



综合金融/金融

广发证券 (000776)

好事多磨，利剑出鞘



梁静



021-38676850



liangjing@gjtas.com

董乐

021-38676650

dongle@gjtas.com

本报告导读：广发定位高于海通，二级市场合理价值在 60 元以上。

投资要点：

- 广发证券综合实力高于海通。** 广发证券作为在市场化竞争中迅速成长起来的优质券商的典型代表，经营稳健、盈利能力强、创新实力突出、激励机制到位、综合竞争力稳居行业前列，在行业“一超多强”的格局中占据重要地位。综合判断，其行业定位应高于海通。
- 上市之后定位独特。** 广发证券上市后流通股本仅 0.92 亿股，在上市券商中最少，总股本/流通股本高达 27 倍！小股本大券商，这在上市券商中独一无二。
- 成长性领先行业。** 成功上市之后，广发证券被压抑已久的成长性将迸发出来，业绩增速仍将领先于同类券商。受益于市场的规模扩张、创新全面铺开，我们预期广发 2010-2011 年的净利润将达 55、68 和 80 亿元，同比增速为 17%、23% 和 18%。
- 股指期货的最大受益者之一。** 创新能力强、广发期货和广发证券强强联合，对股指期货的弹性同类券商领先。
- 维持增持评级，提升目标价至 60 元。** 参照可比券商股估值、借壳券商借壳后的表现以及分部估值，广发的合理 PE 为 30-35 倍，上市后的合理价值在 60 元附近。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,206	10,470	12,574	14,791	17,238
(+/-)%	-57.9%	45.3%	20.1%	17.6%	16.5%
经营利润 (EBIT)	4,229	6,173	7,600	8,940	10,419
(+/-)%	-61.8%	46.0%	23.1%	17.6%	16.5%
净利润	3,152	4,690	5,601	6,509	7,590
(+/-)%	-58.7%	48.8%	19%	16%	16.6%
每股净收益 (元)	1.26	1.88	2.24	2.60	3.04
每股股利 (元)					

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	58.7%	59.0%	60.4%	60.4%	60.4%
净资产收益率(%)	26.1%	28.6%	28.1%	27.7%	27.1%
总资产收益率(%)	5.6%	4.5%	4.8%	5.2%	5.5%
市盈率	8.4	5.6	4.7	4.0	3.4
市净率	2.9	1.6	2.7	2.3	1.9
股息率 (%)	4.7%	0.0%	9.5%	9.5%	9.5%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 60.00

上次预测: 12.00

当前价格: 10.55

2010.02.10

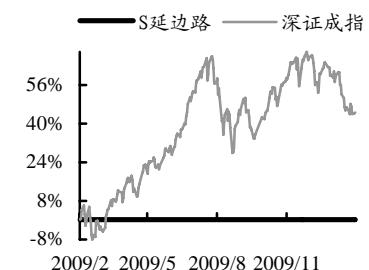
交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.55-10.55
总市值 (百万元)	1,942
总股本/流通 A 股 (百万股)	184/93
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

资产负债表摘要 (12/09)

股东权益 (百万元)	259
每股净资产	1.41
市净率	7.5
净负债率	0%

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	10%	8%	-45%

相关报告

行业更新: 广发预期已明, 三宝重估在即
(09.12.27)

点评报告: 油页岩出油预期明确, 疫苗再次爆发可期
(09.12.21)

深度报告: 广发和油价双驱动, 重估价值翻番
(09.11.12)

点评报告: 主业低于预期, 但来年增长
(09.11.01)

调研报告: 多元驱动, 攻守兼备
(09.06.05)

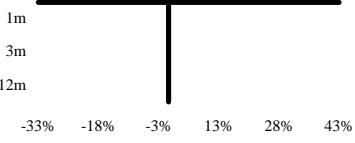
模型更新时间: 2010.02.10

股票研究
金融
综合金融
广发证券 (000776)

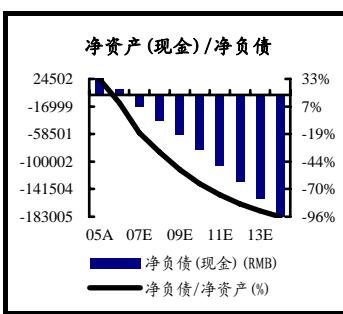
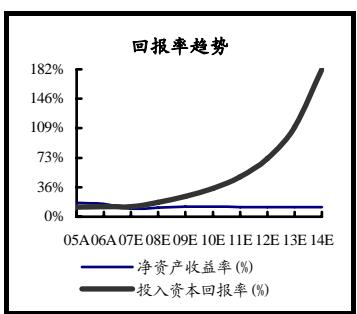
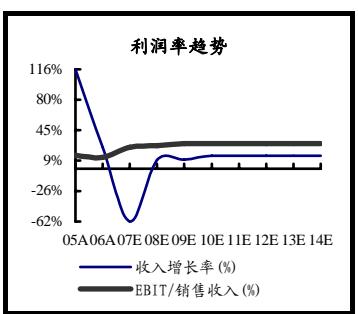
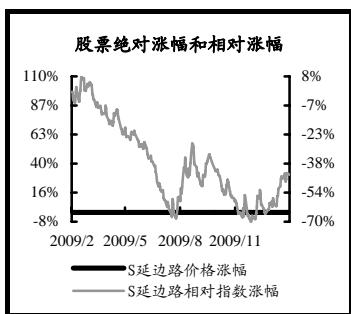
评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	60.00
上次预测:	12.00
当前价格:	10.55

公司网址

www.gf.com.cn

绝对价格回报 (%)

