

## 華泰證券 (6886 HK)

### 投資收益帶動 1Q18 業績超預期增長

- ❖ **1Q18 純利按年增長 43.1%**。2018 年第一季度華泰證券業績表現搶眼，在市場波動、同業同期業績普遍倒退情況下，公司純利超預期增長至 19 億元人民幣，按年增幅 43.1%。中國會計準則下經營收入按年增長 13.3%，至 43 億元人民幣，在各板塊收入較穩定的基礎上，投資收益成為營收增長的主要拉動力。同時，經營成本的控制推動了純利的提升。
- ❖ **市況波動下，投資表現依然穩健**。2018 年一季度公司投資收益的增長，主要得益於其投資的江蘇銀行會計處理的變更，令對聯營企業和合營企業的投資收益按年增長 4 倍，至 5.8 億元人民幣。撇除該因素後，華泰證券首季總體自營投資收益達到 8.7 億元人民幣，按年微降 1.0%，在期內市場波動幅度較大的情況下，華泰顯示出了穩健的投資能力。
- ❖ **經紀業務保持領先，平台優勢凸顯**。2018 年首季，華泰證券的證券經紀業務手續費淨收入按年下跌 7.0%，不過，佣金率在我們測算下較去年全年小幅回升至萬分之 2.2。我們認為佣金率再持續下跌的空間較為有限。一季度華泰的股票基金成交額市占率達到 7.71%，環比下降 0.23 個百分點，但仍較第二名高出 2.48 個百分點，領先優勢穩固。此外，在兩融業務上，公司自去年二季度後也持續坐穩行業排名第二，一季度末兩融餘額 567 億元人民幣，市占率 5.67%。華泰證券一直以來在財富管理業務上的優勢得益於其較同業更具前瞻性的轉型策略。2017 年，公司的移動端 APP “漲樂財富通” 平均月活用戶超過 580 萬，長期位列同業首位。公司完成收購之後的 AssetMark 2017 年在管理資產規模上也取得了理想的增長，年末 AUM 達到 424 億美元，按年增長 31.5%，在美國市場的市占率為 9.5%，市場排名第三。華泰還將進一步推動財富管理業務的轉型，包括強化投資顧問隊伍建設，為客戶提供更專業化的服務，以及加強對金融科技的投入和應用。此外，未來我們期待國內與國外兩個平台產生更多協同效應，令華泰證券在該業務領域的領先優勢進一步夯實。
- ❖ **2018 年首季股權融資表現搶眼**。期內，華泰證券投行業務手續費及佣金淨收入按年增長 4.2%，我們相信主要是由股權承銷業務的強勁表現所帶動。今年首季，華泰證券的 IPO 主承銷金額及再融資主承銷金額分別列行業第三及第一位。展望今年，公司後續仍有一定的項目儲備，同時在政策推動和鼓勵直接融資的大背景下，將有望保持良好的發展勢頭。
- ❖ **目標價 19.4 港元**。今年 3 月，證監會批准了華泰證券非公開發行不超過 11 億股 A 股的方案，此前預計集資額不超過 255 億元；儘管基於近期股價表現，融資額或將調整，但仍將增強公司的資本實力，並有望帶來有協同效應的戰略投資者。基於對主要市場假設的調整，我們將華泰證券 2018 年/2019 年純利預測下調至 80 億元人民幣及 89 億元人民幣。華泰證券現時的股價相當於 2018 年預測市帳率 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 1.15 倍，同時也是可比同業 2018 年預測市帳率的平均水平加一個標準差，以體現華泰證券在財富管理業務上的領先地位。**維持買入評級。**

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	39,416	24,632	31,323	30,582	33,208
淨利潤 (百萬元人民幣)	10,697	6,271	9,277	8,037	8,934
每股收益 (元人民幣)	1.65	0.88	1.30	1.04	1.08
每股收益變動 (%)	105.37	(46.79)	47.94	(19.48)	3.82
市盈率 (x)	7.68	14.43	9.76	12.12	11.67
市帳率 (x)	1.12	1.07	1.04	0.92	0.87
股息率 (%)	3.96	3.96	0.00	2.89	3.00
權益收益率 (%)	17.5	7.6	10.8	8.0	7.7
槓桿率 (%)	3.9	3.6	3.6	3.1	3.1

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

#### 買入 (維持)

目標價	HK\$19.4
(此前目標價)	HK\$18.8)
潛在升幅	+24.4%
當前股價	HK\$15.60

#### 隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

#### 文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

中國證券業

市值(百萬港元)	154,087
3 月平均流通量 (百萬港元)	113.11
52 周內股價高/低 (港元)	19.48/14.04
總股本(百萬)	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	8.28%
BlackRock, Inc.	6.48%

資料來源：HKEx

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.9%	3.5%
3-月	-7.6%	-0.7%
6-月	-6.3%	-11.9%

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](http://www.htsc.com.cn)

**利潤表**

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>38,851</b>	<b>24,264</b>	<b>29,578</b>	<b>28,801</b>	<b>31,392</b>
佣金及手续费收入	20,200	11,410	12,926	13,627	14,841
利息收入	11,894	8,878	9,349	9,982	10,805
投资净额收益	6,757	3,976	7,302	5,192	5,745
其他收入及收益	564	368	1,746	1,781	1,816
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>39,416</b>	<b>24,632</b>	<b>31,323</b>	<b>30,582</b>	<b>33,208</b>
佣金及手续费支出	(5,676)	(2,562)	(4,244)	(4,551)	(5,046)
利息支出	(7,812)	(5,393)	(5,749)	(6,991)	(7,311)
雇员成本	(8,141)	(5,648)	(7,030)	(6,728)	(7,306)
折旧及摊销	(333)	(409)	(566)	(553)	(612)
营业税及附加费	(1,723)	(451)	(152)	(153)	(166)
其他营业支出	(1,815)	(2,066)	(2,277)	(2,232)	(2,391)
减值损失	(73)	37	(259)	46	67
<b>支出总额</b>	<b>(25,572)</b>	<b>(16,492)</b>	<b>(20,279)</b>	<b>(21,163)</b>	<b>(22,765)</b>
<b>经营利润</b>	<b>13,843</b>	<b>8,139</b>	<b>11,045</b>	<b>9,419</b>	<b>10,444</b>
所占联营企业和合营企业的业绩	420	454	540	635	725
<b>所得税前利润</b>	<b>14,263</b>	<b>8,593</b>	<b>11,585</b>	<b>10,054</b>	<b>11,169</b>
所得税费用	(3,466)	(2,074)	(2,177)	(1,860)	(2,055)
<b>年度利润</b>	<b>10,798</b>	<b>6,519</b>	<b>9,408</b>	<b>8,194</b>	<b>9,114</b>
少数股东权益	(101)	(249)	(131)	(157)	(180)
<b>净利润</b>	<b>10,697</b>	<b>6,271</b>	<b>9,277</b>	<b>8,037</b>	<b>8,934</b>

来源：公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
现金及公司银行结余	36,707	45,230	27,026	33,294	37,918
代经纪客户持有现金	131,945	94,569	65,304	67,263	70,626
结算备付金	2,552	1,229	1,147	1,033	991
融资客户垫款	67,432	56,605	59,991	68,346	71,072
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	131,238	83,107	84,550	87,035	91,700
买入返售金融资产	25,635	46,331	61,805	73,353	79,725
可供出售金融资产	38,119	43,737	44,583	46,600	50,922
联营及合营企业权益	2,674	3,377	8,896	9,963	10,731
商誉	51	2,091	1,972	2,011	2,071
递延所得税资产	213	556	473	425	447
其他	16,051	24,618	25,735	29,121	32,536
<b>总资产</b>	<b>452,615</b>	<b>401,450</b>	<b>381,483</b>	<b>418,443</b>	<b>448,739</b>
银行借款、债务工具及债券	74,598	77,929	103,854	100,921	104,377
拆入资金	3,000	6,650	7,030	9,139	11,698
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	21,428	27,920	14,381	13,662	14,482
卖出回购金融资产款	33,192	19,463	24,922	25,031	25,055
应付经纪业务客户账款	128,367	92,729	67,336	69,736	73,223
延迟所得税负债	352	2,562	1,931	2,028	2,129
其他	110,148	88,537	73,438	83,741	96,971
<b>总负债</b>	<b>371,086</b>	<b>315,790</b>	<b>292,893</b>	<b>304,258</b>	<b>327,935</b>
<b>股东总权益</b>	<b>80,785</b>	<b>84,357</b>	<b>87,336</b>	<b>112,863</b>	<b>119,351</b>
少数股东权益	744	1,303	1,254	1,322	1,453
<b>总权益</b>	<b>81,529</b>	<b>85,660</b>	<b>88,590</b>	<b>114,185</b>	<b>120,804</b>

来源：公司及招銀國際研究部預測

**主要比率**

年结：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>收入及其他收益总额占比</b>					
佣金及手续费收入	51.2%	46.3%	41.3%	44.6%	44.7%
利息收入	30.2%	36.0%	29.8%	32.6%	32.5%
投资净额收益	17.1%	16.1%	23.3%	17.0%	17.3%
其他收入及收益	1.4%	1.5%	5.6%	5.8%	5.5%
<b>总额</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>增长</b>					
收入增长	148.1%	-37.5%	21.9%	-2.6%	9.0%
收入及其他收益增长	146.7%	-37.5%	27.2%	-2.4%	8.6%
经营利润增长	145.9%	-41.2%	35.7%	-14.7%	10.9%
净利润增长	138.4%	-41.4%	47.9%	-13.4%	11.2%
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	122.0%	127.1%	130.2%	137.5%	136.8%
总负债/ 权益比率	137.1%	123.3%	155.5%	119.7%	118.2%
净负债/ 权益比率	117.3%	94.2%	126.0%	93.9%	91.0%
<b>回报率</b>					
资本回报率	17.52%	7.59%	10.81%	8.03%	7.69%
资产回报率	2.95%	1.47%	2.37%	2.01%	2.06%
<b>每股数据</b>					
每股利润 (元人民币)	1.65	0.88	1.30	1.04	1.08
每股股息 (元人民币)	0.50	0.50	0.00	0.36	0.38
每股账面值 (元人民币)	11.28	11.78	12.19	13.68	14.46

来源：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。