

# 国元证券 (000728)

## 券商处于配置良机，首推实施“员工持股+定增”的国元证券

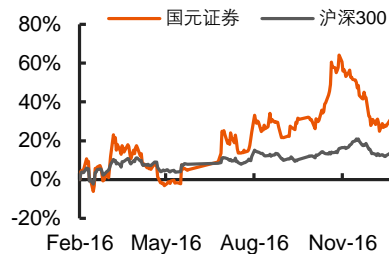
### 推荐 (维持)

现价: 19.86 元

#### 主要数据

行业	证券
公司网址	www.gyzq.com.cn
大股东/持股	国元集团/21.99%
实际控制人/持股	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会/%
总股本(百万股)	1,964
流通 A 股(百万股)	1,964
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	390.07
流通 A 股市值(亿元)	390.07
每股净资产(元)	10.36
资产负债率(%)	69.60

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《国元证券\*000728\*乘国企改革东风，员工持股为公司发展添活力》 2016-08-24

#### 证券分析师

**缴文超** 投资咨询资格编号  
S1060513080002  
010-56800136  
JIAOWENCHAO233@PINGAN.COM.CN

**陈雯** 投资咨询资格编号  
S1060515040001  
0755-33547327  
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**张译从** 一般从业资格编号  
S1060116080096  
01056610252  
ZHANGYICONG918@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

#### 平安观点:

- **各项业务稳步提升，投行业务进步明显。**公司 16 年股票交易市场份额 0.952%，较 2015 年的 0.948% 有所提升。投行业务进步明显，16 年股权融资市场份额 1.32%，较 15 年 0.6% 大幅提升，主要贡献来自再融资业务的突飞猛进，同时债权融资业务也获得长足发展，市场份额从 15 年的 0.11% 提升至 16 年的 0.32%。公司业务主要受益于：1) 安徽国企改革带来的业务机会；2) 安徽上市公司众多，16 年市场再融资活跃的背景下公司具备区域优势；3) 公司加大投行业务承揽力度；4) 各业务部门协同效率提升。
- **实施员工持股计划，股价具备确定安全边际。**公司为第一家实施员工持股计划的证券公司，于 2016 年 8 月分两期实施员工持股计划，总计持股比例达 1.5%，共 1776 人参与。第一期认购数量 2256 万股，锁定期为 12 个月，第二期认购数量 700 万股，锁定期为 36 个月，自 2016 年 8 月 30 日起计算。持股计划认购均价 14.57 元。公司员工持股计划股票来源为 2015 年 9 月至 2016 年 3 月期间公司回购的股票，回购均价 15.90 元，具有较确定的安全边际。
- **计划定增不超过 43 亿，提升资本实力。**9 月 22 日公司公告，以不低于 14.17 元/股，非公开发行不超过 3.03 亿股，募集资金不超过 43 亿元，用于补充公司资本金，扩大业务规模。第一大股东国元控股认购不超过 5141 万股，认购比例达 17%，锁定期最短三年，彰显股东对公司未来发展的信心。截止 2015 年末，公司净资本 127 亿元，行业排名 26 位，通过本次定增，公司资本实力将大幅提高。目前定增处于反馈问题阶段。
- **大股东金融布局齐全，享协同效应。**国元集团是以金融业为主体的安徽省属国有独资大型投资类企业，主营业务范围是金融（含证券、信托、保险、典当、小贷），投资与资产管理（含银行和高新技术产业），公司可以享受集团综合金融协同效应。

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3486	5773	3377	3501	4202
YoY(%)	91.7	65.6	-41.5	3.7	20.0
净利润(百万元)	1372	2784	1404	1361	1778
YoY(%)	344.3	103.0	-49.6	-3.1	30.6
ROE(%)	11.6	14.9	6.9	6.4	7.7
EPS(摊薄/元)	0.70	1.42	0.72	0.69	0.91
P/E(倍)	28.4	14.0	27.8	28.7	21.9
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6

