

# 资管、经纪表现靓丽，自营投资拖累业绩缩水近三成

——广发证券 2020 年一季报点评



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年04月29日)	13.48元
目标价格	17.46元
52周最高价/最低价	15.97/12.37元
总股本/流通A股(万股)	762,109/591,929
A股市值(百万元)	102,732
国家/地区	中国
行业	证券
报告发布日期	2020年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.61	-2.39	-8.98	-12.47
相对表现	-2.33	-6.62	-5.56	-11.62
沪深300	0.72	4.23	-3.42	-0.85



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514060001

**联系人** 孙嘉庚  
021-63325888-6094  
sunjiageng@orientsec.com.cn

**相关报告**  
投资浮盈带动净利润同比+91%，增速高于 2019-04-30  
大券商整体水平:

## 核心观点

- **归母净利润同比下滑近三成，经纪、资管占比显著提升：**1) 公司 2020Q1 实现营业收入 53.88 亿元，同比减少 21%，实现归母净利润 20.71 亿元，同比下滑 29%，业绩表现稍逊于行业平均。2) 2020Q1 公司年化 ROE8.98%，较行业平均高出 1.42 个百分点。3) 经纪、资管、自营、信用、投行业务收入占比分别为 30%、23%、22%、17%、5%。其中经纪、资管占比分别提升 13 个和 10 个百分点。
- **市场活跃度提升经纪收入大增，基金管理业务表现靓丽：**1) 公司 20Q1 实现经纪业务收入 16.04 亿元，同比大增 38%，主要受益于市场成交额大幅提升近 40%。2) 公司坐拥易方达基金与广发基金两大公募基金，基金管理业务持续快速增长，收入贡献超过母公司资管收入，20Q1 公司实现资产管理业务收入 12.43 亿元，同比大幅增长 41%。3) 20Q1 公司投行业务收入 2.70 亿元，同比下滑 12%。一季度合计股债承销金额 452 亿元，市占率较 19Q1 下降 2 个百分点至 1.90%，其中 IPO 承销金额 33.91 亿元，同比大增 389%，市占率较 19Q1 提升 1.6 个百分点至 4.31%。
- **自营收入大幅缩水拖累业绩，资本中介收入增加三成：**1) 20Q1 公司实现自营业务收入 11.70 亿元，同比大幅缩水超 2/3，成为拖累业绩的主要原因。截至一季末，公司金融资产规模 2162 亿元，较年初增加 12%；但受市场行情的拖累，自营投资表现不佳。2) 20Q1 市场两融余额屡创新高且交易活跃度显著提升，叠加融资利息支出显著减少，公司实现利息净收入 8.90 亿元，同比增长 30%。

## 财务预测与投资建议

- 我们预计公司 2020-22 年 BVPS 分别为 12.83/13.81/14.89(原预测 20-21 年 12.81/13.89，主要由于盈利预测发生调整)，按照可比公司估值，我们给予公司 2020 年 1.36xPB，对应股价 17.46 元，维持增持评级。

## 风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

### 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,270	22,810	23,972	26,558	28,749
同比增长(%)	-29%	49%	5%	11%	8%
营业利润(百万元)	6,052	10,700	11,260	12,605	13,866
同比增长(%)	-48%	77%	5%	12%	10%
归属母公司净利润(百万元)	4,300	7,539	8,197	9,247	10,226
同比增长(%)	-50%	75%	9%	13%	11%
每股收益(元)	0.56	0.99	1.08	1.21	1.34
总资产收益率(%)	1%	2%	2%	2%	2%
净资产收益率(%)	5%	8%	8%	9%	9%
市盈率	24.1	13.6	12.5	11.1	10.0
市净率	1.208	1.126	1.05	0.976	0.906
经纪业务佣金率(%)	0.0416	0.0379	0.0349	0.0329	0.0319

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

我们预计公司 2020-22 年 BVPS 分别为 12.83/13.81/14.89（原预测 20-21 年 12.81/13.89，主要由于盈利预测发生调整）。我们采用可比公司估值法，考虑到公司是头部券商，选取中信证券、华泰证券、招商证券、海通证券作为可比公司，对应 2020 年预测 PB 为 1.36 倍，对应股价 17.46 元，维持增持评级。

**表 1：可比公司估值表**

代码	可比公司	2018	2019	2020E	2021E	2022E
601688	华泰证券	1.41	1.31	1.22	1.14	1.07
600030	中信证券	1.85	1.75	1.71	1.61	1.51
600999	招商证券	1.86	1.74	1.45	1.36	1.23
600837	海通证券	1.23	1.15	1.06	1.00	0.95
	平均值	1.59	1.49	1.36	1.28	1.19

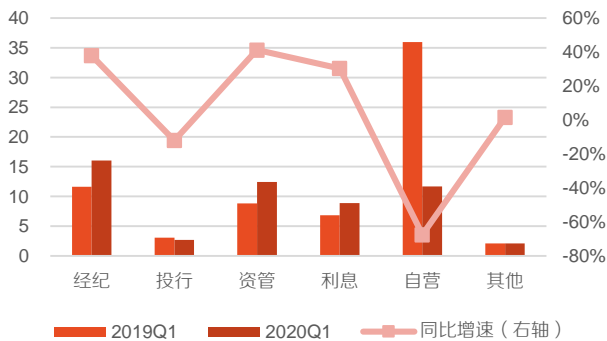
数据来源：WIND、东方证券研究所

**表 2：2020Q1 业绩摘要**

单位：百万元	2019Q1	2020Q1	同比（%）
一、营业收入	6,839	5,388	(21.2)
手续费及佣金净收入	2,420	3,178	31.3
经纪业务手续费净收入	1,163	1,604	37.9
投资银行业务手续费净收入	307	270	(12.0)
资产管理业务手续费净收入	880	1,243	41.2
利息净收入	683	890	30.4
投资净收益	1,402	1,340	(4.4)
对联营企业和合营企业的投资收益	103	21	(79.4)
公允价值变动净收益	2,197	(171)	(107.8)
其他业务收入	138	121	(12.5)
二、营业支出	2,820	2,629	(6.8)
营业税金及附加	31	35	14.0
管理费用	2,524	2,386	(5.5)
三、营业利润	4,020	2,758	(31.4)
四、利润总额	4,019	2,747	(31.7)
减：所得税	845	580	(31.3)
五、净利润	3,174	2,167	(31.7)
归属于母公司所有者的净利润	2,919	2,071	(29.1)
总资产	414,910	438,448	5.7
归属于母公司所有者的净资产	88,784	93,122	4.9

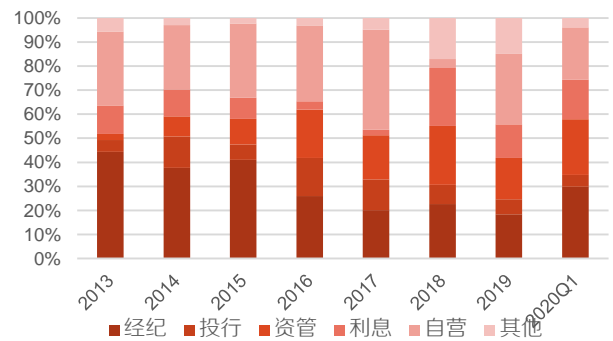
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 1：2020Q1 公司分业务收入（亿元）及同比增速



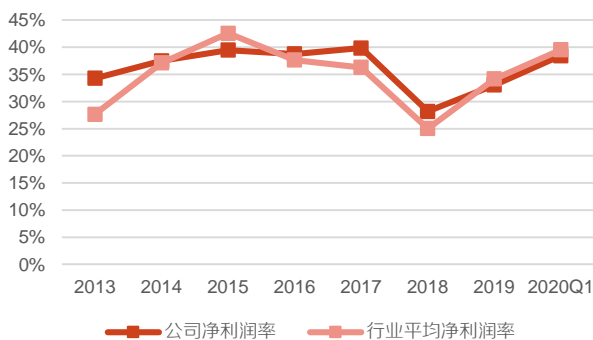
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：2013-2020Q1 公司分业务收入结构



