

**广发证券 (1776 HK, HK\$17.7, 目标价: HK\$18.06, 持有) — 2016 年一季度业务表现优于我们覆盖的同业**

❖ **市场不景气但是公司表现仍然优于我们覆盖的同业。**2016 年一季度, 公司营业收入与净利润分别按年倒退 17% 和 28% 至人民币 48 亿元和人民币 18 亿元。根据可提供的数据显示, 公司净利润倒退的速度相较于我们覆盖的同业是比较慢的。同期, 公司经纪业务净佣金收入以及净利息收入均分别按年下降 40% 和 92%, 这也严重的拖累了公司同期的净利润。我们认为这两项业务收入的下降主要是由于 A 股市场不景气同时两融业务需求较弱所导致的。

❖ **投资银行业务和资产管理业务不断得到优化。**2016 年第一季度, 广发证券投行业务净收入按年增长 1.1 倍至人民币 6.5 亿元, 这也与同期社会直接融资总量大幅上升相符合。同时, 投资银行业务的收入结构也不断多元化。同期, 超过 70% 的投行业务收入来自于非 IPO 业务收入。受益于国内市场活跃的并购重组业务, 金融咨询业务的收入在 2016 年一季度也按年增长 148%。广发证券资产管理业务的净收入在 2016 年一季度按年增长 84% 至人民币 10 亿元, 其中, 广发资管收入按年增长 150%。截至 2016 年一季度末, 广发资管的资产管理规模从 2015 年末的人民币 5,319 亿元增加至人民币 6,350 亿元, 按季上升 20%。

❖ **预计 2016 年经营环境仍具挑战。**我们预测 2016 年 A 股市场的平均日交易金额为人民币 5,800 亿元, 按年下降 42%。我们预测广发证券的收入及其他收益总额以及净利润将分别按年下降 26% 和 35% 至人民币 317 亿元和人民币 86 亿元。这主要是基于 2015 年基数较高, A 股市场持续疲软的气氛以及整个宏观环境仍然具有很大的挑战。我们认为 2016 年一季度投行和资管业务收入的高增长也是不可持续的, 我们预测 2016 全年投行和资管的收入将放缓至按年增长 70% 和 68%。

❖ **目标价港币 18.06 元。**我们将公司 2016 和 2017 年的净利润预测分别下调 23% 和 15% 至人民币 86 亿元和人民币 118 亿元。我们同时预测 2018 年的净利润为人民币 147 亿元。公司现时的股价分别相当于 2016 年和 2017 年预测市账率的 1.4 倍和 1.3 倍。我们的目标价为港币 18.06 元, 相当于 2016 财年预测市净率的 1.4 倍, 同时也是同业公司 2016 财年的平均预测市帐率。**维持「持有」评级。**

**广发证券(1776 HK)**

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| 评级                                | 持有        |
| 收市价                               | HK\$17.7  |
| 目标价                               | HK\$18.06 |
| 市值 (港币百万)                         | 142,089   |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万)                 | 80.57     |
| 52 周高/低 (港币)                      | 26.59.9   |
| 发行股数 (百万)                         | 7,621     |
| 主要股东 (港股) Fubon Financial (9.22%) |           |
| 来源: 彭博                            |           |

**股价表现**

|     | 绝对    | 相对    |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | -1.6% | -6.3% |
| 3 月 | 15.0% | 5.9%  |
| 6 月 | 16.4% | 24.2% |

来源: 彭博

**过去一年股价**

来源: 彭博

**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 | 31,710 | 39,112 | 45,420 |
| 净利润 (百万人民币)    | 5,023  | 13,201 | 8,595  | 11,781 | 14,734 |
| 每股收益 (人民币)     | 0.85   | 1.85   | 1.13   | 1.55   | 1.93   |
| 每股收益变动 (%)     | 129.19 | 117.49 | -38.88 | 37.07  | 25.06  |
| 市盈率(x)         | 17.5   | 8.1    | 13.2   | 9.6    | 7.7    |
| 市帐率(x)         | 2.2    | 1.5    | 1.4    | 1.3    | 1.1    |
| 股息率 (%)        | 1.3    | 5.4    | 2.7    | 3.6    | 4.6    |
| 权益收益率 (%)      | 13.5   | 22.5   | 10.7   | 13.6   | 15.1   |
| 净财务杠杆率 (%)     | 108.0  | 106.3  | 106.0  | 90.4   | 60.1   |

来源: 公司及招银国际研究部

## 利润表

| 年结：12月31日（百万人民币） | 2014           | 2015            | 2016E           | 2017E           | 2018E           |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>收入</b>        | <b>16,147</b>  | <b>42,779</b>   | <b>31,690</b>   | <b>39,091</b>   | <b>45,395</b>   |
| 佣金及手续费收入         | 8,217          | 20,046          | 19,262          | 23,596          | 26,240          |
| 利息收入             | 4,325          | 12,336          | 5,397           | 7,014           | 8,740           |
| 投资净额收益           | 3,605          | 10,396          | 7,031           | 8,481           | 10,415          |
| 其他收入及收益          | 17             | (46)            | 20              | 21              | 25              |
| <b>收入及其他收益总额</b> | <b>16,163</b>  | <b>42,733</b>   | <b>31,710</b>   | <b>39,112</b>   | <b>45,420</b>   |
| 折旧及摊销            | (257)          | (279)           | (310)           | (335)           | (369)           |
| 雇员成本             | (4,346)        | (10,914)        | (8,879)         | (10,521)        | (11,809)        |
| 佣金及手续费支出         | (241)          | (461)           | (484)           | (552)           | (564)           |
| 利息支出             | (2,758)        | (8,943)         | (6,500)         | (7,156)         | (7,812)         |
| 其他经营支出           | (2,100)        | (4,337)         | (3,700)         | (4,150)         | (4,450)         |
| 减值损失             | (150)          | (282)           | (100)           | (210)           | (195)           |
| <b>支出总额</b>      | <b>(9,852)</b> | <b>(25,217)</b> | <b>(19,973)</b> | <b>(22,924)</b> | <b>(25,200)</b> |
| <b>经营利润</b>      | <b>6,311</b>   | <b>17,516</b>   | <b>11,737</b>   | <b>16,188</b>   | <b>20,220</b>   |
| 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           | <b>6,649</b>   | <b>17,806</b>   | <b>11,981</b>   | <b>16,503</b>   | <b>20,560</b>   |
| 所得税费用            | (1,503)        | (4,193)         | (2,875)         | (4,192)         | (5,202)         |
| <b>年度利润</b>      | <b>5,146</b>   | <b>13,612</b>   | <b>9,105</b>    | <b>12,311</b>   | <b>15,359</b>   |
| 少数股东权益           | (123)          | (411)           | (510)           | (530)           | (625)           |
| <b>净利润</b>       | <b>5,023</b>   | <b>13,201</b>   | <b>8,595</b>    | <b>11,781</b>   | <b>14,734</b>   |

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          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>融资客户垫款</b>    | <b>64,696</b>  | <b>68,970</b>  | <b>53,659</b>  | <b>58,796</b>  | <b>62,159</b>  |
| 应收账款             | 1,267          | 2,519          | 2,613          | 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         | 10,113         | 13,785         | 15,169         |
| 质押及受限银行存款        | 401            | 242            | 105            | 146            | 195            |
| 公司银行结余           | 18,203         | 17,610         | 11,749         | 19,554         | 40,484         |
| 带客持有现金           | 48,996         | 88,641         | 91,466         | 93,582         | 95,516         |
| 其他               | 1,018          | 22             | 250            | 152            | 104            |
| <b>总流动资产</b>     | <b>233,661</b> | <b>392,855</b> | <b>347,783</b> | <b>374,754</b> | <b>406,757</b> |
| 物业及设备            | 1,287          | 1,580          | 1,610          | 1,750          | 1,862          |
| 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            | 340            | 379            | 415            |
| 其他               | 153            | 435            | 605            | 553            | 658            |
| <b>总非流动资产</b>    | <b>6,439</b>   | <b>26,242</b>  | <b>24,091</b>  | <b>26,711</b>  | <b>29,044</b>  |
| <b>总资产</b>       | <b>240,100</b> | <b>419,097</b> | <b>371,874</b> | <b>401,465</b> | <b>435,801</b> |
| 卖出回购金融资产款        | 1,286          | 896            | 1,100          | 1,439          | 1,561          |
| 应付短期融资款          | 29,537         | 21,644         | 23,101         | 26,138         | 27,150         |
| 拆入资金             | 1,123          | 1,750          | 1,450          | 1,800          | 1,935          |
| 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            | 793            | 859            | 1,000          |
| 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         | 10,028         | 14,738         | 10,329         |
| <b>总流动负债</b>     | <b>165,530</b> | <b>263,258</b> | <b>212,916</b> | <b>233,823</b> | <b>250,829</b> |
| 卖出回购金融资产款        | 4,050          | 0              | 0              | 2,010          | 3,561          |
| 延迟税项负债           | 112            | 278            | 310            | 456            | 523            |
| 应付债券             | 26,031         | 72,270         | 70,156         | 68,596         | 69,258         |
| 长期借款             | 3,000          | 3,469          | 3,450          | 3,216          | 3,369          |
| <b>总非流动负债</b>    | <b>33,192</b>  | <b>76,018</b>  | <b>73,916</b>  | <b>74,278</b>  | <b>76,711</b>  |
| <b>总负债</b>       | <b>198,722</b> | <b>339,276</b> | <b>286,832</b> | <b>308,101</b> | <b>327,540</b> |
| <b>股东总权益</b>     | <b>39,611</b>  | <b>77,519</b>  | <b>82,583</b>  | <b>90,349</b>  | <b>104,475</b> |
| 少数股东权益           | 1,767          | 2,302          | 2,459          | 3,015          | 3,786          |
| <b>总权益</b>       | <b>41,377</b>  | <b>79,821</b>  | <b>85,042</b>  | <b>93,364</b>  | <b>108,261</b> |

