

证券研究报告 / 公司点评报告

**增持**

首次覆盖

## 业务整体向好，自营与资管业务贡献业绩

### 报告摘要:

#### 事件:

2019年国海证券实现营业收入35.60亿元，同比增长67.73%；归母净利润4.88亿元，同比增长566.80%，对应EPS为0.12元/股；加权平均ROE为3.54%，同比增长3个百分点。

#### 投资要点:

**净利润同比增长超5倍，多项业务营收均实现增长。**实现营收35.60亿元，同比增长67.73%；利润总额7.17亿元，同比增长404.93%；归属于上市公司股东的净利润4.88亿元，同比增长566.80%，主要原因是2018年业绩回撤较大，前一年基数较低；2020年1月向全体股东配股。

**证券市场行情回暖，销售交易与投资业务贡献主要业绩。**该项业务实现营收为9.52亿元，较2018年同比增长高达1458%，贡献总营收的26.74%。

**资管业务提升主动管理能力，控股子公司表现较优。**资管业务实现营业收入2.88亿元，同比增长53.66%；控股子公司国海富兰克林3只权益基金排名行业前1/4，权益基金规模143.68亿元，同比增长56%。

**零售财富管理业务稳中有进，区域优势突出。**零售财富管理业务实现营收7.60亿元，同比增长2.82%；公司在广西市场是拥有网点最多的证券公司，在广西的市场占有率位列第一。

**企业金融服务业务立足区域开发，投行业绩增幅明显。**股债主承销收入同比增长20.26%、406.63%。

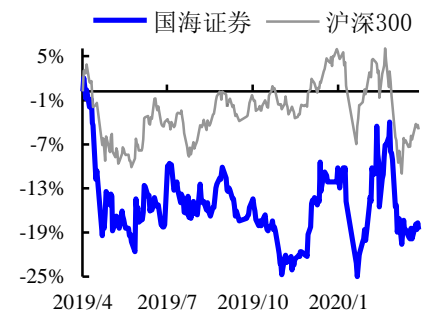
**投资建议:**公司立足广西，改革创新，在自营和资管业务取得突破，发展态势向好。我们预测国海证券2020-2022年的总营业收入分别为4,894、5,530、6,100百万元，2020-2022年的归母净利润分别为751、844、932百万元，2020-2022年的EPS分别为0.14、0.15、0.17元，首次给予“增持”投资评级。

**风险提示:**国内经济下行压力持续增大，金融市场违约风险，新冠疫情导致市场波动风险。

### 股票数据 2020/4/20

6个月目标价(元)	5.32
收盘价(元)	4.43
12个月股价区间(元)	3.85~6.39
总市值(百万元)	24,174
总股本(百万股)	5,445
A股(百万股)	5,445
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	60

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-15%	-7%	-24%
相对收益	-8%	2%	-16%

### 相关报告

- 《券商分类监管征求意见利好风控强的券商》 --20200407
- 《保险资管新规有哪些新变化?》 --20200329
- 《券商外资股比解禁，机遇与挑战并存》 --20200315
- 《东北非银行业动态点评：政策红利三箭齐发，哪些公司受益最大?》 --20200309

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,123	3,560	4,894	5,530	6,100
(+/-)%	-20.16	67.73	37.47	13.00	10.30
归属母公司净利润	73	488	751	844	932
(+/-)%	-80.53	566.80	53.98	12.33	10.47
每股收益(元)	0.02	0.12	0.14	0.15	0.17
市盈率	-320.29	42.68	31.64	29.53	26.06
市净率	1.32	1.63	1.29	1.23	1.18
净资产收益率(%)	0.54	3.48	4.02	4.32	4.55
总股本(百万股)	4,216	4,216	5,445	5,445	5,445

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

13801276398 wangfh@nesc.cn

## 1. 事件

国海证券发布 2019 年年报，2019 年共实现营业收入 35.60 亿元，同比增长 67.73%；实现归母净利润 4.88 亿，同比增长 566.80%，对应 EPS 为 0.12 元/股；归母净资产 140.10 亿，同比增长 3.22%；加权 ROE 为 3.54%，同比增长 3 个百分点。

2019 年，在 133 家证券公司中，公司总资产、净资产、净资本规模分别位于行业第 28 位、35 位、37 位。公司受托客户资产管理业务净收入行业排名 26 位；现券交易量券商排名 11 位；融资业务利息收入行业排名 28 位；股票主承销家数行业排名 32 位，债券主承销家数行业排名 33 位；证券经纪业务在广西市场占有率位列第 1 位。

据 2020 年 3 月主要财务信息公告显示，2020 年 3 月公司实现营业收入 2.36 亿元，净利润 0.79 亿元，期末净资产为 177.84 亿元；3 月净利润同比增速 88%，增速当月位列行业第一名；一季度累计净利润同比增长 27.46%，初步统计是行业第二名。

## 2. 投资要点

### 2.1. 净利润同比增长超 5 倍，多项业务营收均实现增长

2019 年，国海证券实现营业收入 356,020.81 万元，同比增长 67.73%。从公司的具体业务收入构成来看，零售财富管理业务、企业金融业务、销售交易与投资业务收入分别为 7.62 亿元、9.52 亿元、9.36 亿元，占比为 21.35%、26.74%、26.30%，三大主营业务的收入占比均衡；利润总额 71,672.91 万元，同比增长 404.93%；归属于上市公司股东的净利润 48,771.68 万元，同比增长 566.80%；净资产收益率 3.54%，较上年增长 3.00%。报告期内，业绩快速提升的原因一方面是由于 2018 年业绩回撤较大，前一年基数较低；另一方面是由于销售交易与投资业务和投资管理业务营收和毛利的快速增加。

此外，公司规模进一步扩张，2020 年 1 月向全体股东每 10 股配售 3 股，本次配股实施完成后，公司注册资本由 42.16 亿元变更为 54.45 亿元，募集资金 39.43 亿元，有利于公司进一步夯实资本实力，发展各项业务。

### 2.2. 证券市场行情回暖，销售交易与投资业务贡献主要业绩

2019 年，公司销售交易与投资业务实现营业收入 95,200.26 万元，较 2018 年同比增长高达 1,458%，贡献总营收的 26.74%；营业利润率 62.98%，同比增长 245.54%，我们认为营业利润率高企的原因有二：一是公允价值变动收益和利息净收入提高；二是报告期内有债权投资到期兑付本息所收到的现金增多。

证券自营业务方面，充分发挥投研协同，加强波动风险控制，完善跨市场配置工具，实现了较好的投资收益；债券投资业务抓住可转债阶段性机会，优化债券投资组合，积极参与指数基金的波段交易，探索量化策略应用，扩展新的盈利点；权益投资业务以价值投资为核心，强化主动管理，及时把握市场波动和机遇，重点挖掘业绩持续高增长的行业，投资回报率大幅超越同期上证综指、深证成指涨幅。金融市场业务方面，公司积极参团地方政府债发行，年内陆续中标 10 个省份地方债。

无论是固收自营、权益自营还是债券销售交易业务，公司都取得了较大的业绩回报，表明公司机制灵活，自营业务的人才配置齐全，业务能力较强，后续有望将继续为公司贡献正的收益。

### 2.3. 资管业务提升主动管理能力，控股子公司表现较优

2019年，公司投资管理业务实现营业收入93,632.43万元，同比增长65.34%。

### 2.3.1. 资产管理业务

公司持续提升主动管理能力，主动型产品规模和收入均同比增长19个百分点；持续推进债券产品净值化转型，打造国海资管ABS业务优势，推出业内首创专门投资ABS的系列投资基金，成功发行国内首单铁路客运票款绿色ABS以及广西区内单笔规模最大的融资租赁ABS。截至报告期末，资产管理规模995.68亿元。2019年，公司资产管理业务实现营业收入28,753.84万元，同比增长53.66%。

2019年，公司集合/定向/专项资产管理规模由去年同期的81.28亿元/1198.30亿元/38.31亿元变化为110.74亿元/836.85亿元/48.09亿元，结构进一步优化。

### 2.3.2. 基金管理业务

公募基金管理业务方面，控股子公司国海富兰克林持续打造权益类基金拳头业务，3只权益基金排名行业前1/4，权益基金规模143.68亿元，同比增长56%，增速领先行业平均水平；国海富兰克林旗下共管理32只公募基金产品以及10只特定客户资产管理计划，资产管理规模299.67亿元，同比增长3.19%。

私募投资基金业务方面，控股子公司国海创新资本年内投资金额与新设基金规模均有大幅增长，同时多个项目成功IPO和通过股权转让实现退出，共实现营业收入19,133.93万元，持续保持稳定增长。

## 2.4. 零售财富管理业务稳中有进，区域优势突出

2019年，公司零售财富管理业务实现营收7.60亿元，同比增长2.82%；在证券经纪业务方面，由于证券市场行情回暖，交易活跃度明显提升，截至报告期末，实现营业收入40,414.24万元，共设立证券营业部128家，营业网点覆盖17个省级区域，其中，在广西的市场占有率位列第一，区域和品牌优势明显，牢牢稳住省内基本盘，分地区收入中，东部沿海及西南地区排名靠前。

在期货经纪业务方面，公司实现营业收入1.30亿元，控股子公司国海良时期货多渠道拓展营销，年内取得棉花期权、豆粕期货等8个品种做市商资格，业务体系和链条更加完备，分类评价继续保持A类A级。报告期内，国海良时期货日均客户保证金规模29.40亿元，交易额市场占有率0.58%，在全国拥有30家分支机构，可代理国内所有上市期货品种的交易、结算及交割。在代理销售金融产品业务方面，公司全年新增代销产品42只（不含收益凭证），同时在线重点产品数量达到122只，证券投资基金、证券公司资产管理计划和其他金融产品总共实现销金额498.58亿元，同比增长6.80%；代理销售总收入1046.83万元，较上年增长10.99%。

## 2.5. 企业金融服务业务立足区域开发，投行业绩增幅明显

2019年，公司企业金融服务业务实现营业收入2.11亿元。其中，公司IPO主承销金额为10.44亿元，承销收入为0.57亿元，同比增长24.80%、20.26%；债券主承销金额为85.03亿元，承销收入为0.49亿元，同比增长272.61%、406.63%。股票主承销家数行业排名32位，债券主承销家数行业排名33位。其中，在金融债承销方面表现的较为突出，排名位于券商前列。截至2019年末，公司国开行金融债承销金额的券商排名连续14年保持在前9位，进出口行金融债承销金额的券商排名连续10年保持在前8位，农发行金融债承销金额的券商排名连续11年保持在前9位。同时，2007年至2019年末，公司连续10年获得国开行授予的“金融债优秀承销商”称号；10次获得农发行授予的年度“金融债券优秀承销商”称号等。

2019年全年公司成功发行17只公司债及企业债，并且成功发行全国首单建筑施工行业优质企业债券和广西首只纾困专项债，年内为区内政府及企业融资金额同

比增长 270%。

## 2.6. 投资建议:

报告期内，国海证券营业收入和净利润超大幅增长，销售交易与投资业务和投资管理业务贡献主要业绩。公司立足广西，改革创新，吸纳优秀人才，自营业务大有起色。配股融资到位后，公司迎来新的发展机遇。我们预测国海证券 2020-2022 年的总营业收入分别为 4,894、5,530、6,100 百万元，2020-2022 年的归母净利润分别为 751、844、932 百万元，2020-2022 年的 EPS 分别为 0.14、0.15、0.17 元，首次给予“增持”投资评级。

## 2.7. 风险提示:

国内经济下行压力持续增大

金融市场违约风险

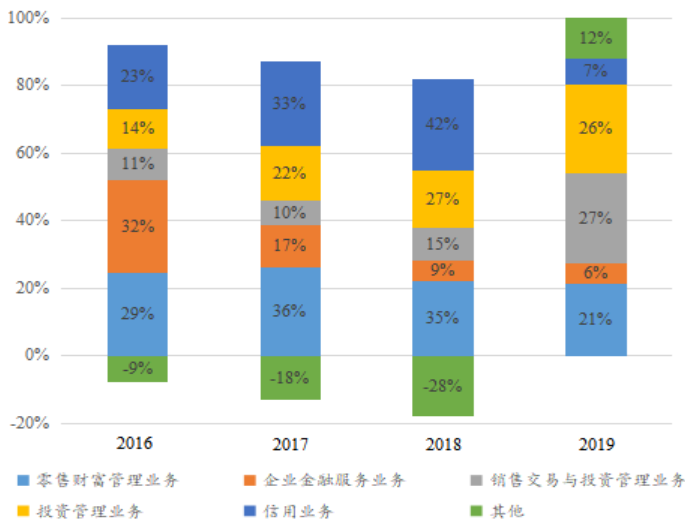
新冠疫情导致市场波动风险

表 1: 占公司营业收入或营业利润 10%以上的业务情况

	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上 年增减 (%)	营业成本比上 年增减 (%)	营业利润率比上 年增减 (百分点)
零售财富管理业务	75,996.00	68,001.10	10.52	2.82	0.49	2.07
企业金融服务业务	21,107.93	18,300.65	13.30	11.56	13.80	-1.71
销售交易与投资管理业务	95,200.26	35,243.75	62.98	1,458.00	104.13	245.54
投资管理业务	93,632.43	46,595.39	50.24	65.34	16.02	21.15
信用业务	26,430.90	38,439.78	-45.44	-10.36	248.44	-108.02

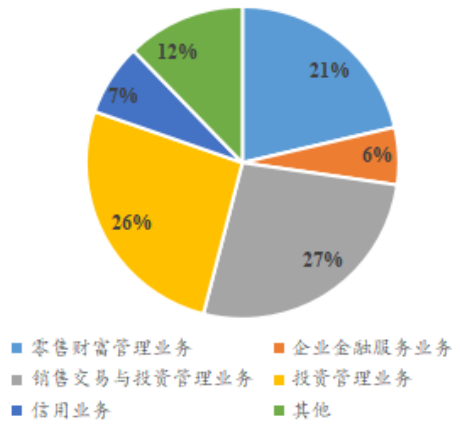
数据来源: 国海年报, 东北证券

图 1: 2016-2019 年公司分项业务收入结构



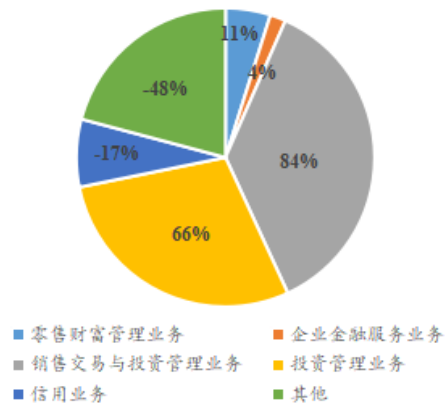
数据来源: Wind, 东北证券

图 2: 2019 年各项业务营业收入占比



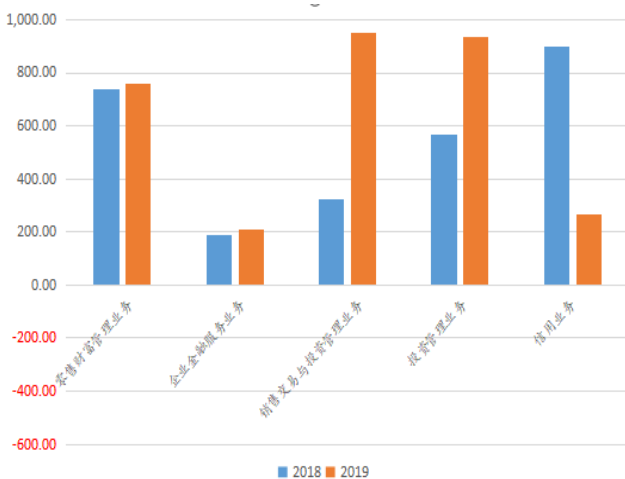
数据来源: 国海年报, 东北证券

图 3: 2019 年各项业务毛利润占比



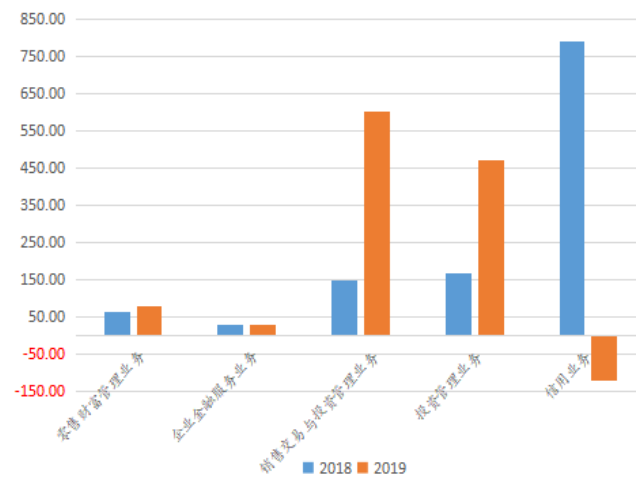
数据来源: 国海年报, 东北证券

图 4: 2018-2019 年主营业务营业收入增长(百万元)



数据来源: 国海年报, 东北证券

图 5: 2018-2019 年主营业务毛利润增长(百万元)



