

贺立

分析师 SAC 执业编号: S1130514100002  
(8621)60230241  
lihe@gjzq.com.cn

## 全面融资，强化杠杆提升预期

### 事件

**公司董事会审议通过关于发行 H 股股票并在香港上市方案的议案:** 1) 公司将在股东大会决议有效期内选择适当的时机和发行窗口完成本次发行并上市; 2) 本次发行的 H 股股数不超过发行后公司总股本的 20% (超额配售权执行前), 并授予簿记管理人不超过上述发行的 H 股股数 15% 的超额配售权; 3) 公司本次发行并上市的相关决议有效期为该等决议经公司股东大会审议通过之日起十八个月; 4) 于 12 月 11 日召开临时股东大会。

**公司董事会审议通过多项债权融资计划:** 1) 公司拟发行短期公司债券, 待偿还短期公司债券余额不超过净资本的 60%; 2) 公司拟发行次级债券总规模不超过 500 亿元; 3) 公司拟开展收益凭证业务, 存量发行规模不超过净资本的 60%; 4) 公司拟以融出资金债权资产进行资产证券化融资, 首期融出资金债权规模不超过 18 亿元, 公司以融出资金债权资产进行资产证券化融资的总规模不超过 300 亿元

### 评论

根据目前环境, 预计发行价格在 11.7-12 元人民币左右, 较 A 股折价 5-8%。公司尚未确定发行价格, 我们用两种方法来测算。1、已发行 H 股的中信证券其发行价为 13.3 港元, 较发行时 A 股的价格约折价 6%; 已发行 H 股的海通证券其发行价为 10.6 港元, 较发行时 A 股的价格约折价 11%; 两者平均折价 8%。若以目前华泰证券 12.66 元为参照数, 则华泰证券 H 股发行价约为 11.7 元; 2、目前所有在内地和香港同时上市的金融股 H/A 股平均折价 1%, 中信证券 (H/A 溢价 6%) 和海通证券 (H/A 折价 8%) 平均折价 1%。若华泰证券 H 股发行时 A 股价格为 12.66 元, 考虑华泰证券发行时更多会参考海通证券, 给予 5-8% 的折价, 则其 H 股发行价格约为 11.7-12.0 元人民币。综合两种估计方法, 我们预计以目前环境测算, 华泰证券 H 股上市的发行价在 11.7-12 元人民币左右。

**或增厚每股净资产约 14%。**如果按照上限发行 14 亿股 (暂不考虑 15% 的超额配售权) 且发行价介于 11.7 元和 12 元之间, 则此次发行将募集资金 163 亿元-168 亿元人民币, 将增厚公司 2014 年的每股净资产约 14%。实际的发行数量和价格需视当时的市场环境而定。香港投行项目一般周期在 2-3 个季度, 若顺利, 我们预计公司可能在明年上半年完成 H 股发行。

**全面融资计划将显著强化公司杠杆提升预期:** 公司董事会同时通过了多项债权融资计划, 包括短期公司债、次级债、收益凭证、融出资金债权资产融资等, 以目前静态数据测算 (不考虑 H 股, 因规模暂无法确定), 这部分融资权限将超过 1000 亿, 约是目前净资产的 2.6 倍, 且在期限上长短结合, 全面布局, 便于流动性管理。诸多债权融资计划联合出台, 结合公司 H 股发行, 表明公司已经做好了全面加杠杆的准备。结合 2014 年 3 季度公司杠杆率环比的快速提升, 公司全面加杠杆的意图非常清晰。

### 投资建议

**公司或成杠杆提升龙头, 维持“买入”评级, 提升目标价至 19 元。** H 股发行将有效提升公司资本实力, H 股融资调回结汇审批被取消也使得资金回流更为便利, 并将助力公司综合性金融控股集团架构的建立及国际化进程。全面融资计划的出台表明公司加杠杆的强烈意图, 或成杠杆提升龙头。虽然自我们底部作为券商首选大力推荐以来上涨超过 40% (详见 10 月 30 日《佣金率或率先触底, 基本面迎来拐点》), 但目前仍有 50% 的空间。我们给予公司 2.4 倍的 PB (考虑 H 股融资后), 提升目标价至 19 元。

**风险提示:** 投资环境发生大的转变; 募集资金低于预期。

图表1: 华泰证券盈利预测表

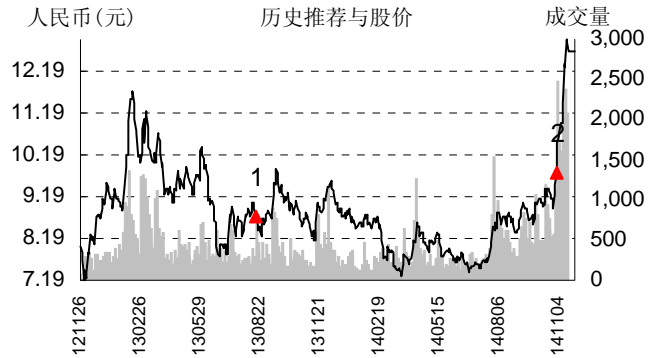
| 股数据         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 股本, 期末 (mn) | 5,600 | 5,600 | 5,600 | 5,600 | 5,600 | 5,600 |
| EPS         | 0.32  | 0.29  | 0.40  | 0.66  | 0.97  | 1.18  |
| BVPS        | 5.93  | 6.10  | 6.37  | 6.95  | 7.55  | 8.21  |
| PE          | 39.56 | 43.66 | 31.65 | 19.18 | 13.05 | 10.73 |
| PB          | 2.13  | 2.08  | 1.99  | 1.82  | 1.68  | 1.54  |

来源: 国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

|   | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价           |
|---|------------|----|------|---------------|
| 1 | 2013-08-18 | 增持 | 8.69 | N/A           |
| 2 | 2014-10-30 | 买入 | 9.75 | 13.00 ~ 13.50 |

来源：国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海                             | 北京                         | 深圳                              |
|--------------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| 电话: (8621)-61038271            | 电话: 010-6621 6979          | 电话: 0755-83831378               |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 6793          | 传真: 0755-83830558               |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn      |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100053                 | 邮编: 518000                      |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD |