

華泰證券 (6886 HK)

業務漸趨多元化，規模效應突顯

- ❖ 在低迷的市場環境下取得良好業績。2017 年上半年，華泰證券收入總額及純利分別按年增長 7.2% 及 5.3%，至 124.2 億元人民幣及 29.9 億元人民幣。上半年中國境內市場的股基總成交額及股權融資額分別按年下跌 18.4% 及 12.1%。在低迷的市場環境下，公司能取得如此成績實屬不易。
- ❖ 市場份額下跌，但佣金率企穩。由於公司持續推進經紀業務轉型戰略，通過提供高附加值的業務發掘存量客戶的潛在價值，2017 年上半年，華泰證券在股基交易市場中的市場份額按年下滑 0.58 個百分點，至 7.87%。不過，根據我們的計算，公司的佣金率穩定在萬分之 2.5 的水平。我們預計，2017 年及 2018 年華泰證券的佣金率可繼續保持在萬分之 2.3 及萬分之 2.2 的水平。然而，佣金率水平仍然面臨下行壓力，特別是在牛市來臨時。通過充分發揮其在移動終端的優勢，以及憑藉其多達近 1200 萬的廣闊客戶基礎，我們相信，公司將繼續保持在國內證券行業的龍頭地位。
- ❖ 海外平台是境內業務的延伸。2017 年上半年，華泰證券海外及其他業務的收入總額達到 22.6 億元人民幣，占其收入總額的 18.1%。期內，AssetMark 實現營業收入 8,643 萬美元，截至上半年末，管理資產總額達到 367 億美元。在公司不斷完善的金融科技技術支持下，海外平台可被視作是其向財富管理模式轉型中的重要一環，也是公司境內業務的延伸。此外，華泰證券預計將於 2018 年第一季完成 A 股非公開發行，可發行最多 10.9 億股，預計募集資金 250 億元人民幣。發行完成後，公司的資本實力將得到進一步增強，與新股東間的協同效應也值得期待。
- ❖ 下調盈利預測。2017 年上半年，華泰證券的收入增長主要源自資產管理業務的佣金手續費收入及投資淨收益，二者分別按年增長 7.2 倍及 37.4%，達到 20.4 億元人民幣及 21.8 億元人民幣。不過，資管業務收入的高速增長未必能夠延續，因為增長中很大一部分來自其自有資金的階段性收益。我們將對公司 2017 年至 2019 年的收入總額預測分別下調 10.9%、11.3% 以及 17.6%，至 273 億元人民幣、315 億元人民幣及 376 億元人民幣，主要由於市場氣氛較預期低迷以及公司產生部分非可持續性收入。同時，由於海外平台業務并表整合帶來更高的營運開支，我們將對公司 2017 年至 2019 年的純利預測分別下調 17.4%、16.1% 和 16.9%，至 77 億元人民幣、91 億元人民幣及 115 億元年人民幣。
- ❖ 目標價 18.8 港元。華泰證券現時的股價相當於 2018 年預測市帳率的 0.92 倍。我們給予公司的最新目標價相當於其 2018 年預測市帳率的 1.10 倍。同時這也是可比同業 2018 年預測市帳率的平均水平加一個標準差，以體現華泰證券在行業中的領先地位、不斷提升的金融科技能力和不斷完善的業務模式。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	39,416	24,632	27,255	31,471	37,626
淨利潤 (百萬元人民幣)	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499
每股收益 (元人民幣)	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股收益變動 (%)	105.37	(46.79)	22.17	19.28	25.82
市盈率 (x)	8.22	15.44	12.64	10.60	8.42
市帳率 (x)	1.20	1.15	1.09	0.92	0.86
股息率 (%)	3.70	3.70	2.77	3.30	4.16
權益收益率 (%)	17.5	7.6	8.8	8.7	9.1
杠杆率 (%)	3.93	3.58	3.91	3.19	3.20

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (維持)

