

日期: 2016年3月23日

行业: 新三板



虞婕雯

021-53686153

yujiewen@shzq.com

执业证书编号: S0870515070001

# 深耕甘肃省 辐射全国

## ■ 投资要点:

### 背靠省政府国资委 深耕省内 辐射全国

公司的主要股东是省政府国资委, 公司作为甘肃省政府控股的唯一一家综合类证券经营机构, 背靠省政府国资委, 得到了地方政府的大力支持, 具有得天独厚的天然优势。公司保持了甘肃辖区绝对优势地位, 并形成了以甘肃地区为主, 布局全国重要经济城市与地区的网点格局。

## 基本数据

保荐机构 中信证券

## 主要股东

甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	38.77%
广西远辰投资集团有限公司	18.58%
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	6.18%
甘肃省电力投资集团有限责任公司	6.18%
江苏阳光控股集团有限公司	4.64%

## 收入结构 (15H1)

手续费及佣金净收入	72.94%
利息净收入	0.65%
投资收益	23.89%

报告编号: YJW16-NSP14

首次报告日期:

## 公司综合实力稳步提升

经过多年发展, 公司的综合实力显著提高, 在行业中的地位明显提升。在 2013 年、2014 年和 2015 年证券公司分类评级中, 公司分别被评为 CCC 级、BBB 级和 A 级, 公司连续三年评级上升体现了公司的很好的合规管理和风险控制能力。同时, 公司的营业收入和净利润受资本市场的影响, 2014 年表现大幅增长。

## 盈利预测

公司的收入受资本市场的影响较大, 近两年公司的经纪业务手续费净收入与证券投资业务收入(含公允价值变动)合计占比高达 75% 以上, 我们预计 2015 年、2016 年、2017 年公司的营业收入增速为 86.56%、-23.99% 和 15.60%, 净利润增速为 128.30%、-27.76% 和 15.63%。

## 估值结论

公司 2016 年 1 月份挂牌, 挂牌券商为中信证券。公司总股本 220000 万股。目前公司还未有做市。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	761.20	1,315.90	2,454.89	1,866.06	2,157.12
年增长率 (%)	21.24%	72.87%	86.56%	-23.99%	15.60%
归属于母公司的净利润	174.48	465.83	1,063.48	768.25	888.31
年增长率 (%)	115.34%	166.98%	128.30%	-27.76%	15.63%

数据来源: 公司公开转让说明书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

目前,我国证券市场与成熟资本市场相比,证券化比率仍然较低,未来仍具有广阔的发展空间,而当前证券市场的结构深化、金融需求多样化、市场化监管改革等有利因素,也为行业保持快速发展提供了现实驱动力。作为资本市场的核心,证券行业将在“适度监管,公平竞争,创新发展,防范风险”的准则下迎接更多的机遇,行业发展将呈现以下特点:

(1) 盈利模式多元化:随着资本市场的稳步发展和鼓励创新政策的不断推出,证券公司未来盈利的增长将更多地来自创新业务,证券行业业务种类单一、同质化竞争的格局将逐步改变。

(2) 财务杠杆比率逐步提高:随着证券行业进入加速创新时期,证券公司资金类业务将得到进一步发展,财务杠杆比率将逐步提高。相对于不占用资金、属于收费业务类型的传统中介业务,资金类业务对于券商财务杠杠提升的效果更为明显,券商通过有效运用、合理调整自身的资产负债表,将资金配置到资本中介型、资本型等业务中,通过资本金的投入产生超过中介收入之外的超额利润。在未来,随着证券公司风险控制指标体系的调整,以及证券公司在资产定价和风险定价管理能力上的提升,将进一步提升行业杠杆比率,提高资本市场资源的配置效率。

(3) 竞争国际化:随着经济全球化进程的推进,我国证券业的国际化步伐也在不断加快。目前国内已有不少证券公司在港设立子公司,同时,东南亚市场成为国内券商区域化战略的重点目标,而少数实力较强的券商已将触角延伸至英美成熟市场和其他新兴市场国家。未来,我国证券公司通过参与国际市场竞争,实现在全球范围内配置资源、服务客户和风险管理,将有效提升自身的业务综合能力,成长为具有国际竞争力的大型证券企业。

### ● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

#### 1、证券公司数量众多,但整体规模偏小

中国证券业经过多年的发展,行业已具备一定的规模,但整体上仍属规模尚小、有待成熟与完善的新兴行业。我国证券公司与国外处于领先地位的证券公司相比,规模大小和盈利能力上也存在差距。根据证券业协会统计,截至 2015 年末,全国共有证券公司 125 家,平均每家公司总资产为 513.6 亿元、净资产 116 亿元、净资本 100 亿元,平均每家公司 2015 年度营业收入为 46.01 亿元、净利润 19.58 亿元。

#### 2、业务分化明显,竞争格局仍未稳定

我国证券行业内不同的业务类型,呈现出不同的竞争格局。首先在经纪业务上,虽然证券公司经纪业务收入贡献一直占据半壁江山,但由于金融产品与工具的短缺,使得各公司经纪业务同质化现象明显,市场处于

完全竞争状态。在其他业务市场，不同的竞争格局正在形成。投资银行业务方面，大型综合类券商依靠雄厚的资本、信息技术和销售优势，在融资规模较大的项目上具有较强竞争力，但随着融资类客户的下沉，其业务结构也在面临新的挑战。中小型券商通过差异化策略在中小型项目、创新类产品项目以及一些地方型项目上获得了比较优势，而随着民营资本扩张能力的增强，整体投行业务的份额结构也在逐步发生变化；在资产管理业务方面，目前行业市场集中度相对较高，以受托资产规模计，排名前三位的证券公司受托资产净值将接近行业总规模的 20%，整体看证券公司的品牌影响、投研能力、销售能力等因素决定了资产管理业务的竞争力。在新业务方面，由于融资融券等信用交易业务、现金管理业务和新三板主办券商业务开展时间不长，其竞争程度不如传统业务激烈，但在未来新业务收入比例将逐步增大，行业竞争也将随之发生变化。

### 3、部分优质证券公司初步确立了行业领先地位

中国证券行业在综合治理后整体进入快速成长时期,其中一些风险控制能力强、资产质量优良的证券公司已初步确立了行业领先地位,尤其在目前以净资本为核心的监管环境下,优质的证券公司通过增资扩股、合资合作、并购重组、发行次级债、IPO 发行、借壳上市等方式进一步充实了资本金,在资本规模上已形成较大的竞争优势。在创新业务方面,优质证券公司由于取得创新业务试点资格和筹备的时间较早,在包括直接投资、股指期货套保、融资融券业务以及国际业务上已大幅领先于其他证券公司。2012 至 2014 年,净资产最大的前五位证券公司净利润之和占行业比重从 27%上升至 39%,逐步形成了行业第一梯队。

经过多年发展,公司的综合实力显著提高,在证券行业中的地位明显提升。根据证券公司分类结果,在 2013 年、2014 年和 2015 年的证券公司分类评级中公司分别被评为 CCC 级、BBB 级和 A 级。证券公司分类评级主要是以证券公司风险管理能力为基础,结合公司市场竞争力和合规管理水平,对证券公司进行的综合性评价,而公司连续三年评级上升体现了公司的很好的合规管理和风险控制能力。

截至 2014 年 12 月 31 日,华龙证券主要经营指标在参与统计的全国 120 家证券公司中排名如下:

表 1: 公司经营指标行业排名 (元)

经营指标	总资产	净资产	营业收入	营业收入增长率	净利润	净利润增长率
排名	60	60	59	52	61	45
经营指标	净资产收益率	成本管理	单位人均创利	净资本	净资本收益率	公司财务杠杆倍数

排名	34	42	40	76	7	32
----	----	----	----	----	---	----

资料来源：公开转让说明书，上海证券研究所

备注：业务统计为合并口径

## 公司主要竞争优势体现在：

### 1、良好的股东背景，多元化的股权结构

公司主要股东为省政府国资委、上市公司、大型国企和享誉国内外的民营企业，省属国有资本占总股份的 52%，省外大型企业投资占股份的 48%，已经初步具备了混合所有制的性质。作为甘肃省政府控股的唯一一家综合类证券经营机构，公司得到了地方政府的大力支持，在甘肃乃至西部资本市场发挥着越来越重要的作用。同时，多元化的股权结构使公司的经营兼具国企的稳健与民营的灵活，为公司的长远发展奠定坚实的基础。

### 2、机构布局合理，区域优势明显

公司在北京、上海、深圳、重庆、杭州、无锡、合肥、乌鲁木齐、西安等金融中心城市以及省内各地州市设有 9 家分公司及 53 家证券营业部，是甘肃省唯一一家在全国广泛设立营业网点跨地域开展业务的机构。公司地处西北，“居中四联”，在激烈的市场竞争环境中，保持了甘肃辖区绝对优势地位，省内综合排名前十位的优秀证券营业部公司占据半数以上。借助国家“一带一路”战略的实施，未来公司将迎来快速发展的政策机遇和历史机遇。

### 3、业务牌照齐备，专业能力突出

公司是综合类全牌照证券经营机构，可在全国开展证券交易、企业上市保荐股票承销、企业债券发行、投资咨询、资产管理、直接投资、基金管理等业务。公司投行业务形成了独具特色的核心竞争优势和品牌影响力，是国内首批成功保荐企业在创业板上市的 17 家证券公司之一。公司固定收益业务聚集了一批债券发行、投资管理的专业人才，已成为国内重要的、具有一定影响力的债券承销机构，近几年企业债券承销规模在国内全行业排名在前 25 名以内，先后为企业融资超过 500 亿元。公司主发起设立的华商基金公司管理客户资产规模目前已超过 1000 亿元，投资业绩连续多年保持行业前列。

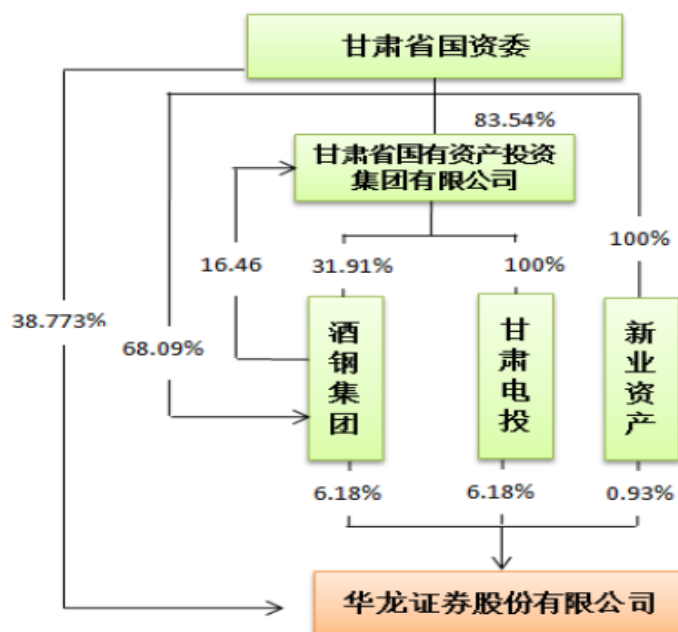
## 二、公司分析

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

华龙有限设立于 2001 年，后经过重组、增资、增资扩股、股权变更后，于 2014 年整体变更设立股份公司。

公司的控股股东为甘肃省国资委，持有公司 38.77% 的股份。同时，甘肃省国资委通过酒钢集团、甘肃电投、新业资产间接持有华龙证券 13.29% 的股份，因此甘肃省国资委直接间接合计持有华龙证券 52.06% 的股份，是公司实际控制人。

图 1 华龙证券控制关系图



资料来源：公司公开转让说明书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

公司的主要业务有证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、资产管理业务、直接投资业务和期货业务。

**经纪业务：**证券经纪业务是公司最基本的一项业务，也是重要的收入及利润来源。经纪业务主要包括：（1）接受客户委托，代理客户买卖股票、基金、债券、期货 IB、衍生品等金融产品；（2）融资融券、约定购回等信用交易业务；（3）代理金融产品销售。近年来，公司在立足经纪业务主业的同时，稳步推进分公司和营业网点设立，深化客户服务模式创新，积极打造投资顾问支持体系，使得公司经纪业务在激烈的市场竞争中保持了一定的优势。

