



上市公司深度报告

研究报告
金融—证券业

增持 首次

股票价格

9月8日收盘价	32.06元
6个月内目标价	34.88元
52周内股价波动	10.31 - 60.46元

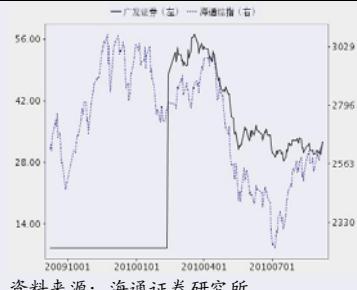
主要估值指标

	2009	2010E	2011E
市盈率	21.64	26.70	23.39
市净率	6.20	2.94	2.73
PEG	N/A	2.47	2.55

股本结构

总股本（万股）	250704.57
流通A股（万股）	9207.09
B股/H股（万股）	0.00/0.00

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

证券信托行业高级分析师
谢 盐
SAC 执业证书号：S0850208120583
电 话：021-23219436
Email: xiey@htsec.com

广发证券(000776)

2010年9月9日

各业务市场竞争能力强，融资推动业务增长

作为市场化竞争力强且业务较均衡的大型券商，公司中高层和基层激励较充分、资本效率高；经纪份额第五；自营运作灵活而收益率较高；擅长中小企业承销且储备渠道多；资管规模列上市券商第二；事隔4年后的上市增发融资将推动业务增长。目标价34.88元，“增持”评级。

主要财务数据及预测

	2008	2009	2010E	2011E
净利润增长率（%）	-58.74	48.79	-18.96	14.13
营业利润率（%）	58.68	58.96	61.73	63.50
净资产收益率（%）	23.92	32.99	14.92	12.10
每股收益（摊薄，元）	1.01	1.51	1.22	1.40

注：9月2日公司公告2010年第四次临时股东大会会议决议通过了定向增发议案，融资总额、发行价、发行数量分别不超过180亿元、27.41元和6亿股；2008-2009年EPS值为追溯调整值。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

● **基本情况与竞争力**—作为创新类A级大型券商，公司构建了经纪、自营、投行、资管等盈利能力强、结构较均衡的业务组合（各业务均居行业前列凸显其较强市场化竞争力）；并通过大量市场化收购形成了以证券（189家网点）、期货、基金、PE、香港子公司的金融多业态构架；从竞争要素看，公司有广东省的大力支持，中高层股权激励（股权储备集合信托计划）和基层的市场化激励（如其它南方券商）较充分；公司资本效率高；公司市场化起步较早（2002年即推出CRM系统）；公司事隔4年后终于实现上市，而近期增发将推动公司业务重新步入快速增长轨道。

● **各业务地位及特色**—占66%的经纪实力强，市场化起步早，凭借大量收购稳定经纪份额（2010年为4.81%，行业第5）；营业部的适度放权、多部门协同支持和银行网点拓展使其获得了较高的市场份额；近期降佣促使其经纪份额小幅回升；公司自营实力较强，运作较灵活（股权投资占比随行情而变化）而收益率较高（2008年熊市获得了正收益）；公司投行实力较强，项目储备渠道多而保荐人数量列第三；擅长承销中小企业股权融资项目，项目储备渠道较多；公司资管实力分化，集合产品规模较小（但业绩排名呈上升趋势）；参股基金管理资产规模大（控股48.33%广发基金和参股25%的易方达基金加权资产规模751亿元，上市券商中排第二，这有利于公司的盈利稳定）；初期融资融券和期指对公司业绩贡献有限但增速较快；公司旗下期货公司实力强（行业前10，全面结算会员资格）将助推期指业务；旗下广发信德（从事PE）已小幅盈利；香港子公司为公司提供业务创新经验；近期融资（融资总额、发行价、发行数量分别不超过180亿元、27.41元和6亿股）将全面推动业务增长。

● **盈利预测及估值建议**—合理估值34.88元，“增持”评级。根据最近12个月A股交易额，我们估计2010-2011年A股日均成交金额将分别为2000亿元和2200亿元；近期股市反弹下公司自营理论上可获得2.38亿元，则预计2010-2011年公司EPS将分别为1.22元（发行后）和1.40元（发行后）；BVPS分别为11.12元（发行后）和11.94元（发行后）。综合采用DDM绝对估值法、PB-ROE法和相对PE法，未来6个月公司合理价值中枢为34.88元，给予“增持”评级；最后，我们对A股日均成交量和公司经纪份额、自营收益率和投资规模进行了敏感性分析。

