

强烈推荐-A (维持)

广发证券 000776.SZ

目标估值: 24.5-24.5 元

当前股价: 17.42 元

2017 年 07 月 16 日

行业“全优生”，估值修复空间最大！

基础数据

上证综指	3222
总股本(万股)	762109
已上市流通股(万股)	591929
总市值(亿元)	1328
流通市值(亿元)	1031
每股净资产(MRQ)	10.7
ROE(TTM)	10.3
资产负债率	76.2%
主要股东	吉林敖东药业集团股
主要股东持股比例	16.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	3	7
相对表现	3	-8	-6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《广发证券(000776)一季报点评——业绩大白马，均衡发展》2017-04-28
- 2、《广发证券(000776)2016年年报点评——投行、资管持续发力》2017-03-27
- 3、《广发证券(000776)——业绩超预期，资管、投行发力》2016-10-24

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏

021-68407836
makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

- **稳健与灵活兼备,创新与传统俱强。**公司作为第3家A+H股上市券商,规模与盈利能力快速提升,整体实力稳居行业第一梯队,16年营收及净利润均稳居行业第4。另一方面,公司作为前十大券商中唯一非国有控股公司,多元、分散、稳定的股权结构在行业转型背景下,战略调整周期较短、上下执行效率更高,长期在监管允许情况下业务开展最为积极。
- **无惧监管压力,投行、资管、自营相对优势绽放光彩。**在行业强监管并强调直接融资的总基调下,公司相对优势凸显:1) IPO 优势受益明显,投行有望爆发:作为传统投行强队,公司极大受益 IPO 常态化,同时再融资竞争能力提升,债融逐渐回暖,预期17年投行收入同比大涨18%;2) 去通道加速,牌照红利逐步消失,投资管理能力才是未来的立身资本,资管业务手握主动管理能力王牌,17Q1 主动管理占比65%,是中信的两倍,契合监管思路,竞争优势显露无遗。自营业务收益率与稳定性兼顾,券商中独一无二,13年以来自营平均收益率7.9%,排名大券商第二。其中16年股票、债券收益率5%、6.5%,皆处行业高位,同时股票资产规模仅占14%,稳健性与收益率兼备。
- **行业重燃创新预期,公司发展动能全面释放。**监管层时隔两年表态创新,行业创新预期启动,公司紧跟行业政策:1) 以创新推动经纪业务向财富管理转型,行业首推智能投顾系统,反响热烈;2) 把握金融服务实体经济的本源,重点关注信用业务;3) 探索股权投资领域新动向,把握全产业链服务机遇。
- **投资建议:维持公司强烈推荐评级。看好公司未来走势基于:**(1) 16年业绩行业第四,离第三的海通仅一步之遥。预计17年业绩升至95亿,同比增长18%,仍保持前三甲地位,业绩确定性较强,白马标的属性明确;(2) 业务均衡:投行持续发力,行业第二的IPO储备受益资本市场改革、集合资管量价齐涨、自营表现突出,公允价值变动净收益罕见为正、Fin-Tech助力财富管理;(3) 股权结构分散,市场化运营及激励机制,在当前行业转型发展阶段,更易调头。**分部估值法测算广发17年总市值1890亿,对应目标价24.5元,空间40%,对应17年2倍PB、20倍PE。**
- **风险提示:**交易低迷,投行业绩未及时确认

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	33,447	20,712	23,844	26,865	30,851
同比增长	150%	-38%	15%	13%	15%
营业利润(百万元)	17,679	10,526	12,689	14,991	17,746
同比增长	170%	-40%	21%	18%	18%
净利润(百万元)	13,201	8,030	9,460	11,031	12,887
同比增长	163%	-39%	18%	17%	17%
每股收益(元)	1.73	1.05	1.24	1.45	1.69
PE	10.06	16.53	14.03	12.03	10.30
PB	1.71	1.55	1.51	1.40	1.24

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、稳健与灵活兼备,创新与传统俱强.....	5
1、总体经营业绩出色,保持行业第一梯队	5
2、机制灵活,前十券商中唯一非国有控股	6
3、优势突出,业务发展均衡	6
二、无惧考验,投行、资管、自营板块绽放光芒	7
1、“依法、全面、从严”监管的主基调.....	7
2、IPO 优势受益明显,投行业绩有望爆发	8
3、相对优势突出,投资管理板块领先地位逐步确立.....	10
三、创新引擎点火,发展动能将全面释放	13
1、监管层表态,重燃行业创新的星星之火	13
2、Beta 牛引领经纪业务向财富管理转型.....	14
3、成本改善,前瞻性将成信用类业务最强驱动力	15
四、投资建议	16
1、行业盈利预测	16
2、公司盈利预测及估值建议	17

图表目录

图 1: 广发证券历史沿革.....	5
图 2: 广发资产规模 (亿)	5
图 3: 广发业绩规模 (亿)	5
图 4: 广发证券股权结构.....	6
图 5: 业务结构日益均衡.....	7
图 6: 监管层近期关于投行业务的政策.....	8
图 7: 2012-2017Q1 公司投行业务收入(亿)及同比增速	9
图 8: 公司 IPO 承销金额 (亿元)	9
图 9: IPO 承销家数和市场份额.....	9
图 10: IPO 在会项目数量前 10 券商.....	10
图 11: 公司再融资承销金额 (亿元) 和市场份额	10
图 12: 公司近年债券承销金额(亿元)和市场份额	10
图 13: 公司近年来债券承销金额各类占比(%)	10
图 14: 公司资管业务收入 (亿元)	11
图 15: 公司资产管理规模逐年攀升 (亿元)	11
图 16: 公司主动管理资产规模排名第二 (亿元)	11
图 17: 17Q1 公募基金月均规模前 15	11
图 18: 公司自营业务收入 (亿元) 和占比	12
图 19: 前十券商 2013-2016 平均投资收益率情况	12
图 20: 广发 vs 前十券商平均的股票类资产规模 (亿)	12
图 21: 广发 vs 前十券商平均的债券类资产规模 (亿)	12
图 22: 权益杠杆小于上市券商平均.....	13
图 23: 固定收益类杠杆高于上市券商平均	13
图 24: 公司经纪业务收入及同比变化 (亿)	14
图 25: 公司佣金费率变化情况	14
图 26: 公司近几年股基交易额和市占率.....	14
图 27: 2016 年市占率前十名券商 (%)	14
图 28: 公司利息净收入收入 (亿元) 及占比	15
图 29: 公司融资融券 (亿元) 和市场份额	16

图 30: 公司股票质押余额 (亿元) 和同比增速.....	16
图 31: 广发证券历史 PE Band.....	19
图 32: 广发证券历史 PB Band.....	19
表 1: 广发证券各项业务指标排名情况.....	6
表 2: 公司代理买卖净收入敏感性测试(亿).....	15
表 3: 2017 年证券市场核心假设.....	16
表 4: 广发证券盈利预测表.....	17
表 5: 广发证券盈利预测表.....	18

一、稳健与灵活兼备,创新与传统俱强

1、总体经营业绩出色，保持行业第一梯队

第3家A+H股上市券商，全产业链服务能力的国内领先券商。1993年，公司前身广东发展银行（现称“广发银行”）证券业务部正式成立，2001年改制并更名为广发证券。2010年2月，公司完成对“延边公路”反向收购，实现深交所上市，开启了公司新的历史征程。2015年4月，公司在香港联交所主板挂牌上市，成为继中信、海通之后第3家A+H股上市券商。经过二十多年发展，公司已成为具有全产业链服务能力的国内领先大型券商，2016年底，公司拥有6家控股子公司，5家主要参股公司，264家营业部，业务牌照齐全。

