

## 经营体制改革推动: 公司上半年业绩大爆发

国元证券 (000728.SZ)

推荐 维持评级

### 核心观点:

#### 1. 事件

公司发布了2014年中期报告。

#### 2. 我们的分析与判断

##### 1) 2014H1 公司业绩高速增长, 费用管控出色

公司2014H1实现营业收入13.92亿元, 归属于母公司股东的净利润6.07亿元, 同比分别上升63.64%和105.24%; EPS0.31元, 同比增长105.24%, ROE为3.84%, 同比大幅增加了1.88个百分点。在宽松的融资环境下, 公司上半年总资产杠杆率和主动杠杆率分别提高到**2.06**和**1.59**倍, 较年初分别增加了**5.34%**和**6.63%**。此外公司上半年的费用管控能力显著提升, 业务及管理费用率降低至**39.40%**, 同比大幅下降了**14.05**个百分点。

##### 2) 经纪业务转型开启, 自营业务表现最优异

2014H1公司经纪业务共计实现手续费净收入3.58亿元, 同比下滑幅度达到8.83%, 同时佣金率下滑至0.077%, 5月公司公布了和Wind的战略合作协议, 经纪业务转型正式开启。IPO开闸红利之下, 上半年公司投行业务收入达到0.73亿元, 同比增幅达到86.54%, 且尚有1单IPO过会未发。2014H1公司期末资产管理业务规模达580.67亿元, 较年初增长63.46%, 收入则达到0.35亿元, 同比大增2.54倍。表现最为优异的自营业务上半年年化投资收益率高达**12.62%**, 较可比口径的**2013年全年平均投资收益率大幅提升了6.18**个百分点, 且目前尚余浮盈0.36亿元。

##### 3) 资本中介型业务持续高增长, 利息支出占比有所上升

2014H1公司资本中介型业务继续高速增长。截止上半年末, 公司资本中介型业务总规模达到94.89亿元, 较年初增加18.47%, 共实现资本中介型利息收入3.83亿元, **相当于去年全年的1.08倍**; 资本中介型业务的利息收入占比也**大幅提升至79.56%**, 显著优化了公司利息收入的结构。另外一方面, 由于资本中介型业务规模的提升, 上半年公司利息支出/收入的比例也有所上升, 达到了43.33%, 较去年全年水平提高了近10个百分点。

#### 3. 投资建议

我们认为, 公司作为有特色的区域型中小券商, 在经营体制改革的推动之下, 公司已经全面进入了业绩高速增长的时期, 各条业务线均实现了快速稳定的发展, 并且前景可期, 是今年以来我们一直坚定看好的投资标的。我们维持“推荐”评级, 维持此前的盈利预测2014/2015年EPS0.62/0.68元。

#### 分析师

赵强

☎: (8621) 2025 2661

✉: zhaoliang\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050002

#### 特别鸣谢:

白舟

☎: (8610) 8357 4603

✉: baizhou@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130113090032

对本报告的贡献

#### 市场数据 时间 2014.08.18

A股收盘价(元)	13.71
A股一年内最高价(元)	13.91
A股一年内最低价(元)	8.37
上证指数	2239.47
市净率	1.59
总股本(万股)	196410
实际流通A股(万股)	196410
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	269.28

#### 相关研究

《公司深度——国元证券(000728): 长风破浪会有时: 低估值区域龙头全面进入业绩高速增长时期》

2014.05.09

《公司点评——国元证券(000728) 一季报点评: 一季度直投业务实现回报, 国资改革受益前景可期》

2014.04.27

## （一）2014H1 业绩惊艳，体制改革推动公司业绩爆发式增长

公司 2014H1 实现营业收入 13.92 亿元，归属于母公司股东的净利润 6.07 亿元，同比分别上升 63.64% 和 105.24%；EPS0.31 元，同比增长 105.24%，ROE 为 3.84%，同比大幅增加了 1.88 个百分点；期末净资产为 160.64 亿元，较年初增长了 3.53%。

公司自 2013 年下半年以来推行了一系列的经营体制改革，全面激发了公司的营业活力和业务潜力，是造成公司 2014H1 业绩表现惊艳的主要原因。在宽松的融资环境下，公司上半年总资产杠杆率和主动杠杆率分别提高到 2.06 和 1.59 倍，较年初分别增加了 5.34% 和 6.63%，ROE 则同比大幅增长 1.88 个百分点，达到了 3.84%。此外公司上半年的费用管控能力显著提升，业务及管理费用率降低至 39.40%，同比大幅下降了 14.05 个百分点。

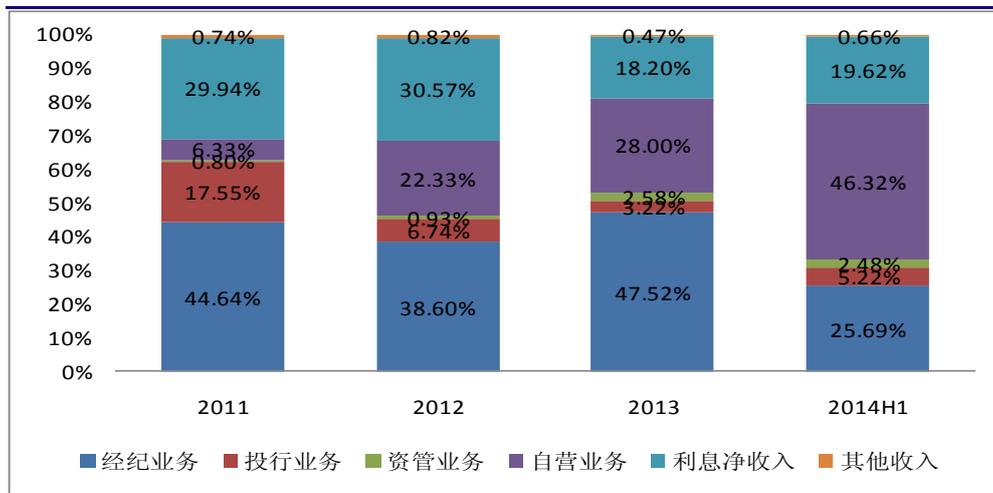
表 1: 国元证券关键财务指标一览

单位: 百万元	2013 年期末	2014H1	变动幅度
总资产	30,330	33,079	9.06%
净资产	15,516	16,064	3.53%
股本	1,964	1,964	0.00%
BVPS (元)	7.90	8.18	3.53%
杠杆率	1.95	2.06	5.34%
调整后总资产	23,209	25,622	10.39%
调整后杠杆率	1.50	1.59	6.63%
单位: 百万元	2013H1	2014H1	变动幅度
营业收入	851	1,392	63.64%
业务及管理费用	455	548	20.61%
费用率	53.45%	39.40%	减少 14.05 个百分点
净利润	296	607	105.24%
EPS	0.15	0.31	105.24%
ROE	1.96%	3.84%	增长 1.88 个百分点

资料来源: 公司中报, 中国银河证券研究所整理

作为业内比较有特色的区域型中小券商的代表之一, 公司过去对传统经纪业务的依赖程度一直较高。而今年以来, 由于受益于公司其他各条业务线的集体爆发, 截止上半年末, 公司的经纪业务收入占比已经降低至 25.69%, 远低于上市券商及行业平均水平, 极大程度摆脱了对经纪业务的过多依赖。另一方面, 受益于公司经营机制和激励机制的转变, 公司上半年自营业务表现优异, 自营业务的投资收益及公允价值变动损益收入合计占比达到了 46.32%, 较去年提升了 18.32 个百分点。总体来看, 公司上半年的收入结构较去年而言有了非常显著的优化。

