

受投行、境内外投资拖累，业绩下滑较多

——广发证券（000776）年报点评

事件：公司发布2018年报，实现营业收入152.70亿元，同比下滑29.43%，实现归母净利润43.00亿元，同比下滑49.97%；总资产3891.06亿元，较上年末增长9.02%，归母净资产850.18亿元，较上年末增长0.19%。

投资要点：

- **业绩下滑较多，行业地位基本保持稳定：**公司2018年业绩下滑较多，营业收入同比下滑29.43%，而营业成本尤其是业务管理费存在一定刚性，导致归母净利润下降更多，降幅为49.97%。从目前已发布的券商年报和业绩预告来看，公司营业收入排名下降一位居行业第六，归母净利润排名维持行业第五，营业收入和净利润增速在大券商中排名靠后。
- **投行、投资业务拖累业绩：**公司2018年营业收入大幅下滑，主要受到投行、投资业务的拖累。我们按照财务报表口径计算，公司2018分别实现投行、投资收入12.16亿元、10.66亿元，同比下滑55.85%、88.72%（扣除财报列支变化为50.78%）。值得注意的是，公司的海外投资出现严重亏损。最新公告显示，公司下属的广发投资（香港）于开曼成立的Pandion基金在2018年遭受重大投资损失，亏损额达1.39亿美元，主要系汇率波动和流动性问题所致。该基金纳入公司合并财报范围，导致公司年度合并净利润减少9.19亿元。
- **经纪、资管等业务相对持稳：**公司2018年分别实现经纪、资管收入34.53、37.43亿元，同比下滑20.36%、6.01%，下滑幅度略小于行业水平。此外，公司2018年实现利息净收入36.89亿元，同比大增685.17%，主要由于财报列支的变化，债权投资和其他债权投资利息收入（35.85亿元），若扣除这一因素，我们计算2018年利息净收入同比下滑77.95%，主要是由于利息支出增幅高于收入增幅。
- **经纪市占率和佣金率保持稳定，基金代销收入同比增长：**公司2018年股基市占率为4.14%，较去年下滑0.05pct，净佣金率万分之3.1，较去年减少万分之0.3，基本保持稳定。同时，公司财富管理转型成效初现，代销金融产品业务逆势增长，2018年实现代销手续费及佣金净收入1.51亿元，同比增长22.58%，易淘金电商平台的金融产品销售和转让金额达2,417亿元。未来随着公司以财富管理、机构经纪、科技金融和综合化为四轮驱动的战略不断深入，零售经纪及财富管理业务发展可期。

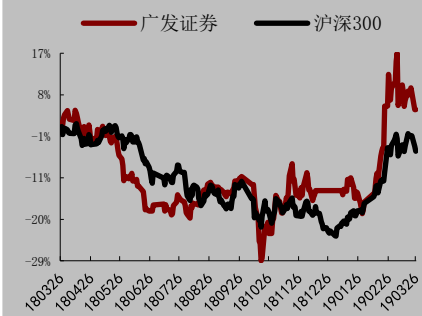
	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	215.76	152.70	207.04	225.33
增长比率(%)	4.17	-29.22	35.58	8.84
净利润(亿元)	85.95	43.00	58.41	63.75
增长比率(%)	7.04	-49.97	35.83	9.14
每股收益(元)	1.13	0.56	0.83	0.90
每股净资产(元)	11.63	11.63	11.25	11.40
市盈率(倍)	14.76	22.64	18.97	17.38
市净率(倍)	1.43	1.09	1.39	1.37

增持（维持）

日期：2019年03月27日

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	香港中央结算（代理人）有限公司 /22.31%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	7,621.09
流通A股(百万股)	5,919.29
收盘价(元)	16.16
总市值(亿元)	1,231.57
流通A股市值(亿元)	956.56

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：2019年03月27日

相关研究

万联证券研究所 20181029_公司点评报告
_AAA_投行自营拖累，业绩不及预期
万联证券研究所 20180830_公司点评报告
_AAA_广发证券(000776)中报点评_股债
承销规模下滑，自营投资表现分化
万联证券研究所 20190110_中信证券
(600030.SH)事项点评_AAA_收购预案出
台，龙头补强华南业务

