



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2016-10-27

公司点评报告

买入/维持

国元证券(000728)

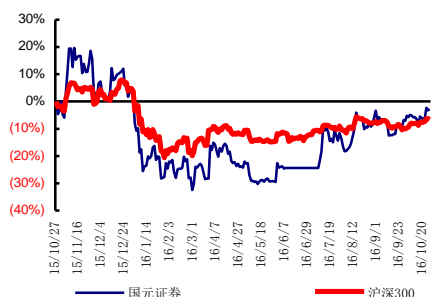
目标价: 24.90

昨收盘: 21.08

非银金融 证券 II

国元证券(000728): “资本+人力”双驱动, 背靠大金融平台综合金融服务能力强

■ 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)	41,403/41,403
12个月最高/最低(元)	26.45/14.93

相关研究报告:

《国元证券(000728): 业绩企稳, 资本驱动未来》--2016/08/23

《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》--2016/07/26

《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: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

事件:

近日, 国元证券发布2016年三季报, 公司实现营业收入24亿元、实现归属母公司股东净利润9.5亿元, 分别比上年同期下降47.41%和57.37%。稀释每股收益0.23元, 同比下降57%。

投资要点:

业绩解读: 增长率较上个季度末明显改善, 主要原因是二级市场修复以及低基数效应。虽然前三季度国元证券业绩同比下降57%, 但较上半年的下降73%有较大幅度改善。营业收入同比下降47%, 成本收入比已经下降至过去五年的平均水平以下。经纪佣金收入同比下降64%, 拖累整体业绩; 证券承销业务净收入同比增长25%。

行业逻辑梳理: 证券行业受证券市场波动影响较大, 估值已经大幅回调, 随着市场企稳, 业绩有望迎来修复, 进而带动估值修复; 金融改革深入推进, 直接融资崛起是大趋势, 一级市场有望扩容, 二级市场有望修复, 资管业务大发展, 行业前景看好。

推荐原因一: 依托大股东金融布局齐全, 综合金融服务能力强。 公司大股东国元集团作为安徽国资重要的金控平台, 旗下拥有证券、基金、信托、银行、保险、区域股转中心、小贷、典当等多类金融资产, 金融业务牌照齐全, 综合服务能力较强, 国元证券的业务发展受益于这种整体协同性。同时, 基于大股东的实力, 公司补充资本能力强, 在近年券商补充资本比较困难的形势下, 国元资本根据业务发展需求, 成功定增近43亿。资本补充能力是券商核心竞争力的一个重要体现。

推荐原因二: 证券行业首家员工持股计划, 激励释放内在潜力。 今年8月26日, 公司完成了员工持股计划, 该计划分两期, 第一期持有公司股票2256万股, 参与人数共1521人; 第二期持有公司股票700万股, 参与人数共255人; 两期总计占公司股本总额的1.5%。两期之间主要区别是锁定期不同, 第一期锁定期为12个月, 第二期锁定期为36个月, 自2016年8月30日起计算。回购均价15.92元。

投资建议: 预计2016-2018年EPS分别为0.55、0.68、0.60元/股。基于公司的综合金融服务能力以及持续稳健发展潜力, 看好公司未来发展, 给予“买入”评级, 六个月目标价: 24.90元/股。

风险提示: 分类评价级别下调带来的业务风险, 业绩不确定性风险。

■ 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,773	3,348	4,248	3,596
净利润(百万元)	2,784	1,254	1,545	1,369
摊薄每股收益(元)	1.23	0.55	0.68	0.60

