

国元证券 (000728)

盈利稳步提升，场外衍生品与国企改革打开估值空间

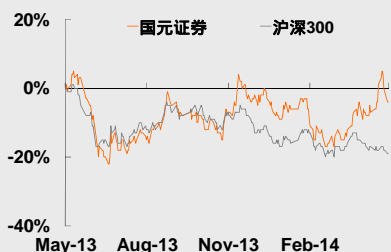
强烈推荐 (上调)

现价：9.87 元

主要数据

行业	平安非银金融
公司网址	www.gyzq.com.cn
大股东/持股	安徽国元控股(集团)有限公司/23.55%
实际控制人/持股	安徽省国资委/0.67%
总股本(百万股)	1,964
流通 A 股(百万股)	1,964
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	194.00
流通 A 股市值(亿元)	194.00
每股净资产(元)	8.08
资产负债率(%)	50.4

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

缴文超
投资咨询资格编号
S1060513080002
01059730729
jiaowenchao233@pingan.com.cn

研究助理

刘欣琦
一般证券从业资格编号
S1060113090035
01059730725
Liuxinqi871@pingan.com.cn

投资要点

■ 资金配置优化，创新增长迅速，盈利能力逐步提升

国元证券是安徽省国资委旗下的重要金融资产。公司 01 年成立，07 年借壳登陆 A 股，09 年融资 99 亿，历经 13 年的发展已经成为行业一家中型综合性券商，各项经营指标位居行业 20 位左右。近年来管理层致力于提升公司盈利能力，资金使用效率持续提升，货币资金的占比从 11 年的 34% 下降到 13 年的 5%；以股权质押为代表的创新业务规模也迅速增长，股权质押业务排名行业十名左右。因此，公司的盈利能力持续提升，ROE 从低于行业向行业中枢靠拢，预计未来将达到行业中上水平。

■ 与 Wind 合作共同开拓场外衍生品市场

根据海外经验，场外衍生品市场规模是场内衍生品的 10 倍，根据目前我国场内衍生品收入做静态测算，未来场外衍生品的收入空间约为 1400 亿。Wind 拥有 90% 以上的国内机构客户和 75% 的 QFII 客户，具有开展场外衍生品业务的客户基础。国元证券与 Wind 的业务合作将场外衍生品作为突破点，如公司能以此为契机，抢占 5% 的场外衍生品市场，则将带来相当于 13 年公司总收入 3.5 倍的新增收入，利于公司长期业绩的提升。

■ 大股东推进改革，有望激发国元证券的增长潜力

目前安徽省国企改革正在紧锣密鼓的进行之中，国元证券的大股东国元控股(集团)拥有省国资委旗下大部分金融资产，极有可能成为安徽省国企改革的范本，预计未来在引入战略投资者和推动集团整体上市方面将有所行动。大股东治理结构的改善，将有助于国元证券激励政策的推进，从而有利公司长期业绩的提升。

■ 投资建议：股价具有足够的安全边际，催化剂蓄势待发

国元证券以往盈利能力低于行业平均，压制公司估值水平，公司目前对应 14 年的 PE21 倍，PB1.2 倍，低于行业平均及可比券商。但随着资金使用效率的提升和创新业务的快速增长，公司 ROE 将逐步提升至行业中上水平。基本面持续回暖，估值却处于低位，公司股价具有足够安全边际。此外，与 Wind 在场外衍生品的及早布局有望推动长期盈利能力提升，安徽省国企改革也有望优化国元证券的公司治理，这都将成为股价的催化剂。基于以上理由，上调公司评级由“推荐”至“强烈推荐”。参照行业和可比券商估值水平，给予公司 14 年 30 倍 PE，目标价 13.94 元

■ 风险提示：

金融资产价格波动对自营业务影响。

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,775	1,531	1,985	2,419	2,714
YoY(%)	-20.8	-13.7	29.6	21.9	12.2
净利润(百万元)	563	407	664	913	1,118
YoY(%)	-39.2	-27.7	63.3	37.4	22.5
ROE(%)	3.8	2.7	4.3	5.8	6.7
EPS(摊薄/元)	0.29	0.21	0.34	0.46	0.57
P/E(倍)	35.0	47.7	29.2	21.2	17.3
P/B(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

正文目录

一、公司简介：依托安徽国资委的省内大型券商	4
1.1 13 年磨一剑，跻身中型券商之列	4
1.2 安徽省国资背景，依托大型金融控股平台	5
1.3 6 家专业子公司提供全方位金融服务	6
二、基本面：资金效率提升+创新迅猛增长，ROE 逐步提升	7
2.1 经纪业务理性布局，受佣金率下滑影响较小	7
2.2 投行业务省内优势明显，利好公司资本中介业务发展	8
2.3 依托快速发展的省内经济，资管业务将成为未来发展重点	9
2.4 自营结构持续改善，收益率逐步抬升	10
2.5 资金优势+资源优势推动公司资本中介业务快速增长	12
2.6 多项业务齐发力，盈利能力逐步抬升	13
三、及早布局场外衍生品、深涉国企改革，助力估值提升	15
3.1 与 Wind 合作及早布局场外衍生品业务	15
3.2 国企改革有利激发国元证券业绩增长潜力	16
四、投资建议：安全边际充足，股价催化剂蓄势待发	17
4.1 ROE 逐步提升，估值低于可比券商，股价具有安全边际	17
4.2 与 Wind 合作以及国企改革将显著提升公司估值水平	17
4.3 参考可比券商，给予目标价 13.94 元，上调至“强烈推荐”评级	18
五、风险提示	18

