

浙商证券 (601878.SH)

深耕浙江区域优势，资管业务发力

核心观点:

● 投资亮点: 深耕浙江区域优势, 资管业务发力

1、浙江区域优势显著, 中小企业及高净值人群资源丰富。公司作为浙江省本土上市券商, 在浙江的区域特征明显。受区域竞争环境影响, 公司在经纪业务方面具有较强竞争意识, 在早期通过具有竞争力的费率巩固市场占有率, 后续通过推出差异化佣金套餐、推广多样化投资产品, 抢占客户财富管理市场。浙江省民间资本较为活跃, 是全国优质中小企业和高净值人群聚集地之一, 为公司投资和融资业务的开展提供了良好的发展平台。

2、资管排名居于行业前列, 产品创新能力突出。公司通过全资子公司浙商资管开展资产管理业务, 此次募资计划扩大资产管理业务投入, 通过加强浙商资管产品和业务创新、加快建设平台式资管业务, 提升公司资管业务实力。2014年、2015年, 公司受托客户资产管理业务净收入(合并口径)保持行业排名位居前列, 两年均位列第15位; 公司打造了“聚金汇银”系列产品线向各类客户提供全方位、个性化的理财服务, 从历年股指期货、公募基金等产品创新表现来看, 公司资管业务创新能力突出。

● 公司简介: 资管业务表现突出的区域型券商

公司注册地为浙江省杭州市, 目前已发展成为一家综合类中型证券公司, 公司总资产、净资产、净资本、营业收入和净利润近两年排名略有波动, 但基本处于行业中等位置。

● 发行简介: 拟发行股票数量为 3.33 亿股, 发行价格 8.45 元/股

据招股说明书, 公司拟发行股票数量为 3.33 亿股, 发行价格 8.45 元/股, 按发行价格除以发行后每股收益计算, 发行市盈率为 22.98 倍; 预计募集资金总额 28.17 亿元。

● 盈利预测: 预计公司 2017-18 年每股综合收益 0.40、0.45 元

根据主要市场假设, 经纪: 假设 2017 年日均成交金额同比下降 10% 为 4672 亿元; 自营: 假设 2017 年沪深 300 全年收益率为 5%, 中证全债全年收益率为 0%; 投行: 预计 2017 年 IPO 融资额为 2636 亿元; 资管: 预计 2017 年资管业务规模增速预计放缓, 假设 2017 年集合理财产品资产规模同比上升 10%, 达到 24132 亿元; 资本中介: 假设 2017 年两融余额 9391.10 亿元同 2016 年保持不变, 股票质押回购余额为 17442.64 亿元, 同比增长 35.85%。

预计公司 2017-18 年摊薄后每股综合收益 0.40、0.45 元, 17 年末 BVPS 为 4.00 元。预计 2017 年实现营业收入 42.79 亿元, 同比下滑 7%, 净利润 13.19 亿元, 同比增长 6%。

● 风险提示: 监管政策加码、投资环境变化

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6189	4595	4279	4724
增长率(%)	92%	-26%	-7%	10%
净利润(百万元)	1834	1241	1319	1509
增长率(%)	145%	-32%	6%	14%
EPS(元/股)	0.61	0.41	0.40	0.45

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

发行价格 8.45 元

报告日期 2017-06-16

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	74.03%
ROE(%)	12.97%
ROA(%)	2.27%
流动比率(倍)	2.46
速动比率(倍)	1.85

发行资料

发行股数(万股)	333,333.34
发行前股本(万股)	300,000
发行日期	2017年6月13日
主承销商	东兴证券

主要股东 持股比例

浙江上三高速公路有限公司	70.83%
--------------	--------

分析师: 陈福 S0260517050001

0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师: 商田 S0260516050001

021-60750634

shangtian@gf.com.cn

目录索引

一、公司定位：资管业务表现突出的区域型券商	4
（一）公司简介	4
（二）公司行业地位及业绩概况	5
（三）立足区域快速发展，收入结构更加均衡	6
二、发行简介：拟发行股票数量为 3.33 亿股	11
三、投资亮点：深耕浙江区域优势，资管业务发力	12
（一）浙江区域优势显著，中小企业及高净值人群资源丰富	12
（二）资管排名居于行业前列，产品创新能力突出	12
四、盈利预测：预计公司 2017-18 年每股综合收益 0.40、0.45 元	13
五、风险提示：监管政策加码、投资环境变化等	14

图表索引

图 1: 公司近五年经营业绩情况.....	5
图 2: 公司期货、经纪业务为主要收入来源, 资管业务、投行收入占比提升	6
图 3: 浙商证券近三年股票佣金率	7
图 4: 浙商证券股票交易市场份额 (%)	7
图 5: 2012-2016 年自营业务收入变动情况 (单位: 万元)	9
图 6: 自营资产配置以固定收益类产品为主	9
图 7: 2014 年-2016 年投行收入与净收入情况 (单位: 万元)	10
图 8: 浙商证券股债承销规模	10
图 9: 资本中介净收入占比提升 (单位: 万元、%)	11
表 1: 浙商证券上市前后, 前十大股东持股比例	4
表 2: 公司主要财务指标排名情况	5
表 3: 市场条件假设 (单位: 百万)	13
表 4: 浙商证券盈利预测主要指标摘要	14

一、公司定位：资管业务表现突出的区域型券商

（一）公司简介

浙商证券股份有限公司（以下简称“公司”）前身为金信证券有限责任公司，成立于2012年5月9日，初始注册资本为5.2亿元。2006年8月4日，公司正式由“金信证券有限责任公司”更名为“浙商证券有限责任公司”，并于2012年7月10日变更为股份有限公司，变更后公司名称为“浙商证券股份有限公司”。公司分别于2007年、2008年和2011年三次进行增资扩股，注册资本增加至30亿元。公司目前的经营经营范围包括：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务；代销金融产品。

公司注册地为浙江省杭州市，依托于浙江省快速发展的经济与活跃的民间资本，浙商证券快速发展。第一大股东浙江上三高速公路有限公司持有股份21.25亿股，持股比例70.83%；第二大股东西子联合控股有限公司持有股份1.46亿股，持股比例4.87%；第三大股东义乌市裕中投资有限公司持股1.44亿股，持股比例4.80%。

表 1：浙商证券上市前后，前十大股东持股比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		持有股份（百万股）	持股比例	持有股份（百万股）	持股比例
1	浙江上三高速公路有限公司	2124.83	70.83%	2124.83	63.74%
2	西子联合控股有限公司	146.14	4.87%	146.14	4.38%
3	义乌市裕中投资有限公司	144.00	4.80%	144.00	4.32%
4	台州市国有资产投资集团有限公司	115.48	3.85%	112.90	3.39%
5	浙江裕隆实业股份有限公司	109.64	3.65%	109.64	3.29%
6	振东集团有限公司	64.01	2.13%	64.01	1.92%
7	浙江中义集团有限公司	60.00	2.00%	60.00	1.80%
8	西藏朴仁济创业投资有限公司	37.89	1.26%	37.89	1.14%
9	兰州新兴热力有限公司	37.61	1.25%	37.61	1.13%
10	浙江和信投资管理有限公司	34.79	1.16%	34.79	1.04%
	合计	2874.39	95.81%	2871.81	86.16%

数据来源：招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司控股股东为浙江上三高速公路有限公司，截至招股说明书签署日持有公司70.83%的股份。上三高速成立于1998年，注册资本24亿元，第一大股东为浙江沪杭甬高速公路股份有限公司，出资金额17.67亿元，出资比例73.63%，第二大股东为招商局华建公路投资有限公司，出资金额4.41亿元，出资比例18.38%，第三大股东为浙江省天台县国有资产经营有限公司，出资金额1.2亿元，出资比例5%。上三高速主要业务范围为：高等级公路的投资、建设、收费、养护、管理，高速公路配套项目的开发经营及服务。截至2016年12月31日，上三高速总资产为566.60亿元，净资产为122.82亿元，2016年实现净利润18.69亿元。

公司实际控制人为交投集团。截至招股说明书签署日，交投集团持有沪杭甬29.09亿股股份，占沪杭甬总股份66.99%，并通过沪杭甬持有公司控股股东上三高

速73.63%股权。交投集团成立于2001年，注册资本50亿元，是经浙江省人民政府批准设立并授权经营的省级交通类国有资产营运机构，浙江省国资委代表浙江省任命政府行使出资人的职能，对交投集团实行国有资产授权经营，并由交投集团对其下属参、控股企业实施统一管理。交投集团经营范围包括：许可经营项目：以下限分支机构凭许可证经营：汽车修理，住宿，卷烟、雪茄烟、音像制品、书刊的零售，定型包装食品的销售，中式餐供应。一般经营项目：交通基础设施投资、经营、维护及收费，交通工程物资经营，交通运输及物流服务，实业投资，培训服务，交通工程的施工，高速公路的养护、管理、仓储服务（不含危险品），旅游项目的投资开发，车辆清洗，车辆救援服务，建筑材料、花木、文化用品的销售，经济信息咨询服务。截至2016年12月31日，交投集团总资产为2824.56亿元，净资产为901.09亿元，2016年实现净利润43.14亿元。

（二）公司行业地位及业绩概况

公司已发展成为一家综合类中型证券公司，公司总资产、净资产、净资本、营业收入和净利润近两年排名略有波动，但基本于行业中等位置。截至2016年12月31日，公司净资本规模为70.57亿元，在中国证监会评定的2016年证券公司分类中被评为B类BBB级证券公司。

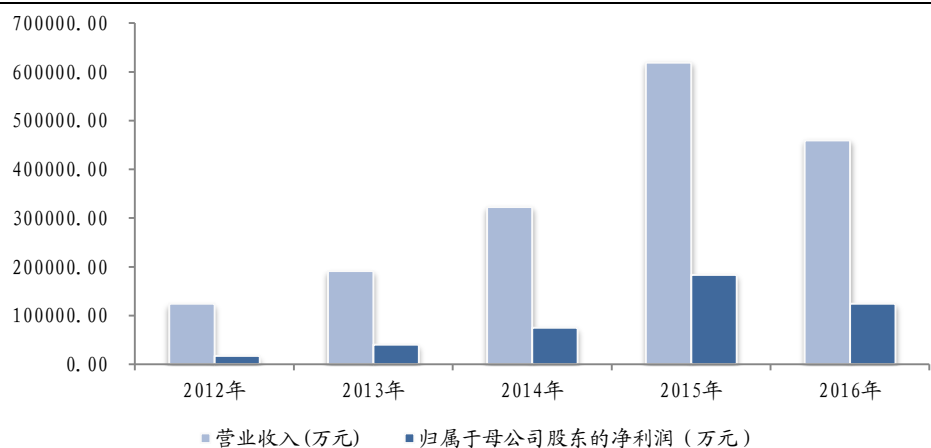
表 2：公司主要财务指标排名情况

项目	行业排名（位）	
	2014 年度/2014 年末	2015 年度/2015 年末
总资产	31	30
净资产	42	50
净资本	42	49
营业收入	40	35
净利润	48	40