- **券商板块处于估值底部区域，目前为配置良机。**我们认为 2017 年证券板块受市场波动影响，有阶段性投资机会。目前我们认为证券板块进入配置的良好时机，主要原因为以下几点：1) 市场对利率上行和货币收紧的担忧已经阶段性得到充分消化；2) 基本养老金有望在春节后入市的预期将对市场形成利好刺激；3) 两会即将召开对市场的政策面利好；4) 券商估值处于历史中枢偏底部区域，近期上涨较少。
- **投资建议。**预计国元证券 2016-2018 年归属母公司股东净利润分别为 14.04 亿元、13.61 亿元、17.78 亿元，EPS 分别为 0.72 元、0.69 元、0.91 元，对应 PE 分别为 28 倍、29 倍、22 倍。我们认为证券板块目前处于配置良机，个股选择上我们首推国元证券，公司业务发展良好，实施员工持股计划+定增，从人才和资本两方面增强实力，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**定增失败风险，业务发展不及预期风险，市场系统性风险。

# 正文目录

一、 各项业务稳步提升，投行业务进步明显 .....	5
二、 第一家实施员工持股计划的券商 .....	6
三、 推进定增，提升资本实力 .....	7
四、 大股东金融布局齐全，享协同效应 .....	7
五、 行业逻辑：证券板块进入配置良好时机 .....	8
六、 投资建议 .....	9
七、 风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1	16 年净利增速相对其他上市券商有所提升 .....	5
图表 2	16 年经纪业务市场份额稳中有升 .....	6
图表 3	17 年两融业务市占率略有提升 .....	6
图表 4	投行业务规模排名显著提升 .....	6
图表 5	员工持股计划明细 .....	7
图表 6	定增认购情况 .....	7
图表 7	国元控股（集团）的股权架构 .....	8
图表 8	证券行业估值处于历史底部偏中枢水平 .....	9
图表 9	盈利预测 .....	9

## 一、各项业务稳步提升，投行业务进步明显

16年业绩增速相对其他上市券商较过去两年有所提升。公司已发布2016年业绩快报，2016年实现营业收入33.77亿元，同比下降41.51%；实现归母净利润14.04亿元，同比下降49.56%，在已披露业绩快报的上市券商中属于中间水平，较14、15年相对其他上市券商的增速有所提升。

图表1 16年净利增速相对其他上市券商有所提升

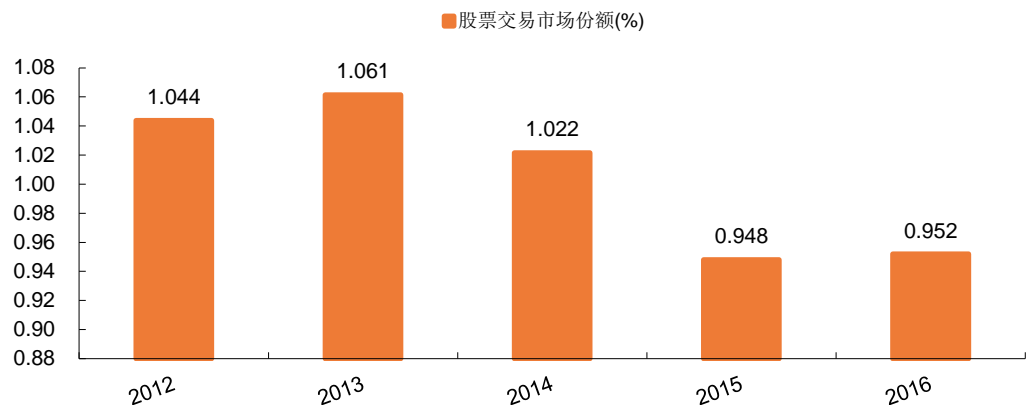
证券公司	归母净利润 _2016年	归母净利润 _2015年	YOY_2016年	YOY_2015年	YOY_2014年
国信证券	45.56	139.49	-67%	183%	134%
申万宏源	55.09	121.54	-55%	160%	82%
东北证券	13.00	26.30	-51%	148%	121%
<b>国元证券</b>	<b>14.04</b>	<b>27.84</b>	<b>-50%</b>	<b>103%</b>	<b>106%</b>
海通证券	80.39	158.39	-49%	105%	91%
中信证券	103.68	198.00	-48%	75%	116%
中原证券	7.52	14.06	-46%	150%	122%
东吴证券	14.96	27.08	-45%	143%	184%
西部证券	11.10	19.73	-44%	197%	141%
太平洋	6.68	11.33	-41%	109%	628%
国泰君安	98.41	157.00	-37%	132%	135%
长江证券	22.11	34.93	-37%	105%	69%
<b>平均</b>			<b>-47%</b>	<b>134%</b>	<b>161%</b>

