

华泰证券--迅速崛起的大型券商

新股定价报告

华泰公司 (601688)

评级: 无评级

深度报告

2010年2月10日 星期三

投资要点

- 绝对大股东江苏省国资委推动了公司过去的快速增长, 公司今后的发展主要靠公司自身的内部管理水平。
- 2009 年经纪业务市场份额为 5.94% (按交易所数据), 排名业内第 2; 集合资产管理产品数量与规模均排名第 1 位, 但 2009 年收入排名在第 3 位; 2009 年投行业务收入在业内排名第 7 位、尽管保荐人数量排名第 2 位, 主承销金额排名第 5 位; 公司 2009 年自营经营谨慎。
- 公司旗下的华泰证券本部、华泰联合证券、华泰紫金直投及香港公司, 控股的南方基金、友邦华泰基金、长城伟业期货, 参股的江苏银行等等均为公司的未来的发展提供一个综合金融平台。
- 经纪业务收入为主、投行业务收入与资产管理收入占比较少, 自营收入波动较大, 这些证券行业的特征, 在华泰证券身上也是同样如此。公司 2009 年营业费用率和营业净利率分别为 39.27%、42.74%。
- 按分部业务加总估值得到华泰证券的每股价值在 19.17 元至 22.95 元之间。按可比公司 PE 相对估值得到的华泰证券的每股价值在 18.84 元与 21.88 元。
- 当然若公司以 18.84 与 22.95 的平均价发行 20.9 元的平均价发行, 将筹得资金 163.9 亿元, 折现每股增加价值 2.93 元。这样我们预计公司 IPO 后上市定价约在 21.77 元至 25.88 元之间。

陶正傲

010-59707118

tza@longone.com.cn

非银行金融行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	56
流通股本(亿股)	7.85
总市值(亿元)	
流通市值(亿元)	

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月		
3个月		
6个月		

个股相对上证综指走势图

相关报告:

《小证券公司并不比大证券公司成长得更快》2010 年证券行业投资策略报告

公司主要财务指标及 2010 年预测值

	2007	2008	2009	2010E
营业收入（亿元）	132.37	62.81	95.63	83.3
营业收入增长率（%）	391.7%	-52.5%	52.3%	-12.9%
营业利润（亿元）	85.01	17	53.35	45.8
营业利润增长率（%）	588.9%	-80.0%	213.8%	-14.2%
净利润（亿元）	56.27	12.53	37.95	31.4
净利润增长率（%）	656.3%	-77.7%	202.9%	-17.3%
营业净利率（%）	42.5%	19.9%	39.7%	37.7%
每股收益（元）	1.25	0.28	0.82	0.56
每股净资产（元）	2.04	2.02	2.89	6.25
PE (X)				
PB (X)				

目录

1.	公司的股东背景及发展历程	4
1.1	绝对大股东江苏省国资委推动了公司过去的快速增长	4
1.2	公司今后的发展主要靠公司自身的内部管理水平	4
2.	公司的治理结构、风险管控与其他内部管理情况	4
3.	公司的发展战略与筹资投向	5
4.	公司各项业务的经营状况与在业内的市场地位	6
5.	公司历年的总体经营情况回顾	11
5.1	下属主要公司及其 2009 年资产与经营情况	11
5.2	公司的近几年收入构成结构	12
5.3	公司近几年主要财务指标	12
6.	对公司的估值分析	13
6.1	按分部业务进行估值	13
6.2	按类似上市公司的 PE、PB 相对估值方法	14