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001
号：
电话：010-66060126
邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

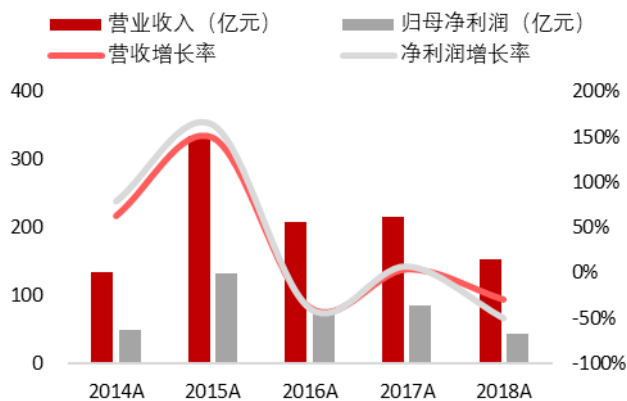
研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

- **定增150亿获批，资本实力继续增强：**2018年11月，公司150亿定增获证监会审核通过，定增获得的资金将用于增加子公司投资、扩大资本中介业务规模、发展固收业务和金融科技投入等。在证券行业转型重资产过程中，资本是券商竞争的硬实力，百亿定增落地后，公司的竞争力将得到增强，业务规模也将继续增长。
- **投资建议：**公司2018年由于投行、境内外投资等业务表现较差，业绩下滑严重，但基本保持了前五的行业地位。同时考虑到低基数下有望实现高增长，百亿级定增后业务规模将继续扩张，且公司财富管理转型较好，尤其在金融科技方面业内领先，此外在华南地区优势明显，未来将享受粤港澳大湾区发展的红利，我们仍看好公司未来的发展，维持“增持”投资评级。
- **风险因素：**市场波动超预期、经营情况不及预期、业务扩张不及预期

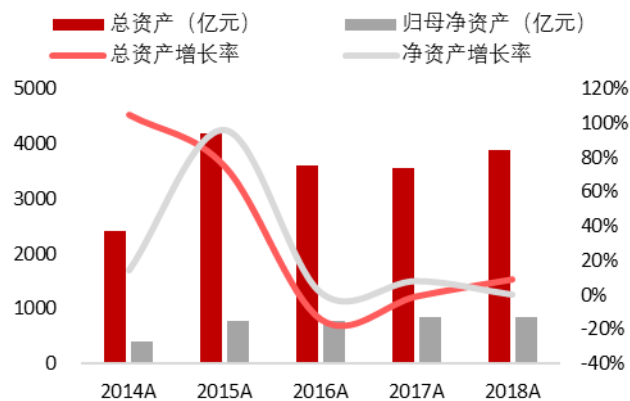
万联证券

图表 1：公司整体经营情况



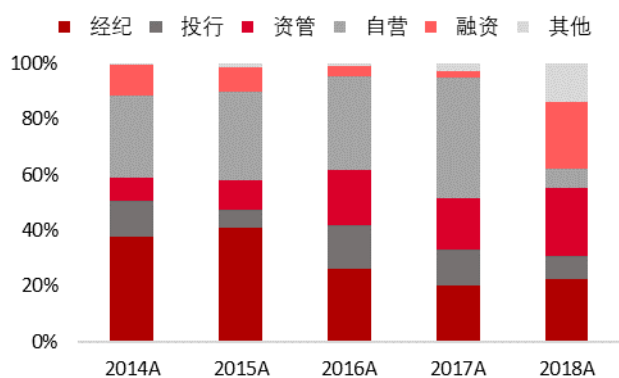
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

