

归来

■**核心逻辑**：国元证券的 PB 估值一直较上市券商加权平均水平折价 30-35%，与同级别券商折价 35%-45%，折价的原因在于国元证券历史上 ROE 一直较低。基于大股东诉求、竞争对手带来危机意识、管理层更换等多方面的显著变化，我们认为国元证券业务迎来拐点，ROE 将在未来 1-2 年逆转向并上并完成均值回归。我们初步看 40% 的估值修复空间。

■**ROE 逆转的三大驱动力**：1) 我们认为关于国元集团赴港整体上市的可能性较大，国元证券是集团最重要的资产构成和利润来源，国元集团必然会全力支持国元证券的业务发展（业绩压力、资源支持）。2) 安徽本土另外一家券商华安证券近年将上市（已预披露），很大程度上会激起国元证券的危机意识，促使其保持领先优势。3) 国元证券的管理层从 2012 年下半年起陆续变更，新的管理层上任具有更强的业务发展动力，且在信用业务方面具有经验和资源优势。

■**信用业务是提升 ROE 的核心抓手**：国元证券历史上 ROE 低的主要原因在于杠杆过低，净利润率及资产周转率水平并不低，杠杆提升将依靠信用交易业务。除融资融券外，国元证券的股权质押及约定式购回业务已显著超过自身的市场地位，主要得益于其在安徽当地的丰富投行资源，我们认为国元证券未来将维持其在信用交易业务上的优势，且在 ROE 提升过程中不会碰到规模上的瓶颈。

■**排除两个担忧**：1) 不少投资者担忧国元的资金业务利差会不会由于竞争的加剧而收窄，我们认为可以在未来较长时间内维持稳定利差，主要是由于资金成本刚性特征及对未来融资成本的不确定性，这类业务并不容易价格战，此外国元证券在安徽当地的资源优势及相对充裕的资金使得其业务优势明显。2) 经纪业务呈下滑趋势是较为确定的，但一方面国元的经纪业务占比不算很高（特别是考虑投行业务增长后），另一方面安徽当地经纪业务全成本可能到万六左右，佣金下滑对国元整体收入的影响在 10% 左右，且是逐步释放的。

■**投资建议**：国元证券目前 1.2 倍 PB 使得其安全边际极强，我们认为公司 ROE 归来带动估值修复的确定性高。结合同级别券商估值水平且考虑业务复苏过程，我们提升公司评级至“买入-A”并给予 14 元的目标价，对应 2014 年 1.7 倍 PB。

■**风险提示**：安徽省粮油食品进出口(集团)公司减持。

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,531	1,985	2,698	3,191	3,882
Growth(%)	-13.74%	29.64%	35.91%	18.30%	21.65%
净利润	407	664	968	1,245	1,514
Growth(%)	-27.72%	63.29%	45.75%	28.59%	21.65%
每股收益(元)	0.21	0.34	0.49	0.63	0.77
每股净资产(元)	7.6	7.9	8.2	8.6	9.2
市盈率	48	30	20	16	13
市净率	1.32	1.27	1.22	1.16	1.09
净资产收益率	2.73%	4.36%	6.12%	7.52%	8.63%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

证券 III

投资评级

买入-A

调高评级

6 个月目标价

14.00 元

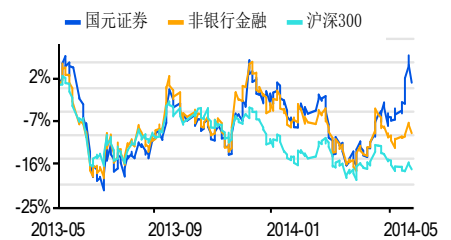
股价 (2014-06-03)

9.87 元

交易数据

总市值 (百万元)	19,758.85
流通市值 (百万元)	19,758.85
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	7.95/10.86 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	9.00	8.45	15.24
绝对收益	5.12	1.93	-0.69

贺立

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080004
heli@essence.com.cn
021-68767803

杨建海

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020022
yangjh@essence.com.cn
021-68765375

相关报告

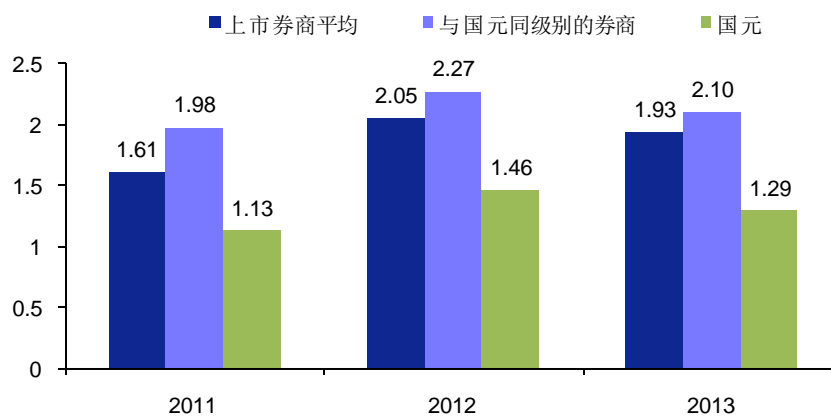
具备较强安全边际	2014-03-18
融资融券份额逐步提升	2013-10-30
业务表现平淡	2013-04-24

1. 核心逻辑：ROE 回归带动估值修复

国元证券的估值水平在历史上一直处于上市券商的底部，与上市券商加权平均的估值水平相比折价在 30-35% 左右，与国元同级别的券商（以净资产衡量，包括长江、西南、宏源、方正、兴业等中型券商）相比折价在 35%-45% 左右。存在折价的原因在于国元证券自 2009 年增发募集 96 亿元后没有将这部分资金效用最大化，使得国元证券的 ROE 一直处于较低水平。

