

海通证券(6837 HK, HK\$13.36, 目标价: HK\$17.2, 买入) — 9月公司业绩表现跑赢同业

- ❖ **公司2015年9月净利润按月增长17.0%**。2015年9月，港股上市的几大券商都录得净利润平均按月下降45%，然而海通证券却录得净利润按月上升17.0%到人民币8.4亿元。截止2015年9月，公司融资融券余额为人民币546.9亿元，排名国内券商第一名。
- ❖ **收购金融租赁公司已经取得初步的成绩**。公司在2014年初收购了恒信金融集团，用来拓展金融租赁业务。2015上半年，海通恒信金融完成租赁销售额达到人民币71亿元，同时金融租赁业务也取得了人民币3.7亿元的净利润，占公司同期净利润总额的2.7%。通过不断发展公司的金融租赁业务的发展，我们认为公司未来的业务类型也将会更加多元化。
- ❖ **海外业务不断拓展给公司带来可观的协同效应**。随着中国资本市场的逐渐开放，我们认为未来中国的证券行业竞争也会日趋激烈。我们同时也认为可以成功将业务扩张至海外资本市场的证券公司在未来将更加具有竞争力。2015上半年，海通国际（665 HK）的收入和净利润分别按年上升284%和504%至港币41亿元和港币21亿元。同期的海外业务净利润占公司净利润总额也达到13.7%。我们预测海通国际2015年净利润总额占比将上升至14.5%。除此而外，公司在2015年9月也完成收购葡萄牙投行 Banco Espírito Santo de Investimento。我们预测该收购将帮助公司进一步拓展其海外业务，尤其是欧洲市场的投资银行业务。
- ❖ **目标价港币17.2元**。我们2015-17年的净利润预测分别为人民币143亿、人民币148亿及人民币169亿。公司现时的股价分别相当于2015年和2016年预测市账率的1.1倍和1.0倍。我们的目标价为港币17.2元，相当于2016财年预测市账率的1.2x，同时也是同业公司2016财年的平均预测市账率。**首次覆盖给与买入评级**。

海通证券(6837 HK)

评级	买入
收市价	HK\$13.36
目标价	HK\$17.2
市值(港币百万)	189.936
过去3个月平均交易(港币百万)	430.50
52周高/低(港币)	27.9/10
发行股数(百万)	9,584
主要股东(H股)	Maunakai Capital Partners (9.24%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	20.6%	10.4%
3月	-1.9%	4.4%
6月	-46.6%	-34.3%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万人民币)	12,803	23,667	43,920	46,990	51,735
净利润(百万人民币)	4,035	7,711	14,307	14,843	16,903
每股收益(人民币)	0.42	0.67	1.24	1.29	1.47
每股收益变动(%)	26.42	59.24	85.55	3.74	13.88
市盈率(x)	25.7	13.5	9.0	8.7	7.5
市账率(x)	1.7	1.5	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	1.1	2.3	2.8	3.2	3.7
权益收益率(%)	6.7	11.9	14.7	11.4	11.6
净财务杠杆率(%)	净现金	17.0	净现金	净现金	3.6

来源:公司及招银国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	12,572	22,925	41,570	46,005	50,970
佣金及手续费收入	6,751	9,516	16,850	15,896	16,500
利息收入	3,671	7,700	14,520	16,859	17,580
投资净额收益	2,150	5,709	10,200	13,250	16,890
其他收入及收益	231	742	2,350	985	765
收入及其他收益总额	12,803	23,667	43,920	46,990	51,735
折旧及摊销	(307)	(284)	(300)	(325)	(368)
雇员成本	(2,621)	(4,131)	(7,100)	(7,985)	(8,458)
客户主任佣金	(334)	(427)	(890)	(785)	(900)
经纪交易费及服务支出	(514)	(868)	(2,150)	(2,000)	(2,100)
利息支出	(1,484)	(4,340)	(7,900)	(8,569)	(9,158)
其他支出	(2,203)	(3,362)	(6,900)	(7,850)	(8,500)
支出总额	(7,465)	(13,414)	(25,240)	(27,514)	(29,484)
经营利润	5,338	10,253	18,680	19,476	22,251
所占联营企业和合营企业的业绩	117	167	420	495	513
所得税前利润	5,455	10,420	19,100	19,971	22,764
所得税费用	(1,174)	(2,301)	(4,393)	(4,593)	(5,236)
年度利润	4,281	8,119	14,707	15,378	17,528
少数股东权益	(246)	(408)	(925)	(989)	(1,020)
净利润	4,035	7,711	13,782	14,389	16,508

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
融资客户垫款	26,531	64,883	57,000	61,589	66,398
应收账款	1,647	4,384	9,000	6,899	7,258
其他应收款项及预付款项	1,889	7,399	13,589	10,258	13,259
应收融资租赁款	0	2,454	3,400	3,950	7,896
可供出售金融资产	4,952	3,991	21,050	15,896	20,000
应收款项类投资	2,086	3,347	6,258	7,985	8,900
持有至到期投资	282	3	25	40	30
买入返售金融资产	9,037	52,873	60,159	89,568	100,895
拆出资金	0	2,000	0	0	0
以公允价值计量且变动计入损益的金融资产	47,590	56,273	73,896	85,690	78,932
交易所储备及保证金	3,694	5,496	7,000	7,356	7,912
结算备付金	5,751	14,819	32,000	31,258	39,856
银行结余及现金	52,587	85,704	182,943	184,710	176,220
其他	0	0	500	689	710
总流动资产	156,046	303,626	466,820	505,888	528,266
物业及设备	1,172	1,210	1,211	1,211	1,211
投资物业	87	20	20	20	20
商誉	623	2,601	2,750	2,750	2,750
其他无形资产	256	255	261	261	265
权益法项下投资	2,231	5,686	6,985	7,258	7,689
应收融资租赁款	0	12,826	15,000	16,789	19,929
可供出售金融资产	4,721	8,715	10,095	12,589	15,563
应收款项类投资	1,829	4,470	3,500	4,859	5,100
持有至到期投资	353	310	80	89	102
递延税项资产	431	567	1,100	1,300	1,501
受限银行存款	349	384	430	425	450
买入返售金融资产	0	10,293	12,896	13,589	15,000
以公允价值计量且变动计入损益的金融负债	0	1,527	1,690	1,756	2,200
其他	1,025	131	198	1,130	3,416
总非流动资产	13,077	48,996	56,216	64,026	75,196
总资产	169,124	352,622	523,036	569,914	603,462
短期借款	5,796	19,808	31,200	32,569	34,000
应付短期融资款	3,000	22,927	39,000	37,159	35,896
拆入资金	1,120	14,270	7,000	7,500	1,359
应付经纪业务客户账款	40,430	80,767	140,000	170,528	182,315
其他应付款项	3,295	7,698	15,329	18,950	17,698
预计负债	3	2	1	3	3
当期税项负债	395	817	2,598	3,269	3,750
以公允价值计量且变动计入损益的金融负债	6,507	15,029	22,000	20,000	21,589
卖出回购金融资产款	26,112	59,808	24,388	20,258	20,000
其他应付款项	0	0	100	0	0
总流动负债	86,658	221,124	281,616	310,236	316,610
应付债券	17,940	35,776	92,039	90,665	101,200
长期借款	0	4,538	8,269	10,589	9,230
递延税项负债	86	758	1,950	2,431	2,789
长期应付款	0	1,941	2,589	3,156	2,985
卖出回购金融资产款	335	14,910	8,000	9,150	8,500
其他	0	1,311	0	0	0
总非流动负债	18,361	59,234	112,847	115,991	124,704
总负债	105,018	280,358	394,463	426,227	441,314
股东总权益	61,507	68,364	119,315	133,597	151,253
少数股东权益	2,598	3,900	9,258	10,090	10,895
总权益	64,105	72,264	128,573	143,687	162,148

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动					
税前利润	5,455	10,420	19,100	19,971	22,764
折旧及分摊	307	284	300	325	368
营运资本变动	(18,265)	(2,021)	11,942	26,042	(734)
1. 融资客户垫款变动	(16,127)	(37,418)	7,883	(4,589)	(4,809)
2. 应收款项及其他应收款项变动	(834)	(3,480)	(10,806)	5,432	(3,360)
3. 应付客户账款变动及其他应付款项变动	4,619	44,283	66,865	34,149	10,535
4. 其他	(5,924)	(5,406)	(52,000)	(8,950)	(3,100)
税务开支	(1,015)	(1,353)	(4,000)	(4,120)	(5,000)
其他	(927)	1,495	(4,000)	(6,530)	(4,258)
经营活动所得现金净额	(14,446)	8,826	23,342	35,688	13,140
投资活动					
资本开支	(328)	(248)	(510)	(596)	(658)
投资变动	1,260	(8,814)	(31,000)	(20,000)	(11,259)
其他	(373)	(3,232)	(4,258)	(3,500)	(3,589)
投资活动所得现金净额	559	(12,294)	(35,768)	(24,096)	(15,506)
融资活动					
股票发行	661	647	28,921	0	0
银行贷款变动	2,170	10,223	19,805	479	(2,622)
股息	(1,258)	(1,309)	(3,000)	(3,450)	(4,089)
债券及应付金融款变动	21,284	38,084	48,993	(874)	4,394
其他	(367)	(2,072)	(3,100)	(2,950)	(2,489)
融资活动所得现金净额	22,491	45,573	91,619	(6,795)	(4,806)
现金增加净额	8,605	42,105	79,193	4,797	(7,172)
年初现金及现金等价物	14,264	22,670	64,802	143,993	148,815
外汇差额	(198)	26	(2)	25	15
年末现金及现金等价物	22,670	64,802	143,993	148,815	141,658

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入及其他收益总额占比					
佣金及手续费收入	52.7%	40.2%	38.4%	33.8%	31.9%
利息收入	28.7%	32.5%	33.1%	35.9%	34.0%
投资净额收益	16.8%	24.1%	23.2%	28.2%	32.6%
其他收入及收益	1.8%	3.1%	5.4%	2.1%	1.5%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
年增长率					
收入	19.8%	82.3%	81.3%	10.7%	10.8%
收入及其他收益	19.2%	84.9%	85.6%	7.0%	10.1%
经营利润	31.4%	92.1%	82.2%	4.3%	14.2%
净利润	32.8%	91.1%	78.7%	4.4%	14.7%
资产负债比率					
流动比率 (x)	180.1%	137.3%	165.8%	163.1%	166.9%
总负债/ 权益比率	45.3%	142.4%	148.8%	133.6%	120.1%
净负债/ 权益比率	Net cash	17.0%	Net cash	Net cash	3.6%
回报率					
资本回报率	6.7%	11.9%	14.7%	11.4%	11.6%
资产回报率	2.7%	3.0%	3.1%	2.6%	2.8%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.421	0.804	1.198	1.251	1.435
每股股息（人民币）	0.120	0.300	0.300	0.350	0.400
每股账面值（人民币）	6.417	7.133	10.374	11.615	13.150

来源：公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。