

广发证券(1776 HK, HK\$14.8, 目标价: HK\$14.3, 持有) — 公司业务范围欠多元化

❖ **领先的一站式金融服务提供商。**广发证券成立于1993年并且于2010年在A股上市。广发证券有一队具有前瞻性且高效率的管理团队，同时目前也是非国有控股的最大券商。截止2014年，以净资产和总资产作为衡量标准，广发证券分别排名第三位和第四位。广发证券以优质的中小企业客户和高净值客户作为目标客户，同时组建的投行团队和资管团队也处于行业内领先地位。我们认为公司未来仍将受惠于中国资本市场的不断改革和创新。

❖ **投资管理业务预计将成为公司新的增长点。**广发证券的业务包括四大板块：1) 投资银行业务；2) 财富管理业务；3) 自营以及机构销售业务；4) 投资管理业务。在2014年，四大业务板块分别占公司总收入的11.0%、53.8%、21.1%和11.2%。我们预计财富管理业务在未来仍将是占公司收入最大比例的业务板块，同时投资管理业务将会成为公司新的增长点。

❖ **预计未来两年净利润增长将会下降。**公司的总收入在2013年和2014年分别增长了28.2%和73.2%达到人民币93亿元和人民币162亿元。收入的大幅增长主要是由于股票和基金成交量的上升以及两融业务的快速。广发证券公布了2015上半年的业绩快报，其中经营收入和净利润分别按年增长了325.4%和401.9%达到人民币197亿元和人民币84亿元。我们预测广发证券2015年的总收入将按年增长82.4%至人民币295亿元。我们同时也预测公司2016年和2017年的收入增长将分别放缓至18.4%和17.5%。这主要是由于2015年的基数较高同时我们认为A股的未来波动以及不确定性仍然很大。

❖ **首次覆盖给与目标价港币14.3元。**我们2015-17年净利润预测分别为人民币130亿、人民币137亿及人民币149亿，年复合增长率为6.86%。公司现时的股价相当于2015年预测市净率的1.2x。由于公司业务主要集中在A股市场且我们认为A股市场仍然比较震荡，首次覆盖给与目标价港币14.3元，相当于2015财年预测市净率的1.2x，同时也是同业公司过去三年的平均市净率减去一个标准偏差。首次覆盖给与持有评级。

广发证券 (1776 HK)

评级	持有
收市价	HK\$14.8
目标价	HK\$14.3
市值(港币百万)	163,891
过去3个月平均交易(港币百万)	336
52周高/低(港币)	26.9/9.9
发行股数(百万)	7,620
主要股东(H股)	Fubon financial(9.22%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-12.7%	-11.5%
3月	-40.4%	-33.5%
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	29,482	34,907	41,006
净利润(百万人民币)	2,813	5,023	13,031	13,677	14,879
每股收益(人民币)	0.48	0.85	1.81	1.79	1.95
每股收益变动(%)	28.34	78.58	113.47	(0.91)	8.79
市盈率(x)	25.4	14.2	6.7	6.7	6.2
市净率(x)	2.1	1.8	1.2	1.1	1.0
股息率(%)	1.7	1.7	5.0	5.4	5.4
权益收益率(%)	8.3	13.5	22.9	17.4	16.8
净财务杠杆率(%)	59.6	108.0	124.8	143.4	122.1

来源: 公司, 招銀国际证券预测

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	29,462	34,887	40,985
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
收入及其他收益总额	9,332	16,163	29,482	34,907	41,006
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
所得税前利润	3,477	6,649	15,931	17,442	19,604
所得税费用	(665)	(1,503)	(2,500)	(3,230)	(4,100)
年度利润	2,813	5,146	13,431	14,212	15,504
少数股东权益	0	123	400	535	625
净利润	2,813	5,023	13,031	13,677	14,879

来源：公司、招银国际证券预测

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	130,000	165,000	174,000
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
总流动资产	109,300	233,661	335,622	398,963	457,141
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
总非流动资产	7,992	6,439	11,761	13,820	16,270
总资产	117,292	240,100	347,383	412,783	473,411
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
总流动负债	70,512	165,530	211,512	240,953	269,888
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
总非流动负债	12,038	33,192	59,635	86,380	107,590
总负债	82,549	198,722	271,147	327,333	377,478
股东总权益	34,605	39,611	74,116	83,200	93,480
少数股东权益	138	1,767	2,120	2,250	2,453
总权益	34,743	41,377	76,236	85,450	95,933

来源：公司、招银国际证券预测

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	15,931	17,442	19,604
折旧及分摊	247	257	271	310	335
营运资本变动	3,999	7,323	(37,835)	13,310	47,488
1. 融资客户垫款变动	(15,244)	(44,205)	(65,304)	(35,000)	(9,000)
2. 带客持有现金变动	2,118	(23,769)	(14,894)	(8,690)	(6,770)
3. 应付客户账款变动	(2,678)	39,856	21,534	7,000	10,000
4. 其他	19,803	35,440	20,829	50,000	53,258
税务开支	(766)	(1,019)	(2,000)	(2,850)	(3,650)
其他	(13,981)	(28,250)	(31,258)	(36,985)	(39,850)
经营活动所得现金净额	(7,025)	(15,040)	(54,891)	(8,774)	23,927
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	5,714	3,900	2,400
股息	(888)	(1,226)	(4,316)	(4,953)	(4,953)
债券及应付短期金融款净额	13,478	34,581	30,333	32,489	26,971
其他	(198,259)	(1,071)	(800)	(910)	(268)
融资活动所得现金净额	12,372	36,107	52,340	30,526	24,150
现金增加净额	(2,675)	12,343	(13,301)	10,254	35,251
年初现金及现金等价物	9,311	6,629	18,974	5,693	15,971
外汇差额	(7)	2	20	25	15
年末现金及现金等价物	6,629	18,974	5,693	15,971	51,237

来源：公司、招银国际证券预测

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%	50.3%	53.1%	56.5%
利息收入	25.2%	26.8%	27.9%	26.6%	26.5%
投资净额收益	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%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	28.3%	74.1%	82.5%	18.4%	17.5%
收入及其他收益增长	28.2%	73.2%	82.4%	18.4%	17.5%
净利润增长	28.3%	78.6%	159.4%	5.0%	8.8%
资产负债比率					
流动比率 (x)	155.0%	141.2%	158.7%	165.6%	169.4%
总负债/ 权益比率	77.4%	153.9%	130.7%	160.7%	175.1%
净负债/ 权益比率	59.6%	108.0%	124.8%	143.4%	122.1%
回报率					
资本回报率	8.3%	13.5%	22.9%	17.4%	16.8%
资产回报率	2.7%	2.8%	4.4%	3.6%	3.4%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.48	0.85	1.81	1.79	1.95
每股股息 (人民币)	0.20	0.20	0.60	0.65	0.65
每股账面值 (人民币)	5.85	6.69	9.73	10.92	12.27

来源：公司、招银国际证券预测

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，请与我们联络。

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。