

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

计提减值无碍中期业绩显著回暖

——国元证券 (000728) 2019 年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持 (维持)

市场数据 (2019-08-27)

发布日期: 2019 年 08 月 28 日

收盘价 (元)	8.68
一年内最高/最低 (元)	11.59/5.50
沪深 300 指数	3816.95
市净率 (倍)	1.19
总市值 (亿元)	292.12
流通市值 (亿元)	255.72

2019 年中报概况: 国元证券 2019 半年度实现营业收入 15.85 亿元, 同比+42.83%; 实现归母净利润 4.33 亿元, 同比+86.74%。基本每股收益 0.13 元, 同比+83.64%; 加权平均净资产收益率 1.72%, 同比+0.82 个百分点。2019 半年度拟 10 派 1.00 元 (含税), 分派红利总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 77.79%。

基础数据 (2019-6-30)

每股净资产 (元)	7.30
总资产 (亿元)	838.38
所有者权益 (亿元)	245.59
净资产收益率 (%)	1.72
总股本 (亿股)	33.65
H 股 (亿股)	0.00

点评: 1. 2019 半年度公司经纪、投行、利息净收入占比出现提高; 其中, 利息净收入占比显著提高, 主要由会计准则变更所致。2. 经纪业务随市回升, 积极推动向财富管理转型。3. 投行业务量、业务收入均出现明显增长。4. 资管业务仍处于调结构的过程中。5. 自营业务表现良好。6. 信用业务收入同比下降。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

投资建议: 报告期内公司计提各项信用减值准备合计 2.56 亿元, 减少当期净利润 1.92 亿元, 在此背景下公司仍实现净利润同比增长 86.74% 的成绩。公司具有较强的区域经济优势和政策优势, 具备自身独特的差异化竞争优势。预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元, BVPS 分别为 7.58 元、7.83 元, 按 8 月 27 日收盘价计算, 对应 P/E 分别为 31.04 倍、28.97 倍, 对应 P/B 分别为 1.15 倍、1.11 倍, 维持“增持”的投资评级。

相关报告

1 《国元证券 (000728) 2018 年年报点评: 市场低迷业绩承压、具备差异化竞争优势》
2019-04-08

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	35.11	25.37	33.46	35.27
增长比率	4%	-28%	32%	5%
归母净利 (亿元)	12.04	6.70	9.48	10.06
增长比率	-14%	-44%	41%	6%
EPS (元)	0.36	0.20	0.28	0.30
市盈率 (倍)	27.58	36.62	31.04	28.97
BVPS (元)	7.54	7.32	7.58	7.83
市净率 (倍)	1.46	0.95	1.15	1.11

资料来源: Wind、中原证券

联系人: 李琳琳
电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

国元证券 2019 年中报概况:

国元证券 2019 半年度实现营业收入 15.85 亿元, 同比+42.83%; 实现归母净利润 4.33 亿元, 同比+86.74%。基本每股收益 0.13 元, 同比+83.64%; 加权平均净资产收益率 1.72%, 同比+0.82 个百分点。2019 半年度拟 10 派 1.00 元 (含税), 分派红利总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 77.79%。

点评:

