



2017-03-27

公司点评报告

买入/维持

国海证券(000750)

目标价: 7.5

昨收盘: 6.55

非银金融 证券 II

国海证券(000750) 2016 年报点评: 债券承销带动投行业务大幅增长, 公司整体实力有提升

■ 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)	27,612/27,612
12 个月最高/最低(元)	12.23/6.43

相关研究报告:

《国海证券(000750): 多管齐下搞创新, 固收优势带动投行、资管》
——2016/07/29

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

事件: 公司公布 2016 年报, 实现营业收入 38 亿, 同比下降 23%; 归母净利润 10 亿, 同比-43%。稀释 EPS 为 0.24, 同比-49%。每 10 股派发现金股利 1.00 元。

点评:

营收同比下降 23%, 表现远好于证券行业整体水平 (-43%)。 2016 年公司实现营业收入 38 亿, 同比下降 23%, 比行业平均水平 (-43%) 要好得多, 主要原因是证券承销业务净收入达到 13 亿, 同比大增 54%, 贡献度达 34%, 成为第一大收入来源。此外资管业务贡献了 1.83 亿的营收, 同比增长了 159% (即增加了 1.12 亿)。此外投资净收益达到 8.87 亿, 同比增长近 58%, 比 2015 年多贡献了 3.24 亿收入, 但公允价值变动浮亏了 2.62 亿, 比 2015 年减少了 4.24 亿, 综合而言, 投资总收益 (含公允价值变动) 6.25 亿, 同比减少了 14%。归母净利润 10 亿元, 同比下降了 43%。营业收入减少了 11 亿, 而营业支出仅减少了 0.84 亿, 其中管理费用维持在 21 亿, 同比增长了 2% (对应增长了 0.4 亿)。管理费用占营业收入的比重超过 50%。

投行业务高增长拉动整体业绩, 主要受益于债券承销。 投行业务的增长主要有两个方面的原因: 一是固收是公司的强项, 2016 年公司债市场迎来大发展, 公司把握机遇的能力较强, 拓展债券产品种类和组合, 全年完成 130 家债券主承销项目, 承销金额首次突破千亿, 达到 1029 亿, 去年仅为 321 亿, 创收 9.23 亿 (去年为 3.50 亿)。

投资建议: 受 2016 年事件性因素影响, 公司股价回调幅度较大, 主要是情绪性的影响, 经营层面并无重大变化, 可能被低估。随着行业的回暖, 继续看好公司的发展, 给予公司“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.34、0.46、0.50, 同比增长 41%、37%、8%, 给予“买入”评级, 六个月目标价 7.5 元/股, 对应 22 倍 PE。

风险提示: 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,838	4,255	5,433	5,889
净利润(百万元)	1,016	1,430	1,957	2,117
摊薄每股收益(元)	0.24	0.34	0.46	0.50