基于大股东要求、管理层更换、关键竞争对手等方面情况的显著转变，我们认为国元证券的 ROE 将在未来 1-2 年逆转向上，静态看提升至 8% 以上的水平并完成均值回归，信用交易等加杠杆业务是其最主要的抓手。在此过程中，我们认为公司的估值水平将恢复至同类型公司平均 1.9 倍 PB 左右的估值水平，我们第一步向上看 40% 的空间。

图 1: 国元证券 PB 一直较上市券商平均水平及同级别券商存在显著折价

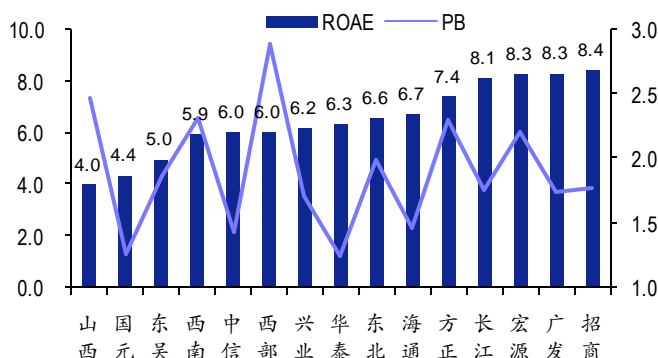


数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

注: 1) 上市券商的 PB 为加权平均;

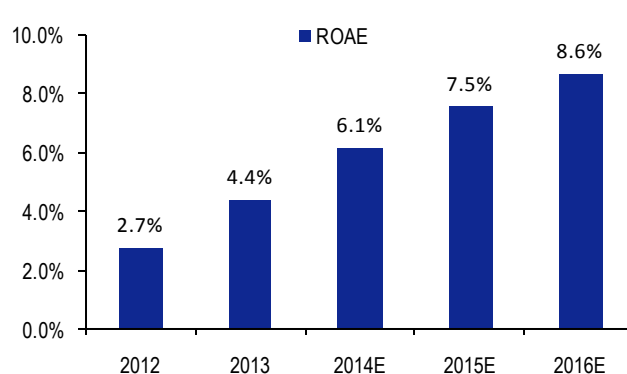
2) 以净资产衡量, 同级别券商包括长江、西南、宏源、方正、兴业等中型规模的券商

图 2: ROAE (%) 与 PB 的对应关系 (2013)



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

图 3: 预计国元证券未来几年的 ROAE 将稳定提升



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

2. ROE 回升的三大驱动力

2.1. 国元集团或整体上市，既要求又支持国元证券业务发展

国元集团是以金融业为主体的安徽省属国有独资大型投资类企业，是省政府授权的国有资产经营机构，于 2000 年 12 月注册成立。目前安徽省除华安证券外的绝大部分金融资产都掌握在国元集团手中，国元集团也是国元证券的实际控制人，直接及通过国元实业、国元信托间接合计共持有国元证券 32.02% 的股权。截止 2013 年底，国元集团的总资产 412 亿元，净资产 221 亿元，2013 年实现收入 57 亿元，利润总额 19.5 亿元，净利润 15 亿元，ROE 为 6.8%。

安徽是国企改革的重要区域，而国元集团则是安徽国企改革的重点公司。2014 年以来，安徽省委有关领导及省国资委多次召开会议推动安徽主要国企的机制体制改革。如 2014 年 3 月 13 日，安徽省属企业发展混合所有制经济座谈会在合肥召开，副省长杨振超出席会议并作重要讲话，省国资委党委书记、主任许崇信进行了动员部署，海螺集团、国元集团、投资集团、江汽集团、叉车集团、国贸集团 6 家作为重点企业在会上发言，国元集团总经理过仕刚在会上作了题为“坚持实施股权多元化 释放国有企业活力”的重点交流发言。如 2014 年 5 月 19 日，国元集团总经理、集团改革领导小组组长过仕刚主持召开集团全面深化改革领导小组第二次全体会议，专题讨论集团改革相关事宜，强调“要按照省委省政府领导要求，加快各项工作进度”、“集团领导班子成员和成员公司主要领导思想上要高度一致，……，认准改革的方向、目标、步骤不动摇，同心同德、齐心协力把国元集团第三次创业做好”等。

此前 3 月份有媒体报道国元集团将“成为继江汽集团后安徽第二个引进民营资本的国有企业，并计划集团整体赴港上市”。结合安徽省委的多次会议内容及国元集团在安徽的特殊地位，我们认为该媒体报道为真的可能性非常大。

国元集团如果要整体上市，必然会要求且全力支持国元证券的业务发展。首先，国元证券是国元集团最重要的资产来源和利润来源，根据国元集团年报数据，2012 年国元证券占国元集团总资产的 65%，占国元集团净利润的 31%。在净利润来源中信托资产也贡献了 31%，但是国元集团要提升净利润，证券业务的重要性明显超过信托业务。因为国元证券 2013 年的 ROE 仅为 4.3%，显著低于集团的 ROE，而券商正处于加杠杆的大趋势中，提升 ROE 的难度相对较小；但国元信托虽然也贡献了较多利润，但信托行业目前整体上处于量和价的高点（国元信托 2012 年和 2013 年的 ROE 分别高达 19% 和 13%），未来对集团的利润贡献度很可能是下降的，难以成为主要抓手。其次，国元集团持有诸多金融资产，如国元集团下的国元投资旗下拥有诸多的典当、小贷、融资担保等多元金融公司，国元集团还是徽商集团的关键股东，这些金融资源可以与国元证券的业务开展协同。

