廣發證券（1776 HK, HK$17.7, 目標價：HK$18.06, 持有）— 2016 年一季度業務表現優於我們覆蓋的同業

广发證券(1776 HK)

評級	持有
收市價	HK$17.7
目標價	HK$18.06
市值 (港幣百萬)	142,089
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	80.57
52 周高/低 (港幣)	26.5/9.9
發行股數 (百萬)	7,621
主要股東(港股)	Fubon Financial (9.22%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.6%	-6.3%
3 月	15.0%	5.9%
6 月	16.4%	24.2%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

- **市場不景氣但是公司表現仍然優於我們覆蓋的同業。**2016 年一季度，公司營業收入與淨利潤分別按年倒退 17%和 28%至人民幣 48 億元和人民幣 18 億元。根據可提供的數據顯示，公司淨利潤倒退的速度相較於我們覆蓋的同業是比較慢的。同期，公司經紀業務淨佣金收入以及淨利息收入均分別按年下降 40%和 92%，這也嚴重的拖累了公司同期的淨利潤。我們認為這兩項業務收入的下降主要是由於 A 股市場不景氣同時兩融業務需求較弱所導致的。

- **投資銀行業務和資產管理業務不斷得到優化。**2016 年第一季度，廣發證券投行業務淨收入按年增長 1.1 倍至人民幣 6.5 億元，這也與同期社會直接融資總量大幅上升相符合。同時，投資銀行業務的收入結構也不斷多元化。同期，超過 70%的投行業務收入來自於非 IPO 業務收入。受益於國內市場活躍的併購重組業務，金融諮詢業務的收入在 2016 年一季度也按年增長 148%。廣發證券資產管理業務的淨收入在 2016 年一季度按年增長 84%至人民幣 10 億元，其中，廣發資管的收入按年增長 150%。截至 2016 年一季度末，廣發資管的資產管理規模從 2015 年末的人民幣 5,319 億元增加至人民幣 6,350 億元，按季上升 20%。

- **預計 2016 年經營環境仍具挑戰。**我們預測 2016 年 A 股市場的平均日交易金額為人民幣 5,800 億元，按年下降 42%。我們預測廣發證券的收入及其他收益總額以及淨利潤將分別按年下降 26%和 35%至人民幣 317 億元和人民幣 86 億元。這主要是基於 2015 年基數較高，A 股市場持續疲軟的氣氛以及整個宏觀環境仍然具有很大的挑戰。我們認為 2016 年一季度投行和資管業務收入的高增長也是不可持續的，我們預測 2016 全年投行和資管的收入將放緩至按年增長 70%和 68%。

- **目標價港幣 18.06 元。**我們將公司 2016 和 2017 年的淨利潤預測分別下調 23%和 15%至人民幣 86 億元和人民幣 118 億元。 我們同時預測 2018 年的淨利潤為人民幣 147 億元。公司現時的股價分別相當於 2016 年和 2017 年預測市賬率的 1.4 倍和 1.3 倍。我們的目標價為港幣 18.06 元，相當於 2016 財年預測市淨率的 1.4 倍，同時也是同業公司 2016 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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬人民幣)	16,163	42,733	31,710	39,112	45,420
淨利潤 (百萬人民幣)	5,023	13,201	8,595	11,781	14,734
每股收益 (人民幣)	0.85	1.85	1.13	1.55	1.93
每股收益變動 (%)	129.19	117.49	-38.88	37.07	25.06
市盈率(x)	17.5	8.1	13.2	9.6	7.7
市帳率 (x)	2.2	1.5	1.4	1.3	1.1
股息率 (%)	1.3	5.4	2.7	3.6	4.6
權益收益率 (%)	13.5	22.5	10.7	13.6	15.1
淨財務杠杆率 (%)	108.0	106.3	106.0	90.4	60.1

