广发证券(000776.SZ)/证券　大投行+大资管厚积薄发，业绩稳步提升催化估值修复

广发证券(买入)

市场价格：18.00

目标价格：20.84

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email：daizf@r.qlzq.com.cn

联系人：蒋峤

电话：

Email：jiangqiao @r.qlzq.com.cn

联系人：高崧

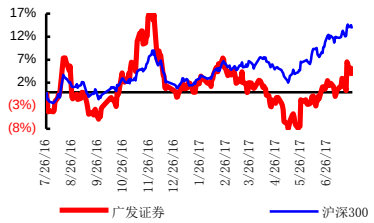
电话：

Email：gaosong@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,621
流通股本(百万股)	7,621
市价(元)	18
市值(百万元)	137,180
流通市值(百万元)	137,180

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	33446.64	20712.04	23603.17	26978.28	30709.87
增长率 yoy%	149.70%	-38.07%	13.96%	14.30%	13.83%
归母净利润	13201.01	8030.11	9599.99	10922.21	12312.64
增长率 yoy%	162.83%	-39.17%	19.55%	13.77%	12.73%
每股收益（元）	1.87	1.05	1.26	1.43	1.62
净资产收益率	22.5%	10.3%	11.6%	11.5%	11.5%
P/E	9.60	17.10	14.25	12.52	11.11
P/B	1.76	1.74	1.57	1.33	1.23

备注：

投资要点

- **高安全边际之下，龙头业绩稳步增长催化估值修复。**低估值之下市场环境改善龙头业绩稳定性提升，酝酿估值修复通道开启，同时大券商 PB/中小券商 PB 呈现低位上行趋势，行业价值偏好增强，广发证券作为“大投行+大资管”战略坚定践行者，盈利多样化优势凸显，经纪依赖度降低（收入占比 25%）、投行、资管业绩强势提升（收入占比 34%），自营稳健发展增强业绩弹性（收入占比 37%），综合实力稳居行业第一梯队；同时作为梯队中唯一非国有控股公司，股权结构多元、分散，市场化高效运作，竞争优势显著动力强劲。

- **投行业务“三驾马车”并驾齐驱，集中发力业绩快速提升。**金融工作会议东风之下优质投行迎来发展新机遇。公司投行业务具有传统优势，17Q2 累计 IPO 发行 21 家，承销金额 113 亿，强劲增长实现双料第一，目前在会储备 38 家排名行业第二，直接融资重要性提升基调之下，业绩有望加速释放；此外，并购业务发展环境不断优化，公司拥有境内外并购业务全能团队，经验资源兼具，在“供给侧改革动能转化”/“一带一路”催化之下业务空间可期，我们认为，公司作为投行业务龙头券商，有望实现低价格弹性优势下规模增长，业务 ROE 稳步提升，估值呈现上升趋势。

- **资管业务盈利能力突出，积极布局管理转型产品优化。**公司资管业务盈利能力突出，截止 17Q1 净值及主动管理规模占比均排行业首位；此外，产品多样化发展，传统与创新齐头并进，整体收益稳步提升，公/私募基金和另类投资有望成为业绩新增长点。我们认为，公司拥有高忠诚度客户群以及丰富营销渠道为规模稳定性保驾护航，主动管理转型推动管理能力的提升，业务价值向惠理看齐，存在较大上升空间。

- **自营业务稳健与收益兼备，锦上添花增强业绩弹性。**通过测算净资本前 10 位上市券商 2012-2016 年化自营收益率发现，公司以 9.22%位居行业第二，2016 年继续践行稳健策略之下收入占比不断提升，我们认为，公司自营投资实现稳健与收益良性平衡，市场回暖之下有望锦上添花增强业绩弹性，估值低位修复空间大。

- **投资建议：**公司作为第一梯队综合性大券商，市场化股权结构动力强劲，业绩稳健与弹性兼备，我们预计公司 2017-19 年营业收入分别为 236/270/307 亿元，同比+14%/+14%/+14%，对应 2017-19 年归母净利润 96/110/125 亿元，同比+20%/+14%/+14%，对应 EPS 1.26/1.44/1.64 元，BVPS 11.45/13.46/14.62 元，目前大券商平均估值为 1.58x PB_2017E 处于底部区域，**考虑到公司大投行+大资管模式之下业绩增长稳健，自营投资占比提升增强业绩弹性，稳定与弹性兼具，有望催化估值加速修复，给予公司 1.82XPB_2017E，对应 2017 目标价为 20.84 元，首次覆盖给予“买入”评级。**

- **风险提示事件：**二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。

内容目录

核心竞争力：投行三架马车集中发力，投资能力稳健锦上添花 - 4 -
行业高安全边际，龙头业绩稳定提升催化估值修复 - 4 -
公司收入结构均衡化发展，投行集中发力业绩加速提升 - 5 -
公司坚持本源发展主动资管，投研能力兼顾稳定与收益 - 6 -
发展动力：多元化股权结构，稳健灵活发展动力十足 - 7 -
业务能力：优势投行规模稳健增长，投研能力提升弹性增强 - 8 -
投行：IPO+增发+并购三架马车并行，规模稳健增长提升整体收入 - 8 -
资管：主动管理能力不断提升，高粘性客户+优质营销渠道保驾护航 - 11 -
经纪：深度融合互联网金融，打造高端财富管理 - 13 -
自营：把握子公司转型契机，投资能力提升增强业绩弹性 - 14 -
信用：竞争稀缺性决定稳健利差收益 - 16 -
盈利预测以及估值 - 17 -
券商估值空间探讨 - 17 -
盈利预测-核心假设 - 18 -
公司估值分析 - 19 -
风险提示 - 22 -

图表目录

图表 1：券商 PB 分界线，低估值酝酿板块行情-20170802 - 4 -
图表 2：行业价值属性偏好增强-20170802 - 5 -
图表 3：广发证券业务收入拆分 - 5 -
图表 4：IPO 承销金额、数量排行榜（亿元、个） - 6 -
图表 5：行业净资本（亿元）及资管收入占比（%）-2016 - 7 -
图表 6：行业资管业务净值（亿元）及产品数量（只）-2017Q1 - 7 -
图表 7：2012-2016 自营年化收益率（%）行业对比 - 7 -
图表 8：广发证券自营投资占比（%） - 7 -
图表 9：行业 ROE 排名-2016 - 8 -
图表 10：广发证券主要参控股子公司 - 8 -
图表 11：行业承销规模排行-2016 - 9 -
图表 12：广发证券承销业务金额市占率-年度（%） - 9 -
图表 13：广发证券承销业务收入(百万元)及占比(%) - 10 -
图表 14：IPO 在会审批数量-20170724 - 10 -
图表 15：股权承销收入弹性-费率(%)以及市占率（次坐标，%） - 10 -

图表 16：并购重组市占率(%)-2016 ..... - 10 -
图表 17：行业投行业务净收入排名（百万元）、占比（%）-2017Q1 ..... - 11 -
图表 18：资产及基金管理业务规模、收入（百万元） ..... - 12 -
图表 19：主动管理资产规模（亿元）及占比（%） ..... - 12 -
图表 20：行业资管业务净收入排名（百万元）、占比（%）-2017Q1 ..... - 12 -
图表 21：贝塔牛机器人投顾 ..... - 13 -
图表 22：易淘金网上商城 ..... - 13 -
图表 23：广发证券股基交易额(百万元)及市占率(%) ..... - 14 -
图表 24：行业及公司证券经纪业务佣金率 ..... - 14 -
图表 25：行业股基交易额排名-2016 ..... - 14 -
图表 26：行业证券经纪业务净收入排名-2016 ..... - 14 -
图表 27：2009-2015 券商直投退出收益及周期 ..... - 15 -
图表 28：广发证券私募及另类投资规模收入（百万元） ..... - 15 -
图表 29：广发证券投资收益+公允价值变动（百万元） ..... - 15 -
图表 30：投资收益率—按金融资产 ..... - 15 -
图表 31：行业自营业务务净收入排名（百万元）、占比（%）-2017Q1 ..... - 16 -
图表 32：市场两融业务规模（百万元） ..... - 16 -
图表 33：两融业务行业排名 ..... - 16 -
图表 34：广发证券信用业务规模(百万元)及市占率(%) ..... - 17 -
图表 35：广发证券信用业务收益率（%） ..... - 17 -
图表 36：券商板块 ROE-算数平均法 ..... - 18 -
图表 37：券商板块杠杆率-算数平均法 ..... - 18 -
图表 38：券商板块 ROE-算数平均法 ..... - 18 -
图表 39：券商板块杠杆率-整体法 ..... - 18 -
图表 40：盈利预测 ..... - 19 -
图表 41：可比公司估值 ..... - 20 -
图表 42：分部估值 ..... - 21 -
图表 43：财务报表-年度 ..... - 22 -
图表 44：财务报表-季度 ..... - 22 -

核心竞争力：投行三架马车集中发力，投资能力稳健锦上添花

行业高安全边际，龙头业绩稳定提升催化估值修复

- **行业低估值酝酿波段行情，安全边际高上升空间大。**券商作为典型周期性行业，基本面对监管环境以资本市场趋势敏感度较高，监管方面，随着第五次金融工作会议召开，以不发生系统性金融风险为底线，提出加强“功能监管”、“行为监管”、“协调监管”，从竞争到协调的转变，我们预计下半年监管较上半年的严厉程度而言或将有所缓和，更注重金融服务实体，稳定性预期增强。随着 2016 年以来金融去杠杆脱虚向实不断推进，目前券商行业平均 PB 低于 2 倍，大券商平均 1.6 倍左右处于历史相对低位，低估值之下市场环境改善业绩稳定性提升，吸引力进一步增强，高安全边际之下酝酿估值修复通道开启。

图表 1：券商PB 分界线，低估值酝酿板块行情-20170802

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **行业模式转型求变，业绩稳定性价值逐步提升。**业务方面，6 月市场回暖环比显著改善，上半年业绩将略好于预期。根据 1-6 月月度数据，32 家上市券商累计营收同比小幅下降 7%，综合来看投行业务优质大型券商基本面改善明显，我们认为目前券商股行业龙头业绩稳定性增长有望催化行业整体价值修复：1）大券商 PB/中小券商 PB 呈现低位上行趋势，行业价值属性偏好增强，建议关注投行、资管、自营业务模式稳定，收入持续落地龙头券商；2）投行业务持续发力，并购重组政策东风。7 月 14-15 日金融工作会议强调注重供给侧的存量重组动能转换，把发展直接融资放在重要位置，推进“一带一路”建设金融创新，券商投行业务发展有望迎来新机遇，2017 上半年 IPO 累计募资 1166 亿元，同比增长 257%，常态化发展之下，直接融资重要性提升将增厚券商承销业务需求，同时以供给侧资源优化为导向的并购重组业务动力提升，6 月以来获批屡创新高，通过率维持高位达 92.93%，我们认为，龙头券商优质投行如广发、华泰等将率先受益。3）市场回暖，经纪资管自营业务收入回升。

