

華泰證券 (6886 HK, HK\$17.68, 目標價: HK\$21.6, 買入) — 公司在二級市場具有領先的地位

- ❖ **華泰證券在二級市場上佔有領先的地位。**2015 上半年，公司在 A 股二級市場的市場佔有率為 8.3%，交易量也排名第一。我們預測 2015 下半年公司在二級市場的市占率將輕微下滑至 8.0%。公司除了在二級市場佔有領先地位，同時也在中國的企業並購市場裡表現突出。2015 上半年，按參與專案數量以及專案交易總金額計算，公司作為財務顧問分別排名第一和第二。我們認為 A 股市場近期交易量的下滑將對公司備金收入和利息收入帶來一定的負面影響，但是 A 股整體估值的下滑卻是有利於公司具有高增長潛力的並購業務。
- ❖ **經紀及財富管理業務在 2015 下半年仍然是收入增長的重要引擎。**我們認為公司未來仍然可以保持在二級市場上的領先地位以及 0.4% 的平均交易備金率。相比 2015 上半年 3.6 倍的收入增長，我們預測公司 2015 全年經紀及財富管理業務的收入增長將下降至 1.2 倍到人民幣 229 億元，占公司總收入的 76%。除此而外，由於 A 股 IPO 審核的放緩，我們預測公司投資銀行業務收入在 2015 年將按年下降 36.9% 到人民幣 9 億元，占公司總收入的 3%。
- ❖ **2015 下半年公司業務表現將有所放緩。**公司連續三個月錄得收入以及淨利潤增長的按月下降。2015 年 7 月至 9 月，公司收入分別按月下降 38.4%、47.6% 和 43.9%，同時，淨利潤則分別按月下降 50.0%、49.1% 和 41.0%。這主要是由於下半年 A 股市場不景氣同時 IPO 也暫停所導致的。我們預測公司 2015 全年總收入和淨利潤將分別按年增長 88.5% 和 122.2% 至人民幣 301 億元和人民幣 99.6 億元。我們不認為 2015 下半年 A 股市場將有明顯的好轉，公司全年收入和利潤的增長也主要是由於上半年突出的表現所帶動。2015 上半年，公司的費用率為 59.4%，按年下降 6.9 個百分點。我們預測 2015 公司全年的費用率為 58.2%，這主要是公司人工成本壓力有所減小。
- ❖ **目標價港幣 21.6 元。**我們 2015-17 年的淨利潤預測分別為人民幣 99.6 億、人民幣 127 億及人民幣 198 億。公司現時的股價分別相當於 2015 年和 2016 年預測市賬率的 1.1 倍和 1.0 倍。我們的目標價為港幣 21.6 元，相當於 2016 財年預測市淨率的 1.2x，同時也是同業公司 2016 財年的平均預測市淨率。**首次覆蓋給與買入評級。**

華泰證券(6886 HK)

評級	買入
收市價	HK\$17.68
目標價	HK\$21.6
市值(港幣百萬)	153,677
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	147.97
52 周高/低(港幣)	26.8/11.8
發行股數(百萬)	5,600
主要股東(港股) 全國社保基金	(9.24%)

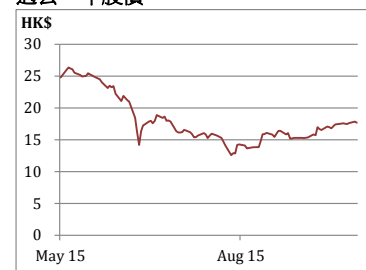
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	16.7%	7.0%
3 月	10.7%	17.3%
6 月	N/A	N/A

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬人民幣)	9,000	15,978	30,114	42,031	60,641
淨利潤(百萬人民幣)	2,220	4,486	9,969	12,736	19,806
每股收益(人民幣)	0.40	0.80	1.39	1.78	2.77
每股收益變動(%)	37.19	102.11	73.73	27.75	55.52
市盈率(x)	36.0	17.8	10.3	8.0	5.2
市帳率(x)	2.2	1.9	1.1	1.0	0.8
股息率(%)	1.0	1.0	2.7	2.4	3.9
權益收益率(%)	6.3	11.6	14.7	12.8	17.6
淨財務杠杆率(%)	5.2	28.5	Net cash	Net cash	Net cash

