

## 海通国际 [0665.HK]

### 2017业绩点评：产品线进一步强化，为未来增长铺路

海通国际公布2017年净利润30亿港元，同比大升80%，符合盈利预喜中的指引。期内投资表现十分强劲，净投资收益同比增长88%至30亿港元。期内，资产管理业务和债券资本市场业务均表现良好，收入分别增长87%和203%。同时，公司继续加强场内交易产品和场外交易产品，料将支持未来几年财富管理和机构业务的增长。公司的估值十分吸引，2018年市盈率为8.44倍，2018年市净率为1.03倍，股息收益率超过5%。我们重申买入评级。同时我们将18财年每股盈利预测下调约5%，因为我们因应2月的市况波动对投资收益做出较保守的预测。我们的戈登增长模型目标价从6.94港元略为下调至6.70港元（假设中期股本回报率为12%）。

#### 投资亮点

- **投资收益表现强劲。**公司2017年投资收益强劲增长（同比增长88%），成为了2017年业绩的主要增长动力之一。由于去年市场环境向好，公司在基金中基金（FOF）、私募股权和其他产品方面的投资取得佳绩。其与机构业务和财富管理业务的协同效应也推动了投资收益。未来，公司将更聚焦中国、美国等地的医药及高科技行业。
- **孖展融资余额在今年恢复增长。**为控制风险并改善股票组合，海通国际的孖展融资余额同比下降21%至164亿港元。因此，孖展融资业务的利息收入同比下降16%至13亿港元。管理层认为，调整过程已基本完成，而孖展融资余额今年有可能恢复增长，公司给予孖展融资的股份将主要为素质较佳的大盘股。公司预期，香港财务报告准则第九号的采纳对公司财务的影响有限。
- **扩大海外投行业务。**公司去年的债券资本市场业务收入同比增长203%至2.92亿港元，而股权资本市场业务收入则同比下滑48%至1.97亿港元。公司于2017年底从母公司收购了海通银行的美国 and 英国业务。管理层认为，此次收购节省了大量建设平台的时间，并使公司能够在美国积极开展IPO和股票承销业务。未来，公司投行业务的竞争力将得到加强，因为它可以为其IPO客户提供更多的上市地点选择，而非仅仅是香港。
- **资管业务规模庞大。**在去年，海通国际的资管业务资产管理规模同比增长18%至660亿港元。相信该行是本港资产管理规模最大的中资投行之一。由于市场表现强劲，去年该业务收入同比增长87%至3.29亿港元。公司的产品线完善，覆盖股票基金、债券基金、混合基金、强积金等多个产品，我们预计其资管业务可藉此在未来几年保持稳定增长。
- **经纪业务：转型为理财业务。**为更有效管理客户及提供更佳的服务，公司已将客户分为两大类，即高净值客户和主要通过互联网下单的客户。公司已从国际私人银行招募人才，为高端客户提供全面的理财服务。海通国际在资管业务和机构业务方面的强大实力，使公司能够为客户提供广泛类型的产品。

截至12月底止年度	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入（百万港元）	5,806	5,351	7,195	8,084	9,456
净利润率（百万港元）	2,510	1,680	3,029	3,314	4,050
经调整净利润率	58%	45%	58%	56%	59%
每股收益（港仙）	60.7	31.2	55.8	61.2	73.6
同比变动	88%	-49%	79%	10%	20%
市盈率（倍）	8.30	16.25	9.09	8.44	7.01
市净率（倍）	1.31	1.23	1.09	1.03	0.92
平均净资产收益率（%）	17.1%	7.8%	12.7%	12.5%	13.8%
平均资产收益率（%）	3.6%	1.5%	2.3%	2.3%	2.4%

来源：公司，中国银河国际证券研究部预测

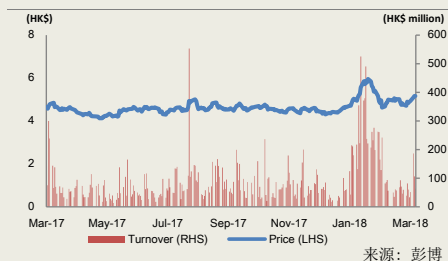
### 香港证券业

## 买入

收盘价：5.16港元（2018年3月14日）

目标价：6.70港元（+29.8%）

#### 股价表现



市值	36.20亿美元
发行在外股数	55.01亿股
核数师	Deloitte
自由流通量	37.36%
52周交易区间	4.11-6.16港元
三个月日均成交量	1,764万美国
主要股东	海通证券(60.9%)