图 4：国元集团作为实际控制人，掌握国元证券 32.02% 的股权比例

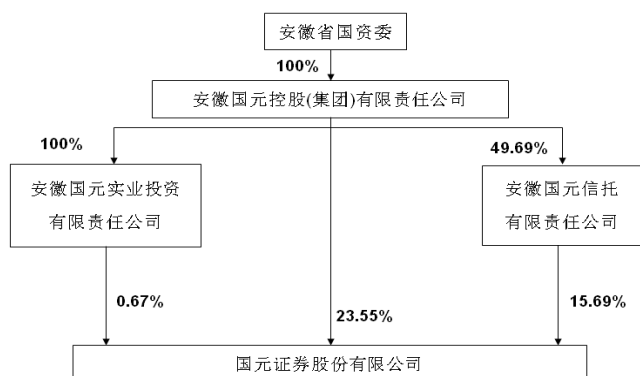
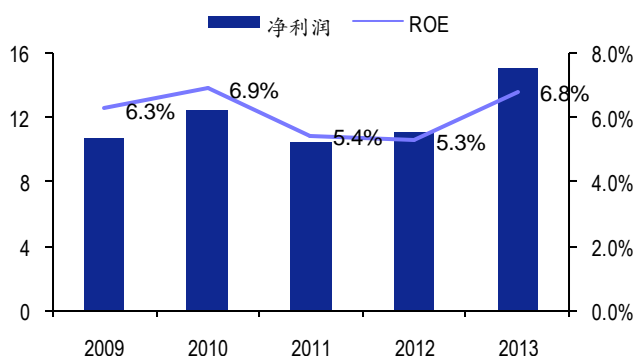


图 5：国元集团过去几年的 ROE 高于国元证券

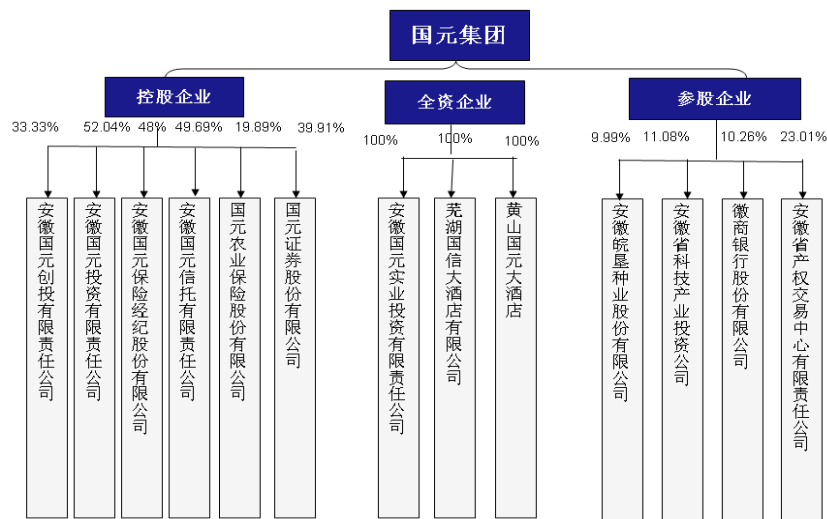


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

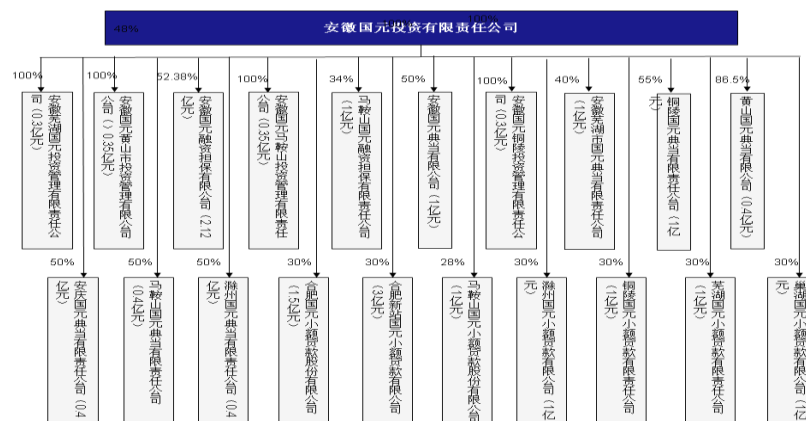
单位：亿元

图 6：国元集团掌握了安徽绝大多数金融资产



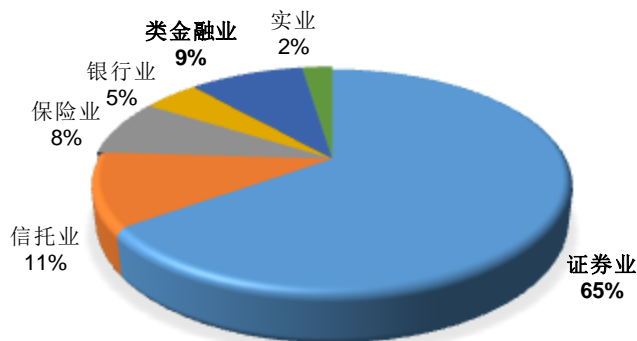
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 7：国元集团下的国元投资持有多种类型的金融企业



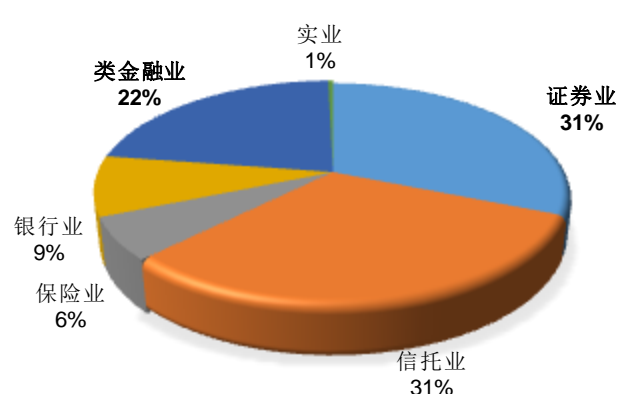
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 8：2012 年集团总资产占比



