

配股提升资本实力，桂股巨舰扬帆远航

——国海证券（000750）深度报告

2016年06月28日

强烈推荐/首次

国海证券 深度报告

报告摘要：

国海是立足广西、股权多元的中型精品券商。2015年定增完成后公司净资产行业排名一跃至第20名，综合实力和市場影响力不断提升。

国海的核心竞争力在哪？股权“混搭”，机制“加分”，区域优势非常显著。

- 多元的股东背景(国企+民企+上市公司)和分散的股权让公司兼具国企的稳健和民企的灵活，拥有更灵活、更市场化的经营管理机制，公司是最早（2006年）在各业务条线采用准事业部制的券商之一；
- 深耕广西，作为唯一在区内注册的全国性综合券商，区域优势非常显著。超过70%营业部位位于广西区内，债券承销份额在广西区内遥遥领先，大力支持地方经济，牵头组建广西“第四板”北部湾股交所。

多元业务全面开花。固定收益证券承销是公司旗舰业务，固定收益类投资一脉相承、业绩斐然；**自营股票**投资风格保守；**资管业务**发力主动管理，资产证券化业务独树一帜，引进行业领军人物重点发展；特色的**互联网金融平台**崭露头角，致力构建智能化O2O财富管理生态体系。

麦肯锡为国海量身定做“十三五”战略规划，“双轮驱动”、“四平台”、“四统一”，67项战略关键措施，公司转型和跨越式发展可期。

国海6月24日发布2016年度配股预案，拟按照每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售，募资资金不超过50亿。若配股方案最后获批，将进一步提升公司资本实力，全面提升公司竞争能力、盈利能力和抗风险能力。

公司盈利预测和评级：预测公司2016、2017年营业收入30.03亿、43.42亿，净利润11.45亿、16.55亿，对应EPS分别为0.27元、0.39元，BPS分别为3.26元、3.08元。公司停牌前股价对应2016、2017年PB为2.19X和2.31X，综合考虑公司的核心竞争力和股价弹性，配股前我们认为给予公司3倍PB比较合理，对应16年每股净资产3.26元的价格为9.8元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：配股发行失败；市场大幅下跌带来业绩和估值双重压力。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1818.76	2544.98	4959.16	3002.77	4341.58
增长率(%)	24.60	39.93	94.86	-37.94	50.74
净利润(百万元)	308.75	690.04	1792.92	1144.70	1655.08
增长率(%)	131.52	123.50	159.83	-34.57	50.73
净资产收益率(%)	4.99	10.22	13.52	8.41	12.20
每股净资产(元)	2.68	2.92	4.72	3.26	3.08
PE	54.77	23.73	11.16	26.22	18.13
PB	1.12	0.97	1.51	2.19	2.31

齐瑞娟

010-66554089

qirj@dxzq.net.cn

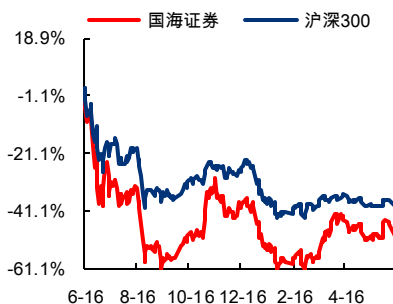
执业证书编号：

S1480515080001

交易数据

52周股价区间(元)	7.5-15.55
总市值(亿元)	316.17
流通市值(亿元)	259.92
总股本/流通A股(万股)	421554/346554
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.77

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 立足广西、股权多元的中型精品券商	4
2. 国海核心竞争优势在哪里?	6
2.1 股权“混搭”，机制“加分”	6
2.2 深耕广西，区域优势显著	7
2.2.1 经纪业务扎根广西，佣金高于行业平均	7
2.2.2 固定收益证券承销在广西区内占有率遥遥领先	8
2.2.3 铭记最初使命，支持地方经济	10
3. 多元业务，全面开花	11
3.1 自营以固定收益投资为主，业绩斐然	11
3.2 资管发力主动管理，引进行业领军人物	13
3.3 特色的互联网金融平台崭露头角	15
3.4 国海研究所声名鹊起	16
4. 麦肯锡量身定做“十三五”战略规划，跨越发展可期	17
5. 定增+配股，资本实力迅速增强	18
6. 盈利预测和估值	19
7. 风险提示	19

表格目录

表 1: 民营公司索芙特在国海董事会曾占据重要位置	5
表 2: 国海近年来各项经营指标稳步上升	5
表 3: 国海历年债券承销业绩排名居前	9
表 4: 国海资产证券化业务独树一帜	14
表 5: 国海研究所荣获多种奖项	16
表 6: 公司盈利预测表	20

插图目录

图 1: 国海股权结构多元，兼具国企稳健和民企灵活	4
图 2: 国海股权结构分散，博彩众家之长	4
图 3: 国海形成集证券、基金、期货、直投、区域性股权市场为一体的综合金融服务平台	6
图 4: 国海收入结构较为均衡，与行业平均水平基本一致	6
图 5: 国海超过 70% 营业部位于广西区内	7
图 6: 国海佣金水平显著高于行业平均	8
图 7: 国海经纪业务市场份额下滑明显	8
图 8: 国海经纪业务收入占比有下滑态势	8
图 9: 2015 年广西区内债券承销国海市场份额位居第一	9
图 10: 2016 前 5 月广西债券承销国海市场份额位居第一	9

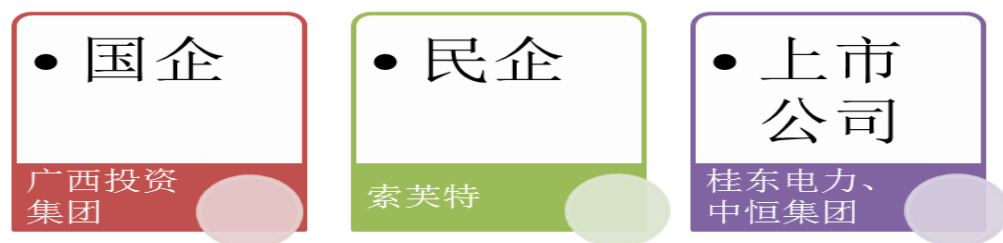
图 11:近年来广西区内公司债承销国海市场份额位居第一.....	9
图 12:2015年广西区内金融债承销国海市场份额占 75%.....	9
图 13:国海与区内外众多地市签订金融战略合作协议.....	10
图 14:广西“第四板”北部湾股交所页面.....	11
图 15:国海自营业务以固定收益投资为主，股票配置少.....	12
图 16:国海自营收入占比绝大部分时间低于行业平均.....	12
图 17:国海自营规模自 2013 年后明显低于行业平均.....	13
图 18:国海自营收益率总体优于行业平均.....	13
图 19:国海资管总规模历年增速与行业平均一致.....	14
图 20:国海集合资管规模历年增速高于行业平均.....	14
图 21:国海资管业务收入占比与行业平均仍有一定距离.....	15
图 22:国海引进申万宏源资管部负责人担任公司副总裁.....	15
图 23:国海“金贝壳”移动终端界面.....	15
图 24:国海打造智能化 O2O 财富管理生态体系.....	16
图 25:国海“十三五规划”之双轮驱动.....	17
图 26:国海“十三五规划”之四个平台.....	18
图 27:国海“十三五规划”之四个中后台统一.....	18
图 28:国海证券 PB Band.....	19

