


**广发证券 (1776 HK)**
**贝塔牛——财富管理业务的明日之星**

- ❖ **业绩表现稳健，符合市场预期。**2017年上半年，广发证券的收入总额按年微降0.9%，至135亿元人民币。收入的下滑主要源自经纪业务佣金收入的减少。不过，受惠于良好的营运成本和利息开支管控，广发证券的纯利按年增长6.7%，至43亿元人民币。公司上半年的财务表现基本符合市场预期。我们预计，2017年至2019年，广发证券的收入总额将分别达到286亿元人民币、332亿元人民币及374亿元人民币，年复合增长率14.3%。
- ❖ **“贝塔牛”助力传统经纪业务转型。**广发证券的股权架构中没有控股股东，市场化机制成为公司运营理念的关键。广发证券坚持将经纪业务作为核心，并逐渐向财富管理业务转型。2017年上半年，财富管理业务占收入总额的比重达到了39.1%。传统经纪业务是周期性业务，市场竞争日趋激烈，佣金率面临下行压力。根据我们的计算，2017年上半年广发证券的佣金率为万分之3.74。在传统经纪业务的转型过程中，金融科技被广泛应用。2016年下半年，广发证券推出了首个自主研发的智能投顾系统“贝塔牛”。现时，贝塔牛的累计用户已达到39.8万人，日活跃用户2.9万人。贝塔牛的问世顺应了行业向财富管理转型的大趋势。展望未来，我们相信贝塔牛的投资和顾问能力将不断完善升级，因为市面上与之竞争的不仅有证券公司，还有商业银行。我们认为贝塔牛能更好满足客户需求，有助于提升广发证券的佣金收入，同时长期来看，也有助于降低成本并进行交叉销售。
- ❖ **资产管理规模下降。**由于主动管理能力较强，资产管理业务一直是广发证券的品牌业务。但受整改通道投资的影响，公司的资产管理规模有所下降。截至2017年上半年末，广发资管管理的资产规模较2016年末下降16.4%，至5,986亿元人民币。其中，集合和定向资管计划的资产管理规模分别下降20.4%和13.3%，至2,931亿元人民币和2,784亿元人民币。我们认为整改仍将继续，因此公司的资产管理规模不会明显回升。我们预计2017年至2019年，广发证券的资产管理规模将分别达到5,849亿元人民币、6,199亿元人民币和6,580亿元人民币，年复合增长率为6.1%。
- ❖ **维持持有评级。**目前，广发证券的股价相当于2017年预测市帐率的1.13倍和2018年预测市帐率的1.13倍。我们的目标价16.4港元相当于公司2018年预测市帐率的1.13倍，同时也是大型同业的平均估值加一个标准差。**维持持有评级。**

**财务资料**

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	42,733	27,488	28,639	33,169	37,395
净利润(百万元人民币)	13,201	8,030	8,299	9,693	11,779
每股收益(元人民币)	1.85	1.05	1.09	1.27	1.55
每股收益变动(%)	117.49	(42.90)	3.34	16.79	21.50
市盈率(x)	7.67	13.43	13.00	11.13	9.16
市帐率(%)	1.39	1.37	1.13	1.13	1.07
股息率(%)	5.65	2.47	2.54	2.96	3.60
权益收益率(%)	22.54	10.29	9.56	10.18	12.00
财务杠杆(x)	3.8	3.4	2.9	2.9	2.8

资料来源：公司及招银国际研究部预测

**持有 (维持)**

目标价	HK\$16.4
(此前目标价)	HK\$15.1)
潜在升幅	-0.4%
当前股价	HK\$16.46

**张淳鑫**

电话：(852) 3900 0836

邮件：[zhangchunxin@cmbi.com.hk](mailto:zhangchunxin@cmbi.com.hk)
**隋晓萌**

电话：(852) 3761 8775

邮件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)
**中国证券业**

市值(百万港元)	159,089
3月平均流通量(百万港元)	61.13
52周内股价高/低(港元)	18.56/15.34
总股本(百万)	7,621.1

资料来源：彭博

**股东结构 (H股)**

Fubon Financial Holding Co., Ltd.	9.22%
银睿资本策略投资控股	6.95%
China Minsheng Investment Corp., Ltd.	5.56%

