

## 廣發證券(1776 HK, HK\$14.8, 目標價: HK\$14.3, 持有) — 公司業務範圍欠多元化

- ❖ **領先的一站式金融服務提供者。**廣發證券成立於1993年並且於2010年在A股上市。廣發證券有一隊具有前瞻性且高效率的管理團隊，同時目前也是非國有控股的最大券商。截止2014年，以淨資產和總資產作為衡量標準，廣發證券分別排名第三位和第四位。廣發證券以優質的中小企業客戶和高淨值客戶作為目標客戶，同時組建的投行團隊和資管團隊也處於行業內領先地位。我們認為公司未來仍將受惠於中國資本市場的不斷改革和創新。
- ❖ **投資管理業務預計將成為公司新的增長點。**廣發證券的業務包括四大板塊：1) 投資銀行業務；2) 財富管理業務；3) 自營以及機構銷售業務；4) 投資管理業務。在2014年，四大業務板塊分別占公司總收入的11.0%、53.8%、21.1%和11.2%。我們預計財富管理業務在未來仍將是占公司收入最大比例的業務板塊，同時投資管理業務將會成為公司新的增長點。
- ❖ **預計未來兩年淨利潤增長將會下降。**公司的總收入在2013年和2014年分別增長了28.2%和73.2%達到人民幣93億元和人民幣162億元。收入的大幅增長主要是由於股票和基金成交量的上升以及兩融業務的快速。廣發證券公佈了2015上半年的業績快報，其中經營收入和淨利潤分別按年增長了325.4%和401.9%達到人民幣197億元和人民幣84億元。我們預測廣發證券2015年的總收入將按年增長82.4%至人民幣295億元。我們同時也預測公司2016年和2017年的收入增長將分別放緩至18.4%和17.5%。這主要是由於2015年的基數較高同時我們認為A股的未來波動以及不確定性仍然很大。
- ❖ **首次覆蓋給與目標價港幣14.3元。**我們2015-17年淨利潤預測分別為人民幣130億、人民幣137億及人民幣149億，年複合增長率為6.86%。公司現時的股價相當於2015年預測市淨率的1.2x。由於公司業務主要集中在A股市場且我們認為A股市場仍然比較震盪，首次覆蓋給與目標價港幣14.3元，相當於2015財年預測市淨率的1.2x，同時也是同業公司過去三年的平均市淨率減去一個標準差。首次覆蓋給與持有評級。

### 廣發證券 (1776 HK)

評級	持有
收市價	HK\$14.8
目標價	HK\$14.3
市值(港幣百萬)	163,891
過去3月平均交易(港幣百萬)	336
52周高/低(港幣)	26.9/9.9
發行股數(百萬)	7,620
主要股東(H股)	Fubon financial(9.22%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1月	-12.7%	-11.5%
3月	-40.4%	-33.5%
6月	N/A	N/A

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)	9,332	16,163	29,482	34,907	41,006
淨利潤(百萬人民幣)	2,813	5,023	13,031	13,677	14,879
每股收益(人民幣)	0.48	0.85	1.81	1.79	1.95
每股收益變動(%)	28.34	78.58	113.47	(0.91)	8.79
市盈率(x)	25.4	14.2	6.7	6.7	6.2
市淨率(x)	2.1	1.8	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	1.7	1.7	5.0	5.4	5.4
權益收益率(%)	8.3	13.5	22.9	17.4	16.8
淨財務杠杆率(%)	59.6	108.0	124.8	143.4	122.1