1. 立足广西、股权多元的中型精品券商

国海证券成立于1988年10月，前身是广西证券公司，是唯一在广西区内注册的全国性综合类证券公司，2001年10月增资扩股并更名为国海证券有限责任公司。2011年国海借壳“桂林集琦”登陆深交所，是国内第16家上市的证券公司。

国海股权结构非常多元，兼具国企的稳健和民营的灵活。公司早在2001年增资扩股时已实现股权多元化，先后引进国企——广西投资集团、民企——索芙特、上市公司——桂东电力、中恒集团等股东，成为一家标准的混合所有制企业。

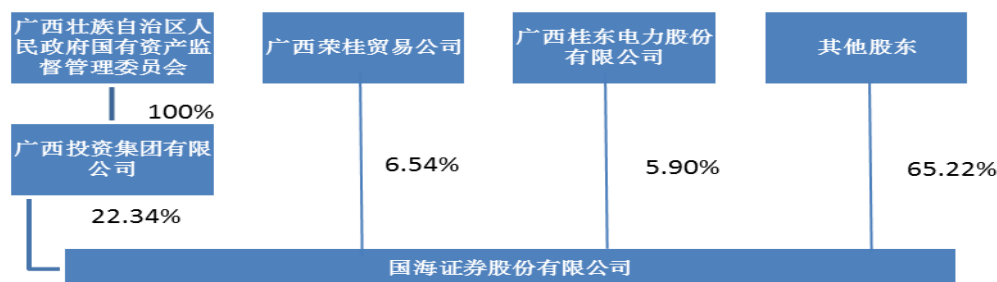
图 1:国海股权结构多元，兼具国企稳健和民企灵活



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

公司的股权结构相对分散。广西投资集团是公司第一大股东，持股 22.34%，对公司不具有实际控制力。截至 2016 年一季度，公司无其他持股在 10%以上的法人股东，除第一大股东外只有 2 家股东持股比例在 5%以上。多元化的股东背景、相对分散的股权使得不同的股东之间相互制衡，也使国海得益博彩众家之长。

图 2:国海股权结构分散，博彩众家之长



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

民营企业广西梧州索芙特美容保健品有限公司（简称“索芙特”）在国海董事会曾经占据重要位置。国海借壳上市后，索芙特连续3年位居第二大股东，持股比例11.89%，其一致行动人广东靓本清超市同时持股1.62%。索芙特董事长梁国坚、副总经理张南生自2001年、2005年以来一直担任国海证券董事。2014年底以后，索芙特和其一致行动人广东靓本清超市多次减持，减持后共持有6284.0466万股，占公司总股本的2.24%。

表 1:民营企业索芙特在国海董事会曾占据重要位置

	广州梧州索芙特美容保健品有限公司 (%)	广州市靓本清超市有限公司 (%)	合计 (%)
2015	1.71	NA	2.24
2014	5.61	1.62	7.23
2013	11.99	1.62	13.61
2012	11.89	1.61	13.5
2011	11.89	1.61	13.5

资料来源：公告年报，东兴证券研究所

国海2011年借壳上市以来综合实力和市場影响力不断提升，各项经营指标排名稳步上升。2015年增发完成后净资产排名一跃至行业前20，各项经营指标取得历史最好成绩。

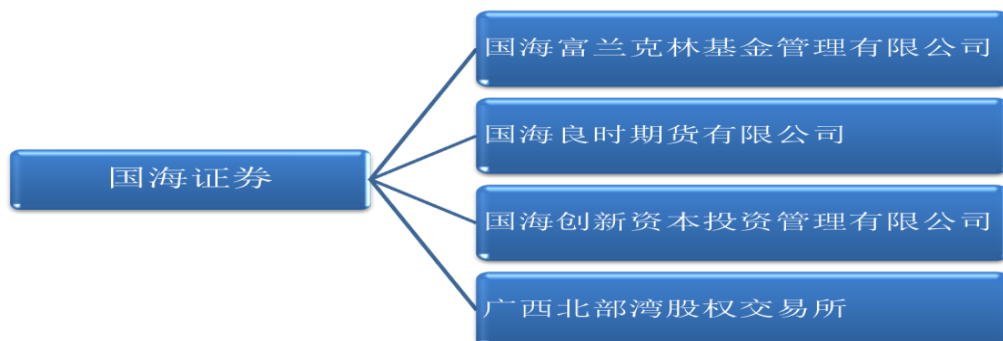
表 2:国海近年来各项经营指标稳步上升

	总资产排名	净资产排名	净资产排名	营业收入排名	净利润排名
2015	31	28	20	34	37
2014	40	37	39	33	36
2013	42	33	25	32	39
2012	50	62	59	33	55
2011	43	58	58	39	60
2010	48	59	56	35	40

资料来源：证券业协会，东兴证券研究所

国海形成了集证券、基金、期货、直投、区域性股权市场为一体的全国性上市综合金融服务平台。公司拥有10家分公司、85家营业部，控股国海富兰克林基金管理有限公司、国海良时期货有限公司和广西北部湾股权交易所股份有限公司，全资设立直投子公司国海创新资本投资管理有限公司。

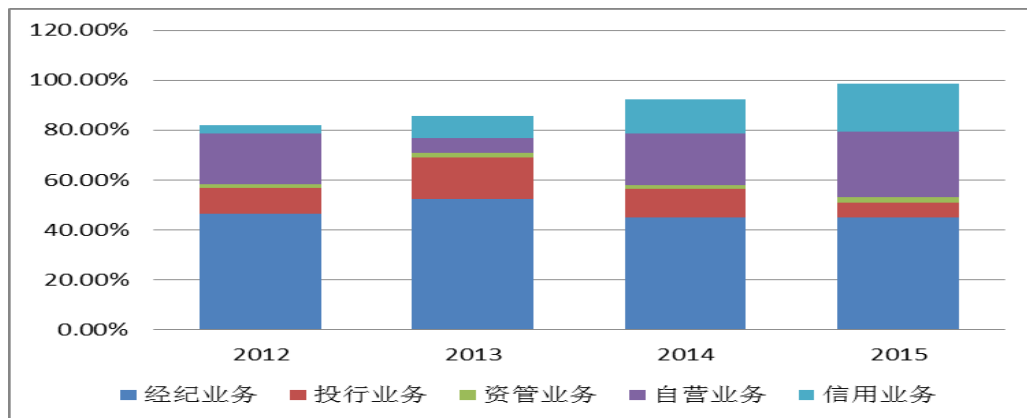
图 3:国海形成集证券、基金、期货、直投、区域性股权市场为一体的综合金融服务平台



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

从收入结构上看，公司经纪、投行、资管、自营和信用业务 5 大业务条线近年来发展较为均衡，与行业收入结构平均水平基本一致。

图 4:国海收入结构较为均衡，与行业平均水平基本一致



资料来源：wind,东兴证券研究所

2. 国海核心竞争优势在哪里？

2.1 股权“混搭”，机制“加分”

国海是较早实现股权多元化的券商，多元化的股东背景、相对分散的股权使得不同的股东之间相互制衡，也使国海得益博彩众家之长。更重要的是，**股权多元化和相对分散的股权结构使得公司拥有更灵活、更市场化的经营管理机制，决策执行更为高效。**这表现在两个方面：