数据来源：中国证券业协会，广发证券发展研究中心

公司2016年营业收入45.96亿元，同比下降-26%，低于行业43%下降幅度；实现归属于母公司净利润12.41亿元，同比下降32%。剔除2015年，公司营业收入、净利润较2014年分别增长42%、65%。

图1：公司近五年经营业绩情况



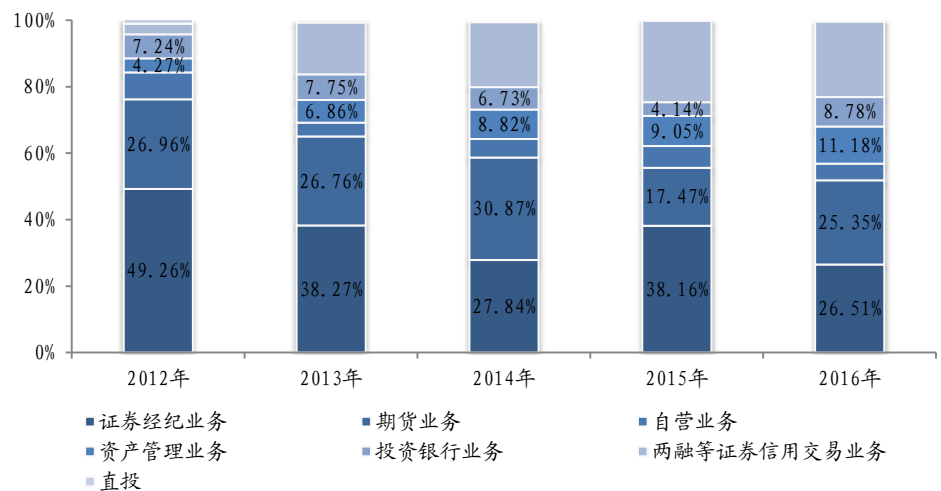
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）立足区域快速发展，收入结构更加均衡

1、公司整体发展

公司各项业务实现综合全面发展，业务收入和利润主要来自经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、期货业务和融资融券等证券信用交易业务等。2016年，公司各业务收入占比由高至低排序为：经纪、期货、两融、资管、投行、自营、直投，占营业收入比重分别达到26.51%、25.35%、22.77%、11.18%、8.78%、5.02%和0.39%。从利润贡献来看，信用业务和经纪业务对利润贡献比较突出，2016年公司各业务利润占比由高至低排序为：信用业务、证券经纪、资管、自营、投行、期货、直投，占营业利润比重分别达到70.31%、36.86%、15.64%、14.01%、13.11%、11.23%和0.9%。其中，2016年投行业务和资管业务在公司收入与利润中比重皆有提升。

图2：公司期货、经纪业务为主要收入来源，资管业务、投行收入占比提升



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2、分业务发展

（1）经纪：深耕浙江区域优势，积极扩大业务覆盖范围

经纪业务是公司的主要收入来源之一。根据中国证券业协会公布的2014年、2015年证券公司客户资金余额排名（合并口径），公司分别位列第25名、第23名；2014年、2015年代理买卖证券业务净收入排名（合并口径），公司分别位列第23名和第19名。

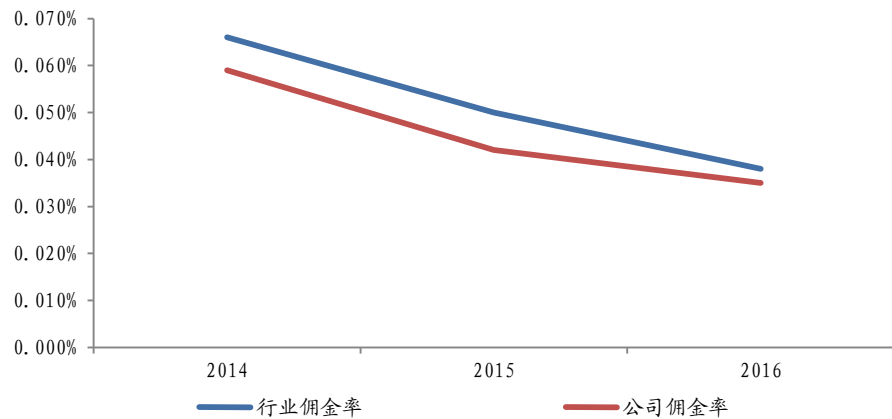
佣金率降幅趋缓。2016年经纪业务收入较2015年下降49%，低于行业60%下降幅度。受证券公司设立营业部主体资质的放开、证券公司客户非现场见证开户、网上开户政策的实施和同一投资者申请开立多个证券账户的政策放开、互联网金融的发展等影响，近3年来公司股票佣金率持续下滑，由2014年末的0.059%下降至2016年末的0.035%。

