

廣發證券 (1776 HK, HK\$17.04, 目標價: HK\$18.81, 持有) — 在岸與離岸平台為各業務板塊帶來更多協同效應

- ❖ **業績表現一如預期。**2016年上半年,公司錄得收入及其他收益總額人民幣136.5億元,錄得純利人民幣40.3億元,分別按年下跌43.1%及52.1%。盈利的跌幅基本符合我們的預測。作為在港交所上市的最大的非國有背景證券公司,近年來投資銀行業務及資產管理業務的快速發展,為廣發證券未來的拓展奠定了堅實的基礎。
- ❖ **在岸與離岸平台為各業務板塊帶來更多協同效應。**低迷的境內外市場氣氛,為市場所有參與者的表現帶來負面影響。廣發證券在過去幾年,透過鞏固中小企客戶基礎,很好地推動了財富管理及資產管理業務的發展。隨著中國資本市場的逐步發展,在岸市場與離岸市場間的相關性將逐漸增強。國內證券公司正在推進業務轉型,發展更為均衡的業務模式,同時提高海外市場的滲透率。我們期待廣發證券各業務板塊將產生更多協同效應。
- ❖ **投資銀行業務受惠於廣闊的中小企業客戶基礎。**今年上半年,廣發證券實現股權融資總額達人民幣318億元,按年增長11.3%。由於其總部位於廣州,公司投行業務的主要客戶為中小企業。除股權融資業務外,廣發證券的公司債和企業債業務亦受惠於其龐大的中小企業客戶基礎,上半年債權融資承銷總額達到人民幣754億元,按年增長391.1%;其中,企業債及公司債承銷額分別按年大增254.6%及860.0%,至人民幣176億元和人民幣432億元。債券承銷的手續費及佣金收入則按年增長275.9%,達到人民幣3.91億元。
- ❖ **集合資管規模及專項資管規模均按年大幅上漲。**截至2016年上半年,廣發證券的資產管理總規模按年增長96.2%至人民幣6,790億元,其中,集合資管計劃、定向資管計劃及專項資管計劃的管理規模,分別按年增長283.9%、2.9%及620.5%;期內實現管理費用收入為人民幣8.8億元,按年增長102.5%。我們認為資管規模的大幅上漲,主要是由於去年同期基數較低,以及公司各部門之間更強的交叉銷售能力和更多的協同效應。
- ❖ **目標價港幣18.81元。**我們將公司2016財年至2018財年的淨利潤預測分別下調13.8%、19.6%和14.3%,至人民幣74億元、人民幣95億元和人民幣126億元。公司現時的股價分別相當於2016財年和2017財年預測市賬率的1.4倍和1.3倍。我們的目標價為港幣18.81元,相當於公司2017財年預測市賬率的1.4倍,同時也是同業公司2017財年的平均預測市賬率。**維持「持有」評級。**

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬人民幣)	16,163	42,733	29,489	34,757	41,525
淨利潤(百萬人民幣)	5,023	13,201	7,409	9,477	12,627
每股收益(人民幣)	0.85	1.85	0.97	1.24	1.66
每股收益變動(%)	78.58	117.49	(47.32)	27.90	33.24
市盈率(x)	17.3	7.9	15.1	11.8	8.8
市帳率(x)	2.2	1.4	1.4	1.3	1.1
股息率(%)	1.4	5.5	2.3	3.0	4.0
權益收益率(%)	13.5	22.5	9.3	11.2	13.4
淨財務杠杆率(%)	108.0	106.3	108.7	91.2	64.7

來源:公司及招銀國際研究部

廣發證券(1776 HK)

評級	持有
收市價	HK\$17.04
目標價	HK\$18.81
市值(港幣百萬)	143,910
過去3月平均交易(港幣百萬)	76.89
52周高/低(港幣)	20.3/10.94
發行股數(百萬)	7,621.1
主要股東(H股)	Fubon Financial (9.22%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-2.5%	-5.4%
3月	-1.4%	-11.1%
6月	21.5%	0.6%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利潤表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	16,147	42,779	29,469	34,736	41,500
佣金及手續費收入	8,217	20,046	17,041	19,241	22,876
利息收入	4,325	12,336	5,397	7,014	8,740
投資淨額收益	3,605	10,396	7,031	8,481	9,884
其他收入及收益	17	(46)	20	21	25
收入及其他收益總額	16,163	42,733	29,489	34,757	41,525
折舊及攤銷	(257)	(279)	(310)	(335)	(369)
雇員成本	(4,346)	(10,914)	(8,257)	(9,350)	(10,797)
佣金及手續費支出	(241)	(461)	(445)	(457)	(502)
利息支出	(2,758)	(8,943)	(6,500)	(7,156)	(7,812)
其他經營支出	(2,100)	(4,337)	(3,700)	(4,150)	(4,450)
減值損失	(150)	(282)	(100)	(210)	(195)
支出總額	(9,852)	(25,217)	(19,312)	(21,658)	(24,125)
經營利潤	6,311	17,516	10,176	13,099	17,400
所占聯營企業和合營企業的業績	337	290	244	315	340
所得稅前利潤	6,649	17,806	10,420	13,414	17,740
所得稅費用	(1,503)	(4,193)	(2,501)	(3,407)	(4,488)
年度利潤	5,146	13,612	7,919	10,007	13,252
少數股東權益	(123)	(411)	(510)	(530)	(625)
淨利潤	5,023	13,201	7,409	9,477	12,627

