



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2019-03-26

公司点评报告

增持

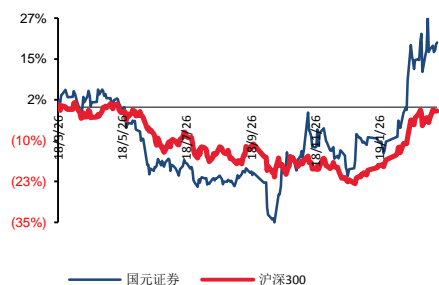
国元证券(000728)

昨收盘: 10.36

金融 券商

积极转型促进发展，大股东增持前景看好

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,365/2,946
总市值/流通(百万元)	34,866/30,522
12个月最高/最低(元)	11.00/5.57

相关研究报告:

国元证券(000728)《国元证券(000728)2016年报及2017一季报点评: 稳中有升, 资本运作预期有望支撑公司领涨行业》—2017/04/17

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 罗惠洲

电话: 010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050002

事件: 国元证券发布 2018 年年报, 实现营业收入 25.38 亿元, 同比下降 27.71%; 归母净利润 6.70 亿元, 同比下降 44.31%; EPS0.20 元。截至 2018 年底, 公司总资产 780.39 亿元, 净资产 246.36 亿元, 同比下降 2.06% 和 2.90%。杠杆倍数(扣除客户保证金)3.42。ROE2.68%, 同比减少 2.89 个百分点。每 10 股派发现金红利人民币 1.5 元(含税)。

信用业务收入相对稳定, 减值计提 1.44 亿。2018 年, 公司信用业务收入 9.57 亿元, 同比下降 4.53%; 自营业务收入 0.74 亿元, 同比下降 88.88%。截至 2018 年末, 公司两融余额 90.63 亿元, 较年初减少 28.96%; 股票质押规模 95.98 亿元, 较年初增加 20.82%。公司 2018 年度计提减值准备 1.44 亿元, 其中股票质押计提 0.15 亿元, 可供出售金融资产计提 0.97 亿元。

信用和经纪支撑业绩。公司营收结构以信用业务(38%)和经纪(33%)为主, 投行贡献 12% 营收, 自营贡献 3%, 资管贡献 5%。股基成交占率 0.837%, 较 2017 年 0.885% 略有下降。投行完成主承销金额 308.26 亿元, 增长 14.63%; 完成股权融资 105 个, 募集资金 1378.15 亿元。

员工持股助推公司发展, 大股东增持前景看好。2016 年 7 月, 公司用此前回购的 2956 万股(对价 4.31 亿元, 14.57 元/股)开展员工持股计划; 2018 年 9 月以来, 大股东增持 64 万股。

投资建议: 公司 18 年市盈率 48x, 预测 19/20/21 年 EPS0.21、0.26、0.30 元。公司当前估值 PB 为 1.33 倍, 低于行业平均水平 1.73x。

风险提示: A 股交投活跃度下降; 市场波动风险; 资本市场改革不达预期; 科创板上市企业质量不达预期。

■ 主要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,511	2,538	2,804	3,250	3,666
(+/-%)	4.0	-27.7	10.5	15.9	12.8
净利润(百万元)	1,204	670	715	860	1,002
(+/-%)	-14.3	-44.3	6.6	20.3	16.6
摊薄每股收益(元)	0.36	0.20	0.21	0.26	0.30
净资产收益率(ROE)	5.57	2.68	2.82	3.28	3.68
市盈率(PE)	27.99	50.25	47.14	39.19	33.61
市净率(PB)	1.56	1.35	1.33	1.29	1.24

资料来源: Wind, 太平洋证券

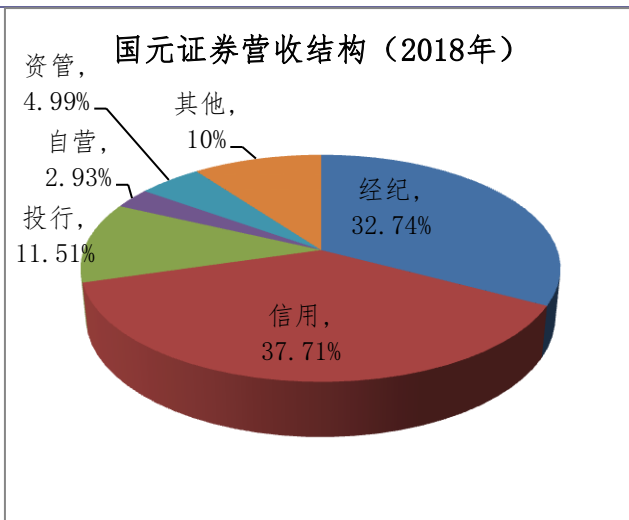
一、公司的竞争优势分析

公司信用业务收入相对稳定，自营业务仍在转型期。

2018年，公司营业收入25.38亿元，同比下降27.71%。其中，信用业务收入9.57亿元，同比下降4.53%；经纪业务收入8.31亿元，同比下降20.30%；投行业务收入2.92亿元，同比下降38.53%；资管业务收入1.52亿元，同比下降13.19%；自营业务收入0.74亿元，同比下降88.88%。

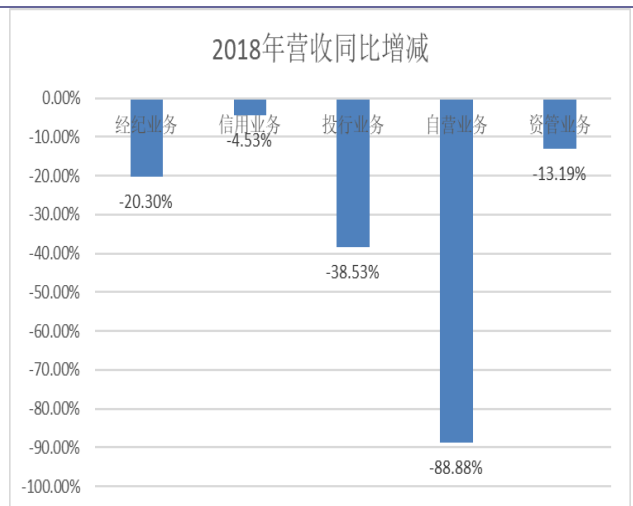
公司营收结构以信用业务（38%）和经纪业务（33%）为主，两项业务的营业收入在主营业务收入中的占比超过70%。投行业务贡献12%营收，自营业务贡献3%，资管业务贡献5%。在2018年中国股市量价齐跌的背景下，公司的经纪业务和信用业务同比下降幅度均小于市场平均下降幅度。而公司的资管业务和自营业务仍在转型期，营收下降幅度大，对整体营收水平有所拖累。

图表 1：公司业务结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

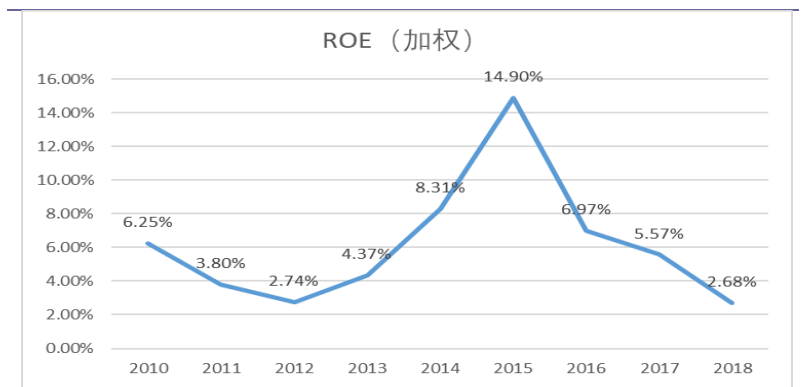
图表 2：各业务同比增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司信用业务在市场持续下行、风险频发的情况下，积极防范和化解项目风险。截至2018年12月31日，母公司信用业务余额187.51亿元，同比下降10.43%；融资融券市场份额1.20%，同比下降4%。股票质押市场份额1.40%，同比增长45.83%；融资融券业务规模90.63亿元，较年初减少28.96%；股票质押业务规模95.98亿元，较年初增加20.82%。公司经纪业务以发展基础客户和基础资产、抢占市场份额为核心，全年新开户同比上升7%，经纪业务代买收、交易量等主要指标趋于稳定，下跌趋势得以遏制。公司资管业务占主营业务收入的7%，在2018年延续去通道降杠杆的政策环境下，证券行业通道类资管规模持续收缩，公司资管业务积极转型，以产品净值化管理为方向，丰富产品线，开始拓展专项资管业务。公司投行业务完成主承销金额308.26亿元（股权项目235.55亿元，债权项目72.71亿元），同比增长14.63%，完成股权融资项目105个，同比下降75.92%，募集资金1378.15亿元，同比下降36.02%。公司自营业务受2018年我国股市持续走低的影响，营收同比下降很多，公司积极调整自营投资策略，增加固收类投资规模。

图表 3：公司历年 ROE



资料来源：WIND，太平洋证券整理

员工持股计划稳步推进，大股东增持前景看好。

2015年9月至2016年3月，国元证券为维护资本市场稳定而实施了股票回购29,561,484股（1.5051%）。2016年7月，安徽省国资委同意公司将已回购股票用于员工持股计划。2016年8月，员工持股计划的股票过户手续完成，员工购买回购股票的价格为14.57元/股。其中，第一期2256.1万股（1521人参与）锁定期12个月；第二期700.05万股（255人参与）锁定期36个月。截至2018年末，第一期员工持股计划持股数量自3384.14万股（2017年5月公积金转增股本影响）减少至1981万股，占公司总股本0.59%；第二期员工持股计划持股数量1050万股，占公司总股本0.31%，比例下降系公司完成非公开发行后总股本增加所致。

公司于2019年3月公告，第一大股东安徽国元金控集团在2018年9月11日至2019年3月10日期间，以自有资金通过深交所交易系统增持公司股份64万股，占公司总股本的比例为0.0190%，增持均价6.68元/股。

员工持股计划及大股东增持行为，都彰显出对公司发展乃至整个行业前景的信心，市场化激励效果良好。

二、投资建议及风险提示

在金融宏观政策转型期，证券公司的直接融资功能将越来越重要，行业迎来红利期；公司地域优势鲜明，公司第一大股东国元金控集团实力雄厚，是安徽省国有独资大型投资控股类企业，而安徽是“长江经济带”和“中部崛起”战略的叠加区域，具有较强的区域经济优势和政策优势；公司估值PB为1.33倍，低于行业平均水平。

风险提示：市场风险，科创板相关风险

A股交投活跃度下降；市场波动风险；资本市场改革不达预期；科创板上市企业质量不达预期。

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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



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。