

## 華泰證券 (6886 HK, HK\$16.98, 目標價: HK\$18.9, 持有) — 傳統經紀業務轉型

- ❖ **淨利大幅下跌, 但對股價影響甚微。**2016年上半年, 華泰證券(下稱“公司”)收入及其他收益總額按年下跌45.6%, 至人民幣115.8億元; 淨利潤按年下跌57.4%, 至人民幣28.4億元。今年上半年中國股市持續疲弱, 但我們認為, 公司淨利大幅下滑主要由於去年同期基數較高, 並不應對此過度悲觀。同時, 我們認為純利下跌符合市場預期, 公司股價不會受業績表現影響而產生較大波動。
- ❖ **傳統經紀業務持續轉型。**儘管A股市場氣氛低迷, 行業競爭加劇, 但公司以股票基金交易量計仍佔據行業排名首位, 市場佔有率較2015年全年水準提升0.2個百分點至8.5%。傳統經紀業務仍為公司的支柱業務, 2016上半年占其收入及其他收益總額的69.4%。華泰證券正在由以佣金收入為主導的傳統經紀商, 向資產管理服務提供者進行轉型, 以應對佣金率下行的必然趨勢。憑藉公司擁有的逾980萬零售客戶基礎, 對AssetMark的收購將助力華泰轉型成為以服務零售及高淨值客戶為主的綜合服務提供者。
- ❖ **漸趨均衡的收入結構。**2016上半年, 受市場低迷影響, 經紀及財富管理業務收入按年下跌48.6%至人民幣80.5億元; 投資及交易業務收入按年下跌71.7%至人民幣8.4億元。兩項業務占收入及其他收益總額比例分別為69.4%及7.3%, 按年下降3.1及4.1個百分點。與此同時, 投資銀行業務及資產管理業務收入則分別按年增長37.7%及49.0%, 達到人民幣10.3億及14.3億元, 占收入及其他收益總額比例達到8.9%及12.3%, 按年分別上升4.1及6.0個百分點。除優化客戶資產外, 公司預計AssetMark可為其客戶提供一個平台, 對客戶的資產管理的需求及風險偏好等進行識別和匹配, 並滿足客戶的海外資產配置需要。公司表示, 在收購完成後, 雙方將推進技術、經營理念及產品方面的協調與融合。收購預期將在今年年底前完成。
- ❖ **目標價港幣18.9元。**我們將2016-18年的淨利潤預測分別下調36.7%、47.1%及50.6%, 至人民幣72.9億、人民幣87.0億及人民幣98.6億。公司現時的股價分別相當於2016年和2017年預測市賬率的1.3倍和1.2倍。我們基於2017財年同業平均預測市賬率約1.4倍, 給予其港幣18.9元的目標價。維持「持有」評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬人民幣)	15,978	39,416	24,120	27,386	30,680
淨利潤(百萬人民幣)	4,486	10,697	7,294	8,696	9,855
每股收益(人民幣)	0.80	1.65	1.02	1.21	1.38
每股收益變動(%)	102.11	105.37	(38.11)	19.23	13.33
市盈率(x)	18.2	8.9	14.3	12.0	10.6
市賬率(x)	2.0	1.3	1.3	1.2	1.1
股息率(%)	3.4	3.4	2.2	2.5	2.8
權益收益率(%)	11.6	17.5	8.9	10.0	10.6
淨財務杠杆率(%)	28.5	46.8	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

### 華泰證券(6886 HK)

評級	持有
收市價	HK\$16.98
目標價	HK\$18.9
市值(港幣百萬)	158,645
過去3月平均交易(港幣百萬)	105.20
52周高/低(港幣)	20.9/12.0
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	3.1%	-1.2%
3月	14.6%	-1.0%
6月	11.6%	-6.2%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

**利潤表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入</b>	<b>15,657</b>	<b>38,851</b>	<b>23,510</b>	<b>26,686</b>	<b>29,895</b>
佣金及手续费收入	8,127	20,200	12,003	13,838	15,689
利息收入	4,851	11,894	7,488	8,169	8,987
投资净额收益	2,679	6,757	4,019	4,679	5,220
其他收入及收益	322	564	610	700	785
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>15,978</b>	<b>39,416</b>	<b>24,120</b>	<b>27,386</b>	<b>30,680</b>
佣金及手续费支出	(1,650)	(5,676)	(1,974)	(2,122)	(2,246)
利息支出	(2,466)	(7,812)	(4,331)	(4,730)	(5,276)
雇员成本	(3,875)	(8,141)	(5,789)	(6,299)	(7,056)
折旧及摊销	(312)	(333)	(345)	(367)	(380)
营业税及附加费	(660)	(1,723)	(748)	(876)	(1,074)
其他营业支出	(1,367)	(1,815)	(1,688)	(1,972)	(2,178)
减值损失	(18)	(73)	10	(13)	10
<b>支出总额</b>	<b>(10,349)</b>	<b>(25,572)</b>	<b>(14,865)</b>	<b>(16,379)</b>	<b>(18,201)</b>
<b>经营利润</b>	<b>5,630</b>	<b>13,843</b>	<b>9,255</b>	<b>11,007</b>	<b>12,480</b>
所占联营企业和合营企业的业绩	285	420	513	635	710
<b>所得税前利润</b>	<b>5,915</b>	<b>14,263</b>	<b>9,768</b>	<b>11,642</b>	<b>13,190</b>
所得税费用	(1,375)	(3,466)	(2,344)	(2,794)	(3,165)
<b>年度利润</b>	<b>4,540</b>	<b>10,798</b>	<b>7,424</b>	<b>8,848</b>	<b>10,024</b>
少数股东权益	(54)	(101)	(130)	(152)	(169)
<b>净利润</b>	<b>4,486</b>	<b>10,697</b>	<b>7,294</b>	<b>8,696</b>	<b>9,855</b>

来源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>融资客户垫款</b>	<b>64,637</b>	<b>67,432</b>	<b>50,455</b>	<b>53,698</b>	<b>55,896</b>
应收账款	363	622	1,152	1,257	1,359
其他应收款项及预付款项	2,057	3,896	4,570	5,106	5,234
可供出售金融资产	4,307	12,494	12,483	12,896	13,157
买入返售金融资产	18,310	21,791	22,570	23,570	24,317
以公允价值计量的金融资产	56,000	130,038	93,926	100,235	100,996
衍生金融资产	21	335	410	435	510
结算备付金	544	2,552	1,568	1,859	2,015
代经纪客户持有现金	71,536	131,945	112,623	118,956	121,568
现金及公司银行结余	36,002	36,707	118,445	126,596	73,668
其他	0	0	10	43	4,829
<b>总流动资产</b>	<b>253,777</b>	<b>407,811</b>	<b>418,211</b>	<b>444,650</b>	<b>403,548</b>
物业及设备	3,304	3,379	3,511	3,817	4,006
投资物业	674	1,302	1,222	1,186	1,073
商誉	51	51	51	51	51
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	24,135	28,539	27,459
买入返售金融资产	2,400	3,843	3,016	3,159	3,346
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	8,360
延迟税项资产	4,483	6,009	7,457	8,153	396
其他	179	213	290	325	150
<b>总非流动资产</b>	<b>18,450</b>	<b>44,804</b>	<b>44,482</b>	<b>50,194</b>	<b>49,624</b>
<b>总资产</b>	<b>272,226</b>	<b>452,615</b>	<b>462,694</b>	<b>494,844</b>	<b>453,172</b>
短期银行借款	0	688	761	796	824
短期债务工具	24,787	1,053	648	988	1,015
拆入资金	1,500	3,000	1,658	1,958	2,130
应付经纪业务客户账款	70,228	128,367	114,523	125,869	131,256
应付薪酬	1,741	2,808	2,100	2,200	2,316
其他应付款项	56,802	99,320	100,315	99,856	98,230
税相负债	359	2,193	541	689	915
卖出回购金融资产款	44,668	22,392	21,548	23,561	22,159
衍生金融负债	731	2,460	758	835	1,056
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	15,165
一年内到期银行借款以及债券	0	3,123	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>总流动负债</b>	<b>200,825</b>	<b>279,885</b>	<b>257,852</b>	<b>272,648</b>	<b>275,066</b>
长期债券	21,345	69,374	27,895	26,092	28,074
长期银行借款	139	360	425	490	526
长期应付薪酬	705	3,367	3,785	3,815	3,930
延迟所得税负债	601	352	400	523	650
卖出回购金融资产	5,000	10,800	81,500	95,156	43,262
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	0	6,948	6,631	5,746	4,215
其他	1,666	0	0	0	0
<b>总非流动负债</b>	<b>29,456</b>	<b>91,201</b>	<b>120,636</b>	<b>131,822</b>	<b>80,657</b>
<b>总负债</b>	<b>230,282</b>	<b>371,086</b>	<b>378,489</b>	<b>404,470</b>	<b>355,723</b>
<b>股东总权益</b>	<b>41,299</b>	<b>80,785</b>	<b>83,473</b>	<b>89,619</b>	<b>96,661</b>
少数股东权益	646	744	732	755	789
<b>总权益</b>	<b>41,944</b>	<b>81,529</b>	<b>84,205</b>	<b>90,374</b>	<b>97,450</b>

来源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动</b>					
税前利润	5,915	14,263	9,768	11,642	13,190
折旧及分摊	312	333	345	367	380
营运资本变动	(15,445)	(61,150)	119,660	1,782	(63,915)
税务开支	(1,195)	(2,360)	(3,500)	(4,800)	(5,230)
其他	(761)	2,497	1,290	734	144
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(11,173)</b>	<b>(46,418)</b>	<b>127,563</b>	<b>9,725</b>	<b>(55,431)</b>
<b>投资活动</b>					
资本开支	(658)	(837)	(986)	(1,015)	(958)
投资变动	(100)	(26,126)	(7,860)	(5,213)	(4,650)
其他	3,082	5,841	3,810	4,154	3,985
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>2,325</b>	<b>(21,122)</b>	<b>(5,036)</b>	<b>(2,074)</b>	<b>(1,623)</b>
<b>融资活动</b>					
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	(41,746)	(1,363)	2,073
股息	(850)	(2,800)	(3,581)	(2,261)	(2,609)
其他	(974)	(2,754)	(2,031)	(1,480)	(1,087)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>26,460</b>	<b>53,833</b>	<b>(47,358)</b>	<b>(5,104)</b>	<b>(1,623)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>17,611</b>	<b>(13,707)</b>	<b>75,168</b>	<b>2,547</b>	<b>(58,678)</b>
年初现金及现金等价物	14,273	31,884	18,596	93,789	96,350
外汇差额	(0)	419	25	15	15
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>31883.88</b>	<b>18,595.8</b>	<b>93,788.6</b>	<b>96,350.1</b>	<b>37,688</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收入及其他收益总额占比</b>					
佣金及手续费收入	50.9%	51.2%	49.8%	50.5%	51.1%
利息收入	30.4%	30.2%	31.0%	29.8%	29.3%
投资净额收益	16.8%	17.1%	16.7%	17.1%	17.0%
其他收入及收益	2.0%	1.4%	2.5%	2.6%	2.6%
<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	75.4%	148.1%	-39.5%	13.5%	12.0%
收入及其他收益增长	77.5%	146.7%	-38.8%	13.5%	12.0%
经营利润增长	106.3%	145.9%	-33.1%	18.9%	13.4%
净利润增长	102.1%	138.4%	-31.8%	19.2%	13.3%
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	126.4%	145.7%	162.2%	163.1%	146.7%
总负债/ 权益比率	115.7%	92.2%	37.6%	33.8%	33.7%
净负债/ 权益比率	28.5%	46.8%	净现金	净现金	净现金
<b>回报率</b>					
资本回报率	11.6%	17.5%	8.9%	10.0%	10.6%
资产回报率	2.3%	3.0%	1.6%	1.8%	2.1%
<b>每股数据</b>					
每股利润（人民币）	0.80	1.65	1.02	1.21	1.38
每股股息（人民币）	0.50	0.50	0.32	0.36	0.41
每股账面值（人民币）	7.37	11.28	11.65	12.51	13.49

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。