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           |
|------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| <b>经营活动</b>      |                 |                 |                |                |                 |
| 税前利润             | 6,649           | 17,806          | 11,981         | 16,503         | 20,560          |
| 折旧及摊销            | 257             | 279             | 310            | 335            | 369             |
| 营运资本变动           | (20,163)        | (20,118)        | (10,651)       | (916)          | 11,423          |
| 1. 融资客户垫款变动      | (44,205)        | (4,495)         | 15,311         | (5,137)        | (3,363)         |
| 2. 带客持有现金变动      | (23,769)        | (39,645)        | (2,825)        | (2,116)        | (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)        | 5,771          | (4,584)        | 7,302           |
| 税务开支             | (1,019)         | (4,314)         | (2,170)        | (3,589)        | (4,256)         |
| 其他               | 417             | 2,316           | 6,356          | 7,051          | (3,986)         |
| 经营活动所得现金净额       | <b>(15,040)</b> | <b>(7,691)</b>  | <b>5,825</b>   | <b>19,385</b>  | <b>7,667</b>    |
| <b>投资活动</b>      |                 |                 |                |                |                 |
| 资本开支             | (235)           | (622)           | (590)          | (635)          | (680)           |
| 投资增长             | (10,969)        | (58,014)        | (8,322)        | (9,328)        | (11,327)        |
| 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       | <b>(8,723)</b>  | <b>(57,620)</b> | <b>(8,385)</b> | <b>(9,154)</b> | <b>(11,366)</b> |
| <b>融资活动</b>      |                 |                 |                |                |                 |
| 股票发行             | 0               | 25,396          | 0              | 0              | 0               |
| 债务变动             | 3,823           | 79              | 185            | 105            | 0               |
| 债券及应付短期金融款净额     | 34,581          | 98,277          | (657)          | 1,477          | 275             |
| 其他               | (2,297)         | (57,073)        | (4,470)        | (3,589)        | 1,674           |
| 融资活动所得现金净额       | <b>36,107</b>   | <b>66,680</b>   | <b>(4,942)</b> | <b>(2,007)</b> | <b>(3,077)</b>  |
| 现金增加净额           | <b>12,343</b>   | <b>1,368</b>    | <b>(7,502)</b> | <b>8,223</b>   | <b>21,320</b>   |
| 年初现金及现金等价物       | <b>6,629</b>    | <b>18,974</b>   | <b>20,382</b>  | <b>12,905</b>  | <b>21,143</b>   |
| 外汇差额             | <b>2</b>        | <b>40</b>       | <b>25</b>      | <b>15</b>      | <b>31</b>       |
| 年末现金及现金等价物       | <b>18,974</b>   | <b>20,382</b>   | <b>12,905</b>  | <b>21,143</b>  | <b>42,494</b>   |

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  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>收入及其他收益总额</b> |        |        |        |        |        |
| 佣金及手续费收入         | 50.8%  | 46.9%  | 60.7%  | 60.3%  | 57.8%  |
| 利息收入             | 26.8%  | 28.9%  | 17.0%  | 17.9%  | 19.2%  |
| 投资净额收益           | 22.3%  | 24.3%  | 22.2%  | 21.7%  | 22.9%  |
| 其他收入及收益          | 0.1%   | -0.1%  | 0.1%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 总额               | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| <b>增长</b>        |        |        |        |        |        |
| 收入增长             | 74.1%  | 164.9% | -25.9% | 23.4%  | 16.1%  |
| 收入及其他收益增长        | 73.2%  | 164.4% | -25.8% | 23.3%  | 16.1%  |
| 净利润增长            | 78.6%  | 162.8% | -34.9% | 37.1%  | 25.1%  |
| <b>资产负债比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 流动比率 (x)         | 141.2% | 149.2% | 163.3% | 160.3% | 162.2% |
| 总负债/ 权益比率        | 153.9% | 129.0% | 120.2% | 112.0% | 98.8%  |
| 净负债/ 权益比率        | 108.0% | 106.3% | 106.0% | 90.4%  | 60.1%  |
| <b>回报率</b>       |        |        |        |        |        |
| 资本回报率            | 13.5%  | 22.5%  | 10.7%  | 13.6%  | 15.1%  |
| 资产回报率            | 2.8%   | 4.0%   | 2.2%   | 3.0%   | 3.5%   |
| <b>每股数据</b>      |        |        |        |        |        |
| 每股利润（人民币）        | 0.85   | 1.85   | 1.13   | 1.55   | 1.93   |
| 每股股息（人民币）        | 0.20   | 0.80   | 0.39   | 0.54   | 0.68   |
| 每股账面值（人民币）       | 6.69   | 10.17  | 10.84  | 11.86  | 13.71  |

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。