



2016-07-29

公司点评报告

买入/维持

国海证券(000750)

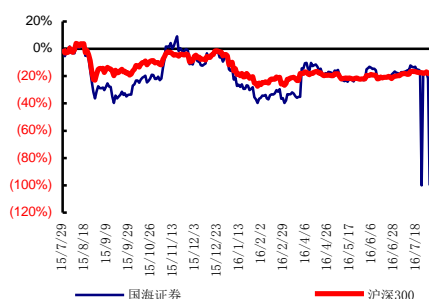
目标价: 8.15

昨收盘: 6.95

非银金融 证券 II

## 国海证券(000750): 多管齐下搞创新, 固收优势带动投行、资管

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,216/4,216
总市值/流通(百万元)	29,298/29,298
12 个月最高/最低(元)	14.87/6.95

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

联系人: 孙立金、董春晓、方刚

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

**事件:** 国海证券 7 月 28 日晚发布 2016 年半年报, 公司实现营业收入 16.94 亿元, 同比下降 32.78%; 利润总额 7.54 亿元, 同比下降 49.96%; 归属于上市公司股东的净利润 5.43 亿元, 同比下降 50.67%。

**点评:**

**归母净利润下滑 50%, 但仍好于行业平均水平。**在经纪业务、自营业务浮亏受市场行情表现影响较大的同时, 国海证券的投行业务、资管业务、信用业务却逆市成长, 创新业务有条不紊。虽然规模净利润下滑 50%, 但仍好于行业平均水平, 行业利润涨跌幅中位数预计在下滑 60%。

**多管齐下创新, 驱动战略目标。**在金融改革深化, 综合经营临近的行业背景下, 创新能力是推动市值空间的原动力, 我们看到国海证券在创新方面取得了一些实实在在的成果。

**股票成交额市场份额小幅下滑 0.07 个百分点, 建立智能化 O2O 财富管理生态体系夯实基础。**零售财富管理业务(包含经纪业务和代理销售金融产品业务)营收同比增长率为-67.89%, 营业利润同比增长率为-26.04%。国海证券上半年 A 股成交量 7084 亿元, 市场份额为 0.55%, 去年同期市场份额为 0.62%, 下滑了 0.07 个百分点。

**企业金融服务业务实现营业收入 4.8 亿元, 同比大幅增长 85%。**债券承销金额高达 431 亿, 创收 3.89 亿, 远高于去年同期的 4400 万收入。公司是唯一一家注册地在广西的综合性证券公司, 也是广西唯一一家上市金融机构, 多年来在广西市场深耕细作, 在区内树立了较强的品牌优势。

**资管业务重点做固收类产品, 该类业务营收同比增长 110%。**

**股票质押式回购规模大增 182%追平两融规模, 信用业务营业利润同比增长 3.35%。**

**投资建议:** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为: 0.20、0.28、0.23, 对应 PE 分别为: 35、25、30 倍; 基于公司具有比较优势的业绩稳定性以及较强的创新能力, 基于公司“买入”评级, 六个月目标价: 8.15

**风险提示:** 政策性风险; 市场波动风险; 转型不及预期风险。

### ■ 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,959	3,534	4,561	3,717
净利润(百万元)	1,793	1,117	1,555	1,270
摊薄每股收益(元)	0.33	0.20	0.28	0.23

资料来源: Wind, 太平洋证券

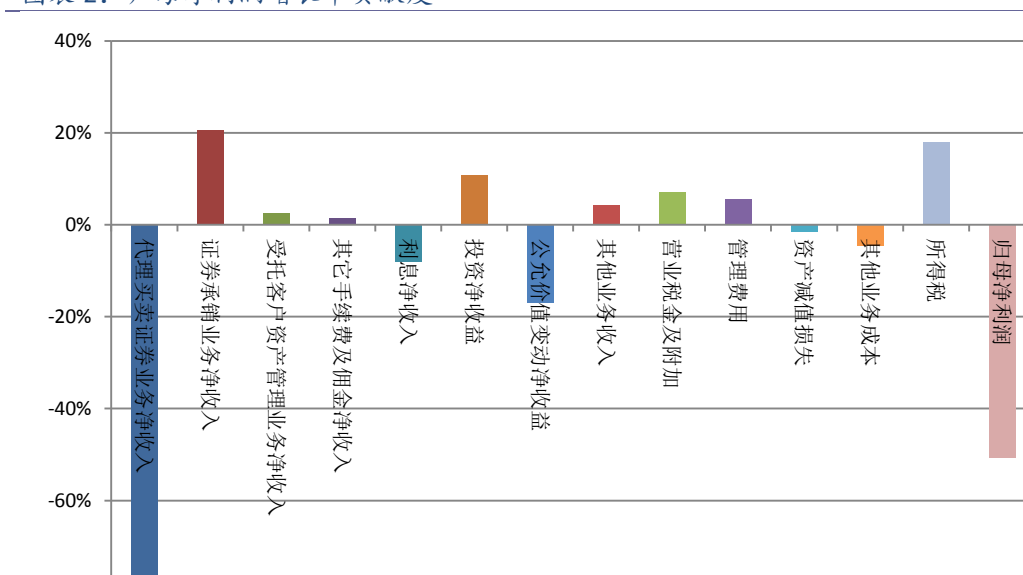
归母净利润下滑 50%，但仍好于行业平均水平。在经纪业务、自营业务浮亏受市场行情表现影响较大的同时，国海证券的投行业务、资管业务、信用业务却逆市成长，创新业务有条不紊。虽然规模净利润下滑 50%，但仍好于行业平均水平，行业利润涨跌幅中位数预计在下滑 60%。

