东兴证券
DONGXING SECURITIES

首家上市券商员工持股计划花落国元！

——国元证券（000728）事件点评

2016 年 07 月 11 日

强烈推荐/维持

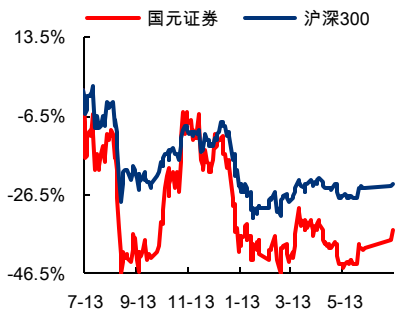
国元证券 | 事件点评

齐瑞娟
010-66554089 qirj@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480515080001

交易数据

52 周股价区间（元）	18.07-27.93
总市值（亿元）	354.91
流通市值（亿元）	354.91
总股本/流通 A 股(万股)	196410/196410
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.83

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《国元证券（000728）：三年定增正式启动，大股东参与彰显对未来信心》2016-07-08

2、《国元证券(000728)2016 年一季报点评：经纪自营拖累业绩，关注国改和员工持股进展》2016-04-28

3、《国元证券（000728）：业务全面开花，国改值得期待》2016-03-29

4、《国元证券（000728）：受益国企改革，定增值得期待》2015-11-02

事件：

7 月 9 日国元证券审议通过《关于<公司员工持股计划（修订稿>>的议案》，安徽国资委于 2016 年 7 月 7 日下发《关于国元证券股份有限公司实施员工持股计划和非公开发行股票有关事项的批复》（皖国资改革函[2016]435 号），正式批复国元员工持股计划。

主要观点：

1、上市券商员工持股第一家花落国元，是券商积极探索混改与股权激励迎重大突破

证券行业是智力密集型行业，人力资本是其核心竞争力的重要因素，实施员工持股，使管理层在和公司员工直接或间接成为公司股东，从而在大股东和职业经营团队之间建立起长期稳定的利益共享和风险共担机制。

然而，由于券商股权激励从制度上到具体实施方面都面临一定阻力，近年来始终没有被突破。

从制度上看，一是《证券法》第四十三条对证券从业人员持股的限制，二是财政部 2008 年 65 号文《关于清理国有控股上市金融企业股权激励有关问题通知》明确指出“国有控股上市金融企业不得擅自搞股权激励，对于准备设立和已经在做股权激励的企业，都要暂停等新政策明确后再定。

2013 年 3 月为规范券商实施股权激励的行为、推动证券公司建立、健全激励与约束机制，证监会下发《证券公司股权激励约束机制管理规定（征求意见稿）》，其中提出可以通过设立信托计划等形式间接持股，也提出“证券公司实施股权激励应当符合国务院有关部门关于金融机构股权激励的规定，映射财政部 2008 年 65 号文，但是**这一规定并未正式出台。**

2015 年 8 月底，证监会召开维护资本市场稳定专题工作会议，会议鼓励上市券商回购股份由于员工持股计划。在此背景下，为落实

上级主管部门关于维护资本市场稳定的相关要求，国元于 2015 年 9 月相继通过《关于公司回购股份的议案》和《关于设立员工持股计划（草案）的议案》。2015 年 9 月 16 日，公司实施了首次回购，截至 2016 年 3 月 14 日（回购截止日），公司累计回购股份 29,561,484 股，占公司总股本的比例为 1.5051%。2016 年 7 月 7 日安徽国资委下发《关于国元证券股份有限公司实施员工持股计划和非公开发行股票有关事项的批复》（皖国资改革函[2016]435 号），正式批复公司员工持股计划，标志证券公司积极探索混改与股权激励迎来重大突破，上市券商员工持股第一家花落国元证券。

