

广发证券 (1776 HK, HK\$17.36, 目标价: HK\$18.16, 持有) — 2016 年第三季度业绩表现有所改善

- ❖ **第三季盈利重拾升势。**2016 年第三季，广发证券录得营业收入人民币 50.6 亿元，按年下跌 23.8%，表现符合市场预期，也与期内的市场气氛相吻合。除此之外，“营改增”的实施亦是拖低营业收入的主要因素。今年第三季，广发纯利按年增长 8.8%，至人民币 21.6 亿元，主要受惠于营业开支的良好管控，而营业税及附加费按年大幅下降 92.6%，使得“营改增”的负面影响也大部分被抵消。
- ❖ **经纪业务转型的关键因素。**今年第三季，广发经纪业务净手续费及佣金收入按年下跌 57.1% 至人民币 13.1 亿元，今年首三季则下跌 62.6% 至人民币 41.6 亿元。互联网金融及高附加值服务是经纪业务转型的两大关键因素。今年第三季，广发证券 98% 的新开户是透过网络完成，而新客户的平均佣金率为万分之 3.2。广发的整体平均佣金率为万分之 4.1，高净值客户的佣金率则为万分之 2.6。通过为不同层次的客户提供高附加值服务，不仅经纪业务产生转变，同时公司也可借此逐步转型发展成为综合财富管理平台，借此提升客户的忠诚度。近期，证监会将“一人多户”政策逐渐收紧，将每个客户的开户数量上限由 20 个降低至 3 个，我们认为，这将为证券经纪从业人员带来业绩考核的压力，但是不会对券商的经纪业务造成负面的影响。相反，各个券商的活跃用户率将有望因此得到加强。
- ❖ **投资银行及资产管理业务持续亮眼表现。**今年首三季，广发投行业务的净手续费及佣金收入按年大升 81.8%，至人民币 21.0 亿元。再融资项目、债券发行及并购业务的增长，很好地弥补了 IPO 业务的下降。与 2015 年底相比，AUM 规模持续扩大，增长 32.5% 至人民币 7,050 亿元，其中，集合资管规模增长 46.1% 至人民币 4,360 亿元。随着 AUM 的增长，资产管理业务的收入结构也趋于合理，绩效费及佣金收入分别占 22% 及 78%。作为未来行业竞争的关键优势，绩效费占比的提升很好的突出了广发资管卓越的资产管理能力。
- ❖ **目标价港币 18.16 元。**我们将公司 2016 财年至 2018 财年的净利润预测分别上调 12.5%、8.0% 和 1.2%，至人民币 83.4 亿元、人民币 102.3 亿元和人民币 127.8 亿元。公司现时的股价分别相当于 2016 财年和 2017 财年预测市账率的 1.4 倍和 1.3 倍。我们的目标价为港币 18.16 港元，相当于公司 2017 财年预测市账率的 1.35 倍，同时也是同业公司 2017 财年的平均预测市账率。**维持「持有」评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	16,163	42,733	29,032	34,241	40,394
净利润 (百万人民币)	5,023	13,201	8,338	10,233	12,784
每股收益 (人民币)	0.85	1.85	1.09	1.34	1.68
每股收益变动 (%)	78.58	117.49	(40.72)	22.74	24.93
市盈率 (x)	17.8	8.2	13.8	11.2	9.0
市账率 (x)	2.3	1.5	1.4	1.3	1.1
股息率 (%)	1.3	5.3	2.5	3.1	3.9
权益收益率 (%)	13.5	22.5	10.4	11.9	13.4
净财务杠杆率 (%)	108.0	106.3	117.5	87.0	61.0

来源: 公司及招銀国际研究部

 张淳鑫
(852) 3900 0836
zhangchunxin@cmbi.com.hk

 隋晓萌
(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk
广发证券 (1776 HK)