表格目录

表 1.	公司合并历年各品种的交易金额及市场份额情况	6
表 2.	公司 2006-2009 年佣金率估计	7
表 3.	上市券商 2006 年以来佣金率估计	7
表 4.	券商 2007-2009 年资产管理业务收入前十名统计	8
表 5.	华泰证券 2007-2009 年承销收入及其在业内排名	8
表 6.	2007-2009 年华泰证券自营收益率情况	9
表 7.	公司近二年交易性金融资产年末余额	9
表 8.	公司近二年可供出售金融资产年末余额	9
表 9.	华泰证券控股的二家基金公司 2007-2008 年经营情况	10
表 10.	华泰证券下属主要公司的 2009 年资产与经营情况	11
表 11.	华泰证券 2007 至 2009 年营业收入构成情况	12
表 12.	华泰证券 2006-2009 年主要财务指标	12
表 13.	与华泰证券相类似的四大券商的相对估值结果	15

1. 公司的股东背景及发展历程

1.1 绝对大股东江苏省国资委推动了公司过去的快速增长

证券行业在我国作为一个受高度管制的行业，各项业务的开展均受到较多的监管限制，证券公司的股东背景的情况，过去不仅影响证券公司资本金筹集难度和公司的内部管理风格，也部分决定了证券公司的发展空间。华泰证券作为前身为江苏证券，能够在这些年中收购亚洲证券、联合证券、整合省内的信泰证券以及控股南方基金的 45%股权和长城伟业的 60%股权，无不与公司的江苏省政府的背景支持是分不开的，“江苏省国资委间接持有本公司 70.02%的股份，为本公司的实际控制人，且在最近三年未发生变更”，我们相信华泰证券在未来仍会得到江苏省政府的大力支持。不过，华泰证券过去的横向并购快速发展在今后可能机会少些，然而公司经过这些年来的发展，自身内部的合规和其他风险管理能力，以及公司的竞争能力与赢利能力也有了较大提升，为公司今后的发展奠定了较好的基础。

1.2 公司今后的发展主要靠公司自身的内部管理水平

自 2007 年 7 月证监会下发的《证券公司分类监管工作指引》以来，对证券公司的监工管转向“证券公司的风险管理能力为基础，结合公司市场影响力”的常规监管阶段。2009 年 11 月初《关于完善证券公司首次公开发行股票并上市有关审慎性监管要求的通知》，突出支持引导市场竞争力强、成长性好、风险管理能力高的证券公司上市。可见华泰证券在内的券商在今后的发展**主要还是靠券商自身**的合规管理与风险管理水平、公司的成长性与市场竞争力水平等来决定。但华泰证券等券商已经在业内的经纪、资产管理、基金管理等方面建立了较大的领先优势，过去积累的良好起点，有望使公司在未来几年中继续保持较好的发展。

2. 公司的治理结构、风险管控与其他内部管理情况

公司制订了公司章程，制订了股东大会、董事会和监事会议事规则和独立董事工作制度，选举产生了董事会非独立董事、监事会成员，选举了董事长，聘任了总裁、副总裁、董事会秘书，建立了公司法人治理结构及运作规则。

公司章程对股东与股东大会的权利与义务作出了明确规定，对董事会的职责与权利作出明确的规定，对董事与独立董事的任职任期与选举权，对董事会秘书职责等等均作了明确界定。

公司董事会按照股东大会的决议下设合规与风险管理委员会、审计委员会、发展战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会，并明确规定了各委员会的具体职责。

公司按照《证券公司内部控制指引》的要求完善了内部控制体系建设，建立健全了包括组织体系、授权体系、制度体系、防火墙体系、技术防范体系、监控体系、监督与评价体系等在内的内部控制体系。

公司在 2007-2009 年连续三次被中国证监会评定为 A 类券商，说明公司合规管理和其他各项内部风险管理运行情况处于较好的状态。

3. 公司的发展战略与筹资投向

公司在今后 5 年内将努力形成以**投资银行业务为龙头，以经纪业务为基础，以资产管理业务和创新业务为两翼的多元化、全方位业务发展格局**，实现从单纯的通道服务定位向通道服务和理财服务并重转变，从卖方业务为主向卖方和买方业务并重转变，从提供低端服务为主向提供中高端服务为主转变，立足国内市场，积极拓展海外市场，努力打造成为一流的、全国性、集团化的综合金融服务提供商。形成稳定的盈利模式，塑造可持续的竞争优势，主要业务指标和财务指标进入国内券商第一方阵，树立起以华泰证券金融服务品牌为标识的市场形象

