



证券研究报告·上市公司深度

证券、信托

借壳成功 国海挺进资本市场

国海证券(000750)

国海借壳 SST 集琦交易方案

集琦集团将所持桂林集琦 41.34% 的股权转让给索美公司、桂林集琦就全部资产与索美公司及索科公司 9.79% 国海证券股权进行资产置换、桂林集琦以新增股份 5.017 亿股吸收合并国海证券。

交易及股权分置改革实施完成后，广西投资集团将持有桂林集琦 26.04% 的股权，成为控股股东。国海证券则实现了借壳上市。

国海证券公司基本面良好

20 年来跨越式成长。国海证券前身广西证券创立于 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。公司目前注册资本 8 亿元，员工总数超过 2000 人。分别在深圳、北京、上海设立了 5 家分公司，在广西区内及区外主要省会城市设立 55 家营业机构，先后控股国海富兰克林基金管理有限公司和国海良时期货有限公司。

发展快速的证券公司。

近年来，公司净资产、净资本迅速扩张，扩张速度明显好于行业；营业收入及净利润稳定，波动小于行业；盈利水平处于行业较领先地位。

经纪业务在广西具有绝对的垄断地位。经纪业务近年市场份额较稳定，佣金水平处于行业较高水平，在广西具有绝对网点优势。公司投行业务快速增长，资管业务双轮驱动，自营业务稳健发展。

投资建议

公司将完全实现向证券行业的转型，盈利能力将显著提高。给予公司增持评级，目标价 18.6 元。

受益股票有桂东电力(600310)、中恒集团(600252)、ST 河化(000953)、索芙特(000662)，其对应上市公司在本次重组及股改完成后持有国海证券股权，国海证券借壳成功将增加以上公司的投资价值，建议关注。

预测和比率

	2009A	2010A	2011F	2012F
主营收入(万)	214388.53	189499.16	175032.07	208155.30
主营收入增长率	48.65%	-11.61%	-7.63%	18.92%
净利润(万)	70616.10	45670.04	43126.81	51158.88
净利润增长率	106.77%	-35.33%	-5.57%	18.62%
ROE	35.92%	17.69%	14.59%	15.28%
EPS(元)	0.88	0.57	0.54	0.64
BVPS	2.62	3.18	3.92	4.49
P/E	21.36	33.02	34.97	29.48
P/B	7.19	5.92	4.81	4.20

维持评级

增持

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：曾羽

zengyu@csc.com.cn

010-85156333

发布日期：2011 年 8 月 9 日

当前股价：4.39 元

目标价格 6 个月：18.6 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.00/2.90	0.00/7.98	0.00/-1.58

12 月最高/最低价(元) 0.0/0.0

总股本(万股) 21505.74

流通 A 股(万股) 12215.21

总市值(亿元) 9.44

流通市值(亿元) 5.36

近 3 月日均成交量(万) 0.00

主要股东

广西梧州索芙特美容保健品有限公司 41.34%

股价表现

SST 集琦 深证成指

相关研究报告

11.08.03 国海上市倒计时 多股受益

11.08.02 将受益国海借壳 投资价值增加

目录

交易方案	1
交易步骤	1
交易及股改前后股本结构	2
实际控制人	3
国海证券公司及经营情况	3
历史沿革：跨越式成长	3
发展快速的证券公司	5
经纪业务在广西具有绝对的垄断地位	7
投行业务立足区域、打造特色	9
资管业务双轮驱动	10
证券投资业务稳健发展	11
盈利预测及估值	12
投资建议	14
风险分析	14

图例

图 1：集琦集团与索美公司股权置换方式	1
图 2：桂林集琦与索美公司资产及股权置换方式	1
图 3：桂林集琦吸收合并国海证券方式	1
图 4：桂林集琦吸收合并国海证券方式	3
图 5：国海证券发展历程	3
图 6：国海证券业务范围	4
图 7：国海及行业净资产年度走势对比	5
图 8：国海及行业净资本年度走势对比	5
图 9：国海及行业营业收入年度走势对比	5
图 10：国海及行业净利润年度走势对比	5
图 11：上市券商营业收入对比	6
图 12：国海证券与上市券商净利润对比	6
图 13：净资本收益率行业排名	6
图 14：国海证券与上市券商净资本收益率对比	6
图 15：净资本收益率及排名走势	6
图 16：资产负债率及收益走势	6
图 17：国海市场份额月度走势	7
图 18：上市券商经纪业务市场占有率	7
图 19：国海及行业佣金率对比	8
图 20：国海证券佣金率与上市券商对比	8



图 21: 国海营业部省份分布	8
图 22: 国海证券营业部广西省内分布	8
图 23: 广西各券商营业部数目 单位:家	9
图 24: 国海与广西其他营业部家数占比	9
图 25: 国海与广西其他营业部交易占比	9
图 26: 国海证券投行业务主承销家数走势	9
图 27: 国海证券承销规模及市占率走势	9
图 28: 国海证券投行业务收入与上市券商对比	10
图 29: 国海富兰克林基金公司规模及收入	10
图 30: 国海资产管理业务收入走势	10
图 31: 国海证券自营业务规模	11
图 32: 国海证券自营收益及收益率	11
图 33: 上市券商经纪业务市场占有率	12
图 34: 上市券商营业收入对比	12
图 35: 上市券商净利润对比	12
图 36: 上市券商市值对比	12
图 37: 国海证券与上市券商佣金率对比	12

表格

表 1: 交易前后股本结构变化	2
表 2: 股改前后股权结构变化	2
表 3: 国海证券股权结构	4
表 4: 国海证券盈利预测及估值	13
表 5: 上市券商最新市值、股本情况	13
表 6: 日均交易额 2400 亿元情况下估值	14

