

投资评级 优于大市 维持

## 营收及净利润降幅低于行业平均，四季度自营环比显著改善

### 股票数据

03月28日收盘价(元) 6.79  
52周股价波动(元) 5.56-9.23

### 股本结构

总股本(百万股) 4364  
流通A股(百万股) 4364  
B股/H股(百万股) 0/0

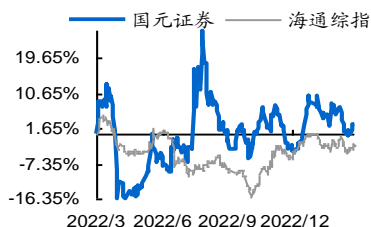
### 相关研究

《二季度自营大幅改善，资管及经纪业务持续承压》2022.08.23

《受自营投资亏损拖累，净利润同比由盈转亏》2022.04.26

《财富管理转型加速，投行业务表现亮眼》2022.03.29

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.2	-4.9	6.1
相对涨幅(%)	-1.4	-0.8	2.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@haitong.com

证书:S0850516060001

分析师:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@haitong.com

**投资要点：公司区域优势与政策优势叠加，精耕细作安徽市场并扩展省外业务。2022年公司业绩降幅低于行业平均。我们认为合理价值区间为7.88-8.67元，维持“优于大市”评级。**

- 国元证券发布2022年业绩：实现营业收入53.4亿元，同比-12.6%；归母净利润17.3亿元，同比-9.2%；营收及净利润降幅低于行业平均。对应EPS 0.40元，ROE 5.3%，同比-0.7pct。第四季度实现营业收入14.8亿元，同比-38.5%。归母净利润5.7亿元，同比-1.7%。我们认为受资本市场低迷及高基数影响，第四季度公司收入同比降幅较前三季度有所扩大，其中四季度自营环比显著改善，投行、资管及经纪业务持续承压。
- 经纪业务持续承压，坚定向财富管理转型升级。2022年公司实现经纪业务收入10.1亿元，同比-14.6%，占营业收入比重18.8%。全市场日均股基交易额10030亿元，同比-9.3%。我们认为收入下滑主要是由于代销金融产品收入的下降以及佣金率的持续下行。公司代销金融产品收入0.66亿元，同比-21.6%，占经纪收入比重为6.5%，同比小幅下降。截至2022年末，公司两融余额153亿元，同比-14%，市场份额稳定在1.0%。公司经纪业务坚定向财富管理转型升级，积极构建线上、线下协同联动的客户服务体系，大力发展投资顾问业务，全面启动财富管理业务的数字化转型，构建全面丰富的金融产品线，以满足客户深层次财富管理需求。
- 债券承销高增，投行项目储备可观。2022年公司实现投行业务收入7.8亿元，同比-18.3%。股权业务承销规模同比+10.6%，债券业务承销规模同比+79.8%。股权主承销规模199.6亿元，排名第16；其中IPO 8家，募资规模57亿元；再融资10家，承销规模142亿元。债券主承销规模218亿元，排名第45；其中公司债、企业债、ABS承销规模分别为147亿元、65亿元、3亿元。IPO储备项目9家，排名第22，其中两市主板3家，科创板3家，创业板3家。
- 资管业务有所收缩，转型持续推进。2022年公司实现资管业务收入0.9亿元，同比-11.2%。截止2022年末，公司资产管理规模242亿元，同比-37.1%。2022年，国元证券资管新规整改过渡期结束，通道类产品规模继续下降，集合资产管理业务产品规模快速增长，同比上升46.1%。
- 四季度自营环比改善，长期股权投资收益大增。2022年公司投资净亏损（含公允价值变动）0.94亿元，同比由盈转亏；第四季度投资收益（含公允价值）2.7亿元，同比-30.8%。公司长期股权投资收益4.4亿元，同比+211%，主要受益于旗下被投资企业盈利的大幅增长。
- 【投资建议】我们预计公司2023E-2025E年每股净利润分别为0.45、0.52、0.59元，每股净资产分别为7.88、8.26、8.67元。参考可比公司估值水平，我们给予其2023年1.0-1.1x P/B，对应合理价值区间为7.88-8.67元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：市场持续低迷导致业务规模下滑，市场监管进一步加强。

