

華泰證券 (6886 HK, HK\$15.12, 目標價: HK\$15.99, 持有) — 專注為客戶創造價值

- ❖ **2016 淨利潤大幅下跌 41.4%，但派息率大幅上升。**2016 年，華泰證券錄得收入和淨利潤分別下跌 37.5% 和 41.4%，至人民幣 246 億元和人民幣 63 億元。總收入與我們預測基本一致，然而淨利潤則大幅低於我們的預測 13.7 個百分點。這主要是由於 2016 年公司的佣金手續費支出和利息支出比我們的預測分別高出 29.8% 和 24.5%。然而，在淨利潤按年大幅下跌的情況下，公司的派息比率仍按年上升 26.6 個百分點達到 57.1%。
- ❖ **經紀業務仍然領先同業。**受市場大環境影響，公司經紀和財富管理部門的收入按年下跌 45.7% 至人民幣 156 億元，總收入佔比也從 2015 年的 72.5% 下降至 2016 年的 63.2%。但是，公司人民幣 24.5 萬億元的股基成交金額仍然連續三年排名市場第一，同時市場份額也較 2015 年上升 0.6 個百分點，達到 8.9%。根據我們的測算，公司平均股基佣金率按年下跌 21.2% 至萬分之 3.13。2016 年，公司大力調整經紀業務，其中零售經紀人員支出按年下跌約 60.0%。展望未來，依託公司零售經紀業務的先發優勢，我們認為公司的經紀業務的領先地位將持續保持，同時佣金下降空間有限。未來，零售經紀業務的發展重點將集中在成本管控以及持續為客戶提供更多附加值這兩方面。
- ❖ **收入結構更加均衡，業務收入具備新引擎。**雖然經紀和財富管理業務的收入佔比 2016 年錄得下降，但是公司投資銀行業務和資產管理業務錄得上升，這在一定程度上抵消了經紀業務不景氣帶來的影響。2016 年，公司投資銀行業務收入按年上升了 31.7% 至人民幣 25 億元，總收入佔比也按年上升 5.4 個百分點至 10.2%。與此同時，公司為中國上市企業提供並購服務的總交易數量連續 5 年排名行業第一，彰顯了其不斷提升的投資銀行能力。與此同時，資產管理業務收入按年上升 26.7% 至人民幣 32 億元，證券公司資管規模也按年上升 43.8% 至人民幣 8,333 億元，總收入佔比則從 2015 年的 6.3% 上升至 2016 年的 12.9%。展望未來，紮根經紀業務是公司持續堅持的主要方向，同時我們也預測公司的收入結構將會持續優化。
- ❖ **2016 年 3.58 倍杠杆明顯高於行業平均水準。**2016 年末，公司的杠杆率達到 3.58 倍，相較行業 2.7 倍的平均杠杆率高出 0.88 倍。我們認為較高的財務杠杆率與公司的業務結構有很大的關係，尤其是規模較大的資本中介業務。與此同時，利息支出佔總收入的比重也按年上升了 2.1 個百分點至 21.9%。由於市場成交氣氛的不斷改善，我們預測公司 2017 年的杠杆率仍將小幅上升至 3.87 倍。但是，隨著公司業務結構的不斷優化，我們預測公司 2018 年和 2019 年的財務杠杆率將小幅下降至 3.67 倍和 3.61 倍。
- ❖ **目標價 15.99 港元。**公司現時的股價相當於 2017 年預測市帳率的 1.06 倍。我們給予公司的最新目標價為 15.99 港元，相當於公司 2017 年預測市帳率的 1.12 倍，同時也是可比同業 2017 年的平均預測市帳率。維持**持有**評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	39,416	24,632	30,574	35,485	42,646
淨利潤 (百萬人民幣)	10,697	6,271	9,271	10,889	13,843
每股收益 (人民幣)	1.65	0.88	1.29	1.52	1.93
每股收益變動 (%)	105.37	(46.79)	47.85	17.46	27.11
市盈率 (x)	8.16	15.33	10.37	8.83	6.95
市帳率 (x)	1.19	1.14	1.06	0.97	0.87
股息率 (%)	3.73	3.73	3.38	3.96	5.04
權益收益率 (%)	17.5	7.6	10.6	11.5	13.2
杠杆率 (x)	3.93	3.58	3.87	3.67	3.61