得益于浙江省发达的资本市场与丰富的民间资本资源，公司快速发展，并在浙江省区域处于行业前列。2014-2016年，公司交易量、市场份额及经纪业务净收入增长率均位于浙江省前列，其中，交易量复合年增长率为35.91%。依托浙江省发达的资本市场与公司合理的网点分布，公司客户规模快速增长，公司正常交易的经纪

业务资金账户总数由2009年底的59.81万户，上升至2016年12月31日的121.78万户，期间经纪业务资金账户总数上升103.61%。公司整体经纪业务份额稳中有升，股票交易市场份额由2012年的1.16%稳步提升至2016年末的1.37%。

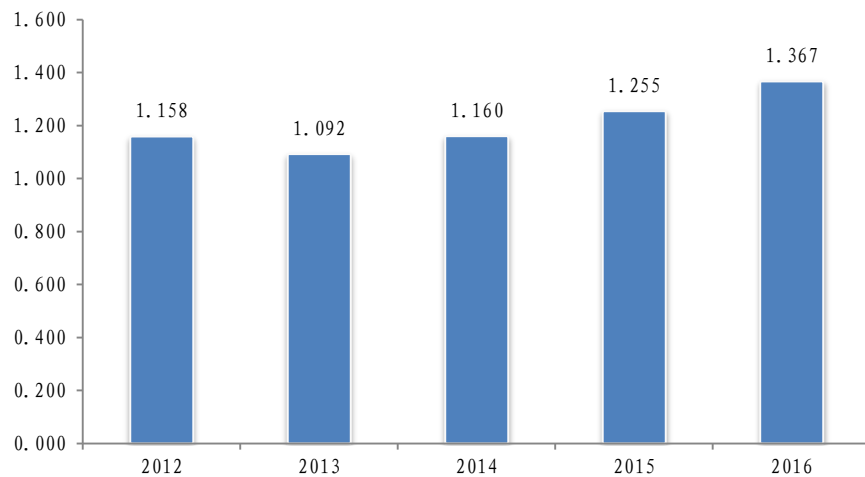
积极拓展经纪业务覆盖范围，至2016年底，公司已开业营业部共100家，其中，浙江省内已有62家证券营业部。在深耕区域同时，公司经营网点逐渐由浙江省拓展向全国主要城市，覆盖北京、上海、天津、重庆、深圳、广州、济南、南京、厦门、福州等，积极扩大经纪业务规模和覆盖范围。

图3：浙商证券近三年股票佣金率



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图4：浙商证券股票交易市场份额 (%)



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(2) 期货：综合发展期货业务，布局国际市场

我国衍生品市场增长显著，其中期货市场发展尤其突出。根据中国期货业协会统计，2015年全国期货市场累计成交额为554.23万亿元，近8年年均复合增长率达到27.25%。2016年，由于股指期货成交金额锐减，全国期货市场累计成交额仅为

195.63万亿元，相较2015年同期下降64.70%。

综合发展期货业务，布局国际市场。1) 公司通过控股子公司浙商期货为客户提供期货经纪、期货投资咨询和资产管理服务。浙商期货目前为中国金融期货交易所全面结算会员，并且是上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所会员。2016年底，浙商期货净资产行业排名第19名，净利润行业排名第17名。2) 2013年4月，浙商期货出资设立浙期实业，从事仓单服务、合作套保、第三方风险管理、定价服务和基差交易业务等风险管理业务。受益于市场的成长，业务规模快速扩大，2014年、2015年及2016年，浙期实业营业收入分别为7.37亿元、8.23亿元及10.72亿元。3) 2015年4月，浙商期货出资设立全资子公司浙商期货（香港）有限公司，并于2016年5月更名为浙商国际金融控股有限公司，主要从事期货合约交易、期货合约咨询业务，目前处于布局拓展期。

近年来，浙商期货稳步发展，截至2016年末，浙商期货已在北京、天津、上海、广州、武汉、大连和浙江省内的杭州、宁波、温州、金华等地共开设了21家期货营业部，在上海设立了上海分公司。初步形成了遍布全国经济发达城市的营销网络。2014年、2015年及2016年，浙商期货日均客户权益分别为44.11亿元、56.57亿元及52.15亿元；母公司营业收入分别为2.84亿元、3.45亿元及3.57亿元。

市场竞争加剧，公司份额承压。份额方面，据中国期货业协会统计，2015、2016年，浙商期货成交金额分别为15.09万亿、4.21万亿，成交金额市场占有率分别为1.36%、1.07%，受部分客户获得中国金融期货交易所结算会员资格使得对浙商期货代理结算需求下降以及市场竞争加剧的影响，浙商期货2014年以来成交金额市场占有率逐步下降。费率方面，期货平均佣金率水平分别为0.012‰、0.050‰，略高于行业平均水平，佣金费率显著提升，主因归于股指期货政策调整，导致金融期货经纪业务萎缩，而商品期货佣金费率高于金融期货，导致平均期货佣金费率提升。

(3) 资管：已获公募牌照，资管规模持续增长

2013年4月，浙商资管正式成立，资管业务主要包括集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务和公开募集证券投资基金管理业务。浙商资管于2014年8月获得中国证监会核准公开募集证券投资基金管理业务资格，并于2014年12月募集首只公募基金“浙商汇金转型成长混合型证券投资基金”。

