

重组过会，聚焦券商

■事件:2017年3月19日华鑫股份公布2016年年报。公司2016年实现营业收入6.09亿元,同比增长67%;净利润154.2亿元,同比增长18%。EPS为0.29元,ROE为7.8%。

■上海混改花落华鑫,地产公司变券商。2017年3月2日公司重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金方案获证监会得无条件通过。根据方案,华鑫股份将注入华鑫证券92%股权,公司的主营业务转变为以证券业务为主、少量持有型物业出租管理及其他业务为辅的局面,不再从事房地产开发业务。

■定增促进业绩提升,收入结构优化。截至2016年8月31日华鑫证券净资产36亿元,此次募集配套资金约12亿,公司资本实力将得到提升。中小券商在机制方面更加灵活,运营效率较高,在净资产得到补充之后,业绩有望迎来大幅增长。根据公司公告,华鑫证券2016年1-8月实现营业收入8.9亿元,经纪业务(占比42%)和投行业务(占比32%)是华鑫证券的主要收入来源,使得利润波动较大。募资完成后,华鑫证券信用业务、自营业务等规模将进一步扩大,业务结构更加优化。

(1) 经纪业务:交易额逆市上涨,份额稳步提升。根据Choice统计,华鑫证券2016年全年股基交易额达到1.12万亿元,同比增长5%,在市场交易额整体下降的背景下实现逆市上涨;交易额市场份额升至0.4078%,行业排名第55。根据公司公告披露,截至2016年8月31日华鑫证券营业部数量达60家,为2014年末的3倍;佣金率为0.0485%,下降趋势趋缓。我们预计经纪业务市场份额将稳中有升,2017年佣金率维持在0.043%左右,预测2017年华鑫证券代理买卖净收入分别为5.78亿元。

(2) 信用业务:两融收入贡献大,定增扩大业务规模。根据Choice统计,截至2016年12月31日华鑫证券融资融券余额达到34亿元,同比下降17.5%,市场占有率为0.36%;股票质押回购未解押余额为9.56亿元,同比增长243%,市场份额达到0.12%。2016年1-8月华鑫证券实现两融业务利息净收入1.94亿元,是信用业务收入中最大的组成部分。此次募集资金将有8亿元用于扩大两融业务和股权质押回购的交易规模,有助于公司对市场占有率的巩固与加强,预计2017年华鑫证券利息净收入可达到4.5亿元以上。

(3) 投行业务:中外联合,主打承销。华鑫证券投行业务主要依托与摩根士丹利共同设立的子公司摩根华鑫开展,中外合资优势明显。根据Choice统计,2016年华鑫证券和摩根华鑫共计完成80单股债承销项目,其中IPO2家、增发5家、可转债1家、债券72家。2016年1-8月,华鑫证券实现投行业务手续费净收入2.94亿元,预计2017年公司该业务收入可达5.5亿元。

(4) 资管业务:主动管理规模提升,获差异化竞争优势。根据公司公告,截至2016年8月31日华鑫证券受托资产管理规模为1124亿元,较2014年末增长近十倍,排名第39位;1-8月资管业务收入为6919万元,排名第46位,其中集合资管业务收入2917万元,超过定向资管业务,成为资管业务中最大的业绩贡献来源。华鑫证券资产证券化等领域取得差异化竞争优势,截至2016年8月31日华鑫证券资产证券化产品数量已备案7单,全行业排名第17。预计2017年华鑫证券资管业务收入达1.26亿元。

(5) 自营业务:权益投资占比高,收入弹性大。根据公司公告,截至2016年8月31日华鑫证券权益类自营规模为4.66亿元,而债券类自营规模为3.7亿元,权益类自营规模超过债券类自营规模,权益类投资占比较高能为自营业务带来较大弹性,募资资金将有2亿元被投入自营业务,如果市场企稳,自营业务业绩将有明显的改善。预计2017年华鑫证券自营业务收入达1.3亿元。

■股东资源丰富,深化产融结合。重大资产重组完成后,华鑫股份将成为上海仪电集团唯一金融上市平台,上海仪电集团旗下140多家企业有望为华鑫证券提供较多的业务合作机会。