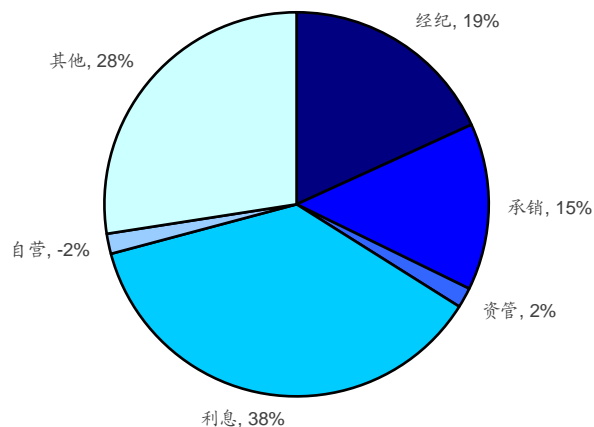
### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6110	5341	6493	7076	7586
(+/-)YoY(%)	35%	-13%	22%	9%	7%
净利润(百万元)	1909	1733	1960	2282	2572
(+/-)YoY(%)	39%	-9%	13%	16%	13%
每股净利润(元)	0.44	0.40	0.45	0.52	0.59
每股净资产(元)	7.40	7.55	7.88	8.26	8.67

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

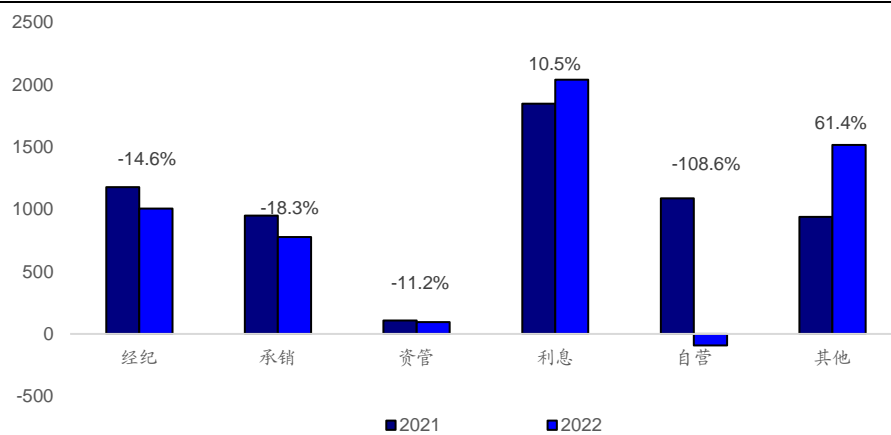
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 国元证券 2022 年收入结构



资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

图2 国元证券 2022 年各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

**表 1 国元证券盈利预测 (百万元)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	6110	5341	6493	7076	7586
手续费	2251	1901	2093	2321	2587
经纪净佣金	1178	1006	981	1014	1050
承销手续费	950	777	985	1161	1373
资管收入	106	94	98	112	122
利息净收入	1847	2041	2535	2715	2830
投资净收益	1044	561	704	712	713
联营合营企业	141	438	127	111	92
公允价值变动净收益	185	-216	-	50	50
汇兑净收益	48	-19	-	-	-
资产处置收益	-0	-0	-	-	-
其他业务收入	728	1056	1162	1278	1406
其他收益	6	18	20	22	24
二、营业支出	3669	3291	4174	4376	4544
营业税及附加	49	43	52	57	61
管理费用	2414	2252	2597	2795	2958
资产减值损失	-	-	-	-	-
信用减值损失	480	-82	350	350	350
其他业务成本	720	1068	1174	1174	1174
三、营业利润	2441	2050	2319	2700	3042
加: 营业外收入	9	18	-	-	-
减: 营业外支出	9	16	-	-	-
四、利润总额	2441	2051	2319	2700	3042
减: 所得税	530	317	359	417	470
五、净利润	1911	1734	1960	2282	2572
减: 少数股东损益	1	2	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	1909	1733	1960	2282	2572
六、每股收益 (元):	0.44	0.40	0.45	0.52	0.59