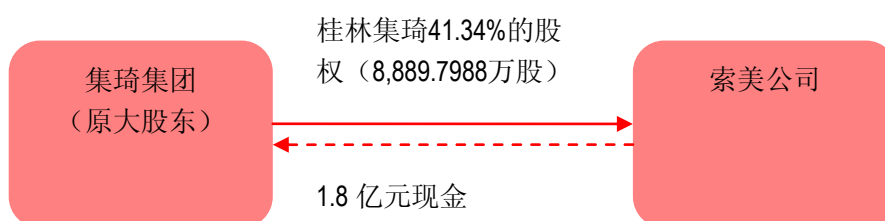
交易方案

集琦集团将所持桂林集琦 41.34% 的股权转让给索美公司、桂林集琦与索美公司及索科公司进行资产置换、桂林集琦以新增股份吸收合并国海证券等三个步骤，具体如下：

交易步骤

步骤一：索美公司受让集琦集团所持桂林集琦全部股权

图 1：集琦集团与索美公司股权置换方式



资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

步骤二：桂林集琦以资产置换索美公司及索科公司所持国海证券股权及部分现金

图 2：桂林集琦与索美公司资产及股权置换方式



资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

步骤三：本公司以新增股份方式吸收合并国海证券

图 3：桂林集琦吸收合并国海证券方式



资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

交易及股改前后股本结构

表 1：交易前后股本结构变化

序号	股东名称	本次交易前		本次交易完成后	
		持股数量(股)	出资比例	持股数量(股)	持股比例
1	广西投资集团有限公司	0	0.00%	194,663,978	27.16%
2	广西梧州芙特美容保健品有限公司	0	0.00%	88,897,988	12.40%
3	广西桂东电力股份有限公司	0	0.00%	82,544,479	11.52%
4	广西荣桂贸易公司	0	0.00%	58,969,281	8.23%
5	广西梧州中恒集团股份有限公司	0	0.00%	41,713,710	5.82%
6	湖南湘晖资产经营股份有限公司	0	0.00%	37,273,308	5.20%
7	广西河池化工股份有限公司	0	0.00%	27,809,140	3.88%
8	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	0	0.00%	18,917,782	2.64%
9	广州市靓本清超市有限公司	0	0.00%	11,999,029	1.67%
10	武汉香溢大酒店有限公司	0	0.00%	9,075,257	1.27%
11	玉林市华龙商务有限责任公司	0	0.00%	8,544,358	1.19%
12	广西梧州冰泉实业股份有限公司	0	0.00%	6,952,285	0.97%
13	深圳市金亚龙投资有限公司	0	0.00%	3,260,622	0.45%
14	桂林集琦集团有限公司	88,897,988	41.34%	0	0.00%
15	南宁市荣高投资有限公司	3,959,412	1.84%	3,959,412	0.55%
16	无限售条件的流通股	122,200,000	56.82%	122,200,000	17.05%
	合 计	215,057,400	100.00%	716,780,629	100.00%

资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

注：假设本次交易实施时，没有流通股股东行使现金选择权。

在本公司进行重大资产置换及新增股份吸收合并的同时，公司拟实施股权分置改革，股权分置改革完成后，本公司股本结构变化情况如下：

表 2：股改前后股权结构变化

序号	股东名称	股改前		股改后	
		持股数量(股)	出资比例	持股数量(股)	持股比例
1	广西投资集团有限公司	194,663,978	27.16%	186,662,393	26.04%
2	广西梧州索芙特美容保健品有限公司	88,897,988	12.40%	85,243,872	11.89%
3	广西桂东电力股份有限公司	82,544,479	11.52%	79,151,521	11.04%
4	广西荣桂贸易公司	58,969,281	8.23%	56,545,372	7.89%
5	广西梧州中恒集团股份有限公司	41,713,710	5.82%	39,999,085	5.58%
6	湖南湘晖资产经营股份有限公司	37,273,308	5.20%	35,741,203	4.99%
7	广西河池化工股份有限公司	27,809,140	3.88%	26,666,056	3.72%
8	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	18,917,782	2.64%	18,140,174	2.53%
9	广州市靓本清超市有限公司	11,999,029	1.67%	11,505,814	1.61%
10	武汉香溢大酒店有限公司	9,075,257	1.27%	8,702,222	1.21%
11	玉林市华龙商务有限责任公司	8,544,358	1.19%	8,193,146	1.14%
12	广西梧州冰泉实业股份有限公司	6,952,285	0.97%	6,666,514	0.93%
13	深圳市金亚龙投资有限公司	3,260,622	0.45%	3,126,595	0.44%
14	南宁市荣高投资有限公司	3,959,412	0.55%	3,796,662	0.53%
15	无限售条件的流通股	122,200,000	17.05%	146,640,000	20.46%
	合计	716,780,629	100.00%	716,780,629	100.00%

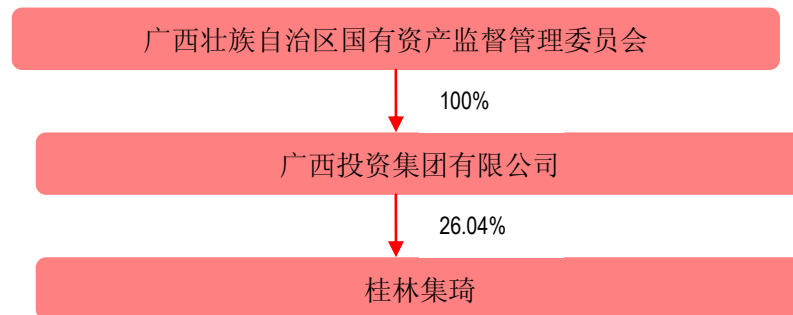
资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部



实际控制人

本次交易及股权分置改革实施完成后，广西投资集团将持有桂林集琦 26.04% 的股权，成为控股股东。广西投资集团的实际控制人为广西壮族自治区国有资产监督管理委员会，持有广西投资集团 100% 的股权。本次交易及股改完成后，桂林集琦与控股股东、实际控制人股权关系结构图如下：

图 4：桂林集琦吸收合并国海证券方式



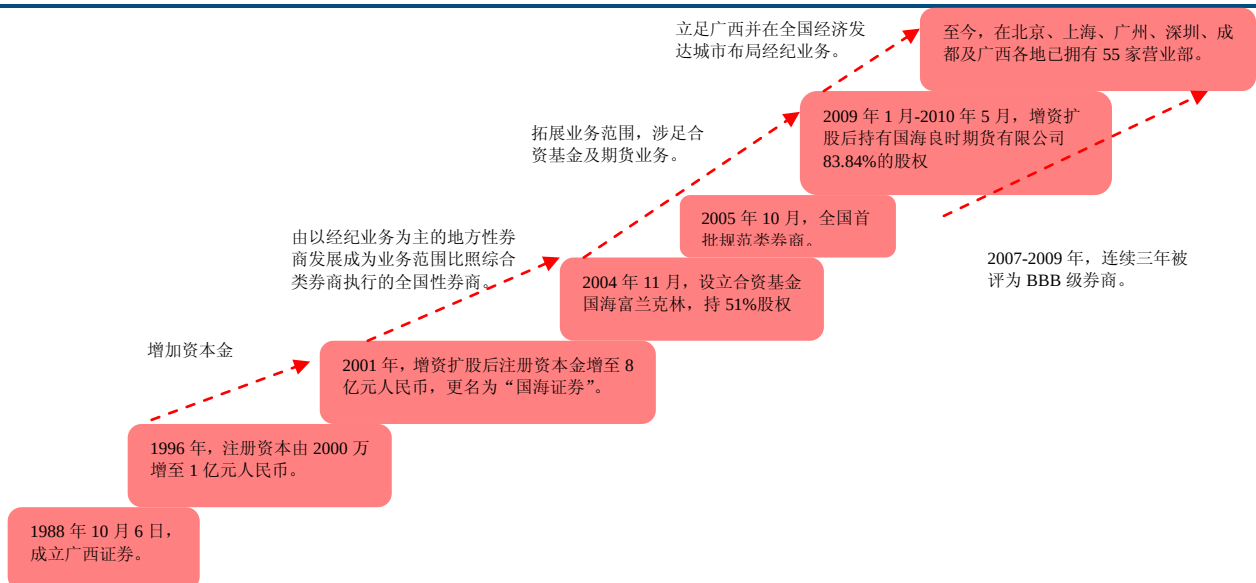
资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