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

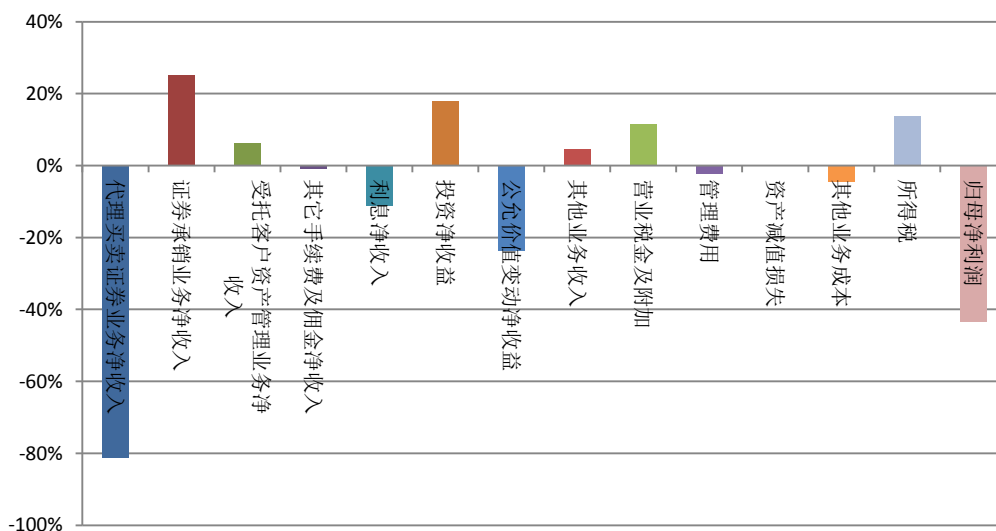
营收同比下降 23%，表现远好于证券行业整体水平（-43%）

2016 年公司实现营业收入 38 亿，同比下降 23%，比行业平均水平（-43%）要好得多，主要原因是证券承销业务净收入达到 13 亿，同比大增 54%，贡献度达 34%，成为第一大收入来源。此外资管业务贡献了 1.83 亿的营收，同比增长了 159%（即增加了 1.12 亿）。此外投资净收益达到 8.87 亿，同比增长近 58%，比 2015 年多贡献了 3.24 亿收入，但公允价值变动净亏了 2.62 亿，比 2015 年减少了 4.24 亿，综合而言，投资总收益（含公允价值变动）6.25 亿，同比减少了 14%。

归母净利润 10 亿元，同比下降了 43%。营业收入减少了 11 亿，而营业支出仅减少了 0.84 亿，其中管理费用维持在 21 亿，同比增长了 2%（对应增长了 0.4 亿）。管理费用占营业收入的比重超过 50%。

营收结构：投行业务贡献了 8.6 亿，占营业收入的 34%，为第一大收入来源；对应经纪业务的代理买卖证券业务净收入为 8.6 亿元，同比下降 63%，占营业收入比重为 22%（2011-2015 年这五年的平均水平为 51%），是公司第二大收入来源；投资收益+公允价值，总计 6.25 亿，占营收的 16%，是第三大收入来源；利息净收入 4.46 亿，同比-31%，占营收的 12%；资管业务占营收的 4.8%。

图表 1：国海证券归母净利润降幅归因分析



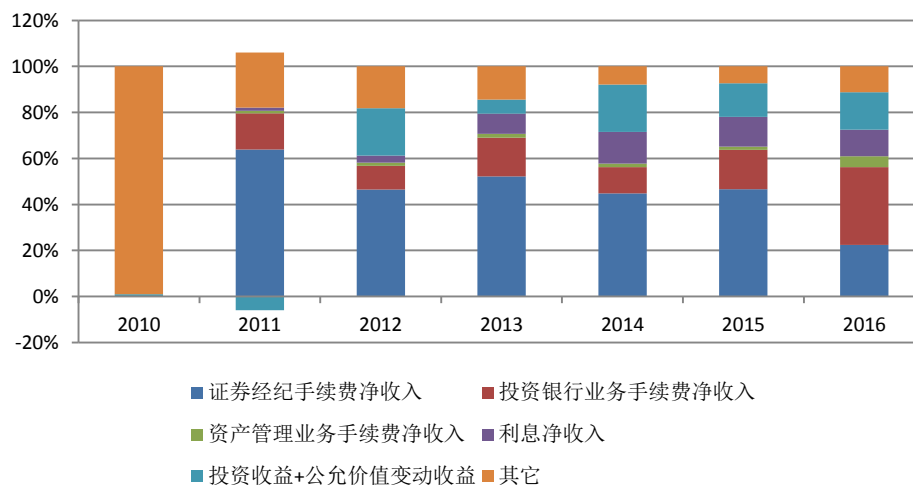
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：国海证券归母净利润降幅分析