52周价格范围 10.55-10.55
市值 (百万) 1,942

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表								
营业收入	17,099	7,206	10,470	12,729	14,757	17,167	18,861	20,965
代理买卖证券业务净收入	8,793	4,699	7,453	8,805	9,800	10,907	11,587	12,310
市场日均股票基金成交额 (亿元)	1,939	1,110	2,238	2,462	2,709	2,844	2,986	3,135
公司经纪份额	4.58%	4.45%	4.57%	4.67%	4.78%	4.88%	4.99%	5.10%
公司股票基金权证成交额 (亿元)	50,097	30,519	54,848	64,463	72,469	81,470	87,425	93,816
公司股票基金净佣金率	0.176%	0.154%	0.136%	0.135%	0.133%	0.132%	0.131%	0.129%
证券承销业务净收入	480	243	231	418	500	564	609	658
公司股票承销额 (亿元)	62	47	63	114	136	147	158	171
公司债券承销额 (亿元)	26	63	103	126	153	182	197	212
受托资产管理业务净收入	303	100	59	373	515	700	940	1,248
公司资产管理规模 (亿元)	33	91	101	138	191	259	348	462
投资收益+公允价值变动	5,138	478	1,159	1,052	1,153	1,462	1,460	1,848
上证指数涨幅	97%	-65%	81%	20%	19%	18%	17%	16%
股票投资规模 (亿元)	7,172	815	2,124	2,742	2,753	3,741	3,776	5,064
其中: 交易性金融资产	2,872	300	1,017	1,223	1,455	1,716	2,010	2,340
可供出售金融资产	4,300	515	1,107	1,520	1,298	2,025	1,766	2,724
基金投资规模 (亿元)	625	2,209	1,765	2,247	2,334	3,082	3,206	4,178
债券投资规模 (亿元)	2,463	9,717	2,352	3,363	3,365	4,720	4,649	6,435
利息收入	524	747	710	724	843	947	1,066	1,177
营业支出	6,043	2,977	4,297	4,974	5,851	6,819	7,511	8,386
税金及附加	803	412	530	699	822	958	1,055	1,178
业务及管理费用	5,136	2,560	3,757	4,275	5,029	5,861	6,456	7,208
营业利润	11,056	4,229	6,173	7,600	8,940	10,419	11,476	12,813
所得税	3,195	881	1,482	1,821	2,143	2,498	1,223	694
少数股东损益	616	132	235	228	250	263	276	290
净利润	7,639	3,152	4,690	5,601	6,509	7,590	9,875	11,660
资产负债表								
货币资金	71,513	32,658	73,381	75,597	78,212	81,271	85,262	89,993
交易性金融资产	5,571	6,835	3,391	4,076	4,850	5,721	6,701	7,801
可供出售金融资产	4,717	5,907	3,181	4,673	4,073	6,378	5,581	8,636
长期股权投资	315	476	1,682	1,934	2,224	2,558	2,941	3,382
资产合计	97,161	56,489	104,254	114,679	126,147	138,762	152,638	167,902
代理买卖证券款	74,298	38,067	41,112	45,224	49,746	52,233	54,845	57,587
应付职工薪酬	2,556	1,796	1,605	1,845	2,122	2,441	2,807	3,228
负债总计	82,867	44,433	87,880	94,981	102,528	110,554	118,443	126,610
股东权益合计	14,294	12,056	16,374	19,698	23,620	28,208	34,195	41,293
每股净资产	3.45	3.64	6.58	3.92	4.64	5.48	6.43	7.51
收入构成								
经纪佣金	51%	65%	71%	69%	65%	62%	60%	57%
承销	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
资产管理	2%	1%	1%	3%	3%	4%	5%	6%
自营收入	30%	7%	11%	8%	8%	8%	8%	9%
利息收入	3%	10%	7%	6%	6%	5%	6%	6%
其它	11%	13%	8%	11%	14%	16%	18%	20%
财务指标								
成长性	-7%	-3%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
经纪份额增长率	315.9%	-57.9%	45.3%	20.1%	17.6%	16.5%	10.1%	11.7%
收入增长率	415.3%	-61.8%	46.0%	23.1%	17.6%	16.5%	10.1%	11.7%
营业利润增长率	418.6%	-58.7%	48.8%	18.1%	18.0%	17.0%	30.5%	18.6%
净利润增长率								
盈利能力及风险指标								
净资产收益率(ROE)	53%	26%	29%	28%	28%	27%	29%	29%
总资产收益率(ROA)	8%	6%	4%	5%	5%	6%	7%	7%
营业费用率	30%	36%	36%	34%	34%	34%	34%	34%
所得税率	29%	21%	24%	24%	24%	24%	11%	5%
自营资产/净资产	72%	106%	40%	44%	38%	43%	36%	40%
股票投资/净资产	50%	7%	13%	14%	12%	13%	11%	12%
股息率	-7%	-3%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
估值比率								
PE	3.1	2.9	1.6	2.7	2.3	1.9	1.6	1.4
PB	3.5	8.4	5.6	4.8	4.0	3.4	2.6	2.2
股息率	14.2%	4.7%	0.0%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%



目 录

1. 投资要点.....	4
2. 广发借壳的基本情况.....	4
2.1. 借壳方案：小螺蛳壳里做大道场	4
2.2. 需要关注的几个问题:股权激励仍予保留	5
3. 广发证券：行业定位高，业务竞争力强.....	6
3.1. 广发证券的行业定位：高于海通	6
3.2. 竞争优劣势分析：机制好+盈利佳+创新强，但面临资本瓶颈..	7
3.3. 经营情况：盈利能力强，业务布局全面	8
4. 业务情况分析：传统业务竞争力强，创新全面启动.....	9
4.1. 传统业务：持续增长可期.....	9
4.2. 创新已经全面铺开，基金管理和期货业务行业领先	13
4.3. 融资融券和股指期货：对股指期货弹性最大	15
5. 上市之后定位如何？	16
5.1. 上市会带来哪些变化？	16
5.2. 再融资和华福证券的处置是两大不确定性因素	17
5.3. 如何估值？	18

1. 投资要点

广发证券综合实力介于中信和海通之间。广发证券作为在市场化竞争中迅速成长起来的优质券商的典型代表，经营稳健、盈利能力强、创新实力突出、综合竞争力稳居行业前列，在行业“一超多强”的格局中占据重要地位。综合判断，其行业定位应高于海通。

上市之后定位独特。广发证券上市后流通股本仅 0.92 亿股，在上市券商中最少，总股本/流通股本高达 27 倍！这在上市证券公司中独一无二。

成长性领先行业。成功上市之后，广发证券被压抑已久的成长性将迸发出来，业绩增速仍将领先于同类券商。受益于市场的规模扩张、创新全面铺开，我们预期广发 2010-2011 年的净利润将达 55、68 和 80 亿元，同比增速为 17%、23% 和 18%。EPS 分别为 2.20 元、2.70 元和 3.19 元。

股指期货的最大受益者之一。由于近年分红较多、且未上市，融资融券受益程度要暂时落后于中信等上市券商，但一旦上市且融资，差距将迅速弥补；同时，广发期货强大实力、广发自身的经纪实力和创新能力共同决定了广发证券对股指期货的弹性要高于其他大券商。

二级市场定位在 60 元。参照同类券商股估值、借壳券商借壳后的表现，以及分部估值，我们判断，广发的合理 PE 为 30-35 倍，对应二级市场定价在 60 元以上，我们维持对广发的推荐评级，提升目标价至 60 元。

2. 广发借壳的基本情况

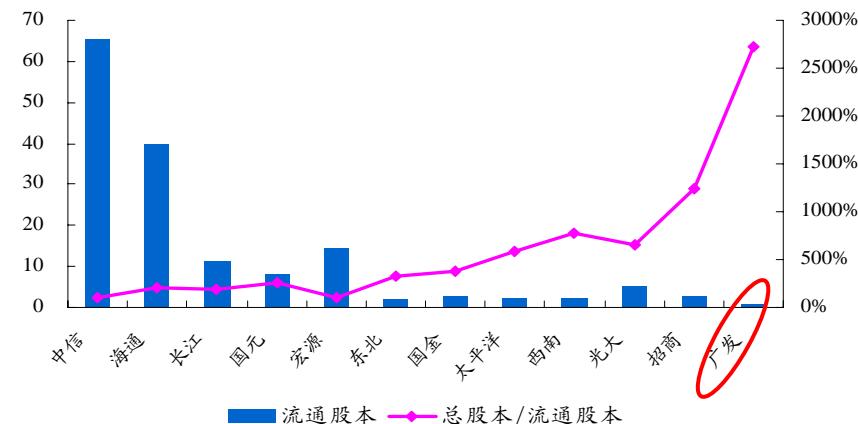
2.1. 借壳方案：小螺蛳壳里做大道场

2006 年 9 月 23 日，广发借壳开始正式启动；2010 年 1 月 6 日，借壳重启。虽历时 3 年有余，但借壳方案仍然维持原有方案的交易结构及交易定价。具体为：

- (1) **定向回购股份：**延边路以 2006 年 6 月 30 日的全部资产负债为对价，回购吉林敖东所持有的 46.15% 的公司股权；
- (2) **换股吸收合并：**延边路股东与广发股东按照 1:0.83 的比例换股；除敖东外，其他延边路非流通股东按 10:7.1 的比例缩股。

借壳完成后，延边路(广发证券)的总股本为 25.07 亿股、流通股本为 0.92 亿股。这一股本结构是典型的小流通股、大券商结构，总股本/流通股本为 27 倍，这在上市券商中独一无二（图 1）。

广发的前 3 大股东成大、敖东和公用分别持有 6.25 亿股、6.22 亿股和 3.43 亿股，持股比例为 24.93%、24.82% 和 13.70%，每股市商含量 0.69 股、1.09 股和 0.57 股，锁定期为 36 个月（表 1）。