● **主要风险**。（1）周期性波动风险；（2）行业竞争风险；（3）佣金率下滑风险。

目 录

投资要点:	4
1. 广发证券—全员激励催生市场化优势券商	5
1.1 基本情况: 股份较集中、多业态纵横、业务强而均衡、市场化收购	5
1.2 竞争要素: 政府支持, 全员激励, 资本效率高	6
2. 业务分析—各项业务实力较强, 融资推动业务增长	7
2.1 经纪实力较强: 大量收购稳定经纪份额; 近期降佣使份额小幅回升	7
2.2 自营实力较强: 自营运作灵活而收益率较高; 未来自营创新投入较多	9
2.3 投行实力较强: 中小企业股权承销实力强; 项目储备渠道较多	10
2.4 资管实力分化: 集合产品规模较小; 参股基金管理资产规模较大	12
2.5 其它: 创新业务启动, 金融子公司扩张, 近期融资全面推动业务增长	14
3. 广发证券的财务分析与预测	15
3.1 降佣将使今年经纪收入下滑 33%, 明年因份额上升而小幅增长	15
3.2 近期公司自营受益股市反弹, 未来融资将推动自营收入增长	16
3.3 承销进程确保下半年承销持平, 融资将推动公司承销收入增长	18
3.4 偏低规模和上市融资将推动公司受托资管业务小幅增长	19
4. 未来 6 个月合理价值 34.88 元, “增持”评级	20
4.1 从三阶段 DDM 模型测算出公司二级市场合理估值为 34.62 元	20
4.2 从 PB-ROE 方法测算出公司二级市场合理估值为 34.55 元	21
4.3 从 PE 相对估值法测算出公司二级市场合理估值为 35.46 元	22
4.4 估值的敏感性分析	22
5. 主要不确定性因素	23

图目录

图 1 广发证券股权较集中而参控股证券类子公司且业务种类齐全	5
图 2 连续低成本收购使公司资产规模上升速度明显高于行业均值	6
图 3 2009 年总资产/净资本规模比显示公司资本杠杆效率较高	6
图 4 连续收购使经纪收入占比上升而自营收入趋于稳定	7
图 5 大量低成本收购对公司经纪份额起到稳定作用	8
图 6 2010 年上半年公司营业部数量居前而部均经纪交易金额中等偏上	8
图 7 大量收购中小券商使其佣金率偏高而持续降佣促使其经纪份额回升	9
图 8 股权投资占比呈逐年下降态势说明公司自营投资日趋稳健	10
图 9 创业板开闸后公司在中小项目上的市场化优势得以显现	11
图 10 公司在债券承销上相对偏弱且历史业绩波动较大	11
图 11 业绩提成放大了公司集合理财产品的收益波动水平	13
图 12 旗下参控股基金公司实力雄厚有助于公司业绩的稳定	14
图 13 近三年新兴亚太地区 50 家主要券商 PB 和 ROE 回归情况	22

表目录

表 1 2009 年公司各项业务指标排名靠前且业务较为均衡	5
表 2 公司自营运作较灵活而个股挖掘能力较强.....	9
表 3 公司合计完成承销项目反映其在中小股权融资上具有较强实力	10
表 4 2010 年上半年公司承销项目仍以中小型企业股权融资为主.....	12
表 5 公司集合理财产品在同类产品中业绩排名逐年提升	12
表 6 2010 年上半年公司集合产品规模偏低而旗下基金管理资产较大	13
表 7 初期融资融券业务收入有限而增速较快	14
表 8 初期股指期货业务收入有限而增速较快	15
表 9 本次募集资金投向将全面推动公司多业务、多业态金融服务的发展.....	15
表 10 最近 12 个月中国 A 股交易金额和日均成交金额（亿元）	15
表 11 广发证券经纪业务手续费收入预测（亿元）	16
表 12 公司自营股权投资/净资本比凸显其灵活性且自营收益/净资本比较高（%）	17
表 13 今年公司自营业务将受益股市反弹（百万元）	17
表 14 广发证券自营业务投资收益预测（亿元）	18
表 15 广发证券承销业务收入预测（亿元）	19
表 16 广发证券受托管理业务收入预测（亿元）	19
表 17 广发证券利润表预测（百万元）	20
表 18 广发证券 DDM 估值模型的基本假设.....	21
表 19 广发证券 DDM 估值结果.....	21
表 20 广发证券三阶段现金股利贴现模型敏感性分析（元）	21
表 21 报告涉及主要券商股的盈利预测和估值	22
表 22 2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务的市场占有率敏感性分析.....	23
表 23 2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率的敏感性分析	23