数据来源: 国海年报, 东北证券



**表 2: 2018-2019 年核心指标分析**

单位: 百万元	2019 年	2018 年
核心净资本	11161.56	11000.54
附属净资本	874.89	4932.89
净资本	12036.45	15933.43
净资产	13471.12	13167.04
各项风险资本准备之和	5838.73	6211.00
表内外资产总额	53759.75	53497.70
风险覆盖率	206.15	256.54
资本杠杆率	20.76	20.56
流动性覆盖率	195.96	190.57
净稳定资金率	139.96	221.84
受托资金	102075.44	131437.45
净资本负债率	30.78	39.79
净资产/负债	34.45	32.88
净资本比率		
净资本/净资产	89.35	121.01
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	6.88	1.15
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	302.97	223.88
自营证券	828.11	183.23

数据来源: Wind, 东北证券

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,307	15,647	21,297	25,870	净利润	544	849	955	1,062
交易性金融资产	11,581	11,991	12,377	12,775	资产减值准备	434	299	366	333
应收款项	118	246	305	282	折旧及摊销	92	88	90	89
存货	0	0	0	0	公允价值变动损失	-235	-66	-143	-104
其他流动资产	21,057	20,584	20,308	19,159	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>44,063</b>	<b>48,468</b>	<b>54,286</b>	<b>58,086</b>	投资损失	-1,088	-860	-944	-957
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	7,542	1,313	2,062	1,980
长期投资净额	239	288	351	407	其他	-3,470	-450	575	-212
固定资产	151	152	154	155	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>3,819</b>	<b>1,172</b>	<b>2,962</b>	<b>2,192</b>
无形资产	130	146	160	175	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>170</b>	<b>410</b>	<b>582</b>	<b>546</b>
商誉	22	22	22	22	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-1,905</b>	<b>5,275</b>	<b>1,915</b>	<b>1,624</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,245</b>	<b>24,517</b>	<b>23,085</b>	<b>22,970</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>2,084</b>	<b>6,860</b>	<b>5,460</b>	<b>4,364</b>
<b>资产总计</b>	<b>66,308</b>	<b>72,984</b>	<b>77,371</b>	<b>81,056</b>					
短期借款	701	701	701	701	财务与估值指标				
应付款项	40	137	116	119	每股指标				
预收款项	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.12	0.14	0.15	0.17
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	3.32	3.44	3.59	3.76
<b>流动负债合计</b>	<b>38,647</b>	<b>41,739</b>	<b>45,496</b>	<b>47,315</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.91	0.22	0.54	0.40
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	13,150	11,943	11,618	12,420	营业收入增长率	67.7%	37.5%	13.0%	10.3%
<b>长期负债合计</b>	<b>13,150</b>	<b>11,943</b>	<b>11,618</b>	<b>12,420</b>	净利润增长率	386.2%	56.0%	12.6%	11.2%
<b>负债合计</b>	<b>51,797</b>	<b>53,682</b>	<b>57,113</b>	<b>59,736</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	14,010	18,703	19,547	20,479	毛利率	20.1%	22.4%	23.9%	24.8%
少数股东权益	501	599	711	841	净利率	15.3%	17.3%	17.3%	17.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>66,308</b>	<b>72,984</b>	<b>77,371</b>	<b>81,056</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.00	0.00	0.00	0.00
					存货周转率 (次)	0.00	0.00	0.00	0.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	78.1%	73.6%	73.8%	73.7%
					流动比率	1.14	1.16	1.19	1.23
					速动比率	1.14	1.16	1.19	1.23
					费用率指标				
					销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					管理费用率	51.9%	43.6%	43.9%	38.3%
					财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	42.68	31.64	29.53	26.06
					P/B (倍)	1.63	1.29	1.23	1.18
					P/S (倍)	6.62	4.93	4.36	3.95
					净资产收益率	3.5%	4.0%	4.3%	4.6%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,560	4,894	5,530	6,100
营业成本	2,845	3,796	4,208	4,585
营业税金及附加	21	33	28	28
资产减值损失	0	82	41	62
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,849	2,132	2,427	2,334
财务费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	220	66	143	104
投资净收益	760	860	944	957
<b>营业利润</b>	<b>715</b>	<b>1,099</b>	<b>1,322</b>	<b>1,515</b>
营业外收支净额	1	1	2	-3
<b>利润总额</b>	<b>717</b>	<b>1,100</b>	<b>1,324</b>	<b>1,512</b>
所得税	173	256	303	354
净利润	544	849	955	1,062
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>488</b>	<b>751</b>	<b>844</b>	<b>932</b>
少数股东损益	56	98	112	130

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**王风华:** 东北证券非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业22年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围內使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。



东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn