

华泰证券 (6886 HK, HK\$18.50, 目标价: HK\$20.4, 持有) — 通过收购 AssetMark 逐步优化客户资产

❖ 华泰证券在二级市场上连续两年排名第一。公司 2014 和 2015 在二级市场股票基金的交易总额均排名第一。2015 年, 公司录得股票基金总成交金额达到人民币 45 万亿元, 市场占有率 8.3% 且平均佣金率万分之 2.6。截止 2015 年底, 公司港股通累计成交金额也达到人民币 470 亿元, 市场占有率为 7.3%。我们预计公司 2016 年在二级市场的领先地位仍然可以保持且市场占有率轻微提升至 8.9%。由于市场竞争激烈, 我们预测公司 2016 年的平均佣金率将按年下降 20.0% 至万分之 2.08。

❖ 通过收购 AssetMark 让客户资产逐步得到优化。公司及全资子公司 Huatai International Finance 与 AqGen Liberty 签订了一份股份购买协议, 以总代价 7.8 亿美元 (不包括收购完成时的调整项) 向 AqGen Liberty 收购 AssetMark 的目标股份。收购预计在 2016 年的下半年完成。AssetMark 成立于 1996 年, 总部位于美国加利福尼亚州康科德市, 是一家独立的全方位服务统包资产管理项目平台, 为美国的财务顾问企业提供投资和咨询方面的解决方案。AssetMark 主要提供的服务, 包括获得资产管理产品、第三方和自有托管服务和投资策略师产品。除此而外, AssetMark 还为投资顾问提供一篮子的支持服务, 包括标书的制作, 开设账户, 风险评估, 拥有账户管理系统以及财务报表管理系统。截至 2016 年 1 季度, AssetMark 平台上的管理资产总额约为 285 亿美元。通过这次收购, 我们认为公司资管业务网上平台的运营效率以及海外资产的配置能力都将得到提高。同时, 公司拥有超过 900 万的客户基础以及人民币 1.25 万亿的资产托管规模, 通过这次收购, 我们认为客户的忠诚度会得以提高, 同时客户托管的资产也将得到优化。

❖ 目标价港币 20.4 元。我们 2016-18 年的净利润预测分别为人民币 115 亿、人民币 164 亿及人民币 199 亿。净利润的上升主要归功于公司营运成本的良好管控。我们预测公司 2016 年的成本收入比将按年下降 9.6 个百分点至 55.3%。公司现时的股价分别相当于 2016 年和 2017 年预测市账率的 1.3 倍和 1.1 倍。我们的目标价为港币 20.4 元, 相当于 2016 财年预测市净率的 1.4x, 同时也是同业公司 2016 财年的平均预测市净率。评级从买入下调至持有。

华泰证券(6886 HK)

评级	持有
收市价	HK\$18.50
目标价	HK\$20.4
市值 (港币百万)	149,689
过去 3 月平均交易 (港币百万)	125.88
52 周高/低 (港币)	26.8/11.8
发行股数 (百万)	7,162
主要股东 (港股) 全国社保基金 (9.24%)	
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	18.1%	13.6%
3 月	33.9%	22.6%
6 月	6.2%	14.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	15,978	39,416	33,157	44,373	52,854
净利润 (百万人民币)	4,486	10,697	11,520	16,444	19,933
每股收益 (人民币)	0.80	1.65	1.61	2.30	2.78
每股收益变动 (%)	102.11	105.37	(2.25)	42.75	21.22
市盈率 (x)	19.4	9.4	9.7	6.8	5.6
市账率 (x)	2.1	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	3.2	3.2	3.2	4.4	5.4
权益收益率 (%)	11.6	17.5	13.7	17.5	18.4
净财务杠杆率 (%)	28.5	46.8	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	15,657	38,851	32,547	43,673	52,069
佣金及手续费收入	8,127	20,200	13,832	19,300	23,126
利息收入	4,851	11,894	10,624	14,221	17,065
投资净额收益	2,679	6,757	8,091	10,152	11,879
其他收入及收益	322	564	610	700	785
收入及其他收益总额	15,978	39,416	33,157	44,373	52,854
佣金及手续费支出	(1,650)	(5,676)	(2,369)	(3,241)	(3,709)
利息支出	(2,466)	(7,812)	(4,331)	(4,730)	(5,276)
雇员成本	(3,875)	(8,141)	(7,958)	(10,206)	(12,156)
折旧及摊销	(312)	(333)	(345)	(367)	(380)
营业税及附加费	(660)	(1,723)	(1,028)	(1,420)	(1,850)
其他营业支出	(1,367)	(1,815)	(2,321)	(3,195)	(3,753)
减值损失	(18)	(73)	10	(13)	10
支出总额	(10,349)	(25,572)	(18,342)	(23,171)	(27,113)
经营利润	5,630	13,843	14,816	21,202	25,740
所占联营企业和合营企业的业绩	285	420	513	635	710
所得税前利润	5,915	14,263	15,329	21,837	26,450
所得税费用	(1,375)	(3,466)	(3,679)	(5,241)	(6,348)
年度利润	4,540	10,798	11,650	16,596	20,102
少数股东权益	(54)	(101)	(130)	(152)	(169)
净利润	4,486	10,697	11,520	16,444	19,933

