

国联证券(1456 HK)

估值合理

- 2016年利润同比下降59%至6.1亿元人民币，因营收下降39%。利润下滑幅度比行业平均利润下降50%为高
- 经纪和信贷业务是主要的拖累，它们占总收入的62%
- 在2016年的调整后，我们认为2017年的业务前景将变得更加稳定
- 我们预期其估值折扣将持续下去。维持**持有**

2016年业绩回顾。 2016年，归属股东的净利润下降59%至6.1亿元人民币，这主要由2015年高基数和2016年A股市场下滑导致。总体而言，公司利润下降59%比行业利润平均下降50%为高。此外，收入同比下降39%至23亿元人民币，大致与行业趋势相符。2016年的净资产收益率为8.0%，与行业平均水平相近。

经纪、信贷和交易业务是主要的拖累。 2016年，经纪业务和信贷业务收入同比下降46%，占总收入的62%。此外，2016年交易收入在不利的市场条件下下滑了72%，并占总收入的6%。

较稳定的2017年。 在2016年调整后，我们预计行业前景将在2017年较稳定，而在近几个月A股平均成交上涨的趋势支持着这观点。我们预计在2017年和2018年，净利润将增长9%和10%。我们预计其2017-18年的ROAE将从2016年的8.0%略微提高至8.5%-8.8%。

维持持有，目标价4.50港元。 由于公司业务规模较小，其估值较主要券商一向有折扣，而我们预计估值差距将持续。此外，最近上市的全国性券商如光大证券(6178 HK)、招商证券(6099 HK)、中信建投证券(6066 HK)等都为投资者提供了更多的选择。我们维持持有的建议，目标价为4.50港币，相当于0.95倍2017年市盈率。我们认为，在单位数ROAE的情况下，目前的估值是合理的。

风险因素： 1) 经纪佣金率进一步下降; 2) A股市场成交量急剧下滑; 3) 资本市场筹资急剧下滑; 4) 违反监管要求的罚则; 5) 每日平均成交量非常低。

财务摘要

截至12月31日财政年度	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
收入(百万元人民币)	2,132	3,833	2,336	2,378	2,535
增长(%同比)	NA	79.8	(39.1)	1.8	6.6
归属于股东净利润(百万元人民币)	715	1,471	610	664	733
增长(%同比)	NA	105.8	(58.6)	9.0	10.3
每股收益(人民币)	0.48	0.88	0.32	0.35	0.39
增长(%同比)	NA	83.3	(63.6)	9.0	10.3
每股账面值(人民币)	2.7	4.6	4.0	4.2	4.5
增长(%同比)	NA	70.5	(14.2)	6.1	6.4
市盈率(x)	7.9	4.3	11.9	10.9	9.9
市帐率(x)	1.4	0.8	1.0	0.9	0.8
股东权益平均回报率 ROAE (%)	35.0	24.9	8.0	8.5	8.8
资产平均回报率 ROAA (%)	7.0	5.7	2.2	2.7	2.9
每股股息(港币)	0.08	0.45	0.16	0.12	0.13
股息率(%)	1.8	10.5	3.7	2.8	3.0

资料来源：公司、农银国际证券预测

公司报告

2017年4月13日

评级: 持有

目标价: HK\$ 4.50

分析师: 周秀成

电话: (852) 2147 8809

电邮: stevechow@abci.com.hk

股价(港元)	4.22
估计股价回报	6.9%
估计股息回报	2.8%
估计总回报	9.7%
之前评级及目标价	持有/ HK\$4.50
之前报告日期	2017年4月7日

资料来源：彭博、农银国际证券预测

主要数据

52周高/低(港元)	4.76/3.72
发行股数(百万)	1,902
H股发行股数(百万)	443
H股市值(百万港币)	1,900
每天平均成交(百万港币)	0.03
主要股东:	
国联集团	72.35%

资料来源：彭博、农银国际证券

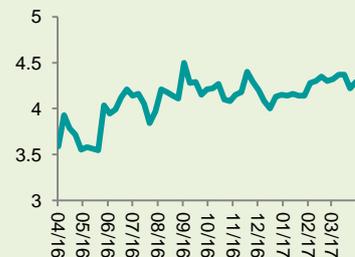
股价表现(%)

	绝对	相对*
1个月	(1.9)	(3.9)
3个月	2.7	5.3
6个月	2.2	2.7

*相对于恒生指数

资料来源：彭博、农银国际证券

股价表现(港元)



资料来源：彭博、农银国际证券



风险因素

中国证券市场高度依赖于中国的经济和市场情况。中国的经纪行业及公司的业务直接受到与证券市场相关的风险影响，例如市场波动，投资情绪，流动性供应等。不利的经济状况和政府政策可能导致交易量以及投资活动下降，这可能对公司证券经纪业务的佣金和手续费收入产生不利影响；投资银行业务的承销佣金也可能受到负面影响。任何长期市场下滑也可能增加本公司向客户提供的保证金贷款违约风险。

