

哈投股份 (600864.SH) 证券业行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

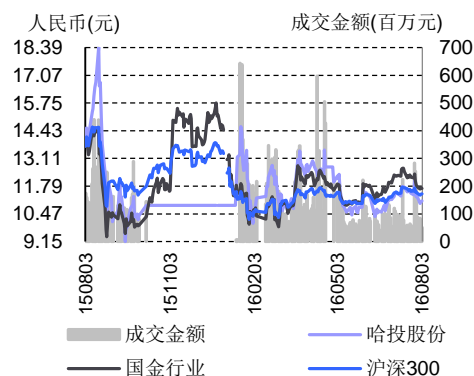
市场价格 (人民币): 11.09 元

目标价格 (人民币): 13.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	546.38
总市值(百万元)	17,503.25
年内股价最高最低(元)	18.40/9.15
沪深 300 指数	3193.51
上证指数	2978.46



收购江海证券，布局金融大展宏图

公司基本情况(人民币)

项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.6	0.5	0.2	0.4	0.5
每股净资产(元)	5.5	8.5	7.1	6.3	7.5
市盈率(倍)	10.8	132.3	17.9	32.9	38.7
市净率(倍)	1.7	2.8	1.8	2.2	2.3
净利润增长率(%)	19.6%	-9.3%	-59.7%	-18.2%	61.5%
净资产收益率(%)	11.6%	7.6%	2.5%	8.0%	8.2%
总股本(亿股)	5.5	5.5	5.5	21.0	21.0

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **地方热力龙头企业，布局金融证券产业。**哈投股份是黑龙江省重要的城市供热企业，随着环保成本不断提高等原因，公司及其子公司近 3 年来利润下滑明显。收购江海证券成为公司全资子公司后，公司将正式涉足布局金融产业，营业收入渠道将大为拓展。
- **配套融资将大大提升江海证券资本实力，打开未来业务发展空间。**江海证券为黑龙江省地方券商，公司主要业务表现好于资本排名，2015 年，江海证券总资产、净资产排名为第 66、60 名；代理买卖证券业务净收入、证券投资收入则位列第 54、62 名，资管业务净收入位列第 38 名。此次上市后，公司将获得 50 亿资本金补充，资本实力将大为提升，打开业务发展空间。
- **打造多元投资控股集团，哈投乘风而起。**公司本次交易后，江海证券成为公司全资子公司，公司通过配套融资将大大提升江海证券资本实力，未来证券业务将为公司提供重要利润贡献，同时，公司在未来条件成熟时，将会继续布局保险、投资、信托等金融领域，提升金融板块实力。公司将通过内生和外延并重的发展，打造成为多元化投资控股集团。
- **大股东哈投集团承诺锁定股份和减值补偿。**哈投集团承诺参与重组股份锁定期 3 年，重组完成后 6 个月内公司股票连续 20 个交易日或 6 个月期满时，收盘价低于发行价，哈投集团将自动延长锁定期 6 个月。同时，哈投集团承诺自重组完成后 3 年内，每个会计年度标的资产价值如果较交易价格出现减值，哈投集团将向哈投股份就减值部分进行股份补偿。

投资建议

- 公司战略目标为打造多元化投资控股集团，全资收购江海证券为布局金融产业的重要一步，50 亿配套融资将大大提升江海证券的资本实力和业务贡献，我们预计融资完成后，公司对应的合理市值约为 290 亿，对应股价为 13.80 元/股，2016/2017 年 EPS 为 0.42/0.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 业务整合风险；市场周期波动风险。

徐飞

分析师 SAC 执业编号: S1130515110001
(8621)60230241
xufei@gjzq.com.cn

内容目录

1、公司概况：黑龙江主要供热企业.....	4
1.1、原有主营业务：热力及电力供应.....	4
1.2、股权结构：实际控制人是哈尔滨国资委.....	4
1.3、财务介绍：公司盈利能力大幅下降.....	5
2、收购江海证券，发力金融领域.....	6
2.1、收购方案简述：收购后不改变公司控制权.....	6
2.2、经营业务涉足金融领域，未来发展可期.....	7
2.3、哈投集团未来发展方向：一个平台、三个板块齐头并进.....	7
2.4、收购标的简介：江海证券，稳健发展的特色小型券商.....	8
3、江海前景：上市平台特色券商强强联合，打造地域特色券商.....	11
3.1、传统经纪业务转型升级.....	11
3.2、自营拓展创新业务，提升投资收益.....	12
3.3、信用交易业务规模与收入持续增长.....	12
3.4、资产管理业务保持行业领先.....	13
3.5、投资银行业务紧抓市场新方向.....	13
4、公司盈利预测和估值.....	14
4.1、盈利预测.....	14
4.2、估值.....	14
5、风险.....	16

图表目录

图表 1：哈投股份业务领域.....	4
图表 2：哈投股份主营业务收入分布（万元，%）.....	4
图表 3：十大股东明细.....	4
图表 4：哈投股份与控股股东及实际控制人产权控制关系图.....	5
图表 5：哈投股份合并利润表主要数据（万元）.....	5
图表 6：公司归母净利润及增长率（万元、%）.....	5
图表 7：公司营业收入及增长率（万元、%）.....	5
图表 8：募集配套资金项目需求额与预期收益（万元）.....	6
图表 9：非公开发行收购方案示意图.....	6
图表 10：交易完成前后股东持股情况（股，%）.....	7
图表 11：哈投集团业务领域.....	8
图表 12：哈投集团金融板块业务概况.....	8
图表 13：江海证券经营业务范围.....	8
图表 14：交易前江海证券主要股东.....	9
图表 15：江海证券净利润及增长率（亿元、%）.....	9
图表 16：江海证券营业收入及增长率（亿元、%）.....	9

图表 17: 2015 年江海证券营业收入和利润构成 (亿元, %)	10
图表 18: 江海证券与市场平均佣金费率情况 (%)	10
图表 19: 江海证券自营业情况 (万元)	10
图表 20: 哈热供资产支持证券 ABS 发行情况	11
图表 21: 江海证券经纪业务转型	11
图表 22: 江海证券近三年自营业利润 (亿, %)	12
图表 23: 江海证券近三年自营业营业收入 (亿, %)	12
图表 24: 江海证券近三年融资融券业务发展情况 (万元)	12
图表 25: 江海证券近三年股票质押式回购业务发展情况 (万元)	13
图表 26: 江海证券近三年资产管理业务情况	13
图表 27: 报表预测摘要(合并报表)	14

