

# 显著受益财富管理大发展，投行业务有望否极泰来

## 广发证券(000776)

### 主要观点:

鉴于公司投资管理业务优势将显著受益财富管理大发展，投行业务 21 年有望获得恢复性增长以及公司低估值，首次覆盖给予“买入”评级。

### ▶ 机制灵活盈利能力领先的大型综合性券商

公司股权结构均衡、公司治理完善确保市场化的机制。公司没有控股股东和实际控制人，吉林敖东、辽宁成大和中山公用 21 年来一直在公司的前三大股东之列，截至 2020 年末分别持股 16.43%/16.24%/9.01%，形成了较为稳定、多元的股权结构，从而确保公司市场化机制的维持。

公司盈利能力突出，自 2013 年起广发证券 ROE 水平持续超过上市券商均值；从杠杆倍数来看，2013 年起广发证券杠杆倍数持续超过上市券商均值，但近年杠杆趋向平稳，2020 年半年报数据看广发证券杠杆倍数基本与上市券商均值持平。

### ▶ 经纪资管业务持续占优，投行业务有望否极泰来

投顾服务领先行业，代理买卖收入市场份额提升。广发证券的经纪与财富管理业务并未实行“价格竞争”策略，公司目标客户为“富裕人群”，佣金水平高于同业。自 2015 年起公司便在投顾、平台与产品方面不断加强服务客户能力，向财富管理转型。公司投顾人员数量已多年位居行业第一，投资顾问培训体系完善。

投资管理方面参控股公募基金优势明显。2020 年上半年数据来看，广发证券控股的广发基金、参股的易方达基金净利润分别为 9.1 亿元、10.5 亿元，按照相应持股比例计算，广发证券从参控股基金公司获得利润 8.0 亿元，在上市券商中排名第 1。2020 年公司投行业务遭遇康美药业风险事件，公司被暂停保荐机构资格 6 个月、暂不受理公司债券承销业务有关文件 12 个月及责令限制高级管理人员权利的行政监管措施，投行业务停滞。2021 年公司股权承销及公司债券承销分别于 1 月及 7 月恢复。郎酒与百合生物 IPO 项目预计 21 年重新推进，2021 年公司投行业务有望实现恢复性增长。

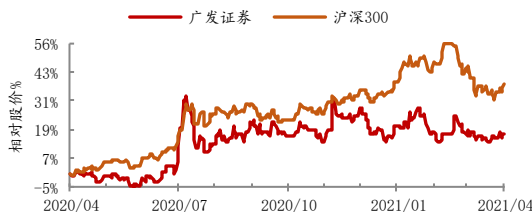
证券自营业务规模有所控制，收益平稳；资本中介业务重两融、轻质押，资本中介业务质量较高；资金类业务信用风险小于同业。

### ▶ 预计 2021 年归母净利 116.3 亿元，同比+15.9%

在 2021/2022/2023 股基日均交易额分别为 9740/10245/10778 亿元的核心假设下，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 116.3/124.2/135.3 亿元，2021/2022/2023 年 BVPS 分别为 14.4/16.0/17.8 亿元，4 月 2 日股价对应的 PB 为 1.10/0.99/0.89 倍。鉴于公司投资管理业务优势将显著受益财

### 评级及分析师信息

|              |             |
|--------------|-------------|
| 评级:          | 买入          |
| 上次评级:        | 首次覆盖        |
| 目标价格:        |             |
| 最新收盘价:       | 15.81       |
| 股票代码:        | 000776      |
| 52 周最高价/最低价: | 18.88/13.03 |
| 总市值(亿)       | 1,204.89    |
| 自由流通市值(亿)    | 935.84      |
| 自由流通股数(百万)   | 5,919.29    |



分析师: 吕秀华  
邮箱: lvxh@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040001  
联系电话:

分析师: 魏涛  
邮箱: weitao@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519070003

分析师: 罗惠洲  
邮箱: luohz@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520070004

### 相关研究

财富管理大发展，投行业务 21 年有望获得恢复性增长以及公司低估值，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 财富管理业务发展低于预期；2) 注册制下投行责任加大，投行业务尽责及合规风险；3) 权益市场大幅下跌，证券投资业务与股票质押业务风险；4) 交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期的风险。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 291.53 | 333.59 | 356.17 | 387.01 |
| YoY (%)    | 27.81  | 14.43  | 6.77   | 8.66   |
| 归母净利润(百万元) | 100.38 | 116.35 | 124.18 | 135.27 |
| YoY (%)    | 33.15  | 15.91  | 6.74   | 8.92   |
| 毛利率 (%)    | 34.43  | 34.88  | 34.87  | 34.95  |
| 每股收益 (元)   | 1.32   | 1.53   | 1.63   | 1.77   |
| ROE        | 10.62  | 11.19  | 10.71  | 10.49  |
| 市盈率        | 12.00  | 10.36  | 9.70   | 8.91   |

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 机制灵活盈利能力领先的大型综合性券商 .....      | 5  |
| 1.1. 起步于广发银行，A+H 股布局做大做强 .....   | 5  |
| 1.2. 全业务牌照、分支机构发达区域占比高 .....     | 6  |
| 1.3. 资管业务收入占比高，盈利能力好于行业 .....    | 7  |
| 2. 经纪资管业务持续占优，投行业务有望否极泰来 .....   | 10 |
| 2.1. 投顾服务领先行业，代理买卖收入市场份额提升 ..... | 10 |
| 2.2. 投资管理方面参控股公募基金优势明显 .....     | 13 |
| 2.3. 投行业务否极泰来 .....              | 16 |
| 2.4. 资金类业务高质量发展，资产减值好于同业 .....   | 18 |
| 3. 投行、投资管理有望助推 21 年业绩增长 .....    | 20 |
| 4. 风险提示 .....                    | 21 |

**图表目录**

|      |                               |    |
|------|-------------------------------|----|
| 图 1  | 广发证券发展历程.....                 | 5  |
| 图 2  | 广发证券股权结构.....                 | 6  |
| 图 3  | 公司旗下 7 家全资子公司，1 家控股子公司.....   | 6  |
| 图 4  | 2019 年头部券商营业网点数量.....         | 7  |
| 图 5  | 2019 年头部券商营业网点分布.....         | 7  |
| 图 6  | 广发证券收入结构.....                 | 8  |
| 图 7  | 证券行业收入结构.....                 | 8  |
| 图 8  | 广发证券 ROE 持续好于上市券商均值.....      | 9  |
| 图 9  | 广发证券杠杆倍数收敛至接近上市券商均值.....      | 9  |
| 图 10 | 广发证券经纪业务收入占比低于行业.....         | 10 |
| 图 11 | 广发证券零售经纪与机构经纪业务收入份额相当.....    | 11 |
| 图 12 | 公司佣金率水平高于行业，也高于部分头部券商.....    | 12 |
| 图 13 | 公司投顾人员数量行业第一.....             | 12 |
| 图 14 | 股基交易额市占率下滑而代买卖业务净收入市占率提升..... | 13 |
| 图 15 | 公司旗下资产管理业务平台.....             | 14 |
| 图 16 | 集合资管业务规模行业排名第 2.....          | 14 |
| 图 17 | 广发证券投行业务排名曾为行业前 3，近年有所下滑..... | 16 |
| 图 18 | IPO 融资规模及市场份额.....            | 17 |
| 图 19 | 再融资规模及市场份额.....               | 17 |
| 图 20 | 公司保荐代表人 169 名，行业排名 12.....    | 17 |
| 图 21 | 公司 IPO 储备 106 家，行业排名 12.....  | 17 |
| 图 22 | 公司投资资产规模保持稳定.....             | 18 |
| 图 23 | 公司总投资收益率保持稳定.....             | 18 |
| 图 24 | 公司融资融券余额及市场份额.....            | 19 |
| 图 25 | 公司股票质押业务利息收入及市场份额.....        | 19 |
| 图 26 | 信用减值损失处于同业较低水平.....           | 19 |
| 图 27 | 20 年公司各项业务增速.....             | 20 |
| 表 1  | 广发证券各项指标行业排名.....             | 9  |
| 表 2  | 广发证券为参股基金公司最获益券商.....         | 15 |
| 表 3  | 广发证券投资管理业务平台 2020 年业绩情况.....  | 15 |
| 表 4  | 2020 年公司各项业务收入贡献.....         | 20 |
| 表 5  | 2021-2023 各项业务收入增速预测.....     | 21 |
| 表 6  | 可比公司估值（总资产单位亿元）.....          | 21 |

