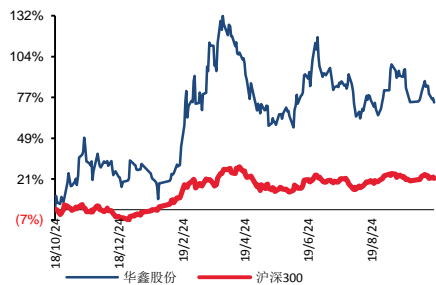


金融 多元金融

华鑫股份：旗下 51%大摩华鑫证券，批皮青铜的隐藏王者

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,061/535
总市值/流通(百万元)	13,537/6,830
12 个月最高/最低(元)	17.14/7.38

相关研究报告:

证券分析师: 罗惠洲

电话: 010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050002

报告摘要

华鑫股份(曾用名上海金陵), 主营业务从机电产品、电工仪表等制造业到房地产开发, 再到证券业。公司第一大股东是上海仪电集团, 直接持股比例 27.49%, 表决权比例 53.27%。实际控制人为上海市国资委。

2018 年, 华鑫股份实现营收 11.84 亿元, 归母净利润 2185 万元。其中, 证券服务实现营收 9.60 亿元, 占比 81%, 这包含摩根华鑫贡献的 1.72 亿营收。2019 年上半年, 公司实现营收 5.73 亿元, 净利润 7291 万元。

华鑫证券于 2017 年 5 月通过资产置换及发行股份(约 40 亿元, 9.59 元/股)装入上市平台, 按 2016 年 8 月 31 日评估华鑫证券估值 53.549 亿元。并募集配套资金 12.72 亿元(10.6 元/股), 锁定期三年*。

摩根华鑫证券 82%的营收来自投行业务。两次交易: 2016 年 1 月, 华鑫证券对大摩转让 15.67%摩根华鑫证券股权。2015 年底评估大摩华鑫证券价值 14.602 亿元。此次交易 2%股权价值(含控股权溢价)估值为 3.762 亿元(2018 年 9 月底评估)。假设不考虑控股权溢价, 估值约 188.1 亿。

华鑫股份最新市值 137.17 亿, 是 A 股上市券商中市值最小的之一。华鑫证券(母公司)2018 年底净资产 49.21 亿元, 券商板块整体 PBx1.57 倍, 华鑫证券自身估值 77.26 亿元。摩根华鑫证券 49%股权按 94.05 亿元计。公司持有的 65%仪电思佰益融资租赁股权, 2017 年底评估价值约 2 亿元计(3.065*65%)。上市公司静态市值约 173 亿元, 总股本 10.61 亿股, 对应股价 16.31 元/股, 首次覆盖, 推荐“买入”评级。

风险提示: 摩根华鑫证券 2%股权转让的进度不达预期; 大摩后续可能的增资、业务资格申请速度不达预期; 摩根华鑫证券的投行和交易类业务的优势体现受到市场环境和监管环境限制; 大摩寻求重新设立在华全资证券公司; 大摩母公司的经营风险; 股市波动风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	11.83	12.09	18.20	22.66
(+/-%)	-67%	2%	51%	25%
净利润(亿元)	0.22	4.17	1.18	2.52
(+/-%)	-97%	1809%	-72%	114%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.39	0.11	0.24
市盈率(PE)	628	33	117	54

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、华鑫股份的历史沿革	3
二、华鑫证券：业务中规中矩，持股 51% 摩根华鑫证券	5
(一) 2017 年，资产置换登上 A 股舞台	5
(二) 业务中规中矩，投行成为亮点	6
(三) 摩根华鑫证券：以投行为主，两次交易定估值	8
三、大摩在华金融领域布局将带来的改变	9
(一) 证券牌照：“兵家”必争之地	10
(二) 期货牌照：热度不断攀升	11
四、华鑫股份的盈利预测及估值	12
(一) 盈利预测	12
(二) 估值及投资建议	12
五、风险提示	12

一、华鑫股份的历史沿革

华鑫股份的前身是创建于1952年的上海金陵无线电厂，公司自1970年开始生产电子产品，1991年晋升为国家一级企业。1992年5月5日经上海市经济委员会批准改制成上海金陵股份有限公司。1992年12月2日，上海金陵股票在上海证交所挂牌上市，当时总股本5,099.3万，流通股1600万元（含内部职工股120万元），年终净资产为1亿元人民币。