资料来源：wind,平安证券研究所

各项业务稳中有升，投行业务进步明显。公司16年股票交易市场份额0.952%，较2015年的0.948%有所提升。16年两融市场份额1.14%，较15年的1.22%有所下降，但17年1月份市场份额1.15%，略有提升。投行业务特别是再融资及债权融资业务过去三年进步明显，16年股权融资市场份额1.32%，较15年0.6%大幅提升，主要贡献来自再融资业务的突飞猛进，同时债权融资业务也获得长足发展，市场份额从15年的0.11%提升至16年的0.32%。

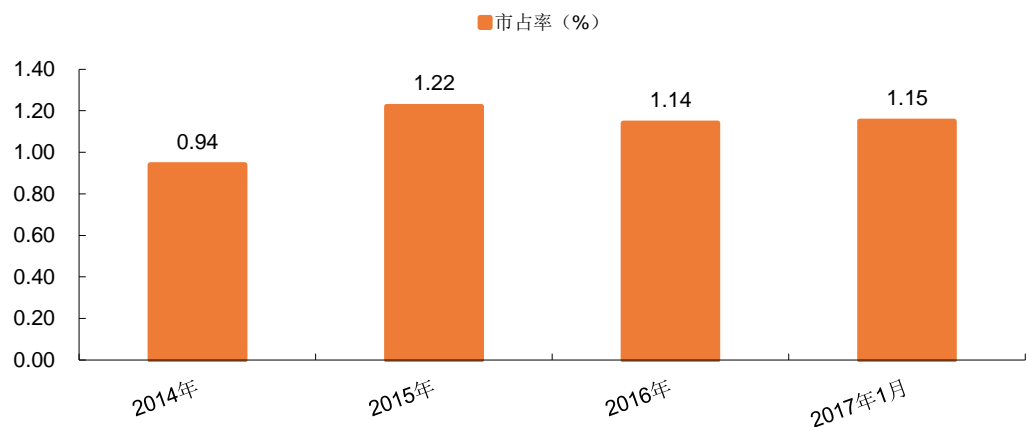
公司业务发展主要受益于：1)安徽国企改革带来的业务机会；2)安徽上市公司众多，16年市场再融资活跃的背景下公司具备区域优势；3)公司加大投行业务承揽力度；4)各业务部门协同效率提升。

图表2 16年经纪业务市场份额稳中有升



资料来源:wind,平安证券研究所

图表3 17年两融业务市占率略有提升



资料来源:wind,平安证券研究所

图表4 投行业务规模排名显著提升

时间	全部股权融资项目		IPO		定向增发		全部债权类融资项目	
	金额排名	占比 (%)	金额排名	占比 (%)	金额排名	占比 (%)	金额排名	占比 (%)
2014	31	0.78	14	1.92	36	0.65	71	0.09
2015	37	0.60	37	0.37	35	0.67	67	0.11
2016	21	1.32	33	0.40	18	1.55	55	0.32

资料来源: wind,平安证券研究所

## 二、第一家实施员工持股计划的券商

实施员工持股计划，股价具备确定安全边际。公司为第一家实施员工持股计划的证券公司，于2016

年 8 月分两期实施员工持股计划，总计持股比例达 1.5%，共 1776 人参与。第一期认购数量 2256 万股，锁定期为 12 个月，第二期认购数量 700 万股，锁定期为 36 个月，自 2016 年 8 月 30 日起计算。持股计划认购均价 14.57 元。公司员工持股计划股票来源为 2015 年 9 月至 2016 年 3 月期间公司回购的股票，回购均价 15.90 元，具有较确定的安全边际。