6 月以来指数触底反弹，交易量上行为资管、自营投资业绩的修复奠定了基础，我们认为有助于投资能力优势券商业绩弹性释放。

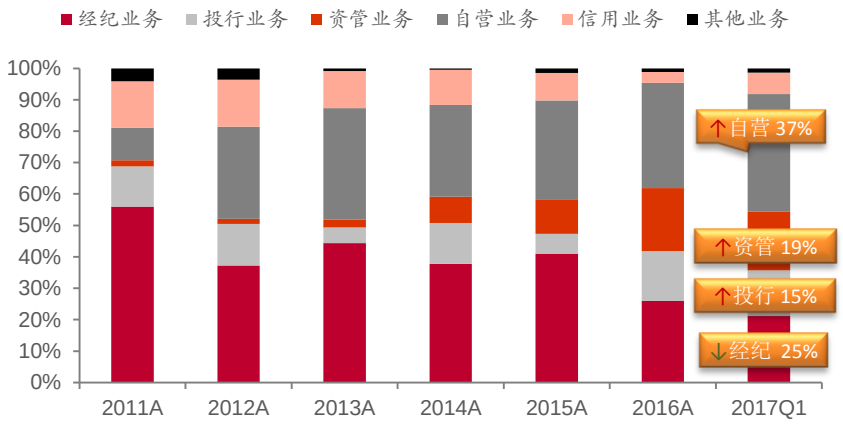
图表 2：行业价值属性偏好增强-20170802

来源：公司公告，中泰证券研究所

公司收入结构均衡化发展，投行集中发力业绩加速提升

- **“大投行+大资管”盈利多样化，均衡发展优势显著。**从 2011-2016 年广发证券收入结构拆分中我们看到，公司收入结构呈现经纪业务占比弱化，投行、资管业务强势提升，自营把握市场机遇稳健发展的态势，截止 2017 年 Q1，投行+资管业务合计收入占比提升至 34%，较 2011 年上升 19 个百分点，公司大投行+大资管为导向的盈利模式初见成效。

图表 3：广发证券业务收入拆分

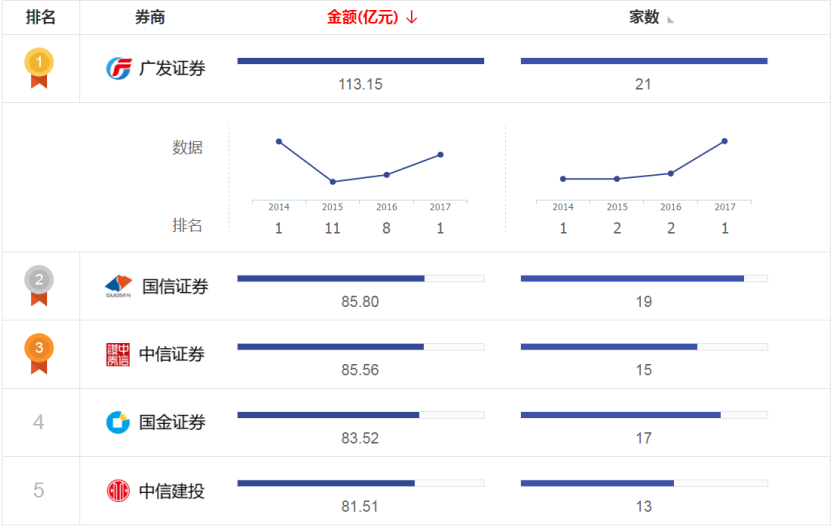


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **投行业务“三驾马车”并驾齐驱，集中发力带动业绩提升。IPO：**2016 年以来 IPO 加速，公司传统优势明显，实现规模、收入大幅提升，进入 2017 年，IPO 常态化趋势持续，据 wind 统计，截止 2017Q2，公司累计 IPO 发行 21 家，承销金额 113 亿，持续绽放实现双料第一，金融工

作会议进一步提升直接融资重要性基调之下，公司高质量 IPO 储备有望持续带动业绩加速释放；**再融资：**需求持续催化之下配股、可转债业务升温，再融资竞争能力逐步提升。

图表 4：IPO 承销金额、数量排行榜（亿元、个）



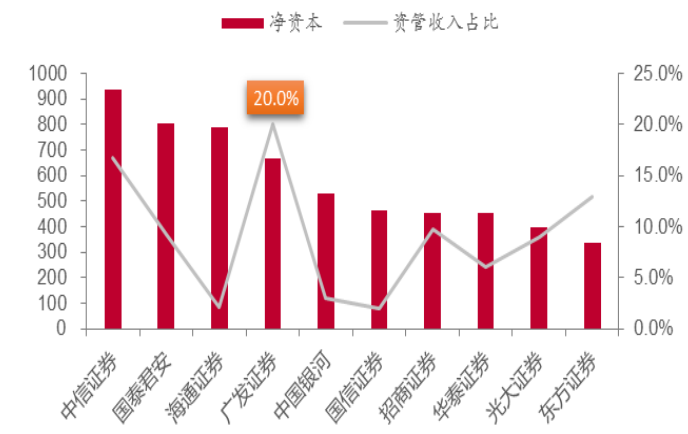
来源：wind，中泰证券研究所

并购：2016 年以来并购业务的市场发展环境不断优化，随着金融工作会议对新旧动能转化、一带一路金融创新的不断推进，7 月证监会审核通过 19 家创今年以来每周过会纪录新高，并购重组市场活跃度提升的态势有望延续。公司自 2014 年期不断储备优质人才，经过 3 多发展不断积累境内外并购经验，打造全优团队，尤其对于海外业务运作流程及资源整合先发优势显著，业绩爆发力十足。2016 年度公司担任财务顾问重大资产重组项目 27 家，行业排名首位，2017Q2 19 家，速率持续提升，在“动能转化”/”一带一路”东风来临之际有望领先收益提升。

公司坚持本源发展主动资管，投研能力兼顾稳定与收益

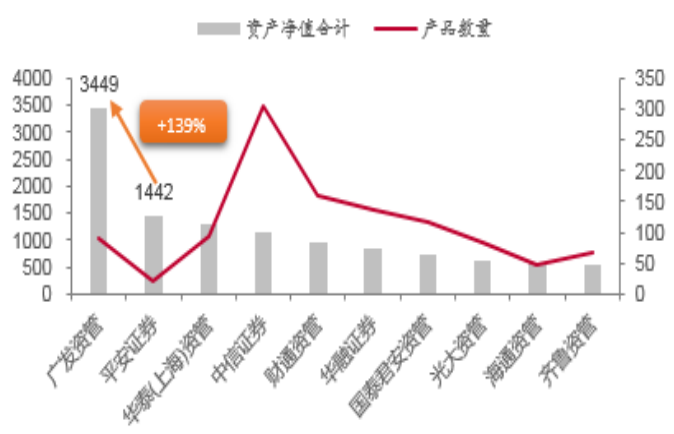
- **资管收入占比、净值规模行业首位，坚持本源率先转型发力主动管理。资产管理：**2016 年，公司资产及基金管理收入占比 20.07%，位居净资本前 10 位上市券商首位，根据 wind 最新统计，子公司广发资管产品净值 3449 亿元，排名行业首位，2017Q1 广发资管主动管理规模 4324 亿元排名行业第二，总规模占比 65%排名行业第一，同时间接控股广发资管（香港）布局海外业务，产品多样化发展收益稳步提升。**基金管理：**公司早期布局公募基金（51.13%广发基金、25%易方达）、私募基金（广发信德）和另类投资（广发乾和）领域，规模与品牌影响力持续提升，管理能力优化提升业绩弹性。

图表 5：行业净资本（亿元）及资管收入占比（%）-2016



来源：wind，中泰证券研究所，

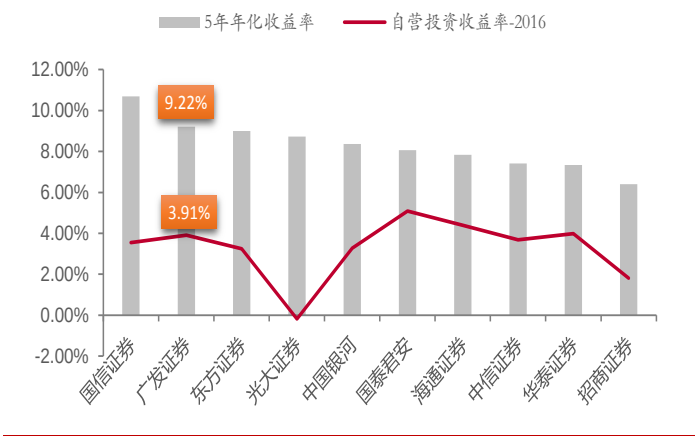
图表 6：行业资管业务净值（亿元）及产品数量（只）-2017Q1



来源：wind，中泰证券研究所，20170724

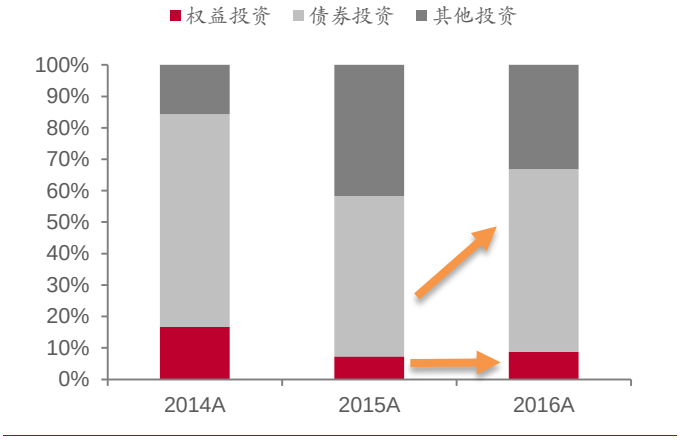
■ **自营业务稳定与收益良性平衡，弹性锦上添花。**通过测算净资本前 10 位上市券商 2012-2016 年 5 年年化自营收益率发现，广发证券以 9.22%位居行业第二位，收益强劲，2016 年面对交易量下行的投资环境，公司继续稳健策略，债券投资占比稳定与 80%以上，同时自营收入占比不断提升，至 2017Q1 达 37%，投资收益稳健性与收益率兼备，锦上添花增强公司业绩弹性，催化估值低位修复。

