

广发证券(000776)

增发提升实力，估值仍高于同业

研究员：贾津生 执业证书编号：S0570511080003

025-83290953 jason1884@gmail.com

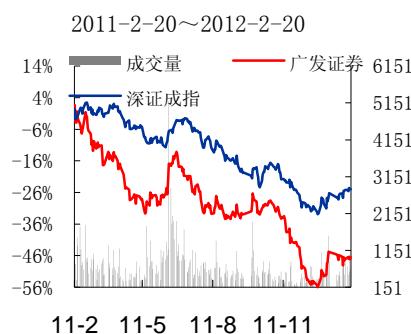
<http://t.zangle.com/4045>

投资评级：观望（调低）

证券 II

当前价格(元):	24.50
目标价格(元):	

股价走势图



相关研究

1 《广发证券(000776):业绩有望改善，业务发展进程推进》 2011.4

投资要点：

◆ 公司完成了广发华福的股权转让，并成功定向增发，进一步增强了资本实力，也为公司的经营以及创新业务的发展奠定了基础。但是目前公司对于经纪业务等传统业务的依赖程度依然较高，创新业务发力仍需时日；此外与其他大型券商相比，公司目前的估值水平相对较高，因此给予“观望”评级。

◆ 经纪业务仍是主要收入来源。11年前3季度累计代理买卖证券净收入为25.69亿元，占公司营业收入的59.4%，在可比的大型券商中排名第2。2011年全年累计股基市场份额4.08%，在上市券商中排名第4位，前3季度累计佣金率为0.089%。

◆ 人员及项目储备确保投行的竞争优势。11年前3季度实现证券承销业务净收入5.94亿元，占营业收入比重达13.74%。11年全年募集资金89.85亿元，在上市券商中排名第3。公司目前共有84名保荐人，上市券商中仅次于华泰和中信，项目储备达100多家。

◆ 资管业务增长迅速。2011年公司新成立了4只理财产品，成立规模达到了61.64亿份，占去年发行总规模9.59%，跻身券商理财规模前5名。11年前3季度资管业务收入达到了8020万元，同比增长33.16%；收入占比也由09年的0.57%，上升至今年3季度的1.85%。

◆ 直投项目逐渐进入收获期。2011年2季度末，广发信德新增股权投资规模3.39亿元，达到了10.57亿元。2011年已有5个项目成功上市，目前浮盈约为1.14亿元，总回报率达到了134%。

公司基本资料

总股本(万)	295964.57
流通A股(万)	77494.36
52周内股价区间(元)	19.62-47.9
总市值(亿)	725.11
总资产(亿)	7785713.01
每股净资产(元)	10.64

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	102.19	56.4	72.82	84.79
+/-%		-44.8	29.1	16.4
净利润(百万)	4027.00	2,072.98	2,599.03	3,019.05
+/-%		-48.5	25.4	16.2
EPS(元)	1.62	0.78	0.88	1.02
P/E	15.12	32.37	28.69	24.75

目 录

一、第一梯队券商，构建金融控股集团	4
二、经纪业务：仍是公司的主要收入来源	6
三、投行业务：人员及项目储备确保竞争优势	7
四、自营业务：资产配置较为谨慎	9
五、资产管理：规模收入同步增长	11
六、创新业务	12
1. 融资融券业务贡献逐步增加	12
2. 直投项目逐渐进入收获期	13
七、盈利预测与估值	15

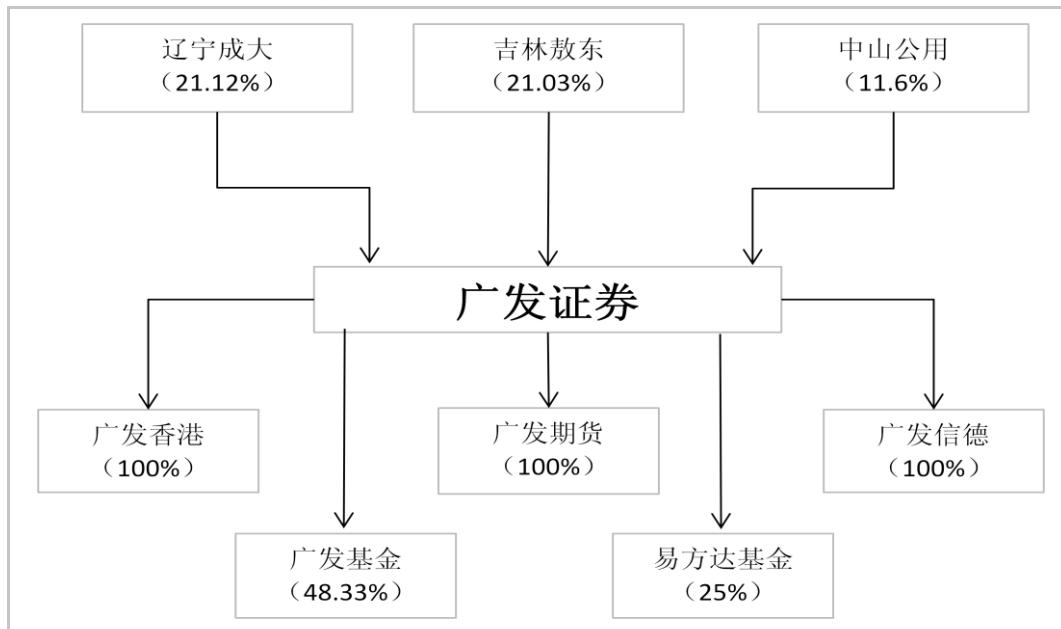


图表目录

图表 1: 广发证券股权结构及公司架构.....	4
图表 2: 上市大型综合性券商总资产.....	4
图表 3: 上市大型综合性券商净资产.....	4
图表 4: 上市大型综合性券商营业收入.....	5
图表 5: 上市大型综合性券商净利润.....	5
图表 6: 上市大型综合性券商 ROE.....	5
图表 7: 上市大型综合性券商净资本及总市值.....	5
图表 8: 公司代理买卖证券净收入及占比.....	6
图表 9: 上市券商代理买卖证券净收入占比.....	6
图表 10: 公司季度股基交易量及市场份额.....	6
图表 11: 上市券商股基市场份额.....	6
图表 12: 公司季度佣金率变化.....	7
图表 13: 上市券商佣金率排名.....	7
图表 14: 公司证券承销业务净收入(百万元)	7
图表 15: 市场募集资金规模(亿元)	7
图表 16: 公司证券承销业务收入占比(%)	8
图表 17: 上市券商证券承销业务收入占比(%)	8
图表 18: 上市公司保荐人数量.....	8
图表 19: 公司承销首发家数.....	8
图表 20: 公司承销首募集资金规模.....	9
图表 21: 上市公司首发规模份额排名.....	9
图表 22: 公司自营业务收入(百万)	9
图表 23: 上市公司自营业务收入排名	9
图表 24: 公司自营资产规模(百万)	10
图表 25: 上市券商自营资产规模.....	10
图表 26: 公司自营资产占净资产比重	10
图表 27: 公司自营资产配置(亿元)	11
图表 28: 大型券商自营资产配置比较.....	11
图表 29: 券商资管产品数量排名	11
图表 30: 券商资管规模排名(亿元)	11
图表 31: 公司资管收入及占比	12
图表 32: 上市券商资管收入及占比排名	12
图表 33: 融资融券余额规模及市值占比	12
图表 34: 券商两融余额市场份额排名	12
图表 35: 券商 2010 融资融券利息收入	13
图表 36: 2011H1 融资融券利息收入	13
图表 37: 大部分上市券商均成立了直投子公司	14
图表 38: 上市券商股权投资规模(亿元)	14
图表 39: 2011 年广发信德投资并上市项目	15
图表 40: 盈利预测基本假设	15
图表 41: 公司盈利预测	15
图表 42: 大型券商估值对比	16

