

非银金融 证券 II

国元证券(000728): 定增发力信用业务, 静待综合金融协同效应待释放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 1,964/1,964
 总市值/流通(百万元) 37,200/37,200
 12 个月最高/最低(元) 26.45/14.93

相关研究报告:

《国元证券: 大金融平台, 持续受益混业经营》--2015/12/31

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

报告摘要

净资本是公司未来发展的关键因素, 本次定增提升净资本 34%。在当前以净资本为核心的监管体系下, 国元证券扩大传统业务优势、开展创新业务、开发创新产品, 都需要有雄厚的资本金支持。截至 2015 年末, 公司净资本约为 127 亿元, 本次定增 42.87 亿元, 净资本将得到约 34% 的提升, 为公司规模的进一步扩张打开了空间。上市以来, 除了 2009 年国元证券定增募集 96 亿之外, 去年频频通过债券融资缓解业务发展之需。目前公司的权益乘数为 3.5, 已经达到了历史峰值。本次定增, 一方面补充了资本, 另一方面改善了财务结构。

股东实力雄厚, 业务资源丰富。大股东金融资源丰富, 几乎涵盖所有的金融业态, 包括证券、信托、保险、基金、期货、银行、创投、地方股权托管交易中心、产权交易中心等。新增股东不仅补充资本的能力强, 而且可能带来业务资源。

新募资金主要用于信用业务, 信用业务是公司第二大收入来源。信用业务在国元证券的业务结构中占据重要的地位, 近两年已经超过自营, 成为第二大收入来源。本次定增有 30 亿用于扩大信用业务, 有助于强化信用业务优势, 做强优势业务。

员工持股计划, 业内首家, 市场预期激励带来业绩超预期。

投资建议:虽然证券公司业绩今年不容乐观, 但证券行业前景毋庸置疑。随着交易量、两融等业务的极度萎缩, 下半年业绩修复的概率较大。此外, 国元证券 PB 近 1.7 倍, 在同行业中较低, 具有估值优势。预计 2016-2018 年国元证券 EPS 分别为: 0.54、1.20、0.78, 给予国元证券“买入”评级, 六个月目标价 25 元。

风险提示:行业监管及政策变化的风险; 股票市场异常波动风险。

■ 盈利预测和财务指标:

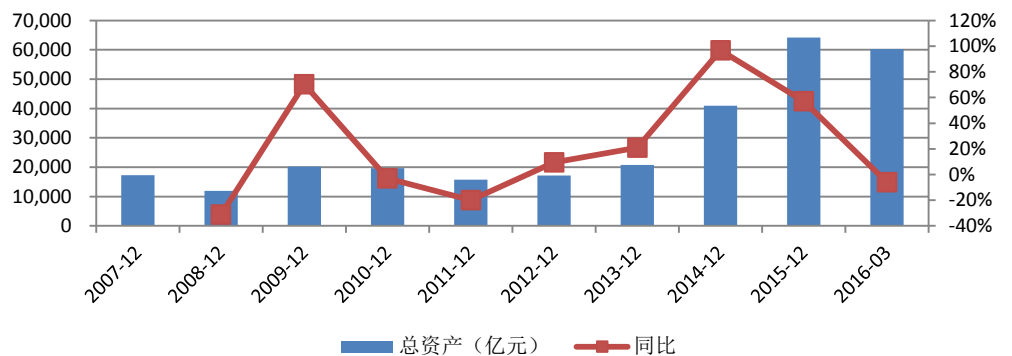
	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,773	3,366	6,011	4,153
(+/-%)	66%	-42%	79%	-31%
净利润(百万元)	2,784	1,228	2,720	1,763
(+/-%)	103%	-56%	122%	-35%
摊薄每股收益(元)	1.23	0.54	1.20	0.78
市盈率(PE)	5,773	3,366	6,011	4,153

