

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2017年08月29日

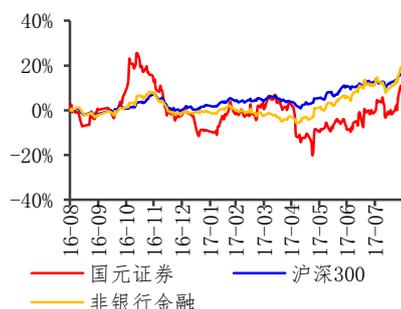
市场数据

目前股价	14.59
总市值（亿元）	429.84
流通市值（亿元）	429.84
总股本（万股）	294,615
流通股本（万股）	294,615
12个月最高/最低	17.15/10.45

分析师

赵浩然 0755-83511405
 Email: zhaohaoran@cgws.com
 执业证书编号: S1070515110002

联系人（研究助理）：
 刘文强 021-31829700
 Email: liuwq@cgws.com
 从业证书编号: S0550115110030

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

营收逆市增长，拟定增补血促公司大发展

——国元证券（000728）2017年半年报点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	3767.57	4262.22	4706.50
(+/-%)	11.6	13.1	10.4
净利润	1667	1994	2279
(+/-%)	18.6	19.6	14.3
EPS	0.57	0.68	0.77
PE	25.79	21.56	18.86

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件

近日国元证券发布2017上半年业绩报告，公司实现营业收入15.72亿元，同比增长12.03%；归属于上市公司股东的净利润5.14亿元，同比增长0.62%，较好地完成了各项经营目标。

■ 投资要点
■ 1. 营收结构持续优化，自营业绩贡献突出。

经纪和证券信用业务是公司主营业务的重头戏，两者合计占据总营收半壁江山。公司在实现营收同比增长的同时，营收结构明显优化，收入结构更为均衡，收入的稳定性进一步提高。

■ 2. 以IPO为重点，同时推动再融资、并购重组、新三板业务

上半年公司投行收入18.43亿元，同比增长11.73%。公司抓住新股发行审核加速的机遇，实现承销净收入13.73亿元，同比增长8.73%。

■ 3. 资管规模破千亿，主动管理规模有所提高。

上半年，公司资管业务净收入同比增长79.21%，资管规模1098.19亿元，其中集合资产管理规模196.34亿元，同比增长26.83%，注重主动管理规模的稳步提升，为资管回归主动管理打下基础。

■ 4. 自营与信用业务实现快速增长

公司实现自营业务收入3.59亿元，比上年同期增长205.42%；发生自营业务成本809.0万元，比上年同期下降10.48%；实现自营业务利润3.52亿元，比上年同期增长223.39%。公司实现信用业务净收入3.49亿元，同比下降13.48%；实现信用业务利润3.29亿元，同比下降12.41%。

■ 投资建议

公司员工持股完成，拟定增资本补血，后续发展前景可期。我们看好公司发展前景，预计 2017-2019 年的摊薄 EPS 分别为 0.57/0.68/0.77 元，对应市盈率分为 25.79/21.56/18.86 倍，首次覆盖，予以“推荐”评级。

■ 风险提示：市场大幅下跌风险；公司业绩不达预期风险。

目录

1. 事件.....	5
2. 事件点评.....	5
2.1 营收结构持续优化，自营业绩贡献突出.....	5
2.2 员工持股完成，拟定增资本补血，后续发展可期.....	6
3. 投资建议.....	7
4. 风险提示.....	7
附：盈利预测表.....	8

图表目录

图 1: 公司 2017H1 营收结构变化	5
图 2: 公司各项业务收入情况 单位: 亿元	6
表 1: 国元证券 2017H1 主要营收指标 (合并)	5
表 2: 公司募资用途	7

1. 事件

近日国元证券发布 2017 上半年业绩报告,公司实现营业收入 15.72 亿元,同比增长 12.03%;归属于上市公司股东的净利润 5.14 亿元,同比增长 0.62%,较好地完成了各项经营目标。

表 1: 国元证券 2017H1 主要营收指标 (合并)

指标	2017H1	2016H1	同比 (%)
营业收入 (亿元)	15.72	14.03	12.03
归属于上市公司股东净利润 (亿元)	5.14	5.11	0.62
归属于上市公司股东的扣非净利润 (亿元)	5.14	5.04	1.94
资产总额 (亿元)	730	717	1.82
归属于上市公司股东的净资产 (亿元)	206	207	-0.74
基本每股收益 (元/股)	0.17	0.18	-5.56
加权 ROE (%)	2.46	2.54	-3.15