一、第一梯队券商，构建金融控股集团

图表 1：广发证券股权结构及公司架构

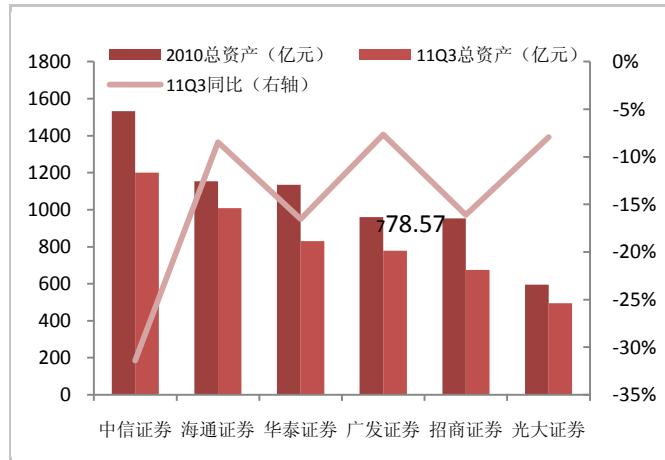


资料来源：公司年报，华泰证券

广发证券作为一家综合性大型券商，在 2008-2010 年证券公司分类监管评级中连续三年被评为 A 类 A 级，在 2011 年被评为 A 类 AA 级证券公司，已几乎覆盖了监管机构允许范围内的所有业务。此外，公司还控股/参股了广发控股（香港）有限公司、广发期货有限公司、广发信德投资管理有限公司、易方达基金以及广发基金，逐步形成了金融控股集团的框架结构。

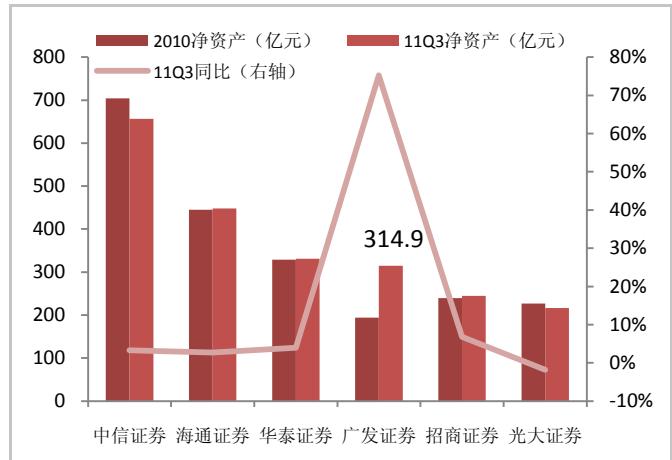
综合各方面指标来看，广发证券均处于上市券商的前列，属于券商第一梯队。2011 年 3 季度末公司总资产规模为 778.57 亿元，同比下滑 7.67%；由于 2011 年 8 月份公司成功完成定向增发，募集资金 120 亿元，3 季度末净资产规模达到了 245.0 亿元，同比大幅增加了 75.27%，排名由 2010 年底的第 6 位上升为第 4 位。

图表 2：上市大型综合性券商总资产



资料来源：Wind，华泰证券

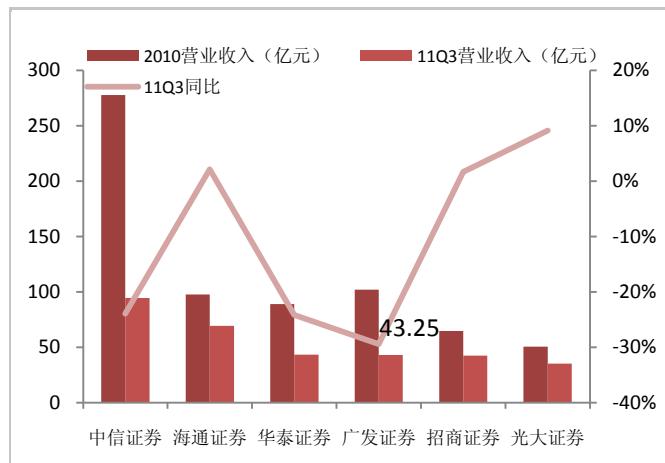
图表 3：上市大型综合性券商净资产



资料来源：Wind，华泰证券

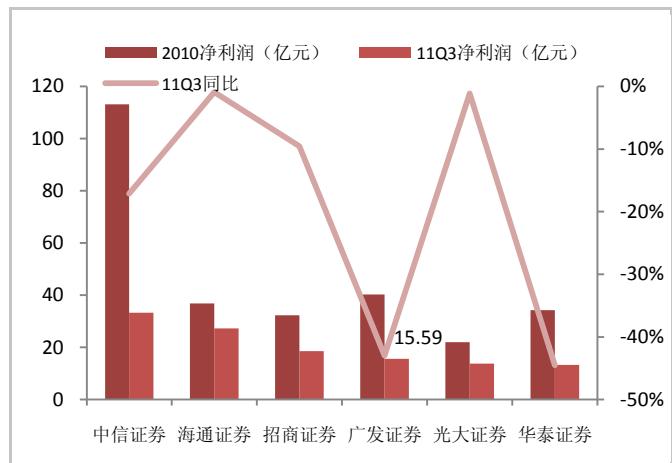
从营业收入来看，2011年3季度累计营业收入为43.25亿元，上市券商中排名第4位；由于2010年末公司出售了广发华福的股权因此不再并表，所以同比下滑了29%，下滑幅度较大。而从净利润来看，2011年3季度累计实现净利润15.59亿元，同比大幅下滑43%。而根据2011年的业绩预报来看，公司全年实现净利润20.64亿元；剔除2010年出售广发华福的影响，公司净利润同比仅下滑9%，在上市券商中下滑幅度较小。

图表4：上市大型综合性券商营业收入



资料来源：Wind, 华泰证券

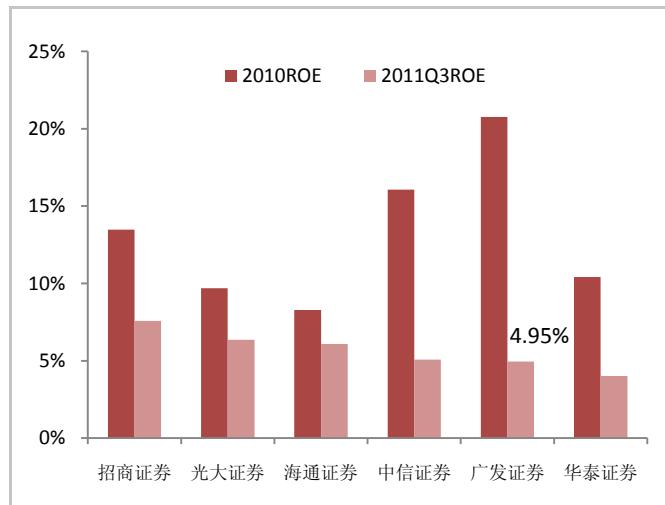
图表5：上市大型综合性券商净利润



资料来源：Wind, 华泰证券

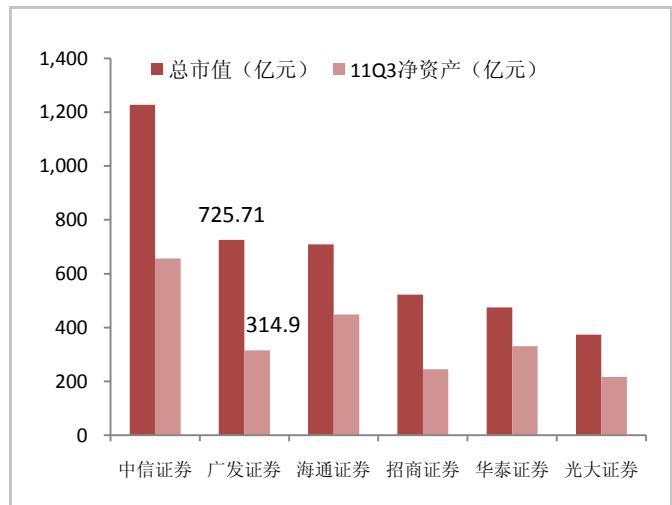
截止到2012年2月17日，公司的总市值达到了725.71亿元，排名第2位。从净资产收益率来看，2010年公司ROE为20.76%，可比的大型上市券商中排名第1位，主要是由于出售华福股权以及净资产规模相对较小等因素的影响；而2011年3季度末公司累计净资产收益率为4.95%，剔除8月末增发120亿的影响，3季度末累计净资产收益率达到8%，在可比的大型上市券商中排名第1位。