本次募集资金投向的用途为：

（一）增加公司主要业务的营运资金

- 1、扩大承销准备金规模，增强承销业务实力
- 2、扩大证券自营业务规模
- 3、扩大资产管理业务自有资金投入规模
- 4、参与其他战略投资（包括战略配售与定向增发等）

（二）增加创新业务投入资金

- 1、融资融券业务准备金
- 2、扩大衍生产品业务规模
- 3、增加债券做市资金
- 4、产业投资基金的准备金
- 5、其他创新业务（如设立收购兼并基金、MBO 基金等）投入

（三）补充子公司资本金

- 1、对华泰金融控股（香港）公司增资
- 2、对长城伟业期货经纪公司增资
- 3、对华泰紫金投资有限责任公司增资

4. 公司各项业务的经营状况与在业内的市场地位

经过多年激烈的市场竞争，本公司已跻身我国最有竞争力的证券公司行列，截至 2009 年 12 月 31 日，本公司净资本规模为 85.31 亿元。公司为创新类试点的 29 家证券公司之一，2007-2009 年，华泰证券在券商分类评级中连续三次被中国证监会评定为 A 类券商。

经纪业务：有 183 家证券营业网点，公司合并的经纪业务交易额市场份额在 2007 年行业排名第 4、在 2008-2009 年均排名第二。2009 年经纪业务市场份额为 5.94%（按交易所数据）。对经纪业务已建立起规范、标准化的集中管控模式、基于 CRM 系统的全业务协作、统一资讯研究服务为核心的报务体系、建立起了专业的理财服务队伍。经纪业务已从单纯通道型向理财顾问型转型，针对客户的不同需求，提供差异化、个性化的服务。

表1. 公司合并历年各品种的交易金额及市场份额情况

	交易额合计	股票		权证		证券投资基金		债券现货	
		交易额	占比 (%)	交易额	占比 (%)	交易额	占比 (%)	交易额	占比 (%)
2009	75,016.6	60,242.5	5.655	11,515.9	10.734	2,240.6	11.464	1,017.5	1.446
2008	51,531.9	32,084.5	6.090	17,307.3	12.461	954.6	8.579	1,185.0	2.456
2007	64,085.5	49,102.7	5.354	13,165.8	8.466	961.6	5.885	856.3	2.651
2006	9,318.9	7,173.7	4.007	1,443.6	3.647	157.1	4.302	529.0	2.024
2005	3,105.6	2,466.1	3.920	155.0	3.543	42.3	4.111	410.5	0.866
2004	4,578.1	3,117.9	3.711	0.0	0.000	28.1	3.250	1,283.1	1.560
2003	4,447.7	2,145.6	3.386	0.0	0.000	39.8	3.356	2,080.2	1.920
2002	3,145.8	1,833.2	3.313	0.0	0.000	49.9	2.536	1,259.4	2.345
2001	3,270.3	2,728.2	3.717	0.0	0.000	125.8	2.761	395.6	1.181

2000	4,416.9	3,610.8	3.302	0.0	0.000	133.4	2.905	633.3	2.186
1999	899.4	822.1	2.774	0.0	0.000	59.4	2.588	17.3	0.487

数据来源: WIND 单位: 亿元

表2. 公司 2006-2009 年佣金率估计

	交易额合计	股票交易额合计	经纪业务 手续费净 收入	综合佣金率 估计 1	佣金率估计 2
2009	75,016.6	60,242.5	74.40	0.099	0.124
2008	51,531.9	32,084.5	52.57	0.102	0.164
2007	64,085.5	49,102.7	83.17	0.130	0.169
2006	9,318.9	7,173.7	13.03	0.140	0.182

