

华鑫股份 股票代码：600621.SH

华鑫证券登台，估值空间打开

事项：

10月24日晚，华鑫股份发布了三季度业绩报告，公司前三季度实现营业收入4.5亿元，同比增长32.7%；归母净利润1.4亿元，同比下降22.9%；对应基本每股收益为0.273元；此外，公司公告本次重大资产重组的初步方案为置出公司部分房地产资产及负债，注入华鑫证券股权，以及实施配套募集资金，而公司股票自2016年10月25日起继续停牌不超过1个月。

主要观点

1. 前三季度净利润同比下降23%，低土地成本促毛利率继续高位上涨

上半年营业收入4.5亿元，同比增长33%，三季度仅结算了4500万元；净利润1.4亿元，同比下降23%，但已较去年全年1.3亿元增长9%；每股收益0.273元；毛利率和净利率为69.0%和31.7%，分别提升2.3和下降22.8个百分点，低土地成本推动毛利率进一步高位上涨；高毛率推动土增税大幅上涨，推动营业税金及其附加同比增长289%，占比营业收入由上年6.6%上涨至19.3%；三项费用率由上年18.1%提升至26.6%，源于奥伦并表和部分项目停止利息资本化分别致管理费用和财务费用提升。报告期末，负债率和净负债率分别降至53%和33%，远低于行业平均水平。

2. 重大重组明确注入华鑫证券股权，估算重组后估值空间或大幅提升

公司自8月25日停牌进入重组流程，目前明确初步方案为置出公司部分房地产资产及负债，注入华鑫证券股权，以及实施配套募集资金。根据公开资料分析，目前实际控制人仪电集团、兄弟公司飞乐音响和公司分别持有华鑫证券股权为66%、24%和8%，合计仪电系持有98%，因而预计重组后华鑫证券几乎将整体上市。由于目前整体证券资产收购方案以及配套募集资金方案均为公布，目前仍无法测算重组后公司估值，但对比目前证券行业最小的三家券商东北证券、国海证券和宝硕股份（华创证券）市值分别高达303、304和297亿元，因而预计重组后估值空间或将大幅提升。

3. 公司土储优质、估值55-66亿元，置出部分资产可回笼数十亿现金

公司持有权益102万平商务地产（开发89万平、持有13万平），大多位于上海，公司通过承接仪电系产业用地兼以股权收购等方式拿地，拿地成本较低，又遇上海地价上涨，开发毛利率超60%，我们分别通过净利润折现法对开业物业估值、现金流折现法和租金回报率法对持有物业估值，得RNAV为55-66亿元。而在本次重组方案中明确将置出部分房地产资产和负债，预计可回笼数十亿现金支持证券业务的发展。

4. 投资建议：华鑫证券登台，估值空间打开，重申强烈推荐评级

华鑫股份自8月25日停牌进入重组流程，目前明确初步方案为置出公司部分房地产资产及负债，注入华鑫证券股权；目前仪电系合计持有华鑫证券98%股权，因而重组后华鑫证券几乎将整体上市，并且对比目前证券行业最小规模券商东北证券、国海证券和宝硕股份（华创证券）均为300亿元市值来看，预计重组后估值空间或将大幅提升；另一方面，目前公司持有权益102万平商务地产，拿地成本较低，未开发物业毛利率超60%，对应公司NAV约69亿元，后续置出部分房地产资产将可回笼数十亿现金支持证券业务的发展。我们维持公司2016-17年每股收益分别为0.34和0.50元，重申强烈推荐评级。

5. 风险提示：

销售低于预期；公司与大股东的资产整合低于预期。

目标价：15-24RMB
当前股价：11.93RMB
投资评级 强推
评级变动 维持

证券分析师

证券分析师：华中炜


执业编号：S0360512040001
邮箱：huazhongwei@hcyjs.com

联系人：袁豪


电话：021-20572598
邮箱：yuanhao@hcyjs.com

联系人：鲁星泽


电话：021-20572575
邮箱：luxingze@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	52,408
流通A股/B股(万股)	52,408/-
资产负债率(%)	53.4
每股净资产(元)	3.7
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12个月内最高/最低价	/

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

图表 1 华鑫股份 2016 年前 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年前 3 季度	2016 年前 3 季度	同比变动(%)
营业收入	341	452	32.71
营业成本	(114)	(140)	23.56
营业税	(22)	(87)	289.44
毛利润	205	225	9.76
其他收入	0	0	NA
销售费用	(6)	(11)	82.73
管理费用	(36)	(68)	88.44
营业利润	163	146	(10.51)
投资收益	47	33	(28.83)
财务费用	(19)	(41)	112.85
营业外收支	5	18	265.95
税前利润	195	156	(20.23)
所得税	(22)	(30)	36.12
少数股东权益	12	17	39.41
归属上市公司股东净利润	186	143	(22.90)
主要比率(%)			百分点增减
毛利率	66.7	69.0	2.3
经营利润率	47.7	32.2	(15.5)
净利率	54.5	31.7	(22.8)

资料来源：公司数据，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	575	927	1,322	1,916
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1	0	0	0
预付账款	3	5	7	10
存货	1,364	2,179	2,942	3,898
其他流动资产	44	45	65	93
流动资产合计	1,987	3,156	4,336	5,918
其他长期投资	939	943	946	950
长期股权投资	390	390	390	390
固定资产	145	113	88	64
在建工程	2	2	2	3
无形资产	92	88	83	79
其他非流动资产	45	72	104	151
非流动资产合计	1,613	1,608	1,614	1,637
资产合计	3,600	4,764	5,950	7,554
短期借款	220	346	488	700
应付票据	0	0	0	0
应付账款	22	35	49	70
预收款项	212	59	84	122
其他应付款	79	127	181	262
一年内到期的非流动负债	169	224	246	279
其他流动负债	270	997	1,652	2,486
流动负债合计	972	1,787	2,700	3,919
长期借款	698	698	698	698
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7	235	329	469
非流动负债合计	705	933	1,027	1,167
负债合计	1,677	2,720	3,726	5,086
归属母公司所有者权益	1,850	1,978	2,166	2,423
少数股东权益	72	66	57	45
所有者权益合计	1,923	2,044	2,223	2,469
负债和股东权益	3,600	4,764	5,950	7,554

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	(16)	(669)	(329)	(331)
现金收益	(506)	68	291	457
存货影响	(14)	(816)	(763)	(956)
经营性应收影响	46	(19)	(21)	(32)
经营性应付影响	(173)	14	213	319
其他影响	632	84	(49)	(119)
投资活动现金流	(166)	37	52	75
资本支出	12	0	0	1
股权投资	69	0	0	0
其他长期资产变化	(247)	36	52	74
融资活动现金流	(323)	700	567	710
借款增加	(222)	754	646	819
财务费用	108	53	79	109
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	(209)	(107)	(158)	(217)

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	365	589	841	1,218
营业成本	207	325	459	659
营业税金及附加	20	53	79	119
销售费用	10	12	8	12
管理费用	52	59	50	73
财务费用	28	17	24	25
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	67	67	67	67
营业利润	115	190	287	397
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	124	199	295	406
所得税	11	30	44	61
净利润	113	169	251	345
少数股东损益	(18)	(8)	(13)	(17)
归属母公司净利润	130	178	264	362
NOPLAT	69	119	207	302
EPS(摊薄) (元)	0.25	0.34	0.50	0.69

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-39%	61%	43%	45%
EBIT 增长率	-57%	86%	74%	46%
归母净利润增长率	-16%	36%	48%	37%
获利能力				
毛利率	43%	50%	50%	50%
净利率	36%	30%	31%	30%
ROE	7%	9%	12%	15%
ROIC	6%	8%	10%	11%
偿债能力				
资产负债率	47%	57%	63%	67%
债务权益比	0.9	1.3	1.7	2.1
流动比率	2.0	1.8	1.6	1.5
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	10%	14%	16%	18%
应收帐款周转天数	54.8	22.7	23.8	23.7
应付帐款周转天数	330.9	232.3	239.7	235.8
存货周转天数	2177.8	1709.5	1737.3	1605.2
每股指标(元)				
每股收益	0.25	0.34	0.50	0.69
每股经营现金流	(0.03)	(1.28)	(0.63)	(0.63)
每股净资产	3.5	3.8	4.1	4.6
估值比率				
P/E	48.0	35.2	23.7	17.3
P/B	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	69.9	46.5	31.2	24.2

资料来源：公司报表、华创证券

房地产组分析师介绍

华创证券房地产组组长、高级分析师：袁豪

拥有 7 年房地产行业研究经验，其中 5 年券商房地产行业研经验，2009 年获复旦大学理科硕士学位，2010-2016 年年曾任职于戴德梁行和中银国际，2016 年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券 邮编：200120 传真：021-50581170 会议室：021-20572500