资管规模持续增长，收入排名居于行业前列。1) 2014-2016年公司平均受托管理资金规模分别为36.58亿元、129.10亿元、308.94亿元，平均受托管理资金规模持续增长。截至2016年底，公司集合资管规模为456.88亿元、定向资管规模为889.35亿元、专项资管规模为13亿元、公募基金受托管理规模为17.31亿元。2) 2016年，公司资管业务实现净收入5.83亿元，同比下滑1.73%，根据中国证券业协会公布的2014年、2015年证券公司受托客户资产管理业务净收入排名，公司均位列第15名。

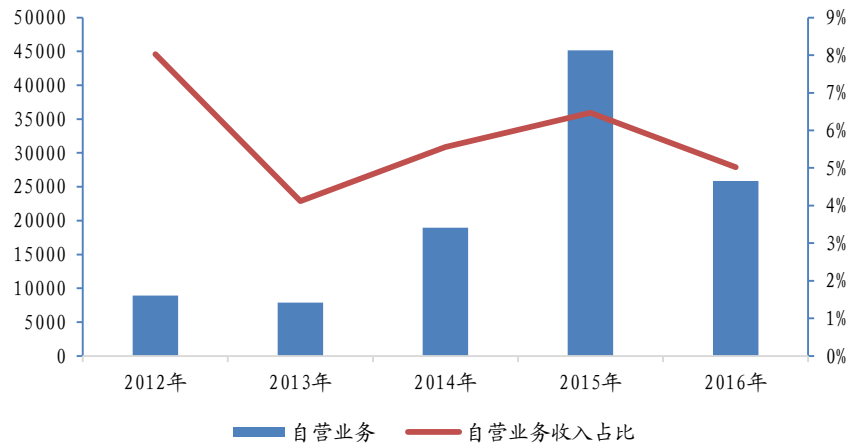
(6) 自营：资产配置以债券为主，投资收益表现良好

公司自营业务由证券投资部、固定收益部、金融衍生品部具体实施运作，实行“集中运作、分级授权、分级决策”的运作模式，由专门决策委员会进行决策、监管。2016年，公司实现自营业务净收入3.0亿元，同比下滑43.9%，主要受股债市场

环境波动影响。

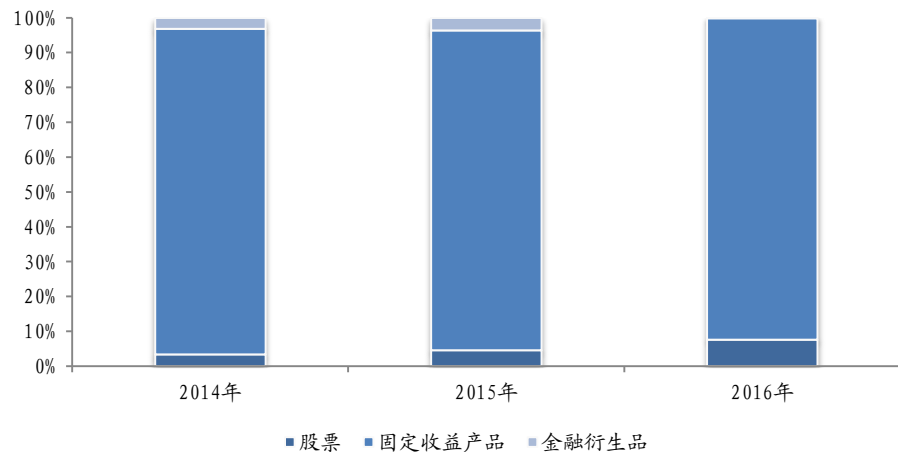
投资资产规模增加，配置结构以债券为主。公司2016年末自营资产规模为55.6亿元，较2015年同比增长55.0%，其中，股票、固定收益、衍生品投资占比分别为7.7%、92.3%、0.1%。收益率方面，2016年公司股票投资收益率为6.54%，固定收益类投资收益率为5.91%，对比上证综指、中证全债2016年-12.3%、2.0%的指数表现，公司投资收益表现良好。

图5：2012-2016年自营业务收入变动情况（单位：万元）



数据来源：招股说明书, 广发证券发展研究中心

图6：自营资产配置以固定收益类产品为主



数据来源：招股说明书, 广发证券发展研究中心

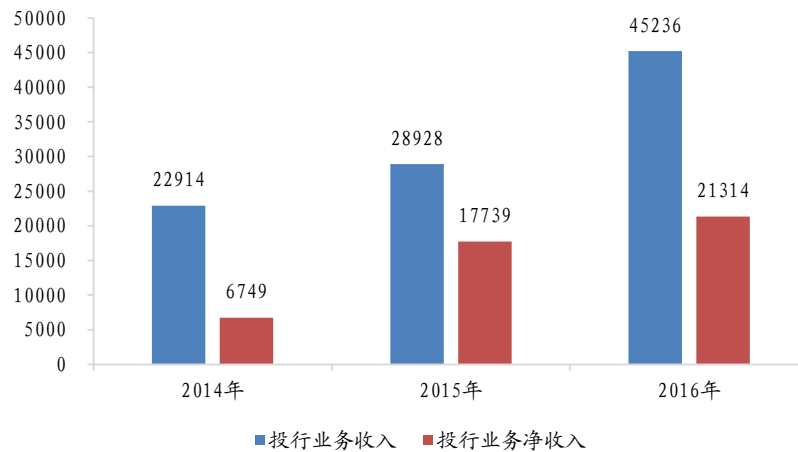
(4) 投行：业务规模及收入占比稳步提升

公司依托浙江省区域优势，发掘中小企业客户股债融资需求。股权承销方面，2014-2016年公司承销金额分别为3.83亿元、47.42亿元、79.27亿元，承销收入分别为0.70亿元、0.78亿元、1.09亿元；债券承销方面，2014-2016年公司承销金额分别为97.02亿元、72.29亿元、269.91亿元。

投行收入占比稳步提升。2016年公司投行业务实现收入4.52亿元，同比增长56.37%，净收入2.13亿元，同比增长20.16%。收入占比从2015年的4.17%提升至2016年的8.78%，净收入份额占比从2015年的4.47%提升至2016年的8.09%。

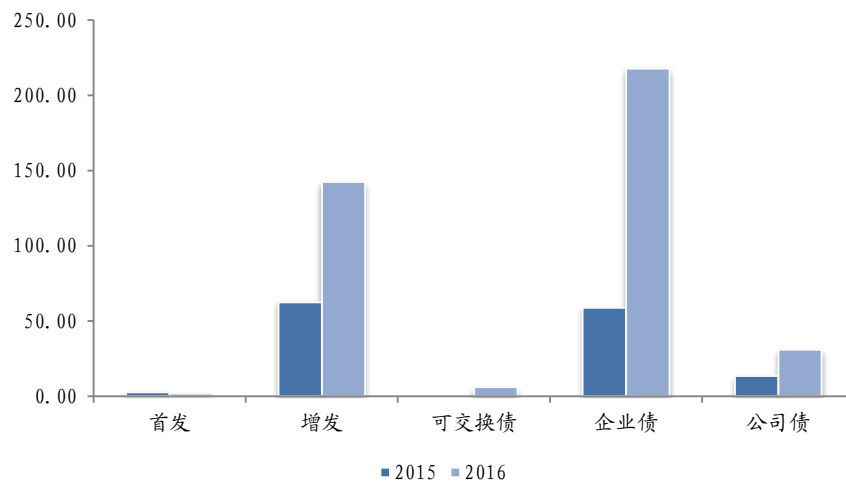
场外市场业务发展快速。2010年10月，公司获得代办系统主办券商业务资格。2012年3月，公司成立场外市场业务部，已成功推荐117家企业在新三板挂牌交易，共推荐9家企业在浙江股交中心实现挂牌交易。

图7：2014年-2016年投行收入与净收入情况（单位：万元）



数据来源：招股说明书, 广发证券发展研究中心

图8：浙商证券股债承销规模



数据来源：wind, 广发证券发展研究中心

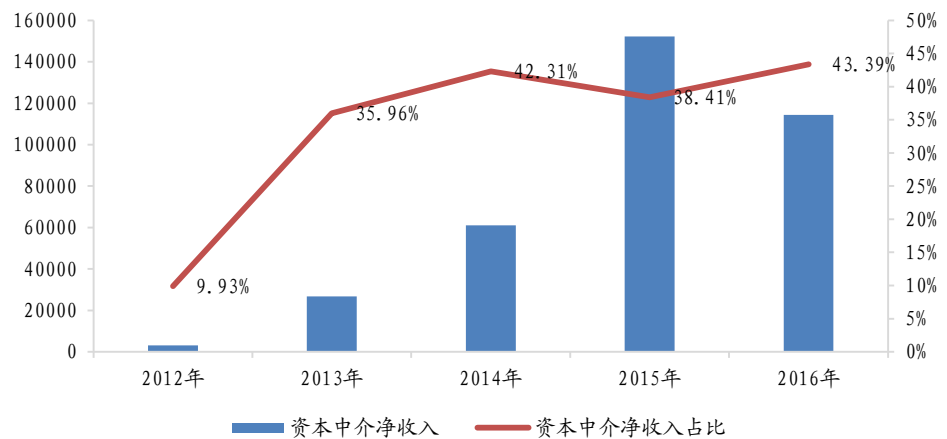
(5) 资本中介：股票质押回购业务规模稳步增长

2016年公司实现资本中介业务收入11.73亿元，占营业收入的25.53%；实现利息净收入7.2亿元，占营业净收入的15.67%。

两融规模随市场波动，股票质押回购规模稳步增长。1) 融资融券：2013年以来，证券行业经纪业务有所回升，受证券交易活跃的带动以及公司业务的积极开拓，

公司融资融券等证券信用交易业务实现跨越式发展。2014、2015、2016年末，公司两融余额分别为85.76亿元、105.51亿元和79.54亿元。据WIND统计，公司2016年末的融资融券余额位于行业第28位，2016年客户累计融资买入交易量市场占比为0.99，位于行业第26位。2) 股票质押回购：公司2013年7月取得股票质押式回购业务资格后，业务规模保持高速增长。2014年、2015年、2016年，公司股票质押回购当年平均融资金额分别为0.37亿元、1.17亿元、1.05亿元，对应当年利息收入分别为0.67亿元、1.0亿元、2.36亿元。

图9：资本中介净收入占比提升（单位：万元、%）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

二、发行简介：拟发行股票数量为 3.33 亿股

据招股说明书，公司发行前总股本为30亿股，本次拟发行股票数量为33333.34万股（占本次发行后公司总股本的10%），在该上限范围内，最终发行股票数量由董事会与主承销商根据相关规定及具体情况协商确定。募集资金总额将根据询价后确定的每股发行价格乘以发行股数确定。发行价格：8.45元/股，按发行价格除以发行后每股收益计算，发行市盈率为22.98倍，按每股发行价格除以发行后每股净资产计算，发行市净率为2.29倍，预计募集资金总额28.17亿元。