來源: 公司及招銀國際研究部

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

華泰證券(6886 HK)

評級	持有
收市價	HK\$15.12
目標價	HK\$15.99
市值 (港幣百萬)	129,169
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	76.47
52 周高/低 (港幣)	19.2/14.52
發行股數 (百萬)	7,162.8
主要股東 (港股) 全國社保基金 (9.24%)	
來源: 彭博	

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.5%	-5.8%
3 月	3.2%	-6.5%
6 月	-4.9%	-7.1%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

收入	38,851	24,264	30,199	35,091	42,232
佣金及手續費收入	20,200	11,410	15,417	17,689	21,513
利息收入	11,894	8,878	9,934	11,174	12,174
投資淨額收益	6,757	3,976	4,848	6,228	8,545
其他收入及收益	564	368	375	394	413
收入及其他收益總額	39,416	24,632	30,574	35,485	42,646
佣金及手續費支出	(5,676)	(2,562)	(2,836)	(2,919)	(3,269)
利息支出	(7,812)	(5,393)	(5,362)	(6,405)	(7,242)
雇員成本	(8,141)	(5,648)	(6,726)	(7,807)	(8,956)
折舊及攤銷	(333)	(409)	(485)	(545)	(610)
營業稅及附加費	(1,723)	(451)	(550)	(639)	(768)
其他營業支出	(1,815)	(2,066)	(2,599)	(3,016)	(3,625)
減值損失	(73)	37	(13)	10	11
支出總額	(25,572)	(16,492)	(18,570)	(21,321)	(24,458)
經營利潤	13,843	8,139	12,004	14,164	18,187
所占聯營企業和合營企業的業績	420	454	635	710	711
所得稅前利潤	14,263	8,593	12,639	14,874	18,898
所得稅費用	(3,466)	(2,074)	(3,033)	(3,570)	(4,536)
年度利潤	10,798	6,519	9,606	11,304	14,363
少數股東權益	(101)	(249)	(335)	(415)	(520)
淨利潤	10,697	6,271	9,271	10,889	13,843

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融資客戶墊款	67,432	56,605	61,097	67,155	73,713
應收賬款	622	991	1,091	1,200	1,320
其他應收款項及預付款項	3,896	5,070	5,831	6,706	7,712
金融投資	142,532	94,331	87,881	89,644	94,383
買入返售金融資產	21,791	37,401	38,131	39,676	41,955
衍生金融資產	335	107	123	141	162
結算備付金	2,552	1,229	1,352	1,554	1,788
代經紀客戶持有現金	131,945	94,569	104,026	114,428	125,871
現金及公司銀行結余	36,707	45,230	91,540	88,008	97,857
其他	0	0	0	3,621	9,246
總流動資產	407,811	335,533	391,071	412,134	454,006
物業及設備	3,379	3,567	3,603	3,639	3,676
投資物業	1,302	1,130	1,222	1,222	1,222
商譽	51	2,091	2,091	2,091	2,091
其他無形資產	425	5,509	5,509	5,509	5,509
聯營公司權益	2,674	3,377	3,546	3,723	3,910
金融投資	26,829	32,518	35,228	36,498	37,549
買入返售金融資產	3,843	8,930	9,020	9,471	9,944
存出保證金	6,009	8,159	8,567	9,252	10,177
遞延稅項資產	213	556	615	635	650
其他	78	79	68	68	68
總非流動資產	44,804	65,917	69,468	72,108	74,795
總資產	452,615	401,450	460,538	484,242	528,802
短期銀行借款	688	460	483	507	533
短期債務工具	1,053	1,621	1,702	1,872	2,340
拆入資金	3,000	6,650	8,512	11,066	14,164
應付經紀業務客戶賬款	128,367	92,729	100,905	110,996	122,095
應付薪酬	2,808	2,517	2,079	2,151	2,010
其他應付款項	99,320	79,672	99,856	92,597	98,230
稅相負債	2,193	496	541	541	541
賣出回購金融資產款	22,392	19,463	18,879	19,068	19,259
衍生金融負債	2,460	864	835	915	893
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	14,480	2,756	2,784	2,812	2,840
一年內到期銀行借款以及債券	3,123	25,900	26,159	26,421	26,685
其他	0	0	946	0	0
總流動負債	279,885	233,128	263,681	268,945	289,590
長期債券	69,374	49,948	72,424	83,288	95,781
長期銀行借款	360	0	0	0	0
長期應付薪酬	3,367	4,988	5,238	5,500	5,775
遞延所得稅負債	352	2,562	154	154	154
賣出回購金融資產	10,800	0	0	0	0
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	6,948	25,164	25,415	25,670	25,926
其他	0	0	1,412	15	0
總非流動負債	91,201	82,662	104,643	114,626	127,636
總負債	371,086	315,790	368,324	383,572	417,226
股東總權益	80,785	84,357	90,769	99,156	109,949
少數股東權益	744	1,303	1,445	1,514	1,627
總權益	81,529	85,660	92,214	100,670	111,576