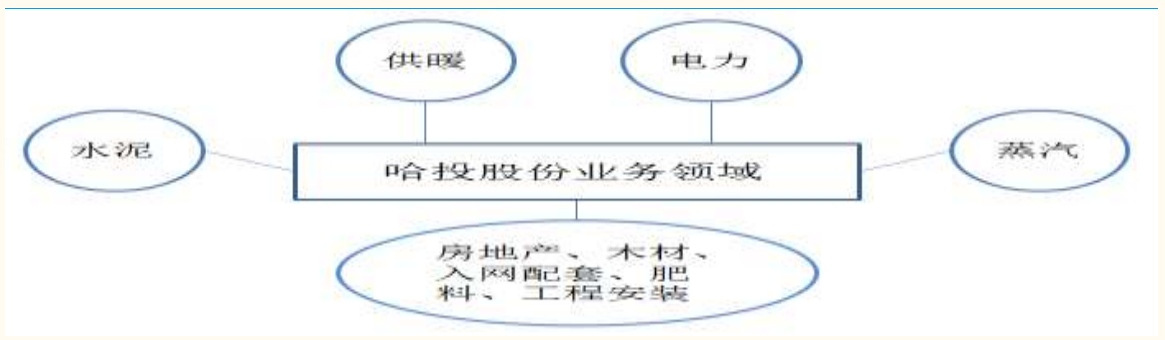
1、公司概况：黑龙江主要供热企业

- 哈尔滨哈投投资股份有限公司是黑龙江省重要的城市供热企业，哈尔滨哈投投资股份有限公司于 1994 年 8 月上市，股票简称“哈投股份”，前身是为“哈尔滨岁宝热电股份有限公司”。公司主要发起人为哈尔滨化工热电厂等。公司是黑龙江省重要的城市供热企业，于 2010 年获得省级文明单位荣誉称号，2011 年获得哈尔滨市供热先进单位称号。

1.1、原有主营业务：热力及电力供应

- 哈投股份原有主营业务属于公用事业，主要从事热力及电力供应业务如燃气、煤炭、油等，通过锅炉等装置生产蒸汽和热水，进行供应销售，并提供供热设施维护等的经营活动。公司另外还有水泥、房地产、入网配套、木材、肥料、工程安装等业务。公司目前继续挖掘供热潜能，积极扩大供热面积和规模，未来随着控股子公司黑龙江岁宝热电有限公司改建项目的落成，将有望进一步提高熔炉效率及供热质量。

图表 1：哈投股份业务领域



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：哈投股份主营业务收入分布（万元，%）

产品类别	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
供暖	80,733	70.3%	77,320	67.1%	70,674	65.3%
水泥	9,634	8.4%	11,843	10.3%	8,157	7.5%
电力	10,165	8.9%	11,118	9.6%	11,923	11.0%
蒸汽	6,431	5.6%	7,434	6.4%	8,539	7.9%
入网配套费	5,653	4.9%	5,336	4.6%	4,634	4.3%
工程安装收入	2,049	1.8%	1,318	1.1%	3,213	3.0%
其他	156	0.1%	890	0.8%	1,147	1.1%
合计	114,821	100.0%	115,260	100.0%	108,287	100.0%

来源：公司报告、国金证券研究所

1.2、股权结构：实际控制人是哈尔滨国资委

- 哈投股份主要股东为哈尔滨投资集团有限责任公司，截止 2016 年 7 月 27 日，哈投集团直接持有哈投股份 48.68% 股份，为哈投股份控股股东。哈尔滨市国资委持有哈投集团 100% 股份，为哈投股份实际控制人。

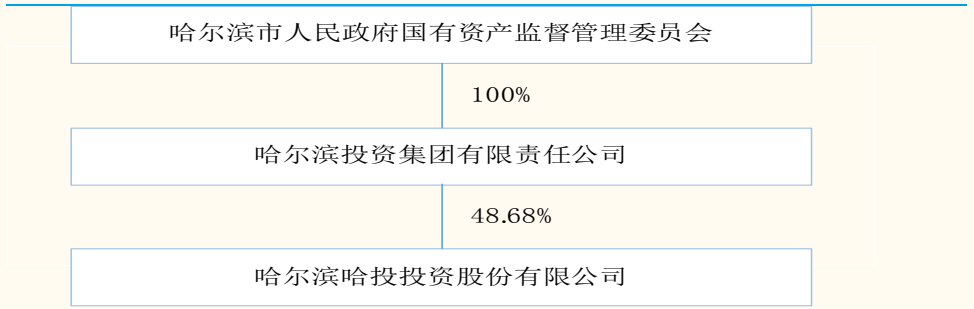
图表 3：十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
哈尔滨投资集团有限责任公司	768,371,233	48.68
黑龙江省大正投资集团有限责任公司	242,934,973	15.39
中国华融资产管理股份有限公司	237,051,416	15.02
中融国际信托有限公司	16,578,217	1.05

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
中央汇金资产管理有限责任公司	14,740,600	0.93
长信基金-宁波银行-永诚财产保险-永诚财产保险股份有限公司-自有资金	12,699,691	0.80
永诚财产保险股份有限公司-自有资金	6,969,026	0.44
长城基金-招商银行-永诚财产保险股份有限公司	3,198,066	0.20
广发基金-农业银行-广发中证金融资产管理计划	2,738,700	0.17
齐齐哈尔市财政局	2,640,041	0.17
合计	1,307,921,963	82.85