国海证券公司及经营情况

历史沿革：跨越式成长

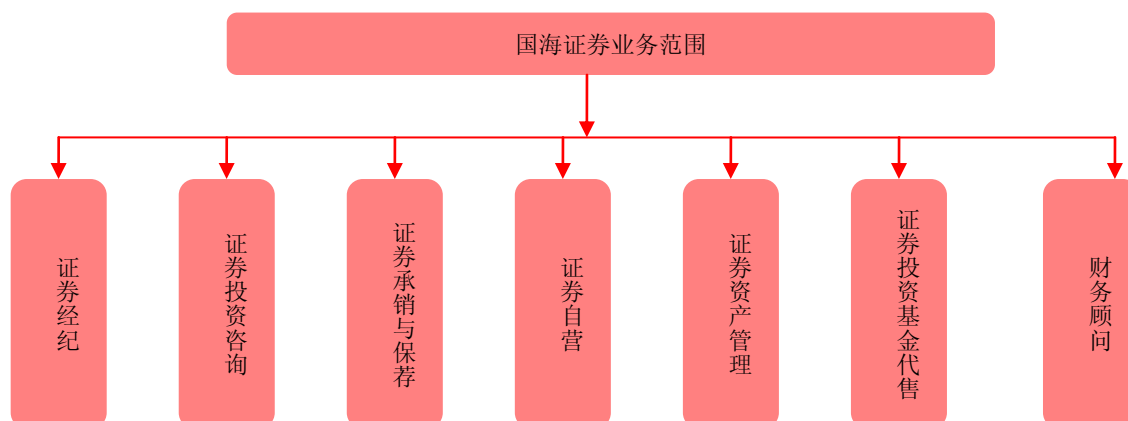
国海证券前身为广西证券，创立于 1988 年，是国内首批成立、唯一在广西区内注册的全国性综合类证券公司，也是首批审核通过的规范类证券公司之一。公司目前注册资本 8 亿元，员工总数超过 2000 人。分别在深圳、北京、上海设立了 5 家分公司，在广西区内及区外主要省会城市设立 55 家营业机构，先后控股国海富兰克林基金管理有限公司和国海良时期货有限公司。经过二十余年的稳健发展，公司逐步形成了独具特色的比较优势。

图 5：国海证券发展历程



资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

公司经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、证券投资基金代销。具有证券业务外汇经营资格、网上证券委托业务资格、全国银行间同业拆借市场成员资格、国债承销业务资格、中国证券登记结算有限责任公司结算参与人资格、代办系统主办券商业务资格（含股份转让业务、股份报价业务）。

图 6：国海证券业务范围


资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

股东稳定且实力雄厚。2001 年增资扩股后，公司主要股东均为大型国有投资集团或国有企业，为国海的长远发展提供了坚强后盾。

表 3：国海证券股权结构

股 东 名 称	出资额(元)	出资比例(%)
广西投资集团有限公司	280,000,000	35
广西桂东电力股份有限公司	118,730,000	14.84
广西荣桂贸易公司	84,820,000	10.6
广西梧州索芙特美容保健品有限公司	73,000,000	9.12
广西梧州中恒集团股份有限公司	60,000,000	7.5
湖南湘晖资产经营股份有限公司	53,613,033	6.7
广西河池化工股份有限公司	40,000,000	5
株洲市国有资产投资控股集团有限公司	27,210,884	3.4
广州市靓本清超市有限公司	17,259,116	2.16
武汉香溢大酒店有限公司	13,053,633	1.63
玉林市华龙商务有限责任公司	12,290,000	1.54
广西梧州冰泉实业股份有限公司	10,000,000	1.25
广西索芙特科技股份有限公司	5,333,334	0.67
深圳市金亚龙投资有限公司	4,690,000	0.59

资料来源：公司交易报告书，中信建投研究发展部

发展快速的证券公司

净资产、净资本迅速扩张

近年来，公司规模快速增长。2007-2010 年，国海证券净资产由 11.8 亿元增至 27.91 亿元，年均复合增长率达到 33%，大幅领先于行业的 17%；同期，净资本由 7.11 亿元增至 20.64 亿元，年均复合增长率达到 43%，远超行业 15% 的平均水平。

图 7：国海及行业净资产年度走势对比

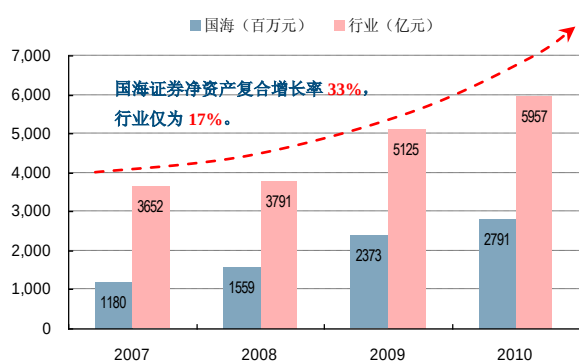
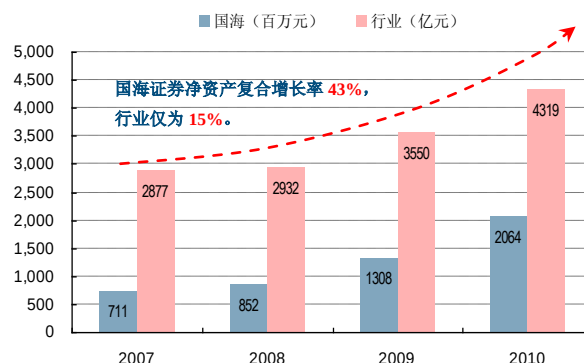


图 8：国海及行业净资本年度走势对比



资料来源：wind，中信建投研究发展部

营业收入及净利润稳定，波动小于行业。

2007-2010 年 4 年间，我国证券市场经历了 2007 年大牛市以来的诸多转变，经营水平波动明显，对券商经营产生较大影响。期间，国海证券营收水平稳定性好与行业，其营业收入额的变异系数为 0.19，低于行业 0.31 的平均水平；国海证券净利润额变异系数 0.30，亦低于行业 0.40 的平均水平。

图 9：国海及行业营业收入年度走势对比

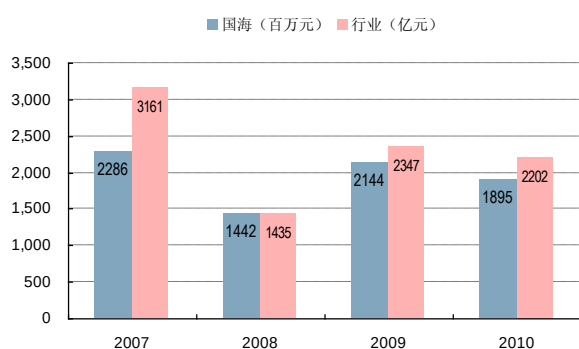
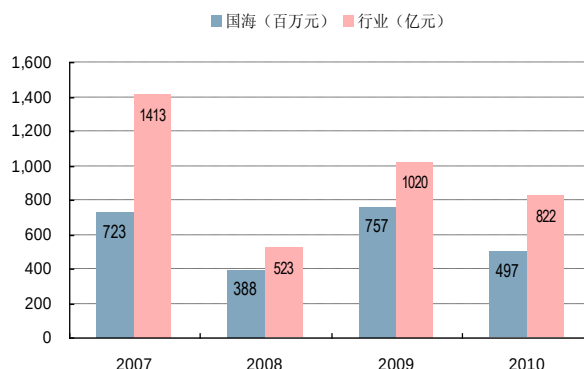


图 10：国海及行业净利润年度走势对比

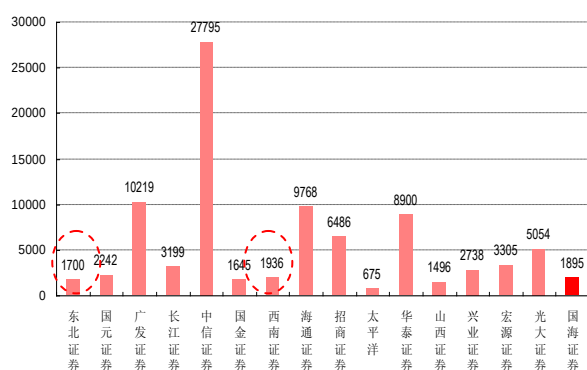


资料来源：wind，中信建投研究发展部

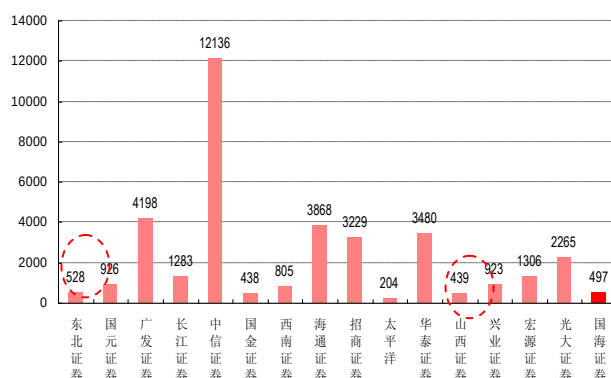
对比国内已上市券商，2010 年国海证券 18.95 亿元的营业收入以及 4.97 亿元的净利润与上市券商中的东北证券（营业收入 17 亿元、净利润 5.28 亿元）、西南证券（营业收入 19.36 亿元、净利润 8.05 亿元）以及山西证券（营业收入 14.96 亿元、净利润 4.39 亿元）。

图 11：上市券商营业收入对比

单位：百万元


图 12：国海证券与上市券商净利润对比

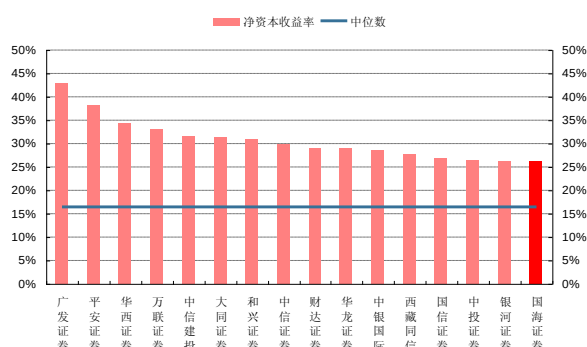
单位：百万元



资料来源：wind，中信建投研究发展部

盈利水平处于行业较领先位置。

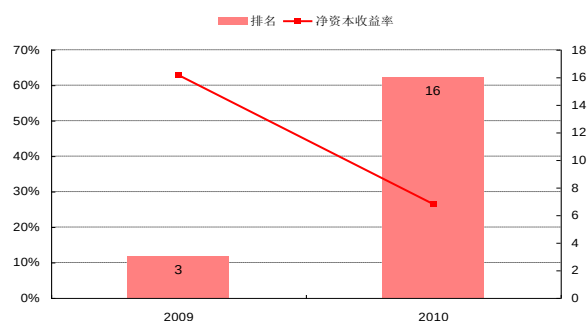
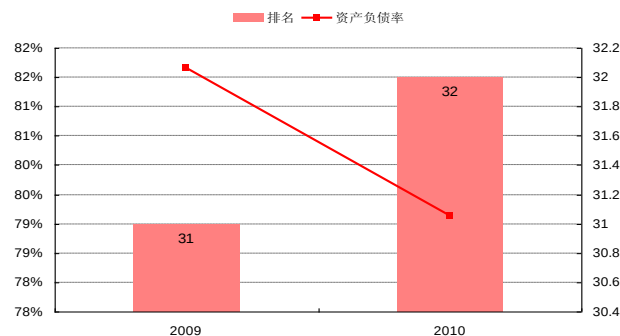
截至 2010 年底，国海证券净资产收益率 26.34%，在百余家券商中以第 16 位的排名位居前列，并远高于行业中位数 16.49%。同时，2009 年以来，在资产负债率水平不太高（行业第 31 和第 32 位）的情况下，净资产收益率市场排名分别为第 3 位和第 16 位，公司经营效率尚可圈点。

图 13：净资产收益率行业排名

图 14：国海证券与上市券商净资产收益率对比

单位：%



资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 15：净资产收益率及排名走势

图 16：资产负债率及收益走势


资料来源：wind，中信建投研究发展部

对比国内已上市券商,2010 年国海证券 26.34%的净资本收益率与区域券商东北证券(净资本收益率 16.17%)及宏源证券(净资本收益率 18.88%)较为接近,并好于大多数上市券商。

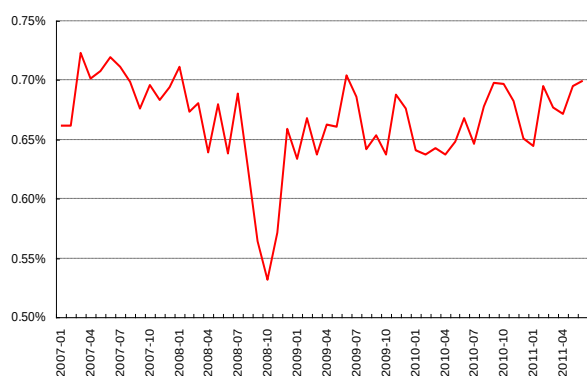
经纪业务在广西具有绝对的垄断地位

2004 年以来,国海证券将部分业务区域重叠的营业部进行迁址,进一步优化了经纪业务网络布局,形成了立足广西、面向全国的发展格局,为经纪业务的进一步全面发展打下了良好基础。截至 2010 年底,国海证券已拥有 112.99 万名客户,客户数量保持稳步增长的趋势。2005 -2010 年,国海证券经纪业务累计完成证券代理交易金额 28,531.96 亿元,完成股票、基金代理交易金额 26,202.73 亿元。其中 2005 年度完成证券代理交易金额 606 亿元,完成股票、基金代理交易金额 26,202.73 亿元;2006 年度完成证券代理交易金额 1,532 亿元,完成股票、基金代理交易金额 1,265 亿元;2007 年度完成证券代理交易金额 7,329 亿元,完成股票、基金代理交易金额 6,409 亿元;2008 年经纪业务新增客户 69,789 户,完成证券代理交易金额 4,296.20 亿元,完成股票、基金代理交易金额 3,746.56 亿元;2009 年经纪业务系统新增客户 190,890 户,完成证券代理交易金额 7,706.76 亿元,完成股票、基金代理交易金额 7,349.63 亿元;2010 年,国海证券经纪业务系统当年新增客户 18.98 万户,完成证券代理交易金额 7,062.30 亿元,完成股票、基金代理交易金额 6,950.54 亿元,在深沪两个交易所分别排名第 42、和第 46 位。

市场份额较稳定

2007 年以来,国海证券股基权交易市占率基本稳定在 0.63%-0.72%之间,今年 4 月份以来,市占率更是稳步上升,截至 2011 年 6 月,国海证券市占率 0.67%,居于行业第 44 位。

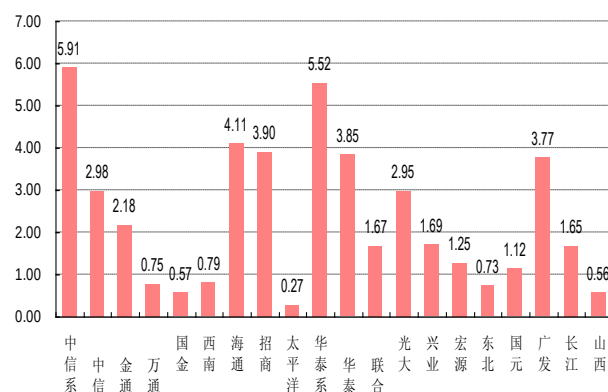
图 17: 国海市场份额月度走势



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 18: 上市券商经纪业务市场占有率

单位: %



对比国内已上市券商,其 0.67%的市场占有率最为接近的上市券商是东北证券(0.73%)、西南证券(0.79%)以及山西证券(0.56%)。

佣金水平处于全国前列

截至 2010 年底,国海证券佣金率 1.50%,居于行业第三的高位水平,同时远高于 0.87%的行业平均水平。由于截至 2011 年 6 月底,证券营业部相对饱和地区中仅广西省仅有南宁市的青秀区,所以广西省今后营业部不受地区饱和度限制而扩张可能性较大,1.50%的佣金水平存或存在降低可能。

图 19: 国海及行业佣金率对比

单位: %

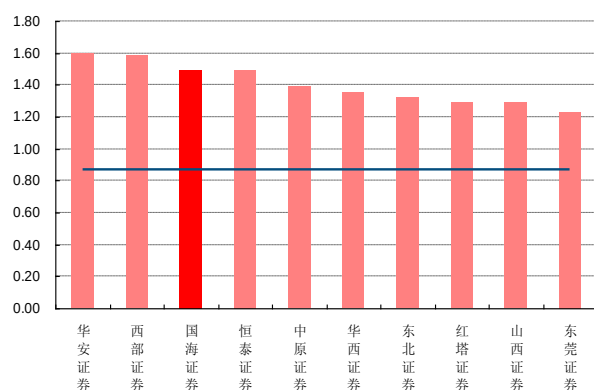
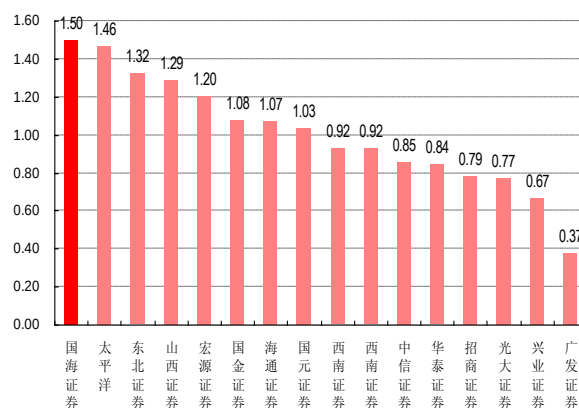


图 20: 国海证券佣金率与上市券商对比

单位: %



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

对比国内已上市券商,其 1.5%的市场占有率最为接近的上市券商是太平洋证券(1.46%)、东北证券(1.32%)以及山西证券(1.29%)。

在广西省具有绝对网点优势

截至 2011 年 7 月,公司共拥有营业部 55 家,其中 38 家位于广西省省内,其余在北京、上海、广州及深圳等合计布点 17 家。在广西省的营业部则主要集中在南宁及桂林等经济较发达城市,分别有 7 家,市场渗透率极高。

图 21: 国海营业部省份分布

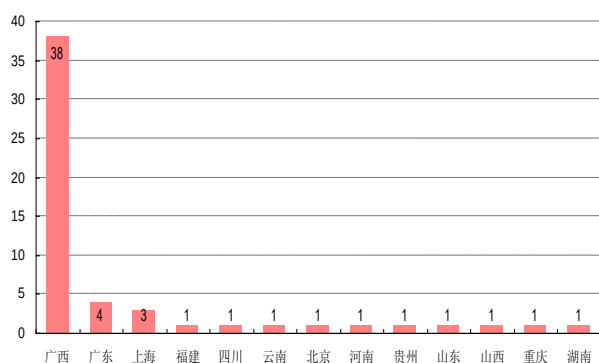
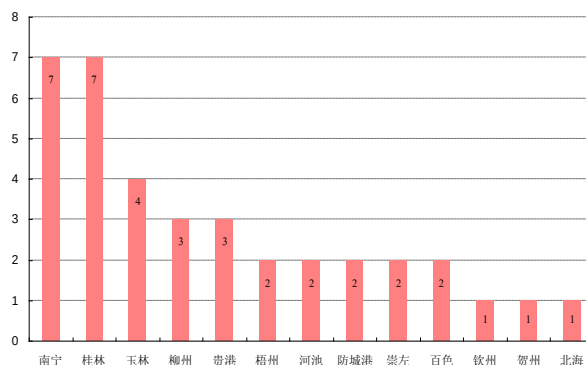


图 22: 国海证券营业部广西省内分布



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

国海证券营业部数目在广西省具有绝对优势,其营业部数目基本与其他所有券商在广西省营业部数目合计相持平,网点优势突出。其在广西省营业部数目占比为 46%,股基权交易额占比为 48%,反映其在营业部数目占优的情况下,部均交易水平在广西亦好于其他券商平均水平。

图 23:广西各券商营业部数目 单位:家

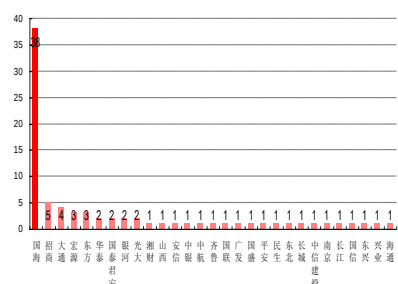


图 24: 国海与广西其他营业部家数占比

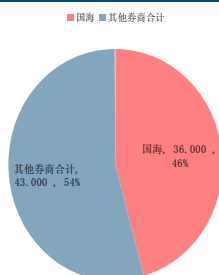
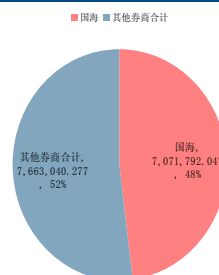


图 25: 国海与广西其他营业部交易占比



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

投行业务立足区域、打造特色

投行快速发展

国海证券投行业务具有“立足区域开发、打造特色投行”的发展特质,近年来快速发展。2007 年投行业务实现业务收入 2,695.43 万元;2008 年,实现收入 4,954.05 万元,较 2007 年增长超过 80%;2009 年,维持平稳发展;2010 年,国海证券投行业务实现收入 1.56 亿元,较 2009 年增长 226%,超过 2008、2009 两年收入总和。

立足区域开发,打造特色投行

在区域开发方面,体现为立足广西、面向全国。广西市场融资份额由 2008 年的 30%增加到 2010 年的 50%,广西市场影响力日益凸现。与此同时,依托营业机构,积极拓展浙江、四川、山东、河南等其他区域市场业务,逐步形成以广西为重点,辐射全国的业务网络。

在业务特色方面,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。2008 年完成再融资项目 4 家,券商排名第 14 位,首次进入行业前 20 名行列。2010 年,完成再融资项目 5 家,券商排名第 10 位。2007 年以来,共完成中小板、创业板 IPO 项目 4 家。其中,承做的北京立思辰项目成为首批登陆创业板 28 家企业之一。

图 26: 国海证券投行业务主承销家数走势

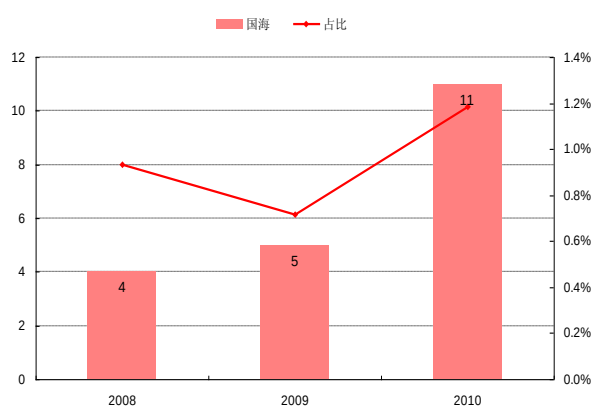
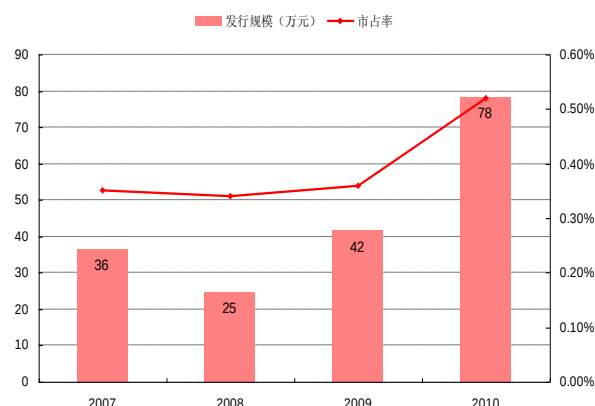


图 27: 国海证券承销规模及市占率走势

单位: 亿元

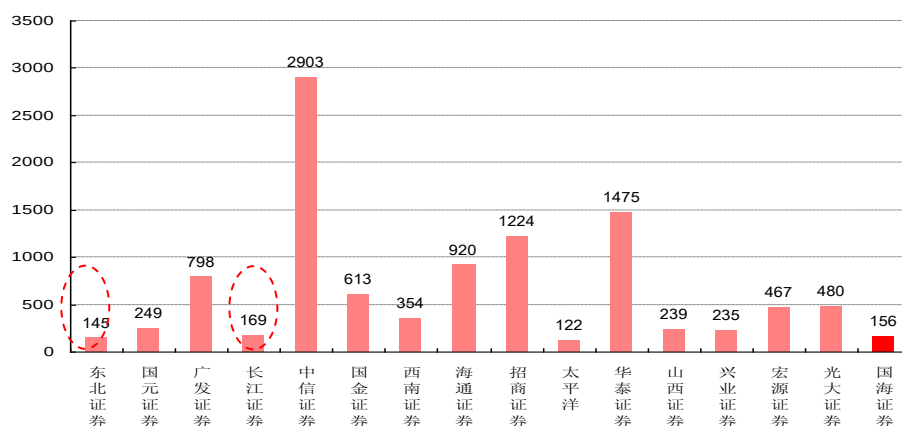


资料来源: wind, 中信建投研究发展部

对比已上市券商,公司投行业务收入规模与东北证券相近。

图 28：国海证券投行业务收入与上市券商对比

单位：百万



资料来源：wind，中信建投研究发展部

资管业务双轮驱动

公司资管业务稳步发展

2009 年 12 月，国海证券设立证券资产管理分公司，统一管理受托资产管理业务。截至 2011 年 7 月 24 日，证券资产管理分公司管理着 5 个集合理财项目（国海债券 1 号集合资产管理计划、国海内需增长集合资产管理计划、国海收益精选集合资产管理计划、国海金贝壳 4 号集合理财产品、国海金贝壳 5 号集合理财产品），资产管理规模为 12.67 亿元。

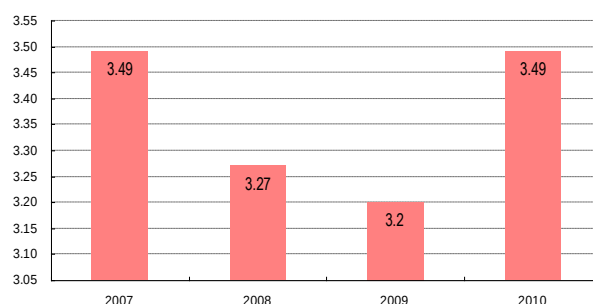
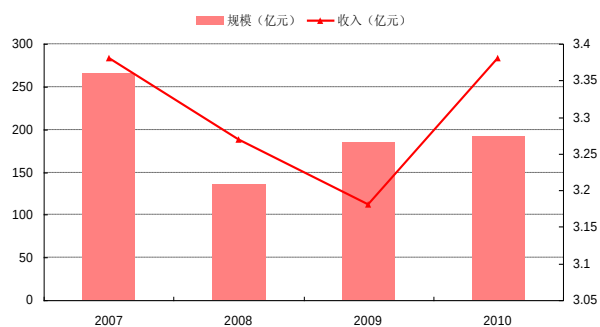
控股合资基金公司

此外，公司目前持有合资基金公司国海富兰克林 51% 的股权，贡献收入可观。国海富兰克林基金管理有限公司成立于 2004 年 11 月，由国海证券有限责任公司和富兰克林邓普顿基金集团全资子公司邓普顿国际股份有限公司共同出资组建，目前公司注册资本 2.2 亿元人民币，国海证券有限责任公司持有 51% 的股份，邓普顿国际股份有限公司持有 49% 的股份。富兰克林邓普顿基金集团是世界知名基金管理公司，在全球市场上有超过 60 年的投资管理经验。

图 29：国海富兰克林基金公司规模及收入

图 30：国海资产管理业务收入走势

单位：亿元



资料来源：wind，中信建投研究发展部

证券投资业务稳健发展

收益情况好于大盘

2005 年，证券自营日平均规模 11,516 万元，实现盈利 767 万元，浮动盈利 286 万元，投资收益率 8.28%；2006 年，日均投资规模为 2,828 万元，实现盈利 2,138 万元，浮动盈利 355 万元，资产增值率为 88%；2007 年，日均投资规模为 20,010 万元，实现盈利 9,616 万元，浮动盈利 1,775 万元，资产增值率为 56.93%；2008 年，自营业务日均投资规模为 30,503 万元，实现盈亏为-4,163.05 万元，浮动盈亏为-1,604.35 万元，资产增值率为-18.90%，远好于同期大盘表现，同期 A 股市场演绎了单边下跌行情，上证综指从 07 年的最高点 6124 点最低跌至 1664 点，跌幅高达 72%；2009 年证券自营业务日均投资规模为 24,632 万元，实现盈亏为 9,829 万元，浮动盈亏为 2,368 万元，资产增值率为 49.51%。2010 年证券自营业务月均投资规模为 6.86 亿元，实现盈亏为 2,822.65 万元，浮动盈亏为-1,981.26 万元，资产增值率为 1.29%，好于同期大盘表现（同期大盘下跌了 13.43%）。

规模稳定增长

2007-2010 年，国海证券自营规模稳定增长，其中交易性金融资产由 5.75 亿元增至 21.65 亿元，自营规模由 6.31 亿元增至 22.91 亿元，其中 2010 年自营规模增幅达到 120%。

图 31：国海证券自营业务规模

单位：亿元

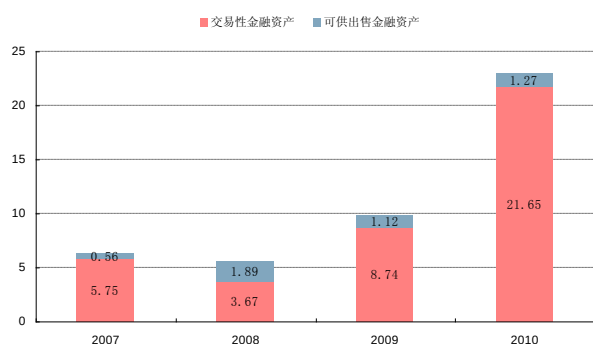
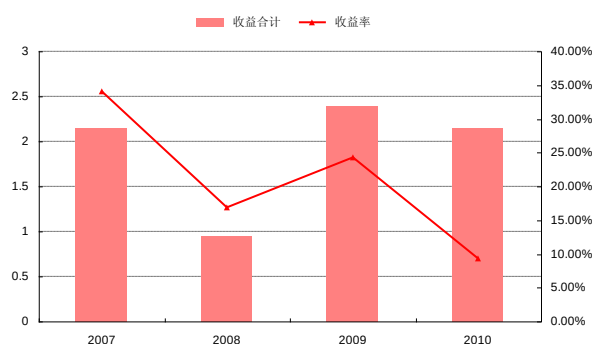


图 32：国海证券自营收益及收益率

单位：亿元



资料来源：wind，中信建投研究发展部

盈利预测及估值

对比公司净资产规模、营业收入、净利润以及经纪业务市占率、佣金率、投行业务收入等，国海证券业态与东北证券最为相似。

图 33: 上市券商经纪业务市场占有率

单位: %

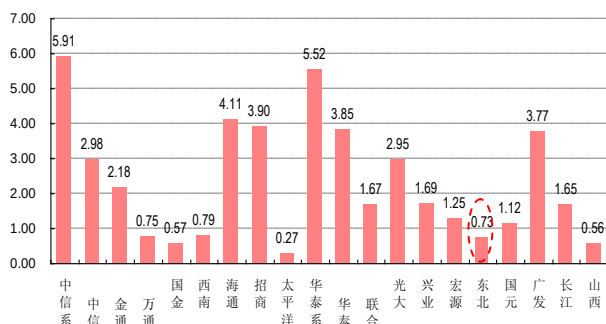
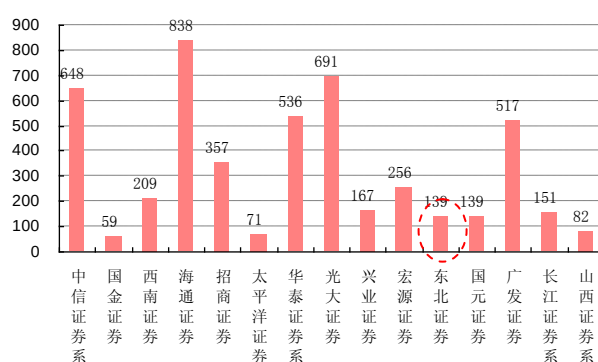


图 34: 上市券商营业收入对比

单位: 百万元



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 35: 上市券商净利润对比

单位: 百万元

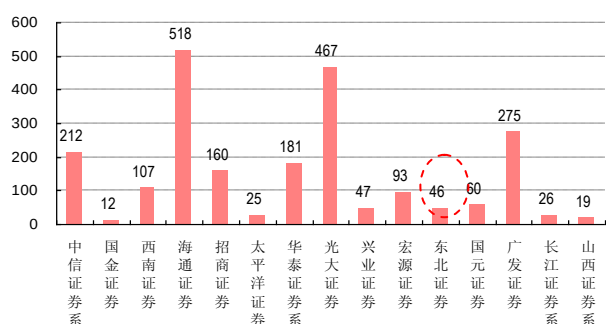
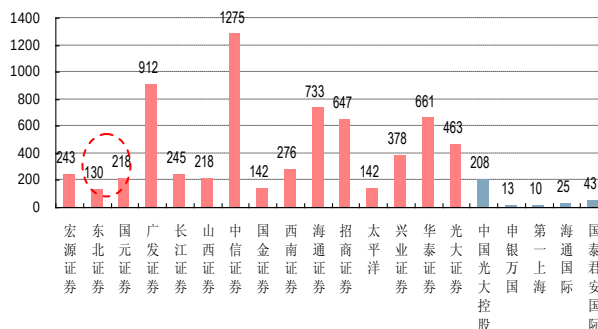


图 36: 上市券商市值对比

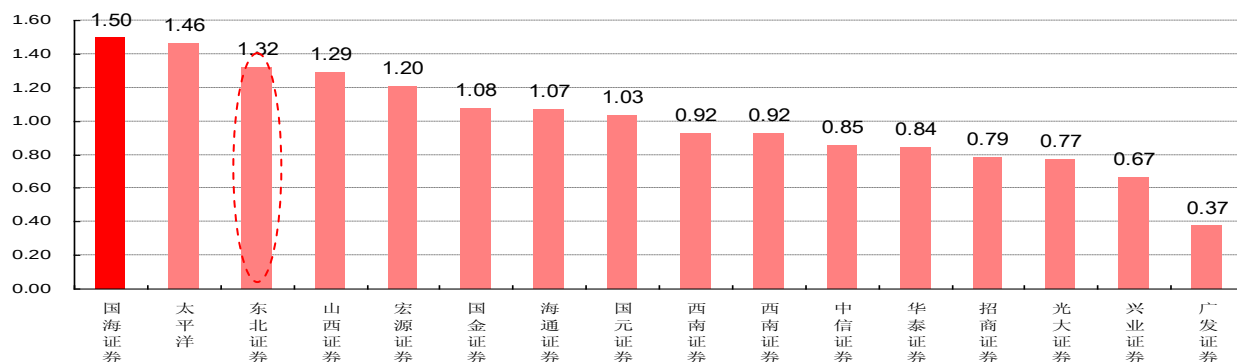
单位: 亿元



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

图 37: 国海证券与上市券商佣金率对比

单位: %



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

按照重组后股本计算,2011年EPS为0.54元,2012年EPS为0.64亿元;2011年BVPS3.92元、2012年BVPS4.49元。对非自营业务给予20倍PE,对应股价10.78元;对自营业务给予2倍PB,对应股价7.8元;其价值合计为18.6元。此外,选取可比券商东北证券目前总市值129亿元,按照国海证券7.16亿股本推算,对应每股合理价位约在18.01元。

表 4: 国海证券盈利预测及估值

	2009A	2010A	2011F	2012F
主营收入(万)	214388.53	189499.16	175032.07	208155.30
主营收入增长率	48.65%	-11.61%	-7.63%	18.92%
净利润(万)	70616.10	45670.04	43126.81	51158.88
净利润增长率	106.77%	-35.33%	-5.57%	18.62%
ROE	35.92%	17.69%	14.59%	15.28%
EPS(元)	0.88	0.57	0.54	0.64
BVPS	2.62	3.18	3.92	4.49
P/E	21.36	33.02	34.97	29.48
P/B	7.19	5.92	4.81	4.20

资料来源: wind、中信建投研究发展部

表 5: 上市券商最新市值、股本情况

股票简称	股票代码	最新价格	总市值	流通市值	总股本
		元	亿元	亿元	亿股
上市券商	--	13.31	6682.23	4220.57	502.21
宏源证券	000562.SZ	16.61	242.71	242.70	14.61
东北证券	000686.SZ	20.29	129.72	129.71	6.39
国元证券	000728.SZ	11.09	217.82	217.82	19.64
广发证券	000776.SZ	36.36	911.56	281.77	25.07
长江证券	000783.SZ	10.34	245.19	245.18	23.71
山西证券	002500.SZ	9.07	217.66	36.26	24.00
中信证券	600030.SH	12.82	1275.04	1263.50	99.46
国金证券	600109.SH	14.18	141.83	141.83	10.00
西南证券	600369.SH	11.87	275.69	45.03	23.23
海通证券	600837.SH	8.91	733.10	733.10	82.28
招商证券	600999.SH	13.88	646.96	340.83	46.61
太平洋	601099.SH	9.45	142.06	140.27	15.03
兴业证券	601377.SH	17.20	378.40	45.24	22.00
华泰证券	601688.SH	11.81	661.36	209.22	56.00
光大证券	601788.SH	13.55	463.14	148.10	34.18

资料来源: wind、中信建投研究发展部



表 6：日均交易额 2400 亿元情况下估值

	中信	海通	华泰	广发	招商	光大	长江	宏源	国元	东北	国金	兴业
2010 年 EPS	1.140	0.450	0.612	1.606	0.900	0.644	0.590	0.894	0.471	0.820	0.438	0.358
2010PE	11.649	19.911	20.062	23.769	19.978	21.750	18.492	18.590	24.164	22.805	33.333	34.290
2011 年 EPS	0.714	0.510	0.619	1.386	0.944	0.707	0.471	0.912	0.534	0.833	0.486	0.397
2011PE	18.611	17.552	19.825	27.546	19.054	19.813	23.177	18.214	21.319	22.459	30.015	30.900
2012 年 EPS	0.897	0.611	0.726	1.386	1.096	0.789	0.550	1.081	0.621	0.998	0.545	0.443
2012PE	14.804	14.666	16.903	23.731	16.412	17.754	19.843	15.380	18.336	18.743	26.772	27.677
2010 年 BVPS	7.082	5.405	5.872	7.739	6.687	6.646	4.389	4.995	7.862	5.420	3.018	3.816
2010PB	1.875	1.658	2.090	4.934	2.689	2.107	2.486	3.327	1.447	3.450	4.837	3.215
2011 年 BVPS	7.306	5.775	6.218	8.631	7.467	6.761	5.334	5.026	7.759	6.160	3.505	3.984
2011PB	1.818	1.551	1.973	4.424	2.408	2.071	2.045	3.307	1.467	3.036	4.166	3.080
2012 年 BVPS	8.203	6.386	6.799	10.240	8.343	7.392	5.829	5.481	5.481	6.319	3.712	4.339
2012PB	1.619	1.551	1.805	3.729	2.155	1.894	1.872	3.032	3.032	2.959	3.933	2.828

资料来源：中信建投研究发展部

投资建议

本次交易完成后，公司将完全实现向证券行业的转型，盈利能力将显著提高。给予公司增持评级，目标价 18.6 元。

风险分析

国海证券经纪业务主要分布地广西省营业部饱和度低，其他券商进入无制度上的壁垒，其目前维持的高佣金率水平有可能下滑，从而降低经纪业务收入。



分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。