

# 国海证券：增发为公司转型铺垫

## 中性维持

### 投资要点：

- 公司拟非公开定向发行 4.94 亿股募资不超过 50 亿元
- 成功增发后将改善业务结构并促市场份额扩大，但短期内影响有限
- 业绩快报大幅下降突显公司发展局促

### 报告摘要：

- **公司拟非公开发行 4.94 亿股募资不超过 50 亿元。**公司董事会批准公司拟非公开发行 3.94 亿股，募资不超过 50 亿元，发行价格不低于 10.12 元/股，增发后 2012 年 EPS 保守估计为 0.12 元。增发完成后，新老股东将共同分享发行前公司滚存的未分配利润。所得资金将用于补充公司营运资金和扩大公司业务规模特别是各创新业务的发展。
- **成功增发后将改善业务结构并促市场份额扩大，但短期内影响有限。**按 2011 年三季度财报分析，公司经纪业务净收入占营业收入的 77%，承销业务收入也仅仅占 15%，自营的亏损带来巨大的损失占比高达 24%。而其他创新业务发展受到净资本规模影响。尽管，近日融资融券和直投业务相继获批，但没有充足的资金，公司很难发展上述两项创新业务。如果公司能够增发成功，按我们此前的研究，融资融券业务牌照的获得和开展，将促使公司吸引到更多的营业部客户，有助扩大公司的市场份额，而增资所获资金也将促进创新业务的发展，开拓出新的利润增长点，但短期内可能影响有限。
- **业绩快报大幅下降突显公司发展局促。**据公司业绩快报显示 2011 年公司归属上市公司股东净利润为 6485 万元-10985 万元，较去年同期下降 76%-86%。第四季度按月报累计营业收入为 3.08 亿元，净利润 0.44 亿元较上季度扭亏为盈。总的来说公司经纪业务佣金收入的急剧萎缩和熊市下自营业务亏损强烈打击了依靠该两业务的国海券商。
- **估值：**维持此前假设 2011、2012 年市场日均股票成交额 1900 亿元和 2090 亿元，自营收益率为 2%。公司 11、12、13 年 EPS 为 0.15 元，0.27 元和 0.54 元，对应市盈率 76 倍，43 倍和 21 倍，估值偏高，尽管增发将改善公司业务发展，但短时间内利润不会受到较大影响，维持公司中性评级。

| 主要经营指标    | 2009   | 2010    | 2011E   | 2012E  | 2013E   |
|-----------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入      | 2144   | 1895    | 1096    | 1175   | 1313    |
| Growth(%) | 55.40% | -11.61% | -42.15% | 7.17%  | 11.74%  |
| 净利润       | 757    | 497     | 123     | 220    | 443     |
| Growth(%) | 94.84% | -34.29% | -75.19% | 78.62% | 101.14% |
| 每股收益      | 0.88   | 0.57    | 0.15    | 0.27   | 0.54    |
| 每股净资产     | 2.62   | 3.18    | 3.33    | 3.56   | 3.84    |

### 非银行金融研究组

#### 分析师：

**黄立军 (S1180209070180)**

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

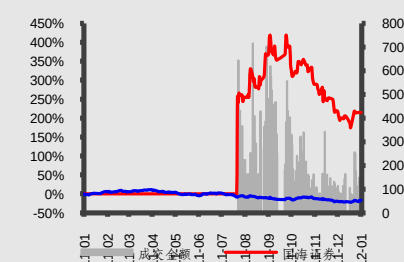
#### 联系人：

**孙羽薇**

电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期 户均持股数变化

20110930 3581

20110630 2739

20110331 2739

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

- 1 《证券行业：复苏与分化》2011/12/08
- 2 《券商行业将加速分化》2011/10
- 3 《2、3 季度券商业绩堪忧》2011/9
- 4 《国海证券：创新业务亟待拓展》，2011.8
- 5 《宏源证券\*首次覆盖\*国海证券：\*增发和并购是公司未来看点\*非银行金融\*黄立军、孙羽薇》，2011.8

| 利润表(百万元)        | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 资产负债表(百万元)  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入            | 2,144 | 1,895 | 1,096 | 1,175 | 1,313 | 货币资金        | 8,903  | 6,891  | 6,891  | 7,580  | 8,338  |
| 手续费净收入          | 1,797 | 1,604 | 1,020 | 1,094 | 1,289 | 结算备付与保证金    | 2,001  | 3,472  | 706    | 777    | 855    |
| 代理买卖证券业务<br>净收入 | 1,404 | 1,123 | 818   | 850   | 1,020 | 交易性金融资产     | 874    | 2,165  | 2,381  | 2,619  | 2,881  |
| 证券承销业务净收<br>入   | 73    | 132   | 192   | 231   | 254   | 买入返售金融资产    | 556    | 172    | 0      | 0      | 0      |
| 资产管理业务净收<br>入   | 3     | 10    | 10    | 13    | 15    | 可供出售金融资产    | 112    | 127    | 229    | 251    | 277    |
| 利息净收入           | 213   | 70    | 21    | 22    | 23    | 其他资产        | 491    | 553    | 4,510  | 4,961  | 5,457  |
| 投资收益及公允价<br>值变动 | 239   | 215   | 55    | 59    | 0     | 资产总计        | 12,937 | 13,379 | 14,717 | 16,189 | 17,808 |
| 其他业务收入          | 7     | 6     | 0     | 0     | 0     | 短期借款        | -      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业支出            | 1,126 | 1,250 | -932  | -881  | -722  | 交易性金融负债     | -      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业税金及附加         | 114   | 100   | -55   | -59   | -66   | 衍生金融负债      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 业务及管理费          | 1,005 | 1,150 | -877  | -822  | -656  | 卖出回购金融资产款   | -      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润            | 1,018 | 646   | 164   | 294   | 591   | 代理买卖证券款     | 10,221 | 9,722  | 10,695 | 11,764 | 12,940 |
| 营业外收支           | 2     | 16    | 0     | 0     | 0     | 其他负债        | 343    | 866    | -106   | -117   | -129   |
| 利润总额            | 1,021 | 662   | 164   | 294   | 591   | 负债合计        | 10,564 | 10,588 | 10,588 | 11,647 | 12,812 |
| 所得税             | 264   | 165   | -41   | -73   | -148  | 股本          | 800    | 800    | 800    | 800    | 800    |
| 净利润             | 757   | 497   | 123   | 220   | 443   | 归属母公司所有者权益  | 2,098  | 2,547  | 2,668  | 2,851  | 3,068  |
| 归属母公司所有者<br>净利润 | 706   | 457   | 121   | 216   | 434   | 少数股东权益      | 275    | 244    | 256    | 273    | 294    |
| 少数股东损益          | 50    | 40    | 0     | 0     | 0     | 所有者权益合计     | 2,373  | 2,791  | 2,923  | 3,124  | 3,362  |
| 经营指标            | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 风险指标        | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 平均总资产收益率        | 6%    | 3%    | 1%    | 1%    | 3%    | 净资本         | 1744   | 2417   | 2525   | 2694   | 2896   |
| 平均净资产收益率        | 41%   | 20%   | 5%    | 8%    | 15%   | 扣除代买卖证券款负债率 | 23%    | 30%    | 34%    | 36%    | 37%    |
| 管理费用率           | 47%   | 61%   | -80%  | -70%  | -50%  | 自营规模/净资本    | 56%    | 95%    | 103%   | 128%   | 0%     |
| 营业收入/总资产        | 18%   | 14%   | 8%    | 8%    | 8%    | 权益自营规模/净资本  | 27%    | 85%    | 93%    | 115%   | 0%     |
| 每股数据(元)         | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 估值          | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 每股收益            | 0.88  | 0.57  | 0.15  | 0.27  | 0.54  | 市盈率         | 13.04  | 20.16  | 76.19  | 42.65  | 21.21  |
| 每股净资产           | 2.62  | 3.18  | 3.33  | 3.56  | 3.84  | 市净率         | 4.39   | 3.62   | 3.45   | 3.23   | 3.00   |

资料来源：宏源证券

### 分析师简介:

**黄立军:** 宏源证券研究所非银行金融行业研究员, 中国人民银行研究生院金融硕士, 2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司: 全覆盖

### 机构销售团队

|      | 郭振举                                        | 牟晓凤                                         | 孙利群                                          | 王艺                                     |
|------|--------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------------|
| 华北区域 | 010-88085798<br>guozhenju@hysec.com        | 010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com        | 010-88085756<br>sunliqun@hysec.com           | 010-88085172<br>wangyi1@hysec.com      |
| 华东区域 | 张珺<br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com  | 王俊伟<br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | 赵佳<br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com      | 奚曦<br>021-51782067<br>xixi@hysec.com   |
| 华南区域 | 曾利洁<br>010-88085991<br>zenglijie@hysec.com | 贾浩森<br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com  | 雷增明<br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com | 罗云<br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com |
| QFII | 方芳<br>010-88085842<br>fangfang@hysec.com   | 胡玉峰<br>010-88085843<br>huyufeng@hysec.com   |                                              |                                        |

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                          |
|--------|----|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上    |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上    |

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。