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融資客戶墊款	64,696	68,970	53,659	54,796	60,159
應收賬款	1,267	2,519	1,613	2,789	3,010
其他應收款項及預付款項	1,893	3,426	3,625	3,956	4,125
可供出售金融資產	32,300	78,733	74,159	77,896	79,156
應收款項類投資	403	100	135	269	231
買入返售金融資產	11,801	11,911	12,569	12,789	13,151
以公允價值計量的金融資產	26,937	83,912	81,569	84,521	85,916
衍生金融資產	91	271	259	315	381
交易所及其他機構保證金	3,030	5,278	4,356	4,615	5,150
公司結算備付金	770	2,772	1,156	1,589	2,010
客戶結算備付金	21,855	28,450	10,113	12,185	13,569
質押及受限銀行存款	401	242	105	146	195
公司銀行結餘	18,203	17,610	13,457	25,461	53,008
帶客持有現金	48,996	88,641	91,466	93,582	95,516
其他	1,018	22	250	152	104
總流動資產	233,661	392,855	348,491	375,061	415,681
物業及設備	1,287	1,580	1,580	1,650	1,662
預付租賃款	327	318	320	295	326
投資物業	27	25	25	25	25
商譽	2	2	2	2	2
對聯營以及合營企業的投资	1,584	3,348	3,590	4,125	4,335
可供出售金融資產	2,110	17,850	15,569	17,452	19,156
應收款項類投資	206	500	530	480	526
買入返售金融資產	432	1,835	1,420	1,569	1,658
質押及受限銀行存款	80	80	80	80	80
延遲稅項資產	230	269	340	379	415
其他	153	435	605	553	658
總非流動資產	6,439	26,242	24,061	26,611	28,844
總資產	240,100	419,097	372,552	401,671	444,524
賣出回購金融資產款	1,286	896	2,800	2,869	3,250
應付短期融資款	29,537	21,644	51,569	55,896	63,859
拆入資金	1,123	1,750	5,200	4,879	5,538
應付經紀業務客戶賬款	71,466	118,137	89,230	100,151	109,569
應付雇員成本	3,202	7,812	8,135	8,569	9,010
其他應付款項	2,714	8,428	7,189	7,560	8,310
當期稅項負債	1,081	983	793	859	1,000
賣出回購金融資產款	50,718	85,396	71,890	72,569	81,965
其他應付款項	4,404	18,213	8,454	14,813	12,354
總流動負債	165,530	263,258	245,260	268,165	294,855
賣出回購金融資產款	4,050	0	0	0	0
延遲稅項負債	112	278	185	230	451
應付債券	26,031	72,270	40,268	38,965	41,859
長期借款	3,000	3,469	2,568	3,216	3,369
總非流動負債	33,192	76,018	43,021	42,411	45,679
總負債	198,722	339,276	288,281	310,576	340,534
股東總權益	39,611	77,519	81,812	88,080	100,205
少數股東權益	1,767	2,302	2,459	3,015	3,786
總權益	41,377	79,821	84,271	91,095	103,991

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前利润	6,649	17,806	10,420	13,414	17,740
折旧及分攤	257	279	310	335	369
营运资本变动	(20,163)	(20,118)	(6,901)	4,014	9,947
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)	(2,825)	(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)	9,521	(3,655)	7,826
税务开支	(1,019)	(4,314)	(2,050)	(3,389)	(3,956)
其他	417	2,316	6,356	7,051	(3,986)
经营活动所得现金净额	(15,040)	(7,691)	8,135	21,425	7,667
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	1,003	717	0
债券及应付短期金融款净额	34,581	98,277	(2,077)	3,024	534
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	(5,544)	152	6,365
现金增加净额	12,343	1,368	(5,794)	12,422	27,937
年初现金及现金等价物	6,629	18,974	20,382	14,613	27,050
外汇差额	2	40	25	15	31
年末现金及现金等价物	18,974	20,382	14,613	27,050	55,018

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）	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%	57.8%	55.4%	55.1%
利息收入	26.8%	28.9%	18.3%	20.2%	21.0%
投资净额收益	22.3%	24.3%	23.8%	24.4%	23.8%
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%
增长					
收入增长	74.1%	164.9%	-31.1%	17.9%	19.5%
收入及其他收益增长	73.2%	164.4%	-31.0%	17.9%	19.5%
净利润增长	78.6%	162.8%	-43.9%	27.9%	33.2%
资产负债比率					
流动比率 (x)	141.2%	149.2%	142.1%	139.9%	141.0%
总负债/ 权益比率	153.9%	129.0%	125.2%	120.1%	117.6%
净负债/ 权益比率	108.0%	106.3%	108.7%	91.2%	64.7%
回报率					
资本回报率	13.5%	22.5%	9.3%	11.2%	13.4%
资产回报率	2.8%	4.0%	1.9%	2.4%	3.0%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.85	1.85	0.97	1.24	1.66
每股股息 (人民币)	0.20	0.80	0.34	0.44	0.58
每股账面值 (人民币)	6.69	10.17	10.73	11.56	13.15

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”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。