

国金证券

(600109.SH)

2014 年 3 月 27 日

公司深度分析

证券研究报告

证券Ⅲ 投资评级

推荐评级

首次评级

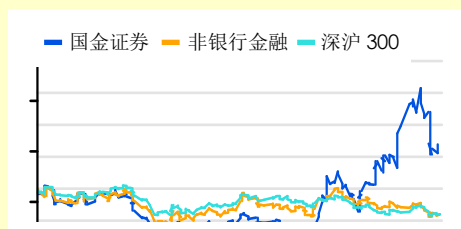
6 个月目标价 **27.40 元**

股价 (2014-03-27) 20.25 元

交易数据：(百万)

总市值	26,122.5
流通市值	26,122.5
总股本	1,294.07
流通股本	1,294.07
12 月价格区间	11.02/26.77

股价表现



2013-03 2013-07 2013-11

资料来源: Wind

资讯:

%	1M	3M	12M
相对收益	-10.15	34.81	46.89
绝对收益	-12.14	23.23	29.67

国金证券的现状分析及估值

- 国金证券是国内券商里最具有互联网思维的公司，转型互联网金融的决心非常强烈，在互联网金融领域的发展已经领先一步。
- 通过 SWOT 分析，全方位研究国金证券的现状，评估其所具有的优势、劣势、机会和风险，从而研判出其转型互联网金融所具有的优势和前景，同时也提示我们关注它的劣势和风险。
- 预计“佣金宝”推出以后，预计每日开户数量在 5000 户以上，并有望进一步提升。近期中登公司 A 股新开户飙升到 1.5 万/天，以及实际开户体验的经历均可从侧面印证“佣金宝”到目前为止所取得的巨大成功。
- “佣金宝”产品体现了追求用户的极致要求：1) 产品页面设计简洁，相关开户信息描述完整；2) 7*24 开户服务，并首次在移动端 APP 添加开户功能；3) 最低佣金+最低费率货币基金+咨询服务，成功征服价格敏感型投资者。
- 给予“强烈推荐”的投资评级，目标价 27.4 元：参照去年方正证券收购民族证券的价格底线，以及未来发展可能占据股基交易的市场份额，通过贴现模型计算，得到估值结果 27.4 元
- 风险提示：监管层的态度；其它券商的跟进和降佣力度；国金是否能保持快节奏的迭部“微创新”；国金新开设营业部的速度将决定客户增长速度的上限；国金证券与腾讯的关系

目 录

一、	优势 (Strength)	3
(一)	互联网思维	3
(二)	目前 A 股上市券商对待互联网的态度	3
(三)	通过国金证券和华泰证券关于网络开户的比较，来体现国金证券“触网”优势。	4
(四)	“佣金宝”的“1+1+1”服务产品要完胜华泰的服务产品	5
二、	劣势(Weakness)	6
三、	机会(Opportunity)	7
(一)	券商行业目前集中度仍然非常低。	7
(二)	多数券商对于互联网冲击的力度准备不足	7
(三)	牵手腾讯，赢得巨大的流量导入端。	9
(四)	监管层默许和支持创新的态度。	9
(五)	“佣金宝”面世以来，凭借良好的用户体验赢得了第一批客户，并有望取得美国嘉信理财的成功模式。	10
四、	风险(Threat)	10
(一)	监管层的态度。	10
(二)	其它券商的跟进和降佣力度。	10
(三)	国金是否能保持快节奏的迭部“微创新”。	11
(四)	国金新开设营业部的速度将决定客户增长速度的上限。	12
(五)	国金证券与腾讯的关系。	12
(六)	对于国金证券的估值	13
五、	投资评级：推荐	15

一、优势 (Strength)

国金证券是最具有互联网思维的，也是转型态度最为坚决的证券公司。目前的国金证券已经转型为半互联网券商的企业，它将互联网思维体现在产品和服务的各个方面，以接近“免费”的价格，竭力为用户打造极致的体验，力图在短期内跑马圈地，增大用户基数。而其它券商因为各种各样的原因，在触网过程中反应较慢。国金证券目前较其它券商的互联网进程来看，具备较大优势。

(一) 互联网思维

互联网思维是相对于工业思维而言的。在工业化时代，资源和生产能力往往被认为是企业的竞争力。工业化时代的标准思维模式是：大规模生产、大规模销售和大规模传播，企业在整个价值链里占有至高无上的地位。随着买方市场的形成、网络的大规模普及，消费者已经反客为主，拥有消费主权。于是，互联网思维应运而生。从本质上来说，互联网思维是一种商业民主化的思维。产品和服务话语权真正从零售商、生产商手中转移到了消费者手中，企业开始有意识的邀请顾客参与到从创意、设计、生产到销售的整个价值链创造中来。互联网思维体现在产品上是一种用户至上的思维。寻找用户的痛点，找到用户的普遍需求，为客户创造价值，成为互联网思维的主要诉求。

