

分析师: 张洋
 登记编码: S0730516040002
 Zhangyangyjs@ccnew.com 021-50586627

多措并举, 稳业绩效果明显

——国元证券(000728)2022年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

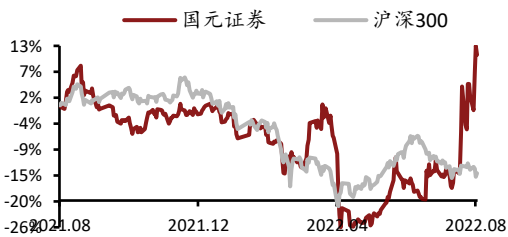
市场数据(2022-08-25)

收盘价(元)	8.26
一年内最高/最低(元)	8.46/5.58
沪深 300 指数	4,116.24
市净率(倍)	1.12
总市值(亿元)	360.45
流通市值(亿元)	354.46

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	7.38
总资产(亿元)	1,318.20
所有者权益(亿元)	322.25
净资产收益率(%)	2.31
总股本(亿股)	43.64
H股(亿股)	0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《国元证券(000728)年报点评: 投行、自营驱动, 业绩增速优于行业》 2022-04-14

《国元证券(000728)中报点评: 信用减值损失清零助力公司净利大增》 2021-08-26

《国元证券(000728)年报点评: 经纪、投行、自营驱动公司业绩持续改善》 2021-04-01

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 08 月 26 日

2022 年中报概况: 国元证券 2022 年上半年实现营业收入 24.46 亿元, 同比+7.49%; 实现归母净利润 7.48 亿元, 同比-11.57%。基本每股收益 0.17 元, 同比-10.53%; 加权平均净资产收益率 2.31%, 同比-0.40 个百分点。2022 年半年度不分配、不转增。国元证券 2022 年上半年经营业绩增速与行业均值基本持平。

点评: 1. 2022H 公司经纪、资管、利息、其他业务净收入占比出现提高, 投行业务净收入、投资收益(含公允价值变动)占比出现下降。2. 代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)同比持平, 代销金融产品净收入-30.42%, 经纪业务手续费净收入同比-4.22%。3. 投行业务总量增幅明显, 手续费净收入同比+3.14%。4. 资管业务手续费净收入同比-11.54%, 维持低总量波动。5. 权益类自营出现较大幅度亏损、固收类自营实现较大幅度增长, 投资收益(含公允价值变动)同比由赢转亏。6. 两融规模与股票质押规模同步回落, 转回 1.28 亿元信用减值损失, 利息净收入同比+13.85%。

投资建议: 为应对一季度亏损 1.20 亿元的不利局面, 公司权益类自营优化持仓结构, 把握结构性反弹行情, 实现减亏; 固收类自营同比大幅增长有效对冲了权益自营的亏损。此外, 报告期内公司采用压降成本(人力资源成本同比-22.28%)、转回信用减值损失等措施, 二季度业绩环比明显改善, 全年业绩降幅有望控制在较小的范围之内。预计公司 2022、2023 年 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元, BVPS 分别为 7.65 元、7.93 元, 按 8 月 25 日收盘价 8.26 元计算, 对应 P/B 分别为 1.08 倍、1.04 倍, 维持“增持”的投资评级。

风险提示: 1. 权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑; 2. 市场波动风险; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入(亿元)	45.29	61.10	59.59	68.95
增长比率	42%	35%	-2%	16%
归母净利润(亿元)	13.70	19.09	17.35	19.67
增长比率	50%	39%	-9%	13%
EPS(元)	0.39	0.44	0.40	0.45
市盈率(倍)	30.19	20.80	20.65	18.36
BVPS(元)	7.07	7.40	7.65	7.93
市净率(倍)	1.55	1.05	1.08	1.04

资料来源: Wind、中原证券

国元证券 2022 年中报概况：

国元证券 2022 年上半年实现营业收入 24.46 亿元，同比+7.49%；实现归母净利润 7.48 亿元，同比-11.57%。基本每股收益 0.17 元，同比-10.53%；加权平均净资产收益率 2.31%，同比-0.40 个百分点。2022 年半年度不分配、不转增。

根据中国证券业协会的统计，2022 年上半年证券行业共实现营业收入 2059.19 亿元，同比-11.40%；共实现净利润 811.95 亿元，同比-10.06%。国元证券 2022 年上半年经营业绩增速与行业均值基本持平。

点评：

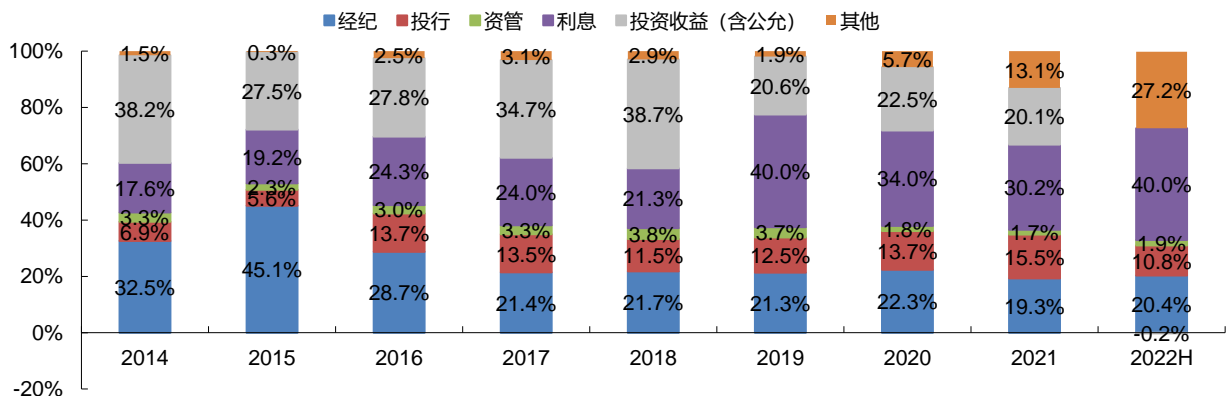
1. 经纪、资管、利息、其他业务净收入占比出现提高

2022H 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务净收入占比分别为 20.4%、10.8%、1.9%、40.0%、-0.2%、27.2%，2021 年分别为 19.3%、15.5%、1.7%、30.2%、20.1%、13.1%；2022H 行业均值为 29.7%、14.5%、6.5%、14.4%、20.9%、14.0%。

2022H 公司经纪、资管、利息、其他业务净收入占比出现提高，投行业务净收入、投资收益（含公允价值变动）占比出现下降。与行业均值相比，公司经纪、投行、资管、投资收益（含公允价值变动）占比低于行业均值。其中，投资收益（含公允价值变动）占比显著低于行业均值，利息净收入占比显著高于行业均值。

根据公司 2022 年中报披露的相关信息，公司其他业务收入主要为商品销售、出租及其他收入，本期合计 6.40 亿元，同比增逾 5 倍。

图 1：2014-2022H 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. 经纪业务手续费净收入小幅下滑

2022H 公司实现经纪业务手续费净收入 4.99 亿元，同比-4.22%。

报告期内公司经纪业务坚定向财富管理转型，积极构建线上、线下协同联动的客户服务体系，持续提升交易、投资顾问及基于资产配置的产品销售能力。

报告期内公司母公司实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）3.88 亿元，同比+0.22%；实现销售金融产品净收入 0.36 亿元，同比-30.47%。

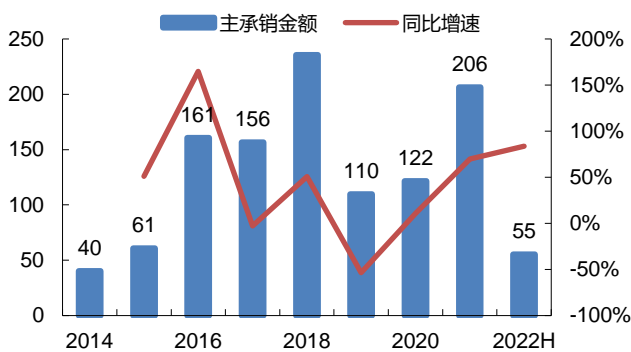
3. 投行业务总量增幅明显，手续费净收入微增

2022H 公司实现投行业务手续费净收入 2.63 亿元，同比+3.14%。

股权融资业务方面，报告期内公司共完成 2 个 IPO 项目，4 个再融资项目，1 个并购重组项目。根据 Wind 的统计，2022H 公司股权融资承销规模合计 55.26 亿元（按发行日），同比+83.83%。根据 Wind 的统计，截至 2022 年 8 月 25 日，公司 IPO 项目储备 16 个（包括联合保荐，审核状态不包括辅导备案登记受理，含北交所）。

