

廣發證券 (1776 HK)

自營交易表現靚麗，IPO 業務蓬勃發展

- ❖ **2017 年全年業績穩健，符合市場預期。**2017 年，廣發證券的收入總額按年增長 4.1%，至 286 億元人民幣，純利按年增長 7.0%，至 86 億元人民幣，跟我們的預期相符。手續費及佣金收入按年下跌 13.6% 至 116 億元人民幣，最主要的原因是 A 股市場日均成交量的下跌和佣金率的持續收窄導致經紀業務佣金收入下降。不過，投資淨收益按年增長 34.1%，至 87 億元人民幣，其中約 9 億元人民幣是由於公司為 2018 年實施 IFRS 9 而兌現了投資收益。成本收入比按年下降 1.6 個百分點，至 60.9%。
- ❖ **股權及衍生品交易業務表現亮眼。**廣發證券交易及機構業務總收入按年增長 15.5%，至 70 億元人民幣，占公司收入總額的 24.5%，按年上升 2.4 個百分點。其中，股權及衍生品交易業務增長迅猛，按年增長 12.5 倍，至 15 億元人民幣。管理層表示，目前場外期權業務是為數不多的監管部門較為支持和鼓勵的創新業務，同時也可提升為機構客戶服務的能力。廣發證券有意在該業務方面成為行業前列。
- ❖ **IPO 承銷規模蓬勃增長。**2017 年，廣發證券共為 33 單 IPO 專案擔任主承銷商，總承銷額達到 170 億元人民幣，按年大增 1.4 倍，而行業 IPO 總融資額按年增速為 58.3%。公司在 IPO 承銷項目數及承銷額上分別列行業第一和第二位。整體股權承銷業務總額按年下降 47.1%，主要受強監管下再融資市場轉弱拖累。我們相信，公司蓬勃發展的 IPO 業務得益於其具有廣大而高品質的中小企業用戶。公司今年則希望在大客戶的 IPO 上取得更多突破。鑒於政府目前著眼於發展多層次資本市場並著力提升直接融資、特別是股權融資的比例，我們認為廣發證券未來仍將得益於這一政策導向，以及優質資源向行業龍頭集中的趨勢。
- ❖ **資產管理規模持續收縮，結構優化。**在強監管環境下，廣發證券的資產管理規模按年收窄 26.9%，至 5,234 億元人民幣。公司依然保持著較高比例的主動管理規模。根據中國證券投資基金協會的資料，公司 2017 年月均資產總規模和月均主動管理規模分別列行業第六位及第二位。結構的優化一定程度上抵消了規模下降對管理費帶來的衝擊。2017 年廣發證券的資產管理費收入按年下跌 8.8%，遠低於其規模收縮的幅度。此外，公司持股 51% 的廣發基金和和持股 25% 的易方達基金也實現了良好的盈利，淨利潤分別達到 9.5 億元人民幣和 14 億元人民幣，按年增長 22.1% 及 4.6%。
- ❖ **金融科技應用抵禦佣金率下滑。**根據我們的測算，廣發證券 2017 年佣金率為萬分之 3.41，較上一年再下降 0.5 個基點。管理層認為佣金率持續下滑空間不大，此外，公司在財富管理業務方面，金融科技的應用上處於行業領先，同時廣發證券將通過開發更多高淨值客戶和推出更多產品來抵禦佣金率下滑帶來的負面影響。
- ❖ **上調至買入評級。**我們將對廣發證券 2018/2019 年的純利預測下調 2.2%/10.2% 至 95 億元/106 億元人民幣。廣發證券目前的股價相當於 2018 年預測市帳率的 1.03 倍。我們的最新目標價 17.3 港元相當於公司 2018 年預測市帳率 1.21 倍，也是大型同業 2018 年平均預測市帳率加一個標準差。**上調至買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	42,733	27,488	28,614	30,448	33,825
淨利潤 (百萬元人民幣)	13,201	8,030	8,595	9,480	10,577
每股收益 (元人民幣)	1.85	1.05	1.13	1.24	1.39
每股收益變動 (%)	117.49	(42.90)	7.04	10.29	11.57
市盈率 (x)	6.68	11.70	10.93	9.91	8.88
市帳率 (%)	1.21	1.20	1.11	1.03	0.95
股息率 (%)	6.49	2.84	3.24	3.53	3.94
權益收益率 (%)	22.54	10.29	10.52	10.76	11.10
財務杠杆 (x)	3.8	3.4	3.3	3.3	3.3

買入 (上升)

目標價	HK\$17.3
(此前目標價)	HK\$16.4
潛在升幅	+17.6%
當前股價	HK\$14.68

隋曉萌

電話: (852) 3761 8775

郵件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

中國證券業

市值(百萬元)	142,700
3 月平均流通量 (百萬元)	120.35
52 周內股價高/低 (港元)	18.24/14.32
總股本(百萬)	7,621.1

資料來源: 彭博

股東結構 (H 股)

廣發證券股份有限公司工會	
委員會	6.20%
瓊睿資本策略投資控股	6.04%
富邦金融控股股份有限公司	5.90%

資料來源: HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.1%	-2.1%
3-月	-6.7%	-8.9%
6-月	-16.8%	-23.5%