图表6：上市大型综合性券商ROE



资料来源：Wind, 华泰证券

图表7：上市大型综合性券商净资本及总市值

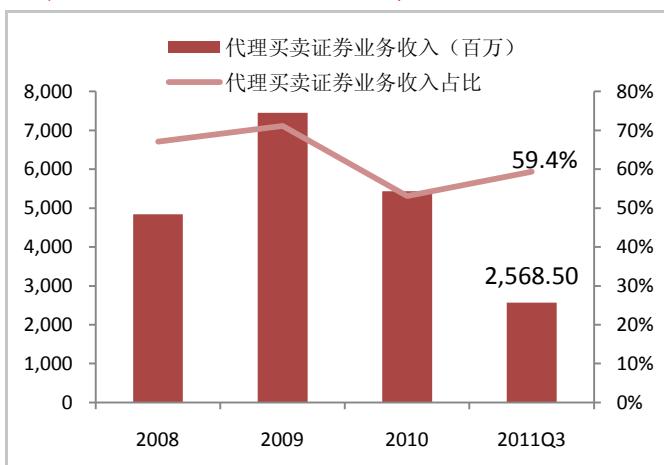


资料来源：Wind, 华泰证券

二、经纪业务：仍是公司的主要收入来源

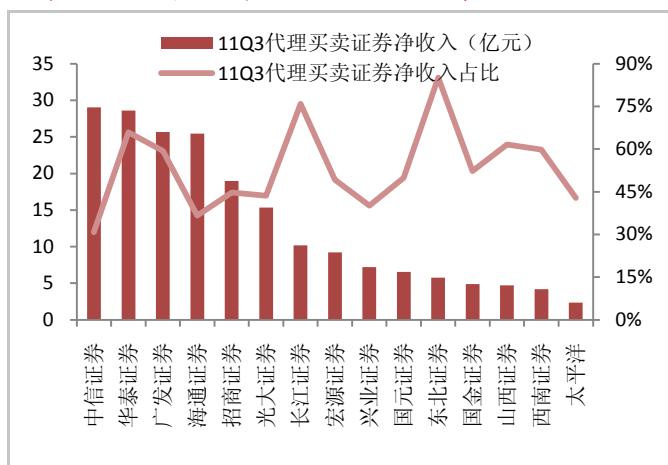
公司2011年3季度累计代理买卖证券净收入为25.69亿元，同比下滑28.8%。主要是由于今年以来市场行情逐渐走弱，以及去年出售广发华福今年不再并表等因素的影响；剔除广发华福后，11年前三季度代理买卖证券业务净收入同比下滑17.6%。从经纪业务收入来看，公司排名在上市券商中排名第3位，仅次于中信和华泰。然而2011年前3季度代理买卖证券业务收入占公司营业收入的59.4%，在可比的6家大型券商中排名第2位，公司的营业收入对经纪业务收入的依赖度依然较高。

图表8：公司代理买卖证券净收入及占比



资料来源：Wind, 华泰证券

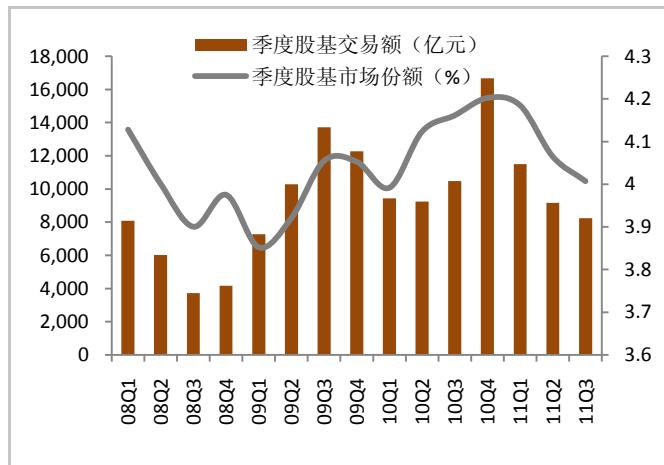
图表9：上市券商代理买卖证券净收入占比



资料来源：Wind, 华泰证券

弱势行情导致交易量下降是公司经纪业务收入下滑的原因之一。今年以来公司季度股基交易量，一直处于环比下滑的态势。2011年3季度股基交易量为8244亿元，环比下滑10.1%。而市场竞争的激烈，也使得公司的市场份额也有所下滑。2011年三季度公司股基市场份额为3.904%，环比下滑1.43%；2011年全年累计股基市场份额4.08%，在上市券商中排名第4位。

图表10：公司季度股基交易量及市场份额



资料来源：Wind, 华泰证券

图表11：上市券商股基市场份额

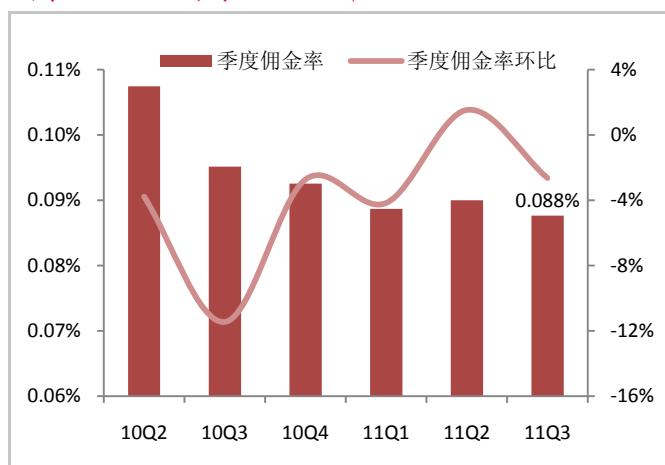


资料来源：Wind, 华泰证券

而另一个重要因素则是佣金率的下滑。由于公司的主要市场份额集中在广东等相对饱和的沿海地区，

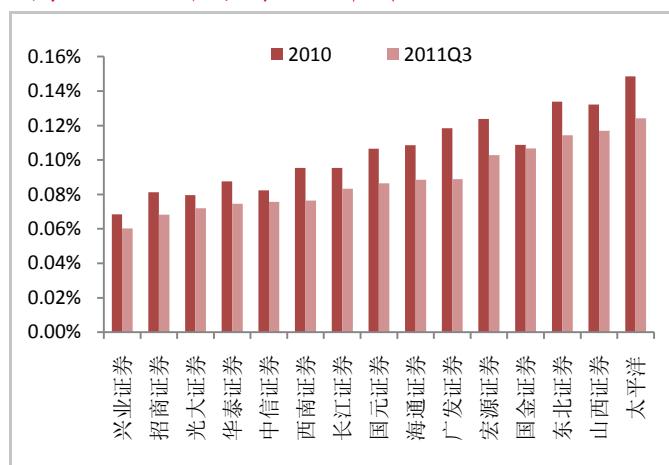
竞争十分激烈；在经纪业务转型相对缓慢的情形下，降佣是券商维持市场份额的最直接最有效的策略。2011年3季度累计佣金率为0.089%，同比下降14.9%。在上市券商中，公司的佣金率水平排名中等偏高；在可比的6家大型券商中排名第一。从今年来看，公司佣金率下滑的幅度确有放缓。今年前三季度佣金率分别为0.089%、0.09%以及0.088%，环比分别增幅为-4.17%、1.52%、-2.64%。

图表 12：公司季度佣金率变化



资料来源：Wind, 华泰证券

图表 13：上市券商佣金率排名

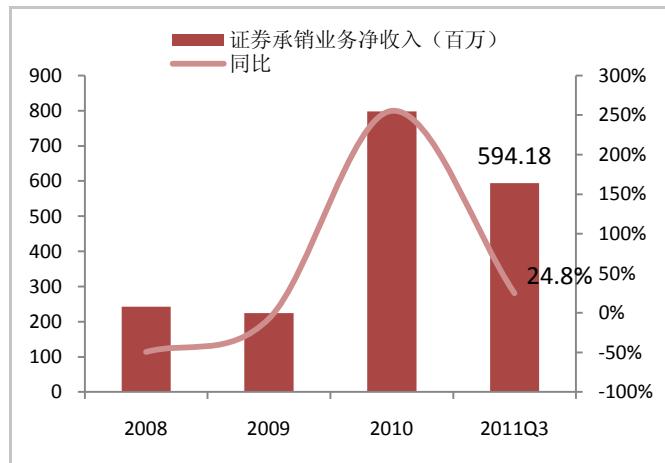


资料来源：Wind, 华泰证券

三、投行业务：人员及项目储备确保竞争优势

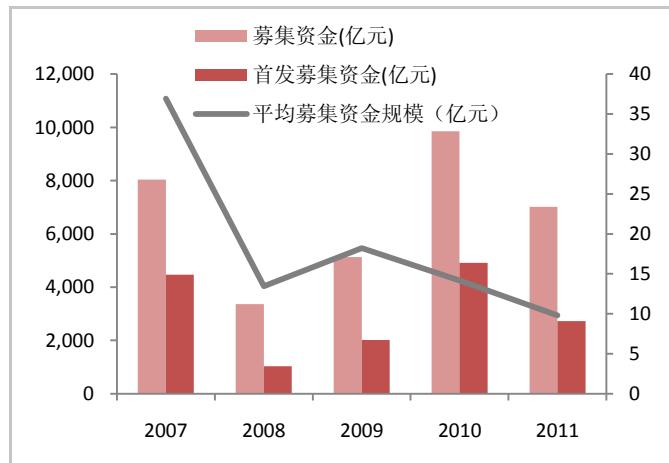
09年IPO重启以及创业板开闸之后，券商投行业务得到了迅速的发展。经历了2010年一级市场爆发式的增长，2011年受市场弱势的影响，全年共募集资金7016亿元，首发募集资金2720亿元，同比分别下滑了28.84%和44.61%，逐渐趋于平稳。在此期间公司投行业务也取得了较快的增长。09年至11年三季度末，公司证券承销业务净收入分别为2.24、7.98和5.94亿元，同比增幅分别达到了-7.4%、255.4%和24.8%。而证券承销业务收入对公司营业收入的贡献也不断增加，由2008年的2.72%，快速上升至2011年3季度末的21.57%。

图表 14：公司证券承销业务净收入（百万元）



资料来源：Wind, 华泰证券

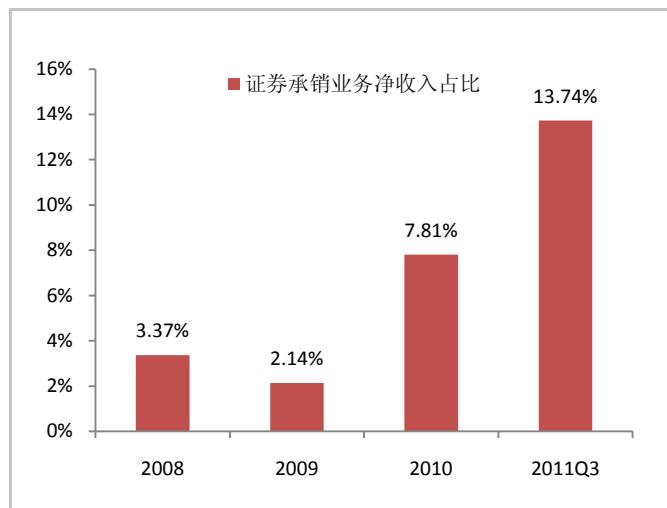
图表 15：市场募集资金规模（亿元）



资料来源：Wind, 华泰证券

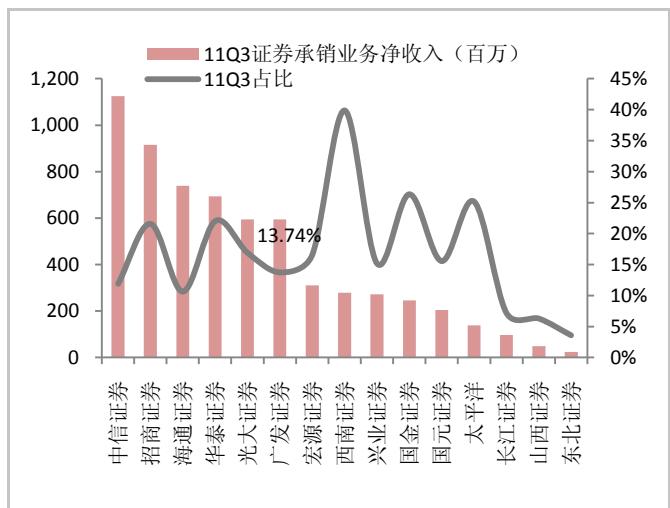
今年3季度末，公司证券承销业务收入在可比大型券商中与光大持平，排名第6位；而承销业务收入对公司营业收入的贡献也并不突出。2011年3季度末证券承销业务收入占比为13.74%，上市券商中排名第10位，可比大型券商中仅高于中信、华泰。

图表 16：公司证券承销业务收入占比（%）



资料来源：Wind, 华泰证券

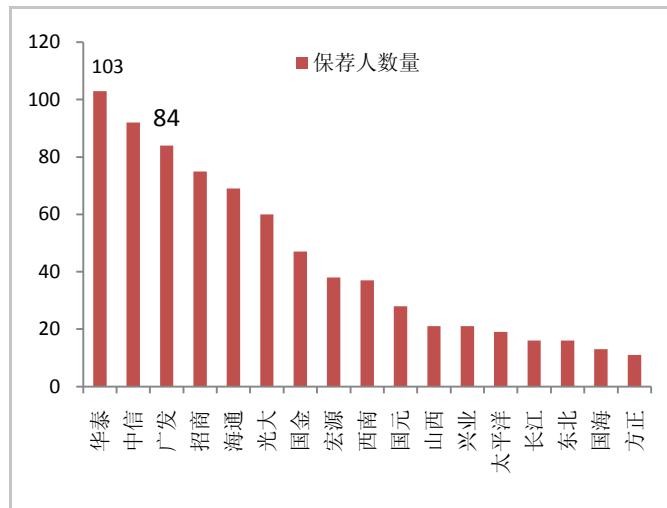
图表 17：上市券商证券承销业务收入占比（%）



资料来源：Wind, 华泰证券

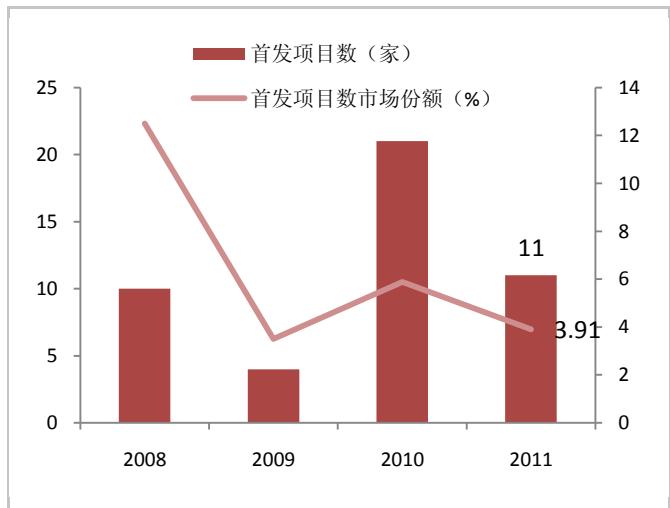
目前公司共有投行人员300多人，其中保荐人84名，在上市券商中排名第3位，仅次于华泰及中信。从2009年以来，公司IPO承销项目36家，其中23家中小板，11家创业板。公司专注于中小企业项目的策略，使得公司在竞争激烈的市场环境中占领市场份额。