图表目录

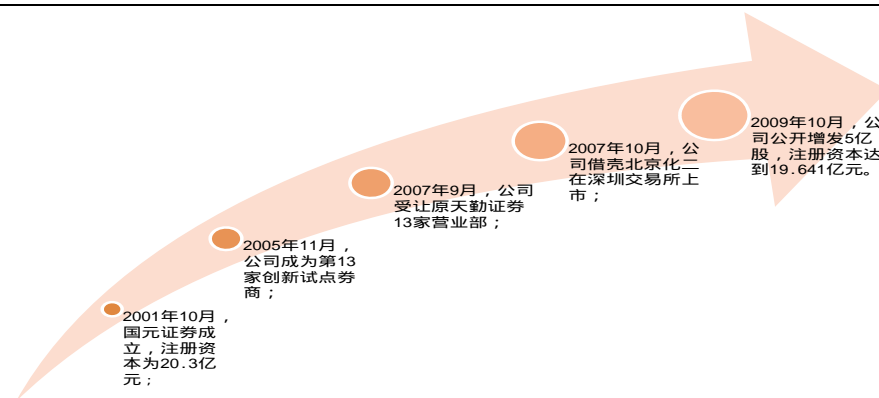
图表 1	国元证券大事记.....	4
图表 2	国元证券主要财务指标排名	4
图表 3	国元证券股东结构	5
图表 4	国元控股旗下金融资产	5
图表 5	国元证券组织结构	6
图表 6	国元证券收入结构日趋多元化	6
图表 7	国元证券经纪业务收入区域构成	7
图表 8	国元证券佣金率水平与行业基本持平	8
图表 9	国元证券的经纪业务收入占比低于可比券商	8
图表 10	国元证券省内项目市场份额较高	9
图表 11	国元证券资产管理业务规模结构	9
图表 12	国元证券资管业务的主要产品	10
图表 13	国元证券近年来资金使用效率显著提升	11
图表 14	国元证券自营资产结构日趋多元化	11
图表 15	国元证券自营业务收益率已经超越行业平均	12
图表 16	各家上市券商资本中介业务利息收入占比	12
图表 17	国元证券资本中介业务规模及市场排名	12
图表 18	国元证券股权质押和约定购回业务规模增长迅速	13
图表 19	融资融券业务高速发展	13
图表 20	国元证券财务预测主要假设	14
图表 21	国元证券 14~15 年财务指标预测	14
图表 22	Wind 的主要产品	15
图表 23	全球场外衍生品与场内衍生品规模对比	15
图表 24	国元证券场外衍生品业务的收入弹性测算	16
图表 25	国元证券的历史估值水平远低于行业	17
图表 26	国元证券 ROE 逐步提升并接近行业平均	17
图表 27	国元证券及可比券商估值对比	18

一、公司简介：依托安徽国资委的省内大型券商

1.1 13年磨一剑，跻身中型券商之列

2001年10月，国元证券由原安徽省国际信托投资公司和原安徽省信托投资公司作为主发起人创办，成为注册地设立在安徽省的第二家证券公司。由于公司注册资本较为充裕，且依托安徽省国资委这个大平台，在成立之初实现了快速发展。2005年11月，经从事相关创新活动证券公司评审委员会第六次会议评审通过，公司成为第13家创新试点券商。2006年6月，国元证券（香港）有限公司成立，为国元证券的全资附属公司，是中国证监会批准成立的首家境外证券公司。2007年10月，公司借壳北京化二股份有限公司在深圳交易所上市，成为国内证券市场上第五家上市证券公司。2009年10月，公司公开增发5亿股，融资99亿用于支持公司业务发展。

图表1 国元证券大事记



资料来源：公司年报，平安证券研究所

经过13年的发展，国元证券已经从一家区域性券商发展成为一家业务范围遍及全国综合性证券公司。根据证券业协会披露的数据，国元证券大多数经营指标位于行业前20位左右，已经跻身中型券商之列。

图表2 国元证券主要财务指标排名

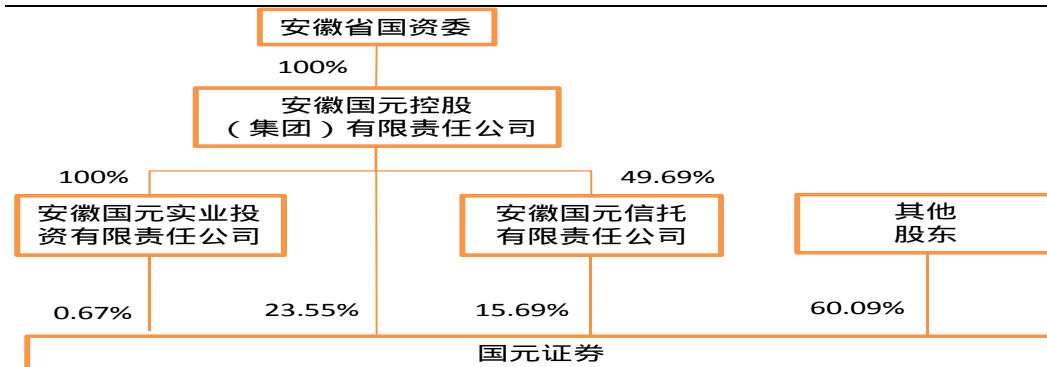
指标（排名）	2011	2012	2013
总资产	20	21	22
净资产	11	12	13
营业收入	22	23	24
手续费收入	28	24	23
投行业务	14	21	28
资产管理业务收入	未进入行业前 33 位	未进入行业前 41 位	--

资料来源：证券业协会，平安证券研究所

1.2 安徽省国资背景，依托大型金融控股平台

国元证券目前的实际控制人是安徽省国资委，安徽省国资委通过国元控股、国元信托以及国元实业投资公司间接持有公司39.91%的股份。第一大股东是持有安徽省国资委旗下大部分金融资产的国元控股（集团）。

图表3 国元证券股东结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

十八届三中全会结束之后，安徽省便着手推进国企改革。目前包括江淮汽车和安凯客车在内的上市公司已经发布公告，江汽集团拟通过重大资产重组方式实现整体上市。预计未来包括引入战略投资和推动集团整体上市为主要手段的安徽省国企改革将会更加快速的推进。

国元控股（集团）是公司的第一大股东，持有公司23.55%的股份。作为安徽省属国有独资大型投资控股企业，持有大部分的省国资委金融资产，极有可能成为安徽省国企改革的一个标杆企业。无论国元控股（集团）未来是引入战略投资者还是推动集团的整体上市，作为集团旗下最重要的金融资产，国元证券的公司治理也将改善，未来的激励机制将会更加市场化、业绩增长潜力有望被激发。