来源：公司，彭博

王志文—研究部主管

(852) 3698 6317

cmwong@chinastock.com.hk

刘彦麟—分析员

(852) 3698 6393

marklau@chinastock.com.hk

## 主要财务指标（海通国际）

### 损益表

（除每股数据外，金额单位为千港元）

截至12月31日止年度	2015	2016	2017	2018E	2019E
经纪业务	1,031,158	644,804	700,062	964,455	1,157,293
孖展融资	1,272,095	1,567,890	1,313,537	1,313,130	1,571,904
企业融资	841,652	903,409	984,593	1,189,798	1,467,163
资产管理	148,463	175,949	328,920	390,225	442,497
杠杆及并购融资	520,305	450,373	839,295	1,195,301	1,494,127
投资及做市业务	1,991,841	1,608,392	3,028,614	3,031,179	3,322,650
<b>收入</b>	<b>5,805,514</b>	<b>5,350,817</b>	<b>7,195,021</b>	<b>8,084,089</b>	<b>9,455,634</b>
其他收入	9,791	6,899	(92,986)	6,000	6,000
<b>经营开支</b>					
雇员成本	913,361	814,234	1,148,974	1,379,986	1,540,000
客户主任佣金	408,285	245,564	288,467	405,071	486,063
折旧	32,250	39,980	62,616	62,375	56,119
其他经营开支	384,930	841,991	840,835	870,000	900,000
财务成本	1,036,569	1,395,816	1,659,631	1,801,005	2,086,653
	(53,522)	(27,658)	470,727	350,000	400,000
<b>经营利润</b>	<b>2,986,388</b>	<b>1,992,473</b>	<b>3,572,239</b>	<b>3,921,652</b>	<b>4,792,799</b>
所得税开支	476,336	312,248	543,551	607,856	742,884
非控制性权益	-	-	-	-	-
<b>收入净额</b>	<b>2,510,052</b>	<b>1,680,225</b>	<b>3,028,688</b>	<b>3,313,796</b>	<b>4,049,915</b>
<b>每股收益（港元）</b>					
基本	62.2	31.8	56.8	61.2	73.6
稀释	60.7	31.2	55.8	61.2	73.6
<b>每股派息（港元）</b>	<b>0.23</b>	<b>0.16</b>	<b>0.28</b>	<b>0.31</b>	<b>0.37</b>
派息率	37%	49%	49%	50%	50%
股息收益率	4.5%	3.0%	5.4%	5.9%	7.1%
<b>收入明细（%）</b>					
经纪业务	18%	12%	10%	12%	12%
孖展融资	22%	29%	18%	16%	17%
企业融资	14%	17%	14%	15%	16%
资产管理	3%	3%	5%	5%	5%
杠杆及并购融资	9%	8%	12%	15%	16%
投资及做市业务	34%	30%	42%	37%	35%
<b>增长率（同比）：</b>					
经纪业务	85%	-37%	9%	38%	20%
孖展融资	104%	23%	-16%	0%	20%
企业融资	112%	7%	9%	21%	23%
资产管理	20%	19%	87%	19%	13%
杠杆及并购融资	24%	-13%	86%	42%	25%
投资及做市业务	237%	-19%	88%	0%	10%
总收入	114%	-8%	34%	12%	17%
经营利润	146%	-33%	79%	10%	22%
净利润	147%	-33%	80%	9%	22%
每股收益增长	88%	-49%	79%	10%	20%
<b>利润率及财务比率：</b>					
经调整经营利润率	68%	54%	68%	67%	70%
经调整净利润率	58%	45%	58%	56%	59%
实际税率	16%	16%	15%	16%	16%
成本收入比	47%	62%	55%	55%	53%
雇员成本收入比	16%	15%	16%	17%	16%
港交所日均成交量（百万港元）	105,630	66,280	88,200	135,000	170,000
孖展额（百万港元）	18,886	20,817	16,369	19,362	22,555

\*经调整经营利润率=经营利润/(收入-佣金及利息开支)

\*经调整净利润率=净利润/(收入-佣金及利息开支)

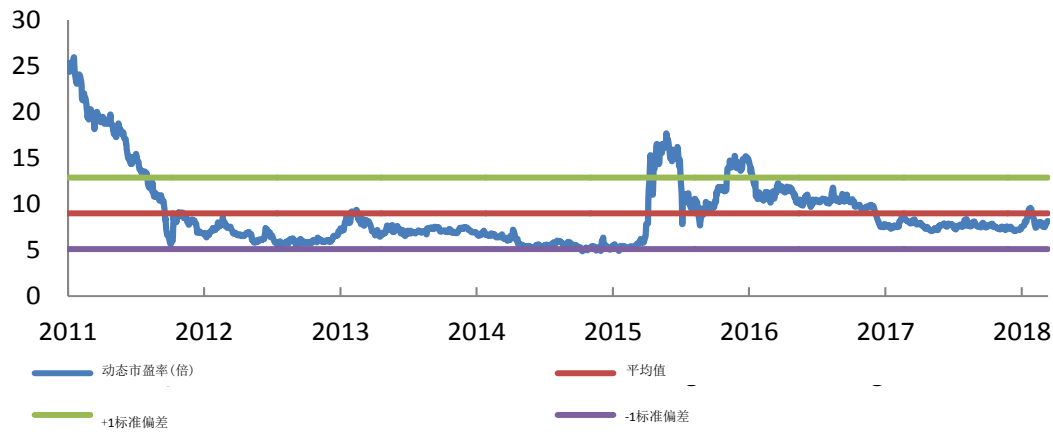
## 主要财务指标

### 资产负债表

(除每股数据外, 金额单位为千港元)

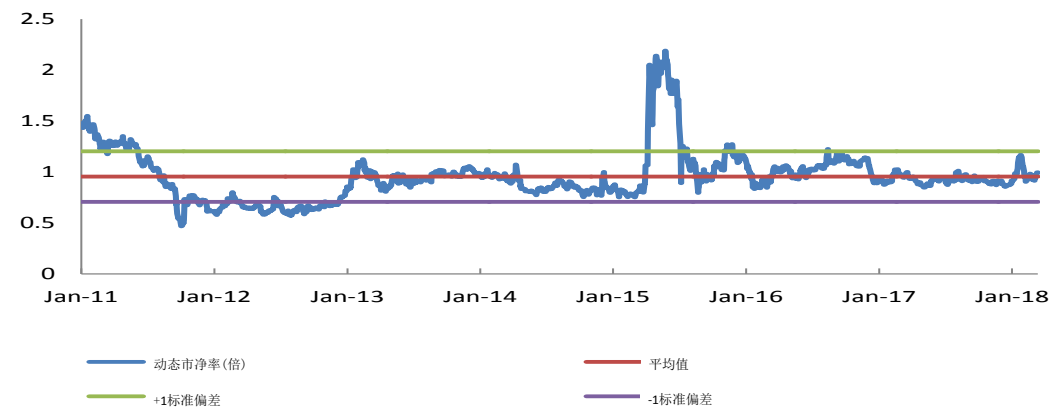
截至12月31日止年度	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
<b>非流动资产</b>	<b>4,230,761</b>	<b>14,348,605</b>	<b>22,972,273</b>	<b>19,060,740</b>	<b>22,127,741</b>	<b>25,505,402</b>
指定按公允价值计入损益的财务资产	-	5,705,699	-	1,139,283	-	-
可供出售投资	471,083	6,253,682	17,846,297	8,104,311	10,500,000	12,000,000
其他	3,759,678	2,389,224	5,125,976	9,817,146	11,627,741	13,505,402
<b>流动资产</b>	<b>43,929,212</b>	<b>77,570,395</b>	<b>108,532,975</b>	<b>111,163,098</b>	<b>131,018,054</b>	<b>157,140,710</b>
给予客户的孖展融资	9,619,965	18,879,155	20,817,335	16,369,217	19,652,658	22,893,553
其他贷款及应收款项	1,819,200	3,550,880	8,083,096	10,815,851	13,687,348	17,310,226
应收账款	4,495,624	3,820,611	5,113,753	5,946,394	7,275,680	8,510,071
按公允价值计入损益的金融资产	9,962,803	18,257,597	25,252,697	37,908,459	43,100,000	49,100,000
指定按公允价值计入损益的财务资产	2,485,154	6,154,656	16,742,585	11,140,369	14,500,000	19,000,000
代客户持有的现金	11,668,936	18,265,360	20,186,813	19,768,481	23,847,075	30,612,750
现金及现金等值物	3,236,317	6,405,963	7,171,169	4,536,816	3,322,004	3,222,012
其他	641,213	2,236,173	5,165,527	4,677,511	5,643,288	6,492,098
<b>其他</b>	<b>48,159,973</b>	<b>91,919,000</b>	<b>131,505,248</b>	<b>130,223,838</b>	<b>153,145,794</b>	<b>182,646,112</b>
<b>非流动负债</b>	<b>6,994,275</b>	<b>14,939,548</b>	<b>14,790,690</b>	<b>15,878,176</b>	<b>19,260,965</b>	<b>21,763,965</b>
不可赎回债券	4,580,804	9,937,201	9,973,074	-	14,000,000	16,500,000
指定按公允价值计入损益的财务资产	620,000	4,225,698	18,443	852,245	852,245	852,245
其他	1,793,471	776,649	4,799,173	15,025,931	4,408,720	4,411,720
<b>流动资产</b>	<b>32,569,196</b>	<b>56,150,666</b>	<b>94,265,534</b>	<b>88,977,783</b>	<b>106,193,310</b>	<b>129,981,722</b>
应付账款	15,630,644	20,945,837	28,240,926	26,469,683	32,193,551	41,327,213
按公允价值计入损益的金融资产	326,072	957,979	3,143,726	4,604,688	6,264,198	7,830,248
指定按公允价值计入损益的财务资产	1,645,886	3,263,051	14,216,393	11,284,590	13,000,000	15,000,000
贷款及其他借贷	12,741,730	20,124,598	33,626,574	30,755,297	35,100,000	42,100,000
根据回购协议出售的财务资产	1,189,696	7,028,919	9,586,163	11,307,114	12,437,825	14,925,390
其他	1,035,168	3,830,282	(69,526,095)	4,556,411	7,197,734	8,798,871
<b>总负债</b>	<b>39,563,471</b>	<b>71,090,214</b>	<b>109,056,224</b>	<b>104,855,959</b>	<b>125,454,275</b>	<b>151,745,687</b>
<b>资本及储备</b>	<b>8,596,502</b>	<b>20,828,786</b>	<b>22,449,024</b>	<b>25,367,879</b>	<b>27,691,520</b>	<b>30,900,425</b>
股本及股本溢价	218,440	528,992	533,653	550,086	550,086	550,086
保留溢利	8,039,480	20,088,197	21,488,448	23,827,638	26,300,423	29,337,860
拟派末期股息	338,582	211,597	426,923	990,155	841,010	1,012,479
<b>总股本</b>	<b>8,596,502</b>	<b>20,828,786</b>	<b>22,449,024</b>	<b>25,367,879</b>	<b>27,691,520</b>	<b>30,900,425</b>
<b>财务比率:</b>						
市盈率(倍)	13.78	8.30	16.25	9.09	8.44	7.01
市净率(倍)	1.97	1.31	1.23	1.09	1.03	0.92
市净率(倍)	2.6	3.9	4.2	4.8	5.0	5.6
每股账面值(港元)	15.1%	17.1%	7.8%	12.7%	12.5%	13.8%
平均净资产收益率	2.6%	3.6%	1.5%	2.3%	2.3%	2.4%
平均资产收益率						
<b>杜邦分析法(占资产总额比例)</b>						
经纪业务	1.4%	1.5%	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%
孖展融资	1.6%	1.8%	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%
企业融资	1.0%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
资产管理	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
投资及做市	1.1%	0.7%	0.4%	0.6%	0.8%	0.9%
收入	1.5%	2.8%	1.4%	2.3%	2.1%	2.0%
经营开支	7.0%	8.3%	4.8%	5.5%	5.7%	5.6%
经营利润	-4.0%	-4.0%	-3.0%	-3.1%	-3.2%	-3.0%
所得税开支	3.1%	4.3%	1.8%	2.7%	2.8%	2.9%
收入净额	-0.5%	-0.7%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
杠杆[总资产/股本]	2.6%	3.6%	1.5%	2.3%	2.3%	2.4%
净杠杆比率[(总资产-应付客户帐款)/股本]	5.74	4.76	5.16	5.47	5.34	5.73
平均净资产收益率	3.96	3.47	4.75	4.13	4.41	4.62
平均资产收益率	15.1%	17.1%	7.8%	12.7%	12.5%	13.8%

图1: 六年期市盈率



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

图2: 六年期市净率



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888