

华泰证券 (6886 HK)

业务渐趋多元化，规模效应突显

- ❖ **在低迷的市场环境下取得良好业绩。**2017 年上半年，华泰证券收入总额及纯利分别按年增长 7.2% 及 5.3%，至 124.2 亿元人民币及 29.9 亿元人民币。上半年中国境内市场的股基总成交额及股权融资额分别按年下跌 18.4% 及 12.1%。在低迷的市场环境下，公司能取得如此成绩实属不易。
- ❖ **市场份额下跌，但佣金率企稳。**由于公司持续推进经纪业务转型战略，通过提供高附加值的业务发掘存量客户的潜在价值，2017 年上半年，华泰证券在股基交易市场中的市场份额按年下滑 0.58 个百分点，至 7.87%。不过，根据我们的计算，公司的佣金率稳定在万分之 2.5 的水平。我们预计，2017 年及 2018 年华泰证券的佣金率可继续保持在万分之 2.3 及万分之 2.2 的水平。然而，佣金率水平仍然面临下行压力，特别是在牛市来临时。通过充分发挥其在移动终端的优势，以及凭借其多达近 1200 万的广阔客户基础，我们相信，公司将继续保持在国内证券行业的龙头地位。
- ❖ **海外平台是境内业务的延伸。**2017 年上半年，华泰证券海外及其他业务的收入总额达到 22.6 亿元人民币，占其收入总额的 18.1%。期内，AssetMark 实现营业收入 8,643 万美元，截至上半年末，管理资产总额达到 367 亿美元。在公司不断完善的金融科技技术支持下，海外平台可被视作是其向财富管理转型中的重要一环，也是公司境内业务的延伸。此外，华泰证券预计将于 2018 年第一季度完成 A 股非公开发行，可发行最多 10.9 亿股，预计募集资金 250 亿元人民币。发行完成后，公司的资本实力将得到进一步增强，与新股东间的协同效应也值得期待。
- ❖ **下调盈利预测。**2017 年上半年，华泰证券的收入增长主要源自资产管理业务的佣金手续费收入及投资净收益，二者分别按年增长 7.2 倍及 37.4%，达到 20.4 亿元人民币及 21.8 亿元人民币。不过，资管业务收入的高速增长未必能够延续，因为增长中很大一部分来自其自有资金的阶段性收益。我们将对公司 2017 年至 2019 年的收入总额预测分别下调 10.9%、11.3% 以及 17.6%，至 273 亿元人民币、315 亿元人民币及 376 亿元人民币，主要由于市场气氛较预期低迷以及公司产生部分非可持续性收入。同时，由于海外平台业务并表整合带来更高的营运开支，我们将对公司 2017 年至 2019 年的纯利预测分别下调 17.4%、16.1% 和 16.9%，至 77 亿元人民币、91 亿元人民币及 115 亿元人民币。
- ❖ **目标价 18.8 港元。**华泰证券现时的股价相当于 2018 年预测市帐率的 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 1.10 倍。同时这也是可比同业 2018 年预测市帐率的平均水平加一个标准差，以体现华泰证券在行业中的领先地位、不断提升的金融科技能力和不断完善的业务模式。维持买入评级。

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	27,255	31,471	37,626
净利润(百万元人民币)	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499
每股收益(元人民币)	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股收益变动(%)	105.37	(46.79)	22.17	19.28	25.82
市盈率(x)	8.22	15.44	12.64	10.60	8.42
市帐率(x)	1.20	1.15	1.09	0.92	0.86
股息率(%)	3.70	3.70	2.77	3.30	4.16
权益收益率(%)	17.5	7.6	8.8	8.7	9.1
杠杆率(%)	3.93	3.58	3.91	3.19	3.20

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$18.8
(此前目标价)	HK\$17.7)
潜在升幅	+19.6%
当前股价	HK\$15.72

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	150,510
3 月平均流通量	
(百万港元)	131.34
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.	5.08%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.0%	-3.2%
3-月	5.9%	-1.5%
6-月	-4.1%	-16.6%

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	38,851	24,264	26,880	31,077	37,212
佣金及手续费收入	20,200	11,410	12,551	13,844	16,678
利息收入	11,894	8,878	9,883	11,005	11,989
投资净收益	6,757	3,976	4,447	6,228	8,545
其他收入及收益	564	368	375	394	413
收入及其他收益总额	39,416	24,632	27,255	31,471	37,626
佣金及手续费支出	(5,676)	(2,562)	(2,893)	(2,686)	(3,174)
利息支出	(7,812)	(5,393)	(5,362)	(6,405)	(7,242)
雇员成本	(8,141)	(5,648)	(6,269)	(6,924)	(7,901)
折旧及摊销	(333)	(409)	(510)	(553)	(612)
营业税及附加费	(1,723)	(451)	(123)	(566)	(677)
其他营业支出	(1,815)	(2,066)	(2,344)	(2,675)	(3,198)
减值损失	(73)	37	(13)	10	11
支出总额	(25,572)	(16,492)	(17,513)	(19,799)	(22,793)
经营利润	13,843	8,139	9,743	11,671	14,833
所占联营企业和合营企业的业绩	420	454	515	635	725
所得税前利润	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
所得税费用	(3,466)	(2,074)	(2,462)	(2,954)	(3,734)
年度利润	10,798	6,519	7,796	9,353	11,824
少数股东权益	(101)	(249)	(135)	(215)	(325)
净利润	10,697	6,271	7,661	9,138	11,499

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
融资客户垫款	67,432	56,605	58,235	64,010	70,263
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
金融投资	142,532	94,331	87,881	89,644	94,383
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	92,623	112,977	121,072
其他	0	0	0	3,621	9,246
总流动资产	407,811	335,533	389,291	433,958	473,772
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
延迟税项资产	213	556	615	635	650
其他	78	79	468	668	974
总非流动资产	44,804	65,917	69,868	72,708	75,701
总资产	452,615	401,450	459,159	506,665	549,473
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
税相负债	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
总流动负债	279,885	233,128	263,681	268,945	289,590
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
延迟所得税负债	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	1,442	37	0
总非流动负债	91,201	82,662	104,674	114,648	127,636
总负债	371,086	315,790	368,355	383,593	417,226
股东权益	80,785	84,357	89,159	121,359	130,421
少数股东权益	744	1,303	1,645	1,714	1,827
总权益	81,529	85,660	90,804	123,073	132,247

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
经营活动					
税前利润	14,263	8,593	10,258	12,306	15,558
折旧及分摊	333	409	510	553	612
营运资本变动	(61,150)	15,223	15,206	(22,884)	(13,582)
税务开支	(2,360)	(3,943)	(1,970)	(2,511)	(3,174)
其他	2,497	1,737	(17)	283	(147)
经营活动所得现金净额	(46,418)	22,020	23,987	(12,252)	(733)
投资活动					
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
投资活动所得现金净额	(21,122)	(4,463)	(4,634)	(3,853)	(3,847)
融资活动					
股票发行	30,588	0	0	25,000	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)	(2,681)	(3,198)
其他	(2,754)	(4,117)	(2,413)	(2,882)	(3,259)
融资活动所得现金净额	53,833	(5,010)	16,845	30,756	6,794
现金增加净额	(13,707)	12,548	36,198	14,651	2,214
年初现金及现金等价物	31,884	18,596	31,652	67,865	82,531
外汇差额	419	508	15	15	16
年末现金及现金等价物	18,596	31,652	67,865	82,531	84,761

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	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额占比					
佣金及手续费收入	51.2%	46.3%	46.0%	44.0%	44.3%
利息收入	30.2%	36.0%	36.3%	35.0%	31.9%
投资净额收益	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%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	148.1%	-37.5%	10.8%	15.6%	19.7%
收入及其他收益增长	146.7%	-37.5%	10.7%	15.5%	19.6%
经营利润增长	145.9%	-41.2%	19.7%	19.8%	27.1%
净利润增长	138.4%	-41.4%	22.2%	19.3%	25.8%
资产负债比率					
流动比率 (x)	145.7%	143.9%	147.6%	161.4%	163.6%
总负债 / 权益比率	92.2%	69.6%	93.2%	79.7%	86.5%
净负债 / 权益比率	46.8%	15.9%	-10.7%	-13.4%	-6.3%
回报率					
资本回报率	17.5%	7.6%	8.8%	8.7%	9.1%
资产回报率	3.0%	1.5%	1.8%	1.9%	2.2%
每股数据					
每股利润 (元人民币)	1.65	0.88	1.07	1.28	1.61
每股股息 (元人民币)	0.50	0.50	0.37	0.45	0.56
每股账面值 (元人民币)	11.28	11.78	12.45	14.71	15.81

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

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。