

投行风险出清，资管驱动增长

——广发证券首次覆盖报告

✎ 分析师: 邱冠华 S1230520010003
✎ 分析师: 梁凤洁 S1230520100001
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

资管业务优势显著，财富管理布局领先，投行业务渐入常态。

投资要点

□ 公司概况：业务结构均衡，盈利能力优秀

广发证券于1993年正式成立，2015年成为我国第3家A+H券商。公司各业务条线收入排名均位列行业5-15名左右，是大型的综合类券商。

业务结构均衡：公司经纪业务收入占比从2013年的44%逐步下滑至21H1的20%，资管业务收入占比从2013年的2%提升至21H1的27%，对传统经纪业务的依赖度不断降低，资管业务成为公司优势，整体业务结构较为均衡。

盈利能力优秀：公司ROE自2018年以来持续上行，从5.1%提升至2020年的10.6%，远超行业均值6.8%，在头部同业中也处于领先地位，盈利能力较强。

□ 投资管理：主动管理较强，公募规模领先

券商资管：广发资管主动管理能力领先，21Q3主动管理月均规模3,976亿，排名行业第三，主动管理占比从2016年的69%提升至21Q3的93%，仅次于中金。

公募基金：广发证券分别持有龙头公募基金易方达和广发基金23%/55%的股权，二者近5年非货币基金规模复合增速分别为33%/43%，21Q3月均规模排名为行业第一和第二。易方达和广发基金对广发证券的净利润贡献度持续提高，21H1达19%。在居民财富向权益市场转移的大趋势下，公募基金市场将继续扩容，两家头部基金公司有望为广发证券贡献更多利润。

□ 财富管理：代销收入高增，投顾团队扩大

代销领先：(1) **收入：**公司2020/21H1代销收入分别为5.9/5.2亿，同比增速高达223%/191%，代销收入占经纪业务收入的比重从2017年的3%提升至21H1的15%；(2) **规模：**21Q3末广发证券代销股票+混合公募基金保有规模/非货币型公募基金保有规模均在券商中排名第三，处于行业领先地位。

投顾团队：广发证券持续发力投顾队伍建设，通过成熟的培训体系增强投顾人员实力，截至2021年11月15日，公司投顾队伍有3,938人，全部从业人员中投资顾问数量占比35%，在头部券商中排名第一，优秀、庞大的投顾团队能够根据客户的不同需求进行高效服务，支撑公司在代销业务中保持领先地位。

□ 投资银行：风险逐步出清，业务渐入常态

康美药业处罚事件之前，广发证券历年股权和债权承销规模基本位列行业前10。投行风险事件后，公司于2020年11月调整投行业务组织架构，撤销投行业务管理总部、投资银行部，设立投行业务管理委员会并下辖六个一级部门，不断完善投行业务内部控制体系，提升项目管控力度，严控项目风险。此外，公司保荐资格及债券承销业务分别于2021年1月、7月恢复，截至2021年11月15日，公司有IPO项目储备7个，投行业务将逐渐恢复常态。

□ 盈利预测及估值

公司资管业务优势显著，财富管理布局领先，投行业务将逐步回归常态，预计2021-2023年公司营业收入同比增长21%/22%/17%；归母净利润同比增长18%/21%/14%；2021-2023年BPS为14.14/15.48/17.01元每股，现价对应PB为1.59/1.45/1.32倍。给予公司2021年1.85倍PB，对应目标价26.16元，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济大幅下行；投行业务恢复情况不及预期。

评级

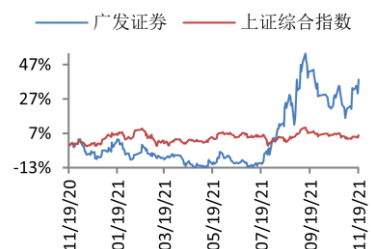
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥22.50

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.40
2Q/2021	0.48
1Q/2021	0.37
4Q/2020	0.27



公司简介

广发证券成立于1991年，是国内首批综合类证券公司，先后于2010年和2015年在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市。

相关报告

报告撰写人: 邱冠华/梁凤洁

联系人: 洪希柠

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	29,153	35,206	43,116	50,432
(+/-)	28%	21%	22%	17%
归母净利润	10,038	11,884	14,399	16,428
(+/-)	33%	18%	21%	14%
每股净资产(元)	12.88	14.14	15.48	17.01
P/B	1.75	1.59	1.45	1.32

正文目录

1. 盈利能力领先的大型券商	5
1.1. “A+H”股上市，股权结构稳定	5
1.2. 业务结构均衡，盈利能力领先	6
2. 资管、财管驱动业绩增长	8
2.1. 投资管理：主动管理较强，公募规模领先	8
2.1.1. 券商资管：主动管理占比高	8
2.1.2. 公募基金：参控股龙头公司	9
2.1.3. 私募基金：净利润波动上升	11
2.2. 财富管理：转型成效初显，信用风险可控	12
2.2.1. 经纪财管：代销收入高增，投顾团队扩大	12
2.2.2. 信用业务：两融余额高增，股质风险可控	14
2.3. 投资银行：风险逐步出清，业务渐入常态	16
2.4. 交易业务：资产规模扩大，投资风格稳健	17
3. 盈利预测及估值	19
3.1. 核心假设	19
3.2. 盈利预测	19
4. 风险提示	20

图表目录

图 1: 广发证券发展历程	5
图 2: 广发证券业务结构较为均衡	6
图 3: 广发证券近年来业绩稳健增长	6
图 4: 广发证券 ROE 在同业中处于靠前位置	6
图 5: 广发证券资管业务手续费及佣金净收入占比高于同业	8
图 6: 广发证券资管分部业务收入占营收比重不断提升	8
图 7: 证券行业资管规模受资管新规影响下滑	8
图 8: 广发证券受托资产规模自 2016 年高点压降	8
图 9: 广发证券主动管理规模占比持续提升	9
图 10: 广发证券主动管理占比仅次于中金	9
图 11: 广发基金非货币型基金规模持续增长	9
图 12: 易方达基金非货币型基金规模持续增长	9
图 13: 广发基金营收、净利润波动上升	10
图 14: 易方达基金营收、净利润不断增长	10
图 15: 两家基金对广发证券净利润的贡献度不断提高	11
图 16: 广发信德净利润呈波动上升趋势	11

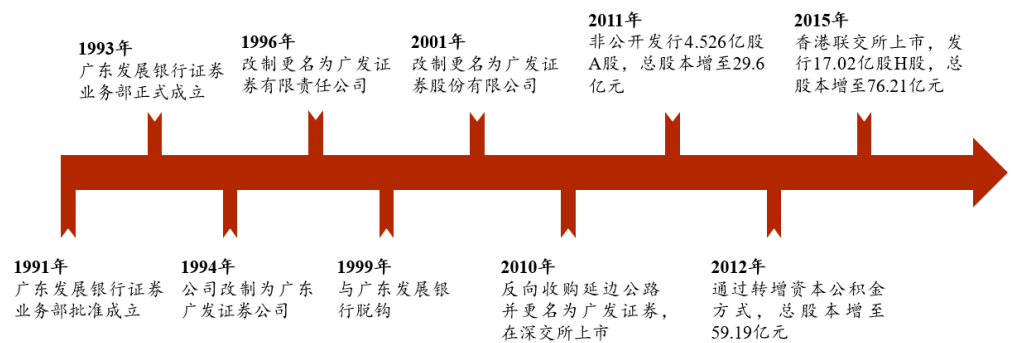
图 17: 广发证券财富管理业务板块收入占比较高	12
图 18: 广发证券主要经营区域人均 GDP 排名靠前	12
图 19: 广发证券手机证券用户数逐年增长	12
图 20: 广发证券佣金率高于行业水平	13
图 21: 广发证券股基成交额市占率维持在 4%左右	13
图 22: 广发证券近两年代理买卖证券款净收入快速增长	13
图 23: 广发证券代销收入持续高增	13
图 24: 广发证券代销收入占经纪业务比重不断提高	13
图 25: 广发证券投顾人员占比高于其他头部券商	14
图 26: 市场两融余额 2019 年开始不断攀升	15
图 27: 行业新增信用账户数量显著增加	15
图 28: 广发证券两融余额持续增长	15
图 29: 广发证券近两年两融利率有所下滑	15
图 30: 广发证券股票质押规模持续压降	15
图 31: 广发证券股票质押式回购占信用资产比重较低(2020)	15
图 32: 广发证券股权承销金额及市占率排名前 10	16
图 33: 广发证券债权承销金额及市占率排名前 10	16
图 34: 广发证券 IPO 项目储备逐步恢复	16
图 35: 广发证券金融资产规模不断扩大	17
图 36: 广发证券金融资产以固收类为主	17
图 37: 广发证券股票类资产占比低于可比同业	17
图 38: 广发证券投资收益具有一定波动性	18
表 1: 广发证券前十大股东(截至 2021 年三季度末)	5
表 2: 广发证券多项指标排名行业前 10	7
表 3: 公募基金规模排名(2021 年三季度)	9
表 4: 1H21 上市券商参控股公募基金对净利润的贡献度	10
表 5: 广发证券公募基金保有规模在券商中排名第三(截至 2021 年三季度末)	14
表 6: 可比公司估值表	19
表附录: 报表预测值	21

