

广发证券 (1776 HK, HK\$16.64, 目标价: HK\$15.3, 持有) — 各项业务均在正轨, 唯独缺乏明显催化剂

- ❖ **盈利下跌, 但行业排名上升。**2016年, 广发证券录得总收入及其他收入合计人民币 275 亿元, 纯利人民币 80 亿元, 分别按年下跌 35.7% 及 39.2%, 财务表现基本符合我们的预测。不过, 公司在行业内的排名却有所提升, 营业收入及净利润排名由 2015 年的第 4 位及第 5 位, 双双升至 2016 年的第 3 位。
- ❖ **资产管理业务仍然表现强劲。**2016 年, 广发证券实现资产管理业务的管理费收入人民币 19.2 亿元, 按年大幅增长 65.4%, 管理资产规模 (AUM) 达到人民币 7,164 亿元, 按年增长 34.7%, 其中集合资管业务 AUM 达到人民币 3,681 亿元, 居全行业首位。在我们覆盖的公司中, 广发证券的资管业务结构最为均衡, 截至 2016 年末, 公司的集合资管、定向资管及专项资管占比分别为 51.4%、44.8% 及 3.8%。然而, 相关部门近期拟出台更严格的资产管理业务新规, 我们认为资管规模和收入短期都将受压。与此同时, 我们预测管理费收入及资管规模在 2017 年将达到人民币 20.0 亿元和人民币 8,292 亿元, 增速预计将按年放缓至 3.9% 和 15.7%。
- ❖ **投行业务受惠于公司广阔的中小企业客户群。**2016 年, 广发证券投行业务收入按年增长 32.0%, 至人民币 28 亿元。股权融资承销额按年增长 35.1%, 达到人民币 701 亿元; 债务融资承销额更飙升 2.3 倍, 达到人民币 1,595 亿元, 其中企业债及公司债成为拉动增长的主要引擎, 承销额分别按年增长 3.4 倍及 2.4 倍, 至人民币 333 亿元及人民币 981 亿元。我们相信, 公司在中小企业中广阔的客户网络及扎实的客户积累, 是这两项业务的承销额快速增长的主要原因。
- ❖ **股东结构多元化, 公司更具市场机制的活力。**与其他大型国内同业不同的是, 广发证券并没有国资背景, 作为业内最大的非国有证券公司, 它也没有控股股东。截至 2016 年末, 吉林敖东和辽宁成大仍为公司最大的两个股东, 持股比例分别占公司已发行股本的 16.8% 及 16.4%。多元化的股东结构让公司发展出更为市场化的模式。在经纪业务稳固的支撑下, 公司准确把握了中小企业和创业板的市场机遇, 在过去几年取得了骄人的业绩。2012 年至 2015 年, 公司总收入及纯利年复合增长率分别达到 80.4% 及 82.0%。不过, 公司现时的股价相当于 2017 年预测市帐率 1.17 倍, 而同业的估值仅为 1.08 倍。我们预测公司 2017 年的增长主要受惠于市场气氛的好转, 但公司本身的发展策略较为保守。我们预测的未来增长已大部分反映在当前较高的估值里了。
- ❖ **目标价港币 15.3 元。**我们将公司 2017 财年和 2018 财年的净利润预测分别下调 4.0% 和 8.3%, 至人民币 98.3 亿元和人民币 117.3 亿元, 同时预测公司 2019 年纯利为人民币 143.2 亿元。我们将目标价由 18.16 港元下调至 15.3 港元, 相当于公司 2017 财年预测市帐率的 1.08 倍, 同时也是同业公司 2017 财年的平均预测市帐率。维持**持有**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	42,733	27,488	29,032	34,241	40,394
净利润 (百万人民币)	13,201	8,030	9,829	11,726	14,315
每股收益 (人民币)	1.85	1.05	1.29	1.54	1.88
每股收益变动 (%)	117.49	(42.90)	22.41	19.28	22.06
市盈率 (x)	7.98	13.98	11.42	9.58	7.85
市帐率 (x)	1.45	1.43	1.17	1.15	1.07
股息率 (%)	5.43	2.38	2.89	3.45	4.21
权益收益率 (%)	22.5	10.3	11.3	12.1	14.1
杠杆率 (%)	73.2	70.2	65.1	65.4	64.4

来源: 公司及招銀国际研究部预测

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\$16.64
目标价	HK\$15.3
市值 (港币百万)	143,759
过去 3 月平均交易 (港币百万)	49.47
52 周高/低 (港币)	19.8 / 15.8
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	-2.9%	-4.5%
3 月	5.3%	-6.8%
6 月	-1.1%	-3.8%