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

一、净资本是公司未来发展的关键因素, 本次定增提升净资本 34%

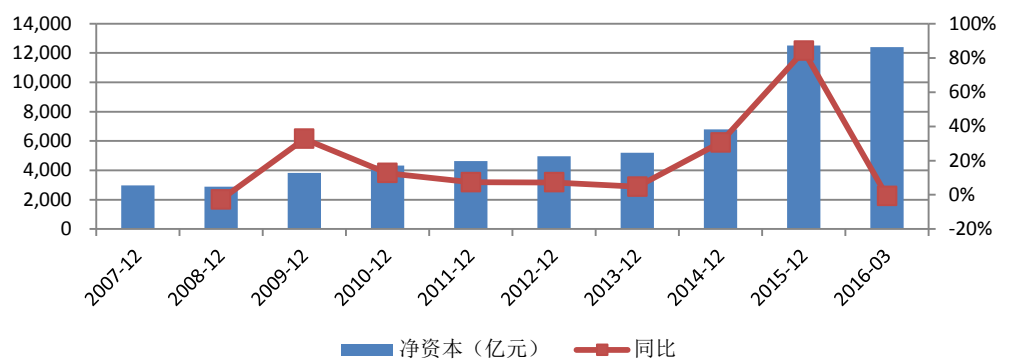
证券公司对净资本的依赖就像鱼儿离不开水。证券行业是与资本规模高度相关的行业, 资本规模在较大程度上影响着证券公司的竞争地位、盈利能力、抗风险能力与发展潜力, 是决定证券公司未来发展的关键因素。在现有的以净资本为核心的行业监管体系下, 证券公司原有的传统业务和融资融券、股票质押式回购、自营业务、直投业务、国际业务等创新业务的发展都与净资本规模密切相关。证券公司的业务发展需要充足的资本金支持。2012 年以来, 证券公司加速创新转型, 资产规模快速增长, 2012 年行业总资产规模约为 1.71 万亿, 去年底已经达到 6.4 万亿, 增长了近 3 倍, 在资产规模快速增长的同时, 证券公司的资本需求也随之增加, 从 5000 亿增长至 1.25 万亿。在证券行业大发展的背景下, 资本的补充是拥抱未来发展契机的必要条件。

图表1: 证券行业基本情况——总资产规模 (亿元)



资料来源: 证券业协会, 太平洋证券整理

图表2: 证券行业基本情况——净资本规模 (亿元)



资料来源: 证券业协会, 太平洋证券整理

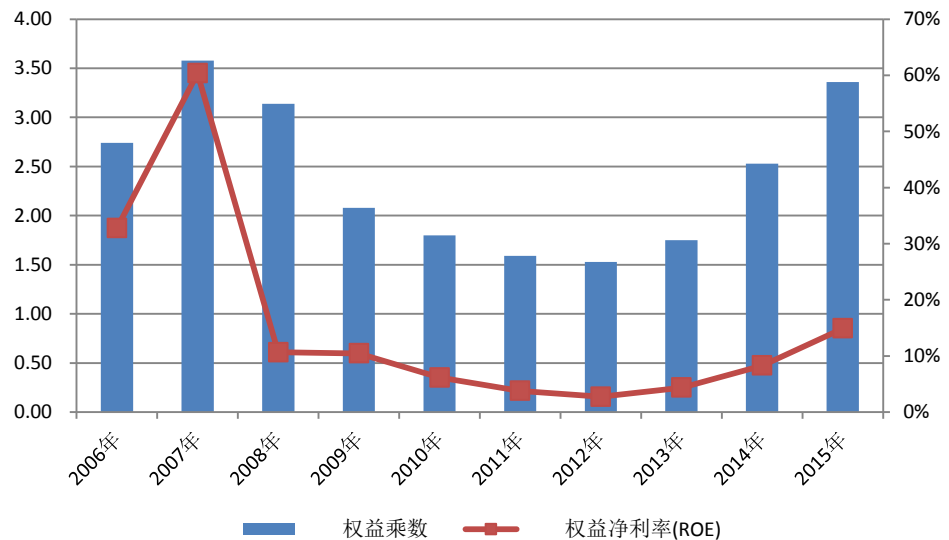
资本大幅补充, 业务规模将迎来扩张。在当前以净资本为核心的监管体系下, 国元证券扩大传统业务优势、开展创新业务、开发创新产品, 都需要有雄厚的资本金支持。截至 2015 年末, 公司净资本约为 127 亿元, 本次定增 42.87 亿元, 净资本将得到约 34% 的提升, 为公司规模的进一步扩张打开了空间。上市以来, 除了 2009 年国元证券定增募集 96 亿之外, 去年频频通过债券融资缓解业务发展之需, 在此期间, 同行业纷纷采用定增、配股等方式扩大资本。目前公司的权益乘数为 3.5, 已经达到了历史峰值。本次定增, 一方面补充了资本, 另一方面改善了财务结构。

