

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 增持

营收利润双高增, 估值有望提升

报告摘要:

事件:

公司发布 2020 年半年度报告, 报告期内, 国元证券实现营业收入 21.15 亿元, 同比增长 33.4%; 归属于母公司股东净利润 6.18 亿元, 同比增长 42.8%; 基本每股收益 0.18 元。公司加权平均净资产收益率 2.47%, 同比增加 0.73 个百分点; 归母净资产达 250.47 亿元, 同比增长 0.85%。

点评:

1、业绩维持高速增长, 归母净利润同比增长 42.8%

2020 年上半年, 公司实现营收 21.15 亿元, 同比增长 33.4%, 归母净利润 6.18 亿元, 同比增长 42.8%, 维持了高速增长的态势。

2、经纪、自营业务带动, 实现较好增长

经纪业务实现净收入 56,512.45 万元, 同比增长 14.37%; 自营业务实现净收入 62,235.46 万元, 同比增长 61.36%。

3、投行业务增长承压, 资管业务转型初见成效

2020 年上半年, 公司共完成 3 个股权、16 个债权项目, 合计承销金额 167.80 亿元, 同比增长 35.48%。公司投行业务实现净收入 13,781.83 万元, 同比下降 33.93%, 实现投行业务利润 6,658.68 万元, 同比下降 43.07%。其中, 公司证券承销业务实现净收入 1.18 亿元, 同比下滑 36%; 保荐业务净收入 771.6 万元, 同比下滑 45%。

4、证券信用业务有所下滑, 股票质押减值损失拖累业绩。

随着证券市场回暖和股票质押总额压缩, 该项影响逐步缩减。

5、投资建议

公司控股股东国元金控集团是安徽省属国有独资金融控股集团, 实力雄厚且富有区位优势。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.35、0.45、0.54 元, 对应 PE 分别为 30.72、24.18、19.87 倍。考虑到市场环境向好以及公司转型初见成效, 给予 2020PB2 倍, 对应价格为 14.88 元。

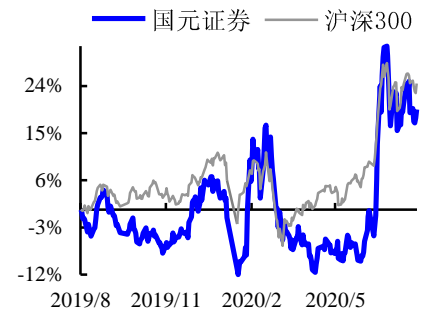
风险提示: 证券市场波动; 业务开展不及预期。

股票数据

2020/8/17

6 个月目标价 (元)	14.88
收盘价 (元)	10.79
12 个月股价区间 (元)	7.20 ~ 12.10
总市值 (百万元)	36308
总股本 (百万股)	3,365
A 股 (百万股)	3,365
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	21

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	30%	26%
相对收益	-6%	10%	-2%

相关报告

《国元证券: 自营贡献利润, 投资+投行模式成效显著》

--20200414

《上市券商 7 月业绩持续走高, 超半数券商营收翻倍》

--20200810

《保险业两通知剑指代理人质量, 利好龙头》

--20200601

《信托新规: 避免监管套利, 利好证券市场》

--20200511

证券分析师: 王风华

执业证书编号: S050520020001

13801276398 wangfh@nesc.com

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,538	3,199	4094	4913	5650
(+/-)%	-27.71%	26.04%	28.00%	20.00%	15.00%
归属母公司净利润	670	914	1181	1501	1827
(+/-)%	-44.31%	36.40%	29.17%	27.06%	21.71%
每股收益 (元)	0.20	0.27	0.35	0.45	0.54
P/E (倍)	35.04	34.12	30.72	24.18	19.87
P/B (倍)	0.95	1.26	1.45	1.35	1.26
净资产收益率 (%)	2.72%	3.68%	4.72%	5.58%	6.32%
总股本 (百万股)	3,365	3,365	3,365	3,365	3,365

请务必阅读正文后的声明及说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

1. 事件

公司发布 2020 年半年度报告，报告期内，国元证券实现营业收入 21.15 亿元，同比增长 33.4%；归属于母公司股东净利润 6.18 亿元，同比增长 42.8%；基本每股收益 0.18 元。公司加权平均净资产收益率 2.47%，同比增加 0.73 个百分点；归母净资产达 250.47 亿元，同比增长 0.85%。

2. 点评

2.1. 业绩维持高速增长，组织架构调整助力转型

2020 年上半年，公司实现营收 21.15 亿元，同比增长 33.4%，归母净利润 6.18 亿元，同比增长 42.8%。业绩增长主要得益于经纪、自营、资管业务的亮眼表现以及主要子公司经营业绩较优。截止报告期末，公司净资本与净资产之比为 66.42%，风险覆盖率 305.2%，流动性覆盖率 324.57%，主要风控指标均持续符合监管指标，公司合规风控体系持续完善。另外，公司紧紧抓住行业发展趋势，在二月、三月进行了两轮组织机构调整，以助力向财富管理转型，打造“投行+投资”的核心竞争力，为客户提供全生命周期等一揽子综合金融服务。同时，以客户为中心的新组织架构体系，有助于发挥全牌照优势，加强业务协同，借助金融科技赋能，为客户提供多元化的金融产品和服务，提升服务质量、能力和水平。