来源：公司年报，国金证券

图表 4：哈投股份与控股股东及实际控制人产权控制关系图



来源：国金证券研究所

1.3、财务介绍：公司盈利能力大幅下降

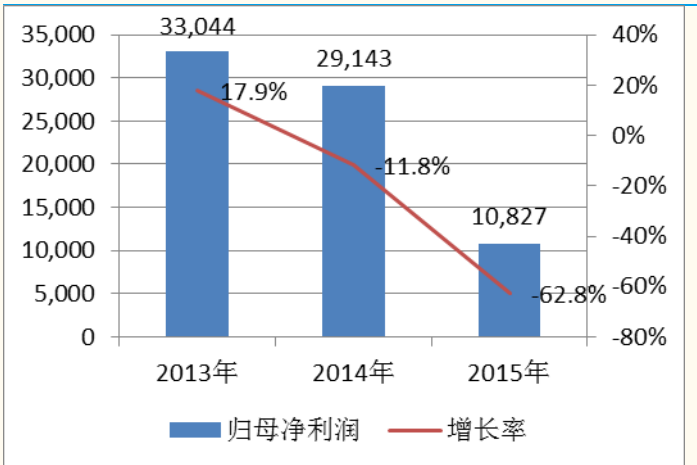
- 受到近年来国家对环境保护日益重视，从而带来的环保成本不断提高影响，公司及其子公司近 3 年来利润下滑明显。随着国家六部委发布《商品煤质量管理暂行办法》，供热企业将面临杜绝使用低热值褐煤的局面，使得公司燃料成本不断增加；同时，由于煤炭价格持续回落，未来供热价格也将受影响下调。传统热电未来仍将继续面临业务增长乏力的困境，这进一步迫使公司在发展原有主业的基础上，进一步谋求转型。

图表 5：哈投股份合并利润表主要数据（万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	116,651	119,135	112,681
归母净利润	10,827	29,143	33,044
归母净资产	386,682	465,923	302,936
总资产	623,221	752,268	524,722

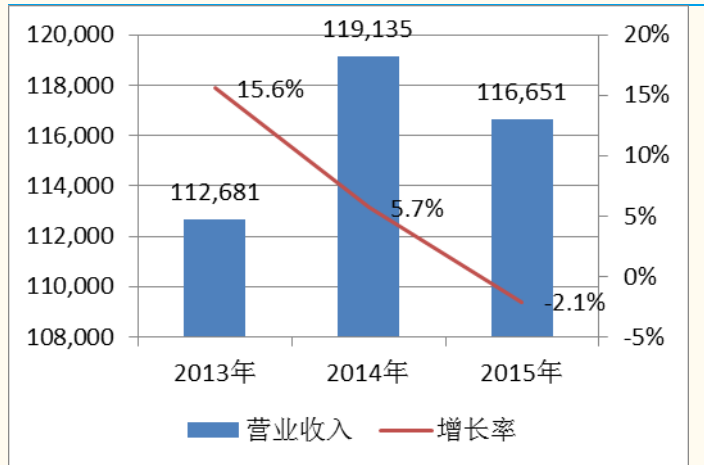
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：公司归母净利润及增长率（万元、%）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：公司营业收入及增长率（万元、%）



来源：公司公告、国金证券研究所

2、收购江海证券，发力金融领域

2.1、收购方案简述：收购后不改变公司控制权

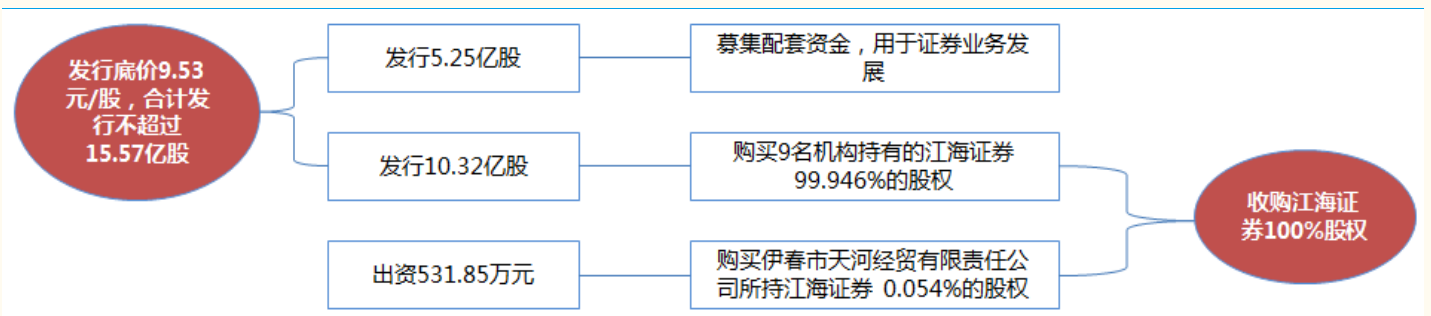
- 由于主业发展放缓，哈投股份拟转型向金融领域发展。公司以非公开发行股份方式，购买哈投集团等 9 名机构持有的江海证券 99.946% 股权，发行价格 9.53 元/股。同时，公司通过非公开发行募集配套资金，总金额不超过 50 亿元，发行底价 9.53 元/股。募集配套资金主要用于开展信用交易类创新业务、扩大证券投资业务规模、发展财富与资产管理业务、加强中后台建设与提升营销服务能力等。公司合计发行不超过 15.57 亿股，其中，发行 10.32 亿股用于收购江海证券股权，发行不超过 5.25 亿股用于募集配套资金。此外，公司以 531.83 万元购买伊春市天河经贸有限责任公司所持江海证券 0.054% 的股权。江海证券成为公司的全资子公司。公司主营业务将新增证券服务业务，营业收入渠道大为拓宽，将大幅提升公司业务竞争实力。

图表 8：募集配套资金项目需求额与预期收益（万元）

2016 年资金需求	资金需求金额	预期新增 2016 年营业收入
信用交易类创新业务	300,000	24,600
融资融券等信用业务	100,000	8,600
衍生品及量化对冲业务	2 0,000	16,000
证券投资业务	150,000	13,000
固定收益类产品	100,000	7,000
股权类产品	50,000	6,000
财富与资产管理业务	50,000	12,000
经纪业务	10,000	2,000
资产管理业务	40,000	10,000
中后台建设	4,500	-
互联网业务平台	2,000	-
机构客户信息平台	1,000	-
风险管理平台建设	1,500	-
合计	504,500	49,600

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：非公开发行收购方案示意图



来源：公司公告、国金证券研究所

- **收购不改变公司控制权。**本次交易前，哈投集团直接持有哈投股份 2.38 亿股，持股比例 43.59%，为哈投股份控股股东；哈尔滨市国资委持有哈投集团 100% 股份，为哈投股份实际控制人。本次交易未导致公司控制权变化。交易完成后，哈投集团直接持有上市公司 7.68 亿股，持股比例 48.68%，仍为公司控股股东，哈尔滨市国资委仍为公司实际控制人，此外，哈投集

