

公司研究/中报点评

2019年08月20日

非银行金融/证券 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.93
合理价格区间(元): 10.67~11.43

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

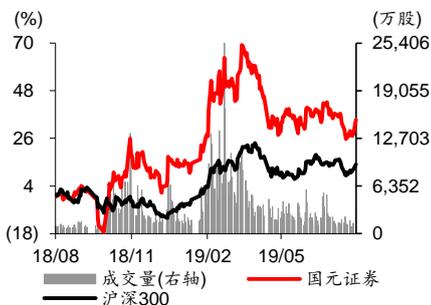
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《国元证券(000728,增持): 经纪投行拖累业绩, 稳健转型发展》2019.03
- 2《国元证券(000728,增持): 弱市环境承压, 谋转型促发展》2018.11
- 3《国元证券(000728,增持): 资管投资快速发展, 业务稳步向上》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

投资提振业绩, 稳健布局发展

国元证券(000728)

投资类业务提振业绩, 提高综合金融服务与风险防控能力

2019H1 归母净利润 4.3 亿元, 同比+87%; 营业收入 15.9 亿元, 同比+43%; EPS 为 0.13 元, 加权 ROE 为 1.72% (未年化), 和业绩快报基本一致。综合看来, 公司自营投资、投行、经纪业务收入增加驱动业绩向上。但 Q2 计提股票质押减值损失 2.24 亿元对业绩形成拖累, 导致单季度归母净利润仅 0.11 亿元。预计 2019-2021 年 EPS 0.26/0.33/0.39 元, BPS 7.62/ 7.73/7.87 元, 维持增持评级, 目标价 10.67 - 11.43 元。

经纪推动财富管理金融科技发展, 股票质押减值损失拖累业绩

经纪业务积极推动财富管理转型, 同时通过金融科技促进线上线下一体化。受市场交投活跃度提升影响, 公司 2019H1 经纪净收入 3.7 亿元, 同比+19%。证券信用业务中, 两融业务不断加强市场拓展和客户营销, 2019H1 末境内融出资金较上年末+23%。股票质押强化风险准入, 2019H1 末股票质押式回购余额较上年末-22%。但公司上半年发生股票质押减值损失 2.2 亿元, 成为拖累 Q2 业绩的主要因素。2019H1 利息净收入 6.04 亿元, 同比+116%, 主要受会计准则将债权投资、其他债权投资利息收入由投资收益调整至利息收入影响。剔除准则调整影响后, 利息净收入同比-25%。

自营业绩驱动业绩向上, 投行把握市场变革契机

自营权益类投资坚持价值投资理念; 固收类投资在严格控制风险前提下稳步提升投资规模。此外公司正式开始施行新金融工具会计准则。2019H1 自营净收入 (投资净收益+公允价值变动收益-对联营合营投资收益) 3.17 亿元, 同比+32%。剔除利息变动的会计准则调整影响后, 自营净收入同比+195%, 驱动业绩增长。投行业务着力提升项目筛选与识别能力、定价与销售能力, 同时积极拓展创新业务。根据公司披露, 上半年母公司合计承销 124 亿元, 同比+60%。2019H1 投行净收入 2.1 亿元, 同比+39%。

资管规模收缩、持续推动转型, 国际业务全面扎实开展

资管业务以净值化管理为转型方向, 持续提高主动管理能力, 不断提升产品设计与销售能力。2019H1 资管净收入 0.36 亿元, 同比+15.3%。2019H1 末母公司资管规模 765 亿元, 同比-22%。其中, 集合规模 160 亿元, 同比-13%; 定向类规模 583 亿元, 同比降幅显著, 达-26%。公司通过子公司国元国际布局国际市场。2019H1 境外业务收入 1.05 亿元, 占营收 6.6%。

地域优势鲜明, 维持增持评级

公司背靠安徽省属金控平台国元金控, 地域优势鲜明。因市场环境边际变化, 下调公司盈利预测, 2019-2021 年 EPS 0.26/0.33/0.39 元 (前值 0.32/0.40/0.47 元), 对应 PE 34、27 和 23 倍。预测 2019-2021 年 BPS 7.62/ 7.73/7.87 元 (前值 7.65/7.81/8.00 元), 对应 PB 1.17、1.15 和 1.13 倍, 可比公司 2019PBwind 一致预期平均数 1.30。考虑公司股东优势显著, 给予溢价至 2019PB 1.4~1.5 倍, 目标价 10.67 - 11.43 元, 维持增持评级。

风险提示: 业务开展不及预期, 市场波动风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,365
流通 A 股 (百万股)	2,946
52 周内股价区间 (元)	5.57-11.40
总市值 (百万元)	30,053
总资产 (百万元)	83,838
每股净资产 (元)	7.30

