

广发证券 (1776 HK)

业务结构性疲弱，下调至持有

- ❖ **2018年上半年净利润受到疲弱的投行收入和自营交易影响。**广发证券上半年净利润达到29亿元人民币，同比下降34%；收入总额同比下降16%至114亿元人民币，主要由于手续费收入减少（同比下降14%，主要是IB业务表现疲弱）以及投资收益减少（同比下降49%）。信用业务保持健康增长，利息收入同比增长13%，但部分为杠杆率上升、利息支出同比增长23%所抵消。
- ❖ **市场低迷，公司客户结构以中小为主，导致投行收入下滑。**庞大的中小企业客群在过去几年推动了广发投资银行业务的发展，但在2018年上半年，这一优势则转成了公司的主要弱势。更严格的IPO审批程序令过会否决率提升，而市场对信用风险的担忧降低了对低等级债券的需求，从而影响了此类公司的融资节奏。广发上半年的股权融资/债务融资承销金额同比下降75%/43%，导致承销和保荐费收入同比下降61%。管理层表示，7月份债务融资承销业务发生了一些积极的变化，但我们认为，在目前IPO否决率居高不下的情况下，整体环境不会发生大的改变。考虑到2017年下半年较高的基数，投行业务可能在下半年进一步拖低广发的费用收入增速。
- ❖ **国内股市动荡，投资收益减少。**广发证券上半年的投资收益同比下跌49%，中国会计准则下二季度环比下跌32%，主要受股市波动影响。股票和衍生品交易2018年上半年录得亏损4.33亿元人民币，而固定收益销售和交易同比增长25%至22亿元人民币。公司投资组合中债务投资余额有所增加，下半年投资收益可能会略有改善，或可部分抵消股市进一步下行带来的影响。
- ❖ **财富管理转型经纪佣金收入稳固。**广发证券2018年上半年股票和基金交易额同比增长3.2%，是在同期市场成交基本持平情况下少数几家实现正增长的公司之一。公司的市场份额基本稳定在4.45%（2017年上半年为4.47%）。根据我们的测算，佣金率较2017年下降8%，大致与行业趋势（-6%）一致。而经纪佣金及手续费收入同比仅下降2%，主要是因为代销金融产品增强。我们认为这主要受惠于财富管理业务转型，以及其自主研发的贝塔牛智能投顾系统的应用。
- ❖ **下调至持有评级。**广发证券的业绩与国内股市之间具备较高的相关性。由于不利的市场状况在下半年仍将继续，我们将公司2018财年/2019财年净利润预测下调30%/31%，至66亿元人民币/73亿元人民币。广发目前的估值相当于2018年预测市账率为0.73倍，较其历史平均水平0.88倍低16%，持续下行空间有限，但在目前市场下，估值也缺乏向上修复的催化剂。我们的最新目标价11.1港元是基于0.77倍2019年预测市账率，相当于大型同业同期的平均预测市账率。下调至持有评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入(百万元人民币)	27,488	28,614	24,846	27,245	30,249
净利润(百万元人民币)	8,030	8,595	6,612	7,339	8,173
每股收益(元人民币)	1.05	1.13	0.87	0.96	1.07
每股收益变动(%)	(42.9)	7.0	(23.1)	11.0	11.4
市盈率(x)	8.2	7.6	9.9	8.9	8.0
市账率(%)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	4.1	4.7	3.5	3.9	4.4
权益收益率(%)	10.3	10.5	7.6	8.0	8.4
财务杠杆(x)	3.4	3.3	3.6	3.7	3.7

资料来源：公司及招银国际研究部预测

持有（下调）

目标价	HK\$11.1
(此前目标价)	HK\$17.3)
潜在升幅	+11.0%
当前股价	HK\$10.00

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrysun@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	109,604
3月平均流通量	
(百万港元)	36.23
52周内股价高/低(港元)	18.24/9.83
总股本(百万)	7,621.1

资料来源：彭博

股东结构

吉林敖东	16.43%
辽宁成大	16.40%
中山公用	9.01%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.4%	-4.9%
3-月	-18.8%	-13.9%
6-月	-31.3%	-24.3%