图表4 国元控股旗下金融资产

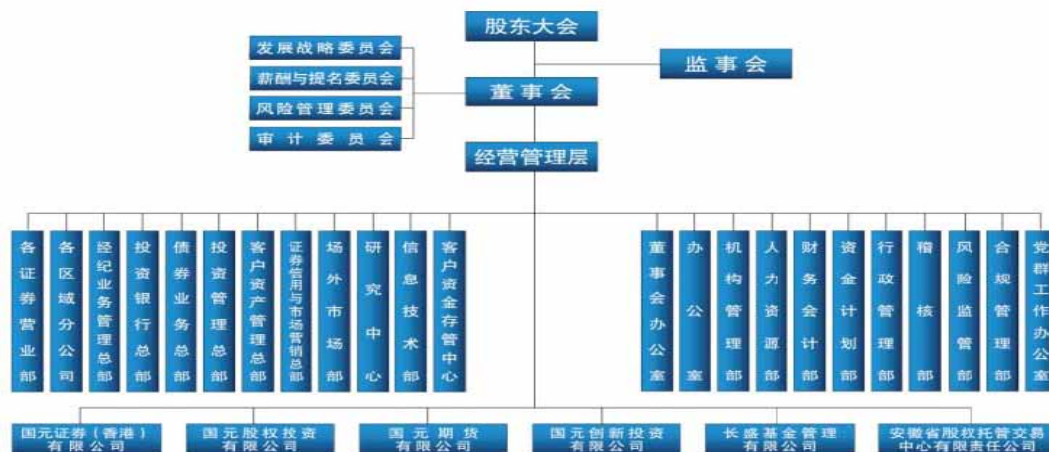
- 证券 Securities**: 国元证券股份有限公司是经中国证监会批准成立的综合类证券公司，成立于2001年10月，2007年10月，公司在深交所成功上市（股票代码000728），为国内第一家上市券商，安徽第一家金融类上市公司，20...
- 信托 Trust**: 安徽国元信托有限责任公司是经中国银行业监督管理委员会批准设立的非银行金融机构，由安徽国元控股（集团）有限责任公司发起设立，创立于2001年12月29日，公司注册资本20亿元人民币，经营范围广泛，信...
- 保险 Insurance**: 国元财产保险股份有限公司是经中国证监会批准第一家总部设在安徽的财产保险公司，由安徽国元控股（集团）有限公司发起设立，由国元集团等15家国有企业共同出资设立，2008年1月28日开业，注册资本10亿元人民币，注册地...
- 投资 Investment**: 安徽国元投资有限公司成立于2008年4月，是由国元集团等7家股东共同出资设立，注册资本10亿元人民币，注册地安徽省合肥市，公司经营范围包括：金融股权投资、房产及医疗设备租赁、证券投资、委托贷款...
- 合作创新发展**: 根据集团发展战略及关于建立集团各成员公司之间合作创新发展长效机制工作的指导意见和集团2017年工作要点要求，集团结合各成员公司业务开展实际，构建合作创新发展平台，密切实控各成员公司之间的合作创新发展...

资料来源：公司网站，平安证券研究所

1.3 6家专业子公司提供全方位金融服务

国元证券控股和参股了6家公司，给客户提供全方位的证券金融服务。通过母公司开展经纪、自营、资管、投行、融资融券、股权质押等业务；设立国元证券（香港）开展海外业务；设立国元股权投资有限公司开展PE业务；通过国元期货开展期货经纪和投资咨询业务；设立国元创新投资公司开展另类投资业务；通过长盛基金管理有限公司开展投资基金业务；同时，公司参股安徽省股权托管交易中心，办理非上市企业股权转让和托管业务。

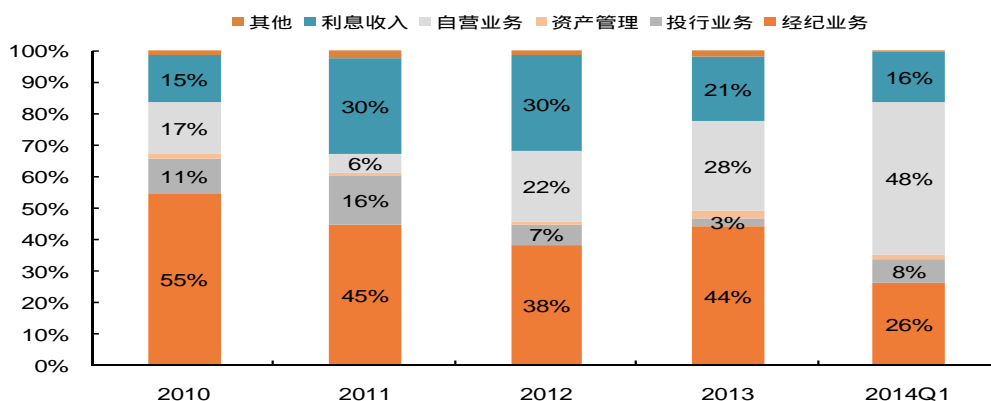
图表5 国元证券组织结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

随着旗下子公司业务的逐步开展，国元证券的收入结构逐步多元化，包括直投公司、创新投资公司等开始形成显著的业绩贡献。根据14年一季报的财务数据，国元证券的经纪业务收入占比已经下滑到26%，而大自营业务由于直投公司、创新投资公司的业务发展，收入占比提升到了48%。

图表6 国元证券收入结构日趋多元化



资料来源：公司年报，平安证券研究所

二、基本面：资金效率提升+创新迅猛增长，ROE逐步提升

国元证券虽注册地在安徽省内，但公司自成立以来一直致力于扩张业务经营范围，经纪业务中有近一半来自安徽省外，这也使得公司的佣金率水平显著低于可比上市券商；此外，由于公司业务结构日趋多元化，14年一季度经纪业务收入占比仅为26%，与其他可比上市券商相比，受行业整体佣金率下滑的负面影响较小。

近年来公司资金使用效率持续提升，目前账面货币占比已经从11年的34%下降到14年一季度的5%，大部分以往的闲置资金被配置在资本中介业务和固定收益类资产上，对于公司利息收入和投资收益的提升具有积极意义。

安徽省内35%的企业IPO由国元证券（及其主要股东）担任主承销商，这使得国元证券与省内企业形成了良好的合作关系，这为国元证券开展股权质押业务提供了客户基础。此外，由于国元证券资金较为充裕，因此以股权质押为代表的资本中介业务的规模增速较快且市场排名行业前十左右。

综合来看，随着资金配置效率的提高以及资本中介业务的快速发展，公司过去几年ROE低于行业的状况有望得到扭转，ROE将呈现向上趋势并逐步向行业平均看齐，预计最终能达到行业中上水平。

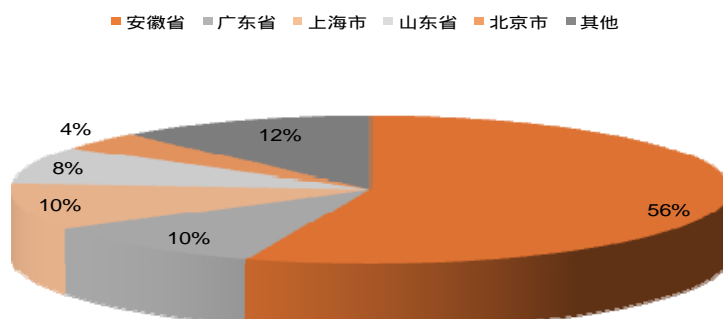
2.1 经纪业务理性布局，受佣金率下滑影响较小

行业综合治理结束之后，监管层对于营业部设立的限制有所松绑，同时随着非现场开户政策的推出、网络券商的业态逐步成型，对经纪业务佣金率造成较大冲击。2014年1季度上市券商的平均佣金率（含海外经纪业务）为万分之8.02，比13年全年相比下滑了6.76%。