目標價	HK\$18.8
(此前目標價)	HK\$17.7)
潛在升幅	+19.6%
當前股價	HK\$15.72

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元港幣)	150,510
3 月平均流通量 (百萬元港幣)	131.34
52 周內股價高/低 (港幣)	18.3/14.04
總股本 (百萬元)	7,162.8

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

全國社會保障基金理事會	9.24%
BlackRock, Inc.	5.08%

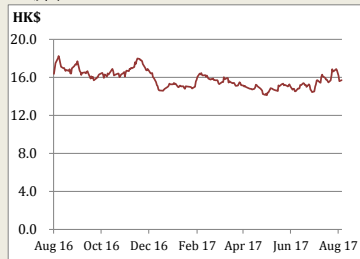
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.0%	-3.2%
3-月	5.9%	-1.5%
6-月	-4.1%	-16.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.htsc.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	38,851	24,264	26,880	31,077	37,212
佣金及手續費收入	20,200	11,410	12,551	13,844	16,678
利息收入	11,894	8,878	9,883	11,005	11,989
投資淨額收益	6,757	3,976	4,447	6,228	8,545
其他收入及收益	564	368	375	394	413
收入及其他收益總額	39,416	24,632	27,255	31,471	37,626
佣金及手續費支出	(5,676)	(2,562)	(2,893)	(2,686)	(3,174)
利息支出	(7,812)	(5,393)	(5,362)	(6,405)	(7,242)
雇員成本	(8,141)	(5,648)	(6,269)	(6,924)	(7,901)
折舊及攤銷	(333)	(409)	(510)	(553)	(612)
營業稅及附加費	(1,723)	(451)	(123)	(566)	(677)
其他營業支出	(1,815)	(2,066)	(2,344)	(2,675)	(3,198)
減值損失	(73)	37	(13)	10	11
支出總額	(25,572)	(16,492)	(17,513)	(19,799)	(22,793)
經營利潤	13,843	8,139	9,743	11,671	14,833
所占聯營企業和合營企業的業績	420	454	515	635	725
所得稅前利潤	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
所得稅費用	(3,466)	(2,074)	(2,462)	(2,954)	(3,734)
年度利潤	10,798	6,519	7,796	9,353	11,824
少數股東權益	(101)	(249)	(135)	(215)	(325)
淨利潤	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融資客戶墊款	67,432	56,605	58,235	64,010	70,263
應收賬款	622	991	1,091	1,200	1,320
其他應收款項及預付款項	3,896	5,070	5,831	6,706	7,712
金融投資	142,532	94,331	87,881	89,644	94,383
買入返售金融資產	21,791	37,401	38,131	39,676	41,955
衍生金融資產	335	107	123	141	162
結算備付金	2,552	1,229	1,352	1,554	1,788
代經紀客戶持有現金	131,945	94,569	104,026	114,428	125,871
現金及公司銀行結余	36,707	45,230	92,623	112,977	121,072
其他	0	0	0	3,621	9,246
總流動資產	407,811	335,533	389,291	433,958	473,772
物業及設備	3,379	3,567	3,603	3,639	3,676
投資物業	1,302	1,130	1,222	1,222	1,222
商譽	51	2,091	2,091	2,091	2,091
其他無形資產	425	5,509	5,509	5,509	5,509
聯營公司權益	2,674	3,377	3,546	3,723	3,910
金融投資	26,829	32,518	35,228	36,498	37,549
買入返售金融資產	3,843	8,930	9,020	9,471	9,944
存出保證金	6,009	8,159	8,567	9,252	10,177
延遲稅項資產	213	556	615	635	650
其他	78	79	468	668	974
總非流動資產	44,804	65,917	69,868	72,708	75,701
總資產	452,615	401,450	459,159	506,665	549,473
短期銀行借款	688	460	483	507	533
短期債務工具	1,053	1,621	1,702	1,872	2,340
拆入資金	3,000	6,650	8,512	11,066	14,164
應付經紀業務客戶賬款	128,367	92,729	100,905	110,996	122,095
應付薪酬	2,808	2,517	2,079	2,151	2,010
其他應付款項	99,320	79,672	99,856	92,597	98,230
稅相負債	2,193	496	541	541	541
賣出回購金融資產款	22,392	19,463	18,879	19,068	19,259
衍生金融負債	2,460	864	835	915	893
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	14,480	2,756	2,784	2,812	2,840
一年內到期銀行借款以及債券	3,123	25,900	26,159	26,421	26,685
其他	0	0	946	0	0
總流動負債	279,885	233,128	263,681	268,945	289,590
長期債券	69,374	49,948	72,424	83,288	95,781
長期銀行借款	360	0	0	0	0
長期應付薪酬	3,367	4,988	5,238	5,500	5,775
延遲所得稅負債	352	2,562	154	154	154
賣出回購金融資產	10,800	0	0	0	0
以公允價值計量且變動計入当期損益的金融負債	6,948	25,164	25,415	25,670	25,926
其他	0	0	1,442	37	0
總非流動負債	91,201	82,662	104,674	114,648	127,636
總負債	371,086	315,790	368,355	383,593	417,226
股東總權益	80,785	84,357	89,159	121,359	130,421
少數股東權益	744	1,303	1,645	1,714	1,827
總權益	81,529	85,660	90,804	123,073	132,247