根据网络对于互联网思维的总结，结合佣金宝来分析，可以发现以下若干体现互联网思维的地方：

- 用户思维。“佣金宝”通过新浪微博向用户发布信息、征集意见、兜售参与感，并尽可能站在用户的角度来设计产品。
- 简约思维。在信息爆炸的时代，国金证券采取简单有效的网页设计去迅速抓住用户的注意力。
- 极致思维。“佣金宝”在佣金价格、账户内接货币基金费率、开户的便利性等方面都体现出极致追求的思维。
- 迭代思维。“佣金宝”的更新周期非常短，改进也都是从小处着眼，都是“微创新”。
- 流量思维。国金证券联手腾讯，在腾讯网开设端口是流量思维的最好体现。

(二) 目前 A 股上市券商对待互联网的态度

目前各大券商的“触网”举动：

券商	内容
方正证券	进驻天猫旗舰店，开设“泉友会旗舰店”，定位为业务展示及服务产品销售，包括投资顾问、软件工具和资讯服务。
长江证券	在天猫经营旗舰店，主要提供资讯和投资建议等服务
齐鲁证券	早期齐鲁证券淘宝店铺——“齐鲁证券融易品牌店”升级为“融易理财”微信多功能平台。为客户提供消息红绿灯、研报早闹钟、利健组合等产品的全方位信息推送服务，以及行情、研报、资金流向等查询功能
华创证券	华创网上商城提供金融产品与部分生活用品的销售平台。
华泰、齐鲁和国君	网上开户业务，开户流程全程线上自助办理，相关账户可正常参与 A 股交易
光大证券等券商	资金账户消费支付功能试点扩容，通过与第三方中国银联合作，借助中国银联的渠道对接商户并完成支付。而这一模式目前还不能绕开第三方存管银行，客户的证券保证金都是通过第三方存款银行进行交易。
国泰君安	国泰君安消费支付模式则是申请加入人民银行支付系统，由其自己直接开发独立的支付应用系统，直接与银行结算。其证券资金账户将由虚拟账户转变为类银行账户，开展消费、转账、储蓄、理财等类银行业务
国金证券	与腾讯展开战略合作。国金证券与腾讯旗下的腾讯网在“网络券商、在线理财、线下高端投资”活动等方面展开全面合作。腾讯开放核心广告资源，通过流量平台为本公司提供持续的用户关注度

在众多券商当中，国金证券和华泰证券算是互联网思维较为超前的券商。

(三) 通过国金证券和华泰证券关于网络开户的比较，来体现国金证券“触网”优势。

1. 国金证券佣金价位占有优势，更能吸引佣金敏感投资者

A 股市场中，个人投资者（散户）占据了绝大部分。由于个人投资者人数众多，大部分投资者很难从券商得到有效的咨询服务，很大一部分个人投资者实际上仅仅利用到了券商的通道服务。因此，个人投资者普遍对于佣金水平较为敏感。佣金的高低，直接决定了他们的交易成本。

国金证券的普通股票和基金佣金为万二，融资融券佣金率千一；华泰证券的普通股票和基金佣金为万三，融资融券佣金为万五。考虑到个人投资者限于资金量和投资工具的熟悉程度，使用融资融券的频率并不高，因此，国金证券的佣金水平面对个人投资者更具有吸引力。

2. 国金证券开户更加便捷，用户体验更好。

(1) 国金证券的网页设计更加的简约流畅，能够更好的在信息爆炸时代，抓住用户的注意力；而华泰证券的网页设计则较为繁琐，不利于寻找有效信息。



(2) 国金证券在 3 月 24 日开始推出创业板网上转签机制，进一步解决了客户跑营业部的不便；而华泰证券仍然需要客户前往邻近营业部临柜办理。

(3) 从服务时间上看，国金是 24 小时服务，华泰的服务时间是 9：00-22：30；从用户体验上看，此次国金线上开户全程只需要 5 步，大概 5 分钟便可以完成；而与之相比，华泰线上开户则要耗时更多：我

们通过实际测试的一个情况，发现华泰线上开户全程大概需要 12 步，共耗时 50 分钟左右。（引用来源：海通证券——《国金“互联网金融”远胜“金融互联网”》）

（四）“佣金宝”的“1+1+1”服务产品要完胜华泰的服务产品

1. “佣金宝”开户成功后，赠送永久性的咨询产品，而在华泰证券开户后仅赠送为期一个月的咨询产品

（1）佣金宝开户所赠送咨询产品

Q 高价值咨询产品是指什么？

A 高价值咨询产品内容主要包括：

- 【慧眼识盘】——主要为客户解析大盘、板块、概念等。
- 【股票池】——包括短线股票池、中线股票池等等，是专业投资顾问为客户提供的个股投资建议。
- 【模拟盘】——是由专业模拟操作示范，为客户提供更合理的投资参照，对于客户进行股票等产品的投资具有较高的参考价值。
- 【个股评级】——为客户全面解析潜力个股。
- 【宏观研究】——为客户解读当前宏观市场环境以及未来市场可能的变化。
- 【行业分析】——为客户分析热门行业。