图 1 广发证券小流通股本大券商的市场定位在上市券商中独一无二


数据来源：国泰君安证券研究

表 1 延边路(广发证券)上市后的股权结构

序号	股东	持股数(百万股)	持股比例	锁定期	每股广发含量(股)
1	辽宁成大	625	24.93%	36	0.69
2	吉林敖东	622	24.82%	36	1.09
3	中山公用	343	13.70%	36	0.57
4	香江集团	141	5.64%	36	
10	华茂股份	57	2.28%	12	0.091
15	闽福发	9	0.36%	12	0.037
16	星湖科技	7	0.30%	12	0.014
	其他非流通股股东	609	24.30%	12	
	流通股股东	92	3.67%		
合计		2,507	100.00%		

数据来源：公司公告

2.2. 需要关注的几个问题：股权激励仍予保留

- 广发证券与广发华福的同业竞争。** 目前持股 60.35%，注册资本 5.5 亿元。广发证券承诺将在 2010 年 12 月 31 日前以市场价格转让广发华福全部股权，在解决之前，广发将不向证监会申请新业务、新产品和新网点。按照公司预测，转让广发华福对 2010 年营业收入、利润和净利润影响为 -11.85%、12.53% 和 7.96%。
- 深圳吉富与 ST 梅雁诉讼广发股权案。** 目前，该案已处于最高法院审理阶段，2010 年 1 月，广发和吉富已就股权转让的真实性出具了承诺函；
- 广发高管的股权激励问题。** 2006 年 12 月，广发证券股东各拿出 5% 股权作为广发股权激励，并交由粤财信托代持。借壳后，广发仍将推进并实施该股权激励计划。数量占现有股本的 4.8%，受让价格为 2006 年 6 月 30 日净资产(2006 年末为 1.42 元)。

4、股利分配。广发以 25 亿股本为基数，2007-2008 分别分配 1.5 元和 0.5 元。原有股东已分配 40 亿元，尚余 10 亿元由存续公司全体股东享有。

3. 广发证券：行业定位高，业务竞争力强

3.1. 广发证券的行业定位：高于海通

广发证券综合竞争力强。广发证券是在市场化竞争中迅速成长起来的优质券商的典型代表，经营稳健、盈利能力强、创新实力突出、综合竞争力稳居行业前列，在行业“一超多强”的格局中占据重要地位。无论是从资本、还是从盈利，还是业务来看，公司都稳居行业领先集团。尽管近年来受到借壳事件的困扰，但广发在逆境中仍显现英雄本色，主要指标均稳定居行业前列，其中盈利能力尤为突出（表 2）。

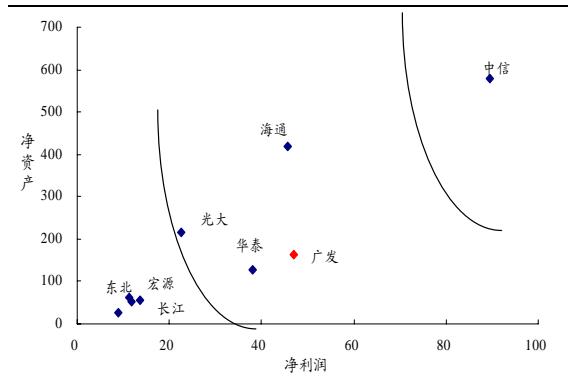
表 2 近年来广发证券主要指标在行业内排名

	2005	2006	2007	2008	2009
盈利规模					
营业收入	4	4	3	4	3
净利润	3	6	4	4	3
资产规模					
净资产	8	4	4	4	6
净资本	6	5	4	8	7
总资产	6	5	5	5	7
业务规模					
股票基金交易额	6	6	6	5	6
股票主承销家数	-	8	4	4	8
股票主承销金额	-	10	9	11	13

数据来源：中国证券业协会，国泰君安证券

定位高于海通。在行业定位上，广发与海通非常类似（图 2-3）。无论从管理(战略、经营机制、激励等)，还是从业务实力和创新能力来看，广发都要优于海通；但在资金实力上广发由于未能融资，较海通有明显劣势。

图 2 广发证券与上市券商的比较(资本&盈利,2009) 图 3 广发证券与上市券商的比较(业务,2009)



数据来源：公司公告，中国货币网

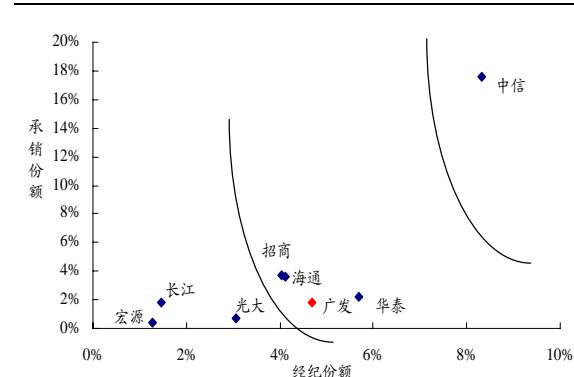


表 3 广发证券与其他上市券商的综合比较 (2009)

	中信	广发	海通	华泰	招商	光大
资金实力						
净资本(亿元)	358	108	360	85		94
净资产(亿元)	616	164	434	139	-	225
业务实力						
经纪业务份额	8.30%	4.7%	4.11%	5.72%	4.05%	3.07%
承销业务份额	18.14%	1.76%	3.31%	4.26%	3.37%	1.27%
资产管理规模(亿元)	113	34	15	142	49	110
基金管理规模(亿元)	2658	933	415	658	856	532
盈利能力						
营业收入(亿元)	219.7	104.7	99.1	95.6	32.8	56.0
净利润(亿元)	89.6	46.9	45.4	38.0	32	22.5
3年净利润复合增速	54%	47%	119%	72%	36%	46%
ROE(2009)	14.5%	28.6%	8.2%	27.3%	-	10.0%

数据来源：公司公告，中国货币网，国泰君安证券研究

3.2. 广发的竞争优劣势分析：机制好+盈利佳+创新强，但面临资本瓶颈

风格稳健，战略明晰，市场化程度高。如前所述，广发证券虽然缺乏背景资源，但凭借市场化的并购扩张战略，在激烈的市场化竞争中迅速成长，广发的成长史就是一部并购史；同时，广发证券管理规范、风险管理机制完善，在开拓业务的同时尤其注意风险的防范，这也是 1994 年来公司一直跻身于行业前列、保持业绩持续稳健增长的基石。公司也因此早在 2004 年 12 月就获得创新试点资格。

创新能力强。广发证券素以创新能力强著称，最为典型的案例是，广发是券商借壳上市的首尝螃蟹者。在业务上，2004 年公司即成立了跨部门的业务创新工作小组，其后又设结构融资部和产品创新部，加强创新业务和产品开拓；权证、资产管理上都是业内的先河者。近年来，由于借壳后受到监管歧视，创新的发展势头放缓。但公司已确立在基金业、期货业的领先地位，资产管理、并购咨询等对传统业务的替代效应也开始显现。此外，公司在融资融券、股指期货等方面做了充分准备，一旦获得业务资格，即可全面铺开，并将成为业绩腾飞的加速器。

激励机制到位。作为在市场竞争中成长起来的券商，广发早就认识到了激励机制的重要性并做出探索。作为早期的探索之一，员工持股的吉富公司曾经持有广发 12.37% 的股权，但因存在政策障碍未获证监会批准；此次，借壳重启后，仍然保留 4.8% 的股份用于股权激励。广发素以待遇好、凝聚力强著称，股权激励的实施将为公司的发展提供强大正向激励。

但净资本落后于主要竞争对手。广发证券 2007-2008 年进行大比例分红，同时，在借壳方面起个大早却赶了个晚集，目前净资产为 164 亿元，虽然仍处于行业前列，但已与中信、海通等同类券商有较大差距。这也使得公司在融资融券等业务的竞争中明显落后于上市的同类券商。

