

# 華泰證券 (6886 HK)

## 資管業績搶眼，淨利息收入及投資收益表現薄弱

華泰證券2019年上半年淨利潤同比增長28%，至41億元人民幣，占我們及市場全年預測的50%/50%。二季度經營收入環比下降26%至45億元人民幣，主要受淨利息收入及投資收益的拖累。減值撥備環比激增，同時經營支出環比大幅增長，導致淨利潤下滑至13億元人民幣，環比下跌54%。2019年上半年ROE同比增長0.3個百分點至7.4%，主要由於公司發行GDR令股本數擴大。

- **業績正面因素：**1) 二季度經紀業務收入環比保持穩定（環比下降1% vs. A股日均成交環比增長2%）。經我們測算，公司在2019年上半年經紀業務市占率小幅反彈，相信是受惠於公司在財富管理轉型中的領先地位，以及其移動APP“漲樂財富通”滲透率的進一步提升。2) 資管收入是最大亮點，二季度環比增長8%，上半年同比增長26%。我們認為收入增長主要來自公司資管規模的擴張，在行業上半年管理規模下降13%的情況下，公司逆勢取得了18%的管理規模增長。3) 投行業務收入有所改善（環比增長44%），儘管上半年同比仍然減少25%，主要由於IPO市場收縮34%，而公司項目數驟減，承銷額同比下降95%。不過，公司在債券承銷市場維持了穩定的市占率，在上半年券商債券承銷總額同比增69%的情況下，也取得了承銷額的大幅增長。目前公司在科創板的保薦項目集資額及保薦數量上排名第三及第四（已有3.5個項目掛牌），我們認為豐富的儲備將為公司下半年的投行業務增長帶來支持。
- **業績負面因素：**1) 自營收益大幅下降，我們測算環比下降幅度約40%，儘管遠低於行業整體幅度，但公司上半年的投資收益率僅有4.0%，低於我們覆蓋的大部分其他券商。2) 淨利息收入上半年同比減少33%，可能是由於融資利率的下降，以及公司對股票質押業務的收縮（餘額同比下降61%）。3) 二季度減值撥備環比激增40倍，主要是股票質押的減值撥備增長所致。
- **估值。**華泰證券目前估值為0.74倍2019年預測市帳率，較自身歷史平均值減一個標準差（0.84倍）低約12%。我們暫時維持對公司的盈利預測不變，維持買入評級及目標價18.2港元。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	21,746	15,534	19,438	22,501	25,335
淨利潤(百萬元人民幣)	9,277	5,936	8,098	9,430	10,776
每股盈利(元人民幣)	1.30	0.78	0.98	1.14	1.31
每股盈利變動(%)	48	(40)	26	16	14
市盈率(倍)	7.7	12.8	10.2	8.7	7.7
市帳率(倍)	0.82	0.79	0.74	0.70	0.65
股息率(%)	0.0	5.2	2.9	3.4	3.9
權益收益率(%)	10.8	6.2	7.5	8.2	8.8
財務杠杆(x)	3.6	3.1	3.0	3.1	3.1

資料來源：公司、招銀國際證券

### 買入 (維持)

目標價	HK\$ 18.2
(此前目標價)	HK\$ 18.2)
潛在升幅	+61.3%
當前股價	HK\$ 11.28

### 中國證券行業

#### 隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

#### 孫明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

### 公司數據

市值(百萬港元)	172,747
3月平均流通量(百萬港元)	131.3
52周內股價高/低(港元)	18.54/ 10.04
總股本(百萬)	1,719 (H)
	7,358 (A)

資料來源：彭博

### 股東結構

江蘇省國信集團有限公司	14.35%
Citibank, National Association	9.09%
江蘇交通控股有限公司	5.18%

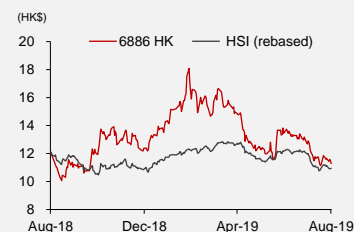
資料來源：公司

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.7%	-2.1%
3-月	-7.7%	-1.3%
6-月	-27.7%	-19.2%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

圖 1: 華泰證券 2019 年第二季度業績概要

(百萬元人民幣)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	QoQ	2Q18	YoY	1H18	1H19	YoY
<b>損益表</b>										
淨備金及手續費收入	1,905	2,260	2,141	2,322	8%	1,912	21%	3,897	4,463	15%
經紀業務	780	746	1,124	1,118	-1%	874	28%	1,860	2,243	21%
投行業務	448	693	248	356	44%	400	-11%	808	604	-25%
資管業務	663	783	712	769	8%	613	25%	1,179	1,481	26%
淨利息收入*	687	571	503	379	-25%	612	-38%	1,310	881	-33%
自營收益*	1,354	782	2,204	1,614	-27%	675	139%	1,562	3,818	144%
<b>營業收入</b>	<b>4,225</b>	<b>3,440</b>	<b>6,054</b>	<b>4,508</b>	<b>-26%</b>	<b>3,698</b>	<b>22%</b>	<b>7,959</b>	<b>10,562</b>	<b>33%</b>
營業支出	(2,275)	(2,156)	(2,399)	(2,600)	8%	(1,966)	32%	(3,876)	(4,999)	29%
<b>撥備前利潤</b>	<b>1,950</b>	<b>1,283</b>	<b>3,655</b>	<b>1,908</b>	<b>-48%</b>	<b>1,731</b>	<b>10%</b>	<b>4,083</b>	<b>5,563</b>	<b>36%</b>
減值撥備	(167)	(372)	(3)	(141)	3964%	(115)	23%	(63)	(145)	131%
<b>稅前利潤</b>	<b>1,784</b>	<b>645</b>	<b>3,652</b>	<b>1,766</b>	<b>-52%</b>	<b>1,617</b>	<b>9%</b>	<b>4,020</b>	<b>5,418</b>	<b>35%</b>
所得稅	(397)	631	(847)	(471)	-44%	(331)	42%	(814)	(1,318)	62%
<b>淨利潤</b>	<b>1,321</b>	<b>553</b>	<b>2,780</b>	<b>1,277</b>	<b>-54%</b>	<b>1,256</b>	<b>2%</b>	<b>3,159</b>	<b>4,057</b>	<b>28%</b>
<b>資產負債表</b>										
融出資金	46,865	46,189	57,934	56,931	-2%	52,138	9%	46,189	56,931	23%
金融投資	146,293	148,975	178,000	233,295	31%	148,122	58%	148,975	233,295	57%
買入返售金融資產	48,458	43,557	43,535	26,712	-39%	56,528	-53%	43,557	26,712	-39%
代理買賣證券款	60,417	59,492	90,210	83,209	-8%	67,940	22%	59,492	83,209	40%
股東權益	106,244	103,394	106,626	116,824	10%	90,172	30%	103,394	116,824	13%
<b>比率</b>										
平均淨資產回報率	5.4%	2.1%	10.6%	4.6%	-6.0ppt	5.6%	-1.0ppt	7.1%	7.4%	0.3ppt
平均總資產回報率	1.4%	0.6%	2.7%	1.1%	-1.6ppt	1.3%	-0.2ppt	1.6%	1.9%	0.3ppt
杠杆倍數	3.3x	3.0x	3.2x	3.5x	0.3x	3.7x	-0.2x	3.6x	3.3x	-0.3x
投資收益率	3.7%	2.1%	5.4%	3.1%	-2.3ppt	1.8%	1.3ppt	2.3%	4.0%	1.7ppt
成本收入比	53%	62%	39%	57%	18ppt	52%	5ppt	48%	48%	0ppt