图表 1: 归母净利润增速归因分析

	2015/6/30	2016/6/30	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	11.02	5.43	-50.67%	-5.58	
代理买卖证券业务净收入	14.30	4.45	-68.85%	-9.84	-89.38%
证券承销业务净收入	2.36	4.63	96.23%	2.27	20.63%
受托客户资产管理业务净收入	0.28	0.55	95.76%	0.27	2.46%
利息净收入	3.66	2.77	-24.29%	-0.89	-8.08%
投资净收益	2.47	3.65	47.91%	1.18	10.74%
其他业务收入	0.06	0.52	818.62%	0.46	4.19%
营业支出	10.12	9.41	-7.02%	-0.71	6.45%
营业税金及附加	1.58	0.82	-48.49%	-0.77	6.97%
管理费用	8.53	7.93	-7.09%	-0.60	5.49%
资产减值损失	0.00	0.17		0.17	-1.51%
其他业务成本	0.01	0.50	7577.29%	0.50	-4.50%
营业利润	15.07	7.53	-50.08%	-7.55	-68.54%
利润总额	15.07	7.54	-49.96%	-7.53	-68.35%
所得税	3.78	1.79	-52.49%	-1.98	18.00%
净利润	11.29	5.75	-49.12%	-5.55	-50.35%
归属于母公司所有者的净利润	11.02	5.43	-50.67%	-5.58	-50.67%

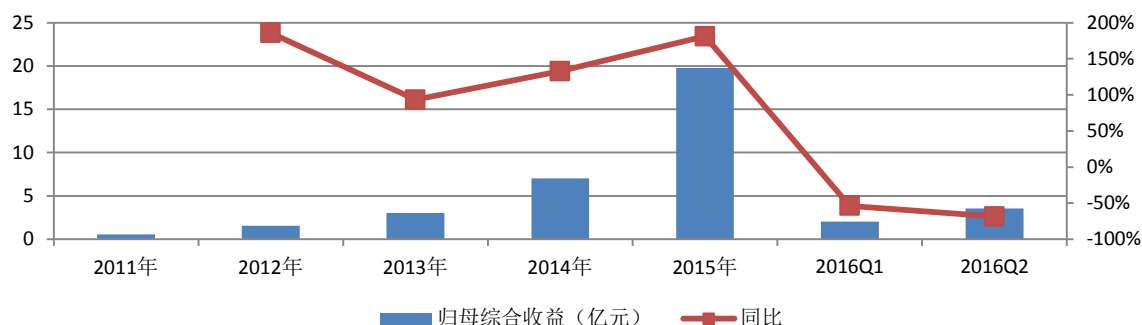
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 2: 归母净利润增长率贡献度



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 3: 国海证券归母综合收益及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**多管齐下创新, 驱动战略目标。**结合自身特点, 国海证券制定了“以客户为中心, 打造零售财富管理、机构和企业综合金融服务两大业务板块, 培育资产管理、销售交易、网络金融和研究四个平台, 实现战略管理、财务管理、人力资源、风险管理四个统一, 将国海证券打造成为最具活力、特色鲜明、客户信赖的综合金融服务商”的“十三五”战略规划。在金融改革深化, 综合经营临近的行业背景下, 创新能力是推动市值空间的原动力, 我们看到国海证券在创新方面取得了一些实实在在的成果: 一是成立金融市场部、资产托管部等创新业务部门, 积极推动重点领域创新, 为公司业务多元化发展提供新的活力点; 二是基于互联网平台搭建综合理财账户体系, 打造国海特色的网络金融平台; 三是债券业务独树一帜, 永续债等新型债券品种的成功发行进一步丰富了债券品种; 四是布局种子基金、PB 投资交易、高净值账户估值服务等主券商业务。