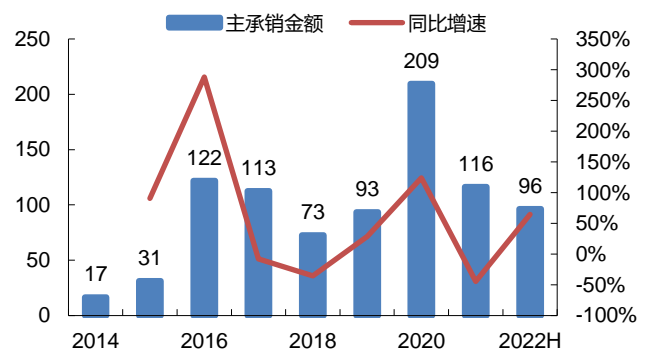
债权融资业务方面，报告期内公司共完成 17 个债券项目，合计承销规模 96.35 亿元，同比+64.81%。

图 2：公司股权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司债权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

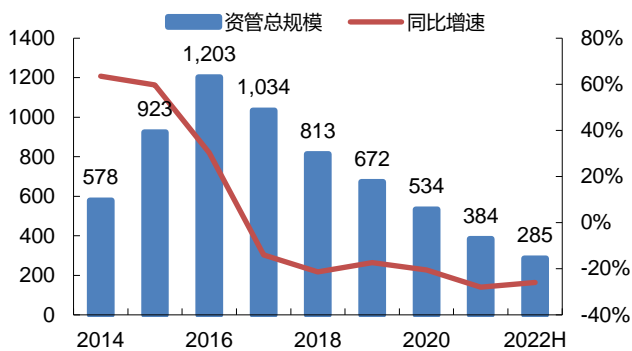
4. 资管业务手续费净收入维持低总量波动

2022H 公司实现资管业务手续费净收入 0.46 亿元，同比-11.54%。

报告期内公司资管业务按照资管新规要求，已完成公募化产品改造，上线投研系统，优化投资流程、加强风险管理、不断提升主动管理能力、风险防控能力和营销能力，进一步完善业务体系建设。截至报告期末，公司资管总规模为 284.63 亿元，较 2021 年底-25.91%；其中，集合、单一、专项资管规模分别为 77.24 亿、158.33 亿、49.06 亿，较 2021 年底分别+5.45

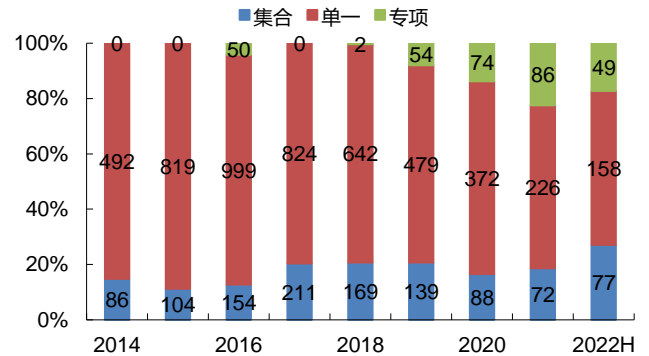
亿、-67.81 亿、-37.20 亿。

图 4：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 5：公司各类别资管规模（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

5. 权益类自营出现较大幅度亏损、固收类自营实现较大幅度增长

2022H 公司实现投资收益（含公允价值变动）-0.06 亿元，同比由盈转亏。其中，报告期内公司母公司实现自营投资业务收入 1.05 亿元，同比-80.40%。

权益类自营业务方面，报告期内公司权益及衍生品证券投资实现收入-3.74 亿元、利润-3.84 亿元，同比分别-242.27%、-248.78%。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司固收类证券投资实现收入 4.79 亿元、利润 4.66 亿元，同比分别+77.24%、+81.39%。

私募基金业务方面，报告期内国元股权实现投资业务收入 0.19 亿元。

另类投资业务方面，报告期内国元创新实现投资业务收入 0.25 亿元。

6. 转回信用减值损失，利息净收入小幅增长

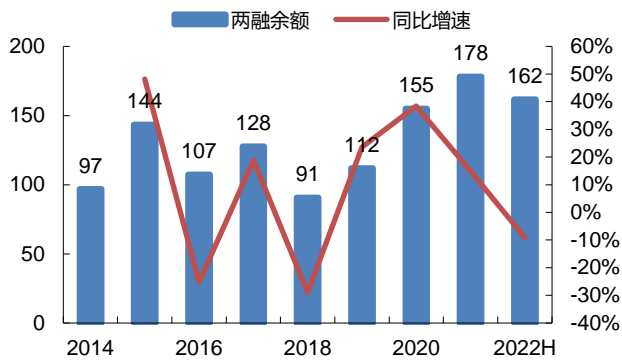
2022H 公司实现利息净收入 9.78 亿元，同比+13.85%。其中，报告期内公司实现信用业务收入 4.12 亿元，同比-3.50%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 161.72 亿元，较 2021 年底-9.20%；市场份额 1.01%，较 2021 年底+0.04 个百分点。

