

广发证券 (1776 HK, HK\$18.56 目标价: HK\$17.02, 持有) — 业务布局逐渐国际化

- ❖ **10月净利润按月上升98.1%**。广发证券2015年10月的收入和净利润分别按月上升25.9%和98.1%至人民币13.7亿元和人民币6.1亿元。我们认为10月收入上升主要受益于A股市场成交量以及两融余额回升以及市场逐渐回稳。我们认为证券买卖佣金收入、两融利息收入以及净投资收益是10月份受益最多的三大业务板块。A股10月平均单日成交量按月上升52.5%至人民币8,834亿元。我们预测2016年A股平均单日成交量区间为人民币7,000亿元至人民币9,000亿元。10月净利润增速远远超过同期收入增速，这也主要是受到净投资收益贡献净利润占比增大所带动。
- ❖ **立志于服务中小客户**。2015年1-10月，按参与承销项目的数量和承销总金额计算，公司分别排在行业第5和第6位。公司也一直坚持于服务中小企业客户。公司作为主承销商也参与11月重启的10间IPO中的两间，分别是中小板的“久远银海(002777)”以及创业板的“美尚生态(300495)”。
- ❖ **公司业务布局逐渐国际化**。公司已经完成对广发香港(广发证券全资子公司)首轮总计港币41.6亿元的增资。随后也还将向广发香港增资港币52.4亿元。广发香港是公司拓展海外业务的重要平台。除了传统的经纪业务和投行业务之外，公司也希望抓住人民币国际化进程中的一些发展机遇。财富管理业务、跨境并购业务以及其他与人民币相关的业务在未来都将是公司发展的方向。
- ❖ **目标价港币17.02**。我们将2015-17年净利润预测分别上调17.2%、4.7%和7.3%至人民币113亿、人民币112亿及人民币138亿。公司现时的股价分别相当于2015年和2016年预测市账率的1.5倍和1.3倍，我们认为现时估值已经完全反映公司未来的增长。我们最新的目标价为港币17.02元，相当于2016财年预测市账率的1.2倍。持有评级。

广发证券(1776 HK)

评级	持有
收市价	HK\$18.56
目标价	HK\$17.02
市值(港币百万)	167,801
过去3个月平均交易(港币百万)	175.12
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	19.6%	21.7%
3月	67.0%	56.0%
6月	-28.0%	-11.4%

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)	9,332	16,163	32,062	33,168	39,054
净利润(百万人民币)	2,813	5,023	11,286	11,198	13,797
每股收益(人民币)	0.48	0.85	1.57	1.47	1.81
每股收益变动(%)	28.34	78.58	84.88	(6.33)	23.21
市盈率(x)	32.0	17.9	9.7	10.4	8.4
市账率(x)	2.6	2.3	1.5	1.3	1.2
股息率(%)	1.3	1.3	2.3	2.3	2.6
权益收益率(%)	8.3	13.5	19.5	13.6	15.0
净财务杠杆率(%)	59.6	108.0	27.8	54.8	77.5

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
收入	9,274	16,147	32,042	33,148	39,033
佣金及手续费收入	4,399	8,217	18,226	16,131	20,081
利息收入	2,349	4,325	8,716	9,273	10,857
投资净额收益	2,525	3,605	5,100	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	32,062	33,168	39,054
折旧及摊销	(247)	(257)	(271)	(310)	(335)
雇员成本	(2,948)	(4,346)	(7,650)	(8,100)	(9,000)
佣金及手续费支出	(106)	(241)	(400)	(345)	(600)
利息支出	(1,379)	(2,758)	(5,125)	(6,000)	(7,000)
其他经营支出	(1,452)	(2,100)	(3,900)	(3,600)	(4,000)
减值损失	(117)	(150)	(50)	(75)	(110)
支出总额	(6,248)	(9,852)	(17,396)	(18,430)	(21,045)
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	15,086	15,233	18,522
所得税费用	(665)	(1,503)	(3,400)	(3,500)	(4,100)
年度利润	2,813	5,146	11,686	11,733	14,422
少数股东权益	(0)	(123)	(400)	(535)	(625)
净利润	2,813	5,023	11,286	11,198	13,797

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	71,000	82,589	99,000
应收账款	323	1,267	3,100	3,589	5,200
其他应收款项及预付款项	1,516	1,893	3,500	4,152	4,689
可供出售金融资产	19,690	32,300	53,744	69,000	68,569
应收款项类投资	50	403	710	800	952
买入返售金融资产	3,375	11,801	8,000	9,135	9,589
以公允价值计量的金融资产	23,610	26,937	50,000	56,865	73,799
衍生金融资产	57	91	200	259	410
交易所及其他机构保证金	2,582	3,030	4,500	5,132	5,589
公司结算备付金	482	770	4,000	3,690	4,250
客户结算备付金	5,174	21,855	12,500	15,000	17,520
质押及受限银行存款	550	401	450	529	600
公司银行结余	6,147	18,203	88,109	66,728	51,591
带客持有现金	25,227	48,996	95,358	100,000	106,500
其他	26	1,018	890	1,200	750
总流动资产	109,300	233,661	396,061	418,668	449,008
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	2,800	3,590	4,520
可供出售金融资产	1,914	2,110	3,100	3,850	4,100
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
延迟税项资产	416	230	890	800	910
其他	101	153	198	130	175
总非流动资产	7,992	6,439	10,197	11,387	12,883
总资产	117,292	240,100	406,258	430,055	461,891
卖出回购金融资产款	444	1,286	990	1,100	1,235
应付短期融资款	9,044	29,537	31,000	32,000	34,259
拆入资金	5,300	1,123	1,542	1,450	1,653
应付经纪业务客户账款	31,609	71,466	130,258	130,145	135,456
应付雇员成本	1,666	3,202	7,689	8,500	8,756
其他应付款项	2,151	2,714	5,100	5,689	7,125
当期税项负债	399	1,081	2,100	2,530	3,100
卖出回购金融资产款	19,400	50,718	56,898	58,952	63,156
其他应付款项	497	4,404	6,300	5,412	5,643
总流动负债	70,512	165,530	241,877	245,778	260,383
卖出回购金融资产款	0	4,050	10,000	12,358	15,896
延迟税项负债	58	112	175	210	256
应付债券	11,980	26,031	71,258	75,800	82,000
长期借款	0	3,000	4,536	5,000	6,000
总非流动负债	12,038	33,192	85,969	93,368	104,152
总负债	82,549	198,722	327,846	339,146	364,535
股东总权益	34,605	39,611	76,292	88,659	94,903
少数股东权益	138	1,767	2,120	2,250	2,453
总权益	34,743	41,377	78,412	90,909	97,356

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	15,086	15,233	18,522
折旧及分摊	247	257	271	310	335
营运资本变动	3,999	7,323	42,126	19,552	34,322
1. 融资客户垫款变动	(15,244)	(44,205)	(6,304)	(11,589)	(16,411)
2. 带客持有现金变动	2,118	(23,769)	(46,362)	(4,642)	(6,500)
3. 应付客户账款变动	(2,678)	39,856	58,792	(113)	5,311
4. 其他	19,803	35,440	36,000	35,896	51,922
税务开支	(766)	(1,019)	(3,000)	(3,200)	(3,890)
其他	(13,981)	(28,250)	(3,500)	(4,589)	(5,239)
经营活动所得现金净额	(7,025)	(15,040)	50,983	27,306	44,050
投资活动					
资本开支	(239)	(235)	(300)	(345)	(351)
投资增长	(530)	(1,048)	(15,000)	(19,856)	(24,569)
其他	(7,254)	(7,441)	(28,569)	(31,359)	(40,000)
投资活动所得现金净额	(8,023)	(8,723)	(43,869)	(51,560)	(64,920)
融资活动					
股票发行	0	0	21,410	0	0
银行贷款变动	198,041	3,823	1,240	574	1,135
股息	(888)	(1,226)	(2,518)	(2,667)	(3,048)
债券及应付短期金融款净额	13,478	34,581	46,691	5,542	8,459
其他	(198,259)	(1,071)	(800)	(910)	(268)
融资活动所得现金净额	12,372	36,107	66,023	2,539	6,278
现金增加净额	(2,675)	12,343	73,137	(21,715)	(14,592)
年初现金及现金等价物	9,311	6,629	18,974	92,109	70,418
外汇差额	(7)	2	(2)	25	15
年末现金及现金等价物	6,629	18,974	92,109	70,418	55,841

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	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%	56.8%	48.6%	51.4%
利息收入	25.2%	26.8%	27.2%	28.0%	27.8%
投资净额收益	27.1%	22.3%	15.9%	23.4%	20.7%
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%	98.4%	3.5%	17.8%
收入及其他收益增长	28.2%	73.2%	98.4%	3.4%	17.7%
净利润增长	28.3%	78.6%	124.7%	-0.8%	23.2%
资产负债比率					
流动比率 (x)	155.0%	141.2%	163.7%	170.3%	172.4%
总负债/ 权益比率	77.4%	153.9%	143.3%	130.1%	131.9%
净负债/ 权益比率	59.6%	108.0%	27.8%	54.8%	77.5%
回报率					
资本回报率	8.3%	13.5%	19.5%	13.6%	15.0%
资产回报率	2.7%	2.8%	3.5%	2.7%	3.1%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.48	0.85	1.57	1.47	1.81
每股股息 (人民币)	0.20	0.20	0.35	0.35	0.40
每股账面值 (人民币)	5.85	6.69	10.01	11.64	12.45

来源：公司及招银国际研究部

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风险。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人士。