团通过持有中融信托 21.54% 股权，间接持有上市公司 357.06 万股，持股比例 0.17%。

图表 10: 交易完成前后股东持股情况 (股, %)

股东名称	本次交易之前		本次发行股份购买资产后		本次交易完成后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
哈投集团	238,174,824	43.59	768,371,233	48.68	768,371,233	36.54
大正集团			242,934,973	15.39	242,934,973	11.55
中国华融			237,051,416	15.02	237,051,416	11.27
中融信托			16,578,217	1.05	16,578,217	0.79
齐齐哈尔市财政局			2,640,041	0.17	2,640,041	0.13
金鹏支行			1,116,280	0.07	1,116,280	0.05
中植集团			558,053	0.04	558,053	0.03
银建经贸			558,053	0.04	558,053	0.03
南岔林业局			279,431	0.02	279,431	0.01
其他股东	308,203,372	56.41	308,203,372	19.53	308,203,372	14.66
配套融资认购对象					524,658,972	24.95
合计	546,378,196	100	1,578,291,069	100	2,102,950,041	100

来源: 公司报告、国金证券研究所

- **哈投集团做出锁定股份与减值补偿的承诺。** 锁定股份方面，哈投集团承诺自股份发行结束之日起 36 个月内不进行转让，并且如果 6 个月内上市公司股票连续 20 个交易日的收盘价低于发行价，或者 6 个月期满后收盘价低于发行价的，哈投集团将延长锁定期 6 个月；减值补偿方面，哈投集团承诺自股份发行结束之日起 36 个月内，将在每个会计年度结束后对标的资产进行减值测试，如标的资产价值较交易价格出现减值，哈投集团负责向哈投股份就减值部分进行股份补偿，若哈投集团所持股份不足于补偿，哈投集团将通过二级市场购买哈投股份予以补偿。

2.2、经营业务涉足金融领域，未来发展可期

- 此次哈投股份收购江海证券，是继公司参股民生银行、方正证券、尹春农村商业银行、哈尔滨呼兰浦发村镇银行等之后，更深入的涉足金融行业。公司投资民生银行、方正证券等金融股权，主要为了获取投资收益，在解禁后就逐步售出。此次公司收购江海证券 100% 股权，江海证券成为公司的全资子公司，将使得公司经营业务进入金融证券领域，提升公司整体综合实力，实现多元化发展战略转型，为公司带来新的发展机遇。

2.3、哈投集团未来发展方向：一个平台、三个板块齐头并进

- 哈尔滨投资集团有限责任公司是由哈尔滨市国资委 100% 控股的国有资产经营管理机构。随着近几年业务的发展，哈投集团在全力打造其金融、地产、能源三大板块外，也逐渐通过参股企业将其资本运营和投融资的范围扩大到了电子、基础设施、土地收储、商业物流、农业技术等领域，完成了其打造“一个平台（投融资平台）、三个板块（金融、地产、能源）”的目标。

图表 11：哈投集团业务领域



来源：公司公告、国金证券研究所

- 哈投集团未来将逐步推进金融、地产、能源三大业务板块的整合，作为公司大股东，在公司收购江海证券后，未来可能会继续为公司注入金融资产，把公司打造成哈投集团的投资控股平台。
- 2014 年哈投集团旗下金融版块价值达到近 70 亿元，累计分红达 5.1 亿元，业务涵盖证券、信托、小额贷款、担保、风险投资等。

图表 12：哈投集团金融板块业务概况

	投资方式	简介
江海证券	控股子公司	成立于 2003 年 12 月，黑龙江省辖区内唯一一家国有控股券商
中融国际信托有限公司	参股	成立于 1987 年，哈投集团持有约 21.54% 的股权
哈尔滨哈投小额贷款有限责任公司	全资子公司	成立于 2012 年 6 月，主要办理小额贷预案、中小企业管理咨询
哈尔滨哈投投资担保有限公司	全资子公司	成立于 2009 年 12 月，主要对企业及个人开展融资担保业务
哈尔滨哈投创业投资有限公司	全资子公司	成立于 2012 年 8 月，主要开展创业投资服务
哈尔滨均信担保股份有限公司	参股	成立于 2002 年，于 2014 年在新三板挂牌

来源：公司报告、国金证券研究所

2.4、收购标的简介：江海证券，稳健发展的特色小型券商

- 江海证券成立于 2003 年，原名江海证券经纪有限责任公司，业务范围涵盖证券公司所有传统业务类型，并已开拓部分创新业务。江海证券业务主要包括：证券经纪业务、期货业务、证券自营业务、信用交易业务、资产管理业务、投资银行业务以及另类投资业务。其中，期货业务由控股子公司汇鑫期货经营，另类投资业务由全资子公司江海投资经营。截止 2016 年 5 月，江海证券共有 44 家营业部，营业部覆盖包括上海、北京、深圳、厦门、大连、济南、沈阳以及黑龙江省内各主要城市，形成“覆盖龙江、辐射沿海、布局全国”的网络格局。

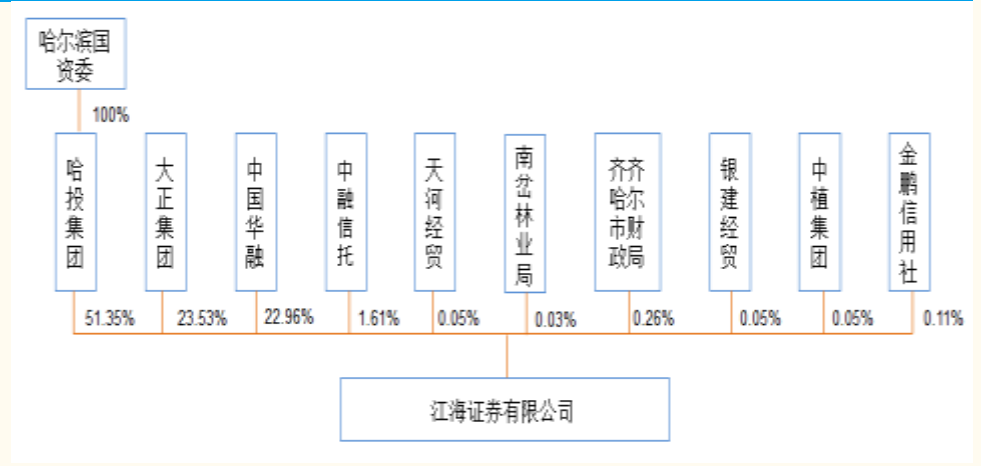
图表 13：江海证券经营业务范围



来源：公司公告、国金证券研究所

- 此次交易前，江海证券大股东为哈投集团，持股比例达到 51.35%，实际控制人为哈尔滨国资委。其他持股比例较大的股东还包括大正集团（23.53%）以及中国华融（22.96%）。