数据来源：集团年报，安信证券研究中心

图 9：2012 年集团净利润占比



数据来源：集团年报，安信证券研究中心

2.2. 华安证券即将上市激发国元管理层的危机意识

安徽省共有两家本土券商：国元证券及华安证券。在 2000 年左右，国元与华安的实力量相当，但后来由于华安出现了风控问题，在券商综合整治后基本只剩下经纪业务，而国元证券则陆续完成了借壳上市及再融资等重要发展步骤，两者的差距日渐显著。至 2013 年末，国元证券的净资产 155 亿元，行业排名第 12 名；华安证券净资产为 43 亿元，行业排名第 49 名。

目前华安证券已经进行了预披露，我们认为，华安证券上市对国元证券的业务冲击应该不明显。首先，华安证券的业务主要在经纪业务，2013 年其经纪业务收入占全部收入的比例高达 83%，且集中于安徽地区，目前其 92 家营业部中有超过 70% 的营业部集中在安徽，而国元的营业部相对更为分散，此外，华安证券 2013 年的佣金率约 10.9BP，远高于国元平均的 8.4BP，因此，我们判断华安证券上市后并不会在经纪业务上与国元开展竞争，应该会非常谨慎，否则会动摇自身根本。其次，在投行业务方面，目前国元证券在会项目 11 个，而华安证券在会项目只有 1 个，可以明显看出两者的实力差距，实际上两家公司在保荐人数目上也存在显著差异。最后，华安上市募资后最有可能是在信用交易业务方面与国元展开竞争，但以华安目前的体量及市场估值，我们预计其募集的资金有限（可能在 20 亿左右，具体需视当时的市场情况而定），对国元证券的业务冲击应该不明显。

反而最值得注意的是，华安上市很大程度上会激起国元证券的危机意识，促使其保持领先优势。此前国元证券在安徽可以安稳度日，竞争对手不强是非常重要的原因，虽然华安上市初次融资不多，但实力仍会有明显改善，且后续融资通道将相对顺畅，在过去国元超过华安的十多年历史经验面前，国元的管理层必定不敢掉以轻心。

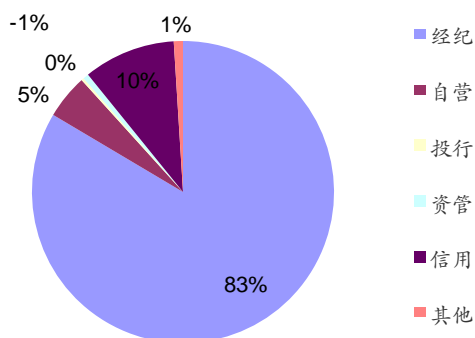
表 1：国元证券的实力大幅超过华安证券

	国元	行业排名	华安	行业排名
净资产 (亿元)	155	12	43	49
净资本 (亿元)	73	17	28	48
股票交易额市场份额	1.07%	24	0.66%	46
在会投行项目数	11		1	

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

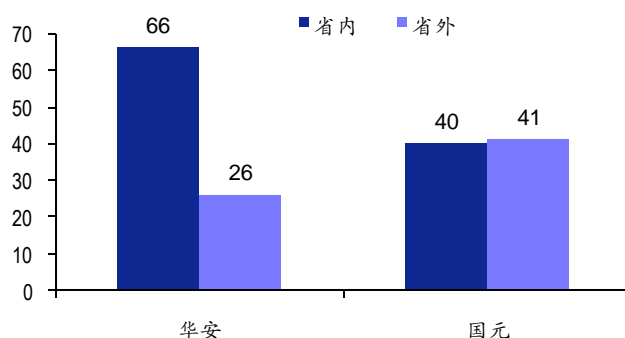
单位：亿元

图 10：华安证券的收入中经纪业务占据绝对主导



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 11：华安证券的营业部 70% 以上在省内（家）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2.3. 管理层更换为业务发展做好铺垫

国元证券的管理层从 2012 年下半年起经历了较大变化。2012 年 8 月，原国元证券总裁蔡咏担任公司董事长，原国元信托的总裁俞仕新担任国元证券总裁，此后国元证券各领导的分管领域或多或少有所变动，如近期的 2014 年 5 月原分管自营的副总裁陈新担任董秘。

新官上任三把火，新的管理层上任具有更强的动力发展业务，且他们面临着新的背景环境（股东要求、区域竞争环境及行业创新发展趋势），将使得国元证券的业务开展更为顺畅。新任总裁俞仕新在信托行业经营多年，在资金业务方面经验和资源均非常丰富，正好切合国元证券未来利用信用业务加杠杆（后续详细展开）的发展思路；董秘陈新熟悉资本市场，更为重视市值管理将有利于投资者正确认识到国元证券的变化和业务发展。我们预计国元证券管理层的积极变化将显著有利于其业务开拓，这些变化在最近 1 年中已经有所体现。

表 2：国元证券的管理层经历变化

姓名	职务	任职日期	前任职务
蔡咏	董事长	2012-8-26	国元证券总裁
俞仕新	总裁	2012-8-26	国元信托总裁
陈新	董事会秘书	2014-5-19	
沈和付	副总裁	2014-4-3	国元证券合规总监
万士清	副总裁	2013-12-12	董秘
陈平	副总裁	2011-6-23	
陈益民	副总裁	2010-9-2	
陈东杰	副总裁	2007-10-25	
陈新	副总裁	2007-10-25	