数据来源: WIND 单位: 亿元

注: 综合佣金率估计 1=经纪业务手续费净收入/交易额合计

佣金率估计 2=经纪业务手续费净收入/股票交易额合计

表3. 上市券商 2006 年以来佣金率估计

证券简称	2009Q3	2008	2007	2006
招商证券	-	0.15%	0.17%	0.14%
太平洋	0.19%	0.24%	0.23%	0.23%
东北证券	0.17%	0.21%	0.22%	0.23%
宏源证券	0.16%	0.22%	0.35%	0.21%
海通证券	0.15%	0.18%	0.17%	0.20%
西南证券	0.14%	0.17%	0.20%	0.23%
国元证券	0.14%	0.18%	0.19%	0.19%
长江证券	0.13%	0.14%	0.16%	0.20%
中信证券	0.13%	0.17%	0.18%	0.19%
光大证券	0.12%	0.15%	0.20%	0.14%
国金证券	0.10%	0.10%	0.13%	0.15%
平均	0.13%	0.17%	0.18%	0.18%

数据来源: WIND、东海证券研究所

注: 我们以代买卖证券手续费净收入/股票交易额 作为佣金率

资产管理业务: 集合资产管理产品数量与规模均排名第一位, 2009 年末资产管理规模为 142.37 亿元 (其中年费率只有 0.58% 的“现金管家”的规模为 86.1 亿元), 已初步形成类型丰富的产品线。

由于管理费率较高的华泰紫金三号 (混合型)、与华泰紫金二号分红与净赎回造成这两只理财产品的规模从成立时的 34.79 亿、21.1 亿, 分别下降为

2009 年底 14.85 亿和 15.8 亿元，导致资产管理业务营业收入从 2007 至 2009 年分别只有 2.25 亿元、1.85 亿元和 1.49 亿元，呈逐年下降的趋势。从 2010 年 2 月 8 日券商已公布的未审 2009 年年报看（许多上市大券商未公布相关数据），受托资产管理业务收入华泰证券也仅排名第三位，比暂时排名第一位的东方证券的 2.59 亿元和第二位的国泰君安证券的 1.95 亿元均差不少。

在受托资产管理上，尽管华泰证券凭“现金管家”产品夺得 2009 年底规模第一位的位置，但公司在此业务的真正领先优势建立还需要时间，当然公司在此项业务上目前是处于行业前列的。

表4. 券商 2007-2009 年资产管理业务收入前十名统计

名次	券商	2007	券商	2008	券商	2009
1	招商证券	7.26	光大证券	6.11	东方证券	2.59
2	海通证券	7.01	海通证券	5.36	国泰君安	1.95
3	东方证券	7.01	国泰君安	2.71	华泰证券	1.49
4	国泰君安	4.39	东方证券	2.35	中金	1.36
5	光大证券	4.25	华泰证券	1.85	国信证券	0.79
6	广发证券	3.03	中信证券	1.50	东海证券	0.62
7	国信证券	2.75	广发证券	1.00	广发证券	0.59
8	华泰证券	2.25	招商证券	0.61	银河证券	0.42
9	中银国际	2.00	国元证券	0.26	兴业证券	0.29
10	中信证券	1.62	东海证券	0.17	建银证券	0.27

数据来源：WIND、东海证券研究所

注：2009 年数据不全，只就已公布年报数据的券商进行统计

投行业务：2009 年公司主承销金额排第 5 位，主承销家数排第 3 位，保荐代表人的人数 82 名，在业内排第 2 位。

公司建立了以行业组分工为基础的证券保荐承销和财务顾问的专业化服务模式，2009 年底在会的 IPO 项目共 36 家（其中已通过发行 5 家、有 6 家已通过等待发行之中），再融资项目 6 家、并购重组 1 家。