來源: 公司, 招銀國際證券預測

**利潤表**

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入</b>	<b>9,274</b>	<b>16,147</b>	<b>29,462</b>	<b>34,887</b>	<b>40,985</b>
佣金及手续费收入	4,399	8,217	14,836	18,542	23,177
利息收入	2,349	4,325	8,216	9,271	10,853
投资净额收益	2,525	3,605	6,410	7,075	6,955
其他收入及收益	58	17	20	20	21
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>9,332</b>	<b>16,163</b>	<b>29,482</b>	<b>34,907</b>	<b>41,006</b>
折旧及摊销	(247)	(257)	(271)	(310)	(335)
雇员成本	(2,948)	(4,346)	(6,200)	(8,200)	(9,800)
佣金及手续费支出	(106)	(241)	(400)	(600)	(700)
利息支出	(1,379)	(2,758)	(3,600)	(5,200)	(6,600)
其他经营支出	(1,452)	(2,100)	(3,250)	(3,450)	(4,200)
减值损失	(117)	(150)	(250)	(200)	(280)
支出总额	(6,248)	(9,852)	(13,971)	(17,960)	(21,915)
所占联营企业和合营企业的业绩	393	337	420	495	513
<b>所得税前利润</b>	<b>3,477</b>	<b>6,649</b>	<b>15,931</b>	<b>17,442</b>	<b>19,604</b>
所得税费用	(665)	(1,503)	(2,500)	(3,230)	(4,100)
<b>年度利润</b>	<b>2,813</b>	<b>5,146</b>	<b>13,431</b>	<b>14,212</b>	<b>15,504</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>123</b>	<b>400</b>	<b>535</b>	<b>625</b>
<b>净利润</b>	<b>2,813</b>	<b>5,023</b>	<b>13,031</b>	<b>13,677</b>	<b>14,879</b>

來源：公司、招銀國際證券預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>融资客户垫款</b>	<b>20,491</b>	<b>64,696</b>	<b>130,000</b>	<b>165,000</b>	<b>174,000</b>
应收账款	323	1,267	4,200	6,000	7,850
其他应收款项及预付款项	1,516	1,893	2,200	2,650	2,856
可供出售金融资产	19,690	32,300	40,000	44,000	45,000
应收款项类投资	50	403	1,250	2,000	2,800
买入返售金融资产	3,375	11,801	13,589	16,000	15,000
以公允价值计量的金融资产	23,610	26,937	30,000	32,000	32,500
衍生金融资产	57	91	110	130	168
交易所及其他机构保证金	2,582	3,030	5,000	7,850	8,952
公司结算备付金	482	770	1,300	1,500	1,750
客户结算备付金	5,174	21,855	38,000	30,782	33,589
质押及受限银行存款	550	401	800	1,000	1,250
公司银行结余	6,147	18,203	4,393	14,471	49,487
带客持有现金	25,227	48,996	63,890	72,580	79,350
其他	26	1,018	890	3,000	2,589
<b>总流动资产</b>	<b>109,300</b>	<b>233,661</b>	<b>335,622</b>	<b>398,963</b>	<b>457,141</b>
物业及设备	1,043	1,287	1,350	1,390	1,500
预付租赁款	337	327	410	450	510
投资物业	29	27	27	27	27
商誉	2	2	2	2	2
对联营以及合营企业的投资	2,350	1,584	2,580	3,590	4,520
可供出售金融资产	1,914	2,110	6,000	7,000	7,995
应收款项类投资	271	206	190	200	210
买入返售金融资产	1,451	432	589	621	850
质押及受限银行存款	80	80	100	110	125
延迟税项资产	416	230	315	300	356
其他	101	153	198	130	175
<b>总非流动资产</b>	<b>7,992</b>	<b>6,439</b>	<b>11,761</b>	<b>13,820</b>	<b>16,270</b>
<b>总资产</b>	<b>117,292</b>	<b>240,100</b>	<b>347,383</b>	<b>412,783</b>	<b>473,411</b>
卖出回购金融资产款	444	1,286	5,000	7,800	9,300
应付短期融资款	9,044	29,537	35,900	42,589	50,000
拆入资金	5,300	1,123	1,000	1,450	2,000
应付经纪业务客户账款	31,609	71,466	93,000	100,000	110,000
应付雇员成本	1,666	3,202	3,560	4,560	5,000
其他应付款项	2,151	2,714	3,250	3,752	4,256
当期税项负债	399	1,081	1,700	2,500	3,689
卖出回购金融资产款	19,400	50,718	63,000	72,890	80,000
其他应付款项	497	4,404	5,102	5,412	5,643
<b>总流动负债</b>	<b>70,512</b>	<b>165,530</b>	<b>211,512</b>	<b>240,953</b>	<b>269,888</b>
卖出回购金融资产款	0	4,050	4,500	4,320	5,000
延迟税项负债	58	112	135	160	230
应付债券	11,980	26,031	50,000	75,800	95,360
长期借款	0	3,000	5,000	6,100	7,000
<b>总非流动负债</b>	<b>12,038</b>	<b>33,192</b>	<b>59,635</b>	<b>86,380</b>	<b>107,590</b>
<b>总负债</b>	<b>82,549</b>	<b>198,722</b>	<b>271,147</b>	<b>327,333</b>	<b>377,478</b>
<b>股东总权益</b>	<b>34,605</b>	<b>39,611</b>	<b>74,116</b>	<b>83,200</b>	<b>93,480</b>
少数股东权益	138	1,767	2,120	2,250	2,453
<b>总权益</b>	<b>34,743</b>	<b>41,377</b>	<b>76,236</b>	<b>85,450</b>	<b>95,933</b>