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

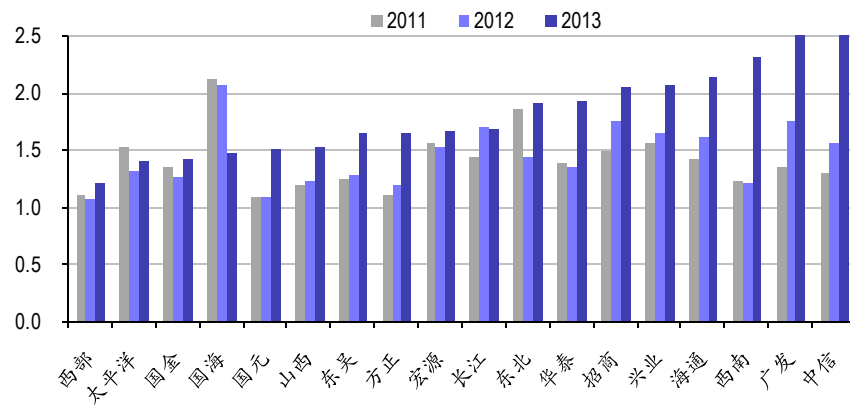
3. 信用交易提升杠杆是核心

3.1. 国元证券 ROE 低的主因在于杠杆过低

国元证券因为上述三方面的原因有望在业务上改善以提升 ROE，那么过去其 ROE 低的症结何在？提升 ROE 的手段何在？

国元证券 2013 年的 ROE 为 4.3%，而上市公司平均水平为 6.1%，整个证券行业的 ROE 也达到 5.8%，从杜邦分析的角度看，国元证券 ROE 低最主要的原因在于杠杆率低，净利润率及资产周转率均不错。2013 年国元证券去除客户权益的净杠杆率仅为 1.5 倍，处于上市券商中的最低水平，而行业龙头中信证券的净杠杆率已经达到 2.6 倍的水平。在净利润率方面，国元证券 2013 年为 33%，在上市券商中处于较高水平，也高于行业平均水平的 30%，净利润率水平并未拖累而是有助于其提升 ROE，国元证券净利润较高（费用率较低）的部分原因在于很多经营场地都是其自有物业而非租赁，租金节省导致成本率具有优势。资产周转率方面，国元证券 2013 年为 6.5%，略低于上市券商平均水平的 7.3%，但不是其 ROE 低的主要原因。

图 12: 国元证券的净杠杆率处于上市券商中最低的水平



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

注: 以上为净杠杆 (扣除了客户权益)

表 3: 国元证券的 ROE 较低, 但净利润率及资产利用率不低

	ROE		净利润率		资产利用率	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
光大证券	4.5%	0.9%	27%	5%	6.3%	7.5%
太平洋	3.3%	3.4%	13%	0%	11.7%	10.5%
山西证券	2.3%	3.7%	14%	20%	8.2%	8.0%
国元证券	2.7%	4.3%	27%	33%	6.7%	6.5%
国金证券	4.3%	4.7%	18%	20%	12.2%	11.3%
东吴证券	3.7%	4.9%	20%	24%	8.9%	8.5%
国海证券	4.9%	5.0%	9%	17%	12.8%	12.5%
兴业证券	5.5%	5.2%	19%	22%	11.2%	8.7%
西南证券	3.3%	5.8%	27%	32%	7.3%	6.5%
西部证券	2.7%	5.9%	15%	24%	7.5%	10.1%
中信证券	4.9%	6.0%	36%	33%	6.9%	5.9%
华泰证券	4.7%	6.2%	27%	31%	7.4%	7.3%
东北证券	2.1%	6.5%	13%	27%	7.3%	8.9%
海通证券	5.1%	6.6%	33%	39%	7.2%	6.2%
方正证券	3.9%	7.2%	24%	32%	8.3%	9.4%
长江证券	5.6%	7.9%	30%	33%	7.3%	9.7%
广发证券	6.6%	8.1%	31%	34%	7.7%	7.0%
招商证券	6.4%	8.2%	35%	37%	6.2%	7.3%
宏源证券	5.9%	8.3%	26%	30%	10.3%	11.9%
平均	4.9%	6.1%	29%	30%	7.6%	7.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

3.2. 信用交易业务是提升杠杆的核心

国元证券提升的核心抓手应该在于信用交易业务, 尤其是股票质押及约定式购回业务。目前国元证券已经在该领域崭露头角, 未来有望进一步深入。

国元证券目前资产负债结构已经有所调整。其资产构成中, 至 2014 年 1 季度末, 公

公司的货币资金占比已经从2012年的27%下降至6%，而买入返售类金融资产的占比从2012年的7%提升至18%左右，反映了股权质押类业务的发展；而其他资产的占比超过30%，主要反映融资融券业务的发展。在其负债构成中，卖出回购资产占比从2012年的1%提升至2014Q1的21%，应付债券占比从2012年的0%提升至2014Q1的31%，共同为信用类业务融资，负债中代理买卖证券款占比显著下降。

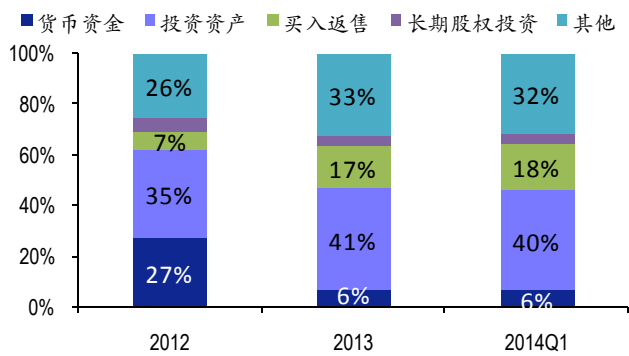
从业务本身来看，2013年国元证券的融资融券余额41亿元，市场份额1.18%，排名市场第20名，与其经纪业务市场份额基本匹配；但股权质押及约定式购回业务的发展明显超出公司本身的市场地位，2013年末分别排名市场第9名和第6名，两者规模合计约40亿元。