图表 7：2012-2016 自营年化收益率（%）行业对比



来源：wind，中泰证券研究所，

图表 8：广发证券自营投资占比（%）



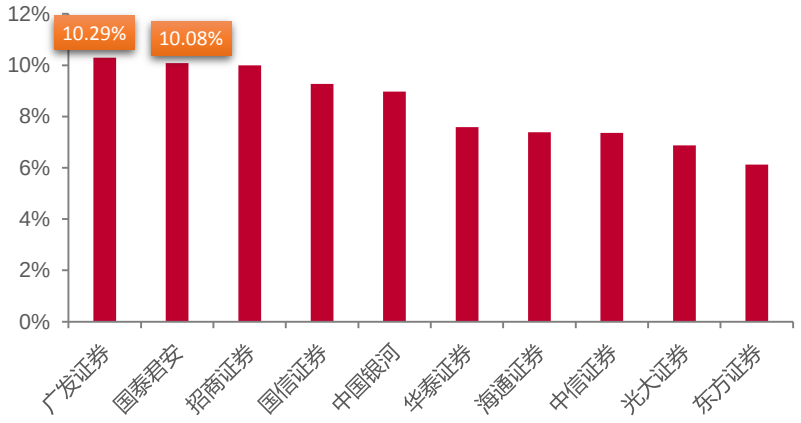
来源：wind，中泰证券研究所

发展动力：多元化股权结构，稳健灵活发展动力十足

■ **非国有股权结构合理，市场化运作效率提升竞争优势增强。**广发证券是前十大券商中唯一的非国有控股公司，前身为 1991 广发银行证券业务部，后于 1994 改制为广发证券公司，2010 年 2 完成反向收购延边公路，成为在深交所上市的公司，2015 年成功登陆港交所，成功搭建 A+H 股平台，资本实力逐步增强，公司目前三大股东吉林敖东、辽宁成大、中山公用持股比例分别为 16.43%、16.4%和 9.01%，多元化的股权结构

促使公司市场化机制高效运作，效率提升竞争优势增强，2016 年度净资产收益率排名净资本前十上市券商首位，稳健灵活的运作机制使得公司业务发展动力十足，有利于快速把握市场机遇实现业务高效快速发展。

图表 9：行业 ROE 排名-2016



来源：wind，中泰证券研究所

- **H 股上市稳步推进国际化布局。**2015 年成功发行 H 股后，公司资本实力增强，增资广发香港 41.6 亿港币加速海外业务发展，随着沪港通、深港通相继推出，资本市场国际化稳步推进，公司把握机遇推动广发控股香港转型升级，以打造现代投资银行为切入点，凭借着公司强大的境内投行、投资及互联网金融综合实力推动境内外联动，丰富资源为集团化的金融服务战略服务，增长潜力较大。

图表 10：广发证券主要参控股子公司

子/孙公司	持股比例	营业收入 2016A（亿元）	净利润 2016A（亿元）	主营业务
广发资管	100.00%	-	-	资产管理
广发信德	100.00%	6.16	2.11	私募股权
广发基金	51.13%	24.77	7.77	公募基金
易方达	25.00%	40.37	13.40	公募基金
广发乾和	100.00%	3.60	1.80	另类投资
广发期货	100.00%	5.88	1.71	期货经纪
广发控股(香港)	100.00%	5.04	1.27	海外全牌照主体
广东金融高新区股权交易中心	32.50%	-	-	区域股权

来源：公司公告，中泰证券研究所

业务能力：优势投行规模稳健增长，投研能力提升弹性增强

投行：IPO+增发+并购三架马车并行，规模稳健增长提升整体收入

- **直接融资推动投行业务发展新机遇。**7 月 14-15 日第五届金融工作会议召开，行业强监管依旧，强调注重供给侧的存量重组动能转换，把发展直接融资放在重要位置，推进“一带一路”建设金融创新，7 月 27 日，

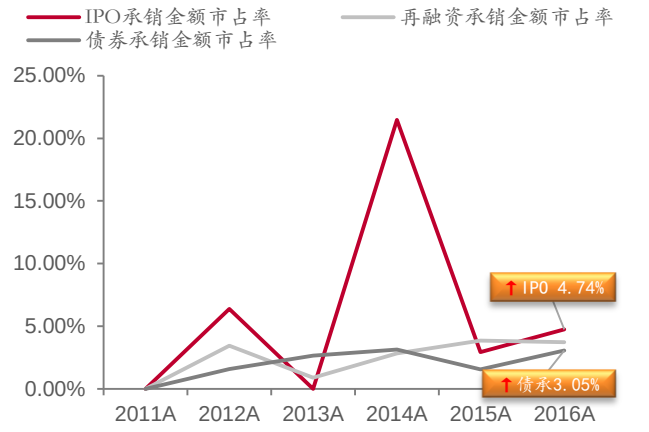
国务院印发《关于强化实施创新驱动发展战略进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》提到要推动破解创新创业企业融资难题，完善债权、股权等融资服务机制，为科技型中小企业提供覆盖全生命周期的投融资服务，我们认为，券商投行业务发展有望延续 IPO 常态化优势，同时迎来债券承销窗口期、并购重组供给侧需求推动新机遇。广发证券投行业务相对优势显著，始终坚持围绕“以客户为中心的综合化经营”、“资源配置型投行”、“资本中介盈利模式”和“专业化服务”四个方向转型发展，2016 年度承销市场份额排名较 2015 年上升 1 位至行业第 6 位，其中 IPO 上升 4 位至第 8 位（2017 上半年超越中信成为行业第 1 位），增发上升 3 位至第 4 位，市场地位稳步提升，盈利能力进一步增强，厚积薄发优势凸显。

图表 11：行业承销规模排行-2016

排名	券商	金额(亿元) ↓	家数
1	中信证券	2,365.27	80
2	华泰联合	1,495.36	76
3	国信证券	1,403.56	74
4	国泰君安	1,300.95	64
5	中信建投	1,279.12	83
6	广发证券	1,181.47	73

来源：wind，中泰证券研究所，

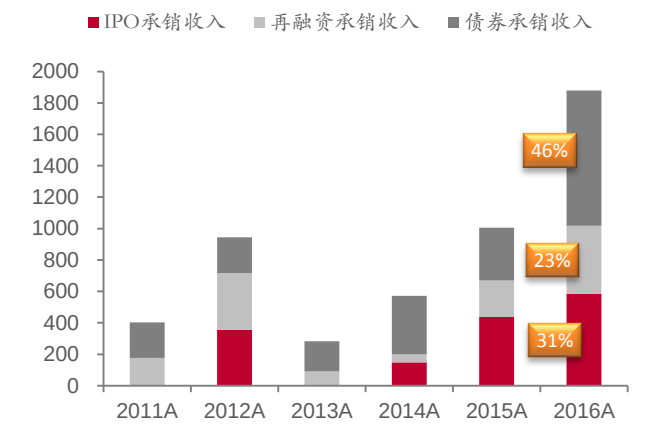
图表 12：广发证券承销业务金额市占率-年度（%）



来源：wind，中泰证券研究所

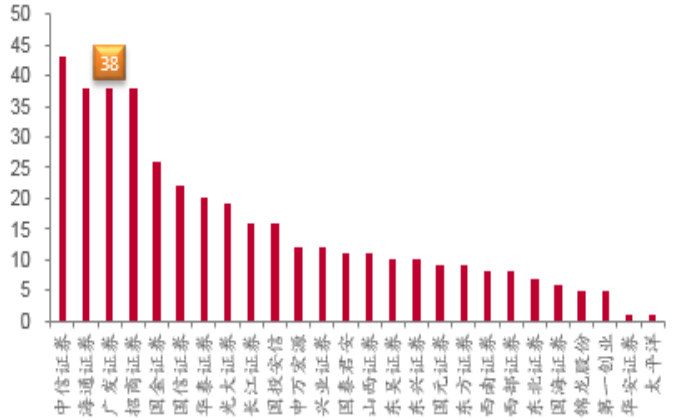
■ **三架马车之——长期服中小客户，业务储备优质大幅受益于 IPO 提速;:** 2016 年 IPO 堰塞湖逐步疏通，近期金融工作会议进一步提升直接融资重要性，公司投行业务东风之下成绩斐然，据 Wind 统计，截止 2017 年上半年公司 IPO 项目发行家数 21 家，募集资金 113.15 亿元，市占率较 2016 年提升 11 个百分点至 15.92%，超越中信成为排名双料第 1。公司战略定位致力于服务中小企业客户，常年深耕在珠三角、长三角，把握对外开放以及资本聚集机遇，区域性资源优势显著，通过早期体系化布局发掘、服务、培育优质企业需求，积累了大量高粘性优质 IPO 储备，截止 7 月 24 日，在会审批项目 38 家，并列行业第二位，随着 IPO 受理周期缩短，审批常态化持续，公司先发优势进一步扩大，公司 2016 年实现 IPO 承销收入 5.85 亿元，占总承销收入 31%，高粘性客户费率敏感度较低（稳定在 7%左右），低价格弹性之下市占率提升，后续收益有望加速释放。

图表 13：广发证券承销业务收入(百万元)及占比(%)



