

## 华泰证券 (6886 HK)

### 投资收益带动 1Q18 业绩超预期增长

- ❖ **1Q18 纯利按年增长 43.1%**。2018 年第一季度华泰证券业绩表现抢眼，在市场波动、同业同期业绩普遍倒退情况下，公司纯利超预期增长至 19 亿元人民币，按年增幅 43.1%。中国会计准则下经营收入按年增长 13.3%，至 43 亿元人民币，在各板块收入较稳定的基础上，投资收益成为营收增长的主要拉动力。同时，经营成本的控制推动了纯利的提升。
- ❖ **市况波动下，投资表现依然稳健**。2018 年一季度公司投资收益的增长，主要得益于其投资的江苏银行会计处理的变更，令对联营企业和合营企业的投资收益按年增长 4 倍，至 5.8 亿元人民币。撇除该因素后，华泰证券首季总体投资收益达到 8.7 亿元人民币，按年微降 1.0%，在期内市场波动幅度较大的情况下，华泰显示出了稳健的投资能力。
- ❖ **经纪业务保持领先，平台优势凸显**。2018 年首季，华泰证券的证券经纪业务手续费净收入按年下跌 7.0%，不过，佣金率在我们测算下较去年全年小幅回升至万分之 2.2。我们认为佣金率再持续下跌的空间较为有限。一季度华泰的股票基金成交额市占率达到 7.71%，环比下降 0.23 个百分点，但仍较第二名高出 2.48 个百分点，领先优势稳固。此外，在两融业务上，公司自去年二季度后也持续坐稳行业排名第二，一季度末两融余额 567 亿元人民币，市占率 5.67%。华泰证券一直以来在财富管理业务上的优势得益于其较同业更具前瞻性的转型策略。2017 年，公司的移动端 APP “涨乐财富通” 平均月活用户超过 580 万，长期位列同业首位。公司完成收购之后的 AssetMark 2017 年在管理资产规模上也取得了理想的增长，年末 AUM 达到 424 亿美元，按年增长 31.5%，在美国市场的市占率为 9.5%，市场排名第三。华泰还将进一步推动财富管理业务的转型，包括强化投资顾问队伍建设，为客户提供更专业化的服务，以及加强对金融科技投入和应用。此外，未来我们期待国内与国外两个平台产生更多协同效应，令华泰证券在该业务领域的领先优势进一步夯实。
- ❖ **2018 年首季股权融资表现抢眼**。期内，华泰证券投行业务手续费及佣金净收入按年增长 4.2%，我们相信主要是由股权承销业务的强劲表现所带动。今年首季，华泰证券的 IPO 主承销金额及再融资主承销金额分别列行业第三及第一位。展望今年，公司后续仍有一定的项目储备，同时在政策推动和鼓励直接融资的大背景下，将有望保持良好的发展势头。
- ❖ **目标价 19.4 港元**。今年 3 月，证监会批准了华泰证券非公开发行不超过 11 亿股 A 股的方案，此前预计集资额不超过 255 亿元；尽管基于近期股价表现，融资额或将调整，但定增仍将增强公司的资本实力，并有望带来有协同效应的战略投资者。基于对主要市场假设的调整，我们将华泰证券 2018 年/2019 年纯利预测下调至 80 亿元人民币及 89 亿元人民币。华泰证券现时的股价相当于 2018 年预测市帐率 0.92 倍。我们给予公司的最新目标价相当于其 2018 年预测市帐率的 1.15 倍，同时也是可比同业 2018 年预测市帐率的平均水平加一个标准差，以体现华泰证券在财富管理业务上的领先地位。**维持买入评级**。

#### 财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A  | FY16A   | FY17A  | FY18E   | FY19E  |
|----------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元人民币)   | 39,416 | 24,632  | 31,323 | 30,582  | 33,208 |
| 净利润(百万元人民币)    | 10,697 | 6,271   | 9,277  | 8,037   | 8,934  |
| 每股收益(元人民币)     | 1.65   | 0.88    | 1.30   | 1.04    | 1.08   |
| 每股收益变动(%)      | 105.37 | (46.79) | 47.94  | (19.48) | 3.82   |
| 市盈率(x)         | 7.68   | 14.43   | 9.76   | 12.12   | 11.67  |
| 市帐率(x)         | 1.12   | 1.07    | 1.04   | 0.92    | 0.87   |
| 股息率(%)         | 3.96   | 3.96    | 0.00   | 2.89    | 3.00   |
| 权益收益率(%)       | 17.5   | 7.6     | 10.8   | 8.0     | 7.7    |
| 杠杆率(%)         | 3.9    | 3.6     | 3.6    | 3.1     | 3.1    |