另外还包括衍生品市场咨询报告、市场全景新闻等。

高价值咨询产品通过全能行证券投资终端来为客户展现，成功开户或转户之后，点击下载全能行证券投资终端并成功安装，就能够享用我们为佣金宝客户打造的高价值咨询产品。

（2）华泰证券开户所赠送的咨询产品

开户有惊喜
开户炒股就到华泰证券，所有业务轻松搞定！网上开户华泰更方便！

惊喜 01	涨乐·上证早知道 价值58元/月	活动期间申请并成功激活账户的客户即可免费体验一个月的“涨乐·上证早知道”资讯产品。
惊喜 02	涨乐·上证决策参考 价值78元/月	活动结束后将在活动期间申请并成功激活账户的客户中抽取50名幸运客户，免费体验一个月“涨乐·上证决策参考”资讯产品。

2. “佣金宝”对应的证券账户内的现金理财服务远好于华泰“资金天天发”保证金理财产品。

“佣金宝”现金服务理财是通过对接国金通用金腾货币基金，自动将现金购买成该款货币基金，认购费率、申购费率、赎回费率均为 0，销售服务费和增值服务费也为 0，管理费率仅仅是 0.20%/年，托管费率更是低至 0.05%/年，总费用率仅为 0.25%/年；“紫金天天发”是华泰自己开发的一款保证金理财产品，参与费、退出费、管理费均为 0，托管费为 0.05%，存在较高的业绩提成。参照 3 月 24 日的七天年化收益率，扣除费率以后，金腾通货基收益率为 4.83%， “天天发”的收益率仅为 2.42%。金腾通相对于天天发的收益率具有绝对优势。

华泰证券“紫金天天发”产品费率

产品信息	产品评价	净值走势	投资主办	计划公告	分红信息	产品费率	法律文件	用户评价
产品费率								
产品名称	参与费	退出费	管理费	托管费	管理人业绩报酬			
华泰紫金天天发	0	0	0	本集合计划托管费按当日集合计划总份额数的0.05%年费率计提	(1) 当集合计划份额年化收益率r小于或等于业绩基准(商业银行活期存款利率×150%，下同)，则管理人不得提取业绩报酬； (2) 若年化收益率r大于业绩基准，且小于或等于业绩基准+100BP，则管理人对该部分提取35%作为业绩报酬； (3) 若年化收益率r大于业绩基准+100BP，则管理人对该部分提取70%作为业绩报酬。			

另外，国金证券账户内的闲置资金是自动购买金腾通基金，无需签约，最小申购单位 0.01 元；购买“紫金天天发”则需要开通和签约（共有 16 个步骤），最小申购单位是 5 万元。两者比较，显然佣金宝具有更好的用户体验。

二、 劣势(Weakness)

国金证券线下营业部数量的不足会制约其市场份额的提升速度。

国金现有营业部 32 家，分布在四川(20)、云南(2)、湖南(2)、广东(1)、福建(1)、浙江(1)、上海(2)、北京(1)和天津(1)。2013 年，公司在昆明、福州、衡阳、天津、深圳新开设了五家 C 型营业部，另有 6 家营业部在筹建中，所在地分别是：沈阳市、南京市、重庆市、郑州市、上海浦东新区、四川绵阳市。因为融资融券等创新业务仍然需要临柜办理，如果周边城市没有实体营业部，会给客户带来一定的不便，所以线下营业部的推进速度将会在很大程度上影响线上客户增长速度。

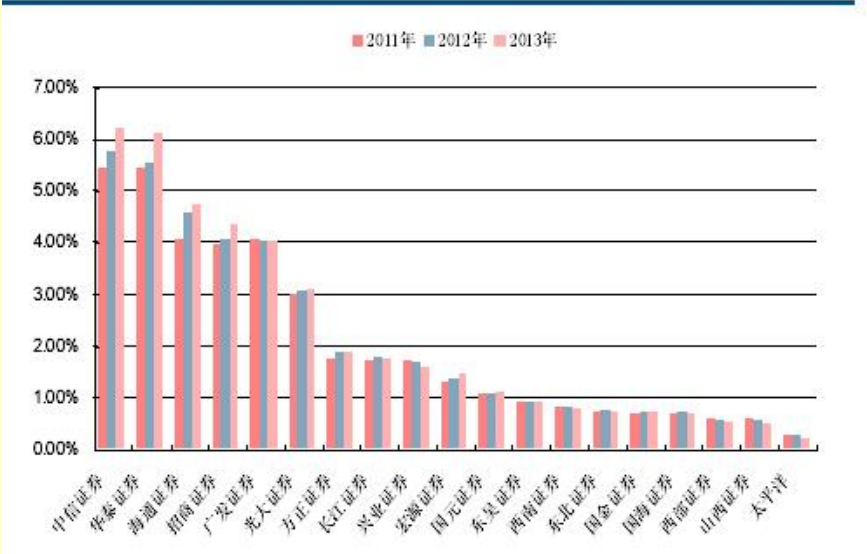


三、 机会(Opportunity)