**股票成交额市场份额小幅下滑 0.07 个百分点, 建立智能化 O2O 财富管理生态体系夯实基础。**2016 年上半年, 公司零售财富管理业务围绕“建立智能化 O2O 财富管理生态体系”的战略定位和年度经营目标, 全面布局, 夯实基础, 以客户为中心, 以产品、服务、渠道为抓手推进零售财富管理业务转型。零售财富管理业务(包含经纪业务和代理销售金融产品业务)营收同比增长率为-67.89%, 营业利润同比增长率为-26.04%。国海证券上半年 A 股成交量 7084 亿元, 市场份额为 0.55%, 去年同期市场份额为 0.62%, 下滑了 0.07 个百分点。基金成交额 1533 亿元, 市场份额从去年同期的 0.15% 上升至 1.47%。网点总数达到 90 家, 营业机构综合化经营能力显著提升。

**企业金融服务业务实现营业收入 4.8 亿元, 同比大幅增长 85%。**上半年, 国内债券一级市场发行

规模创历史新高, 公司债券融资业务准确把握债务融资市场井喷的机遇, 共完成 55 家债券主承销项目, 并且完成深圳证券交易所首例永续债, 显著增强了行业和区域市场影响力。债券承销金额高达 431 亿, 创收 3.89 亿, 远高于去年同期的 4400 万收入。公司是唯一一家注册地在广西的综合性证券公司, 也是广西唯一一家上市金融机构, 多年来在广西市场深耕细作, 在区内树立了较强的品牌优势, 公司债券融资业务在广西债券融资市场占有率连续多年超过 50%。新三板业务方面, 上半年共累计完成新三板挂牌项目 39 家, 成功为 156 家企业提供做市服务。

**销售交易业务创收 1.31 亿元, 同比下滑 35.75%。**国海证券销售交易业务主要包括自营业务和金融市场业务, 上半年熊市增加了自营业务的压力, 业绩下滑, 其中投资收益 2.65 亿元, 高于去年同期的 1.91 亿; 公允价值变动收益-1.03 亿, 其中衍生金融工具获利 5601 万, 有效缓冲了多头头寸的账面亏损, 去年同期公允价值变动收益约为 6500 万元。金融市场各业务方面, 公司加大债券做市、资本中介、投顾等业务模式的探索力度, 取得了较好成绩。上半年共完成国债、金融债投标约 851 亿元, 在国开行、农发行、进出口行的债投标量券商排名分别为第 5、4、3 位。

**资管业务重点做固收类产品, 该类业务营收同比增长 110%。**截至 2016 年 6 月 30 日, 公司共管理 30 只集合资产管理计划、135 个定向资产管理项目及 4 只专项资产管理计划, 受托客户资产管理总规模达 690 亿元, 较去年同比增长 31.89%。2016 年上半年, 公司资产管理业务实现收入 5,421 万元, 同比增长 110.23%。上半年, 公司资产管理业务主动适应证券市场变化, 加大了对固定收益类产品的推广、营销力度, 完成多只集合产品及定向理财产品的发行, 实现管理总规模的快速扩张, 同时加大创新力度, 完成首只 MOM 集合产品及首只员工持股计划集合产品的发行, 进一步丰富完善了现有理财产品线。

**股票质押式回购规模大增 182%追平两融规模, 信用业务营业利润同比增长 3.35%。**上半年公司信用业务实现营业收入 3.87 亿元, 营业利润较去年同期增长 3.35%。在市场两融规模收缩的行业性背景下, 公司加快信用业务创新, 面向中小客户上线小额质押融资可取业务, 面向大客户重点大力开展股票质押式回购交易业务, 推动实现多元化信用业务转型。截至上半年, 国海证券两融规模为 63.41 亿元, 较年初下降 31%, 略好于市场平均水平。公司股票质押式回购业务待购回初始交易金额约 63.09 亿元, 较年初增长 182.16%。

**资本大幅补充, 为迎接行业大发展蓄力。**2016 年 5 月 31 日, 公司 2015 年度利润分配及资本公积转增股本方案实施完成, 公司总股本和注册资本由 28.1 亿元变更为 42.2 亿元。今日, 国海证券又推出“10 配 3”配股方案, 目前正在积极推进进度, 7 月 9 日获国资委批准, 第一大股东承诺

全额认购配股股票。配股拟募集 50 亿, 重点发展发展势头良好的信用业务、资管业务, 同时补充自营 9 个亿。在此之前, “股灾” 过后, 国海证券 2015 年 7 月 27 日完成 50 亿的定增, 截至 2015 年上半年国海证券的净资产仅为 73 亿, 经过这两轮融资后, 净资产有望达到 180 亿, 翻了一倍。证券公司对资本的依赖度非常高, 高资本扩张, 高杠杆经营, 双重效应打开了未来发展空间。

