

## 华泰证券 (6886 HK)

### 跌出一个买入时点

- ❖ **2017年第一季度营业收入结构持续优化。**今年首季，华泰证券营业收入按年增长11.7%，至37.8亿元人民币。公司的营业收入更趋多元化。期内，来自经纪业务及投行业务的净手续费收入分别按年下跌29.3%及21.3%，而与此同时，资产管理业务净手续费收入及投资收益则分别按年大增8.6倍及56.5%，至5.7亿元人民币及9.2亿元人民币。纯利增速放缓至按年增长6.7%，录得13.3亿元人民币，主要由于业务及管理费的大幅增长。鉴于公司在二级市场长期处于领先地位，业务结构也渐趋多元化，我们相信公司将将有更强的能力抵御未来潜在的市场下行风险。
- ❖ **继续保持二级市场领先地位。**2014年至2016年，按A股成交额及成交量计，华泰证券持续占据市场第一位。这一优势在2017年第一季度得以延续。凭借公司拥有的超过1,000万客户，以及全面发挥先进科技效能的发展策略，我们相信未来财富管理业务仍将是华泰证券的核心竞争力。我们预计2017年A股市场的平均日成交额为5,890亿元人民币，按年上升13.5%。不过，我们认为华泰证券的市场份额将轻微下降，由2016年的8.85%下跌至2017年的8.62%。这主要是由于中小型券商的扩张导致的。而对于中国的大型券商来说，挖掘现有客户的价值比扩大市场份额更为重要。
- ❖ **财务杠杆得到改善。**截至2017年第一季末，华泰证券的杠杆率为3.45倍，较2016年年末轻微下降0.13倍。在更为多元化的业务模式下，华泰的杠杆弹性将更大。我们预计2017年末公司的杠杆率将上升至3.87倍，主要因为我们预测公司今年的投资业务将会扩大。
- ❖ **短期利好。**我们认为短期来看，证券公司股份有两个利好因素，一是MSCI将再次检讨纳入A股，二是目前表现落后于市场。我们相信，市场对于中国证券公司的投资热情将持续高涨，直至MSCI公布检讨结果，无论结果如何。此外，今年以来，恒生指数及恒生国企指数分别上涨17.7%及12.9%，中国证券公司的平均表现则仅为2.2%，远远落后于大势，因此可以期望相关股份“追落后”。
- ❖ **目标价17.7港元。**我们维持对华泰证券2017年至2019年的盈利预测，并上调目标价至17.7港元。最新目标价相当于该行2017年预测市帐率的1.23倍，同时也是可比同业2017年预测市帐率的平均水平加一个标准差。这主要是基于该公司在二级市场的领导地位、较强的投资能力以及渐趋多元化的业务结构。升至买入评级。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	39,416	24,632	30,574	35,485	42,646
净利润(百万元人民币)	10,697	6,271	9,271	10,889	13,843
每股收益(元人民币)	1.65	0.88	1.29	1.52	1.93
每股收益变动(%)	105.37	(46.79)	47.85	17.46	27.11
市盈率(x)	8.06	15.14	10.24	8.72	6.86
市帐率(%)	1.18	1.13	1.05	0.96	0.86
股息率(%)	3.77	3.77	3.42	4.01	5.10
权益收益率(%)	17.5	7.6	10.6	11.5	13.2
杠杆率(%)	3.93	3.58	3.87	3.67	3.61

资料来源：公司及招银国际研究部预测

#### 买入(上调)

目标价	HK\$17.7
(此前目标价)	HK\$15.99
潜在升幅	+17.5%
当前股价	HK\$15.06

#### 张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

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

#### 隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

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

#### 中国证券业

市值(百万港元)	133,469
3月平均流通量(百万港元)	95.88
52周内股价高/低(港元)	18.3/14.04
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	9.24%
BlackRock, Inc.	5.03%

资料来源：HKEx

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.5%	-3.2%
3-月	-4.5%	-10.7%
6-月	-14.6%	-24.7%

