



# 经纪自营拖累业绩，关注国改和员工持股进展

——国元证券（000728）财报点评

2016年04月27日

推荐/维持

国元证券

财报点评

齐瑞娟

分析师

执业证书编号：S1480515080001

qirj@dxzq.net.cn 010-66554089

## 事件：

公司 2016 年一季度实现营业收入 6.25 亿元，同比下降 56.98%，归属上市公司股东净利润 2.14 亿元，同比下降 70.17%。截至 2016 年 3 月底，公司总资产 661.49 亿元，较去年年底下降 8.82%，归属于上市公司股东的净资产 197.42 亿元，较去年年底下降 0.96%。公司业绩符合预期。

## 公司分季度财务指标

指标	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1
营业收入（百万元）	796.59	1297.52	1452.25	2166.98	949.33	1204.81	624.73
增长率（%）	47.36%	118.09%	85.35%	256.18%	19.18%	-7.15%	-56.98%
毛利率（%）	54.44%	44.42%	64.85%	69.56%	50.92%	59.83%	35.51%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	54.44%	44.42%	64.85%	69.56%	50.92%	59.83%	35.51%
净利润（百万元）	335.70	429.01	717.10	1170.02	349.72	547.57	213.99
增长率（%）	45.58%	208.71%	95.37%	387.55%	04.18%	27.64%	-70.16%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.22	0.37	0.60	0.18	0.28	0.11
总资产收益率（%）	0.85%	0.81%	1.12%	1.27%	0.49%	0.75%	0.32%

## 观点：

- **受量价齐跌影响，经纪业务净收入同比下滑 46%。**报告期内公司经纪业务净收入同比下滑 46%至 2.73 亿，量价齐跌是经纪业务收入大幅下滑的主要原因。一方面，2016Q1 两市日均成交量只有 5400 亿，同比下滑 25%；另一方面，国元 2016Q1 综合佣金率万 4.2，同比下滑 31%。公司 2016Q1 末经纪业务市场份额为 0.94%，同比略减 0.02%，体现出经纪业务的稳健。截至 2016Q1 末公司综合佣金率首次降至市场平均水平以下，后续降佣压力得到一定程度缓解。
- **股债承销规模双双下滑，投行业务净收入同比下滑 29%。**报告期内公司投行业务净收入同比下滑 29%至 3253 万，2016Q1 股债承销规模下滑是主要原因。公司 2016Q1 只完成 1 单债券承销，承销规模 10 个亿。公司投行业务储备项目较多，其中已反馈 IPO 项目 5 单、已受理 5 单，后续投行业绩会逐渐释放。
- **两融和股权质押市场份额有所上升，利息净收入同比下滑 20%。**报告期内公司利息净收入同比下滑 20%

至 1.91 亿。虽然 2016Q1 两融日均余额为 9198 亿，同比下滑 23.5%，但公司两融市场份额同比增加 0.09%至 1.11%；另外，股权质押余额市场占比同比上升 0.04%，表明公司信用业务发展势头较好。公司扣除客户保证金的杠杆水平 2016Q1 末为 2.28，较去年年底 2.47 下降 7.6%。

- **受累于市场大幅波动，自营收入同比大幅下滑 84%**。受高基数影响，报告期内公司自营收入同比大幅下滑 84%至 0.96 亿。2016Q1 沪深 300 指数下跌 13.7%，去年同期沪深 300 指数上涨 14.6%，虽然公司采取了较为稳健的投资策略，自营收入仍然明显拖累公司 2016Q1 净利。

### 结论：

我们推荐国元证券的逻辑。1) 公司是杠杆水平最低的上市券商之一，在今年震荡市的大环境下提高了业绩的防御性，目前 PB 只有 1.67X，处于历史底部；2) 公司深耕安徽，尽享皖江经济带资源优势，包括低成本优势和地方业务资源优势，凭借省国资委背景，公司在投行、资管、直投等业务条线的区域优势非常显著；3) 公司将持续受益于大股东国元集团的混改进程和安徽省国企改革带来的业务机会；4) 公司是首家启动二级市场股票回购的上市券商，15.9 元/股的平均回购价为公司股价铸就安全底部，正在积极推进员工持股计划，有利于全面提振公司的经营效率。