1. 盈利能力领先的大型券商

1.1. “A+H” 股上市，股权结构稳定

深耕二十八载，“A+H”上市。广发证券前身为广东发展银行于1991年经批准设立的证券业务部，1993年正式成立。1994年改制为广发证券公司，并于1999年正式与广发银行脱钩。2010年，公司反向收购延边公路后成为深交所上市公司，2015年登陆港交所上市，成为第3家A+H股上市的证券公司。

图 1：广发证券发展历程



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

股权结构稳定，公司治理完善。公司无控股股东和实际控制人，前三大股东分别为吉林敖东、辽宁成大和中山公用（三者均为上市公司），截至2021年三季度末，三大股东及其一致行动人持股比例分别为18.06%、17.94%、10.34%，形成了较为稳定的股权结构，有利于公司进行良好的公司治理以及实施市场化的运行机制。

表 1：广发证券前十大股东（截至2021年三季度末）

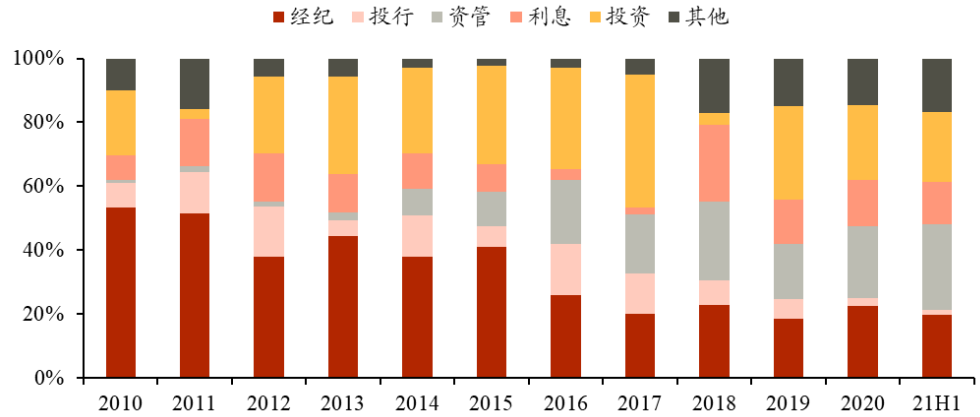
排名	股东名称	持股数量（亿股）	占总股本比例
1	香港中央结算(代理人)有限公司	17.00	22.31%
2	吉林敖东药业集团股份有限公司	12.52	16.43%
3	辽宁成大股份有限公司	12.50	16.40%
4	中山公用事业集团股份有限公司	6.87	9.01%
5	中国证券金融股份有限公司	2.28	2.99%
6	香港中央结算有限公司	1.14	1.50%
7	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.51	0.67%
8	全国社保基金 112 组合	0.39	0.52%
9	全国社保基金 111 组合	0.34	0.45%
10	前海开源中国稀缺资产灵活配置混合型证券投资基金	0.34	0.45%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 业务结构均衡，盈利能力领先

业务结构均衡。公司经纪业务收入占比从2013年的44%不断下滑至21H1的20%，资管业务收入占比从2013年的2%提升至21H1的27%，对传统经纪业务的依赖度逐步降低。21H1经纪、投行、资管、利息、自营、其他业务收入占营收比重分别为20%/1%/27%/13%/22%/17%，业务结构均衡。

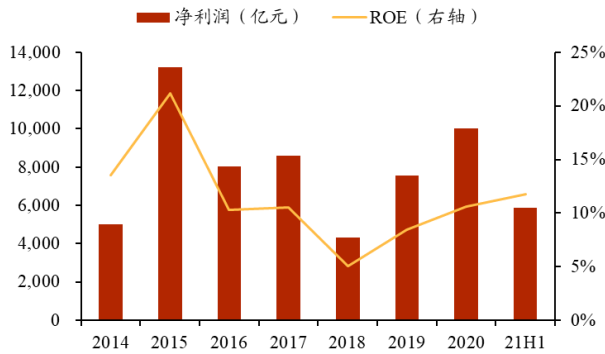
图 2：广发证券业务结构较为均衡



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

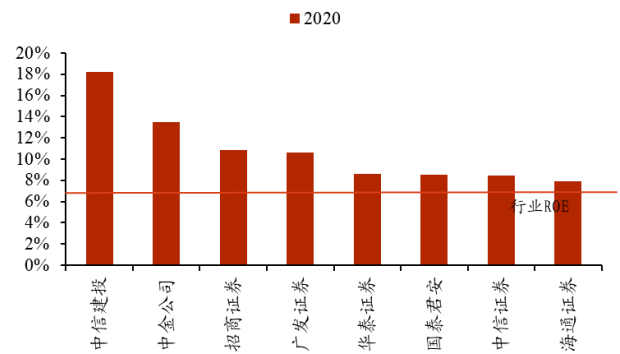
业绩稳健增长，盈利能力领先。广发证券净利润从2014年的50亿增长至2020年的100亿，复合增速12%，业绩稳健增长。公司ROE自2018年来呈上行趋势，从5.1%提升至2020年的10.6%，ROE在同业中处于靠前位置，盈利能力优秀。

图 3：广发证券近年来业绩稳健增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：21H1ROE为年化值

图 4：广发证券 ROE 在同业中处于靠前位置



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

多项指标排名靠前，分类评级重回 AA。根据证券业协会公布的数据，公司总资产、净资产、净资本、营业收入、净利润等指标长期位于行业前列，2020年经纪、投行、资管、两融、自营等主要业务条线分别为第5/33/7/4/13名，投行业务排名下滑主要是由于公司因康美药业事件受到处罚，被暂停保荐资格6个月、债券承销业务12个月。目前公司已恢复相关业务资格，公司评级也从BBB重回AA。

表 2：广发证券多项指标排名行业前 10

指标	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	4	4	5	5	7
净利润	3	4	5	5	5
总资产	4	4	3	5	7
净资产	5	5	5	5	6
净资本	4	4	7	6	7
经纪业务收入	7	6	4	5	5
投行业务收入	3	3	8	9	33
资管业务收入	2	3	4	4	7
融资融券业务利息收入	4	4	5	6	4
证券投资收入	1	3	32	8	13

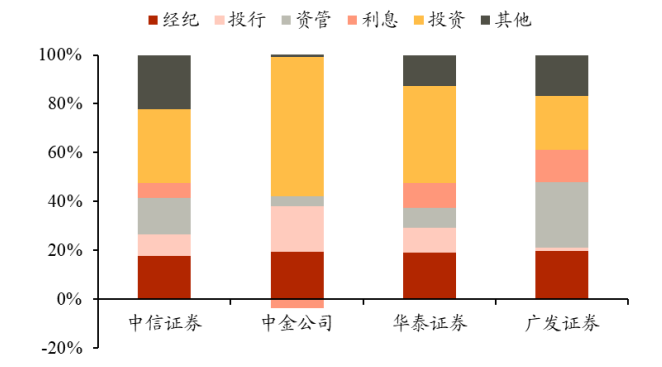
资料来源：证券业协会，浙商证券研究所

2. 资管、财管驱动业绩增长

2.1. 投资管理：主动管理较强，公募规模领先

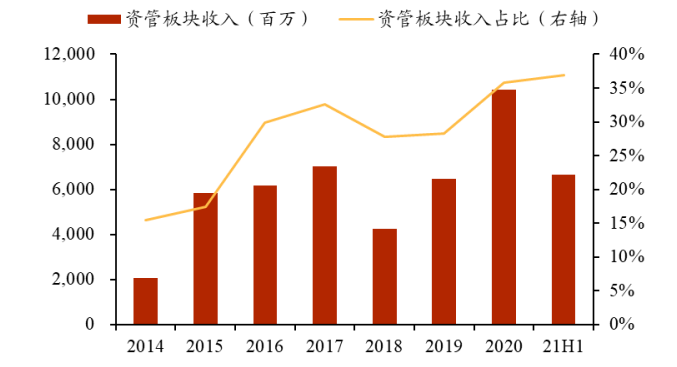
资管业务板块是公司的强项，主要包括资产管理业务、公募基金管理业务及私募基金管理业务。资管板块收入占总营收比重持续提升，21H1 占比达 37%。

