



东兴证券
DONGXING SECURITIES

FICC业务发力 公司杠杆率水平大幅提升

——广发证券（000776）半年报点评

2018年08月30日

强烈推荐/维持

广发证券

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
安嘉晨	研究助理		
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014	

事件：

广发证券近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 76.1 亿元，同比下降 26.4%；归母净利润 28.6 亿元，同比降低 33.6%。总资产 3904.7 亿元，较期初增加 9.4%；归母净资产 841.1 亿元，较期初下降 0.9%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	5522.06	4911.69	5424.13	4542.02	6697.81	3863.57	3746.34
增长率（%）	-22.14%	3.26%	0.95%	-10.28%	21.29%	-21.34%	-30.93%
毛利率（%）	44.48%	57.50%	54.62%	51.73%	51.54%	50.28%	47.82%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	44.48%	57.50%	54.62%	51.73%	51.54%	50.28%	47.82%
净利润（百万元）	1952.40	2220.90	2275.62	2198.65	2388.20	1546.47	1461.76
增长率（%）	-33.00%	17.86%	-01.85%	-02.46%	22.32%	-30.37%	-35.76%
每股盈利（季度，元）	0.24	0.28	0.28	0.27	0.29	0.20	0.17
资产负债率（%）	77.39%	76.21%	76.59%	75.91%	75.17%	76.83%	77.45%
净资产收益率（%）	2.40%	2.63%	2.71%	2.52%	2.69%	1.72%	1.66%
总资产收益率（%）	0.54%	0.63%	0.64%	0.61%	0.67%	0.40%	0.37%

观点：

- **杠杆率大幅提升，资产规模扩张显著。**截至报告期末，公司总资产规模为3904.7亿元，较2017年末增长9.4%，总负债3024.3亿元，大幅增长12.7%，归母净资产841.1亿元，较期初下降0.9%。公司杠杆率水平显著提升，由2017年末的69.6%提升至73%（剔除代理买卖证券款）。公司的杠杆率在券商行业里已处于较高水平。我们认为公司作为证券行业龙头，大幅提升杠杆水平体现出对行业未来发展前景的较高信心。
- **投行业务与交易及机构业务成为拖累业绩的主要板块。**2018H1公司投行业务营收同比下跌57%，交易及机构业务收入下跌74.3%，成为拖累公司业绩的主要板块。公司整体营业支出同比下降14.8%，缓冲收

入下滑对业绩的负面影响，其中主要开支缩减的板块集中在投行与投资管理，营业支出分别下降64.1%和7.3%。而交易及机构业务则加大了投入力度，开支增长达14.5%。

- **金融科技支撑财富管理业务板块。**2018H1公司财富管理业务板块实现收入38.2亿元，同比小幅下降1.3%。由于上半年股票二级市场发生较大幅度回撤，行业整体经纪业务表现并不理想。公司金融科技方面取得较为良好的进展，易淘金APP升级为交易与理财并重的财富管理终端，同时强化国际化行情与服务的建设。2018H1公司手机证券用户数超过1857万，较去年底增长18%。我们认为移动端客户的不断增长将进一步降低零售经纪业务的服务边际成本。同时智能投顾产品的推广也将增加对大众客户的粘性，将交易驱动的业务模式向AUM驱动转变，进一步降低业绩的波动性。
- **资管业务承压，新规落地转型在路上。**2018H1公司资管业务收入23.8亿元，同比下降29.7%，略超预期。截至2018年6月底，广发资管管理的集合计划、定向计划和专项计划的规模较2017年底分别降低16.7%、11%、15.7%。公司正在推进向主动管理等更有质量的内涵式增长转型，短期将对业绩产生一定压力。由于公司受托资金规模在证券行业排名第八，净收入排名第五，较大的管理规模转型的难度也高于其他规模较小的证券公司，公司的转型决心较为坚定，短期的阵痛换来回归本源的资管业务模式将长期利好公司业务。目前公司资产管理净值规模4509亿元，较年初下降13.8%。
- **投行业务下滑较大，开支缩减缓冲业绩压力。**2018H1公司投行业务收入大幅下滑57%至5.7亿元。成本开支也同步下降了64.1%，体现出公司较为灵活的经营机制。受一级市场大环境影响，公司股权主承销金额仅为52.5亿元，同比大幅下降75.4%，是投行业务下滑的主因。
- **信用业务增长，业务风险管理能力突出。**2018H1公司实现融资融券利息收入20.9亿元，同比增加4.6%；质押回购交易业务利息收入7.8亿元，同比大幅增加52.3%。由于公司之前的质押业务较为谨慎的经营策略，整体规模在头部券商中相对较小，在市场大幅回撤时受减值负面影响也因此更小。公司股票质押规模保持稳定，为272.4亿元。股票质押担保比例从年初的266.6%下降至241.6%，依然在行业中处于高水平，整体业务风险较低。
- **FICC业务增长较快，兼具国际化发展潜力。**2018H1，自营固定收益类证券及其衍生品占净资本比例由155.11%上升至201.87%，增幅较大。公司实现固定收益销售及交易业务投资收益净额22.9亿元，同比增加25.2%。由于FICC业务开展时，公司使用利率互换及国债期货进行对冲，因此交易及做市风险可控，业务增长潜力大、规模有进一步扩张的可能性。此外，公司通过间接全资持股的子公司广发全球资本搭建境外FICC投资交易及产品平台，覆盖亚洲、欧洲、美洲的22个国家和地区，涵盖债券及结构化产品等。