(一) 券商行业目前集中度仍然非常低。

目前券商行业共有券商 100 余家，CR5 不足 30%，CR10 大约为 40%，目前券商行业仍处于粗放式发展周期，大量同质化的券商存在，相互间竞争激烈。这种行业背景对于有创新能力的个体来说，是较为有利的，不用担心会受到巨无霸的行业寡头的压迫。

图 16：上市券商股基市场份额



(二) 多数券商对于互联网冲击的力度准备不足

从统计结果来看，大约还有一半的券商还未出台网络开户服务；而大部分已推出网络开户的券商，或出于维护原有佣金水平的考虑，存在着“不敢大规模宣传、不明确佣金价格”的问题，仅仅是把网络开户当做一个营销手段分支来看待。

目前各大券商对待网上开户的态度

上市公司	净资产（亿）	总资产（亿）	是否开通网上开户	简要评价
太平洋	21.9	48.2	否	
国海证券	32.6	117.5	否	
西部证券	46.3	109.5	否	
山西证券	66	133.2	否	
国金证券	67.7	136.7	是	开户、转户窗口俱有；明确佣金为万二；明确落户营业部；赠送咨询产品服务；账户内自带货币基金理财；创业板可以网上开通；融资融券可通过就近的营业部办理
东北证券	75.4	199.3	否	

东吴证券	78.4	156.4	是	只有开户窗口，无转户窗口；未明确佣金价格和落户营业部；未明确账户内是否有保证金理财产品；无网络客服
西南证券	109.2	300	否	
长江证券	125.3	309.4	否	
兴业证券	136.1	307.9	是	需要下载控件包；只有开户窗口，无转户窗口；未明确佣金价格和落户营业部；未明确账户内是否有保证金理财产品；无网络客服
宏源证券	148.6	337.7	否	
方正证券	156.2	309.3	是	需要下载控件包；只有开户窗口，无转户窗口；未明确佣金价格和落户营业部；未明确账户内是否有保证金理财产品；无网络客服
国元证券	155.2	303.3	否	
光大证券	235.9	531.3	否	网站上已有前端链接，但无法打开
招商证券	266.2	834.6	是	只支持 IE 浏览器；只有开户窗口，无转户窗口；未明确佣金价格和落户营业部；未明确账户内是否有保证金理财产品；无网络客服
广发证券	343.4	1070	是	需要下载控件包；只有开户窗口，无转户窗口；未明确佣金价格和落户营业部；未明确账户内是否有保证金理财产品；无网络客服
华泰证券	359.4	1007.4	是	开户、转户窗口俱有；佣金明确为万三；明确落户营业部；赠送一个月的“热点掘金”服务；开通创业板业务可以到就近营业部办理，开通融资融券业务，暂时只能前往开户营业部办理；账户内含“天天发”保证金理财产品
海通证券	635.8	1359.9	是	需要下载控件包；只支持 IE 浏览器；未明确佣金价格和落户营业部；；必须本人亲自前往开户营业部才能开通创业板和融资融券业务；未明确账户内是否有保证金理财产品；
中信证券	883.8	2678.6	是	只有开户窗口，无转户窗口；未明确佣金价格和落户营业部；未明确账户内是否有保证金理财产品；无网络客服

（三）牵手腾讯，赢得巨大的流量导入端。

2013 年 11 月 22 日晚，国金证券（600109）发布公告，将与腾讯展开战略合作。根据国金发布的公告，国金与腾讯将通过金融创新和互联网技术创新，发挥各自优势，共同打造在线金融服务平台。双方同意，国金证券与腾讯旗下腾讯网在网络券商、在线理财、线下高端投资活动等方面展开全面合作。合作期间，腾讯将向国金证券开放核心广告资源，协助公司进行用户流量导入，并进行证券在线开户和交易，在线金融产品销售等服务。腾讯通过流量平台为国金证券提供持续的用户关注度。双方同意在以上合作基础之上，根据金融行业与互联网监管政策变化、市场发展形式和技术创新，共同深化以上合作领域。战略合作两年，由于腾讯在合作中投入大量核心广告资源和内容资源，国金向腾讯每年支付 1800 万元。

2014 年 2 月 11 日和 12 日，国金证券就与腾讯合作事项又发布补充公告，公司与腾讯合作的内容包括网络券商、在线理财、线下高端投资活动等多个方面，具体合作项目包括：

（1）网络券商：腾讯以腾讯网（www.qq.com）、手机端自选股等核心资源为承载，全面推广国金证券网上平台，为投资者提供在线开户、在线交易、在线客服等功能。

（2）在线理财：协议双方打造国金证券在线理财超市，展示国金旗下各类理财产品，腾讯协助国金实现理财产品在线销售并建立专属页面宣传推广。腾讯为国金提供支付接口，为国金的理财产品销售提供技术支持和技术保障。

（3）线下高端投资活动：协议双方共同打造系列品牌活动、共同策划实施投资咨询报告会等线下活动平台，聚集高端人群，为广大客户提供专业金融理财服务。

与腾讯的上述合作中，涉及腾讯网和手机端自选股等平台，其中与腾讯网开展的网络券商、在线理财及线下高端投资者活动在协议期内均为独家合作条款，与腾讯的其他合作非独家合作。

目前 QQ IM 位于在线社交网络第一名，MAU 达到 8.16 亿，微信 WeChat 位于移动互联网社交软件 MAU 达到 2.72 亿。腾讯新闻通过插件形式嵌入到 QQ 和微信，每天用户已超过 1 亿。腾讯的庞大用户基数，在国内是罕见的，只有阿里、百度、360 等少数几个公司拥有类似规模的用户基数。在初步的合作阶段中，国金证券仅仅可以通过腾讯网得到大量的导入流量，这对于别的券商同行来说，是一个极大的优势所在。

（四）监管层默许和支持创新的态度。

自 2 月 20 日佣金宝面世以来，证监会曾多次就“佣金宝”的创新之举进行表态。对“佣金宝”的创新之举，监管层更多的是采取一种默许和支持的态度。这为国金证券现阶段的各项创新活动打造了一个相对宽松的政策空间，有利于后续创新活动的开展。

（1）佣金宝面世第二天，证监会于 2 月 21 日的新闻发布会上表示“国金与腾讯的《战略合作协议》属于市场主体之间的合作与竞争，是市场行为”。

（2）四川省证券期货协会就“佣金宝”面世召开自律会议的第二天，证监会在 2 月 28 日的新闻发布会上再次明确表示“支持证券公司利用网络信息技术创新产品和服务，规范发展互联网金融业务”。

（3）3 月 6 日，证监会系统两会委员举行媒体见面会。证监会机构部巡视员欧阳昌琼在会上表示，按照规定，证券公司收取的佣金有一个区间，封顶不超过千分之三，不得低于万分之零点九，即监管费用以及交给交易所登记结算机构的相关费用。另外他还指出，佣金制度从行政指导走向市场化定价是大势所趋，监管层对互联网金融将采取一种创新的思维进行监管。

（4）3 月 7 日，证监会的新闻发布会再次表态：“券商佣金的收取不得高于证券交易金额的 3%，也不得低于代收的证券交易监管费与证券交易所手续费等之和。证券公司应当根据自身的实际情况制定本公司的佣金收取标准，报监管部门和有关部门备案并公布。对证券公司的佣金确定和收取行为，证监会关注的重点是，是否合法合规、是否公平对待客户、是否充分披露有关信息等。”

（五）良好的用户体验有望获得美国嘉信理财的成功模式。

“佣金宝”面世以来，凭借良好的用户体验赢得了第一批客户，并有望取得美国嘉信理财的成功模式。

由目前的开户情况来看，已经取得了巨大的成功，预计每日开户数量在 5000 户以上，并有望进一步提升，2014 年股基市场占有率有望提升一倍。国金证券有望复制美国嘉信理财的发展道路。

保守假设，国金证券每 10 分钟开一个户，每天实际工作时间 8 小时，视频见证人员 100 人，每天审核能力为 4800 个账户。实际调查情况：某转户股民 3 月 19 日中午上传照片和申请审核，直到 22 日中午才收到审核完成通知，等待时间长达 3 天整。这可以从侧面反映出：近期国金证券的开户能力正在超负荷的运转，每日开户数量应该在 5000 户以上。

自 2 月 20 日，国金证券和腾讯合作推出“佣金宝”产品以来，A 股新开账户数直接跳升并保持在 1.5 万户/天的高位，相对于过去一年的开户高点 1 万户/天而言，这也从侧面证明了，国金证券每天新开账户在 5000 户以上。



数据来源: <http://www.chinaclear.cn/>

预计随着宣传力度的持续、口碑的扩展、开户功能在移动端的嵌入，以及创业板网上转签功能的开放，国金证券的新开户数量会保持在高位，并有小幅攀升的可能。保守计算，从 2 月 20 日开始，到今年年底，国金证券个人账户的增加量应该在 150 万以上。这对于国金证券原有的 20 多万个人客户数量来说，是一个巨大的飞跃。

四、风险(Threat)

（一）监管层的态度。

虽然现阶段，证监会对“佣金宝”采取一种默许和支持的态度，但四川证券业协会的会议纪要还是反映了其它券商的不满态度。未来如果国金证券创新步伐过快，短期内造成其余证券公司出现大量客户流失或亏损现象，可能会被认定为不正当竞争行为或者倾销行为，进而对国金的创新行为进行限制甚至叫停。

（二）其它券商的跟进力度。

对于众多券商，我认为可以简单的划分为大券商和中小型券商。从转型的动机来分析，一般情况下，企业要具备转型动力，需要具备两个条件中的任意一个：1. 转型是否具有明显的利益改善；不转型会不会死掉。对于大券商来说，它们原有营业部较多，占有较多的经纪业务市场份额，短期内转型，经纪业务会

带来巨大的损失，同时因为大券商业务众多，经纪业务所占比重不是很大，哪怕流失了一部分的个人投资者客户，也还是不会影响它们的生存问题。所以，我认为大券商短期内的转型动力并不强。相反，中小券商因为营业部少，市场份额小，包袱轻，被兼并的压力大，相对来说，在短期内具有较强的转型动力。

券商想在互联网金融这块有所斩获，需要采取“互联网产品+流量端口”的模式。仅仅具备了互联网产品，不具备流量端口，同样是不能获得成功的。对于大券商来说，它们和互联网巨头合作的可能性较小。一方面是因为动机较弱，另一方面大股东普遍是国资背景，相对比较强势，不利于互联网巨头的进一步的深化合作和收购。如果大券商在没有流量端口的情况下采用跟随策略，那也只能起到一定的“防守作用”，只能是确保自己原有的市场份额不会进一步受到侵蚀，并不能带来多少增量客户。因此，大券商不是国金证券未来的主要竞争对手。

国金证券未来的主要竞争对手极有可能诞生在中小券商中。一旦其它中小券商与腾讯、阿里巴巴、百度、360 等网络巨头，那么它们也可以复制“互联网产品+流量端口”的模式，这将直接分流国金证券的增量客源。预计这种情况会在不久的未来出现，值得进一步关注。

（三）国金是否能保持快节奏的迭部“微创新”。

2 月 20 日，国金证券正式推出“佣金宝”1+1+1 互联网产品服务，推出了最低的佣金费率和“最廉价”的货币基金；

3 月 8 日，国金在近期推出了“全能行”手机炒股软件，在手机软件中加入了开户功能；

3 月 24 日，创业板转签上线，投资者无需再去营业部，即可在线开通创业板；

从国金证券这段时间推出和改进产品服务的过程，我们可以看出它一直在采用快频率的迭部“微创新”。这类创新虽然很微小，但一步步地在打造着极致的用户体验。未来国金能否持续推出更多微创新，能否进一步保持用户体验的极致追求，将是国金证券能否保持“触网”领先优势的必要条件。

下图为微创新一实例：

置顶 各位亲们：由于部分客户向宝宝反馈不理解【我的户照】是何意，所以经过一个上午的调整，宝宝为各位亲做了比较清晰的业务办理指引，昨日发布的【我的户照】更换为【业务办理】，对于各位亲造成的影响，宝宝在此向各位亲表示歉意。现在开始，创业板转签等业务已经恢复正常，各位亲，马上转签，马上赚钱吧



3月25日 13:23 来自搜狗高速浏览器

👍(7) | 转发(5) | 收藏 | 评论(35)

（四）国金新开设营业部的速度将决定客户增长速度的上限。

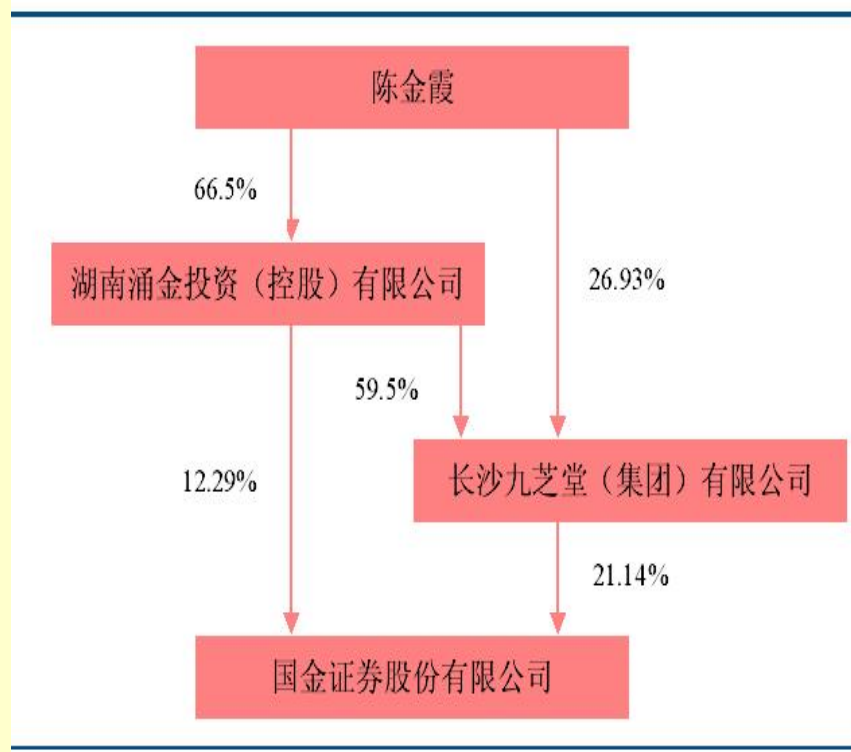
国金现有营业部 32 家，分布在四川(20)、云南(2)、湖南(2)、广东(1)、福建(1)、浙江(1)、上海(2)、北京(1)和天津(1)。2013 年，公司在昆明、福州、衡阳、天津、深圳新开设了五家 C 型营业部，另有 6 家营业部在筹建中，所在地分别是：沈阳市、南京市、重庆市、郑州市、上海浦东新区、四川绵阳市。虽然现在普通股票账户、基金账户、创业板转签均已可在网上开通，但仍然有一些特定业务必须临柜办理。如果周边城市没有国金证券的营业部，客户在开户或转户过程中难免会有所顾虑。因此，线下营业部的推进速度将会直接决定线上客户增长速度的上限。如果线下营业部推进缓慢，将会直接制约线上客户的增长速度。