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	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>38,851</b>	<b>24,264</b>	<b>30,199</b>	<b>35,091</b>	<b>42,232</b>
佣金及手续费收入	20,200	11,410	15,417	17,689	21,513
利息收入	11,894	8,878	9,934	11,174	12,174
投资净额收益	6,757	3,976	4,848	6,228	8,545
其他收入及收益	564	368	375	394	413
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>39,416</b>	<b>24,632</b>	<b>30,574</b>	<b>35,485</b>	<b>42,646</b>
佣金及手续费支出	(5,676)	(2,562)	(2,836)	(2,919)	(3,269)
利息支出	(7,812)	(5,393)	(5,362)	(6,405)	(7,242)
雇员成本	(8,141)	(5,648)	(6,726)	(7,807)	(8,956)
折旧及摊销	(333)	(409)	(485)	(545)	(610)
营业税及附加费	(1,723)	(451)	(550)	(639)	(768)
其他营业支出	(1,815)	(2,066)	(2,599)	(3,016)	(3,625)
减值损失	(73)	37	(13)	10	11
<b>支出总额</b>	<b>(25,572)</b>	<b>(16,492)</b>	<b>(18,570)</b>	<b>(21,321)</b>	<b>(24,458)</b>
<b>经营利润</b>	<b>13,843</b>	<b>8,139</b>	<b>12,004</b>	<b>14,164</b>	<b>18,187</b>
所占联营企业和合营企业的业绩	420	454	635	710	711
<b>所得税前利润</b>	<b>14,263</b>	<b>8,593</b>	<b>12,639</b>	<b>14,874</b>	<b>18,898</b>
所得税费用	(3,466)	(2,074)	(3,033)	(3,570)	(4,536)
<b>年度利润</b>	<b>10,798</b>	<b>6,519</b>	<b>9,606</b>	<b>11,304</b>	<b>14,363</b>
少数股东权益	(101)	(249)	(335)	(415)	(520)
<b>净利润</b>	<b>10,697</b>	<b>6,271</b>	<b>9,271</b>	<b>10,889</b>	<b>13,843</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	2017E	2018E	2019E
<b>融资客户垫款</b>	<b>67,432</b>	<b>56,605</b>	<b>61,097</b>	<b>67,155</b>	<b>73,713</b>
应收账款	622	991	1,091	1,200	1,320
其他应收款项及预付款项	3,896	5,070	5,831	6,706	7,712
<b>金融投资</b>	<b>142,532</b>	<b>94,331</b>	<b>87,881</b>	<b>89,644</b>	<b>94,383</b>
买入返售金融资产	21,791	37,401	38,131	39,676	41,955
衍生金融资产	335	107	123	141	162
结算备付金	2,552	1,229	1,352	1,554	1,788
代经纪客户持有现金	131,945	94,569	104,026	114,428	125,871
现金及公司银行结余	36,707	45,230	91,540	88,008	97,857
其他	0	0	0	3,621	9,246
<b>总流动资产</b>	<b>407,811</b>	<b>335,533</b>	<b>391,071</b>	<b>412,134</b>	<b>454,006</b>
物业及设备	3,379	3,567	3,603	3,639	3,676
投资物业	1,302	1,130	1,222	1,222	1,222
商誉	51	2,091	2,091	2,091	2,091
其他无形资产	425	5,509	5,509	5,509	5,509
联营公司权益	2,674	3,377	3,546	3,723	3,910
金融投资	26,829	32,518	35,228	36,498	37,549
买入返售金融资产	3,843	8,930	9,020	9,471	9,944
存出保证金	6,009	8,159	8,567	9,252	10,177
递延税项资产	213	556	615	635	650
其他	78	79	68	68	68
<b>总非流动资产</b>	<b>44,804</b>	<b>65,917</b>	<b>69,468</b>	<b>72,108</b>	<b>74,795</b>
<b>总资产</b>	<b>452,615</b>	<b>401,450</b>	<b>460,538</b>	<b>484,242</b>	<b>528,802</b>
短期银行借款	688	460	483	507	533
短期债务工具	1,053	1,621	1,702	1,872	2,340
拆入资金	3,000	6,650	8,512	11,066	14,164
应付经纪业务客户账款	128,367	92,729	100,905	110,996	122,095
应付薪酬	2,808	2,517	2,079	2,151	2,010
其他应付款项	99,320	79,672	99,856	92,597	98,230
税项负债	2,193	496	541	541	541
卖出回购金融资产款	22,392	19,463	18,879	19,068	19,259
衍生金融负债	2,460	864	835	915	893
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	14,480	2,756	2,784	2,812	2,840
一年内到期银行借款以及债券	3,123	25,900	26,159	26,421	26,685
其他	0	0	946	0	0
<b>总流动负债</b>	<b>279,885</b>	<b>233,128</b>	<b>263,681</b>	<b>268,945</b>	<b>289,590</b>
长期债券	69,374	49,948	72,424	83,288	95,781
长期银行借款	360	0	0	0	0
长期应付薪酬	3,367	4,988	5,238	5,500	5,775
递延所得税负债	352	2,562	154	154	154
卖出回购金融资产	10,800	0	0	0	0
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	6,948	25,164	25,415	25,670	25,926
其他	0	0	1,412	15	0
<b>总非流动负债</b>	<b>91,201</b>	<b>82,662</b>	<b>104,643</b>	<b>114,626</b>	<b>127,636</b>
<b>总负债</b>	<b>371,086</b>	<b>315,790</b>	<b>368,324</b>	<b>383,572</b>	<b>417,226</b>
<b>股东权益</b>	<b>80,785</b>	<b>84,357</b>	<b>90,769</b>	<b>99,156</b>	<b>109,949</b>
少数股东权益	744	1,303	1,445	1,514	1,627
<b>总权益</b>	<b>81,529</b>	<b>85,660</b>	<b>92,214</b>	<b>100,670</b>	<b>111,576</b>