图 5：广发证券资管业务手续费及佣金净收入占比高于同业



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 6：广发证券资管分部业务收入占营收比重不断提升

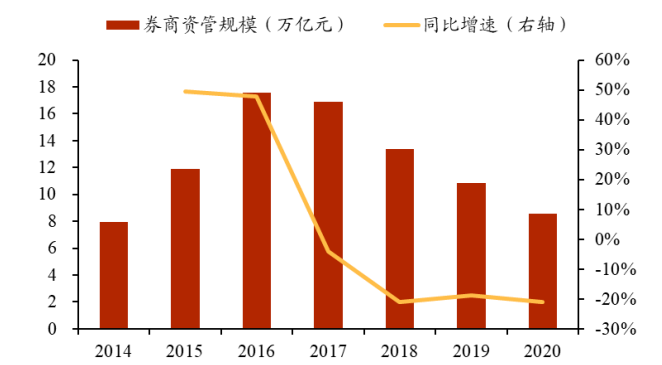


资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：按公司业务板块进行分类

2.1.1. 券商资管：主动管理占比高

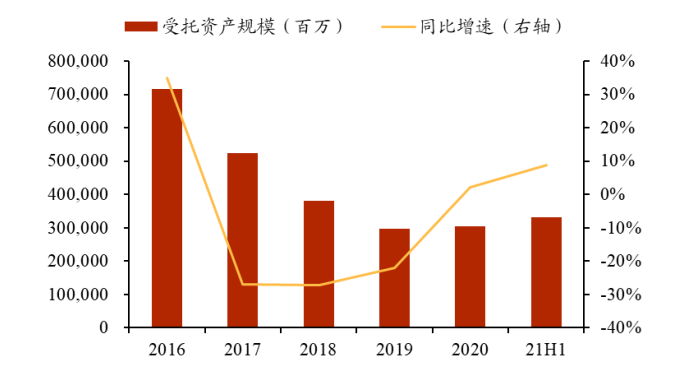
资管新规后行业和公司资管规模均有所下滑。自 2017 年资管新规出台以来，资管行业从监管套利、利差套利的盈利模式逐步回归主动管理，券商资管经历阵痛，整体规模持续下滑，从 2016 年的 17.58 万亿下降至 2020 年的 8.55 万亿。在此背景下，公司资管业务积极转型，持续压降通道业务，2020 年受托资金规模为 3,040 亿元，同比增长 2%，但相比 2016 年峰值下降 58%，21H1 公司受托资金规模企稳回升至 3,310 亿元。

图 7：证券行业资管规模受资管新规影响下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

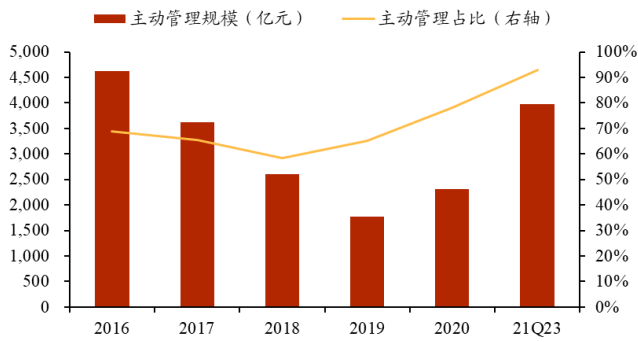
图 8：广发证券受托资产规模自 2016 年高点压降



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

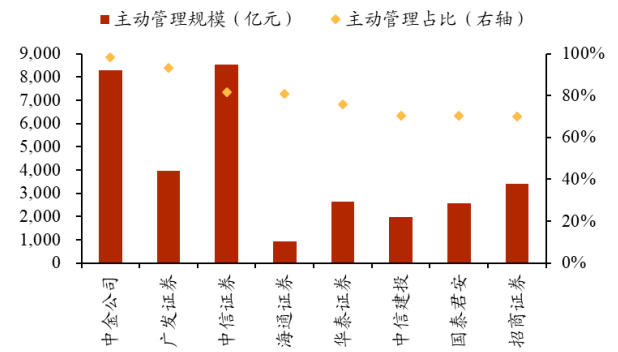
主动管理能力持续提升，规模占比领先同业。公司坚持提升主动管理能力，根据中国证券投资基金业协会公布的证券公司私募资产管理月均规模数据，公司主动管理规模占比从 2016 年的 69% 大幅提升至 21Q3 的 93%，主动管理规模占比仅次于中金，主动管理资产月均规模排名行业第三。

图 9：广发证券主动管理规模占比持续提升



资料来源：基金业协会，浙商证券研究所

图 10：广发证券主动管理占比仅次于中金



资料来源：基金业协会，浙商证券研究所 注：21Q3

2.1.2. 公募基金：参控股龙头公司

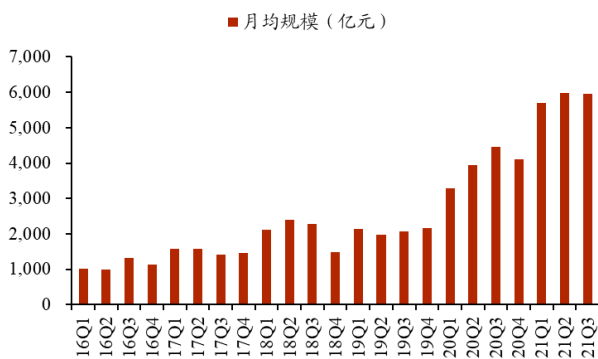
一参一控均为头部基金公司。广发证券分别持有易方达和广发基金 23%、55% 的股份，根据基金业协会披露的 2021 年三季度公募基金公司非货币理财公募基金月均规模数据，易方达基金和广发基金分别排名第一和第二。广发基金和易方达基金非货币基金规模近 5 年复合增速分别为 43%和 33%。

表 3：公募基金规模排名（2021 年三季度）

排名	公司名称	非货币理财公募基金月均规模 (亿元)
1	易方达基金管理有限公司	10,471
2	广发基金管理有限公司	5,961
3	汇添富基金管理股份有限公司	5,917
4	华夏基金管理有限公司	5,876
5	富国基金管理有限公司	5,709
6	南方基金管理股份有限公司	5,337
7	招商基金管理有限公司	4,677
8	博时基金管理有限公司	4,490
9	中欧基金管理有限公司	4,072
10	工银瑞信基金管理有限公司	4,010