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	**16,147**	**42,779**	**31,690**	**39,091**	**45,395**
佣金及手续费收入	8,217	20,046	19,262	23,596	26,240
利息收入	4,325	12,336	5,397	7,014	8,740
投资净额收益	3,605	10,396	7,031	8,481	10,415
其他收入及收益	17	(46)	20	21	25
收入及其他收益总额	**16,163**	**42,733**	**31,710**	**39,112**	**45,420**
折旧及摊销	(257)	(279)	(310)	(335)	(369)
雇员成本	(4,346)	(10,914)	(8,879)	(10,521)	(11,809)
佣金及手续费支出	(241)	(461)	(484)	(552)	(564)
利息支出	(2,758)	(8,943)	(6,500)	(7,156)	(7,812)
其他经营支出	(2,100)	(4,337)	(3,700)	(4,150)	(4,450)
减值损失	(150)	(282)	(100)	(210)	(195)
支出总额	**(9,852)**	**(25,217)**	**(19,973)**	**(22,924)**	**(25,200)**
经营利润	**6,311**	**17,516**	**11,737**	**16,188**	**20,220**
所占联营企业和合营企业的业绩	337	290	244	315	340
所得税前利润	**6,649**	**17,806**	**11,981**	**16,503**	**20,560**
所得税费用	(1,503)	(4,193)	(2,875)	(4,192)	(5,202)
年度利润	**5,146**	**13,612**	**9,105**	**12,311**	**15,359**
少数股东权益	**(123)**	**(411)**	**(510)**	**(530)**	**(625)**
净利润	**5,023**	**13,201**	**8,595**	**11,781**	**14,734**

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融资客户垫款	64,696	68,970	53,659	58,796	62,159
应收账款	1,267	2,519	2,613	2,789	3,010
其他应收款项及预付款项	1,893	3,426	3,625	3,956	4,125
可供出售金融资产	32,300	78,733	74,159	77,896	79,156
应收款项类投资	403	100	135	269	231
买入返售金融资产	11,801	11,911	12,569	12,789	13,151
以公允价值计量的金融资产	26,937	83,912	81,569	84,521	85,916
衍生金融资产	91	271	259	315	381
交易所及其他机构保证金	3,030	5,278	4,356	4,615	5,150
公司结算备付金	770	2,772	1,156	1,589	2,010
客户结算备付金	21,855	28,450	10,113	13,785	15,169
质押及受限银行存款	401	242	105	146	195
公司银行结余	18,203	17,610	11,749	19,554	40,484
带客持有现金	48,996	88,641	91,466	93,582	95,516
其他	1,018	22	250	152	104
总流动资产	**233,661**	**392,855**	**347,783**	**374,754**	**406,757**
物业及设备	1,287	1,580	1,610	1,750	1,862
预付租赁款	327	318	320	295	326
投资物业	27	25	25	25	25
商誉	2	2	2	2	2
对联营以及合营企业的投资	1,584	3,348	3,590	4,125	4,335
可供出售金融资产	2,110	17,850	15,569	17,452	19,156
应收款项类投资	206	500	530	480	526
买入返售金融资产	432	1,835	1,420	1,569	1,658
质押及受限银行存款	80	80	80	80	80
延迟税项资产	230	269	340	379	415
其他	153	435	605	553	658
总非流动资产	**6,439**	**26,242**	**24,091**	**26,711**	**29,044**
总资产	**240,100**	**419,097**	**371,874**	**401,465**	**435,801**
卖出回购金融资产款	1,286	896	1,100	1,439	1,561
应付短期融资款	29,537	21,644	23,101	26,138	27,150
拆入资金	1,123	1,750	1,450	1,800	1,935
应付经纪业务客户账款	71,466	118,137	89,230	100,151	109,569
应付雇员成本	3,202	7,812	8,135	8,569	9,010
其他应付款项	2,714	8,428	7,189	7,560	8,310
当期税项负债	1,081	983	793	859	1,000
卖出回购金融资产款	50,718	85,396	71,890	72,569	81,965
其他应付款项	4,404	18,213	10,028	14,738	10,329
总流动负债	**165,530**	**263,258**	**212,916**	**233,823**	**250,829**
卖出回购金融资产款	4,050	0	0	2,010	3,561
延迟税项负债	112	278	310	456	523
应付债券	26,031	72,270	70,156	68,596	69,258
长期借款	3,000	3,469	3,450	3,216	3,369
总非流动负债	**33,192**	**76,018**	**73,916**	**74,278**	**76,711**
总负债	**198,722**	**339,276**	**286,832**	**308,101**	**327,540**
股东总权益	**39,611**	**77,519**	**82,583**	**90,349**	**104,475**
少数股东权益	1,767	2,302	2,459	3,015	3,786
总权益	**41,377**	**79,821**	**85,042**	**93,364**	**108,261**

來源: 公司及招銀國際研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动					
税前利润	6,649	17,806	11,981	16,503	20,560
折旧及分摊	257	279	310	335	369
营运资本变动	(20,163)	(20,118)	(10,651)	(916)	11,423
1. 融资客户垫款变动	(44,205)	(4,495)	15,311	(5,137)	(3,363)
2.带客持有现金变动	(23,769)	(39,645)	(2,825)	(2,116)	(1,934)
3.应付客户账款变动	39,856	46,672	(28,907)	10,921	9,418
4.其他	7,954	(22,651)	5,771	(4,584)	7,302
税务开支	(1,019)	(4,314)	(2,170)	(3,589)	(4,256)
其他	417	2,316	6,356	7,051	(3,986)
经营活动所得现金净额	**(15,040)**	**(7,691)**	**5,825**	**19,385**	**7,667**
投资活动					
资本开支	(235)	(622)	(590)	(635)	(680)
投资增长	(10,969)	(58,014)	(8,322)	(9,328)	(11,327)
资本注入/出售联营及附属公司	1,190	(1,493)	(1,131)	(950)	(1,516)
其他	1,291	2,508	1,658	1,759	2,156
投资活动所得现金净额	**(8,723)**	**(57,620)**	**(8,385)**	**(9,154)**	**(11,366)**
融资活动					
股票发行	0	25,396	0	0	0
债务变动	3,823	79	185	105	0
债券及应付短期金融款净额	34,581	98,277	(657)	1,477	275
其他	(2,297)	(57,073)	(4,470)	(3,589)	1,674
融资活动所得现金净额	**36,107**	**66,680**	**(4,942)**	**(2,007)**	**(3,077)**
现金增加净额	**12,343**	**1,368**	**(7,502)**	**8,223**	**21,320**
年初现金及现金等价物	**6,629**	**18,974**	**20,382**	**12,905**	**21,143**
外汇差额	**2**	**40**	**25**	**15**	**31**
年末现金及现金等价物	**18,974**	**20,382**	**12,905**	**21,143**	**42,494**

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入及其他收益总额					
佣金及手续费收入	50.8%	46.9%	60.7%	60.3%	57.8%
利息收入	26.8%	28.9%	17.0%	17.9%	19.2%
投资净额收益	22.3%	24.3%	22.2%	21.7%	22.9%
其他收入及收益	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	74.1%	164.9%	-25.9%	23.4%	16.1%
收入及其他收益增长	73.2%	164.4%	-25.8%	23.3%	16.1%
净利润增长	78.6%	162.8%	-34.9%	37.1%	25.1%
资产负债比率					
流动比率 (x)	141.2%	149.2%	163.3%	160.3%	162.2%
总负债/ 权益比率	153.9%	129.0%	120.2%	112.0%	98.8%
净负债/ 权益比率	108.0%	106.3%	106.0%	90.4%	60.1%
回报率					
资本回报率	13.5%	22.5%	10.7%	13.6%	15.1%
资产回报率	2.8%	4.0%	2.2%	3.0%	3.5%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.85	1.85	1.13	1.55	1.93
每股股息（人民币）	0.20	0.80	0.39	0.54	0.68
每股账面值（人民币）	6.69	10.17	10.84	11.86	13.71

來源: 公司及招銀國際研究部

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。