图表 14：交易前江海证券主要股东



来源：公司公告、国金证券研究所

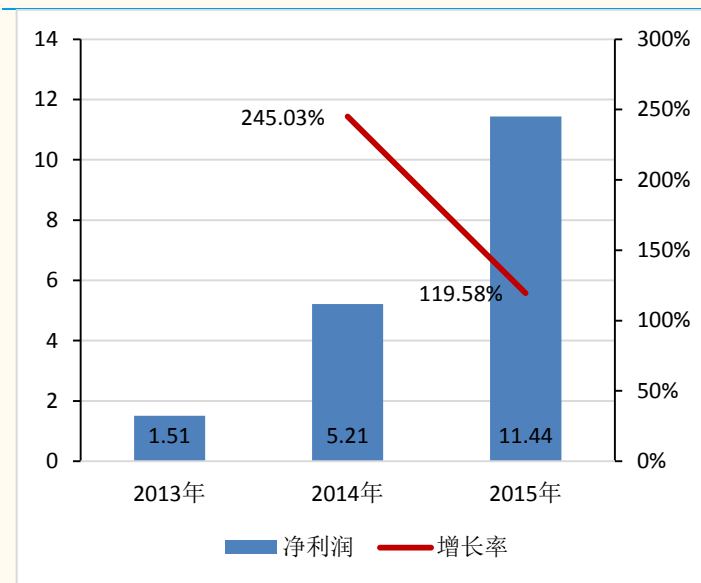
1) 江海证券业务发展排名好于净资本排名

- 由于证券行业发展的重资本特性，上市券商通过 IPO 及再融资等方式及时补充资本实力，从而获得更多发展机会。受资本金发展的限制，江海证券总资产、净资产等指标排名在行业中位于中等偏下，2015 年，排名分别为第 66、60 名。公司主要业务表现好于资本排名，2015 年，代理买卖证券业务净收入、证券投资收入位列行业第 54、62 名，资管业务净收入位列第 38 名。

2) 2015 年业绩表现良好

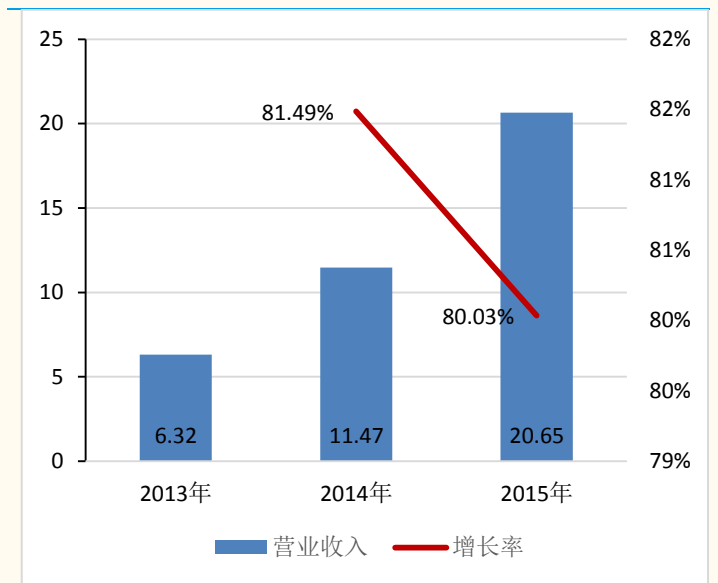
- 2015 年，江海证券实现营业收入 20.65 亿元，同比增长 80.06%，实现净利润 11.44 亿元，同比增 119.75%。经纪业务是江海证券最主要的收入及利润来源，2015 年经纪业务营业收入占营业总收入比例达 59.91%，利润总额占比达 51.66%；其次为自营及其他投资业务，2015 年营业收入占营业总收入比例为 22.08%，利润总额占比达 27.86%。

图表 15：江海证券净利润及增长率（亿元、%）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 16：江海证券营业收入及增长率（亿元、%）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 17: 2015 年江海证券营业收入和利润构成 (亿元, %)

项目	营业收入		利润	
	金额	占比	金额	占比
证券及期货经纪业务	12.37	59.91	5.91	51.66
证券自营及其他投资业务	4.56	22.08	3.19	27.86
信用业务	2.06	10.00	1.48	12.96
资产管理业务	1.65	8.01	1.31	11.46
投资银行业务	0.80	3.89	0.42	3.68
其他	-0.80	(3.88)	-0.87	(7.62)
合计	20.65	100.00	11.44	100.00

来源: 公司公告、国金证券研究所

3) 经纪业务佣金率高于行业平均

- 江海证券 2015 年经纪业务收入规模, 由 2013 年和 2014 年的 3.65 亿元与 4.80 亿元, 迅速上升到 13.02 亿元, 这一方面归功于证券市场 2015 年波澜壮阔的行情, 另外一方面也归功于江海证券在黑龙江省强大的市场份额, 以及比同行更高的佣金率水平。江海证券佣金率较高的原因主要在于其作为黑龙江省的区域性券商, 在当地的份额较大, 议价能力较强。然而, 随着见证开户、网上开户、手机开户的逐渐普及, 区域性券商的佣金议价能力不可避免的将步入下降趋势, 被迫参与佣金价格战, 从而会对其整体的收入和利润产生一定的影响。

图表 18: 江海证券与市场平均佣金费率情况 (%)