我们预测公司 2016、2017 年营业收入为 35.75 亿、50.6 亿，净利润为 18.2 亿、25.76 亿，对应 EPS 分别为 0.93 元、1.31 元，对应 BPS 分别为 10.9 元、12.1 元，对应 PB 为 1.54X 和 1.39X，6 个月目标价为 25 元，维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	6,868.72	14,276.98	23,741.58	24,198.39	33,937.44	营业收入	1,984.93	3,486.04	5,773.38	3,575.18	5,059.77
结算备付金	1,514.54	2,889.97	4,230.39	4,392.00	5,856.00	手续费及佣金	1,006.61	1,515.08	3,091.79	1,832.12	2,392.90
交易性金融	876.45	234.76	1,431.65	5,614.35	6,175.79	其中：代理买	874.98	1,134.41	2,605.97	1,264.90	1,483.52
买入返售金	3,911.40	6,110.05	4,663.13	8,065.26	9,678.32	证券承销业务	54.66	239.56	325.44	461.51	751.41
存出保证金	174.30	165.79		292.80	390.40	受托客户资产	50.27	116.13	130.95	87.39	134.04
可供出售金	9,323.67	14,979.59	19,272.97	16,638.57	16,946.69	利息净收入	410.35	612.94	1,105.70	1,044.24	1,415.61
长期股权投	355.63	411.71	888.47	958.70	1,054.57	投资净收益	609.14	1,535.89	1,883.98		
固定资产	1,518.75	1,507.61	1,518.71	2,369.70	3,080.61	其中：对联营	49.15	62.49	72.78		
无形资产	27.96	25.23	30.91	52.70	71.91	公允价值变动	-51.09	-204.08	-294.68		
商誉	120.88	120.88	122.71	120.88	120.88	自营业务净收	508.90	1,269.32	1,516.53	627.31	1,150.07
递延所得税	135.48	118.66	181.85	192.52	216.88	营业支出	1,150.60	1,690.99	2,119.87	1,149.42	1,626.72
其他资产	745.08	859.12	251.80	962.62	1,084.38	营业税金及附	65.17	168.28	308.69	178.76	252.99
资产合计	30,493.91	53,143.32	72,550.64	63,858.51	78,613.85	管理费用	1,080.60	1,375.24	1,800.54	965.30	1,366.14
卖出回购金	2,098.26	11,285.27	5,717.60	9,931.03	11,917.24	其他业务成本	2.14	2.32	6.84	5.36	7.59
代理买卖证	7,120.77	13,234.62	23,236.37	19,032.00	25,376.00	营业利润	834.33	1,795.05	3,653.52	2,425.76	3,433.06
应付职工薪	168.73	310.06	562.39	400.49	566.79	加：营业外收	15.06	4.35	19.40	2.50	3.54
应交税费	91.12	275.14	430.14	400.49	566.79	减：营业外支	4.92	6.09	8.17	1.07	1.52
其他负债	5,376.23	5,612.97	30.93			利润总额	844.47	1,793.30	3,664.75	2,427.19	3,435.08
负债合计	14,855.10	35,683.54	52,487.27	42,520.01	54,895.45	减：所得税	180.34	421.56	880.34	606.80	858.77
股本	1,964.10	1,964.10	1,964.10	1,959.45	1,959.45	净利润	664.13	1,371.74	2,784.41	1,820.39	2,576.31
资本公积金	9,903.54	9,875.50	9,875.59	9,875.50	9,875.50	归属于母公司	664.13	1,371.74	2,784.23	1,820.39	2,576.31
盈余公积金	660.16	792.17	1,052.77	1,251.37	1,509.00	每股收益	0.34	0.70	1.42	0.93	1.31
未分配利润	1,918.34	2,698.87	4,454.24	5,520.48	7,127.48	基本每股净资	7.96	8.89	10.15	10.89	12.10
一般风险准	1,269.27	1,533.29	2,105.12	2,451.69	2,966.96						
归属于母公	15,638.81	17,459.78	19,933.65	21,338.50	23,718.40						
所有者权益	15,638.81	17,459.78	20,063.37	21,338.50	23,718.40						
负债及股东	30,493.91	53,143.32	72,550.64	63,858.51	78,613.85						

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 齐瑞娟

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银金融行业研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。