

华泰证券 (6886 HK)

资管业绩抢眼，净利息收入及投资收益表现薄弱

华泰证券 2019 年上半年净利润同比增长 28%，至 41 亿元人民币，占我们及市场全年预测的 50%/50%。二季度经营收入环比下降 26% 至 45 亿元人民币，主要受净利息收入及投资收益的拖累。减值拨备环比激增，同时经营支出环比大幅增长，导致净利润下滑至 13 亿元人民币，环比下跌 54%。2019 年上半年 ROE 同比增长 0.3 个百分点至 7.4%，主要由于公司发行 GDR 令股本基数扩大。

■ **业绩正面因素：1) 二季度经纪业务收入环比保持稳定**（环比下降 1% vs. A 股日均成交环比增长 2%）。经我们测算，公司在 2019 年上半年经纪业务市占率小幅反弹，相信是受惠于公司在财富管理转型中的领先地位，以及其移动 APP “涨乐财富通” 渗透率的进一步提升。**2) 资管收入是最大亮点**，二季度环比增长 8%，上半年同比增长 26%。我们认为收入增长主要来自公司资管规模的扩张，在行业上半年管理规模下降 13% 的情况下，公司逆势取得了 18% 的管理规模增长。**3) 投行业务收入有所改善**（环比增长 44%），尽管上半年同比仍然减少 25%，主要由于 IPO 市场收缩 34%，而公司项目数骤减，承销额同比下降 95%。不过，公司在债券承销市场维持了稳定的市占率，在上半年券商债券承销总额同比增 69% 的情况下，也取得了承销额的大幅增长。目前公司在科创板的保荐项目集资额及保荐数量上排名第三及第四（已有 3.5 个项目挂牌），我们认为丰富的储备将为公司下半年的投行业务增长带来支持。

■ **业绩负面因素：1) 自营收益大幅下降**，我们测算环比下降幅度约 40%，尽管远低于行业整体幅度，但公司上半年的投资收益率仅有 4.0%，低于我们覆盖的大部分其他券商。**2) 净利息收入上半年同比减少 33%**，可能是由于融资利息的下降，以及公司对股票质押业务的收缩（余额同比下降 61%）。**3) 二季度减值拨备环比激增 40 倍**，主要是股票质押的减值拨备增长所致。

■ **估值**。华泰证券目前估值为 0.74 倍 2019 年预测市帐率，较自身历史平均值减一个标准差（0.84 倍）低约 12%。我们暂时维持对公司的盈利预测不变，维持买入评级及目标价 18.2 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	21,746	15,534	19,438	22,501	25,335
净利润(百万元人民币)	9,277	5,936	8,098	9,430	10,776
每股盈利(元人民币)	1.30	0.78	0.98	1.14	1.31
每股盈利变动(%)	48	(40)	26	16	14
市盈率(倍)	7.7	12.8	10.2	8.7	7.7
市帐率(倍)	0.82	0.79	0.74	0.70	0.65
股息率(%)	0.0	5.2	2.9	3.4	3.9
权益收益率(%)	10.8	6.2	7.5	8.2	8.8
财务杠杆(x)	3.6	3.1	3.0	3.1	3.1

资料来源：公司、招银国际证券

买入 (维持)

目标价	HK\$ 18.2
(此前目标价)	HK\$ 18.2)
潜在升幅	+61.3%
当前股价	HK\$ 11.28

中国证券行业

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明, CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	172,747
3 月平均流通量(百万港元)	131.3
52 周内股价高/低(港元)	18.54/ 10.04
总股本(百万)	1,719 (H)
	7,358 (A)

资料来源：彭博

股东结构

江苏省国信集团有限公司	14.35%
Citibank, National Association	9.09%
江苏交通控股有限公司	5.18%

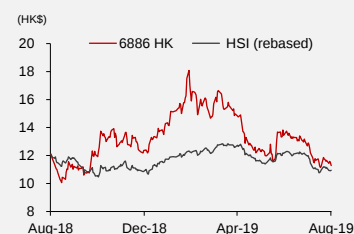
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.7%	-2.1%
3-月	-7.7%	-1.3%
6-月	-27.7%	-19.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

