别实现投行业务手续费及佣金净收入4.6亿元（YoY +42%）和0.7亿元（YoY +120%）。2016年公司把握多层次资本市场建设的契机，打造省内市场、省外市场两个“引擎”，全年完成IPO承销规模13.6亿元（YoY +82%），再融资承销规模147亿元（YoY +176%），债券承销规模122亿元（YoY +288%），新三板挂牌企业增发规模32亿元（YoY +352%）。根据证监会信息披露，截至2017年4月17日公司IPO排队项目10个，在中小券商中储备较为充足。考虑到公司投行实力不断增强、全资控股的安徽省股交中心积累的大量客户将成为公司投行业务来源，预计公司2017年投行业绩仍能保持较快的增长。

■自营规模有望扩大，资管规模破千亿。

(1) 公司自营注重防范风险，拟募资扩大规模。公司2016年和2017年一季度投资收益（包含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益）分别为8.7亿元（YoY -42%）和2.1亿元（YoY +121%）。面对债股双震荡的市场环境，公司固定收益业务注重防范信用风险，权益投资业务把握波段操作机会，取得了较好的收益。公司计划募资5亿元用于扩大自营投资的品种和规模，预计公司2017年自营业绩有望提升。

(2) 资管规模突破千亿。公司2016年和2017年一季度受托客户资产管理业务净收入分别为1亿元（YoY -23%）和0.2亿元（YoY +120%）；截至2016年末母管理客户资产总规模为1201亿元（YoY +45%），首次突破千亿规模。公司计划募资3亿元用于拓展资管业务，预计2017年公司资管规模升至1675亿元。

■拟定增增厚资本，员工持股完成。2017年2月公司发布非公开发行股票预案（二次修订稿），公司拟以不低于14.17元/股，非公开发行不超过2.97亿股，募集资金不超过42.14亿元。所募资金主要用于扩大信用交易业务、自营业务和资管业务的规模，提升业务实力。截止2017年一季度末，国元证券归母净资产达210亿元，定增后公司资本实力将大幅提高。公司已于2016年8月完成员工持股计划，员工共认购股票数量2956万股，占公司总股本比例为1.5%，总认购金额4.3亿元。员工持股完成后，公司利益将与员工利益互相绑定，有助于提升员工工作积极性。在定增与员工持股的双重催化下，公司业绩将快速发展。

■国企改革背景下，股东优势促进业务协同。第一大股东国元控股在此次定增中拟认购比例达17.3%，锁定期最短三年，彰显股东对公司未来发展的信心。国元控股是安徽国资委旗下的金控集团，拥有证券、信托、银行、保险、小贷、典当等多类金融资产。在国企改革背景下，股东优势将带来业务机遇，促进业务协同。同时公司在安徽省内具有丰富的客户资源和较明显的竞争优势，受益于国家中部崛起战略与皖江产业转移示范区战略，公司业务规模和排名有望实现提升。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价27.16元。我们预计公司2017-2019年的EPS为0.89元、1.07元和1.23元。

■风险提示：市场下行风险、企业经营不善风险、信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	5773	3376	4231	5003	5721
净利润	2784	1415	1757	2109	2410
每股收益(元)	1.42	0.72	0.89	1.07	1.23
每股净资产(元)	10.22	10.63	15.09	18.12	21.64
盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	15.01	29.53	23.91	19.82	17.34
市净率(倍)	2.08	2.00	1.41	1.17	0.98
净利润率	48.23%	41.93%	41.52%	42.15%	42.12%
净资产收益率	13.88%	6.78%	5.90%	5.92%	5.67%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

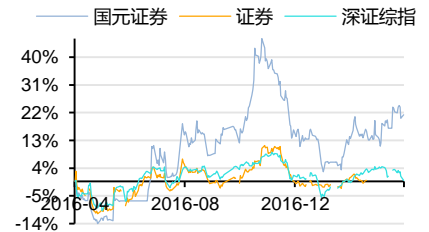
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价： 27.16元
股价(2017-04-17) 21.28元

