

廣發證券 (1776 HK, HK\$16.64, 目標價: HK\$15.3, 持有) — 各項業務均在正軌, 唯獨缺乏明顯催化劑

- ❖ **盈利下跌, 但行業排名上升。**2016年, 廣發證券錄得總收入及其他收入合計人民幣275億元, 純利人民幣80億元, 分別按年下跌35.7%及39.2%, 財務表現基本符合我們的預測。不過, 公司在行業內的排名卻有所提升, 營業收入及淨利潤排名由2015年的第4位及第5位, 雙雙升至2016年的第3位。
- ❖ **資產管理業務仍然表現強勁。**2016年, 廣發證券實現資產管理業務的管理費收入人民幣19.2億元, 按年大幅增長65.4%, 管理資產規模(AUM)達到人民幣7,164億元, 按年增長34.7%, 其中集合資管業務AUM達到人民幣3,681億元, 居全行業首位。在我們覆蓋的公司中, 廣發證券的資管業務結構最為均衡, 截至2016年末, 公司的集合資管、定向資管及專項資管佔比分別為51.4%、44.8%及3.8%。然而, 相關部門近期擬出台更嚴格的資產管理業務新規, 我們認為資管規模和收入短期都將受壓。與此同時, 我們預測管理費收入及資管規模在2017年將達到人民幣20.0億元和人民幣8,292億元, 增速預計將按年放緩至3.9%和15.7%。
- ❖ **投行業務受惠於公司廣闊的中小企業客戶群。**2016年, 廣發證券投行業務收入按年增長32.0%, 至人民幣28億元。股權融資承銷額按年增長35.1%, 達到人民幣701億元; 債務融資承銷額更飆升2.3倍, 達到人民幣1,595億元, 其中企業債及公司債成為拉動增長的主要引擎, 承銷額分別按年增長3.4倍及2.4倍, 至人民幣333億元及人民幣981億元。我們相信, 公司在中小企業中廣闊的客戶網路及扎實的客戶積累, 是這兩項業務的承銷額快速增長的主要原因。
- ❖ **股東結構多元化, 公司更具市場機制的活力。**與其他大型國內同業不同的是, 廣發證券並沒有國資背景, 作為業內最大的非國有證券公司, 它也沒有控股股東。截至2016年末, 吉林敖東和遼寧成大仍為公司最大的兩個股東, 持股比例分別占公司已發行股本的16.8%及16.4%。多元化的股東結構讓公司發展出更為市場化的模式。在經紀業務穩固的支撐下, 公司準確把握了中小企業和創業板的市場機遇, 在過去幾年取得了驕人的業績。2012年至2015年, 公司總收入及純利年複合增長率分別達到80.4%及82.0%。不過, 公司現時的股價相當於2017年預測市帳率1.17倍, 而同業的估值僅為1.08倍。我們預測公司2017年的增長主要受惠於市場氣氛的好轉, 但公司本身的發展策略較為保守。我們預測的未來增長已大部分反映在當前較高的估值裡了。
- ❖ **目標價港幣15.3元。**我們將公司2017財年和2018財年的淨利潤預測分別下調4.0%和8.3%, 至人民幣98.3億元和人民幣117.3億元, 同時預測公司2019年純利為人民幣143.2億元。我們將目標價由18.16港元下調至15.3港元, 相當於公司2017財年預測市帳率的1.08倍, 同時也是同業公司2017財年的平均預測市帳率。維持**持有**評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	42,733	27,488	29,032	34,241	40,394
淨利潤(百萬人民幣)	13,201	8,030	9,829	11,726	14,315
每股收益(人民幣)	1.85	1.05	1.29	1.54	1.88
每股收益變動(%)	117.49	(42.90)	22.41	19.28	22.06
市盈率(x)	7.98	13.98	11.42	9.58	7.85
市帳率(x)	1.45	1.43	1.17	1.15	1.07
股息率(%)	5.43	2.38	2.89	3.45	4.21
權益收益率(%)	22.5	10.3	11.3	12.1	14.1
杠杆率(%)	73.2	70.2	65.1	65.4	64.4

來源: 公司及招銀國際研究部預測

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

廣發證券(1776 HK)

評級	持有
收市價	HK\$16.64
目標價	HK\$15.3
市值(港幣百萬)	143,759
過去3月平均交易(港幣百萬)	49.47
52周高/低(港幣)	19.8 / 15.8
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	-2.9%	-4.5%
3月	5.3%	-6.8%
6月	-1.1%	-3.8%

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）	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

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：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

來源：公司及招銀國際研究部預測

現金流量表

年結：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

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：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

來源：公司及招銀國際研究部預測

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。而過去表現亦不代表未來的表現，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。