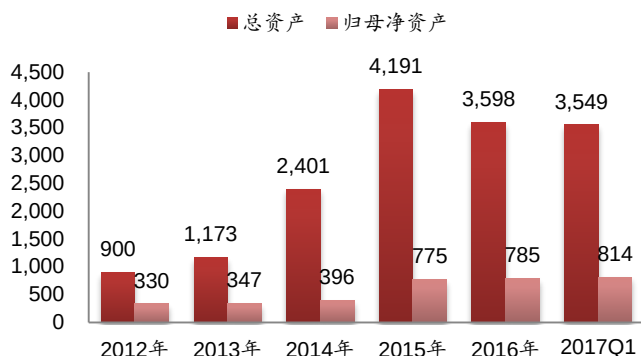
图1：广发证券历史沿革



资料来源：公司公告，招商证券

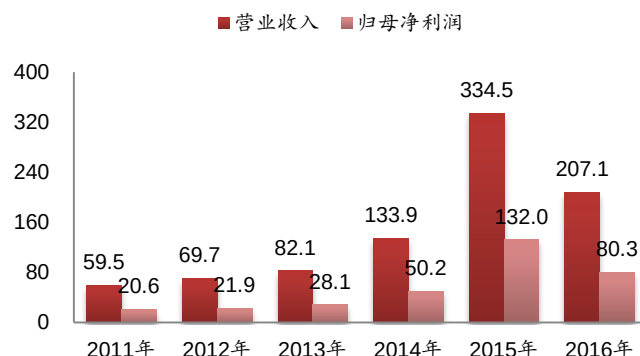
近年来，公司规模与盈利能力快速提升，整体实力处于行业领先地位。16年总资产3598亿，行业第5；净资产785亿，行业第5；营业收入207亿，净利润80亿，双双排名行业第4（净利润与海通差距仅0.1亿元）。今年一季度，公司继续保持良好的发展势头，营业收入49亿元，排名第4；归母净利润21.4亿元，排名第4；ROE2.67%，排名前十券商第1。随着整体实力快速提升，将跻身多年来由中信、海通、国泰君安组成的行业第一梯队。

图2：广发资产规模（亿）



资料来源：公司公告，招商证券

图3：广发业绩规模（亿）

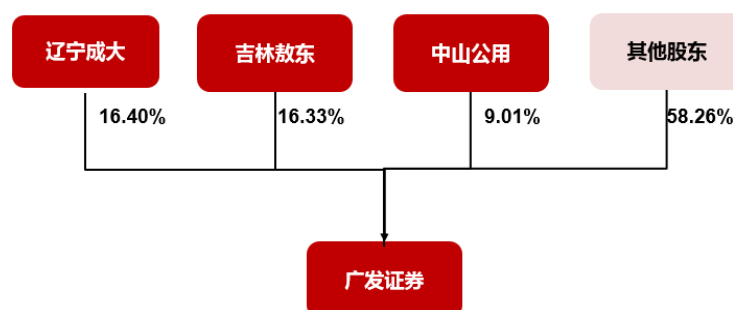


资料来源：公司公告，招商证券

2、机制灵活，前十券商中唯一非国有控股

特殊的股东背景和股权结构，使公司得以以市场化的机制运作。公司无实际控制人，吉林敖东、辽宁成大、中山公用一直位居公司前三大股东，非国有控股并闯入行业第一梯队。民营企业背景，加之稳定、多元的股权结构，有利于公司长期保持高效地市场化运作机制。为稳定核心团队，确保股东利益最大化，公司建立了优越的长效激励机制，2013年，15家原始股东将2.41亿股公司股票出售给工会所持信托，用于未来15年的股权激励。目前，公司核心管理团队任职年限约为16年，重要人才的稳定为公司长期持续健康发展起到了关键作用。多元、稳定的股权结构在当下的行业转型背景下，更显难能可贵，战略调整的周期较短、上下执行效率更高。

图 4：广发证券股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

3、优势突出，业务发展均衡

公司整体盈利水平进入行业前四，投行、资管、投资业务竞争力突出。16年公司营业收入、净利润均位列行业第4。投行业务在IPO方面优势明显，近年来IPO承销家数排名均位居行业前两位。资管业务在主动管理方面表现出色，主动管理资产规模保持行业第2，资管业务收入排名也稳定在行业第2。自营投资能力突出，收益率其高，收入贡献占比大型券商中排名第一。股基交易量、两融余额、表内股票质押规模等指标几乎均排名行业前5。

表 1：广发证券各项业务指标排名情况

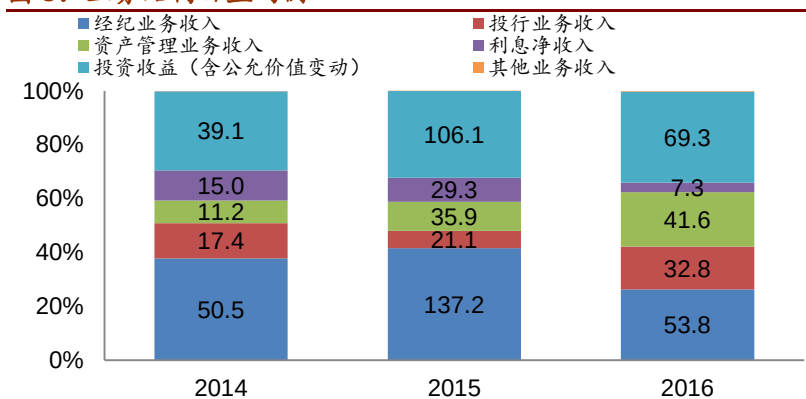
	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
总资产	4	4	5	5	5	5
净资产	4	4	6	5	5	5
营业收入	5	5	5	4	4	4
净利润	5	5	5	5	4	4
经纪业务收入	7	8	7	6	7	6
投行业务收入	4	11	3	8	5	3
资管业务收入	6	9	3	2	2	2
自营投资收入	4	2	3	3	3	3
股基交易量	9	8	7	4	5	-
股票承销额	6	24	4	5	6	7
IPO 承销家数	4	-	1	2	2	1
债券承销额	15	12	5	6	6	8

	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q1
主动管理资产规模	-	-	3	2	2	2
两融余额	7	4	4	4	3	2
股票质押余额		8	8	8	6	6

资料来源：公司公告，招商证券

公司业务结构不断优化，投行、自营、资管业务收入贡献逐步提升。2016 年，公司投资收益(含公允价值变动)已超过经纪业务成为最大收入贡献板块，贡献比例达 35%；资管、投行收入贡献分别为 20%和 16%；经纪业务收入贡献比例下降至 26%。

图 5：业务结构日益均衡



资料来源：公司公告，招商证券

同时，公司以集团化综合经营的思路积极进行泛金融领域的战略布局。目前，公司拥有 5 家全资子公司，分别为：广发期货、广发信德（直投子公司）、广发资管、广发乾和（另类投资子公司）、广发控股（香港）有限公司；控股广发基金；参股（非控股）5 家子公司。另类投资子公司是广发证券进行泛金融领域的重要平台，广发乾和下设了融资租赁公司、PPP 业务公司，牵头发起设立了互联网小额贷款公司。2016 年，公司控股子公司合计营业收入约 64 亿元，占合并报表口径营业收入的 31%。在当前行业盈利模式变革的重要时期，越早布局多元化业务，越易取得先发优势，率先实现综合金融服务商的转型。

二、无惧考验，投行、资管、自营板块绽放光芒

1、“依法、全面、从严”监管的主基调

公司在投行、资管业务方面无惧短期内的监管压力，相对优势将更加显著。一方面，自 16 年初，监管层一直强调并坚持“依法、全面、从严”监管的主基调，对券商整体业务的控制更趋全面、严格，向“风险管理全覆盖”迈进，强调风险水平与风险管理能力相匹配。投行业务审核全面趋严，发行规模将进行结构性调整，再融资、并购重组业务短期受到影响；场外业务监管严、处罚广；资管业务全面监管，通道业务将逐渐萎缩；经纪及资本中介业务将进一步规范，对违规交易保持高压态势。从长期来看，这将对行业规范持续健康发展起到积极作用。短期内，投行、资管等重点领域面临一定程度的考验，但由于公司经营契合监管思路，高压监管对公司来说反而是机遇。

