

广发证券 (1776 HK, HK\$11.1 目标价: HK\$14.1, 买入) — 高收入增长不可持续但是估值较低

- ❖ **2015 上半年收入及其他收益激增 3.2 倍至人民币 239 亿元。**广发证券 2015 上半年收入及其他收益按年上升 324.2% 至人民币 239 亿元。同期净利润也按年增长 324.2% 至人民币 84 亿元。我们认为总收入及净利润的增长主要是由于 A 股市场上半年比较旺盛所引起的。A 股市场 2015 上半年的总成交量按年上升了 543.4% 至人民币 1,383,945 亿元。广发的业务集中在 A 股市场，尤其是传统的经济业务和融资借贷业务。我们认为 A 股市的波动仍然较大，广发上半年收入及利润的高增长在下半年很难持续。我们预测 2015 至 2017 年的收入及其他收益将分别按年增长 93.6%，9.6% 和 15.7%。
- ❖ **财富管理业务仍然是收入增长的最大动力。**2015 年上半年，财富管理，投资银行，自营及机构销售以及投资管理业务分别占收入及其他收益的 56.5%，3.3%，25.5% 和 11.3%。虽然财富管理的收入与 A 股的市场情况息息相关，我们仍然认为其在接下来几年将会持续是公司收入占比最大的业务条线。我们认为 A 市场机构投资者参与比例将不断提高，广发证券也会越来越多的向客户提供更加多元化的金融产品及服务，我们认为自营及机构销售以及投资管理业务在未来将会成为公司收入新的增长点。
- ❖ **2015 上半年经营成本控制较好。**2015 上半年，公司经营费用占收入及其他收益总额按年下降 12.7 个百分点至 53.5%。经营费用占比的下降主要归功于佣金收入费用的下降。除此而外，雇员成本占收入及其他收益总额为 26.2%，按年下降 3.8 个百分点。公司 2015 上半年的权益回报率也按年大幅上升了 11.5 个百分点至 16.2%。我们预测 2015 至 2017 年的权益回报率分别为 17.0%，13.8% 和 14.8%。
- ❖ **目标价港币 14.1。**我们将 2015-17 年净利润预测分别下调 26.0%，21.7% 和 13.6% 人民币 96 亿、人民币 107 亿及人民币 129 亿。净利润预测的下调主要是我们认为公司的雇员成本以及利息支出都会比较高。公司现时的股价相当于 2015 年预测市净率的 0.9 倍。我们最新的目标价为港币 14.1 元，相当于 2015 财年预测市净率的 1.2x，同时也是同业公司 2015 财年的预测市净率。买入评级。

广发证券(1776 HK)

评级	买入
收市价	HK\$11.1
目标价	HK\$14.1
市值(港币百万)	118,267
过去 3 月平均交易(港币百万)	269.29
52 周高/低(港币)	26.9/9.9
发行股数(百万)	7,620
主要股东(港股)	Fubon financial(9.22%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-33.1%	-20.9%
3 月	-57.6%	-43.7%
6 月	N/A	N/A

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万人民币)	9,332	16,163	31,292	34,301	39,690
净利润(百万人民币)	2,813	5,023	9,631	10,701	12,863
每股收益(人民币)	0.48	0.85	1.34	1.40	1.69
每股收益变动(%)	28.34	78.58	57.77	4.90	20.21
市盈率(x)	19.2	10.7	6.8	6.5	5.4
市帐率(x)	1.6	1.4	0.9	0.8	0.8
股息率(%)	2.2	2.2	3.3	3.8	4.4
权益收益率(%)	8.3	13.5	17.0	13.8	14.8
净财务杠杆率(%)	59.6	108.0	34.1	77.7	94.0

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	9,274	16,147	31,272	34,281	39,669
佣金及手续费收入	4,399	8,217	16,156	17,266	20,721
利息收入	2,349	4,325	8,416	9,271	10,853
投资净额收益	2,525	3,605	6,700	7,745	8,095
其他收入及收益	58	17	20	20	21
收入及其他收益总额	9,332	16,163	31,292	34,301	39,690
折旧及摊销	(247)	(257)	(271)	(310)	(335)
雇员成本	(2,948)	(4,346)	(8,100)	(9,300)	(10,200)
佣金及手续费支出	(106)	(241)	(400)	(450)	(600)
利息支出	(1,379)	(2,758)	(5,560)	(6,100)	(7,000)
其他经营支出	(1,452)	(2,100)	(4,000)	(3,700)	(4,200)
减值损失	(117)	(150)	(250)	(200)	(280)
支出总额	(6,248)	(9,852)	(18,581)	(20,060)	(22,615)
所占联营企业和合营企业的业绩	393	337	420	495	513
所得税前利润	3,477	6,649	13,131	14,736	17,588
所得税费用	(665)	(1,503)	(3,100)	(3,500)	(4,100)
年度利润	2,813	5,146	10,031	11,236	13,488
少数股东权益	(0)	(123)	(400)	(535)	(625)
净利润	2,813	5,023	9,631	10,701	12,863