图表 2：公司整体资本情况



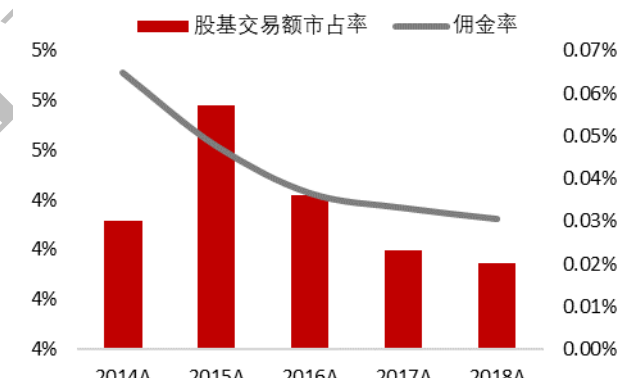
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

图表 3：公司收入结构



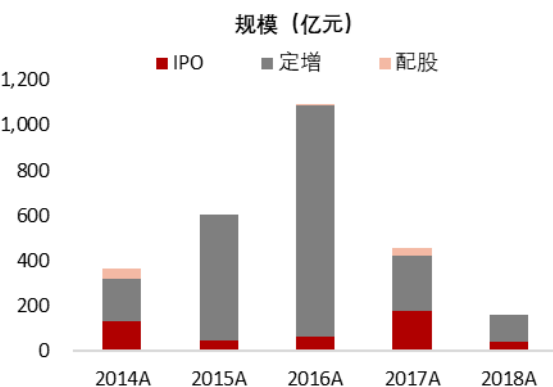
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

图表 4：公司经纪业务情况



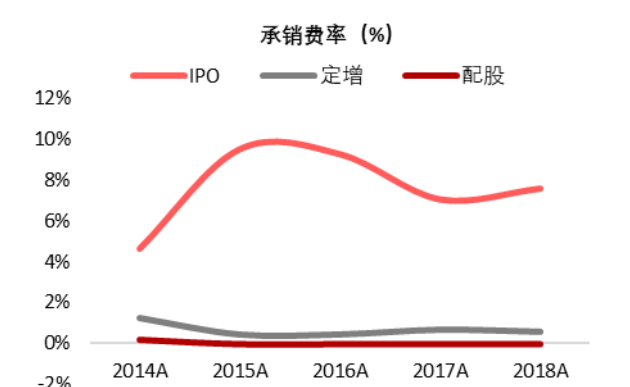
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

图表 5：公司投行业务规模



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

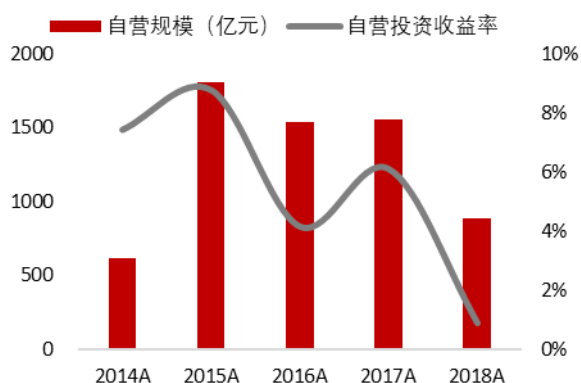
图表 6：公司投行承销费率



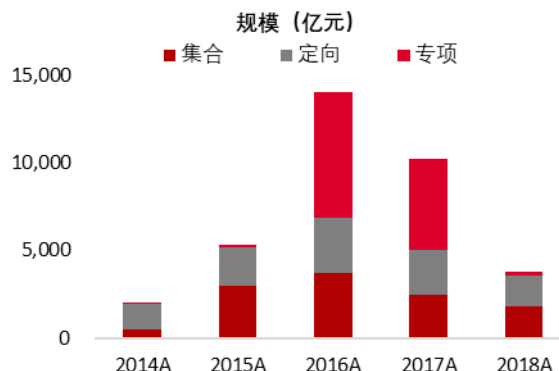
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

