

华茂股份的跟踪分析报告

声明：本分析仅供参考，本人不对由此造成的损失负责。本人持有本分析报告中所述的股票，故可能存在倾向性。

版权所有 © 汤诗语 个人网站：<http://www.shiyutang.com/>

本报告完成时间：2010年1月25日

1. 净资产价值分析

1.1. 非控股企业价值分析

1.1.1. 上市或短期可能上市的企业价值分析

去年第四季度，本人对华茂股份所持的券商和银行的价值进行一些分析，这些券商和银行的价值是根据这些券商和银行2008年的年度报告做出的。现在，这些券商和银行都公布了或预告了其2009年的业绩（未经审计的报告，或仅为媒体报导，并不一定可靠），于是，可以按照最新的业绩情况对它们进行分析。下面是华茂股份所持有的券商和银行的2009年的净利润：

表1：华茂股份持有的券商和银行股的2009年业绩概况

名称	净利润	总股本	每股收益
广发证券	49.24亿元	25.07亿股 ¹	1.96元
国泰君安	63.48亿元	47亿股 ²	1.35元
宏源证券	11.19亿元	14.61亿股	0.77元
徽商银行	16.77亿元（估） ³	81.75亿股	0.20元（估）

注：1.广发证券的总股本是假设其借壳S延边路上市之后的总股本；

2.国泰君安2007年之增资扩股尚需主管部门批准，此处总股本为增资扩股前的总股本。若主管部分批准增资扩股方案，国泰君安的总股本将增至61亿股；

3.徽商银行的净利润是根据媒体报导2009年净利润较2008年增长33%计算得到的。

对上述这些券商和银行，我按照下述方法估值：

1. 广发证券是即将上市的大型券商，根据已经上市的大型券商中信证券、海通证券的对比，我认为，谨慎时可以取18倍市盈率，价格为35.28元；中性时可以取24倍市盈率，价格为47.04元；乐观时可以取30倍市盈率，价格为58.8元；
2. 国泰君安上市日期还不确定，一旦上市，则可能增发一部分股票，这样会摊薄每股收益，所以，评估时的预计市盈率要低于刚才对广发证券的分析。另外，航天机电在2009年12月2日转让了500万股国泰君安的股权，每股为15.2元，相当于市盈率11.26倍，这也是参考的依据。这样，考虑到华茂股份不会在国泰君安上市前卖掉其股权，且国泰君安应该能在一两年内上市，那么，现在评估时，可以在谨慎时可以取15倍市盈率，价格为20.25元；中性时可以取21倍市盈率，价格为28.35元；乐观时可以取27倍市盈率，价格为36.45元；
3. 宏源证券是已上市的券商，所以可以有市场价格，也可以参考长江证券、国金证券、西南证券等中等规模的券商的价格来估值。根据中国证监会的“一参一控”的要求，华茂股份必须在2010年12月31日前卖出所有宏源证券股权。根据华茂股份2010年1月12日的公告，它已卖出180万股宏源证券股票，还剩1830万股。考虑到目前宏源证券的股价是23.01元，对应市盈率为29.88倍；所以，谨慎时可以取22倍市盈率，价格为16.94元；中性时可以取28倍市盈率，价格为21.56元；乐观时可以取34倍市盈率，价格为26.18元；
4. 徽商银行是未上市的银行，可供对比的已上市银行是南京银行、宁波银行、北京银行这三个地区性银行。最近徽商银行还可能发生一次股权转让，即铜陵亚星焦化公司转让531万股徽商银

行股权，受让方必须是徽商银行已有的国有股东，起始报价为1906万元，即每股约3.59元，即市盈率为17.95倍。这样，对徽商银行的估值，谨慎时可以取15倍市盈率，价格为3元；中性时可以取20倍市盈率，价格为4元；乐观时可以取25倍市盈率，价格为5元。于是，列出下表，用于计算华茂股份持有的上述券商和银行股的价值：