来源：wind，中泰证券研究所，

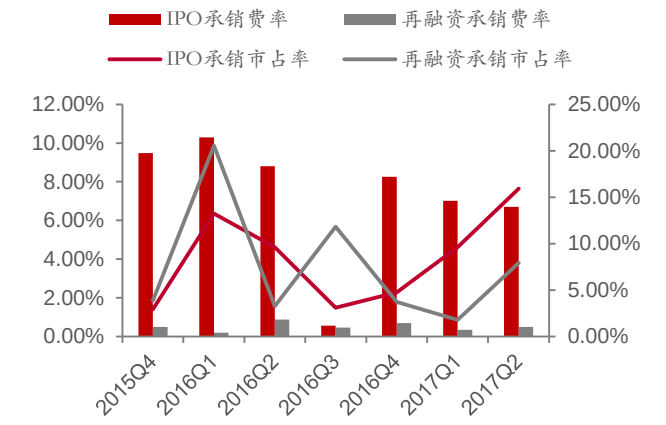
图表 14：IPO 在会审批数量-20170724



来源：wind，中泰证券研究所

■ **三架马车之——再融资模式转化有望此消彼长，规模下降趋缓；**自 2014 年开始，行业定增承销业务进入快速增长阶段，截止 2016 年 A 股总融资规模分别 1.69 万亿元，同比+153%（2014 年+74%，2015 年+66%），其中券商承销规模 1.09 万亿，同比+40%（2014 年+82%，2015 年+92%），2017 年 2 月 17 日，证监会进一步完善上市公司非公开发行股票实施细则，规范上市公司再融资，明确"定价基准日为发行首日"、"增发股份数不超发行前总股本 20%"和"新发行董事会决议日距前次募资资金到位日不少于 18 个月"，定增市场热度略有减退，一季度承销规模 0.54 万亿，其中券商承销规模 0.13 万亿，同比下降 29%，5 月 27 日，上市公司减持新规出台实施，我们认为解禁减持周期拉长增大规模新增压力，展望三季度宏观经济超市场预期概率大，会议之前金融监管政策难超预期，目前仍处在资本为王市场之下，企业客户资金需求较为旺盛，除定增外的配股以及可转债融资需求提升，此消彼长之下再融资规模整体影响减缓。广发证券一季度定增承销 6 家，行业排名第二，整体规模 86.42 亿元，市占率 1.76%，据 wind 统计 2017 年上半年承销金额 169 亿元，市占率大幅提升至 7.91%，费率 0.46%与 2016 年 Q3 基本持平，截止最新配股金额 34.47 亿元排名行业首位，后续有望继续稳健发展。

图表 15：股权承销收入弹性-费率(%)以及市占率（次坐标，%）



来源：wind，中泰证券研究所，

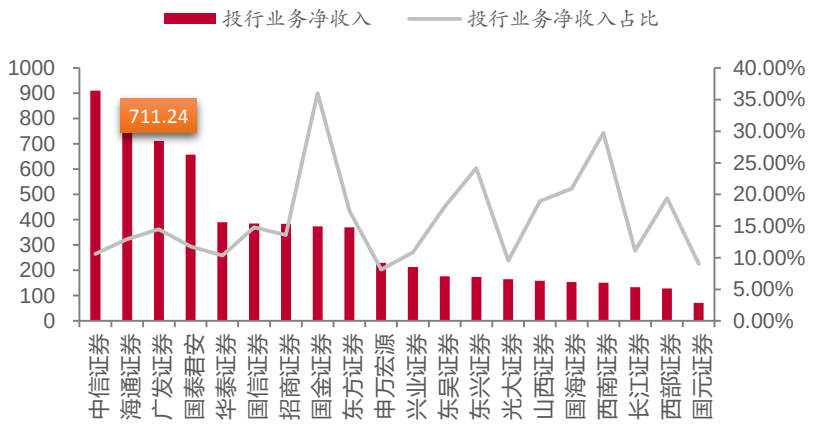
图表 16：并购重组市占率(%)-2016

排名	证券公司	并购交易数量	并购交易金额（亿元）	市场份额
1	中金公司	15	2949.59	13.14%
2	中信证券	27	2604.61	11.60%
3	华泰联合证券	40	2197.57	9.79%
4	中信建投证券	38	1833.07	8.17%
5	广发证券	36	1654.51	7.37%

来源：券商中国，中泰证券研究所

■ **三架马车之——早期布局并购人才济济，“动能转换”/“一带一路”东风受益。**公司 2016 年担任财务顾问的重大资产重组项目 27 家，作为独立财务顾问完成项目金额分别为 25.55 亿美元和 59.82 亿美元的渤海金控、天海投资的大型跨境并购业务，**据 wind 统计，2017 年 1-5 月公司完成并购业务 8 家，排名提升至行业第一，交易规模 708 亿，**我们认为，供给侧改革以及“一带一路“”不断升温带动并购业务需求提升，7 月 17-21 日仅一周证监会审核通过了 9 家企业的并购重组申请，创今年周过会纪录新高，我们认为，公司有望发挥团队优势，把握机遇继续在高端制造业、医疗保健、环保、TM 等优势领域发掘潜力项目，同时海外并购方面，公司自 2014 年开始早期布局，经过三年的摸索，形成一只规模行业排名第一、人员平均咨询经验 9 年以上、资源+经验兼备的跨境并购团队，其中具有海外工作经历或海外教育背景的员工占比近 15%，在海外业务投资顾问运作流程及资源整合模式具有强大先发优势，在助力企业“走出去”进程中业务空间可观。

图表 17：行业投行业务净收入排名（百万元）、占比（%）-2017Q1



来源：wind，中泰证券研究所

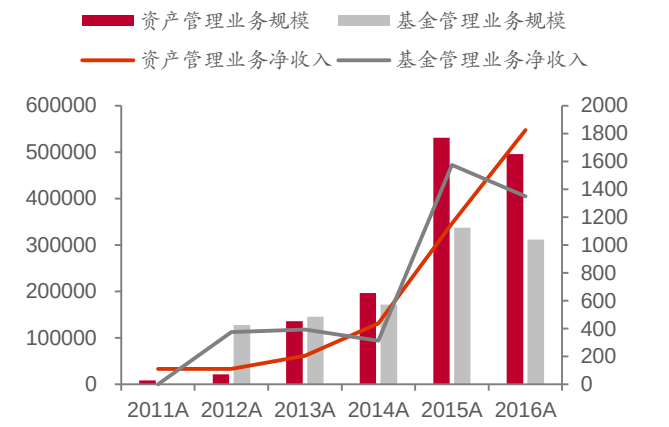
■ **三驾马车并驾齐驱，低价格弹性之下规模强劲增长提升整体收入。**贡献上，公司投行业务占总收入比例约为 15%左右，2016 年实现投行业务净收入 32.80 亿元，2017 年 Q1 7.11 亿元，稳定排名上市券商第 3 位，我们认为，直接融资重要性提升将增厚券商承销业务需求，同时以供给侧资源优化为导向的并购重组业务动力提升，公司作为投行龙头券商将率先受益实现业务规模增长，同时公司稳健的业务能力助推优质高粘性客户培育，有效降低费率敏感度，规模增长之下实现整体收入提升。

资管：主动管理能力不断提升，高粘性客户+优质营销渠道保驾护航

■ **大资管规模持续领先，扩大主动管理优势有效降低通道承压。**公司传统资产管理业务规模处于行业领先地位，客户群体稳定营销渠道成熟，有效服务于机构投资者以及高净值客户，截至 2016 年底，拥有 105 个集合资产管理计划，管理资产规模为 3,681.06 亿元，同比增长 23.91%，排名行业首位；440 个定向资产管理计划，规模 3,211.35 亿元，同比增长 47.52%；41 个专项资产管理计划，规模 271.72 亿元，同比增长

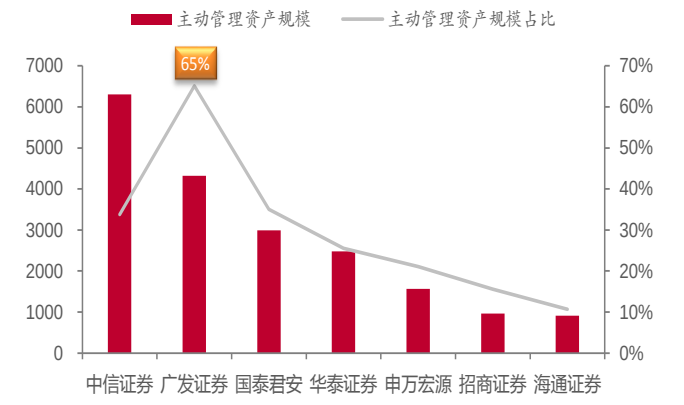
69.59%，总规模排名行业第六，2017 年一季度主动管理规模占比 65%，排名规模前十券商首位，转型持续优势显著。

图表 18：资产及基金管理业务规模、收入（百万元）



来源：中泰证券研究所

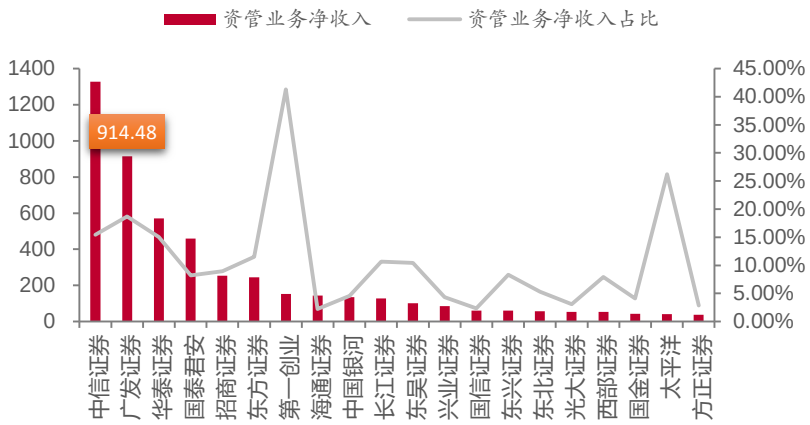
图表 19：主动管理资产规模（亿元）及占比（%）



来源：中国证券投资基金业协会，中泰证券研究所，2017Q1

- **产品探索创新发展，稳定营销渠道+忠实粉丝保驾护航。**公司集合固收类产品占领主流市场，多添富、多添利等代表产品客户群稳固，营销渠道多样，主动管理能力提升将进一步增强客户忠诚度，后续有望转型公募基金，实现收入持续增长；专项资产管理抓住机遇稳步创新，探索 ABS 产品发行，截止目前完成租赁类、应收账款类、环保类 PPP 资产证券化产品发行，继续保持排名行业前列，影响力和领先的优势逐步增强。
- **两大王牌基金，业务收入持续增长。**截至 2016 年底，公司持有广发基金 51.13%的股权。截至 2016 年底，广发基金公募基金规模 3,047.60 亿元，行业排名第 11 位；作为三个并列第一大股东之一持有易方达基金 25%的股权，截至 2016 年底，易方达公募基金管理规模 4,282.90 亿元，行业排名第 3 位，实现净利润 13.40 亿元，同比增长 12.57%，此外公司通过子公司广发信德从事私募基金管理业务，2016 年完成 43 个股权投资项目，投资金额 18.19 亿元，截止 2016 年底累计完成 170 个股权投资项目投资及 22 个项目退出，管理客户资金总规模 69.05，实现营业收入 6.16 亿元，子公司转型发展之下，资产管理性质逐步确立，公司已成功拓展金融机构母基金、政府引导资金等作为私募股权基金的有限合伙出资人，为后续高端资产管理转型奠定了坚实的基础。