由于此前安徽省的行业竞争并不十分激烈，安徽省的佣金率水平高于行业平均水平，经纪业务收入主要在安徽省内（11~13年经纪业务收入的94%，90%和87%来自安徽省内）的华安证券11~13年的佣金率分别为0.123%，0.112%和0.109%。

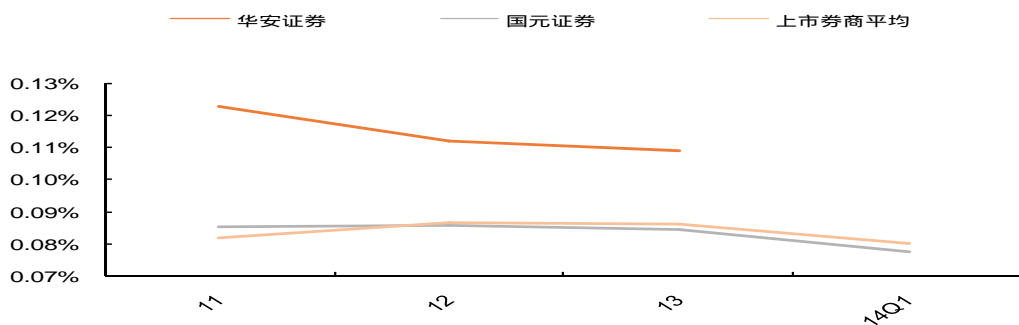
国元证券及早认识到经纪业务的发展趋势，注重省外客户的开拓。目前，公司的经纪业务收入有接近一半来自安徽省外，因此公司的佣金率显著低于其他可比上市券商，未来公司经纪业务受监管放松以及网络券商的影响较小。

图表7 国元证券经纪业务收入区域构成



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表8 国元证券佣金率水平与行业基本持平



资料来源：公司年报，公司招股说明书，平安证券研究所

另一个值得注意的是公司近年来持续进行收入结构调整，目前通道类经纪业务收入占比已经大幅下降，14年一季度国元证券经纪业务收入占比仅为26%，显著低于同类可比券商。经纪业务收入比重较低，使得公司整体业绩受行业整体佣金率下滑的影响较小。

图表9 国元证券的经纪业务收入占比低于可比券商

	2012	2013	2014Q1
国元证券	38%	44%	26%
西南证券	30%	28%	18%
长江证券	45%	49%	44%
东北证券	47%	44%	32%
国金证券	29%	41%	24%
东吴证券	42%	52%	36%
国海证券	47%	52%	45%
山西证券	43%	46%	35%
方正证券	40%	43%	44%
行业平均	35%	43%	36%

资料来源：公司年报，平安证券研究所

2.2 投行业务省内优势明显，利好公司资本中介业务发展

由于安徽省国资委的背景，国元证券在安徽省企业的投行业务上具有一定优势。根据Wind的统计，安徽省一共有81家企业IPO，共募集资金382.76亿。其中，国元证券（含早年安徽省信托投资公司及安徽省国际信托投资公司）担任主承的项目共有28家，募集资金为130.18亿，分别占到省内IPO项目数和募集资金的35%和34%。

图表10 国元证券省内项目市场份额较高

企业注册地	安徽省内企业	国元证券	国元证券占比
上市家数	81	28	35%
募集资金	382.76	130.18	34%

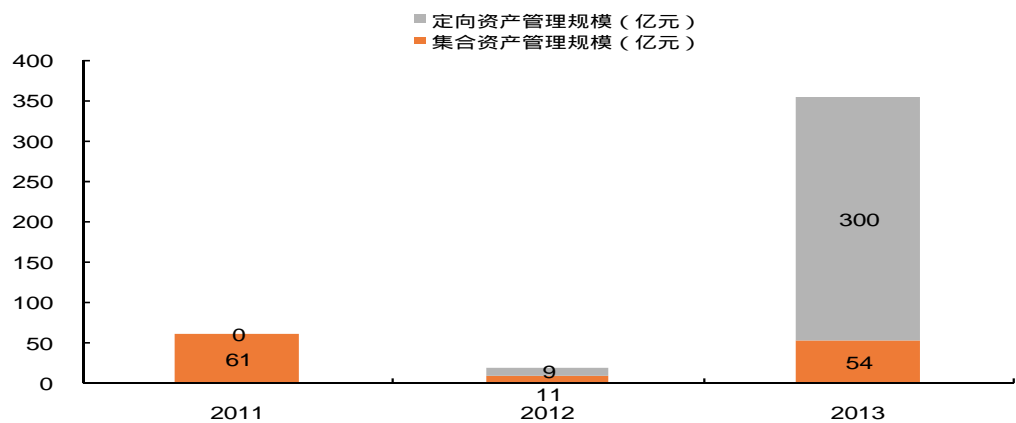
资料来源：Wind，平安证券研究所

省内IPO项目较多，为公司积累了大量的省内企业客户资源，这为国元证券股权质押和约定购回业务提供了客户基础。

2.3 依托快速发展的省内经济，资管业务将成为未来发展重点

资产管理业务将是未来公司将会重点发展业务之一。国元证券13年底的受托管理资产规模为353.44亿，其中集合资产管理规模53.58亿，同比增长410%，定向资产管理规模从12年的9.47亿上升到299.86亿。

图表11 国元证券资产管理业务规模结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

国元证券资管产品特别是集合资产管理产品业务线丰富，包括主动管理类的黄山系列、以定增为主要投资对象的国元定增系列以及现金管理类的元增利系列。

图表12 国元证券资管业务的主要产品



资料来源：公司网站，平安证券研究所

安徽省近年来经济发展速度较快，13年GDP已经达到19038.9亿排名全国14位，增速达到10.4%排名全国11位；13年安徽省城镇人均可支配收入23114元，同比增长9.9%，同样快于全国平均。这给国元证券的集合和定向资产管理业务提供了良好的经济基础。目前国元证券集合类资管规模约为45亿排名行业26位，13年底定向资产管理规模仅为300亿左右，在19家上市券商中排名第12位。国元证券2012年曾提出未来5年，主要经营指标计划进入行业前20。目前，资管业务是公司比较薄弱的一块业务，预计将成为未来重点发展的业务。