2、本次员工持股计划规模之大，董监高认购之果断坚决，充分体现公司高管和员工对公司未来发展的坚定决心

本次员工持股规模较大，董监高认购非常果断坚决，并承诺如出现员工认购不足，不足部分由董监高认购，充分彰显信心。

根据公布的持有人份额分配情况，**董监高合计认购 4308 万，占比 10%**，其中蔡咏董事长、俞仕新总裁分别认购 354 万（认购比例 0.82%），其余 14 名董监高认购 210 万至 270 万不等（认购比例 0.49%至 0.63%）。除了董监高的其他员工共认购 3.8764 亿，2015 年报披露公司在职员工总数为 3060 人，**不计董监高，每个员工认购的平均金额将达到 12.7 万元**，而公司 2015 年、2014 年人均薪酬（应付职工薪酬/员工总数）分别为 18.4 万、11.9 万，如不是对自己公司的发展具有十足信心，否则广大员工很难拿出这么大一笔资金进行高额的员工持股份额认购。**我们认为，员工持股计划规模越大，董监高认购比例越大，单个员工平均认购份额越大，越有利于实现公司长期利益与管理层和员工的利益高度绑定，对公司稳定人才、兑现发展有较强助力。**

表 1:国元证券员工持股计划细则

国元证券员工持股计划要素	
法规依据	《公司法》、《证券法》、《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》、《公司章程》及安徽国资委关于《国元证券股份有限公司实施员工持股计划和非公开发行股票有关事项的批复》（皖国资改革函[2016]435 号）
参加对象及标准	公司及下属子公司全体员工，自愿参加、风险自担，参加员工持股计划的每位员工最低参与额度要求为 10 万元，任一持有人通过员工持股计划获得的标的股票数量不得超过公司股本总额的 1%
资金来源	员工合法薪酬、自筹资金以及法律法规允许的其他方式
持股形式	国元委托资产管理人设立资产管理计划管理员工持股计划的资产，上述资产管理计划投资范围为购买和持有国元 A 股股票，闲置资金可用于现金类管理
股票来源	公司 2015 年 9 月至 2016 年 3 月期间回购的股票（不超过 29,561,484 股），占公司总股本比例不超过 1.5051%
购买回购股票价格	公司第七届董事会审议通过的非公开发行股票预案价格 14.57 元/股
续存期和锁定期	持股计划续存期为 6 年。锁定期普通员工 12 个月，中层以上管理人员 36 个月，自公司公告最后一笔股票过户至员工持股资产管理计划名下之日起计算
董监高持股比例	合计认购金额占员工持股计划总金额的 10%，若出现员工认购不足情况，不足部分由董监高认购

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2:国元证券员工持股计划持有人份额分配情况

姓名	职务	认购金额（万）	认购份额比例
蔡咏	董事会	354	0.82%
俞仕新	总裁	354	0.82%
蒋希敏	党委副书记	270	0.63%
陈新	副总裁、董事会秘书	270	0.63%
高新	党委委员	270	0.63%
陈东杰	副总裁	270	0.63%
陈平	副总裁	270	0.63%
陈益民	副总裁	270	0.63%
朱楚恒	监事会主席	270	0.63%
万士清	副总裁	270	0.63%
沈和付	副总裁	270	0.63%
高民和	总会计师	270	0.63%
段立喜	监事	270	0.63%
程风琴	监事	210	0.49%
范圣兵	合规总监	210	0.49%
唐亚湖	首席风险官	210	0.49%
其他员工		38764	90%
合计		43072	100%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3、14.57 元/股“三年定增+员工持股计划”价格为公司股价铸就黄金底

为了体现公平性，国元本次非公开发行股票的发行价格和员工持股计划股票购买价格一致，定价基准日为公司第七届董事会第三十五次会议决议公告日（2016 年 7 月 8 日），发行价格为不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价 90%的原则，确定为 14.57 元/股，其中大股东参与定增的锁定期为 5 年，公司高管员工持股的锁定期为 3 年。综上所述，**我们认为 14.57 元/股的定增价和员工持股价为公司股价铸就了一个黄金底。**

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，是估值最低的中小券商；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）公司将受益于大股东国元集团的国改进程和安徽省国企改革带来的业务机会；4）首家上市券商员工持股计划花落**

国元，本次员工持股计划规模之大，董监高认购之果断坚决，充分体现公司高管和员工对公司未来发展的坚定决心；5）三年定增计划正式启动，将大大提升公司资本实力，大股东积极认购锁定期 5 年，充分彰显对未来信心。