图表 20：行业资管业务净收入排名（百万元）、占比（%）-2017Q1



来源：wind，中泰证券研究所

- **主动管理提升顺应大势所趋，规模稳定、收入持续性增强。**2016 年以来，监管层不断发出信号，对银行、券商以及基金公司开展资管业务进行规范管理，我们认为，就券商资产管理而言将促使行业资管业务结构重塑以及盈利模式转变，利好主动管理能力提升较快的券商，公司主动管理占比处于领先位置，规模稳定收入竞争力增强，2016 年度公司实现资产管理业务净收入 41.58 亿元，2017Q1 9.14 亿元，排名上市券商第 2 位，总收入占比 20%左右，我们认为，公司未来有望在继续积极主动管理业务发展，在支持实体经济发展，一带一路大机遇下，规模稳定性逐步增强，管理能力提升，综合收益水平存在较大向上空间。

经纪：深度融合互联网金融，打造高端财富管理

- **自有核心技术研发机器人投顾贝塔牛，低成本高效引流。**7 月 27 日，国务院发布进一步推进大众创业万众创新深入发展意见，继 2015 年 6 月后再次提出深入实施“互联网+”、加快科技成果转化，为满足中小投资者财富管理的多元化需求公司率先在业内推出了第一个机器人投资顾问系统贝塔牛，具有特色优势：**首先，交互性优势。**相比于同业，贝塔牛基于公司自身研发底层数据系统研发，在产品对接上更为自然流畅。**其次，自主技术成本低效率高。**贝塔牛开发人员均公司现有技术人员，相比于同业外部对接有效降低资金和时间成本。此外，公司正逐步开发上线金股棒、易淘金、金钥匙以及第二代升级版贝塔牛等互联网服务平台，以及微信 H5 页面系统，与传统业务深度融合，引流效果显著，截止 2016 年末公司手机证券用户数近 1,000 万，金钥匙系统服务客户超过 230 万，易淘金电商平台的金融产品销售和转让金额达 724 亿元。我们认为，公司通过持续服务将有效不断提升客户好感度与粘性，同时利用大数据技术支持下结合过程中积累丰富真实数据，找准客户痛点提升服务准确性与质量，进一步为客户提供增值服务，在继续保持领先优势同时持续提升获客和收入转化能力。

图表 21：贝塔牛机器人投顾

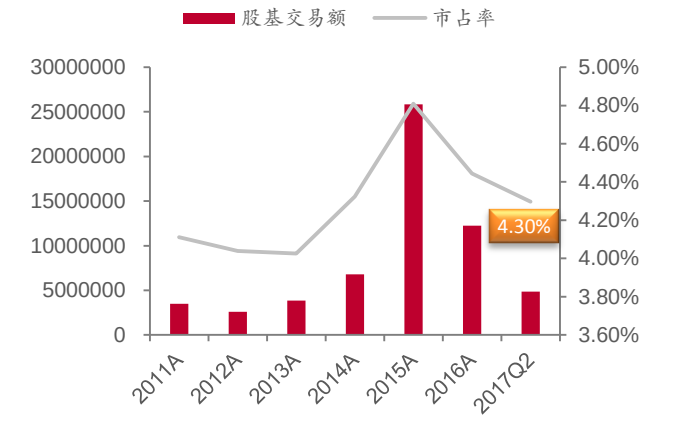
来源：中泰证券研究所

图表 22：易淘金网上商城

来源：中泰证券研究所

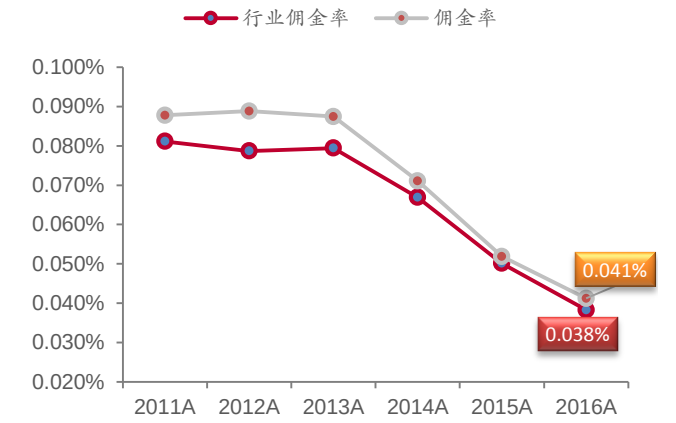
■ **市场回暖收入趋稳，扩大数量优势形成区域壁垒。**公司 2016 年度股基交易额 11.83 万亿，行业排名第 5 位，证券经纪业务佣金率万 4.1，延续历史趋势高于行业平均，据 wind 统计 2017 年上半年行业整体佣金降幅放缓，我们认为，后续市场回暖业务证券经纪业务收入有望保持相对稳定，公司深耕珠三角等经济发达地区，目前拥有 264 家营业部 20 家分公司，其中 50%位于广东地区，深耕发展之下客户粘性大，高净值客户佣金率弹性小且具有一定地域壁垒，后续将通过设立轻型营业部扩大数量优势，以量补价保持收入相对稳定。

图表 23：广发证券股基交易额(百万元)及市占率(%)



来源：wind，中泰证券研究所，

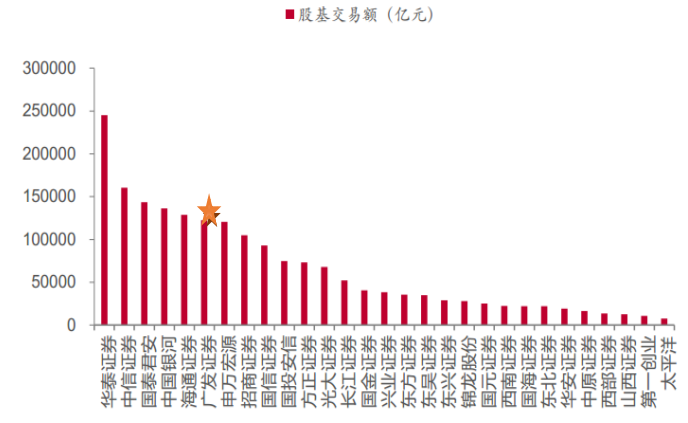
图表 24：行业及公司证券经纪业务佣金率



来源：wind，中泰证券研究所

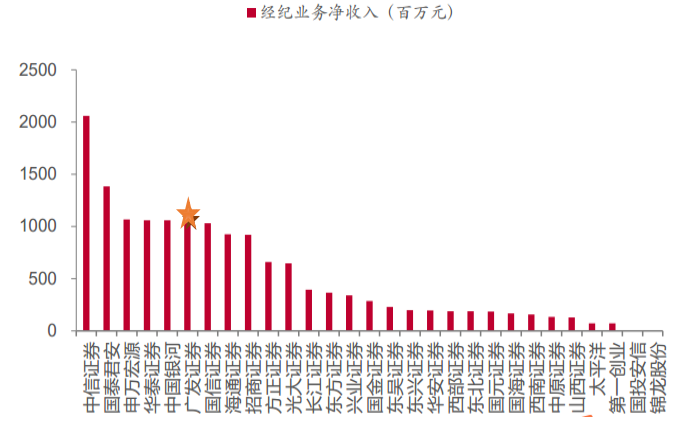
■ **把握消费升级财富管理，打造一站式一体化大类资产配置模式。**我们认为，行业财富管理转型之下，公司业务能力雄厚，未来有望一方面针对高净值客户人群，通过建立类私人银行类特色营业部提供高质量一体化大类资产配置服务，同时深耕继续发展互联网金融业务，借助其引流效应，通过大数据战略定位长三角、珠三角以及环渤海地区深入挖掘高潜力富裕人群需求，开发增值服务，扩大品牌效应。

图表 25：行业股基交易额排名-2016



来源：wind，中泰证券研究所，

图表 26：行业证券经纪业务净收入排名-2016



来源：wind，中泰证券研究所

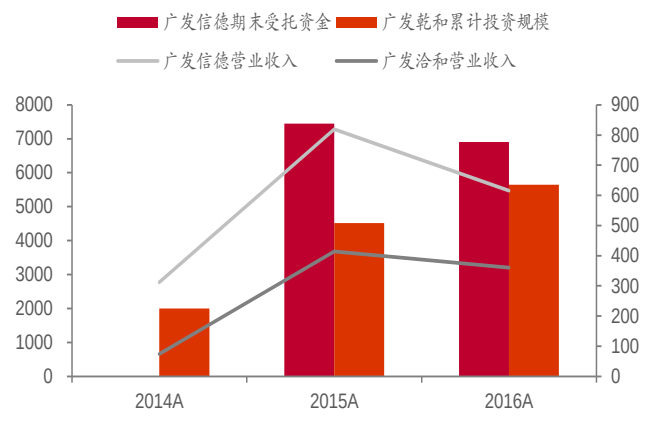
自营：把握子公司转型契机，投资能力提升增强业绩弹性

■ **子公司转型之下，信德乾和齐发力；**相较于市场化的 PE/VC 机构，券商直投公司拥有独特的优势，**首先，**券商直投业务可以和母公司各项业务之间产生协同效应，通过满足多层次投融资需求实现业务串联和联动；**其次，**券商的现有客户资源既可以满足券商直投的募资需求（成为 LP）又可以依托其实现并购或同业转让等方式的退出。公司作为市场化先行大券商，逐步专业化服务水平逐步提升，有望在市场分化中领跑获益。