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	8,924	15,657	29,484	41,306	59,846
佣金及手續費收入	5,627	8,127	19,682	27,532	39,764
利息收入	2,516	4,851	9,064	12,177	17,471
投資淨額收益	781	2,679	738	1,597	2,611
其他收入及收益	76	322	630	725	795
收入及其他收益總額	9,000	15,978	30,114	42,031	60,641
折舊及攤銷	(338)	(312)	(330)	(345)	(381)
僱員成本	(2,348)	(3,875)	(6,023)	(10,087)	(13,947)
佣金及手續費支出	(981)	(1,650)	(4,136)	(5,539)	(7,849)
利息支出	(1,013)	(2,466)	(4,325)	(5,705)	(6,921)
減值損失	24	(18)	(15)	30	35
營業稅及附加費	(429)	(660)	(1,144)	(1,303)	(1,940)
其他營業支出	(1,186)	(1,367)	(1,550)	(2,942)	(4,366)
支出總額	(5,094)	(6,272)	(10,349)	(17,524)	(25,892)
所占聯營企業和合營企業的業績	209	219	285	460	550
所得稅前利潤	2,948	5,915	13,051	16,689	25,905
所得稅費用	(671)	(1,375)	(3,002)	(3,839)	(5,958)
年度利潤	2,277	4,540	10,049	12,851	19,947
少數股東權益	(57)	(54)	(80)	(115)	(141)
淨利潤	2,220	4,486	9,969	12,736	19,806

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
融資客戶墊款	19,852	64,637	52,000	56,300	58,000
應收賬款	98	363	1,250	1,890	2,120
其他應收款項及預付款項	1,138	2,057	3,300	4,000	4,120
可供出售金融資產	5,318	4,307	4,200	4,950	5,300
買入返售金融資產	5,720	18,310	23,000	25,530	29,000
以公允價值計量的金融資產	24,341	56,000	95,000	100,000	100,100
衍生金融資產	0	21	350	410	435
現金及公司銀行結餘	17,180	36,002	354,753	236,511	267,325
結算備付金	639	544	5,000	6,800	7,589
代經紀客戶持有現金	29,130	71,536	125,000	148,000	159,680
其他	0	0	25	10	43
總流動資產	103,417	253,777	663,878	584,401	633,712
物業及設備	2,299	3,304	3,715	3,900	4,100
投資物業	625	674	740	745	750
商譽	51	51	51	51	51
其他無形資產	382	401	402	405	409
聯營公司權益	1,631	1,874	2,250	2,589	2,995
可供出售金融資產	3,367	4,969	7,900	8,100	8,350
買入返售金融資產	368	2,400	3,105	3,750	4,125
存出保證金	3,530	4,483	6,895	7,152	7,400
遞延稅項資產	374	179	225	290	325
其他	170	114	150	181	204
總非流動資產	12,797	18,450	25,433	27,163	28,709
總資產	116,214	272,226	689,312	611,564	662,421
短期債務工具	8,000	24,787	25,310	29,000	32,500
拆入資金	1,085	1,500	3,800	4,000	4,250
應付經紀業務客戶賬款	30,843	70,228	196,020	203,589	220,000
應付薪酬	774	1,741	4,250	4,689	5,000
其他應付款項	18,030	56,802	93,049	84,518	82,855
稅項負債	341	359	1,879	2,100	2,389
賣出回購金融資產款	9,869	44,668	55,000	55,318	60,058
衍生金融負債	3	731	1,900	2,300	2,458
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	0	9	17,836	15,000	16,532
其他	0	0	2,386	0	0
總流動負債	68,945	200,825	401,430	400,514	426,042
長期債券	9,980	21,345	72,589	89,350	99,856
長期銀行借款	0	139	420	490	513
長期應付薪酬	319	705	400	386	350
遞延所得稅負債	169	601	1,100	1,235	1,550
賣出回購金融資產	0	5,000	115,000	11,500	9,850
其他	0	1,666	3,500	2,850	3,000
總非流動負債	10,468	29,456	193,009	105,811	115,119
總負債	79,413	230,282	594,439	506,325	541,161
股東總權益	36,174	41,299	94,163	104,508	120,505
少數股東權益	627	646	710	731	755
總權益	36,801	41,944	94,873	105,239	121,260