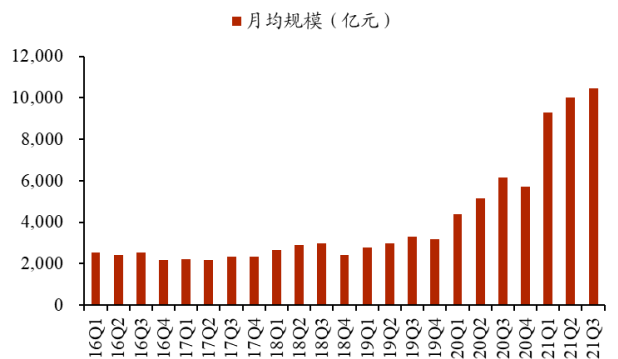
资料来源：基金业协会，浙商证券研究所

图 11：广发基金非货币型基金规模持续增长



资料来源：基金业协会，浙商证券研究所

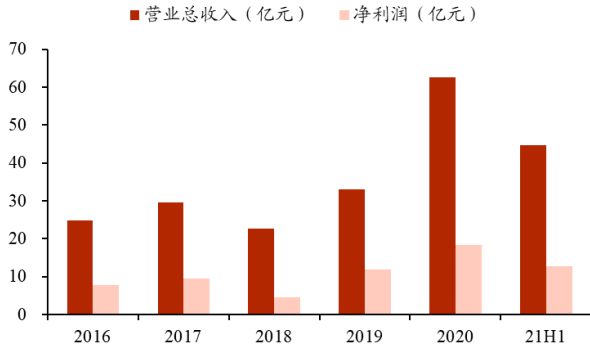
图 12：易方达基金非货币型基金规模持续增长



资料来源：基金业协会，浙商证券研究所

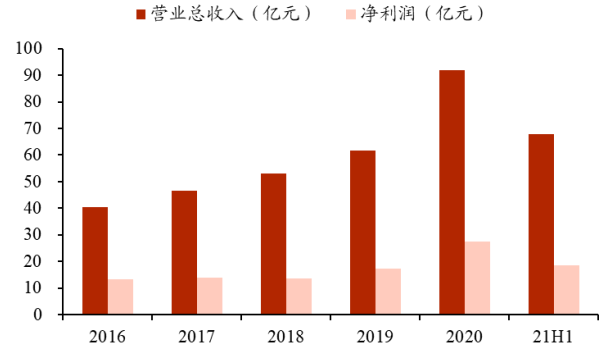
两家基金公司净利润持续增长,对广发证券利润贡献度提高。广发基金和易方达基金利润持续增长,2016-2020年净利润复合增速分别为24%和20%。21H1两家基金净利润分别为12.7亿和18.4亿,对广发证券的利润贡献合计达19%。

图 13: 广发基金营收、净利润波动上升



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 14: 易方达基金营收、净利润不断增长



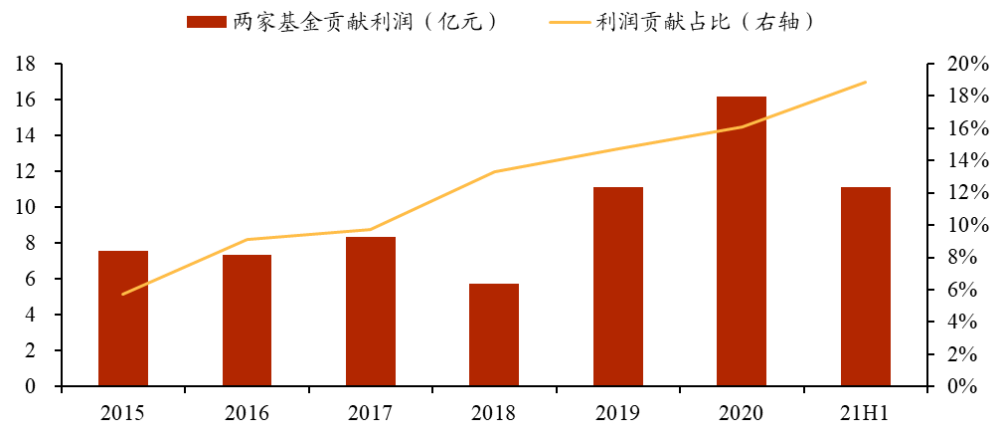
资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

表 4: 1H21 上市券商参控股公募基金对净利润的贡献度

券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金净利润 (亿元)	券商净利润 (亿元)	公募基金对券商净利润贡献	公募基金对券商净利润贡献合计
长城证券	景顺长城基金	49%	7	8	42%	47%
	长城基金	47%	1	8	5%	
第一创业	银华基金	26%	5	4	36%	47%
	创金合信基金	51%	1	4	11%	
兴业证券	兴证全球基金	51%	14	24	29%	32%
	南方基金	9%	9	24	3%	
西南证券	银华基金	44%	5	7	32%	32%
东方证券	汇添富基金	35%	16	27	21%	21%
	长城基金	18%	1	27	1%	
广发证券	广发基金	55%	13	59	12%	19%
	易方达基金	23%	18	59	7%	
东北证券	银华基金	19%	5	7	13%	17%
	东方基金	58%	0	7	4%	
国海证券	国海富兰克林基金	51%	1	5	15%	15%
招商证券	博时基金	49%	8	57	7%	13%
	招商基金	45%	8	57	6%	
申万宏源	富国基金	28%	12	45	8%	9%
	申万菱信基金	67%	1	45	1%	
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	2	78	1%	6%
	南方基金	41%	9	78	5%	
国信证券	鹏华基金	50%	6	48	6%	6%
中信证券	华夏基金	62%	10	122	5%	5%
海通证券	富国基金	28%	12	82	4%	5%
	海富通基金	51%	2	82	1%	
中泰证券	万家基金	49%	2	17	5%	5%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图 15：两家基金对广发证券净利润的贡献度不断提高

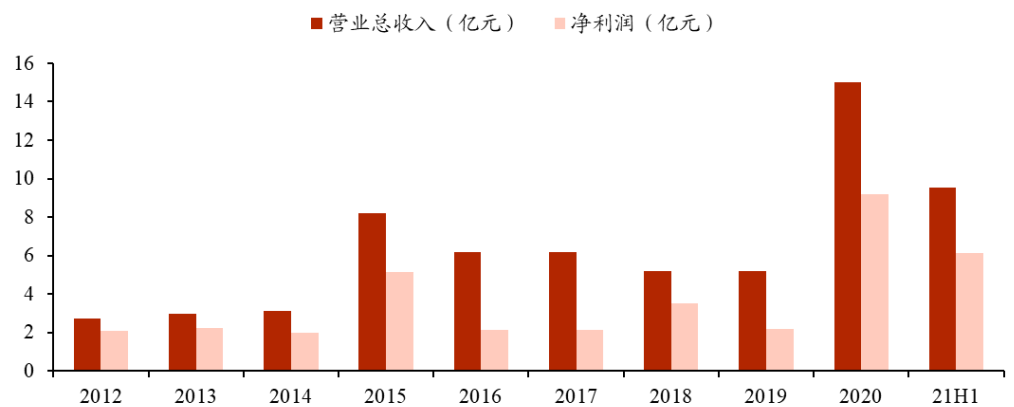


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.1.3. 私募基金：净利润波动上升

私募基金广发信德排名前列，净利润波动上升。根据公司官网披露，截至 2020 年 2 月底，广发信德累计投资企业超 250 家，超过 100 家实现部分/全部退出或实现流动性，其中 51 家实现资本化（IPO 及并购），多次获得清科券商私募管理人榜单前三名。2021 年以来，广发信德持续聚焦布局生物医药、智能制造、企业服务等行业。截至 21H1 末，广发信德设立并管理了约 50 只私募基金，管理客户资金总规模超百亿，21H1 实现营收 9.5 亿，净利润 6.1 亿。