图3: 国元证券上市以来直接融资情况

公告日期	融资方式	年度	发行价 (元)	募资总额 (亿元)	募资净额 (亿元)	资金用途
2015/6/24	其他债券	2015 年	100	14	14	--
2015/5/12	其他债券	2015 年	100	16	16	--
2015/12/8	其他债券	2015 年	100	20	20	--
2015/3/16	其他债券	2015 年	100	14	14	--
2015/11/20	其他债券	2015 年	100	14	14	--
2015/4/21	其他债券	2015 年	100	14	14	--
						补充营运资金, 办公场所购置等 增资用

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图4: 国元证券上市以来直接融资情况



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

二、股东实力雄厚, 业务资源丰富

大股东几乎涵盖所有的金融业态, 金融协同效应有待释放。国元证券实际人是安徽省国资委, 本次定增完成后, 国元控股直接或间接控制本公司 34.80% 的股权, 仍为本公司控股股东。国元控股是安徽省国资委 100% 控股的大型投资控股类企业, 旗下金融资源十分丰富。目前国元控股拥有国元证券、国元信托、国元保险、国元投资、国元创投、安徽省股权托管交易中心等 10 家成员公司, 上述公司还分别控股了国元证券 (香港) 公司、长盛基金管理公司、国元期货公司、国元股权投资公司、国元创新投资公司、安元投资基金有限公司和安元投资基金管理有限公司以及 7 家典当公司、7 家小额贷款公司、4 家投资管理公司、2 家融资担保公司、1 家融资租赁公司和 1 家互联网金融服务公司, 同时参股徽商银行和 8 家农村商业银行金融机构、省产权交易中心、安徽长江产权交易所、黄山 (香港) 有限公司、皖垦种业等, 全集团分支机构遍布北京、上海、天津、重庆、香港及沿海多数地区和省内各地, 投资领域涵盖了证券、信托、保险、银行、期货、股权投资、担保、小额贷款、典当、融资租赁、互联网金融等行业。这种综合金融生态运作空间大, 金融协同效应有待进一步释放。

新增股东不仅补充资本的能力强, 而且可能带来业务资源。发行对象为公司控股股东国元控股、建安集团、粤高速、铁路基金、全柴集团以及嘉华优势。截至 2016 年 3 月 31 日, 国元控股及其控股子公司国元信托合计持有公司 37.46% 的股份, 国元控股为公司的控股股东, 全柴集团持有公司 2.66% 的股份, 建安集团、粤高速、铁路基金以及嘉华优势均不持有公司股份。其中, 建安集团是安徽省亳州市国资委 100% 控股的集团, 粤高速实际控制人是广东省国资委 (通过 100% 控股的子公司广东省交通集团持有粤高速 40.84% 的股权), 铁路基金实际控制人是安徽省国资委 (间接控股 63%), 全柴集团是安徽省全椒县政府 100% 控股的。可以看出这些新引入的股东资金实力雄厚, 不仅具有较强的补充资本的能力, 而且具有潜在的业务支持能力。