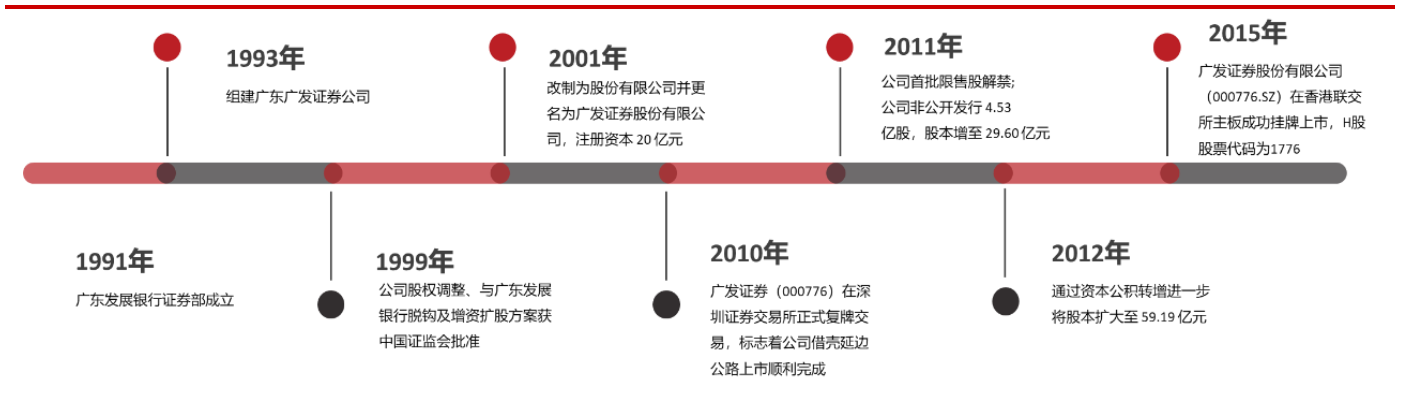
## 1. 机制灵活盈利能力领先的大型综合性券商

### 1.1. 起步于广发银行，A+H 股布局做大做强

公司前身为广东发展银行设立的下属证券业务部，于 1991 年 4 月成立。1993 年 12 月，广发银行在原证券营业部基础上组建广东广发证券公司，注册资本 1.5 亿元，当年在全国证券公司排名中股票交易总额、资产总额、利润总额分列第八、第九、第十一位。

1999 年 8 月 26 日股权调整，与广东发展银行脱钩，同年 12 月增资至 14 亿元。2001 年 7 月正式改制为股份有限公司并更名为广发证券股份有限公司。2010 年 2 月，公司反向收购延边公路，正式登陆 A 股市场，并于 2011 年、2012 年通过非公开发行向十位投资者发行 A 股及资本公积转增股本方式两次增资提升资本至 29.6 亿元。2015 年 4 月公司在香港联交所主板成功挂牌上市，成为国内第 3 家完成 A+H 股布局的券商。2015 年以来资产指标及营收净利指标稳居行业前 5。

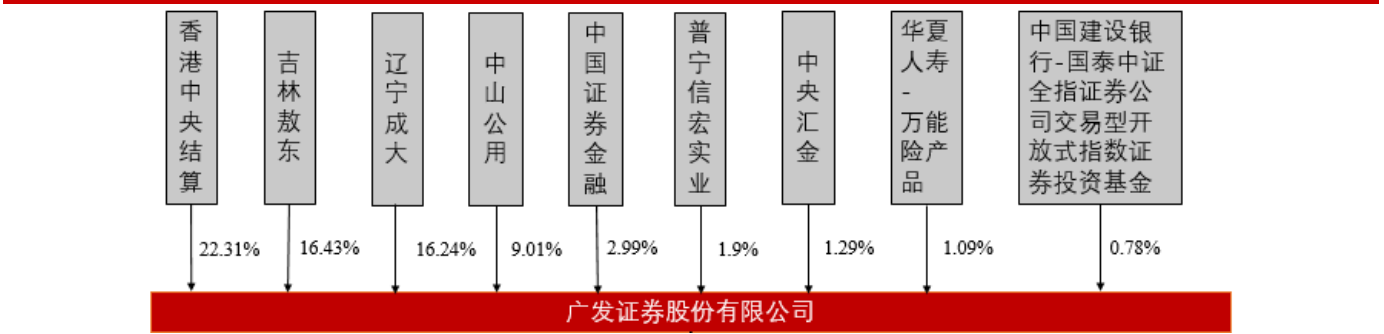
图 1 广发证券发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

**股权结构均衡、公司治理完善确保市场化的机制。**公司没有控股股东和实际控制人，吉林敖东、辽宁成大和中山公用 21 年来一直在公司的前三大股东之列，截至 2020 年末分别持股 16.43%/16.24%/9.01%，形成了较为稳定、多元的股权结构，从而确保公司市场化机制的维持。

图 2 广发证券股权结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 1.2. 全业务牌照、分支机构发达区域占比高

公司业务牌照齐全，拥有投资银行、财富管理、交易及机构和投资管理 etc 全业务牌照。

公司旗下目前有 7 家全资子公司，1 家控股子公司，1 家主要参股公司和 2 家间接全资持有海外公司。全资子公司分别是广发期货、广发控股（香港）、广发信德投资、广发乾和投资、广发合信产业投资、广发融资租赁（广东）和广发证券资产管理（广东），控股广发基金，持股易方达基金，间接全资持有广发金融交易（英国）和广发证券（加拿大），形成了以证券业务为核心、业务跨越境内外的金融控股集团架构。

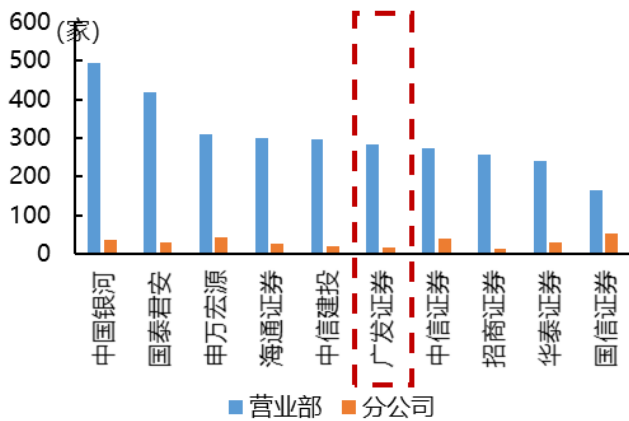
图 3 公司旗下 7 家全资子公司，1 家控股子公司



资料来源：公司官网，华西证券研究所

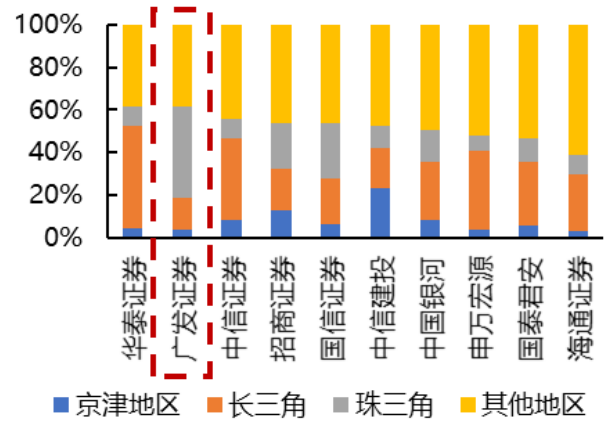
截至 2020 年末，公司共有分公司 20 家、证券营业部 282 家，分布于全国 31 个省、直辖市、自治区。广发证券的营业网点和分公司数量排名较为靠前，同时从营业网点地理分布上看，广发证券处于珠三角地区的营业网点比例明显高于其他券商，整体处于京津地区、长三角和珠三角三大经济发达地区的营业网点占比与华泰证券接近，居于同业领先地位。

图 4 2019 年头部券商营业网点数量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 5 2019 年头部券商营业网点分布



资料来源：公司年报，华西证券研究所

### 1.3. 资管业务收入占比高，盈利能力好于行业

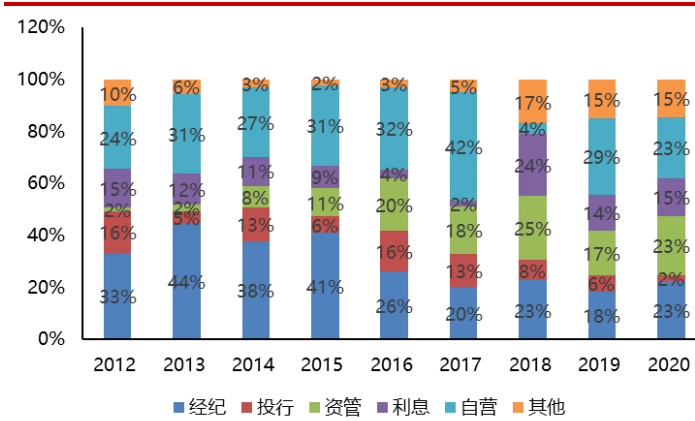
由于广发证券康美药业风险事件自 2019 年起对公司投行业务产生不利影响，因此公司 2018 年数据更有代表性。2018 年广发证券收入占比最高的为资管业务，占比 25%，经纪与投行业务占比分别为 23%和 8%，利息+自营业务收入占比 28%，其他业务收入占比 17%（其中对联营和合营企业投资收益占比 3%）。