图 16：广发信德净利润呈波动上升趋势

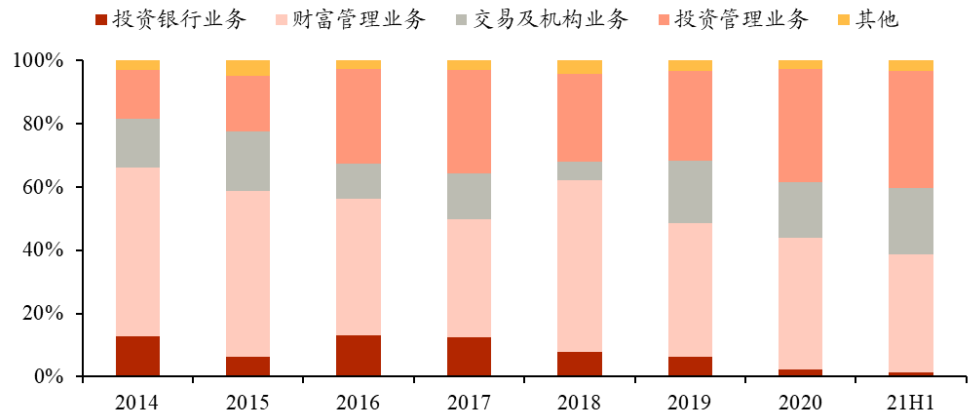


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.2. 财富管理：转型成效初显，信用风险可控

公司财富管理业务板块主要包括经纪及财富管理业务、融资融券业务、回购交易业务及融资租赁业务。财富管理业务收入一直是总营收中的大头，21H1 占比为 37%。

图 17：广发证券财富管理业务板块收入占比较高

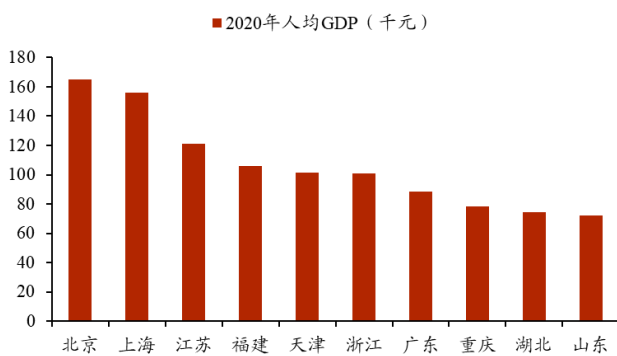


资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：按公司业务板块进行分类

2.2.1. 经纪财管：代销收入高增，投顾团队扩大

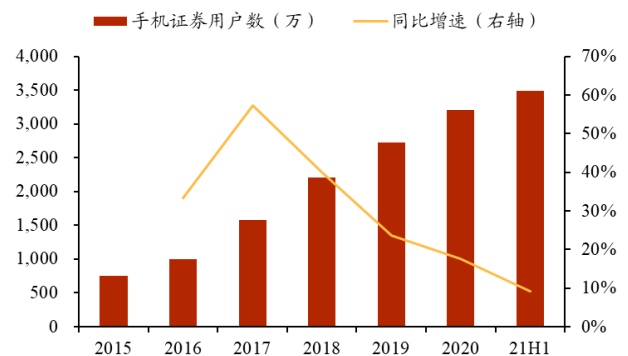
线下网点深耕发达区域，手机用户数量逐年增长。截至 2021 年上半年末广发证券在全国共有营业网点 282 家，其中广东、浙江、江苏、上海、北京等经济发达区域的营业网点数量占比 62%，这些地区经济实力雄厚、资金充裕，为公司营业网点取得良好效益提供了充足的客户资源保障。公司手机证券用户数逐年增长，2021 年上半年超 3,490 万，较 2020 年末增长 9%。

图 18：广发证券主要经营区域人均 GDP 排名靠前



资料来源：Wind，浙商证券研究所

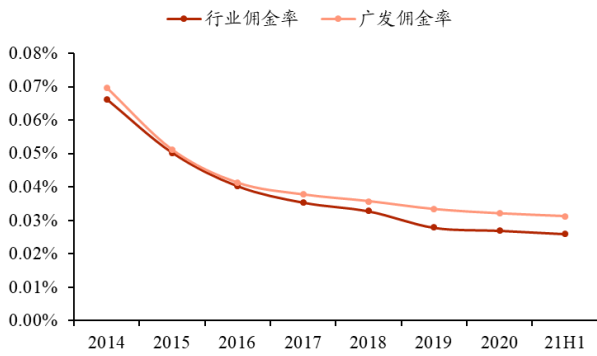
图 19：广发证券手机证券用户数逐年增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

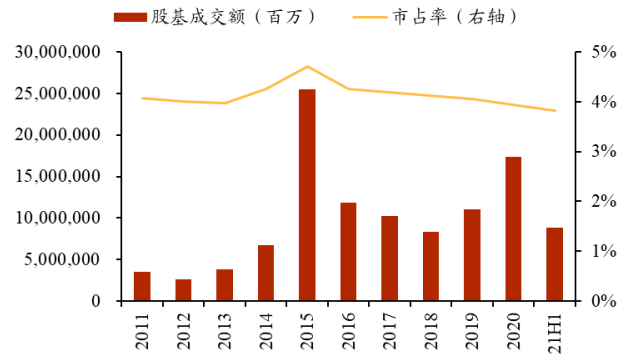
佣金率高于行业水平，成交额市占率维持稳定。广发证券佣金率从 2013 年的万分之 9 下滑至 21H1 的万分之 3.1，但始终高于行业佣金率水平且差距有所扩大，近 10 年公司股基成交额市占率维持在 4% 左右。21H1 代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）28 亿元，同比增长 10%。

图 20：广发证券佣金率高于行业水平



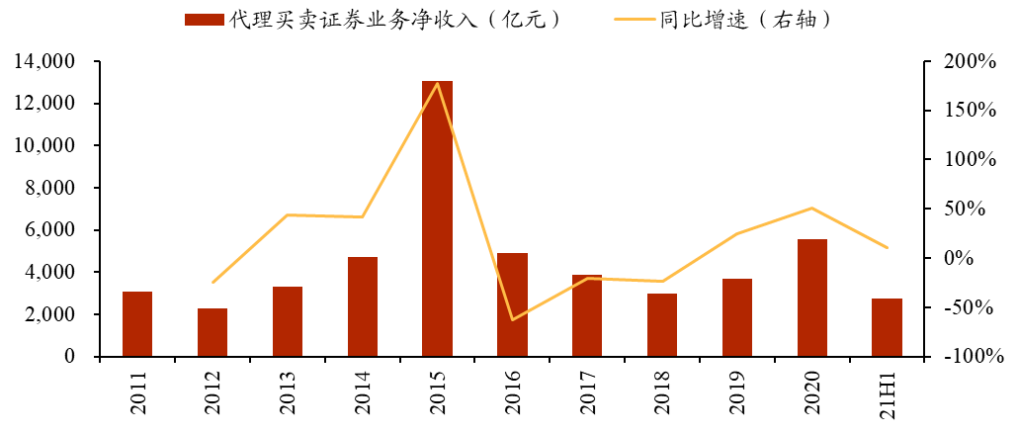
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 21：广发证券股基成交额市占率维持在 4%左右



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

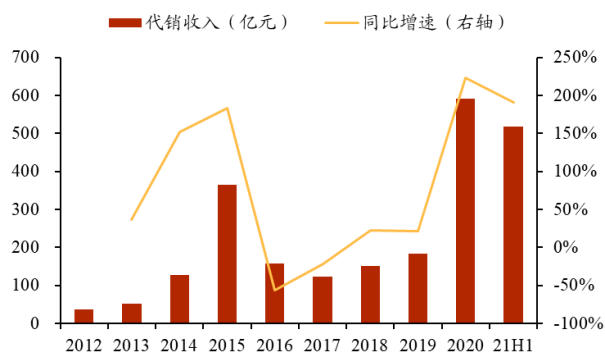
图 22：广发证券近两年代理买卖证券款净收入快速增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：含交易单元席位租赁

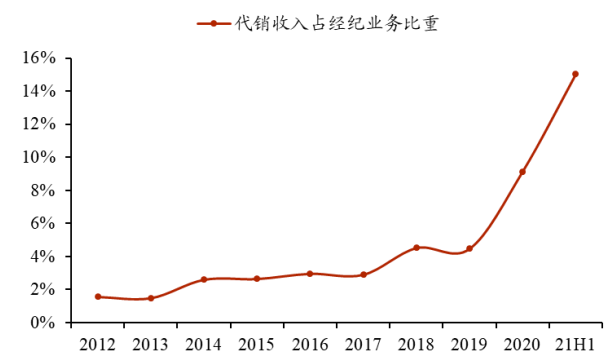
代销产品规模稳步上升，代销收入占比逐年提高。当前各券商的财富管理转型仍处于初级阶段，考察此阶段转型成果最重要的指标是金融产品代销能力。广发证券 2020 和 21H1 分别代销金融产品 7,088/3,150 亿元，丰富的产品供给推动销售收入增长，2020 和 21H1 代销金融产品收入分别为 5.9/5.2 亿元，同比增速高达 223%/191%。代销收入占经纪业务收入的比重从 2017 的 3%提升至 21H1 的 15%，2020 年代销收入排名行业第 5。

图 23：广发证券代销收入持续高增



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 24：广发证券代销收入占经纪业务比重不断提高



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

代销公募基金规模排名券商前列。根据中国基金业协会，截至2021年三季度末，广发证券代销股票+混合公募基金保有规模、非货币型公募基金保有规模均在券商中排名第三，处于行业领先地位。