投资要点：

1. 总体上看，公司是具有完整的证券金融控股构架，并有较强的市场化盈利能力的大型券商，具体表现为：

(1) 公司是创新类 A 类 A 级大型券商；各业务市场化盈利能力较强；通过大量市场化收购形成了以证券（189 家网点）、期货、基金、PE、香港子公司的金融多业态构架；

(2) 公司获得了广东省的大力支持；其中高层股权激励和基层的市场化激励较充分；公司的资本效率较高（近期增发融资将推动其业务增长）；公司市场化起步较早，上市后将重新步入较快的增长轨道；

2. 从各项业务分析，公司在经纪、自营、投行、资管等方面均具有较强的市场化竞争实力，而创新业务也具备了良好的发展基础，具体表现为：

(1) 公司占 66% 的经纪业务实力强，不仅市场化起步早，而且凭借大量收购使其经纪份额达 4.81%（列行业第 5）；公司通过营业部适度放权、多部门协同支持、银行网点拓展等，获得了较高经纪部均份额；近期较大幅度降佣促使其经纪份额小幅回升；

(2) 公司自营实力较强，特点是运作较灵活（即自营股权投资占比能随行情变化而变化）而收益率较高；2008 年熊市行情中公司自营获得了一定的正收益；

(3) 公司投行实力较强，项目储备渠道多且保荐人数列行业第三（2009 年保荐人数达 57 个）；公司在中小型高成长企业股权融资项目上具有较强的比较优势；

(4) 公司资管实力分化；其中，集合理财产品规模较小（但业绩排名呈上升趋势）；参股基金管理资产规模较大（控股 48.33% 广发基金公司和参股 25% 的易方达基金公司加权管理资产规模 751 亿元，在上市券商中排第二，这有利于公司盈利的稳定）；

(5) 初期融资融券和股指期货对公司业绩贡献有限但增速较快；其中，公司旗下期货公司实力强（行业前 10，全面结算会员资格）将助推期指业务；旗下广发信德（从事 PE 业务）已小幅盈利；香港子公司可为公司提供业务创新经验等；

3. 因此，我们认为，事隔 4 年后公司启动的上市增发融资将全面推动公司各项业务的增长。在假设 2010-2011 年 A 股日均成交金额分别为 2000 亿元和 2200 亿元，以及近期股市反弹致使公司自营理论获益 2.38 亿元的情况下，我们预计 2010-2011 年公司 EPS 将分别为 1.22 元（发行后）和 1.40 元（发行后），则可知公司合理价值中枢为 34.88 元，故给予“增持”评级。同时，我们提醒投资者关注以下主要投资风险：

(1) 主要投资风险包括：周期性波动风险；行业竞争风险；佣金率大幅下滑风险。

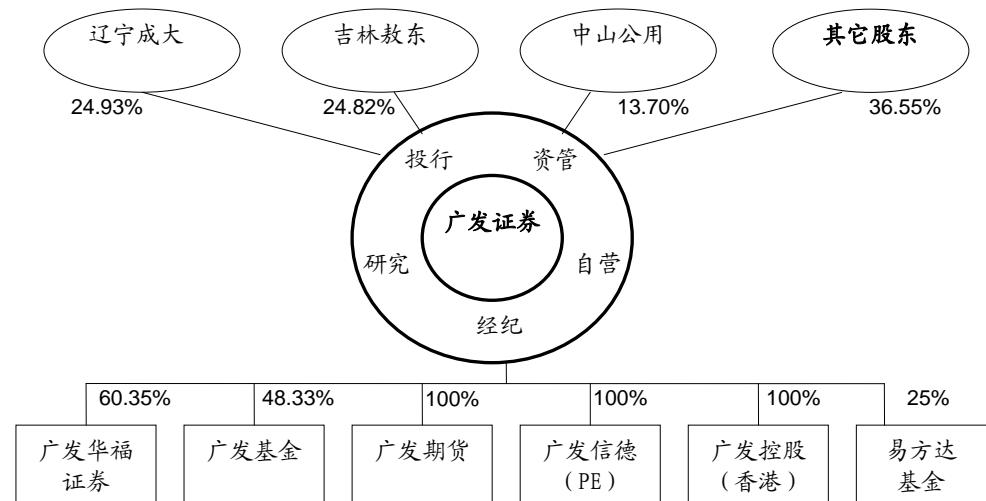
1. 广发证券—全员激励催生市场化优势券商

1.1 基本情况：股份较集中、多业态纵横、业务强而均衡、市场化收购

广发证券股份有限公司前身是成立于 1991 年 4 月的广东发展银行证券营业部；1994 年 1 月更名为广东广发证券公司；1996 年 12 月又更名为广发证券有限公司；2001 年 7 月公司改制并更名为广发证券股份有限公司，注册资本 20 亿元；2010 年 2 月终于顺利实现借壳登陆 A 股市场。

目前，公司股份较为集中，其前三大股东分别为辽宁成大（持有 24.93% 股份）、吉林敖东（持有 24.82% 股份）、中山公用（持有 13.70% 股份），合计持有公司 15.91 亿股，占发行前总股本的 63.45%。如图 1 所示，2003-2008 年间，公司低成本收购了大量证券类资产。2003 年公司控股广发华福 60.35%（福建省市场占有率第一）；2006 年收购第一证券；2007 年收购武汉证券；2008 年收购河北证券。同时，公司全资控股了广发期货；而控股 48.33% 的广发基金和参股 25% 的易方达基金实力超群；此外，公司还全资控股从事 PE 业务的广发信德；全资控股广发控股（香港）子公司。目前，公司总共拥有证券营业部 187 家，下属 5 家分公司，公司初步完成了证券控股集团架构，为未来公司成为综合金融服务供应商奠定了坚实基础。

图 1 广发证券股权较集中而参控股证券类子公司且业务种类齐全



资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司秉承“知识图强、求实奉献”价值观，构建了经纪、自营、投行、资管等结构较为均衡，盈利能力强且稳定的业务组合，其各项业务均显示出公司具有较强的市场化竞争实力。如表 1 所示，2009 年公司各项业务收入位居行业前列（除承销收入有所下滑至 17 名外，其它业务收入均位居行业前十，部分业务收入居行业前三）；同时，与行业均值相比，公司各项业务收入结构较为均衡。

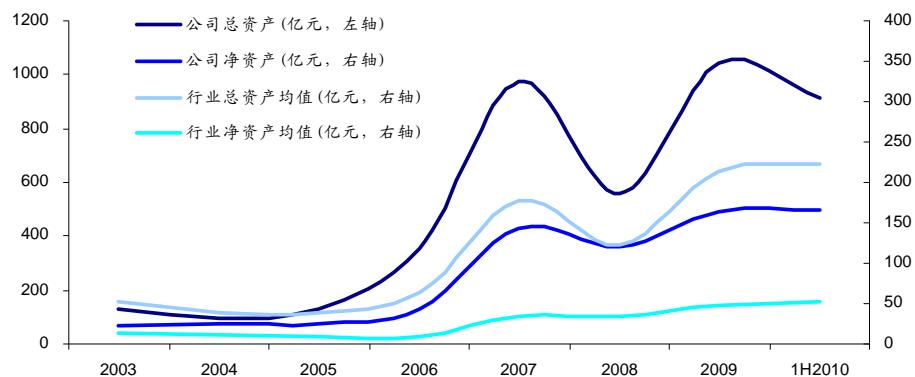
表 1 2009 年公司各项业务指标排名靠前且业务较为均衡

	营业收入	净利润	净资产	总资产	净资本	经纪收入	自营收入	承销收入	资管收入	利息收入
数值(亿元)	104.70	46.90	163.74	1043.36	108.26	74.53	16.13	2.31	0.59	7.10
行业排名	3	4	6	5	8	3	3	17	10	6
公司收入占比(%)	—	—	—	—	—	63.05	14.73	6.57	1.84	9.82
行业收入占比(%)	—	—	—	—	—	66.26	11.81	5.31	1.13	6.75

资料来源：Wind 资讯，公司财务报告，海通证券研究所

目前，作为创新类和A类A级综合券商，2010年上半年，公司净资本规模99.10亿元，在70家公布半年报的券商中居第10位。如图2所示，受市场走牛和收购券商的影响，2007年公司总资产大幅上升；2008年公司总资产受股市调整而大幅回落；2009年股市有所反弹，截至2010年上半年，公司总资产、净资产又回升至911.32亿元和165.18亿元。显然，2003年以来的市场化收购使得公司总资产和净资产增速明显高于行业均值。目前，公司正启动增发融资，这将有助于推动公司各项业务进一步发展。

图2 连续低成本收购使公司资产规模上升速度明显高于行业均值



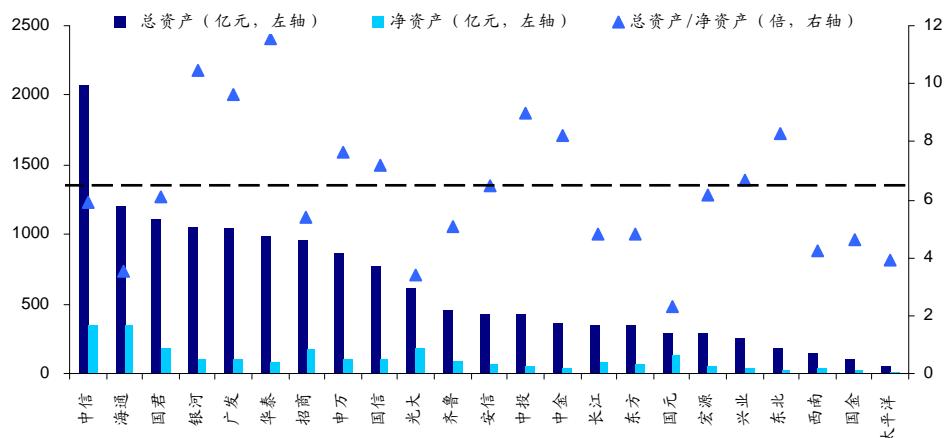
资料来源：公司公告，Wind资讯，中国证券业协会网站，海通证券研究所

1.2 竞争要素：政府支持，全员激励，资本效率高

我们认为，券商三个最核心的竞争要素包括：排他性的资源优势及业务拓展的路径依赖；资本的补充机制及基于风险收益的有效运用；具备战略眼光并有反周期运作魄力的管理人才及员工有效激励的文化机制。

从资源禀赋看，尽管公司股东背景相比其它大型国有券商略显不足，但作为广东省唯一的大型券商（国信、招商为深圳所辖券商），公司也得到了当地政府的支持，并承担着广东省金融强省排头兵的重任。除了与国信等其它南方券商一样，市场化的激励使得公司基层员工的积极性较强外，公司还通过股权安排（即广东粤财信托有限公司以股权储备集合财产信托合同形式持有4.999%的公司股份作为广发员工的股权激励计划）提升了中高层管理骨干的积极性。

图3 2009年总资产/净资产规模比显示公司资本杠杆效率较高



资料来源：公司公告，Wind资讯，海通证券研究所

公司资本运作效率居前。如图 3 所示，2009 年底，公司总资产 1043 亿元，排名第 5；而净资本 108 亿元，排名第 8；从总资产对净资本比看，在大型券商和上市券商中排名第 3。这主要是由于公司低成本大量收购了证券类资产，致使资产的杠杆效率较高。然而，与大型上市券商相比公司净资本略嫌不足，而增发融资将推动公司各项业务的拓展，但短期资金利用率将有所降低。

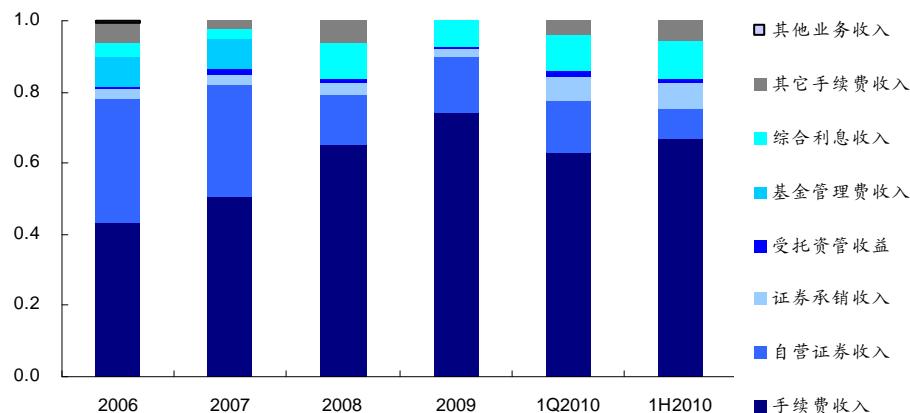
最后，公司董事长王志伟先生是广发行出身（公司脱胎于广发行，与之业务联系较多）；员工有“博士军团”美誉，中高层股权激励和基层的市场化激励较充分；公司擅长资本运作，通过市场化收购了多家中小型券商；同时，公司业务市场化起步和启动上市均较早，但受上市受阻影响而有所放缓，现正重塑形象，上市后将重入快速增长轨道。