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

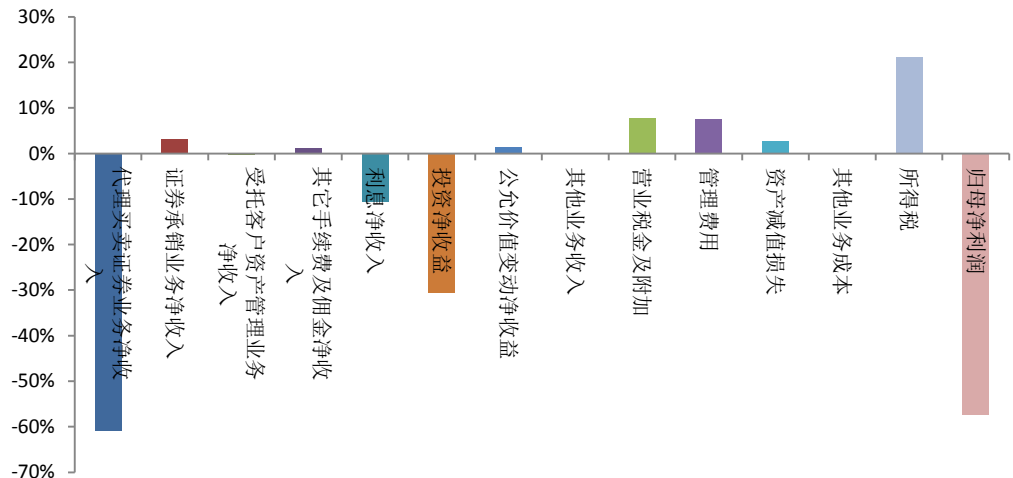
一、归母净利润降幅分析

今年前三季度国元证券归母净利润9.54亿, 较去年同期22.37亿元下降57%, 减少的金额为42亿。其中经纪业务(代理买卖证券业务净收入)同比减少70亿元, 投资净收益同比减少34亿, 公允价值变动净收益为0.48亿, 同比减少了2.76亿元, 利息净收入同比减少了25亿。

图表1: 国元证券归母净利润降幅分析

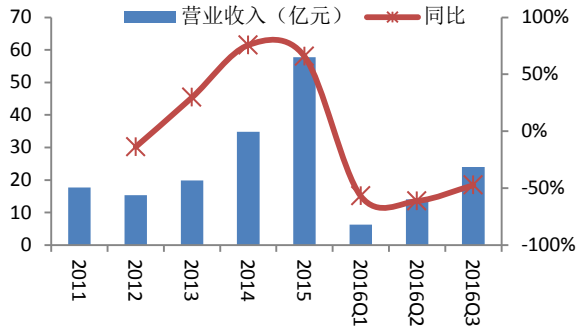
单位: 亿元	2015/9/30	2016/9/30	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	22.37	9.54	-57.37%	-12.83	
代理买卖证券业务净收入	21.16	7.54	-64.39%	-13.63	-60.92%
证券承销业务净收入	2.80	3.48	24.52%	0.69	3.07%
受托客户资产管理业务净收入	0.42	0.36	-15.51%	-0.07	-0.29%
利息净收入	8.07	5.67	-29.74%	-2.40	-10.73%
投资净收益	16.69	9.85	-40.98%	-6.84	-30.59%
公允价值变动净收益	-3.64	-3.36	-7.86%	0.29	1.28%
其他业务收入	0.10	0.08	-22.41%	-0.02	-0.10%
营业支出	16.36	12.28	-24.91%	-4.08	18.22%
营业税金及附加	2.47	0.73	-70.27%	-1.73	7.75%
管理费用	13.27	11.59	-12.66%	-1.68	7.51%
资产减值损失	0.56	-0.06	-111.50%	-0.63	2.80%
其他业务成本	0.06	0.02	-58.83%	-0.03	0.15%
营业利润	29.33	11.74	-59.97%	-17.59	-78.62%
利润总额	29.33	11.84	-59.64%	-17.49	-78.21%
所得税	6.96	2.23	-68.04%	-4.74	21.18%
净利润	22.37	9.61	-57.03%	-12.76	-57.03%
归属于母公司所有者的净利润	22.37	9.54	-57.37%	-12.83	-57.37%

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院



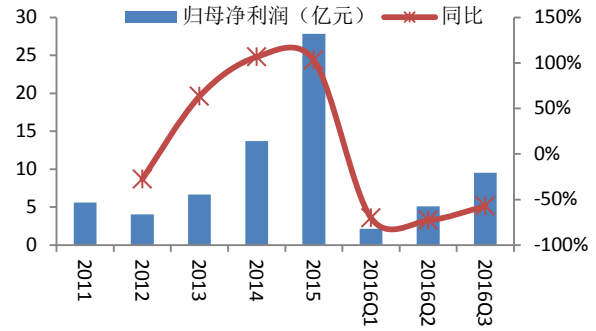
二、重要业务数据跟踪

图表 2: 国元证券营业收入及同比增长率



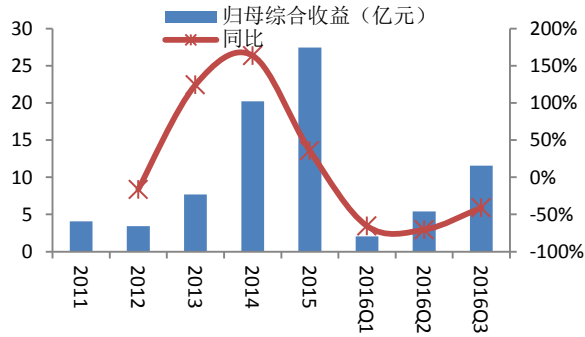
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 3: 国元证券归母净利润及同比增长率