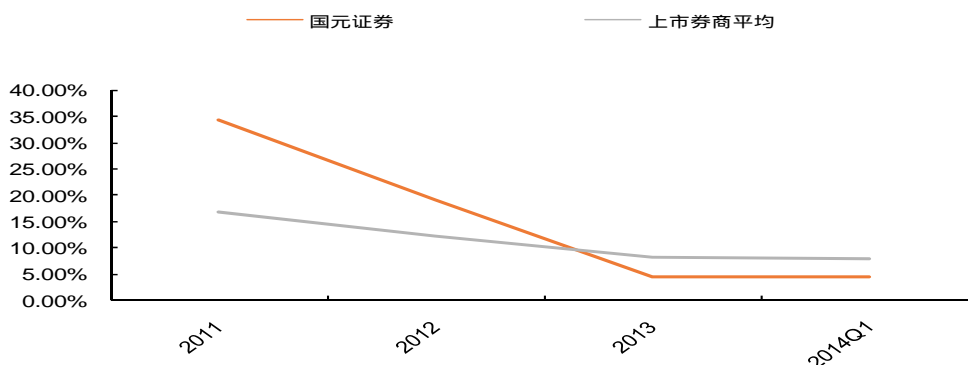
考虑到公司的资源优势、安徽省快速增长的经济发展速度及人均可支配收入。预计未来公司的资产管理的规模和收入都将呈现快速增长态势。

2.4 自营结构持续改善，收益率逐步抬升

国元证券近年来自营业务收入占比持续提升，14年一季度公司自营业务的收入占比达到48%。自营收入的增长主要源于资金配置效率和自营收益率的提升。

近年来，国元证券资金配置的效率显著提升，货币资金占比已经从11年底的34%下降到14年一季度的5%，资金被有效的配置在自营资产及资本中介业务，用于提升公司盈利能力。

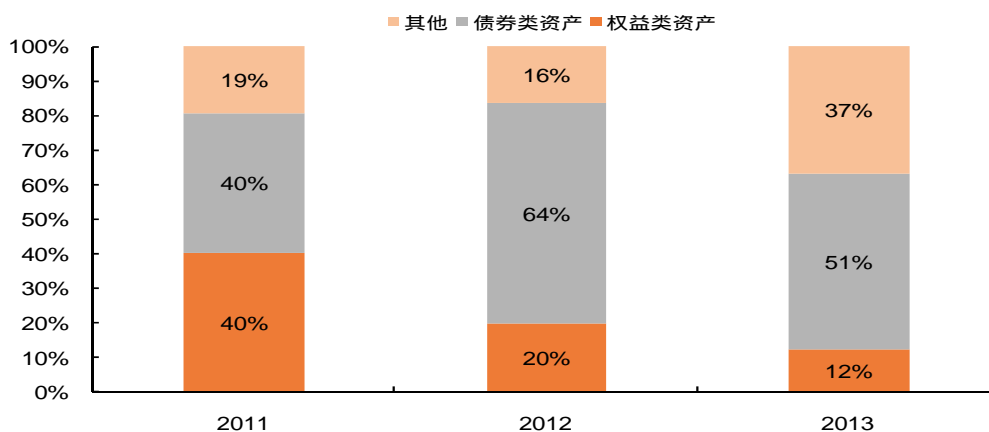
图表13 国元证券近年来资金使用效率显著提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

此外，国元证券自营资产的结构也出现多元化趋势，在股市难以出现趋势性机会的情况下有利于公司整体自营收益率处于较高且较稳定的水平。其中公司权益类资产的占比出现了显著下降，11~13年权益类资产的占比分别为40%、20%和12%；固定收益类资产的占比分别为40%、64%和51%；其它类资产的占比分别为19%、16%和37%。

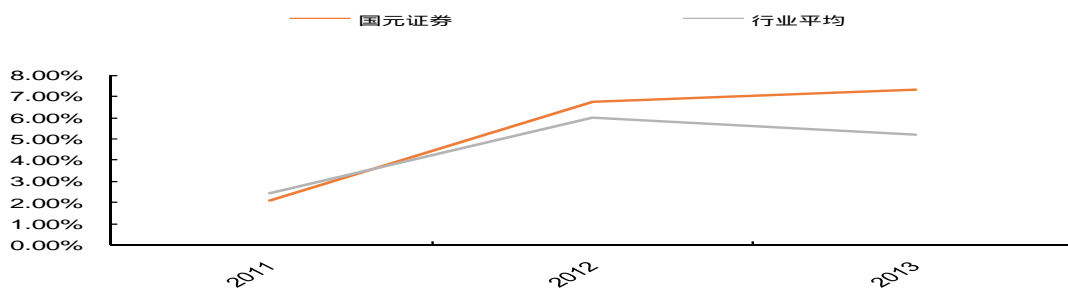
图表14 国元证券自营资产结构日趋多元化



资料来源：公司年报，平安证券研究所

自营资产结构的优化也体现在收益率水平上，11~13年公司自营业务的收益率分别为2.11%、6.75%和7.33%，自营收益率已经超越行业平均水平。

图表15 国元证券自营业务收益率已经超越行业平均

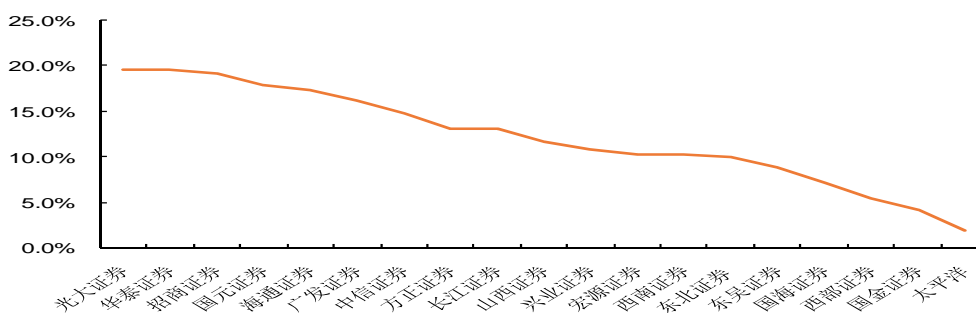


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.5 资金优势+资源优势推动公司资本中介业务快速增长

由于公司资金相对充裕，且承销了安徽省内1/3以上企业的IPO业务。因此，为场内股权质押业务及融资融券业务打开了空间，13年国元证券股权质押和融资融券的利息收入占总收入的比重达到18%，位居上市券商第四位。

图表16 各家上市券商资本中介业务利息收入占比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

其中，股权质押业务和约定购回类业务和约定购回业务是公司创新业务的亮点。截止到14年4月30日，未购回约定购回业务标的券的交易市值为9.57亿，排名行业第3位；未解压的股权质押业务抵押物的市值达到97.5亿，排名行业第11位；融资融券规模达到44.56亿，排名行业第20位。

