

華泰證券 (6886 HK)

1H18 業績表現穩健；期待財富管理和海外業務新發展

- ❖ **2018 年上半年業績正增長主要來自聯營合營公司業績增長。**華泰證券上半年淨利潤為 32 億元人民幣，同比增長 5.5%，表現遠超行業（同比下降 41%）。業績占我們及市場一致預期全年預測的 39%/ 40%。收入總額同比小幅下降 3.5%，至 120 億元人民幣，主要由於市場疲弱導致手續費收入/淨投資收益同比下降 11%/ 28%，而聯營公司和合資公司業績（約 10 億人民幣，同比增長 3.2 倍）大幅提振淨利潤表現。
- ❖ **投行收入增長突出。**華泰證券 2018 上半年承銷費同比增長 51%，主要由於其在低迷市況下，依然保持了 IPO 承銷方面的良好表現（承銷金額同比增長 2.9 倍），而再融資（同比下跌 44%）和債券承銷（同比下跌 18%）部分抵消了 IPO 的正向貢獻。我們認為，目前更嚴格的 IPO 審批仍然有利於包括華泰在內的行業龍頭，因其客戶主要集中優質及大型企業。
- ❖ **財富管理業務的領先地位保持。**上半年華泰經紀收入同比小幅下降 8.2%。公司在股票和基金交易量方面保持第一位，同比下跌 2.8%，略微弱於市場平穩趨勢，可能因為轉型造成市場份額下跌 0.28 個百分點至 7.58%，但仍遠遠領先於其他同業。根據我們的測算，佣金率 2018 年上半年回升 2 個基點。信貸業務健康增長，利息收入同比增長 9%，但由於市場活躍度下降導致需求疲軟和以及信用風險擔憂加劇，預計增長可能放緩。
- ❖ **建議分拆 AssetMark 上市以提升海外競爭力。**華泰公告，建議剝離 AssetMark 在美國上市，旨在加強其海外業務。海外業務占華泰總收入比例近年快速提升，自 2016 年的不足 5% 升至 2018 年上半年的 13%。潛在的分拆可能表明國際化將成為華泰未來發展的一個更重要的焦點。AssetMark 作為華泰跨境資產配置的重要平臺，預期將通過潛在上市獲得發展資金、提升品牌，并提升其估值。
- ❖ **新股東阿里巴巴和蘇寧易購進入董事會；期待更多的協同作用。**華泰在另一份公告中提及，將更換五名新的非執行董事，其中公司在 A 股非公開發行後的第六及第七大股東阿里巴巴及蘇寧易購各有一人獲得提名。華泰與新股東之間預期將有戰略合作，在包括 Fintech 方面及獲取客群等方面產生協同效應。
- ❖ **維持買入評級。**除了對公司有利投行業務環境及公司在財富管理業務中的領先地位外，不斷擴大的海外業務和聯營收入將為公司應對市場下行趨勢提供更多緩衝。我們將公司 2018 財年及 2019 財年的預測淨利潤下調 12%/12% 以反映不利的市場狀況。華泰目前的估值相當於 0.76 倍 2019 年市帳率。我們的新目標價 14.6 港元基於 0.96 倍 2019 年預測市帳率，相當於同業平均加一個標準差。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業收入(百萬元人民幣)	24,632	31,323	27,146	29,182	31,903
淨利潤(百萬元人民幣)	6,271	9,277	7,057	7,873	8,862
每股收益(元人民幣)	0.88	1.30	0.92	0.95	1.24
每股收益變動(%)	(46.8)	47.9	(29.3)	4.2	29.7
市盈率(x)	11.7	7.9	11.2	10.8	8.3
市帳率(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
股息率(%)	4.9	0.0	5.5	2.5	3.2
權益收益率(%)	7.6	10.8	7.3	7.3	7.7
槓桿率(%)	3.6	3.6	3.1	3.1	3.1

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入（維持）

目標價	HK\$14.6
(此前目標價)	HK\$19.4)
潛在升幅	+22.1%
當前股價	HK\$11.96

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬港元)	134,944
3 月平均流通量 (百萬港元)	66.59
52 周內股價高/低 (港元)	19.48/11.3
總股本(百萬)	7,162.8