3.3. 经营情况：盈利能力强，业务布局全面

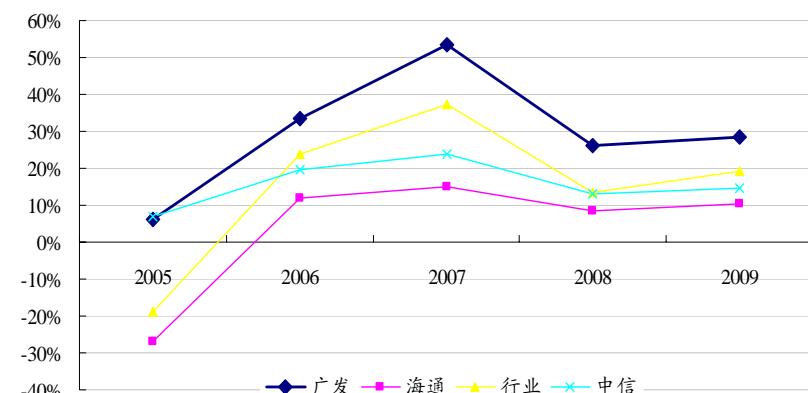
业绩增速低于海通，但盈利能力强大。近3年来广发证券净利润复合增长率为47%，显著低于海通，与中信、光大相当，这主要是因为海通的基数较低，客观上看由于未能及时上市发展速度确实不如海通。但公司的盈利能力始终保持较高水平，2005-2009年平均ROE为30%，不仅显著高于行业(15%)和中信(16%)，更显著高于海通(4%)。

表4 广发证券近年来的主要业绩指标变化

	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入(百万元)	1,079	4,111	17,099	7,206	10,470
同比	-5%	281%	316%	-58%	45%
净利润(百万元)	158	1,473	7,639	3,152	4,690
同比		834%	419%	-59%	49%
净资产(百万元)	2,509	4,403	14,294	12,056	16,374
EPS(元,最新摊薄)	0.06	0.59	3.05	1.26	1.87
BVPS(元)	1.00	1.76	5.70	4.81	6.53
ROE	6%	33%	53%	26%	29%
(自营+经纪)/净收入	74%	78%	83%	81%	87%

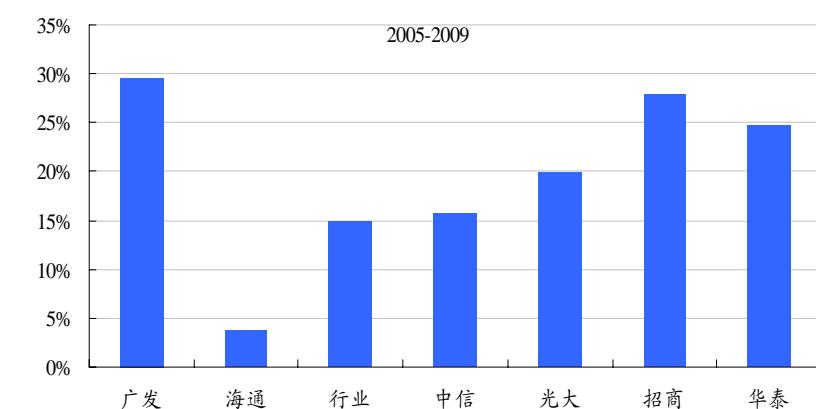
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图4 广发证券盈利能力强（2005-2009,ROE）



数据来源：公司公告，国泰君安证券

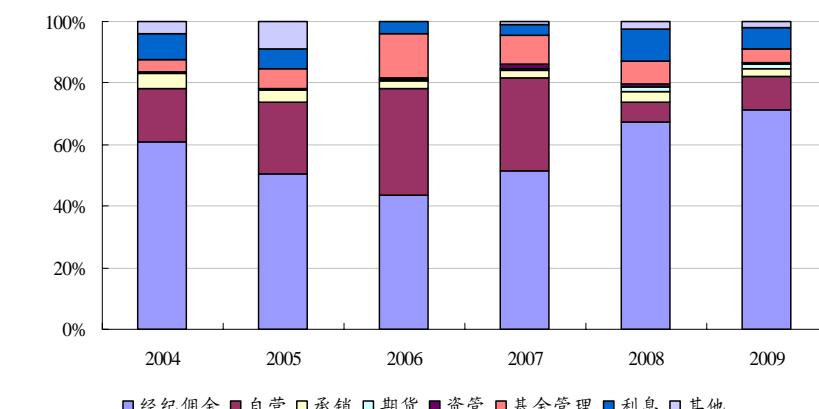
图5 广发证券5年平均ROE领先于同类上市券商



数据来源：公司公告

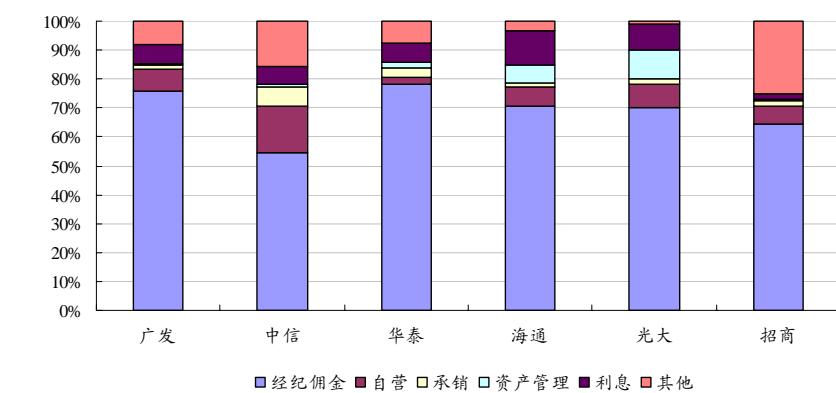
经纪佣金收入占比较高，但业务布局全面、均衡，基金管理与期货居行业前列。广发证券2009年经纪佣金占比达到71%，且收入占比有提升趋势，这主要是因为自营投资收益占比下降。横向来看，2009年前3季度经纪佣金仅占比仅次于华泰，略高于海通和光大。但应看到，广发证券的业务实力较为均衡、业务布局已然全面。从传统业务来看，广发证券经纪、投行规模和投资能力均居行业前列。从新业务来看，通过新设、收购等方式，广发证券先后切入基金管理、直接投资、期货、香港业务等，已形成证券控股集团的架构，业务均衡、全面，初步实现涵盖传统和创新、横跨境内和境外的业务布局。我们判断，随着新业务尤其是融资融券、股指期货和直接投资的全面铺开及快速增长，经纪佣金占比将呈现逐步下降趋势。

图6 经纪佣金在广发收入结构中占比持续提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图7 广发证券经纪佣金收入占比仅次于华泰（2009.1-3Q）



数据来源：公司公告，国泰君安证券。其中招商为2009年中期数据

4. 业务情况分析：传统业务竞争力强，创新全面启动

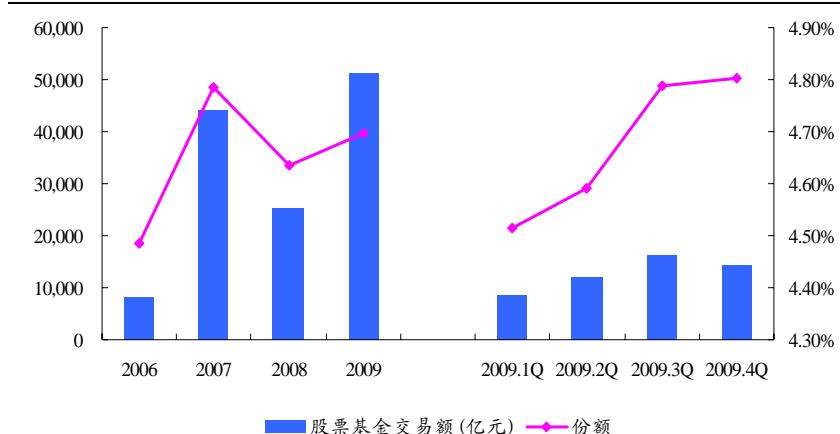
4.1. 传统业务：持续增长可期

1、经纪业务：市场扩张+内涵增长推动驱动持续增长。

从历史上看，外延式的并购扩张直接推动经纪业务的快速成长。公司充分利用行业整合和综合治理机遇，先后收购了锦州、华福、河北、第一、长财、河北和武汉的营业网点，经纪实力快速提升。目前，扣掉华福，公司的营业网点数仍达到189家，居行业前3位；份额也一直稳居行业