资料来源：公司及招银国际研究部预测

#### 买入 (维持)

|         |           |
|---------|-----------|
| 目标价     | HK\$19.4  |
| (此前目标价) | HK\$18.8) |
| 潜在升幅    | +24.4%    |
| 当前股价    | HK\$15.60 |

#### 隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

#### 文千森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

中国证券业

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| 市值(百万港元)           | 154,087     |
| 3 月平均流通量<br>(百万港元) | 113.11      |
| 52 周内股价高/低<br>(港元) | 19.48/14.04 |
| 总股本(百万)            | 7,162.8     |

资料来源：彭博

#### 股东结构 (H 股)

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 全国社会保障基金理事会     | 8.28% |
| BlackRock, Inc. | 6.48% |

资料来源：HKEx

#### 股价表现

|     | 绝对回报  | 相对回报   |
|-----|-------|--------|
| 1-月 | 3.9%  | 3.5%   |
| 3-月 | -7.6% | -0.7%  |
| 6-月 | -6.3% | -11.9% |

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

#### 审计师：毕马威

公司网站：[www.htsc.com.cn](http://www.htsc.com.cn)

**利润表**

| 年结：12月31日（百万元人民币） | 2015            | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>收入</b>         | <b>38,851</b>   | <b>24,264</b>   | <b>29,578</b>   | <b>28,801</b>   | <b>31,392</b>   |
| 佣金及手续费收入          | 20,200          | 11,410          | 12,926          | 13,627          | 14,841          |
| 利息收入              | 11,894          | 8,878           | 9,349           | 9,982           | 10,805          |
| 投资净额收益            | 6,757           | 3,976           | 7,302           | 5,192           | 5,745           |
| 其他收入及收益           | 564             | 368             | 1,746           | 1,781           | 1,816           |
| <b>收入及其他收益总额</b>  | <b>39,416</b>   | <b>24,632</b>   | <b>31,323</b>   | <b>30,582</b>   | <b>33,208</b>   |
| 佣金及手续费支出          | (5,676)         | (2,562)         | (4,244)         | (4,551)         | (5,046)         |
| 利息支出              | (7,812)         | (5,393)         | (5,749)         | (6,991)         | (7,311)         |
| 雇员成本              | (8,141)         | (5,648)         | (7,030)         | (6,728)         | (7,306)         |
| 折旧及摊销             | (333)           | (409)           | (566)           | (553)           | (612)           |
| 营业税及附加费           | (1,723)         | (451)           | (152)           | (153)           | (166)           |
| 其他营业支出            | (1,815)         | (2,066)         | (2,277)         | (2,232)         | (2,391)         |
| 减值损失              | (73)            | 37              | (259)           | 46              | 67              |
| <b>支出总额</b>       | <b>(25,572)</b> | <b>(16,492)</b> | <b>(20,279)</b> | <b>(21,163)</b> | <b>(22,765)</b> |
| <b>经营利润</b>       | <b>13,843</b>   | <b>8,139</b>    | <b>11,045</b>   | <b>9,419</b>    | <b>10,444</b>   |
| 所占联营企业和合营企业的业绩    | 420             | 454             | 540             | 635             | 725             |
| <b>所得税前利润</b>     | <b>14,263</b>   | <b>8,593</b>    | <b>11,585</b>   | <b>10,054</b>   | <b>11,169</b>   |
| 所得税费用             | (3,466)         | (2,074)         | (2,177)         | (1,860)         | (2,055)         |
| <b>年度利润</b>       | <b>10,798</b>   | <b>6,519</b>    | <b>9,408</b>    | <b>8,194</b>    | <b>9,114</b>    |
| 少数股东权益            | (101)           | (249)           | (131)           | (157)           | (180)           |
| <b>净利润</b>        | <b>10,697</b>   | <b>6,271</b>    | <b>9,277</b>    | <b>8,037</b>    | <b>8,934</b>    |