■投资建议:买入-A投资评级,6个月目标价16.8元。我们预计公司2017-2019年的EPS为0.4元、0.63元和0.67元,6个月目标价16.8元。

■风险提示:市场下行风险、企业经营不善风险、信用违约风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	365.3	609.3	1,980.4	2,475.5	3,020.1
净利润	130.4	154.2	422.5	672.5	709.5
每股收益(元)	0.25	0.29	0.40	0.63	0.67
每股净资产(元)	3.53	3.76	7.10	7.63	8.22

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.8	48.9	36.1	22.7	21.5
市净率(倍)	4.1	3.8	2.0	1.9	1.8
净利润率	35.7%	25.3%	21.3%	27.2%	23.5%
净资产收益率	7.0%	7.8%	5.6%	8.3%	8.1%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
ROIC	8.8%	11.1%	20.4%	8.7%	11.4%

数据来源:Wind资讯,安信证券研究中心预测

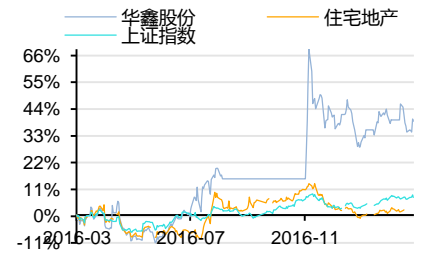
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价: **16.8元**
股价(2017-03-17) **14.39元**

交易数据

总市值(百万元)	7,541.55
流通市值(百万元)	7,541.55
总股本(百万股)	524.08
流通股本(百万股)	524.08
12个月价格区间	9.27/17.46元

股价表现



资料来源:Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.74	-8.05	40.75
绝对收益	-2.64	-4.39	50.31