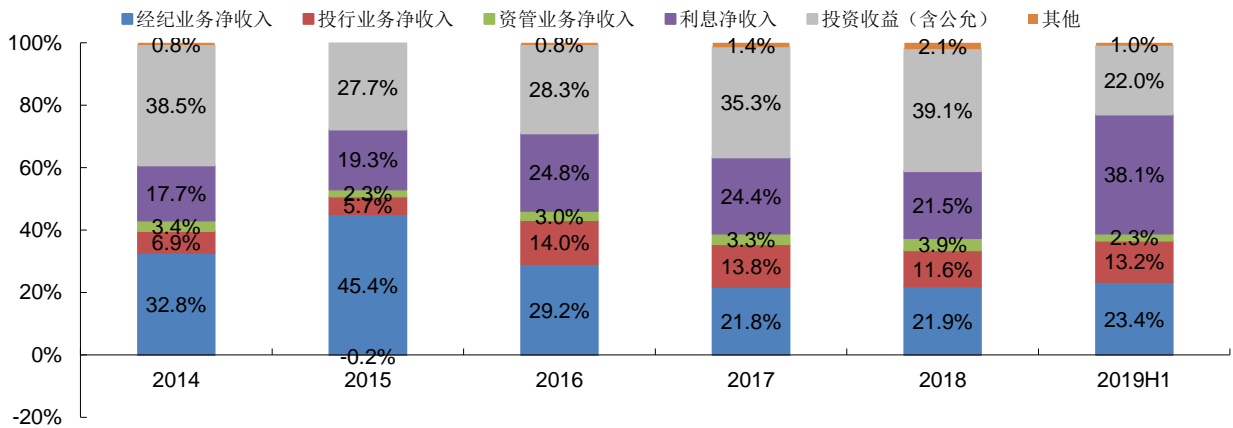
1. 会计准则变更导致利息净收入占比显著提高

2019 半年度公司经纪、投行、资管、利息、投资收益 (含公允) 和其他业务净收入占比分别为 23.4%、13.2%、2.3%、38.1%、22.0%、1.0%, 2018 年分别为 21.9%、11.6%、3.9%、21.5%、39.1%、2.1%。

2019 半年度公司经纪、投行、利息净收入占比出现提高; 其中, 利息净收入占比显著提高, 主要由会计准则变更所致。

2019 半年度公司经纪、利息、投资收益 (含公允) 净收入合计占比达到 83.5%, 较 2018 年+1 个百分点; 公司经营业绩更易受到股、债二级市场行情波动的影响。

图 1: 2014-2019H1 公司收入结构



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

注: 其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入

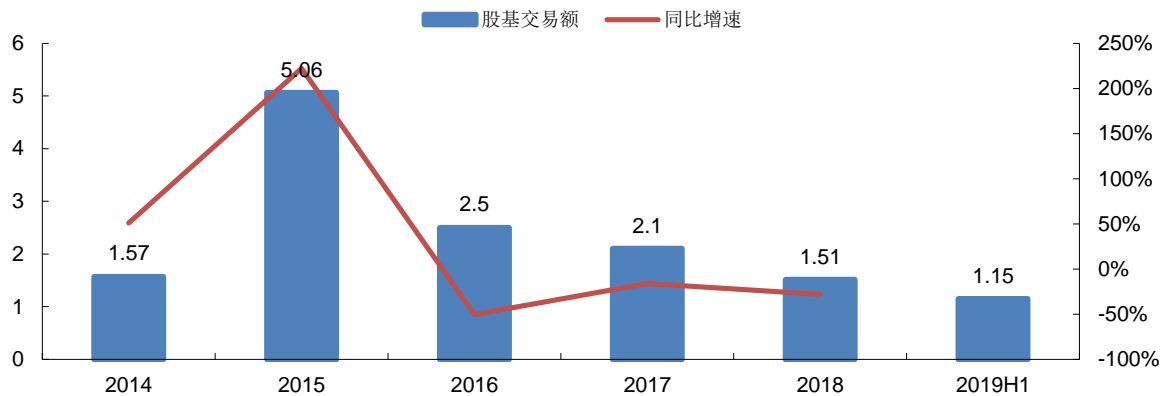
2. 经纪业务随市回升

2019H1 公司实现经纪业务手续费净收入 3.71 亿元, 同比+18.91%。

报告期内公司进一步加强投顾团队建设, 不断丰富财富管理体系产品线, 积极推动向财富管理转型。截至报告期末, 公司股基交易量 1.15 万亿元, 排名行业第 28 位; 代理买卖证券业