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	14,263	8,593	12,639	14,874	18,898
折旧及分摊	333	409	485	545	610
营运资本变动	(61,150)	15,223	12,344	(23,167)	(13,887)
税务开支	(2,360)	(3,943)	(2,427)	(3,034)	(3,855)
其他	2,497	1,737	(137)	208	(133)
经营活动所得现金净额	(46,418)	22,020	22,904	(10,574)	1,633
投资活动					
资本开支	(837)	(600)	(1,015)	(958)	(957)
投资变动	(24,996)	(8,565)	(5,213)	(4,650)	(4,649)
其他	4,711	4,703	1,594	1,755	1,759
投资活动所得现金净额	(21,122)	(4,463)	(4,634)	(3,853)	(3,847)
融资活动					
股票发行	30,588	0	0	0	0
非控股股东注资	0	68	0	0	0
银行贷款，债务工具以及债券变动	28,800	2,621	22,840	11,320	13,251
股息	(2,800)	(3,581)	(3,581)	(3,245)	(3,811)
其他	(2,754)	(4,117)	(2,413)	(2,882)	(3,259)
融资活动所得现金净额	53,833	(5,010)	16,845	5,192	6,181
现金增加净额	(13,707)	12,548	35,115	(9,235)	3,967
年初现金及现金等价物	31,884	18,596	31,652	66,782	57,562
外汇差额	419	508	15	15	16
年末现金及现金等价物	18,595.8	31,651.6	66,781.9	57,562.3	61,545.7

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额占比					
佣金及手续费收入	51.2%	46.3%	50.4%	49.8%	50.4%
利息收入	30.2%	36.0%	32.5%	31.5%	28.5%
投资净额收益	17.1%	16.1%	15.9%	17.6%	20.0%
其他收入及收益	1.4%	1.5%	1.2%	1.1%	1.0%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	148.1%	-37.5%	24.5%	16.2%	20.4%
收入及其他收益增长	146.7%	-37.5%	24.1%	16.1%	20.2%
经营利润增长	145.9%	-41.2%	47.5%	18.0%	28.4%
净利润增长	138.4%	-41.4%	47.8%	17.5%	27.1%
资产负债比率					
流动比率 (x)	145.7%	143.9%	148.3%	153.2%	156.8%
总负债/ 权益比率	92.2%	69.6%	91.6%	97.6%	102.6%
净负债/ 权益比率	46.8%	15.9%	-9.3%	8.8%	13.6%
回报率					
资本回报率	17.5%	7.6%	10.6%	11.5%	13.2%
资产回报率	3.0%	1.5%	2.2%	2.3%	2.7%
每股数据					
每股利润 (人民币)	1.65	0.88	1.29	1.52	1.93
每股股息 (人民币)	0.50	0.50	0.45	0.53	0.68
每股账面值 (人民币)	11.28	11.78	12.67	13.84	15.35

來源：公司及招銀國際研究部

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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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。