资料来源：HKEx

**股价表现**

	绝对回报	相对回报
1-月	5.7%	2.4%
3-月	3.0%	-5.0%
6-月	-3.7%	-17.3%

资料来源：彭博

**股价表现**


资料来源：彭博

核数师：德勤

公司网站：[www.gf.com.cn](http://www.gf.com.cn)

**利潤表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>收入</b>	<b>42,779</b>	<b>27,732</b>	<b>28,538</b>	<b>33,044</b>	<b>37,269</b>
佣金及手續費收入	20,046	13,391	12,330	13,774	15,119
利息收入	12,336	7,831	8,635	9,628	10,699
投資淨額收益	10,396	6,511	7,573	9,642	11,450
其他收入及收益	(46)	(244)	101	125	126
<b>收入及其他收益總額</b>	<b>42,733</b>	<b>27,488</b>	<b>28,639</b>	<b>33,169</b>	<b>37,395</b>
折舊及攤銷	(279)	(293)	(335)	(369)	(378)
雇員成本	(10,914)	(6,587)	(7,160)	(8,292)	(9,349)
佣金及手續費支出	(461)	(376)	(285)	(317)	(349)
利息支出	(8,943)	(6,543)	(7,154)	(8,176)	(8,236)
其他經營支出	(4,337)	(2,963)	(2,005)	(2,322)	(2,618)
減值損失	(282)	(423)	(550)	(633)	(696)
<b>支出總額</b>	<b>(25,217)</b>	<b>(17,186)</b>	<b>(17,488)</b>	<b>(20,109)</b>	<b>(21,626)</b>
<b>經營利潤</b>	<b>17,516</b>	<b>10,302</b>	<b>11,151</b>	<b>13,060</b>	<b>15,769</b>
所占聯營企業和合營企業的業績	290	403	315	340	341
<b>所得稅前利潤</b>	<b>17,806</b>	<b>10,705</b>	<b>11,466</b>	<b>13,400</b>	<b>16,110</b>
所得稅費用	(4,193)	(2,296)	(2,637)	(3,082)	(3,705)
<b>年度利潤</b>	<b>13,612</b>	<b>8,409</b>	<b>8,829</b>	<b>10,318</b>	<b>12,405</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>(411)</b>	<b>(379)</b>	<b>(530)</b>	<b>(625)</b>	<b>(626)</b>
<b>淨利潤</b>	<b>13,201</b>	<b>8,030</b>	<b>8,299</b>	<b>9,693</b>	<b>11,779</b>

來源：公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>融資客戶墊款</b>	<b>68,970</b>	<b>58,186</b>	<b>58,768</b>	<b>61,707</b>	<b>64,792</b>
金融投資	162,745	135,968	142,064	146,022	152,953
公司銀行結餘	17,610	13,046	12,856	12,885	13,233
代客持有現金	88,641	67,251	70,614	74,145	77,852
其他	54,891	51,486	56,594	52,297	49,452
<b>總流動資產</b>	<b>392,855</b>	<b>325,937</b>	<b>340,896</b>	<b>347,055</b>	<b>358,281</b>
物業及設備	1,580	1,761	1,850	1,913	1,936
金融投資	18,350	20,236	20,438	20,722	20,929
其他	6,312	11,867	12,124	12,583	12,956
<b>總非流動資產</b>	<b>26,242</b>	<b>33,864</b>	<b>34,412</b>	<b>35,217</b>	<b>35,821</b>
<b>總資產</b>	<b>419,097</b>	<b>359,801</b>	<b>375,308</b>	<b>382,272</b>	<b>394,103</b>
借款	896	4,864	5,107	5,362	5,631
應付短期融資款	21,644	16,330	8,981	4,940	4,989
拆入資金	1,750	10,606	11,137	10,023	10,524
應付經紀業務客戶賬款	118,137	85,727	89,379	93,848	98,540
其他	120,832	99,046	92,267	98,951	95,430
<b>總流動負債</b>	<b>263,258</b>	<b>216,573</b>	<b>206,870</b>	<b>213,124</b>	<b>215,114</b>
應付債券	72,270	58,274	67,664	67,543	71,637
長期借款	3,469	2,569	1,849	1,868	1,961
其他	278	1,033	708	1,086	1,088
<b>總非流動負債</b>	<b>76,018</b>	<b>61,875</b>	<b>70,222</b>	<b>70,497</b>	<b>74,686</b>
<b>總負債</b>	<b>339,276</b>	<b>278,448</b>	<b>277,092</b>	<b>283,620</b>	<b>289,800</b>
<b>股東總權益</b>	<b>77,519</b>	<b>78,530</b>	<b>95,134</b>	<b>95,382</b>	<b>100,903</b>
少數股東權益	2,302	2,823	3,082	3,270	3,399
<b>總權益</b>	<b>79,821</b>	<b>81,353</b>	<b>98,216</b>	<b>98,652</b>	<b>104,302</b>

