

华泰证券 (6886 HK, HK\$15.12, 目标价: HK\$15.99, 持有) — 专注为客户创造价值

- ❖ **2016 净利润大幅下跌 41.4%，但派息率大幅上升。**2016 年，华泰证券录得收入和净利润分别下跌 37.5% 和 41.4%，至人民币 246 亿元和人民币 63 亿元。总收入与我们预测基本一致，然而净利润则大幅低于我们的预测 13.7 个百分点。这主要是由于 2016 年公司的佣金手续费支出和利息支出比我们的预测分别高出 29.8% 和 24.5%。然而，在净利润按年大幅下跌的情况下，公司的派息比率仍按年上升 26.6 个百分点达到 57.1%。
- ❖ **经纪业务仍然领先同业。**受市场大环境影响，公司经纪和财富管理部门的收入按年下跌 45.7% 至人民币 156 亿元，总收入占比也从 2015 年的 72.5% 下降至 2016 年的 63.2%。但是，公司人民币 24.5 万亿元的股基成交金额仍然连续三年排名市场第一，同时市场份额也较 2015 年上升 0.6 个百分点达到 8.9%。根据我们的测算，公司平均股基佣金率按年下跌 21.2% 至万分之 3.13。2016 年，公司大力调整经纪业务，其中零售经纪人员支出按年下跌约 60.0%。展望未来，依托公司零售经纪业务的先发优势，我们认为公司的经纪业务的领先地位将持续保持，同时佣金下降空间有限。未来，零售经纪业务的发展重点将集中在成本管控以及持续为客户提供更多附加值这两方面。
- ❖ **收入结构更加均衡，业务收入具备新引擎。**虽然经纪和财富管理业务收入占比 2016 年录得下降，但是公司投资银行业务和资产管理业务录得上升，这在一定程度上抵消了经纪业务不景气带来的影响。2016 年，公司投资银行业务收入按年上升了 31.7% 至人民币 25 亿元，总收入占比也按年上升 5.4 个百分点至 10.2%。与此同时，公司为中国上市企业提供并购服务的总交易数量连续 5 年排名行业第一，彰显了其不断提升的投资银行能力。与此同时，资产管理业务收入按年上升 26.7% 至人民币 32 亿元，证券公司资管规模也按年上升 43.8% 至人民币 8,333 亿元，总收入占比则从 2015 年的 6.3% 上升至 2016 年的 12.9%。展望未来，扎根经纪业务是公司持续坚持的主要方向，同时我们也预测公司的收入结构将会持续优化。
- ❖ **2016 年 3.58 倍杠杆明显高于行业平均水平。**2016 年末，公司的杠杆率达到 3.58 倍，相较行业 2.7 倍的平均杠杆率高出 0.88 倍。我们认为较高的财务杠杆率与公司的业务结构有很大的关系，尤其是规模较大的资本中介业务。与此同时，利息支出占总收入的比重也按年上升了 2.1 个百分点至 21.9%。由于市场成交气氛的不断改善，我们预测公司 2017 年的杠杆率仍将小幅上升至 3.87 倍。但是，随着公司业务结构的不断优化，我们预测公司 2018 年和 2019 年的财务杠杆率将小幅下降至 3.67 倍和 3.61 倍。
- ❖ **目标价 15.99 港元。**公司现时的股价相当于 2017 年预测市帐率的 1.06 倍。我们给予公司的最新目标价为 15.99 港元，相当于公司 2017 年预测市帐率的 1.12 倍，同时也是可比同业 2017 年的平均预测市帐率。维持**持有**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	39,416	24,632	30,574	35,485	42,646
净利润 (百万人民币)	10,697	6,271	9,271	10,889	13,843
每股收益 (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)	8.16	15.33	10.37	8.83	6.95
市帐率 (x)	1.19	1.14	1.06	0.97	0.87
股息率 (%)	3.73	3.73	3.38	3.96	5.04
权益收益率 (%)	17.5	7.6	10.6	11.5	13.2
杠杆率 (x)	3.93	3.58	3.87	3.67	3.61

来源: 公司及招银国际研究部

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

华泰证券(6886 HK)

评级	持有
收市价	HK\$15.12
目标价	HK\$15.99
市值 (港币百万)	129,169
过去 3 月平均交易 (港币百万)	76.47
52 周高/低 (港币)	19.2/14.52
发行股数 (百万)	7,162.8
主要股东 (港股) 全国社保基金 (9.24%)	

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-3.5%	-5.8%
3 月	3.2%	-6.5%
6 月	-4.9%	-7.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

收入	38,851	24,264	30,199	35,091	42,232
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
收入及其他收益总额	39,416	24,632	30,574	35,485	42,646
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
支出总额	(25,572)	(16,492)	(18,570)	(21,321)	(24,458)
经营利润	13,843	8,139	12,004	14,164	18,187
所占联营企业和合营企业的业绩	420	454	635	710	711
所得税前利润	14,263	8,593	12,639	14,874	18,898
所得税费用	(3,466)	(2,074)	(3,033)	(3,570)	(4,536)
年度利润	10,798	6,519	9,606	11,304	14,363
少数股东权益	(101)	(249)	(335)	(415)	(520)
净利润	10,697	6,271	9,271	10,889	13,843

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	67,432	56,605	61,097	67,155	73,713
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	91,540	88,008	97,857
其他	0	0	0	3,621	9,246
总流动资产	407,811	335,533	391,071	412,134	454,006
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
总非流动资产	44,804	65,917	69,468	72,108	74,795
总资产	452,615	401,450	460,538	484,242	528,802
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
递延所得税负债	352	2,562	154	154	154
卖出回购金融负债	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
总非流动负债	91,201	82,662	104,643	114,626	127,636
总负债	371,086	315,790	368,324	383,572	417,226
股东总权益	80,785	84,357	90,769	99,156	109,949
少数股东权益	744	1,303	1,445	1,514	1,627
总权益	81,529	85,660	92,214	100,670	111,576

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	14,263	8,593	12,639	14,874	18,898
折旧及分摊	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)
经营活动所得现金净额	(46,418)	22,020	22,904	(10,574)	1,633
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	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)
融资活动所得现金净额	53,833	(5,010)	16,845	5,192	6,181
现金增加净额	(13,707)	12,548	35,115	(9,235)	3,967
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
年末现金及现金等价物	18,595.8	31,651.6	66,781.9	57,562.3	61,545.7

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	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%	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%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
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%
资产负债比率					
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%
回报率					
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%
每股数据					
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

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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。