（五）国金证券与腾讯的关系。

国金证券和腾讯签署了两年的战略合作协议，其中与腾讯网开展的网络券商、在线理财及线下高端投资者活动在协议期内均为独家合作条款，与腾讯的其他合作非独家合作。作为平台型的公司，腾讯不排除后续与其它证券公司进行合作的可能性。

国金证券在魏东辞世以后，由他的遗孀陈金霞实际控制。失去了魏东的运筹帷幄，涌金系逐渐分崩离析，国金证券也一度处于停滞不前的状态。此次，腾讯和国金证券独家合作，一方面是看重后者营业部少、负担轻、牌照齐全，另一方面也应该和目前这种股权状况有关。

未来两年将是国金证券与腾讯合作的观察期。如果国金证券按预期顺利发展，有很大的可能性腾讯会仿照阿里巴巴入股天弘基金的模式，接过陈金霞的实际控制权，将国金证券作为 O2O 闭环的一个支点；即使腾讯不选择入股国金证券，合作到期以后，双方也会采取另一种更深层次合作的方式来延续。但如果国金证券发展不如预期，则腾讯可能在合作到期以后寻求与其它券商的合作，转而将国金抛弃。



(六) 对于国金证券的估值

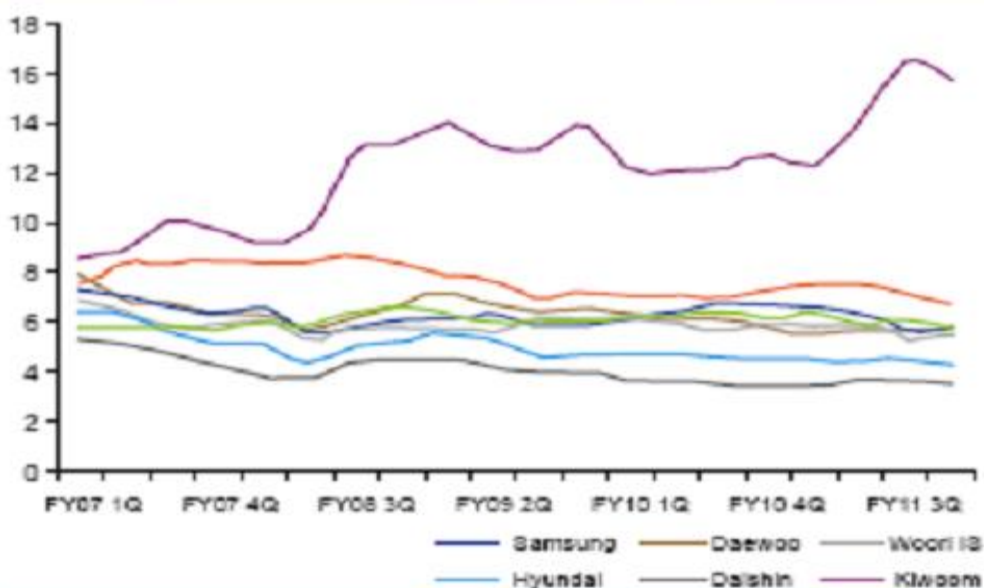
国金证券的经纪业务在短期内虽然能得到客户数量上的提升，但因为采取“成本价”——万二佣金，盈利上可能难以有较快增长。未来，在做大客户基数以后，有望像美国嘉信理财一样，在销售理财产品、融资融券、个股期权方面获得较多盈利。