华鑫股份（曾用名上海金陵）经历了多次重大资产重组和置换，主营业务从机电产品、电工仪器仪表等制造业到房地产开发，再到证券业务为主的金融业。

图表 1：上市公司主营业务变化

时间	主营业务
1992-2007年	机电产品、电工仪器仪表、印刷电路板表面装联等制造业
2007-2008年	机电产品、电工仪器仪表、印刷电路板表面装联等制造业，及房地产开发经营、自有房屋租赁
2009-2016年	房地产开发经营、自有房屋租赁
2017年起	证券业为主，融资租赁为辅

资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司第一大股东是上海仪电集团，直接持股比例27.49%；仪电集团通过华鑫置业、仪电电子-飞乐音响间接持有15.93%股权；仪电集团合计持股比例43.42%，表决权比例53.27%。公司实际控制人为上海市国资委。

图表 2：华鑫股份的股东结构（2019年中报）

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占总股本 比例(%)
1	上海仪电(集团)有限公司	29,164	27.49
2	华鑫置业(集团)有限公司	13,952	13.15
3	上海飞乐音响股份有限公司	13,401	12.63
4	上海国盛集团资产管理有限公司	6,000	5.66
5	中国太平洋人寿保险股份有限公司-中国太平洋人寿股票主动管理型产品(保额分红)委托投资(长江养老)	4,000	3.77
6	上海由由(集团)股份有限公司	1,220	1.15
7	陶美英	537	0.51
8	中国工商银行股份有限公司-中证上海国企交易型开放式指数证券投资基金	519	0.49
9	李怡名	451	0.43
10	丁碧霞	399	0.38
	合计	69,644	65.66

资料来源：WIND，太平洋证券整理

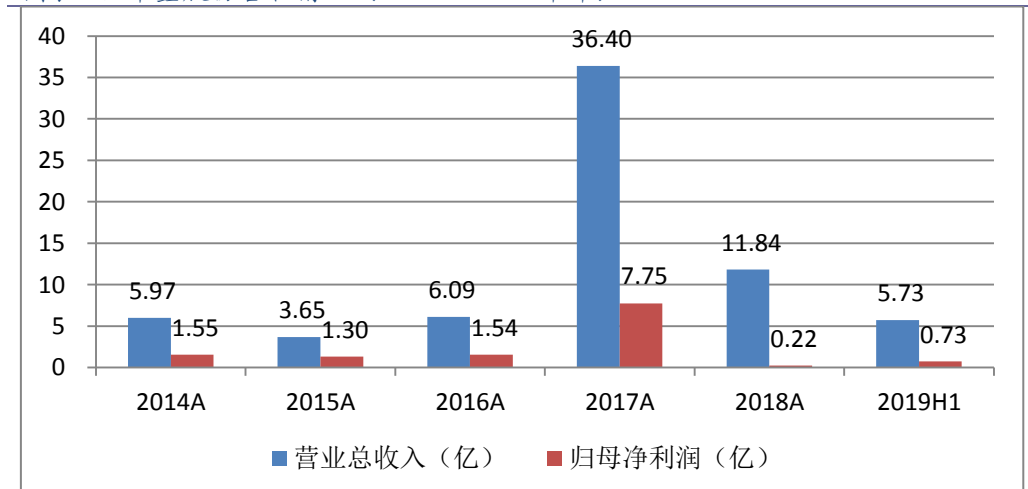
自 2017 年起，公司通过资产置换获得华鑫证券 100% 股权，实现战略转型，上市公司核心业务变更为证券业务。2018 年，公司完成收购仪电思佰益融资租赁（上海）65% 股权，遂形成以证券业务为主，以融资租赁业务、部分持有型物业经营业务及其他业务为辅的局面。

图表 3：华鑫股份的参控股公司（2019 年中报）

序号	被参控公司	直接持股比例	表决权比例	注册资本（万元）	主营业务
1	华鑫证券有限责任公司	100	100	327,000	证券
2	摩根士丹利华鑫证券有限责任公司		51	102,000	证券
3	华鑫思佰益融资租赁（上海）有限公司	65	65	30,000	融资租赁
4	华鑫宽众投资有限公司		100	20,000	投资
5	华鑫期货有限公司		100	20,000	期货
6	上海金欣联合发展有限公司	50		11,660	房屋租赁管理
7	华鑫证券投资咨询有限公司		100	5,900	投资
8	上海普林电路板有限公司	100	100	4,223	电路板生产
9	上海金陵投资有限公司	100	100	3,520	物业管理
10	上海普林电子有限公司	75	75	2,406	仪表元器制造
11	上海择励实业有限公司	100	100	1,000	物业管理等
12	上海鑫之众投资管理有限公司	100	100	1,000	投资管理
13	上海力敦行房地产经纪有限公司	50			房地产经纪，物业管理
14	上海鑫敦实业有限公司	50			建筑装饰装饰工程
15	摩根士丹利华鑫基金管理有限公司		39.56		基金业

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：华鑫股份营收情况（2014-2019 上半年）

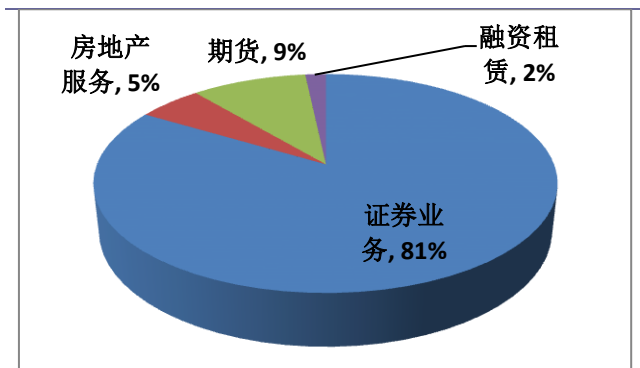


资料来源：WIND，太平洋证券整理

因为主营业务变化，所以公司营收和净利润的波动较大。根据公司 2018 年年报，华鑫股份实现营收 11.84 亿元，归母净利润 2185 万元。其中，证券服务实现营收 9.60 亿元，

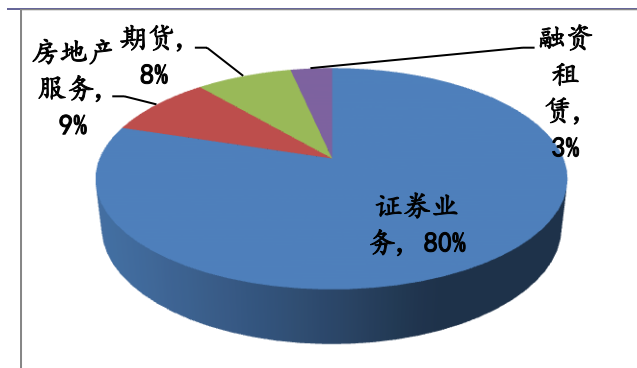
占比 81%，这包含摩根华鑫贡献的 1.72 亿营收。2019 年上半年，公司实现营收 5.73 亿元，净利润 7291 万元。其中，证券业务贡献 80%。

图表 5：华鑫股份营收结构（2018 年）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：华鑫股份营收结构（2019 年上半年）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、华鑫证券：业务中规中矩，持股 51% 摩根华鑫证券

华鑫证券是经证监会批准于 2001 年 3 月在深圳市注册成立的全国性综合类证券经营机构。公司是在原西安证券和中国农业银行上海市信托投资公司的基础上增资重组后新设而成。西安证券是中国西北地区第一家证券公司，中国农业银行上海市信托投资公司是中国第一批证券公司。华鑫证券是上海华鑫股份有限公司的全资子公司。

（一）2017 年，资产置换登上 A 股舞台

2001 年，上市公司上海金陵（曾用名）出资 8000 万，参股 8% 华鑫证券。2016 年 11 月，上市公司华鑫股份发布重大资产置换报告书，拟以部分地产股权和非股权地产项目置换华鑫证券的 92% 股权。这一资产置换、发行股份及配套融资在 2017 年 5 月完成。

本次交易的拟置出资产为截至评估基准日上市公司的房地产开发业务相关资产和负债，包括（1）股权类资产：上海择鑫置业有限公司 68% 股权、苏州工业园区青剑湖置业有限公司 51% 股权、上海金陵置业有限公司 100% 股权、上海奥仑实业有限公司 100% 股权、上海华勃企业发展有限公司 51% 股权、上海华鑫智城科技有限公司 35% 股权；（2）非股权类资产：宜山路项目、杨思项目、松江项目、PDP 项目、沪太路项目及上市公司对第（1）项股权类资产的应收款项；（3）负债：上市公司对第（1）项股权类资产的负债及第（2）项非股权类资产对应的负债，包括应付账款、短期借款、一年内到期的非流动负债、应付利息、长期借款。

以 2016 年 8 月 31 日为基准日，本次评估采用资产基础法对拟置出资产的价值进行评估，并采用资产基础法的评估值作为评估结论。全部拟置出资产的评估值为 92,923.35 万元。经交易各方协商确认，拟置出资产的交易价格为 92,923.35 万元。

拟注入资产 92%华鑫证券的交易价格为 492,650.80 万元(即 100%华鑫证券估值 53.549 亿元)。上市公司拟就资产置换差额向仪电集团发行 271,637,170 股,同时上市公司向飞乐音响和上海贝岭分别发行 134,012,096 股和 11,167,675 股。上市公司拟购买的资产折股数不足一股的部分由仪电集团、飞乐音响、上海贝岭分别以现金补足。

图表 7: 华鑫证券置入上市平台 (2016-2017 年)

序号	交易对方	置入华鑫证券股权	交易对价 (万元)	发行股份数量 (股)	锁定期
1	仪电集团	17.35%	92,923	置出地产资产	
1	仪电集团	48.65%	260,500	271,637,170	36 个月
2	飞乐音响	24%	128,518	134,012,096	36 个月
3	上海贝岭	2%	10,710	11,167,675	12 个月
发行价 9.59 元, 发行股份合计			399,727	416,816,941	
资产置换 92%华鑫证券对价			492,651		

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

上市公司还以锁价方式(10.60 元/股)募集配套资金 12.72 亿元,发行股份 1.2 亿股。发行对象为仪电集团、国盛资产、中国太保股票主动管理型产品,均以现金认购,锁定期 36 个月。

图表 8: 华鑫证券置入上市平台配套融资

序号	发行对象	认购金额 (万元)	认购股份数 (万股)	锁定期
1	仪电集团	21,200	2,000	36 个月
2	国盛资产	63,600	6,000	36 个月
3	中国太保股票主动管理型产品	42,400	4,000	36 个月
发行价 10.6 元, 配套融资		127,200	12,000	

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) 业务中规中矩, 投行成为亮点

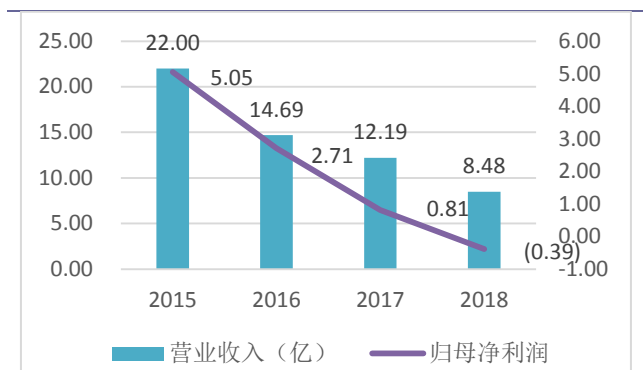
华鑫证券是 BBB 级综合类券商, 通过合资企业摩根华鑫证券开展投行业务和固定收益业务, 其他业务由公司自身进行。

经营范围: 经纪业务(证券与期货经纪业务、代理销售金融产品业务等); 资产管理; 自营业务(以自有资金开展权益类证券及衍生金融工具的投资交易和新三板做市业务等); 新三板业务(企业挂牌服务、财务顾问业务); 资本中介业务(融资融券、股票质押式回购

以及约定购回式证券业务)。

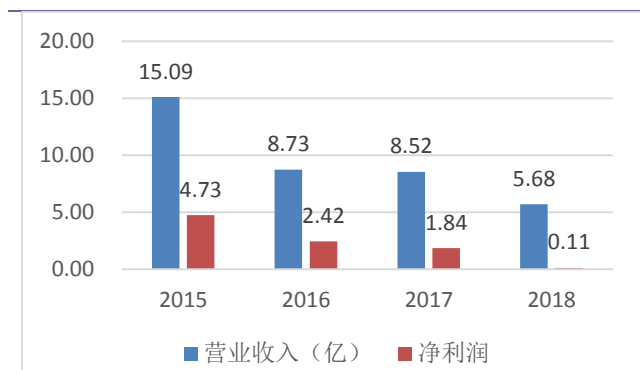
2015-2018年，华鑫证券的营收及净利润逐年下降。2018年，华鑫证券(母公司)实现营业收入5.68亿元，净利润1071万元。截至2018年底，华鑫证券(母公司)总资产166.38亿元，净资产49.21亿元。华鑫证券2019年上半年末的总资产约204.82亿元，净资产约54.41亿元，在行业排名61名左右。

图表 9: 华鑫证券盈利情况 (2015-2018, 合并)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

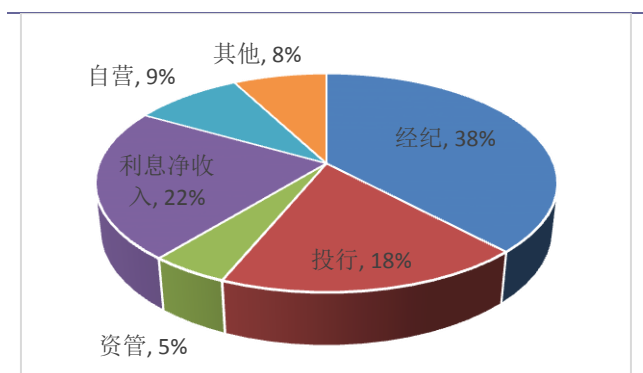
图表 10: 华鑫证券盈利情况 (2015-2018, 母公司)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

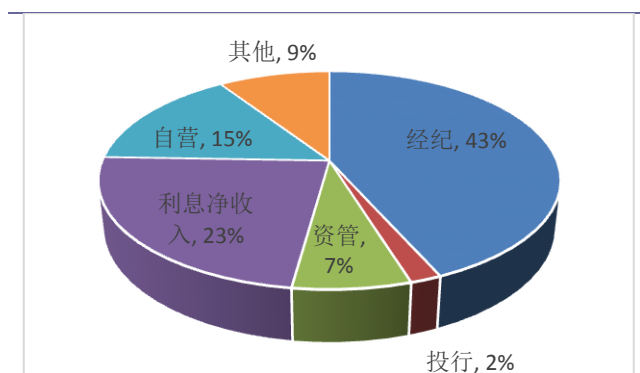
2018年，华鑫证券实现经纪业务收入3.31亿，行业排名47；股基成交额2338亿元，行业排名54；基金分仓排名60；资管业务收入1844万元，行业排名53；投行业务收入1.75亿元，排名38。投行业务贡献营收占比(18%)明显高于行业平均水平(13%)。

图表 11: 华鑫证券营收结构 (2018, 合并)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 12: 华鑫证券营收结构 (2018, 母公司)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

华鑫证券建立了三条业务线:

一是综合财富管理业务: 以互联网金融业态线上和线下营业网点业务互动为发展路径, 并以机构服务、金融产品、投顾服务为着力方向;

二是大资管业务线: 以ABS、FOF为着力点, 以产品化建设为驱动力, 积极向主动性投

资产管理方向转型；

三是主动投资管理业务线：以大固收、自营业务、金融市场量化对冲交易业务、多策略智能投资业务、直投业务为主构成。

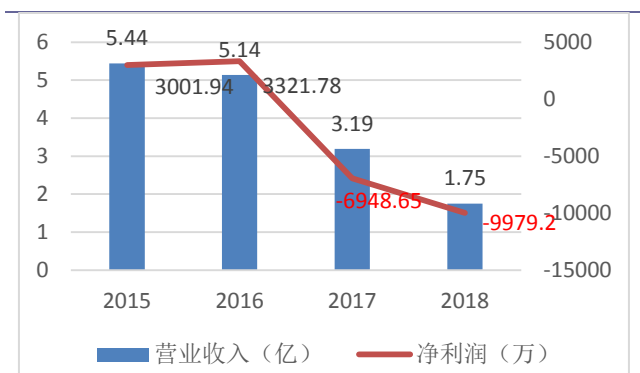
(三) 摩根华鑫证券：以投行为主，两次交易定估值

摩根士丹利和华鑫证券“缘起”摩根华鑫基金（后文称“大摩华鑫基金”）。大摩华鑫基金的前身是2003年成立的巨田基金。2006年，巨田基金的两大股东——巨田证券和汉唐证券先后破产清算。2008年6月，摩根士丹利受让巨田基金40%股权（35%来自中信国安、5%来自巨田证券），而华鑫证券受让了30%巨田基金股权（30%全部来自巨田证券）。随后不久，大摩将所持40%股权中的6%转让给华鑫证券。

2011年6月，经证监会批准，华鑫证券与摩根士丹利合资设立摩根士丹利华鑫证券（简称“摩根华鑫证券”）。摩根华鑫证券注册资本人民币10.2亿元，其中：华鑫证券出资6.8亿元，占66.67%；摩根士丹利亚洲有限公司出资3.4亿元，占33.33%。摩根华鑫证券开展股票和债券的承销和保荐业务，以及固定收益业务。