表5. 华泰证券 2007-2009 年承销收入及其在业内排名

	2007	2008	2009
承销收入合计	3.25	2.53	5.35
收入业内排名	8	7	7

数据来源：公司招股说明书、WIND、东海证券研究所

自营业务：公司以研究为先导、坚持价值投资理念，形成了较为稳健的投资风格。

表6. 2007-2009 年华泰证券自营收益率情况

自营证券种类	2009 年			2008 年			2007 年		
	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率
A 股与基金	4.83	1.74	36.01%	15.08	-6.91	-45.78%	10.98	15.42	140.38%
国债	1.05	-0.09	-8.17%	1.85	0.22	11.77%	0.35	-0.003	-0.99%
其他债券	28.09	0.60	2.12%	1.05	0.32	30.88%	0.76	0.59	78.10%
权证创设业务	-	-	-	4.78	0.44	9.10%	9.60	8.99	93.72%
合计	33.97	2.25	6.62%	22.76	-5.93	-26.05%	21.69	25.00	115.25%
上证综指			79.98%			-65.39			96.66%
股权投资收益率超越股指			-43.97%			19.61%			43.72%

数据来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 三年的复合收益率为 77.27%，而同期上证综指的复合收益率只有 22.50%，总体看公司这三年自营股权投资的收益率不错。2007 年公司把握了权证创设的良好收益机会，而在 2008 年市场中公司则凭债券业务的良好收益率使当年的自营总收益率保持不错，2009 年中公司与其他已上市券商一样保守的自营投资，错失了一些股权投资机会。

表7. 公司近三年交易性金融资产年末余额

项 目	2009 年末公允价值	2008 年末公允价值
企业债券	40.50	19.27
基 金	16.27	8.55
权益工具	3.75	1.05
国债	1.09	1.25
合计	61.60	30.12

数据来源：公司招股说明书

表8. 公司近三年可供出售金融资产年末余额

项 目	2009 年末公允价值	2008 年末公允价值
股票	10.79	1.60
基金	0.16	0.11
债券	0.00	
集合理财计划	1.64	1.19
合 计	12.59	2.90

数据来源：公司招股说明书

公司对二家基金公司股权投资收益良好，2007-2009 年这二项投资的收益分别为 5.75 亿、4.14 亿和 2.84 亿元。

基金业务：旗下有南方基金（持股 45%）和友邦华泰基金（持股 49%），其中南方基金规模排名业内第 5。

表9. 华泰证券控股的二家基金公司 2007-2008 年经营情况

基金管理人	2008 年（末）				2007 年（末）			
	管理基金只数	基金资产	管理费用合计	市场份额	管理基金只数	基金资产	管理费用合计	市场份额
南方基金	16	1,004.61	18.10	5.91%	14	1,929.54	18.90	6.78%
友邦华泰	5	127.03	2.56	0.84%	4	296.26	1.82	0.65%

数据来源：WIND

期货业务：旗下控股 60%的长城伟业期货，连续 5 年代理商品期货交易名列行业前 7 名，2009 年完成交易额为 3.77 万亿元，市场份额为 2.9%，在郑州、上海、大连三个商品期货交易所中分别排列第 2、3 和 6 名。但目前商品期货业务下，由于竞争剧烈，期货公司的收入水平与盈利情况均较差。

固定收益业务：上交所固定收益债券综合电子平台一级交易商，银行间市场交易商协会理事级交易商，2009-2010 年记帐式国债承销团成员。2009 年公司各类债券承销金额总计达 180.43 亿元。

直投业务：坚持：与企业家共成长，做价值创造者“的服务理念，以“投资+投行”的合作模式为客户提供多方位的价值创造服务。目前直投业务还没到产生经济效益的时候。

创新业务：2006 年率先开展了资产证券化业务-南通天电销售资产支持收益专项资产管理计划；2007 年保荐并主承销了中国证券市场第一单公司债-长江电力公司债；2008 年成功发行了国内券商首只伞型集合资产管理计划-华泰紫金鼎伞型集合资产管理计划；2008 年 4 月公司获 IB 业务资格，控股的长城伟业期货获全面结算资格，首批参加沪深交易所的融资融券联网测试的 11 家券商之一。