本次发行募集资金总额在扣除发行费用后，全部用于补充公司资本金，补充公司营运资金，以扩大业务规模，提高公司的市场竞争力。根据公司发展目标，本次募集资金将主要用于以下几方面：

(1) 扩大对资产管理业务投入；

(2) 优化证券营业网点建设，提升营业部渠道服务和增值服务，并向财务管理中心转型；贯彻公司发展战略，对目标发展区域增设营业网点，提高经纪业务的市场占有率水平；

(3) 扩大投资银行业务规模，增强承销实力，做大做强投资银行业务；

(4) 根据市场和公司资本金情况适当调整自营业务规模和结构；

(5) 扩充研究团队，提升卖方研究实力；

(6) 补充子公司资本金，扩大期货、直投等业务规模；

- (7) 进一步开展创新业务，加大对融资融券、场外市场等业务的投入规模；
- (8) 加强信息系统建设，提升后台综合服务能力。

三、投资亮点：深耕浙江区域优势，资管业务发力

（一）浙江区域优势显著，中小企业及高净值人群资源丰富

公司作为浙江省本土上市券商，在浙江的区域特征明显。截至2016年末，公司在浙江省内拥有62家营业部，覆盖浙江省所有地市。受区域竞争环境影响，公司在经纪业务方面具有较强竞争意识，在早期通过具有竞争力的费率巩固市场占有率，后续通过推出差异化佣金套餐、提供“财富慧金”品牌服务、创建“聚金汇银”资管品牌、推广多样化投资产品，抢占客户财富管理市场。

浙江省民间资本较为活跃，是全国优质中小企业和高净值人群聚集地之一，为公司投资和融资业务的开展提供了良好的发展平台。截至2016年底，浙江省拥有在册市场主体528.6万户。其中，全省拥有在册企业175.5万户，在册个体工商户383.5万户，市场主体总量居全国第四，人均市场主体拥有量居全国第一。依托浙江省良好的经济基础及活跃的民营资本市场，近年来公司资产管理规模及融资融券余额也实现了快速增长。公司在浙江省内具有较强的竞争优势。

（二）资管排名居于行业前列，产品创新能力突出

公司通过全资子公司浙商资管开展资产管理业务，此次募资计划扩大资产管理业务投入，通过加强浙商资管产品和业务创新、加快建设平台式资管业务，提升公司资管业务实力。2013年以来，公司积极拓展资管业务，受托资产管理业务规模有所增长，2014、2015、2016年公司实现的资管业务净收入分别为3.0亿元、6.3亿元、5.8亿元，占公司营业收入的比例分别为9.31%、10.21%及12.54%。

资管收入、业绩排名位于行业前列。收入方面，2014年、2015年，公司受托客户资产管理业务净收入（合并口径）保持行业排名位居前列，两年均位列第15位；业绩方面，截至2016年末，公司管理的存续期内的主动管理类（即不包括量化和固收）的集合理财产品共28个，其中包括新三板产品8个。所有集合理财产品中，除去2016年新成立的2个产品及专门投资新三板的8个产品外，共有9个产品业绩排名位于同类产品的前50%，有5个产品业绩排名位于同类产品的前25%。

产品创新能力突出。公司打造了“聚金汇银”系列产品线向各类客户提供全方位、个性化的理财服务。公司于2010年成功发行了公司第一单定向股指期货期权套利产品，浙商资管于2014年12月募集首只公募基金“浙商汇金转型成长混合型证券投资基金”，在2015年7月成立了“浙商汇金转型驱动灵活配置混合型证券投资基金”，在2015年12月成立了“浙商汇金转型升级灵活配置混合型证券投资基金”，产品创新能力位于行业前列。浙江期货受益于浙江省活跃的民间资本，积极拓展客户群，根据客户类型创新资管产品，树立品牌特色。目前浙商期货、浙期实业务发展稳定，为公司资管业务发展提供了多样化、差异化的竞争优势。

四、盈利预测：预计公司 2017-18 年每股综合收益 0.40、0.45 元

经纪业务方面，整体来看，行业竞争加剧，市场集中度下降，市场交易行情持续低迷，假设2017年同比下降10%为4672亿元，2018年同比上升15%为5373亿元。自营方面，根据2017年第一季度沪深300收益率4.4%和中证全债收益率-0.3%，假设2017年沪深300全年收益率为5%，中证全债全年收益率为0%。投行业务上，2016年以来，IPO发行节奏稳中有升，IPO发行加速。2017年按照400家的首发家数，以2016年平均每家6.59亿的融资额计算，预计2017年IPO融资额为2636亿元。2017年2月证监会修订《上市公司非公开发行股票实施细则》，规范上市公司再融资，再融资明显收紧。资管业务方面，券商风控指标以及“八条底线”细则的出台强化了对资管业务的监管，引导券商压缩通道业务规模；银监会出台的金融去杠杆新规，证监会出台的资金池业务调控指导，限制券商涉及监管套利的资管业务规模，资管业务规模增速预计放缓，假设2017年集合理财产品资产规模同比上升10%，达到24132亿元。资本中介方面，短期而言，考虑到管理层目前对杠杆资金较为谨慎的监管态度，以及目前市场表现难以激发投资者加杠杆需求，预计两融短期难以实现突破；股票质押回购方面，目前质押标的总市值占A股总市值比重仍较低，预计业务规模将维持稳健增长，假设2017年两融余额9391.10亿元同2016年保持不变，股票质押回购余额为17442.64亿元，同比增长35.85%。