项目	2015 年	2014 年	2013 年
江海证券平均佣金费率	0.75	0.91	1.00
市场平均佣金费率	0.56	0.67	0.79

来源: 公司报告、国金证券研究所

4) 自营业务持续稳健发展

- 江海证券自营业务持续稳健发展, 近三年无论是规模还是收益总额均保持持续增长, 这一方面是由于江海证券在市场出现债券违约风险后, 主动降低了债券头寸, 及时改善了资产配置结构; 另外一方面是因为江海证券适时地加大了投入于创新盈利模式, 量化交易和银行间市场中间业务都取得了良好的成绩。

图表 19: 江海证券自营业务情况 (万元)

交易品种	经营情况	2015 年	2014 年	2013 年
股票	期末规模	81,312	56,611	38,988
	收益总额	68,651	26,758	(1,961)
债券	期末规模	26,858	29,345	64,230
	收益总额	3,895	11,844	263
其他	期末规模	101,098	36,487	28,614
	收益总额	6,117	3,087	1,420
合计	期末规模	209,269	122,443	131,832
	收益总额	78,664	41,689	(278)

来源: 公司报告、国金证券研究所

5) 特色业务，资管业务排位靠前

- 江海证券在资产管理业务方面具有明显的业务优势，这主要得益于其积极发展定向资产管理通道业务合作伙伴：目前江海证券已拥有数百家银行类合作伙伴，主要包括大型国有及股份制银行的一级分行；此外，江海证券与四大资产管理公司的定向资管通道类业务也展开了合作。根据中国基金业协会统计，2015 年底，江海证券资产管理业务规模在所有证券公司中排名第 12 位。
- 公司首单“哈供热资产支持证券 ABS”已经基本落成，该业务结合哈投股份与哈投集团在电力、热力业务长期经营的经验积累，在业内首创以票直融、资管电票、资管福费廷的创新交易模式。2016 年 1 月 21 日，该资产支持专项计划在上交所挂牌转让。

图表 20：哈热供资产支持证券 ABS 发行情况

到期日	预期收益率	发行规模（亿元）	面值（元）	还本付息方式	信用评级
2017.1.25	4.55%	2.10	100.00	到期一次还本付息	AA+
2018.1.25	4.90%	2.50	100.00	首次付息期间同“哈热 01”，以后按年付息，到期一次还本	AA+
2019.1.25	5.20%	2.65	100.00		AA+
2020.1.25	5.50%	2.85	100.00		AA+
2021.1.25	5.75%	3.10	100.00		AA+
2021.1.25	无	1.60	100.00	剩余收益分配	未评级

来源：公司网站、国金证券研究所

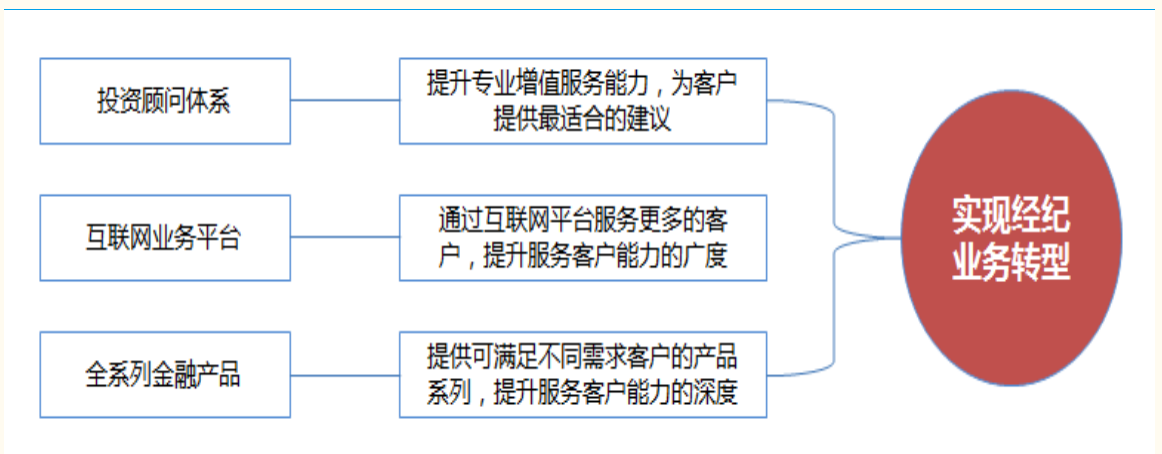
3、江海前景：上市平台特色券商强强联合，打造地域特色券商

- 公司上市融资后，资本金补充充足，各项业务将得到迅速发展。在我国证券行业的监管体系下，净资本为核心，证券公司原有的传统业务和融资融券、股票质押式回购、直投业务等创新业务的发展都与净资本的规模大小密切相关。随着行业创新的不断深入，证券公司若是想要把握业务范围全面拓展、盈利模式与结构优化的发展机遇，必须要依靠充足的净资本支持。

3.1、传统经纪业务转型升级

- 传统经纪业务转型升级，江海证券主要从三个方面进行：首先是打造专业资深的投资顾问服务体系，提升为客户带来增值服务的能力；其次是加快互联网证券业务建设，实现在线上为客户提供便利服务，提升服务客户的广度；最后通过打造全系列的金融产品，满足各层次客户需求，提升服务客户的深度。

图表 21：江海证券经纪业务转型



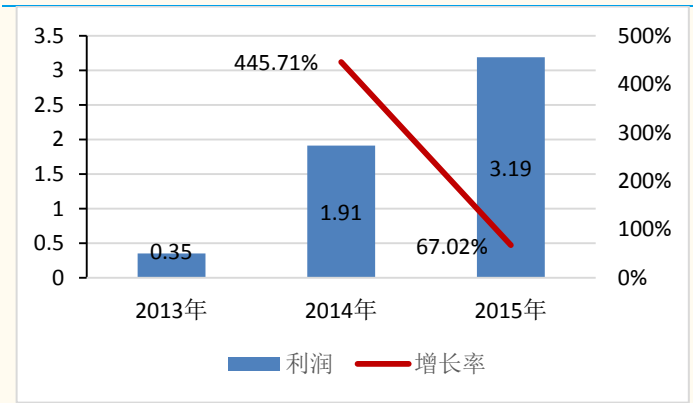
来源：公司公告、国金证券研究所

- 未来经纪业务的亮点在于，营业部是否能够转型为综合服务平台，从而有效对接各类资源给总部各业务部门。未来随着江海证券资本的充沛以及影响力的提升，业务线将更为全面，可以承接更加复杂与更大体量的业务量，但能否有效利用总部的资本金以及生产力，这就需要营业部从源头上争取更多的客户资源以及项目资源。