一是国海拥有非常市场化的用人机制和分配激励机制。国海实行全员聘任制，从经营班子到普通员工，全部面向社会公开招聘。特别是经营班子方面，由董事会面向社会公开招聘职业经理人组建，按照市场化原则选聘、管理、考核经营层，股东不干预经营班子的具体经营事务，避免了一般国企行政化色彩浓厚、董事会决策功能不足等弊

病。

二是国海是国内最早（2006年）在所有业务条线采用准事业部制的券商之一，实施全成本核算。事业部具有高度的明确性和高度的经济性，可以增进人才和公司的合作关系，让事业部和公司共享发展成果。准事业部制下，公司各业务部门单独核算、自成体系，在业务运作上具有较大的自主权，既有利于调动各事业部的积极性和主动性，也有利于培育和训练业务骨干。

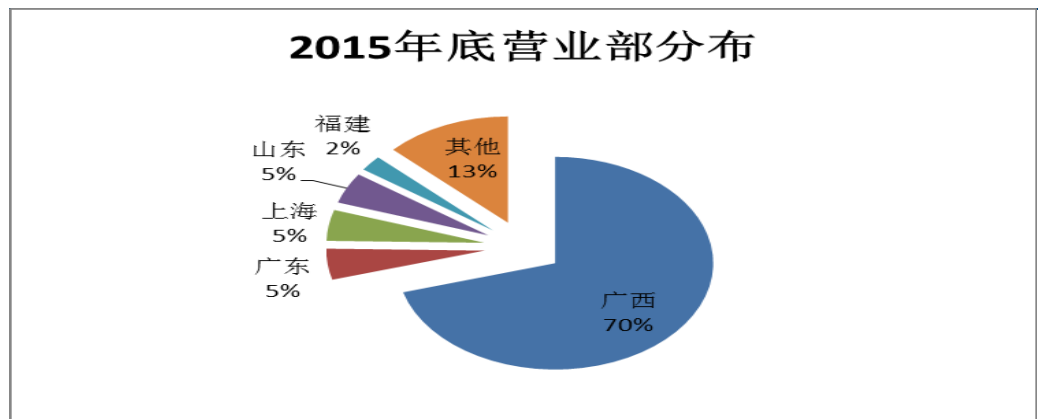
2.2 深耕广西，区域优势显著

国海证券是唯一在广西区内注册的全国性综合类证券公司，是广西唯一一家上市金融机构，多年来在广西深耕细作，从一家区域型证券公司成长为在全国具有一定影响力的综合性券商，尽享广西当地的资源优势。国海证券也反哺于广西，助力广西地方经济尤其是地方资本市场快速发展，长期为地区政府、企业提供专业的综合金融服务，获得高度认可，未来公司将进一步发挥地方关系、资源优势，助推地方经济腾飞。

2.2.1 经纪业务扎根广西，佣金高于行业平均

公司经纪业务深耕广西，超过70%营业部在广西区内，基本实现广西全覆盖。截至2015年底，公司共拥有85家营业部，其中60家位于广西区内，其余营业部主要分布在广东、上海、山东、福建等沿海经济发达省份。

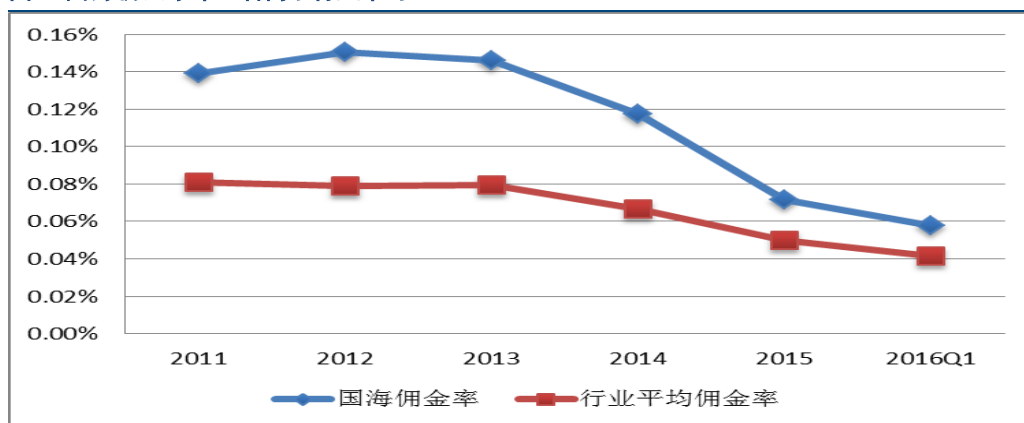
图 5:国海超过 70%营业部位于广西区内



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

由于公司经纪业务主要在广西区内开展，受北上广深一线城市等竞争激烈地区的影响较小，目前综合佣金率较行业平均高40%以上。公司佣金水平从2014年开始进入快速下降通道，降幅超过行业降幅，但由于基数较高（2011、2012年较行业平均高出1倍），整体佣金水平仍然偏高，后续降佣压力比较大。

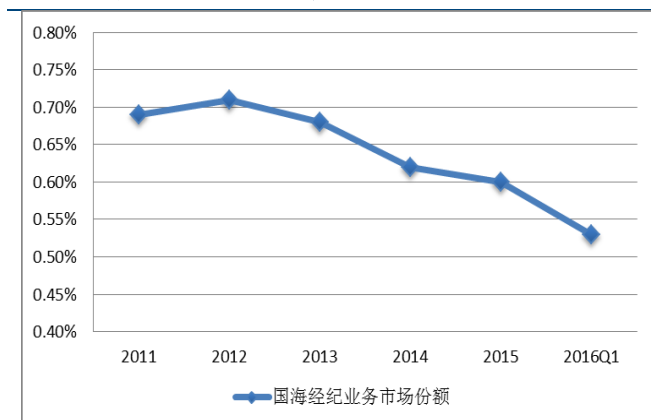
图 6:国海佣金水平显著高于行业平均



资料来源：wind，东兴证券研究所

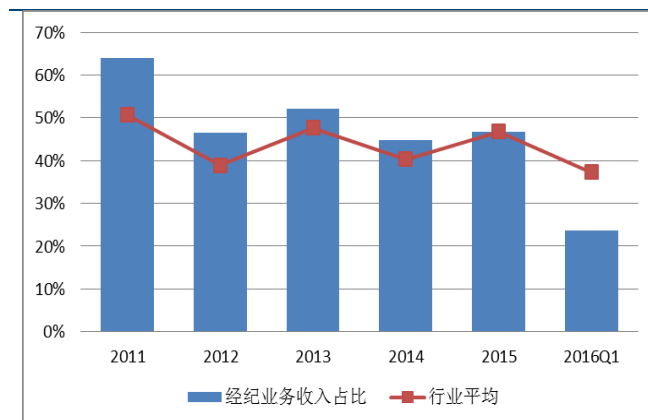
受“一人一户”放开和互联网证券佣金大战愈演愈烈的影响，公司经纪业务市场份额自 2014 年开始出现一定下降。从 2011—2013 年 0.7%左右降到 2014—2015 年 0.6%左右，进入 2016 年降至 0.5%。公司经纪业务收入占比在 2014 年前明显高于行业平均，2015 年以后占比开始下降，我们认为这和公司 2015 年后佣金水平和经纪业务市场份额双双下滑有直接关系。

