

广发证券 (000776)

证券研究报告
2021年07月25日

分类评级重回 AA，资产管理+财富管理均为翘楚！

投资建议：广发证券投资管理能力突出，旗下易方达基金和广发基金分别排名行业第一和第三，公募基金销售保有量排名行业第二，我们看好广发证券在新领导层带领下在财富管理赛道进一步厚植竞争优势；此次分类结果重回 AA 级别，将打开更多业务空间。预计广发证券 2021-2022 年营收 340 亿元、387 亿元，同比+17%、14%；归母净利 121、146 亿元，同比+21%、20%。目标价 22.75 元，评级由“增持”上调至“买入”。

1、分类评级重回 AA，带来多重利好。7月23日，证监会公布2021年证券公司分类评级，广发证券时隔两年重回 AA 级，这将为公司带来新业务、新产品试点范围和推广顺序的政策倾斜，减少投保基金缴纳比例等利好，并帮助公司进入更多机构白名单和获得更为宽松的融资条件。

2、新领导团队更替，业务稳健发展。公司原董事长孙树民到龄退休，同时两位原副总经理辞任；原总经理林传辉升任董事长并兼任总经理，另新聘五位高管。新领导团队呈现三大特征：一是年轻化，新聘五位高管中有 1 位是 80 后；二是均来自内部提拔，公司文化认同感深；三是从业经验丰富，新任董事长林传辉自 1995 年开始在广发证券任职，并执掌广发基金近 18 年，将广发基金规模做到行业前三。

3、ROE 居于头部前列，业务恢复稳步进行。广发证券股东结构多元，经营稳健，公司资产规模与经营业绩常年位居行业前五，roe 位居头部券商前列，高于 10%。公司保荐业务和债券承销资格于 2020 年 7 月起分别暂停 6 个月和 12 个月，2020 年公司通过调整投资银行业务组织架构，进一步强化公司投资银行业务的内部控制机制，加强风险控制。目前公司保荐资格已于今年 1 月恢复，今年已有 5 单 IPO 项目获受理。

4、资产管理+财富管理优势显著，看好价值重估机会！

1) 公司为资产管理和财富管理业务的行业龙头。资产管理方面，公司旗下易方达基金（参股 23%）、广发基金（控股 55%）长期位列非货基月均规模行业第一、第三；财富管理方面，公司第一季度非货基、股票+混合基金保有规模行业第二，分别达 787、741 亿元。

2) 2020 年，易方达基金、广发基金分别贡献公司净利润的 5.8%、9.2%，叠加全资子公司广发资管（利润 9.2 亿）、广发信德（利润 9.2 亿），广发证券的大资管业务占利润比重达 32.1%。

3) 居民资产配置向权益转移趋势下，我们看好具备品牌及人才优势的龙头机构的发展，给予易方达、广发基金（均非货基排名行业前三）30XPE；考虑到私募股权较好的成长性，给予 20XPE；券商资管积极向主动管理转型，给予 18XPE，对应资管子公司市值合计 836 亿元，占公司目前市值比重 71.08%，后续大资管+财富管理业务发展将显著提升价值重估机会！分部估值法下整体估值为 1734 亿，对应目标价 22.75 元，有 47%的溢价空间。

风险提示：业务恢复不及预期，资本市场大幅波动，行业竞争加剧

投资评级

行业	非银金融/证券
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	15.43 元
目标价格	22.75 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,621.09
流通 A 股股本(百万股)	5,919.29
A 股总市值(百万元)	117,593.38
流通 A 股市值(百万元)	91,334.67
每股净资产(元)	13.17
资产负债率(%)	79.03
一年内最高/最低(元)	18.56/14.21

作者

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《广发证券-公司定期报告点评:财富管理+投资管理驱动业绩增长,关注投行的变化》2021-03-31
- 《广发证券-公司定期报告点评:19 年业绩实现大幅改善,投行业务股债承销规模双增》2020-03-28
- 《广发证券-公司定期报告点评:自营业绩弹性大幅释放,ROE 领跑同业》2019-04-30

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,809.88	29,153.49	34,036.96	38,723.44	44,934.82
增长率(%)	-29.22	27.81	16.75	13.77	16.04
净利润(百万元)	7,538.92	10,038.13	12,143.78	14,588.20	17,464.04
增长率(%)	-49.97	33.15	20.98	20.13	19.71
净利润率	33.05%	34.43%	35.68%	37.67%	38.87%
净资产收益率	8.26%	10.23%	11.51%	12.66%	13.88%
市盈率(倍)	15.60	11.71	9.68	8.06	6.73
市净率(倍)	1.29	1.20	1.11	1.02	0.93
每股净利润(元/股)	0.99	1.32	1.59	1.91	2.29
每股净资产(元/股)	11.97	12.88	13.85	15.12	16.51