图表 7：公司自营业务情况

图表 8：公司资管业务规模



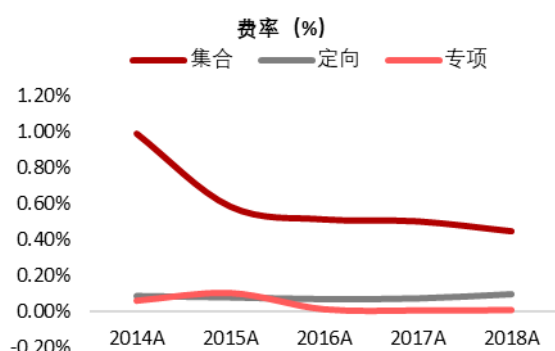
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所



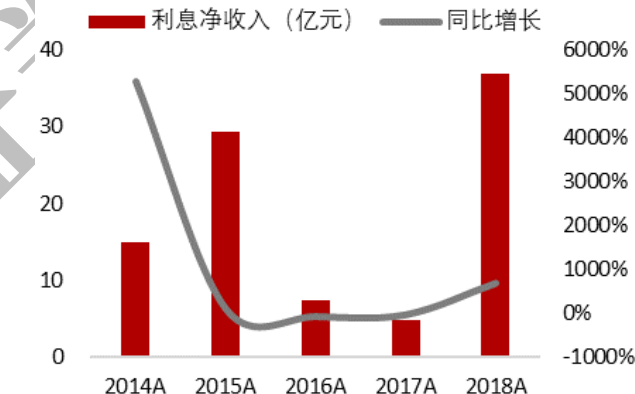
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

图表 9：公司资管业务费率

图表 10：公司利息净收入情况



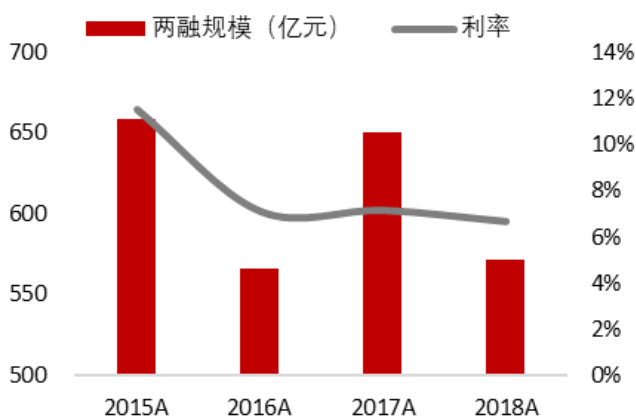
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所



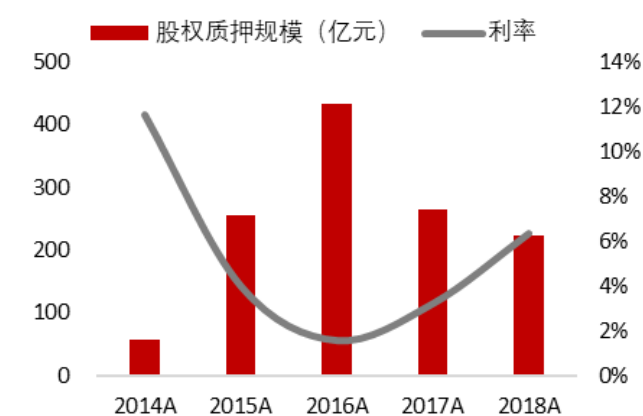
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