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 37.52 亿元，较 2021 年底-9.00%。

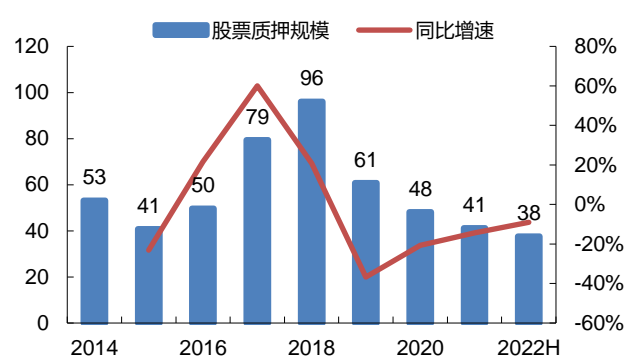
报告期内公司共转回信用减值损失 1.28 亿元。

图 6：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 7：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

为应对一季度亏损 1.20 亿元的不利局面，公司权益类自营优化持仓结构，把握结构性反弹行情，实现减亏；固收类自营同比大幅增长有效对冲了权益自营的亏损。此外，报告期内公司采用压降成本（人力资源成本同比-22.28%）、转回信用减值损失等措施，二季度业绩环比明显改善，全年业绩降幅有望控制在较小的范围之内。

预计公司 2022、2023 年 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元，BVPS 分别为 7.65 元、7.93 元，按 8 月 25 日收盘价 8.26 元计算，对应 P/B 分别为 1.08 倍、1.04 倍，维持“增持”的投资评级。

风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

财务报表预测和估值数据汇总
表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2020A	2021A	2022E	2023E
资产:	905.57	1146.18	1371.17	1486.55
货币资金	206.73	243.37	292.04	321.24
融出资金	162.73	187.51	178.13	195.94
金融投资	352.22	524.68	701.02	756.50
买入返售金融资产	74.38	48.80	34.71	34.36
应收利息及款项	4.86	3.77	2.50	2.75
长期股权投资	34.56	35.06	38.57	40.50
固定及无形资产	13.64	13.67	13.81	13.95
商誉	1.21	1.21	1.21	1.21
其他资产合计	55.26	88.13	109.18	120.10
负债:	596.85	823.06	1037.11	1140.47
流动负债	77.32	122.20	152.75	168.03
交易性金融负债	28.90	5.22	4.57	4.80
卖出回购金融资产款	145.20	267.01	360.84	396.92
代理买卖证券款	204.53	239.39	292.65	321.92
应付费用	16.91	29.00	45.32	49.85
长期借款	0	2.45	2.57	2.70
应付债券	122.04	152.49	172.03	189.23
其他负债	1.95	5.32	6.38	7.02
所有者权益:	308.72	323.12	334.05	346.07
股本	43.64	43.64	43.64	43.64
资本公积金	170.09	170.09	170.09	170.09
存留收益	65.06	76.35	83.99	92.39
一般风险准备	29.80	32.90	36.19	39.81
少数股东权益	0.13	0.14	0.15	0.15

资料来源: Wind、中原证券

表 2：利润表预测（亿元）

	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入：	45.29	61.10	59.59	68.95
手续费及佣金净收入	17.25	22.51	22.10	23.00
其中：经纪业务	10.11	11.78	11.19	11.75
投行业务	6.22	9.50	9.79	10.08
资管业务	0.83	1.06	0.95	1.00
利息净收入	15.39	18.47	19.02	19.98
投资收益（含公允）	10.17	12.29	4.92	9.84
其他收入	2.48	7.83	13.44	16.13
营业支出：	27.74	36.69	37.42	43.82
管理费用	20.37	24.14	21.73	24.99
其他成本	7.37	12.55	15.69	18.83
营业外收入：	(0.20)	(0.00)	0.00	0.00
利润总额：	17.34	24.41	22.17	25.13
所得税	3.63	5.30	4.81	5.45
净利润：	13.71	19.11	17.36	19.68
少数股东损益	0.01	(0.01)	(0.01)	(0.01)
归母净利：	13.70	19.09	17.35	19.67

资料来源：Wind、中原证券

表 3：每股指标与估值

	2020A	2021A	2022E	2023E
EPS	0.39	0.44	0.40	0.45
ROE（加权）	5.28%	6.03%	5.27%	5.78%
BVPS	7.07	7.40	7.65	7.93
P/E	30.19	20.80	20.65	18.36
P/B	1.55	1.05	1.08	1.04

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者其他决定的唯一信赖依据。