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515060004

zhaohx3@essence.com.cn

021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn

021-35082968

相关报告

华鑫股份:上海混改花落华鑫,精品券商转型升级
2017-01-23

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	365.3	609.3	1,980.4	2,475.5	3,020.1	成长性					
减:营业成本	207.0	222.0	960.5	1,188.2	1,479.8	营业收入增长率	-38.8%	66.8%	225.0%	25.0%	22.0%
营业税费	20.3	95.4	158.4	198.0	241.6	营业利润增长率	-39.0%	35.5%	218.4%	54.5%	5.6%
销售费用	10.3	19.3	51.1	70.8	86.7	净利润增长率	-15.7%	18.3%	174.0%	59.2%	5.5%
管理费用	52.2	99.3	258.9	247.5	396.4	EBITDA 增长率	-30.7%	48.9%	151.2%	34.7%	4.6%
财务费用	27.6	60.0	105.0	57.2	54.3	EBIT 增长率	-34.3%	51.4%	178.5%	37.0%	4.9%
资产减值损失	-0.1	1.0	-5.0	-1.4	-1.8	NOPLAT 增长率	-28.1%	23.5%	181.2%	37.0%	4.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.4%	52.8%	223.1%	-20.3%	76.6%
投资和汇兑收益	67.1	43.9	45.2	52.1	47.1	净资产增长率	4.3%	6.7%	269.0%	6.3%	6.6%
营业利润	115.1	156.0	496.7	767.2	810.1	利润率					
加:营业外净收支	8.7	20.1	7.6	12.2	13.3	毛利率	43.3%	63.6%	51.5%	52.0%	51.0%
利润总额	123.8	176.1	504.3	779.3	823.4	营业利润率	31.5%	25.6%	25.1%	31.0%	26.8%
减:所得税	11.0	45.3	126.1	194.8	205.9	净利润率	35.7%	25.3%	21.3%	27.2%	23.5%
净利润	130.4	154.2	422.5	672.5	709.5	EBITDA/营业收入	46.9%	41.9%	32.4%	34.9%	29.9%
						EBIT/营业收入	39.1%	35.5%	30.4%	33.3%	28.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	138	82	22	12	5
货币资金	574.7	656.4	2,824.2	1,738.3	241.6	流动营业资本周转天数	858	715	740	851	876
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	2,247	1,424	1,425	1,577	1,370
应收账款	25.6	68.5	694.7	340.7	479.9	应收账款周转天数	51	28	69	75	49
应收票据	0.1	-	2.1	0.1	1.9	存货周转天数	1,337	1,014	1,029	1,162	1,196
预付账款	3.1	3.7	19.6	12.4	27.8	总资产周转天数	3,576	2,356	1,699	1,789	1,540
存货	1,363.6	2,067.7	9,258.3	6,723.1	13,350.5	投资资本周转天数	1,442	1,079	849	933	938
其他流动资产	19.5	39.1	40.3	33.0	37.5	投资回报率					
可供出售金融资产	31.8	47.2	33.0	37.3	39.2	ROE	7.0%	7.8%	5.6%	8.3%	8.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.1%	3.0%	2.6%	5.7%	4.0%
长期股权投资	389.8	395.1	395.1	395.1	395.1	ROIC	8.8%	11.1%	20.4%	8.7%	11.4%
投资性房地产	907.7	800.3	800.3	800.3	800.3	费用率					
固定资产	139.4	138.2	99.4	60.5	21.7	销售费用率	2.8%	3.2%	2.6%	2.9%	2.9%
在建工程	1.7	4.1	4.1	4.1	4.1	管理费用率	14.3%	16.3%	13.1%	10.0%	13.1%
无形资产	92.4	92.7	92.2	91.7	91.2	财务费用率	7.6%	9.9%	5.3%	2.3%	1.8%
其他非流动资产	50.2	62.6	55.7	53.3	51.1	三费/营业收入	24.7%	29.3%	21.0%	15.2%	17.8%
资产总额	3,599.6	4,375.5	14,318.9	10,289.7	15,541.8	偿债能力					
短期债务	220.0	410.0	-	-	104.0	资产负债率	46.6%	53.1%	47.1%	21.8%	44.8%
应付账款	291.3	300.3	2,311.8	1,087.2	2,979.6	负债权益比	87.2%	113.3%	89.2%	27.9%	81.1%
应付票据	-	-	5.4	1.1	2.6	流动比率	2.04	2.15	3.39	3.96	2.97
其他流动负债	460.3	606.7	1,466.8	1,144.1	1,675.8	速动比率	0.64	0.58	0.95	0.95	0.17
长期借款	698.0	993.7	2,956.4	-	2,187.9	利息保障倍数	5.17	3.60	5.73	14.42	15.93
其他非流动负债	7.4	13.5	8.5	9.8	10.6	分红指标					
负债总额	1,677.1	2,324.2	6,748.9	2,242.3	6,960.5	DPS(元)	0.08	-	0.08	0.11	0.08
少数股东权益	72.0	82.7	40.6	-45.9	-135.8	分红比率	30.1%	0.0%	20.2%	16.8%	12.3%
股本	524.1	524.1	1,060.9	1,060.9	1,060.9	股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
留存收益	1,298.1	1,413.0	6,468.5	7,032.4	7,656.3						
股东权益	1,922.5	2,051.3	7,570.0	8,047.4	8,581.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.25	0.29	0.40	0.63	0.67
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	3.53	3.76	7.10	7.63	8.22
净利润	112.8	130.8	422.5	672.5	709.5	PE(X)	57.8	48.9	36.1	22.7	21.5
加:折旧和摊销	29.8	41.6	39.4	39.4	39.4	PB(X)	4.1	3.8	2.0	1.9	1.8
资产减值准备	-0.1	1.0	-	-	-	P/FCF	321.8	273.4	-5.2	-17.2	-11.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	20.6	12.4	7.7	6.2	5.1
财务费用	51.7	67.8	105.0	57.2	54.3	EV/EBITDA	41.1	31.1	23.2	14.9	18.4
投资损失	-67.1	-43.9	-45.2	-52.1	-47.1	CAGR(%)	73.0%	67.8%	35.4%	73.0%	67.8%
少数股东损益	-17.6	-23.4	-44.3	-88.0	-91.9	PEG	0.8	0.7	1.0	0.3	0.3
营运资金的变动	-99.6	-645.2	-4,960.2	1,410.4	-4,393.9	ROIC/WACC	1.0	1.3	2.4	1.0	1.3
经营活动产生现金流量	-16.4	-440.0	-4,482.8	2,039.3	-3,729.8	REP	4.8	2.8	0.9	2.3	1.3
投资活动产生现金流量	-166.3	-44.7	59.3	47.8	45.2						
融资活动产生现金流量	-323.0	566.4	6,591.2	-3,173.1	2,187.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司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公司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。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034