

銀河證券 (6881 HK, HK\$7.9, 目標價: HK\$8.89, 持有) — 自營交易風格穩健, 投資表現一枝獨秀

❖ **短期投資勢頭強勁。**2016年上半年,公司收入及其他收益總額按年下跌47.1%至人民幣92.5億元,純利按年下跌60.0%至人民幣22.6億元。與同業相比,銀河證券的業務模式較為簡單。公司的自營證券交易業務佔比較小,投資風格較為穩健。如果忽略基本面因素,我們預期短期內銀河證券的股價將跑贏大市,因為市場翹首期盼的「深港通」將帶來更多交易動力,而內地機構投資者也可以透過更加多元化的渠道投資香港市場。

❖ **穩健投資,表現遠勝同業。**今年上半年,公司錄得投資收益淨額人民幣13.6億元,按年增長5.5%。這主要得益於投資業務的股息和利息收入大幅增長。在相對穩定的市場環境下,公司的投資收益淨額表現明顯優於同業;而同業上半年投資收益淨額普遍有49.7%至65.2%的跌幅。2014財年及2015財年,公司的投資收益淨額佔收入及其他收益總額的12.7%及13.2%,這一比例較同業平均水平低8至10個百分點。穩健的投資策略與較低的業務佔比,有望令銀河短期內在自營交易業務方面跑贏同業。隨著券商全面轉型,同業競爭亦將加劇,我們依然看好擁有較強交易能力及執行能力的券商長期的增長潛力。

❖ **資產支持證券 (ABS) 助推,定向資管業務大幅增長。**2016年上半年,定向資管計劃的規模達到人民幣1,120億元,按年大增172.0%。同業的資管業務增長主要集中於集合資管或專項資管業務,與此不同的是,銀河證券定向資管規模增長,主要受惠於其新業務ABS。銀河期內完成了2單ABS項目,總規模達到人民幣25億元。我們期待ABS潛在的增長潛力,將推動銀河證券定向資管業務的增長,繼而促進整體資管業務的發展。

❖ **下調評級至「持有」,目標價港幣8.89元。**我們將公司2016財年和2017財年的純利預測分別下調23.3%和25.6%,至人民幣60.7億元和人民幣77.4億元,同時預測2018財年純利為人民幣97.1億元。公司現時股價相當於2017財年預測市賬率的1倍,我們的目標價港幣8.89元相當於公司2017年預測市賬率的1.11倍,也是同業的平均預測市賬率。下調至「持有」評級。

銀河證券(6881 HK)

評級	持有
收市價	HK\$7.9
目標價	HK\$8.89
市值 (港幣百萬)	75,344
過去3月平均交易 (港幣百萬)	235.51
52周高/低 (港幣)	8.35/0.6
發行股數 (百萬)	9,537.3
主要股東 (H股)	JPMorgan Chase & Co. (7.49%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	8.2%	1.6%
3月	22.5%	7.7%
6月	27.5%	6.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	13,017	33,759	23,613	27,914	33,167
淨利潤 (百萬人民幣)	3,771	9,836	6,068	7,743	9,709
每股收益 (人民幣)	0.50	1.11	0.64	0.81	1.02
每股收益變動 (%)	62.63	121.95	(42.70)	27.60	25.40
市盈率 (x)	13.6	6.1	10.7	8.4	6.7
市賬率 (x)	1.8	1.1	1.1	1.0	0.9
股息率 (%)	1.8	4.8	2.9	3.7	4.6
權益收益率 (%)	13.9	22.9	10.4	12.3	14.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	12,970	33,459	23,298	27,578	32,830
佣金及手续费收入	7,135	17,279	9,795	11,558	13,284
利息收入	4,182	11,725	9,022	10,382	12,269
投资净额收益	1,653	4,454	4,482	5,638	7,277
其他收入及收益	47	301	315	336	337
收入及其他收益总额	13,017	33,759	23,613	27,914	33,167
折旧及摊销	(187)	(184)	(210)	(235)	(248)
雇员成本	(4,191)	(9,559)	(7,556)	(8,653)	(10,116)
佣金及手续费支出	(201)	(447)	(231)	(271)	(313)
利息支出	(1,377)	(7,030)	(5,315)	(5,776)	(6,292)
减值损失	(41)	(142)	(29)	(45)	(55)
其他经营支出	(2,016)	(3,263)	(2,196)	(2,596)	(3,184)
支出总额	(8,014)	(20,625)	(15,537)	(17,576)	(20,208)
经营利润	5,003	13,134	8,076	10,338	12,959
所占联营企业和合营企业的业绩	0	0	0	0	0
所得税前利润	5,003	13,134	8,076	10,338	12,959
所得税费用	(1,213)	(3,257)	(1,979)	(2,564)	(3,214)
年度利润	3,790	9,877	6,097	7,774	9,745
少数股东权益	(20)	(41)	(29)	(31)	(36)
净利润	3,771	9,836	6,068	7,743	9,709

