

广发证券 (1776 HK)

自营交易表现靓丽，IPO 业务蓬勃发展

- ❖ **2017 年全年业绩稳健，符合市场预期。**2017 年，广发证券的收入总额按年增长 4.1%，至 286 亿元人民币，纯利按年增长 7.0%，至 86 亿元人民币，跟我们的预期相符。手续费及佣金收入按年下跌 13.6% 至 116 亿元人民币，最主要的原因是 A 股市场日均成交量的下跌和佣金率的持续收窄导致经纪业务佣金收入下降。不过，投资净收益按年增长 34.1%，至 87 亿元人民币，其中约 9 亿元人民币是由于公司为 2018 年实施 IFRS 9 而兑现了投资收益。成本收入比按年下降 1.6 个百分点，至 60.9%。
- ❖ **股权及衍生品交易业务表现亮眼。**广发证券交易及机构业务总收入按年增长 15.5%，至 70 亿元人民币，占公司收入总额的 24.5%，按年上升 2.4 个百分点。其中，股权及衍生品交易业务增长迅猛，按年增长 12.5 倍，至 15 亿元人民币。管理层表示，目前场外期权业务是为数不多的监管部门较为支持和鼓励的创新业务，同时也可提升为机构客户服务的能力。广发证券有意在该业务方面成为行业前列。
- ❖ **IPO 承销规模蓬勃增长。**2017 年，广发证券共为 33 单 IPO 项目担任主承销商，总承销额达到 170 亿元人民币，按年大增 1.4 倍，而行业 IPO 总融资额按年增速为 58.3%。公司在 IPO 承销项目数及承销额上分别列行业第一和第二位。整体股权承销业务总额按年下降 47.1%，主要受强监管下再融资市场转弱拖累。我们相信，公司蓬勃发展的 IPO 业务得益于其具有广大而高质量的中小企业用户。公司今年则希望在大型客户的 IPO 上取得更多突破。鉴于政府目前着眼于发展多层次资本市场并着力提升直接融资、特别是股权融资的比例，我们认为广发证券未来仍将得益于这一政策导向，以及优质资源向行业龙头集中的趋势。
- ❖ **资产管理规模持续收缩，结构优化。**在强监管环境下，广发证券的资产管理规模按年收窄 26.9%，至 5,234 亿元人民币。公司依然保持着较高比例的主动管理规模。根据中国证券投资基金业协会的数据，公司 2017 年月均资产总规模和月均主动管理规模分别列行业第六位及第二位。结构的优化一定程度上抵消了规模下降对管理费带来的冲击。2017 年广发证券的资产管理费收入按年下跌 8.8%，远低于其规模收缩的幅度。此外，公司持股 51% 的广发基金和持股 25% 的易方达基金也实现了良好的盈利，净利润分别达到 9.5 亿元人民币和 14 亿元人民币，按年增长 22.1% 及 4.6%。
- ❖ **金融科技应用抵御佣金率下滑。**根据我们的测算，广发证券 2017 年佣金率为万分之 3.41，较上一年再下降 0.5 个基点。管理层认为佣金率持续下滑空间不大，此外，公司在财富管理业务方面，金融科技的应用上处于行业领先，同时广发证券将通过开发更多高净值客户和推出更多产品来抵御佣金率下滑带来的负面影响。
- ❖ **上调至买入评级。**我们将对广发证券 2018/2019 年的纯利预测下调 2.2%/10.2% 至 95 亿元/106 亿元人民币。广发证券目前的股价相当于 2018 年预测市帐率的 1.03 倍。我们的最新目标价 17.3 港元相当于公司 2018 年预测市帐率 1.21 倍，也是大型同业 2018 年平均预测市帐率加一个标准差。**上调至买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
营业收入 (百万元人民币)	42,733	27,488	28,614	30,448	33,825
净利润 (百万元人民币)	13,201	8,030	8,595	9,480	10,577
每股收益 (元人民币)	1.85	1.05	1.13	1.24	1.39
每股收益变动 (%)	117.49	(42.90)	7.04	10.29	11.57
市盈率 (x)	6.68	11.70	10.93	9.91	8.88
市帐率 (%)	1.21	1.20	1.11	1.03	0.95
股息率 (%)	6.49	2.84	3.24	3.53	3.94
权益收益率 (%)	22.54	10.29	10.52	10.76	11.10
财务杠杆 (x)	3.8	3.4	3.3	3.3	3.3

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (上升)

目标价	HK\$17.3
(此前目标价)	HK\$16.4)
潜在升幅	+17.6%
当前股价	HK\$14.68

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	142,700
3 月平均流通量 (百万港元)	120.35
52 周内股价高/低(港元)	18.24/14.32
总股本(百万)	7,621.1

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

廣發證券股份有限公司工會	
委員會	6.20%
瓏睿資本策略投資控股	6.04%
富邦金融控股股份有限公司	5.90%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-5.1%	-2.1%
3-月	-6.7%	-8.9%
6-月	-16.8%	-23.5%