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	42,779	27,732	33,713	39,151	44,967
佣金及手续费收入	20,046	13,391	17,839	20,722	23,719
利息收入	12,336	7,831	6,822	7,696	8,649
投资净额收益	10,396	6,511	9,052	10,733	12,599
其他收入及收益	(46)	(244)	101	125	126
收入及其他收益总额	42,733	27,488	33,814	39,276	45,093
折旧及摊销	(279)	(293)	(335)	(369)	(368)
雇员成本	(10,914)	(6,587)	(8,454)	(9,819)	(11,273)
佣金及手续费支出	(461)	(376)	(447)	(502)	(573)
利息支出	(8,943)	(6,543)	(7,461)	(8,271)	(8,547)
其他经营支出	(4,337)	(2,963)	(3,449)	(4,006)	(4,599)
减值损失	(282)	(423)	(529)	(609)	(670)
支出总额	(25,217)	(17,186)	(20,676)	(23,576)	(26,030)
经营利润	17,516	10,302	13,139	15,701	19,063
所占联营企业和合营企业的业绩	290	403	315	340	341
所得税前利润	17,806	10,705	13,454	16,041	19,404
所得税费用	(4,193)	(2,296)	(3,094)	(3,689)	(4,463)
年度利润	13,612	8,409	10,359	12,351	14,941
少数股东权益	(411)	(379)	(530)	(625)	(626)
净利润	13,201	8,030	9,829	11,726	14,315

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	68,970	58,186	64,005	70,405	77,446
金融投资	162,745	135,968	142,064	146,022	152,953
公司银行结余	17,610	13,046	12,856	12,885	13,233
代客持有现金	88,641	67,251	70,614	74,145	77,852
其他	54,891	51,486	47,265	45,252	44,123
总流动资产	392,855	325,937	336,804	348,709	365,606
物业及设备	1,580	1,761	1,850	1,913	1,936
金融投资	18,350	20,236	20,438	20,722	20,929
其他	6,312	11,867	14,645	14,783	14,701
总非流动资产	26,242	33,864	36,933	37,418	37,565
总资产	419,097	359,801	373,737	386,127	403,172
借款	896	4,864	5,107	5,362	5,631
应付短期融资款	21,644	16,330	8,981	4,940	4,989
拆入资金	1,750	10,606	11,137	10,023	10,524
应付经纪业务客户账款	118,137	85,727	89,379	93,848	98,540
其他	120,832	99,046	89,670	100,418	100,422
总流动负债	263,258	216,573	204,274	214,591	220,106
应付债券	72,270	58,274	67,664	67,543	71,637
长期借款	3,469	2,569	1,849	1,868	1,961
其他	278	1,033	708	1,086	1,088
总非流动负债	76,018	61,875	70,222	70,497	74,686
总负债	339,276	278,448	274,496	285,087	294,792
股东总权益	77,519	78,530	96,159	97,770	104,990
少数股东权益	2,302	2,823	3,082	3,269	3,390
总权益	79,821	81,353	99,241	101,039	108,380

来源：公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	17,806	10,705	13,454	16,041	19,404
折旧及分摊	279	293	335	369	368
营运资本变动	(20,118)	2,802	6,698	(3,011)	(9,694)
1. 融资客户垫款变动	(4,495)	10,213	(5,819)	(6,400)	(7,041)
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	12,227	2,452	(3,639)
税务开支	(4,314)	(2,812)	(3,389)	(3,956)	(3,955)
已付利息	(3,660)	(2,580)	(3,358)	(3,722)	(3,846)
其他	2,316	2,706	2,427	2,935	3,121
经营活动所得现金净额	(7,691)	11,115	16,166	8,656	5,398
投资活动					
资本开支	(622)	(423)	(635)	(680)	(679)
投资增长	(58,014)	2,054	18,794	591	(2,298)
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	2,890	3,666	4,546
投资活动所得现金净额	(57,620)	4,059	21,009	3,463	1,480
融资活动					
股票发行	25,396	0	0	0	1
债务变动	79	3,228	(637)	0	0
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
融资活动所得现金净额	66,680	(18,731)	(31,288)	(3,890)	4,506
现金增加净额	1,368	(3,558)	182	424	784
年初现金及现金等价物	18,974	20,382	16,918	17,115	17,569
外汇差额	40	93	15	31	32
年末现金及现金等价物	20,382	16,918	17,115	17,569	18,386

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	46.9%	48.7%	52.8%	52.8%	52.6%
利息收入	28.9%	28.5%	20.2%	19.6%	19.2%
投资净额收益	24.3%	23.7%	26.8%	27.3%	27.9%
其他收入及收益	-0.1%	-0.9%	0.3%	0.3%	0.3%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	164.9%	-35.2%	21.6%	16.1%	14.9%
收入及其他收益增长	164.4%	-35.7%	23.0%	16.2%	14.8%
净利润增长	162.8%	-39.2%	22.4%	19.3%	22.1%
资产负债比率					
流动比率 (x)	149.2%	150.5%	164.9%	162.5%	166.1%
总负债/ 权益比率	129.0%	118.0%	98.5%	91.8%	90.2%
净负债/ 权益比率	106.3%	101.4%	85.2%	78.6%	77.6%
回报率					
资本回报率	22.5%	10.3%	11.3%	12.1%	14.1%
资产回报率	4.0%	2.1%	2.7%	3.1%	3.6%
每股数据					
每股利润（人民币）	1.85	1.05	1.29	1.54	1.88
每股股息（人民币）	0.80	0.35	0.43	0.51	0.62
每股账面值（人民币）	10.17	10.30	12.62	12.83	13.77

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。