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）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
融资客户垫款	20,491	64,696	110,000	136,000	159,000
应收账款	323	1,267	6,000	7,200	8,000
其他应收款项及预付款项	1,516	1,893	4,000	4,530	4,890
可供出售金融资产	19,690	32,300	52,000	49,850	54,690
应收款项类投资	50	403	710	800	952
买入返售金融资产	3,375	11,801	12,000	13,100	13,895
以公允价值计量的金融资产	23,610	26,937	5,000	4,890	5,230
衍生金融资产	57	91	200	259	500
交易所及其他机构保证金	2,582	3,030	5,000	6,800	7,589
公司结算备付金	482	770	3,000	3,690	4,250
客户结算备付金	5,174	21,855	29,856	30,782	33,000
质押及受限银行存款	550	401	450	529	600
公司银行结余	6,147	18,203	97,692	71,987	73,774
带客持有现金	25,227	48,996	100,000	80,000	98,630
其他	26	1,018	890	3,000	2,589
总流动资产	109,300	233,661	426,798	413,417	467,589
物业及设备	1,043	1,287	1,361	1,390	1,500
预付租赁款	337	327	410	450	510
投资物业	29	27	26	26	26
商誉	2	2	2	2	2
对联营以及合营企业的投资	2,350	1,584	3,000	3,590	4,520
可供出售金融资产	1,914	2,110	3,900	4,500	5,269
应收款项类投资	271	206	230	269	210
买入返售金融资产	1,451	432	1,100	800	850
质押及受限银行存款	80	80	80	80	80
递延税项资产	416	230	890	800	910
其他	101	153	198	130	175
总非流动资产	7,992	6,439	11,197	12,037	14,052
总资产	117,292	240,100	437,995	425,454	481,641
卖出回购金融资产款	444	1,286	2,986	3,500	4,100
应付短期融资款	9,044	29,537	46,685	49,850	53,000
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	140,000	100,000	110,000
应付雇员成本	1,666	3,202	4,000	4,560	5,000
其他应付款项	2,151	2,714	8,100	7,900	8,500
当期税项负债	399	1,081	3,000	3,450	3,896
卖出回购金融资产款	19,400	50,718	70,000	72,890	80,000
其他应付款项	497	4,404	5,102	5,412	5,643
总流动负债	70,512	165,530	280,873	249,012	272,139
卖出回购金融资产款	0	4,050	9,000	11,000	13,000
递延税项负债	58	112	400	490	513
应付债券	11,980	26,031	68,000	75,800	95,360
长期借款	0	3,000	4,100	5,000	6,000
总非流动负债	12,038	33,192	81,500	92,290	114,873
总负债	82,549	198,722	362,373	341,302	387,012
股东总权益	34,605	39,611	73,502	81,902	92,176
少数股东权益	138	1,767	2,120	2,250	2,453
总权益	34,743	41,377	75,622	84,152	94,629

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）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动					
税前利润	3,477	6,649	13,131	14,736	17,588
折旧及分摊	247	257	271	310	335
营运资本变动	3,999	7,323	5,499	2,796	20,292
1.融资客户垫款变动	(15,244)	(44,205)	(45,304)	(26,000)	(23,000)
2.带客持有现金变动	2,118	(23,769)	(51,004)	20,000	(18,630)
3.应付客户账款变动	(2,678)	39,856	68,534	(40,000)	10,000
4.其他	19,803	35,440	33,273	48,796	51,922
税务开支	(766)	(1,019)	(2,800)	(3,200)	(4,200)
其他	(13,981)	(28,250)	(4,000)	(36,985)	(39,850)
经营活动所得现金净额	(7,025)	(15,040)	12,100	(22,343)	(5,835)
投资活动					
资本开支	(239)	(235)	(300)	(345)	(351)
投资增长	(530)	(1,048)	(1,500)	(1,896)	(2,350)
其他	(7,254)	(7,441)	(8,950)	(9,258)	(10,125)
投资活动所得现金净额	(8,023)	(8,723)	(10,750)	(11,499)	(12,826)
融资活动					
股票发行	0	0	21,410	0	0
银行贷款变动	198,041	3,823	2,800	1,414	1,600
股息	(888)	(1,226)	(2,158)	(2,667)	(3,048)
债券及应付短期金融款净额	13,478	34,581	59,118	10,965	22,710
其他	(198,259)	(1,071)	(800)	(910)	(268)
融资活动所得现金净额	12,372	36,107	80,369	8,802	20,994
现金增加净额	(2,675)	12,343	81,720	(25,040)	2,333
年初现金及现金等价物	9,311	6,629	18,974	100,692	75,677
外汇差额	(7)	2	(2)	25	15
年末现金及现金等价物	6,629	18,974	100,692	75,677	78,024

来源：公司及招銀国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	47.1%	50.8%	51.6%	50.3%	52.2%
利息收入	25.2%	26.8%	26.9%	27.0%	27.3%
投资净额收益	27.1%	22.3%	21.4%	22.6%	20.4%
其他收入及收益	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	28.3%	74.1%	93.7%	9.6%	15.7%
收入及其他收益增长	28.2%	73.2%	93.6%	9.6%	15.7%
净利润增长	28.3%	78.6%	91.7%	11.1%	20.2%
资产负债比率					
流动比率 (x)	155.0%	141.2%	152.0%	166.0%	171.8%
总负债/ 权益比率	77.4%	153.9%	167.0%	165.6%	174.1%
净负债/ 权益比率	59.6%	108.0%	34.1%	77.7%	94.0%
回报率					
资本回报率	8.3%	13.5%	17.0%	13.8%	14.8%
资产回报率	2.7%	2.8%	2.8%	2.5%	2.8%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.48	0.85	1.34	1.40	1.69
每股股息（人民币）	0.20	0.20	0.30	0.35	0.40
每股账面值（人民币）	5.85	6.69	9.65	10.75	12.10

来源：公司及招銀国际研究部

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关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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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个人。