图表 18：上市公司保荐人数量



资料来源：Wind, 华泰证券

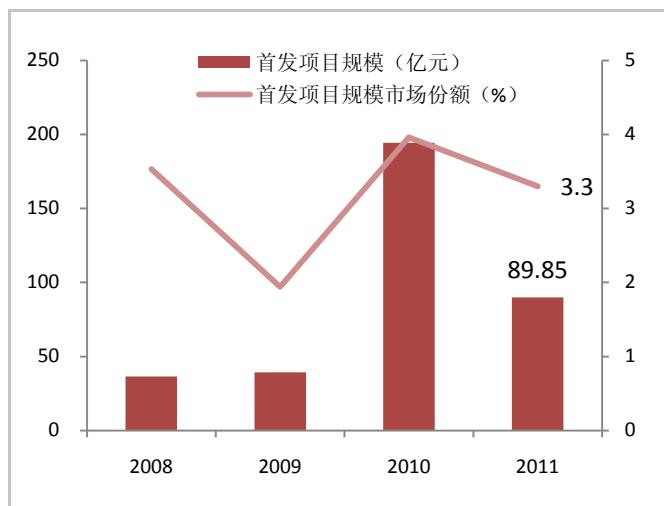
图表 19：公司承销首发家数



资料来源：Wind, 华泰证券

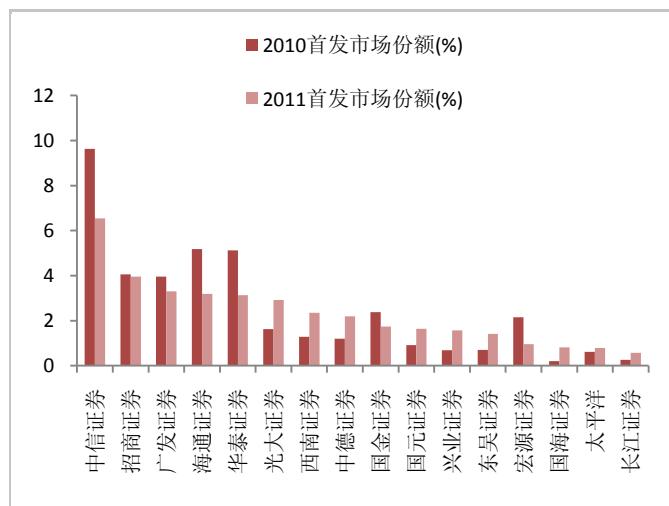
截止到2011年底，公司今年累计承销首发家数11家，市场份额3.91%，在上市券商中排名第3；从IPO募集资金规模来看，公司今年共募集资金89.85亿元，在上市券商中排名第3。目前公司的项目储备达100余家。无论从人力资源还是项目资源来看，预计都将为公司投行业务发展提供持续动力。

图表 20：公司承销首募集资金规模



资料来源：Wind, 华泰证券

图表 21：上市公司首发市场份额排名

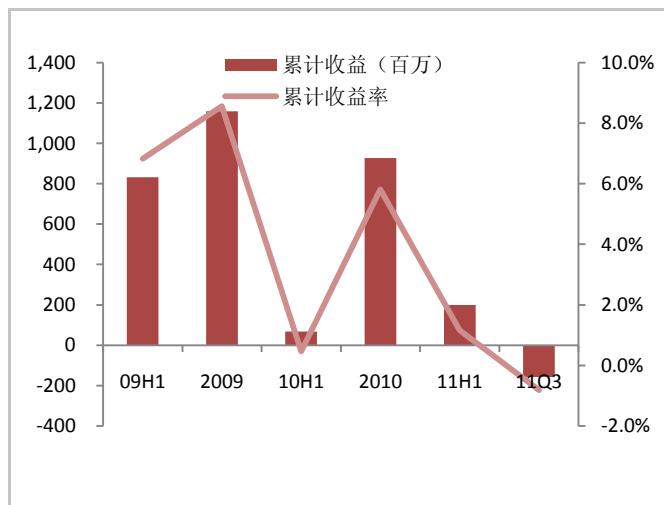


资料来源：Wind, 华泰证券

四、自营业务：资产配置较为谨慎

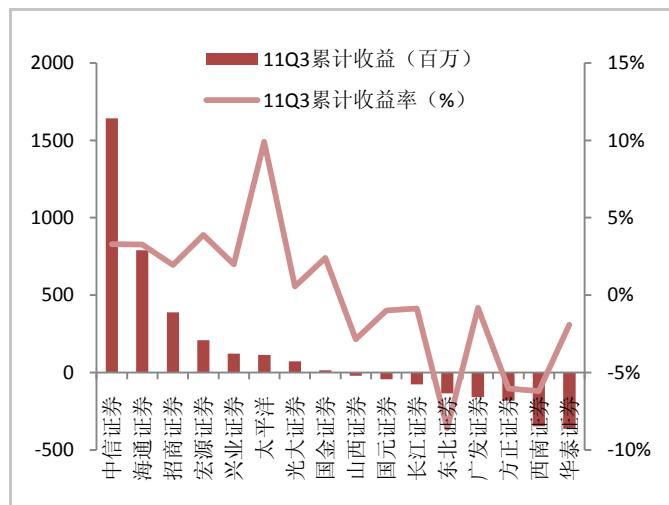
上半年公司自营业务收入为2亿元，同比增长194%；而进入3季度以来，二级市场出现了单边下行的走势，公司自营业务出现了亏损，单季亏损达3.58亿元；累计自营业务亏损1.58亿元，累计收益率为-0.8%，在上市券商中排名较为靠后。

图表 22：公司自营业务收入（百万）



资料来源：Wind, 华泰证券

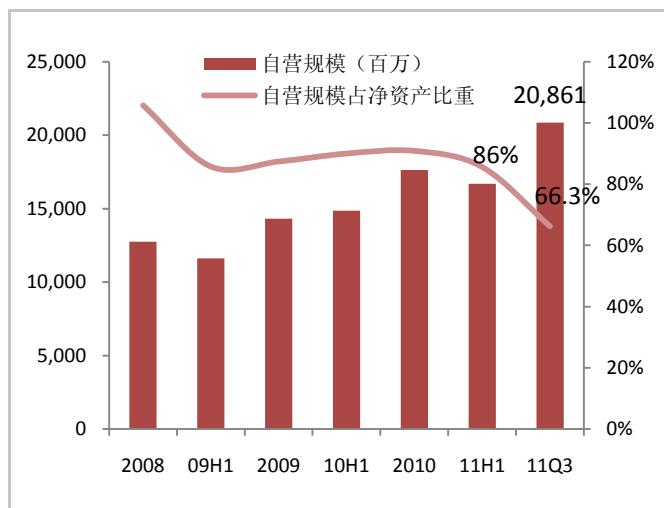
图表 23：上市公司自营业务收入排名



资料来源：Wind, 华泰证券

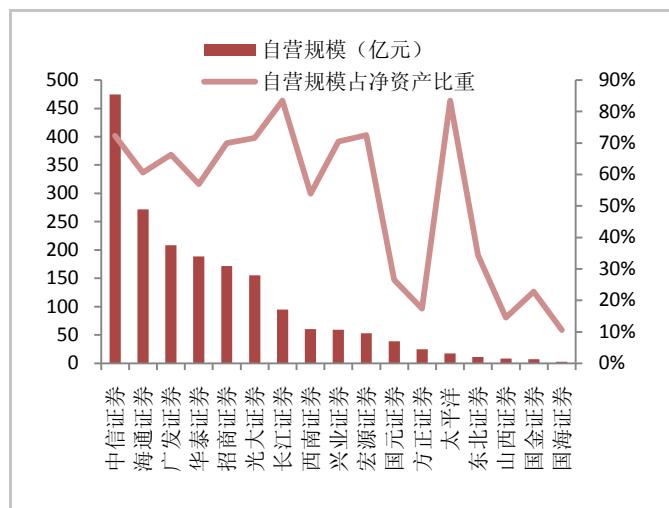
公司自营资产规模一直处于稳步上升阶段。2011年3季度末公司自营资产规模达到了208亿元，占其净资产的比重为66.3%，主要是由于公司在8月末完成了120亿的定向增发而导致自营资产规模比重下降。剔除该因素的影响，公司自营规模占净资产比重可能超过100%，在上市券商中排名第1位。

图表 24: 公司自营资产规模 (百万)



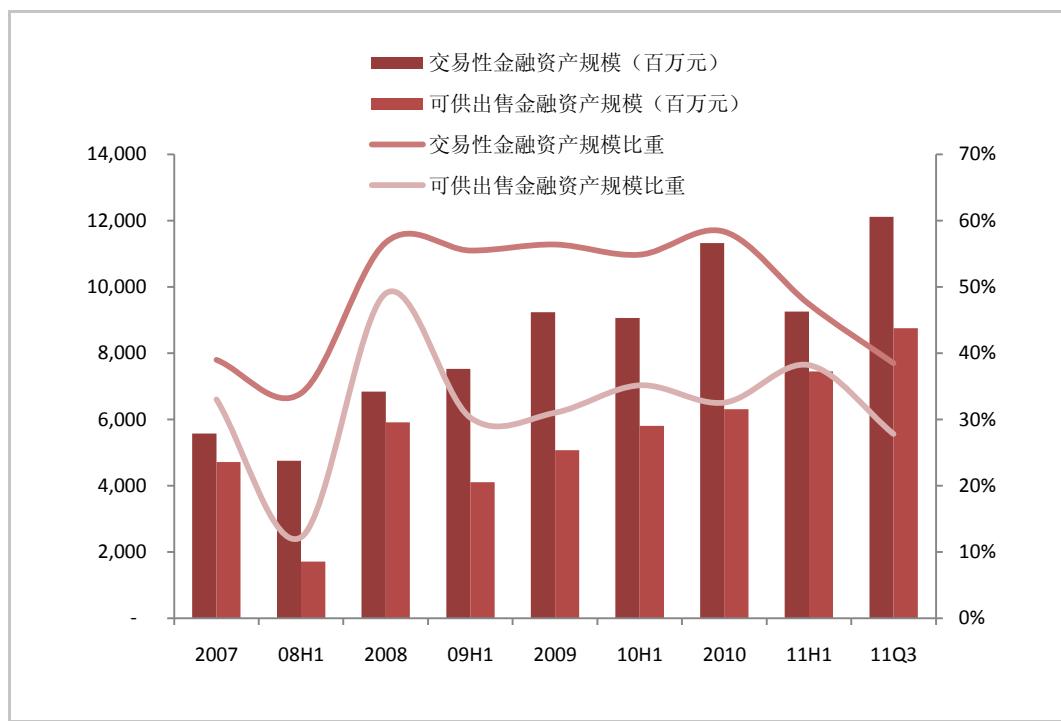
资料来源: Wind, 华泰证券

图表 25: 上市券商自营资产规模



资料来源: Wind, 华泰证券

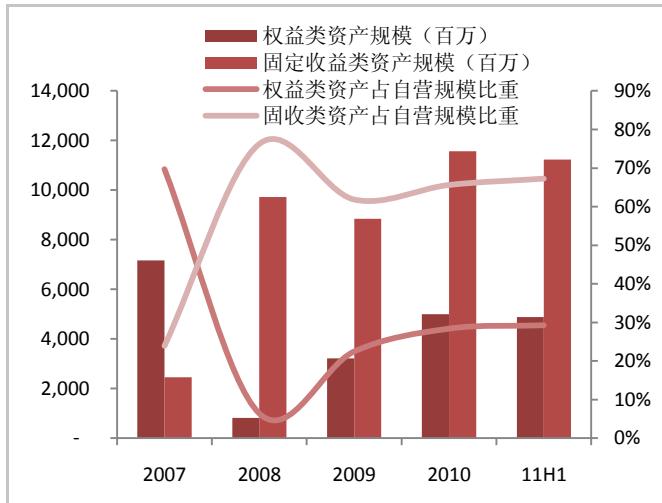
图表 26: 公司自营资产占净资产比重



资料来源: 公司年报, 华泰证券

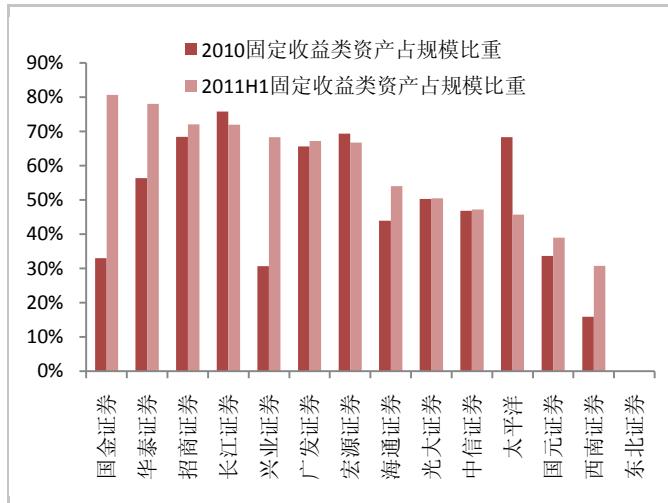
从自营资产配置来看, 截止到 2011年上半年, 公司权益类及固定收益类资产分别为 48.83 及 112.29 亿元, 分别占自营资产规模的 28% 及 66%, 从整体来说公司自营风格相对较为谨慎。2011 年 3 季度在市场弱势的环境下公司环比增仓 41 亿元, 是造成 3 季度大幅亏损的主要原因。不过考虑到公司定向增发完成, 加强了公司的资本实力, 抵御风险的实力也进一步增强; 同时自营规模的扩张也有助于公司在目前的弱势行情中积极布局。此外公司董事会已通过决议将设立另类投资子公司, 拟投入资金 20 亿元, 开展衍生品、大宗商品等其他另类投资交易。

图表 27: 公司自营资产配置 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券

图表 28: 大型券商自营资产配置比较



资料来源: Wind, 华泰证券

五、资产管理: 规模收入同步增长

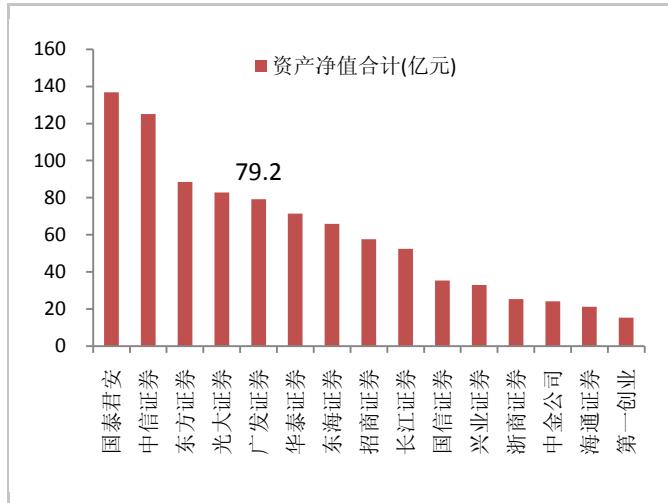
截止到 2011 年底, 公司共成立了 6 只理财产品, 在所有券商中排名第 15 位; 公司受托资产管理规模达到了 79.2 亿元, 在所有券商中排名第 5 位, 规模相对较大。

图表 29: 券商资管产品数量排名



资料来源: Wind, 华泰证券

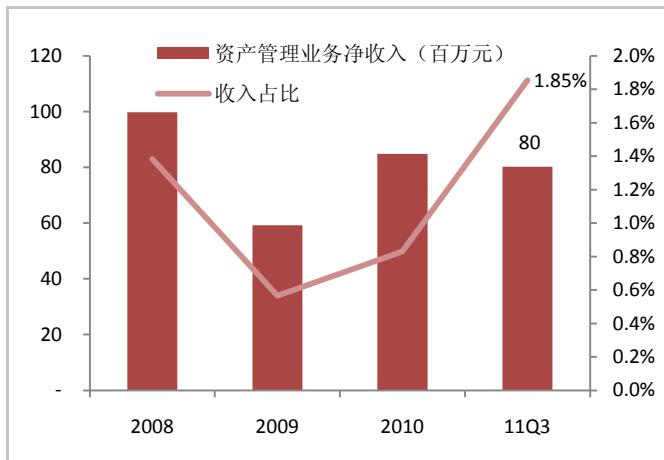
图表 30: 券商资管规模排名 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券

随着公司资管规模的扩大, 资管业务收入不断增加, 收入占比也在不断提升。2011 年前 3 季度资管业务收入达到了 8020 万元, 同比增长 33.16%; 收入占比也由 09 年的 0.57%, 上升至 2011 年 3 季度的 1.85%。在上市券商中, 公司资管收入排名第 4 位; 海通、光大的领先优势较为明显。从收入占比来看, 公司资管收入占比排名较为靠后, 仍有进一步提升的空间。

图表 31：公司资管收入及占比



资料来源：Wind, 华泰证券

图表 32：上市券商资管收入及占比排名



资料来源：Wind, 华泰证券

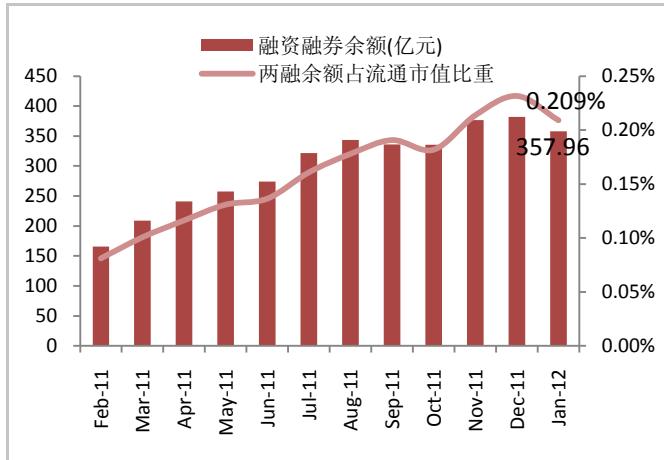
公司由于受控股广发华福因素的影响，资管业务因此三年未能新发理财产品。而在 2008 至 2010 年，共有 166 只券商理财产品设立，成立规模共计 1694.97 亿份。不过公司在 2011 年新设立了 4 只理财产品，成立规模达到了 61.64 亿份，占去年发行总规模 9.59%，跻身券商理财规模前 5 名，可见公司在资产管理业务方面具有一定的实力。目前公司的 6 只产品中有 5 只属于平衡混合型，1 只属于偏股型基金，产品线不够丰富。公司将重点放在固定收益类、量化以及 QDII 类产品的开发与推广，进一步丰富资管业务的产品类别。

六、创新业务

1. 融资融券业务贡献逐步增加

融资融券业务自 10 年 3 月推出以来，其规模逐月不断增加。12 年 1 月融资融券余额达到了 357.96 亿元，占市场流通市值的比重为 0.209%，与成熟市场相比，我国融资融券业务发展的空间巨大。在前三批获得融资融券试点资格的券商中，公司排名第 6 位，1 月底公司融资融券余额为 25.06 亿元，市场份额为 7%。

图表 33：融资融券余额规模及市值占比



资料来源：Wind, 华泰证券

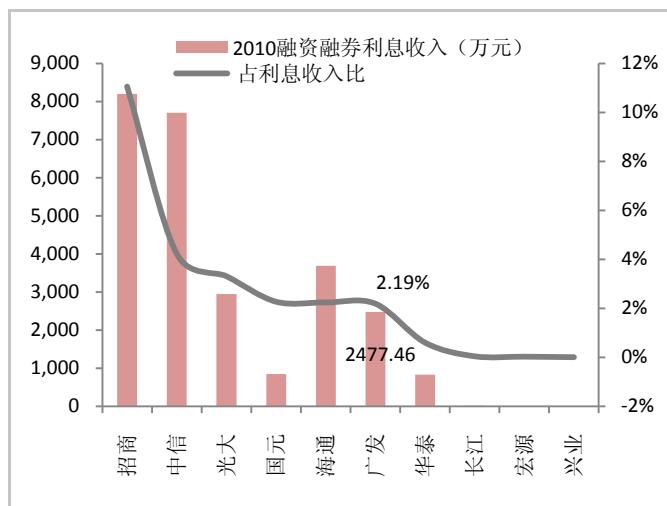
图表 34：券商两融余额市场份额排名



资料来源：Wind, 华泰证券

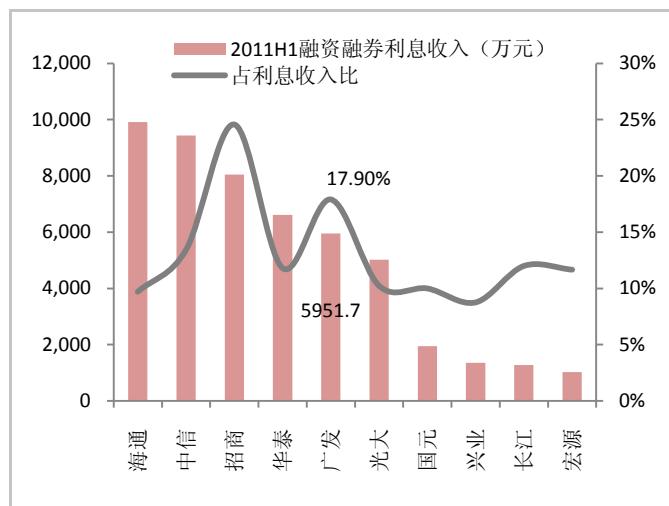
目前从上市券商年报中可以获得各公司的融资融券利息收入。2010年公司融资融券的利息净收入为2477.46万元，占其利息净收入的2.19%，均在上市券商中排名居中。而2011年上半年，公司融资融券利息净收入达到了5951.7万元，排名维持不变，但是占利息净收入的比重仅次于招商证券，达到了17.9%。从这个角度看，融资融券对公司的业绩提升的贡献依然较大。

图表 35：券商 2010 融资融券利息收入



资料来源：Wind, 华泰证券

图表 36：2011H1 融资融券利息收入



资料来源：Wind, 华泰证券

2011年底沪深交易所发布了融资融券交易细则，融资融券标的股票由此前的90只扩容至285只。其中，上证所由原来的50只股票，扩展为180只股票和4只ETF基金；深交所由此前40只股票，扩展为98只股票和3只ETF基金及中小企业板交易型开放式指数基金。此次融资融券交易细则的正式发布意味着融资融券业务由“试点”转为“常规”业务。此外预期转融通的推出，将进一步提高融资融券的规模，增加市场成交量，促进市场换手率的提升；而公司拥有较高的市场份额，且完成增发后资金实力增强，具有一定的先发优势。