2.2. 经纪、自营业务带动，实现较好增长

2020 年上半年，占公司收入比重最大的经纪业务收入大幅提升，经纪业务净收入 56,512.45 万元，同比增长 14.37%，实现经纪业务利润 21,978.06 万元，比上年同期增长 62.76%。报告期内，公司股基交易量 1.38 万亿元，行业排名 28 位；代理买卖证券业务净收入 3.79 亿元，行业排名 29 位；母公司托管证券市值 2,989 亿元，行业排名 30 位，同上年末相比基本保持稳定。公司经纪业务的高速增长主要得益于 1) 证券市场行情大幅波动，沪深两市交投活跃；2) 公司对经纪业务条线进行了一系列部门调整，重塑产品和服务体系，进一步推进向财富管理转型；3) 坚持科技赋能，持续完善公司线上综合客户服务平台，全面提升客户投资体验。我们预计随着七月以来证券市场的进一步走高，公司的经纪业务有望保持快速增长。

公司的自营业务同样表现出色，2020 年上半年，公司自营业务实现净收入 62,235.46 万元，同比增长 61.36%，实现利润 59,987.57 万元，同比增长 72.55%。自营业务收入的增长主要受益于 1) 证券市场转暖利好影响；2) 公司坚持以价值投资投资理念，重塑体系架构，进一步加大自有资金投资力度，投资效率有效提升。

2.3. 投行业务增长承压，资管业务转型初见成效

2020 年上半年，公司共完成 3 个股权、16 个债权项目，合计承销金额 167.80 亿元，同比增长 35.48%。公司投行业务实现净收入 13,781.83 万元，同比下降 33.93%，实现投行业务利润 6,658.68 万元，同比下降 43.07%。其中，公司证券承销业务实现净收入 1.18 亿元，同比下滑 36%；保荐业务净收入 771.6 万元，同比下滑 45%。

在监管政策趋严、券商资管业务规模持续下滑的背景下，公司资产管理业务坚持“向净值化转型、向主动管理转型”的发展思路，积极提升投资与研究水平，并大力开拓销售渠道、丰富产品种类，转型初见成效。报告期内，公司资产管理业务实现净收入 6,869.42 万元，同比增长 24.72%，实现资产管理业务利润 4,607.35 万元，同比增长 65.72%；公司资产管理规模合计 910.98 亿元，同比上升 19.12%。其中集合资产管理规模、单一资产管理规模、专项资产管理规模分别为 114.95 亿元、718.69

亿元、77.34 亿元。

2.4. 证券信用业务有所下滑，股票质押减值损失拖累业绩

2020 年上半年，公司融资融券业务借助市场回暖、成交量提升等有利时机，实现两融余额 119.35 亿元，同比增长 6.75%，市场份额 1.03%；股票质押余额 51.71 亿元，同比下降 21.75%。报告期内，公司实现信用业务净收入 38,098.63 万元，同比下降 9.86%，实现信用业务利润 15,620.86 万元，同比下降 7.46%。值得注意的是，公司计提买入返售金融资产减值损失 2.24 亿元，与去年同期基本相当，再次对业绩形成拖累。

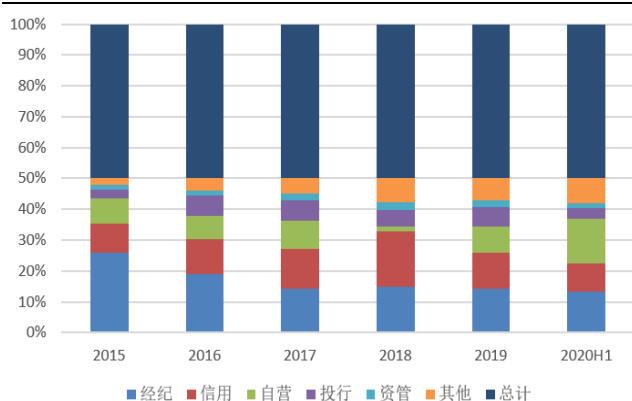
2.5. 投资建议

公司控股股东国元金控集团是安徽省属国有独资金融控股集团，实力雄厚且富有区位优势。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.35、0.45、0.54 元，对应 PE 分别为 30.72、24.18、19.87 倍。考虑到市场环境向好以及公司转型初见成效，对比行业平均估值，给予 2020PB2 倍，对应价格为 14.88 元。

2.6. 风险提示

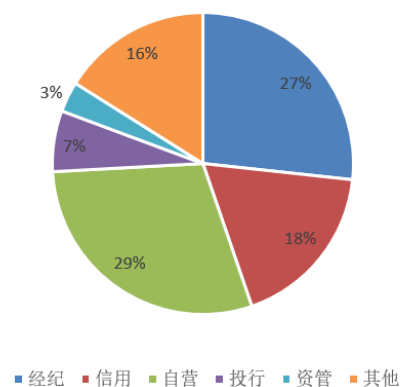
证券市场波动；业务开展不及预期。

图 1: 2015-2020H1 年各业务收入结构图



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 2020H1 各业务营收占比 (%)