图表 4: 国海证券配股资金用途

募集资金投资项目	具体金额
(一) 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 亿元
(二) 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 亿元
(三) 扩大自营业务投资规模	不超过 9 亿元
(四) 加大投资银行业务投入	不超过 5 亿元
(五) 其他资金安排	不超过 1 亿元
合计	不超过 50 亿元

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

风险提示: 政策性风险; 市场波动风险; 转型不及预期风险。



## 国海证券估值表 20160728

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	9,671	18,756	10,987	18,334	24,288	营业收入	2,545	4,959	3,534	4,561	3,717
结算备付金	1,563	1,680	2,037	2,716	2,183	手续费及佣金净收入	1,666	3,536	2,358	2,662	2,295
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	1,141	2,315	1,134	1,511	1,228
融出资金	7,047	9,207	5,969	7,959	5,306	承销业务净收入	292	844	932	786	661
交易性金融资产	3,270	8,588	12,311	13,745	22,581	资管业务净收入	39	71	121	150	226
衍生金融资产	0	0	45	50	82	利息净收入	348	644	659	799	768
买入返售金融资产	1,739	6,504	8,561	7,610	5,707	投资净收益	525	725	501	1,083	634
应收款项	76	108	75	84	138	公允价值变动净收益	46	162	27	61	51
应收利息	125	250	410	457	751	其它	6	53	16	17	20
存出保证金	965	1,131	1,815	1,977	1,647	营业支出	1,613	2,522	2,018	2,447	1,991
可供出售金融资产	1,244	5,719	9,536	10,646	17,490	营业税金及附加	147	307	211	277	224
持有至到期投资	16	8	10	12	19	管理费用	1,464	2,139	1,778	2,131	1,737
长期股权投资	53	138	80	80	80	资产减值损失	1	31	20	26	18
固定资产	179	178	176	175	174	其他业务成本	1	47	9	12	12
无形资产	60	68	70	73	73	营业利润	932	2,437	1,516	2,114	1,726
商誉	24	24	24	24	24	其他非经营损益	32	12	26	22	23
递延所得税资产	3	20	33	37	61	利润总额	964	2,448	1,542	2,136	1,749
投资性房地产	25	23	23	23	23	所得税	248	607	390	535	440
其他资产	361	118	216	241	396	净利润	715	1,841	1,152	1,601	1,309
资产总计	26,420	52,520	52,376	61,380	70,914	少数股东损益	-25	-48	-35	-45	-39
短期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	690	1,793	1,117	1,555	1,270
应付短期融资款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
拆入资金	1,773	2,410	3,630	4,045	6,208		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
交易性金融负债	0	0	0	0	0	成长能力					
衍生金融负债	0	24	0	0	0	营业收入增长率	39.93%	94.86%	-28.74%	29.06%	-18.51%
卖出回购金融资产款	5,969	7,727	6,067	6,760	10,374	净利润增长率	123.50%	159.83%	-37.72%	39.29%	-18.36%
代理买卖证券款	10,933	15,987	11,008	15,939	12,666	盈利能力					
应付职工薪酬	268	744	472	654	497	营业利润率	36.62%	49.14%	42.90%	46.34%	46.44%
应交税费	147	194	185	213	184	净利率	27.11%	36.15%	31.60%	34.10%	34.17%
应付款项	47	202	105	161	121	回报率分析					
应付利息	21	452	251	432	354	总资产收益率	3.37%	4.54%	2.13%	2.73%	1.92%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	10.67%	17.92%	6.80%	7.70%	5.95%
递延所得税负债	21	128	27	30	47	每股指标					
其他负债	79	1,050	1,121	1,249	1,916	EPS-摊薄 (元)	0.13	0.33	0.20	0.28	0.23
负债合计	19,258	38,701	32,216	39,901	48,355	每股净资产 (元)	2.92	4.72	3.57	3.80	3.99
股本	2,310	2,810	5,480	5,480	5,480	每股股利 (元)	0.15	0.10	0.04	0.05	0.04
资本公积金	2,746	7,119	10,005	10,005	10,005	估值分析					
归母权益合计	6,753	13,258	19,565	20,837	21,879	市盈率	55.82	21.49	34.50	24.77	30.33
所有者权益合计	7,162	13,819	20,161	21,479	22,559	市净率	2.41	1.49	1.97	1.85	1.76
负债及股东权益总计	26,420	52,520	52,376	61,380	70,914	股息收益率	2.13%	1.42%	0.54%	0.76%	0.62%

资料来源: WIND, 太平洋证券

#### 公司简介:

公司前身为广西证券, 创立于 1988 年。是国内首批成立、唯一在广西区内注册的全国性综合类证券公司, 也是首批审核通过的规范类证券公司之一。公司聘请国际一流咨询公司量身制定“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, 将国海打造成为最具活力、特色鲜明、客户信赖的金融服务商”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蓝图、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。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于 -15%。





## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。