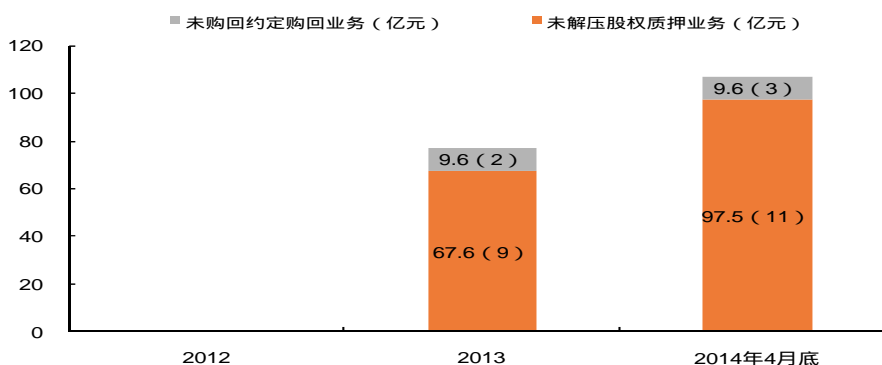
图表17 国元证券资本中介业务规模及市场排名

业务分类	规模（亿元）	市场排名
未购回约定购回业务	9.6	3
未解压股权质押业务	97.5	11
融资融券	44.6	20

资料来源：Wind，平安证券研究所

股权质押业务和约定购回业务快速增长来源于公司投行承销了省内1/3以上的IPO项目。因此与省内企业客户保持了良好的关系，为国元证券打开了股权质押业务的空间。由于场内股权质押业务整体仍处于快速增长期，预计未来国元证券股权质押业务的规模增速仍将保持较高水平。

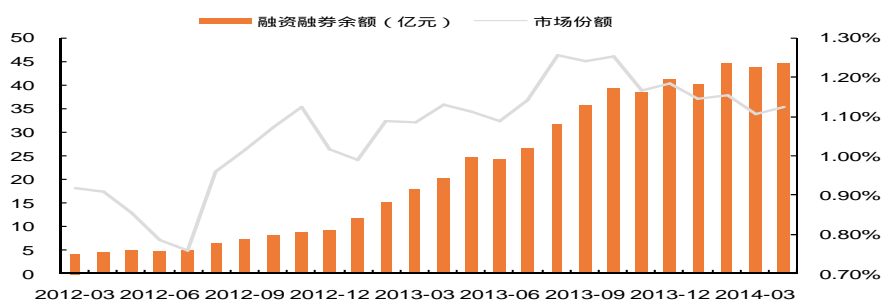
图表18 国元证券股权质押和约定购回业务规模增长迅速



资料来源：公司年报，平安证券研究所

随着融资融券标的扩容带来行业该项业务整体规模的迅速增长以及公司主动的推广，国元证券的融资融券规模快速增长。由于公司资金相比同业来说仍相对宽裕，而融资融券业务的利息收益较高，预计公司仍将进一步加强该项业务的发展，融资融券的市场份额有望进一步提升。

图表19 融资融券业务高速发展



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.6 多项业务齐发力，盈利能力逐步抬升

综合以上分析，我们认为自营业务以及以股权质押和融资融券为代表的资本中介业务将成为支撑未来公司业绩的主要驱动力。国元证券的ROE将呈现逐步抬升势头，并最终向行业中上水平看齐。

图表20 国元证券财务预测主要假设

关键假设	2013	2014E	2015E
经纪业务			
日均交易量 (亿元)	2,029	2,100	2,310
股基市场份额	1.08%	1.08%	1.08%
佣金率	0.08%	0.07%	0.06%
自营业务			
投资资产 (亿元)	94.90	101.96	107.55
投资收益率	7.3%	8.5%	8.3%
资管业务			
集合规模 (亿元)	53.58	64.30	90.01
定向规模 (亿元)	299.86	329.85	379.32
专项规模 (亿元)	0	0	0
投行业务			
IPO 规模 (亿元)	0.00	20.00	50.00
再融资规模 (亿元)	20.90	20.90	20.90
资本中介业务			
融资融券规模 (亿元)	40.98	56.54	70.68
股权质押规模 (亿元)	39.11	58.67	76.26

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 国元证券14~15年财务指标预测

国元证券收入结构	2013	2014E	2015E
营业收入	1,985	2,419	2,714
-- 经纪业务	875	783	732
-- 自营业务	558	867	893
-- 资管业务	50	88	113
-- 投行业务	55	107	283
-- 利息净收入	410	575	693
其中: 资本中介收入	356	810	1,121
-- 其他	37	40	46
营业支出	1,151	1,272	1,307
-- 营业税金及附加	65	79	89
-- 管理费用及其他	1,081	1,190	1,215
营业利润	834	1,148	1,407
所得税	180	248	304
净利润	664	913	1,118
-- ROE	4%	6%	7%
-- 净利润增速	69%	37%	23%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、及早布局场外衍生品、深涉国企改革，助力估值提升

3.1 与 Wind 合作及早布局场外衍生品业务

国元证券于2014年5月9日发布公告与Wind签署了《国元万得战略合作框架协议》，双方将在信息服务、综合金融服务以及客户共享方面进行较为深入的合作。

Wind是中国领先的金融数据、信息和软件服务企业，主要的客户是以基金、资管以及私募为代表的机构投资者。在国内市场中，超过90%的中国证券公司、基金管理公司、保险公司、银行和投资公司等金融企业是Wind的客户，而在国际市场中，75%左右的QFII机构是Wind的客户。

图表22 Wind的主要产品

Wind资讯是中国大陆领先的金融数据、信息和软件服务企业，总部位于上海陆家嘴金融中心。

在国内市场，Wind资讯的客户包括超过90%的中国证券公司、基金管理公司、保险公司、银行和投资公司等金融企业；在国际市场，已经被中国证监会批准的合格境外机构投资者（QFII）中75%的机构是Wind资讯的客户。[详细]