公司投行业务开展规范，在 IPO 发行常态化背景下，公司 IPO 的优势将充分显现，完全弥补短期内其它投行业务的放缓。资管业务方面，公司主动管理型产品规模与占比行业领先，去通道的监管思路相较于其它同业的冲击，对公司产生的影响微乎其微。资金池产品领域，由于资金池产品收入占比并不高，并且公司将用标准化资产逐步、稳健、有序替代非标准化资产，非标资金池产品清理的负面影响远小于想象。目前广发资管的“多添利”是主要受到影响的资金池产品，16 年收入贡献约 10 亿元，在资管收入中占比约为 50%；其非标资产规模在 1000 亿左右。公司自营投资能力突出，创收能力出色且稳定，在市场不利的情况下，相对优势更加明显，今年一季度公司年化前自营收益率已达 2.5%。

图 6：监管层近期关于投行业务的政策



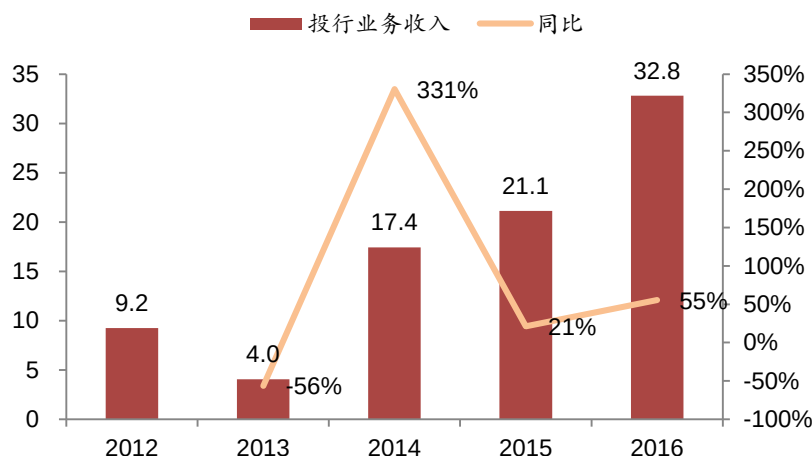
资料来源：证监会网站，招商证券

2、IPO 优势受益明显，投行业绩有望爆发

在当前的政策与市场环境下，投行业务收入将成为今年业绩的最大亮点之一。一直以来，公司坚持“关注中小企业客户和高净值个人客户”的定位，中小企业 IPO 项目是公司投行业务特色。16 年投行业务净收入 32.8 亿元，占比 16%。今年一季度，投行业务实现收入 7.1 亿元，排名行业第 3，同比继续增长 9%。根据我们的测算，17E 公司投行业务收入将达 38.6 亿元，同比增长 18%，主要基于：1) IPO 发行常态化，公司中小企业 IPO 项目优势将切实转化成收入，预计全年收入同比几乎翻番；2) 再融资竞争力不断提升，在收到一定限制的情况下预计全年收入同比减少 5%；3) 债券发行预期下半年逐渐回暖，今年收入与去年持平；4) 财务顾问收入稳步增长 20%；5) 16 年公司 IPO、再融资、债券承销和财务顾问收入占比分别为 16%、38%、10%和 36%。长期来看，公司投行业务围绕“以客户为中心的综合化经营”、“资源配置型投行”、“资本中介盈利模式”和“专业化服务”四个方向转型发展，成长空间不可小视。

2016 年，投行收入同比增长 55%至 32.8 元。在股票承销方面，公司实现股票承销及保荐净收入 11.88 亿元，同比增长 25.93%。完成股权融资项目 54 个，行业排名第 3；主承销金额 700.46 亿元，行业排名第 6；其中，IPO 主承销家数为 16 家，行业排名第 2。在债券承销方面，受益于市场公司债大幅扩容，2016 年公司实现债券承销业务净收入 8.61 亿元，同比大增 156.74%。主承销发行债券 146 期，同比增长 217.36%；承销金额 1594.77 亿元，同比增长 225.8%。

图 7: 2012-2017Q1 公司投行业务收入(亿)及同比增速

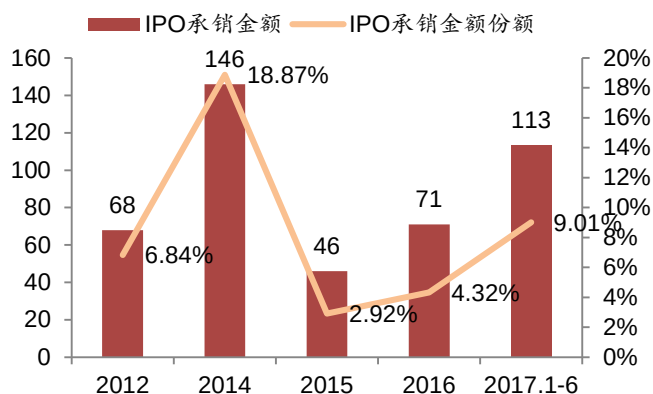


资料来源：公司公告，招商证券

(1) 在有利的市场环境下，IPO 保荐业务表现亮眼。证监会下定决心解决 IPO 堰塞湖问题，未来新股发行常态化、注册制改革稳步推进。这将对具有中小企业 IPO 优势的公司构成极大利好。1-6 月，公司 IPO 承销金额与家数均排名第一，承销金额已超去年全年水平。同时，公司 IPO 储备项目 34 个，排名第二，储备项目有望在 2 年内全部转化为收入。

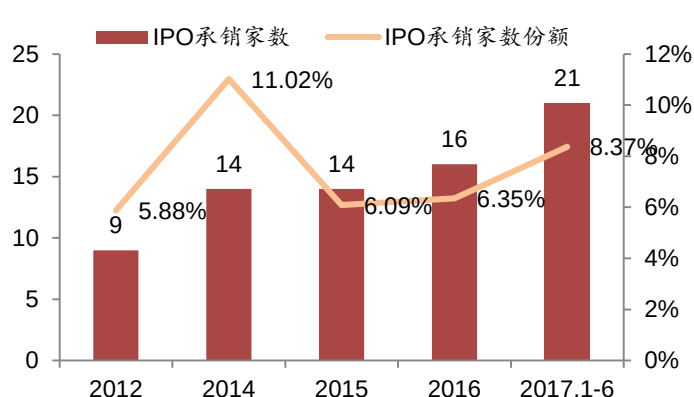
(2) 再融资竞争力不断提升。2016 年，公司再融资承销金额 533 亿，家数 34 家，排名分别为第 7 和第 6。今年 1-6 月，公司再融资承销金额 148 亿元，排名第 10；家数 18 家，排名第 3，充分体现了公司为优质中小企业服务的特点。今年前 5 个月再融资市场整体较去年回落，由于公司过往对再融资业务的依赖相对较低，预计再融资规模的整体减少对公司影响有限。

图 8: 公司 IPO 承销金额 (亿元)



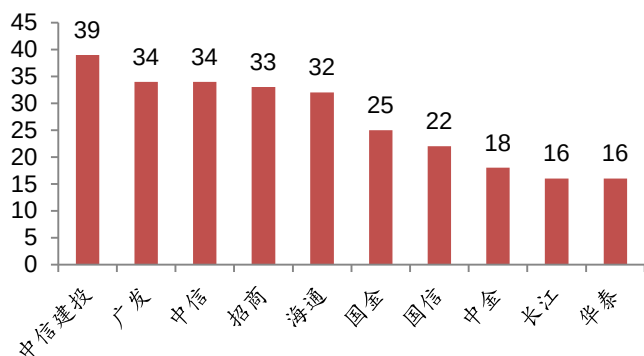
资料来源：公司公告，招商证券

图 9: IPO 承销家数和市场份额



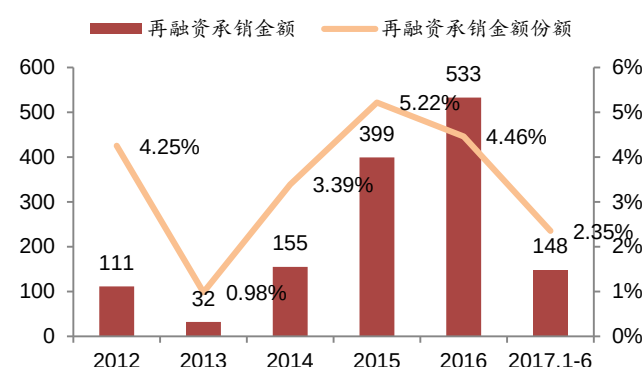
资料来源：公司公告，招商证券

图 10: IPO 在会项目数量前 10 券商



资料来源:公司公告, 招商证券

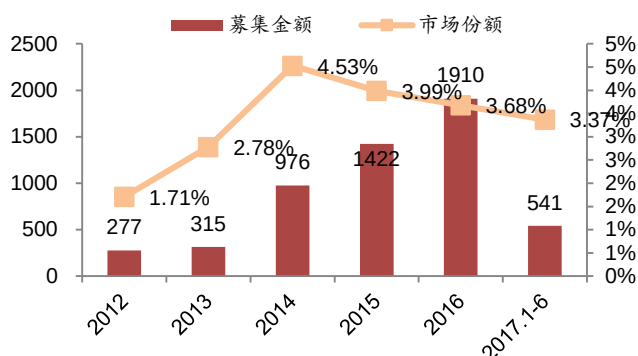
图 11: 公司再融资承销金额(亿元)和市场份额



资料来源:公司公告, 招商证券

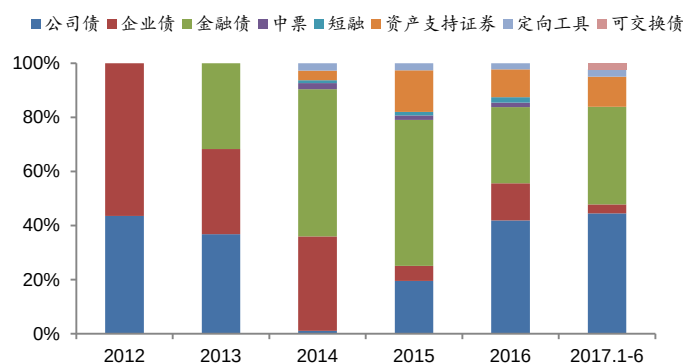
(3) 市场一旦好转, 公司债方面的优势将驱动收入增长。14 至 16 年, 债券承销市场高速发展, 今年以来, 因政策影响, 一季度规出现明显回落, 但目前市场逐渐回暖, 在下半年政策良好预计下, 全年债券融资规模有望与去年持平, 17Q1 债券融资规模同比下降 46%, 17H1 债券融资规模同比下降幅度减小至 34%。在此背景下, 2016 年公司债券承销规模 1910 亿元, 市场份额 3.68%, 排名第 6。今年公司债发行市场放缓, 但公司在公司债方面的优势依然明显。1-6 月, 广发公司债承销规模 541 亿元, 市场份额 3.37%, 排名行业第 7。随着公司债短期限限制的放开, 广发在公司债方面的竞争力将充分释放, 成为投行收入的重要贡献。

图 12: 公司近年债券承销金额(亿元)和市场份额



资料来源:公司公告, 招商证券

图 13: 公司近年来债券承销金额各类占比(%)



资料来源:公司公告, 招商证券

(4) 并购重组重视重大资产重组项目。公司历来有注重中小企业服务的传统, 但优质并购重组大项目也不甘落后。2016 年, 公司担任财务顾问的重大资产重组项目 27 家, 行业排名第 1。近期, 证监会刘主席表态“要在资产重组、盘活存量上做文章”, 一定程度上改善了此前市场的悲观预期, 并购重组市场有望逐步修复改善。

3、相对优势突出, 投资管理板块领先地位逐步确立

投资管理能力是现代投资银行与传统证券公司重要区别。随着未来, 牌照红利的消失, 投资管理能力将成为现代投资银行的立身之本, 公司近几年重点打造投资管理能力, 效果显著, 在资管、自营投资和股权投资领域核心竞争能力的提升均取得良好效果。

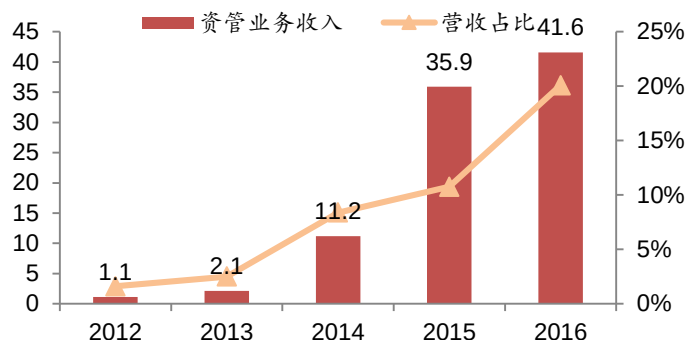
(1) 主动管理能力打造资管业务王牌

公司主动管理能力出色, 规模行业第二, 而占比高居行业第一。据基金业协会统计, 广

发资管 17Q1 资产管理月均规模 6642 亿元，排名行业第 7。但主动管理资产规模高达 4324 亿元，仅次于中信，领先第 3 的国君近 1400 亿的主动管理资产规模。更为重要的是，公司主动管理占比高达 65%，是中信 33% 的两倍，令其他资管公司望成莫及。主动管理占据半壁江上，推动公司资管收入节节攀升，同时契合监管思路，竞争优势由此凸显。

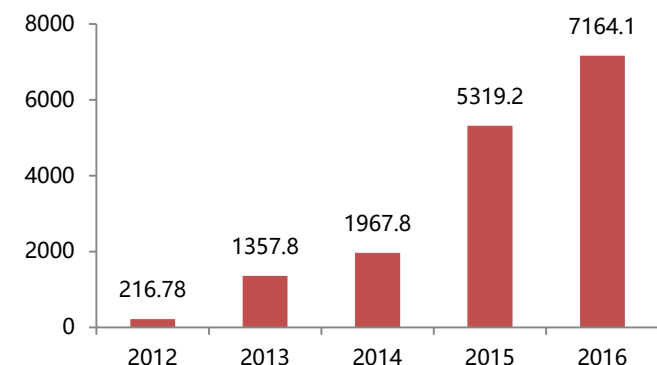
同时，公司分别持有广发基金 51.31% 的股份（已并表）和易方达基金 25% 的股份。这两家公募基金公司均为行业中的佼佼者，资产管理规模领先，创收能力极强。2016 年，广发基金实现营业收入 24.77 亿元，净利润 7.7 亿元；易方达基金实现净利润 13.4 亿元。在整个金融行业去杠杆的大背景，压缩证券公司资管通道业务的大趋势下，广发资管有望依托在主动管理能力方面已经建立的先发优势，快速拉开与对手差距，转化能难以被超越的领先优势。

图 14：公司资管业务收入（亿元）



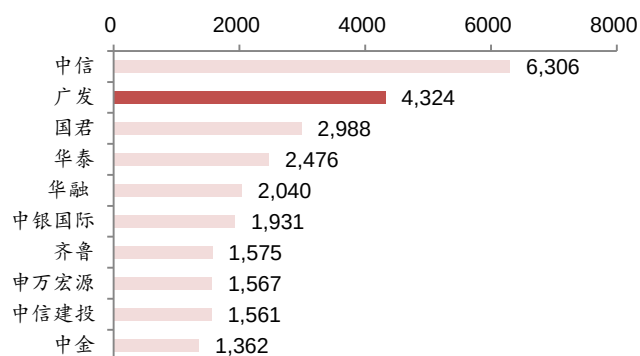
资料来源：公司公告，招商证券

图 15：公司资产管理规模逐年攀升（亿元）



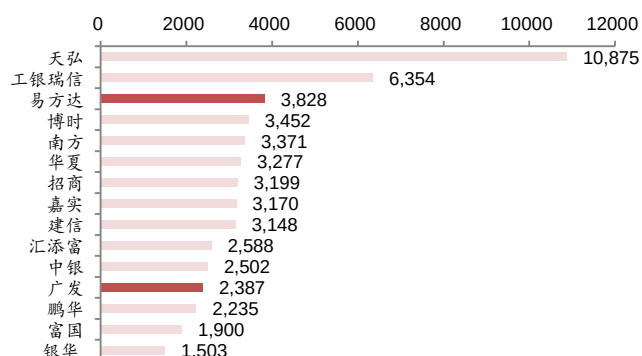
资料来源：公司公告，招商证券

图 16：公司主动管理资产规模排名第二（亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 17：17Q1 公募基金月均规模前 15



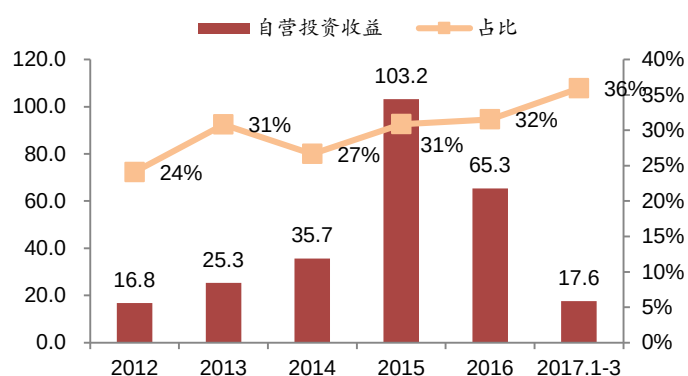
资料来源：公司公告，招商证券

(2) 收益率与稳定性兼顾，券商中独一无二

自营业务是公司收入贡献最大板块，也是业绩弹性最高的板块。近年来，自营业务收益（=投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业投资收益）收入占比整体不断提高，今年一季度占比高达 36%。公司投资能力相当强悍，多年稳定维持相对较高的收益率。2016 年虽经历股、债两市大幅波动，公司投资收益（=投资净收益-对联营合营企业投资收益+公允价值变动净收益+可供出售金融资产公允价值变动）79.1 亿元，上市券商排名第一；13 年以来平均收益率 7.9%，排名大型券商第二。

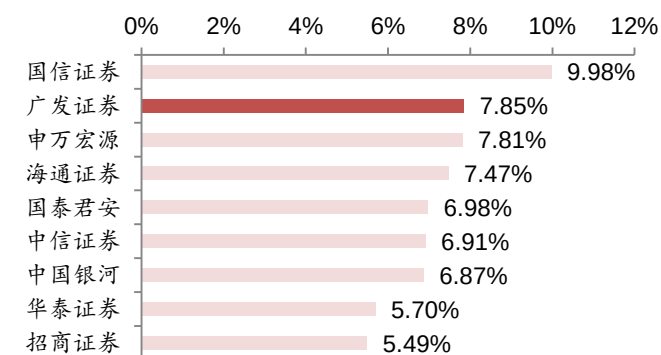
资产配置方面，公司股票投资相对稳健，资产规模较小，16 年末规模 97.5 亿，前十中排名第 6，收益率约为 5%；参与救市对证金公司投资部分几乎可以实现盈亏平衡，16 年末账面价值 130 亿，全年减少约 8 亿。公司债券资产规模相对较高，16 年末规模 887 亿（其中代持规模约占整体债券规模的 1/5，即 177 亿）行业排名 2，仅低于中信，远高于排名第 3 海通的 659 亿。同时，公司债券投资收益率表现出色，根据我们测算，16 年全年收益率大致为 6.5%，今年预计收益率将继续维持较高水准。公司表示，随着市场不断完善，未来将可以更为有效对冲风险，切实降低自营投资波动性。我们判断目前利率的上行对公司产生的影响为中性：一方面，对公司历史持仓的债券收益率构成一定压力。另一方面，利率上行情况公司新增债券配置收益预期良好。

图 18：公司自营业务收入（亿元）和占比



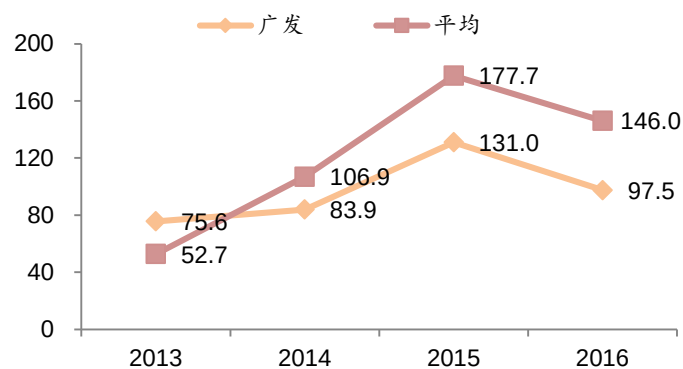
资料来源：公司公告、招商证券

图 19：前十券商 2013-2016 平均投资收益率情况



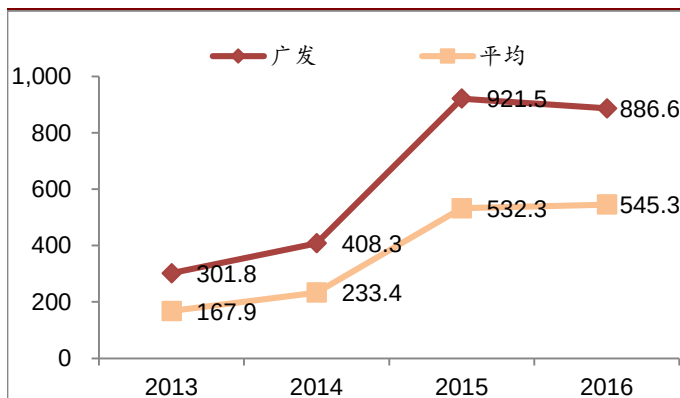
资料来源：公司公告、招商证券

图 20：广发 vs 前十券商平均的股票类资产规模（亿）



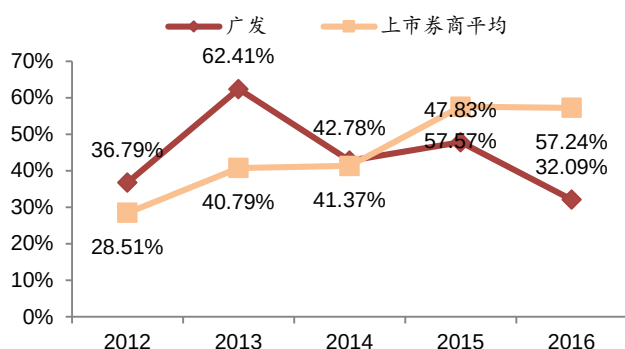
资料来源：wind、招商证券

图 21：广发 vs 前十券商平均的债券类资产规模（亿）



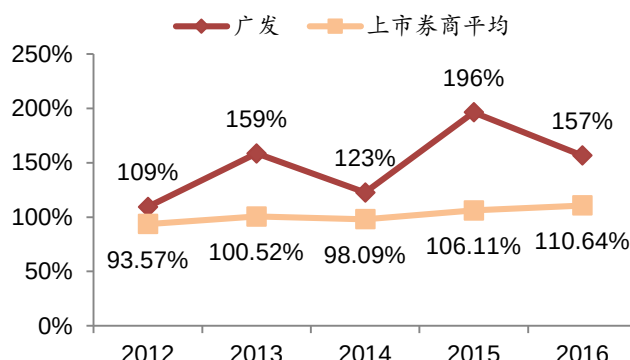
资料来源：wind、招商证券

图 22: 权益杠杆小于上市券商平均



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 23: 固定收益类杠杆高于上市券商平均



资料来源: 公司公告, 招商证券

(3) 股权投资业务迎来历史机遇

公司股权投资业务正迎来快速发展的历史机遇。第一, IPO 审核提速, 直投子公司广发信德过往积累的优质项目将陆续释放收入。截至 2016 年底, 广发信德已完成 170 个股权投资项目投资, 其中 17 个项目已通过 IPO 方式上市; 5 个项目通过上市公司并购实现退出。2016 年, 广发信德实现收入 6.6 亿, 且 17Q1 收入占比进一步加大。第二, 《证券公司私募基金子公司管理办法》、《证券公司另类投资子公司管理办法》正式出台, 为证券公司直投子公司和另类投资子公司规范发展保驾护航, 进一步明确券商直投子公司未来以私募股权基金的形式开展业务, 自有资金股权投资通过另类投资子公司开展。公司三大股东皆为上市公司, 经验丰富, 加之公司在行业领域深厚的影响力, 未来在产业基金募集和投资标的选择上都将具备天然优势。第三, 行业创新之火点燃, 未来“直投+投行”模式有望进一步升级, 公司投行业务领域的优势将为公司直投业务发展提供良好的基础。

三、创新引擎点火, 发展动能将全面释放

1、监管层表态, 重燃行业创新的星星之火

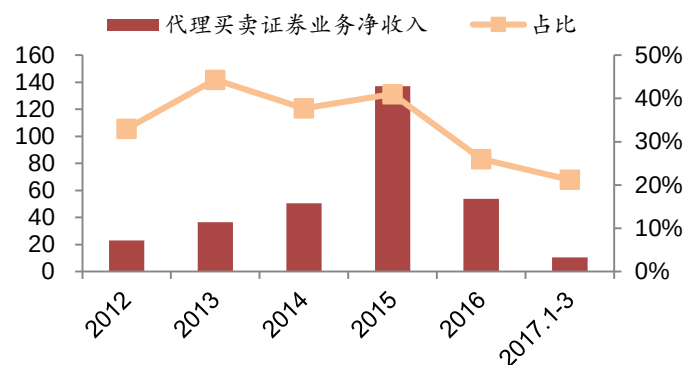
近期, 监管层时隔 2 年重提创新, 刘主席在讲话中明确表态: “创新是一把双刃剑, 没有创新, 证券行业就没有活力”, 释放积极信号, 行业创新红利有望加速释放。回顾历史, 2012 年创新大会召开后, 行业经历了一段快速发展期, 行业规模与业务模式均上了一个新台阶, 资本中介业务从无到有, 现在已发展成为重要收入来源。

公司持续建设创新能力, 在重点领域已经建立起领先的创新能力, 过往只欠政策东风, 但当前监管层屡屡表态创新, 公司有望将能力实实在在转化成收入。回顾历史, 2012 年券商创新大会之后, 公司创新业务蓬勃发展, 2013 年, 创新业务收入快速由 8.97 亿元上升至 22.84 亿元, 占比由 12.87% 提升至 27.83%。展望未来, 公司将继续以创新为重要驱动力, 深化转型发展: 1) 以创新推动经纪业务向财富管理转型, 现已推出的 Beta 牛智能投顾系统反响热烈; 2) 把握金融服务实体经济的本源, 重点关注信用业务发展新趋势; 3) 探索股权投资领域新动向, 把握全产业链服务机遇。

2、Beta 牛引领经纪业务向财富管理转型

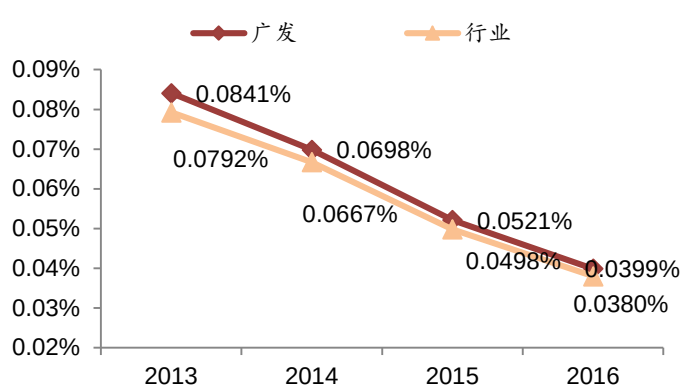
在经纪业务领域，公司旗帜鲜明采取向财富管理转型的策略，重视科技引领创新，创新驱动发展。2016 年 6 月，公司推出贝塔牛智能投顾系统，开启智能投顾先河。“贝塔牛”主要功能包括“I 股票”和“I 配置”，是一款融合了股票投资机器人和大类资产配置机器人的产品。自上线以来，不仅关注中小投资者的股票投资现状，更将智能投顾领域延伸到基金产品配置中，引导投资者的资产配置理念。今年 2 月，“贝塔牛”已拥有 30 万活跃用户，且以月均 5 万用户的速度高速增长；策略组合累计数近 60 万个，月增加 9.5 万个。此外，公司还建成了积分商城服务体系、金股棒投顾业务新模式、投顾管理平台以及资产配置平台等项目。公司正在迭代贝塔牛，更新产品及用户体验，切实推动公司向财富管理方向的转型。

图 24：公司经纪业务收入及同比变化（亿）



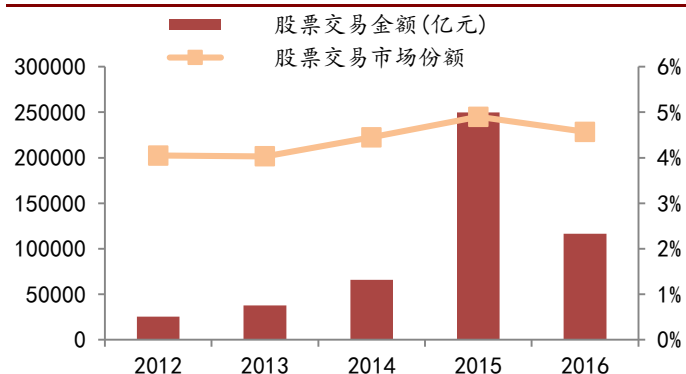
资料来源：

图 25：公司佣金费率变化情况



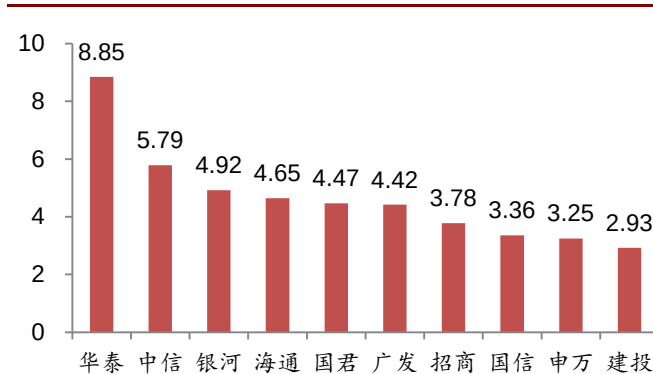
资料来源：

图 26：公司近几年股基交易额和市占率



资料来源：wind，招商证券

图 27：2016 年市占率前十名券商 (%)



资料来源：wind，招商证券

行业 2016 年股基交易总额为 276.97 万亿，以 2017 年行业股基交易总额 247.11 万亿（同比减少 10%）为预测基础，选取公司的佣金率和市占率对其代理买卖净收入进行敏感性测算。在中性情况下，公司 2017E 代理买卖净收入将达 43 亿；在悲观情况下，剔除市占率、佣金率降至极低值的情形，公司 17E 代理买卖净收入收入将下降至 27 亿元；在乐观情况下，同样剔除市占率、佣金率抬升至极高值情形，公司 17E 代理买卖净收入收入将提升至 48 亿元。

表 2：公司代理买卖净收入敏感性测试(亿)

			市场份额		
			积极	中性	消极
			4.86%	4.64%	3.98%
佣金率	积极	0.0399%	48	46	39
	中性	0.0379%	46	43	37
	消极	0.0279%	34	32	27

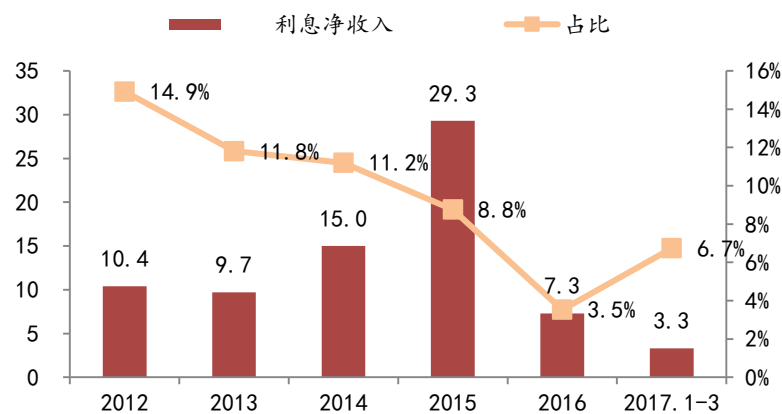
资料来源：公司公告，招商证券

3、成本改善，前瞻性将成信用类业务最强驱动力

2012 年创新大会以来，信用业务成为兵家必争之地，快速成长为行业五大传统业务之一。两融开展之前，券商收入主要是通道服务费，资本中介业务的有效开展，真正为券商带来利息收入。若两融业务的投向依然限制在股票二级市场，则股票质押业务的发展，有效弥补信用业务资产配置的缺陷，金融+实体并驾齐驱。当前监管强调回归主业，并非狭隘地指回归传统证券通道业务，而是回归金融服务实体经济的本源，而信用业务便有效执行金融支持实体经济的功能。

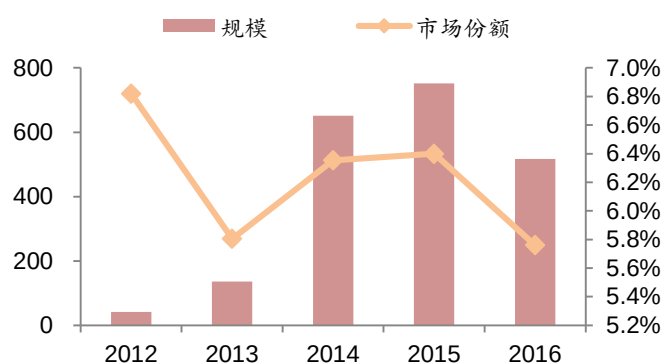
负债端改善，资产端需求旺盛，扩大公司信用业务利差，增厚利息收入。负债端，由于公司对高成本债务的进行置换，利息支出有望相对减少，成本端是信用业务的核心竞争力；资产端，股票质押规模需求旺盛，叠加公司逐渐重视，规模正快速扩张，截至 17 年 5 月末，公司表内股票质押规模达 210 亿元，较过往明显改善。两融升业务市场占有率保持高位，排名行前 3。资产端及负债端双管齐下，推动公司利息收入增加，17Q1 利息收入同比大增 5.5 倍至 3.3 亿元。未来股票质押的崛起、两融的稳步提高，同时成本管控再加码，将极大推升信用业务收入弹性。

图 28：公司利息净收入收入（亿元）及占比



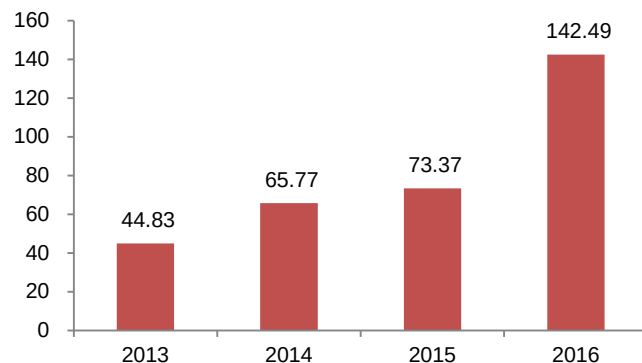
资料来源：公司公告，招商证券

图 29: 公司融资融券(亿元)和市场份额



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 30: 公司股票质押余额(亿元)和同比增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

除两融及股票质押业务发展迅速之外, 公司前瞻性的布局同样增厚利息收入。公司从长远战略角度出发, 设立互联网小额贷、融资租赁、PPP 等泛金融领域公司, 探索利息收入新模式。2016 年, 公司泛金融领域平台广发乾和实现营收 3.6 亿, 净利润 1.8 亿, 取得实质性突破, 未来有望持续贡献收入。

四、投资建议

1、行业盈利预测

基于资本市场稳中求进的总基调, 同时市场环境触底反弹、投资者信心修复, 信息技术发展推动行业交易革命, 居民财富管理意识持续觉醒, 交易成本持续下降刺激交易活跃度, 资金逐步流入 A 股将推动市场稳步震荡向上; 此外, 刘主席任期第二年, 左手强监管, 右手低调改革。

基于以上分析, 证券行业 2017 年核心假设预期如下:

- 上调 2017 年末上证综指点位 3414 点, 较 2016 年上涨 10%;
- 下调 2017 年两市日均交易额 4622 亿元, 同比下降 11%;
- 下调 2017 年行业平均佣金率至 3.42‰, 同比下降 10%;
- 上调 2017 年日均两融余额 9431 亿元, 同比小幅上升 5%;
- 上调 2017 年日均股权质押融资余额 11101 亿元, 同比增长 30%;
- 上调 2017 年股票 IPO 融资规模 3000 亿元, 同比大幅增长 99%;
- 上调 2017 年股票增发融资规模 15104 亿元, 同比下降 5%;
- 上调 2017 年券商债券发行规模 44812 亿元, 同比下降 5%;

基于上述核心假设, 预计 2017 年行业报表营业收入 3494 亿元, 同比小幅上升 7%; 行业净利润 1328 亿元, 同比上升 7.6%, 再度刷新历史第二好。

表 3: 2017 年证券市场核心假设

亿元	2014	2015	2016	同比%	2017E	同比%	2018E	2019E
上证指数	3,235	3,539	3,104	-12%	3,414	10%	3,756	4,319
股基交易量	3,209	11,069	5,676	-49%	5,084	-10%	5,672	6,807
两市交易量	3,011	10,381	5,185	-50%	4,622	-11%	5,157	6,188

敬请阅读末页的重要说明

Page 16

亿元	2014	2015	2016	同比%	2017E	同比%	2018E	2019E
佣金率	0.0667%	0.0498%	0.0380%	-24%	0.0342%	-10%	0.0325%	0.0318%
两融余额均值	5,127	13,702	8,982	-34%	9,431	5%	9,903	10,893
股权质押余额均值	863	4,355	8,539	96%	11,101	30%	13,321	15,319
IPO	613	1,586	1,504	-5%	3,000	99%	3,300	3,630
增发	6,725	13,592	15,899	17%	15,104	-5%	16,614	18,276
债券	21,523	36,201	47,171	30%	44,812	-5%	49,294	54,223
经纪业务收入	1,049	2,691	1,053	-61%	883	-16%	899	1,058
自营业务收入	710	1,414	568	-60%	634	11%	730	852
信用业务收入	446	591	382	-35%	476	25%	567	635
投行业务收入	309	532	684	29%	811	18%	986	1,298
资管业务收入	124	275	296	8%	341	15%	375	413
其他业务收入	-37	249	296	19%	350	18%	438	547
营业收入	2,603	5,752	3,280	-43%	3,494	7%	3,995	4,803
净利润	966	2,448	1,234	-50%	1,328	7.6%	1,518	1,825