趋势上看，经纪业务净收入占比大幅下降，从 2013 年的近 44%大幅下降至 2020 年的 23%；资管业务收入占比大幅提升，从 2013 年的 2%大幅提升至 2020 年的 23%。

与行业相比，广发证券资管业务收入占比大幅超过行业。

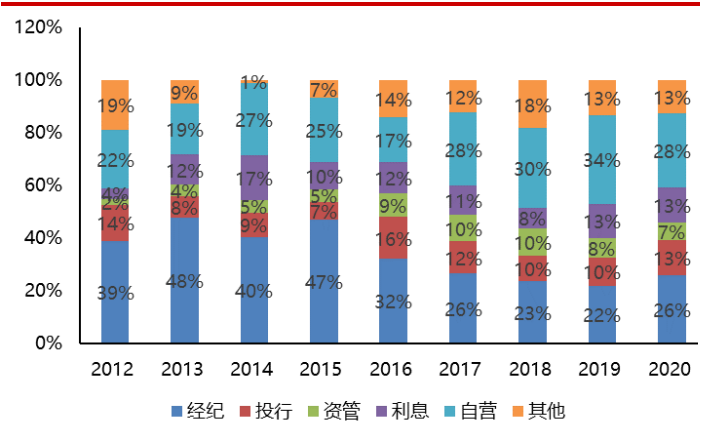


图 6 广发证券收入结构



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 7 证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

公司规模、盈利排名稳定且位于行业前列，2018、2019 年公司净资产、营业收入、净利润行业排名均保持在第 5。

具体各业务来看，公司在经纪与财富管理业务、资管业务方面具较大优势，两项业务的核心指标排名均为行业前 5。其中客户资金余额排名行业第 4，经纪业务收入、代销金融产品收入 2019 年排名第 5；资管业务收入行业排名第 4。以公司投行业务未受风险事件影响前的 2018 年数据看，投行业务方面主要指标排名行业前 10，承销与保荐、财务顾问业务收入排名分别第 8、第 10。资本中介业务方面，融资融券业务排名靠前，与经纪业务排名基本相当，股票质押业务做得相对较少。



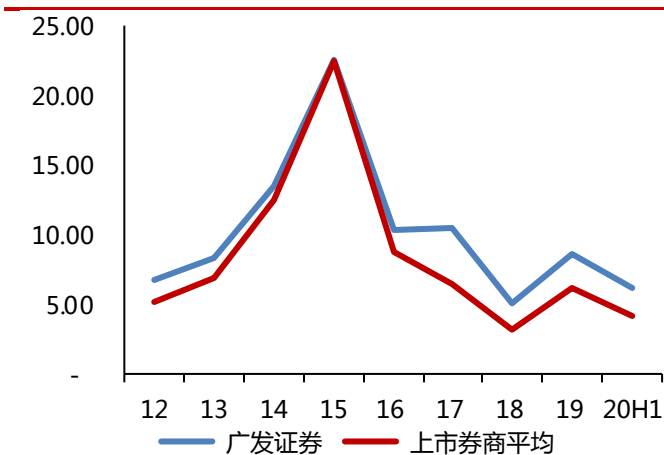
表 1 广发证券各项指标行业排名

| 单位: 亿元  | 指标           | 广发证券2018年   | 2018年排名 | 广发证券2019年   | 2019年排名 |
|---------|--------------|-------------|---------|-------------|---------|
| 规模      | 总资产          | 31,614,503  | 3       | 34,968,972  | 5       |
|         | 净资产          | 7,961,028   | 5       | 8,529,373   | 5       |
|         | 净资本          | 6,376,275   | 7       | 6,679,169   | 6       |
|         | 核心净资本        | 5,879,275   | 5       | 6,169,169   | 6       |
| 盈利      | 营业收入         | 1,527,037   | 5       | 1,517,989   | 5       |
|         | 净利润          | 465,087     | 5       | 753,892     | 5       |
|         | 财务杠杆         | 3.43        | 13      | 3.35        | 13      |
|         | 净资产收益率       | 5.86%       | 10      | 8.55%       | 10      |
| 经纪与财富管理 | 客户资金余额       | 4,317,814   | 4       | 6,395,547   | 4       |
|         | 托管证券市值       | 128,136,534 | 10      | 176,440,046 | 9       |
|         | 经纪业务收入       | 304,177     | 4       | 381,664     | 5       |
|         | 席位租赁收入       | 43,701      | 6       | 45,014      | 7       |
|         | 机构客户交易额      |             |         | 132,382     | 9       |
|         | 代销金融产品收入     | 16,092      | 7       | 19,545      | 5       |
| 资产管理业务  | 客户资产管理业务收入   | 108,870     | 4       | 122,524     | 4       |
| 投行业务    | 投行业务收入       | 112,496     | 8       | 133,807     | 9       |
|         | 承销与保荐收入      | 89,499      | 8       | 119,771     | 10      |
|         | 财务顾问收入       | 22,997      | 10      | 14,036      | 22      |
|         | 并购重组财务顾问业务收入 | 9,850       | 9       | 4,481       | 14      |
| 投资业务    | 证券投资收入       | 84,339      | 32      | 430,845     | 8       |
|         | 股权投资收入       | 57,501      | 11      | 62,428      | 5       |
| 融资融券业务  | 融资类业务利息收入    | 555,122     | 7       | 462,441     | 8       |
|         | 融资融券业务利息收入   | 380,541     | 5       | 337,303     | 6       |
|         | 股票质押利息收入     | 154,121     | 10      | 110,236     | 9       |

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

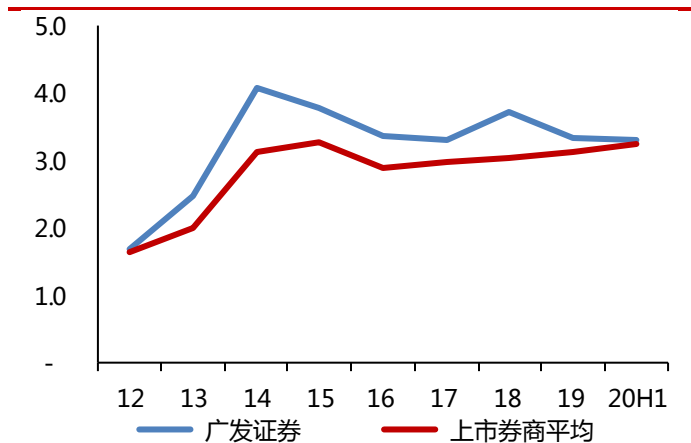
公司盈利能力突出，自 2013 年起广发证券 ROE 水平持续超过上市券商均值；从杠杆倍数来看，2013 年起广发证券杠杆倍数持续超过上市券商均值，但近年杠杆趋向平稳，2020 年半年报数据显示广发证券杠杆倍数基本与上市券商均值持平。

图 8 广发证券 ROE 持续好于上市券商均值



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 9 广发证券杠杆倍数收敛至接近上市券商均值



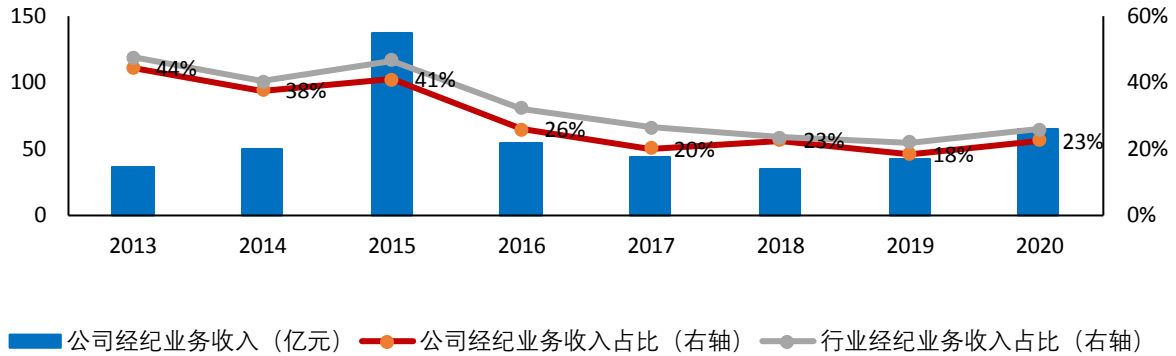
资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 2. 经纪资管业务持续占优，投行业务有望否极泰来

