

廣發證券(1776 HK, HK\$11.1 目標價: HK\$14.1, 買入) — 高收入增長不可持續但是估值較低

- ❖ **2015 上半年收入及其他收益激增 3.2 倍至人民幣 239 億元。**廣發證券 2015 上半年收入及其他收益按年上升 324.2%至人民幣 239 億元。同期淨利潤也按年增長 324.2%至人民幣 84 億元。我們認為總收入及淨利潤的增長主要是由於 A 股市場上半年比較旺盛所引起的。A 股市場 2015 上半年的總成交量按年上升了 543.4%至人民幣 1,383,945 億元。廣發的業務集中在 A 股市場，尤其是傳統的經濟業務和融資借貸業務。我們認為 A 股市的波動仍然較大，廣發上半年收入及利潤的高增長在下半年很難持續。我們預測 2015 至 2017 年的收入及其他收益將分別按年增長 93.6%，9.6%和 15.7%。
- ❖ **財富管理業務仍然是收入增長的最大動力。**2015 年上半年，財富管理，投資銀行，自營及機構銷售以及投資管理業務分別占收入及其他收益的 56.5%，3.3%，25.5%和 11.3%。雖然財富管理的收入與 A 股的市場情況息息相關，我們仍然認為其在接下來幾年將會持續是公司收入占比最大的業務條線。我們認為 A 市場機構投資者參與比例將不斷提高，廣發證券也會越來越多的向客戶提供更加多元化的金融產品及服務，我們認為自營及機構銷售以及投資管理業務在未來將會成為公司收入新的增長點。
- ❖ **2015 上半年經營成本控制較好。**2015 上半年，公司經營費用占收入及其他收益總額按年下降 12.7 個百分點至 53.5%。經營費用占比的下降主要歸功於佣金收入費用的下降。除此而外，雇員成本占收入及其他收益總額為 26.2%，按年下降 3.8 個百分點。公司 2015 上半年的權益回報率也按年大幅上升了 11.5 個百分點至 16.2%。我們預測 2015 至 2017 年的權益回報率分別為 17.0%，13.8%和 14.8%。
- ❖ **目標價港幣 14.1。**我們將 2015-17 年淨利潤預測分別下調 26.0%，21.7%和 13.6% 人民幣 96 億、人民幣 107 億及人民幣 129 億。淨利潤預測的下調主要是我們認為公司的雇員成本以及利息支出都會比較高。公司現時的股價相當於 2015 年預測市淨率的 0.9 倍。我們最新的目標價為港幣 14.1 元，相當於 2015 財年預測市淨率的 1.2x，同時也是同業公司 2015 財年的預測市淨率。買入評級。

廣發證券(1776 HK)

評級	買入
收市價	HK\$11.1
目標價	HK\$14.1
市值(港幣百萬)	118,267
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	269.29
52 周高/低(港幣)	26.9/9.9
發行股數(百萬)	7,620
主要股東(港股)	Fubon financial(9.22%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-33.1%	-20.9%
3 月	-57.6%	-43.7%
6 月	N/A	N/A

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)	9,332	16,163	31,292	34,301	39,690
淨利潤(百萬人民幣)	2,813	5,023	9,631	10,701	12,863
每股收益(人民幣)	0.48	0.85	1.34	1.40	1.69
每股收益變動(%)	28.34	78.58	57.77	4.90	20.21
市盈率(x)	19.2	10.7	6.8	6.5	5.4
市帳率(x)	1.6	1.4	0.9	0.8	0.8
股息率(%)	2.2	2.2	3.3	3.8	4.4
權益收益率(%)	8.3	13.5	17.0	13.8	14.8
淨財務杠杆率(%)	59.6	108.0	34.1	77.7	94.0

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：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

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：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
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	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
延迟税项负债	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

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
经营活动					
税前利润	3,477	6,649	13,131	14,736	17,588
折旧及分攤	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

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：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

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。而過去的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(D)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。