

审慎推荐-A (上调)

国元证券 000728.SZ

目标估值: 24-24 元  
当前股价: 21.28 元  
2017 年 04 月 18 日

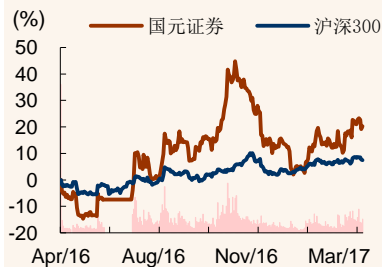
员工持股渐入佳境，业绩爆发拭目以待

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	196410
已上市流通股(万股)	196410
总市值(亿元)	418
流通市值(亿元)	418
每股净资产(MRQ)	10.7
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	71.1%
主要股东	安徽国元控股(集团)
主要股东持股比例	21.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	5	16
相对表现	1	-1	10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国元证券(000728)——投行、自营双向发力，员工持股+资本金扩充共绘佳绩》2016-10-26
- 2、《国元证券(000728)——员工持股完善激励机制，资本金扩充先发制人》2016-08-23
- 3、《国元证券(000728)——国改预期持续发酵，投行业绩大超预期》2015-10-28

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

马鲲鹏

021-68407836  
makunpeng@cmschina.com.cn  
S1090516030003

研究助理

王立备

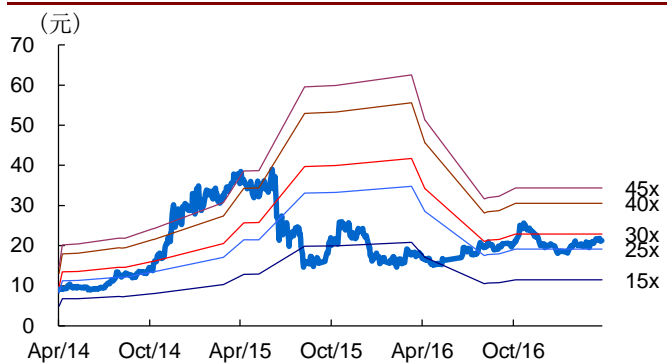
wanglibei@cmschina.com.cn

公司公布 2016 年报和 2017 年一季报, 2016 年营业收入 33.76 亿, 同比减 42%, 归母净利润 14.05 亿, 同比减 50%, EPS 为 0.72 元, 摊薄后 ROE6.96%; 2017 年 Q1 营收 7.91 亿, 同比增 27%, 归母净利润 2.42 亿。同比增 13%。

- **经纪深耕河南，丰富产品线，线上线下联动发展。** 16 年和 17Q1 经纪业务收入分别为 9.68 亿、1.86 亿, 同比-63%、-32%, 17 年受益市场交投情绪回暖, 经纪业务明显好转。16 年公司股基交易市占率 0.9%, 同比微降 4 个 BP, 17Q1 环比持平; 佣金率 3.86%, 同比下降 25%, 稍高于市场平均。随着市场活跃度回暖, 17 年经纪业务将有明显改善, 一季度苗头已现。
  - **投行一枝独秀，爆发大势所趋。** 投行业务打造省内市场、省外双“引擎”, 16 年收入 4.63 亿, 同比大增 42%, 收入占比上升至 14%。其中 IPO 承销额 13.55 亿(+82%)、再融资 147.16 亿(+176%)、债券 121.93 亿(+288%)、新三板增发 32.05 亿(+352%)。17Q1 投行突飞猛进, 收入同比暴涨 118% 至 0.72 亿, 是 Q1 业绩大涨的主要驱动因素。目前 IPO 储备 12 个, 行业第 14 位, 受益新股周周发政策, 储备将迅速向收入转化, 17 年将是投行之年。
  - **信用业务争先进位，17Q1 增幅明显。** 信用业务 16 年收入 8.22 亿, 同比降 26%, 其中两融余额 107.28 亿, 同比降 25%, 股权质押余额 49.64 亿, 同比增 22%; 17 年 Q1 收入 2.68 亿, 同比大涨 40%, 截至 3 月底两融余额 106 亿。未来定增筹集资金, 加大对业务的支持力度, 资产负债两端扩大利差空间, 信用业务有望取得超预期表现。
  - **自营业务崭露拐点。** 固收类自营防范信用风险, 权益类把握波段操作, 16 年投资净收益 8.74 亿, 同比降 42%, 远好于行业降幅; 17Q1 收入 2.14 亿, 同比大增 121%, 表现突出。公司自营仓位在行业中处于低位, 自营压力远远低于同业。
  - **投资建议：我们上调公司评级至审慎推荐，基于：1) 17 年业绩爆发可期，多业务线条提振收入；(2) IPO 储备丰富，投行大年毋庸置疑；(3) 员工持股计划落实，激发业务潜力。** 根据分部估值法给予公司 470 亿市值（经纪 113 亿、投行 100 亿、资管 19 亿、信用 100 亿、自营 138 亿），对应目标价 24 元，上升空间 15%，对应 17 年 28 倍 PE、2 倍 PB。
- 风险提示：市场活跃度下降、定增价低于现价

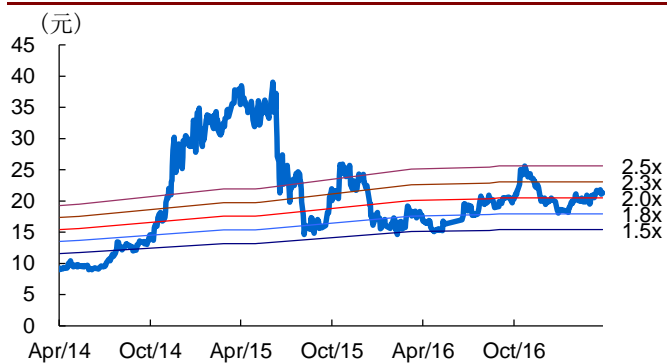
P	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,486	5,773	3,376	3,836	4,338
同比增长	75.62%	65.61%	-41.53%	13.63%	13.08%
营业利润(百万元)	1,795	3,654	1,776	2,101	2,426
同比增长	115.23%	103.53%	-51.38%	18.30%	15.47%
净利润(百万元)	1,372	2,784	1,405	1,673	1,931
同比增长	63.26%	106.59%	102.98%	-49.52%	19.06%
每股收益(元)	0.70	1.42	0.72	0.85	0.98
PE	29.94	14.75	29.22	24.54	21.27
PB	2.44	2.06	1.98	1.89	1.74

图 1：国元证券历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：国元证券历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

王立备，从事保险精算工作近四年，对保险行业具有深刻的理解，南开大学精算学硕士，大连理工大学工程力学学士。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。