国元证券的股权质押及约定式购回业务能够明显超过其主要业务的市场地位，主要得益于其在安徽当地的丰富投行资源。目前安徽地区共有78家上市公司，占全部A股票数的3.1%，合计市值超过4800亿元，其中国元证券是其中16家的IPO承销商，且负责承销了另外2家（其中1家重合）的增发业务，由国元承销首发增发的这17家上市公司市场近1100亿元，这些公司与国元证券有着天然的业务血缘关联，拿下股权质押等后续业务难度非常低。此外，国元证券作为经济大省安徽最主要和核心的投行，未来将为国元创造大量的投行项目，目前在会605家投行项目中安徽项目20家，占比3.3%，其中10家由国元承销。从业务角度来看，国元证券在安徽当地项目上的竞争力非常明显，不仅是当地资源的利用，在资金成本方面也存在明显的优势。**我们判断，依托安徽当地丰富的项目资源，国元证券的信用业务在ROE向行业均值回归过程中不会碰到规模上的瓶颈。**

不少投资者担忧国元证券的资金业务的利差会不会由于竞争的加剧而收窄，我们认为国元的信用业务应该可以在未来较长时间内维持稳定利差。一方面，目前市场上无论是融资融券业务还是股票质押业务（两者的一个重要区别是后者无开户时间要求）的利率均基本稳定在8.5%左右，背后主要是由于资金成本的相对刚性及对未来融资成本的不确定性。以融资融券为例，券商如果以转融通等形式融入资金，3个月期限的成本价在6.5%左右，考虑到0.5%左右的营业税，实际价差在1个百分点左右。由于未来的资金融入端价格具有不确定性，而一旦下调利率后，客户对资金价格再次上调的容忍度较低，因此大券商对于融资融券等信用类业务的价格调整非常谨慎（中小券商由于不具备资金成本方面的优势，更加不敢贸然调整）。另一方面，国元证券在安徽当地的业务优势非常明显，除了既有资源优势外，国元证券往往能够给予客户相对优惠的利率，但会寻求折扣率方面的补偿，背后是国元证券相对充裕的资金及谨慎经营的态度。

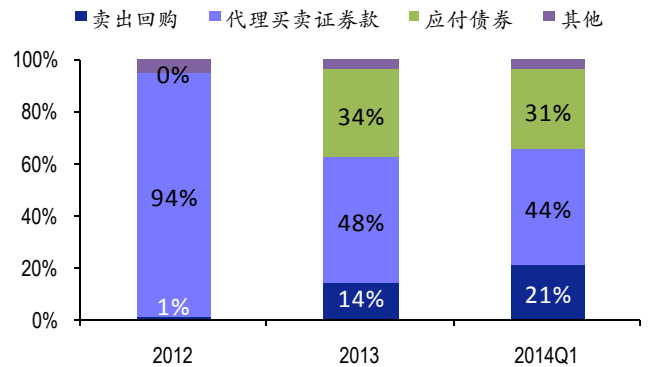
目前国元证券的杠杆率非常低，负债端才刚刚起步。根据监管部门的规定，公司可发行公司债的额度是62亿元（净资产的40%）、长期次级债额度是36.5亿元（净资本的50%）、短融额度是43.8亿元（净资本的60%）以及可转债，公司目前已经发行50亿元公司债，粗略估算公司负债端至少还可以融入近100亿元；在资金来源方面，后续还可以通过转融通及通道业务来提升杠杆。

图 13: 国元证券资产结构的变化



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

图 14: 国元证券负债结构的变化



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

表 4: 国元证券的信用交易业务市场排名

分类	余额	市场排名
融资融券	41	20
股票质押	40	9
股票约定式购回		6

数据来源: 公司网站, 公司年报, 安信证券研究中心

单位: 亿元

表 5: 国元证券的在安徽当地的上市公司资源丰富

	家数	总市值
安徽上市公司	78	4882
其中国元承销 IPO	16	902
其中国元承销增发	2	218

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

单位: 亿元

表 6: 国元证券已经开展的安徽当地股权质押项目

股权质押	质押股数(万股)	参考市值(亿元)	起始日期	总市值
安徽水利	4,200	3.64	2013-12-27	37.3
阳光电源	2,100	6.20	2013-12-19	94.3
洽洽食品	1,200	2.39	2013-11-5	57.6
洽洽食品	1,863	4.06	2013-9-23	57.6
顺荣股份	700	0.74	2013-9-12	55.7
鸿路钢构	2,100	2.15	2014-3-28	28.1
全柴动力	1,500	1.30	2014-1-27	28.6
全柴动力	1,500	1.30	2014-1-24	28.6
约定式购回	交易数量(万股)	参考市值(亿元)	起始日期	总市值
安徽水利	2,500	2.14	2013-12-18	37.3
丰原药业	663	0.51	2013-11-29	21.6
合肥百货	3,860	2.33	2013-9-13	44.1
美菱电器	3,780	1.44	2013-9-13	37.2
丰原药业	879	0.65	2013-3-22	21.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