2. 直投项目逐渐进入收获期

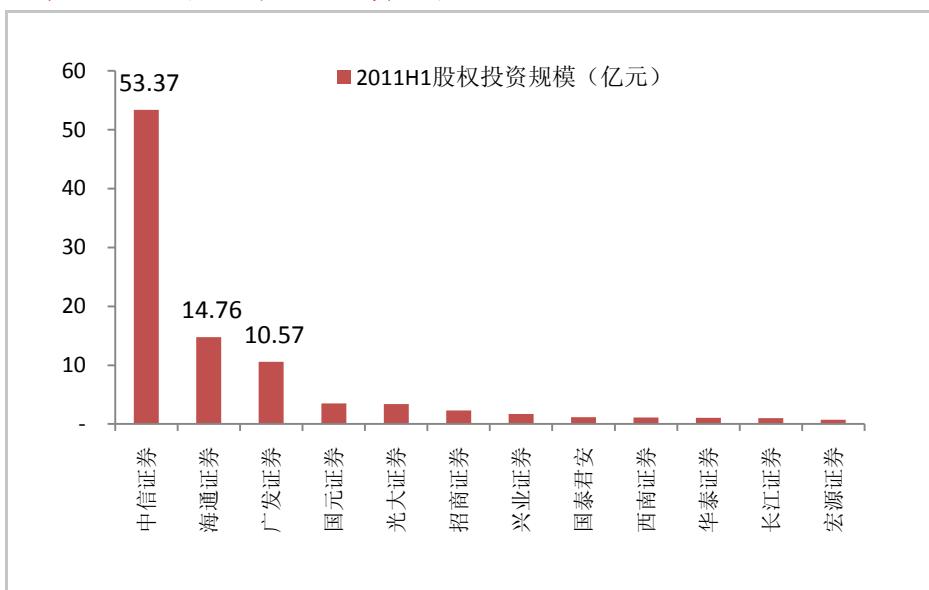
目前已已有34家券商成立了直投子公司，其中中信证券全资子公司金石投资注册资本达到了46亿元，而公司直投子公司广发信德目前注册资本为15亿元，上市券商中排名第4名。由于不存在国有股减持问题的困扰，广发信德的投资规模仅次于中信以及海通。到2011年2季度末，广发信德新增股权投资规模3.39亿元，达到了10.57亿元。

图表 37：大部分上市券商均成立了直投子公司

券商	直投公司	注册地	成立时间	注册资本（亿元）
中信证券	金石投资有限公司	北京	2007 年 10 月	46
海通证券	海通开元投资有限公司	上海	2008 年 10 月	30
光大证券	光大资本投资有限公司	上海	2008 年 11 月	20
广发证券	广发信德投资管理有限公司	广州	2008 年 12 月	15
国元证券	国元股权投资有限公司	上海	2009 年 8 月	10
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司	福州	2010 年 5 月	7
华泰证券	华泰紫金投资有限责任公司	南京	2008 年 8 月	5
招商证券	招商资本投资有限公司	北京	2009 年 8 月	5

资料来源：华泰证券

图表 38：上市券商股权投资规模（亿元）



资料来源：Wind，华泰证券

2011 年广发信德已有 5 个项目成功上市，分别是林洋电子、海南瑞泽、鸿利光电、纳川股份、以及安居宝，此外直投项目华声电器也已经过会。这 5 个上市项目的投资成本为 8500 万，按照 12 年 2 月 20 日收盘价计算市值总计为 1.99 亿元，浮盈 1.14 亿元，总回报率达到了 134%。此外还有 10 年上市两个项目面临解禁。此外华仁药业和天广消防在 2010 年已经上市，在今年将有部分股票到期解禁。随着直投项目的陆续上市，直投业务也将逐步为公司贡献利润。

图表 39：2011 年广发信德投资并上市项目

投资项目	入股时间	投资成本(万)	持股比例	持股数目(万股)	上市时间	解禁时间
林洋电子	2010 年 6 月	2,199	1.4%	300	2011-8-8	2013-6-29
海南瑞泽	2009 年 12 月	2,000	5.0%	500	2011-7-7	2012-12-25
鸿利光电	2010 年 3 月	2,000	6.9%	633	2011-5-18	2013-3-16
纳川股份	2009 年 8 月	1,500	4.35%	400	2011-4-7	2012-4-7
安居宝	2009 年 12 月	800	1.85%	100	2011-1-7	2012-12-7
华声电器	2010 年 8 月	1,018	1.68%	250	已过会	

资料来源：Wind, 华泰证券

七、盈利预测与估值

图表 40：盈利预测基本假设

假设	2010	2011Q3	2011E	2012E	2013E
日均市场交易量(亿元)	2,315	1,919	1,754	1,800	2,100
市场单边交易量(亿元)	554,630	353,178	428,010	439,200	512,400
公司股基交易额(万元)	458,371,985	289,231,886	350,968,525	360,144,000	420,168,000
市场份额(%)	4.13%	4.09%	4.10%	4.10%	4.10%
佣金水平	0.10%	0.089%	0.089%	0.084%	0.081%
投资收益/自营资产	5.81%	-0.82%	-0.5%	7.0%	8.0%
自营资产规模(百万)	17,625.30	20,861.48	18,000	19,000	21,000
管理费用/营业收入	40.8%	49.7%	49%	50%	50%
实际所得税率	26.2%	21.4%	21.4%	22.0%	22.0%
少数股东权益比率	4.1%	-0.5%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
平均资产管理规模(百万)	5,053	9,172	8,424	10,000	12,000
资产管理费用率	1.68%	0.90%	1.50%	1.50%	1.50%
市场首发承销规模(亿元)	4,911.33		2,720.02	2,800.00	3,000.00
首发承销规模市场份额(%)	3.96		3.30	3.50	3.50
首发承销费率	3.73%		4.49%	4.50%	4.50%

资料来源：华泰证券

假设 11 年、12 年、13 年市场日均成交量 1754、1800 和 2100 亿元；佣金率水平分别为 0.089%、0.084% 和 0.081%；自营收益率分别为 -0.5%、7%、8%。预计公司 11 年、12 年、和 13 年 EPS 分别为 0.78、0.88 和 1.02 元。

图表 41：公司盈利预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	10,218.61	5,639.68	7,282.21	8,479.28
手续费及佣金净收入	6,812.13	4,377.52	4,343.43	4,863.64
代理买卖证券业务净收入	5,430.38	3,123.62	3,025.21	3,403.36



证券承销业务净收入	797.74	646.01	647.01	648.01
受托客户资产管理业务净收入	84.83	126.37	150.00	180.00
利息净收入	795.79	875.50	1,085.86	1,361.82
投资净收益	2,579.35	-90.00	1,330.00	1,680.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	525.36	462.65	508.92	559.81
公允价值变动净收益	25.67			
汇兑净收益	-3.04	5	5	5
其他业务收入	8.72	9	9	9
二、营业支出	4,578.00	3,049.43	4,026.69	4,687.95
营业税金及附加	395.18	281.98	381.59	444.31
管理费用	4,174.17	2,763.44	3,641.10	4,239.64
资产减值损失	6.49	2	2	2
其他业务成本	2.16	2	2	2
三、营业利润	5,640.61	2,590.25	3,255.52	3,791.32
加：营业外收入	127.98	40	70	70
减：营业外支出	80.95	6	10	10
其中：非流动资产处置净损失				
四、利润总额	5,687.65	2,624.25	3,315.52	3,851.32
减：所得税	1,489.42	561.59	729.41	847.29
五、净利润	4,198.22	2,062.66	2,586.10	3,004.03
减：少数股东损益	171.22	-10.31	-12.93	-15.02
归属于母公司所有者的净利润	4,027.00	2,072.98	2,599.03	3,019.05
六、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	1.62	0.78	0.88	1.02

资料来源：华泰证券

公司于 2010 年完成了广发华福的股权转让，并在 2011 年内完成了定向增发，进一步增强了资本实力，也为公司的经营以及创新业务的发展奠定了基础。但是目前公司对于经纪业务等传统业务的依赖程度依然较高，创新业务发力仍需时日；此外与其他大型券商相比，公司目前的估值水平相对较高，因此给予“观望”评级。

图表 42：大型券商估值对比

	2012-2-22 收盘价	11EPS	12EPS	11BVPS	12BVPS	11PE	12PE	11PB	12PB
中信证券	11.59	1.140	0.71	7.87	8.58	17.56	16.32	1.47	1.35
海通证券	8.95	0.380	0.41	5.47	5.88	23.55	21.83	1.64	1.52
招商证券	11.86	0.43	0.48	5.16	5.64	27.58	24.71	2.30	2.10
光大证券	11.55	0.44	0.49	6.29	6.78	26.25	23.57	1.84	1.70
平均				6.20	6.72	23.74	21.61	1.81	1.67
广发证券	25.25	0.78	0.88	10.52	11.40	32.37	28.69	2.40	2.21

资料来源：华泰证券



华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 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；
- 投资建议的评级标准

买入： 相对强于市场表现20%以上；

推荐： 相对强于市场表现5% ~ 20%；

观望： 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动；

卖出： 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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，并注明出自为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。