银行业务：公司为江苏银行第三大股东，持股 5.95%，开创了券商参股银行的先例。

证券研究业务：华泰证券研究所目前有 70 人，其中博士及硕士 58 人，大学本科 11 人，大专 1 人；平均年龄 34 岁，平均从业经验在 6 年左右。2007 年、2008 年和 2009 年研究费用开支分别为 2543 万元、2386 万元和 2054.7 万元。在过去几年中有一些研究员得过一些不太重要的奖项，华泰证券母公司本身研究实力和市场地位还有待提高。

华泰证券研究所下设市场咨询、投资策划、新产品开发设计、行业研究等专业团队，目前有《华泰财经》、《投资有道》、《华泰早报》等近 30 个产品。主要负责根据市场动向和公司业务需求，开展创新研究，执行新产品研究与开发设计计划；为公司客户提供投资咨询建议和理财服务，为公司内外客户提供相关的行业研究信息和研究报告，参与公司投资银行项目的内核工作、参与投资银行首发项目投资价值分析报告的撰写和询价等工作。

华泰联合研究所目前有人 76 名，其中博士 3 名，硕士 65 名，本科 8 名。研究所平均年龄 30 岁。2009 年研究费用 2537.85 万元。华泰联合证券 2009 年的获奖情况是：《今日投资》主办的“中国最佳证券分析师”评选活动中，荣获“日用消费品行业”最佳分析师奖；第七届新财富最佳分析师评奖中，第 1 名与第 3 名各一项、第 2 名有二项；《证券市场周刊》主办的“第三届卖方分析师水晶球奖”：第一名有三项，第二、三、四名各有一项。显示华泰联合证券研究所具有较强的研究实力。

5. 公司历年的总体经营情况回顾

5.1 下属主要公司及其 2009 年资产与经营情况

华泰证券目前已成为具有证券、期货、基金、直接投资、银行与香港证券业务的综合金融平台，下属主要公司及其 2009 年资产与经营情况如下：

表10. 华泰证券下属主要公司的 2009 年资产与经营情况

	注册资本	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
华泰证券母公司	48.15	100%	686.2	121.6	61.2	28.4
华泰联合证券	10	97.70%	278.9	29.6	29.9	12.1
南方基金	1.5	45%	26.2	20.1	17.8	7.8

友邦华泰基金	2	49%	4.2	3.4	2.5	0.5
长城伟业期货	3	60%	35.1	3.6	1.6	0.5
紫金投资公司	2	100%	2	2	0.04	-0.02
江苏银行（2008 年数）	84	5.95%	2303.3	123.9	72.6	22.2
华泰金融控股（香港，港币）	0.5	100%	1.8	0.4	0.2	0

数据来源：公司招股说明书

5.2 公司的近几年收入构成结构

表11. 华泰证券 2007 至 2009 年营业收入构成情况

项目	2009 年		2008 年度		2007 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪收入 [注]	80.81	84.50%	58.49	93.11%	87.57	66.16%
投资银行收入	5.35	5.59%	2.53	4.03%	3.25	2.45%
资产管理收入	1.48	1.55%	1.85	2.95%	2.25	1.70%
证券自营收入	4.37	4.57%	-6.02	-9.58%	32.03	24.20%
其他收入	3.62	3.79%	5.96	9.49%	7.27	5.49%
合计	95.63	100.00%	62.81	100.00%	132.37	100.00%