图表 5: 国元证券定增认购情况

序号	认购对象	认购数量 (亿股)	认购金额 (亿元)
1	国元控股	0.50	7.29
2	建安集团	1.40	20.40
3	粤高速	0.55	8.00
4	铁路基金	0.34	5.00
5	全柴集团	0.10	1.46
6	嘉华优势	0.05	0.73
	合计	2.94	42.87

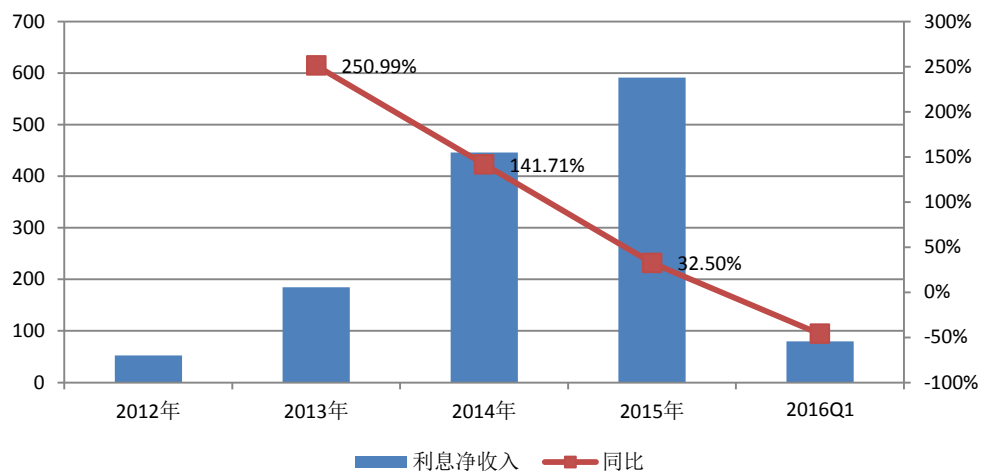
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

国元控股认购本次发行的股份自发行结束之日起 60 个月内不得转让; 其他特定发行对象本次认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让。

三、新募资金主要用于信用业务, 信用业务是公司第二大收入来源

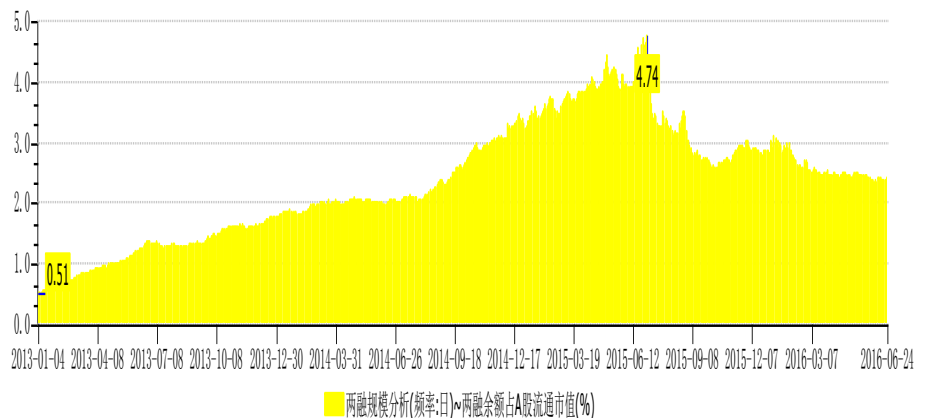
信用业务是券商新兴业务, 三年大发展快速成长。信用业务的盈利模式与银行贷款类似, 收入=规模*利率。券商信用业务收入主要来源有三块儿: 一是融资融券; 二是质押式股票回购业务; 三是约定式股票回购业务。这是券商 2012 年创新以来新兴的一块儿业务, 经过短短三四年的发展, 迅速发展壮大。2012 年全行业净利息净收入仅 52.60 亿元, 2015 年已达到近 600 亿。当前融资融券余额/流通市值已经回到了 2014 年牛市启动前的水平, 信用业务的规模稳中有升, 且股权融资业务也在兴起, 未来空间还很大。