注：同一公司不同批次的业务已经加粗。

表 7：国元证券未来的融资空间显著

	现状	上限	潜在空间
公司债	50	62	12
次级债	0	36.5	36.5
短融	0	43.8	43.8
可转债	0		

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

单位：亿元

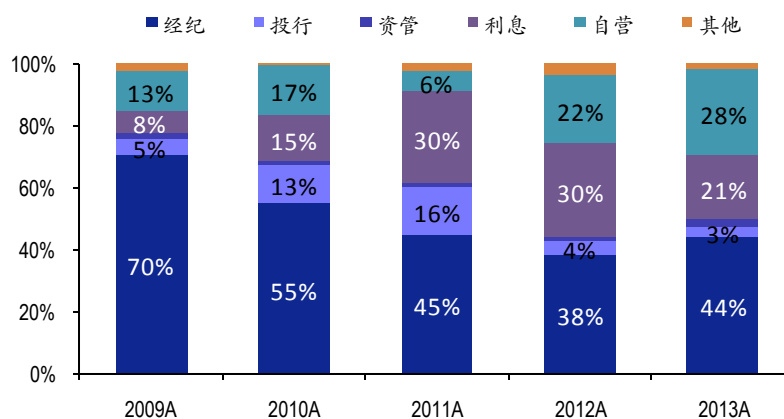
4. 现有业务结构概况

4.1. 国元证券的收入概况

国元证券目前的收入结构中经纪业务占比约 44%，自营收入占比 28%，利息收入占比 21%，投行、资管等其他业务占比较低。

营业利润占比则更能反映各业务的贡献程度。2012 年和 2013 年两个年度，国元证券的经纪业务占比均为 33%，投资收益占比则分别为 52%和 40%，信用业务占比从 2012 年的 11%快速提升至 2013 年的 26%，且预计呈持续增加态势。

图 15：国元证券的收入构成



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

表 8：各业务的营业利润占比

	2012				2013			
	营业收入	营业利润	营业利润率	营业利润占比	营业收入	营业利润	营业利润率	营业利润占比
经纪业务	700	175	25.06%	33%	992	394	39.8%	33.0%
投行业务	102	21	20.43%	4%	55	(12)	-22.8%	-1.0%
资管业务	14	3	94.13%	1%	50	25	48.9%	2.1%
自营业务	292	275	22.64%	52%	497	483	97.1%	40.4%
证券信用业务	64	59	92.41%	11%	323	305	94.5%	25.5%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

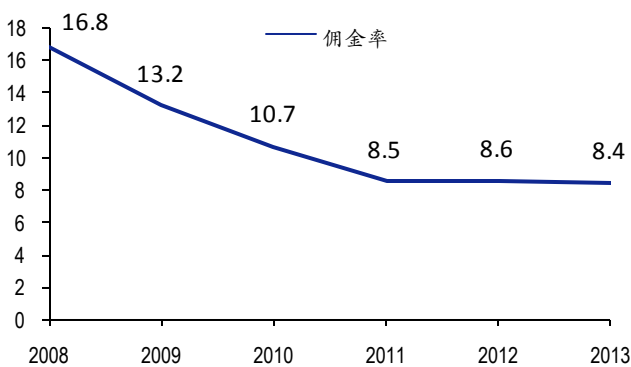
单位：百万元

4.2. 不必过于担忧经纪业务

国元证券未来的经纪业务占比会逐渐下降，这是由整个行业佣金率下行特性所决定的，关键是其对国元证券整体业绩的影响程度会有多大。我们认为该影响相对可控且逐步释放的。

一方面，国元证券经纪业务对整个公司利润的贡献在 30% 左右，未来佣金率逐步下行对公司整体的收入影响相对有限；另一方面，据我们草根调研的情况了解，安徽本地券商的成本佣金率（大概率的全成本）大致在万六左右，如果低于万六佣金的话可能会存在不正当竞争的嫌疑，当地协会有干预的可能性，国元证券目前的佣金率在 8.4BP 左右，大致存在 30% 左右的硬性下降空间，对应国元整体收入的影响大致在 10% 左右。

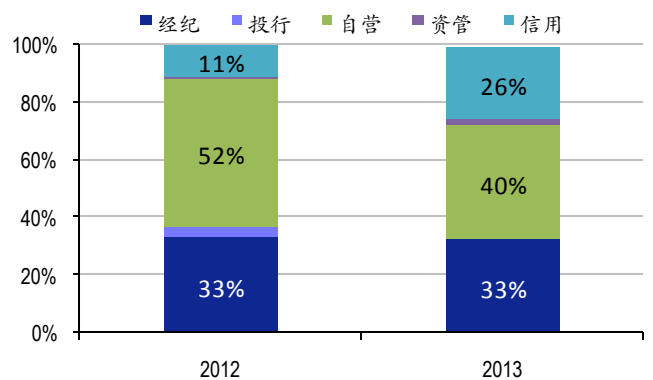
图 16：国元证券的佣金率



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

单位：BP

图 17：国元证券的营业利润构成



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

4.3. 投行业务储备项目尚可

国元证券的投行储备项目较为丰富。目前在会的 605 个 IPO 项目中，国元证券共有 11 个项目，其中上交所主板 3 家，深交所主板及中小板 1 家，深交所创业板 6 家，在上市券商中处于中等位置。以目前监管层定下的发行速度，预计国元的投行项目会在未来几年逐步释放，对国元的业绩形成平滑支撑。

表 9：国元证券的投行项目

	上交所	深交所 (主板及中小板)	深交所 (创业板)	合计
招商	11	15	11	37
广发	16	9	10	35
中信	14	5	5	24
华泰	10	3	9	22
国金	2	8	9	19
光大	4	3	8	15
长江	2	4	8	14
海通	6	2	6	14
宏源	6	1	6	13
兴业	4	1	8	13
国元	3	2	6	11
西南	5	1	4	10

中德	2	4	2	8
国海	3	2	1	6
东北	0	2	4	6
东吴	0	2	2	4
太平洋	0	1	2	3
方正	1	0	1	2
西部	0	2	0	2
招商+第一创业	0	1	0	1
中信+瑞银	1	0	0	1

数据来源：证监会，安信证券研究中心

4.4. 资管业务低位起步

国元证券的资管业务目前规模较小，但发展速度较快。2012 年其集合和定向资管规模分别只有 11 亿元和 9 亿元，合计贡献收入 0.06 亿元；2013 年其集合和定向资管规模分别增至 54 亿元和 300 亿元，合计贡献收入 0.44 亿元，获得显著增长。其中集合类业务的增长主要是债券类产品。预计后续资管业务收入有望继续增长。