2. 业务分析—各项业务实力较强，融资推动业务增长

总体上，公司经纪业务为主要收入来源，各项业务实力较强，未来成长性较好。

如图 4 所示，从业务结构上看，公司经纪收入仍占据较大比例。2006-2007 年大牛市，公司经纪收入占比降至 47% 较低水平，但 2008 年以后就恢复至 66% 较高水平；公司自营运作灵活而收益率较高（2008 年熊市也有一定正收益），参股基金公司的投资收益（公司参股基金管理资产规模庞大）使得公司自营收益占比近年来稳定在 15% 左右；公司承销收入占比稳步攀升（由 2006 的 2.42% 上升至 2010 年上半年的 7.13%）；公司集合理财产品规模偏小，2010 年上半年收入占比仅为 1.23%，未来成长空间巨大。

图 4 连续收购使经纪收入占比上升而自营收入趋于稳定



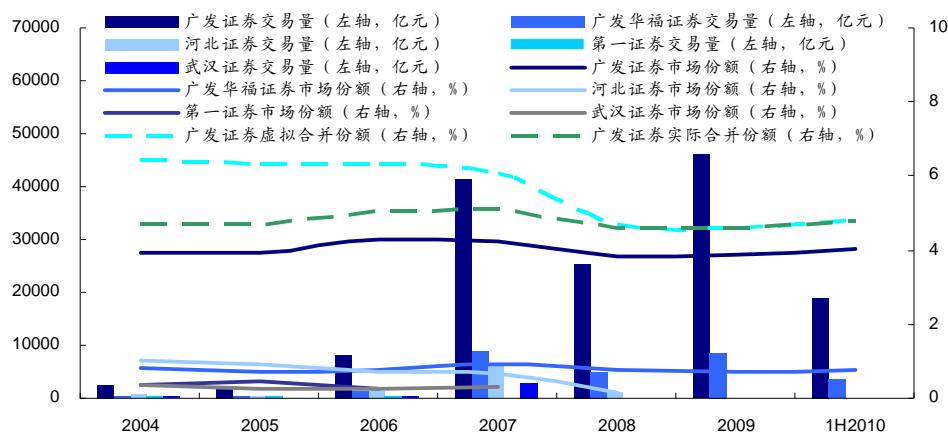
资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

2.1 经纪实力较强：大量收购稳定经纪份额；近期降佣使份额小幅回升

总体上，公司经纪实力较强，市场化起步早；营业部数量较多，部均份额中等偏上。

如图 5 所示，2003-2008 年间公司连续控股和收购了第一、武汉、河北和广发华福（公司控股 60.35% 的广发华福拥有 31 家营业部，在福建有区域优势，该公司营业部保本点低于其他券商）等券商。这使得 2004-2006 年间公司的经纪市场份额由 3.91% 小幅持续上升至 4.27%，但 2006 年底公司发生上市受阻事件后，其经纪份额反而小幅回落至 2008 年的 3.81%。总体上，大量低成本收购使得公司经纪份额稳定在 2009 年的 3.88% 左右；2010 年初公司上市后其经纪份额小幅增至上半年的 4.81%（位列行业第五）。