图表6: 证券行业基本情况——信用业务净收入 (亿元)



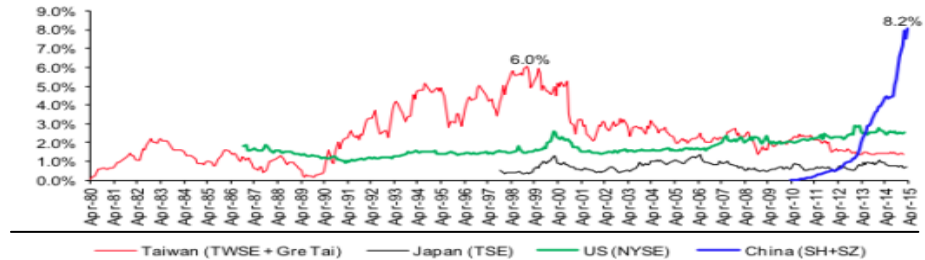
资料来源: 证券业协会, 太平洋证券整理。注: 2016Q1 同比数据为年化同比。

图表7: 我国融资融券余额/流通市值 (2013-2016/6/30)



资料来源: 证券业协会, 太平洋证券整理。

图表8: 美、日、台、中: 融资融券余额/流通市值



资料来源: Macquarie Research, 2015

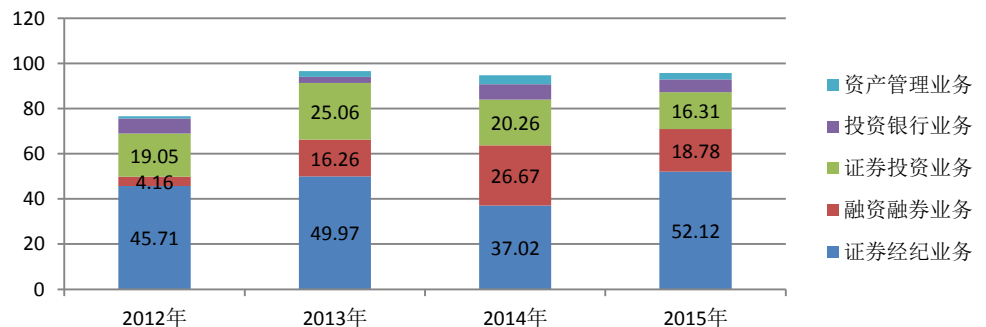
信用业务对国元证券的贡献度仅位于经纪业务之后, 基于自身特点做大信用业务。信用业务在国元证券的业务结构中占据重要的地位, 近两年已经超过自营, 成为第二大收入来源。本次定增有 30 亿用于扩大信用业务, 有助于强化信用业务优势, 做强优势业务。根据《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》的要求, “证券公司经营融资融券业务的, 应该分别按对客户融资本业务规模 5%、融券业务规模的 10% 计算融资融券业务风险资本准备”。所以, 信用交易业务是资本消耗性业务, 需占用大量的流动性。经过 30 亿的补血, 信用业务实力将再上一个台阶。

图表9: 国元证券定增募集资金用途

募集资金用途	具体使用金额
用途一: 扩大信用交易业务规模	不超过 30 亿元
用途二: 扩大自营业务投资规模, 增加投资范围	不超过 5 亿元
用途三: 拓展证券资产管理业务	不超过 4 亿元
用途四: 其他营运资金安排	不超过 3.87 亿元