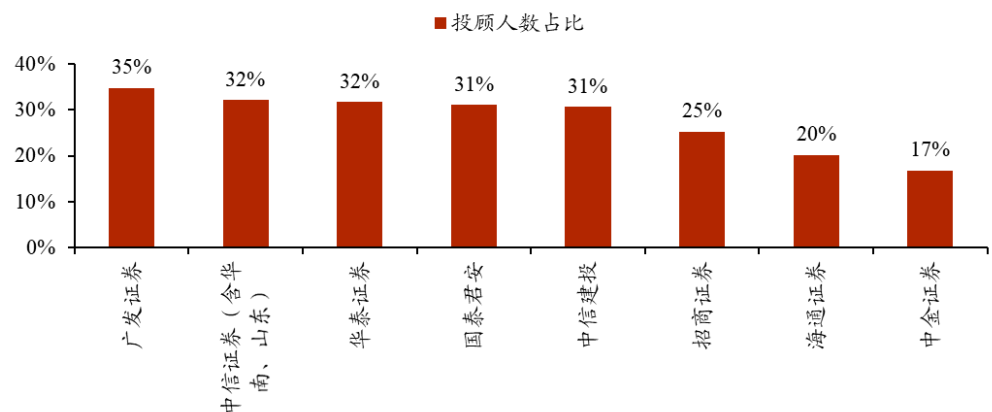
表 5：广发证券公募基金保有规模在券商中排名第三（截至 2021 年三季度末）

公司名称	股票+混合公募基金保有规模	非货币市场公募基金保有规模
中信证券股份有限公司	1,095	1,135
华泰证券股份有限公司	1,079	1,126
广发证券股份有限公司	785	841
中信建投证券股份有限公司	543	585
招商证券股份有限公司	494	534
东方证券股份有限公司	494	505
兴业证券股份有限公司	469	476
中国银河证券股份有限公司	475	485
国信证券股份有限公司	492	500
海通证券股份有限公司	372	384

资料来源：基金业协会，浙商证券研究所 注：亿元

着力打造投顾团队，投顾人数占比排名行业第一。广发证券重视投顾团队建设，通过“星·投顾”培训体系提高投顾服务质量，致力于打造一支具备“了解客户、精通产品、掌握配置、严守风控和运用科技”等核心能力的队伍。截至2021年11月15日广发证券有投资顾问3,938人，从业人员中投资顾问占比35%，在头部券商中排名第一。2016年公司推出智能投顾“贝塔牛”，加强线上线下服务能力的结合，提高服务长尾客户的效率。

图 25：广发证券投顾人员占比高于其他头部券商

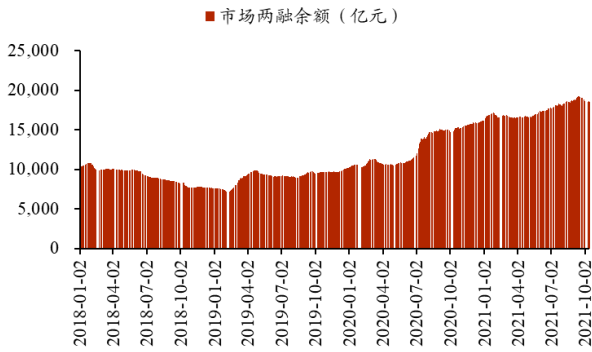


资料来源：证券业协会，浙商证券研究所 注：截至2021年11月15日

2.2.2. 信用业务：两融余额高增，股质风险可控

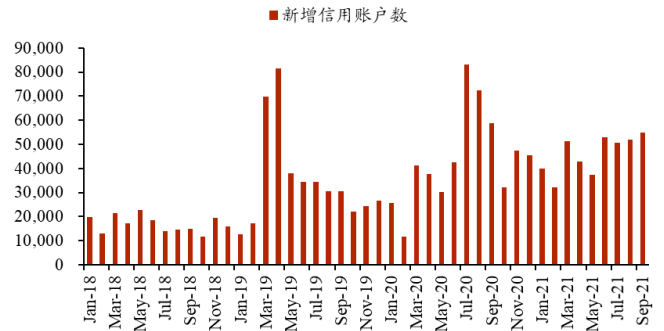
两融规模增长明显，利息收入排名靠前。2019年以来监管对两融不断释放政策利好，市场交投活跃、新增信用账户数显著增加，市场两融余额不断攀升。在此背景下，2020和21H1广发两融业务余额分别为843亿（同比增长69%）和917亿（较年初增长9%）。我们测算公司融资融券利率略微下滑至7%左右，2020和21H1公司融资融券利息收入分别为48亿和29亿，同比增速分别为34%和42%，两融业务利息收入多年排名行业前5。

图 26：市场两融余额 2019 年开始不断攀升



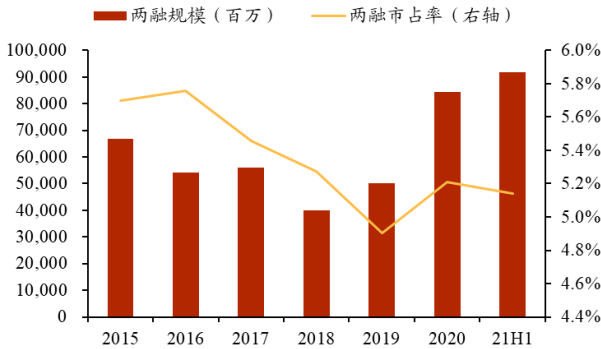
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：行业新增信用账户数量显著增加



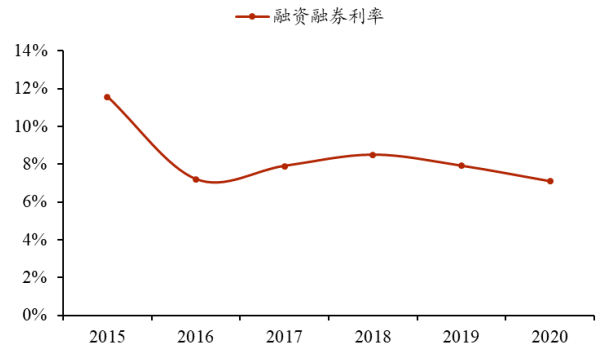
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 28：广发证券两融余额持续增长



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

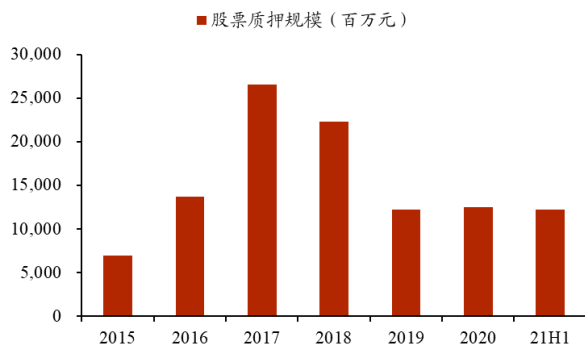
图 29：广发证券近两年两融利率有所下滑



资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：两融利率=当期两融利息净收入/（上期两融余额+当期两融余额）/2

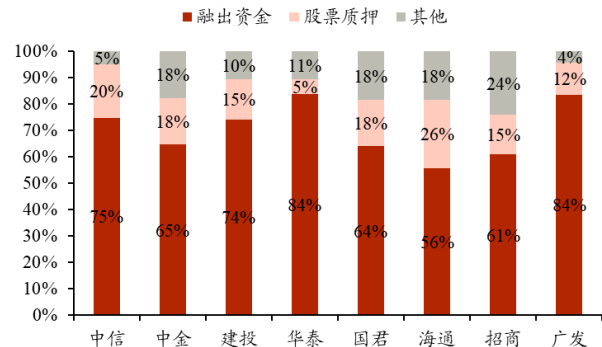
股票质押占比较低，风险可控。广发证券信用业务以风险性更低的两融业务为主，股票质押业务占比较低。2020 年公司信用资产中股票质押回购的占比仅有 12%，在头部券商中处于较低水平。21H1 广发证券通过自有资金开展场内股票质押式回购业务余额为 122 亿元，较 2020 年末下降 2%。

图 30：广发证券股票质押规模持续压降



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 31：广发证券股票质押式回购占信用资产比重较低（2020）