### 2.1. 投顾服务领先行业，代理买卖收入市场份额提升

近年来伴随佣金费率下滑，经纪业务收入在总收入中占比大幅下滑，从 2015 年之前的 40%左右下滑至近三年的 20%左右。与行业相比，广发证券经纪业务占比稍低，2019 年占比 18%，2020 年伴随市场股基成交额的大幅提升与公司投行业务的暂停，占比提升至 23%。

图 10 广发证券经纪业务收入占比低于行业

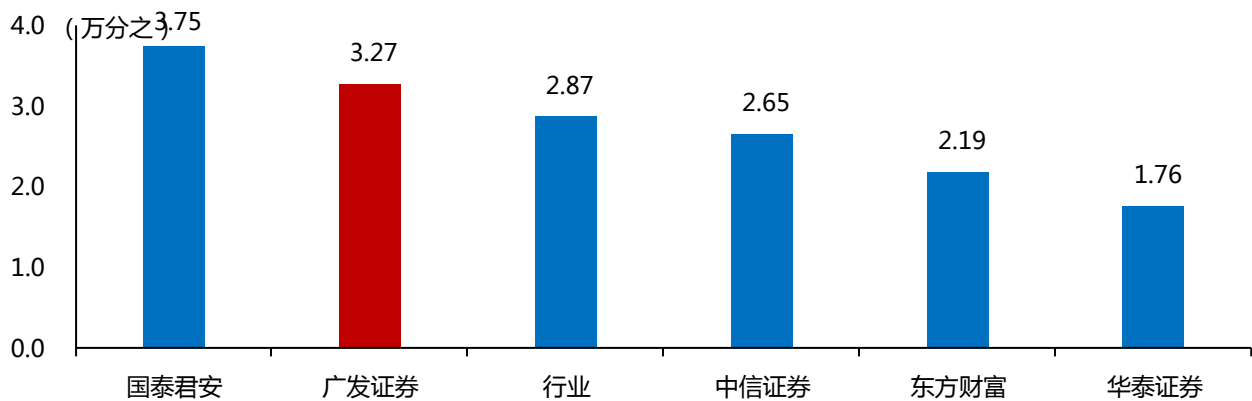


资料来源：公司年报，华西证券研究所

行业地位来看，广发证券的经纪与财富管理业务所有指标行业排名均前十，核心指标经纪业务收入、代销金融产品收入等指标行业排名前 5（见表 1）。股基交易额与代理买卖证券业务收入的市场份额均在 4%~5%。机构经纪与零售经纪的份额也基本相当，2019 年公司零售经纪与机构经纪业务代理买卖证券业务收入市场份额分别为 4.66%和 4.54%。



图 12 公司佣金率水平高于行业，也高于部分头部券商

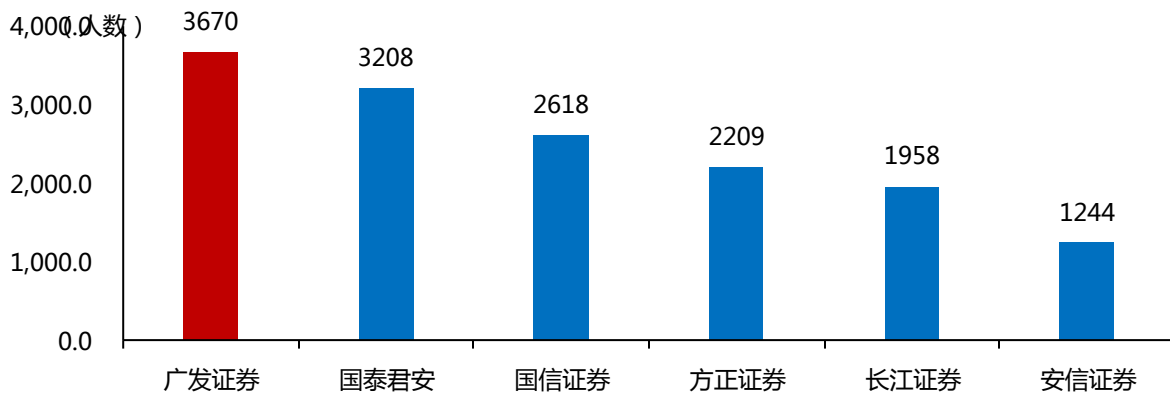


资料来源：公司年报（2019），华西证券研究所

2021 年公司在回答投资者提问时表示零售端公司目标客户为“富裕人群”<sup>1</sup>。自 2015 年起公司便在投顾、平台与产品方面不断加强服务客户能力，向财富管理转型。

公司投顾人员数量已多年位居行业第一，协会数据显示目前投资顾问人数达到 3670 人<sup>2</sup>。投资顾问培训培养方面，公司用长达 5 年的时间首创行业领先的“星·投顾”培训体系，课程体系借鉴了国内外专业机构成熟的金融课程，为财富管理培养专业人才。

图 13 公司投顾人员数量行业第一



资料来源：公司年报（2019），华西证券研究所

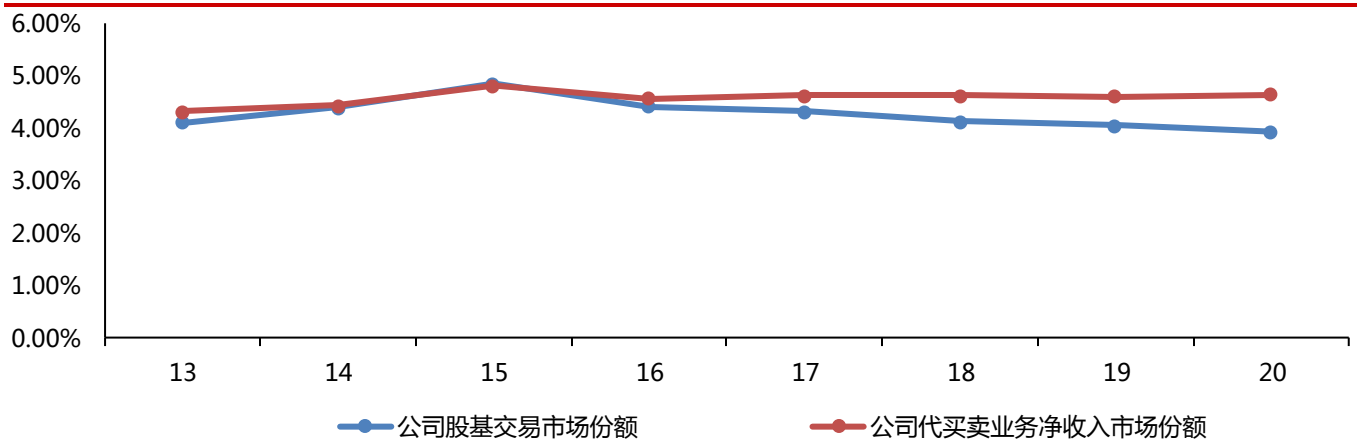
<sup>1</sup> 原话为“本集团是定位于专注中国优质企业及富裕人群，拥有行业领先创新能力的资本市场综合服务商。本集团提供多元化业务以满足企业、个人（尤其是富裕人群）及机构投资者、金融机构及政府客户的多样化需求。”

<sup>2</sup> 具体到各家公司这个数据较实际值偏高，但仍然可以进行公司间比较

公司所有终端都连接了 7x24 小时实时“必答系统”，系统整合公司全国的客户经理和投资顾问资源，并将其从线下连接到线上，高效地为客户在线解决投资及业务咨询。

近年，公司股基交易额市场份额有所下滑，但得益于公司良好的服务带来的佣金费率高于同业，公司代理买卖证券业务收入占比有所提升。股基交易额市占率下滑，从 2015 年的 4.85% 下降到 2020 年的 3.93%。代买卖业务净收入市占率提升，从 2016 年的 4.57% 上升到 2020 年的 4.64%。

图 14 股基交易额市占率下滑而代买卖业务净收入市占率提升



资料来源：公司年报，华西证券研究所

## 2.2. 投资管理方面参控股公募基金优势明显

广发证券的投资管理业务主要包括资产管理业务、公募基金管理业务及私募基金管理业务。资产管理业务以及公募基金管理业务具备较强优势，2020 年，广发资管规模 3039.8 亿元，行业排名第 9；控股的广发基金管理规模 7643.2 亿元，行业排名第 4；参股的易方达基金管理规模 1.23 万亿元，行业排名第 1。

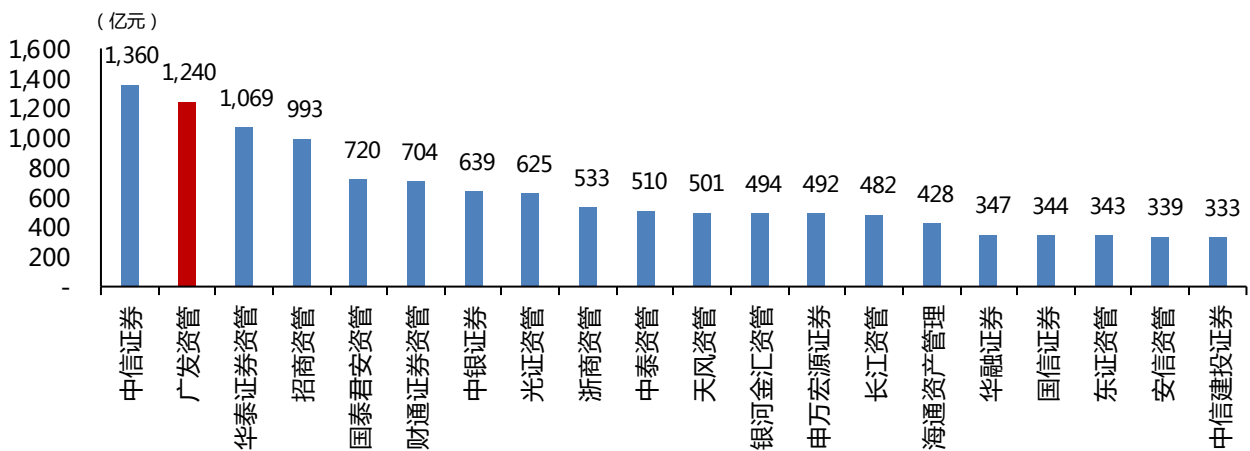
图 15 公司旗下资产管理业务平台



资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：广发信德为 2020 年 3 月数据

集合资管业务方面广发居行业龙头地位，Wind 数据显示目前广发集合资管规模 1240 亿元，行业排名第 2。

图 16 集合资管业务规模行业排名第 2



资料来源：Wind，华西证券研究所 注：2021.4.1 取数

广发证券参控股基金公司业绩行业第 1，2020 年上半年数据来看，广发证券控股的广发基金、参股的易方达基金净利润分别为 9.1 亿元、10.5 亿元，按照相应持股比例计算，广发证券从参控股基金公司获得利润 8.0 亿元，在上市券商中排名第 1。

表 2 广发证券为参股基金公司最获益券商

| 证券公司 | 参控股基金公司获<br>得利润 (亿元) | 参控股基金公司 | 参持股比<br>例 | 2020H营业收<br>入(亿元) | 2020H净利<br>润 (亿元) |
|------|----------------------|---------|-----------|-------------------|-------------------|
| 广发证券 | 8.0                  | 广发基金    | 61%       | 26.1              | 9.1               |
|      |                      | 易方达基金   | 23%       | 35.0              | 10.5              |
| 中信证券 | 4.6                  | 华夏证券    | 62%       | 23.8              | 7.5               |
| 招商证券 | 4.5                  | 博时基金    | 49%       | 18.5              | 5.0               |
|      |                      | 招商基金    | 45%       | 13.9              | 4.5               |
| 兴业证券 | 3.6                  | 南方基金    | 9%        | 21.4              | 5.9               |
|      |                      | 兴证全球基金  | 51%       | 18.2              | 6.0               |
| 华泰证券 | 3.0                  | 华泰柏瑞基金  | 49%       | 4.6               | 1.3               |
|      |                      | 南方基金    | 41%       | 21.4              | 5.9               |
| 海通证券 | 2.5                  | 富国基金    | 28%       | 19.9              | 6.3               |
|      |                      | 海富通基金   | 51%       | 5.0               | 1.4               |
| 东方证券 | 2.4                  | 长城基金    | 18%       | 3.3               | 0.5               |
|      |                      | 汇添富基金   | 35%       | 23.9              | 6.5               |
| 申万宏源 | 2.1                  | 富国基金    | 28%       | 19.9              | 6.3               |
|      |                      | 申万菱信基金  | 67%       | 2.0               | 0.5               |
| 长城证券 | 2.0                  | 长城基金    | 47%       | 3.3               | 0.5               |
|      |                      | 景顺长城基金  | 49%       | 10.7              | 3.5               |
| 西南证券 | 1.9                  | 银华基金    | 44%       | 13.9              | 4.4               |

资料来源：公司 2020 中报，华西证券研究所

得益于参控股公募基金业绩大增以及私募基金管理业务爆发式增长，2020 年投资管理业务是公司业绩增长最大增量。券商资管方面，2020 年广发资管净利润 9.2 亿元，同比-2%，管理规模由 2972 亿元微幅提升至 3040 亿元；公募基金业务方面，公司分别持有广发基金和易方达基金 54.53%和 22.65%的股权；两家公募子公司 2020 年净利润分别为 18.2 亿元和 27.5 亿元，分别同比+54%和 59%；私募基金管理业务方面，广发信德净利润 9.2 亿元，同比+321%。

表 3 广发证券投资管理平台 2020 年业绩情况

|       | 持股比例   | 2019年净利润 | 2020年净利润 | 增速     |
|-------|--------|----------|----------|--------|
| 广发资管  | 100.0% | 9.4      | 9.2      | -2.0%  |
| 广发基金  | 54.5%  | 11.9     | 18.2     | 53.8%  |
| 易方达基金 | 22.7%  | 17.3     | 27.5     | 59.3%  |
| 广发信德  | 100.0% | 2.2      | 9.2      | 320.6% |

资料来源：公司 2020 中报，华西证券研究所

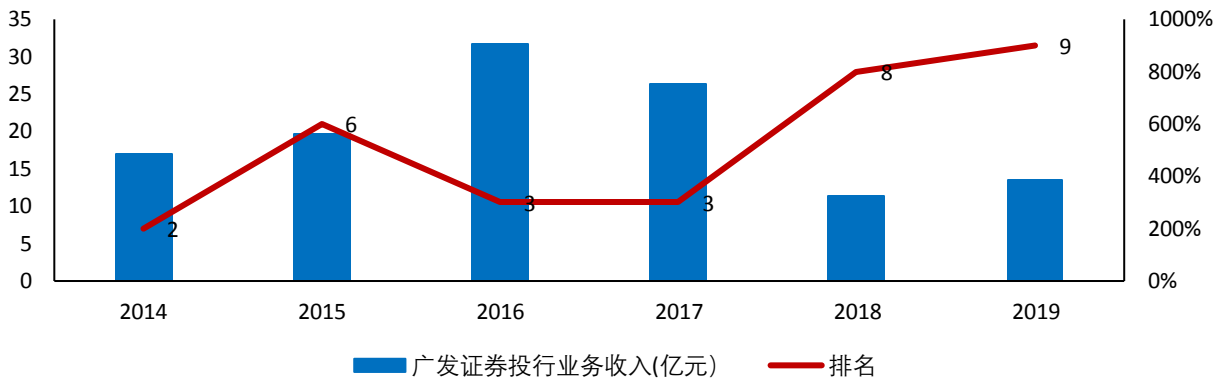


### 2.3. 投行业务否极泰来

2014-2017 年期间，广发证券投行业务行业排名靠前，其中 14 年投行业务收入行业排名第 2，15 年由于股市巨大波动后 IPO 暂停以及公司项目结构等原因排名有所下滑，但排名仍居第 6。

2018 年以来股权融资业务向新经济、先进制造、人工智能、生物医药等具有自主核心技术的行业集中，客户结构逐渐向大型国有企业、头部民营企业或领先新经济企业集中，中国存托凭证（CDR）、科创板等新政策的陆续出台也引导优质客户不断流向头部券商或特色券商，公司过去以中小企业为主的业务模式受到较大冲击，公司股权融资业务出现较大下滑，2018 年投行业务收入排名第 8，较 2017 年的第 3 名下降 5 名。其后公司通过调整组织架构、优化绩效考核分配机制、加大公司经营管理层牵头服务战略客户等方式提升公司服务的结构和质量，优化了客户结构。

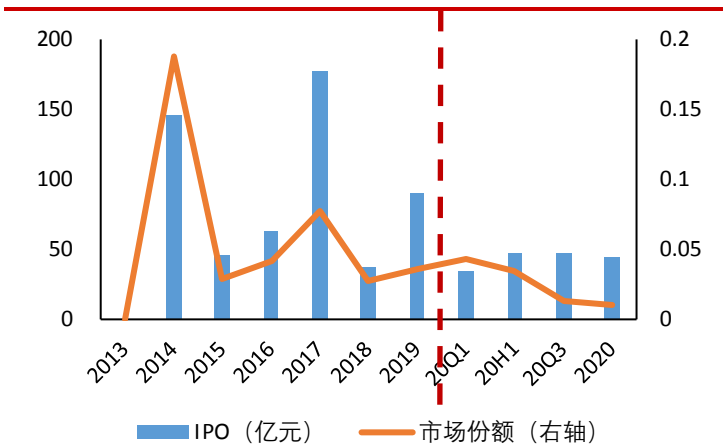
图 17 广发证券投行业务排名曾为行业前 3，近年有所下滑



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

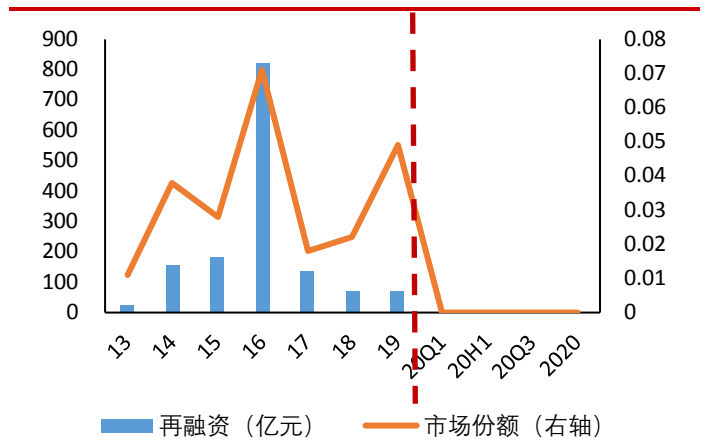
但其后公司投行业务遭遇康美药业风险事件，2020 年 7 月 10 日，公司相关人员收到《行政监管措施事先告知书》，广东证监局对公司采取责令改正、暂停公司保荐机构资格 6 个月、暂不受理公司债券承销业务有关文件 12 个月及责令限制高级管理人员权利的行政监管措施。公司投行业务停滞，全年投行业务营收 6.49 亿，同比-54.89%。其中 IPO 承销金额 43.94 亿元，同比-50.96%，市占率降低 2.62pct 至 0.96%。核心债券融资金额 401.4 亿元，同比-38.06%，市场份额降低 1.48pct 至 0.85%。

图 18 IPO 融资规模及市场份额



资料来源：公司年报，华西证券研究所

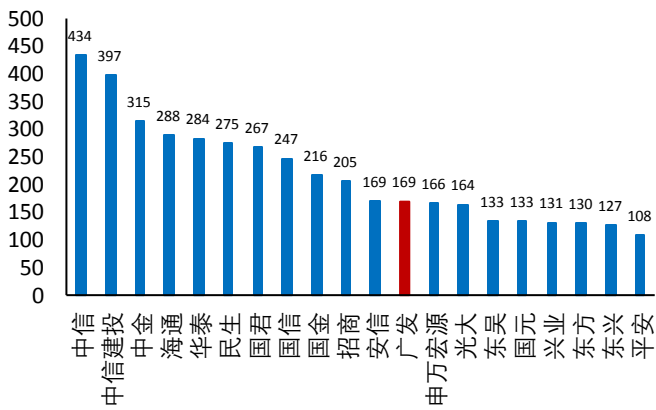
图 19 再融资规模及市场份额



资料来源：公司年报，华西证券研究所

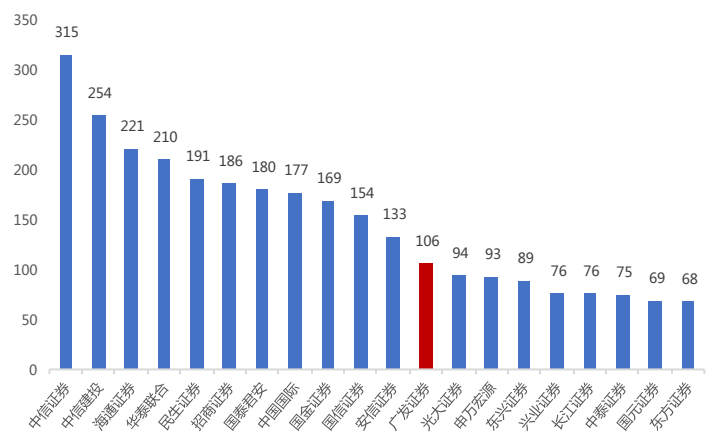
广发证券按照内部问责制度对责任人员进行内部问责，建立健全和严格执行投行业务内控制度、工作流程和操作规范，以提升投资银行业务质量。2021 年公司股权承销及公司债承销分别于 1 月及 7 月恢复。协会数据显示目前公司保荐代表人 169 名，行业排名第 12；IPO 排队企业 106 家，其中郎酒与百合生物预计 21 年 IPO 重新推进，2021 年公司投行业务有望实现恢复性增长。

图 20 公司保荐代表人 169 名，行业排名 12



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所 注：2021.4.1 取数

图 21 公司 IPO 储备 106 家，行业排名 12

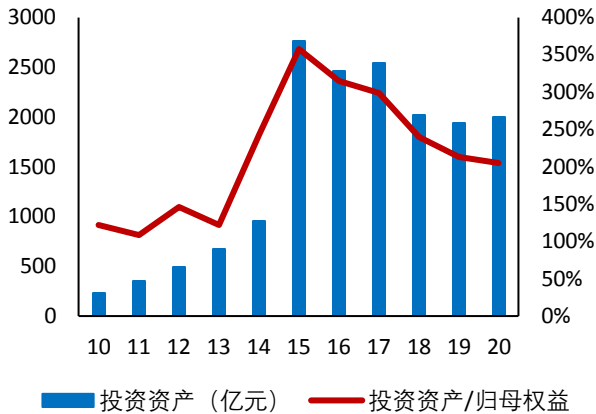


资料来源：公司年报，华西证券研究所注：2021.4.1 取数

## 2.4. 资金类业务高质量发展，资产减值好于同业

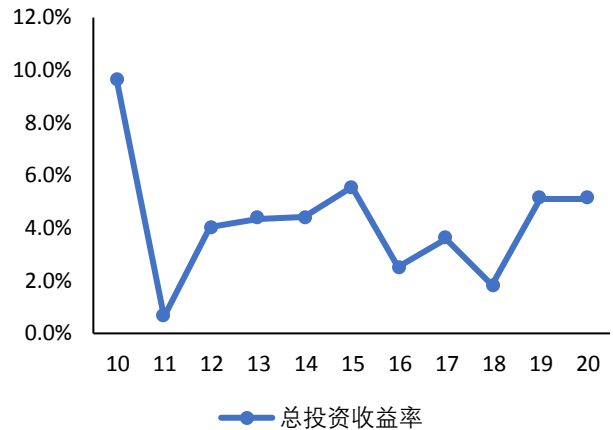
证券自营业务规模有所控制，收益平稳。公司近三年来自营投资资产规模较为稳定，20 年投资资产规模 2002.2 亿元，较 19 年小幅增长 3.5%，20 年投资收益率 5.1%，与 19 年持平。公司坚持价值投资思路，主要配置方向为蓝筹股和科技股，市场波动下取得了稳定的收益。

图 22 公司投资资产规模保持稳定



资料来源：公司年报，华西证券研究所

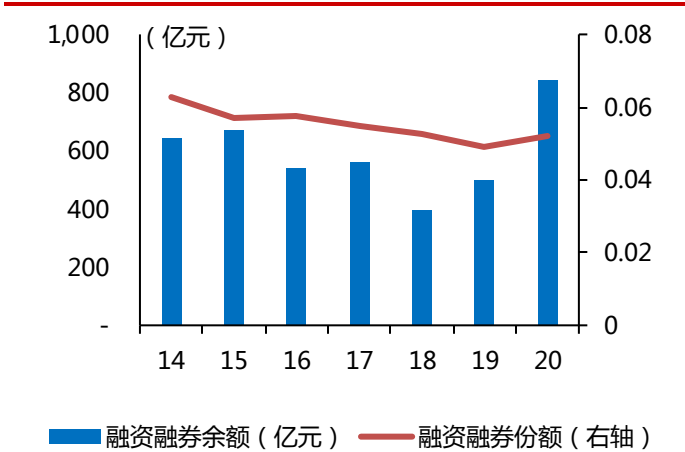
图 23 公司总投资收益率保持稳定



资料来源：公司年报，华西证券研究所

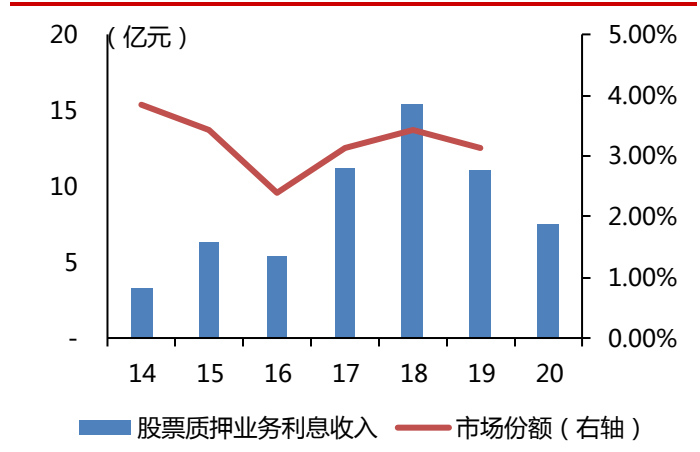
资本中介业务重两融、轻质押。2020 年，A 股市场经历先抑后扬，下半年市场活跃度大幅提升。截止 2020 年 12 月末，沪深两市融资融券余额 16190.1 亿元，较 2019 年大幅提升 58.8%。截止 2020 年 12 月末，公司两融余额为 843.1 亿元，较 2019 年大幅提升 68.6%，市场份额为 5.2%，较 2019 年提升 0.3pct；股票质押业务利息收入来看，2019 年收入 11.0 亿元，市场份额 3.14%，2020 年收入 7.46 亿元，同比-32.3%。