图表 11：公司两融业务情况

图表 12：公司股票质押情况



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

资产负债表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	3891.0	4076.3	4119.9	4170.4
货币资金	604.36	610.40	622.61	635.06
结算备付金	179.00	180.79	182.60	184.42
融出资金	453.55	458.09	462.67	467.30
变动计入当期损益金融资产	882.85	891.68	900.60	909.60
变动计入其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00
以摊余成本计量金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生金融资产	175.37	176.24	178.01	179.79
买入返售金融资产	368.13	369.97	373.67	377.41
应收款项	42.84	43.05	43.48	43.92
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
存出保证金	62.85	63.16	63.80	64.43
长期股权投资	52.49	52.75	53.28	53.81
投资性房地产	0.20	0.20	0.20	0.21
固定资产	8.84	8.88	8.97	9.06
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	5.60	5.63	5.69	5.74
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	10.86	10.91	11.02	11.43
其他资产	57.45	646.60	649.75	659.37
负债	3004.7	3219.2	3251.4	3283.9
短期借款	55.05	60.00	60.60	61.21
质押借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付短期融资款	240.50	262.14	264.76	267.41
拆入资金	116.68	127.18	128.45	129.73
变动计入当期损益金融负债	19.34	21.08	21.29	21.50
衍生金融负债	198.79	216.68	218.85	221.04
卖出回购金融资产款	859.94	937.33	946.71	956.17
代理买卖证券款	584.45	637.05	643.42	649.86
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	9.16	9.99	10.08	10.19
应付款项	102.01	111.19	112.30	113.42
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.33	0.36	0.37	0.37
长期借款	54.73	59.65	60.25	60.85
应付债券	686.97	748.80	756.29	763.85
递延所得税负债	1.38	1.51	1.52	1.54
其他负债	24.12	26.29	26.55	26.81
所有者权益	886.29	857.14	868.50	886.54
股本	76.21	76.21	76.21	76.21
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	318.65	347.33	354.27	364.90
其他综合收益	6.82	7.43	7.58	7.81
盈余公积	0.00	0.00	0.00	0.00
一般风险准备	130.63	142.39	143.81	148.13
未分配利润	260.35	283.78	286.62	289.49
归母所有者权益	850.18	918.19	927.38	936.65
少数股东权益	36.11	39.00	39.39	39.78
负债和所有者权益合计	3891.0	4076.3	4119.9	4170.4

资料来源: 公司财报、万联证券研究所

利润表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	152.70	207.04	225.33	261.73
手续费及佣金净收入	86.19	107.88	118.34	129.33
经纪业务净收入	34.53	49.44	50.84	51.46
投行业务净收入	12.16	14.59	16.05	17.66
资管业务净收入	37.43	43.85	51.44	60.22
利息净收入	36.89	26.74	30.55	79.18
投资收益	33.58	171.42	171.05	85.95
公允价值变动收益	-22.92	-	-	-58.66
汇兑收益	-0.21	-0.15	-0.11	-0.16
其他收益	7.06	3.61	4.81	5.16
其他业务收入	12.11	14.53	17.43	20.92
营业支出	92.18	124.04	134.76	156.05
营业税金及附加	1.06	1.44	1.56	1.81
业务及管理费	76.21	103.33	112.46	130.63
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	3.03	3.18	3.21	3.25
其他业务成本	11.87	16.10	17.52	20.35
营业利润	60.52	82.99	90.57	105.69
营业外收入	0.10	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.58	1.44	1.56	1.81
利润总额	60.04	81.56	89.01	103.87
所得税费用	13.72	18.64	20.34	23.74
净利润	46.32	62.92	68.67	80.13
少数股东损益	3.32	4.51	4.92	5.74
归母股东净利润	43.00	58.41	63.75	74.39
其他综合收益	-9.45	1.63	-3.20	-1.43
综合收益总额	36.87	60.04	60.55	72.96

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增速(%)	-29.22	35.58	8.84	16.15
归母净利润增速(%)	-49.97	35.83	9.14	16.69
收入结构				
经纪业务(%)	22.61	23.88	22.56	19.66
投行业务(%)	7.96	7.05	7.12	6.75
资管业务(%)	24.51	21.18	22.83	23.01
自营业务(%)	6.98	26.29	24.10	10.43
融资业务(%)	24.16	12.92	13.56	30.25
其他业务(%)	13.78	8.69	9.82	9.91
获利能力				
代理买卖手续费率	0.03	0.03	0.03	0.03
自营投资收益率(%)	0.87	6.10	6.00	6.00
杠杆倍数	4.21	4.57	4.56	4.52
ROE(%)	5.23	7.34	7.91	9.04
每股指标				
EPS(元)	0.56	0.83	0.90	1.05
BPS(元)	11.63	11.25	11.40	11.63
PE	22.64	18.97	17.38	14.89
PB	1.09	1.39	1.37	1.35

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

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。

免责声明

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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场