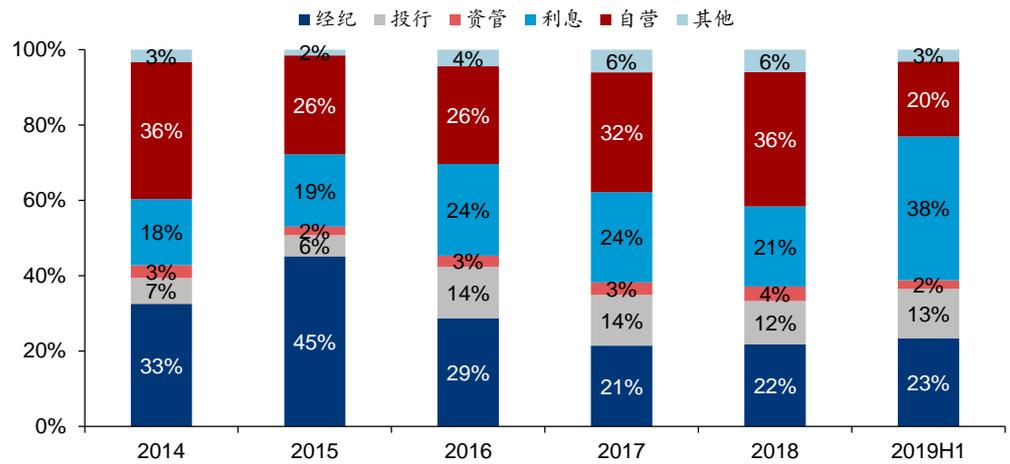
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,511	2,538	3,115	3,584	4,098
+/-%	4.00	(27.71)	22.75	15.06	14.34
归属母公司净利润 (百万元)	1,204	670.37	887.61	1,104	1,325
+/-%	(14.35)	(44.31)	32.41	24.33	20.08
EPS (元, 最新摊薄)	0.36	0.20	0.26	0.33	0.39
PE (倍)	24.97	44.83	33.86	27.23	22.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 国元证券各业务净收入结构图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 国元证券行业可比公司 PE、PB wind 一致预期

机构	代码	EPS(2019E)	BPS (2019E)	PE (2019E)	PB (2019E)
东方证券	600958.SH	0.39	7.76	26.47	1.34
兴业证券	601377.SH	0.29	5.12	21.73	1.24
国金证券	600109.SH	0.45	6.89	20.17	1.32
中位数				22	1.32
平均数				23	1.30

注：股价取自2019年8月19日

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 国元证券盈利预测表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入	3,511	2,538	3,115	3,584	4,098
手续费及佣金净收入	1,400	960	1,133	1,199	1,338
经纪业务手续费净收入	751	552	673	726	824
投资银行业务手续费净收入	475	292	376	398	436
资产管理业务手续费净收入	115	97	82	75	78
利息净收入	843	540	1,088	1,141	1,231
投资净收益	1,871	1,613	993	1,149	1,355
对联营企业和合营企业的投资收益	100	78	54	78	96
公允价值变动净收益	-654	-630	-127	65	140
汇兑净收益	17	9	-5	-6	-7
其他收益	0	10	5	8	9
其他业务收入	33	34	29	29	33
二、营业支出	1,958	1,697	1,967	2,176	2,413
税金及附加	35	53	64	81	91
管理费用	1,780	1,470	1,491	1,864	2,131
资产减值损失及信用减值损失	130	161	395	212	170
其他业务成本	13	13	17	18	20
三、营业利润	1,552	841	1,148	1,409	1,685
加：营业外收入	23	16	13	14	15
减：营业外支出	18	22	0	0	0
四、利润总额	1,557	835	1,161	1,423	1,700
减：所得税	344	165	269	308	363
五、净利润	1,214	671	892	1,115	1,337
减：少数股东损益	10	0	5	11	13
归属于母公司所有者的净利润	1,204	670	888	1,104	1,325
六、每股收益	0.36	0.20	0.26	0.33	0.39

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：国元证券 BPS 预测表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司净利润（百万元）	1,204	670	888	1,104	1,325
分红率	42%	75%	65%	65%	65%
归属于母公司所有者权益（百万元）	24,636	25,329	25,639	26,026	26,490
股本（百万）	3,365	3,365	3,365	3,365	3,365
BPS（元）	7.32	7.53	7.62	7.73	7.87

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

注：归属于母公司所有者权益（预测）=上期归属于母公司所有者权益+本期归属母公司净利润*（1-分红率）

图表5：主要假设变动一览表

	2019E		2020E		2021E		备注
	当前预测	预测前值	当前预测	预测前值	当前预测	预测前值	
市场股基日均成交规模（万亿元）	6000	7000	6500	7200	6600	7500	交投回落，下调成交规模
公司股基交易量市场份额	0.75%	0.85%	0.83%	0.90%	0.83%	0.90%	公司股基交易市占率下滑
公司平均佣金率	0.03%	0.04%	0.03%	0.04%	0.03%	0.04%	佣金率下滑，下调佣金率
市场两融日均规模（亿元）	9000	9500	9500	10000	9700	11000	市场风险偏好下行，下调两融规模
公司管理费费率	59%	58%	58%	57%	56%	55%	管理费用刚性，收入下滑费率提升

资料来源：华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com