前 6。进入 2009 年，在市场交易水平跃升和自身竞争力提升的双重驱动下，经纪业务再现了规模和份额双提升的良好局面，广发证券也是前 10 名中 3 家份额增长的公司之一。

图 8 2009 年广发证券经纪业务规模和市场份额双提升



数据来源：WIND，国泰君安证券

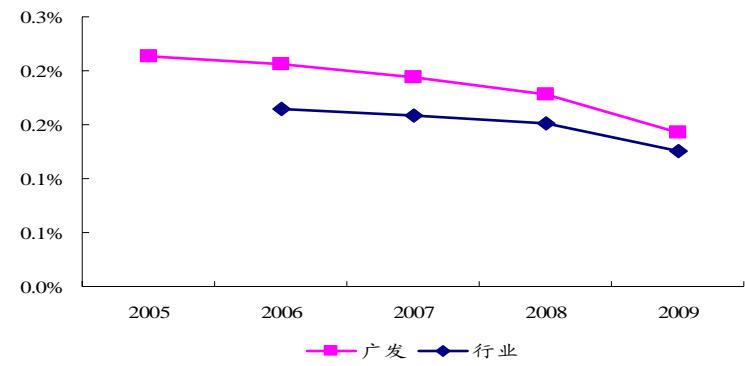
表 5 广发证券是前 10 位券商中经纪份额增长的 3 家公司之一

排名	券商	交易额(2009)		份额		
		金额(亿元)	同比	2009	2008	同比
1	中信证券	91,060	97%	8.33%	8.47%	-1.63%
2	华泰证券	62,278	89%	5.70%	6.04%	-5.71%
3	银河证券	58,671	88%	5.37%	5.73%	-6.28%
4	国泰君安	54,349	91%	4.97%	5.22%	-4.64%
5	广发证券(合并)	51,317	103%	4.70%	4.63%	1.33%
其中：	广发证券(母)	43,566	104%	3.99%	3.92%	1.83%
	广发华福	7,751	97%	0.71%	0.72%	-1.38%
6	国信证券	51,061	105%	4.67%	4.57%	2.24%
7	海通证券	45,253	95%	4.14%	4.25%	-2.52%
8	招商证券	44,288	114%	4.05%	3.79%	7.06%
9	申银万国	42,123	83%	3.86%	4.22%	-8.70%
10	光大证券	33,600	87%	3.08%	3.29%	-6.59%

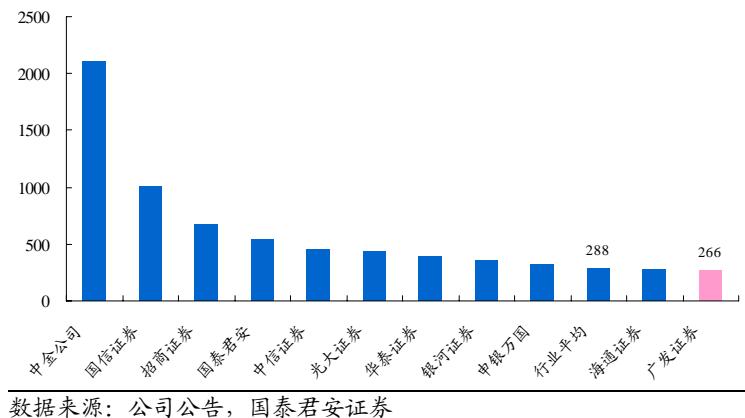
数据来源：国泰君安证券研究

佣金率下降较快，但未来降幅将趋缓。广发证券 2009 年股票基金佣金率 0.142%，同比下降 19.7%、略高于行业的 -16.7%。我们认为，2009 年新设营业部开闸、服务部集中升级以及中小券商以份额换佣金，多重因素叠加导致了行业佣金率的快速下滑。2010 年，市场效率提升、竞争激烈，佣金率继续下滑不可避免，但降佣的边际效应递减、网点设立采用行政审批和市场化相结合，都将减缓佣金率的下滑。

市场规模扩张和公司内在竞争力提升将继续驱动经纪业务稳定增长。市场方面，限售股流通、新股发行；股指期货和融资融券推出，都将推动市场规模持续快速扩张；在公司层面，借壳成功及其后的再融资，使得公司能够有精力加大对营业部的整合、提升营业部效率。从而能够有效提升份额、弥补佣金下滑带来的损失。

图 9 广发证券佣金率降幅略快于行业平均水平


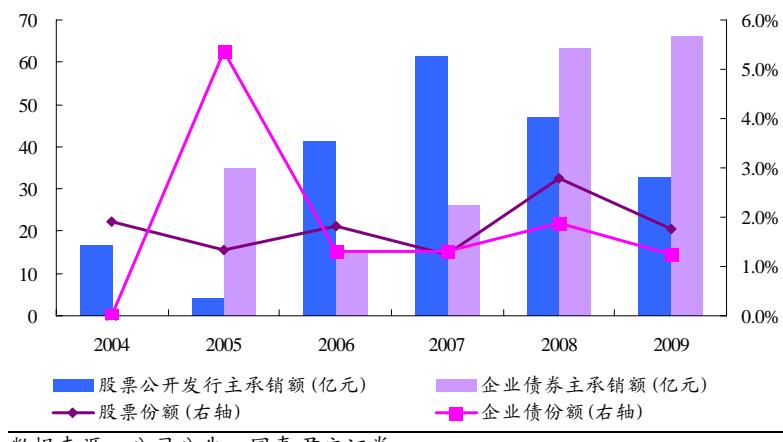
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 10 广发证券经纪网点效率有较大提升空间


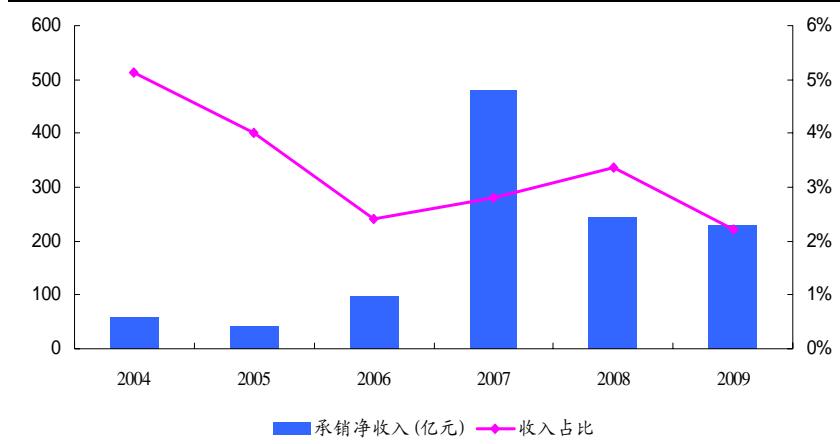
数据来源：公司公告，国泰君安证券

2、承销业务：“抓中小不放大”，快速增长可期

广发证券在中小项目承销上具备较强的竞争力，中小项目承销份额也相对稳定、并一直居行业前列（图 11）。以中小板为例，迄今公司已完成 26 家中小板企业 IPO、募集资金 114.9 亿元，市场份额 8.22%。2009 年公司的份额和业务规模均有下降，但并不意味着竞争力的下滑，未来，中小板、创业板等密集发行将给公司的承销业务带来较大机遇；同时，公司也明确了“抓中小不放大”的竞争策略，目前已经储备了国信证券 IPO 等大型项目。2010 年，市场继续快速扩容，重大项目、中小项目以及债券融资三箭齐发，公司的承销业务也可望获得丰收。