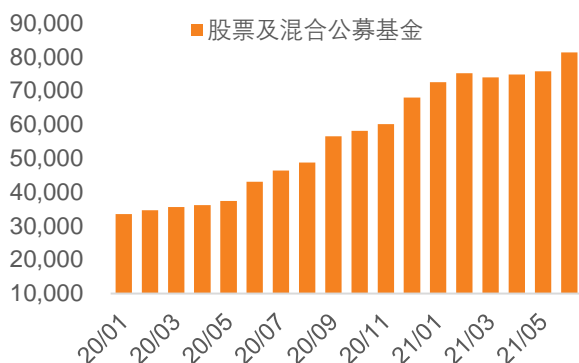
资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：2017-2021 年上市券商分类结果变动情况

公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	较去年变动
中信证券	AA	AA	AA	AA	AA	-
中金公司	AA	AA	AA	AA	AA	-
华泰证券	AA	AA	AA	AA	AA	-
中信建投	AA	AA	AA	AA	AA	-
国泰君安	AA	AA	AA	AA	AA	-
招商证券	AA	AA	AA	AA	AA	-
光大证券	A	A	A	AA	AA	-
国信证券	A	A	AA	AA	AA	-
申万宏源	AA	AA	A	AA	AA	-
银河证券	AA	AA	A	AA	AA	-
兴业证券	BBB	A	A	A	AA	+1
东方证券	A	AA	A	A	AA	+1
广发证券	AA	AA	BBB	BBB	AA	+2
国金证券	A	A	A	AA	A	-1
中泰证券	A	BBB	A	AA	A	-1
长江证券	A	BBB	CCC	A	A	-
山西证券	B	A	BBB	A	A	-
方正证券	C	A	A	A	A	-
东吴证券	A	A	A	A	A	-
西部证券	BBB	BB	B	A	A	-
东兴证券	BBB	A	A	A	A	-
浙商证券	A	A	A	A	A	-
华西证券	A	A	A	A	A	-
财通证券	A	A	A	A	A	-
天风证券	A	A	AA	A	A	-
中银国际	A	A	A	A	A	-
国元证券	A	BBB	A	BBB	A	+1
西南证券	C	BBB	BB	BBB	A	+1
华安证券	A	A	A	BBB	A	+1
南京证券	A	A	A	BBB	A	+1
财达证券	BBB	BBB	BBB	BBB	A	+1
长城证券	BBB	A	BBB	B	A	+3
华林证券	A	BB	A	B	A	+3
海通证券	AA	AA	AA	AA	BBB	-2
东北证券	BBB	BBB	A	A	BBB	-1
中原证券	A	C	BBB	A	BBB	-1
国海证券	B	B	BBB	BB	BBB	+1
第一创业	BBB	BBB	BB	A	BB	-2
国联证券	BBB	A	A	A	BB	-2
红塔证券	A	A	BBB	BBB	BB	-1
太平洋证券	A	BB	B	CCC	CCC	-

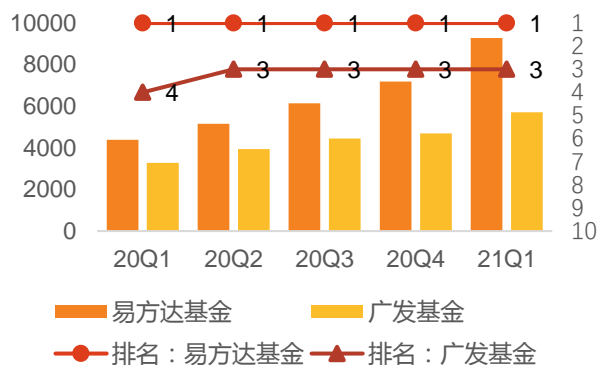
资料来源：证监会，天风证券研究所

图 1：混合+股票公募基金规模高速增长（亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

图 2：非货基月均规模及排名（亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

表 2：广发证券分部估值（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	估值水平	估值
营业利润	11,652	6,052	10,700	13,628		
净利润	9,083	4,632	8,110	10,771		
净利润/营业利润	78%	77%	76%	79%		
投资银行业务						
营业利润	1,613	771	796	43		
折合净利润	1,257	590	603	34	8x PE	4828
财富管理业务						
营业利润	4,849	4,030	3,920	6,265		
折合净利润	3,780	3,084	2,971	4,952	7x PE	34663
交易及机构业务						
净资产	55,053	66,372	86,724	71,962	0.7x PB	50,373
投资管理业务						
易方达基金	318	309	391	623	30x PE	18683
广发资管	1002	928	943	924	18x PE	16636
广发基金	517	248	647	995	30x PE	29839
广发信德	932	349	219	921	20x PE	18424
合计：						173445

资料来源：公司年报，天风证券研究所

注：我们进行了以下假设和简化：1) 忽略了影响较小的“其他”分部，以广发证券年报中的投资银行、财富管理、交易及机构、投资管理业务 4 个分部作为估值基础；2) 根据净利润占营业利润的比例，将各分部的营业利润折合为净利润，进行 PE 法估值；3) 看好广发证券投资银行业务的复苏，给予对应 2019 年 8 倍 PE；4) 财富管理业务给予 7xPE，交易及机构业务给予 0.7 倍 PB；4) 将投资管理业务净利润简化为 4 个子公司的净利润*持股比例，分别给予 18-30xPE。

