

## 廣發證券 (1776 HK)

### 市場疲弱拖累三季度盈利

- ❖ **市場活躍度降低，拖累三季度盈利。**廣發證券今年前三季錄得淨利潤 41 億元人民幣，同比下降 35%，占我們 2018 年盈利預測/市場一致預期的 62%/63%。由於市場日均交易額下滑導致經紀佣金和淨利息收入減少，三季度經營淨收入同比下降 24% 至 37 億元人民幣。成本收入比同比上升 9 個百分點至 53%，撥備較去年同期增長 7.2 倍，導致淨利潤同比下降 39% 至 16 億元人民幣。
- ❖ **日均交易額下滑，經紀佣金受壓。**A 股市場日均交易額今年第三季度環比進一步下跌 25%，同比下降 41%，至 3,010 億元人民幣。廣發證券的淨經紀佣金收入環比下降 19%，同比下降 42%。下跌幅度較市場溫和的原因可能是市場份額略有提升。由於 10 月市場日均交易額進一步下跌至約 2,800 億元人民幣，公司仍面臨四季度經紀佣金大幅下滑的壓力。
- ❖ **信用類業務規模縮減，導致淨利息收入持續下滑。**廣發證券的三季度淨利息收入較上一個季度下降 44%，主要因 1) 融出資金環比收縮 9%，與市場兩融下跌幅度 10% 大體一致，以及 2) 買入返售金融資產（包括表內股權質押業務）環比下跌 13%。由於市場風險上升，證券公司普遍收縮股權質押規模。截至 2018 年上半年，廣發證券的表內股權質押約佔其淨資產的 31%，在我們覆蓋的公司中屬於較低水平，相信相關風險較為可控，但我們認為減值撥備在未來幾個季度仍將持續增加。
- ❖ **上半年表現不佳的投行業務收入和自營收益按季度回升。**投行業務淨收入環比增長 70%，我們認為這主要歸因於債券承銷業務的復蘇。Wind 數據顯示，廣發證券三季度債券承銷金額較上個季度增長 255%，同比增長 104%。不過，由於 IPO 批准率仍然相對較低，而且公司的儲備項目仍集中中小型企業，股權承銷仍然低迷（環比下跌 13%/同比下跌 71%）。近期監管推出不少政策支持民企發展、解決其融資困境，或利於廣發證券的核心客群，但政策效果仍有待觀察。自營收益較上個季度增長 39%，相信是由於固收類投資增加所致，但同比仍有 33% 的下滑。
- ❖ **維持「持有」評級。**我們認為市場對廣發證券三季度較為疲弱的盈利情況已有預期，同時市場對股權質押風險的擔憂已反映在股價上；10 月以來公司股價下跌 6%，自三季度以來亦已向下調整 14%。廣發證券目前估值為 0.71 倍 2018 預測市帳率，已接近歷史平均水平低兩個標準差的低位（0.70 倍）。鑑於市場情況持續惡化及公司客戶組合的結構性薄弱，我們對公司短期內表現仍持審慎態度，除非在監管推出一系列穩定市場的政策後，投資者情緒能夠出現實質性回穩，帶來交易量回溫。維持「持有」評級。

#### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY16A  | FY17A  | FY18E  | FY19E  | FY20E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 (百萬元人民幣)  | 27,488 | 28,614 | 24,846 | 27,245 | 30,249 |
| 淨利潤 (百萬元人民幣)   | 8,030  | 8,595  | 6,612  | 7,339  | 8,173  |
| 每股收益 (元人民幣)    | 1.05   | 1.13   | 0.87   | 0.96   | 1.07   |
| 每股收益變動 (%)     | (42.9) | 7.0    | (23.1) | 11.0   | 11.4   |
| 市盈率 (x)        | 7.9    | 7.3    | 9.5    | 8.6    | 7.7    |
| 市帳率 (%)        | 0.8    | 0.7    | 0.7    | 0.7    | 0.6    |
| 股息率 (%)        | 4.2    | 4.8    | 3.7    | 4.1    | 4.5    |
| 權益收益率 (%)      | 10.3   | 10.5   | 7.6    | 8.0    | 8.4    |
| 財務杠杆 (x)       | 3.4    | 3.3    | 3.6    | 3.7    | 3.7    |

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

#### 持有（維持）

|         |           |
|---------|-----------|
| 目標價     | HK\$11.1  |
| (此前目標價) | HK\$11.1) |
| 潛在升幅    | +18.0%    |
| 當前股價    | HK\$9.41  |

#### 隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

#### 孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：[terrysun@cmbi.com.hk](mailto:terrysun@cmbi.com.hk)

#### 中國證券業

|                   |            |
|-------------------|------------|
| 市值(百萬元)           | 95,488     |
| 3 月平均流通量<br>(百萬元) | 50.79      |
| 52 周內股價高/低 (港元)   | 18.24/9.57 |
| 總股本(百萬)           | 7,621.1    |
| 資料來源：彭博           |            |

#### 股東結構

|         |        |
|---------|--------|
| 吉林敖東    | 16.43% |
| 遼寧成大    | 16.40% |
| 中山公用    | 9.01%  |
| 資料來源：公司 |        |

#### 股價表現

|     | 絕對回報   | 相對回報   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | -7.0%  | 4.3%   |
| 3-月 | -16.3% | -2.4%  |
| 6-月 | -30.6% | -15.0% |

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](http://www.gf.com.cn)

圖 1：廣發證券三季度業績概要

| (百萬元人民幣)     |              |              |            |              |             |               |               |             |
|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|---------------|---------------|-------------|
| 損益表          | 2Q18         | 3Q18         | QoQ        | 3Q17         | YoY         | 9M17          | 9M18          | YoY         |
| 淨佣金及手續費收入    | 2,186        | 2,095        | -4%        | 2,832        | -26%        | 8,070         | 6,551         | -19%        |
| 經紀業務         | 922          | 749          | -19%       | 1,280        | -42%        | 3,303         | 2,729         | -17%        |
| 投行業務         | 211          | 359          | 70%        | 565          | -36%        | 1,892         | 925           | -51%        |
| 資管業務         | 1,025        | 901          | -12%       | 918          | -2%         | 2,729         | 2,763         | 1%          |
| 淨利息收入        | 60           | 34           | -44%       | 4            | 737%        | 390           | 247           | -37%        |
| 自營收益         | 913          | 1,265        | 39%        | 1,889        | -33%        | 6,079         | 3,510         | -42%        |
| <b>經營淨收入</b> | <b>3,745</b> | <b>3,723</b> | <b>-1%</b> | <b>4,912</b> | <b>-24%</b> | <b>15,257</b> | <b>11,335</b> | <b>-26%</b> |
| 經營開支         | (1,885)      | (1,988)      | 5%         | (2,186)      | -9%         | (6,696)       | (5,768)       | -14%        |
| <b>撥備前利潤</b> | <b>1,860</b> | <b>1,735</b> | <b>-7%</b> | <b>2,726</b> | <b>-36%</b> | <b>8,561</b>  | <b>5,567</b>  | <b>-35%</b> |
| 減值撥備         | (69)         | (53)         | -24%       | (6)          | 716%        | (44)          | (148)         | 238%        |
| <b>稅前利潤</b>  | <b>1,790</b> | <b>1,682</b> | <b>-6%</b> | <b>2,720</b> | <b>-38%</b> | <b>8,517</b>  | <b>5,419</b>  | <b>-36%</b> |
| 所得稅          | (329)        | (376)        | 14%        | (521)        | -28%        | (1,822)       | (1,104)       | -39%        |
| <b>淨利潤</b>   | <b>1,332</b> | <b>1,255</b> | <b>-6%</b> | <b>2,066</b> | <b>-39%</b> | <b>6,367</b>  | <b>4,114</b>  | <b>-35%</b> |
| 資產負債表        | 2Q18         | 3Q18         | QoQ        | 3Q17         | YoY         | FY17          | 3Q18          | YTD         |
| 融出資金         | 55,329       | 50,144       | -9%        | 62,257       | -19%        | 61,750        | 50,144        | -19%        |
| 金融投資         | 165,615      | 186,754      | 13%        | 165,685      | 13%         | 155,833       | 186,754       | 20%         |
| 買入返售金融資產     | 38,539       | 33,346       | -13%       | 29,015       | 15%         | 33,667        | 33,346        | -1%         |
| 代理買賣證券款      | 63,975       | 60,758       | -5%        | 67,401       | -10%        | 65,026        | 60,758        | -7%         |
| 股東權益         | 84,111       | 85,891       | 2%         | 83,603       | 3%          | 84,854        | 85,891        | 1%          |
| 比率           | 2Q18         | 3Q18         | QoQ        | 3Q17         | YoY         |               |               |             |
| 平均淨資產回報率     | 6.3%         | 5.9%         | -0.4ppt    | 10.1%        | -4.1ppt     |               |               |             |
| 平均總資產回報率     | 1.4%         | 1.3%         | -0.1ppt    | 2.3%         | -1.0ppt     |               |               |             |
| 杠杆倍數         | 3.8x         | 3.9x         | 0.1x       | 3.5x         | 0.4x        |               |               |             |
| 投資收益率        | 2.2%         | 2.9%         | 0.7ppt     | 4.6%         | -1.7ppt     |               |               |             |
| 成本收入比        | 50%          | 53%          | 3ppt       | 44%          | 9ppt        |               |               |             |