图 11 广发证券承销业务规模和份额变化(亿元)


数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 12 2005 年来广发证券承销业务收入及占比变化 (百万元)


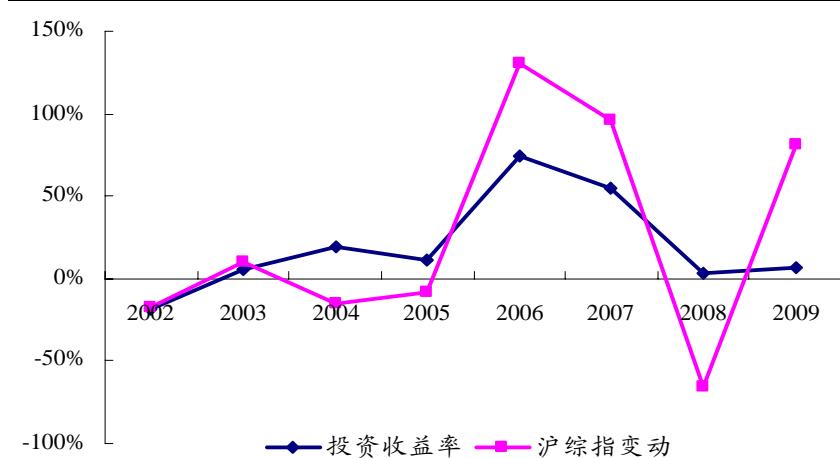
数据来源：公司公告，国泰君安证券

3、自营投资：投资管理能力突出，资产配置合理

自营是公司的核心业务之一，由于投资能力突出、投资风格稳健、投资决策机制完善，公司的自营业务一直表现较佳。牛市中能够及时把握市场机遇、获取较高投资收益；熊市中能够及时规避市场风险（图 13）。

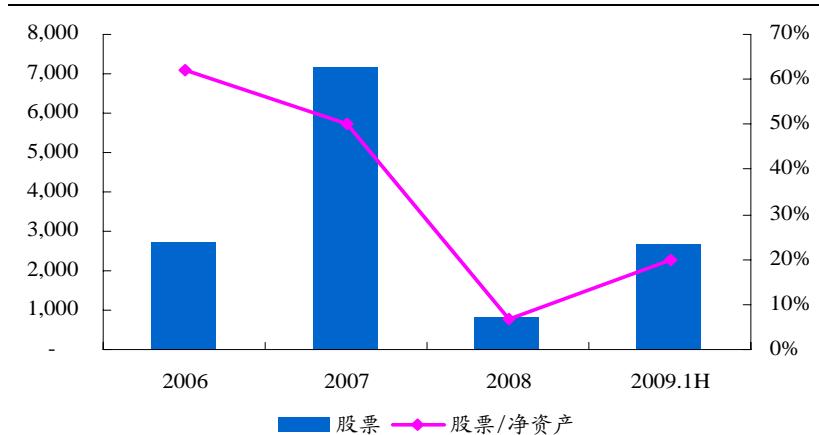
自营业务是证券公司收益波动最大的业务之一，为此，公司并没有因为投资能力强而盲目扩大权益类证券规模，2008 年末，权益类交易性金融资产仅占比仅 4.4%，到 2009 年 3 季度，权益类资产增加至 15.6 亿元，但净资产占比也仅为 19%。

上市之后，自营业务仍将是公司的重要收入来源，再融资后公司也可能会适度放大投资规模，但资产配置仍将延续稳健风格、股指期货推出也为自营提供了对冲套利工具，这些都将为自营继续带来良好回报提供了可能，而直接投资等的快速发展，也将有效减轻公司对自营的依赖。

图 13 广发证券自营稳健，投资能力强


数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 14 广发证券自营投资风格趋于稳健



数据来源：公司公告，国泰君安证券

4.2. 创新已经全面铺开，基金管理、期货业务行业领先

虽然受到监管歧视使得资产管理业务受到影响，但公司仍悄然完成了在直接投资、香港业务和期货业务上的布局，期货和基金管理已经处于行业前列。到 2009 年 3 季度，这些业务对业绩的贡献度超过 8%。

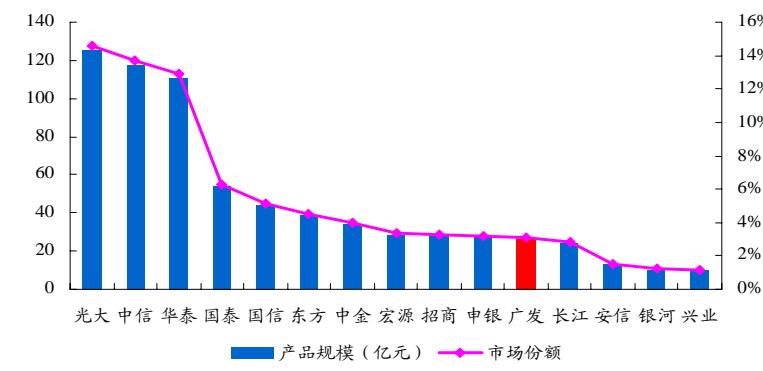
表 6 广发证券主要创新业务进展情况（截止到 2009.9.30, 百万元）

业务类别	子公司	注册资本(亿元)	持股比例	最新进展	营业收入	净利润	业绩贡献度
资产管理				存续 2 只集合理财产品，受托资产规模 31.5 亿元	30	13.5(E)	0.3%
基金管理	广发基金	1.2	48.33%	11 只基金，管理资产 910.8 亿元，公募资产居第 6 位	1,012	452	4.7%
	易方达基金	1.2	25%	18 只基金，管理资产 1600 亿元，公募资产居第 4 位	1,308	478	2.5%
期货	广发期货	2	100%	已拿齐金融期货业务资格，是少数几家拥有全面结算业务资格及在香港设有子公司的期货公司之一，商品期货代理交易额居前 10 位	120	44	0.9%
国际业务	广发控股	2.3(亿港元)	100%	2007 年获得香港经纪、投行和资产管理业务牌照	n.a.	-6	-0.1%
直接投资	广发信德	5	100%	已投资 7 家企业，投资额 1.56 亿元	4	5	0.1%
总计					2,474	987	8.4%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

资产管理业务起步早，但受制于监管歧视发展停滞，未来将重焕活力。
公司首批获得资产管理业务资格，公司率先在业内推出首个集合理财产品“广发理财 2 号”，并首批推出资产证券化产品，形成了良好的品牌效应。公司也形成了一些产品储备，但受到借壳的影响，业务发展有所停滞。未来相当长一段时期内，随着理财市场的高速发展以及证券公司理财产品创新的市场化，广发证券的资产管理将重新进入快速发展轨道。

图 15 广发证券的集合理财产品规模仅居行业中游（2009）



数据来源: WIND, 国泰君安证券

基金管理业务行业领先。截至 2009 年末, 广发和易方达公募基金规模分别为 1105 亿元与 1595 亿元。广发证券按照权益计算的基金规模达到 933 亿元, 仅次于中信、居行业第二位。

表 7 2009 年证券公司基金管理业务情况 (单位: 亿元)