财务预测摘要

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	80,707.19	102,766.20	103,570.90	108,170.62	114,414.50	营业收入	22,809.88	29,153.49	34,036.96	38,723.44	44,934.82
其中: 客户资金存款	58,365.64	80,469.72	81,274.41	82,087.16	82,908.03	手续费及佣金净收入					
结算备付金	19,548.48	20,515.41	23,395.12	22,868.25	24,670.92	其中: 代理买卖证券业务净收入	4,197.63	6,571.66	7,384.29	7,625.57	7,856.40
其中: 客户备付金	17,088.25	16,705.04	19,584.76	18,410.71	19,286.62	证券承销业务净收入	1,437.90	648.70	1,006.95	1,315.59	1,642.67
融出资金	54,787.46	86,152.82	107,230.32	133,577.19	1,842.82	资产管理业务净收入	3,910.62	6,598.05	7,692.38	9,139.95	10,873.17
交易性金融资产	81,105.23	67,742.66	113,938.56	133,290.59	161,002.99	利息净收入	3,168.09	4,253.78	6,233.39	7,470.90	8,731.53
衍生金融资产	72.36	203.37	203.37	237.91	287.37	投资净收益	7,133.63	7,813.05	8,124.87	9,216.83	11,481.01
买入返售金融资产	20,688.61	16,793.85	17,419.67	18,076.79	4,277.34	其他业务收入	2,962.01	3,268.25	3,595.08	3,954.59	4,350.04
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	12,109.99	15,525.30	17,267.59	18,770.81	20,977.85
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	135.37	169.84	198.29	225.60	261.78
长期股权投资	6,726.97	7,196.88	7,196.88	8,419.25	10,169.69	管理费用	9,392.97	12,743.85	14,451.53	15,629.33	17,231.33
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	679.68	853.70	510.55	387.23	449.35
存出保证金	6,646.32	11,045.55	11,156.00	11,267.56	11,380.24	其他业务成本	1,900.43	1,756.01	2,107.21	2,528.65	3,034.38
固定资产	1,931.25	3,046.29	3,046.29	3,563.69	4,304.62	营业利润	10,699.90	13,628.19	16,769.38	19,952.63	23,956.97
无形资产	410.08	1,453.85	1,453.85	1,700.79	2,054.40	加: 营业外收入	13.67	9.03	15.47	14.80	18.80
其他资产	8,399.71	6,910.80	6,910.80	7,812.86	9,028.77	减: 营业外支出	437.35	37.92	332.90	203.86	316.13
总资产	394,391.07	457,463.69	517,175.91	597,663.64	699,924.06	利润总额	10,276.22	13,599.30	16,451.95	19,763.56	23,659.64
短期借款	1,038.01	2,552.79	2,808.06	3,088.87	3,397.76	减: 所得税	2,165.96	2,828.40	3,421.70	4,110.46	4,920.77
拆入资金	2,984.03	6,121.29	7,345.54	8,814.65	10,577.58	净利润	8,110.26	10,770.89	13,030.25	15,653.11	18,738.87
交易性金融负债	3,142.23	5,565.33	5,620.98	5,677.19	5,733.96	减: 少数股东损益	571.34	732.76	886.47	1,064.90	1,274.83
衍生金融负债	201.17	214.99	225.74	237.02	248.87	归属于母公司所有者的净利润	7,538.92	10,038.13	12,143.78	14,588.20	17,464.04
卖出回购金融资产款	95,396.42	94,611.62	122,995.11	159,893.64	207,861.73	基本比率和每股指标					
代理买卖证券款	79,680.64	102,941.10	103,970.52	105,010.22	106,060.32	净利率	33.05%	34.43%	35.68%	37.67%	38.87%
代理承销证券款	117.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产收益率	1.91%	2.19%	2.35%	2.44%	2.50%
应付职工薪酬	6,096.45	8,130.42	9,219.90	9,971.32	10,993.38	净资产收益率	8.26%	10.23%	11.51%	12.66%	13.88%
应付债券	82,679.65	89,749.86	98,724.85	108,597.33	119,457.07	市盈率 (倍)	15.60	11.71	9.68	8.06	6.73
长期借款	3,533.36	2,183.07	2,292.22	2,406.83	2,527.17	市净率 (倍)	1.29	1.20	1.11	1.02	0.93
总负债	300,254.47	355,190.10	407,207.07	477,602.58	568,794.94	每股净利润 (元/股)	0.99	1.32	1.59	1.91	2.29
总股本	7,621.09	7,621.09	7,621.09	7,621.09	7,621.09	每股净资产 (元/股)	11.97	12.88	13.85	15.12	16.51
所有者权益合计	94,136.60	102,273.59	109,968.84	120,061.06	131,129.12						
少数股东权益	2,902.61	4,111.39	4,420.74	4,826.44	5,271.38						
归属于母公司所有者权益合计	91,233.98	98,162.20	105,548.11	115,234.61	125,857.74						

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com