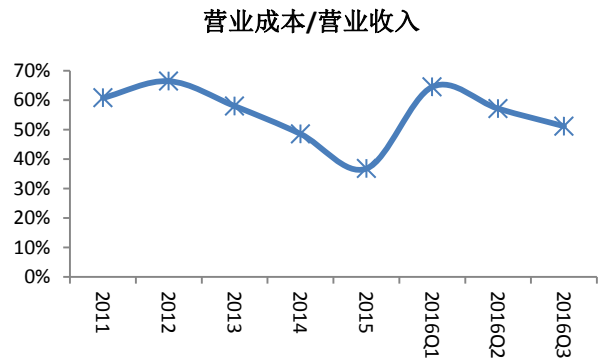
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 4: 国元证券归母综合收益及同比增长率



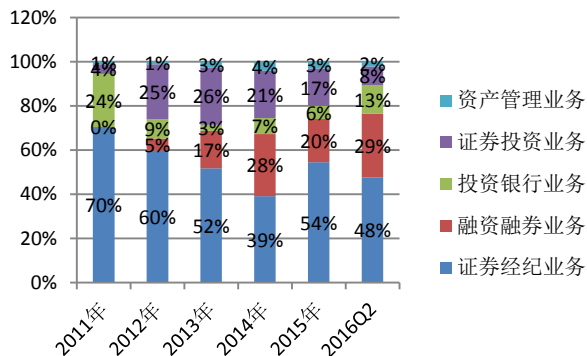
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 国元证券成本收入比



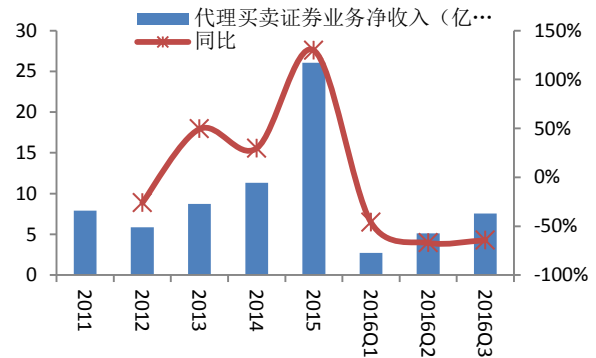
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 6: 国元证券毛利结构 (按产品)



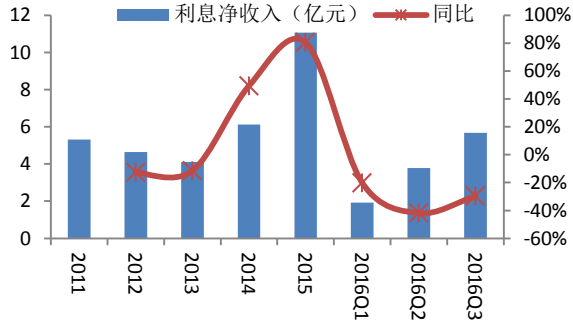
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 7: 国元证券经纪业务



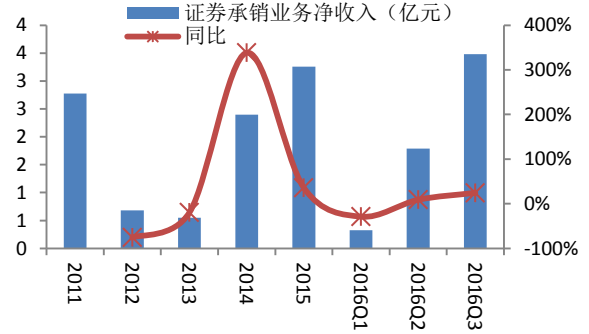
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 8: 国元证券信用业务



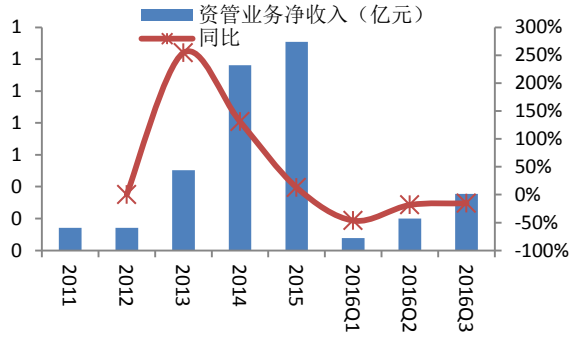
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 9: 国元证券投行业务