数据来源：公司招股说明书

[注] 证券经纪收入包括代理买卖证券手续费净收入、客户资金利息净收入、过户费收入、基金席位租金收入、代销基金收入以及代理期货收入。

公司基本上还是以经纪业务收入为主，与行业中大多数证券公司没有很大的差异，投资银行收入和资产管理业务收入的绝对额与比重均不大；证券自营收入 2007 年时一度占到 24.2% 的营业收入比重，而 2008 年是负的 9.58%，2009 年是 4.37%，2009 年在自营业务上的谨慎是受了 2009 年度较大亏损的影响。

5.3 公司近几年主要财务指标

表12. 华泰证券 2006-2009 年主要财务指标

项目	2009	2008	2007	2006
管理费用率%	39.27	52.78	29.14	40.23
营业净利率%	42.74	22.48	45.43	27.41
实际所得税率%	23.19	16.24	29.12	39.31
营业税金与附加比率%	4.90	5.17	4.65	4.53
净利润（不计少数股东的）	37.95	12.53	56.27	7.44
净资产收益率（%、加权平均）	33.22	13.12	88.08	
净资产	141.34	99.37	101.55	

每股净资产(元)	2.89	2.02	2.04	
每股收益(元/股、基本)	0.82	0.28	1.25	
净资本(母公司)	85.31	53.90	28.12	
总资产	988.02	519.21	778.67	
净资产/对外负债(母公司、%)	188.58	301.46	290.29	
资产负债率(母公司、%)	34.65	24.91	25.62	

公司管理费用 2007-2009 年分别达到 38.57 亿元、33.15 亿元和 37.55 亿元，显然公司的管理费用已进入一个 30 亿元以上的高位，难以随收入作较大缩减了。我们估计未来公司的管理费用率将接近于 40%左右。

公司近三年的净资产收益率呈现较大波动，2007 年这样的暴利将不大会再现，而 2009 年这样的高净资产收益率估计也将很难维持，我们预计公司未来的净资产收益率将随着新上市融资近 150 亿元而将回落至 20%以下的区域中，券商新融入的大笔资金在原有资本金已闲置较多的情况，很难有较好的经济效益，即使在融资融券和股指期货新业务推出以后，我们估计资金的闲置与合理投向仍是近几年大幅融入大笔资本金的券商重要问题。

6. 对公司的估值分析

6.1 按分部业务进行估值

根据我们在 2010 年证券行业投资策略中建立的对证券公司各业务加总估值的方法，我们对华泰证券的经纪业务、投行业务和下属基金公司股权价值估值如下：

经纪业务价值：

按 10 倍 P/S，即接近于 20 倍 PE 对经纪业务进行估值，并按 10 倍 P/S 即接近于 30 倍左右 PE 对投行业务进行估值，对下属基金公司股权价值按博时基金股权拍卖价格折算的基金行业总价值，按华泰证券下属的南方基金与友邦华泰基金所占的基金管理费收入的占比来估值，结果如下：

经纪业务价值：74.4*10=744 亿元；

投行业务价值：5.35*10=53.5 亿元；

2007 年 12 月 26 日以 63.2 亿元招商证券拍得 48%的博时基金股权，而在

2009 年 9 月 14 日以 26.28 亿出售博时基金 24% 股权，二次交易对博时基金的总估值分别为 131.67 亿元和 109.5 亿元。不考虑控制权折溢价因素，按 2007 年和 2009 年上半年博时基金管理费收入占比，计算得**整个基金管理行业在 2007 年底和 2009 年底附近的价值分别为 2155 亿元和 2078 亿元。**

南方基金与友邦华泰基金的总估值分别为 122.8 亿元和 17.46 亿元，华泰证券持有的 45% 南方基金股权与 49% 友邦华泰基金股权的价值合计约为 $55.26 + 8.56 = 63.82$ 亿元。

资产管理业务、自营业务、直投业务、银行股权投资、期货公司业务、香港公司业务和其他创新业务的价值，我们按原有净资产 141.34 亿元的 1.5-2 倍进行估值，得到 212.01 亿元至 282.68 亿元