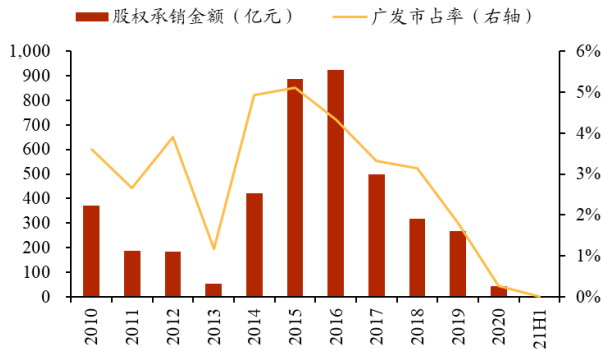


资料来源：浙商证券研究所 注：信用资产=融出资金余额+买入返售金融资产余额；其他信用资产包括债券质押回购、约定式回购等

2.3. 投资银行：风险逐步出清，业务渐入常态

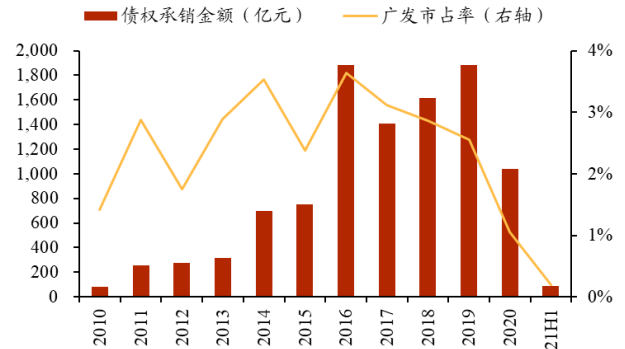
投行风险事件前承销规模排名前十。根据 Wind 数据，2010-2019 年间，除个别年份外，公司股权和债权承销规模排名基本位列行业前 10。因康美药业事件，证监会在 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 1 月 19 日期间暂停广发证券保荐机构资格，在 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 7 月 19 日期间暂不受理广发证券债券承销业务有关文件，导致 2020 年和 21H1 公司投行业务收入分别同比下降 55%和 38%，占总营收比重下滑至 2%和 1%。

图 32：广发证券股权承销金额及市占率排名前 10



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股权承销包括首发、增发、配股、优先股、可转债，按发行日统计

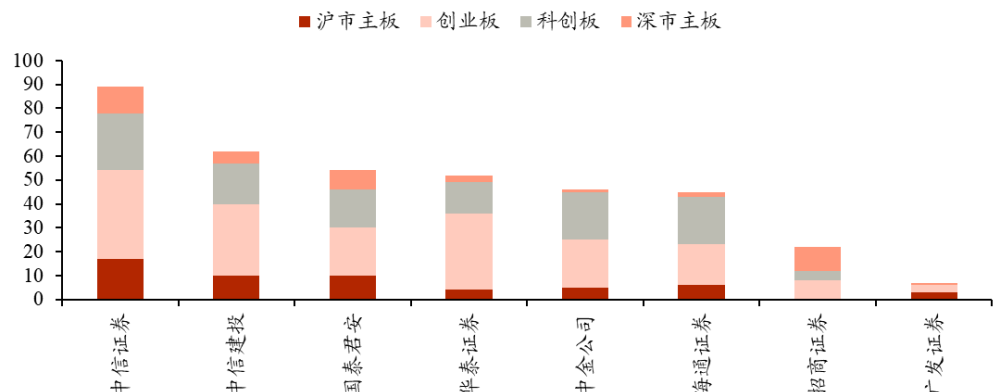
图 33：广发证券债权承销金额及市占率排名前 10



资料来源：Wind，浙商证券研究所

投行风险基本出清，业务逐渐恢复常态。2020 年公司调整投行业务组织架构，撤销投行业务管理总部、投资银行部，设立投行业务管理委员会并下辖六个一级部门，不断完善投行业务内部控制体系，提升项目管控力度，严控项目风险。公司保荐资格及债券承销资格分别于 2021 年 1 月、7 月恢复，风险逐步出清。截至 2021 年 11 月 15 日，公司 IPO 项目储备有 7 个，投行业务将逐渐恢复常态。

图 34：广发证券 IPO 项目储备逐步恢复

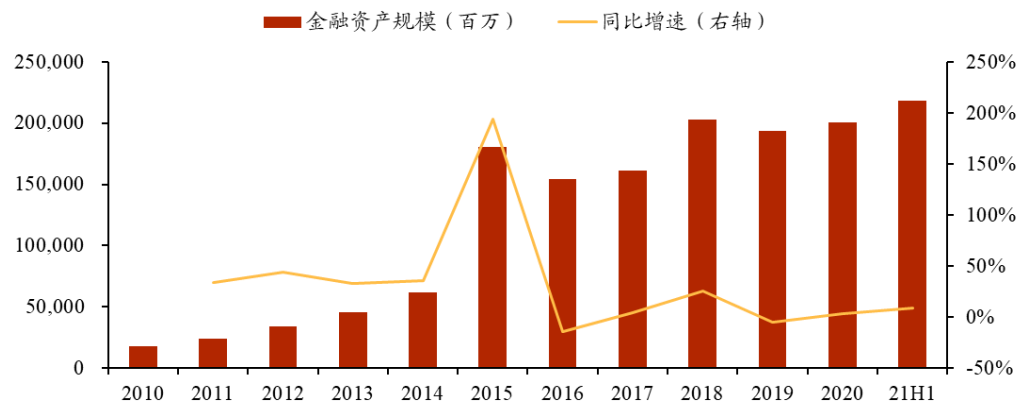


资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：不包括辅导备案登记受理、终止审查等状态。

2.4. 交易业务：资产规模扩大，投资风格稳健

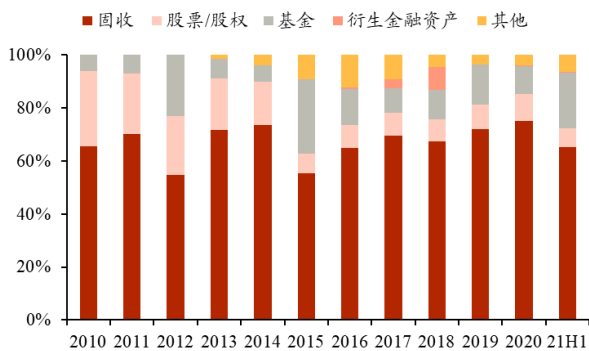
金融资产规模持续扩大，以固收类资产为主。广发证券金融资产规模从2010年的176亿增长至21H1的2,182亿元，近十年复合增速28%，支撑投资收益增长。资产结构以固收类为主，21H1金融投资资产中固收类占比65%，股票类占比7%，股票类资产占比低于可比同业，投资风格较稳健。

图 35：广发证券金融资产规模不断扩大



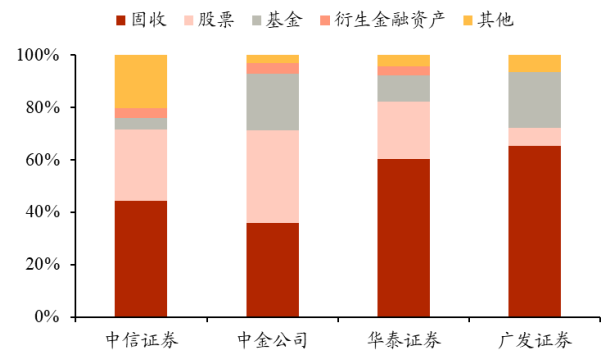
资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：金融资产包括交易性金融资产、债权投资、其他权益工具投资、其他债权投资、可供出售金融资产、持有到期资产、衍生金融资产；21H1 增速为较年初增长