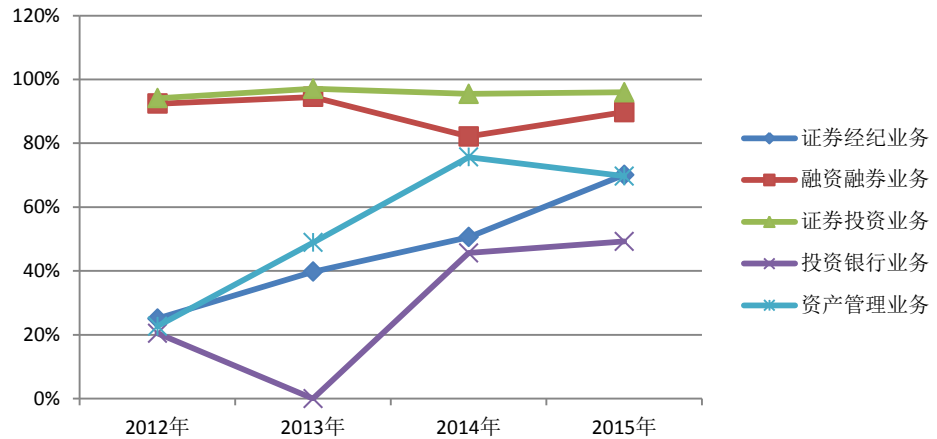
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表10: 国元证券营业收入结构 (%)



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表11: 国元证券各项业务毛利率 (%)



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

四、员工持股计划属业内首家, 市场预期激励带来业绩超预期

员工持股计划, 将管理层以及核心员工的利益与公司股东的利益捆绑在一起, 有助于解决“委托——代理”问题, 尤其是在高薪酬回报的证券行业, 这种激励机制的效果更佳, 因为证券行业股票收益率对业绩具有高弹性。目前, 证券行业尚无已经实施员工持股计划的, 国元证券有望成为第一家, 兴业证券也在准备过程中。国元证券员工持股计划的最新进展是:

图表12: 国元证券员工持股计划进度事件一览

2015年8月底	中国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用于员工持股计划。
2015年9月2日、14日	公司分别召开董事会和股东大会, 审议通过《关于公司回购股份的议案》和《关于设立公司员工持股计划(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(本次回购截止日), 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	安徽省国资委下发《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), 同意公司员工持股计划的股票来源为公司已回购股份。

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

价格和规模方面: 员工购买回购股票的价格为14.57元, 公司股价目前约为20元, 有近37%的溢价。总金额约4.3亿元(对应2951万股), 股票来源为公司已经回购的股票。国元证券总市值390亿, 员工持股计划规模约占总市值的1.5%, 考虑到即将的定增, 占比约为1%。

图表13: 键入图表的标题

姓名	职务	认购金额 (万元)	认购份额比例
蔡咏	董事长	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%
程凤琴	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	90.00%
合计		43072	100%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

期限方面: 本员工持股计划锁定期为: 普通员工12个月, 中层以上管理人员36个月。本持股计划存续期为6年, 自股东大会审议通过本员工持股计划之日起计算, 存续期届满后自行终止, 也可经持有人会议审议批准提前终止或延长。

五、投资建议

虽然证券公司业绩今年不容乐观, 但证券行业前景毋庸置疑, 我国资本市场有待完善, 资产证券化率还有很大的空间, 证券行业估值处于底部, 仍处于长期的布局机遇期; 金融改革加快, 综合经营渐行渐近; 随着交易量、两融等业务的极度萎缩, 下半年业绩修复的概率较大。此外, 国元证券 PB 近 1.7 倍, 在同行业中较低, 具有估值优势。预计 2016-2018 年国元证券 EPS 分别为: 0.54 元、1.20 元、0.78 元, 归母净利润增幅分别为-56%, 122%, -35%。今年业绩边际改善, 明年预计业绩大幅修复。我们看好国元证券未来的发展机会, 给予公司“买入”评级, 六个月目标价 25 元。