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

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017	2018E	2019E
收入	42,779	27,732	28,316	30,201	33,556
佣金及手續費收入	20,046	13,391	11,564	12,411	13,998
利息收入	12,336	7,831	8,018	8,676	9,745
投資淨額收益	10,396	6,511	8,734	9,115	9,813
其他收入及收益	(46)	(244)	298	247	268
收入及其他收益總額	42,733	27,488	28,614	30,448	33,825
折舊及攤銷	(279)	(293)	(312)	(323)	(331)
雇員成本	(10,914)	(6,587)	(6,836)	(7,368)	(8,219)
佣金及手續費支出	(461)	(376)	(336)	(365)	(412)
利息支出	(8,943)	(6,543)	(7,064)	(6,941)	(7,626)
其他經營支出	(4,337)	(2,963)	(2,484)	(2,649)	(2,977)
減值損失	(282)	(423)	(398)	(458)	(504)
支出總額	(25,217)	(17,186)	(17,431)	(18,105)	(20,068)
經營利潤	17,516	10,302	11,183	12,343	13,757
所占聯營企業和合營企業的業績	290	403	461	494	549
所得稅前利潤	17,806	10,705	11,644	12,837	14,306
所得稅費用	(4,193)	(2,296)	(2,561)	(2,824)	(3,147)
年度利潤	13,612	8,409	9,083	10,013	11,159
少數股東權益	(411)	(379)	(488)	(533)	(581)
淨利潤	13,201	8,030	8,595	9,480	10,577

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	2017	2018E	2019E
融資客戶墊款	68,970	58,186	61,396	66,185	71,546
金融投資	162,745	135,968	138,798	143,248	153,175
公司銀行結餘	17,610	13,046	8,390	8,510	8,959
代客持有現金	88,641	67,251	48,356	49,807	51,301
其他	54,891	51,486	60,886	67,452	74,138
總流動資產	392,855	325,937	317,826	335,202	359,120
物業及設備	1,580	1,761	2,128	2,447	2,741
金融投資	18,350	20,236	19,475	20,418	21,828
其他	6,312	11,867	17,476	21,458	25,928
總非流動資產	26,242	33,864	39,079	44,323	50,498
總資產	419,097	359,801	356,905	379,525	409,617
借款	896	4,864	7,350	8,819	9,966
應付短期融資款	21,644	16,330	25,101	29,369	34,068
拆入資金	1,750	10,606	4,954	4,458	4,235
應付經紀業務客戶賬款	118,137	85,727	65,026	64,979	67,384
其他	120,832	99,046	96,433	100,540	107,110
總流動負債	263,258	216,573	198,863	208,166	222,763
應付債券	72,270	58,274	62,148	68,873	76,275
長期借款	3,469	2,569	3,778	3,816	4,007
其他	278	1,033	3,490	2,471	1,420
總非流動負債	76,018	61,875	69,416	75,160	81,701
總負債	339,276	278,448	268,279	283,326	304,464
股東總權益	77,519	78,530	84,854	91,295	99,268
少數股東權益	2,302	2,823	3,771	4,904	5,886
總權益	79,821	81,353	88,626	96,199	105,153

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	2017	2018E	2019E
經營活動					
稅前利潤	17,806	10,705	11,644	12,837	14,306
折舊及分攤	279	293	312	323	331
營運資本變動	(20,118)	2,802	(24,019)	(14,938)	(13,266)
稅務開支	(4,314)	(2,812)	(2,532)	(2,768)	(3,084)
已付利息	(3,660)	(2,580)	(2,968)	(2,915)	(3,203)
其他	2,316	2,706	1,146	1,450	1,821
經營活動所得現金淨額	(7,691)	11,115	(16,417)	(6,011)	(3,096)
投資活動					
資本開支	(390)	(389)	(538)	(680)	(679)
投資增長	(58,054)	2,020	1,881	(1,664)	(2,791)
資本注入/出售聯營及附屬公司	(1,493)	(501)	(58)	(788)	(930)
其他	2,317	2,929	3,725	3,157	3,427
投資活動所得現金淨額	(57,620)	4,059	5,010	26	(972)
融資活動					
股票發行	25,396	0	0	0	0
債務變動	42,238	(15,461)	3,992	0	0
債券及應付短期金融款淨額	(161)	2,913	4,528	1,657	1,517
其他	(794)	(6,183)	(2,211)	11,519	12,764
融資活動所得現金淨額	66,680	(18,731)	6,308	13,176	14,280
現金增加淨額	1,368	(3,558)	(5,099)	424	784
年初現金及現金等价物	18,974	20,382	16,918	11,729	12,184
外匯差額	40	93	(89)	31	32
年末現金及現金等价物	20,382	16,918	11,729	12,184	13,000

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	2017	2018E	2019E
收入及其他收益總額					
佣金及手續費收入	46.9%	48.7%	40.4%	40.8%	41.4%
利息收入	28.9%	28.5%	28.0%	28.5%	28.8%
投資淨額收益	24.3%	23.7%	30.5%	29.9%	29.0%
其他收入及收益	-0.1%	-0.9%	1.0%	0.8%	0.8%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
收入增長	164.9%	-35.2%	2.1%	6.7%	11.1%
收入及其他收益增長	164.4%	-35.7%	4.1%	6.4%	11.1%
淨利潤增長	162.8%	-39.2%	7.0%	10.3%	11.6%
資產負債比率					
流動比率	149.2%	150.5%	159.8%	161.0%	161.2%
總負債/權益比率	129.0%	118.0%	121.8%	126.3%	129.5%
淨負債/權益比率	106.3%	101.4%	111.9%	117.0%	120.5%
回報率					
資本回報率	22.5%	10.29%	10.52%	10.76%	11.10%
資產回報率	4.0%	2.06%	2.40%	2.57%	2.68%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	1.85	1.05	1.13	1.24	1.39
每股股息（元人民幣）	0.80	0.35	0.40	0.44	0.49
每股賬面值（元人民幣）	10.17	10.30	11.13	11.98	13.03

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 & 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。