

## 布局非标优势渐显，资本补充促进发展

■事件：据公司中报，2017H 宝硕股份实现营业总收入 9.8 亿元 (YoY +530%)，营业收入 2.5 亿元 (YoY +60%)，归母公司净利润 1.5 亿元，业绩大幅增长主要因为上年同期华创证券尚未纳入合并范围。我们认为公司主要边际变化主要是：(1) 自营业务投资结构持续多元化；(2) 两融业务和投行业务稳定发展；(3) 设立兴贵投资，非标资产业务体系进一步完善。

■华创证券资本补充，积极布局另类投资。在完成重大资产重组及募集配套资金后，公司持有华创证券 97.44% 的股份，华创证券 2017 年上半年实现营业收入 8.4 亿元，净利润 1.8 亿元，净资产规模达到 107 亿元。公司将逐步改组为以证券业务为核心的控股型管理平台。

(1) 增资推动经纪信用业务稳健发展。2017H 华创证券经纪业务手续费及佣金净收入 1.4 亿元。根据 Choice 统计，华创证券股基交易额市占率微降至 0.25% (较 2016 年基本持平)。华创证券以综合金融服务平台为依托，提升互联网服务的智能化，建立和完善“大经纪”服务体系，有助于持续推动其市场份额的提升，预计 2017 年华创证券市占率提升至 0.27% 左右。根据 Wind 统计，截止目前华创证券两融业务余额 18 亿元，市占率升至 0.2%，随着资本金的补充，华创证券信用业务将稳健发展，预计 2017 年公司融资融券规模达到 20 亿元。

(2) 自营丰富投资结构，资管强化区域优势。2017H 华创证券实现投资收益 2.9 亿元。根据之前公告披露的募资用途，华创证券计划安排约 30 亿元资金用于增加自营业务规模，其中权益类证券投资约 5 亿元，用以丰富自营投资的品种，优化业务结构。资管业务方面，2017H 华创证券实现资管业务收入 1.2 亿元，集合资管规模升至 41 亿元，逐步形成以贵阳、北京、上海、深圳、成都为中心的区域市场。

(3) 投行业务具备一定竞争优势。2017H 华创证券实现投行业务收入 1.2 亿元。华创证券以传统投资银行业务为基础，在中小企业私募债券、推荐挂牌业务等非传统投资银行业务市场取得一定进展。据 Wind 统计，截至 2017 年 8 月 29 日，华创证券已受理和已反馈的 IPO 项目为 8 家，储备数量排名行业第 23 名，项目储备在相似体量的券商中具备比较优势。

(4) 完善非标业务体系。华创证券是首批试点开展互联网证券的券商之一，并通过控股贵州股交中心、酒交所等公司，首创“互联网+底层资本市场”非标资产证券化服务模式，2017 年 5 月初设立另类全资子公司兴贵投资，进一步完善非标资产业务体系，形成“券商+金融资产交易所”的竞争优势。

■雄安新区建设创造业务发展机遇。

(1) 新区基建预计为建材业务带来更多机会。综合公司 2016 年年报和 2017 年中报，公司建材业务大部分收入来源于华北地区，所生产的“宝硕”牌塑料管型产品具有一定的品牌知名度和占有率。

(2) 证券业务有机会在雄安寻求业务机会。雄安新区建设是国家重点战略，新区建设过程中金融服务需求较大，华创证券预计有机会获益。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 22 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.31 元、0.38 元、0.46 元。

■风险提示：市场风险、运营风险、政策风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	348.5	1,115.2	1,315.9	1,526.5	1,770.7
净利润	225.7	-142.1	540.4	659.4	806.9
每股收益(元)	0.13	-0.08	0.31	0.38	0.46
每股净资产(元)	0.20	8.52	8.90	9.15	9.55

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	120.3	-191.1	50.2	41.2	33.7
市净率(倍)	76.7	1.8	1.8	1.7	1.6
净利润率	64.8%	-12.7%	41.1%	43.2%	45.6%
净资产收益率	63.8%	-1.0%	3.5%	4.1%	4.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	19.3%	-97.5%	-85.9%	15.7%	24.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

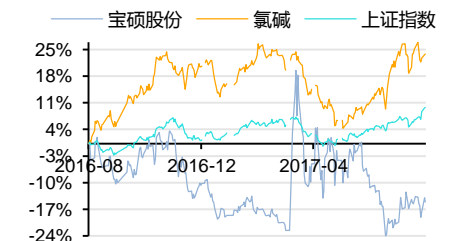
6 个月目标价：22 元

股价 (2017-08-29) 14.15 元

### 交易数据

总市值(百万元)	24,614.73
流通市值(百万元)	5,836.88
总股本(百万股)	1,739.56
流通股本(百万股)	412.50
12 个月价格区间	12.66/19.93 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	3.84	-19.66	-23.23
绝对收益	7.28	-11.45	-13.61

赵湘怀 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaohx3@essence.com.cn  
021-35082987

贺明之 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517060001  
hemz@essence.com.cn  
021-35082968

蒋中煜 报告联系人  
jiangzy@essence.com.cn  
021-35082609

### 相关报告

宝硕股份：雄安新区稀缺的多元金融地产股/赵湘怀	2017-04-07
宝硕股份：宝硕股份公司快报/赵湘怀	2016-11-01
宝硕股份：重组方案顺利过会，华创业务增长强劲/赵湘怀	2016-08-29

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	348.5	1,115.2	1,315.9	1,526.5	1,770.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	340.4	360.2	460.6	610.6	619.8	营业收入增长率	-14.9%	220.0%	18.0%	16.0%	16.0%
营业税费	0.7	11.2	15.8	18.3	17.7	营业利润增长率	-250.2%	164.9%	-492.3%	21.5%	38.8%
销售费用	22.0	24.5	32.9	45.8	35.4	净利润增长率	-253.2%	163.0%	-480.3%	22.0%	22.4%
管理费用	53.8	531.8	690.9	839.6	841.1	EBITDA 增长率	-594.8%	-70.2%	668.1%	8.5%	38.1%
财务费用	47.7	-1.1	65.0	-1.2	-2.0	EBIT 增长率	-456.3%	-76.6%	900.0%	8.7%	38.8%
资产减值损失	8.6	14.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-430.9%	-162.4%	-482.9%	8.7%	38.8%
加:公允价值变动收益	-	-256.2	361.8	500.0	500.0	投资资本增长率	-87.7%	-534.3%	-693.2%	-9.6%	-31.3%
投资和汇兑收益	345.7	146.0	150.0	170.0	190.0	净资产增长率	146.2%	4048.8%	4.4%	2.8%	4.4%
<b>营业利润</b>	221.0	-143.4	562.6	683.4	948.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	12.8	6.0	12.0	13.0	-88.0	毛利率	2.3%	67.7%	65.0%	60.0%	65.0%
<b>利润总额</b>	233.7	-137.4	574.6	696.4	860.8	营业利润率	63.4%	-12.9%	42.8%	44.8%	53.6%
减:所得税	16.7	10.6	28.7	34.8	43.0	净利润率	64.8%	-12.7%	41.1%	43.2%	45.6%
<b>净利润</b>	225.7	-142.1	540.4	659.4	806.9	EBITDA/营业收入	80.2%	7.5%	48.7%	45.5%	54.2%
						EBIT/营业收入	77.1%	5.6%	47.7%	44.7%	53.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	58	47	66	55	47
货币资金	245.4	7,290.6	1,369.9	2,112.4	3,681.0	流动营业资本周转天数	601	-782	-662	-49	-197
交易性金融资产	-	10,138.2	10,500.0	11,000.0	11,500.0	流动资产周转天数	1,167	4,136	5,700	4,140	4,070
应收账款	127.7	308.3	390.9	440.0	425.6	应收账款周转天数	128	70	96	98	88
应收票据	1.3	2.3	24.0	10.2	11.3	存货周转天数	765	15	245	410	322
预付账款	4.5	6.4	13.2	11.3	12.0	总资产周转天数	1,327	4,936	6,994	5,228	5,000
存货	51.6	41.0	1,746.8	1,727.7	1,439.6	投资资本周转天数	751	-86	468	924	638
其他流动资产	44.7	7,363.6	2,472.5	3,293.6	4,376.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.4	224.1	250.0	158.2	210.7	ROE	63.8%	-1.0%	3.5%	4.1%	4.9%
持有至到期投资	-	238.8	250.0	162.9	217.2	ROA	32.1%	-0.5%	2.6%	2.9%	3.1%
长期股权投资	68.6	70.4	70.4	70.4	70.4	ROIC	19.3%	-97.5%	-85.9%	15.7%	24.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	49.6	242.1	237.0	231.8	226.7	销售费用率	6.3%	2.2%	2.5%	3.0%	2.0%
在建工程	53.8	142.8	142.8	142.8	142.8	管理费用率	15.4%	47.7%	52.5%	55.0%	47.5%
无形资产	27.7	69.9	62.0	54.2	46.3	财务费用率	13.7%	-0.1%	4.9%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	0.5	3,769.4	3,692.9	3,698.8	3,708.6	三费/营业收入	35.4%	49.8%	59.9%	57.9%	49.4%
<b>资产总额</b>	675.7	29,907.9	21,222.3	23,114.3	26,068.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	40.4	40.0	-	-	-	资产负债率	45.9%	49.3%	25.4%	29.6%	34.9%
应付账款	138.5	208.5	364.4	278.9	394.7	负债权益比	84.8%	97.2%	34.1%	42.1%	53.5%
应付票据	27.4	13.6	39.4	40.2	34.0	流动比率	1.62	1.88	3.34	2.98	2.59
其他流动负债	87.1	13,136.9	4,534.5	5,922.6	7,863.2	速动比率	1.44	1.87	2.99	2.70	2.41
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	5.64	-56.17	9.66	-561.61	-468.47
其他非流动负债	16.7	1,340.4	452.4	603.2	798.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	310.1	14,739.4	5,390.7	6,844.8	9,090.6	DPS(元)	-	-	0.06	0.08	0.09
少数股东权益	11.8	343.1	348.4	350.6	361.4	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	476.6	1,739.6	1,739.6	1,739.6	1,739.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
留存收益	-122.8	13,096.3	13,743.6	14,179.2	14,877.3						
<b>股东权益</b>	365.6	15,168.5	15,831.6	16,269.4	16,978.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	217.1	-148.1	540.4	659.4	806.9	EPS(元)	0.13	-0.08	0.31	0.38	0.46
加:折旧和摊销	10.9	23.6	13.0	13.0	13.0	BVPS(元)	0.20	8.52	8.90	9.15	9.55
资产减值准备	8.6	14.4	-	-	-	PE(X)	120.3	-191.1	50.2	41.2	33.7
公允价值变动损失	-	256.2	361.8	500.0	500.0	PB(X)	76.7	1.8	1.8	1.7	1.6
财务费用	50.1	1.5	65.0	-1.2	-2.0	P/FCF	625.2	9.6	-4.7	21.0	11.9
投资损失	-345.7	17.2	-150.0	-170.0	-190.0	P/S	77.9	24.3	20.6	17.8	15.3
少数股东损益	-8.6	-5.9	5.4	2.3	10.9	EV/EBITDA	24.8	126.2	24.6	21.5	13.6
营运资金的变动	-80.4	-2,611.8	-4,746.0	377.5	1,139.9	CAGR(%)	45.0%	-276.8%	-253.2%	45.0%	-276.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-27.7	-7,364.8	-3,910.4	1,380.9	2,278.6	PEG	2.7	0.7	-0.2	0.9	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	71.8	7,043.5	-610.7	-651.1	-916.9	ROIC/WACC	1.9	-9.4	-8.3	1.5	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	7.5	8,144.5	-1,399.7	12.8	206.9	REP	23.4	1.6	-0.5	2.6	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀、贺明之声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034