证券公司	控参股的基金公司	权益规模		权益份额	
		2009	2008	2009	2008
中信证券	华夏(100%)	2,649	1,980	9.91%	10.20%
广发证券	广发(48.33%)、易方达(25%)	933	543	3.49%	2.80%
招商证券	博时(49%)、招商(33.3%)	856	1,050	3.20%	5.40%
华泰证券	友邦华泰(49%)、南方(45%)	656	526	2.45%	2.70%
光大证券	光大保德信(67%)、大成(25%)	532	336	1.99%	1.70%
长城证券	景顺长城(49%)、长城(47.06%)	459	341	1.72%	1.80%
海通证券	海富通(51%)、富国(27.78%)	415	308	1.55%	1.60%
东方证券	汇添富(47%)、长城(17.65%)	363	273	1.36%	1.40%
申银万国	申万巴黎(67%)、富国(27.78%)	340	182	1.27%	0.90%
国信证券	鹏华(50%)	298	238	1.12%	1.20%
合计		7,501	5,881	28.06%	29.90%

数据来源: WIND, 国泰君安证券

商品期货实力居前。广发证券全资控股的广发期货, 资金充裕、实力雄厚、资产质量和资信佳, 商品期货实力稳居行业前 10, 在券商系期货公司中遥遥领先。目前有 20 家营业部、另有 1 家在筹建; 广发期货也是在香港设立子公司的 6 家期货公司之一。商品期货业务已进入快速增长期, 2009 年前 3 季度营业收入和净利润同比增速分别达到 69% 和 113%。

表 8 广发期货在上市券商系期货公司中处于领先地位

券商	名称	资本金(亿元)	持股比例	金融期货牌照	营业部家数	净利润(万元)
中信证券	中证期货	1.5	100%	经纪, 全面结算, IB	5	
	中信建投	1.5	100%	经纪, 交易结算, IB	4	
光大证券	光大期货	3.5	100%	经纪, 全面结算, IB	9	302
广发证券	广发期货	2	100%	经纪, 全面结算, IB	21	4,367
海通证券	海通期货	5	93.30%	经纪, 交易结算, IB		433
华泰证券	长城伟业	3	60%	经纪, 全面结算, IB	22	5,395
招商证券	招商期货	1.2	100%	经纪, 交易结算, IB		691

数据来源: 国泰君安证券研究。长城伟业净利润为 2009 年全年, 广发期货为 2009 年前 3 季度, 其余为 2009 年上半年数据。

4.3. 融资融券和股指期货：对股指期货弹性最大

我们判断，融资融券和股指期货在3-4月份最终明朗的可能性较大。这两者对广发证券带来的影响，以股指期货更为显著。

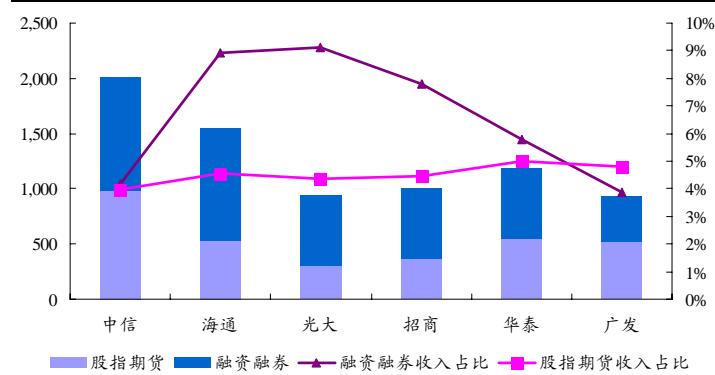
融资融券不确定性较大。由于近年来分红较多、且未上市扩充资本金，资金实力要落后于中信、海通等上市券商。公司是否能拿到首批试点资格尚难以判断，这要取决于试点的家数、以及广发华福推进的速度；此外，由于自有资金有限，融资融券的开展规模则取决于再融资的进度。按照目前的净资本判断，公司能够投入的资金规模在20-30亿元，带来的业绩贡献为2%，要暂时落后于海通、光大和招商（表9、图16）。

对股指期货的弹性较大。广发期货的雄厚实力、广发证券自身的经纪实力、创新能力和投资能力共同决定了广发对股指期货的弹性要高于其他大券商。我们测算，若4月初推出股指期货，则对广发的业绩贡献度为4.4%，在上市的同类券商与华泰相当，领先于其他券商（表9、图16）。

表9 广发证券对融资融券和股指期货的弹性测算

		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
融资融券	净收入(百万元)	229	527	838	1,286	1,888
	净收入占比	2.0%	3.8%	5.2%	7.2%	9.5%
	其中:利息收入	190	440	700	1,076	1,582
	手续费收入	38	88	138	211	307
	融资规模/净资本	15%	25%	30%	35%	40%
	融资利率	8%	8%	8%	8%	8%
	换手率	12	12	12	12	12
股指期货	净收入(百万元)	461	705	1,203	1,867	2,623
	净收入占比	4.4%	6.2%	8.6%	11.5%	14.7%
	其中:佣金净收入	339	571	1,041	1,676	2,399
	收入	183	202	242	287	337
	股指期货/现货交易额	40%	60%	100%	150%	200%
	佣金率	0.015%	0.015%	0.015%	0.015%	0.015%
	市场份额	4.70%	4.80%	4.78%	4.88%	4.99%
	投入资金比例	10%	10%	10%	10%	10%
	投资收益率	15%	15%	15%	15%	15%

图16 广发证券对股指期货的弹性在上市券商中处于前列



数据来源：国泰君安证券研究

5. 上市之后定位如何？

5.1. 上市会带来哪些变化？

上市带来的最重要的变化是：被压抑已久的成长性将充分释放出来。这对于公司的未来发展具有决定性的意义。

广发 2009 年实现净利润 46.9 亿元、同比增长 49%，这主要得益于市场规模扩张和市场趋势向好。我们认为，未来，受国民经济快速证券化、市场制度变革持续推出的驱动，市场规模的持续快速扩张无悬念，按照我们的测算，未来 3-5 年内，市场规模可望保持 15%-20% 的复合增长；

而另一方面，更为重要的是，上市之后公司的成长性将全面迸发出来，成为公司业绩增长的主引擎。这主要是基于两个理由：(1)如前所述，借壳进程受阻，公司的业务难以避免的受到监管上更大的压力、这在一定程度上束缚了业务开展的手脚，特别是在创新业务上受到的影响更大；(2)未能及时融资，公司的发展面临净资本的瓶颈。成功上市后，公司在业务开展上解除了后顾之忧，公司的业务拓展能力能够得以充分发挥出来；而适时启动再融资，也将尽快提升公司的净资本，为扩大业务规模、获取创新业务资格奠定基础。

基于上述判断，我们在(日均交易额/上证综指)为(2450/3600)的假设下，预期广发证券 2010-2012 年的净利润分别达到 55 亿元、68 亿元和 80 亿元，同比增速为 17%、22% 和 17%，其成长性要快于同类券商。

表 10 2010-2012 年广发证券盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	7,206	10,470	12,383	15,142	17,822
手续费及佣金净收入	5,462	8,135	9,718	11,633	13,495
其中：代理买卖证券业务	4,699	7,453	8,275	9,188	10,202
证券承销业务	243	231	410	463	522
受托客户资产管理业务	100	59	103	139	192
利息净收入	747	710	1,150	1,309	1,479
投资收益	1,003	1,613	1,501	2,185	2,833
二、营业支出	2,977	4,297	4,814	5,887	6,929
营业税金及附加	412	530	627	767	903
业务及管理费	2,560	3,757	4,187	5,120	6,026
三、营业利润	4,229	6,173	7,568	9,255	10,893
四、利润总额	4,165	6,407	7,568	9,255	10,893
减：所得税费用	881	1,482	1,816	2,221	2,614
五、净利润	3,284	4,925	5,752	7,034	8,279
归属于母公司的净利润	3,152	4,690	5,495	6,751	7,968
EPS(元)	1.26	1.88	2.20	2.70	3.19
g	-59%	49%	17%	23%	18%
ROE	26%	29%	28%	28%	28%

5.2. 再融资和华福证券的处置是两大不确定性因素

对这两大不确定性因素，我们这里仅做一些初步的探讨，文中的盈利预测及估值部分都暂不考虑这两大因素，待相关事件明朗后我们再做进一步跟踪。

再融资。在成功上市之后，紧接着启动再融资势属必然。从借壳券商的经验来判断，6个月内一般均会启动定向增发，增发比例在20%-30%。按照这一经验来判断，广发证券2010年内启动定向增发应没有悬念，但是是否能够成功融资、融资额和发行股数都尚无法判断。

表 11 借壳券商再融资情况统计

	海通	国元	长江	东北	西南	太平洋
借壳上市日期	2007.7.31	2007.10.30	2007.12.27	2007.8.27	2009.2.26	2007.12.27
再融资启动日期	2007.9.4	2007.12.18	2008.4.25	2008.1.19	2009.8.18	2008.4.11
间隔时间(月)	1	1.5	5	4.5	6.5	3.5
融资方式	定向增发	先定向增发，后改为公开增发	先定向增发，后改为配股	先定向增发，后改为配股。尚未完成	定向增发，尚未完成	定向增发，尚未完成
融资金额(亿元)	260	99	32	不超过 40	不超过 60	不超过 90
扩股比例	21%	34%	30%	33%	26%	30%

华福证券的处置。公司承诺在2010年底前将广发华福按照市场价格转让出去、以解决同业竞争问题，这种解决方式确实出乎我们的预期。华福的转让将给公司带来一定的负面影响。这包括：

- (1) **对经纪业务和净利润的影响。**华福证券2009年经纪份额为0.72%，若转让后，按权益计算的广发证券市场份额由4.42%降至3.99%；按照我们的测算，对2010年营业收入和净利润影响分别为%；但按照市场价转让，广发将获得约50亿元左右的现金，考虑到这部分现金的收益率，转让的综合影响为-3%—-4%；
- (2) **对其他业务、特别是新业务发展的影响。**公司已做出承诺，在解决同业竞争之前，不申请新业务、新产品。这意味着，如果拖的太久，将对公司争取创新业务带来不利影响。

表 12 华福证券股权转让对广发证券的静态影响(2009)

主要指标	华福证券	广发(权益,转让前)	广发(转让后)	变化
经纪业务				
市场份额	0.72%	4.42%	3.99%	-9.7%
营业部数量	31	208	177	-14.9%
业绩				
营业收入	1,203	10,470	9,267	-11.5%
净利润	589	4,690	4,335	-7.6%
净资产	2,130	16,374	21,699	32.5%

数据来源：国泰君安证券研究

5.3. 如何估值?

相对估值法。对广发证券的估值可以从两个角度选取参照。

- (1) 如前所述, 广发的定位应该与海通等类似, 但略高于海通。可以作为参照的同类券商包括中信、海通、光大和招商。从 2009 年静态 PE 估值来看, 中信为 22 倍, 其他 3 家分别为 32-34 倍(图 17)。由于中信目前受到子公司股权转让等困扰, 我们认为, 广发更应接近于其他 3 家的估值。
- (2) 由于广发证券是借壳上市, 借壳上市券商普遍有流通股本偏小的情况。从市场面来看, 广发证券上市后定位更可参照海通、国元等借壳上市后的估值定位(图 18), 照此估计, 广发的静态估值水平应达到 30-35 倍。

图 17 海通、招商&光大的静态 PE 为 32-34 倍

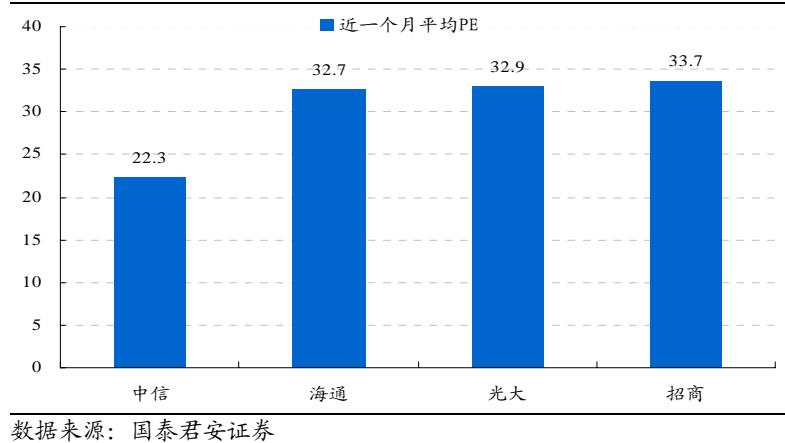
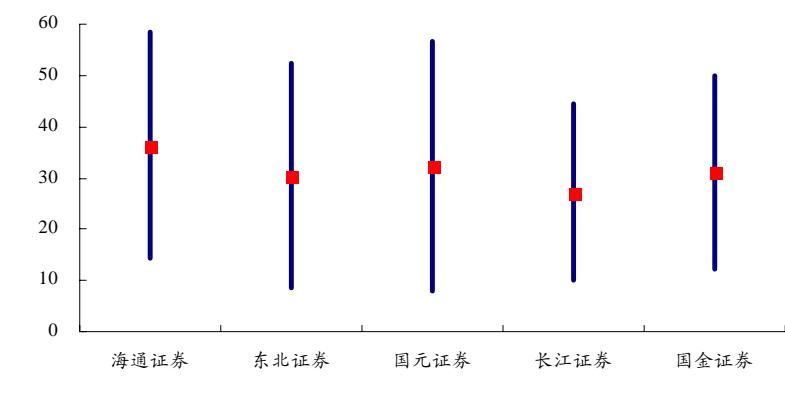


图 18 借壳上市的证券公司在上市后的 PE 定位在 30-35 倍



数据来源: 国泰君安证券

分部估值法。如表 13 所示, 在不考虑华福证券转让以及再融资的前提下, 得出广发证券的价值在 64-72 元。

表 13 分部估值法得出广发证券的价值在 64-72 元

	2009	2010E	2011E	2012E
经纪业务				
每股收益(元)	1.78	2.00	2.23	2.49
其中:佣金收入(元)	1.66	1.77	1.97	2.19

	利息收入(元)	0.21	0.33	0.38	0.43
PE 倍数	25	25	25	25	
每股价值(元)	44.44	50.08	55.86	62.23	
自营业务					
每股净资产(元)	7.11	5.31	5.80	7.47	
PB 倍数	1.5	1.5	1.5	1.5	
每股价值(元)	10.66	7.97	8.70	11.20	
承销业务					
每股收益(元)	0.02	0.06	0.06	0.07	
PE 倍数	25	25	25	25	
每股价值(元)	0.41	1.39	1.57	1.77	
资产管理					
集合理财规模 (亿元)	31	59	158	217	
基金管理规模 (亿元)	803	1,105	1,279	1,510	
Price/Aum	8%	8%	8%	8%	
每股价值(元)	0.58	2.23	1.79	1.83	
现金价值(元)	2.20	2.43	2.85	3.38	
创新溢价	10%	12%	15%	18%	
每股价值 (元)	64.13	71.80	81.39	94.89	

数据来源：国泰君安证券

增持，目标价 60 元。综合判断，我们认为广发证券上市后的合理价值在 60 元以上，对应静态 PE 为 30 倍左右。我们仍然维持对广发证券的增持评级，并将目标价提升至 60 元。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		