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	42,779	27,732	28,316	30,201	33,556
佣金及手续费收入	20,046	13,391	11,564	12,411	13,998
利息收入	12,336	7,831	8,018	8,676	9,745
投资净额收益	10,396	6,511	8,734	9,115	9,813
其他收入及收益	(46)	(244)	298	247	268
收入及其他收益总额	42,733	27,488	28,614	30,448	33,825
折旧及摊销	(279)	(293)	(312)	(323)	(331)
雇员成本	(10,914)	(6,587)	(6,836)	(7,368)	(8,219)
佣金及手续费支出	(461)	(376)	(336)	(365)	(412)
利息支出	(8,943)	(6,543)	(7,064)	(6,941)	(7,626)
其他经营支出	(4,337)	(2,963)	(2,484)	(2,649)	(2,977)
减值损失	(282)	(423)	(398)	(458)	(504)
支出总额	(25,217)	(17,186)	(17,431)	(18,105)	(20,068)
经营利润	17,516	10,302	11,183	12,343	13,757
所占联营企业和合营企业的业绩	290	403	461	494	549
所得税前利润	17,806	10,705	11,644	12,837	14,306
所得税费用	(4,193)	(2,296)	(2,561)	(2,824)	(3,147)
年度利润	13,612	8,409	9,083	10,013	11,159
少数股东权益	(411)	(379)	(488)	(533)	(581)
净利润	13,201	8,030	8,595	9,480	10,577

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（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
融资客户垫款	68,970	58,186	61,396	66,185	71,546
金融投资	162,745	135,968	138,798	143,248	153,175
公司银行结余	17,610	13,046	8,390	8,510	8,959
代客持有现金	88,641	67,251	48,356	49,807	51,301
其他	54,891	51,486	60,886	67,452	74,138
总流动资产	392,855	325,937	317,826	335,202	359,120
物业及设备	1,580	1,761	2,128	2,447	2,741
金融投资	18,350	20,236	19,475	20,418	21,828
其他	6,312	11,867	17,476	21,458	25,928
总非流动资产	26,242	33,864	39,079	44,323	50,498
总资产	419,097	359,801	356,905	379,525	409,617
借款	896	4,864	7,350	8,819	9,966
应付短期融资款	21,644	16,330	25,101	29,369	34,068
拆入资金	1,750	10,606	4,954	4,458	4,235
应付经纪业务客户账款	118,137	85,727	65,026	64,979	67,384
其他	120,832	99,046	96,433	100,540	107,110
总流动负债	263,258	216,573	198,863	208,166	222,763
应付债券	72,270	58,274	62,148	68,873	76,275
长期借款	3,469	2,569	3,778	3,816	4,007
其他	278	1,033	3,490	2,471	1,420
总非流动负债	76,018	61,875	69,416	75,160	81,701
总负债	339,276	278,448	268,279	283,326	304,464
股东总权益	77,519	78,530	84,854	91,295	99,268
少数股东权益	2,302	2,823	3,771	4,904	5,886
总权益	79,821	81,353	88,626	96,199	105,153

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（百万元人民币）	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	17,806	10,705	11,644	12,837	14,306
折旧及分摊	279	293	312	323	331
营运资本变动	(20,118)	2,802	(24,019)	(14,938)	(13,266)
税务开支	(4,314)	(2,812)	(2,532)	(2,768)	(3,084)
已付利息	(3,660)	(2,580)	(2,968)	(2,915)	(3,203)
其他	2,316	2,706	1,146	1,450	1,821
经营活动所得现金净额	(7,691)	11,115	(16,417)	(6,011)	(3,096)
投资活动					
资本开支	(390)	(389)	(538)	(680)	(679)
投资增长	(58,054)	2,020	1,881	(1,664)	(2,791)
资本注入/出售联营及附属公司	(1,493)	(501)	(58)	(788)	(930)
其他	2,317	2,929	3,725	3,157	3,427
投资活动所得现金净额	(57,620)	4,059	5,010	26	(972)
融资活动					
股票发行	25,396	0	0	0	0
债务变动	42,238	(15,461)	3,992	0	0
债券及应付短期金融款净额	(161)	2,913	4,528	1,657	1,517
其他	(794)	(6,183)	(2,211)	11,519	12,764
融资活动所得现金净额	66,680	(18,731)	6,308	13,176	14,280
现金增加净额	1,368	(3,558)	(5,099)	424	784
年初现金及现金等价物	18,974	20,382	16,918	11,729	12,184
外汇差额	40	93	(89)	31	32
年末现金及现金等价物	20,382	16,918	11,729	12,184	13,000

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	2017	2018E	2019E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	46.9%	48.7%	40.4%	40.8%	41.4%
利息收入	28.9%	28.5%	28.0%	28.5%	28.8%
投资净额收益	24.3%	23.7%	30.5%	29.9%	29.0%
其他收入及收益	-0.1%	-0.9%	1.0%	0.8%	0.8%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	164.9%	-35.2%	2.1%	6.7%	11.1%
收入及其他收益增长	164.4%	-35.7%	4.1%	6.4%	11.1%
净利润增长	162.8%	-39.2%	7.0%	10.3%	11.6%
资产负债比率					
流动比率	149.2%	150.5%	159.8%	161.0%	161.2%
总负债/权益比率	129.0%	118.0%	121.8%	126.3%	129.5%
净负债/权益比率	106.3%	101.4%	111.9%	117.0%	120.5%
回报率					
资本回报率	22.5%	10.29%	10.52%	10.76%	11.10%
资产回报率	4.0%	2.06%	2.40%	2.57%	2.68%

每股数据

每股利润（元人民币）	1.85	1.05	1.13	1.24	1.39
每股股息（元人民币）	0.80	0.35	0.40	0.44	0.49
每股账面值（元人民币）	10.17	10.30	11.13	11.98	13.03

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 & 46 楼

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。