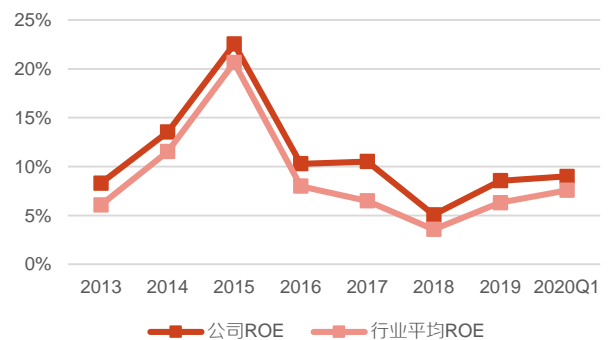
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2013-2020Q1 公司净利润率



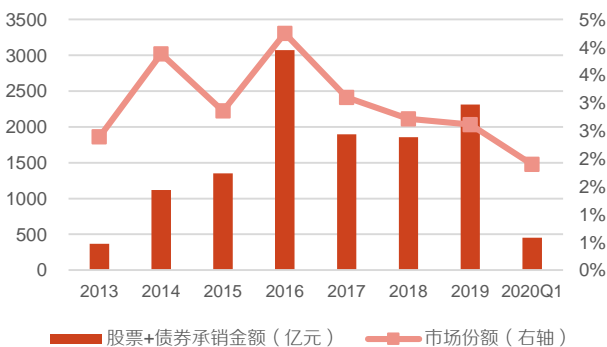
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 4：2013-2020Q1 公司 ROE



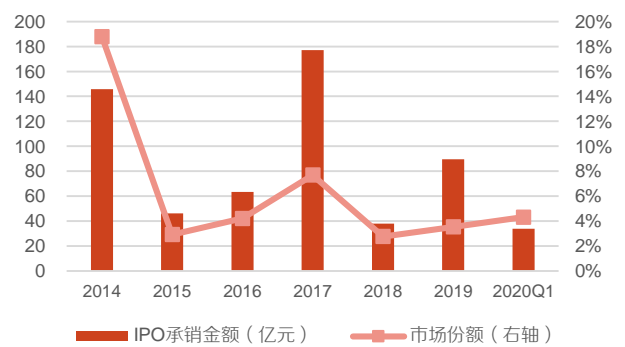
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2013-2020Q1 公司股债承销金额及份额



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 6：2014-2020Q1 公司 IPO 承销金额及份额