务净收入 3.48 亿元，排名行业第 29 位。

图 2: 公司股基交易额 (万亿元) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

3. 投行业务量、业务收入均出现明显增长

2019H1 公司实现投行业务手续费净收入 2.09 亿元，同比+39.33%。

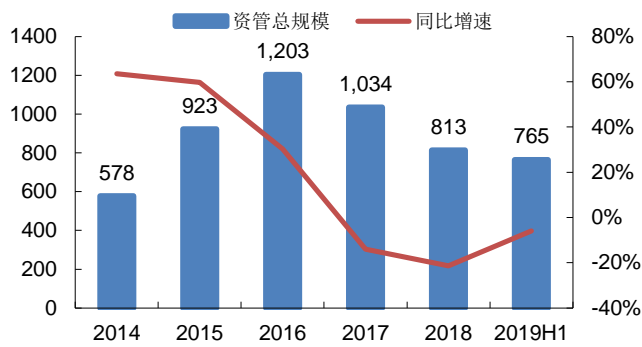
报告期内公司投行业务以科创板和注册制试点推出为契机，着力提升项目筛选与识别能力、定价与销售能力，积极拓展可转债、ABS 等业务。截至报告期末，公司共完成 7 个股权、12 个债权项目；合计承销金额 123.85 亿元，同比+60.01%。

根据 Wind 的统计，截至 2019 年 8 月 27 日，公司 IPO 项目储备 10 个（包括联合保荐、审核状态包括已受理、已反馈、已预披露更新，含科创板已受理企业）。

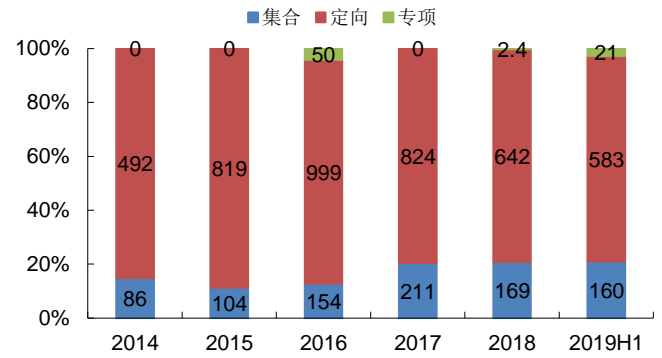
4. 资管业务仍处于调结构的过程中

2019H1 公司实现资管业务手续费净收入 0.36 亿元，同比+16.13%。

报告期内公司资管业务以产品净值化管理为转型方向，积极推动资管业务回归本源，持续提高主动管理能力。截至报告期末，公司资管总规模为 765 亿元，较 2018 年年底-5.94%；其中，集合、定向资管规模分别为 160 亿、583 亿，同比分别-12.97%、-26.32%。

图 3: 公司资管总规模(亿)及同比增速


资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 4: 公司各类别资管规模(亿)


资料来源: Wind、公司财报、中原证券

5. 自营业务表现良好

2019H1 公司实现投资收益(含公允价值变动) 3.49 亿元, 同比+20.34%。

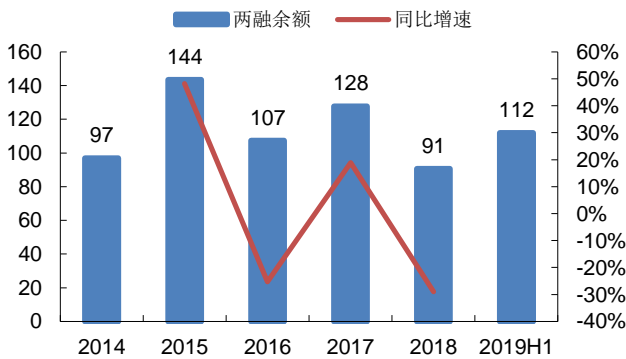
报告期内公司权益类自营业务取得良好投资收益; 固定收益类自营业务优化投资结构、丰富收入来源、稳步提升投资规模。

6. 信用业务收入同比下降

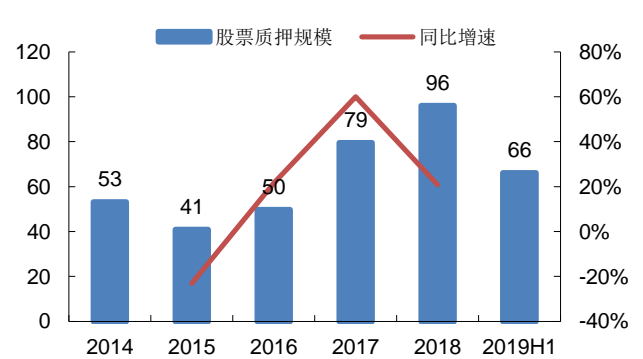
2019H1 公司实现信用业务净收入 4.23 亿元, 同比-17.58%。

融资融券业务方面, 截至报告期末, 公司两融余额为 111.80 亿元, 同比-1.08%。计提减值准备占融出资金账面价值的比例约为 0.87%。

股票质押业务方面, 截至报告期末, 公司股票质押待购回余额 66.08 亿元, 同比-27.74%。计提减值准备占买入返售金融资产期末余额的比例约为 5.47%。

图 5: 公司融资融券余额(亿)及同比增速


资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 6: 公司股票质押规模(亿)及同比增速


资料来源: Wind、公司财报、中原证券

投资建议

报告期内公司计提各项信用减值准备合计 2.56 亿元，减少当期净利润 1.92 亿元，在此背景下公司仍实现净利润同比增长 86.74% 的成绩。公司具有较强的区域经济优势和政策优势，具备自身独特的差异化竞争优势。

预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元，BVPS 分别为 7.58 元、7.83 元，按 8 月 27 日收盘价计算，对应 P/E 分别为 31.04 倍、28.97 倍，对应 P/B 分别为 1.15 倍、1.11 倍，维持“增持”的投资评级。

风险提示：1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善；2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E
资产:	796.79	780.39	862.50	920.25
货币资金	183.54	150.85	165.94	174.24
融出资金	138.55	100.78	131.01	137.56
交易性金融资产	19.57	30.23	\	\
买入返售金融资产	87.62	107.97	118.77	122.33
应收利息及款项	14.61	13.16	15.79	16.58
可供出售金融资产	276.92	296.85	\	\
金融投资	\	\	335.59	369.15
长期股权投资	25.34	27.16	29.88	31.37
固定及无形资产	15.23	14.73	16.20	16.68
商誉	1.21	1.21	1.21	1.21
其他资产合计	34.19	41.00	48.11	43.16
负债:	542.94	533.92	607.38	656.92
流动负债	113.33	121.74	66.44	150.47
交易性金融负债	116.60	89.79	94.28	97.11
卖出回购金融资产款	91.84	112.91	135.49	142.26
代理买卖证券款	134.49	126.46	167.37	172.62
应付费用	10.31	13.05	14.36	15.08
长期借款	4.18	4.38	4.82	5.06
应付债券	69.95	65.00	123.98	73.65
其他负债	2.22	0.58	0.64	0.67
所有者权益:	253.85	246.48	255.12	263.33
股本	33.65	33.65	33.65	33.65
资本公积金	126.10	126.10	126.10	126.10
存留收益	68.19	59.67	65.64	70.89
一般风险准备	25.78	26.93	29.62	32.58
少数股东权益	0.12	0.11	0.11	0.11

资料来源: Wind、中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入:	35.11	25.38	33.46	35.27
手续费及佣金净收入	14.00	9.60	12.14	13.25
其中: 经纪业务	7.51	5.52	6.90	7.59
投行业务	4.75	2.92	3.94	4.33
资管业务	1.15	0.97	1.00	1.03
利息净收入	8.43	5.40	12.08	12.49
投资收益 (含公允)	12.17	9.83	8.66	8.92
其他收入	0.50	0.53	0.58	0.61
营业支出:	19.58	16.97	21.61	22.70
管理费用	17.80	14.70	19.11	20.07
其他成本	1.78	2.27	2.50	2.63
利润总额:	15.57	8.35	11.85	12.57
所得税	3.44	1.65	2.37	2.51
净利润:	12.14	6.71	9.48	10.06
少数股东损益	(0.10)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
归母净利:	12.04	6.70	9.48	10.06

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 每股指标与估值

	2017A	2018A	2019E	2020E
EPS	0.40	0.20	0.28	0.30
ROE	5.57%	2.68%	3.72%	3.82%
BVPS	7.54	7.32	7.58	7.83
P/E	27.58	36.62	31.04	28.97
P/B	1.46	0.95	1.15	1.11

资料来源: Wind、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。