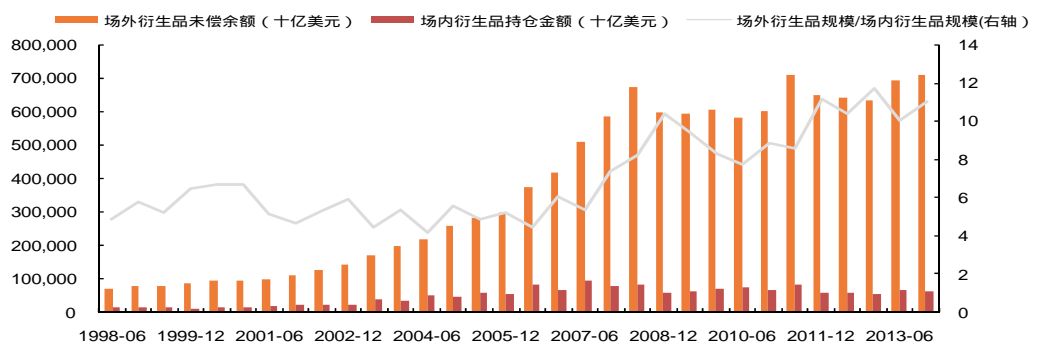
 Wind资讯金融终端 提供最齐全的中国金融市场数据与信息，内容覆盖股票、债券... [详细资料]	 Wind资讯经济数据终端 整合了海量的宏观和行业数据，并配合强大的指标计算和图形功能 [详细资料]
 Wind资讯数据服务 Wind资讯金融数据库汇集和整理了中国金融市场全部数据和资讯 [详细资料]	 Wind资讯移动终端 Wind资讯专为智能手机打造的，简单流畅的免费手机炒股软件 [详细资料]

资料来源：Wind，平安证券研究所

随着机构投资者的兴起和交易经验的增长，对于衍生品尤其是场外衍生品的需求正日益增长。但12年之前由于行业处于严格的监管体系下，券商无法满足机构投资者场外衍生品的需求。随着创新大会后行业监管趋于宽松，包括受益互换在内的场外衍生品业务呈现快速增长态势，但由于发展时间较短，目前规模仍不大。

根据，国际清算银行（BIS）的统计，全球场外衍生品市场的规模是场内衍生品规模的10倍。预计随着我国券商行业监管政策的松绑，我国场外衍生品市场规模也将快速增长。

图表23 全球场外衍生品与场内衍生品规模对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

根据期货业协会的统计结果，我国13年期货公司手续费收入为124.85亿，根据经验一般手续费收入

占期货公司总收入比重的90%，预计目前我国场内衍生品市场带来的收入规模约为139亿元。即使不考虑未来场内衍生品由于交易品种和盈利模式增长所带来的收入增长，参照海外经验预计我国场外衍生品市场的收入空间约为1390亿。

Wind由于长期以及海量的客户服务经验，积累了大量的客户行为数据，为开展场外衍生品服务提供了数据基础。由于国元证券是国内第一家与Wind签署战略合作协议的券商，应当在利用Wind客户数据方面具有领先优势。在中性假设下，未来如果国元证券能够抢占5%左右的场外衍生品的市场空间，则能给公司带来69亿的收入规模，这将是公司13年总营业收入的3.5倍。

图表24 国元证券场外衍生品业务的收入弹性测算

科目	悲观	中性	乐观
13年场内衍生品手续费收入（亿元）	124.85	124.85	124.85
场内衍生品收入规模（预计，亿元）	138.72	138.72	138.72
场外衍生品收入规模（亿元）	1387.22	1387.22	1387.22
国元证券场外衍生品市场份额	3%	5%	7%
预计国元证券场外衍生品收入规模（亿元）	41.62	69.36	97.11
13年国元证券总收入规模（亿元）	19.85	19.85	19.85
国元证券场外衍生品收入/13年总收入	210%	349%	489%

资料来源：Wind，平安证券研究所

因此，对于国元证券而言，与Wind的合作具有深远意义，如果双方在场外衍生品业务的合作上有所突破将极大提升国元证券的盈利能力。

3.2 国企改革有利激发国元证券业绩增长潜力

安徽省的国企改革方案，现阶段并未正式出台，但是在2014年3月14日在合肥举办的省属企业发展混合所有制经济座谈会指出，要采取股份制改造培育一批、整体上市发展一批、资本运作深化一批、员工持股转换一批、开放项目引进一批、参股民企投入一批等多种方式，推进混合所有制经济发展。预计未来省国资委所属企业将通过引入战投以及集团整体上市方式，盘活国有资产。

国元控股（集团）作为安徽省内国资委旗下重要的金融控股平台，预计将成为国企改革的标杆企业。目前，国元控股（集团）正处于寻找战略投资者阶段，未来存在H股上市的可能。

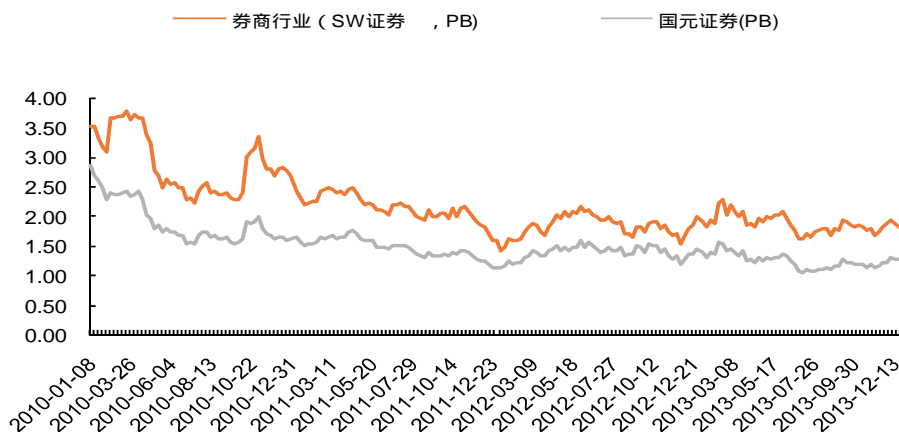
作为国元证券第一大股东的国元控股（集团）在国企改革方面的推进，将自上而下的推动国元证券激励机制的完善，这将有助于国元证券长期业绩的提升，显著利好公司估值的提升。

四、投资建议：安全边际充足，股价催化剂蓄势待发

4.1 ROE 逐步提升，估值低于可比券商，股价具有安全边际

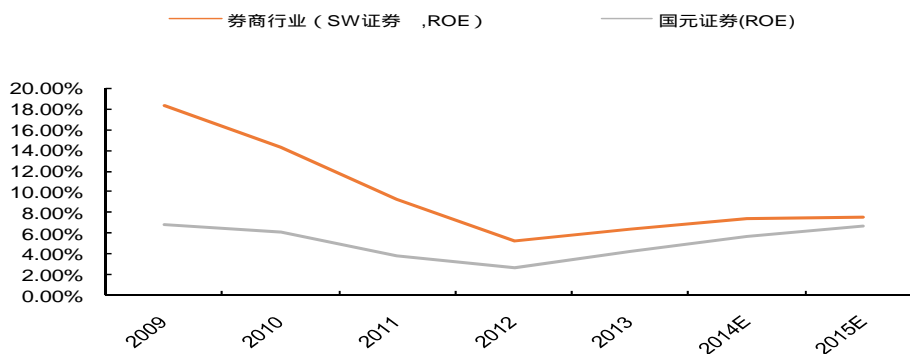
由于前期公司资金使用效率较低，ROE 远远低于行业，这使得公司的估值水平远不及行业平均。随着公司资金效率的提升、基于资源和资金优势带来资本中介业务的增长，业绩预计将实现超越行业平均的增长，ROE 也将持续向同业靠拢，预计最终达到行业中上的水平。