单位：亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	17.93	10.16	-43.36%	-7.77	
代理买卖证券业务净收入	23.15	8.60	-62.86%	-14.55	-81.17%
证券承销业务净收入	8.44	12.96	53.64%	4.53	25.24%
受托客户资产管理业务净收入	0.71	1.83	158.67%	1.12	6.26%
利息净收入	6.44	4.46	-30.86%	-1.99	-11.09%
投资净收益	5.63	8.87	57.51%	3.24	18.05%
公允价值变动净收益	1.62	-2.62	-261.71%	-4.24	-23.66%
其他业务收入	0.53	1.36	157.93%	0.83	4.64%
营业支出	25.22	24.38	-3.33%	-0.84	4.68%
税金及附加	3.07	1.00	-67.38%	-2.07	11.52%
管理费用	21.39	21.79	1.87%	0.40	-2.23%
资产减值损失	0.31	0.32	4.45%	0.01	-0.08%
其他业务成本	0.47	1.28	174.69%	0.81	-4.53%
营业利润	24.37	13.99	-42.58%	-10.38	-57.87%
利润总额	24.48	14.26	-41.76%	-10.22	-57.03%
所得税	6.07	3.60	-40.70%	-2.47	13.79%
净利润	18.41	10.66	-42.11%	-7.75	-43.24%
归属于母公司所有者的净利润	17.93	10.16	-43.36%	-7.77	-43.36%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 3：国海证券历年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

经纪业务市场份额略有下降。2016 年公司 A 股成交额 1.4 万亿元，市场份额为 0.55%，较 2015 年下降了 0.05 个百分点。基金成交金额 7662 万亿，市场份额 3.44%，比 2015 年提高了 3.32 个百分点。面对二级市场交投活跃度下降，市场竞争加剧的压力，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，积极向财富管理和综合金融服务转型。一方面通过整合资源，多渠道增强客户获取能力，充分挖掘客户综合需求，推动业务规模持续增长；另一方面理顺财富管理转型推进路径，在客户服务、多元化业务创收、金融产品体系等重点战略举措推进上取得显著突破。公司共设立证券营业部 111 家，营业网点覆盖 18 个省级区域，其中广西区内 70 家，是广西市场拥有证券营业网点最多的证券公司，广西市场占有率近 50%。

投行业务高增长拉动整体业绩，主要受益于债券承销。投行业务的增长主要有两个方面的原因：一是固收是公司的强项，2016 年公司债市场迎来大发展，公司把握机遇的能力较强，拓展债券产品种类和组合，全年完成 130 家债券主承销项目，承销金额首次突破千亿，达到 1029 亿，去年仅为 321 亿，创收 9.23 亿（去年为 3.50 亿）。同时，公司还完成了深交所首单大公募债券、全国首单非公开发行可续期公司债、全国首单工业类项目收益债、全国规模最大双创债。二是公司加快引进新的股权业务团队，积极拓展权益类业务，全年完成 IPO 项目 3 家、增发项目 4 家、配股项目 1 家，完成全国首家适用资本市场扶贫政策的主板 IPO 项目。2016 年公司主承销 IPO 项目总金额为 14 亿，带来 3289 万元的承销收入；增发承销金额近 52 亿，带来 5920 万的承销收入。此外还有 17 亿的配股，贡献了 2000 万的承销收入。

资管规模已达千亿，新团队带动产品创新能力。公司证券资产管理业务主动适应市场变化，引进业内优秀资产管理团队加盟，增强了产品创新能力，丰富了产品类型与业务种类，满足客户多元化的投融资需求，截至 2016 年底，公司共管理 26 只集合计划、115 只定向产品和 9 只专项计划，受托资产管理规模 1338 亿元，同比增长 159.65%，资产管理业务实现营业收入 1.83 亿元，同比增长 123%。

投资建议：

公司业绩整体优于行业，整体业务实力有所增强；投行业务、资管业务发展迅速，已经成为新的业绩驱动力，业绩的可持续性增长能力较强，基本面稳健。受 2016 年事件性因素影响，公司股价

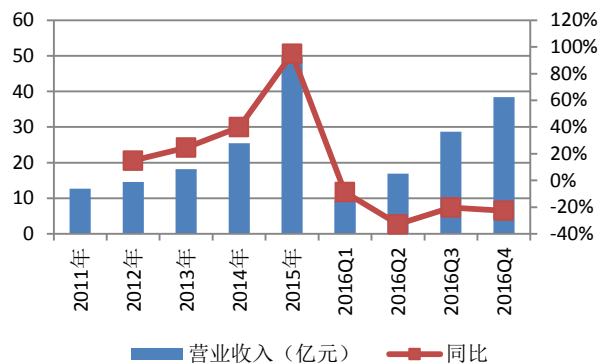
回调幅度较大，主要是情绪性的影响，经营层面并无重大变化，可能被低估。随着行业的回暖，继续看好公司的发展，给予公司“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.34、0.46、0.50，同比增长 41%、37%、8%，给予“买入”评级，六个月目标价 7.8 元/股，对应 23 倍 PE。

风险提示：

- 1、监管趋严，合规风险；
- 2、业绩随市场波动较大的风险。

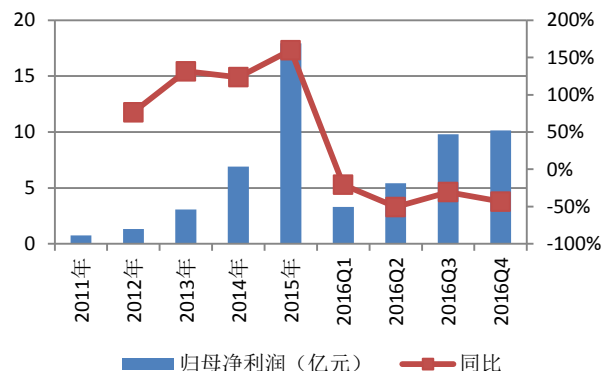
重要业务数据跟踪

图表 4: 国海证券营业收入及同比增长率



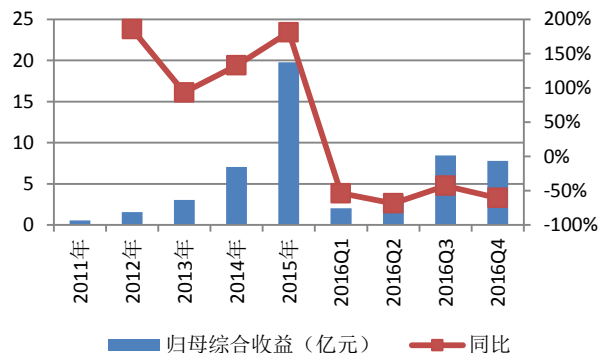
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 国海证券归母净利润及同比增长率



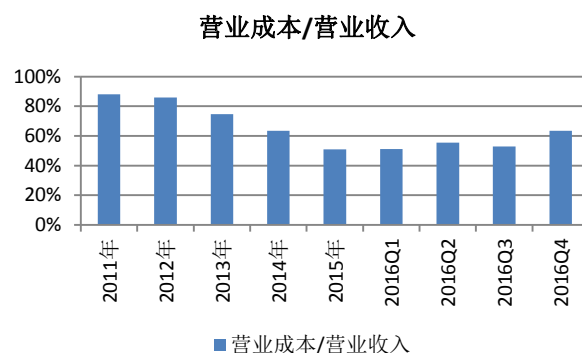
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 6: 国海证券归母综合收益及同比增长率



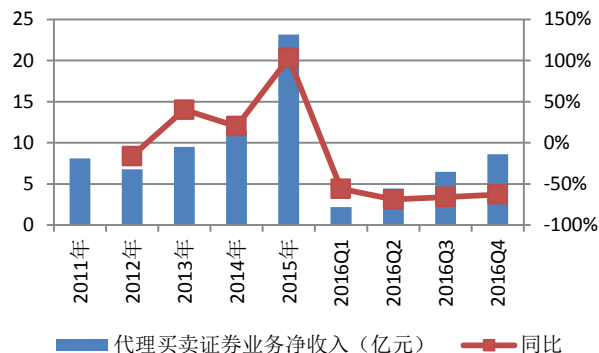
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 7: 国海证券成本收入比



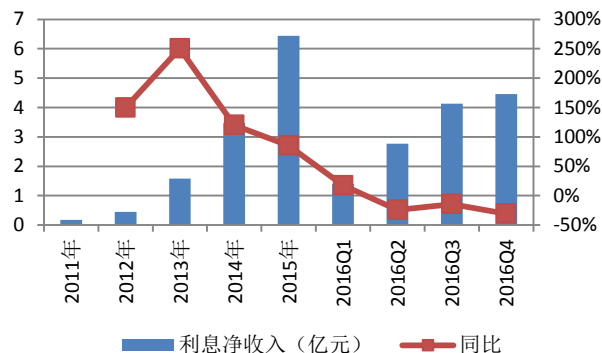
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 8: 国海证券经纪业务收入及同比



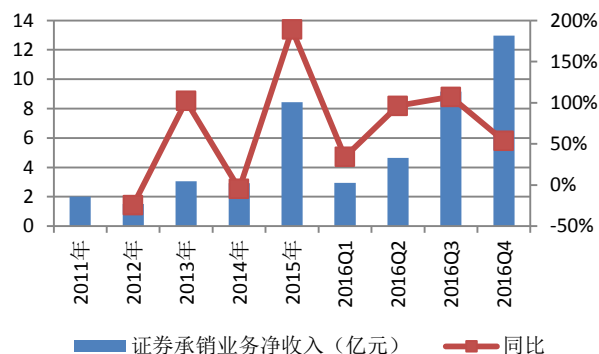
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 9: 国海证券信用业务



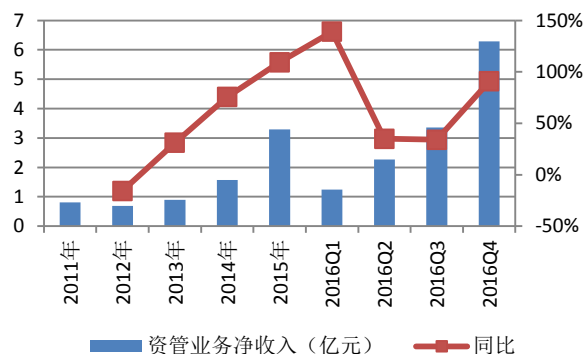
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 10: 国海证券投行业务



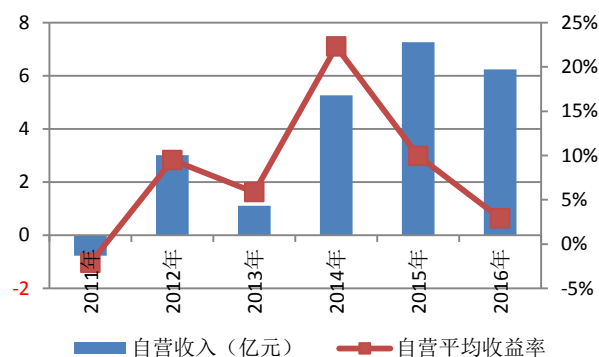
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 11: 国海证券资管业务



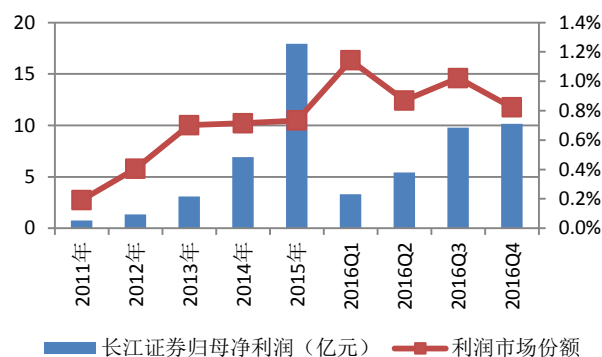
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 12: 国海证券自营业务



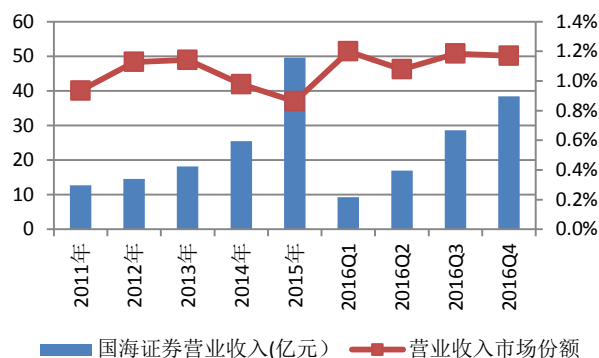
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 13: 国海证券市场份额-归母净利润



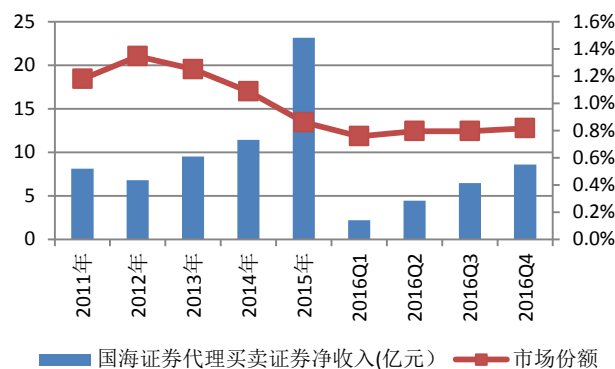
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 14: 国海证券市场份额-营业收入



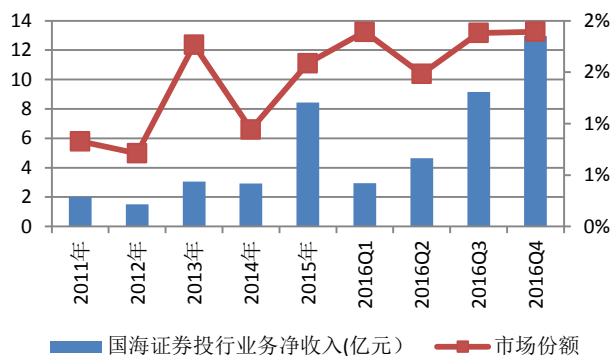
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 15: 国海证券市场份额-代理买卖证券净收入



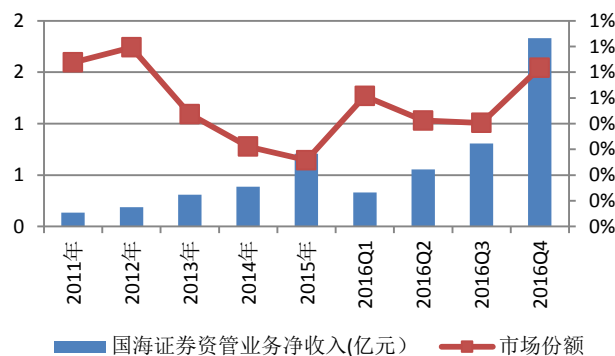
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 16: 国海证券市场份额-投行业务净收入



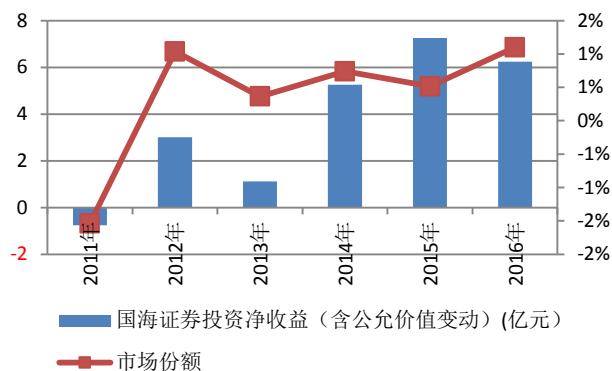
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 17: 国海证券市场份额-资管业务净收入



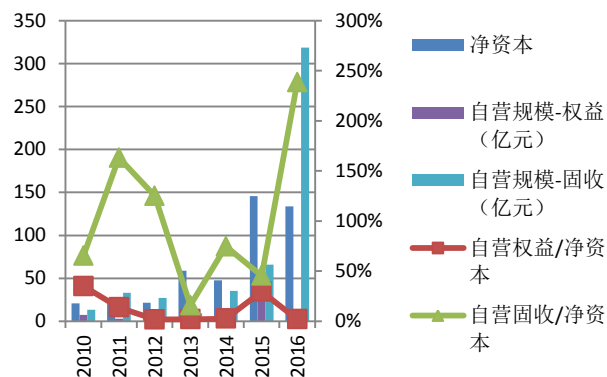
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 18: 国海证券市场份额-投资净收益



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 19: 国海证券自营规模



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

附表: 国海证券盈利预测表 20170327

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	18,756	13,074	15,822	15,159	14,829	营业收入	4,959	3,838	4,255	5,433	5,889
结算备付金	1,680	2,524	2,785	2,827	3,043	手续费及佣金净收入	3,536	2,630	2,773	3,002	3,136
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	2,315	860	949	1,107	1,265
融出资金	9,207	6,708	6,871	7,468	7,095	承销业务净收入	844	1,296	1,336	1,246	1,126
交易性金融资产	8,588	8,203	9,346	8,064	6,414	资管业务净收入	71	183	265	331	414
衍生金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	644	446	477	450	439
买入返售金融资产	6,504	11,094	7,776	7,776	7,776	投资净收益	725	625	964	1,931	2,257
应收款项	108	2,653	3,023	2,608	2,075	公允价值变动净收益	162	-262	3	-18	-14
应收利息	250	648	738	637	506	其它	53	136	41	48	57
存出保证金	1,131	1,509	1,756	1,793	1,894	营业支出	2,522	2,438	2,225	2,689	2,902
可供出售金融资产	5,719	4,014	4,574	3,946	3,139	营业税金及附加	307	100	111	163	165
持有至到期投资	8	16,852	19,200	16,566	13,177	管理费用	2,139	2,179	2,043	2,445	2,650
长期股权投资	138	139	139	139	139	资产减值损失	31	32	33	35	34
固定资产	178	174	171	168	166	其他业务成本	47	128	39	46	54
无形资产	68	82	84	85	87	营业利润	2,437	1,399	2,030	2,744	2,987
商誉	24	24	24	24	24	其他非经营损益	12	27	20	32	31
递延所得税资产	20	69	79	68	54	利润总额	2,448	1,426	2,050	2,776	3,018
投资性房地产	23	22	22	22	22	所得税	607	360	549	722	797
其他资产	118	173	198	171	136	净利润	1,841	1,066	1,501	2,054	2,221
资产总计	52,520	67,961	72,605	67,521	60,576	少数股东损益	48	50	71	97	105
短期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	1,793	1,016	1,430	1,957	2,117
应付短期融资款	0	3,225	3,420	2,871	2,100	主要财务比率					
拆入资金	2,410	1,500	1,591	1,335	977		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	0	245	259	218	159	成长能力					
衍生金融负债	24	0	0	0	0	营业收入增长率	94.86%	-22.62%	10.89%	27.66%	8.41%
卖出回购金融资产款	7,727	25,629	27,176	22,815	16,686	净利润增长率	159.83%	-43.36%	40.86%	36.79%	8.17%
代理买卖证券款	15,987	12,513	13,800	14,029	15,129	盈利能力					
应付职工薪酬	744	811	735	895	962	营业利润率	49.14%	36.46%	47.71%	50.51%	50.72%
应交税费	194	97	145	158	186	净利率	36.15%	26.46%	33.62%	36.02%	35.94%
应付款项	202	67	124	126	154	回报率分析					
应付利息	452	465	416	432	402	总资产收益率	4.54%	1.69%	2.04%	2.79%	3.30%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	17.92%	7.52%	10.07%	12.84%	12.87%
递延所得税负债	128	7	7	6	5	每股指标					
其他负债	1,050	1,079	1,144	961	703	EPS-摊薄 (元)	0.43	0.24	0.34	0.46	0.50
负债合计	38,701	53,628	57,292	50,960	42,664	每股净资产 (元)	4.72	3.26	3.48	3.75	4.05
股本	2,810	4,216	4,216	4,216	4,216	每股股利 (元)	0.10	0.10	0.14	0.19	0.21
资本公积金	7,119	6,276	6,276	6,276	6,276	估值分析					
归母权益合计	13,258	13,758	14,666	15,817	17,064	市盈率	15.40	27.19	19.30	14.11	13.05
所有者权益合计	13,819	14,334	15,313	16,561	17,912	市净率	1.39	2.01	1.88	1.75	1.62
负债及股东权益总计	52,520	67,961	72,605	67,521	60,576	股息收益率	1.53%	1.53%	2.15%	2.94%	3.18%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

分析师简介：

【魏涛】太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师

2015 年“新财富”非银第一；2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。覆盖非银，擅长证券细分领域。今年以来，每市组合收益约 14%，位于该平台非银金融行业第一；2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

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%。

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。



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