表2：华茂股份持有的券商和银行股的价值评估

名称	持有股数	每股价格（谨慎/中性/乐观）	评估价值（谨慎/中性/乐观）	帐面价值
广发证券	5722.95万股 ¹	35.28/47.04/58.8元	20.19/26.92/33.65亿元	0.48亿元
国泰君安	7941.66万股 ²	20.25/28.35/36.45元	16.08/22.51/28.95亿元	0.79亿元
宏源证券	1830万股 ³	16.94/21.56/26.18元	3.10/3.96/4.79亿元	4.36亿元
徽商银行	6498.81万股	3/4/5元	1.95/2.60/3.25亿元	0.79亿元
价值合计：			41.32/55.99/70.64亿元	6.42亿元
除以（/）华茂股份总股本：			6.29亿股	
得（=）每股中含上述股权的价值：			6.57/8.90/11.23元	1.02元
对每股净资产的影响：			+5.55/+7.88/+10.21元	

注：1.华茂股份持有的广发证券的数量是假设广发证券借壳S延边路上市之后的数量，即经过“每0.83股广发证券股份换1股S延边路股份”后的数量；
2.国泰君安在2007年进行了一次增资扩股，因该方案还未经主管部门批准，故此处华茂股份所持国泰君安的股票数量是指增资扩股前的数量。若该方案被批准，则其持有的国泰君安股票数量将增加至9529.99万股；
3.华茂股份所持的宏源证券的股票数量是2010年1月12日的减持宏源证券公告中所述的。

1.1.2. 未上市企业价值分析

除了1.1节中所述的这些上市或短期可能上市的券商和银行，华茂股份还持有一些企业的资产。这些资产也应进行估值。

这些资产中主要的为国泰君安投资管理股份有限公司和安徽华鹏纺织有限公司。

对于国泰君安投资管理股份有限公司，该公司是国泰君安证券剥离的一些历史坏账而形成的，资产质量较差，多年亏损，或盈利但无营业利润。但由于该公司在2009年11月份受让了20%华安基金的股权，所以或有一定价值，故评估350万元，略低于每股0.1元。

对于安徽华鹏纺织有限公司，该公司仍在正常生产，但由于业务较为传统，盈利受原材料和成品价格波动的影响较大，所以盈利不稳定，但长期看仍然可以盈利的，故估值为1000万元，约为长期平均净利润的10倍。

对于其它数家公司，其中厦门中科大微电子软件股份有限公司长期无经营，安徽华茂恩逸艾世时装有限公司长期亏损，故均估值为0元；而安庆振风典当有限责任公司业务量较小，盈利也少，这样按其投资额的一半估值，相对谨慎。

表3：华茂股份持有的未上市的非控股公司的价值评估

名称	投资成本	评估价值	账面价值
国泰君安投资管理股份有限公司	3856.28万元	350万元	3856.28万元
厦门中科大微电子软件股份有限公司	226万元	0元	197.96万元
安徽华鹏纺织有限公司	1928.86万元	1000万元	2087.90万元
安徽华茂恩逸艾世时装有限公司	360万元	0元	142.59万元
安庆振风典当有限责任公司	200万元	100万元	200万元
价值合计：		1450万元	6484.73万元
除以（/）华茂股份总股本：		62911万股	
得（=）每股中含上述股权的价值：		0.023元	0.103元

对每股净资产的影响：	-0.08元
------------	--------

1.2. 经营性质的资产价值分析

受限于条件，本人无法对每一项资产进行合适的评估，所以，只能大概地对这些资产的价值进行一下估计。

首先，需要用总资产减去1.1节中所述的非控股公司的账面价值，得到只含有经营性质资产的账面价值；

然后，对上述资产价值进行打折。这是因为绝大多数公司都有账面上做高资产的动机和行动，所以评估时，应该对其进行一些打折处理。本次计算的考虑中，在谨慎时的折扣比例是90%，在中性时的折扣比例是95%，在乐观时的折扣比例是100%；

随后，对负债价值进行增加。这是因为绝大多数公司都有账面上缩小负债的动机和行动，所以评估时，应该对增加一些负债。本次计算的考虑中，在谨慎时的增加后的负债与报表中负债的比例是110%，在中性时是105%，在乐观时是100%；