表 3：市场条件假设（单位：百万）

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E
经纪：日均股票成交金额	1038101.80	519090.7	467181.63	537258.87
yoy	244%	-50%	-10%	15%
自营：沪深 300	3731.00	3310.08	3475.58	3823.14
当年收益率	5.58%	-11.28%	5.00%	10.00%
自营：中证全债	172.24	175.59	175.59	180.86
当年收益率	8.79%	1.94%	0.00%	3.00%
投行：股权融资额	1536448	1967250	2065613	2272174
yoy	100%	28%	5%	10%
资管：集合理财产品资产规模	1557409	2193837	2413220.70	2654542.77
yoy	144.11%	40.86%	10.00%	10.00%
两融：余额	1174267	939110	939110	1033021
yoy	14.49%	-20.03%	0.00%	10.00%
股票质押回购：余额	708672	1284001	1744264	2066448
yoy	177.72%	81.18%	35.85%	18.47%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

根据以上假设,预计公司2017-18年摊薄后每股综合收益0.40、0.45元,17年末BVPS为4.00元。预计2017年实现营业收入42.79亿元,同比下滑7%,净利润13.19亿元,同比增长6%。

表 4: 浙商证券盈利预测主要指标摘要

	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6189	4595	4279	4724
增长率(%)	92%	-26%	-7%	10%
营业利润(百万元)	2516	1626	1735	1988
净利润(百万元)	1834	1241	1319	1509
增长率(%)	145%	-32%	6%	14%
EPS(元/股)	0.61	0.41	0.40	0.45

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示: 监管政策加码、投资环境变化等

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	至 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E
一、资产总计	55,490	53,737	54,079	59,704	一、营业收入	6,189	4,595	4,279	4,724
货币资金	25,100	18,670	16,405	18,758	手续费及佣金净收入	3,925	2,595	2,311	2,430
其中: 客户存款	23,272	15,875	9,438	11,325	经纪业务	2,852	1,318	1,067	1,105
结算备付金	4,656	5,711	2,485	1,074	投资银行业务	292	452	446	516
其中: 客户备付金	2,917	3,026	2,044	596	资产管理业务	593	583	583	583
融出资金	10,551	7,910	11,995	12,581	利息净收入	855	720	295	340
交易性金融资产	3,681	8,064	11,036	11,946	投资净收益	535	300	511	693
买入返售金融资产	4,959	3,965	5,592	6,563	公允价值变动净收益	37	-89	-12	-30
应收款项	76	155	44	48	其他业务收入	835	1,067	1,173	1,290
应收利息	263	293	221	239	二、营业支出	-3,673	-2,969	-2,543	-2,736
存出保证金	1,907	2,137	3,090	3,345	营业税金及附加	-308	-96	-235	-260
可供出售金融资产	2,649	3,134	4,414	4,778	业务及管理费	-2,446	-1,939	-1,709	-1,801
长期股权投资	42	109	4	5	资产减值损失	-81	-9	-12	-30
固定资产	984	1,002	44	48	其他业务成本	-838	-925	-587	-645
无形资产	52	53	44	48	三、营业利润	2,516	1,626	1,735	1,988
递延所得税资产	245	267	221	239	营业外收入	18	23	25	27
其他资产	303	2,246	0	0	营业外支出	-8	-5	-1	-3
二、负债合计	47,041	44,172	40,704	44,742	四、利润总额	2,525	1,643	1,759	2,012
应付短期融资款	1,616	3,328	3,328	3,328	所得税	-691	-402	-440	-503
拆入资金	200	700	840	1,008	五、净利润	1,834	1,241	1,319	1,509
衍生金融负债	4	1	1	1	归母所有者净利润	1,834	1,241	1,319	1,509
卖出回购金融资产					六、基本每股收益	0.61	0.41	0.40	0.45
款	5,385	7,487	7,487	7,487	七、其他综合收益	54	38	0	0
代理买卖证券款	20,351	14,817	9,935	11,921	八、综合收益总额	1,889	1,279	1,319	1,509
应付职工薪酬	1,305	1,295	1,554	1,864	归母所有者综合收益	1,889	1,279	1,319	1,509
应交税费	357	201	241	289	市场假设				
应付款项	69	25	30	37					
应付利息	348	261	314	376					
应付债券	9,900	9,700	9,700	9,700					
递延所得税负债	58	65	77	93					
其他负债	5,097	5,998	7,198	8,637					
三、股东权益合计	8,449	9,566	13,374	14,962					
股本	3,000	3,000	3,333	3,333					
资本公积	1,557	1,557							
盈余公积	238	324	461	620					
一般风险准备	1,070	1,301	1,439	1,597					
未分配利润	2,471	3,237	4,200	5,311					
归属母所有者权益	8,444	9,566	13,374	14,962					
负债和股东权益总									
计	55,490	53,737	54,079	59,704					

数据来源: 招股说明书、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。

商田：分析师，金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。