

廣發證券 (1776 HK)

貝塔牛——財富管理業務的明日之星

❖ **業績表現穩健，符合市場預期。**2017 年上半年，廣發證券的收入總額按年微降 0.9%，至 135 億元人民幣。收入的下滑主要源自經紀業務佣金收入的減少。不過，受惠于良好的營運成本和利息開支管控，廣發證券的純利按年增長 6.7%，至 43 億元人民幣。公司上半年的財務表現基本符合市場預期。我們預計，2017 年至 2019 年，廣發證券的收入總額將分別達到 286 億元人民幣、332 億元人民幣及 374 億元人民幣，年複合增長率 14.3%。

❖ **“貝塔牛”助力傳統經紀業務轉型。**廣發證券的股權架構中沒有控股股東，市場化機制成為公司運營理念的關鍵。廣發證券堅持將經紀業務作為核心，並逐漸向財富管理業務轉型。2017 年上半年，財富管理業務佔收入總額的比重達到了 39.1%。傳統經紀業務是週期性業務，市場競爭日趨激烈，佣金率面臨下行壓力。根據我們的計算，2017 年上半年廣發證券的佣金率為萬分之 3.74。在傳統經紀業務的轉型過程中，金融科技被廣泛應用。2016 年下半年，廣發證券推出了首個自主研发的智慧投顧系統“貝塔牛”。現時，貝塔牛的累計用戶已達到 39.8 萬人，日活躍用戶 2.9 萬人。貝塔牛的問世順應了行業向財富管理轉型的大趨勢。展望未來，我們相信貝塔牛的投資和顧問能力將不斷完善升級，因為市面上與之競爭的不僅有證券公司，還有商業銀行。我們認為貝塔牛能更好滿足客戶需求，有助於提升廣發證券的佣金收入，同時長期來看，也有助於降低成本並進行交叉銷售。

❖ **資產管理規模下降。**由於主動管理能力較強，資產管理業務一直是廣發證券的品牌業務。但受整改通道投資的影響，公司的資產管理規模有所下降。截至 2017 年上半年末，廣發資管管理的資產規模較 2016 年末下降 16.4%，至 5,986 億元人民幣。其中，集合和定向資管計劃的資產管理規模分別下降 20.4%和 13.3%，至 2,931 億元人民幣和 2,784 億元人民幣。我們認為整改仍將繼續，因此公司的資產管理規模不會明顯回升。我們預計 2017 年至 2019 年，廣發證券的資產管理規模將分別達到 5,849 億元人民幣、6,199 億元人民幣和 6,580 億元人民幣，年複合增長率為 6.1%。

❖ **維持持有評級。**目前，廣發證券的股價相當於 2017 年預測市帳率的 1.13 倍和 2018 年預測市帳率的 1.13 倍。我們的目標價 16.4 港元相當於公司 2018 年預測市帳率的 1.13 倍，同時也是大型同業的平均估值加一個標準差。**維持持有評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	42,733	27,488	28,639	33,169	37,395
淨利潤 (百萬元人民幣)	13,201	8,030	8,299	9,693	11,779
每股收益 (元人民幣)	1.85	1.05	1.09	1.27	1.55
每股收益變動 (%)	117.49	(42.90)	3.34	16.79	21.50
市盈率 (x)	7.67	13.43	13.00	11.13	9.16
市帳率 (%)	1.39	1.37	1.13	1.13	1.07
股息率 (%)	5.65	2.47	2.54	2.96	3.60
權益收益率 (%)	22.54	10.29	9.56	10.18	12.00
財務杠杆 (x)	3.8	3.4	2.9	2.9	2.8

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

持有 (維持)

目標價	HK\$16.4
(此前目標價)	HK\$15.1)
潛在升幅	-0.4%
當前股價	HK\$16.46

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元)	159,089
3 月平均流通量 (百萬元)	61.13
52 周內股價高/低 (港元)	18.56/15.34
總股本(百萬)	7,621.1
資料來源：彭博	

股東結構 (H 股)

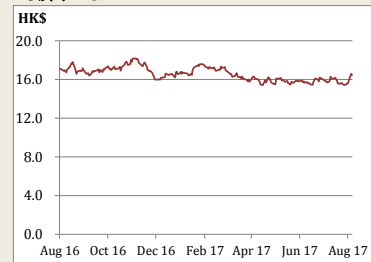
Fubon Financial Holding Co., Ltd.	9.22%
銀睿資本策略投資控股	6.95%
China Minsheng Investment Corp., Ltd.	5.56%
資料來源：HKEx	

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.7%	2.4%
3-月	3.0%	-5.0%
6-月	-3.7%	-17.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：德勤

公司網站：www.gf.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	42,779	27,732	28,538	33,044	37,269
佣金及手續費收入	20,046	13,391	12,330	13,774	15,119
利息收入	12,336	7,831	8,635	9,628	10,699
投資淨額收益	10,396	6,511	7,573	9,642	11,450
其他收入及收益	(46)	(244)	101	125	126
收入及其他收益總額	42,733	27,488	28,639	33,169	37,395
折舊及攤銷	(279)	(293)	(335)	(369)	(378)
雇員成本	(10,914)	(6,587)	(7,160)	(8,292)	(9,349)
佣金及手續費支出	(461)	(376)	(285)	(317)	(349)
利息支出	(8,943)	(6,543)	(7,154)	(8,176)	(8,236)
其他經營支出	(4,337)	(2,963)	(2,005)	(2,322)	(2,618)
減值損失	(282)	(423)	(550)	(633)	(696)
支出總額	(25,217)	(17,186)	(17,488)	(20,109)	(21,626)
經營利潤	17,516	10,302	11,151	13,060	15,769
所占聯營企業和合營企業的業績	290	403	315	340	341
所得稅前利潤	17,806	10,705	11,466	13,400	16,110
所得稅費用	(4,193)	(2,296)	(2,637)	(3,082)	(3,705)
年度利潤	13,612	8,409	8,829	10,318	12,405
少數股東權益	(411)	(379)	(530)	(625)	(626)
淨利潤	13,201	8,030	8,299	9,693	11,779

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（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
融資客戶墊款	68,970	58,186	58,768	61,707	64,792
金融投資	162,745	135,968	142,064	146,022	152,953
公司銀行結餘	17,610	13,046	12,856	12,885	13,233
代客持有現金	88,641	67,251	70,614	74,145	77,852
其他	54,891	51,486	56,594	52,297	49,452
總流動資產	392,855	325,937	340,896	347,055	358,281
物業及設備	1,580	1,761	1,850	1,913	1,936
金融投資	18,350	20,236	20,438	20,722	20,929
其他	6,312	11,867	12,124	12,583	12,956
總非流動資產	26,242	33,864	34,412	35,217	35,821
總資產	419,097	359,801	375,308	382,272	394,103
借款	896	4,864	5,107	5,362	5,631
應付短期融資款	21,644	16,330	8,981	4,940	4,989
拆入資金	1,750	10,606	11,137	10,023	10,524
應付經紀業務客戶賬款	118,137	85,727	89,379	93,848	98,540
其他	120,832	99,046	92,267	98,951	95,430
總流動負債	263,258	216,573	206,870	213,124	215,114
應付債券	72,270	58,274	67,664	67,543	71,637
長期借款	3,469	2,569	1,849	1,868	1,961
其他	278	1,033	708	1,086	1,088
總非流動負債	76,018	61,875	70,222	70,497	74,686
總負債	339,276	278,448	277,092	283,620	289,800
股東總權益	77,519	78,530	95,134	95,382	100,903
少數股東權益	2,302	2,823	3,082	3,270	3,399
總權益	79,821	81,353	98,216	98,652	104,302

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（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	17,806	10,705	11,466	13,400	16,110
折舊及分攤	279	293	335	369	378
營運資本變動	(20,118)	2,802	2,350	(1,535)	(9,424)
1. 融資客戶墊款變動	(4,495)	10,213	(582)	(2,938)	(3,085)
2. 代客持有現金變動	(39,645)	21,389	(3,363)	(3,531)	(3,707)
3. 應付客戶賬款變動	46,672	(32,411)	3,652	4,469	4,692
4. 其他	(22,651)	3,610	2,643	465	(7,324)
稅務開支	(4,314)	(2,812)	(3,389)	(3,956)	(3,955)
已付利息	(3,660)	(2,580)	(3,219)	(3,679)	(3,706)
其他	2,316	2,706	3,212	3,955	3,986
經營活動所得現金淨額	(7,691)	11,115	10,754	8,554	3,389
投資活動					
資本開支	(622)	(423)	(635)	(680)	(679)
投資增長	(58,014)	2,054	17,901	(416)	(3,200)
資本注入/出售聯營及附屬公司	(1,493)	(501)	(39)	(115)	(90)
其他	2,508	2,929	2,482	3,666	4,546
投資活動所得現金淨額	(57,620)	4,059	19,709	2,456	577
融資活動					
股票發行	25,396	0	0	0	0
債務變動	79	3,228	(637)	0	0
債券及應付短期金融款淨額	98,277	61,611	(13,209)	274	362
其他	(57,073)	(83,570)	(17,443)	(4,163)	4,144
融資活動所得現金淨額	66,680	(18,731)	(31,288)	(3,890)	4,505
現金增加淨額	1,368	(3,558)	182	424	784
年初現金及現金等价物	18,974	20,382	16,918	17,115	17,569
外匯差額	40	93	15	31	32
年末現金及現金等价物	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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	46.9%	48.7%	43.1%	41.5%	40.4%
利息收入	28.9%	28.5%	30.2%	29.0%	28.6%
投資淨額收益	24.3%	23.7%	26.4%	29.1%	30.6%
其他收入及收益	-0.1%	-0.9%	0.4%	0.4%	0.3%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	164.9%	-35.2%	2.9%	15.8%	12.8%
收入及其他收益增長	164.4%	-35.7%	4.2%	15.8%	12.7%
淨利潤增長	162.8%	-39.2%	3.3%	16.8%	21.5%
資產負債比率					
流動比率 (x)	149.2%	150.5%	164.8%	162.8%	166.6%
總負債/ 權益比率	129.0%	118.0%	99.6%	94.1%	93.9%
淨負債/ 權益比率	106.3%	101.4%	86.1%	80.6%	80.8%
回報率					
資本回報率	22.5%	10.3%	9.6%	10.2%	12.0%
資產回報率	4.0%	2.1%	2.3%	2.6%	3.0%
每股數據					
每股利潤 (元人民幣)	1.85	1.05	1.09	1.27	1.55
每股股息 (元人民幣)	0.80	0.35	0.36	0.42	0.51
每股賬面值 (元人民幣)	10.17	10.30	12.48	12.52	13.24

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。而過去的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。