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	27,732	28,316	24,600	26,977	29,967
佣金及手续费收入	13,391	11,564	9,588	10,327	11,541
利息收入	7,831	8,018	8,013	8,644	9,470
投资净额收益	6,511	8,734	6,999	8,006	8,956
其他收入及收益	(244)	298	247	268	281
收入及其他收益总额	27,488	28,614	24,846	27,245	30,249
折旧及摊销	(293)	(312)	(323)	(331)	(342)
雇员成本	(6,587)	(6,836)	(5,541)	(6,157)	(6,897)
佣金及手续费支出	(376)	(336)	(347)	(384)	(430)
利息支出	(6,543)	(7,064)	(7,322)	(7,897)	(8,705)
其他经营支出	(2,963)	(2,484)	(2,485)	(2,724)	(3,025)
减值损失	(423)	(398)	(462)	(508)	(534)
支出总额	(17,186)	(17,431)	(16,479)	(18,001)	(19,932)
经营利润	10,302	11,183	8,367	9,244	10,317
所占联营企业和合营企业的业绩	403	461	494	549	608
所得税前利润	10,705	11,644	8,861	9,793	10,924
所得税费用	(2,296)	(2,561)	(1,816)	(1,978)	(2,229)
年度利润	8,409	9,083	7,044	7,815	8,696
少数股东权益	(379)	(488)	(432)	(475)	(523)
净利润	8,030	8,595	6,612	7,339	8,173

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）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
融资客户垫款	58,186	61,396	58,326	61,825	65,844
金融投资	135,968	138,798	159,446	174,415	186,887
公司银行结余	13,046	8,390	9,229	9,967	10,764
代客持有现金	67,251	48,356	45,213	47,474	51,272
其他	51,486	60,886	83,056	93,956	103,835
总流动资产	325,937	317,826	355,270	387,638	418,602
物业及设备	1,761	2,128	2,235	2,346	2,464
金融投资	20,236	19,475	20,408	21,786	23,466
其他	11,867	17,476	18,870	20,785	23,239
总非流动资产	33,864	39,079	41,512	44,918	49,168
总资产	359,801	356,905	396,782	432,555	467,770
借款	4,864	7,350	7,937	8,731	9,779
应付短期融资款	16,330	25,101	24,348	25,809	27,616
拆入资金	10,606	4,954	14,861	16,496	17,485
应付经纪业务客户账款	85,727	65,026	63,038	66,993	73,059
其他	99,046	96,433	128,415	144,845	156,888
总流动负债	216,573	198,863	238,600	262,874	284,827
应付债券	58,274	62,148	56,675	61,990	66,483
长期借款	2,569	3,778	4,156	4,655	5,353
其他	1,033	3,490	3,647	3,806	3,981
总非流动负债	61,875	69,416	64,478	70,451	75,817
总负债	278,448	268,279	303,078	333,324	360,644
股东总权益	78,530	84,854	89,366	94,179	101,381
少数股东权益	2,823	3,771	4,338	5,052	5,745
总权益	81,353	88,626	93,704	99,231	107,126

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	48.7%	40.4%	38.6%	37.9%	38.2%
利息收入	28.5%	28.0%	32.3%	31.7%	31.3%
投资净额收益	23.7%	30.5%	28.2%	29.4%	29.6%
其他收入及收益	-0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	-35.2%	2.1%	-13.1%	9.7%	11.1%
收入及其他收益增长	-35.7%	4.1%	-13.2%	9.7%	11.0%
净利润增长	-39.2%	7.0%	-23.1%	11.0%	11.4%
资产负债比率					
流动比率	150.5%	159.8%	148.9%	147.5%	147.0%
总负债/ 权益比率	118.0%	121.8%	120.8%	125.0%	125.0%
净负债/ 权益比率	101.4%	111.9%	110.5%	114.4%	114.4%
财务杠杆率	3.4	3.3	3.6	3.7	3.7
回报率					
资本回报率	10.29%	10.52%	7.59%	8.00%	8.36%
资产回报率	2.06%	2.40%	1.75%	1.77%	1.82%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.05	1.13	0.87	0.96	1.07
每股股息（元人民币）	0.35	0.40	0.30	0.34	0.38
每股账面值（元人民币）	10.30	11.13	11.73	12.36	13.30

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 及 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，请与我们联络。

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。