图 1: 华泰证券 2019 年第二季度业绩概要

(百万元人民币)										
损益表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
净佣金及手续费收入	1,905	2,260	2,141	2,322	8%	1,912	21%	3,897	4,463	15%
经纪业务	780	746	1,124	1,118	-1%	874	28%	1,860	2,243	21%
投行业务	448	693	248	356	44%	400	-11%	808	604	-25%
资管业务	663	783	712	769	8%	613	25%	1,179	1,481	26%
净利息收入*	687	571	503	379	-25%	612	-38%	1,310	881	-33%
自营收益*	1,354	782	2,204	1,614	-27%	675	139%	1,562	3,818	144%
营业收入	4,225	3,440	6,054	4,508	-26%	3,698	22%	7,959	10,562	33%
营业支出	(2,275)	(2,156)	(2,399)	(2,600)	8%	(1,966)	32%	(3,876)	(4,999)	29%
拨备前利润	1,950	1,283	3,655	1,908	-48%	1,731	10%	4,083	5,563	36%
减值拨备	(167)	(372)	(3)	(141)	3964%	(115)	23%	(63)	(145)	131%
税前利润	1,784	645	3,652	1,766	-52%	1,617	9%	4,020	5,418	35%
所得税	(397)	631	(847)	(471)	-44%	(331)	42%	(814)	(1,318)	62%
净利润	1,321	553	2,780	1,277	-54%	1,256	2%	3,159	4,057	28%
资产负债表	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	FY18	1H19	HoH
融出资金	46,865	46,189	57,934	56,931	-2%	52,138	9%	46,189	56,931	23%
金融投资	146,293	148,975	178,000	233,295	31%	148,122	58%	148,975	233,295	57%
买入返售金融资产	48,458	43,557	43,535	26,712	-39%	56,528	-53%	43,557	26,712	-39%
代理买卖证券款	60,417	59,492	90,210	83,209	-8%	67,940	22%	59,492	83,209	40%
股东权益	106,244	103,394	106,626	116,824	10%	90,172	30%	103,394	116,824	13%
比率	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
平均净资产回报率	5.4%	2.1%	10.6%	4.6%	-6.0ppt	5.6%	-1.0ppt	7.1%	7.4%	0.3ppt
平均总资产回报率	1.4%	0.6%	2.7%	1.1%	-1.6ppt	1.3%	-0.2ppt	1.6%	1.9%	0.3ppt
杠杆倍数	3.3x	3.0x	3.2x	3.5x	0.3x	3.7x	-0.2x	3.6x	3.3x	-0.3x
投资收益率	3.7%	2.1%	5.4%	3.1%	-2.3ppt	1.8%	1.3ppt	2.3%	4.0%	1.7ppt
成本收入比	53%	62%	39%	57%	18ppt	52%	5ppt	48%	48%	0ppt

资料来源: 公司、招银国际证券

*: 由于会计准则变更且未经重述, 2Q19 的净利息收入及自营收益与 2Q18 及 1Q19 均不可比。

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经纪业务净收入	4,210	3,392	4,791	5,575	6,401
投行业务净收入	2,039	1,420	2,218	2,503	2,817
资管业务净收入	2,306	2,374	2,542	2,829	3,187
净利息收入	3,600	2,368	2,222	2,601	2,677
自营收益	8,028	3,564	4,908	5,670	6,454
其他	1,564	2,416	2,757	3,324	3,799
营业收入	21,746	15,534	19,438	22,501	25,335
营业支出	(9,902)	(7,440)	(9,008)	(10,433)	(11,620)
拨备前利润	11,844	8,095	10,430	12,068	13,716
减值拨备	(259)	(619)	(292)	(254)	(218)
所得税前利润	11,585	7,475	10,138	11,815	13,498
所得税费用	(2,177)	(1,440)	(1,920)	(2,239)	(2,557)
少数股东权益	(131)	(100)	(121)	(146)	(165)
净利润	9,277	5,936	8,098	9,430	10,776

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
客户存款	49,872	42,956	47,302	53,341	59,211
结算备付金	16,579	17,451	20,813	22,225	25,744
融出资金	59,991	46,793	52,876	56,049	59,412
买入返售金融资产	61,805	47,590	51,397	54,738	58,296
金融投资	129,134	148,504	167,809	186,268	204,895
其他资产	64,101	76,815	62,680	63,206	60,290
总资产	381,483	380,109	402,878	435,828	467,848
代理买卖证券款	67,336	57,131	61,493	69,343	76,975
短期负债及借款	58,608	72,524	82,116	92,981	101,753
长期负债及借款	77,198	61,759	62,994	66,773	70,780
其他负债	89,751	82,769	83,787	86,973	90,340
总负债	292,893	274,183	290,390	316,071	339,847
股东总权益	87,336	104,585	111,013	118,135	126,216
其中: 永续债	0	0	0	0	0
少数股东权益	1,254	1,341	1,475	1,623	1,785

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入结构					
经纪业务净收入	19%	22%	25%	25%	25%
投行业务净收入	9%	9%	11%	11%	11%
资管业务净收入	11%	15%	13%	13%	13%
净利息收入	17%	15%	11%	12%	11%
自营收益	37%	23%	25%	25%	25%
其他	7%	16%	14%	15%	15%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
经纪业务净收入	-22%	-19%	41%	16%	15%
投行业务净收入	-3%	-30%	56%	13%	13%
资管业务净收入	122%	3%	7%	11%	13%
净利息收入	3%	-34%	-6%	17%	3%
自营净收益	102%	-56%	38%	16%	14%
营业收入	28%	-29%	25%	16%	13%
拨备前利润	38%	-32%	29%	16%	14%
净利润	48%	-36%	36%	16%	14%
总资产	-5%	0%	6%	8%	7%
经营效率					
成本收入比	45%	47%	45%	45%	45%
杠杆水平					
财务杠杆 (倍)	3.6	3.1	3.0	3.1	3.1
金融投资/股东权益	148%	142%	151%	158%	162%
盈利能力					
平均权益回报率	10.8%	6.2%	7.5%	8.2%	8.8%
平均资产回报率	2.4%	1.6%	2.1%	2.2%	2.4%
每股数据					
每股净利润 (元人民币)	1.30	0.78	0.98	1.14	1.31
每股股息 (元人民币)	0.00	0.52	0.29	0.34	0.39
每股账面值 (元人民币)	12.19	12.67	13.45	14.32	15.30

资料来源: 公司、招银国际证券预测

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有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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融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风险。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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

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。