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

**表 2 国元证券资产负债表 (百万元)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>资产:</b>					
货币资金	24337	28170	30295	31910	33170
其中: 客户资金存款	19996	23006	24741	26060	27089
结算备付金	5699	7121	7658	8067	8385
其中: 客户备付金	4446	5015	5394	5681	5905
融出资金	18751	16049	15769	16242	16730
交易性金融资产	16829	14888	16011	18123	18839
买入返售金融资产	4880	3976	6236	5856	6318
应收款项	377	238	243	248	253
存出保证金	2271	3009	3236	3409	3543
债权投资	1404	3219	3315	3415	3517
其他债权投资	34234	46509	50017	52682	54763
长期股权投资	3506	3875	3991	4111	4235
固定资产	1266	1219	1280	1344	1411
在建工程	99	112	113	114	116
无形资产	101	123	123	123	123
商誉	121	121	121	121	121
递延所得税资产	497	509	525	540	557
其他资产	89	212	233	256	282
<b>资产总计</b>	<b>114618</b>	<b>129481</b>	<b>139172</b>	<b>146565</b>	<b>152366</b>
<b>负债:</b>					
短期借款	1352	1706	1791	1881	1975
应付短期融资款	10768	11510	11740	11975	12215
拆入资金	100	800	864	933	1008
交易性金融负债	522	1672	1706	1740	1775
卖出回购金融资产款	26701	31979	35176	36935	38782
代理买卖证券款	23939	27331	30064	31567	33145
应付职工薪酬	299	254	261	269	277
应交税费	519	221	228	234	241
应付款项	2082	2968	3057	3149	3244
长期借款	245	-	-	-	-
应付债券	15249	17754	19529	21482	21482
其中: 次级债	2134	-	-	-	-
递延所得税负债	242	88	91	93	96
其他负债	85	106	109	112	116
<b>负债合计</b>	<b>82306</b>	<b>96523</b>	<b>104758</b>	<b>110520</b>	<b>114512</b>
<b>所有者权益(或股东权益):</b>					
股本	4364	4364	4364	4364	4364
资本公积金	17009	17010	17010	17010	17010
其他综合收益	402	98	598	1125	1673
盈余公积金	1603	1730	1880	2055	2252
一般风险准备	3290	3556	3856	4206	4600
未分配利润	5630	6184	6690	7269	7941
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>32298</b>	<b>32942</b>	<b>34398</b>	<b>36029</b>	<b>37839</b>
少数股东权益	14	16	16	16	16
<b>所有者权益合计</b>	<b>32312</b>	<b>32957</b>	<b>34414</b>	<b>36045</b>	<b>37855</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>114618</b>	<b>129481</b>	<b>139172</b>	<b>146565</b>	<b>152366</b>

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

**表 3 券商可比公司估值 (2023 年 3 月 27 日)**

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
华泰证券	12.60	1144	8.6	10.7	8.5	0.8	0.7	0.7
国泰君安	14.46	1288	8.6		8.7	0.9		0.8
中信建投	26.54	2059	20.1	22.8	17.7	3.2		
申万宏源	4.21	1054	11.2	30.4	12.8	1.1		
国信证券	9.52	915	9.0	13.8	10.9	1.2		
招商证券	13.96	1214	10.4		11.3	1.2	1.2	1.0
中国银河	10.48	1062	10.2	9.9	8.9	1.3	1.2	1.1
广发证券	15.71	1197	11.0	16.2	12.0	1.1	1.1	1.0
东方证券	9.86	838	15.6		18.1	1.4		1.1
方正证券	7.05	580	31.8		23.1	1.4		1.3
国投资本	6.92	445	9.3	15.1	10.1	1.0	0.9	0.8
红塔证券	8.71	411	26.1	34.8	27.8	1.8	1.7	1.7
长城证券	8.46	341	19.3			1.7		
华林证券	14.70	397						
天风证券	2.95	256	43.6			1.0		
兴业证券	6.20	535	11.3	17.8	12.8	1.3	1.0	0.9
财通证券	7.59	352	13.7	19.9	14.8	1.4	1.1	1.0
西部证券	6.44	288	20.4	34.9	20.1	1.1	1.0	1.0
东吴证券	6.94	348	14.5	19.4	15.0	0.9	0.9	0.8
浙商证券	10.26	398	18.1	21.8	17.1	1.7	1.6	1.5
国金证券	9.11	339	14.6	25.0	17.6	1.4	1.1	1.0
西南证券	3.95	262	25.3	47.0	27.5	1.0	1.0	1.0
华西证券	8.31	218	13.4			1.0		
南京证券	8.95	330	33.8	44.9	35.7	2.0	2.0	1.9
太平洋	2.65	181				1.9	1.9	1.9
华安证券	4.90	230	16.2		13.8	1.2		1.1
华创阳安	6.98	158	16.3			1.0		
第一创业	6.04	254	34.1	53.3	36.2	1.8	1.7	1.7
山西证券	5.88	211	26.3	40.4	37.6	1.2	1.2	1.2
国海证券	3.45	188	24.6			1.0		
中原证券	6.83	160	9.8			0.9		
平均			<b>18.7</b>	<b>26.6</b>	<b>18.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

孙婷 非银行金融行业、银行业  
何婷 非银行金融行业  
任广博 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。