

表现稳中有升，期待定增及国企改革

国元证券 (000728.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司发布了 2015 年一季度报告。

2. 我们的分析与判断

1) 业绩表现符合预期，杠杆率提升相对缓慢

2015Q1，公司实现营业收入 14.5 亿元 (yoy+83.4%)；归母净利润 7.2 亿元 (yoy+95.4%)；基本 EPS0.37 元 (yoy+94.7%)，ROE 达到 4.04% (yoy+1.70ppt)，业绩表现和一季度业绩快报完全一致。报告期内，公司的杠杆率相对其他上市券商而言较为缓慢：截止 2015Q1 末，公司总资产杠杆率达 3.55 倍，主动杠杆率达 2.48 倍，增幅较小。此外，公司费用管控亦有进步，报告期内管理费用率降低至 28.0% (yoy-6.43ppt)。

2) 经纪、自营及资本中介业务高速增长

经纪业务：一季度净收入达到 5.1 亿元 (yoy+147.1%)，主要原因是受益于市场交易度的大幅提升，而市场份额则较去年全年水平略降，达到 0.97%。此外，由于公司经纪业务开始互联网金融转型后佣金率下降较为明显，一季度可比口径佣金率降低至 0.061%。

投行业务：一季度净收入 0.46 亿元 (yoy-23.1%)，报告期内公司共计完成 IPO 一单，也是一季度投行业务的主要收入来源。目前公司有效在会 IPO 项目尚有 12 单。

资管业务：一季度净收入 0.14 亿元 (yoy+3.9%)，同比小幅增长。

自营业务：一季度投资收益 (剔除联/合营企业后的投资收益+公允价值) 达 6.04 亿元 (yoy+67.1%)，年化投资收益率高达约 17.3%。

资本中介型业务：一季度期末两融业务规模达 154.1 亿元，买入返售金融资产规模达 64.7 亿元，较年初分别增长 59.0%和 5.8%；由此，公司一季度利息净收入达到 2.40 亿元 (yoy+88.2%)，成为公司同比收入增速仅次于经纪业务的业务条线。

3. 投资建议

我们认为，公司作为区域性的中型券商一季度总体表现稳健但稍显保守，但后续公司有较多亮点值得期待：1) 公司资本中介型业务后续增长空间显著：公司一季度期末主动杠杆率不到 2.5 倍，报告期内增幅仅有 8.5%，后续加杠杆空间非常充裕；2) 公司即将在近日进行约 121 亿元的定向增发，定增完成之后公司资本金状况将极其游刃有余，预计公司资本中介业务、互联网金融业务转型以及 FICC 业务转型均将提速发展；3) 作为安徽国元集团旗下的唯一 A 股上市平台，国企改革预期较为明确。因此，我们维持“推荐”评级，提高此前对公司的盈利预测 2015/2016 年 EPS1.38/1.94 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 4080

✉: baizhou@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130113090032

对本报告的贡献

市场数据

时间 2015.04.27

A 股收盘价(元)	37.37
A 股一年内最高价(元)	41.42
A 股一年内最低价(元)	9.15
上证指数	4527.40
市净率	4.07
总股本 (万股)	196410.00
实际流通 A 股(万股)	196410.00
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	733.94

相关研究

《公司点评—国元证券(000728)年报点评: 多业务条线表现优异，或将受益于安徽省国企改革》

2014.03.16

《公司点评—国元证券(000728)季报点评: 各业务条线全面开花，投行业务最亮眼》

2014.10.27

《公司点评—国元证券(000728)半年报点评: 经营体制改革推动: 公司上半年业绩大爆发》

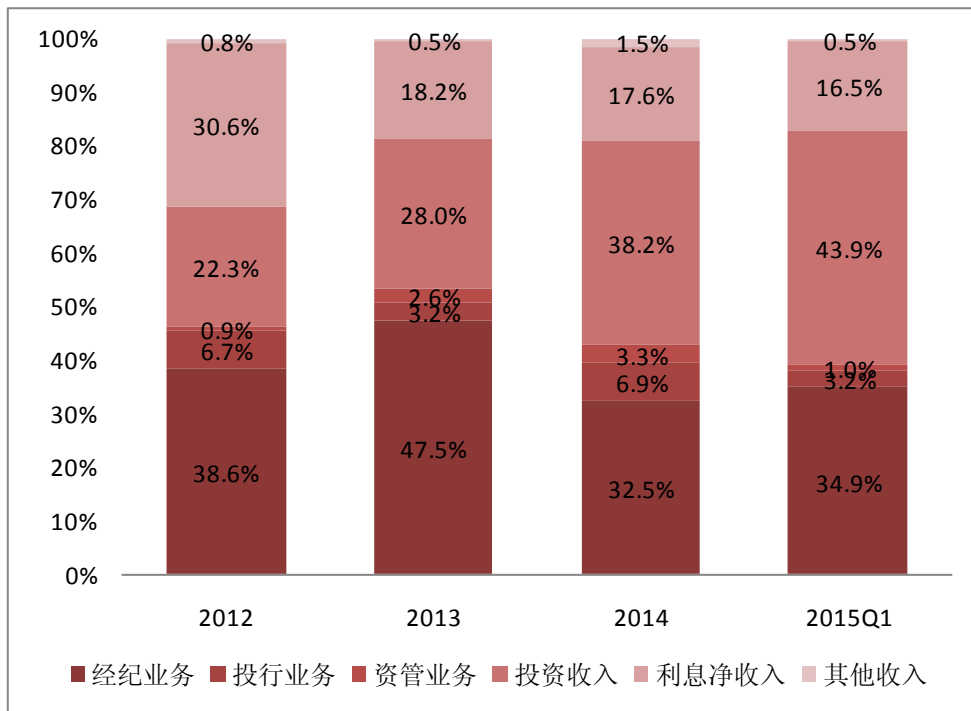
2014.08.18

表 1: 公司关键财务指标一览

单位: 百万元	2014H2	2015Q1	变动幅度
总资产	53,143	64,134	20.68%
净资产	17,460	18,055	3.41%
股本	1,964	1,964	0.00%
BVPS (元)	8.89	9.19	3.41%
杠杆率	3.04	3.55	16.70%
调整后总资产	39,909	44,789	12.23%
主动杠杆率	2.29	2.48	8.53%
单位: 百万元	2014Q1	2015Q1	变动幅度
营业收入	784	1,452	85.35%
业务及管理费用	269	406	50.68%
费用率	34.38%	27.95%	减少 6.43ppt
净利润	367	717	95.37%
EPS (基本)	0.19	0.37	94.74%
ROE	2.34%	4.04%	增长 1.70ppt

资料来源: 公司一季报, 中国银河证券研究所整理

图 1: 2015Q1, 公司经纪业务及投资收入均较去年显著提升 (单位: %)



资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究所整理

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，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

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