

广发证券 (1776 HK)
IPO 业务表现强劲

- ❖ **纯利增速大幅超过营业收入增速。**2017 年首季，广发证券的营业收入按年增长 3.0%，达到 49 亿元人民币。其中，佣金和手续费净收入按年减少 15.6%，至 27 亿元人民币，但利息净收入和投资净收益分别按年大幅增长 5.9 倍及 33.6%，达到 3.3 亿元人民币及 21 亿元人民币。与此同时，纯利按年增长 18.1%，至 21 亿元人民币。纯利增速明显快于营业收入增速，这主要受惠于 2016 年第二季度起实施的“营改增”。
- ❖ **IPO 业务 2017 上半年占据市场首位。**2017 年上半年，广发证券在国内 IPO 市场的总承销额及总承销家数均占据行业第一位。这不仅受惠于该公司充足的储备项目以及其在 IPO 业务上的专业程度，也部分受惠于加速的 IPO 审批进程。我们预计今年该公司承销的 IPO 及再融资总额将分别达到 138 亿元人民币及 976 亿元人民币，按年增长 95.0% 及 55.0%。不过，我们预计境内债券承销额将按年下跌 12.0%，至 1,403 亿元人民币，主要由于 2016 年基数较高。我们预期该公司投行业务的佣金手续费收入将达到 29 亿元人民币，按年增长 33.2%。
- ❖ **预期境内 AUM 将按年增长 13.9%。**截至 2017 年第一季度末，广发证券的境内月均资产管理规模 (AUM) 达到 6,641 亿元人民币，在所有中国证券公司中列第 7 位。不过，该公司仍然保持着在主动管理业务上的优势，AUM 中 65.1% 为主动管理资产，管理规模达到 4,324 亿元人民币。我们预计公司 2017 年的境内 AUM 增速今年将降低至 13.9%，年末规模将达到 8,160 亿元人民币。增速的放缓主要是由于监管部门收紧了对商业银行委外业务的管控。
- ❖ **受疲弱市场气氛影响，下调收入预测。**我们将对广发证券 2017 年至 2019 年的收入预测分别下调 6.0%、3.2% 及 5.2%，至 318 亿元人民币、380 亿元人民币及 428 亿元人民币。这主要是由于 A 股市场气氛较我们预期低迷，2017 年上半年平均日成交额为 4,361 亿元人民币，按年下跌 17.6%。我们认为，2017 年下半年广发证券强劲的 IPO 业务动力将得以保持，同时也预计公司自营业务也将有所恢复。我们预计 2017 年该公司的投资净收益将录得 76 亿元人民币，按年增长 16.3%。
- ❖ **维持持有评级。**我们轻微上调对广发证券 2017 年至 2019 年的纯利预测，分别提升 0.96%、3.84% 及 1.57%，至 99 亿元人民币、122 亿元人民币及 145 亿元人民币。这主要受益于我们预测回购业务的利息支出将有所下降。目前，广发证券的股份相当于 2017 年预测市帐率的 1.07 倍。我们的目标价港币 15.1 元相当于 2017 年公司预测市帐率的 1.04 倍，同时也是大型同业的平均估值。维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入 (百万元人民币)	42,733	27,488	31,799	38,013	42,761
净利润 (百万元人民币)	13,201	8,030	9,924	12,177	14,540
每股收益 (元人民币)	1.85	1.05	1.30	1.60	1.91
每股收益变动 (%)	117.49	(42.90)	23.58	22.69	19.40
市盈率 (x)	7.33	12.83	10.38	8.46	7.09
市帐率 (%)	1.33	1.31	1.07	1.05	0.98
股息率 (%)	5.92	2.59	3.18	3.90	4.66
权益收益率 (%)	22.54	10.29	11.36	12.53	14.28
财务杠杆 (x)	3.8	3.4	2.9	2.8	2.7

资料来源：公司及招银国际研究部预测

持有 (维持)

目标价	HK\$15.1
(此前目标价)	HK\$15.3)
潜在升幅	-3.2%
当前股价	HK\$15.6

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@cmbi.com.hk
隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk
中国证券业

市值(百万港元)	141,016
3 月平均流通股 (百万港元)	52.61
52 周内股价高/低(港元)	18.76/15.36
总股本(百万)	7,621.1

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

Fubon Financial Holding Co., Ltd.	9.22%
银睿资本策略投资控股	6.95%
China Minsheng Investment Corp., Ltd.	5.56%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.8%	0.6%
3-月	-4.3%	-9.0%
6-月	-3.8%	-16.6%

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	2017E	2018E	2019E
收入	42,779	27,732	31,698	37,888	42,635
佣金及手续费收入	20,046	13,391	14,525	17,599	19,408
利息收入	12,336	7,831	9,600	10,647	11,778
投资净额收益	10,396	6,511	7,573	9,642	11,450
其他收入及收益	(46)	(244)	101	125	126
收入及其他收益总额	42,733	27,488	31,799	38,013	42,761
折旧及摊销	(279)	(293)	(335)	(369)	(378)
雇员成本	(10,914)	(6,587)	(7,950)	(9,503)	(10,690)
佣金及手续费支出	(461)	(376)	(323)	(385)	(412)
利息支出	(8,943)	(6,543)	(7,154)	(8,176)	(8,236)
其他经营支出	(4,337)	(2,963)	(2,226)	(2,661)	(2,993)
减值损失	(282)	(423)	(550)	(633)	(696)
支出总额	(25,217)	(17,186)	(18,538)	(21,727)	(23,406)
经营利润	17,516	10,302	13,261	16,286	19,356
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	13,576	16,626	19,697
所得税费用	(4,193)	(2,296)	(3,123)	(3,824)	(4,530)
年度利润	13,612	8,409	10,454	12,802	15,166
少数股东权益	(411)	(379)	(530)	(625)	(626)
净利润	13,201	8,030	9,924	12,177	14,540

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	2017E	2018E	2019E
融资客户垫款	68,970	58,186	58,768	61,707	64,792
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	56,594	52,297	49,452
总流动资产	392,855	325,937	340,896	347,055	358,281
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	12,124	12,583	12,956
总非流动资产	26,242	33,864	34,412	35,217	35,821
总资产	419,097	359,801	375,308	382,272	394,103
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	91,178	96,198	90,827
总流动负债	263,258	216,573	205,782	210,371	210,511
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	276,004	280,868	285,197
股东总权益	77,519	78,530	96,223	98,135	105,506
少数股东权益	2,302	2,823	3,082	3,270	3,399
总权益	79,821	81,353	99,304	101,405	108,905

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	2017E	2018E	2019E
经营活动					
税前利润	17,806	10,705	13,576	16,626	19,697
折旧及分摊	279	293	335	369	378
营运资本变动	(20,118)	2,802	2,350	(1,535)	(9,424)
1. 融资客户垫款变动	(4,495)	10,213	(582)	(2,938)	(3,085)
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	2,643	465	(7,324)
税务开支	(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
经营活动所得现金净额	(7,691)	11,115	12,865	11,779	6,975
投资活动					
资本开支	(622)	(423)	(635)	(680)	(679)
投资增长	(58,014)	2,054	17,901	(416)	(3,200)
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	2,482	3,666	4,546
投资活动所得现金净额	(57,620)	4,059	19,709	2,456	577
融资活动					
股票发行	25,396	0	0	0	0
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)	4,505
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

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日（百万元人民币）	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%	45.7%	46.3%	45.4%
利息收入	28.9%	28.5%	30.2%	28.0%	27.5%
投资净额收益	24.3%	23.7%	23.8%	25.4%	26.8%
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%	14.3%	19.5%	12.5%
收入及其他收益增长	164.4%	-35.7%	15.7%	19.5%	12.5%
净利润增长	162.8%	-39.2%	23.6%	22.7%	19.4%
资产负债比率					
流动比率 (x)	149.2%	150.5%	165.7%	165.0%	170.2%
总负债/ 权益比率	129.0%	118.0%	98.5%	91.4%	89.8%
净负债/ 权益比率	106.3%	101.4%	85.1%	78.3%	77.3%
回报率					
资本回报率	22.5%	10.3%	11.4%	12.5%	14.3%
资产回报率	4.0%	2.1%	2.7%	3.2%	3.7%
每股数据					
每股利润（元人民币）	1.85	1.05	1.30	1.60	1.91
每股股息（元人民币）	0.80	0.35	0.43	0.53	0.63
每股账面值（元人民币）	10.17	10.30	12.63	12.88	13.84

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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风险。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。