图表 27：2009-2015 券商直投退出收益及周期

来源：投中研究院，中泰证券研究所，

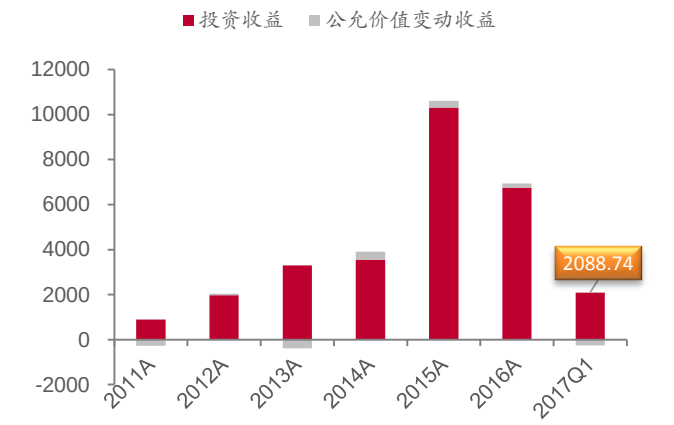
图表 28：广发证券私募及另类投资规模收入（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

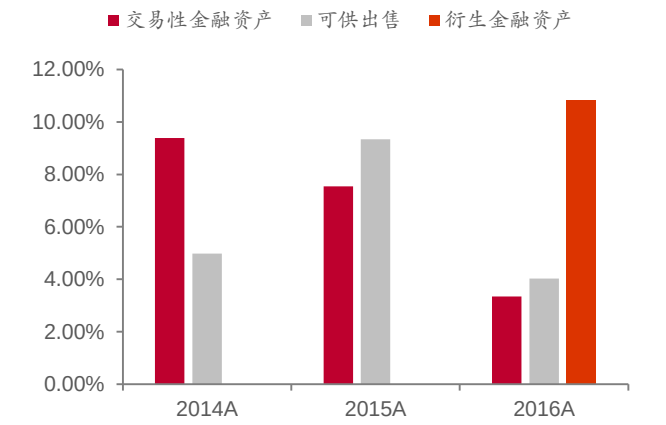
■ 公司私募股权主体广发信德积极把握国内市场机遇，同时外延发展合资设立产业基金，专注海外医疗产业投资，子公司转型之下，募资型私募股权投资转型持续推进，截止 2016 年设立并管理了 13 支私募股权基金和 4 支夹层基金,管理客户资金总规模 69.05 亿元，累计完成 17 个项首次公开发售 A 股市场上市、5 个项目并购实现退出，实现营业收入 6.16 亿元。此外另类投资主体广发乾 2016 年新增投资项目 10 个，投资金额 11.28 亿元，累计投资项目数量 56 个，规模 56.48 亿元，其中 21 个项目已全部退出，实现营业收入 3.60 亿元。

图表 29：广发证券投资收益+公允价值变动（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所，

图表 30：投资收益率—按金融资产

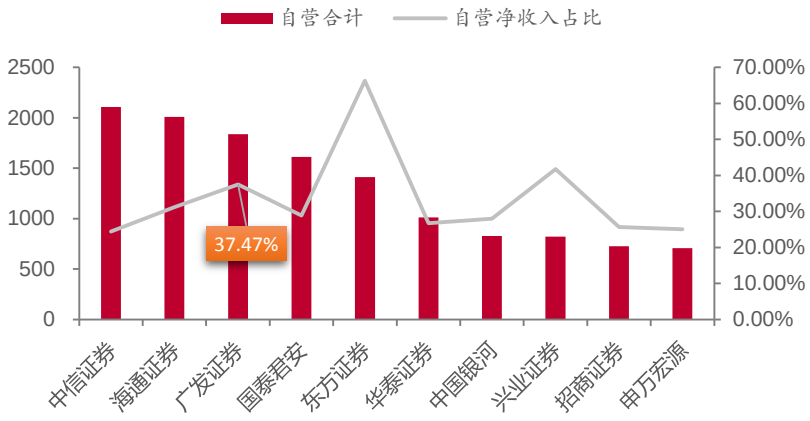


来源：wind，中泰证券研究所

■ **自营投资策略稳健，收益良好。**公司目自营配置策略股：债风险敞口稳定在 1:10 左右，债券配置杠杆率较低，合理风险控制之下保持良好收益水平，5 年年化排名净资本前 10 位第二位，风险与收益兼具，2017 年一季度“漂亮 50”行情引领之下，自营收益增长良好，收入占比排名大券

商前列，业绩弹性优势增强，为大投行大资管业务锦上添花。

图表 31：行业自营业务务净收入排名（百万元）、占比（%）-2017Q1

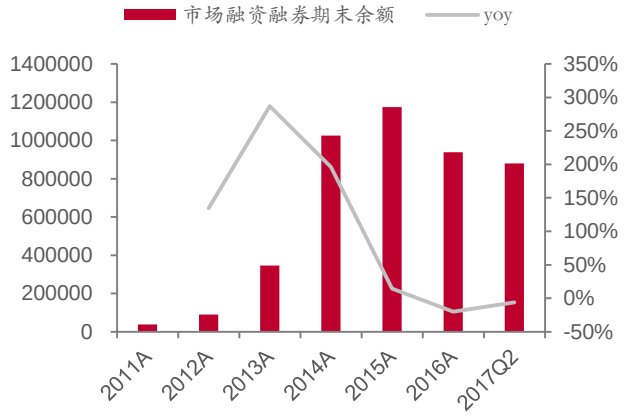


来源：wind，中泰证券研究所

信用：竞争稀缺性决定稳健利差收益

- **两融业务保持较高规模，竞争稀缺性造就稳定收益；**两融规模自 2015 年峰值之后随交易量下滑两融业务也出现一定程度回落，公司根据自身净资本水平、客户状况和风险管理能力，合理把握融资融券业务的发展节奏与速度，截至 2016 年，公司两融期末余额 540.85 亿元，同比下滑 19.18%，与行业基本一致，市占率稳定 5.76%，稳居第一梯队，我们人认为相比于股权质押等新兴业务模式，传统两融存在竞争性稀缺性，证券公司定价能力较强，在净资本及严格风险控制之下，良好的竞争环境带来稳定的利差收益。

图表 32：市场两融业务规模（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所，

图表 33：两融业务行业排名

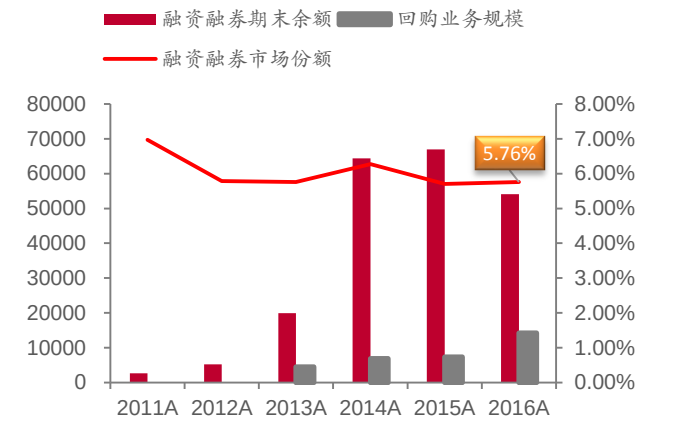
排名	证券公司	2016年末		排名变化	2015年末		
		两融余额(亿元)	市场份额		两融余额(亿元)	市场份额	排名
1	中信证券	566.28	6.03%	↑4	658.94	5.61%	5
2	华泰证券	551.43	5.87%	↑2	660.82	5.63%	4
3	申万宏源	544.86	5.80%	↓2	698.09	5.95%	1
4	广发证券	540.85	5.76%	↓1	669.22	5.70%	3
5	银河证券	529.14	5.63%	↓3	691.21	5.89%	2

来源：wind，中泰证券研究所

- **股权质押业务需求增长，防范风险稳定规模。**我们认为，随着减持新规的实施，行业定增步伐或将放慢，券商净资本补充短期增量受限，股权质押业务资金供给端收紧，对于需求端来说，目前 A 股股票无限收流动股：限售流通股质押比例为 65%:35%，未来集合、大宗以及协议转让限制加深使得限售股股权质押需求提升，短期内供给需求不均衡将使得质

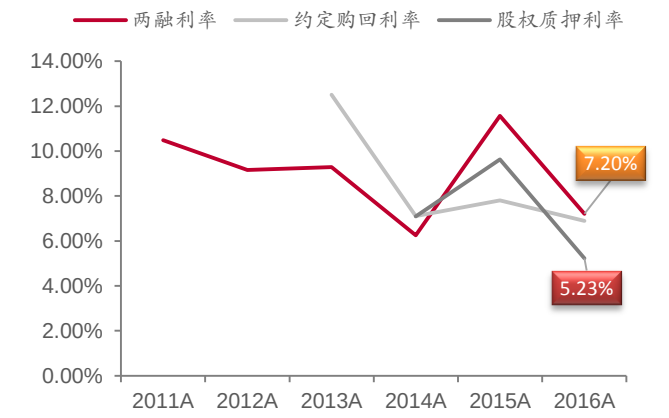
押率折扣下降，利息率有望回调，增厚利差收益同时平仓风险得到有效缓解。截至 2016 年末，公司通过自有资金开展股票质押式回购业务余额为 136.51 亿元，同比增长 96.05%，公司有望在持续严格的风险管控之下，根据资管以及投行客需求实现业务规模、收入稳步增长。

图表 34：广发证券信用业务规模(百万元)及市占率(%)