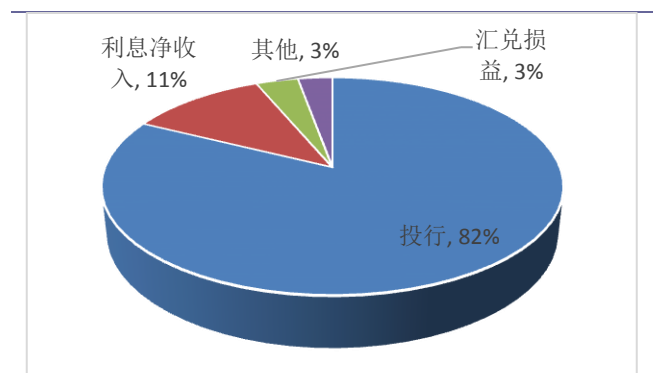
2015-2018年，摩根华鑫证券的营收及净利润逐年下降。2018年，摩根华鑫证券实现营业收入1.75亿元，净利润-9979万元。值得关注的是，摩根华鑫证券的业务及管理费（通常视为券商的人员薪酬）在2017、2018年分别为3.99亿和3.07亿。截至2018年底，摩根华鑫证券总资产7.18亿元，净资产6.51亿元。

图表 13：摩根华鑫证券盈利情况（2015-2018）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14：摩根华鑫证券营收结构（2018）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

在业务结构方面，摩根华鑫证券82%的营收来自投行业务。2019年上半年，华鑫证券控股子公司摩根华鑫证券完成债券项目数6个，财务顾问项目数11个。

2016年1月，华鑫股份董事会审议通过华鑫证券对外转让所持有的15.67%摩根华鑫证券股权。以2015年12月31日为评估基准日，摩根华鑫证券股东全部权益价值为146,020

万元。此次交易于2017年9月完成，华鑫证券将所持有的15.67%摩根华鑫证券股权转让给摩根士丹利亚洲，转让价23,618.524万元。交易完成后，华鑫证券持有摩根华鑫证券51%股权，摩根士丹利持有另外49%。

2018年9月，华鑫股份董事会审议通过华鑫证券在上海联合产权交易所公开挂牌，转让其所持有的摩根华鑫证券2%的股权。摩根士丹利作为唯一意向受让方，拟协议受让上述股权，受让价3.76亿元。为符合中国证监会颁布的《证券公司股权管理规定》有关要求，摩根亚洲拟将其持有的摩根华鑫49%股权转让给摩根士丹利，双方签署了相关股权转让协议。上述交易完成后，摩根士丹利将成为持有摩根华鑫51%股权的控股股东。

以2018年9月30日为评估基准日，拟转让的2%股权价值(含控股权溢价)估值为3.762亿元。假设这一估值不考虑控股权溢价，则摩根华鑫证券估值约188.1亿元。

当然，我们也可以根据2015年底和2018年三季度末的两次估值，计算大摩对于控股股权的溢价。考虑到2015-2018年的A股市场环境、证券行业经营状况，以及摩根华鑫证券逐年走低的经营数据，我们按照前次交易14.602亿估值，计算2%股权对应0.292亿元，也即约3.47亿元均为控股权溢价。

三、大摩在华金融领域布局将带来的改变

图表 15：外资在华进入金融领域的相关政策事件

时间	事件	部门	备注
2002年7月1日	《外资参股证券公司设立规则》开始实施(后分别于2008年和2012年进行修订)	证监会	通过合资形式实施证券公司对外资开放
2002年7月1日	《外资参股基金管理公司设立规则》开始实施	证监会	通过外资参股的形式实施基金公司对外开放，(2004年10月1日、2012年11月1日修订)
2010年12月31日	摩根华鑫证券有限责任公司获得证监会许可成立	证监会	
2011年5月31日	摩根华鑫证券取得《经营证券业许可》	证监会	后于2011年9月26日取得保荐机构资格
2012年7月4日	花旗集团投资的东方花旗取得经营证券业业务许可证	证监会	后2013年1月16日取得保荐资格
2014年4月10日	上交所、香港联交所、中国结算、香港结算开展沪港股票市场交易互联互通机制(沪港通)试点	证监会、香港证监会	实现沪港两地资本市场互补互动，也使我国资本市场国际化达到了新的高度。