结论：

我们看好公司灵活稳健的经营策略以及提高杠杆水平后的业绩弹性，交易类业务具有广阔的发展前景。我们预计公司2018-2020年的营收分别为172.7亿元、199.7亿元和216.8亿元，归母净利润分别为64.8亿元、74.8亿元和80.9亿元，EPS分别为0.85元、0.98元、1.06元，对应PE分别为16倍、14倍和13倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、固收业务发展不及预期、资管业务转型不及预期、投行业务亏损加大

公司盈利预测表（单位：亿元）

资产负债表						利润表					
	2016A	2017A	2018E	单位 2019E	亿元 2020E		2016A	2017A	2018E	单位 2019E	亿元 2020E
资产：						营业收入	207.1	215.8	172.7	199.7	216.8
货币资金	804.5	569.1	690.8	722.2	753.6	手续费及佣金净收入	130.2	112.3	94.0	105.6	116.1
其中：客户资金存款	672.5	483.6	552.6	577.8	602.9	代理买卖证券业务净收入	53.8	43.4	45.5	48.9	51.6
结算备付金	217.4	176.5	189.2	197.8	206.4	证券承销业务净收入	32.8	27.6	9.0	13.8	18.2
其中：客户备付金	178.7	143.1	166.5	174.1	181.6	受托客户资产管理业务净收入	41.6	39.8	37.9	41.1	44.6
融出资金	590.0	617.5	621.0	627.2	633.5	利息净收入	7.3	4.7	11.7	6.2	1.2
交易性金融资产	617.7	632.4	659.2	775.9	881.6	投资净收益	86.2	133.2	64.2	72.2	81.5
可供出售金融资产	920.8	925.9	-	-	-	公允价值变动收益	1.8	0.4	2.3	15.1	17.5
债权投资	-	-	153.2	171.5	191.1	汇兑净收益	(0.3)	0.0	0.5	(0.3)	(0.3)
其他债权投资	-	-	787.2	881.5	982.1	其他收益		3.8			
其他权益工具投资	-	-	136.8	153.2	170.7	其他业务收入	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
衍生金融资产	6.9	54.5	6.2	6.7	7.3	营业支出	101.9	99.9	86.0	99.6	108.5
买入返售金融资产	219.6	336.7	369.3	402.1	435.9	税金及附加	4.8	1.3	6.9	8.0	8.7
应收款项	22.2	35.1	28.2	31.7	34.8	业务及管理费	92.9	94.6	77.5	89.6	97.3
应收利息	25.1	29.4	28.6	29.8	31.0	资产减值损失	4.2	4.0	-	-	-
存出保证金	51.3	47.0	69.5	79.3	89.0	信用减值损失	-	-	4.1	4.5	4.9
长期股权投资	37.4	43.4	49.9	57.3	65.9	其他业务成本	0.0	0.0	(2.4)	(2.5)	(2.5)
固定资产+在建工程	16.4	20.1	19.4	18.7	18.1	营业利润	105.3	115.9	86.7	100.1	108.4
无形资产	5.8	5.9	5.7	5.5	5.3	加：营业外收入	2.6	1.0	1.2	1.2	1.2
商誉	0.0	0.0	102.2	102.2	102.2	减：营业外支出	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
递延所得税资产	7.8	4.3	4.3	26.5	26.5	利润总额	107.1	116.4	87.6	100.9	109.2
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	减：所得税	23.0	25.6	19.0	21.9	23.7
其他资产	54.8	71.0	88.7	76.8	102.6	净利润	84.1	90.8	68.6	79.0	85.5
资产总计	3598.0	3569.1	4009.6	4366.1	4737.9	减：少数股东损益	3.8	4.9	3.8	4.2	4.6
负债：						归属于母公司所有者净利润	80.3	86.0	64.8	74.8	80.9
短期借款+拆入资金	154.7	123.0	138.5	150.8	163.5	每股收益：					
应付短期融资款	163.3	251.0	256.5	288.8	321.8	基本每股收益	1.05	1.13	0.85	0.98	1.06
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	55.1	48.5	51.2	54.0	57.0						
衍生金融负债	6.9	54.4	62.5	71.9	82.7						
卖出回购金融资产款	505.5	555.2	610.7	671.7	738.9						
代理买卖证券款	857.3	650.3	733.5	766.9	800.2						
代理承销证券款		0.5	0.7	0.7	0.7						
应付职工薪酬	71.4	70.5	51.8	59.9	65.0						
应交税费	10.0	11.9	10.4	12.0	13.0						
应付款项	157.9	106.2	110.0	115.0	120.0						
应付利息	20.4	19.4	23.4	27.4	32.0						
长期借款	27.3	45.3	36.3	40.8	38.5						
应付债券	735.3	726.7	946.7	1041.4	1145.5						
递延所得税负债	1.3	0.9	26.5	26.5	26.5						
预计负债	0.3	0.3	4.4	4.4	4.4						
其他负债	17.9	18.7	14.7	18.4	22.4						
负债合计	2784.5	2682.8	3077.8	3350.6	3632.3						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2						
资本公积金	318.6	318.7	318.7	318.7	318.7						
其它综合收益	18.5	22.5	26.3	51.8	80.1						
盈余公积金	47.5	53.6	58.1	63.4	69.0						
未分配利润	219.9	257.7	280.5	317.2	355.4						
一般风险准备	104.5	120.0	131.6	145.1	159.6						
归属于母公司所有者权益合计	785.3	848.5	891.4	972.2	1059.0						
少数股东权益	28.2	37.7	40.4	43.3	46.6						
所有者权益合计	813.5	886.3	931.8	1015.5	1105.6						
负债及股东权益总计	3598.0	3569.1	4009.6	4366.1	4737.9						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。