来源：wind，中泰证券研究所，

图表 35：广发证券信用业务收益率（%）



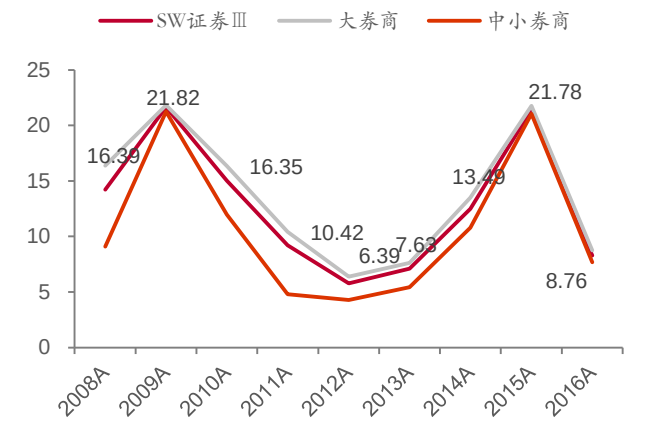
来源：wind，中泰证券研究所

盈利预测以及估值

券商估值空间探讨

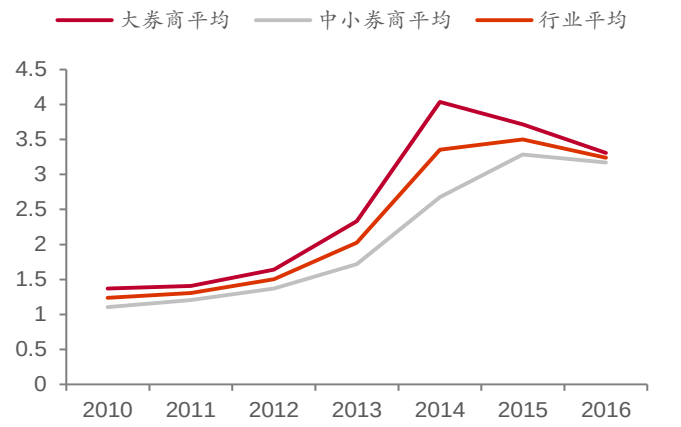
- **高安全边际之下，龙头业绩稳步增长催化估值修复。**我们认为，低估值之下市场环境改善龙头业绩稳定性提升，酝酿估值修复通道开启，同时大券商 PB/中小券商 PB 呈现低位上行趋势，行业价值偏好增强。**首先，估值向上空间大于向下趋势。**目前证券板块按整体法 PB 估值 1.91 倍，根据我们测算，分别以 2015 年 9 月、2016 年 2 月股债市场出现大幅波动时点触底 1.85、1.70 倍 PB 估值底部为参考，接近底部距离约为估值底 3%、 12%，仍处于相对低位，下降空间有限，券商作为监管相对严格的金融子行业，经历了近一年半的严监管治理各业务风险释放较为充分，我们展望三季度宏观经济超市场预期概率大，会议之前金融监管政策难超预期，金融工作会议之后监管有望更注重协调性，预计以服务实体经济为导向券商业务持续规范化发展，尤其以投行业务 IPO 以及并购上升趋势较为明确，市场环境改善，净资产仍具备较高安全性，估值向上空间大于向下趋势。**其次，业务转型发展，龙头有望率先实现相对均衡，助力业绩稳步提升。**目前业务风险已基本出清，券商在传统牌照类业务上受到互联网等新兴模式的冲击，需积极谋求业务结构调整，把握投行、资管业务发展机遇，同时存在向重资产业务转型趋势，谋求轻资产业务手续费之外的投资利差收益，我们认为，转型发展中龙头券商具有明显优势，有望在投行业务规模实现爆发式增长基础上，把握机遇合理控制自有资金业务杠杆率，实现业绩动态平衡。

图表 36：券商板块 ROE-算数平均法



来源：wind，中泰证券研究所，

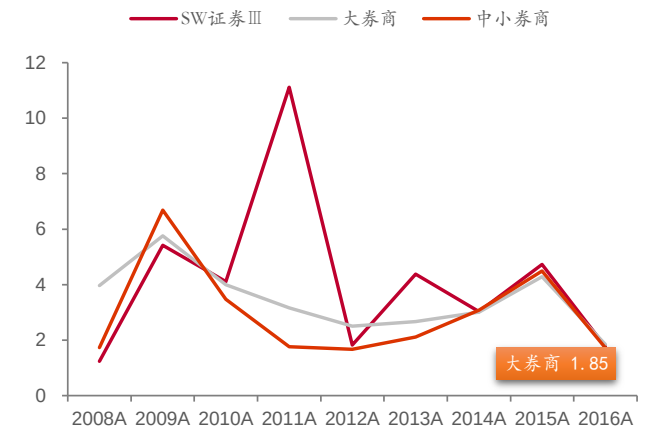
图表 37：券商板块杠杆率-算数平均法



来源：wind，中泰证券研究所

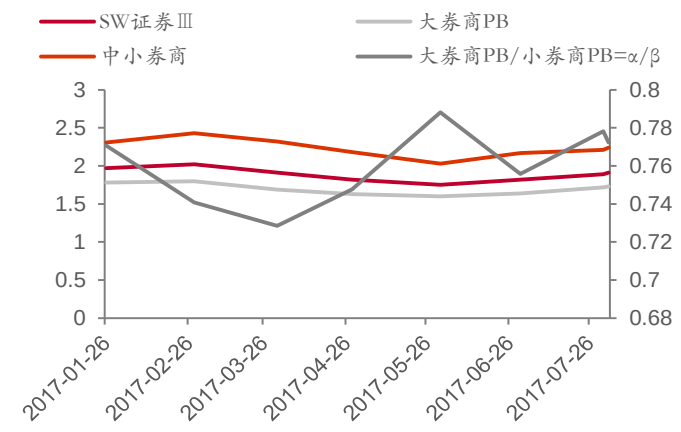
- **第三，大券商 PB/中小券商 PB 呈现低位上行趋势，行业价值偏好增强。**根据杜邦分析（ROE=ROA×权益乘数），在监管环境"去杠杆化"的主调下，预计 2017 年券商板块财务杠杆率将继续下降，从 ROA 角度出发，2016 年度大券商平均 ROA 1.85 高于行业平均，预计 2017 年业务均衡化发展持续推进，业绩稳定性有望增强，同时观察 2017 年至今 PB 走势发现，大券商估值向上空间具有相对优势，且大/小券商 PB 比值呈现向上趋势，券商板块价值偏好增强，龙头券商估值修复通道开启。

图表 38：券商板块 ROE-算数平均法



来源：wind，中泰证券研究所，

图表 39：券商板块杠杆率-整体法



来源：wind，中泰证券研究所

盈利预测-核心假设

- **经纪业务：**预计 2017 年市场日均股基交易额 6500 亿元左右，公司经纪业务稳定在 4%左右，据 wind 统计，截止 2016 年 6 月 30 日市占率 4.3%，预计 2017-2019 延续趋势保持 4.40%、4.45%、4.45%左右，行业佣金率下降趋势有所趋缓，中报预计较年初下滑 19%至 0.031%，2017 全年滑至 0.029%，公司历史佣金率高于行业，预计中报下降至 0.036%，2017 全年下降至 0.034%，2018-2019 年以 5%速度递减。
- **投行业务：**预计 2017 年券商 IPO 承销额约 1700 亿元左右，再融资规模 5156 亿元，债券承销金额 16530 亿元，公司储备优质，预计股债承

销及保荐业务市场份额保持稳定（16.0%、8.0%、7.7%），同时深耕区域优势及高粘性客户使得市场竞争加剧费率敏感性较低，IPO、再融资、债券承销费率分别保持在 6.80%、0.50%、0.54%左右。

- **资产管理业务：**预计公司资产管理规模将继续增长，集合及定向年均增速 10%左右，专项资管低基数增加较快，各业务费率基本保持稳定；基金管理业务方面预计 2017-2019 年均增速 5%左右。
- **信用业务：**据 wind 统计，截止 2017 年 6 月 30 日，市场融资融券余额 8799 亿元，公司市占率 5.6%，于 2016 年同期基本持平，6 月以来市场逐步回暖，预计 2017 年市场两融提升至 111 亿元，公司有望把握机遇将逐步提升市占率至 5.8%左右。
- **自营业务：**预计公司自营业务继续稳健+收益策略，2017-2019 金融工具综合收益率在 3.8%、3.9%、4.2%左右。

图表 40：盈利预测

盈利预测（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	**33446.64**	**20712.04**	**23671.00**	**26883.78**	**30566.77**
手续费及佣金净收入	19585.00	13014.85	14189.56	15782.90	17382.67
其中：经纪业务手续费净收入	13721.43	5381.23	5213.74	5731.10	6167.81
投资银行业务手续费净收入	2112.55	3280.85	4368.77	5063.78	5840.30
资产管理业务手续费净收入	3593.48	4157.94	4373.25	4707.46	5037.89
利息净收入	2930.06	727.93	2064.90	3244.59	4261.70
投资收益	10314.96	6750.15	7174.77	7603.07	8639.47
其中：联营合营企业	289.81	402.86	483.44	580.12	696.15
公允价值变动损益	182.45	203.91	214.10	242.54	0.00
汇兑收益	-25.78	-27.07	-28.42	-29.84	0.00
其他业务收入	25.33	62.44	64.93	67.53	70.23
二、营业支出	**15767.45**	**10185.77**	**11125.37**	**12635.37**	**14366.38**
税金及附加	1928.04	475.22	445.01	505.41	574.66
业务及管理费	13555.57	9285.38	10124.09	11498.19	13073.41
资产减值损失	282.10	423.44	445.01	505.41	574.66
其他业务成本	1.74	1.74	111.25	126.35	143.66
三、营业利润	**17679.19**	**10526.26**	**12545.63**	**14248.40**	**16200.39**
加：营业外收入	172.01	260.26	338.34	439.84	571.79
减：营业外支出	45.49	81.46	122.20	183.29	274.94
四、利润总额	**17805.71**	**10705.06**	**12761.77**	**14504.95**	**16497.24**
减：所得税费用	4193.36	2295.74	2679.97	3046.04	3464.42
五、净利润	**13612.35**	**8409.32**	**10081.80**	**11458.91**	**13032.82**
减：少数股东损益	411.34	379.22	454.69	516.80	587.78
归母公司净利润	**13201.01**	**8030.11**	**10081.76**	**11458.87**	**13032.78**

来源：公司年报，中泰证券研究所

- **我们预计广发证券 2017 年至 2019 年营业收入分别为 236/270/307 亿元，同比增长 14%/14%/14%，对应 2017 年至 2019 年归母净利润分别为 96/110/125 亿元，同比增长 20%/14%/14%，对应 EPS 分别为 1.26/1.44/1.64 元，BVPS 分别为 11.45/15.29/18.80 元。**

公司估值分析

- 我们根据营收、市值水平等因素，选取 8 家可比公司，采用可比公司法用 P/E、P/B 分别进行估值。

图表 41：可比公司估值

	公司	净资本	ROE	PE_2017E	PB_2017E
600030. SH	中信证券	935. 04	7. 36	17.12	1.37
600837. SH	海通证券	786. 64	7. 39	17.83	1.45
002736. SZ	国信证券	463. 68	9. 27	21.41	2.23
601211. SH	国泰君安	803. 38	10. 08	16.54	1.65
601688. SH	华泰证券	451. 22	7. 59	19.60	1.54
000166. SZ	申万宏源	508. 96	10. 55	18.41	1.84
600999. SH	招商证券	455. 24	9. 99	18.55	1.80
600958. SH	东方证券	338. 90	6. 13	33.23	2.19
平均				16.83	1.71