表 10：资管业务规模快速增长

	2013		2012	
	规模 (亿元)	管理费 (万元)	规模 (亿元)	管理费 (万元)
集合资产管理业务	53.58	3,301.78	10.5	568.85
定向资产管理业务	299.86	1,079.30	9.47	0

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

5. 估值：初步看 40%空间

目前与国元证券净资产接近的券商分别是长江、西南、宏源、兴业和方正，其 ROE 在 5.2%-8.3%之间，平均为 5.6%；其估值水平为 PB (2014Q1) 在 1.6-2.2 倍之间，平均水平为 1.88 倍。

我们预计国元证券的 ROE 将恢复至行业平均及同类型券商附近的水平，公司的估值也将在此过程中逐步修复。我们初步保守给予公司 1.7 倍 PB，对应目标价 14 元，看 40%上涨空间。后续估值需根据公司杠杆提升、ROE 修复的程度与速度给出。

表 11：与国元证券的净资产接近的券商估值水平

	净资产	总市值	PB	净利润	ROE
长江证券	13,048	22,124	1.70	1,006	7.9%
西南证券	14,997	24,641	1.64	630	5.8%
宏源证券	15,118	32,653	2.16	1,227	8.3%
兴业证券	13,205	22,178	1.68	673	5.2%
方正证券	15,879	34,404	2.17	1,106	7.2%
平均	72,248	136,000	1.88	4,642	5.6%
国元证券	15,864	19,130	1.21	664	4.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

单位：百万元

注：表中净资产为 2014 年 1 季度末的数据，市值为最新数据，净利润及 ROE 为 2013 年数据

6. 风险提示

近年国元证券有两家股东发生了减持，其中安徽省粮油食品进出口(集团)公司自2011年3季度开始陆续减持，在过去3年的时间中共减持5815万股，目前仍持有国元证券23874万股。安徽省粮油食品进出口(集团)公司属于安徽的大型国有企业，2012年年底总资产132亿元，销售收入达118亿元，本身实力较强。

安徽皖维高新材料股份有限公司在2013年底及2014年初有过减持，但主要是将此增持的股票卖出，属于波段操作。

表 12: 安徽省粮油食品进出口(集团)公司

	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
2014年1季度	23,874	-230	12.16	-0.12
2013年报	24,104	-480	12.27	-0.24
2013年1季度	24,584	-700	12.52	-0.36
2012年报	25,284	-1,000	12.87	-0.51
2012年3季度	26,284	-1,100	13.38	-0.56
2011年年报	27,384	-1,864	13.94	-0.95
2011年3季度	29,248	-441	14.89	-0.22

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

表 13: 安徽皖维高新材料股份有限公司

	方向	持股数量(万股)	持股数量变动(万股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
2014年1季度	减持	6,098	-5	3.10	0.00
2013年报	减持	6,103	-48	3.11	-0.02
2013年3季度	增持	6,151	53	3.13	0.03

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表						资产负债表					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,531	1,985	2,698	3,191	3,882	货币资金	10,133	6,869	7,556	8,311	9,142
手续费净收入	716	1,007	1,098	1,085	1,242	结算备付与保证金	1,273	1,689	1,858	2,043	2,248
代理买卖证券业务净收入	586	875	735	562	578	交易性金融资产	353	876	964	1,061	1,167
证券承销业务净收入	68	55	263	322	362	买入返售金融资产	1,087	3,911	4,303	4,733	5,206
资产管理业务净收入	14	50	101	201	302	可供出售金融资产	5,316	8,613	9,475	10,422	11,464
利息净收入	464	410	778	1,117	1,476	其他资产	4,724	8,371	9,208	10,129	11,142
投资收益及公允价值变动	339	558	822	989	1,165	资产总计	22,886	30,330	33,363	36,699	40,369
其他业务收入	13	10	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
营业支出	-1,017	-1,151	-1,457	-1,596	-1,941	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	-56	-65	-94	-112	-136	衍生金融负债	0	0	0	0	0
业务及管理费	-958	-1,081	-1,362	-1,484	-1,805	卖出回购金融资产款	69	2,098	2,308	2,539	2,793
营业利润	514	834	1,241	1,596	1,941	代理买卖证券款	6,989	7,121	7,833	8,616	9,478
营业外收支	2	-10	0	0	0	其他负债	883	5,595	7,108	8,559	9,994
利润总额	512	844	1,241	1,596	1,941	负债合计	7,941	14,814	17,249	19,715	22,264
所得税	-105	-180	-273	-351	-427	股本	1,964	1,964	1,964	1,964	1,964
净利润	407	664	968	1,245	1,514	归属母公司所有者权益	14,955	15,516	16,114	16,985	18,105
归属母公司所有者净利润	407	664	968	1,245	1,514	少数股东权益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	所有者权益合计	14,955	15,516	16,114	16,985	18,105

经营指标						风险指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
平均总资产收益率	1.79%	2.50%	3.04%	3.55%	3.93%	净资本					
平均净资产收益率	2.73%	4.36%	6.12%	7.52%	8.63%	扣除代买卖证券款负债率					
管理费用率	62.57%	54.44%	50.50%	46.50%	46.50%	自营规模/净资本					
营业收入/总资产	6.73%	7.46%	8.47%	9.11%	10.08%	权益自营规模/净资本					

每股数据						估值					
(元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.21	0.34	0.49	0.63	0.77	市盈率	48.4	29.6	20.3	15.8	13.0
每股净资产	7.6	7.9	8.2	8.6	9.2	市净率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

贺立、杨建海分别声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