图表5 员工持股计划明细

持股计划	参与人数	认购数量(万股)	占总股本比例	认购金额(万元)	认购均价	锁定期
第一期	1521	2,256	1.15%	32,871	14.57	12个月
第二期	255	700	0.36%	10,200	14.57	36个月

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 三、 推进定增，提升资本实力

计划定增不超过 43 亿，提升资本实力。9 月 22 日公司公告，以不低于 14.17 元/股，非公开发行不超过 3.03 亿股，募集资金不超过 43 亿元，用于补充公司资本金,扩大业务规模。第一大股东国元控股认购不超过 5141 万股，认购比例达 17%，锁定期最短三年，彰显股东对公司未来发展的信心。截止 2015 年末，公司净资本 127 亿元，行业排名 26 位，通过本次定增，公司资本实力将大幅提高。目前定增处于反馈问题阶段。

图表6 定增认购情况

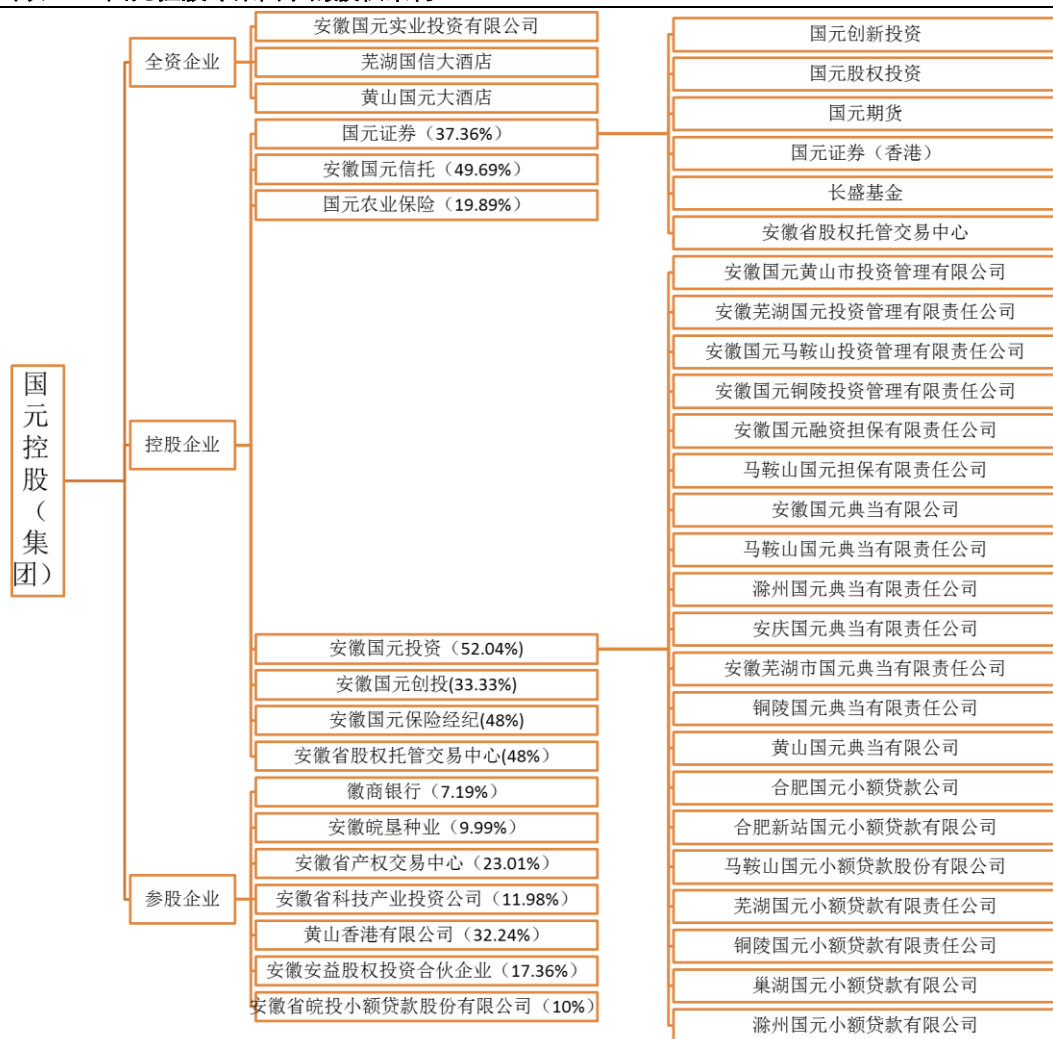
序号	认购对象	认购数量(百万股)	认购金额(百万元)	认购占比	锁定期
1	国元控股	51.41	728.50	17%	5年
2	建安集团	143.95	2,039.80	48%	3年
3	粤高速	56.46	800.00	19%	3年
4	铁路基金	35.28	499.94	12%	3年
5	全柴集团	10.28	145.70	3%	3年
6	嘉华优势	5.14	72.85	2%	3年
	合计	302.53	4,286.79	100%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 四、 大股东金融布局齐全，享协同效应