资料来源：SAC，招商证券

2、公司盈利预测及估值建议

看好公司前景基于：看好公司未来走势基于：（1）16 年业绩行业第四，离第三的海通仅一步之遥。预计 17 年业绩升至 95 亿，同比增长 18%，仍保持前三甲地位，业绩确定性较强，白马标的属性明确；（2）业务均衡：投行持续发力，行业第二的 IPO 储备受益资本市场改革、集合资管量价齐涨、自营表现突出，公允价值变动净收益罕见为正、Fin-Tech 助力财富管理；（3）股权结构分散，市场化运营及激励机制，在当前行业转型发展阶段，更易调头。

分部估值法测算广发 17 年总市值 1890 亿，对应目标价 24.5 元，空间 40%，对应 17 年 2 倍 PB、20 倍 PE。

表 4：广发证券盈利预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	33,447	20,712	23,844	26,865	30,851
手续费及佣金净收入	19,585	13,015	13,724	15,698	18,431
其中：经纪业务手续费净收入	13,721	5,381	4,910	5,730	7,140
投行业务手续费净收入	2,113	3,281	3,861	4,392	5,007
资产管理业务手续费净收入	3,593	4,158	4,712	5,278	5,914
利息净收入	2,930	728	1,932	2,163	2,518
投资净收益	10,315	6,750	8,002	8,817	9,716
其中：对合营联营公司投资收益	290	403	307	353	406
公允价值变动净收益	297	182	182	182	182
汇兑净收益	295	-26	2	2	2
其他业务收入	25	62	2	2	2
二、营业支出	15,767	10,186	11,155	11,874	13,106
营业税金及附加	1,928	475	547	616	708
业务及管理费	13,556	9,285	10,226	11,256	12,396
资产减值损失	282	423	381	1	1
其他业务成本	2	2	1	1	1
三、营业利润	17,679	10,526	12,689	14,991	17,746
加：营业外收入	172	260	16	16	16
减：营业外支出	45	81	4	4	4
四：利润总额	17,806	10,705	12,701	15,003	17,758

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
减：所得税费用	4,193	2,296	2,794	3,451	4,262
五、净利润	13,612	8,409	9,907	11,552	13,496
归属母公司所有者的净利润	13,201	8,030	9,460	11,031	12,887
少数股东损益	411	379	447	521	609

资料来源：wind，招商证券

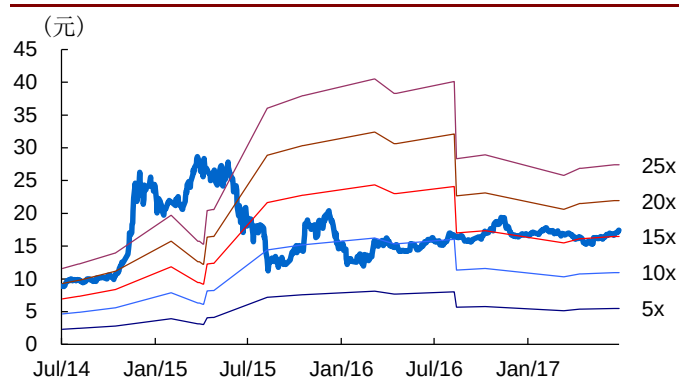
表 5：广发证券盈利预测表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	106,572	80,448	80,448	80,448	80,448
其中：客户资金存款	88,641	67,251	67,251	67,251	67,251
结算备付金	31,222	21,743	21,743	21,743	21,743
其中：客户备付金	28,450	17,871	17,871	17,871	17,871
融出资金	69,191	59,001	59,755	65,880	76,092
拆出资金		0	0	0	0
交易性金融资产	83,912	61,767	74,120	74,120	74,120
衍生金融资产	271	692	692	692	692
买入返售金融资产	13,746	21,961	21,961	21,961	21,961
应收款项	2,531	2,218	1,500	1,500	1,500
应收利息	3,131	2,512	2,512	2,512	2,512
存出保证金	5,278	5,133	5,133	5,133	5,133
可供出售金融资产	96,583	92,081	110,497	110,497	110,497
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	3,348	3,736	3,736	3,736	3,736
投资性房地产	25	24	24	24	24
在建工程		0	0	0	0
固定资产净额	1,465	1,643	1,643	1,643	1,643
无形资产	541	576	576	576	576
其中：交易席位费	0	0	0	0	0
商誉	2	2	2	2	2
递延所得税资产	269	783	783	783	783
其他资产	1,010	5,481	-38,025	-33,119	-30,443
资产总计	419,097	359,801	347,101	358,132	371,020
短期借款	896	4,864	4,864	4,864	4,864
应付短期融资款	21,644	16,330			
拆入资金	1,750	10,606	10,606	10,606	10,606
交易性金融负债	624	5,506	5,506	5,506	5,506
衍生金融负债	309	692	692	692	692
卖出回购金融资产款	85,396	50,549	50,549	50,549	50,549
代理买卖证券款	118,137	85,727	85,727	85,727	85,727
代理承销证券款	350		0	0	0
应付职工薪酬	7,812	7,142	7,142	7,142	7,142
应交税费	1,436	1,001	1,001	1,001	1,001
应付款项	13,456	15,787	15,787	15,787	15,787
应付利息	2,724	2,039	2,039	2,039	2,039
预计负债	61	33	33	33	33
长期借款	3,469	2,729	2,729	2,729	2,729
应付债券	79,247	73,525	75,000	75,000	75,000
递延所得税负债	278	131	131	131	131
其他负债	1,687	1,786	1,786	1,786	1,786
负债合计	339,276	278,448	263,594	263,594	263,594
股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621
资本公积	31,864	31,864	32,810	33,913	35,202

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
其他综合收益	2,772	1,849			
盈余公积	4,136	4,754	5,482	6,331	7,322
一般风险准备	8,893	10,454	4,300	4,300	4,300
交易风险准备	0	0	0	0	0
未分配利润	22,233	21,988	33,261	42,340	52,947
归属于母公司所有者权益	77,519	78,530	83,474	94,505	107,392
少数股东权益	2,302	2,823	34	34	34
所有者权益合计	79,821	81,353	83,508	94,539	107,426
负债和股东权益总计	419,097	359,801	347,101	358,132	371,020

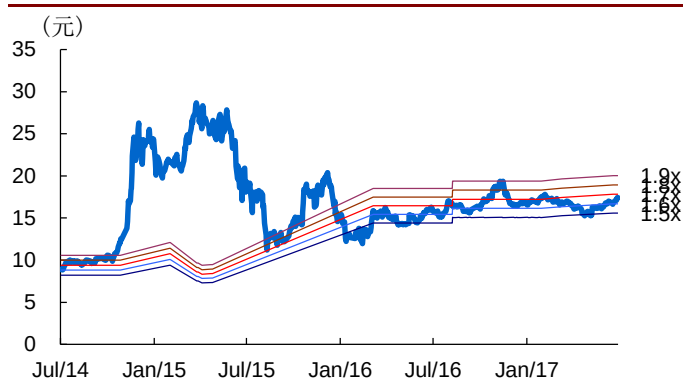
资料来源: wind, 招商证券

图 31: 广发证券历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 32: 广发证券历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。