

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

脱“壳”而出，期待腾飞

——国海证券（000750）分析报告

研究报告—公司分析

发布日期: 2011 年 8 月 8 日

基础数据（2010 年 12 月 31 日）

每股净资产（元）	3.48
每股经营现金流（元）	-1.87
净资产收益率（%）	12.93
资产负债率（%）	79.14
总股本/流通股（万股）	/
B 股/H 股（万股）	/

联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

关键要素：

公司综合实力排名均处于 35-50 位之间，在行业内并不具明显优势，与上市券商中的国金证券、东北证券较相当。

投资要点：

- **公司基本情况：**公司地处广西，2006 年 11 月借壳启动，直至 2011 年 5 月获证监会有条件通过，6 月 28 日正式通过，借壳后广西投资集团有限公司为公司控股股东。公司经纪业务在广西省内市场份额稳居第一，综合实力在行业中位居第 35-50 位。
- **公司业务特点：**经纪业务立足广西，省内市场份额较为稳定，但佣金率有进一步下滑的风险；投行业务稳步发展，收入贡献逐步提升；证券自营业务投资收益率较稳定；资产管理业务起步较早，发展可期，期货业务已具备盈利能力但业绩贡献有限。
- **公司竞争劣势：**通过对公司发展历程及具体业务的分析，我们认为，净资本规模小、营业网点数量相对较少且佣金率较高等制约区域性券商发展的因素影响公司竞争能力，而固定收益实力及经纪业务区域优势则为公司在激烈竞争中添彩。
- **估值：**按照可比公司总市值估值对应的公司股价为 15.34-18.13 元，而按照市盈率相对估值的合理价格为 11.50-13.50 元。公司流通股本仅 1.47 亿股，我们认为公司复牌首日受资金追捧的可能性较大，复牌首日价格区间为 15-20 元。
- **风险提示：**证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大；经纪业务佣金率及市场份额存在大幅下滑的可能性。

	2008	2009	2010	2011
营业收入（亿元）	14.42	21.44	18.95	16.63
增长比率（%）	-36.92	48.68	-11.61	-12.24
归属于股东净利润（亿元）	3.42	7.06	4.57	3.61
增长比率（%）	-48.96	106.43	-35.27	-21.01
每股收益（元）	--	--	--	0.5

1. 公司基本情况

1.1 公司基本情况及借壳方案

公司前身为成立于1988年的广西证券公司，期间经过增资改制于2001年10月正式更名为“国海证券有限责任公司”，注册资本8亿元。公司作为注册于广西区的唯一一家全国性综合类券商，其上市也成了广西政府重点支持的项目。2006年11月国海证券借壳正式启动；2008年11月SST集琦与国海证券的资产重组方案出台，直至2011年5月获证监会有条件审核通过，6月28日正式通过。虽然历时4年有余，但借壳方案仍然维持原有方案的交易结构，具体为：

（1）定向回购股份：集琦集团将其所持的SST集琦41.34%的股权计8889.80万股作价1.8亿元全部转让给索美公司；

（2）资产置换：SST集琦以2008年9月30日（经审计评估）的全部资产和负债与索美公司、索科公司所持的国海证券9.79%股权进行置换，交易差额由索美公司以现金补足；

（3）新增股份吸收合并：SST集琦新增5.017亿股份吸收合并国海证券。

借壳完成后，SST集琦（国海证券）的总股本为7.17亿股，流通股本为1.47亿股。其中：广西投资集团有限公司持有公司1.87亿股、占公司上市后总股本的26.04%，为公司的控股股东，广西梧州索芙特美容保健品有限公司和广西桂东电力股份有限公司分别为公司第二、三大股东，持股比例为11.89%、11.04%。

表1：SST集琦（国海证券）上市后的股权结构

股东名称	持股数量（亿股）	持股比例	限售期（月）
广西投资集团有限公司	1.87	26.04%	36
广西梧州索芙特美容保健品有限公司	0.85	11.89%	36
广西桂东电力股份有限公司	0.79	11.04%	36
广西荣桂贸易公司	0.57	7.89%	48
广西梧州中恒集团股份有限公司	0.40	5.58%	36
湖南湘晖资产经营股份有限公司	0.36	4.99%	48
广西河池化工股份有限公司	0.27	3.72%	36
株洲市国有资产投资控股集团有限公司	0.18	2.53%	12
广州市靓本清超市有限公司	0.12	1.61%	36
武汉香溢大酒店有限公司	0.09	1.21%	12
玉林市华龙商务有限责任公司	0.08	1.14%	12
广西梧州冰泉实业股份有限公司	0.07	0.93%	12
深圳市金亚龙投资有限公司	0.03	0.44%	12
南宁市荣高投资有限公司	0.04	0.53%	12
无限售条件的流通股	1.47	20.46%	/
合计	7.17		

资料来源：中原证券，财务顾问报告

1.2 市场位次

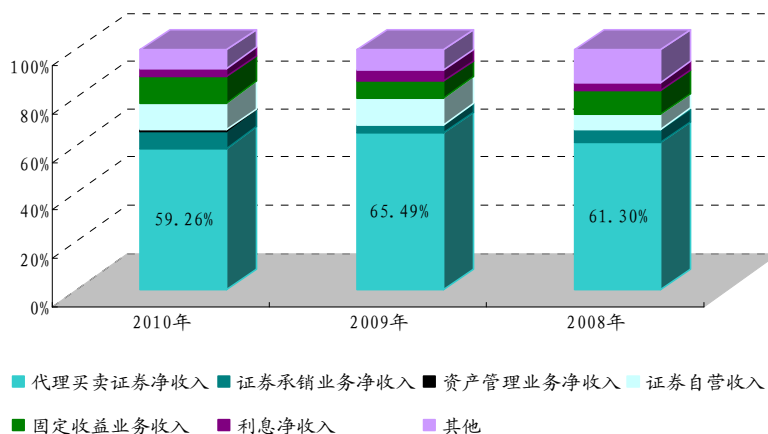
作为广西省注册的唯一一家全国性综合类券商，公司经纪业务在广西省的市场份额一直维持在50%左右、排名第一，远超其最主要的竞争对手——招商证券13%左右的市场份额。和其他区域性券商一样，经纪业务在公司业务体系中占有举足轻重的地位，2010年，经纪业务收入在公司总收入中的占比为59.26%。

从资本实力来看，2008年以来，公司净资本、净资产排名基本维持在56-70位之间、逐年趋于改善，公司2010年的资本实力在上市券商中位居倒数第二、仅略高于太平洋；从盈利能力来看，2008年以来，公司营业收入、净利润排名基本稳定在27-40位之间，较之2007年排名大幅提升。从表3数据看，公司资本实力和盈利能力在上市券商中均处于较低水平。

而从各项具体业务来看，据证券业协会数据显示，2010年公司经纪业务实现净收入10.04亿元、排名第29位，承销、保荐等业务实现净收入1.92亿元、排名第31位，均处于行业中等水平。

总体来看，公司综合实力排名均在35-50位之间，在行业内并不具明显优势，与上市券商中国金证券、东北证券较为相当。

图1：国海证券的营业收入构成



资料来源：中原证券，公司财务顾问报告

表2：2002年-2010年国海证券资本实力和盈利能力的市场位次（位）

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
净资产	>20	>20	>20	>20	>20	71	64	60	59
净资本	>20	>20	>20	>20	>20	76	69	68	56
营业收入	—	>20	>20	>20	>20	41	27	33	35
实现利润	>20	>20	>20	>20	>20	57	38	39	40

注：“实现利润”，2002-2004年数据为利润总额排名，2005-2009年数据为净利润排名

资料来源：中国证券业协会

表3：2010年，上市券商主要经营指标（单位：亿元）

	净资本	净资产	营业收入	归属母公司净利润
中信证券	410.50	615.23	277.95	113.11
广发证券	119.63	190.06	102.19	40.27
海通证券	324.60	438.52	97.68	36.86
华泰证券	216.58	299.98	89.00	34.25
招商证券	140.63	234.42	64.86	32.29
光大证券	176.47	223.44	50.54	22.00
宏源证券	50.71	72.64	33.05	13.06
长江证券	74.89	94.54	31.99	12.83
方正证券	62.86	85.39	30.88	12.48
兴业证券	65.36	81.02	27.38	7.87
国元证券	117.71	148.67	22.42	9.25
西南证券	91.21	111.23	19.36	8.05
东北证券	34.59	34.53	17.00	5.27
国金证券	27.79	30.18	16.45	4.38
国海证券	20.64	24.42	15.10	4.44
山西证券	48.02	61.95	14.96	4.39
太平洋	17.76	19.59	6.75	2.04

资料来源：中原证券，公司财务报表

表4：2010年，国海证券各项业务的市场位次

业务	主要指标	绝对数	市场份额	市场排名
经纪业务	股票基金交易总额	7404.37亿元	0.67%	44
投行业务	股票+债券	承销规模	60.87亿元	0.38%
		承销家数	10家	1.22%
资产管理	集合理财	产品规模	9.11亿元	0.67%
	产品	产品数量	3只	1.78%

资料来源：中原证券，中国证券业协会，Wind资讯

2. 公司主要业务分析

2.1 经纪业务：立足广西，省内市场份额较为稳定

2004年以来，公司通过将部分业务区域重叠的营业部迁址等措施，进一步优化了经纪业务原有的网络布局。截至2010年底，公司在全国共有53家证券营业网点（包括6家异地迁址后筹建中），其中广西省内有36家、占网点总数的67.92%，另外17家营业网点覆盖了上海、深圳、北京等经济相对发达地区及河南、山西等中西部地区，形成了“立足广西、面向全国”的营业网点布局。

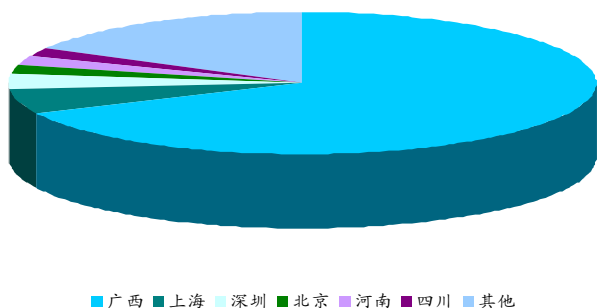
公司经纪业务实力中等，在各大券商“跑马圈地”争夺市场的激烈竞争环境下，公司经纪业务市场份额在2009、2010年有所下滑，不过从2011

年上半年情况看，经纪业务市场份额总体趋于稳定，截至6月底，公司经纪业务市场份额0.68%、较之2010年底小幅回升1.49%，市场份额排名也稳居44-45位。作为广西省内营业网点最多的证券公司，公司在广西省内具有明显的区域优势，虽然近几年来不断有券商进入广西市场设立营业网点，公司经纪业务在广西省内的市场份额有所下滑，由2003年的55.10%下滑至2010年的47.54%、但仍一直保持领先地位，远高于其他竞争对手。

正是由于区域优势，公司的股基交易额有76.97%来自于广西省内，保证了公司近几年的佣金率水平虽呈现下滑态势但下滑幅度小于行业平均水平，佣金率绝对值水平也一直远高于行业平均水平，截至2010年底，行业平均佣金率水平为0.0985%，而公司平均佣金率水平为0.1517%、在上市券商中也位居第一。

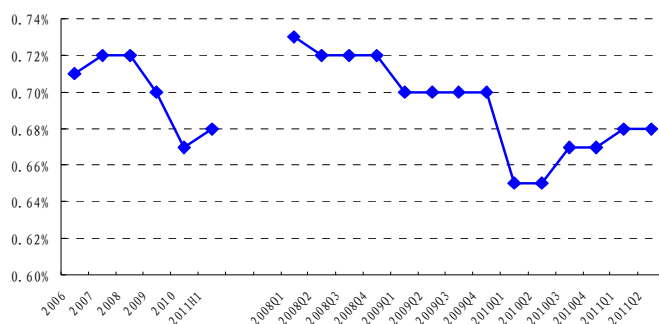
2011年上半年证券行业整体佣金率水平仍继续下滑，目前公司的实际佣金率情况我们尚不知晓，虽然公司不断创新，努力将营业部打造成“服务、理财、营销”的综合平台，但营业网点行业排名第29（2011年6月底）、在区域性券商中的优势并不明显，我们认为公司2011年佣金率下滑态势毋庸置疑，而经纪业务市场份额基本与2010年持平，要想在市场份额方面有所突破还需要投顾、研究等多业务的支持。

图2：国海证券营业网点分布



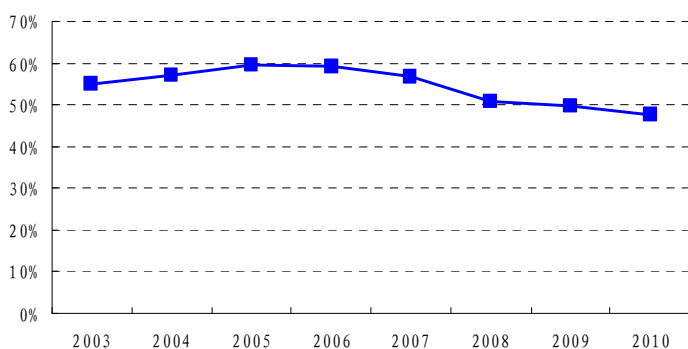
资料来源：中原证券，公司财务顾问报告

图3：国海证券经纪业务市场份额变化情况



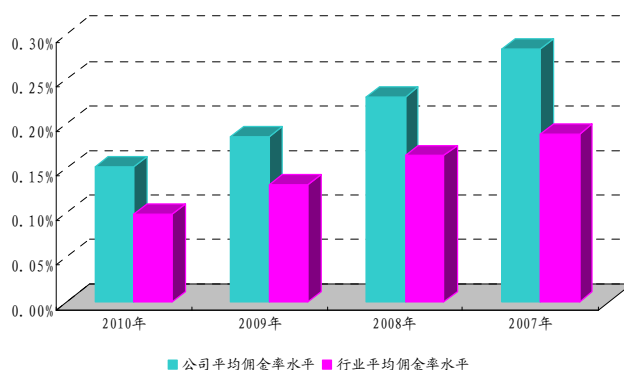
资料来源：中原证券，伟海证券精英网

图4：国海证券在广西省内的经纪业务市场份额



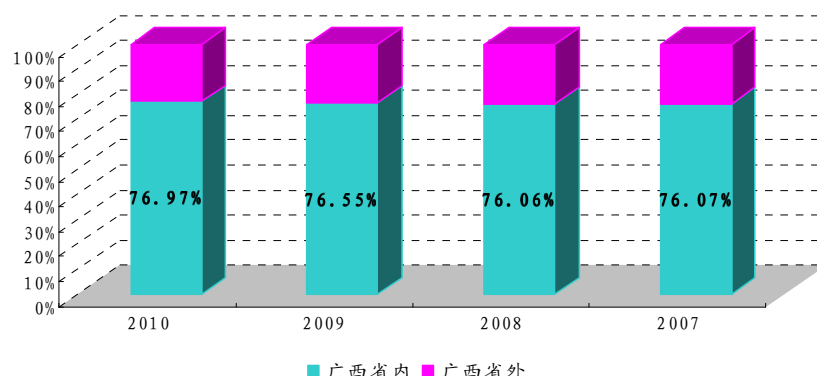
资料来源：中原证券，公司财务顾问报告

图5：国海证券综合佣金率变化情况



资料来源：中原证券，伟海证券精英网

图6: 国海证券股基交易额在广西省内外的分布情况



资料来源: 中原证券, 伟海证券精英网

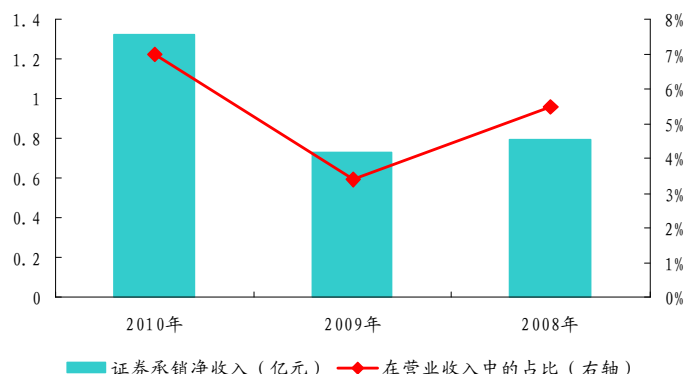
2.2 投行业务: 发展稳定

从历史业绩来看, 公司投行业务(含股票承销、固定收益承销业务)发展较为稳定, 主承销项目家数和金额分别处于行业40位和30位左右。

股票承销业务。近几年, 公司股票承销业务呈现快速发展态势, 2010年股票承销业务实现净收入1.32亿元、在营业收入中的占比由08年的5.48%提升至6.97%, 共完成2家IPO、5家增发的主承销项目、较之2009年有较大突破, 我们认为这主要得益于公司07年加大了业务投入且坚持“立足区域开发、打造特色投行”的战略。在区域开发方面, 公司坚持“立足广西, 面向全国”: 一方面, 广西市场的融资份额由2008年30%增加到2010年50%, 广西市场影响力日益凸现, 公司借助其在广西市场绝对优势巩固业务基础; 另一方面, 公司还依托营业网点, 积极拓展四川、山东、河南等其他区域的市场业务, 逐步形成以广西为重点、辐射全国的业务网络。而在业务特色方面, 公司则着力发展再融资业务, 并以中小企业为目标, 努力打造“中小企业融资专家”品牌。

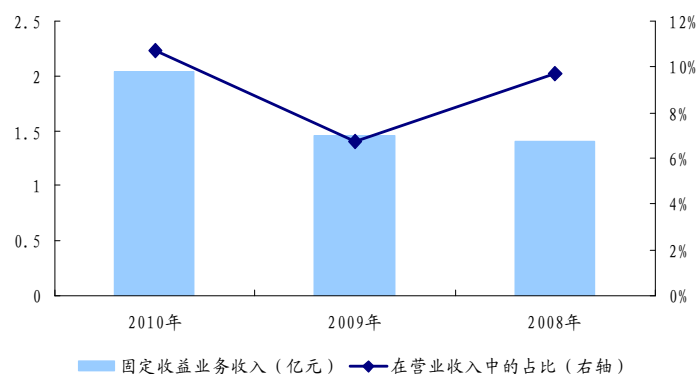
固定收益业务。公司从2004年正式开始债券业务以来, 在企业债、国债、金融债等承销和二级市场债券撮合交易等方面取得较大进展, 且拥有记账式国债承销团成员等资质, 债券承销实力位居行业中等水平, 固定收益业务稳步增长。2010年, 公司固定收益业务实现收入2.03亿元, 在营业收入中的占比为10.71%、较之2009年6.76%的占比提高了3.95个百分点。

图7：国海证券股票承销业务收入情况



资料来源：中原证券，公司财务顾问报告

图8：国海证券固定收益业务收入情况



资料来源：中原证券，公司财务顾问报告

表5：国海证券主承销情况（2007年-2011年上半年）

时间	承 销 情 况
2007年	首次公开发行项目1个，承销金额24869万元，承销收入996.07万元；债券发行项目5个，承销金额340000万元。
2008年	非公开发行项目2个，承销金额112397.9万元；债券发行项目2个，承销金额134000万元，承销收入2310万元。
2009年	首次公开发行项目1个，承销金额47700万元，承销收入2280万元；非公开发行项目1个，承销金额78926.80万元；债券发行项目3个，承销金额290000万元。
2010年	首次公开发行项目2个，承销金额101454.10万元，承销收入8120.16万元；非公开发行项目5个，承销金额300230.04万元；债券发行项目4个，承销金额380000万元。
2011年上半年	首次公开发行项目1个，承销金额160000万元，承销收入6250万元；债券发行项目4个，承销金额318000万元。

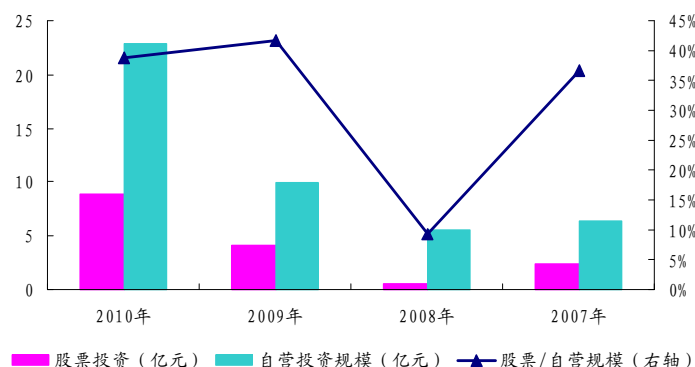
资料来源：中原证券，公司财务顾问报告，wind资讯

2.3 证券自营：投资收益率较稳定

2010年，公司自营业务实现投资收益（投资收益+公允价值变动净收益）2.15亿元，占营业收入的11.35%、较之09年底11.10%的占比略有提升。从自营投资规模来看，截至2010年底，公司自营投资规模（交易性+可供出售金融资产）合计达22.92亿元、较之09年底9.86亿元大幅增加132.45%，其中股票投资在自营业务投资总规模中占比基本稳定在40%左右（除2008年外）。

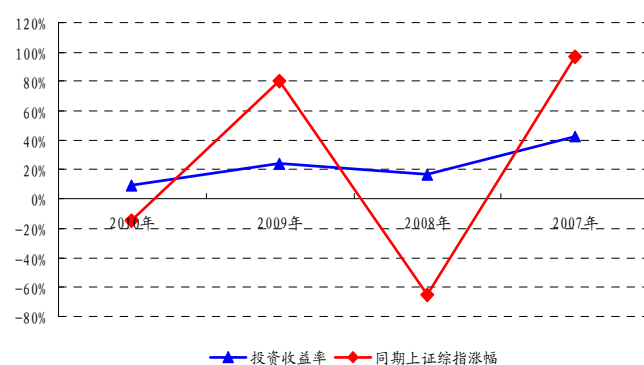
从投资收益率来看，虽然近几年公司自营投资收益率呈现下滑态势，但整体而言较为稳定，且从图10可以发现，在2008、2010年较弱的A股市场环境下，公司自营业务则取得相对较好的投资收益、强于同期上证综指涨幅，保证了公司的业绩。

图9：国海证券2007-2010年证券自营投资规模



资料来源：中原证券，wind资讯

图10：国海证券自营投资收益率与同期上证综指表现



资料来源：中原证券，wind资讯

2.4 资产管理业务：起步较早、发展可期

公司资产管理业务起步相对较早，2007年重新组建资产管理部后签署了2个定向理财合同，当年资管规模达1900万元，为后续资管业务发展奠定基础；2009年9月公司首只集合理财产品——“国海债券1号”正式设立。截至2011年8月4日，公司共管理集合理财产品4只，受托资金规模合计12.50亿元、占全行业全部集合理财产品总规模的0.84%。公司集合理财产品资产净值在全行业已成功设立集合理财产品的55家券商中位居第28位，在区域性券商中优势也较明显（见表6），不管是实力较为相当的山西证券、国金证券等，还是实力远强于公司的齐鲁证券。而从公司产品今年以来总回报（见表7）看，国海内需增长和国海金贝壳4号表现相对较好，期间总回报分别为-0.10%、-0.26%，其中国海内需增长在132只平衡混合型产品中位居第16；国海债券1号和国海收益精选相对较弱，但均跑赢了同期的上证综指涨幅。

2010年公司资产管理业务实现净收入0.10亿元，占营业收入的0.53%、较之09年底0.14%的占比有所提升。

表6：部分区域性券商管理的集合理财产品情况（截至8月4日）

	管理的集合理财产品数量（只）	受托资金最新规模（亿元）
东北证券	4	31.70
西南证券	1	16.75
国海证券	4	12.50
山西证券	2	10.79
齐鲁证券	2	10.75
南京证券	3	10.03
国元证券	3	7.01
东莞证券	2	6.45
上海证券	2	3.66
西部证券	1	3.61
国联证券	2	2.78

资料来源：中原证券，Wind资讯

表7: 国海证券集合理财产品情况 (截至2011年8月4日)

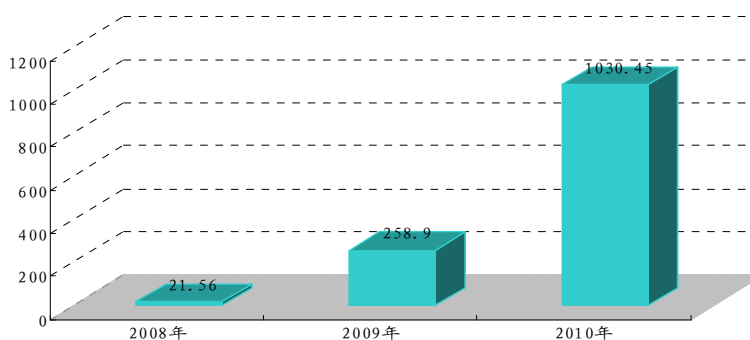
	成立日期	投资类型	最新规模(亿元)	成立以来 总回报(%)	今年以来总 回报(%)	今年以来总回报 在同类排名
国海债券1号	2009/9/7	混合债券型	3.81	8.60	-1.10	11/27
国海内需增长	2010/4/29	平衡混合型	1.61	2.24	-0.10	16/132
国海收益精选	2010/10/29	平衡混合型	1.54	-9.73	-3.91	52/132
国海金贝壳4号	2011/6/23	平衡混合型	5.73	-0.26	/	/

资料来源: 中原证券, Wind资讯

2.5 期货业务: 具备盈利能力但业绩贡献有限

2009年1月, 国海证券对浙江良时期货进行增资扩股, 出资比例占增资后注册资本70%, 增资扩股后更名为国海良时期货; 此后, 2010年1月, 国海证券受让了浙江粮食集团和浙江粮油物资合计所持有的13.84%国海良时期货股权, 受让后公司持股83.84%。从期货公司盈利情况看, 2010年, 国海良时期货实现净利润1030.45万元、较之09年大幅增加298.01%, 已具备一定的盈利能力。

图11: 2008-2010年国海良时期货净利润情况 单位: 万元



资料来源: 中原证券, 公司财务顾问报告

3. 公司竞争优劣势分析

根据对国海证券发展历程和主要业务的分析, 我们认为, 公司存在以下几方面的优劣势:

3.1 竞争劣势

对于区域性券商而言, 资本实力往往制约了公司各项业务发展的空间, 国海证券也不例外。截至2010年底, 公司净资本仅20.64亿元、在上市券商中仅高于太平洋证券, 一定程度限制了公司业务开展的空间, 尤其是资本密集型的创新业务, 以至于公司目前融资融券、直投业务等创新业务都尚未开展, 减少了潜在的收入来源。

此外, 公司营业网点家数相较于其他区域性券商优势也不明显。截至

2011年6月底，公司共有53家营业网点、营业网点数在行业中排名第29，而目前营业网点扩张还在继续，经纪业务激烈的竞争尚未停止，公司营业网点数偏少，且佣金率高于行业平均水平并存在进一步下滑的风险，将可能会对公司整体经纪业务市场份额的提升带来一定的隐患。

3.2 竞争相对优势

(1) 固定收益实力

公司固定收益业务以无风险的客户撮合交易和风险较低的债券承销业务为主，拥有财政部甲类国债承销团成员等资质。近几年，公司固定收益业务收入呈现增长态势，在营业收入中的占比也逐步提升，相较于同等规模的券商已形成一定的实力。

(2) 经纪业务区域优势

公司营业网点中有67.92%分布在广西省内，公司经纪业务在广西省内具有明显的区域优势，近几年公司在广西省内的市场份额虽然因有更多的券商参与进来而略有下滑，但基本稳定在50%左右、稳居第一。而广西省交易额贡献率呈现稳步增长态势，2010年度广西省交易额贡献率为1.05%、与2009年度基本持平，股基交易总额10952.12亿元、较之2009年度小幅增加0.82%。区域优势保证了公司的证券交易量及其经纪业务市场份额。

4. 盈利预测和估值分析

4.1 盈利预测

根据公司2010年各项业务的经营情况和发展势头，我们在假设公司2011年经纪业务收入占比为58%、测算佣金费率（=代理买卖经纪业务净收入/股票基金交易金额）0.125%、所得税率25%以及公司的成本管理能力（扣除证券自营业务收入后的营业收入/营业支出）与2010年相当的前提下，对公司2011年的盈利情况做出如下预测：

表8：公司2011年盈利预测

	2200亿元	2300亿元	2400亿元	2500亿元
日均股票基金成交	2200亿元	2300亿元	2400亿元	2500亿元
营业收入（亿元）	15.25	15.94	16.63	17.33
净利润（亿元）	3.61	3.77	3.93	4.10
归属母公司净利润（亿元）	3.31	3.46	3.61	3.77
每股收益（元）	0.46	0.48	0.5	0.53

注：表中每股收益按本次借壳交易完成后的总股本7.17亿股计算

资料来源：中原证券，Wind资讯

4.2 估值分析

在现有15家上市券商中，根据各家券商资本金规模和主要经营指标在行业内的排名，我们认为东北证券、国金证券以及国海证券三家券商的综合实力相近，在行业内的排名基本位于35-50名之间。因此，若用总市值法来进行相对估值，则公司上市后总股本7.17亿股的总市值在110亿元--130亿元之间较为合理（参见表11），所对应的股价在15.34元--18.13元之间。

但若根据当前券商股尤其是与之类似的两家券商的整体估值水平，我们认为，给予公司23-27倍市盈率的估值水平较为合理，则根据上述我们对公司2011年全年收益的预测，则公司合理的定价区间为11.50-13.50元。

表9：上市券商股总市值及估值一览

证券简称	总股本（亿股）	总市值（亿元）	市盈率（TTM）	预测市盈率（2011年）	收盘价（元）
中信证券	99.46	1192.49	10.68	15.28	11.99
海通证券	82.28	675.50	17.50	15.36	8.21
光大证券	34.18	411.19	16.99	17.09	12.03
招商证券	46.61	595.69	18.38	16.98	12.78
广发证券	25.07	825.32	21.59	20.68	32.92
华泰证券	56.00	621.60	18.87	16.77	11.10
国元证券	19.64	201.91	22.03	19.20	10.28
宏源证券	14.61	225.03	18.37	16.56	15.40
长江证券	23.71	225.03	18.64	18.86	9.49
东北证券	6.39	119.36	23.61	25.82	18.67
西南证券	23.23	275.69	28.16	30.17	11.87
国金证券	10.00	132.53	26.21	24.77	13.25
太平洋	15.03	124.32	55.32	39.93	8.27
兴业证券	22.00	341.00	41.16	34.24	15.50
山西证券	24.00	204.22	49.18	32.51	8.51
算术平均值			25.78	22.95	13.35

注：表中数据截止日为8月5日，收盘价采取前复权方式

资料来源：中原证券，Wind资讯

4.3 复牌上市后表现

公司上市后流通股本仅1.47亿股，属于目前已上市券商中流通股本最小的券商股，我们认为公司复牌首日受资金追捧的可能性较大。参考上市券商中流通股本相对较小的西南证券和兴业证券，我们认为复牌首日公司估值可能达30-40倍，对应复牌首日价格波动区间为15-20元。

5. 风险提示

- （1）证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大。
- （2）经纪业务佣金率及市场份额存在大幅下滑的可能性。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。