我们预测公司 2016、2017 年营业收入为 33.63 亿、45.21 亿，净利润为 16.15 亿、21.71 亿，EPS 分别为 0.82 元、1.11 元，BVPS 分别为 10.91 元、11.1 元。对应最新收盘价 PB 为 1.66X、1.63X，目标价 20 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

定增审批风险；市场大幅下跌带来业绩和估值双重压力；员工持股计划推进不及预期。

表 3：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	14,276.9	23,741.5	13,908.0	16,226.0	**营业收入**	1,984.	3,486	5,773.3	3,362.62	4,520.
结算备付金	1,514.54	2,889.97	4,230.39	4,981.04	5,811.22	**手续费及佣金净收**	1,006.	1,515	3,091.7	1,844.12	2,222.
交易性金融资产	876.45	234.76	1,431.65	1,664.62	1,914.31	其中：代理买卖证	874.98	1,134	2,605.9	1,112.64	1,135.
买入返售金融资	3,911.40	6,110.05	4,663.13	6,062.06	7,880.68	证券承销业务净收	54.66	239.5	325.44	546.98	820.15
存出保证金	174.30	165.79	49.25	278.16	324.52	受托客户资产管理	50.27	116.1	130.95	166.06	244.73
可供出售金融资	9,323.67	14,979.5	19,272.9	24,656.8	31,425.4	利息净收入	410.35	612.9	1,105.7	710.71	920.57
长期股权投资	355.63	411.71	888.47	977.32	1,075.05	投资净收益	609.14	1,535	1,883.9		
固定资产	1,518.75	1,507.61	1,518.71	1,594.65	1,674.38	其中：对联营企业	49.15	62.49	72.78		
无形资产	27.96	25.23	30.91	52.70	71.91	公允价值变动净收	-51.09	-204.	-294.68		
商誉	120.88	120.88	122.71	122.71	122.71	**自营业务净收入**	508.90	1,269	1,516.5	774.16	1,332.
递延所得税资产	135.48	118.66	181.85	230.22	286.71	营业支出	1,150.	1,690	2,119.8	1,214.58	1,632.
其他资产	745.08	859.12	251.80	1,211.70	1,509.01	营业税金及附加	65.17	168.2	308.69	168.13	226.04
资产合计	30,493.9	53,143.3	72,550.6	62,506.9	68,814.7	**管理费用**	1,080.	1,375	1,800.5	1,042.41	1,401.
卖出回购金融资	2,098.26	11,285.2	5,717.60	6,003.48	6,303.65	其他业务成本	2.14	2.32	6.84	4.04	5.42
代理买卖证券款	7,120.77	13,234.6	23,236.3	18,080.4	21,093.8	**营业利润**	834.33	1,795	3,653.5	2,148.04	2,887.
应付职工薪酬	168.73	310.06	562.39	322.96	434.20	加：营业外收入	15.06	4.35	19.40	10.09	13.56
应交税费	91.12	275.14	430.14	242.22	325.65	减：营业外支出	4.92	6.09	8.17	5.04	6.78
其他负债	25.25	24.16	30.93	16,432.7	17,257.7	利润总额	844.47	1,793	3,664.7	2,153.09	2,894.
负债合计	14,855.1	35,683.5	52,487.2	41,081.7	45,415.0	减：所得税	180.34	421.5	880.34	538.27	723.67
股本	1,964.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10	1,964.10	净利润	664.13	1,371	2,784.4	1,614.82	2,171.
资本公积金	9,903.54	9,875.50	9,875.59	9,875.50	9,875.50	归属于母公司净利	664.13	1,371	2,784.2	1,614.82	2,171.
盈余公积金	660.16	792.17	1,052.77	1,232.07	1,449.17	每股净资产	7.96	8.89	10.15	10.91	11.91
未分配利润	1,918.34	2,698.87	4,454.24	5,385.34	6,708.63	基本每股收益（元）	0.34	0.70	1.42	0.82	1.11
一般风险准备	1,269.27	1,533.29	2,105.12	2,413.13	2,847.33						
归属于母公司权	15,638.8	17,459.7	19,933.6	21,425.1	23,399.7						
所有者权益合计	15,638.8	17,459.7	20,063.3	21,425.1	23,399.7						
负债及股东权益	30,493.9	53,143.3	72,550.6	62,506.9	68,814.7						

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。