国元集团是以金融业为主体的安徽省属国有独资大型投资类企业，主营业务范围是金融（含证券、信托、保险、典当、小贷），投资与资产管理（含银行和高新技术产业），公司可以享受集团综合金融协同效应。

图表7 国元控股（集团）的股权架构



资料来源:平安证券研究所

## 五、 行业逻辑：证券板块进入配置良好时机

2017 年证券板块有阶段性行情，目前为配置良机。我们认为 2017 年证券板块但受市场波动影响，有阶段性投资机会。目前我们认为证券板块进入配置的良好时机，主要原因为以下几点：

- 1、 市场对利率上行和货币收紧的担忧已经阶段性得到充分消化；
- 2、 基本养老金有望在春节后入市的预期将对市场形成利好刺激；
- 3、 两会即将召开对市场的政策面利好；
- 4、 券商估值处于历史中枢偏底部区域，近期上涨较少。



图表8 证券行业估值处于历史底部偏中枢水平

	静态 PB ( min )	静态 PB ( average )	静态 PB(2017-02-13 )
中信证券	1.22	2.82	1.42
国泰君安	1.32	1.97	1.46
光大证券	1.15	2.34	1.59
华泰证券	1.14	2.01	1.60
海通证券	1.20	3.52	1.68
兴业证券	1.57	3.10	1.69
广发证券	1.26	4.67	1.76
<b>国元证券</b>	<b>1.03</b>	<b>3.27</b>	<b>1.81</b>
东北证券	1.74	4.72	1.85
方正证券	1.47	2.43	1.92
东吴证券	1.61	2.47	1.96
国海证券	1.74	4.83	2.03
西南证券	1.53	4.06	2.09
长江证券	1.44	3.35	2.22
招商证券	1.47	2.74	2.30
东方证券	2.42	4.23	2.32
国金证券	2.01	6.16	2.34
申万宏源	2.27	4.89	2.46
国信证券	2.26	4.63	2.57
山西证券	2.09	3.56	2.63
太平洋	2.35	9.00	2.91
东兴证券	2.73	5.15	2.93
西部证券	2.49	4.62	4.46

资料来源: wind,平安证券研究所

## 六、投资建议

预计国元证券 2016-2018 年归属母公司股东净利润分别为 14.04 亿元、13.61 亿元、17.78 亿元，EPS 分别为 0.72 元、0.69 元、0.91 元，对应 PE 分别为 28 倍、29 倍、22 倍。

我们认为证券板块目前处于配置良机，个股选择上我们首推国元证券，公司业务发展良好，实施员工持股计划+定增，从人才和资本两方面增强实力，维持“推荐”投资评级。

图表9 盈利预测

	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3486	5773	3377	3501	4202
YoY(%)	91.7	65.6	-41.5	3.7	20.0
净利润(百万元)	1372	2784	1404	1361	1778
YoY(%)	344.3	103.0	-49.6	-3.1	30.6
ROE(%)	11.6	14.9	6.9	6.4	7.7
EPS(摊薄/元)	0.70	1.42	0.72	0.69	0.91
P/E(倍)	28.4	14.0	27.8	28.7	21.9
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