图表25 国元证券的历史估值水平远低于行业



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表26 国元证券ROE逐步提升并接近行业平均



资料来源：Wind，平安证券研究所

由于资金配置效率的提升和资本中介业务的快速增长，预计国元证券的ROE将呈现抬升势头并最终能达到行业中上水平，估值水平远低于行业平均的现状，使得国元证券目前的股价具有一定的安全边际。

4.2 与 Wind 合作以及国企改革将显著提升公司估值水平

根据国际经验，场外衍生品的市场规模是场内衍生品的10倍，静态测算场外衍生品市场的收入规模

接近1400亿。国元证券与Wind的合作聚焦在场外衍生品业务，如果一旦公司在该项业务上及早起步并抢占市场，则能极大提升公司的整体业绩（中性情景的静态测算，场外衍生品给公司带来的收入是13年总营业收入的3.5倍左右），是提升公司估值的主要看点之一。

安徽省国企改革的推进也有利于公司估值的提升。大股东国元控股（集团）公司治理的改善，有利于推动国元证券激励机制的完善，有利于公司各条业务线的发展。

因此，如果与Wind的合作有所成效或安徽省国企改革方案正式推出，都将有利于国元证券估值的提升，成为股价上涨的催化剂。

4.3 参考可比券商，给予目标价 13.94 元，上调至“强烈推荐”评级

预计公司ROE将逐步向行业靠拢，估值也将随之提升。目前行业对应14年的PE30.5倍，PB2倍；可比中小券商的对应的PE30.2倍，PB2.03倍。

图表27 国元证券及可比券商估值对比

券商	PB			PE		
	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
国元证券	1.25	1.19	1.13	29.19	21.24	17.33
宏源证券	2.21	2.06	1.90	26.61	22.91	18.41
西南证券	1.87	1.56	1.48	32.13	25.20	20.73
长江证券	1.77	1.69	1.56	22.25	18.87	15.51
东北证券	0.98	0.92	0.86	15.18	12.29	10.40
国金证券	3.76	3.59	3.38	79.79	59.59	44.45
东吴证券	1.83	1.74	1.65	37.42	28.34	23.43
国海证券	3.66	3.51	3.36	73.26	57.55	47.61
方正证券	2.22	2.04	1.95	31.06	25.53	24.90
同类券商可比	2.17	2.03	1.92	38.54	30.17	24.75
行业平均	2.09	2.00	1.92	44.23	30.49	25.09

资料来源：Wind，平安证券研究所

考虑到公司业绩增速持续超越行业，并参照行业平均估值、可比券商估值以及佣金率下滑给行业估值造成冲击等因素，给予公司30倍PE，对应的目标价为13.94元。上调公司评级至“强烈推荐”。

五、风险提示

金融资产价格波动对自营业务影响

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
货币资金及结算备	10,133	6,869	6,951	7,016	
其中:客户资金存	5,945	5,764	5,764	5,764	
客户保证金及备付	935	1,515	1,218	1,238	
其中:客户备付金	717	1,176	854	854	
交易性金融资产	353	876	942	993	
可供出售金融资产	5,316	8,613	9,254	9,762	
持有至到期金融资	0	0	0	0	
买入返售金融资产	1,087	3,911	5,867	7,627	
长期股权投资	903	902	969	1,022	
固定资产	1,476	1,519	1,632	1,721	
无形资产	21	28	30	32	
递延所得税资产	124	135	146	154	
投资性房地产	0	0	0	0	
其他资产	2,538	5,961	7,534	8,961	
资产总计	22,886	30,330	34,543	38,526	
短期借款	0	0	0	0	
拆入资金	100	0	0	0	
交易性金融负债	0	0	0	0	
衍生金融负债	0	0	0	0	
卖出回购金融资产	69	2,098	5,610	8,784	
代理买卖证券款	7,469	7,121	7,121	7,121	
其他负债	303	5,595	5,579	5,541	
负债合计	7,941	14,814	18,311	21,445	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	1,964	1,964	1,964	1,964	
资本公积	9,659	9,781	9,781	9,781	
留存收益	3,322	3,771	4,488	5,336	
归属母公司权益	14,945	15,516	16,232	17,081	
负债和股东权益	22,886	30,330	34,543	38,526	

		每股指标			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
每股净利润	0.21	0.34	0.46	0.57	
每股净资产	7.61	7.90	8.26	8.70	
每股股利	0.10	0.10	0.14	0.17	
股息派发率(%)	48.3	29.6	29.6	29.6	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
营业收入	1,531	1,985	2,419	2,714	
经纪业务收入	586	875	783	732	
投行业务收入	68	55	107	283	
资产管理业务收入	14	50	88	113	
利息收入	464	410	535	647	
投资收益	274	609	867	893	
其他业务收入	125	-14	40	46	
营业支出	1,017	1,151	1,272	1,307	
营业税金及附加	56	65	79	89	
管理费用	958	1,081	1,190	1,215	
资产减值损失	1	3	0	0	
其他业务成本	2	2	2	3	
营业利润	514	834	1,148	1,407	
营业外净收入	-2	10	13	15	
利润总额	512	844	1,161	1,422	
所得税	105	180	248	304	
归属母公司净利润	407	664	913	1,118	

		主要财务比率			
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	
成长能力					
营业收入(%)	-13.7	29.6	21.9	12.2	
归母净利润(%)	-27.7	63.3	37.4	22.5	
收入结构					
手续费净收入(%)	38.3	44.1	32.4	27.0	
利息净收入(%)	30.3	20.7	22.1	23.8	
承销收入(%)	4.4	2.8	4.4	10.4	
投资收益(%)	22.1	28.1	35.8	32.9	
资产管理收入(%)	0.9	2.5	3.7	4.2	
其他业务收入(%)	4.0	1.8	1.7	1.7	
获利能力					
代理买卖手续费率	0.09	0.08	0.07	0.06	
自营投资收益率(%)	6.8	7.4	8.5	8.3	
杠杆率	1.5	2.0	2.1	2.3	
ROE(%)	2.7	4.4	5.8	6.7	
ROA(%)	1.8	2.5	2.8	3.1	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	