图 7:国海经纪业务市场份额下滑明显



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8:国海经纪业务收入占比有下滑态势



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2.2 固定收益证券承销在广西区内占有率遥遥领先

固定收益证券业务是公司的旗舰业务，具有强大的产品定价能力、销售能力和广泛的市场影响力。国海与区内企业客户保持了良好的合作关系，债券承销业务在广西区内的份额遥遥领先，位居第一。具体来看，2015 年金融债承销区内市场份额超过 75%，公司债承销区内市场份额近年来平均在 1/3 以上，位居第一。

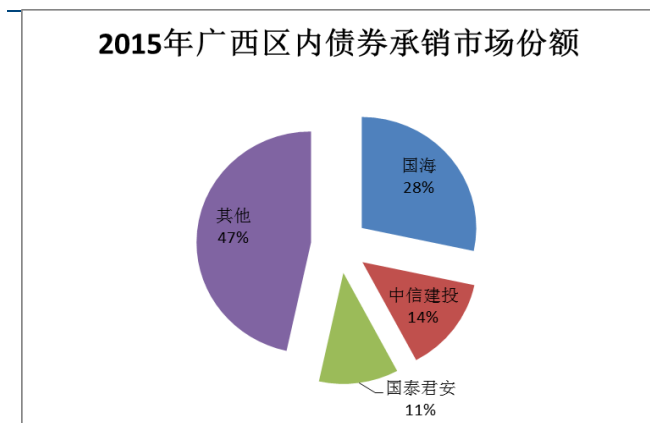
公司在国债、金融债承销方面竞争优势明显。公司是财政部国债承销团成员、国债协会常务理事单位、国开行金融债承销团 A 类成员、农发行、进出口行金融债承销团成员、铁道部承销团成员和中国银行间交易商协会会员。公司在记账式国债、国开行金

融债、农发行金融债、进出口行金融债等债券的承销金额方面，排名位于券商前列。截至 2015 年末，公司记账式国债承销金额的券商排名始终保持在前 10 名，国开行金融债承销金额的券商排名保持在前 6 名，农发行金融债和进出口行金融债承销金额的券商排名保持在前 4 位。

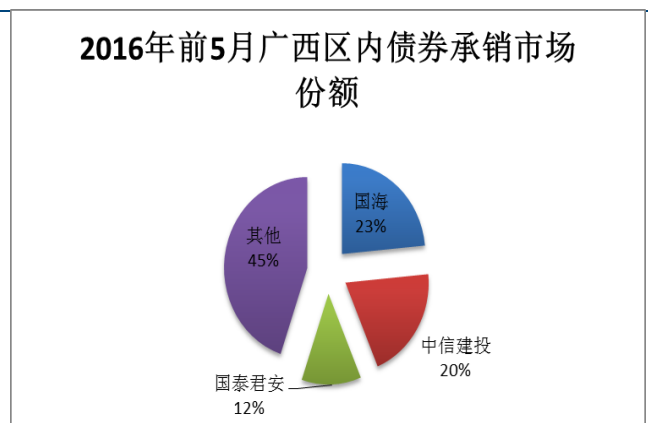
表 3:国海历年债券承销业绩排名居前

业务类别	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
记账式国债承销	4	4	4	3	3	3	4	6	10	6
国开行金融债承销	4	3	3	3	3	4	6	5	6	6
农发行金融债承销				1	2	3	3	3	4	4
进出口行金融债承销					2	2	4	3	4	3

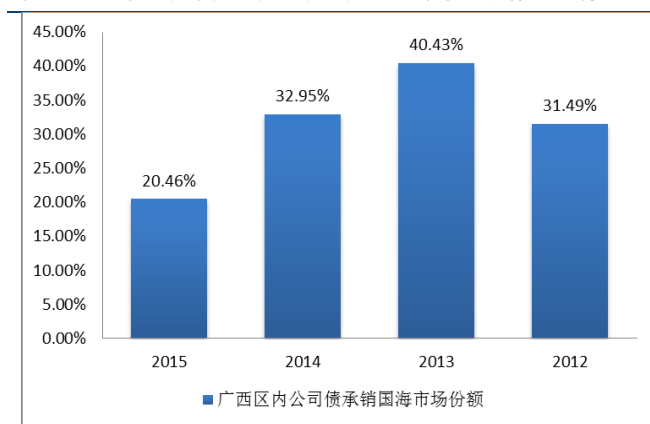
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 9:2015 年广西区内债券承销国海市场份额位居第一


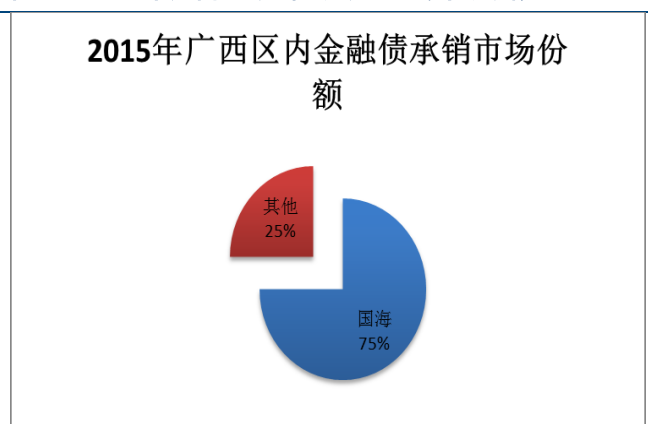
资料来源：wind,东兴证券研究所

图 10:2016 前 5 月广西债券承销国海市场份额位居第一


资料来源：wind,东兴证券研究所

图 11:近年来广西区内公司债承销国海市场份额位居第一


资料来源：wind,东兴证券研究所

图 12:2015 年广西区内金融债承销国海市场份额占 75%


资料来源：wind,东兴证券研究所

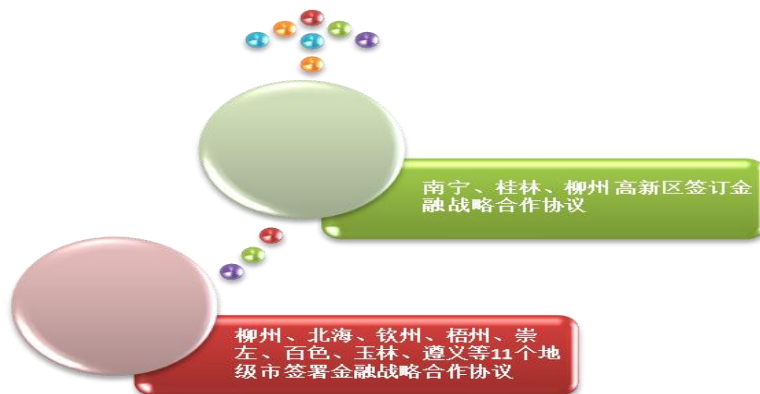
2.2.3 铭记最初使命，支持地方经济

作为广西区内注册的唯一一家证券公司，国海证券自成立以来一直把服务地方经济、促进地方资本市场发展作为公司发展的重要理念和目标。近年来国海证券积极利用自身在资本市场运作方面的专业优势、资金优势和资源优势，大力支持区内企业利用资本市场发展壮大，为推动广西新型工业化、产业结构优化升级、城镇化建设、多层次资本市场建设贡献力量。

◆ 与区内外众多地市签订金融战略合作协议

作为广西区内注册的唯一一家证券公司，国海证券长期致力于地方经济建设和地方资本市场建设，先后与柳州、北海、钦州、梧州、崇左、桂林、百色、玉林和遵义等 11 个地级市及南宁、桂林、柳州高新区签订了金融战略合作协议。在国有资产资本运作、企业改制上市、专业知识培训等方面为地方政府无偿提供服务，根据地方政府及下属机构、所属企业的个性化金融需求，提供多层次、多元化的金融服务，对推动地方经济发展与资本市场的良性互动具有积极而深远的意义。

图 13:国海与区内外众多地市签订金融战略合作协议



资料来源：公开信息，东兴证券研究所

◆ 积极推动广西多层次资本市场建设，牵头组建广西“第四板”

国海证券积极推动多层次资本市场建设，2014 年牵头组建了广西区域股权市场——广西北部湾股权交易所，完善了区内资本市场层次，为区内中小微企业培育、规范、融资提供市场化运作平台。北部湾股交所已采取多项措施，借政策暖风高效、务实的为桂企上市目标“选种育苗”，包括重点推动企业股改、培育一批紧密对接区域股权市场的小微金融机构、探索细分挂牌板块创新服务等。

北部湾股交所注册资本 1 个亿，国海持股 51%，截至 2015 年底，股交所累计服务企业 673 家，引入会员机构 127 家，备案私募债金额 8.88 亿，办理企业股权转让合计交易金额 1.78 亿，投资者开户 1182 户。

图 14:广西“第四板”北部湾股交所页面


资料来源：北部湾股交所网站，东兴证券研究所

◆ 国海直投助力广西产业结构转型

国海创新资本是国海的直投子公司，承担国海证券非二级市场投资的所有领域股权投资职责。凭借差异化定位，国海创新资本 2013—2014 年连续 2 年获得 China Venture 投中集团发布的“中国最佳券商直投 TOP10”。

2014 年 10 月，国海创新资本发起设立“广西国海玉柴先进装备制造产业创业投资基金”，初始设立规模 2.53 亿，实现了广西设立国家参股新兴产业创投基金“零”的突破，推动广西先进装备制造行业的发展，助力广西产业结构转型。

2016 年 1 月，国海创新资本设立发起“广西国海玉柴金投创业投资基金”，是广西区内首家获得中央财政战略性新兴产业发展专项资金参股的企业，也是广西区内创业投资引导基金首支参股的基金。

3. 多元业务，全面开花

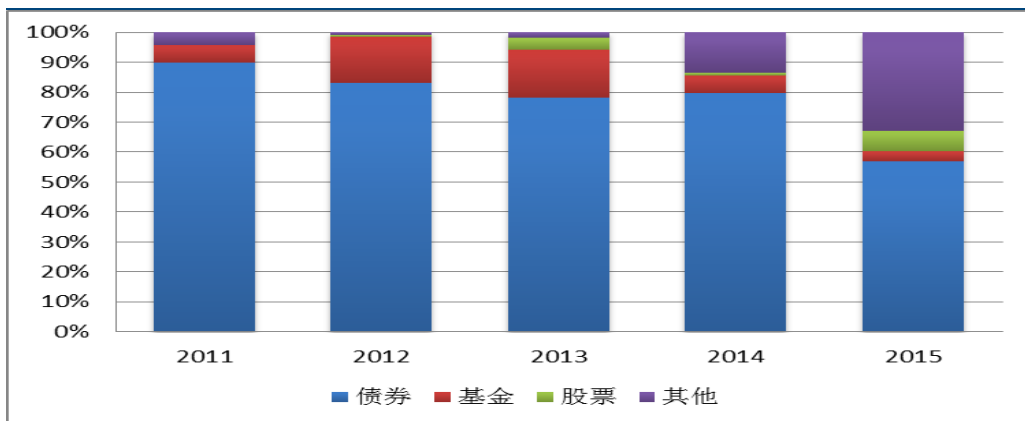
3.1 自营以固定收益投资为主，业绩斐然

公司自营业务贯彻“稳健正收益”的投资原则，最大的特色是“以固定收益投资为主，股票配置风格保守”。

秉承公司固定收益证券承销业务的传统优势，国海在固定收益投资方面优势突出。公司投资于债券、基金等传统证券投资品种以及国债期货、利率互换、股指期货等各类金融衍生品，投资研究团队经验丰富，具备较强的大类资产配置能力和全天候投资能力，多年来把握市场走势，投资业绩突出。

国海自营在股票配置上风格保守。从 2012 年公司披露自营资产配置数据起，到 2015 年公司参与救市之前，公司自营股票配置金额最大仅 5000 余万，占自营规模比例最多不超过 4%。具体来看，公司 2012 至 2014 年自营股票配置金额为 2083 万、5531 万、3374 万，分别占自营规模的 0.69%、3.92%和 0.75%。

图 15:国海自营业务以固定收益投资为主，股票配置少

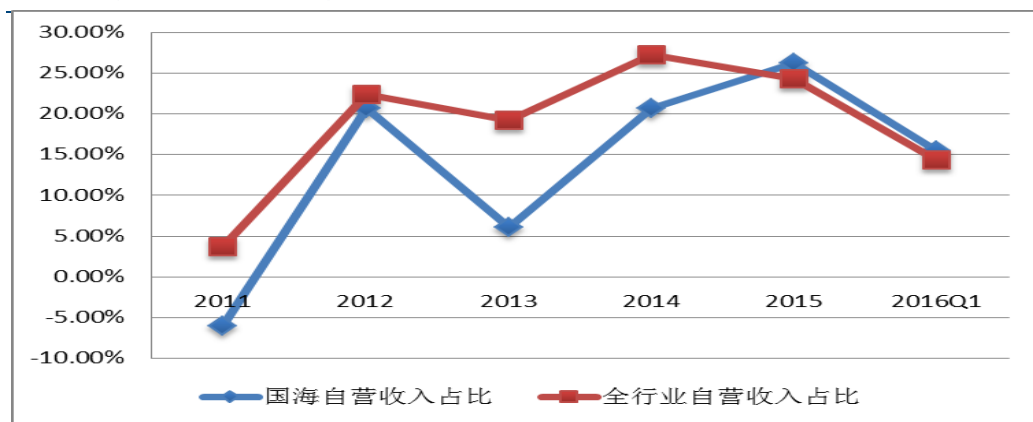


资料来源：wind，东兴证券研究所

通过对历史数据的分析，国海自营呈现出以下 3 个特征：

- ◆ 公司自营收入占比绝大部分时间低于行业平均。2011 年以来，除 2015 年和 2016Q1 公司自营收入占比略高于行业平均外，其余年份公司自营收入占比都明显低于行业平均。

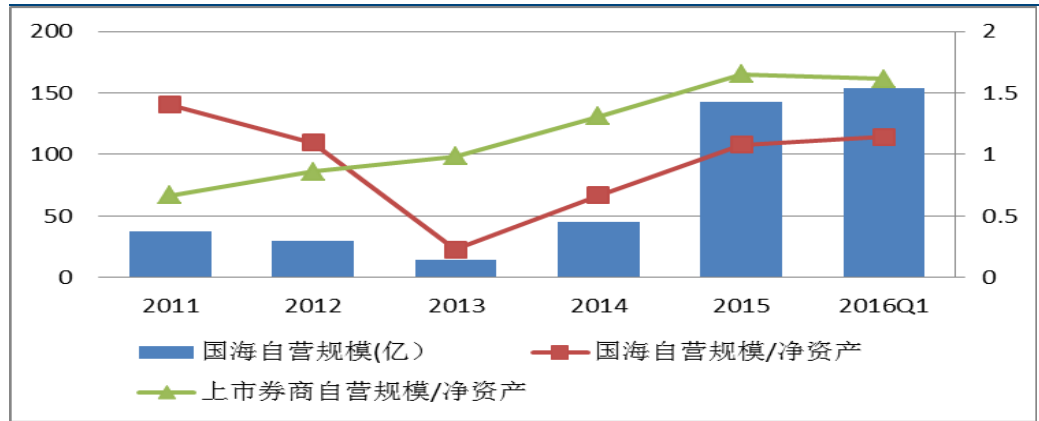
图 16:国海自营收入占比绝大部分时间低于行业平均



资料来源：wind，东兴证券研究所

- ◆ 公司自营规模分为两个阶段，2011、2012 年公司自营规模（自营规模/净资产）高于上市券商平均，2013 年以后逐渐低于行业平均。我们认为这主要是因为公司自营业务以固定收益类证券投资为主，2013 年 6 月债券市场大幅调整，公司为规避市场风险及时调整了投资组合和仓位，但整体投资业绩仍受到较大影响，这也解释了 2013 年公司自营收入占比成为阶段低点的原因。

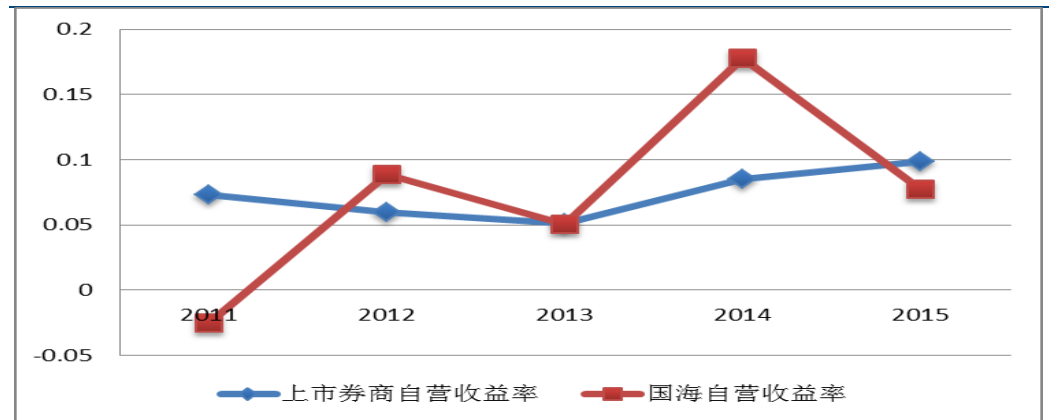
图 17:国海自营规模自 2013 年后明显低于行业平均



资料来源：wind，东兴证券研究所

- ◆ 公司自营收益率总体优于行业平均，反映了公司卓越的固定收益投资能力。除 2011 年录得负收益外，2012、2013、2014 年自营收益率均高于上市券商平均，2015 年上半年由于权益类仓位低自营收益率略低于上市券商平均水平。

图 18:国海自营收益率总体优于行业平均

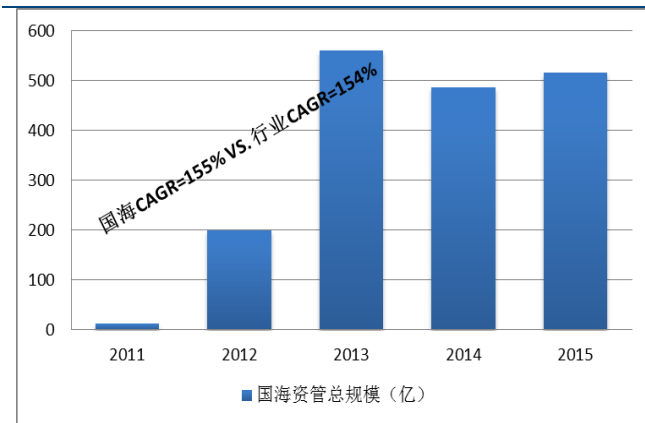


资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2 资管发力主动管理，引进行业领军人物

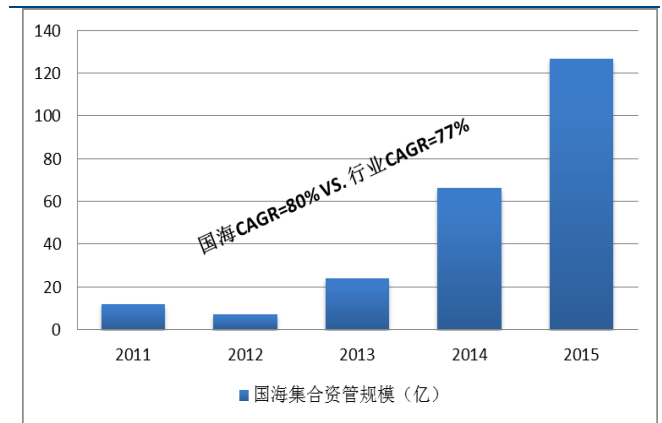
国海始终把“追求绝对收益，为客户提供满意的投资回报”作为资产管理业务发展的宗旨。公司资管业务 2012 年开始进入发展快车道，抓住机遇积极开拓金融机构客户，发展非常迅速。2013 年以后，公司将资管业务重心转向附加值更高的集合资管业务，资管总规模趋于稳定，但集合资管规模年年翻倍。2011 年公司集合资管规模只有不到 12 亿，2015 年底达 127 亿，年化增长率 80%，高于同期全行业 77% 的年化增长率。

图 19:国海资管总规模历年增速与行业平均一致



资料来源：wind,东兴证券研究所

图 20:国海集合资管规模历年增速高于行业平均



资料来源：wind,东兴证券研究所

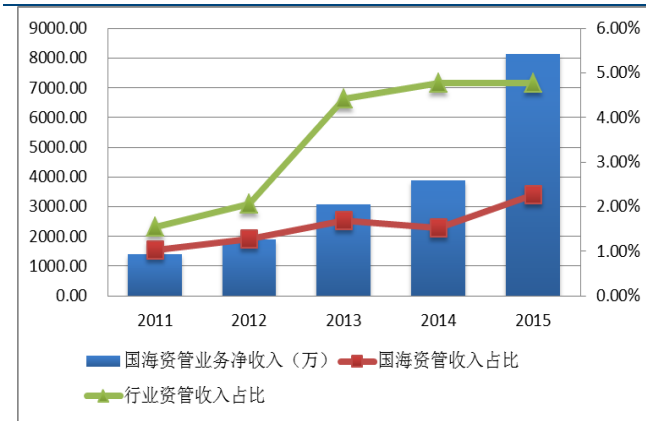
国海资产证券化业务独树一帜。美兰机场 ABS、津桥学院 ABS 等成为民用机场、民办高校等基础资产细分领域的标杆性项目，显著增强了公司的行业影响力。

表 4:国海资产证券化业务独树一帜

时间	ABS 名称	亮点
2014 年 11 月	广农元 2014 年第一期信贷资产支持证券	全国县域农商行首单发行的信贷资产证券化产品
2015 年 7 月	美兰机场信托受益权资产支持专项计划	国内首单以机场航空服务经营收入产生的现金流为基础的资产证券化项目
2015 年 11 月	津桥学院资产支持专项计划	国内首单以高校学费及住宿费产生的现金流为基础的资产证券化项目

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司资管业务收入近年来保持较快增速，但收入占比和行业平均相比仍有一定距离。公司下一步将加大资管人才引进力度、大力发展主动管理业务、完善产品链条、强化投研能力，全面提升公司资产管理规模和盈利水平。公司引进原申万宏源资产管理事业部总经理卢凯担任公司副总裁，申万宏源资管总规模近年来一直位居行业前二，国海对资管业务的重视程度和投入可见一斑。

图 21:国海资管业务收入占比与行业平均仍有一定距离


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 22:国海引进申万宏源资管部负责人担任公司副总裁


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.3 特色的互联网金融平台崭露头角

公司积极践行“互联网+”计划，2015 年先后获得客户证券资金消费支付服务资格、互联网证券业务试点资格，具有国海特色的互联网金融平台崭露头角。国海官方微信服务号、订阅号在第三方微信公众号排名网站“新榜”的券商号中位列前三。

3.3.1 “金贝壳”移动终端广受好评

“金贝壳”是国海花重金为投资者打造的网上交易软件，是集股票、基金、集合理财为一体的网上委托下单和集合理财系统，为客户提供移动端的专业交易及自助式理财服务。先后荣获证券时报的“最佳手机证券”、“最佳移动终端证券奖”。截至 2015 年底，用户数达 131.91 万。

图 23:国海“金贝壳”移动终端界面


资料来源: 金贝壳 APP, 东兴证券研究所

3.3.2 智能化 O2O 财富管理生态体系发力财富管理

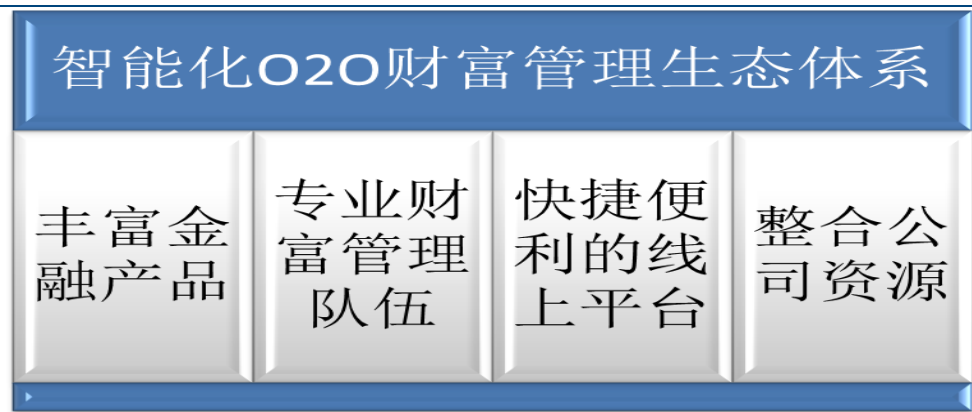
券商“互联网+”战略的落脚点是让客户沉淀、实现变现，这需要深度挖掘客户价值，通过客户分析、分类，为其提供适当性产品，从而增强客户黏性，这一过程需要投入

大量资金和技术。

一方面，公司致力于构建智能化 O2O 财富管理生态体系，以丰富的金融产品、专业精湛的财富管理队伍，快捷便利的线上服务平台，整合公司资源为客户提供涵盖代理开户及交易、理财规划、资产配置、投顾、信用业务、大宗交易、主券商业务等在内的全面财富管理服务。

另一方面，公司建立了专业完善的大数据收集分析及客户账户诊断系统，整合投研力量增强大类资产配置服务，“以客户为中心”，打破各个业务线之间的壁垒，为客户提供专业化、差异化、精细化的一站式综合金融服务。

图 24:国海打造智能化 O2O 财富管理生态体系



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.4 国海研究所声名鹊起

公司研究服务以宏观债券、投资策略、金融工程、行业与公司四大研究体系为基础，以客户投融资综合金融解决方案策划及东盟广西区域金融综合开发为特色，“国海·远见”、“国海·乐享”、“国海十大金股”系列特色服务品牌获得上市公司、机构客户的广泛认可。

表 5:国海研究所荣获多种奖项

时间	主办方	奖项
2012	新财富	第十届新财富最具潜力研究机构
2013	证券时报、新财富	中国最佳投顾服务品牌、中国最佳投顾团队、中国十佳明星投资顾问
2013	新财富	第十一届新财富最具潜力研究机构
2013	中国证券报	中国证券业金牛分析师“高端装备行业”第二名
2013	金融界	慧眼识券商 2013 最佳分析师量化评选 6 个单项奖
2013	证券市场周刊	卖方分析师水晶球奖 2 个单项奖
2013	东方财富	2013 年度分析师十强、年度分析师百强
2014	证券市场周刊	卖方分析师水晶球奖 5 个单项奖
2014	证券市场周刊	金种子 10 指数擂台赛研究所十大金股获二季度第三名、三季度第二名

2014	中国证券报	中国证券业金牛分析师评选“环保行业”入围奖
2014	东方财富	东方财富风云榜“2014年度最佳分析师”第三名

资料来源：公开信息，东兴证券研究所

4. 麦肯锡量身定做“十三五”战略规划，跨越发展可期

公司聘请国际一流咨询机构麦肯锡量身定做“十三五”战略规划，聚焦公司目标客户，确定了“以客户为中心，双轮驱动、四平台、四统一，将国海打造为特色鲜明的金融服务商”的战略定位和战略目标，制定了配套的67项战略关键举措。为公司未来五年乃至更长时间的全面转型和跨越发展绘就了宏伟宏图、提供行动纲领和路线图，为公司转型发展和跨越发展奠定坚实基础。

- ◆ **2轮驱动**：零售财富管理板块、企业金融服务板块是公司“十三五”跨越发展的一体之两翼、驱动之双轮，公司将聚焦两大板块，铸造业务特色，将其打造成为驱动公司跨越发展的双引擎。

图 25:国海“十三五规划”之双轮驱动



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

- ◆ **4个平台**：资产管理平台、销售交易平台、网金平台、研究平台是推动公司“十三五”战略实现的有力支撑，公司将大力推动四大平台转型升级，对内与“双轮”紧密联动，对外提升创利能力，切实发挥平台支撑作用。

图 26:国海“十三五规划”之四个平台



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

- ◆ **4个中后台统一：**要实现“十三五”战略目标，亟需提升与之相匹配的管控模式和中后台能力，公司提出4个中后台统一，包括统一的战略管理、统一的财务管理、统一的人力资源管理、统一的合规风控管理，从“响应业务需求”向“业务合作伙伴”的定位转型。

图 27:国海“十三五规划”之四个中后台统一



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

5. 定增+配股，资本实力迅速增强

资本规模是决定证券公司竞争能力、盈利能力、抗风险能力与发展潜力的关键因素之一，国海近年来充分发挥资本市场作用，通过多次战略性资本补充迅速增强了资本实力，公司净资本规模行业排名大幅提升。

2015年7月公司完成5亿股定增，募资资金50亿，净资本规模行业排名从2014年底第39名一跃至2015年底第20名。募集资金用于增加公司资本金、补充公司营运资金，以扩大公司业务规模特别是创新业务规模，包括扩大创新型自营规模、扩大信用交易、增加证券承销准备金、加大证券资产管理业务投入等。