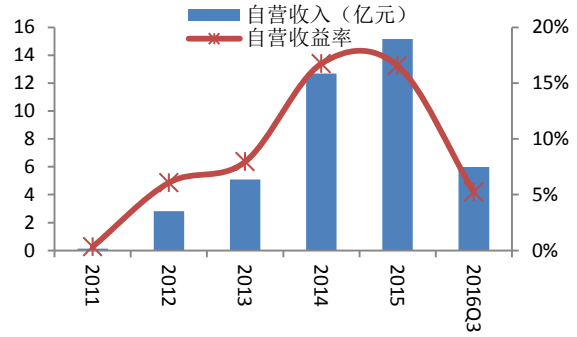
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 10: 国元证券资管业务



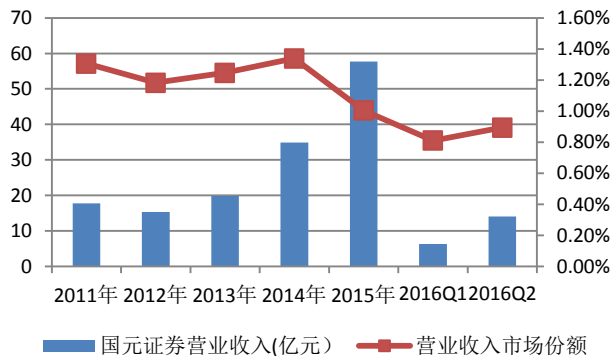
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 11: 国元证券自营业务



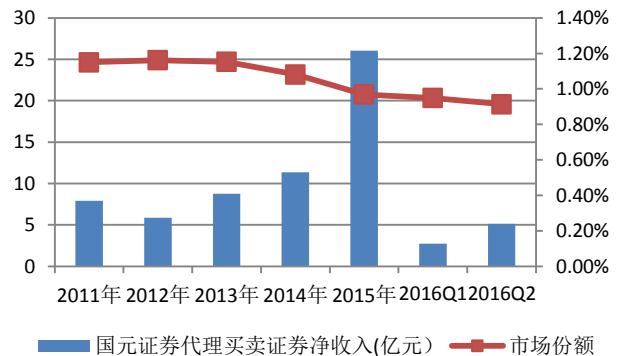
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 12: 国元证券市场份额-营业收入



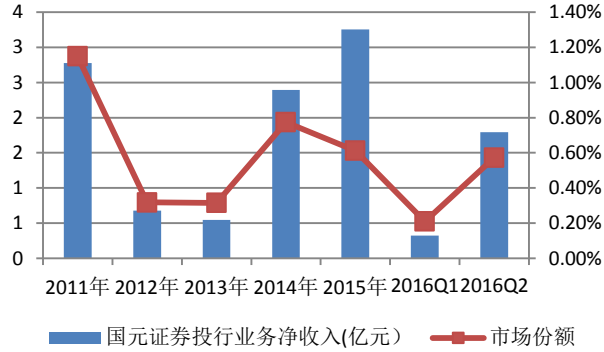
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 13: 国元证券市场份额-代理买卖证券净收入



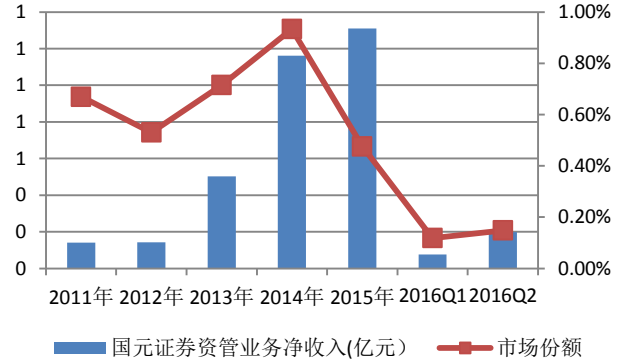
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 14: 国元证券市场份额-投行业务净收入



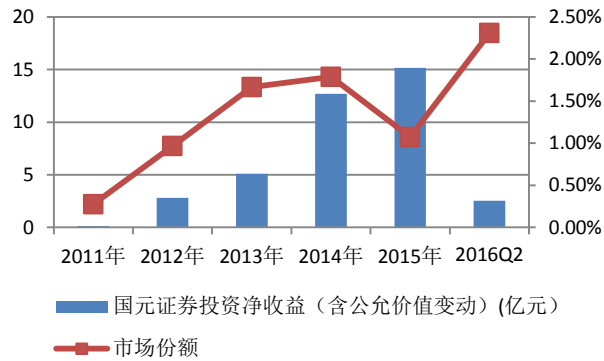
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 15: 国元证券市场份额-资管业务净收入