来源：wind，中泰证券研究所

- **PE 法：**根据可比公司 PE 倍数平均值，给予公司 16.83XPE_2017E，对应 2017 年 EPS1.26 元，PE 估值法给出广发证券 2017 目标价 21.20 元。
- **PB 法：**根据可比公司 PB 倍数平均值，给予公司 1.77XPB_2017E，对应公司 2017 年 BVPS11.45 元，PB 估值法给出广发证券 2017 目标股价 19.55 元。
- 目前券商行业整体估值处于底部区域，大券商平均估值为 1.57x PB_2017E，我们根据所选取的 8 家可比公司，综合两种估值方法，预计公司 2017E 目标价为 21.00 元，对应公司 1.83XPB_2017E。

图表 42：分部估值

（人民币百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经纪业务					
收入	13721.4	5381.2	5213.7	5731.1	6167.8
收入占比	41%	26%	21%	17%	15%
净利润	5416	2086	2035	1879	1872
目标P/E			7	7	7
估值			14247.1	13151.1	13101.5
投行业务					
收入	2112.6	3280.8	4368.8	5063.8	5840.3
收入占比	6%	16%	15%	17%	19%
净利润	833.8	1272.0	1776.9	2061.1	2378.3
目标P/E			18	19	20
估值			31984.0	39161.0	47566.1
资产管理业务					
资产管理规模	861626	801285	553651	597947	646672
收入	3593.5	4157.9	4373.2	4707.5	5037.9
收入占比	11%	20%	19%	19%	19%
净利润	1418.3	1612.0	1791.5	2038.3	2297.8
目标P/AUM			0.09	0.09	0.10
估值	0.0	0.0	49828.6	53815.2	64667.2
资本中介业务					
资本中介业务规模	74258	68334	85345	91897	94416
收入	2930.1	727.9	1997.1	3194.8	3930.5
收入占比	9%	4%	7%	7%	7%
净利润	1156.5	282.2	654.9	745.1	839.9
目标P/B			0.35	0.35	0.40
估值			29870.7	32163.8	37766.6
自营业务					
证券投资规模	180765	154540	161540	169617	178098
收入	10611.6	6932.6	7378.7	7817.2	8882.0
收入占比	32%	33%	37%	37%	37%
净利润	60255	77270	80770	84808	89049
目标P/B			0.2	0.3	0.3
估值			32308.0	50885.0	53429.3
分部加总					
总价值	142,875	124,430	158,238	189,176	216,531
每股价值	24.14	16.33	20.76	24.82	28.41
整体P/E	12.91	15.55	16.48	17.32	17.59
整体P/B	2.37	1.58	1.81	1.84	1.94
分部价值占比					
经纪业务			9.00%	6.95%	6.05%
投行业务			20.21%	20.70%	21.97%
资产管理业务			31.49%	28.45%	29.87%
资本中介业务			18.88%	17.00%	17.44%
自营业务			20.42%	26.90%	24.68%

来源：wind，中泰证券研究所

- 此外，我们根据公司各业务条线估值中枢不同，采用分部估值方法， 对于轻资产经纪、投行业务采用以净收入为中枢利用 P/E 估值，资产管理业务对标港股上市公司惠理集团采用 P/AUM 估值，以净资本为基础的资本中介以及自营业务采用 P/B 估值，综合预计公司 2017E 目标价为 20.76 元，对应公司 1.81XPB_2017E。
- 广发证券作为老牌综合性大券商，稳居前五第一梯队，综合可比估值以及分部估值估值，我们预计公司 2017E 目标价 20.84 元，对应公司 1.82XPB_2017E，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- **二级市场持续低迷。**券商各业务均基于证券市场发展，其盈利及风险状况与市场景气程度。
- **金融监管发生超预期变化。**公司业务与监管政策相关性高，传统业务创新发展，超预期监管变化将带来的业务结构超预期调整。

图表 43：财务报表-年度

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	**419097.01**	**359801.35**	**383910.76**	**416407.03**	**448833.22**	**营业收入**	**33446.64**	**20712.04**	**23603.17**	**26833.99**	**30235.61**
客户存款	88640.52	67251.31	73659.42	78538.64	83774.54	手续费及佣金净收入	19585.00	13014.85	14189.56	15782.90	17382.67
自有存款	17931.94	13197.12	13461.06	13864.90	14280.84	其中：经纪业务净收入	13721.43	5381.23	5213.74	5731.10	6167.81
客户备付金	28449.88	17871.30	9207.43	9941.60	10604.37	投资银行业务净收入	2112.55	3280.85	4368.77	5063.78	5840.30
自有结算备付金	2772.18	3871.33	1346.11	1386.49	1428.08	资产管理业务净收入	3593.48	4157.94	4373.25	4707.46	5037.89
融出资金	69190.54	59001.29	64901.42	71391.57	78530.72	利息净收入	2930.06	727.93	1997.07	3194.80	3930.54
交易性金融资产	83912.24	61766.81	64855.15	68097.91	71502.80	投资收益	10314.96	6750.15	7174.77	7603.07	8639.47
买入返售金融资产	13745.92	21961.20	32434.89	38834.30	42717.74	公允价值变动损益	296.62	182.45	203.91	214.10	242.54
可供出售金融资产	96582.58	92080.66	96684.69	101518.92	106594.87	其他业务收入	25.33	62.44	64.93	67.53	70.23
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	**营业支出**	**15767.45**	**10185.77**	**11093.49**	**12611.98**	**14210.74**
其他资产合计	17867.23	22800.79	27360.59	32832.70	39399.25	业务及管理费	13555.57	9285.38	10095.08	11476.90	12931.77
总负债	**339276.19**	**278448.02**	**293467.06**	**310090.64**	**333355.23**	**营业利润**	**17679.19**	**10526.26**	**12509.68**	**14222.02**	**16024.88**
卖出回购金融资产款	85395.76	50549.27	53437.72	57178.36	71472.95	**归母公司净利润**	**13201.01**	**8030.11**	**9599.99**	**10922.21**	**12312.64**
代理买卖证券款	118137.09	85726.53	92074.28	99415.99	106043.73	EPS	1.87	1.05	1.26	1.43	1.62
应付债券	79246.87	73524.60	82739.60	91541.60	96981.60	BVPS	10.17	10.30	11.45	13.46	14.62
其他负债合计	56495.26	68648.31	65215.46	61954.69	58856.95	PE	9.60	17.10	14.25	12.52	11.11
所有者权益	**79820.83**	**81353.34**	**90443.70**	**106316.38**	**115477.99**	PB	1.76	1.74	1.57	1.33	1.23
股本	7621.09	7621.09	7621.09	7621.09	7621.09	ROA	4.0%	2.1%	2.6%	2.7%	2.8%
少数股东权益	2301.56	2823.13	3165.53	3721.07	4041.73	杠杆率	5.25	4.42	4.24	3.92	3.89
归母公司净资产	77519.27	78530.21	87278.17	102595.31	111436.26	ROE	22.5%	10.3%	11.6%	11.5%	11.5%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：财务报表-季度

资产负债表（百万元）	2016A	2017Q1	2017Q2E	2017Q3E	2017Q4E	损益表（百万元）	2016A	2017Q1	2017Q2E	2017Q3E	2017Q4E
总资产	359801.35	354935.13	360782.22	371563.09	383910.76	**营业收入**	359801.35	354935.13	360782.22	371563.09	383910.76
客户存款	67251.31	61202.77	56739.48	51131.25	73659.42	手续费及佣金净收入	13014.85	2707.71	7261.56	10130.45	14189.56
自有存款	13197.12	8948.25	9669.70	13248.99	13461.06	其中：经纪业务净收入	5381.23	1038.90	1917.83	3546.33	5213.74
客户备付金	17871.30	13324.44	7092.44	6391.41	9207.43	投资银行业务净收入	3280.85	711.24	1841.57	2573.96	4368.77
自有结算备付金	3871.33	3772.23	966.97	1324.90	1346.11	资产管理业务净收入	4157.94	914.48	3395.74	3856.53	4373.25
融出资金	59001.29	57864.51	56422.48	58286.16	64901.42	利息净收入	727.93	334.27	1831.17	1769.88	2098.65
交易性金融资产	61766.81	69429.44	84047.46	82754.71	64855.15	投资收益	6750.15	2088.74	6105.35	6632.77	7174.77
买入返售金融资产	21961.20	23353.87	30639.61	30946.01	32434.89	公允价值变动损益	182.45	-252.87	181.64	191.97	203.91
可供出售金融资产	92080.66	88959.04	92209.07	102136.27	96684.69	其他业务收入	62.44	9.47	43.81	83.26	64.93
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	**营业支出**	10185.77	2087.54	7237.43	8822.49	11141.23
其他资产合计	22800.49	28080.52	22995.01	25343.40	27360.59	业务及管理费	9285.38	2051.12	6586.06	8028.47	10138.52
总负债	278448.02	270486.89	247600.58	266731.77	293467.06	**营业利润**	10526.26	2812.69	8161.36	9948.77	12563.52
卖出回购金融资产款	50549.27	58575.69	55646.91	53977.50	53437.72	**归母公司净利润**	8030.11	2138.53	6170.26	7587.88	9640.60
代理买卖证券款	85726.53	77882.31	70924.35	63914.06	92074.28	EPS	1.05	0.28	0.81	1.00	1.26
应付债券	73524.60	73450.32	66650.32	85650.32	82739.60	BVPS	10.3	10.7	14.3	13.2	11.45
其他负债合计	68647.85	60578.50	54378.99	63189.89	65215.46	PE	17.1	64.1	22.2	18.0	14.25
所有者权益	81353.34	84448.24	113181.65	104831.32	90443.70	PB	1.7	1.7	1.3	1.4	1.57
股本	7621.09	7621.09	7621.09	7621.09	7621.09	ROA	2.1%	0.6%	1.7%	2.1%	2.6%
少数股东权益	2823.13	3021.26	4527.27	4193.25	3617.75	杠杆率	1.3	1.3	1.5	1.4	4.24
归母公司净资产	78530.21	81426.98	108654.38	100638.07	86825.95	ROE	10.3%	2.7%	6.8%	8.6%	11.6%

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。