图 5 大量低成本收购对公司经纪份额起到稳定作用

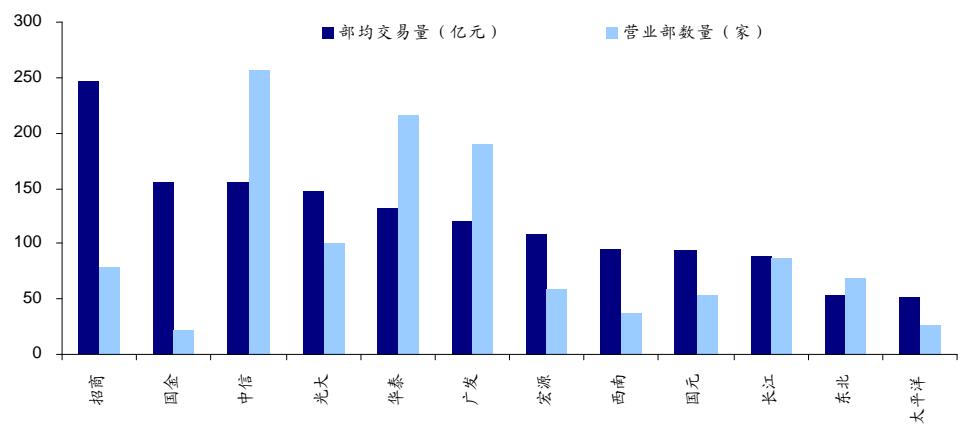


注：2003 年控股广发华福，2006 年公司收购第一证券，2007 年收购武汉证券，2008 年收购河北证券。
资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

公司市场化起步较早（2002 年即推出 CRM 系统；2005 年即成立专业客户服务团队），但前几年上市进程受阻延缓了公司市场化拓展进程（2010 年公司在上市招股说明书中才表示将适时尝试经纪人制度），这说明未来公司的经纪份额有持续增长潜力。

截至 2010 年上半年，公司拥有 189 家营业部，上半年部均交易金额达 120.17 亿元。如图 6 所示，与招商等借助母公司下属银行渠道和国金等借助卖方研究获得较高经纪部均份额不同，广发则是凭借对营业部适度放权（以适应公司合并的差异化较大的多家中小券商；而放权可缩短管理半径，提高考核的针对性和强化激励）、多部门协同支持、银行网点拓展（在 15 家银行 3000 多个网点驻点服务），获得了较高的部均经纪份额。

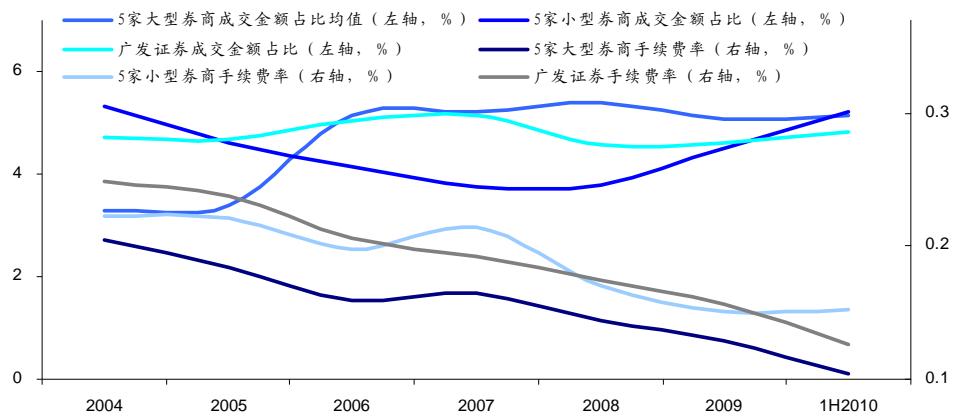
图 6 2010 年上半年公司营业部数量居前而部均经纪交易金额中等偏上



资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

事实上，经纪运营的核心模式是利用股市长期收益率较高，实现客户交易资产的财富管理转化，其手段包括研究资源的合理配置、服务产品化、品牌化和长期化。据此，公司根据综合价值积分对客户进行分类，提供不同的“金管家”系列产品，以实现分析师资源的优化配置，并整合公司多部门资源对高端客户进行倾斜。目前，公司拥有 300 万经纪客户，托管资产 4000 亿元，并对 500 万以上的 VIP 客户提供增值服务。未来，公司推出的经纪人将与客户经理一道强化与客户的长期服务关系。

图7 大量收购中小券商使其佣金率偏高而持续降佣促使其经纪份额回升



注：以中信、招商、光大、华泰、海通为大券商集合；以宏源、国元、东北、国金和西南为小券商集合。

资料来源：公司公告，Wind资讯，海通证券研究所

近年来券商通过不断降佣争夺市场。如图7所示，中小券商的区域优势使其佣金率高于营业部主要在发达地区的大型券商；2008年熊市中小券商主动降佣从大型券商中争夺客户，这使得大券商经纪份额下滑而中小券商份额上升，而2009年下半年以来大券商也主动降佣促使其经纪份额企稳回升。历史上公司收购了较多的中小券商，这使其佣金率偏高且近期佣金率降幅也较大（同其它大券商），而经纪份额则出现小幅回升。

