

股债承销规模下滑，自营投资表现分化

——广发证券（000776）点评报告

增持（首次）

日期：2018年08月30日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	207.12	215.76	197.60	225.38
增长比率(%)	-38.07	4.17	-8.4	14.1
净利润(亿元)	80.30	85.95	64.02	76.71
增长比率(%)	-39.17	7.04	-25.5	19.8
每股净资产(元)	10.30	11.13	11.28	11.89
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1

事件：

8月29日晚间，广发证券发布中期业绩报告。公司2018年上半年实现营业收入为76.1亿元，同比下降26.37%，归母净利润28.58亿元，同比下降33.55%；基本每股收益为0.38元，较上年同期减少32.14%。投行业务低迷和投资收益下滑是公司上半年公司业绩不佳的主要原因。

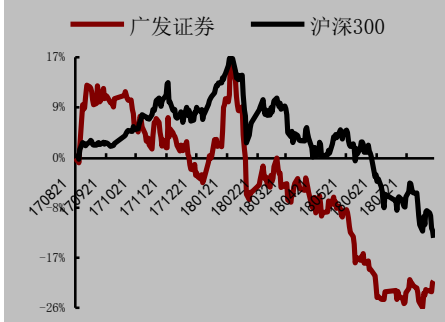
投资要点：

- **投行收入降幅过半，承销规模有所萎缩。**上半年IPO节奏放缓明显，叠加再融资新规和减持新规的影响，券商投行各条业务线承压，公司上半年仅实现投行业务净收入5.7亿元，同比大降57.3%。**1) 股权融资方面：**公司在上半年完成股权融资主承销家数9家，股权融资主承销金额52.48亿元，同比下降75.4%；其中，IPO主承销家数4家（行业第5），IPO主承销金额20.98亿元（行业第9）。**2) 债券融资方面：**公司主承销发行债券62期，总额281.82亿元，总额同比下降43.26%。公司上半年实现债券承销业务净收入1.76亿元，同比减少17.14%。**3) 财务顾问方面：**公司在上半年实现净收入1.27亿元，同比减少41.23%。但公司担任财务顾问的重大资产重组项目达到7家，排名行业第4，完成交易金额98.51亿元，行业排名第14。公司整体并购重组实力较优，项目资源储备丰富。**4) 海外投行方面：**广发控股香港在上半年表现相对较好，完成主承销（含IPO、再融资及债券发行）、财务顾问和并购等项目11个。我们认为，股债承销市场的行业性下滑是公司投行业务表现较差的主因，公司的承销家数和金额仍处于行业前列，中长期来看竞争力并未受到根本削弱。
- **投资收益下滑逾三成，固收自营表现较优。**公司在2018年取得投资收益29.9亿元，同比大幅下滑35.5%。权益自营方面，受制于大盘在上半年的持续下行，公司持有的大量大盘蓝筹股跌幅较大。我们以“投资收益+公允价值变动损益”来衡量投资收益的净额，则公司权益投资收益净额为-4.33亿元，在去年8.48亿元高基数的基础上大幅下滑151%。与此相反，公司在债券自营方面收益良好。由于较好地控制了投资组合的久期、杠杆和投资规模，抓住了阶段性的市场机会，公司上半年固收投资收益净额高达22.90亿元，同比大增25.22%。

基础数据

收盘价(元)	13.55
市净率(倍)	1.17
流通市值(亿元)	802.06
每股净资产(元)	11.04
每股经营现金流(元)	3.29
营业利润率(%)	49.07
净资产收益率(%)	3.33
资产负债率(%)	77.45
总股本(万股)	762,109
流通股(万股)	591,929

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2018年08月29日

相关研究

分析师：	缴文超
执业证书编号：	S0270518030001
电话：	010-66060126
邮箱：	jiaowc@wlzq.com.cn
研究助理：	喻刚
电话：	010-66060126
邮箱：	yugang@wlzq.com.cn
研究助理：	张译从
电话：	010-66060126
邮箱：	zhangyc1@wlzq.com.cn
研究助理：	孔文彬
电话：	021-60883489
邮箱：	kongwb@wlzq.com.cn

公司自营投资的整体表现基本同步于大市，呈现股弱债强的表现。

- **经纪、资管相对稳健，“贝塔牛”发展可期。**上半年公司股基成交量4.89万亿，同比增长3.16%，但业务净收入14.41亿元，同比减少8.74%。融资融券期末余额为505.71亿元，市占率稳定在5.5%，两融带来的利息收入为20.92亿元，同比增加4.58%。在代销金融产品业务领域，公司实现手续费及佣金净收入0.92亿元，同比大增64.89%，反映了公司财富管理转型的稳步推进。资管方面，业务净收入为5.90亿元，同比减少23.71%。但广发资管在资管新规指引下，稳步推进主动管理转型。截至2018年6月底，广发资管的托资金规模在证券行业排名第8，受托资产管理业务净收入行业排名第5。此外公司在金融科技、人工智能领域持续推进。自主研发的机器人投顾贝塔牛继续进行三期功能优化迭代，已累计成功服务客户数65万，其80%的策略组合跑赢比较基准，并完成金融产品销售额72亿元。同时公司的易淘金APP进行了进一步升级，目前已经成为交易与理财并重的财富管理终端，金融产品销售和转让金额达983.73亿元。此外，上半年公司手机证券用户数超过1,857万，较2017年年底增长18.05%。
- **盈利预测与投资建议：**公司2018上半年的业绩整体表现不佳，投行、自营业务下滑严重，但公司综合实力居于券商前列，且在业务规模方面仍有优势，我们预计中长期来看，两项业务将大概率有所回暖。而公司在经纪、资管方面经营稳健，金融科技的不断赋能也将助力公司实现稳定增长。我们预计公司2018/2019/2020年归母净利润分别为64.02/76.71/89.54亿元，对应EPS为0.84/1.01/1.17元，对应BVPS为11.28/11.89/12.66元。首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险因素：**市场持续低迷，政策监管不确定性，资本运用效率不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484