图 24 公司融资融券余额及市场份额



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

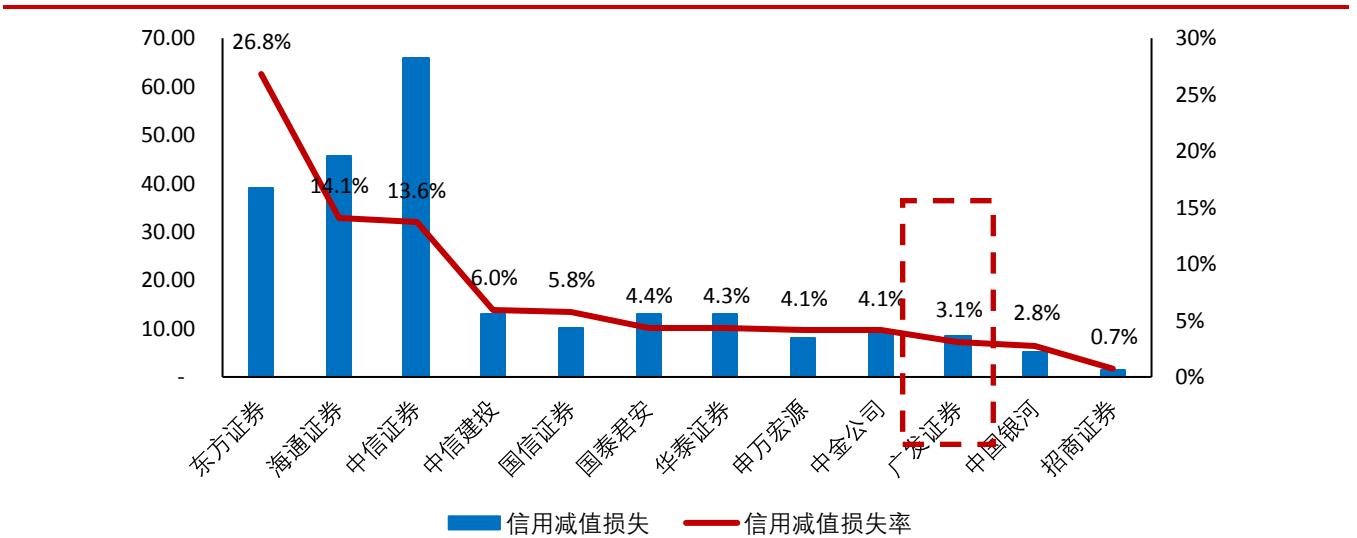
图 25 公司股票质押业务利息收入及市场份额



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

资本中介业务质量较高，信用风险小于同业。公司 2020 年共计提信用减值损失 8.54 亿元，较 2019 年提升 25.59%，主要是应收融资租赁款减值损失增加；信用减值损失率为 3.1%，处于同业较低水平。

图 26 信用减值损失处于同业较低水平



资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：2021.4.1 取数

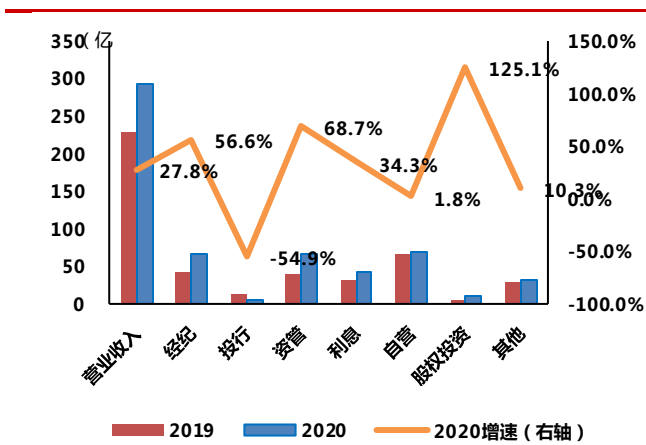
### 3. 投行、投资管理有望助推 21 年业绩增长

2020 年营业收入 291.5 亿元，同比+27.8%，归母净利润 100.4 亿元，同比+33.2%；ROE 为 10.62%，同比+2.06pct。

分项业务增速来看，资管业务增速最高，实现营收 66.0 亿元，同比+68.7%；经纪业务收入次之，营收 65.7 亿元，同比+56.6%；利息业务收入 42.5 亿元，同比+34.3%；其他业务收入 32.7 亿元，同比+10.3%；自营业务收入 68.1 亿元，同比+1.8%；股权投资收益 10.1 亿元，同比+125.1%；投行业务实现营收 65.7 亿元，同比-54.9%。

业绩贡献来看，资管业务手续费对于业绩增量贡献最大，为 42%；其次为经纪业务，贡献 37%；利息净收入贡献 17%；股权投资收入与其他分别贡献 9%和 5%；自营与投行业务收入分别贡献 2%和-12%。

图 27 20 年公司各项业务增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 4 2020 年公司各项业务收入贡献

| 单位：亿元        | 2019         | 2020         | 增量          | 增速         |
|--------------|--------------|--------------|-------------|------------|
| 经纪           | 42.0         | 65.7         | 23.7        | 57%        |
| 投行           | 14.4         | 6.5          | (7.9)       | -55%       |
| 资管           | 39.1         | 66.0         | 26.9        | 69%        |
| 利息           | 31.7         | 42.5         | 10.9        | 34%        |
| 自营           | 66.9         | 68.1         | 1.2         | 2%         |
| 股权投资         | 4.5          | 10.1         | 5.6         | 125%       |
| 其他           | 29.6         | 32.7         | 3.1         | 10%        |
| <b>营业收入</b>  | <b>228.1</b> | <b>291.5</b> | <b>63.4</b> | <b>28%</b> |
| 营业税金及附加      | 1.4          | 1.7          | 0.3         | 25%        |
| 管理费用         | 93.9         | 127.4        | 33.5        | 36%        |
| 信用减值损失       | 6.8          | 8.5          | 1.7         | 26%        |
| 其他业务成本       | 19.0         | 17.6         | (1.4)       | -8%        |
| <b>营业利润</b>  | <b>107.0</b> | <b>136.3</b> | <b>29.3</b> | <b>27%</b> |
| <b>归母净利润</b> | <b>75.4</b>  | <b>100.4</b> | <b>25.0</b> | <b>33%</b> |

资料来源：公司年报，华西证券研究所

2021 年预计投行业务将实现恢复性增长，假设公司能达到 1.55% 的市场份额（2019 年、2020 年市场份额分别为 3.57%、1.06%），同时假设 2021 年 IPO 市场融资额为 4252.9 亿元，较 2020 年微增 2%。假设投资管理业务增长 25%。

则 2021 年营业收入 333.6 亿元，同比+14.4%。其中投行业务收入 8.1 亿元，同比+25.6%；利息净收入 58.4 亿元，同比+37.3%；资管业务净收入 82.5 亿元，同比+25.0%。

表 5 2021-2023 各项业务收入增速预测

|        | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2021增速 | 2022增速 | 2023增速 |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 经纪     | 65.7  | 65.6  | 64.9  | 64.8  | -0.1%  | -1.1%  | -0.1%  |
| 投行     | 6.5   | 8.1   | 9.1   | 10.2  | 25.6%  | 11.3%  | 12.8%  |
| 资管     | 66.0  | 82.5  | 91.6  | 104.0 | 25.0%  | 11.0%  | 13.6%  |
| 利息     | 42.5  | 58.4  | 61.2  | 66.8  | 37.3%  | 4.7%   | 9.1%   |
| 投资     | 68.1  | 72.8  | 80.1  | 88.4  | 6.9%   | 10.1%  | 10.2%  |
| 其他业务收入 | 17.7  | 19.5  | 21.4  | 23.6  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 营业收入   | 291.5 | 333.6 | 356.2 | 387.0 | 14.4%  | 6.8%   | 8.7%   |

资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 2021.4.1 取数

2020 年广发证券的 ROE 为 10.60%，高于头部券商平均水平 8.89%。目前股价相对于 2020 年 PB 为 1.23 倍，低于头部券商均值 1.37 倍；相对于 2021 年 PB 为 1.10 倍，低于头部券商均值 1.16 倍。

表 6 可比公司估值 (总资产单位亿元)

|             | 总资产-2020       | ROE-2020     | PB-2020     | PB-2021     |
|-------------|----------------|--------------|-------------|-------------|
| 中信证券        | 10,529.6       | 8.43         | 1.72        | 1.48        |
| 海通证券        | 6,940.7        | 7.88         | 0.94        | 0.83        |
| 华泰证券        | 7,167.5        | 8.61         | 1.19        | 1.02        |
| 国泰君安        | 7,029.0        | 8.54         | 1.15        | 0.95        |
| 招商证券        | 4,997.3        | 10.85        | 1.89        | 1.50        |
| 申万宏源        | 4,911.2        | 9.05         | 1.31        |             |
| <b>均值</b>   | <b>6,929.2</b> | <b>8.89</b>  | <b>1.37</b> | <b>1.16</b> |
| <b>广发证券</b> | <b>4,574.6</b> | <b>10.60</b> | <b>1.23</b> | <b>1.10</b> |

资料来源: Wind, 华西证券研究所 注: 广发证券 PB-2021 为华西证券研究所预测值, 其余来自 wind 一致预期

在 2021/2022/2023 年股基日均交易额分别为 9740/10245/10778 亿元的核心假设下, 预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 116.3/124.2/135.3 亿元, 预计公司 2021/2022/2023 年 BVPS 分别为 14.4/16.0/17.8 亿元, 4 月 2 日股价对应的 PB 为 1.10/0.99/0.89 倍。鉴于公司投资管理业务优势将显著受益财富管理大发展, 投行业务 21 年有望获得恢复性增长以及公司低估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 4. 风险提示

1) 财富管理业务发展低于预期; 2) 注册制下投行责任加大, 投行业务尽责及合规风险; 3) 权益市场大幅下跌, 证券投资业务与股票质押业务风险; 4) 交易量大幅萎缩, 资本市场改革低于预期的风险。

## 财务报表和主要财务比率

| 资产负债表        |         |         |         |         | 利润表           |       |       |       |       |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:亿元        |         |         |         |         | 单位:亿元         |       |       |       |       |
| 会计年度         | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 会计年度          | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金         | 1,027.7 | 1,171.0 | 1,334.7 | 1,522.3 | 营业收入          | 291.5 | 333.6 | 356.2 | 387.0 |
| 其中: 客户资金     | 804.7   | 925.4   | 1,064.2 | 1,223.8 | 代理买卖证券业务净收入   | 65.7  | 65.6  | 64.9  | 64.8  |
| 存款           |         |         |         |         | 证券承销业务净收入     | 6.5   | 8.1   | 9.1   | 10.2  |
| 结算备付金        | 205.2   | 234.1   | 267.1   | 305.1   | 受托客户资产管理业务净收入 | 66.0  | 82.5  | 91.6  | 104.0 |
| 其中: 客户备付金    | 167.1   | 192.1   | 220.9   | 254.1   | 利息净收入         | 42.5  | 58.4  | 61.2  | 66.8  |
| 融出资金         | 861.5   | 947.7   | 1,042.4 | 1,146.7 | 投资净收益         | 71.5  | 84.8  | 93.4  | 102.9 |
| 金融投资         | 2,000.1 | 2,203.4 | 2,426.4 | 2,677.3 | 公允价值变动净收益     | 6.7   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 交易性金融资产      | 677.4   | 746.3   | 821.8   | 906.8   | 汇兑净收益         | 0.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 债权投资         | 4.6     | 5.1     | 5.6     | 6.2     | 其他业务收入        | 17.7  | 19.5  | 21.4  | 23.6  |
| 其他债权投资       | 1,201.8 | 1,324.0 | 1,458.0 | 1,608.7 | 营业支出          | 155.3 | 175.6 | 187.6 | 203.4 |
| 其他权益工具投资     | 116.3   | 128.1   | 141.0   | 155.6   | 营业税金及附加       | 1.7   | 1.9   | 2.1   | 2.3   |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -       | -       | 管理费用          | 127.4 | 145.8 | 155.7 | 169.2 |
| 买入返售金融资产     | 167.9   | 167.9   | 167.9   | 167.9   | 信用减值损失        | 8.5   | 8.5   | 8.5   | 8.5   |
| 长期股权投资       | 72.0    | 79.3    | 87.3    | 96.3    | 其他业务成本        | 17.6  | 19.3  | 21.3  | 23.4  |
| 固定资产         | 30.5    | 33.6    | 37.0    | 40.8    | 营业利润          | 136.3 | 157.9 | 168.6 | 183.6 |
| 无形资产         | 14.5    | 16.0    | 17.6    | 19.5    | 利润总额          | 136.0 | 157.6 | 168.2 | 183.3 |
| 递延所得税资产      | 13.2    | 14.6    | 16.1    | 17.7    | 所得税           | 28.3  | 32.8  | 35.0  | 38.1  |
| 投资性房地产       | 0.4     | 0.5     | 0.5     | 0.6     | 归属母公司净利润      | 100.4 | 116.3 | 124.2 | 135.3 |
| 其他资产         | 181.6   | 202.5   | 226.3   | 253.5   | 主要财务比率        |       |       |       |       |
| 资产总计         | 4,574.6 | 5,070.5 | 5,623.4 | 6,247.7 | 会计年度          | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 短期借款         | 25.5    | 29.2    | 33.3    | 38.1    | 成长能力          |       |       |       |       |
| 应付短期融资款      | 350.1   | 400.0   | 457.0   | 522.1   | 营业收入(%)       | 27.8  | 14.4  | 6.8   | 8.7   |
| 拆入资金         | 61.2    | 69.9    | 79.9    | 91.3    | 归母净利润(%)      | 33.2  | 15.9  | 6.7   | 8.9   |
| 交易性金融负债      | 55.7    | 56.6    | 57.1    | 57.5    | 收入结构          |       |       |       |       |
| 衍生金融负债       | 2.1     | 2.2     | 2.2     | 2.2     | 手续费净收入(%)     | 22.5  | 19.7  | 18.2  | 16.8  |
| 卖出回购金融资产款    | 946.1   | 961.9   | 970.0   | 978.1   | 承销收入(%)       | 2.2   | 2.4   | 2.5   | 2.6   |
| 代理买卖证券款      | 1,029.4 | 1,183.8 | 1,361.4 | 1,565.6 | 资产管理收入(%)     | 22.6  | 24.7  | 25.7  | 26.9  |
| 其他负债         | 26.3    | 28.0    | 30.8    | 33.9    | 利息净收入(%)      | 14.6  | 17.5  | 17.2  | 17.2  |
| 负债合计         | 3,551.9 | 3,926.6 | 4,350.1 | 4,833.4 | 投资收益(%)       | 23.4  | 21.8  | 22.5  | 22.8  |
| 股本           | 76.2    | 76.2    | 76.2    | 76.2    | 其他业务收入(%)     | 14.7  | 13.8  | 13.8  | 13.6  |
| 资本公积金        | 312.0   | 312.0   | 312.0   | 312.0   | 获利能力          |       |       |       |       |
| 盈余公积金        | 70.8    | 82.4    | 94.8    | 108.4   | 自营投资收益率(%)    | 3.5   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 未分配利润        | 339.5   | 432.6   | 532.0   | 640.2   | 杠杆率           | 3.6   | 3.5   | 3.5   | 3.4   |
| 一般风险准备       | 172.0   | 183.7   | 196.1   | 209.6   | ROE(%)        | 10.6  | 11.2  | 10.7  | 10.5  |
| 归属于母公司所有者权益  | 981.6   | 1,098.0 | 1,222.2 | 1,357.4 | ROA(%)        | 2.4   | 2.4   | 2.3   | 2.3   |
| 负债及股东权益      | 4,574.6 | 5,070.5 | 5,623.4 | 6,247.7 | 估值            |       |       |       |       |
| 每股指标 (单位: 元) |         |         |         |         | PE            | 12.00 | 10.36 | 9.70  | 8.91  |
| 每股净利润        | 1.32    | 1.53    | 1.63    | 1.77    | PB            | 1.23  | 1.10  | 0.99  | 0.89  |
| 每股净资产        | 12.88   | 14.4    | 16.0    | 17.8    |               |       |       |       |       |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所



## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。