数据来源：东北证券，Wind

表 1: 2020H1 公司各项业务营收增长情况

业务(元)	2020H1	2019H1	同比增长(%)
经纪业务	565,124,479.44	494,127,316.03	14.37%
投资银行业务	137,818,330.58	208,592,922.76	-33.93%
自营投资业务	622,354,640.02	385,703,637.47	61.36%
资产管理业务	68,694,159.36	55,079,295.80	24.72%
证券信用业务	380,986,276.37	422,648,253.95	-9.86%
其他业务	340,150,596.02	18,885,995.62	17.01%
合计	2,115,128,481.79	1,585,037,421.63	33.44%

数据来源: 东北证券, 公司报告

表 2: 公司核心指标情况

单位: 百万元	2020H1	2019	2019H1
核心净资本	14,222.10	14,463.21	14,464.81
附属净资本	1,469.89	1,469.86	1,499.97
净资本	15,691.98	15,933.07	15,964.78
净资产	23,625.39	23,375.98	23,292.65
各项风险资本准备之和	5,141.60	5,468.63	6,247.92
表内外资产总额	57,783.33	55,468.36	54,558.70
风险覆盖率	305.20	291.35	255.52
资本杠杆率	25.90	26.98	27.34
流动性覆盖率	324.57	234.75	259.91
净稳定资金率	139.01	127.40	141.85
受托资金	90,534.18	66,136.38	75,767.14
净资本负债率	47.70	50.89	52.42
净资产/负债	71.83	74.66	76.49
净资本/净资产	66.42	68.16	68.54
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	11.12	4.59	2.79
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	166.45	165.53	146.90
自营证券	1,744.95	731.33	445.42

数据来源: 东北证券, Wind

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	16295	17344	18736	20333
交易性金融资产	16464	17268	18131	19038
应收款项	637	456	513	600
存货	0	0	0	0
其他流动资产	25124	26351	27668	29052
流动资产合计	58520	61419	65049	69023
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	2823	2823	2823	2823
固定资产	1289	1388	1368	1347
无形资产	49	49	49	49
商誉	121	121	121	121
非流动资产合计	24649	25811	26543	27148
资产总计	83169	87230	91592	96171
短期借款	1088	1088	1088	1088
应付款项	419	439	478	523
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	45611	48621	50566	52588
长期借款	448	470	493	518
其他长期负债	12263	13080	13598	14137
长期负债合计	12711	13550	14092	14655
负债合计	58322	62171	64658	67244
归属于母公司股东权益合计	24835	25043	26916	28908
少数股东权益	12	16	18	19
负债和股东权益总计	83169	87230	91592	96171

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3199	4094	4913	5650
营业成本	2094	2618	3037	3371
营业税金及附加	41	59	66	72
资产减值损失	0	79	79	79
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1669	2161	2420	2662
财务费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	142	400	271	335
投资净收益	518	1947	2236	2482
营业利润	1105	1477	1877	2280
营业外收支净额	47	15	19	27
利润总额	1151	1492	1895	2307
所得税	237	310	394	479
净利润	915	1182	1502	1828
归属于母公司净利润	914	1181	1501	1827
少数股东损益	1	1	1	1

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	915	1182	1502	1828
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	127	85	88	95
公允价值变动损失	-144	112	105	67
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-128	-98	-67	-43
运营资本变动	3,872	980	1,021	2,088
其他	140	-1,058	-3,328	-2,046
经营活动净现金流量	4,783	1,203	-679	1,989
投资活动净现金流量	10	-124	-209	-231
融资活动净现金流量	-2,877	-1,389	-2,034	-2,398
期末现金及等价物余额	19574	19264	16342	15702

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.27	0.35	0.45	0.54
每股净资产 (元)	7.38	7.44	8.00	8.59
每股销售收入 (元)	0.95	1.22	1.46	1.68
成长性指标				
营业收入增长率	26.0%	28.0%	20.0%	15.0%
净利润增长率	36.4%	29.2%	27.0%	21.7%
盈利能力指标				
毛利率	34.5%	36.1%	38.2%	40.3%
净利润率	28.6%	28.9%	30.6%	32.3%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	-	-	-	-
存货周转率 (次)	-	-	-	-
偿债能力指标				
资产负债率	70.1%	71.3%	70.6%	69.9%
流动比率	1.28	1.26	1.29	2.31
速动比率	1.28	1.26	1.29	2.31
费用率指标				
销售费用率	-	-	-	-
管理费用率	52.2%	53.6%	53.6%	53.6%
财务费用率	-	-	-	-
分红指标				
分红比例	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-
估值指标				
P/E (倍)	34.1	30.72	24.18	19.87
P/B (倍)	1.26	1.45	1.35	1.26
P/S (倍)	8.8	8.9	7.4	6.4
净资产收益率	3.7%	4.72%	5.58%	6.32%

分析师简介:

王凤华: 东北证券非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业23年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn