

2016年07月22日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

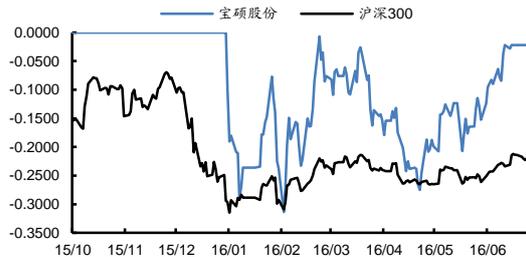
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：高超 S0350115010010  
010-88576686-808 gaoc@ghzq.com.cn

## 重组过会，注入华创证券跨入新时代

### ——宝硕股份（600155）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
宝硕股份	17.0	12.9	-2.2
沪深300	4.5	2.2	-21.8

市场数据

2016/07/21

当前价格（元）	14.65
52周价格区间（元）	10.01 - 15.06
总市值（百万）	6982.23
流通市值（百万）	6043.13
总股本（万股）	47660.26
流通股（万股）	41250.00
日均成交额（百万）	118.65
近一月换手（%）	62.63

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 事件：

7月22日公司公告，经并购重组委审核，公司发行股份收购华创证券100%股权并募集配套资金事项获有条件通过。公司股票自7月22日开市起复牌。

## 投资要点：

- 重组过会，华创证券曲线上市。**公司拟作价77.5亿元收购华创证券100%股权，同时拟采用锁价方式以13.45元/股向10名特定股东发行股份募集约77.5亿元配套资金，补充华创证券资本金。目前上述事项已获并购重组委有条件通过，后续事项将有序推进。重组完成后，刘永好通过三家公司合计控制上市公司18.6%股权，仍为实际控制人。公司原有塑料管材业务业绩连续下滑，15年公司扣非净利润亏损1.37亿元，重组后华创证券将成为公司主要利润增长点。
- 华创证券综合竞争力突出，业务特色明显。**（1）**成长性和盈利性：**华创近三年净利润增速明显快于行业平均，2015年在资本紧张的情况下通过高杠杆率实现高于行业平均的ROE水平（表1）；（2）**综合竞争优势强：**华创在净资本排名靠后的前提下，除信用和自营业务外，其余各项业务指标基本排在20-60名（表2），体现了其极强的经营效率，我们认为这与华创的民营机制关系密切。（3）**业务特色明显：**华创证券牌照齐全，收入结构多元化，其中机构佣金分仓、投行和其他业务净收入占比明显高于行业平均（表3），体现了较强的业务优势。华创通过“互联网+地方股交中心”模式，构建了较为完善的非标准化资产业务体系框架。此外，其在互联网经纪、PB业务等创新业务推进上也是表现抢眼。
- 配套募资解决资金瓶颈，员工持股提升长期绩效，未来成长潜力巨大。**

（1）“钱”的问题：从华创证券重资本业务排名落后和杠杆率高于行业

平均等迹象上可以看出，净资本匮乏是拖累其业务发展的主因。华创本次拟配套募资 77.5 亿元，是 15 年末净资产的 2.3 倍，资金到位后将打开自营和信用业务成长空间，同时将大幅降低利息支出。**(2) “人”的问题：**重组完成后，华创证券 143 名核心员工将直接持有宝硕股份 2.1% 股权，成为首个完成 A 股员工持股的券商，率先完成对核心人才长期激励机制的构建。

- **产业资本大手笔增资，彰显对公司发展信心。**刘永好等实力产业资本大手笔参与公司配套募资（表 4），其中宝硕实控人刘永好出资 20 亿元，华创证券原有四家股东合计出资 26 亿元，产业资本本次增资锁定期为 3 年，彰显对公司长期发展的信心。同时，本次配套募资锁定价格为 13.45 元/股，公司停牌前收盘价为 14.65 元，具有一定安全边际。
- **“小市值+低估值+高成长”，首次覆盖，给予“买入”评级。**基于审慎性考虑，在重组未最终完成时，暂不考虑重组对公司业绩及股本摊薄的影响，我们预测公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.03 元/0.02 元/0.02 元；若考虑并入华创证券后的备考业绩，预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.38 元/0.53 元/0.71 元，对应停牌前收盘价的动态 P/E 分别为 39x/28x/21x，P/B 为 2.3x；与华创证券可比的中小券商平均 P/B 为 3.9x，公司目前估值明显偏低（表 5），同时公司综合竞争力突出，业务特色明显，且 A 股员工持股和配套募资完成将为公司带来巨大成长潜力，综上分析，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**（1）公司资产重组进程低于预期；（2）资本市场超预期下跌带来华创证券业绩下滑；（3）华创证券创新型业务推进低于预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	349	376	406	439
增长率(%)	-15%	8%	8%	8%
净利润（百万元）	226	13	11	8
增长率(%)	-253%	-94%	-19%	-25%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.03	0.02	0.02
ROE(%)	84.4%	3.2%	2.5%	1.8%

注：上述数据基于谨慎原则，暂不考虑本次重大资产重组影响

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1：华创证券近三年盈利和成长情况

盈利和成长能力比较	华创证券			证券行业		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013	2014	2015
净利润 (亿元)	0.9	2.6	6.9	440	966	2448
净利润增速 (%)	698%	196%	166%	34%	119%	153%
平均权益乘数(扣代买证券款)(倍)	2.0	2.7	4.3	1.8	2.6	3.1
ROE (%)	3.8%	10.6%	23.0%	6.1%	11.5%	20.7%
ROA (%)	1.22%	2.74%	3.94%	2.3%	3.1%	4.7%

资料来源：公开资料，国海证券研究所

表 2：华创证券核心业务指标行业排名

	2014 年行业排名	2015 年行业排名
净资本	78	79
融资类业务(信用业务)净收入	72	70
经纪业务净收入	51	59
投行业务净收入	54	52
资管业务净收入	42	49
机构席位分仓净收入	22	21
投资咨询收入	16	45
资管业务规模	25	20

资料来源：证监会官网，国海证券研究所

表 3：华创证券收入结构趋于多元化

各项业务占比:	华创证券		证券行业	
	2014	2015	2014	2015
经纪业务(扣除机构席位佣金)	36.3%	41.6%	38.1%	44.6%
机构席位佣金分仓	8.6%	11.7%	2.3%	2.2%
投行业务	12.6%	13.2%	11.9%	9.2%
自营业务	31.5%	21.9%	27.3%	24.6%
利息净收入	-1.4%	-0.3%	17.1%	10.3%
资管业务	7.5%	4.5%	4.8%	4.8%
投资咨询业务	0.0%	0.6%	0.9%	0.8%
其他业务净收入	5.0%	6.7%	-2.3%	3.6%

注：公司其他业务净收入主要来自于互联网非标资产交易平台金汇金融和贵州股交中心实现的平台服务费收入以及佰酒汇商品销售净收入。

资料来源：公司公告，中证协官网，国海证券研究所

表 4：刘永好等实力产业资本大手笔参与公司配套募资

股东名称	本次交易前		发行股份购买资产完成后		参与配套募资金额 (亿元)	配套融资完成后	
	持股数 (亿股)	持股比例	持股数 (亿股)	持股比例		持股数 (亿股)	持股比例
刘永好新希望集团小计	1.87	39.3%	1.87	15.2%	20.0	3.36	18.6%
新希望化工	1.87	39.3%	1.87	15.2%		1.87	10.4%
南方希望					15.0	1.12	6.2%
北硕投资					5.0	0.37	2.1%
刘江股权小计			1.26	10%	10.00	2.00	11.1%
刘江					10.0	0.74	4.1%
和泓置地(刘江控股)			0.90	7.3%		0.90	5.0%
贵州燃气(刘江控股)			0.36	2.91%		0.36	1.98%
沙钢集团			0.90	7.3%	7.0	1.42	7.9%
杉融实业			0.90	7.3%	7.0	1.42	7.9%
恒丰伟业			0.17	1.4%	2.0	0.32	1.8%
东方君盛					11.5	0.86	4.7%
明新日异					8.0	0.59	3.3%
安庆佳合					7.0	0.52	2.9%
南通宇书					5.0	0.37	2.1%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 5：可比券商业绩和估值情况

单位：亿元	16年6月末 净资产 (月报数据)	7月21日 总市值	7月21日 流通市值	估算2016 年全年 ROE	2016年动 态P/E	P/B(对应16年6 月末净资产)
太平洋	114.1	289	275	3.1%	82	2.5
西部证券	119.4	740	740	10.2%	61	6.2
山西证券	129.3	441	388	4.1%	83	3.4
东兴证券	130.8	605	219	12.1%	38	4.6
国海证券	130.9	320	263	8.1%	30	2.5
可比券商平均值	124.9	479	377	7.5%	59	3.9
	预测16年末 净资产	7月12日 收盘价对应 增发后总市 值	7月12日 流通市值	估算2016 年全年 ROE	2016年动 态P/E	P/B(对应16年6 月末净资产)
宝硕股份(华创证 券)	115.0	260	60	5.9%	39	2.3

资料来源：券商月报数据，Wind 资讯，国海证券研究所

表 6: 宝硕股份盈利预测表 (暂不考虑本次重大资产重组影响)

证券代码:	600155.SH				股价:	14.65	投资评级:	买入	日期:	2016/07/21
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	84%	3%	2%	2%	EPS	0.47	0.03	0.02	0.02	
毛利率	2%	3%	3%	3%	BVPS	0.74	0.77	0.79	0.81	
期间费率	36%	29%	16%	16%	<b>估值</b>					
净利率	65%	3%	3%	2%	P/E	30.93	540.35	663.13	879.18	
<b>成长能力</b>					P/B	19.73	19.04	18.51	18.12	
收入增长率	-15%	8%	8%	8%	P/S	20.03	18.56	17.19	15.90	
利润增长率	-253%	-94%	-19%	-25%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
总资产周转率	0.52	0.52	0.57	0.58	营业收入	349	376	406	439	
应收账款周转率	2.51	2.51	2.51	2.51	营业成本	340	367	395	425	
存货周转率	0.42	7.30	7.30	7.30	营业税金及附加	1	1	1	1	
<b>偿债能力</b>					销售费用	22	19	20	22	
资产负债率	46%	48%	45%	48%	管理费用	54	38	41	44	
流动比	1.62	1.51	1.50	1.39	财务费用	48	4	4	4	
速动比	1.44	1.36	1.31	1.23	其他费用 / (-收入)	337	50	50	50	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>营业利润</b>	<b>221</b>	<b>(2)</b>	<b>(4)</b>	<b>(7)</b>	
现金及现金等价物	245	270	205	214	营业外净收支	13	15	15	15	
应收款项	129	146	152	170	<b>利润总额</b>	<b>234</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	
存货净额	52	49	59	57	所得税费用	17	1	1	1	
其他流动资产	49	35	42	39	<b>净利润</b>	<b>217</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>475</b>	<b>500</b>	<b>458</b>	<b>480</b>	少数股东损益	(9)	(1)	(1)	(1)	
固定资产	50	52	58	74	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>226</b>	<b>13</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	
在建工程	54	79	99	109	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
无形资产及其他	28	26	25	23	<b>经营活动现金流</b>	<b>(28)</b>	<b>(14)</b>	<b>(18)</b>	<b>(20)</b>	
长期股权投资	69	69	69	69	净利润	217	12	10	7	
<b>资产总计</b>	<b>676</b>	<b>726</b>	<b>710</b>	<b>756</b>	少数股东权益	(9)	(1)	(1)	(1)	
短期借款	40	40	40	40	折旧摊销	11	9	9	10	
应付款项	49	81	59	92	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	5	15	7	17	营运资金变动	1345	(35)	(37)	(37)	
其他流动负债	48	48	48	48	<b>投资活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>23</b>	<b>(27)</b>	<b>(26)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>293</b>	<b>331</b>	<b>306</b>	<b>345</b>	资本支出	(24)	(27)	(27)	(26)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(69)	0	0	0	
其他长期负债	17	17	17	17	其他	164	50	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(9)</b>	<b>15</b>	<b>(20)</b>	<b>55</b>	
<b>负债合计</b>	<b>310</b>	<b>348</b>	<b>322</b>	<b>362</b>	债务融资	(1318)	0	0	0	
股本	477	477	477	477	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	366	378	387	394	其它	1309	15	(20)	55	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>676</b>	<b>726</b>	<b>710</b>	<b>756</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>35</b>	<b>25</b>	<b>(65)</b>	<b>9</b>	

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。