來源：公司及招銀國際研究部

## 利潤表

| 年結：12月31日（百萬元人民幣） | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>收入</b>         | <b>27,732</b>   | <b>28,316</b>   | <b>24,600</b>   | <b>26,977</b>   | <b>29,967</b>   |
| 佣金及手續費收入          | 13,391          | 11,564          | 9,588           | 10,327          | 11,541          |
| 利息收入              | 7,831           | 8,018           | 8,013           | 8,644           | 9,470           |
| 投資淨額收益            | 6,511           | 8,734           | 6,999           | 8,006           | 8,956           |
| 其他收入及收益           | (244)           | 298             | 247             | 268             | 281             |
| <b>收入及其他收益總額</b>  | <b>27,488</b>   | <b>28,614</b>   | <b>24,846</b>   | <b>27,245</b>   | <b>30,249</b>   |
| 折舊及攤銷             | (293)           | (312)           | (323)           | (331)           | (342)           |
| 雇員成本              | (6,587)         | (6,836)         | (5,541)         | (6,157)         | (6,897)         |
| 佣金及手續費支出          | (376)           | (336)           | (347)           | (384)           | (430)           |
| 利息支出              | (6,543)         | (7,064)         | (7,322)         | (7,897)         | (8,705)         |
| 其他經營支出            | (2,963)         | (2,484)         | (2,485)         | (2,724)         | (3,025)         |
| 減值損失              | (423)           | (398)           | (462)           | (508)           | (534)           |
| <b>支出總額</b>       | <b>(17,186)</b> | <b>(17,431)</b> | <b>(16,479)</b> | <b>(18,001)</b> | <b>(19,932)</b> |
| <b>經營利潤</b>       | <b>10,302</b>   | <b>11,183</b>   | <b>8,367</b>    | <b>9,244</b>    | <b>10,317</b>   |
| 所占聯營企業和合營企業的業績    | 403             | 461             | 494             | 549             | 608             |
| <b>所得稅前利潤</b>     | <b>10,705</b>   | <b>11,644</b>   | <b>8,861</b>    | <b>9,793</b>    | <b>10,924</b>   |
| 所得稅費用             | (2,296)         | (2,561)         | (1,816)         | (1,978)         | (2,229)         |
| <b>年度利潤</b>       | <b>8,409</b>    | <b>9,083</b>    | <b>7,044</b>    | <b>7,815</b>    | <b>8,696</b>    |
| 少數股東權益            | (379)           | (488)           | (432)           | (475)           | (523)           |
| <b>淨利潤</b>        | <b>8,030</b>    | <b>8,595</b>    | <b>6,612</b>    | <b>7,339</b>    | <b>8,173</b>    |

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） | 2016           | 2017           | 2018E          | 2019E          | 2020E          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 融資客戶墊款            | 58,186         | 61,396         | 58,326         | 61,825         | 65,844         |
| 金融投資              | 135,968        | 138,798        | 159,446        | 174,415        | 186,887        |
| 公司銀行結余            | 13,046         | 8,390          | 9,229          | 9,967          | 10,764         |
| 代客持有現金            | 67,251         | 48,356         | 45,213         | 47,474         | 51,272         |
| 其他                | 51,486         | 60,886         | 83,056         | 93,956         | 103,835        |
| <b>總流動資產</b>      | <b>325,937</b> | <b>317,826</b> | <b>355,270</b> | <b>387,638</b> | <b>418,602</b> |
| 物業及設備             | 1,761          | 2,128          | 2,235          | 2,346          | 2,464          |
| 金融投資              | 20,236         | 19,475         | 20,408         | 21,786         | 23,466         |
| 其他                | 11,867         | 17,476         | 18,870         | 20,785         | 23,239         |
| <b>總非流動資產</b>     | <b>33,864</b>  | <b>39,079</b>  | <b>41,512</b>  | <b>44,918</b>  | <b>49,168</b>  |
| <b>總資產</b>        | <b>359,801</b> | <b>356,905</b> | <b>396,782</b> | <b>432,555</b> | <b>467,770</b> |
| 借款                | 4,864          | 7,350          | 7,937          | 8,731          | 9,779          |
| 應付短期融資款           | 16,330         | 25,101         | 24,348         | 25,809         | 27,616         |
| 拆入資金              | 10,606         | 4,954          | 14,861         | 16,496         | 17,485         |
| 應付經紀業務客戶賬款        | 85,727         | 65,026         | 63,038         | 66,993         | 73,059         |
| 其他                | 99,046         | 96,433         | 128,415        | 144,845        | 156,888        |
| <b>總流動負債</b>      | <b>216,573</b> | <b>198,863</b> | <b>238,600</b> | <b>262,874</b> | <b>284,827</b> |
| 應付債券              | 58,274         | 62,148         | 56,675         | 61,990         | 66,483         |
| 長期借款              | 2,569          | 3,778          | 4,156          | 4,655          | 5,353          |
| 其他                | 1,033          | 3,490          | 3,647          | 3,806          | 3,981          |
| <b>總非流動負債</b>     | <b>61,875</b>  | <b>69,416</b>  | <b>64,478</b>  | <b>70,451</b>  | <b>75,817</b>  |
| <b>總負債</b>        | <b>278,448</b> | <b>268,279</b> | <b>303,078</b> | <b>333,324</b> | <b>360,644</b> |
| <b>股東總權益</b>      | <b>78,530</b>  | <b>84,854</b>  | <b>89,366</b>  | <b>94,179</b>  | <b>101,381</b> |
| 少數股東權益            | 2,823          | 3,771          | 4,338          | 5,052          | 5,745          |
| <b>總權益</b>        | <b>81,353</b>  | <b>88,626</b>  | <b>93,704</b>  | <b>99,231</b>  | <b>107,126</b> |

來源：公司及招銀國際研究部預測

**主要比率**

| 年结：12月31日        | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入及其他收益总额</b> |               |               |               |               |               |
| 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%          |
| <b>总额</b>        | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |
| <b>增长</b>        |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>资产负债比率</b>    |               |               |               |               |               |
| 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           |
| <b>回报率</b>       |               |               |               |               |               |
| 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%         |
| <b>每股数据</b>      |               |               |               |               |               |
| 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  | : 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%       |
| 持有  | : 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價於未來 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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

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责任。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。