公司 6 月 24 日发布 2016 年度配股预案，拟按照每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售，募资资金不超过 50 亿。资金用途方面，“适时扩大包括融资融券和股票质押式回购业务在内的信用交易业务规模”不超过 25 亿，“加大证券资产管理业务投入，增强资产管理业务能力”不超过 10 亿，“扩大自营业务投资规模”不超过 9 亿，“加大投资银行业务投入”不超过 5 亿，“其他资金安排”不超过 1 亿。我们认为配股方案若最终获批，将进一步提升公司资本实力，全面提升公司竞争能力、盈利能力和抗风险能力。

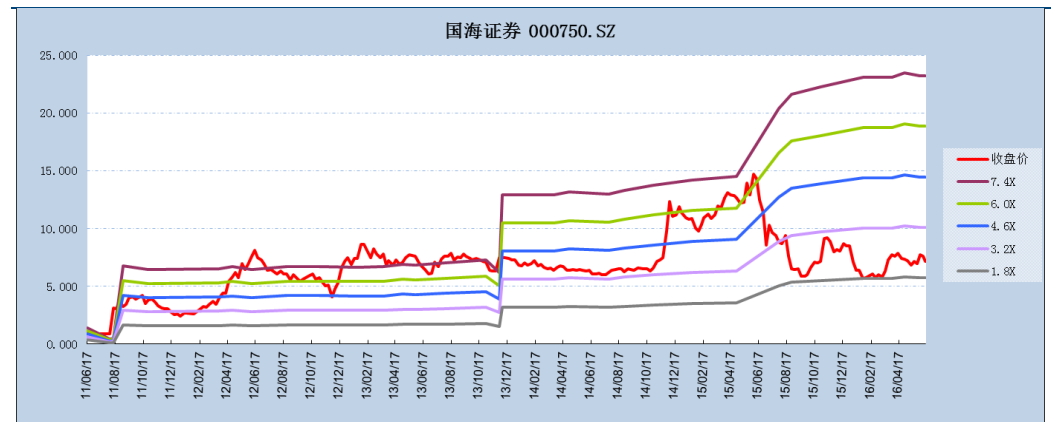
6. 盈利预测和估值

在 2016 年两市日均成交量 6000 亿、两融平均余额 9000 亿的中性假设下，我们预测公司 2016、2017 年营业收入为 30.03 亿、43.42 亿，净利润为 11.45 亿、16.55 亿，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.39 元，对应 BPS 分别为 3.26 元、3.08 元。

由于券商业绩的强周期和高贝塔属性，其每股盈利和市盈率伴随行业景气度会有非常大的波动，我们倾向于认为 PE 估值指标难以对其投资机会做出有效判断，而每股净资产一般不会出现大幅波动，因此我们认为券商股采用 PB 估值更具有参考价值。

公司 2016 年 6 月 14 日停牌前收盘价隐含的 2016、2017 年 PB 为 2.19X、2.31X。综合考虑公司的竞争优势和股价弹性，配股前我们认为给予公司 3 倍 PB 比较合理，对应 16 年每股净资产 3.26 元的价格为 9.8 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图 28:国海证券 PB Band



资料来源：wind,东兴证券研究所

7. 风险提示

配股发行失败；市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；行业监管加强。

表 6：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	6,090.63	9,670.88	18,756.1	10,296.0	12,012.0	营业收入	1,818.	2,544	4,959.1	3,002.77	4,341.
结算备付金	752.02	1,562.71	1,680.06	950.40	1,108.80	手续费及佣金净收	1,544.	1,666	3,536.0	2,167.52	2,828.
交易性金融资产	1,072.59	3,269.65	8,588.14	8,759.90	8,935.10	其中：代理买卖证	949.70	1,140	2,315.1	871.20	924.00
买入返售金融资产	2,480.41	1,739.24	6,504.25	8,455.52	10,992.1	证券承销业务净收	306.15	291.8	843.53	1,029.17	1,523.
存出保证金	1,017.25	965.24	1,131.36	633.60	739.20	受托客户资产管理	30.72	38.62	70.76	79.23	135.95
可供出售金融资产	337.29	1,244.15	5,719.35	5,833.74	7,848.43	利息净收入	158.08	347.9	644.45	332.78	713.29
长期股权投资	177.59	52.52	138.10	207.16	310.73	投资净收益	151.63	478.8	562.88		
固定资产	190.15	178.54	177.51	178.00	178.00	其中：对联营企业	-0.26	-0.72	-0.92		
无形资产	62.15	60.47	68.08	68.00	68.00	公允价值变动净收	-40.77	46.13	162.07		
商誉	22.08	23.59	23.59	23.59	23.59	自营业净收入	111.12	525.7	725.87	472.43	755.89
递延所得税资产	8.06	2.74	19.52	20.09	24.16	营业支出	1,357.	1,612	2,522.4	1,503.79	2,174.
其他资产	55.02	360.88	117.90	125.55	151.02	营业税金及附加	107.87	146.5	306.58	185.57	268.31
资产合计	14,586.3	26,420.0	52,520.0	31,999.3	33,888.0	管理费用	1,245.	1,463	2,138.7	1,291.19	1,866.
卖出回购金融资产	0.00	5,968.67	7,727.04	8,499.74	9,349.71	其他业务成本	1.28	1.32	46.54	27.02	39.07
代理买卖证券款	6,141.15	10,933.0	15,987.2	8,712.00	10,164.0	营业利润	461.75	932.0	2,436.7	1,498.98	2,167.
应付职工薪酬	90.33	268.24	744.25	457.88	662.03	加：营业外收入	13.60	32.86	15.30	9.31	13.46
应交税费	88.14	146.93	194.45	114.47	165.51	减：营业外支出	1.20	1.16	3.65	2.10	3.04
其他负债	985.48	79.05	1,049.76	493.49	564.45	利润总额	474.15	963.7	2,448.4	1,506.19	2,177.
负债合计	8,110.55	19,258.4	38,701.3	18,277.5	20,905.7	减：所得税	131.39	248.4	607.43	361.49	522.66
股本	2,310.36	2,310.36	2,810.36	4,215.54	4,215.54	净利润	342.77	715.3	1,840.9	1,144.70	1,655.
资本公积金	2,739.21	2,745.99	7,119.09	5,573.73	3,675.71	归属于母公司净利	308.75	690.0	1,792.9	1,144.70	1,655.
盈余公积金	241.80	308.63	483.95	598.42	763.92	每股净资产	2.68	2.92	4.72	3.26	3.08
未分配利润	408.01	758.94	1,679.34	2,137.22	2,799.25	基本每股收益（元）	0.13	0.30	0.64	0.27	0.39
一般风险准备	483.60	617.26	967.90	1,196.84	1,527.86						
归属于母公司权	6,182.99	6,753.20	13,257.8	13,721.7	12,982.2						
所有者权益合计	6,475.78	7,161.66	13,818.7	13,721.7	12,982.2						
负债及股东权益	14,586.3	26,420.0	52,520.0	31,999.3	33,888.0						

资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师简介

齐瑞娟

北京大学经济学学士，纽约州立大学金融经济学硕士，曾于 2010 年至 2015 年在博时基金管理公司工作，历任养老金业务部专户业务助理、专户业务经理、专户业务总监。2015 年加盟东兴证券研究所，从事非银金融行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。