

皓天财经

被误解的商业模式

观察皓天财经的股价走势，在进行回归分析后，会发现与恒生指数高度相关，且 Beta 值显著高于后者。从个股而言，与同为内资但扎根香港已久的国泰君安国际（1788）、海通国际（665）的走势基本同步。股价是投资者个体有意识，集体无意识下的产物，皓天的走势无疑说明投资者将其业务形态类比同为金融服务业的中小型券商。

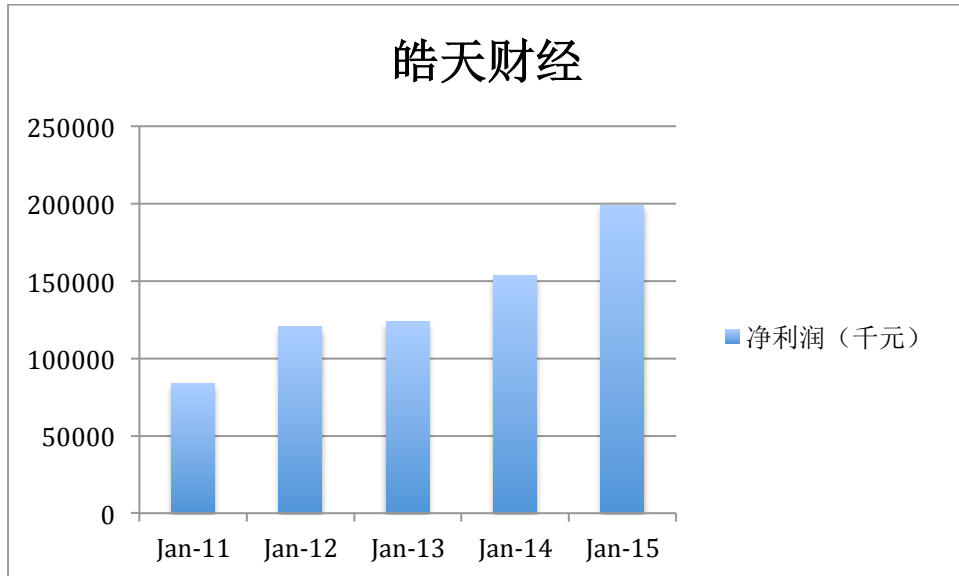
中小型券商的特点是其涨跌与大盘高度相关。其业务占比中不受市场影响的顾问咨询类业务比重较低，而与大盘涨跌息息相关的经纪类、承销类业务占据主导，更不用提部分券商的自营盘直接参与股票交易。遇上金融危机，更可能发生因交易对手或融资客户破产而引发的违约。

皓天财经的商业模式也是这样吗？

走访皓天的上市经办人 UBS，对方提供了这样一个细节：港交所在上市聆讯时，问皓天如何保证业绩不受 IPO 波动的影响。皓天回复道，其业务收入的 50% 来自于将近 200 家的长期客户。长期客户每半年都有召开业绩发布会、日常媒体宣传和国际路演的需求，无论市场的涨跌。据安信国际的研报，公司 IPO 客户转换为长期客户的概率在 90% 以上。从上市的 2012 年到如今 2015 年的超过 330 家，长期客户的数量每年都在稳步增长。同样的一份研报中也披露了这样一个细节：截至 2015 年 3 月的会计年度，皓天的业务收入中已有接近 2/3 来自于长期客户，IPO 客户所占比重已下降至近 1/3 的水平。

长期客户的收费价格随每年的物价上涨会有上浮，而数量每年会有大概 10~15% 的增加，两相叠加，来自于长期客户的收入每年会有至少 15% 的长期增长。事实上，世界顶级的财经公关公司 Brunswick、Financial Dynamics 和 Finsbury 的收入构成也是如此。至于 IPO 业务，更大的意义在于为公司争取更多长期客户，不会影响长期趋势。年景好时，为公司带来更高的成长，可让公司的增长上冲至 30~40% 的水平；年景差时，长期客户的稳定增长与之对冲，可让公司的增长稳定在 5% 左右的水平，不至下滑。

财经公关行业的稳定增长绝不能与券商行业的强周期高风险混为一谈，理应享受更高的估值。无论是欧美市场上市的公关巨头，还是国内 A 股上市的蓝色光标，其历史 PE 均值在 16~20 倍之间，而中小型券商的股价大多运行在 1~2 倍的 PB 范围。



不断扩展的业务线

但由 2010~2011 年的 8371 万到 2014~2015 年的 1.98 亿，皓天上市后的年化增长高达 24%，显著快于 15%，这两年甚至还在加速，原因是什么呢？

事实上，皓天并不是一家满足于现状的公司。仔细审阅皓天的年报，每隔几年皓天就会在现有客户群的基础上，开拓新的一条业务线。12 年上市后，公司开始发力国际路演的业务，2013~2014 与 2014~2015 两个财经年度随即出现了高速增长，目前已占总收入的 20%。2014 年底，皓天财经筹备了财经印刷板块——阿尔法金融，仅半年就承接了将近 10 本招股书，预计在 2015 年的下半年度开始贡献利润。而 2015 年年中，皓天又开始建设金融信息平台皓天云，以求将现有业务互联网化，并进入大型会议组织领域。

路演、印刷、金融信息、投资者关系服务与财经公关，都服务于同一客户群体。这种业务线的延伸，既给客户带来了更多的价值，也有效降低了皓天开拓新业务的风险与成本。不断新增的业务线，也给皓天带来了持续的高速增长。

另一方面，皓天上市后雄厚的现金储备，也给公司近期的并购与业务扩展打下了物质基础。

展望 2015 年业绩

2015~2016 财年，假定皓天的 IPO 承接数量与上年度持平。皓天财经的业务增长将主要来自于以下三方面：

- 1、 占收入比重 2/3 的长期客户 15%增长，贡献约 2000 万
- 2、 2014 年底新增的财经印刷板块

3、 4月增发后囤积的10亿现金，较之于去年增加了近6亿，假定4%的投资收益。

在IPO无增长的前提下，皓天的净利增长应在25~35%，达到2.5~2.7亿港元。以皓天上市后一贯派息率高于50%的作风，股息也会有相应增长。以目前的股价计，动态的股息率可达到7.5%~8.1%，市盈率为8倍。

这个公司还有很多值得说的地方，譬如即将发展的皓天云平台，或是潜在的并购计划。既然公司还没有公告，我们也就不妄加揣测。