来源：公司及招银国际研究部预测

**现金流量表**

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动</b>					
税前利润	14,263	8,593	12,639	14,874	18,898
折旧及摊销	333	409	485	545	610
营运资本变动	(61,150)	15,223	12,344	(23,167)	(13,887)
税务开支	(2,360)	(3,943)	(2,427)	(3,034)	(3,855)
其他	2,497	1,737	(137)	208	(133)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(46,418)</b>	<b>22,020</b>	<b>22,904</b>	<b>(10,574)</b>	<b>1,633</b>
<b>投资活动</b>					
资本开支	(837)	(600)	(1,015)	(958)	(957)
投资变动	(24,996)	(8,565)	(5,213)	(4,650)	(4,649)
其他	4,711	4,703	1,594	1,755	1,759
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(21,122)</b>	<b>(4,463)</b>	<b>(4,634)</b>	<b>(3,853)</b>	<b>(3,847)</b>
<b>融资活动</b>					
股票发行	30,588	0	0	0	0
非控股股东注资	0	68	0	0	0
银行贷款，债务工具以及债券变动	28,800	2,621	22,840	11,320	13,251
股息	(2,800)	(3,581)	(3,581)	(3,245)	(3,811)
其他	(2,754)	(4,117)	(2,413)	(2,882)	(3,259)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>53,833</b>	<b>(5,010)</b>	<b>16,845</b>	<b>5,192</b>	<b>6,181</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(13,707)</b>	<b>12,548</b>	<b>35,115</b>	<b>(9,235)</b>	<b>3,967</b>
年初现金及现金等价物	31,884	18,596	31,652	66,782	57,562
外汇差额	419	508	15	15	16
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>18,595.8</b>	<b>31,651.6</b>	<b>66,781.9</b>	<b>57,562.3</b>	<b>61,545.7</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（百万元人民币）	2015	2016	2017E	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%	50.4%	49.8%	50.4%
利息收入	30.2%	36.0%	32.5%	31.5%	28.5%
投资净额收益	17.1%	16.1%	15.9%	17.6%	20.0%
其他收入及收益	1.4%	1.5%	1.2%	1.1%	1.0%
<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%	24.5%	16.2%	20.4%
收入及其他收益增长	146.7%	-37.5%	24.1%	16.1%	20.2%
经营利润增长	145.9%	-41.2%	47.5%	18.0%	28.4%
净利润增长	138.4%	-41.4%	47.8%	17.5%	27.1%
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	145.7%	143.9%	148.3%	153.2%	156.8%
总负债/权益比率	92.2%	69.6%	91.6%	97.6%	102.6%
净负债/权益比率	46.8%	15.9%	-9.3%	8.8%	13.6%
<b>回报率</b>					
资本回报率	17.5%	7.6%	10.6%	11.5%	13.2%
资产回报率	3.0%	1.5%	2.2%	2.3%	2.7%
<b>每股数据</b>					
每股利润 (人民币)	1.65	0.88	1.29	1.52	1.93
每股股息 (人民币)	0.50	0.50	0.45	0.53	0.68
每股账面值 (人民币)	11.28	11.78	12.67	13.84	15.35

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责任。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。