資料來源：彭博

股東結構

江蘇省國信資產管理集團有 限公司	17.46%
江蘇交通控股有限公司	6.28%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.4%	-1.3%
3-月	-21.7%	-16.1%
6-月	-23.3%	-16.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.htsc.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	24,264	29,578	26,099	28,113	30,813
佣金及手續費收入	11,410	12,926	11,900	12,708	13,778
利息收入	8,878	9,349	8,943	9,224	9,646
投資淨額收益	3,976	7,302	5,255	6,182	7,389
其他收入及收益	368	1,746	1,048	1,068	1,090
收入及其他收益總額	24,632	31,323	27,146	29,182	31,903
佣金及手續費支出	(2,562)	(4,244)	(3,927)	(4,194)	(4,547)
利息支出	(5,393)	(5,749)	(7,034)	(7,457)	(8,126)
僱員成本	(5,648)	(7,030)	(5,972)	(6,274)	(6,700)
折舊及攤銷	(409)	(566)	(553)	(612)	(611)
營業稅及附加費	(451)	(152)	(136)	(146)	(160)
其他營業支出	(2,066)	(2,277)	(1,900)	(2,043)	(2,233)
減值損失	37	(259)	(272)	(245)	(247)
支出總額	(16,492)	(20,279)	(19,794)	(20,970)	(22,623)
經營利潤	8,139	11,045	7,352	8,212	9,280
所占聯營企業和合營企業的業績	454	540	1,451	1,596	1,756
所得稅前利潤	8,593	11,585	8,803	9,808	11,036
所得稅費用	(2,074)	(2,177)	(1,629)	(1,805)	(2,031)
年度利潤	6,519	9,408	7,175	8,003	9,005
少數股東權益	(249)	(131)	(118)	(130)	(143)
淨利潤	6,271	9,277	7,057	7,873	8,862

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
現金及公司銀行結余	45,230	27,026	27,837	29,229	31,567
代經紀客戶持有現金	94,569	65,304	67,263	70,626	76,276
結算備付金	1,229	1,147	1,606	1,767	1,997
融資客戶墊款	56,605	59,991	52,180	54,218	57,444
以公允價值計量且其變動計入当期損益的金融資產	83,107	84,550	91,914	93,949	99,778
買入返售金融資產	46,331	61,805	55,615	58,624	64,190
可供出售金融資產	43,737	44,583	46,600	50,784	54,494
聯營及合營企業權益	3,377	8,896	10,319	11,145	11,813
商譽	2,091	1,972	2,017	2,078	2,181
遞延所得稅資產	556	473	458	481	520
其他	24,618	25,735	47,701	51,301	55,060
總資產	401,450	381,483	403,510	424,202	455,320
銀行借款、債務工具及債券	77,929	103,854	94,223	92,413	95,375
拆入資金	6,650	7,030	9,842	12,598	16,125
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	27,920	14,381	10,786	11,433	12,119
賣出回購金融資產款	19,463	24,922	42,188	51,226	58,877
應付經紀業務客戶賬款	92,729	67,336	69,736	73,223	79,081
遞延所得稅負債	2,562	1,931	2,028	2,150	2,257
其他	88,537	73,438	67,752	68,417	70,976
總負債	315,790	292,893	296,556	311,460	334,811
股東總權益	84,357	87,336	105,632	111,292	118,913
少數股東權益	1,303	1,254	1,322	1,450	1,595
總權益	85,660	88,590	106,954	112,743	120,509

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益总额占比					
佣金及手续费收入	46.3%	41.3%	43.8%	43.5%	43.2%
利息收入	36.0%	29.8%	32.9%	31.6%	30.2%
投资净额收益	16.1%	23.3%	19.4%	21.2%	23.2%
其他收入及收益	1.5%	5.6%	3.9%	3.7%	3.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	-37.5%	21.9%	-11.8%	7.7%	9.6%
收入及其他收益增长	-37.5%	27.2%	-13.3%	7.5%	9.3%
经营利润增长	-41.2%	35.7%	-33.4%	11.7%	13.0%
净利润增长	-41.4%	47.9%	-23.9%	11.6%	12.6%
资产负债比率					
流动比率 (x)	127.1%	130.2%	136.1%	136.2%	136.0%
总负债/ 权益比率	123.3%	155.5%	138.5%	140.4%	143.3%
净负债/ 权益比率	69.7%	124.6%	112.1%	114.1%	116.7%
财务杠杆	3.6	3.6	3.1	3.1	3.1
回报率					
资本回报率	7.59%	10.81%	7.31%	7.26%	7.70%
资产回报率	1.47%	2.37%	1.80%	1.90%	2.02%
每股数据					
每股利润 (元人民币)	0.88	1.30	0.92	0.95	1.24
每股股息 (元人民币)	0.50	0.00	0.56	0.25	0.33
每股账面值 (元人民币)	11.78	12.19	12.80	13.49	14.41

来源：公司及招銀國際研究部預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。