

廣發證券 (1776 HK, HK\$17.36, 目標價: HK\$18.16, 持有) — 2016 年第三季度業績表現有所改善

- ❖ **第三季盈利重拾升勢。**2016 年第三季，廣發證券錄得營業收入人民幣 50.6 億元，按年下跌 23.8%，表現符合市場預期，也與期內的市場氣氛相吻合。除此之外，“營改增”的實施亦是拖低營業收入的主要因素。今年第三季，廣發純利按年增長 8.8%，至人民幣 21.6 億元，主要受惠於營業開支的良好管控，而營業稅及附加費按年大幅下降 92.6%，使得“營改增”的負面影響也大部分被抵消。
- ❖ **經紀業務轉型的關鍵因素。**今年第三季，廣發經紀業務淨手續費及佣金收入按年下跌 57.1% 至人民幣 13.1 億元，今年首三季則下跌 62.6% 至人民幣 41.6 億元。互聯網金融及高附加值服務是經紀業務轉型的兩大關鍵因素。今年第三季，廣發證券 98% 的新開戶是透過網路完成，而新客戶的平均佣金率為萬分之 3.2。廣發的整體平均佣金率為萬分之 4.1，高淨值客戶的佣金率則為萬分之 2.6。通過為不同層次的客戶提供高附加值服務，不僅經紀業務產生轉變，同時公司也可借此逐步轉型發展成為綜合財富管理平台，借此提升客戶的忠誠度。近期，證監會將“一人多戶”政策逐漸收緊，將每個客戶的開戶數量上限由 20 個降低至 3 個，我們認為，這將為證券經紀從業人員帶來業績考核的壓力，但是不會對券商的經紀業務造成負面的影響。相反，各個券商的活躍用戶率將有望因此得到加強。
- ❖ **投資銀行及資產管理業務持續亮眼表現。**今年首三季，廣發投行業務的淨手續費及佣金收入按年大升 81.8%，至人民幣 21.0 億元。再融資項目、債券發行及併購業務的增長，很好地彌補了 IPO 業務的下降。與 2015 年底相比，AUM 規模持續擴大，增長 32.5% 至人民幣 7,050 億元，其中，集合資管規模增長 46.1% 至人民幣 4,360 億元。隨著 AUM 的增長，資產管理業務的收入結構也趨於合理，績效費及佣金費收入分別占 22% 及 78%。作為未來行業競爭的關鍵優勢，績效費占比的提升很好地突出了廣發資管卓越的資產管理能力。
- ❖ **目標價港幣 18.16 元。**我們將公司 2016 財年至 2018 財年的淨利潤預測分別上調 12.5%、8.0% 和 1.2%，至人民幣 83.4 億元、人民幣 102.3 億元和人民幣 127.8 億元。公司現時的股價分別相當於 2016 財年和 2017 財年預測市賬率的 1.4 倍和 1.3 倍。我們的目標價為港幣 18.16 港元，相當於公司 2017 財年預測市賬率的 1.35 倍，同時也是同業公司 2017 財年的平均預測市賬率。**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	29,032	34,241	40,394
淨利潤 (百萬人民幣)	5,023	13,201	8,338	10,233	12,784
每股收益 (人民幣)	0.85	1.85	1.09	1.34	1.68
每股收益變動 (%)	78.58	117.49	(40.72)	22.74	24.93
市盈率 (x)	17.8	8.2	13.8	11.2	9.0
市賬率 (x)	2.3	1.5	1.4	1.3	1.1
股息率 (%)	1.3	5.3	2.5	3.1	3.9
權益收益率 (%)	13.5	22.5	10.4	11.9	13.4
淨財務杠杆率 (%)	108.0	106.3	117.5	87.0	61.0

來源: 公司及招銀國際研究部

 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\$17.36
目標價	HK\$18.16
市值 (港幣百萬)	149,117
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	71.80
52 周高/低 (港幣)	20.3 / 13.9
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	0.8%	2.2%
3 月	-1.3%	-7.1%
6 月	-6.7%	-14.4%

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）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	16,147	42,779	28,934	34,140	40,269
佣金及手續費收入	8,217	20,046	16,751	19,152	22,634
利息收入	4,325	12,336	5,152	6,507	7,751
投資淨額收益	3,605	10,396	7,031	8,481	9,884
其他收入及收益	17	(46)	98	101	125
收入及其他收益總額	16,163	42,733	29,032	34,241	40,394
折舊及攤銷	(257)	(279)	(330)	(335)	(369)
僱員成本	(4,346)	(10,914)	(7,548)	(9,211)	(10,745)
佣金及手續費支出	(241)	(461)	(416)	(463)	(529)
利息支出	(2,758)	(8,943)	(6,890)	(7,356)	(7,912)
其他經營支出	(2,100)	(4,337)	(2,350)	(2,630)	(3,105)
減值損失	(150)	(282)	(100)	(210)	(195)
支出總額	(9,852)	(25,217)	(17,635)	(20,204)	(22,855)
經營利潤	6,311	17,516	11,397	14,036	17,539
所占聯營企業和合營企業的業績	337	290	244	315	340
所得稅前利潤	6,649	17,806	11,641	14,351	17,879
所得稅費用	(1,503)	(4,193)	(2,794)	(3,588)	(4,470)
年度利潤	5,146	13,612	8,848	10,763	13,409
少數股東權益	(123)	(411)	(510)	(530)	(625)
淨利潤	5,023	13,201	8,338	10,233	12,784