最后，用经营性质资产的价值减去总负债，得到实际的净资产价值。

下表显示了上述计算过程。表中的数据是华茂股份2009年第三季度报告所显示的数据。

表4：华茂股份经营性质资产的价值评估

资产总额	34.82亿元
减（-）1.1节中非控股公司的账面价值	7.07亿元
得（=）经营性质资产的账面价值	27.75亿元
经营性质资产的价值（谨慎/中性/乐观）	24.98/26.36/27.75亿元
负债总额	19.15亿元
负债的价值（谨慎/中性/乐观）	21.07/20.11/19.15亿元
实际的净资产价值（谨慎/中性/乐观）	3.91/6.25/8.6亿元
减（-）少数股东权益	0.43亿元
得（=）经营性质资产中的股东权益合计	3.48/5.82/8.17亿元
除以（/）华茂股份总股本	6.29亿股
得（=）每股经营性质资产中的净资产价值（谨慎/中性/乐观）	0.55/0.93/1.30元

1.3. 净资产

由1.1节和1.2节的分析可以得到总的净资产数值，谨慎/中性/乐观时为44.95/61.96/78.96亿元；

除以华茂股份总股本，可得每股的净资产，谨慎/中性/乐观时为7.15/9.85/12.55元。

之所以本评估中所显示的净资产和财务报告中的净资产（2009年三季报中的每股净资产为2.44元）差异那么大，其主要原因还是本评估是假设这些金融公司上市之后的价格，然后计算公允价值，放入资产中所致。而在财务报告中，除了宏源证券外，其他金融公司股权的价值都是按成本计入资产的，所以造成了巨大的差距。

随着广发证券、国泰君安和徽商银行的陆续上市，其财务报告中的净资产也会随之增长。

1.4. 广发证券上市对净资产的影响

根据1月25日S延边路股东大会表决的结果，广发证券将借壳其上市，所以，预计广发证券的上市是近期可能发生的事情。如果一切顺利，广发证券应能在3月31日前上市，这样其上市将影响华茂股份的一季报；即使过程较慢，也应该能敢在二季度结束前上市。

在1.1.1节中已经对华茂股份所持有的广发证券进行了估值，在谨慎/中性/乐观时的估值分别为20.19/26.92/33.65亿元，而其账面价值仅为0.48亿元。这样，一旦上市，就会对华茂股份的净资产带来19.71/26.44/33.17亿元的增长，每股净资产将增长3.13/4.20/5.27元。按华茂股份的三季报中所述的每股净资产2.44元，这样在广发上市后将达到5.57/6.64/7.71元。

2. 净利润分析

2.1. 历史主业利润分析

华茂股份所属的行业是纺织业，主要产品是纱和坯布，是国内的大型纱和坯布制造企业。由于纱和坯布行业需求比较稳定，属于充分竞争的行业，所以利润率较低。

分析华茂股份的净利润必须要考虑到一个问题，即该公司每年收到大量参股的券商和银行的分红，这些分红甚至比其主业创造的利润还多，所以，在下面的分析中，必须扣除参股的券商和银行的分红，只看其主业的利润。本次计算的主业利润=营业利润-投资收益-公允价值变动收益。

下表所示为最近9年华茂股份每年的主业净利润。

表5：最近9年华茂股份每年主业净利润（单位：万元）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
主业利润	6543	7083	8521	8550	4598	7941	7700	7284	879
营业总收入	56598	60518	66711	79899	108269	110679	126675	144341	147866

下表所示为最近3年华茂股份每季的主业净利润。

表6：最近3年华茂股份单季主业净利润（单位：万元）

	07Q1	Q2	Q3	Q4	08Q1	Q2	Q3	Q4	09Q1	Q2	Q3
主业利润	1704	2144	936	2500	1214	-1169	-573	1407	29	-2627	-755
营业总收入	32899	35580	38348	37514	35407	35167	37862	39427	30968	37628	42281

从上述表中可以看出，华茂股份从2000到2007年间，业绩均较为稳定，其中只有2004年主业赚钱较少。但从2008年第二季度开始，其主业的利润大减，虽然2008年第四季度和2009年第一季度还赚钱，但这可能是会计上做的调整。所以，可以看作是从2008年第二季度开始，一直到2009年第三季度都是亏损的，其主要原因显然就是一方面受到原材料上涨的冲击，另一方面受到金融危机造成需求下降的冲击。

2.2. 2009年净利润分析

在2010年1月12日的《关于减持宏源证券股份有限公司股份的公告》中，其中提到“经初步测算，公司本次出售宏源证券股票实现投资收益约3880万元，占去年全年利润总额的27.44%，最终数据以2009年年报为准”。这句话很暧昧。因为其中这句“占去年全年利润总额的27.44%”特别模糊——去年到底值哪个去年呢？按照常理，已经到了2010年，说“去年”应该是指2009年；但有些人人在年初时往往觉得“去年”是前年，等到了春节后才算变过来。理论上说，放在公告里的话应该是严谨的，所以这里的“去年”应该是指2009年。但是，如果计算一下，那就会产生疑问： $3880/27.44\%=14139.94$ ，如果2009年的利润达到了14139.94万元，这样每股收益约为0.22元，而2009年第三季度时的利润仅为2834.34万元，假设减持宏源证券是2009年第四季度的行为，需要再减去3880万元，那么，计算的结果就是单单第四季度的利润就高达7425.6万元，而第四季度并无券商或银行给它分红，而它的主营业务到2009年第三季度时还在亏损，第四季度真的能大逆转么？我怀疑。

而如果认为“去年”是指2008年，那也对不上。2008年的净利润是13760.50万元，那么 $13760.50*27.44\%=3775.88$ ，这个数据和公告中的“约为3880万元”也相差104.12万，显然不能用计算误差来解释。

那，究竟是多少呢？我也不知道。

但是，2010年第四季度的纺织行业却有复苏迹象，尤其是2010年12月份纺织品出口同比增长25.2%，显示纺织行业正在复苏。也就是说，我认为，第四季度华茂股份的主业应该能扭亏，估计能盈利1000万左右，这样，加上第三季度的利润2834.34万元，今年的盈利应该能达到3800万元左右，每股收益约为0.06元。

到底是0.06元还是0.22元呢？这还是要等到2009年的年报披露。

2.3. 2010年净利润分析

2010年有一个重大的变化，即华茂股份必须在2010年12月31日前卖完宏源证券，这是落实中国证监会对券商股东“一参一控”的要求。

这样，由于减持宏源证券带来的利润就必须加以考虑了。2.2节中已经提到，卖出宏源证券180万股就已获得3880万元的利润，那么，还剩余1830万股，是180万股的10倍多，那即使考虑到可能要在大盘下跌时减持，那谨慎预计，其减持宏源证券也可获得3亿元的利润。

2.1节中分析过历史上华茂股份的主业利润。2000-2007年的长期时间段内的主业利润都在7500万元上下波动，而2008和2009年则因受金融危机影响而利润大减、甚至亏损。我认为，2010年对于它而言是个复苏的年份，虽然利润很难恢复到7500万元的高度，但很有可能会达到3000万元左右。

另一块重要的利润来源为券商和银行的分红。2010年预计在1.2亿元左右。

综上所述，其净利润可能达到4.5亿元。假设不扩股，每股收益约为0.72元。

2.4. 2011年净利润分析

2011年时没有了减持宏源证券的利润。

假设不减持广发证券，那么因减持参股的券商或银行取得的利润会是零。

其主业可能复苏到净利润4000万元左右，但仍然难以达到2000-2007年间的高度，因为2000-2007年间中国加入WTO融入全球经济的大事件不可能再发生了。

少了宏源证券后，券商和银行的分红可能在1亿元左右。

因此，其净利润可能在1.4亿元。假设不扩股，每股收益约为0.22元。

但是，这没有考虑减持宏源证券之后的3-4元现金的使用问题。这些资金可能会分红，但最大的可能是被华茂股份继续用于投资。考虑到之前该公司在投资上的优良业绩，也许这些钱会让它再度挖掘到类似广发证券、国泰君安获利丰厚的股票。

3. 股价预测

根据第1章中的分析，华茂股份的净资产可能在2010年内增加到6.6元以上；而根据第2章中的分析，其2010年的每股收益可能达到0.72元，而且极可能因为快速减持宏源证券导致第一二季度每股收益更高，那么，我认为，华茂股份在2010年应能达到15元。