来源：公司及招银国际研究部预测

**资产负债表**

| 年结：12月31日（百万元人民币）      | 2015           | 2016           | 2017           | 2018E          | 2019E          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及公司银行结余              | 36,707         | 45,230         | 27,026         | 33,294         | 37,918         |
| 代经纪客户持有现金              | 131,945        | 94,569         | 65,304         | 67,263         | 70,626         |
| 结算备付金                  | 2,552          | 1,229          | 1,147          | 1,033          | 991            |
| 融资客户垫款                 | 67,432         | 56,605         | 59,991         | 68,346         | 71,072         |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 131,238        | 83,107         | 84,550         | 87,035         | 91,700         |
| 买入返售金融资产               | 25,635         | 46,331         | 61,805         | 73,353         | 79,725         |
| 可供出售金融资产               | 38,119         | 43,737         | 44,583         | 46,600         | 50,922         |
| 联营及合营企业权益              | 2,674          | 3,377          | 8,896          | 9,963          | 10,731         |
| 商誉                     | 51             | 2,091          | 1,972          | 2,011          | 2,071          |
| 递延所得税资产                | 213            | 556            | 473            | 425            | 447            |
| 其他                     | 16,051         | 24,618         | 25,735         | 29,121         | 32,536         |
| <b>总资产</b>             | <b>452,615</b> | <b>401,450</b> | <b>381,483</b> | <b>418,443</b> | <b>448,739</b> |
| 银行借款、债务工具及债券           | 74,598         | 77,929         | 103,854        | 100,921        | 104,377        |
| 拆入资金                   | 3,000          | 6,650          | 7,030          | 9,139          | 11,698         |
| 以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债  | 21,428         | 27,920         | 14,381         | 13,662         | 14,482         |
| 卖出回购金融资产款              | 33,192         | 19,463         | 24,922         | 25,031         | 25,055         |
| 应付经纪业务客户账款             | 128,367        | 92,729         | 67,336         | 69,736         | 73,223         |
| 延迟所得税负债                | 352            | 2,562          | 1,931          | 2,028          | 2,129          |
| 其他                     | 110,148        | 88,537         | 73,438         | 83,741         | 96,971         |
| <b>总负债</b>             | <b>371,086</b> | <b>315,790</b> | <b>292,893</b> | <b>304,258</b> | <b>327,935</b> |
| <b>股东总权益</b>           | <b>80,785</b>  | <b>84,357</b>  | <b>87,336</b>  | <b>112,863</b> | <b>119,351</b> |
| 少数股东权益                 | 744            | 1,303          | 1,254          | 1,322          | 1,453          |
| <b>总权益</b>             | <b>81,529</b>  | <b>85,660</b>  | <b>88,590</b>  | <b>114,185</b> | <b>120,804</b> |

来源：公司及招银国际研究部预测

**主要比率**

| 年结：12月31日          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入及其他收益总额占比</b> |               |               |               |               |               |
| 佣金及手续费收入           | 51.2%         | 46.3%         | 41.3%         | 44.6%         | 44.7%         |
| 利息收入               | 30.2%         | 36.0%         | 29.8%         | 32.6%         | 32.5%         |
| 投资净额收益             | 17.1%         | 16.1%         | 23.3%         | 17.0%         | 17.3%         |
| 其他收入及收益            | 1.4%          | 1.5%          | 5.6%          | 5.8%          | 5.5%          |
| <b>总额</b>          | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |
| <b>增长</b>          |               |               |               |               |               |
| 收入增长               | 148.1%        | -37.5%        | 21.9%         | -2.6%         | 9.0%          |
| 收入及其他收益增长          | 146.7%        | -37.5%        | 27.2%         | -2.4%         | 8.6%          |
| 经营利润增长             | 145.9%        | -41.2%        | 35.7%         | -14.7%        | 10.9%         |
| 净利润增长              | 138.4%        | -41.4%        | 47.9%         | -13.4%        | 11.2%         |
| <b>资产负债比率</b>      |               |               |               |               |               |
| 流动比率 (x)           | 122.0%        | 127.1%        | 130.2%        | 137.5%        | 136.8%        |
| 总负债/ 权益比率          | 137.1%        | 123.3%        | 155.5%        | 119.7%        | 118.2%        |
| 净负债/ 权益比率          | 117.3%        | 94.2%         | 126.0%        | 93.9%         | 91.0%         |
| <b>回报率</b>         |               |               |               |               |               |
| 资本回报率              | 17.52%        | 7.59%         | 10.81%        | 8.03%         | 7.69%         |
| 资产回报率              | 2.95%         | 1.47%         | 2.37%         | 2.01%         | 2.06%         |
| <b>每股数据</b>        |               |               |               |               |               |
| 每股利润 (元人民币)        | 1.65          | 0.88          | 1.30          | 1.04          | 1.08          |
| 每股股息 (元人民币)        | 0.50          | 0.50          | 0.00          | 0.36          | 0.38          |
| 每股账面值 (元人民币)       | 11.28         | 11.78         | 12.19         | 13.68         | 14.46         |

来源：公司及招银国际研究部预测

## 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。

### 招银证券投资评级

|            |                                |
|------------|--------------------------------|
| <b>买入</b>  | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%       |
| <b>持有</b>  | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| <b>卖出</b>  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%       |
| <b>未评级</b> | : 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商投资者

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。