数据来源：WIND、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
银行存款	60,436	80,707	90,535	101,303	111,307	<b>成长能力</b>					
其中: 客户存款	39,515	58,366	65,473	73,260	80,494	营业收入	-29.2%	49.4%	5.1%	10.8%	8.3%
公司存款	20,921	22,342	25,062	28,043	30,812	手续费及佣金净收入	-23.2%	13.3%	8.6%	6.6%	9.1%
结算备付金	17,900	19,548	21,929	24,537	26,960	其中: 经纪业务	-20.4%	21.6%	9.1%	2.4%	6.7%
其中: 客户备付金	15,734	17,088	19,169	21,449	23,567	投行业务	-55.9%	18.2%	14.0%	13.7%	16.4%
公司备付金	2,165	2,460	2,760	3,088	3,393	资产管理	-6.0%	4.5%	6.2%	8.5%	8.9%
投资资产	178,592	191,088	206,688	226,182	247,526	净利息收入	685.2%	-14.1%	4.9%	4.6%	-0.4%
其中: 交易性资产	88,285	81,105	88,852	97,355	106,689	自营收入	-93.7%	1071.0%	-5.3%	17.6%	9.4%
其他债权投资	79,513	98,597	105,881	116,274	127,657	营业支出	-7.7%	31.4%	5.0%	9.8%	6.7%
其他权益工具投资	10,794	11,386	11,955	12,553	13,181	管理费用	-19.4%	23.2%	5.1%	8.1%	5.6%
存出保证金	6,285	6,646	7,456	8,342	9,166	营业利润	-47.8%	76.8%	5.2%	12.0%	10.0%
买入返售资产	36,813	20,689	23,208	25,968	28,533	归属于母公司净利润	-50.0%	75.3%	8.7%	12.8%	10.6%
长期股权投资	5,249	6,727	9,081	12,260	16,551	<b>资产分布</b>					
固定资产(含在建工程)	884	1,931	2,028	2,129	2,236	自有存款/总资产	5.4%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
<b>资产总计</b>	<b>389,106</b>	<b>394,391</b>	<b>441,402</b>	<b>489,054</b>	<b>541,959</b>	客户存款/总资产	10.2%	14.8%	14.8%	15.0%	14.9%
交易性金融负债	1,934	3,142	3,142	3,456	3,802	投资资产/总资产	45.9%	48.5%	46.8%	46.2%	45.7%
代买卖证券款	58,445	79,681	89,383	100,014	109,891	买入返售资产/总资产	9.5%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
应付职工薪酬	5,093	6,096	5,923	6,936	7,321	投资资产/净资产	201.5%	203.0%	205.1%	208.8%	211.3%
<b>负债总计</b>	<b>300,477</b>	<b>300,254</b>	<b>340,616</b>	<b>380,743</b>	<b>424,807</b>	<b>收入分布</b>					
股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621	手续费收入/营业收入	56.4%	42.8%	44.2%	42.5%	42.9%
资本公积	31,865	31,205	31,205	31,205	31,205	经纪业务/营业收入	22.6%	18.4%	19.1%	17.7%	17.4%
一般风险准备	26,035	29,656	31,409	33,373	35,532	投行业务/营业收入	8.0%	6.3%	6.8%	7.0%	7.5%
其他综合收益	682	1,543	2,367	3,330	4,380	资管业务/营业收入	24.5%	17.1%	17.3%	17.0%	17.1%
<b>盈余公积</b>	<b>5,752</b>	<b>6,345</b>	<b>7,222</b>	<b>8,203</b>	<b>9,283</b>	自营业务/营业收入	22.0%	26.5%	24.0%	25.3%	25.5%
未分配利润	13,063	14,864	17,972	21,499	25,418	净利息收入/营业收入	24.2%	13.9%	13.9%	13.1%	12.0%
少数股东权益	3,611	2,903	2,990	3,079	3,711	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>88,629</b>	<b>94,137</b>	<b>100,786</b>	<b>108,311</b>	<b>117,151</b>	公司股基交易额	8,300,790	11,070,000	13,120,618	14,252,959	15,678,255
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>389,106</b>	<b>394,391</b>	<b>441,402</b>	<b>489,054</b>	<b>541,959</b>	公司股基交易市占率	4.13%	4.07%	4.02%	3.97%	3.97%
						净佣金率(‰)	0.42	0.38	0.35	0.33	0.32
						IPO 市占率	1.06%	1.73%	1.75%	1.75%	1.75%
						再融资市占率	1.06%	1.73%	1.75%	1.75%	1.75%
						债券承销增长率	-17.20%	41.13%	20.00%	20.00%	20.00%
						营业税金/营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						成本收入比	60.4%	53.1%	53.0%	52.5%	51.8%
						有效税率	22.9%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
						资本公积变化	(1,563)	201	825	962	1,050
						<b>获利能力</b>					
						净利率	28.2%	33.1%	34.2%	34.8%	35.6%
						ROA	1.2%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
						ROE	4.9%	8.2%	8.4%	8.8%	9.1%
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.56	0.99	1.08	1.21	1.34
						每股净资产	11.16	11.97	12.83	13.81	14.89
						每股经纪业务交易额	1,089.19	1,452.55	1,721.62	1,870.20	2,057.22
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	24.07	13.63	12.53	11.11	10.05
						市净率	1.21	1.13	1.05	0.98	0.91

资料来源: 东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