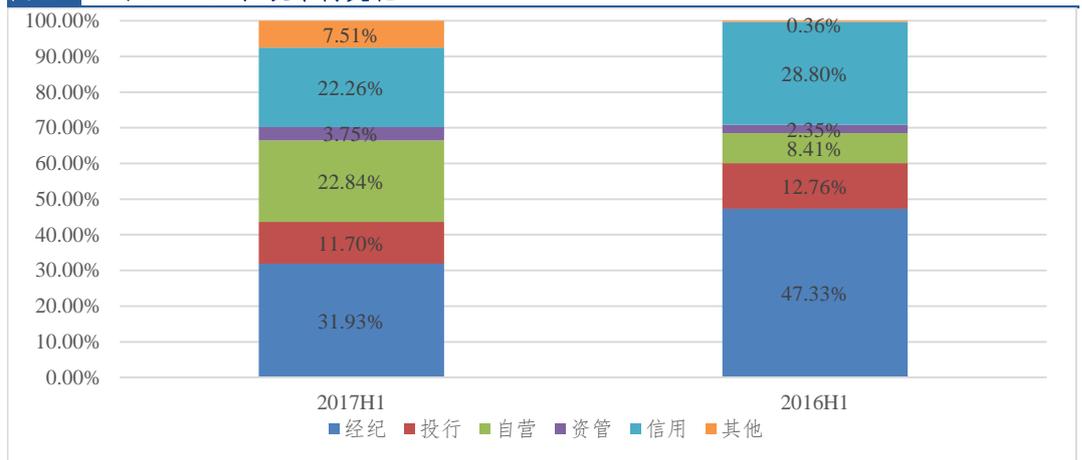
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2. 事件点评

2.1 营收结构持续优化, 自营业绩贡献突出

经纪和证券信用业务是公司主营业务的重头戏,两者合计占据总营收半壁江山。2017 上半年,公司经纪业务和信用业务营收占比双双下滑,尤其是经纪业务从去年同期的 47.33% 下降为今年的 31.93%。然而,自营业务收入占比从去年同期的 8.41% 显著提升到本报告期的 22.84%, 资管业务收入占比也有所提升。公司在实现营收同比增长的同时, 营收结构明显优化, 收入结构更为均衡, 收入的稳定性进一步提高。

图 1: 公司 2017H1 营收结构变化



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

- 受市场成交量低迷影响收, 公司经纪业务收入 5.02 亿元, 同比下降 24.40%, 主要系母公司经纪业务收入大幅下滑所致。母公司实现经纪业务收入 4.23 亿元, 同比下滑 31.49%。报告期内, 公司股基总成交市场份额 0.90%, 较去年同期减少 0.03 个百分点

点。随着市场活跃度逐渐回暖，以及公司努力探索财富管理路径，加大创新业务对经纪业务的支持力度，未来经纪业务收入稳定性有望得到提高。

- 以 IPO 为重点，同时推动再融资、并购重组、新三板业务，投行收入同比微增。公司抓住新股发行审核加速的机遇，上半年完成 3 单 IPO，在再融资收紧的情况下，以 IPO 为业务重点，同时完成了 3 个并购重组以及 16 家企业的新三板挂牌，此消彼长，投行业务收入同比增长 2.79%，目前，公司 IPO 储备家数 59，排名行业第 10，后续收入增长可期。
- 自营业务迎来爆发式增长，业绩贡献突出。上半年，公司实现自营业务收入 3.59 亿元，同比增长 205.42%，主要在于公司融资成本的降低以及对“一带一路”、“粤港澳”主题投资把握，还有新三板做市的稳健开展。其中，国元香港实现自营业务利润 1657.25 万元，国元创新实现投资业务利润 7457.94 万元。
- 资管规模破千亿，主动管理规模有所提高。上半年，公司资管业务净收入同比增长 79.21%，资管规模 1098.19 亿元，其中集合资产管理规模 196.34 亿元，同比增长 26.83%，注重主动管理规模的稳步提升，为资管回归主动管理打下基础。
- 信用业务增长优于行业平均水平。本报告期末，母公司信用业务余额 180.81 亿元，同比增长 23.75%，其中融资融券余额 111.51 亿元，同比增长 17.59%，远超沪深两市融资融券余额 3.08% 的同比增速。

图 2: 公司各项业务收入情况 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

2.2 员工持股完成，拟定增资本补血，后续发展可期

2016 年 8 月，公司顺利完成员工持股，建立和完善了劳动者与所有者的利益共享机制，改善了公司治理水平，提高了员工的凝聚力和公司竞争力，建立了员工的中长期激励约束机制，更好调动了员工工作积极性和创造性，为公司长期、持续、健康发展注入了强心剂。此外，今年 2 月公司发布非公开发行股票预案（修订），募集资金不超过 42.14 亿元。截至本报告期末，母公司净资本 112.07 亿元，定增完成后资本实力将进一步增厚，这有助于推动资本中介业务的发展，促进业务转型和创新，看好公司后期更好更快发展。

