

銀河證券(6881 HK, HK\$ 6.76, 目標價: HK\$8.06, 買入) — 自營業務發展較為謹慎

- ❖ 公司關注于與客戶建立穩定長久的合作關係。不斷擴大客戶基礎同時與客戶建立起長期的合作關係一直都是銀河證券業務發展關注的重點。截止 2015 上半年，公司一共設立了 330 間證券分所。除了零售客戶，公司的機構銷售業務也發展較快。2015 年底，公司一共與 80 家基金公司建立起了商業合作關係，同時擁有 11 個合資格境外投資者客戶和合資格人民幣境外投資者客戶。我們認為公司的證券經紀和銷售業務在未來仍然將會是推動收入增長的主要業務。我們認為公司的傭金收入的增長以及兩融業務的利息收入增長將會持續受惠于公司與客戶穩定的合作關係以及其較為廣闊的證券分所佈局。
- ❖ 公司自營業務發展與同業相比較為審慎。2015 年上半年，公司自營業務收入到達人民幣 13 億元，占總收入的 7.4%。2014 年末，公司自營投資資產總額占總資產的 10.7%，按年下降 9.6 個百分點。我們預測 2015 年公司自營投資的資產總額將占總資產的 11.5%。當市場下跌風險較大的時候，相對較低的自營業務占比將會對公司的收入增長帶來正面的影響。
- ❖ 公司的主要投資風險。1. 公司業務主要集中在 A 股市場上，業務發展不夠多元化；2. 證券經紀的傭金交易率在未來仍然有下降的壓力；3. 我們預期兩融業務的利息率將不會有很大的提升；4. 自營業務占比較低在市場氣氛好的時候可能會使公司的收入增長低於同業平均水準。
- ❖ 目標價港幣 8.06 元。我們 2015-17 年的淨利潤預測分別為人民幣 64.6 億、人民幣 79.2 億及人民幣 104.1 億。公司現時的股價分別相當於 2015 年和 2016 年預測市賬率的 1.0 倍和 0.8 倍。我們的目標價為港幣 8.06 元，相當於 2016 財年預測市賬率的 1.0 倍，也是同業公司 2016 財年的平均預測市賬率減去一個標準差，這主要是由於公司業務類型不夠多元化。首次覆蓋給與買入評級。

銀河證券(6881 HK)

評級	買入
收市價	HK\$6.76
目標價	HK\$8.06
市值(港幣百萬)	64,472
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	239.53
52 周高/低(港幣)	14.12/4.72
發行股數(百萬)	9,537
主要股東(H 股)	國海佛蘭克林基金(6.18%)

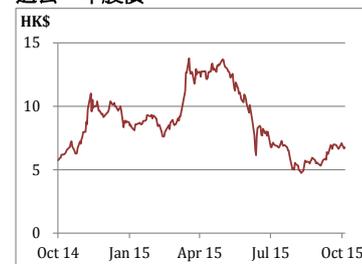
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	25.6%	13.1%
3 月	-4.4%	3.2%
6 月	-47.6%	-35.4%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬人民幣)	8,426	13,017	21,508	26,202	33,496
淨利潤(百萬人民幣)	2,135	3,771	6,463	7,915	10,409
每股收益(人民幣)	0.31	0.50	0.76	0.83	1.09
每股收益變動(%)	30.00	62.63	52.88	8.50	31.52
市盈率(x)	17.8	10.9	7.1	6.6	5.0
市帳率(x)	1.6	1.4	1.0	0.8	0.7
股息率(%)	1.1	2.9	5.5	5.5	6.4
權益收益率(%)	10.0	13.9	15.6	13.6	15.8
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

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	8,403	12,970	21,198	26,052	33,271
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
收入及其他收益总额	8,426	13,017	21,508	26,202	33,496
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)
支出总额	(5,533)	(8,014)	(13,079)	(15,749)	(19,760)
经营利润	2,893	5,003	8,429	10,453	13,736
所占联营企业和合营企业的业绩	(0)	0	(1)	(1)	1
所得税前利润	2,893	5,003	8,428	10,452	13,737
所得税费用	(738)	(1,213)	(1,938)	(2,508)	(3,297)
年度利润	2,155	3,790	6,490	7,944	10,440
少数股东权益	(20)	(20)	(27)	(29)	(31)
净利润	2,135	3,771	6,463	7,915	10,409

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	76,299	177,849	313,371	351,967	386,110
融资客户垫款	18,393	61,443	55,300	60,000	68,000
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
总流动资产	76,299	177,849	313,371	351,967	386,110
非流动资产	1,986	2,177	5,219	5,762	5,799
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
总非流动资产	1,986	2,177	5,219	5,762	5,799
总资产	78,284	180,026	318,591	357,729	391,909
总流动负债	52,863	141,715	216,000	241,238	259,011
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
总流动负债	52,863	141,715	216,000	241,238	259,011
总非流动负债	0	8,975	48,334	53,912	62,589
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
总非流动负债	0	8,975	48,334	53,912	62,589
总负债	52,863	150,690	264,334	295,150	321,600
股东权益	25,175	29,024	53,937	62,234	69,941
少数股东权益	247	312	320	345	368
总权益	25,422	29,336	54,257	62,579	70,309

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）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
經營活動					
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)
經營活動所得現金淨額	(11,043)	(7,493)	(1,525)	(13,652)	(27,464)
投資活動					
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
投資活動所得現金淨額	(4,879)	(391)	711	1,955	4,170
融資活動					
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)
融資活動所得現金淨額	10,795	27,605	88,128	36,711	37,247
現金增加淨額	(5,127)	19,721	87,314	25,014	13,953
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
年末現金及現金等价物	(4,245)	15,478	102,789	127,807	141,767

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
收入及其他收益總額					
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%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
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%
資產負債比率					
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
回報率					
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%
每股數據					
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”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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。