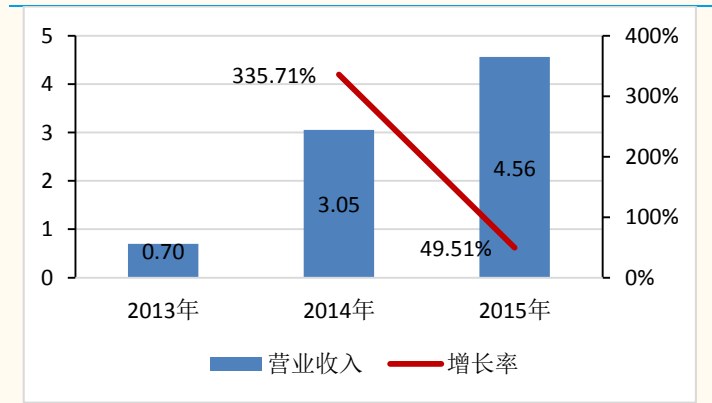
3.2、自营拓展创新业务，提升投资收益

- 自营业务方面，在保持原来稳健的投资风格与投资回报的基础上，将进一步通过固定收益、新三板做市、量化投资等创新业务，优化投资结构，提升投资收益。目前，江海证券自营资产配置以股票、债券为主。权益类资产规模严格按照董事会授权进行配置，2013年至2015年董事会授权自营部门的权益类规模分别为10亿、8亿、12亿；在债券类投资方面，自营部门在市场出现债券违约风险之后，连续三年主动降低了债券投资规模，2013年至2015年的债券投资规模分别为6.4亿、2.9亿、2.6亿。
- 获得资本注入后，公司自营业务规模也将得到提升，相信通过江海证券近年来良好的风险控制能力以及出色的投资业绩，自营规模的提升将增厚江海证券的收入与利润。

图表 22：江海证券近三年自营业务利润（亿，%）



图表 23：江海证券近三年自营业务营业收入（亿，%）



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

3.3、信用交易业务规模与收入持续增长

- 信用交易方面，截止2015年底，江海证券融资融券余额约为36亿元，排名第53位，市场占比0.35%。近三年，江海证券融资融券利息收入飞速增长，2013-2015年分别为0.46亿元、1.13亿元、3.95亿元，未来仍有很大发展空间；截至2015年底，江海证券股票质押业务规模为12.7亿元。
- 未来随着资产注入，江海证券将拥有足够的资金去覆盖更多客户的融资需求，并且通过创新的方式开发更多的个性化融资产品来提高客户的满意度。

图表 24：江海证券近三年融资融券业务发展情况（万元）

项目	2015 年底 /2015 年度	2014 年底 /2014 年度	2013 年底 /2013 年度
融资融券客户数 (户)	27,067	21,916	6,370
融资余额	361,942	325,367	80,925
融券余额	0	190	-
客户总授信规模	13,330,691	10,496,380	297,026
融资融券利息收入	39,542	11,284	4,588

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 25：江海证券近三年股票质押式回购业务发展情况（万元）

项目	2015 年底/ 2015 年度	2014 年底/ /2014 年度	2013 年底 /2013 年度
累计签约客户数（户）	2,607	996	30
融出资金	126,729	12,320	7,644

来源：公司公告、国金证券研究所

- 目前，江海证券受制于有限本金的束缚，过去几年未能在信用交易业务上得到充分增长。随着未来配套募集资金的到位，借助其在黑龙江省高达 18% 市场份额占比的优势，信用交易业务的规模和收入规模有望获得爆发性增长。

3.4、资产管理业务保持行业领先

- 目前江海证券在定向资产管理业务上面处于行业领先地位，但是集合理财管理业务上仍较为薄弱。江海证券未来发展目标是，在维持行业内排名 20 位之内的基础上，进一步开拓集合理财管理业务规模，在做大做强定向资产管理规模的同时，将其渠道优势及管理经验，延续到主动管理的集合资产管理业务上，进一步提升公司在资产管理行业内的影响力。
- 此外，江海证券也将持续开发创新业务链产品，未来不仅可以将传统供暖供热业务进行资产证券化，也可以将集团三大板块进行资产证券化开发。

图表 26：江海证券近三年资产管理业务情况

项目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产管理业务规模（亿元）	2,788	2,146	2,004
其中：定向资产管理业务规模	2,769	2,143	1,997
集合资产管理业务规模	4	4	6
项目	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产管理业务净收入（万元）	16,085	13,114	7,713
其中：定向资产管理业务净收入	13,957	12,743	7,257
集合资产管理业务净收入	2,127	370	455

来源：公司公告、国金证券研究所

- 江海证券在资产管理业务上渠道优势明显，数百家银行类合作伙伴以及与四大资产管理公司的合作保证了其通道业务保持在行业领先地位。在近几年定向资管通道业务发展的同时，江海证券也不忘加大人才培养力度，把握好时机，逐步在权益投资类集合资管业务、证券市场有关的融资类业务（OTC、股权质押等）、主动管理融资类资管业务（类信托等）上进行尝试与探索，未来有望在主动管理型资产管理计划上也跻身行业前列水平。

3.5、投资银行业务紧抓市场新方向

- 投资银行业务方面，受到 IPO 暂停的影响，江海证券迅速改变其市场重点方向，将目标放在了新三板市场上，累计推荐挂牌企业 24 家，做市企业 24 家；此外，江海证券也将工作重点向重大资产重组、债券发行、财务顾问等业务方向靠拢。通过实施重点业务目标的转移，江海证券不仅摆脱了 IPO 暂停对投行业务带来的不利影响，反而使得投行业务盈利增加。近三年江海证券投资银行业务收入分别为 1084.10 万元、11044.98 万元、8031.13 万元；近三年利润为-1721.70 万元、5856.37 万元、4205.37 万元。
- 未来江海证券投资银行业务有望在大股东哈投集团以及实际控制人哈尔滨国资委的帮助下获得项目资源优势。去年 12 月 30 日通过《关于全面振兴东北地区等老工业基地的若干意见》，意味着将开启新一轮东北振兴计划，

并且在国家经济转型的大背景下，东北地区的经济结构必将发生一系列深刻变化，这对于江海证券而言将得到开展大量并购重组与融资业务的机会。

4、公司盈利预测和估值

4.1、盈利预测

- 对于江海证券，我们根据净利润、营业收入、净资产的水平，选择与江海证券规模相近的东北证券、山西证券、太平洋证券作为可比公司进行比较。江海证券 2015 年底净资产为 50.6 亿元，预计 50 亿元配套资金募集完成后，净资产合计将超过 100 亿元。
- 对于哈投股份原有热电业务，2015 年底哈投股份净资产为 38.7 亿元，ROE 为 2.53%，较 2014 年下降 5.03%，预计 2016、2017 年热电业务每年净利润约 0.7-0.8 亿元。

4.2、估值

- 哈投股份 2015 年底总股本为 5.5 亿股，收购资产非公开发行 10.32 亿股，已实现上市，后续配套募资预计将发行 5.25 亿股，预计完成后总股本合计将达到 21.1 亿股。
- 综合考虑可比券商和行业平均的 PB 估值水平，同时考虑到江海证券在资本金补充后，业务的提升潜力，我们给予江海证券 PB2.2X 的合理估值，预计合理市值为 230 亿左右。
- 公司原有热电业务市值约为 60 亿，公司配套募资完成后，预计对应的合理市值约为 290 亿左右，对应的合理股价约为 13.80 元/股，公司 2016、2017 年 EPS 预计为 0.42、0.45 元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 27：报表预测摘要(合并报表)

项目	损益表 (人民币百万元)			
	2014	2015	2016E	2017E
一、营业总收入	22.0	34.5	28.2	45.5
其中：营业收入	11.9	11.7	9.6	15.4
利息收入	2.3	6.8	5.6	9.0
手续费及佣金收入	7.8	16.0	13.1	21.1
二、营业总成本	20.1	26.1	21.4	34.5
其中：营业成本	9.1	8.6	7.1	11.4
利息支出	1.4	3.6	3.0	4.8
手续费及佣金支出	0.9	2.6	2.1	3.4
营业税金及附加	0.7	1.3	1.1	1.8
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.1
管理费用	7.3	9.8	8.0	13.0
财务费用	0.3	0.0	0.0	0.1
资产减值损失	0.3	0.0	0.0	0.1
投资收益	6.6	4.2	3.4	5.5
三、营业利润 (亏损以“-”号填列)	9.0	12.7	10.3	16.7
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	9.3	12.7	10.4	16.8
减：所得税费用	2.3	2.9	2.4	3.8
五、净利润 (净亏损以“-”号填列)	7.0	9.8	8.0	12.9
归属于母公司所有者的净利润	6.8	9.6	7.9	12.7
少数股东损益	0.2	0.2	0.1	0.2
六、其他综合收益的税后净额	15.8	-4.8	-3.9	-6.4
七、综合收益总额	22.8	5.0	4.1	6.6

归属于母公司所有者的综合收益总额	22.6	4.8	3.9	6.3
归属于少数股东的综合收益总额	0.2	0.2	0.1	0.2

资产负债表 (人民币百万元)

项目	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	59.79	93.89	144.23	163.18
结算备付金	18.32	16.68	25.63	29
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6.54	11.17	17.16	19.41
应收票据	0.11	0.16	0.24	0.27
应收账款	0.86	0.56	0.87	0.98
预付款项	0.77	0.58	0.89	1
融出资金	32.47	36.13	55.51	62.8
存出保证金	2.27	2.45	3.77	4.26
应收利息	0.39	1.07	1.64	1.85
其他应收款	0.4	0.16	0.25	0.28
买入返售金融资产	17.48	23.36	35.89	40.6
存货	1.07	0.99	1.52	1.72
其他流动资产	0.18	1	1.54	1.74
流动资产合计	140.67	188.21	289.12	327.11
长期股权投资	0.22	0.21	0.32	0.36
投资性房地产	0.01	0	0	0
固定资产	19.92	21.26	32.66	36.95
在建工程	1.22	0	0	0
工程物资	0.02	0.06	0.09	0.1
无形资产	1.84	1.93	2.96	3.35
商誉	0.84	0.84	1.29	1.46
长期待摊费用	0.2	0.2	0.31	0.35
递延所得税资产	0.48	0.27	0.41	0.46
其他非流动资产	2.61	2.52	3.87	4.38
非流动资产合计	71.92	66.02	101.41	114.74
资产总计:	212.59	254.22	390.53	441.85
短期借款	0.75	0.88	1.35	1.53
应付短期融资券	7.48	7.34	11.28	12.76
拆入资金	8.73	0	0	0
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.18	0.08	0.12	0.14
应付票据	3.08	2.62	4.03	4.55
应付账款	2.47	1.33	2.05	2.32
预收款项	4.51	4.68	7.19	8.14
卖出回购金融资产款	20.72	34.07	52.33	59.21
应付职工薪酬	1.25	2.63	4.04	4.57
应交税费	2.03	0.64	0.99	1.12
应付利息	0.37	1.06	1.63	1.84
其他应付款	2.03	1.55	2.38	2.69
代理买卖证券款	61.21	89.81	137.97	156.1
流动负债合计	115.72	150.76	231.59	262.02
长期借款	0.25	0.15	0.23	0.26
长期应付款	8.54	1.35	2.07	2.34
长期应付职工薪酬	0.44	0.44	0.68	0.77
专项应付款	0.18	0.2	0.31	0.35
递延收益	3.57	3.72	5.71	6.47
递延所得税负债	8.48	6.92	10.63	12.03
非流动负债合计	21.46	12.78	19.64	22.22

负债合计	137.19	163.54	251.23	284.24
股东权益：			0	0
股本	15.78	15.78	24.25	27.43
资本公积	11.44	23.44	36.02	40.75
其他综合收益	25.2	20.39	31.32	35.43
盈余公积	3.2	3.27	5.03	5.69
未分配利润	17.42	25.28	38.83	43.93
归属于母公司股东权益合计	73.78	88.89	136.55	154.49
少数股东权益	1.63	1.79	2.75	3.11
股东权益合计	75.41	90.68	139.3	157.6
负债和股东权益总计	212.59	254.22	390.53	441.85

来源：国金证券研究所

5、风险

- 业务整合风险；市场周期波动风险。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD