

# 睿智投資

## 银河证券 (6881 HK, HK\$ 6.76, 目标价: HK\$8.06, 买入) — 自营业务发展较为谨慎

- ❖ **公司关注于与客户建立稳定长久的合作关系。**不断扩大客户基础同时与客户建立起长期的合作关系一直都是银河证券业务发展关注的重点。截止 2015 上半年，公司一共设立了 330 间证券分所。除了零售客户，公司的机构销售业务也发展较快。2015 年底，公司一共与 80 家基金公司建立起了商业合作关系，同时拥有 11 个合格境外投资者客户和合格人民币境外投资者客户。我们认为公司的证券经纪和销售业务在未来仍然将会是推动收入增长的主要业务。我们认为公司的佣金收入的增长以及两融业务的利息收入增长将会持续受惠于公司与客户稳定的合作关系以及其较为广阔的证券分所布局。
- ❖ **公司自营业务发展与同业相比较为审慎。**2015 年上半年，公司自营业务收入到达人民币 13 亿元，占总收入的 7.4%。2014 年末，公司自营投资资产总额占总资产的 10.7%，按年下降 9.6 个百分点。我们预测 2015 年公司自营投资的资产总额将占总资产的 11.5%。当市场下跌风险较大的时候，相对较低的自营业务占比将会对公司的收入增长带来正面的影响。
- ❖ **公司的主要投资风险。**1. 公司业务主要集中在 A 股市场上，业务发展不够多元化；2. 证券经纪的佣金交易率在未来仍然有下降的压力；3. 我们预期两融业务的利息率将不会有很大的提升；4. 自营业务占比较低在市场气氛好的时候可能会使公司的收入增长低于同业平均水平。
- ❖ **目标价港币 8.06 元。**我们 2015-17 年的净利润预测分别为人民币 64.6 亿、人民币 79.2 亿及人民币 104.1 亿。公司现时的股价分别相当于 2015 年和 2016 年预测市账率的 1.0 倍和 0.8 倍。我们的目标价为港币 8.06 元，相当于 2016 财年预测市账率的 1.0 倍，也是同业公司 2016 财年的平均预测市账率减去一个标准差，这主要是由于公司业务类型不够多元化。**首次覆盖给与买入评级。**

### 银河证券(6881 HK)

评级	买入
收市价	HK\$6.76
目标价	HK\$8.06
市值(港币百万)	64,472
过去 3 月平均交易(港币百万)	239.53
52 周高/低(港币)	14.12/4.72
发行股数(百万)	9,537
主要股东(H 股)	国海富兰克林基金 (6.18%)

来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1 月	25.6%	13.1%
3 月	-4.4%	3.2%
6 月	-47.6%	-35.4%

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)	8,426	13,017	21,508	26,202	33,496
净利润(百万人民币)	2,135	3,771	6,463	7,915	10,409
每股收益(人民币)	0.31	0.50	0.76	0.83	1.09
每股收益变动(%)	30.00	62.63	52.88	8.50	31.52
市盈率(x)	17.8	10.9	7.1	6.6	5.0
市帐率(x)	1.6	1.4	1.0	0.8	0.7
股息率(%)	1.1	2.9	5.5	5.5	6.4
权益收益率(%)	10.0	13.9	15.6	13.6	15.8
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

**利润表**

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入</b>	<b>8,403</b>	<b>12,970</b>	<b>21,198</b>	<b>26,052</b>	<b>33,271</b>
佣金及手续费收入	5,039	7,135	12,122	14,657	18,436
利息收入	2,666	4,182	7,763	9,548	12,265
投资净额收益	697	1,653	1,313	1,846	2,570
其他收入及收益	23	47	310	150	225
<b>收入及其他收益总额</b>	<b>8,426</b>	<b>13,017</b>	<b>21,508</b>	<b>26,202</b>	<b>33,496</b>
折旧及摊销	(219)	(187)	(189)	(220)	(289)
雇员成本	(2,490)	(4,191)	(6,200)	(7,500)	(9,650)
佣金及手续费支出	(171)	(201)	(390)	(500)	(685)
利息支出	(685)	(1,377)	(4,100)	(5,100)	(5,876)
减值损失	(192)	(41)	(50)	(29)	(60)
其他经营支出	(1,776)	(2,016)	(2,150)	(2,400)	(3,200)
<b>支出总额</b>	<b>(5,533)</b>	<b>(8,014)</b>	<b>(13,079)</b>	<b>(15,749)</b>	<b>(19,760)</b>
<b>经营利润</b>	<b>2,893</b>	<b>5,003</b>	<b>8,429</b>	<b>10,453</b>	<b>13,736</b>
所占联营企业和合营企业的业绩	(0)	0	(1)	(1)	1
<b>所得税前利润</b>	<b>2,893</b>	<b>5,003</b>	<b>8,428</b>	<b>10,452</b>	<b>13,737</b>
所得税费用	(738)	(1,213)	(1,938)	(2,508)	(3,297)
<b>年度利润</b>	<b>2,155</b>	<b>3,790</b>	<b>6,490</b>	<b>7,944</b>	<b>10,440</b>
少数股东权益	(20)	(20)	(27)	(29)	(31)
<b>净利润</b>	<b>2,135</b>	<b>3,771</b>	<b>6,463</b>	<b>7,915</b>	<b>10,409</b>

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
<b>融资客户垫款</b>	<b>18,393</b>	<b>61,443</b>	<b>55,300</b>	<b>60,000</b>	<b>68,000</b>
应收账款	301	458	836	789	850
其他应收款项及预付款项	862	1,117	1,788	1,990	2,153
可供出售金融资产	9,295	11,072	14,866	16,134	17,098
买入返售金融资产	1,087	7,315	7,000	8,150	7,000
交易类金融资产	5,027	5,961	12,100	12,850	35,980
以公允价值计量的金融资产	943	1,361	6,350	4,890	5,230
衍生金融资产	2	0	10	85	76
交易所及其他机构保证金	2,841	6,050	63,882	69,968	54,698
结算备付金	4,374	31,260	36,000	28,950	30,000
公司银行结余	33,084	51,812	115,139	147,807	165,025
其他	90	0	100	354	0
<b>总流动资产</b>	<b>76,299</b>	<b>177,849</b>	<b>313,371</b>	<b>351,967</b>	<b>386,110</b>
物业及设备	394	380	395	396	398
商誉	223	223	223	223	223
其他无形资产	349	355	352	352	352
对联营以及合营企业的投资	20	20	21	23	29
可供出售金融资产	495	512	2,500	2,895	3,100
买入返售金融资产	196	90	530	598	570
贷款类投资	0	250	750	810	738
递延税项资产	308	348	250	335	389
其他	0	0	198	130	0
<b>总非流动资产</b>	<b>1,986</b>	<b>2,177</b>	<b>5,219</b>	<b>5,762</b>	<b>5,799</b>
<b>总资产</b>	<b>78,284</b>	<b>180,026</b>	<b>318,591</b>	<b>357,729</b>	<b>391,909</b>
债券应付款	4,000	20,700	42,500	48,239	51,000
银行及其他金融机构欠款	593	1,812	3,000	2,895	3,500
短期融资工具欠款	0	5,418	14,789	15,892	20,000
应付经纪业务客户账款	36,451	78,408	111,000	125,610	130,000
应付雇员成本	1,288	2,933	6,289	7,000	7,563
其他应付款项	1,616	1,901	7,523	8,359	9,000
当期税项负债	8	354	789	895	930
衍生金融负债	8	24	110	159	128
卖出回购金融资产款	8,898	30,165	30,000	32,189	36,890
其他	0	0	0	0	0
<b>总流动负债</b>	<b>52,863</b>	<b>141,715</b>	<b>216,000</b>	<b>241,238</b>	<b>259,011</b>
长期债券	0	6,200	35,745	39,712	41,589
其他应付款项	0	200	0	0	0
卖出回购金融资产款	0	2,575	12,589	14,200	21,000
其他	0	0	0	0	0
<b>总非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>8,975</b>	<b>48,334</b>	<b>53,912</b>	<b>62,589</b>
<b>总负债</b>	<b>52,863</b>	<b>150,690</b>	<b>264,334</b>	<b>295,150</b>	<b>321,600</b>
<b>股东总权益</b>	<b>25,175</b>	<b>29,024</b>	<b>53,937</b>	<b>62,234</b>	<b>69,941</b>
少数股东权益	247	312	320	345	368
<b>总权益</b>	<b>25,422</b>	<b>29,336</b>	<b>54,257</b>	<b>62,579</b>	<b>70,309</b>

来源：公司及招银国际研究部

**現金流量表**

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>經營活動</b>					
稅前利潤	2,893	5,003	8,428	10,452	13,737
折舊及分攤	219	187	189	220	289
營運資本變動	(13,535)	(11,419)	(4,692)	(19,409)	(35,349)
1. 融資客戶墊款變動	(12,954)	(43,050)	6,143	(4,700)	(8,000)
2. 應收款項變動	(553)	(429)	(1,049)	(155)	(224)
3. 應付客戶賬款變動	(3,294)	41,956	32,592	14,610	4,390
4. 其他應付款項變動	613	285	5,622	836	641
5. 其他	2,654	(10,181)	(48,000)	(30,000)	(32,156)
稅務開支	(543)	(1,076)	(1,650)	(1,915)	(2,690)
其他	(77)	(188)	(3,800)	(3,000)	(3,451)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(11,043)</b>	<b>(7,493)</b>	<b>(1,525)</b>	<b>(13,652)</b>	<b>(27,464)</b>
<b>投資活動</b>					
資本開支	(108)	(188)	(300)	(345)	(351)
投資金額變動	(3,682)	(962)	(4,000)	(1,700)	(1,169)
其他	(1,089)	759	5,011	4,000	5,690
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(4,879)</b>	<b>(391)</b>	<b>711</b>	<b>1,955</b>	<b>4,170</b>
<b>融資活動</b>					
股票發行	6,498	0	18,923	0	0
銀行貸款變動	282	5,927	1,188	(105)	605
股息	0	(918)	(2,535)	(2,861)	(3,338)
債券及應付短期金融款淨額	3,916	22,900	71,352	40,387	40,530
其他	99	(305)	(800)	(710)	(550)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>10,795</b>	<b>27,605</b>	<b>88,128</b>	<b>36,711</b>	<b>37,247</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(5,127)</b>	<b>19,721</b>	<b>87,314</b>	<b>25,014</b>	<b>13,953</b>
年初現金及現金等价物	889	(4,245)	15,478	102,789	127,807
外匯差額	(7)	1	(3)	4	8
<b>年末現金及現金等价物</b>	<b>(4,245)</b>	<b>15,478</b>	<b>102,789</b>	<b>127,807</b>	<b>141,767</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入及其他收益總額</b>					
佣金及手續費收入	59.8%	54.8%	56.4%	55.9%	55.0%
利息收入	31.6%	32.1%	36.1%	36.4%	36.6%
投資淨額收益	8.3%	12.7%	6.1%	7.0%	7.7%
其他收入及收益	0.3%	0.4%	1.4%	0.6%	0.7%
<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	41.9%	54.3%	63.4%	22.9%	27.7%
收入及其他收益	41.3%	54.5%	65.2%	21.8%	27.8%
經營利潤	53.4%	72.9%	68.5%	24.0%	31.4%
淨利潤	50.4%	76.6%	71.4%	22.5%	31.5%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	144.3%	125.5%	145.1%	145.9%	149.1%
總負債 / 權益比率	18.2%	117.6%	178.0%	171.5%	166.0%
淨負債 / 權益比率	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率</b>					
資本回報率	10.0%	13.9%	15.6%	13.6%	15.8%
資產回報率	3.0%	2.9%	2.6%	2.3%	2.8%
<b>每股數據</b>					
每股利潤 (人民幣)	0.31	0.50	0.76	0.83	1.09
每股股息 (人民幣)	0.06	0.16	0.30	0.30	0.35
每股賬面值 (人民幣)	3.34	3.85	5.66	6.53	7.33

來源：公司及招銀國際研究部

## 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关于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。