图 36：广发证券金融资产以固收类为主



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

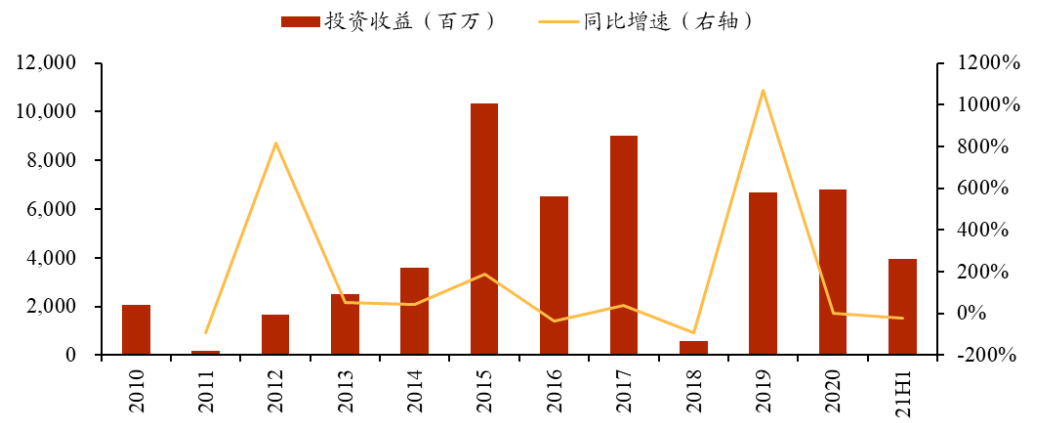
图 37：广发证券股票类资产占比低于可比同业



资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：21H1

投资收益具有一定波动性。2018 年投资收益大幅减少主要是因为会计准则变动，债权投资及其他债权投资利息收入从投资收益改为记入利息收入。历年投资收益的波动主要是因为方向性交易非常依赖市场表现，在行情冷淡的时期容易拖累公司整体业绩。

图 38：广发证券投资收益具有一定波动性



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3. 盈利预测及估值

3.1. 核心假设

经纪业务：预计 2021-2023 年经纪业务收入同比增速为 22%/9%/11%。主要基于以下核心假设：2021-2023 年两市日均股基成交额 10,500/10,000/10,000 亿元；公司市占率在 3.90%/3.93%/3.96%；佣金率略微下滑至万分之 3.1/3.0/2.9。

投行业务：预计 2021-2023 年投行业务收入同比增速为 -39%/66%/71%。主要基于以下核心假设：2021-2023 年行业股权融资规模 1.7/1.9/2.2 万亿元，债券承销规模 10.9/11.9/13.1 万亿元；2020 年公司投行承销规模市占率及投行业务收入基数极低，随着投行业务保荐资格和债券承销资格恢复，公司股权承销市占率逐渐恢复至 0.3%/0.5%/0.8%（市占率尚未恢复至风险事件前 2019 年 1.8%的水平），债券承销市占率逐步恢复至 0.5%/0.8%/1.2%（市占率尚未恢复至风险事件前 2019 年 2.5%的水平）；公司股权承销费率为 3.4%/3.3%/3.3%，债权承销费率为 0.4%/0.4%/0.4%。

资管业务：预计 2021-2023 年资管业务净收入同比增速为 50%/35%/18%。主要基于以下核心假设：2021-2023 年公司受托资产规模为 3,417/3,803/4,139 亿，在费率较高的集合类资管规模占比提升的情况下，资管费率为 0.43%/0.44%/0.44%。2022-2023 年广发基金管理规模为 1.2/1.4/1.6 万亿，管理费率为 0.9%/0.9%/0.9%。

利息净收入：预计 2021-2023 年利息净收入同比增速为 17%/12%/13%。主要基于以下假设：2021-2023 年市场两融余额 1.8/1.9/2.0 万亿元；公司两融市占率 5.2%/5.2%/5.2%；公司两融利率为 6.9%/6.9%/6.9%。

投资业务：预计 2021-2023 年投资收益同比增速为 -11%/31%/20%。主要基于以下假设：2021-2023 年公司金融投资资产为 2,249/2,760/3,251 亿元；投资收益率为 2.9%/3.2%/3.2%。

3.2. 盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年营业收入同比增长 21%/22%/17%；归母净利润同比增长 18%/21%/14%；2021-2023BPS 为 14.14/15.48/17.01 元，现价对应 PB 为 1.59/1.45/1.32 倍。

我们选取中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安、海通证券、招商证券等头部券商公司作为可比公司，采用可比估值法进行估值。头部券商 2021E 平均 PB 为 1.85 倍，公司资管业务优势显著，财富管理布局领先，投行业务将逐步回归常态，我们给予公司 2021 年 1.85 倍 PB，对应目标价 26.16 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价	PB (2021E)	PB (2022E)	PB (2023E)
中信证券	600030.SH	24.30	1.54	1.43	1.32
华泰证券	601688.SH	15.69	1.01	0.93	0.84
国泰君安	601211.SH	17.29	1.06	0.99	0.92
海通证券	600837.SH	12.28	0.96	0.89	0.81
招商证券	600999.SH	17.30	1.43	1.32	1.25
中金公司	601995.SH	48.22	2.92	2.60	2.33
中信建投	601066.SH	28.85	3.43	3.01	2.64
平均值			1.85	1.67	1.51
广发证券	000776.SZ	22.50	1.59	1.45	1.32

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：除中信证券、华泰证券、广发证券外，用来计算其他公司 PB 的 BPS 值均使用 Wind 一致性预期；股价使用 2021 年 11 月 19 日收盘价

4. 风险提示

1. 宏观经济大幅下行: 宏观经济大幅下行会影响资本场景气度、居民收入与风险偏好, 可能导致个人、机构投资者减少股票、基金投资, 进而影响公司盈利能力。
2. 投行业务恢复不及预期: 2020年7月公司被罚暂停保荐资格6个月、暂停债券承销资格12个月, 2021年恢复相关资格, 若后续公司股、债承销项目没有及时储备及推进, 将会影响投行业务相关收入。

表附录：报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
客户资金	97,175	126,327	151,593	181,911
自有资金	26,107	31,328	36,027	41,432
融出资金	86,153	97,591	103,023	108,893
买入返售金融资产	16,794	15,588	16,267	17,551
应收款项	3,404	4,085	4,902	5,882
交易性金融资产	67,743	115,163	149,711	179,654
债权投资	462	231	277	333
其他权益工具投资	11,625	930	1,023	1,125
其他债权投资	120,182	108,164	124,389	143,047
衍生金融资产	203	407	610	915
长期股权投资	7,197	8,636	10,364	12,436
固定资产	3,046	3,199	3,518	3,870
商誉及无形资产	2,101	2,521	2,521	2,521
其他资产	15,272	18,717	21,659	25,746
资产总计	457,464	532,886	625,885	725,316
银行借款	4,736	5,209	5,730	6,303
卖出回购及拆入资金	100,733	110,806	121,887	134,076
代理买卖证券款	102,941	113,235	124,559	137,015
代理承销证券款	-	-	-	-
交易性金融负债	5,565	6,400	7,360	8,464
衍生金融负债	215	322	484	726
应付债券	124,758	137,234	164,681	197,617
其他负债	16,242	47,170	78,003	105,780
负债合计	355,190	420,377	502,703	589,980
少数股东权益	4,111	4,728	5,201	5,721
归属母公司股东权益	98,162	107,780	117,981	129,615
负债和股东权益	457,464	532,886	625,885	725,316

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
手续费及佣金净收入	14,114	18,730	23,263	27,204
经纪业务手续费净收入	6,572	8,035	8,747	9,669
投行业务手续费净收入	649	397	657	1,126
资管业务手续费净收入	6,598	9,883	13,320	15,653
其他手续费净收入	296	414	539	754
利息净收入	4,254	4,987	5,602	6,328
投资收益	7,813	7,083	8,964	10,557
其他收入	2,972	4,405	5,287	6,344
营业总收入	29,153	35,206	43,116	50,432
税金及附加	(170)	(205)	(251)	(294)
业务及管理费	(12,744)	(16,312)	(20,390)	(24,468)
减值损失	(856)	(428)	(471)	(518)
其他业务成本	(1,756)	(2,019)	(2,221)	(2,332)
营业总支出	(15,525)	(18,964)	(23,333)	(27,612)
营业外收支	(29)	(34)	(39)	(46)
利润总额	13,599	16,208	19,744	22,775
所得税费用	(2,828)	(3,371)	(4,106)	(4,737)
净利润	10,771	12,837	15,637	18,038
少数股东权益	(733)	(953)	(1,238)	(1,610)
归母净利润	10,038	11,884	14,399	16,428

核心指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.32	1.56	1.89	2.16
每股净资产(元)	12.88	14.14	15.48	17.01
ROA	2.36%	2.40%	2.49%	2.43%
ROE	10.60%	11.44%	12.60%	13.09%
净利润增长率	33%	18%	21%	14%
净杠杆倍数	3.5	3.6	3.9	4.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>