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）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
經營活動					
稅前利潤	2,948	5,915	13,051	16,689	25,905
折舊及分攤	338	312	330	345	381
營運資本變動	(18,518)	(15,445)	228,662	(155,207)	(8,446)
1. 融資客戶墊款變動	(13,451)	(44,790)	12,637	(4,300)	(1,700)
2. 應收賬款及其他應收款項變動	(504)	(1,194)	(2,130)	(1,340)	(350)
3. 代客持有現金變動	4,180	(42,406)	(53,464)	(23,000)	(11,680)
4. 應付賬款變動	(3,655)	39,386	125,792	7,569	16,411
5. 其他應付款項變動	9,494	37,489	36,247	(8,531)	(1,664)
6. 其他	(14,581)	(3,929)	109,581	(125,606)	(9,464)
稅務開支	(648)	(1,195)	(2,800)	(3,500)	(5,630)
其他	684	(761)	3,020	3,440	3,687
經營活動所得現金淨額	(15,196)	(11,173)	242,263	(138,232)	15,898
投資活動					
資本開支	(536)	(658)	(700)	(986)	(1,015)
投資變動	(297)	(100)	(3,199)	(1,289)	(1,006)
其他	2,742	3,082	3,046	3,810	4,154
投資活動所得現金淨額	1,908	2,325	(853)	1,535	2,133
融資活動					
股票發行	0	0	30,588	0	0
銀行貸款，債務工具以及債券變動	18,000	28,284	52,048	20,521	14,029
股息	(924)	(850)	(2,800)	(2,506)	(3,950)
其他	3	(974)	(2,825)	(3,405)	(3,671)
融資活動所得現金淨額	17,080	26,460	77,011	14,610	6,408
現金增加淨額	3,792	17,611	318,420	(122,087)	24,439
年初現金及現金等价物	10,503	14,273	31,884	350,302	228,239
外匯差額	(22)	(0)	(2)	25	15
年末現金及現金等价物	14,273.1	31883.88	350,301.8	228,239.1	252,693.1

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）	2,013	2,014	2015E	2016E	2017E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	62.5%	50.9%	65.4%	65.5%	65.6%
利息收入	28.0%	30.4%	30.1%	29.0%	28.8%
投資淨額收益	8.7%	16.8%	2.5%	3.8%	4.3%
其他收入及收益	0.8%	2.0%	2.1%	1.7%	1.3%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	29.7%	75.4%	88.3%	40.1%	44.9%
收入及其他收益增長	28.4%	77.5%	88.5%	39.6%	44.3%
經營利潤增長	42.3%	106.3%	123.6%	28.2%	56.6%
淨利潤增長	37.2%	102.1%	122.2%	27.8%	55.5%
資產負債比率					
流動比率 (x)	150.0%	126.4%	165.4%	145.9%	148.7%
總負債 / 權益比率	52.7%	115.7%	108.4%	117.5%	113.8%
淨負債 / 權益比率	5.2%	28.5%	Net cash	Net cash	Net cash
回報率					
資本回報率	6.3%	11.6%	14.7%	12.8%	17.6%
資產回報率	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	3.1%
每股數據					
每股利潤（人民幣）	0.40	0.80	1.39	1.78	2.77
每股股息（人民幣）	0.15	0.15	0.39	0.35	0.55
每股賬面值（人民幣）	6.46	7.37	13.15	14.59	16.82

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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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士。