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
折舊及分攤	333	409	510	553	612
營運資本變動	(61,150)	15,223	15,206	(22,884)	(13,582)
稅務開支	(2,360)	(3,943)	(1,970)	(2,511)	(3,174)
其他	2,497	1,737	(17)	283	(147)
經營活動所得現金淨額	(46,418)	22,020	23,987	(12,252)	(733)
投資活動					
資本開支	(837)	(600)	(1,015)	(958)	(957)
投資變動	(24,996)	(8,565)	(5,213)	(4,650)	(4,649)
其他	4,711	4,703	1,594	1,755	1,759
投資活動所得現金淨額	(21,122)	(4,463)	(4,634)	(3,853)	(3,847)
融資活動					
股票發行	30,588	0	0	25,000	0
非控股股東注資	0	68	0	0	0
銀行貸款，債務工具以及債券變動	28,800	2,621	22,840	11,320	13,251
股息	(2,800)	(3,581)	(3,581)	(2,681)	(3,198)
其他	(2,754)	(4,117)	(2,413)	(2,882)	(3,259)
融資活動所得現金淨額	53,833	(5,010)	16,845	30,756	6,794
現金增加淨額	(13,707)	12,548	36,198	14,651	2,214
年初現金及現金等价物	31,884	18,596	31,652	67,865	82,531
外匯差額	419	508	15	15	16
年末現金及現金等价物	18,596	31,652	67,865	82,531	84,761

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益總額占比					
佣金及手續費收入	51.2%	46.3%	46.0%	44.0%	44.3%
利息收入	30.2%	36.0%	36.3%	35.0%	31.9%
投資淨額收益	17.1%	16.1%	16.3%	19.8%	22.7%
其他收入及收益	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	148.1%	-37.5%	10.8%	15.6%	19.7%
收入及其他收益增長	146.7%	-37.5%	10.7%	15.5%	19.6%
經營利潤增長	145.9%	-41.2%	19.7%	19.8%	27.1%
淨利潤增長	138.4%	-41.4%	22.2%	19.3%	25.8%
資產負債比率					
流動比率 (x)	145.7%	143.9%	147.6%	161.4%	163.6%
總負債 / 權益比率	92.2%	69.6%	93.2%	79.7%	86.5%
淨負債 / 權益比率	46.8%	15.9%	-10.7%	-13.4%	-6.3%
回報率					
資本回報率	17.5%	7.6%	8.8%	8.7%	9.1%
資產回報率	3.0%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股股息（元人民幣）	0.50	0.50	0.37	0.45	0.56
每股賬面值（元人民幣）	11.28	11.78	12.45	14.71	15.81

來源：公司及招銀國際研究部預測

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) 發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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。而過去的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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。接收本報告之行爲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。