來源：公司及招銀國際研究部預測

**现金流量表**

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动</b>					
税前利润	17,806	10,705	11,466	13,400	16,110
折旧及分摊	279	293	335	369	378
营运资本变动	(20,118)	2,802	2,350	(1,535)	(9,424)
1. 融资客户垫款变动	(4,495)	10,213	(582)	(2,938)	(3,085)
2. 代客持有现金变动	(39,645)	21,389	(3,363)	(3,531)	(3,707)
3. 应付客户账款变动	46,672	(32,411)	3,652	4,469	4,692
4. 其他	(22,651)	3,610	2,643	465	(7,324)
税务开支	(4,314)	(2,812)	(3,389)	(3,956)	(3,955)
已付利息	(3,660)	(2,580)	(3,219)	(3,679)	(3,706)
其他	2,316	2,706	3,212	3,955	3,986
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>(7,691)</b>	<b>11,115</b>	<b>10,754</b>	<b>8,554</b>	<b>3,389</b>
<b>投资活动</b>					
资本开支	(622)	(423)	(635)	(680)	(679)
投资增长	(58,014)	2,054	17,901	(416)	(3,200)
资本注入/出售联营及附属公司	(1,493)	(501)	(39)	(115)	(90)
其他	2,508	2,929	2,482	3,666	4,546
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(57,620)</b>	<b>4,059</b>	<b>19,709</b>	<b>2,456</b>	<b>577</b>
<b>融资活动</b>					
股票发行	25,396	0	0	0	0
<b>债务变动</b>	<b>79</b>	<b>3,228</b>	<b>(637)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债券及应付短期金融款净额	98,277	61,611	(13,209)	274	362
其他	(57,073)	(83,570)	(17,443)	(4,163)	4,144
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>66,680</b>	<b>(18,731)</b>	<b>(31,288)</b>	<b>(3,890)</b>	<b>4,505</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>1,368</b>	<b>(3,558)</b>	<b>182</b>	<b>424</b>	<b>784</b>
<b>年初现金及现金等价物</b>	<b>18,974</b>	<b>20,382</b>	<b>16,918</b>	<b>17,115</b>	<b>17,569</b>
<b>外汇差额</b>	<b>40</b>	<b>93</b>	<b>15</b>	<b>31</b>	<b>32</b>
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>20,382</b>	<b>16,918</b>	<b>17,115</b>	<b>17,569</b>	<b>18,386</b>

来源：公司及招银国际研究部预测

**主要比率**

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>收入及其他收益总额</b>					
佣金及手续费收入	46.9%	48.7%	43.1%	41.5%	40.4%
利息收入	28.9%	28.5%	30.2%	29.0%	28.6%
投资净额收益	24.3%	23.7%	26.4%	29.1%	30.6%
其他收入及收益	-0.1%	-0.9%	0.4%	0.4%	0.3%
<b>总额</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>增长</b>					
收入增长	164.9%	-35.2%	2.9%	15.8%	12.8%
收入及其他收益增长	164.4%	-35.7%	4.2%	15.8%	12.7%
净利润增长	162.8%	-39.2%	3.3%	16.8%	21.5%
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	149.2%	150.5%	164.8%	162.8%	166.6%
总负债/权益比率	129.0%	118.0%	99.6%	94.1%	93.9%
净负债/权益比率	106.3%	101.4%	86.1%	80.6%	80.8%
<b>回报率</b>					
资本回报率	22.5%	10.3%	9.6%	10.2%	12.0%
资产回报率	4.0%	2.1%	2.3%	2.6%	3.0%
<b>每股数据</b>					
每股利润 (元人民币)	1.85	1.05	1.09	1.27	1.55
每股股息 (元人民币)	0.80	0.35	0.36	0.42	0.51
每股账面值 (元人民币)	10.17	10.30	12.48	12.52	13.24

来源：公司及招银国际研究部预测

## 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责任。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。