**投资银行业务：**公司的投资银行业务主要包括股权承销、债权承销、财务顾问、全国中小企业股份转让系统主办券商推荐业务等。公司经过多年的积累，在甘肃为核心的西北地区积累了大量的客户，具有较高的认知度和忠诚度。

**证券自营业务：**公司的自营业务收入是公司第二大收入来源。目前，公司权益类证券自营投资由证券投资总部负责，固定收益类证券自营投资由固定收益总部负责。公司自营业务本着稳健投资的原则，根据宏观经济、相关

政策变化与证券市场运行情况，主动调整资产配置，制定了以投资固定收益类品种为主、逐步增加权益类产品投资比重的投资策略，有效地回避了市场波动风险，实现了整体自营业务的持续盈利。

**资产管理业务：**公司于 2002 年取得受托投资管理业务资格，通过授权资产管理总部开展资产管理业务，业务范围包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务和资产管理咨询业务。公司坚持“稳健、规范、创新、价值”的投资理念，为客户提供全方位、专业化、个性化的理财服务，在有效控制风险的前提下，通过专业化的管理和科学的投资运作，致力于为客户实现资产的长期稳定增值。

**直投业务：**公司通过全资子公司金城资本管理有限公司开展直接投资业务。金城资本管理有限公司成立于 2012 年 5 月，注册资本为 2.5 亿元。公司投资项目管理以“为被投资企业提供资金、技术、信息支持及增值服务，追求公司投资资金的安全和高收益”为基本目标，以合作共赢为宗旨，高度重视项目的投资价值，真正参与被投资企业的运营管理，为被投资企业提供全方位的增值服务，主要投资于国家战略新兴产业和地方优秀企业。

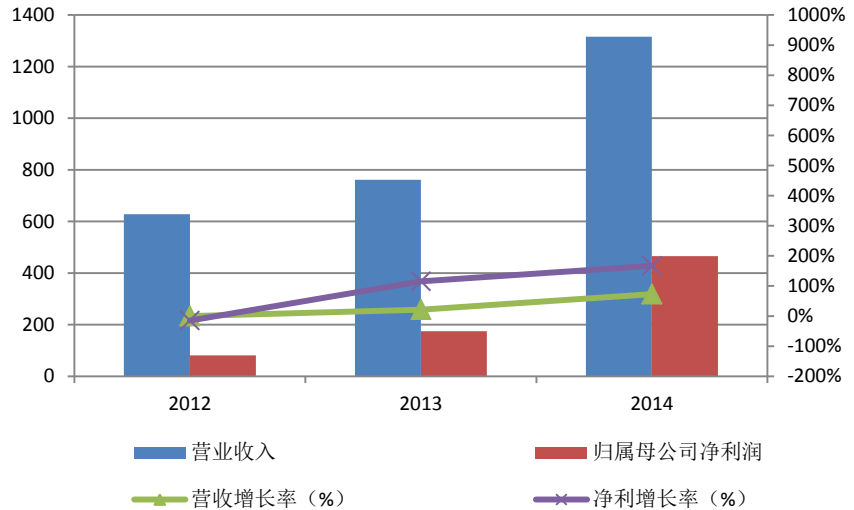
**期货业务：**公司控股子公司华龙期货有限公司成立于 1992 年 11 月，注册资本 1.09 亿元人民币 15。目前，华龙期货拥有上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的会员资格和中国金融期货交易所的交易员资格，同时，华龙期货已在兰州、酒泉、银川和上海设立了 4 个营业部，并积极布局期货 IB 业务，努力拓展金融期货业务，主动迎接期权业务上市，继续加大产业客户开发力度，为进一步深化管理、业务创新、稳健经营奠定了基础。

### 三、公司财务状况及盈利预测

#### ● 近两年收入和净利润大幅增长

2014 年公司受益于资本市场的大行情，公司营业收入和净利润都表现出大幅增长。

图 2 公司近三年收入与净利润情况（单位：百万元）



资料来源：公司公开转让说明书；上海证券研究所整理

● **业绩预测**

公司的收入受资本市场的影响较大，近两年公司的经纪业务手续费净收入与证券投资业务收入（含公允价值变动）合计占比高达 75% 以上，我们预计 2015 年、2016 年和 2017 年公司的营业收入增速为 86.56%、-23.99% 和 15.60%，净利润增速为 128.30%、-27.76% 和 15.63%。

**四、风险因素**

**证券市场周期性变化导致的盈利风险**

我国证券行业的业务模式和盈利结构与资本市场的表现呈现较强的相关性。资本市场可能受到国家宏观经济政策、市场发展程度、国际经济形势和全球金融市场等因素的影响，存在较大的不确定性和较强的周期性风险。资本市场的周期性特征，对证券公司的经纪业务、投资银行业务、自营业务、资产管理业务以及其他业务的经营和收益都会产生直接影响，并且这种影响还可能产生叠加，进一步放大证券行业的经营风险。公司经营业绩与证券市场周期性变化高度相关，存在一定的波动性。若未来证券市场处于较长时间的不景气周期，或证券市场出现剧烈波动的极端情形下，本公司的盈利水平可能出现较大波动，显著下降。

**行业竞争风险**

近年来，我国证券业正在加快业务产品创新和经营模式转型；与此同时，行业管制逐步放松、对外开放不断推进、金融综合经营趋势演变和互联网金融快速发展等诸多因素，正在推动证券业的竞争环境发生明显变化。不仅其他证券公司可能通过更雄厚的资金实力、更多元化的产品和服务或者更先进的信息技术系统，让公司面临一定的竞争压力，公司的市场份额将可能受到其他市场参与者的挤压，从而给公司的经营带来较大的风险。

### 经营及业务风险

公司主要经营证券相关业务。由于证券经纪业务、证券自营业务、投资银行业务、证券信用交易业务、资产管理业务在公司收入和利润来源中占据较高比重，公司在开展上述业务的经营活动中将面临相应的经营及业务风险。

## 五、估值及定价分析

### ● 公司可给的估值水平

公司2016年1月份挂牌，挂牌券商为中信证券。公司总股本220000万股。目前公司还未有做市。

表4 公司损益简表及预测 (单位: 百万元)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>761.20</b>	<b>1,315.90</b>	<b>2,454.89</b>	<b>1,866.06</b>	<b>2,157.12</b>
手续费及佣金净收入	517.08	803.83	1,800.50	1,415.99	1,642.54
其中: 代理买卖证券业务净收入	395.41	566.52	1,416.30	920.59	1,012.65
证券承销业务净收入	105.48	188.85	283.28	354.10	460.33
受托客户资产管理业务净收入	5.41	33.64	100.92	141.29	169.55
利息净收入	7.46	28.89	173.32	121.32	139.52
投资净收益	223.80	464.28	441.07	308.75	355.06
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	41.19	79.18	100.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	5.44	9.28	30.00	10.00	10.00
汇兑净收益	-0.37	-0.01	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	7.79	9.64	10.00	10.00	10.00
<b>营业支出</b>	<b>538.35</b>	<b>691.31</b>	<b>1,036.05</b>	<b>844.73</b>	<b>975.70</b>
营业税金及附加	35.83	61.49	122.74	93.30	107.86
管理费用	485.74	622.14	908.31	746.42	862.85
资产减值损失	16.14	5.95	5.00	5.00	5.00
其他成本	0.64	1.74	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>222.85</b>	<b>624.59</b>	<b>1,418.84</b>	<b>1,021.33</b>	<b>1,181.41</b>
加: 营业外收入	7.24	0.99	1.00	5.00	5.00
减: 营业外支出	3.96	5.55	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>226.13</b>	<b>620.03</b>	<b>1,417.84</b>	<b>1,024.33</b>	<b>1,184.41</b>
减: 所得税	51.72	154.70	354.46	256.08	296.10
<b>净利润</b>	<b>174.41</b>	<b>465.33</b>	<b>1,063.38</b>	<b>768.25</b>	<b>888.31</b>
减: 少数股东损益	-0.07	-0.51	-0.11	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>174.48</b>	<b>465.83</b>	<b>1,063.48</b>	<b>768.25</b>	<b>888.31</b>

数据来源: Wind; 上海证券研究所整理



## 分析师承诺

分析师 虞婕雯

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。