评级	持有
收市价	HK\$17.36
目标价	HK\$18.16
市值 (港币百万)	149,117
过去 3 月平均交易 (港币百万)	71.80
52 周高/低 (港币)	20.3 / 13.9
发行股数 (百万)	7,621.1
主要股东 (H 股) Fubon Financial (9.22%)	

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.8%	2.2%
3 月	-1.3%	-7.1%
6 月	-6.7%	-14.4%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	16,147	42,779	28,934	34,140	40,269
佣金及手续费收入	8,217	20,046	16,751	19,152	22,634
利息收入	4,325	12,336	5,152	6,507	7,751
投资净额收益	3,605	10,396	7,031	8,481	9,884
其他收入及收益	17	(46)	98	101	125
收入及其他收益总额	16,163	42,733	29,032	34,241	40,394
折旧及摊销	(257)	(279)	(330)	(335)	(369)
雇员成本	(4,346)	(10,914)	(7,548)	(9,211)	(10,745)
佣金及手续费支出	(241)	(461)	(416)	(463)	(529)
利息支出	(2,758)	(8,943)	(6,890)	(7,356)	(7,912)
其他经营支出	(2,100)	(4,337)	(2,350)	(2,630)	(3,105)
减值损失	(150)	(282)	(100)	(210)	(195)
支出总额	(9,852)	(25,217)	(17,635)	(20,204)	(22,855)
经营利润	6,311	17,516	11,397	14,036	17,539
所占联营企业和合营企业的业绩	337	290	244	315	340
所得税前利润	6,649	17,806	11,641	14,351	17,879
所得税费用	(1,503)	(4,193)	(2,794)	(3,588)	(4,470)
年度利润	5,146	13,612	8,848	10,763	13,409
少数股东权益	(123)	(411)	(510)	(530)	(625)
净利润	5,023	13,201	8,338	10,233	12,784

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融资客户垫款	64,696	68,970	53,659	54,796	60,159
应收账款	1,267	2,519	1,613	2,789	3,010
其他应收款项及预付款项	1,893	3,426	3,625	3,956	4,125
可供出售金融资产	32,300	78,733	74,159	77,896	79,156
应收款项类投资	403	100	135	269	231
买入返售金融资产	11,801	11,911	12,569	12,789	13,151
以公允价值计量的金融资产	26,937	83,912	81,569	84,521	85,916
衍生金融资产	91	271	259	315	381
交易所及其他机构保证金	3,030	5,278	4,356	4,615	5,150
公司结算备付金	770	2,772	1,156	1,589	2,010
客户结算备付金	21,855	28,450	20,113	12,185	13,569
质押及受限银行存款	401	242	105	146	195
公司银行结余	18,203	17,610	6,567	29,790	56,015
带客持有现金	48,996	88,641	90,950	93,582	95,516
其他	1,018	22	250	152	104
总流动资产	233,661	392,855	351,086	379,390	418,688
物业及设备	1,287	1,580	1,580	1,650	1,662
预付租赁款	327	318	320	295	326
投资物业	27	25	25	25	25
商誉	2	2	2	2	2
对联营以及合营企业的投资	1,584	3,348	3,590	4,125	4,335
可供出售金融资产	2,110	17,850	15,569	17,452	19,156
应收款项类投资	206	500	530	480	526
买入返售金融资产	432	1,835	1,420	1,569	1,658
质押及受限银行存款	80	80	80	80	80
延迟税项资产	230	269	845	379	415
其他	153	435	605	553	658
总非流动资产	6,439	26,242	24,566	26,611	28,844
总资产	240,100	419,097	375,652	406,000	447,532
卖出回购金融资产款	1,286	896	3,764	3,506	3,250
应付短期融资款	29,537	21,644	51,569	55,896	63,859
拆入资金	1,123	1,750	5,200	5,803	5,538
应付经纪业务客户账款	71,466	118,137	89,230	100,151	109,569
应付雇员成本	3,202	7,812	8,135	8,569	9,010
其他应付款项	2,714	8,428	7,189	7,560	8,310
当期税项负债	1,081	983	846	972	1,133
卖出回购金融资产款	50,718	85,396	71,890	72,569	81,965
其他应付款项	4,404	18,213	9,933	16,374	13,983
总流动负债	165,530	263,258	247,757	271,399	296,617
卖出回购金融资产款	4,050	0	0	0	0
延迟税项负债	112	278	185	230	451
应付债券	26,031	72,270	40,268	38,965	41,859
长期借款	3,000	3,469	2,568	3,216	3,369
总非流动负债	33,192	76,018	43,021	42,411	45,679
总负债	198,722	339,276	290,778	313,810	342,296
股东总权益	39,611	77,519	82,415	89,175	101,449
少数股东权益	1,767	2,302	2,459	3,015	3,786
总权益	41,377	79,821	84,874	92,190	105,235