表 2: 公司募资用途

募集资金投资项目	具体使用金额
(1) 扩大信用交易业务规模, 增强公司盈利能力	不超过 30.00 亿元
(2) 扩大自营业务投资规模, 增加投资范围, 丰富公司收入来源	不超过 5.00 亿元
(3) 拓展证券资产管理业务	不超过 4.00 亿元
(4) 其他营运资金安排	不超过 3.14 亿元

资料来源: 数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

3. 投资建议

结合前期 6 月券商的初步公布合计营收数据看, 公司是为数不多实现正增长的券商, 我们看好公司的发展前景。预计公司 2017-2019E 的 EPS (摊薄) 分别为 0.57/0.68/0.77 元, PE 分别为 25.79/21.56/18.86, 首次覆盖, 予以“推荐”评级。

4. 风险提示

市场回调风险; 公司业绩不达预期风险; 定增推进不及预期风险

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入合计	3375.52	3767.57	4262.22	4706.50	收入贡献				
手续费及佣金净收入	1530.92	1286.25	1420.76	1583.50	经纪业务收入贡献	53.01%	50.22%	52.24%	51.17%
其中：代理买卖证券业务净收入	967.77	737.72	807.16	885.27	投行业务收入贡献	13.71%	11.52%	11.66%	12.16%
证券承销业务净收入	462.71	434.11	496.93	572.31	资管业务收入贡献	2.98%	3.04%	2.74%	2.68%
受托客户资产管理业务净收入	100.44	114.42	116.68	125.92	自营业务收入贡献	27.82%	32.88%	30.98%	31.52%
利息净收入	821.60	1154.46	1419.61	1522.86	其他业务收入贡献	2.49%	2.34%	2.38%	2.48%
投资收益 (损失以“-”号填列)	1578.55	1238.63	1320.40	1483.47	成长性				
营业支出合计	1599.32	1653.59	1734.25	1816.65	营业收入增长率	-41.5%	11.6%	13.1%	10.4%
业务及管理费	1484.79	1548.94	1616.00	1686.09	营业支出增长率	-24.6%	3.4%	4.9%	4.8%
净利润	1415.39	1678.53	2007.70	2295.40	代理买卖证券净收入增长率	-62.9%	-23.8%	9.4%	9.7%
归属于母公司股东的净利润	1405.40	1666.68	1993.53	2279.20	证券承销净收入增长率	42.2%	-6.2%	14.5%	15.2%
少数股东损益	9.99	11.85	14.17	16.20	受托客户资管净收入增长率	-23.3%	13.9%	2.0%	7.9%
其它综合收益	710.98	633.51	633.51	633.51	投资收益增长率	-16.2%	40.5%	23.0%	7.3%
综合收益总额	—	—	—	—	净利润增长率	-49.2%	18.6%	19.6%	14.3%
归属母公司股东的综合收益总额	—	—	—	—	综合收益总额增长率	—	—	—	—
归属少数股东的综合收益总额	—	—	—	—	总资产增长率	-1.2%	10.1%	7.6%	8.4%
资产负债表	(百万)				净资产增长率	4.1%	10.8%	4.6%	6.6%
货币资金和结算备付金	27971.97	21017.55	22064.97	22559.22	经营能力				
其他资产	43717.07	57929.28	62897.44	69518.22	业务及管理费/营业收入	43.99%	41.11%	37.91%	35.82%
资产总计	71689.04	78946.83	84962.42	92077.45	净利润/营业收入	41.93%	44.55%	47.10%	48.77%
代理买卖证券款	16495.81	15032.27	15032.27	15032.27	ROE	6.8%	7.3%	8.3%	8.9%
其他负债	34307.74	40775.67	45721.77	51230.33	ROA	2.0%	2.1%	2.4%	2.5%
负债合计	50803.55	55807.94	60754.05	66262.61	风险指标				
股本	1964.10	2946.15	2946.15	2946.15	总资产/净资产	3.43	3.41	3.51	3.57
归属母公司所有者权益	20742.07	22979.99	24042.12	25637.56	净资本/净资产	—	—	—	—
少数股东权益	143.43	158.91	166.25	177.28	每股指标 (元)				
所有者权益合计	20885.50	23138.89	24208.37	25814.84	摊薄 EPS	0.72	0.57	0.68	0.77
现金流量表	(百万)				每股净资产	10.56	7.80	8.16	8.70
经营活动现金流	—	—	—	—	每股经营现金流	—	—	—	—
投资活动现金流	—	—	—	—	每股经营现金/EPS	—	—	—	—
融资活动现金流	—	—	—	—	估值	2016A	2017E	2018E	2019E
汇率变动对现金的影响	—	—	—	—	PE	20.39	25.79	21.56	18.86
净现金总变化	—	—	—	—	PB	1.38	1.87	1.79	1.68

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

刘文强: 南开大学经济学博士, 2015 年 6 月-2017 年 3 月供职于东北证券战略规划部, 2017 年 4 月加入长城证券, 任非银金融行业研究助理。

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 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他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>