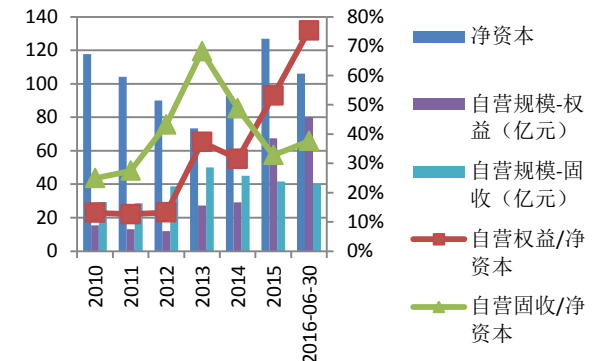
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 16: 国元证券市场份额-投资净收益



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 17: 国元证券自营规模



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

附表: 国元证券盈利预测表 20161026

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	15,770	19,735	15,090	营业收入	3,486	5,773	3,348	4,248	3,596
结算备付金	2,890	4,230	3,253	4,462	3,324	手续费及佣金净收入	1,515	3,092	1,627	2,104	1,800
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	1,134	2,606	1,085	1,446	1,175
融出资金	10,473	15,194	9,850	13,134	8,756	承销业务净收入	240	325	473	458	376
交易性金融资产	235	1,432	3,570	2,392	1,711	资管业务净收入	116	131	51	179	231
衍生金融资产	0	0	1	1	1	利息净收入	613	1,106	771	1,120	821
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	941	1,015	967
应收款项	547	471	1,192	799	571	公允价值变动净收益	-204	-295	-107	-118	-155
应收利息	423	463	1,024	686	491	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	1,744	2,248	1,835
可供出售金融资产	14,980	19,273	38,774	25,980	18,579	营业税金及附加	168	309	100	177	129
持有至到期投资	0	39	69	46	33	管理费用	1,375	1,801	1,640	2,067	1,702
长期股权投资	412	888	687	687	687	资产减值损失	145	4	0	0	0
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	1,603	2,000	1,761
商誉	121	123	123	123	123	其他非经营损益	-2	11	2	6	4
递延所得税资产	119	182	253	170	121	利润总额	1,793	3,665	1,606	2,006	1,765
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	422	880	351	460	396
其他资产	859	252	490	328	235	净利润	1,372	2,784	1,254	1,545	1,369
资产总计	53,143	72,551	83,033	76,761	56,514	少数股东损益	0	0	0	0	0
短期借款	636	1,048	1,411	885	336	归母股东净利润	1,372	2,784	1,254	1,545	1,369
应付短期融资款	0	5,040	6,445	4,043	1,533	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	10,423	6,539	2,480	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%	-42.02%	26.90%	-15.35%
卖出回购金融资产款	11,285	5,718	5,876	3,686	1,398	净利润增长率	106.55%	102.97%	-54.94%	23.18%	-11.40%
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	441	601	476	营业利润率	51.49%	63.28%	47.90%	47.08%	48.97%
应交税费	275	430	267	337	285	净利率	39.35%	48.23%	37.47%	36.37%	38.07%
应付款项	244	165	165	165	158	回报率分析					
应付利息	144	357	215	337	238	总资产收益率	3.28%	4.43%	1.61%	1.93%	2.05%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	8.29%	14.89%	5.57%	5.97%	5.02%
递延所得税负债	218	199	384	241	91	每股指标					
其他负债	24	31	51	32	12	EPS-摊薄(元)	0.61	1.23	0.55	0.68	0.60
负债合计	35,684	52,487	57,768	50,014	28,439	每股净资产(元)	8.89	10.15	11.09	11.74	12.33
股本	1,964	1,964	2,267	2,267	2,267	每股股利(元)	0.10	0.25	0.04	0.05	0.04
资本公积金	9,876	9,876	13,860	13,860	13,860	估值分析					
归母权益合计	17,460	19,934	25,135	26,617	27,945	市盈率	34.83	17.16	38.09	30.92	34.90
所有者权益合计	17,460	20,063	25,265	26,747	28,075	市净率	2.37	2.08	1.90	1.80	1.71
负债及股东权益总计	53,143	72,551	83,033	76,761	56,514	股息收益率	0.47%	1.19%	0.19%	0.23%	0.20%

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。