## 七、风险提示

定增失败风险，业务发展不及预期风险，市场系统性风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金及结算备付金	27,972	37,553	39,148	40,229
其中:客户资金存款	19,463	18,018	18,018	18,018
客户保证金及备付金	4,230	3,106	3,130	3,211
其中:客户备付金	3,836	2,739	2,739	2,739
交易性金融资产	1,432	13,957	14,892	17,937
可供出售金融资产	19,273	4,389	4,683	5,641
持有至到期金融资产	39	0	0	0
买入返售金融资产	4,663	2,480	2,480	2,480
长期股权投资	888	2,311	2,466	2,970
固定资产	1,519	2,474	2,640	3,180
无形资产	31	809	863	1,039
递延所得税资产	182	105	112	135
投资性房地产	0	328	350	422
其他资产	12,322	4,287	6,926	2,261
<b>资产总计</b>	<b>72,551</b>	<b>71,798</b>	<b>77,692</b>	<b>79,504</b>
短期借款	1,048	636	636	636
拆入资金	0	0	0	0
交易性金融负债	5,213	5,213	5,213	5,213
衍生金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0
卖出回购金融资产款	5,718	5,718	5,718	5,718
代理买卖证券款	23,236	23,236	23,236	23,236
其他负债	17,272	16,139	20,670	20,704
<b>负债合计</b>	<b>52,487</b>	<b>50,942</b>	<b>55,473</b>	<b>55,507</b>
少数股东权益	130	136	145	156
股本	1,964	1,964	1,964	1,964
资本公积	9,876	9,876	9,876	9,876
留存收益及其他	7,964	8,745	10,090	11,845
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>19,934</b>	<b>20,721</b>	<b>22,074</b>	<b>23,841</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>72,551</b>	<b>71,798</b>	<b>77,692</b>	<b>79,504</b>

每股指标

单位:元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
每股净利润	1.42	0.72	0.69	0.91
每股净资产	10.15	10.62	11.31	12.22
每股股利	3.01	1.00	2.00	3.00
股息派发率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>5,773</b>	<b>3,377</b>	<b>3,501</b>	<b>4,202</b>
经纪业务收入	2,606	1,375	1,188	1,426
投行业务收入	325	976	791	781
资产管理业务收入	131	144	250	718
利息收入	1,106	-880	-878	-876
投资收益	1,884	1,611	1,719	1,722
其他业务收入	-279	150	431	431
<b>营业支出</b>	<b>2,120</b>	<b>1,600</b>	<b>1,712</b>	<b>1,866</b>
营业税金及附加	309	186	193	231
管理费用	1,801	1,411	1,516	1,631
资产减值损失	4	0	0	0
其他业务成本	7	3	4	4
<b>营业利润</b>	<b>3,654</b>	<b>1,777</b>	<b>1,789</b>	<b>2,337</b>
营业外净收入	11	3	3	2
利润总额	3,665	1,781	1,791	2,339
所得税	880	376	430	561
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,784</b>	<b>1,404</b>	<b>1,361</b>	<b>1,778</b>

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	65.6	-41.5	3.7	20.0
归母净利润(%)	103.0	-49.6	-3.1	30.6
<b>收入结构</b>				
手续费净收入(%)	45.1	40.7	33.9	33.9
利息净收入(%)	19.2	-26.1	-25.1	-20.8
承销收入(%)	5.6	28.9	22.6	18.6
投资收益(%)	27.5	47.7	49.1	41.0
资产管理收入(%)	2.3	4.3	7.1	17.1
其他业务收入(%)	0.3	4.5	12.3	10.3
<b>获利能力</b>				
代理买卖手续费率(%)	0.05	0.05	0.05	0.05
自营投资收益率(%)	7.3	7.8	7.8	6.5
杠杆率	3.6	3.4	3.5	3.3
ROE(%)	14.9	6.9	6.4	7.7
ROA(%)	4.4	1.9	1.8	2.3

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033