

**海通證券 (6837 HK, HK\$13.36, 目標價: HK\$17.2, 買入) — 9月公司業績表  
現跑贏同業**

- ❖ 公司2015年9月淨利潤按月增長17.0%。2015年9月，港股上市的幾大券商都錄得淨利潤平均按月下降45%，然而海通證券卻錄得淨利潤按月上升17.0%到人民幣8.4億元。截止2015年9月，公司融資融券餘額為人民幣546.9億元，排名國內券商第一名。
- ❖ 收購金融租賃公司已經取得初步的成績。公司在2014年初收購了恒信金融集團，用來拓展金融租賃業務。2015上半年，海通恒信金融完成租賃銷售額達到人民幣71億元，同時金融租賃業務也取得了人民幣3.7億元的淨利潤，占公司同期淨利潤總額的2.7%。通過不斷發展公司的金融租賃業務的發展，我們認為公司未來的業務類型也將會更加多元化。
- ❖ 海外業務不斷拓展給公司帶來可觀的協同效應。隨著中國資本市場的逐漸開放，我們認為未來中國的證券行業競爭也會日趨激烈。我們同時也認為可以成功將業務擴張至海外資本市場的證券公司在未來將更加具有競爭力。2015上半年，海通國際（665 HK）的收入和淨利潤分別按年上升284%和504%至港幣41億元和港幣21億元。同期的海外業務淨利潤占公司淨利潤總額也達到13.7%。我們預測海通國際2015年淨利潤總額占比將上升至14.5%。除此而外，公司在2015年9月也完成收購葡萄牙投行 Banco Espírito Santo de Investimento。我們預測該收購將幫助公司進一步拓展其海外業務，尤其是歐洲市場的投資銀行業務。
- ❖ 目標價港幣17.2元。我們2015-17年的淨利潤預測分別為人民幣143億、人民幣148億及人民幣169億。公司現時的股價分別相當於2015年和2016年預測市賬率的1.1倍和1.0倍。我們的目標價為港幣17.2元，相當於2016財年預測市賬率的1.2x，同時也是同業公司2016財年的平均預測市賬率。首次覆蓋給與買入評級。

**海通證券(6837 HK)**

評級	買入
收市價	HK\$13.36
目標價	HK\$17.2
市值(港幣百萬)	189.936
過去3月平均交易(港幣百萬)	430.50
52周高/低(港幣)	27.9/10
發行股數(百萬)	9,584
主要股東(H股) Maunakai Capital Partners (9.24%)	

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1月	20.6%	10.4%
3月	-1.9%	4.4%
6月	-46.6%	-34.3%

來源: 彭博

**過去一年股價**

來源: 彭博

**財務資料**

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬人民幣)	12,803	23,667	43,920	46,990	51,735
淨利潤(百萬人民幣)	4,035	7,711	14,307	14,843	16,903
每股收益(人民幣)	0.42	0.67	1.24	1.29	1.47
每股收益變動(%)	26.42	59.24	85.55	3.74	13.88
市盈率(x)	25.7	13.5	9.0	8.7	7.5
市帳率(x)	1.7	1.5	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	1.1	2.3	2.8	3.2	3.7
權益收益率(%)	6.7	11.9	14.7	11.4	11.6
淨財務杠杆率(%)	淨現金	17.0	淨現金	淨現金	3.6

來源: 公司及招銀國際研究部

**利潤表**

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入</b>	<b>12,572</b>	<b>22,925</b>	<b>41,570</b>	<b>46,005</b>	<b>50,970</b>
佣金及手續費收入	6,751	9,516	16,850	15,896	16,500
利息收入	3,671	7,700	14,520	16,859	17,580
投資淨額收益	2,150	5,709	10,200	13,250	16,890
其他收入及收益	231	742	2,350	985	765
<b>收入及其他收益總額</b>	<b>12,803</b>	<b>23,667</b>	<b>43,920</b>	<b>46,990</b>	<b>51,735</b>
折舊及攤銷	(307)	(284)	(300)	(325)	(368)
僱員成本	(2,621)	(4,131)	(7,100)	(7,985)	(8,458)
客戶主任佣金	(334)	(427)	(890)	(785)	(900)
經紀交易費及服務支出	(514)	(868)	(2,150)	(2,000)	(2,100)
利息支出	(1,484)	(4,340)	(7,900)	(8,569)	(9,158)
其他支出	(2,203)	(3,362)	(6,900)	(7,850)	(8,500)
<b>支出總額</b>	<b>(7,465)</b>	<b>(13,414)</b>	<b>(25,240)</b>	<b>(27,514)</b>	<b>(29,484)</b>
<b>經營利潤</b>	<b>5,338</b>	<b>10,253</b>	<b>18,680</b>	<b>19,476</b>	<b>22,251</b>
所占聯營企業和合營企業的業績	117	167	420	495	513
<b>所得稅前利潤</b>	<b>5,455</b>	<b>10,420</b>	<b>19,100</b>	<b>19,971</b>	<b>22,764</b>
所得稅費用	(1,174)	(2,301)	(4,393)	(4,593)	(5,236)
<b>年度利潤</b>	<b>4,281</b>	<b>8,119</b>	<b>14,707</b>	<b>15,378</b>	<b>17,528</b>
少數股東權益	(246)	(408)	(925)	(989)	(1,020)
<b>淨利潤</b>	<b>4,035</b>	<b>7,711</b>	<b>13,782</b>	<b>14,389</b>	<b>16,508</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>融資客戶墊款</b>	<b>26,531</b>	<b>64,883</b>	<b>57,000</b>	<b>61,589</b>	<b>66,398</b>
應收賬款	1,647	4,384	9,000	6,899	7,258
其他應收款項及預付款項	1,889	7,399	13,589	10,258	13,259
應收融資租賃款	0	2,454	3,400	3,950	7,896
可供出售金融資產	4,952	3,991	21,050	15,896	20,000
應收款項類投資	2,086	3,347	6,258	7,985	8,900
持有至到期投資	282	3	25	40	30
買入返售金融資產	9,037	52,873	60,159	89,568	100,895
拆出資金	0	2,000	0	0	0
以公允價值計量且變動計入損益的金融資產	47,590	56,273	73,896	85,690	78,932
交易所儲備及保證金	3,694	5,496	7,000	7,356	7,912
結算備付金	5,751	14,819	32,000	31,258	39,856
銀行結餘及現金	52,587	85,704	182,943	184,710	176,220
其他	0	0	500	689	710
<b>總流動資產</b>	<b>156,046</b>	<b>303,626</b>	<b>466,820</b>	<b>505,888</b>	<b>528,266</b>
物業及設備	1,172	1,210	1,211	1,211	1,211
投資物業	87	20	20	20	20
商譽	623	2,601	2,750	2,750	2,750
其他無形資產	256	255	261	261	265
權益法項下投資	2,231	5,686	6,985	7,258	7,689
應收融資租賃款	0	12,826	15,000	16,789	19,929
可供出售金融資產	4,721	8,715	10,095	12,589	15,563
應收款項類投資	1,829	4,470	3,500	4,859	5,100
持有至到期投資	353	310	80	89	102
遞延稅項資產	431	567	1,100	1,300	1,501
受限銀行存款	349	384	430	425	450
買入返售金融資產	0	10,293	12,896	13,589	15,000
以公允價值計量且變動計入損益的金融資產	0	1,527	1,690	1,756	2,200
其他	1,025	131	198	1,130	3,416
<b>總非流動資產</b>	<b>13,077</b>	<b>48,996</b>	<b>56,216</b>	<b>64,026</b>	<b>75,196</b>
<b>總資產</b>	<b>169,124</b>	<b>352,622</b>	<b>523,036</b>	<b>569,914</b>	<b>603,462</b>
短期借款	5,796	19,808	31,200	32,569	34,000
應付短期融資款	3,000	22,927	39,000	37,159	35,896
拆入資金	1,120	14,270	7,000	7,500	1,359
應付經紀業務客戶賬款	40,430	80,767	140,000	170,528	182,315
其他應付款項	3,295	7,698	15,329	18,950	17,698
預計負債	3	2	1	3	3
當期稅項負債	395	817	2,598	3,269	3,750
以公允價值計量且變動計入損益的金融負債	6,507	15,029	22,000	20,000	21,589
賣出回購金融資產款	26,112	59,808	24,388	20,258	20,000
其他應付款項	0	0	100	0	0
<b>總流動負債</b>	<b>86,658</b>	<b>221,124</b>	<b>281,616</b>	<b>310,236</b>	<b>316,610</b>
應付債券	17,940	35,776	92,039	90,665	101,200
長期借款	0	4,538	8,269	10,589	9,230
遞延稅項負債	86	758	1,950	2,431	2,789
長期應付款	0	1,941	2,589	3,156	2,985
賣出回購金融資產款	335	14,910	8,000	9,150	8,500
其他	0	1,311	0	0	0
<b>總非流動負債</b>	<b>18,361</b>	<b>59,234</b>	<b>112,847</b>	<b>115,991</b>	<b>124,704</b>
<b>總負債</b>	<b>105,018</b>	<b>280,358</b>	<b>394,463</b>	<b>426,227</b>	<b>441,314</b>
<b>股東總權益</b>	<b>61,507</b>	<b>68,364</b>	<b>119,315</b>	<b>133,597</b>	<b>151,253</b>
少數股東權益	2,598	3,900	9,258	10,090	10,895
<b>總權益</b>	<b>64,105</b>	<b>72,264</b>	<b>128,573</b>	<b>143,687</b>	<b>162,148</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>經營活動</b>					
稅前利潤	5,455	10,420	19,100	19,971	22,764
折舊及分攤	307	284	300	325	368
營運資本變動	(18,265)	(2,021)	11,942	26,042	(734)
1. 融資客戶墊款變動	(16,127)	(37,418)	7,883	(4,589)	(4,809)
2. 應收款項及其他應收款項變動	(834)	(3,480)	(10,806)	5,432	(3,360)
3. 應付客戶賬款變動及其他應付款項變動	4,619	44,283	66,865	34,149	10,535
4. 其他	(5,924)	(5,406)	(52,000)	(8,950)	(3,100)
稅務開支	(1,015)	(1,353)	(4,000)	(4,120)	(5,000)
其他	(927)	1,495	(4,000)	(6,530)	(4,258)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(14,446)</b>	<b>8,826</b>	<b>23,342</b>	<b>35,688</b>	<b>13,140</b>
<b>投資活動</b>					
資本開支	(328)	(248)	(510)	(596)	(658)
投資變動	1,260	(8,814)	(31,000)	(20,000)	(11,259)
其他	(373)	(3,232)	(4,258)	(3,500)	(3,589)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>559</b>	<b>(12,294)</b>	<b>(35,768)</b>	<b>(24,096)</b>	<b>(15,506)</b>
<b>融資活動</b>					
股票發行	661	647	28,921	0	0
銀行貸款變動	2,170	10,223	19,805	479	(2,622)
股息	(1,258)	(1,309)	(3,000)	(3,450)	(4,089)
債券及應付金融融款變動	21,284	38,084	48,993	(874)	4,394
其他	(367)	(2,072)	(3,100)	(2,950)	(2,489)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>22,491</b>	<b>45,573</b>	<b>91,619</b>	<b>(6,795)</b>	<b>(4,806)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>8,605</b>	<b>42,105</b>	<b>79,193</b>	<b>4,797</b>	<b>(7,172)</b>
年初現金及現金等价物	14,264	22,670	64,802	143,993	148,815
外匯差額	(198)	26	(2)	25	15
年末現金及現金等价物	22,670	64,802	143,993	148,815	141,658

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入及其他收益總額占比</b>					
佣金及手續費收入	52.7%	40.2%	38.4%	33.8%	31.9%
利息收入	28.7%	32.5%	33.1%	35.9%	34.0%
投資淨額收益	16.8%	24.1%	23.2%	28.2%	32.6%
其他收入及收益	1.8%	3.1%	5.4%	2.1%	1.5%
<b>總額</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>年增長率</b>					
收入	19.8%	82.3%	81.3%	10.7%	10.8%
收入及其他收益	19.2%	84.9%	85.6%	7.0%	10.1%
經營利潤	31.4%	92.1%	82.2%	4.3%	14.2%
淨利潤	32.8%	91.1%	78.7%	4.4%	14.7%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	180.1%	137.3%	165.8%	163.1%	166.9%
總負債/ 權益比率	45.3%	142.4%	148.8%	133.6%	120.1%
淨負債/ 權益比率	Net cash	17.0%	Net cash	Net cash	3.6%
<b>回報率</b>					
資本回報率	6.7%	11.9%	14.7%	11.4%	11.6%
資產回報率	2.7%	3.0%	3.1%	2.6%	2.8%
<b>每股數據</b>					
每股利潤（人民幣）	0.421	0.804	1.198	1.251	1.435
每股股息（人民幣）	0.120	0.300	0.300	0.350	0.400
每股賬面值（人民幣）	6.417	7.133	10.374	11.615	13.150

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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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。