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融资客户垫款	64,637	67,432	30,000	36,985	41,520
应收账款	363	622	815	920	1,000
其他应收款项及预付款项	2,057	3,896	4,000	4,120	4,230
可供出售金融资产	4,307	12,494	9,000	10,100	10,569
买入返售金融资产	18,310	21,791	19,850	21,560	22,359
以公允价值计量的金融资产	56,000	130,038	125,780	131,568	135,600
衍生金融资产	21	335	410	435	510
结算备付金	544	2,552	3,560	4,150	5,230
代经纪客户持有现金	71,536	131,945	148,000	156,890	161,589
现金及公司银行结余	36,002	36,707	109,204	106,521	136,444
其他	0	0	10	43	26
总流动资产	253,777	407,811	450,629	473,292	519,077
物业及设备	3,304	3,379	3,900	4,100	4,210
投资物业	674	1,302	1,302	1,305	1,305
商誉	51	51	62	62	62
其他无形资产	401	425	460	466	475
联营公司权益	1,874	2,674	2,850	2,995	3,100
可供出售金融资产	4,969	25,624	26,135	28,539	21,616
买入返售金融资产	2,400	3,843	3,750	3,852	4,159
以公允价值计量的金融资产	0	1,200	1,310	1,300	1,210
存出保证金	0	1,200	1,310	1,300	7,560
延迟税项资产	4,483	6,009	7,152	7,400	396
其他	179	213	290	325	150
总非流动资产	18,450	44,804	47,392	50,548	44,243
总资产	272,226	452,615	498,021	523,840	563,320
短期银行借款	0	688	589	685	710
短期债务工具	24,787	1,053	1,235	1,560	1,315
拆入资金	1,500	3,000	2,580	3,150	3,588
应付经纪业务客户账款	70,228	128,367	159,635	168,950	195,690
应付薪酬	1,741	2,808	3,900	4,859	5,310
其他应付款项	56,802	99,320	100,315	99,856	97,230
税相负债	359	2,193	2,259	2,389	2,569
卖出回购金融资产款	44,668	22,392	30,125	33,156	28,950
衍生金融负债	731	2,460	2,300	2,458	2,689
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	9	14,480	15,000	15,896	16,135
一年内到期银行借款以及债券	0	3,123	0	0	0
其他	0	0	0	830	0
总流动负债	200,825	279,885	317,938	333,789	354,186
长期债券	21,345	69,374	72,589	73,256	75,658
长期银行借款	139	360	425	490	526
长期应付薪酬	705	3,367	3,150	3,358	3,456
延迟所得税负债	601	352	400	523	650
卖出回购金融资产	5,000	10,800	11,500	9,850	10,430
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	0	6,948	3,589	1,536	1,695
其他	1,666	0	0	0	0
总非流动负债	29,456	91,201	91,653	89,013	92,415
总负债	230,282	371,086	409,591	422,802	446,601
股东总权益	41,299	80,785	87,699	100,283	115,929
少数股东权益	646	744	731	755	789
总权益	41,944	81,529	88,430	101,038	116,718

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前利润	5,915	14,263	15,329	21,837	26,450
折旧及分摊	312	333	345	367	380
营运资本变动	(15,445)	(61,150)	62,492	(19,101)	1,451
1. 融资客户垫款变动	(44,790)	(2,855)	37,432	(6,985)	(4,535)
2. 应收账款及其他应收款项变动	(1,194)	(2,042)	(297)	(225)	(190)
3. 代客持有现金变动	(42,406)	(60,408)	(16,055)	(8,890)	(4,699)
4. 应付账款变动	39,386	58,139	31,268	9,315	26,740
5. 其他应付款项变动	37,489	39,399	995	(459)	(2,626)
6. 其他	(3,929)	(93,383)	9,150	(11,857)	(13,239)
税务开支	(1,195)	(2,360)	(3,500)	(4,800)	(5,230)
其他	(761)	2,497	540	(318)	(1,257)
经营活动所得现金净额	(11,173)	(46,418)	75,205	(2,016)	21,794
投资活动					
资本开支	(658)	(837)	(986)	(1,015)	(958)
投资变动	(100)	(26,126)	(7,860)	(5,213)	5,258
其他	3,082	5,841	3,810	4,154	1,755
投资活动所得现金净额	2,325	(21,122)	(5,036)	(2,074)	6,055
融资活动					
股票发行	0	30,588	0	0	0
银行贷款，债务工具以及债券变动	28,284	28,800	3,363	1,153	2,218
股息	(850)	(2,800)	(3,581)	(3,571)	(4,933)
其他	(974)	(2,754)	(2,031)	(1,480)	(1,087)
融资活动所得现金净额	26,460	53,833	(2,250)	(3,898)	(3,802)
现金增加净额	17,611	(13,707)	67,919	(7,988)	24,047
年初现金及现金等价物	14,273	31,884	18,596	86,540	78,567
外汇差额	(0)	419	25	15	15
年末现金及现金等价物	31883.88	18,595.8	86,539.7	78,566.6	102,628

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	50.9%	51.2%	41.7%	43.5%	43.8%
利息收入	30.4%	30.2%	32.0%	32.0%	32.3%
投资净额收益	16.8%	17.1%	24.4%	22.9%	22.5%
其他收入及收益	2.0%	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	75.4%	148.1%	-16.2%	34.2%	19.2%
收入及其他收益增长	77.5%	146.7%	-15.9%	33.8%	19.1%
经营利润增长	106.3%	145.9%	7.0%	43.1%	21.4%
净利润增长	102.1%	138.4%	7.7%	42.7%	21.2%
资产负债比率					
流动比率 (x)	126.4%	145.7%	141.7%	141.8%	146.6%
总负债/ 权益比率	115.7%	92.2%	88.3%	78.9%	70.6%
净负债/ 权益比率	28.5%	46.8%	净现金	净现金	净现金
回报率					
资本回报率	11.6%	17.5%	13.7%	17.5%	18.4%
资产回报率	2.3%	3.0%	2.4%	3.2%	3.7%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.80	1.65	1.61	2.30	2.78
每股股息（人民币）	0.50	0.50	0.50	0.69	0.83
每股账面值（人民币）	7.37	11.28	12.24	14.00	16.18

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有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。