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百万人民币）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
融資客戶墊款	64,696	68,970	53,659	54,796	60,159
應收賬款	1,267	2,519	1,613	2,789	3,010
其他應收款項及預付款項	1,893	3,426	3,625	3,956	4,125
可供出售金融資產	32,300	78,733	74,159	77,896	79,156
應收款項類投資	403	100	135	269	231
買入返售金融資產	11,801	11,911	12,569	12,789	13,151
以公允價值計量的金融資產	26,937	83,912	81,569	84,521	85,916
衍生金融資產	91	271	259	315	381
交易所及其他機構保證金	3,030	5,278	4,356	4,615	5,150
公司結算備付金	770	2,772	1,156	1,589	2,010
客戶結算備付金	21,855	28,450	20,113	12,185	13,569
質押及受限銀行存款	401	242	105	146	195
公司銀行結餘	18,203	17,610	6,567	29,790	56,015
帶客持有現金	48,996	88,641	90,950	93,582	95,516
其他	1,018	22	250	152	104
總流動資產	233,661	392,855	351,086	379,390	418,688
物業及設備	1,287	1,580	1,580	1,650	1,662
預付租賃款	327	318	320	295	326
投資物業	27	25	25	25	25
商譽	2	2	2	2	2
對聯營以及合營企業的投资	1,584	3,348	3,590	4,125	4,335
可供出售金融資產	2,110	17,850	15,569	17,452	19,156
應收款項類投資	206	500	530	480	526
買入返售金融資產	432	1,835	1,420	1,569	1,658
質押及受限銀行存款	80	80	80	80	80
延遲稅項資產	230	269	845	379	415
其他	153	435	605	553	658
總非流動資產	6,439	26,242	24,566	26,611	28,844
總資產	240,100	419,097	375,652	406,000	447,532
賣出回購金融資產款	1,286	896	3,764	3,506	3,250
應付短期融資款	29,537	21,644	51,569	55,896	63,859
拆入資金	1,123	1,750	5,200	5,803	5,538
應付經紀業務客戶賬款	71,466	118,137	89,230	100,151	109,569
應付僱員成本	3,202	7,812	8,135	8,569	9,010
其他應付款項	2,714	8,428	7,189	7,560	8,310
當期稅項負債	1,081	983	846	972	1,133
賣出回購金融資產款	50,718	85,396	71,890	72,569	81,965
其他應付款項	4,404	18,213	9,933	16,374	13,983
總流動負債	165,530	263,258	247,757	271,399	296,617
賣出回購金融資產款	4,050	0	0	0	0
延遲稅項負債	112	278	185	230	451
應付債券	26,031	72,270	40,268	38,965	41,859
長期借款	3,000	3,469	2,568	3,216	3,369
總非流動負債	33,192	76,018	43,021	42,411	45,679
總負債	198,722	339,276	290,778	313,810	342,296
股東總權益	39,611	77,519	82,415	89,175	101,449
少數股東權益	1,767	2,302	2,459	3,015	3,786
總權益	41,377	79,821	84,874	92,190	105,235

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：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	11,641	14,351	17,879
折旧及分攤	257	279	330	335	369
营运资本变动	(20,163)	(20,118)	(16,386)	14,422	9,023
1. 融资客户垫款变动	(44,205)	(4,495)	15,311	(1,137)	(5,363)
2. 带客持有现金变动	(23,769)	(39,645)	(2,310)	(2,632)	(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)	(479)	7,270	6,902
税务开支	(1,019)	(4,314)	(2,050)	(3,389)	(3,956)
其他	417	2,316	6,746	7,251	(3,986)
经营活动所得现金净额	(15,040)	(7,691)	282	32,970	7,767
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)	(10,156)
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)	(10,195)
融资活动					
股票发行	0	25,396	0	0	0
债务变动	3,823	79	1,967	389	0
债券及应付短期金融款净额	34,581	98,277	(2,077)	3,024	(103)
其他	(2,297)	(57,073)	(4,470)	(3,589)	10,857
融资活动所得现金净额	36,107	66,680	(4,580)	(176)	5,729
现金增加净额	12,343	1,368	(12,683)	23,640	26,615
年初现金及现金等价物	6,629	18,974	20,382	7,723	31,379
外汇差额	2	40	25	15	31
年末现金及现金等价物	18,974	20,382	7,723	31,379	58,025

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：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%	57.7%	55.9%	56.0%
利息收入	26.8%	28.9%	17.7%	19.0%	19.2%
投资净额收益	22.3%	24.3%	24.2%	24.8%	24.5%
其他收入及收益	0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
收入增长	74.1%	164.9%	-32.4%	18.0%	18.0%
收入及其他收益增长	73.2%	164.4%	-32.1%	17.9%	18.0%
净利润增长	78.6%	162.8%	-36.8%	22.7%	24.9%
资产负债比率					
流动比率 (x)	141.2%	149.2%	141.7%	139.8%	141.2%
总负债/ 权益比率	153.9%	129.0%	125.4%	120.4%	116.2%
净负债/ 权益比率	108.0%	106.3%	117.5%	87.0%	61.0%
回报率					
资本回报率	13.5%	22.5%	10.4%	11.9%	13.4%
资产回报率	2.8%	4.0%	2.1%	2.6%	3.0%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.85	1.85	1.09	1.34	1.68
每股股息 (人民币)	0.20	0.80	0.38	0.47	0.59
每股账面值 (人民币)	6.69	10.17	10.81	11.70	13.31

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。