六、风险提示

宏观经济和资本市场周期性波动带来的盈利风险；

行业监管及政策变化的风险；

本次非公开发行方案未获得批准的风险；

国际金融市场波动带来的二级市场估值风险。

图表 14: 国元证券财务预测表 20160720

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	14,277	23,742	15,455	22,029	19,816	营业收入	3,486	5,773	3,366	6,011	4,153
结算备付金	2,890	4,230	3,249	4,684	3,883	手续费及佣金净收入	1,515	3,092	1,915	2,278	2,012
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	1,134	2,606	1,276	1,701	1,382
融出资金	10,473	15,194	9,850	13,134	8,756	承销业务净收入	240	325	367	306	259
交易性金融资产	235	1,432	1,848	2,061	2,935	资管业务净收入	116	131	251	247	349
衍生金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	613	1,106	1,669	1,479	1,363
买入返售金融资产	6,110	4,663	6,138	5,456	4,092	投资净收益	1,332	1,589	-228	2,245	771
应收款项	547	471	468	522	744	公允价值变动净收益	-204	-295	-107	-118	-155
应收利息	423	463	729	813	1,158	其它	18	18	14	14	14
存出保证金	166	49	204	205	141	营业支出	1,691	2,120	1,757	2,444	1,843
可供出售金融资产	14,980	19,273	27,190	30,325	43,189	营业税金及附加	168	309	171	314	214
持有至到期投资	0	39	54	60	86	管理费用	1,375	1,801	1,580	2,123	1,623
长期股权投资	412	888	687	687	687	资产减值损失	145	4	3	3	2
固定资产	1,508	1,519	1,531	1,540	1,544	其他业务成本	2	7	3	4	4
无形资产	25	31	30	30	30	营业利润	1,795	3,654	1,608	3,567	2,311
商誉	121	123	123	123	123	其他非经营损益	-2	11	2	8	4
递延所得税资产	119	182	161	180	256	利润总额	1,793	3,665	1,611	3,575	2,315
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	422	880	383	854	552
其他资产	859	252	355	396	564	净利润	1,372	2,784	1,228	2,721	1,763
资产总计	53,143	72,551	68,145	82,319	88,077	少数股东损益	0	0	0	0	0
短期借款	636	1,048	785	897	1,164	归母股东净利润	1,372	2,784	1,228	2,720	1,763
应付短期融资款	0	5,040	1,912	2,184	2,836	主要财务比率					
拆入资金	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
交易性金融负债	4,330	5,213	6,350	7,253	9,417	成长能力					
衍生金融负债	0	0	0	0	0	营业收入增长率	75.63%	65.61%	-41.70%	78.59%	-30.90%
卖出回购金融资产款	11,285	5,718	6,661	7,607	9,877	净利润增长率	106.55%	102.97%	-55.89%	121.53%	-35.19%
代理买卖证券款	13,235	23,236	14,699	22,237	17,294	盈利能力					
应付职工薪酬	310	562	425	617	454	营业利润率	51.49%	63.28%	47.79%	59.34%	55.63%
应交税费	275	430	272	467	329	净利率	39.35%	48.23%	36.49%	45.26%	42.45%
应付款项	244	165	166	233	183	回报率分析					
应付利息	144	357	466	445	395	总资产收益率	3.28%	4.43%	1.75%	3.62%	2.07%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	8.29%	14.89%	5.64%	11.01%	6.65%
递延所得税负债	218	199	229	262	340	每股指标					
其他负债	24	31	31	35	45	EPS-摊薄 (元)	0.61	1.23	0.54	1.20	0.78
负债合计	35,684	52,487	44,400	56,404	60,731	每股净资产 (元)	8.89	10.15	10.46	11.42	12.05
股本	1,964	1,964	2,258	2,258	2,258	每股股利 (元)	0.10	0.00	0.12	0.26	0.17
资本公积金	9,876	9,876	12,556	12,556	12,556	估值分析					
归母权益合计	17,460	19,934	23,615	25,784	27,216	市盈率	31.43	15.48	35.11	15.85	24.45
所有者权益合计	17,460	20,063	23,745	25,914	27,346	市净率	2.15	1.88	1.83	1.67	1.58
负债及股东权益总计	53,143	72,551	68,145	82,319	88,077	股息收益率	0.52%	0.00%	0.63%	1.38%	0.90%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。