资料来源：WIND，互联网，太平洋证券整理

在10月12日，证监会在例行发布会上释放了一项对外开放重磅的政策，即明确提前取消期货公司，证券公司和基金公司外资持股的股比例限制。具体来看，2020年1月放开期货公司的限制，2020年4月1日放开基金公司的限制，2020年12月1日放开证券公司的限制。这意味着资本市场对外开放工作向前迈出一大步。

图表 15：外资在华进入金融领域的相关政策事件（续）

时间	事件	部门	备注
2015年5月22日	内地与香港两地基金互认安排正式签署《监管合作备忘录》。证监会配套规则《香港互认基金管理暂行规定》于7月1日起施行。	中国证监会、香港证监会	将允许符合一定条件的内地及香港基金按照法定程序获得认可或许可在对方市场向公众投资者进行销售。内地与香港资本市场实现进一步融合。
2017年11月10日	中美元首北京会晤在经济领域达成共识	财政部	中方决定将取消对中资银行和金融资产管理公司的外资单一持股不超过20%、合计持股不超过25%的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则。
2017年12月13日	将放宽对除民营银行外的中资银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制	中国银监会	实施内外一致的股权投资比例规则。
2018年4月11日	《货币政策的正常化》发布，发布了进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表	中国人民银行	将取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制。内外资一视同仁，允许外国银行在我国境内同时设立分行和子行。证券公司、基金管理公司、期货公司，人身险公司外资持股比例的上限放宽到51%，三年以后不再设限。不再要求合资证券公司境内股东至少有一家证券公司。
2018年4月29日	《外商投资证券公司管理办法》	中国证监会	
2018年11月27日	UBS Group AG 成为瑞银证券实际控制人，瑞银证券成为外资控股	中国证监会	中国证监会核准中粮集团将其持有的瑞银证券14%股权转让给UBS AG，国电资本将其持有的瑞银证券12.01%股权转让给UBS AG；核准UBS AG成为瑞银证券主要股东
2019年3月29日	摩根大通证券(中国)有限公司、野村东方国际证券有限公司获准成立，两家证券均为外资控股	中国证监会	两家新设外资控股公司
2019年4月15日	瑞士信贷成为瑞信方正的控股股东，瑞士信贷成为外资控股单方面增资，后7月17日交中国证监会补正材料		方正证券发布瑞士信贷对瑞信方正非公开协议单方面增资的进展公告。瑞士信贷银行股份有限公司将以6.28亿元单方面向瑞信方正增资，增资完成后，瑞士信贷对瑞信方正的持股比例由增资前的33.30%提高至51.00%
2019年6月6日	大摩华鑫成为外资相对控股的公司	中国证监会	证监会核准了摩根士丹利华鑫(简称“大摩华鑫”)的股权变更申请
2019年7月20日	发布11条金融业对外开放措施	国务院金融稳定发展委员	明确提出取消外资股比限制的时点提前至2020年，不但承诺全牌照开放，而且承诺“全股比”，即符合条件的外资机构股权比例可至100%。
2019年10月15日	国务院发布关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例》和《中华人民共和国外资银行管理条例》的决定	国务院	进一步放松外资对于进入中国保险和银行业的要求

资料来源：WIND，互联网，太平洋证券整理

（一）证券牌照：“兵家”必争之地

外资投行及商业银行对于我国资本市场抱有极大的兴趣，在政策允许的前提下积极寻求设立全资或合资的机会。相比于内资券商的零售客户渠道、境内股权或债券融资的项目

资源优势，外资投行更擅长的是交易类业务（含 FICC、权益类量化对冲）、跨境股权或债券融资、并购重组、机构客户服务等。因此，各家外资在华券商，优先申请并获得投资银行业务。

图表 16：外资在华设立全资或合资证券公司，所获得的业务资格类别

名称	业务
摩根华鑫	投资银行业务（2011 年 5 月 31 日，取得了证监会颁发的《经营证券业务许可证》；2011 年 9 月 26 日，取得了证监会颁发的《关于核准摩根士丹利华鑫证券有限责任公司保荐机构资格的批准》）
瑞信方正	投资银行业务（2008 年 12 月 29 日取得中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》。2015 年 3 月 24 日，北京证监局核准公司变更业务范围，增加证券经纪业务（限前海地区）。
中德证券	投资银行业务和证券期货业务（2009 年 7 月 6 日，取得了证监会颁发的《经营证券业务许可证》；公司于 2009 年 8 月 17 日获得保荐人资格；2017 年 8 月 17 日取得证券期货业务许可证）
瑞银证券	全牌照（2006 年 12 月 8 日，收到《关于同意瑞银证券有限责任公司开业的批复》获得（一）证券经纪；（二）证券投资咨询；（三）与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；（四）证券承销与保荐；（五）证券自营；（六）证券资产管理；2007 年 2 月 13 日，取得保荐人资格；2008 年 2 月 21 日，取得开放式证券投资基金代销业务资格；2018 年 2 月 2 日，取得融资融券资格）
高盛高华	投资银行业务（公司于 2004 年 12 月 13 日在北京市工商行政管理局注册成立，获发企业法人营业执照；公司于 2005 年 11 月获得保荐人资格）
东方花旗	投资银行业务和主办券商业务（2012 年 7 月 4 日，取得了证监会颁发的《经营证券业务许可证》；公司于 2013 年 1 月 16 日获得保荐人资格；公司于 2013 年 3 月 21 日取得主办券商业务资格）

资料来源：WIND，互联网，太平洋证券整理

（二）期货牌照：热度不断攀升

2019 年以来，期货市场活跃程度持续增加，一方面，国际关系环境错综复杂，商品期货市场整体波动加剧；另一方面，国内的股指期货交易规则多次松绑，利好金融期货市场成交复苏。上半年，全国期货市场累计成交量为 17.3 亿手，累计成交额为 128.6 万亿元，同比分别增长 23.47%和 33.79%。

当前国内期货公司大致可以分为资源集团系（如中粮期货、五矿经易期货）和券商系。考虑到明年 1 月 1 日期货公司股权对外资开放，明年 12 月 1 日证券公司股权对外资开放。中小券商且参控股期货公司的具有双重想象空间。华鑫股份 100%持股华鑫期货，后续摩根士丹利在华的期货业务布局落子何处，值得重点关注。此外，华鑫证券还 39.56%持股大摩华鑫基金。

四、华鑫股份的盈利预测及估值

(一) 盈利预测

预计前述摩根华鑫证券 2%交易将在 2019 年完成,且获得控股权的摩根士丹利有望增资摩根华鑫证券,且将其在海外的优势业务经验分享给内资券商团队。我们看好摩根华鑫证券在跨境投行、并购重组、交易类业务等方面的发展。当然,这也视摩根华鑫证券的业务资格获批进度而定。

此后,摩根士丹利或许有继续提升对摩根华鑫证券持股比例的需求。届时,也将给华鑫股份带来正向非经常性损益。摩根华鑫证券的经营成绩,上市公司可以通过参股分红形式获得。

图表 17: 华鑫股份盈利预测

华鑫证券(母公司)							
年份	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿)	15.09	8.73	8.52	5.68	9.08	14.53	18.89
净利润(亿)	4.73	2.42	1.84	0.11	4.5	1.5	2.1
摩根华鑫证券							
年份	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿)	5.44	5.14	3.19	1.75	1.2	1.92	3.07
净利润(万)	3001.94	3321.78	-6948.65	-9979.2	-11000	-9000	3500
600621.SH 华鑫股份							
年份	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿)	3.65	6.09	36.40	11.83	12.09	18.20	22.66
净利润(亿)	1.30	1.54	7.75	0.22	4.17	1.18	2.52

资料来源: WIND, 互联网, 太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

华鑫股份最新市值 137.17 亿,是 A 股上市券商中市值最小的两个之一(另一家为锦龙股份 115 亿市值)。华鑫证券(母公司)2018 年底净资产 49.21 亿元,券商板块整体市净率 1.57 倍,华鑫证券自身估值约 77.26 亿元。摩根华鑫证券 49%股权按 94.05 亿元计算(此次交易估值)。公司持有的 65%仪电思佰益融资租赁股权,以 2017 年底评估价值约 2 亿元(3.065*65%)。综上,上市公司静态市值预计 173 亿元,总股本 10.61 亿股,对应股价 16.31 元/股,首次覆盖,推荐“买入”评级。

五、风险提示

摩根华鑫证券 2%股权转让的进度不达预期;大摩后续可能有的增资、业务资格申请速度不达预期;摩根华鑫证券的投行和交易类业务的优势体现受到市场环境和监管环境限制;大摩寻求重新设立在华全资证券公司;大摩母公司的经营风险;股市波动风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。