这样我们得到华泰证券发行上市前的总估值约为：

$744 + 53.5 + 63.82 + 212.01$ （或 282.68）= 1073.33 亿元（或 1144 亿元），对应于华泰证券 IPO 发行后的总股本 56 亿元，折合每股价值为 19.17 元至 20.43 元之间。

即使我们对经纪、投行和基金公司股权价值之外的其他业务价值按公司原有净资产的 3 倍 PB 估值，得到华泰证券的总估值也只有 1285.34 亿元，折合每股价值 22.95 元。

6.2 按类似上市公司的 PE、PB 相对估值方法

我们认为在一个各种债权、股权方便进行筹集并且筹资成本相对合理的市场中，**公司上市与否，并不改变公司的内在合理价值。**

在中国资本市场中，由于各类融资渠道的不畅通，使得公司经营所需的资金有时不能方便较低成本地筹集，这使上市公司具有较低成本筹集股权资本的便利性，从而使公司上市活动带来了一定的估值提升。我们将华泰证券与中信证券、海通证券、光大证券和招商证券这样相似规模的券商进行相对估值对比，我们对比 PB 估值时均剔除上述几家公司的 2007 年以来的巨额融资所融入的资金，因为从我们的角度看，这些融入资金至今基本上仍是闲置居多，这些公司的原有资本金和自有货币资金与短期投资完全可以应付这些公司在直投、股指期货、甚至是融资融券等业务上的资金需求。

我们试着以总市值中剔除中信证券、海通证券在 2007 年的巨额融资、光

大证券与招商证券在 2009 年的巨额融资,作为四家公司的实际总市值,按 2009 年的净利润(招商证券按扣除非正常损益后的净利润计)与 2009 年底的净资产得到各公司的新 PE 与新 PB 估值,以及通常所用的 PE 与 PB 估值方法得到的结果如下所示:

表13. 与华泰证券相类似的四大券商的相对估值结果

证券简称	总市值	2007 年 募集资金	最新募 集资金	2009 年正 常业务净 利润	2009Q3 净资产	2009 年 底净资产 估计	新 PE	新 PB	2009 年 股票经 纪业务 份额	PE	PB
光大证券	930.04		109.62	28.6	214.72	224.76	28.7	3.7	3.1	32.5	4.1
招商证券	1059.50		111.15	32.33		221.89	29.3	4.3	4.1	32.8	4.8
海通证券	1443.16	260		45.41	418.98	428.77	26.1	2.8	4.2	31.8	3.4
中信证券	1806.80	250		89.59	579.86	606.55	17.4	2.6	6.9	20.2	3.0
平均							23.0	3.0		26.7	3.5

华泰证券 2009 年的净利润与净资产分别为 37.95 亿元和 141.34 亿元,我们按上述表中四家公司平均的新 PE 与通常 PE 情况下,华泰证券的估值分别为 872.85 亿元与 1013.26 亿元。当然这二个估值结果均指发行筹资之前的公司价值估计,即华泰证券折现发行前公司每项股价值为 15.58 元或 18.09 亿元。

上表中信证券的 PE 与 PB 估值明显低于其他三家公司,主要是受到中信证券可能需部分出售下属的中信建投与华夏基金的股权所致,影响了对平均 PE 值的估计,如果我们剔除上述中信证券计算得的平均新 PE 和 PE 分别为 27.8 倍和 32.3 倍,相应计算得的华泰证券的 PE 估值结果分别为 1055.01 亿元和 1225.79 亿元,折现发行后股本的每股价值为 18.84 元与 21.88 元。

综合上述二种相对估值方法,我们认为华泰证券的股份合理估值在 18.84-22.95 元之间。

当然若公司以 18.84 与 22.95 的平均价发行 20.9 元的平均价发行,将筹得资金 163.9 亿元,折现每股增加价值 2.93 元。

这样我们预计公司 IPO 后上市定价约在 21.77 元至 25.88 元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托, 光大证券, 招商证券和宏源证券

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122