图 1: 国元证券收入结构显著优化 (单位: %)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

## (二) 经纪业务转型开启, 自营业务大爆发

2014H1 公司经纪业务共计实现手续费净收入 3.58 亿元, 同比下滑幅度达到 8.83%。此外, 公司上半年股基交易市占率较 2013 年全年的平均水平基本持平, 为 1.06%。而受行业整体经纪业务转型和互联网金融对经纪业务佣金率的冲击影响, 公司上半年的佣金率下降至约 0.077%, 较去年全年的平均水平小幅下降 13.50%。

在行业经纪业务佣金率整体下行的不利局面之下, 公司上半年积极地开启了经纪业务的整体转型战略规划。5 月 8 日, 公司在收盘后发布公告, 披露了与上海万得的战略合作协议, 有效期三年, 双方将就互联网金融及相关平台进行深度合作, 使公司成为第 3 家和第三方互联网大型企业签署全方位战略合作协议的上市券商, 这将极大程度上加速公司在经纪业务等传统业务方面的转型, 优化收入结构, 打开客户资源渠道, 进一步促进公司发展。

图 2: 国元证券佣金率变化 (%)



资料来源: Wind, 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

图 3: 国元证券股基交易量 (单位: 亿元) 及市场份额 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

在激励机制的优化之下, 公司上半年在自营业务方面迎来了大爆发。2014H1 公司期末自营业务规模达到 100.36 亿元, 较去年末平稳增长了 5.76%。根据利润表相关数据估算, 公司上半年自营业务投资收入约为 5.98 亿元, 据此数据计算的公司 2014H1 自营业务年化投资收

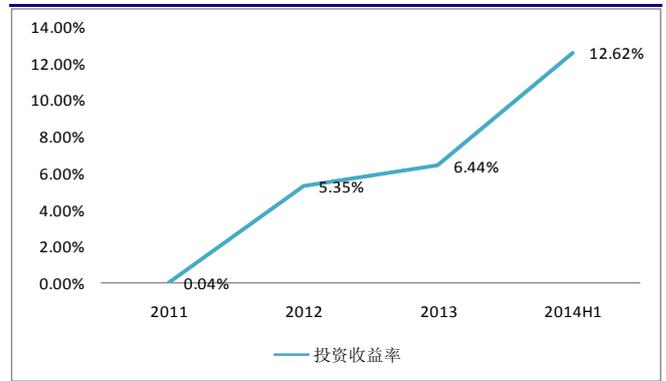
益率高达 12.62%，较可比口径的 2013 年全年平均投资收益率大幅提升了 6.18 个百分点。

图 4: 国元证券期末自营业务规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

图 5: 国元证券可比口径自营业务投资收益率



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究部整理

此外, 截止 2014H1, 公司资本公积项下的可供出售金融资产由年初的浮亏 1.38 亿元转变为尚余浮盈 0.36 亿元。

### (三) 投资银行业务及资产管理业务均实现大幅增长

2014H1 随着 IPO 的开闸, 公司投行业务呈现出大幅回暖的态势。上半年公司实现投行业务净收入 0.73 亿元, 同比大幅增长 86.54%。2014H1, 公司共计完成 1 个 IPO 项目、1 个并购重组项目、10 个新三板项目, 并且在公司 8 月初又顺利完成了 1 个 IPO 项目。截止日前, 公司尚有 1 单 IPO 项目过会未发, 预计将再为公司带来 3300 万元左右的保荐承销收入。此外, 公司目前在会的 IPO 项目仍有 22 个, 剔除已经终止审查的 6 家之后, 有效在会项目尚有 16 个。预计公司的投行业务收入仍将保持稳定增长的态势。

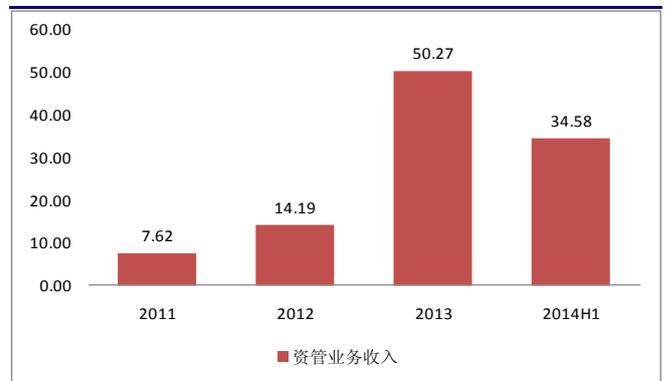
2014H1 公司资管业务同样实现爆发式增长, 上半年公司实现资产管理业务净收入 0.35 亿元, 同比增幅高达 2.54 倍。截止 2014H1, 公司期末受托客户资产管理规模达到了 580.67 亿元, 较年初增长了 63.46%。

图 6: 国元证券期末受托客户资产规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

图 7: 国元证券资产管理业务收入 (单位: 百万元)



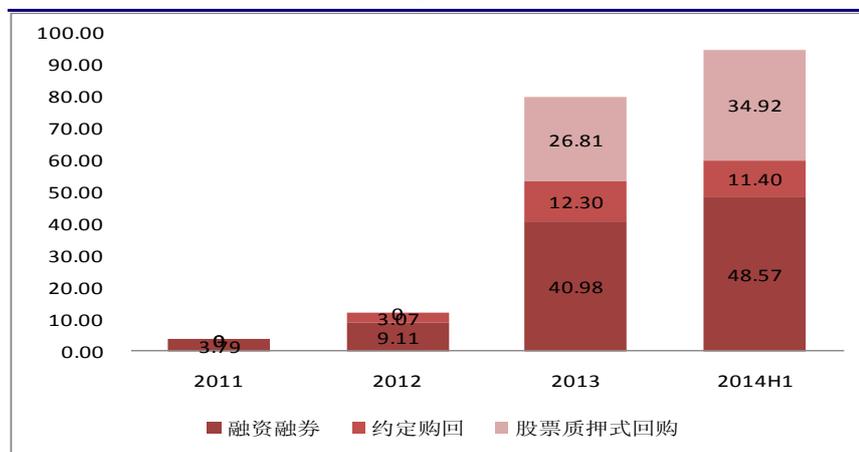
资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究部整理

#### (四) 资本中介型业务持续高速增长，利息支出占比有所上升

2014H1 公司资本中介型业务继续高速增长。从规模上来看，股票质押式回购业务规模及融资融券业务规模较年初分别增长了 30.23%和 18.53%。截止上半年末，公司资本中介型业务总规模达到 94.89 亿元，较年初增加 18.47%。

从收入来看，2014H1 公司共实现资本中介型利息收入 3.83 亿元，相当于去年全年的 1.08 倍。此外，资本中介型业务的利息收入占比也实现了大幅增长。2014H1，公司资本中介型业务的利息收入占比已经高达 79.56%，大幅优化了公司利息收入的结构。另外一方面，由于资本中介型业务规模的提升，上半年公司利息支出/收入的比例也有所上升，达到了 43.33%，较去年全年水平提高了近 10 个百分点。

图 8: 国元证券资本中介型业务规模稳步上升 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

图 9: 国元证券资本中介业务利息收入占比 (单位: %)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

图 10: 国元证券利息支出/收入 (%)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究部整理

## 投资建议

我们认为，公司作为有特色的区域型中小券商，在经营体制改革的推动之下，公司已经全面进入了业绩高速增长的时期，各条业务线均实现了快速稳定的发展，并且前景可期，是今年以来我们一直坚定看好的投资标的。我们维持“推荐”评级，维持此前的盈利预测 2014/2015 年 EPS0.62/0.68 元。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**赵强，房地产行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 83571359 liusiyao@chinastock.com.cn