市场成交减少和经纪佣金率的激烈竞争可能对经纪业务收入产生重大不利影响。经纪业务和信贷业务的收入在2016年分别下降了53%和19%，分别为10亿元人民币和4.33亿元人民币。证券经纪业务是公司的主要收入来源。中国证券行业竞争日益激烈，网上交易系统日益普及，可能进一步打击经纪佣金，并影响经纪业务的盈利能力。

A股市场的波动可能导致自营交易业务的投资损失。可供出售金融资产和以公允价值计量的金融资产合计于2016年末为44亿元人民币，占公司总资产的18%。公司以自己的资金进行股票和固定收益证券交易。股票和固定收益证券受市场波动影响，公司自营交易业务的表现一般与中国证券市场的表现相关。

信用交易业务的信用风险。公司的信用风险主要源于其两融业务和证券回购业务。截至2016年底，两融业务和证券回购业务余额为44亿元人民币。客户或交易对手方的任何重大违约可能会对公司的财务状况，经营业绩和现金流产生不利影响。

利率风险。公司的利率风险主要来源于其金融工具，其公允价值受市场利率的不利变动影响。

监管要求相关的风险。公司在中国受到广泛的监管要求。这些规定通常用于限制资本要求，管制所提供的产品/服务，限制投资证券的类型，并对分支机构的数量和地点设置限制。如果发生违规行为，公司可能遭到中国证监会的行政处罚，令经营业绩，财务状况和前景可能受到重大不利影响。

2016年度综合净利润少于净利润。公司的金融资产公允价值下降而录得资产减值，但这些损失不在净利润表反映，但反映在综合净利润内。这些因素导致2016年度的综合净利润为5.94亿元人民币，比净利润低2.5%。



合并利润表(2014A-2018E)

截至 12 月 31 日财政年度 (百万 元人民币)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
手续费及佣金收入	1,080	2,236	1,317	1,337	1,394
利息收入	375	925	768	741	841
投资 (损失) / 收益净额	666	666	241	300	300
总收入	2,121	3,826	2,325	2,378	2,535
其他收入及收益	11	7	10	0	0
总收入及其他收益	2,132	3,833	2,336	2,378	2,535
总支出	1,185	1,991	1,563	1,555	1,631
经营利润	947	1,842	773	823	904
分占联营企业及合营企业利润	16	30	28	33	40
其他收入	0	119	59	0	0
所得税前利润	963	1,990	860	856	944
所得税费用	233	492	216	180	198
所得税后利润	730	1,498	643	676	746
非控制权益	15	27	34	12	13
净利润	715	1,471	610	664	733
增长率					
总收入及其他收益 (%)	NA	79.8	(39.1)	1.8	6.6
总支出 (%)	NA	68.1	(21.5)	(0.5)	4.9
经营利润 (%)	NA	94.5	(58.0)	6.4	9.9
净利润 (%)	NA	105.8	(58.6)	9.0	10.3
财务比率					
营业利润率 (%)	44.4	48.1	33.1	34.6	35.7
净利润率 (%)	25.0	38.5	26.2	27.9	28.9
股东权益平均回报率 ROAE (%)	35.0	24.9	8.0	8.5	8.8
资产平均回报率 ROAA (%)	7.0	5.0	2.2	2.7	2.9

资料来源: 公司、农银国际证券预测



合并资产负债表 (2014A-2018E)

截至 12 月 31 日财政年度 (百万 元人民币)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
物业及设备	105	104	106	111	116
其他无形资产	24	19	28	29	31
于联营企业及合营企业权益	195	204	219	230	242
可供出售金融资产	80	753	887	932	978
买入返售金融资产	88	128	80	84	88
其他非流动资产	34	29	29	30	32
非流动资产总额	526	1,236	1,349	1,416	1,487
现金及银行结余	950	3,961	2,465	2,506	2,574
代经纪客户持有的现金	2,776	4,360	3,296	3,461	3,634
可供出售金融资产	809	819	777	816	857
以公允价值计量且其变动计入当期损 益的金融资产	4,280	2,594	2,732	2,869	3,012
其他流动资产	5,719	10,333	6,774	7,113	7,468
应收账款	3,738	6,085	4,353	4,571	4,799
其他应收款项及预付款项	190	239	265	278	292
买入返售金融资产	1,461	1,546	1,981	2,080	2,184
流动资产总额	19,923	29,937	22,643	23,693	24,820
资产总额	20,449	31,173	23,992	25,110	26,307
应付经纪客户账款	7,769	13,557	9,626	10,107	10,613
贷款	850	3,850	1,800	1,800	1,800
其他流动负债	5,216	3,907	3,171	3,330	3,496
流动负债总额	13,835	21,315	14,597	15,237	15,909
贷款及债券	2,150	1,800	1,500	1,500	1,500
其他非流动负债	115	30	-	-	-
非流动负债总额	2,265	1,830	1,500	1,500	1,500
负债总额	16,100	23,145	16,097	16,737	17,409
净资产	6,088	8,623	8,046	8,456	8,911
归属于公司股东总权益	4,082	7,735	7,569	8,034	8,547
非控制权益	267	294	327	339	351
总权益	4,349	8,029	7,896	8,373	8,899

资料来源: 公司、农银国际证券预测



权益披露

分析员，周秀成，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是过去 5 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2017 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183