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前利润	6,649	17,806	11,641	14,351	17,879
折旧及分摊	257	279	330	335	369
营运资本变动	(20,163)	(20,118)	(16,386)	14,422	9,023
1. 融资客户垫款变动	(44,205)	(4,495)	15,311	(1,137)	(5,363)
2. 带客持有现金变动	(23,769)	(39,645)	(2,310)	(2,632)	(1,934)
3. 应付客户账款变动	39,856	46,672	(28,907)	10,921	9,418
4. 其他	7,954	(22,651)	(479)	7,270	6,902
税务开支	(1,019)	(4,314)	(2,050)	(3,389)	(3,956)
其他	417	2,316	6,746	7,251	(3,986)
经营活动所得现金净额	(15,040)	(7,691)	282	32,970	7,767
投资活动					
资本开支	(235)	(622)	(590)	(635)	(680)
投资增长	(10,969)	(58,014)	(8,322)	(9,328)	(10,156)
资本注入/出售联营及附属公司	1,190	(1,493)	(1,131)	(950)	(1,516)
其他	1,291	2,508	1,658	1,759	2,156
投资活动所得现金净额	(8,723)	(57,620)	(8,385)	(9,154)	(10,195)
融资活动					
股票发行	0	25,396	0	0	0
债务变动	3,823	79	1,967	389	0
债券及应付短期金融款净额	34,581	98,277	(2,077)	3,024	(103)
其他	(2,297)	(57,073)	(4,470)	(3,589)	10,857
融资活动所得现金净额	36,107	66,680	(4,580)	(176)	5,729
现金增加净额	12,343	1,368	(12,683)	23,640	26,615
年初现金及现金等价物	6,629	18,974	20,382	7,723	31,379
外汇差额	2	40	25	15	31
年末现金及现金等价物	18,974	20,382	7,723	31,379	58,025

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	50.8%	46.9%	57.7%	55.9%	56.0%
利息收入	26.8%	28.9%	17.7%	19.0%	19.2%
投资净额收益	22.3%	24.3%	24.2%	24.8%	24.5%
其他收入及收益	0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	74.1%	164.9%	-32.4%	18.0%	18.0%
收入及其他收益增长	73.2%	164.4%	-32.1%	17.9%	18.0%
净利润增长	78.6%	162.8%	-36.8%	22.7%	24.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	141.2%	149.2%	141.7%	139.8%	141.2%
总负债/ 权益比率	153.9%	129.0%	125.4%	120.4%	116.2%
净负债/ 权益比率	108.0%	106.3%	117.5%	87.0%	61.0%
回报率					
资本回报率	13.5%	22.5%	10.4%	11.9%	13.4%
资产回报率	2.8%	4.0%	2.1%	2.6%	3.0%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.85	1.85	1.09	1.34	1.68
每股股息（人民币）	0.20	0.80	0.38	0.47	0.59
每股账面值（人民币）	6.69	10.17	10.81	11.70	13.31

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 个月的潜在涨幅在-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”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融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商投资者

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。