交易数据

总市值(百万元)	41,796.05
流通市值(百万元)	41,796.05
总股本(百万股)	1,964.10
流通股本(百万股)	1,964.10
12个月价格区间	15.41/25.61元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.11	11.84	16.07
绝对收益	5.61	16.41	15.06

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

国元证券：国元证券公司快报	2016-11-08
国元证券：区域市场竞争激烈，国元集团资源整合	2016-08-22
国元证券：定增开启新里程	2016-07-08
国元证券：业务稳健增长，国企改革可期	2016-03-29

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	72,551	71,689	88,595	102,677	117,082	营业收入	5,773	3,376	4,210	5,003	5,721
客户资金存款	19,463	13,672	16,406	18,867	21,697	手续费及佣金净收入	3,092	1,589	2,042	2,251	2,555
自有货币资金	4,278	4,420	5,304	6,099	7,014	其中: 代理买卖证券业务净收入	2,606	968	1,354	1,437	1,592
客户备付金	3,836	2,655	3,185	3,663	4,213	证券承销业务净收入	325	463	504	592	695
自有结算备付金	394	271	325	374	430	资产管理业务收入	131	100	142	190	235
融出资金	15,194	12,227	14,673	17,608	19,368	利息净收入	1,106	822	1,106	1,346	1,535
交易性金融资产	1,432	1,313	1,575	1,811	2,083	投资净收益	1,884	1,579	1,343	1,721	1,964
衍生金融资产	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-295	-640	-297	-322	-345
买入返售金融资产	4,663	6,352	8,257	9,495	10,920	汇兑收益	-32	9	-1	-6	0
可供出售金融资产	19,273	25,045	30,054	34,562	39,747	其他业务收入	18	17	18	13	12
持有至到期投资	39	19	23	27	31	营业支出	2,120	1,599	2,016	2,357	2,694
其他资产合计	3,978	5,715	8,791	10,169	11,578	营业税金及附加	309	90	112	133	152
总负债	52,487	50,804	58,956	67,080	74,578	管理费用	1,801	1,485	1,852	2,201	2,517
应付短期融资款	5,040	8,136	9,763	11,228	12,912	资产减值损失	4	21	48	18	22
交易性金融负债	5,213	9,896	10,886	11,975	13,172	其他业务成本	7	4	4	4	3
衍生金融负债	-	-	-	-	-	营业利润	3,654	1,776	2,193	2,647	3,027
卖出回购金融资产款	5,718	4,285	5,142	5,914	6,801	加: 营业外收入	19	29	20	17	17
代理买卖证券款	23,236	16,496	18,970	21,816	23,997	减: 营业外支出	8	25	16	12	14
应付职工薪酬	562	398	483	549	611	利润总额	3,665	1,780	2,198	2,652	3,030
应付债券	10,485	9,492	10,916	12,554	13,809	减: 所得税费用	880	364	450	543	620
其他负债合计	2,233	2,099	2,795	3,046	3,276	净利润	2,784	1,415	1,748	2,109	2,410
所有者权益	20,063	20,885	29,639	35,597	42,504	减: 少数股东损益	0	10	12	15	17
股本	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964	归母公司净利润	2,784	1,405	1,735	2,094	2,393
少数股东权益	130	143	71	85	101	每股及估值指标					
归母公司净资产	19,934	20,742	29,568	35,512	42,403	每股盈利 (元)	1.42	0.72	0.89	1.07	1.23
ROAE	14.90%	6.97%	11.79%	6.47%	6.17%	每股净资产 (元)	10.22	10.63	15.09	18.12	21.64
ROAA	4.43%	1.96%	3.95%	2.21%	2.19%	市盈率 (倍)	15.01	29.53	23.91	19.82	17.34
杠杆率 (倍)	2.46	2.63	2.38	2.30	2.25	市净率 (倍)	2.08	2.00	1.41	1.17	0.98

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034