資料來源: 公司、招銀國際證券

\*:由於會計準則變更且未經重述, 2Q19 的淨利息收入及自營收益與 2Q18 及 1Q19 均不可比。

## 財務報表

### 利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經紀業務淨收入	4,210	3,392	4,791	5,575	6,401
投行業務淨收入	2,039	1,420	2,218	2,503	2,817
資管業務淨收入	2,306	2,374	2,542	2,829	3,187
淨利息收入	3,600	2,368	2,222	2,601	2,677
自營收益	8,028	3,564	4,908	5,670	6,454
其他	1,564	2,416	2,757	3,324	3,799
<b>營業收入</b>	<b>21,746</b>	<b>15,534</b>	<b>19,438</b>	<b>22,501</b>	<b>25,335</b>
營業支出	(9,902)	(7,440)	(9,008)	(10,433)	(11,620)
撥備前利潤	11,844	8,095	10,430	12,068	13,716
減值撥備	(259)	(619)	(292)	(254)	(218)
所得稅前利潤	11,585	7,475	10,138	11,815	13,498
所得稅費用	(2,177)	(1,440)	(1,920)	(2,239)	(2,557)
少數股東權益	(131)	(100)	(121)	(146)	(165)
<b>淨利潤</b>	<b>9,277</b>	<b>5,936</b>	<b>8,098</b>	<b>9,430</b>	<b>10,776</b>

### 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
客戶存款	49,872	42,956	47,302	53,341	59,211
結算備付金	16,579	17,451	20,813	22,225	25,744
融出資金	59,991	46,793	52,876	56,049	59,412
買入返售金融資產	61,805	47,590	51,397	54,738	58,296
金融投資	129,134	148,504	167,809	186,268	204,895
其他資產	64,101	76,815	62,680	63,206	60,290
<b>總資產</b>	<b>381,483</b>	<b>380,109</b>	<b>402,878</b>	<b>435,828</b>	<b>467,848</b>
代理買賣證券款	67,336	57,131	61,493	69,343	76,975
短期負債及借款	58,608	72,524	82,116	92,981	101,753
長期負債及借款	77,198	61,759	62,994	66,773	70,780
其他負債	89,751	82,769	83,787	86,973	90,340
<b>總負債</b>	<b>292,893</b>	<b>274,183</b>	<b>290,390</b>	<b>316,071</b>	<b>339,847</b>
<b>股東總權益</b>	<b>87,336</b>	<b>104,585</b>	<b>111,013</b>	<b>118,135</b>	<b>126,216</b>
其中: 永續債	0	0	0	0	0
少數股東權益	1,254	1,341	1,475	1,623	1,785

### 主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>營業收入結構</b>					
經紀業務淨收入	19%	22%	25%	25%	25%
投行業務淨收入	9%	9%	11%	11%	11%
資管業務淨收入	11%	15%	13%	13%	13%
淨利息收入	17%	15%	11%	12%	11%
自營收益	37%	23%	25%	25%	25%
其他	7%	16%	14%	15%	15%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
<b>同比增速</b>					
經紀業務淨收入	-22%	-19%	41%	16%	15%
投行業務淨收入	-3%	-30%	56%	13%	13%
資管業務淨收入	122%	3%	7%	11%	13%
淨利息收入	3%	-34%	-6%	17%	3%
自營淨收益	102%	-56%	38%	16%	14%
<b>營業收入</b>	<b>28%</b>	<b>-29%</b>	<b>25%</b>	<b>16%</b>	<b>13%</b>
撥備前利潤	38%	-32%	29%	16%	14%
<b>淨利潤</b>	<b>48%</b>	<b>-36%</b>	<b>36%</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>
總資產	-5%	0%	6%	8%	7%
<b>經營效率</b>					
成本收入比	45%	47%	45%	45%	45%
<b>杠杆水平</b>					
財務杠杆 (倍)	3.6	3.1	3.0	3.1	3.1
金融投資/股東權益	148%	142%	151%	158%	162%
<b>盈利能力</b>					
平均權益回報率	10.8%	6.2%	7.5%	8.2%	8.8%
平均資產回報率	2.4%	1.6%	2.1%	2.2%	2.4%
<b>每股數據</b>					
每股淨利潤 (元人民幣)	1.30	0.78	0.98	1.14	1.31
每股股息 (元人民幣)	0.00	0.52	0.29	0.34	0.39
每股賬面值 (元人民幣)	12.19	12.67	13.45	14.32	15.30

資料來源: 公司、招銀國際證券預測

## 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。

### 招銀國際證券投資評級

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

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。

本報告基於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投資銀行相關業務聯繫。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。