鉴于目前情况尚不明朗，无法对国金证券采用折现的绝对估值法。可以简单通过比较来对它做一个大概的估值。2013 年年底，方正证券公布了吸收合并民族证券 100%股权的草案。民族证券 100%股权评估价为 132 亿元，溢价 93.09%。从净资产规模、股基市场占有率上来看，国金证券和民族证券比较类似。假设小券商两倍 PB 的价格是相对比较合理的，且未来长期的 ROE 大致等于 WACC 资金成本，则另外一倍 PB 的溢价则完全与它的经纪业务市场份额相关。

保守假设腾讯、阿里巴巴、360、百度各自再联手一家券商，在未来五年内，形成“五家大型互联网券商+五家传统券商”格局，同时 CR10 上升到 60%，平均每家券商的股基市场占有率为 6%。（参照韩国的案例，韩国 1997 年开始允许个人投资者通过网络进行交易，经过 10 年的发展，券商 CR6 已经超过了 70%。，考虑到国内网络普及率较高，我认为 5 年内达到“5+5”的格局是没有问题的）

如果上述假设成立，则国金证券的股基市场占有率从 0.7%提高到 6%左右。参考民族证券的被收购价（2PB），在净资产未大幅度提升的情况下，大概能享受 9.5PB 的估值，总市值将达到 637 亿左右。选取无风险收益率为 3.5%， β 为 1.5，风险溢价率 6%，则要求回报率为 12.5%。将 762 亿按 12.5%贴现五年，即得到现阶段国金证券的大致估值，约为 353 亿，相对于目前市值 260 亿，仍有一定的提升空间，对应目标价 27.4 元。因此，给予“推荐”评级。

图 8：韩国 2007-2011 年主要券商股票交易市场份额



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

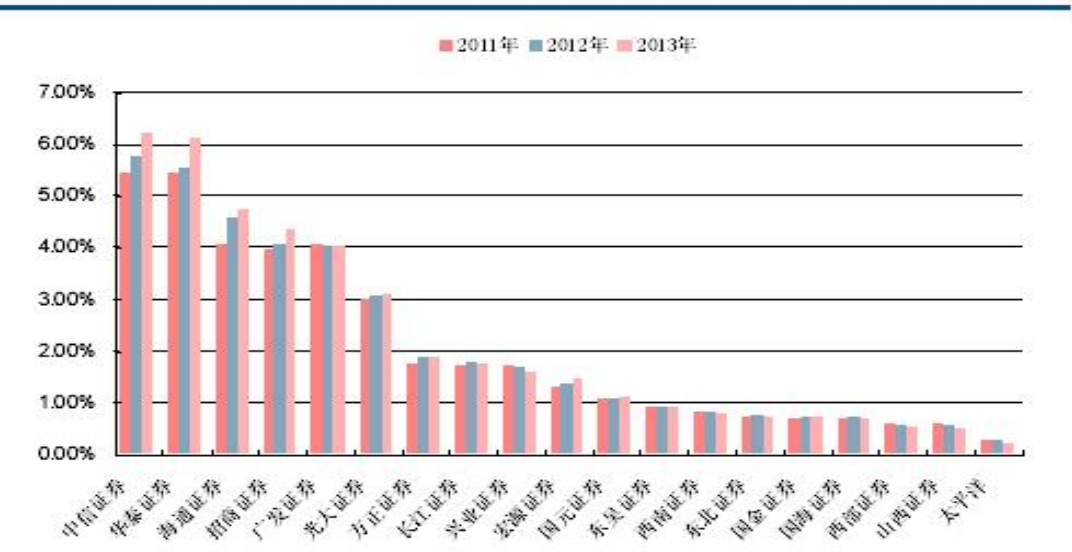
表 1: 中国的股票资产持有者中机构投资者占比较低

	基金	保险	社保基金	QFII	阳光私募	券商资管	合计	流通市值	占比
2001	491		242				732	13,402	5.46%
2002	724		373				1,097	11,757	9.33%
2003	1,021		398	141			1,559	12,353	12.62%
2004	1,597		513	288			2,398	11,015	21.77%
2005	1,737	124	635	460		3	2,959	10,046	29.45%
2006	4,796	1,963	848	710		49	8,367	23,697	35.31%
2007	24,661	4,716	1,319	733		304	31,734	90,734	34.97%
2008	9,208	2,925	1,539	918		84	14,675	44,551	32.94%
2009	19,345	3,929	2,330	1,139	600	307	27,650	149,618	18.48%
2010	18,128	4,374	2,570	1,305	1,200	460	28,038	191,041	14.68%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

注: 基金、保险公司和社保基金是其持有股票市值, 社保基金按其资产规模乘以 30% 估算持有股票市值, QFII 按外管局公布每年的 QFII 额度乘以当年末汇率。单位为亿元。

图 16: 上市券商股基市场份额



五、投资评级：**推荐**（6 个月内目标价：27.4 元）

免责声明：本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本人不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本人于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。