來源：公司、招銀國際證券預測

**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	3,477	6,649	15,931	17,442	19,604
折舊及分攤	247	257	271	310	335
營運資本變動	3,999	7,323	(37,835)	13,310	47,488
1. 融資客戶墊款變動	(15,244)	(44,205)	(65,304)	(35,000)	(9,000)
2. 帶客持有現金變動	2,118	(23,769)	(14,894)	(8,690)	(6,770)
3. 應付客戶賬款變動	(2,678)	39,856	21,534	7,000	10,000
4. 其他	19,803	35,440	20,829	50,000	53,258
稅務開支	(766)	(1,019)	(2,000)	(2,850)	(3,650)
其他	(13,981)	(28,250)	(31,258)	(36,985)	(39,850)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(7,025)</b>	<b>(15,040)</b>	<b>(54,891)</b>	<b>(8,774)</b>	<b>23,927</b>
<b>投資活動</b>					
資本開支	(239)	(235)	(300)	(345)	(351)
投資增長	(530)	(1,048)	(1,500)	(1,896)	(2,350)
其他	(7,254)	(7,441)	(8,950)	(9,258)	(10,125)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(8,023)</b>	<b>(8,723)</b>	<b>(10,750)</b>	<b>(11,499)</b>	<b>(12,826)</b>
<b>融資活動</b>					
股票發行	0	0	21,410	0	0
銀行貸款變動	198,041	3,823	5,714	3,900	2,400
股息	(888)	(1,226)	(4,316)	(4,953)	(4,953)
債券及應付短期金融款淨額	13,478	34,581	30,333	32,489	26,971
其他	(198,259)	(1,071)	(800)	(910)	(268)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>12,372</b>	<b>36,107</b>	<b>52,340</b>	<b>30,526</b>	<b>24,150</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(2,675)</b>	<b>12,343</b>	<b>(13,301)</b>	<b>10,254</b>	<b>35,251</b>
年初現金及現金等价物	9,311	6,629	18,974	5,693	15,971
外匯差額	(7)	2	20	25	15
年末現金及現金等价物	6,629	18,974	5,693	15,971	51,237

來源：公司、招銀國際證券預測

**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</b>					
佣金及手續費收入	47.1%	50.8%	50.3%	53.1%	56.5%
利息收入	25.2%	26.8%	27.9%	26.6%	26.5%
投資淨額收益	27.1%	22.3%	21.7%	20.3%	17.0%
其他收入及收益	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<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>增長</b>					
收入增長	28.3%	74.1%	82.5%	18.4%	17.5%
收入及其他收益增長	28.2%	73.2%	82.4%	18.4%	17.5%
淨利潤增長	28.3%	78.6%	159.4%	5.0%	8.8%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	155.0%	141.2%	158.7%	165.6%	169.4%
總負債 / 權益比率	77.4%	153.9%	130.7%	160.7%	175.1%
淨負債 / 權益比率	59.6%	108.0%	124.8%	143.4%	122.1%
<b>回報率</b>					
資本回報率	8.3%	13.5%	22.9%	17.4%	16.8%
資產回報率	2.7%	2.8%	4.4%	3.6%	3.4%
<b>每股數據</b>					
每股利潤（人民幣）	0.48	0.85	1.81	1.79	1.95
每股股息（人民幣）	0.20	0.20	0.60	0.65	0.65
每股賬面值（人民幣）	5.85	6.69	9.73	10.92	12.27

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。