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融资客户垫款	61,443	70,138	62,000	64,586	70,135
应收账款	458	764	689	756	812
其他应收款项及预付款项	1,117	2,373	3,526	3,316	3,256
投资	25,709	76,516	62,924	65,519	69,303
交易所及其他机构保证金	5,808	3,539	5,136	5,469	5,685
结算备付金	31,260	23,260	21,569	21,896	22,358
公司银行结余	51,812	102,582	103,042	127,933	143,775
其他	0	0	0	0	0
总流动资产	177,606	279,171	258,886	289,475	315,324
物业及设备	380	451	455	461	485
商誉	223	223	223	223	223
其他无形资产	355	363	356	356	356
对联营以及合营企业的投资	872	19,466	21,271	21,031	19,971
投资	590	981	735	735	735
总非流动资产	2,419	21,484	23,040	22,806	21,770
总资产	180,026	300,656	281,926	312,281	337,095
短期负债	27,930	34,888	41,618	47,000	47,328
应付经纪业务客户账款	78,408	117,992	103,586	110,859	120,258
其他	35,377	57,164	44,664	55,368	66,992
总流动负债	141,715	210,045	189,868	213,227	234,578
长期负债	6,200	30,571	29,359	24,500	22,589
其他	2,775	2,790	2,496	8,474	6,518
总非流动负债	8,975	33,361	31,855	32,974	29,107
总负债	150,690	243,406	221,723	246,201	263,685
股东总权益	29,024	56,914	59,852	65,714	73,023
少数股东权益	312	336	351	367	387
总权益	29,336	57,249	60,203	66,081	73,410

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前列支	5,003	13,134	8,076	10,338	12,959
折旧及摊销	187	184	210	235	248
营运资本变动	(25,833)	(41,319)	2,895	1,769	(3,817)
税务开支	(1,076)	(2,873)	(1,715)	(2,170)	(2,850)
其他	(188)	556	994	(662)	(1,750)
经营活动所得现金净额	(21,906)	(30,317)	10,460	9,509	4,790
投资活动					
资本开支	(188)	(270)	(345)	(351)	(389)
投资金额变动	(962)	(20,195)	(13,156)	(18,965)	(21,335)
其他	759	545	805	816	739
投资活动所得现金净额	(391)	(19,920)	(12,696)	(18,500)	(20,985)
融资活动					
股票发行	0	18,923	0	0	0
银行贷款变动	5,927	1,104	159	250	240
股息	(918)	(1,223)	(3,000)	(1,750)	(2,200)
债券及应付短期金融款净额	22,900	31,225	27,094	23,411	25,177
其他	(305)	850	710	632	800
融资活动所得现金净额	27,605	50,879	24,963	22,543	24,017
现金增加净额	5,308	642	22,727	13,552	7,822
年初现金及现金等价物	2,195	7,504	8,415	31,453	45,364
外汇差额	1	270	310	359	433
年末现金及现金等价物	7,504	8,415	31,453	45,364	53,619

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	54.8%	51.2%	41.5%	41.4%	40.1%
利息收入	32.1%	34.7%	38.2%	37.2%	37.0%
投资净额收益	12.7%	13.2%	19.0%	20.2%	21.9%
其他收入及收益	0.4%	0.9%	1.3%	1.2%	1.0%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入	54.3%	158.0%	-30.4%	18.4%	19.0%
收入及其他收益	54.5%	159.4%	-30.1%	18.2%	18.8%
经营利润	72.9%	162.5%	-38.5%	28.0%	25.4%
净利润	76.6%	160.8%	-38.3%	27.6%	25.4%
资产负债比率					
流动比率 (x)	125.3%	132.9%	136.4%	135.8%	134.4%
总负债/ 权益比率	117.6%	115.0%	118.6%	108.8%	95.7%
净负债/ 权益比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率					
资本回报率	13.9%	22.9%	10.4%	12.3%	14.0%
资产回报率	2.9%	4.1%	2.1%	2.6%	3.0%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.50	1.11	0.64	0.81	1.02
每股股息 (人民币)	0.13	0.33	0.20	0.25	0.32
每股账面值 (人民币)	3.85	5.97	6.28	6.89	7.66

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。而過去的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。