2.2 自营实力较强：自营运作灵活而收益率较高；未来自营创新投入较多

总体上，公司自营能力强。投资较灵活而擅长挖掘个股，收益率高于行业均值。

公司自营采取的集体决策和分级授权制度，在确保风控良好的基础上也获得了一定的运作灵活性。如表2所示，公司的自营股权投资占比就表现出一定的随行情变化的特点（2008年大熊市该比值不仅很低且略低于行业均值；2009年小牛市该比值不仅较高且略高于行业均值；2010年市场有一定下跌该比值则较低）。

表2 公司自营运作较灵活而个股挖掘能力较强

	自营规模占比 (%)			自营股权规模占比 (%)			自营收益率 (%)			自营收益/净资产 (%)		
	2008	2009	1H2010	2008	2009	1H2010	2008	2009	1H2010	2008	2009	1H2010
宏源	52.66	86.84	78.08	11.17	37.32	17.29	0.33	6.43	7.33	0.17	5.58	5.72
长江	89.74	33.58	88.70	4.39	37.30	18.13	14.76	1.94	2.68	13.25	0.65	2.38
广发	105.69	87.38	89.98	6.40	33.32	17.80	7.87	11.28	2.09	8.32	9.85	1.88
中信	72.62	88.98	87.70	6.48	28.28	29.12	7.75	6.44	0.77	5.63	5.73	0.68
国元	35.38	13.07	20.60	0.45	9.33	6.63	4.42	14.22	2.51	1.56	1.86	0.52
西南	23.84	62.07	50.03	11.27	57.46	38.48	3.17	27.45	0.94	0.75	17.04	0.47
招商	71.69	85.70	79.34	17.16	10.89	11.74	10.73	5.67	0.29	7.69	4.86	0.23
华泰	36.41	53.29	37.55	3.05	22.24	8.34	-4.37	10.00	-0.37	-1.59	5.33	-0.14
光大	7.41	35.85	17.87	3.56	26.01	5.29	-24.59	6.50	-3.94	-1.82	2.33	-0.70
国金	70.00	28.50	18.78	0.03	26.49	4.11	49.86	19.88	-6.18	34.91	5.67	-1.16
太平洋	27.65	64.30	29.69	16.73	33.79	24.46	-204.21	13.68	-10.53	-56.47	8.80	-3.13
东北	6.44	75.98	30.15	6.36	75.36	26.53	14.26	18.60	-15.91	0.92	14.13	-4.80
均值	48.30	58.44	51.58	6.89	30.90	17.44	-8.50	11.35	-1.42	1.23	6.48	0.21

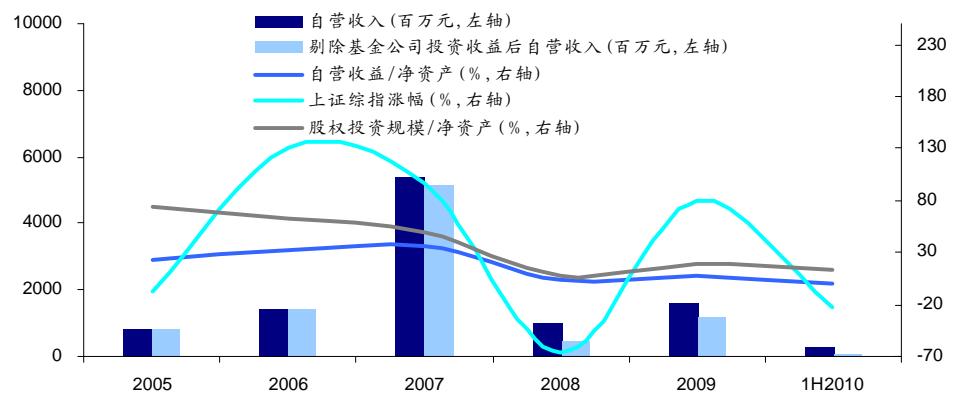
注：此处自营股权投资包括了交易性金融资产和可供出售金融资产中的所有股权投资。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

在个股运作上，公司强化备选库制度，以及遵循“以合理价格投资优秀企业，凭借

优秀企业回避市场风险”的原则，获得了高于行业的收益率水平。如表 2 所示，2008-2010 年上半年公司自营收益/净资本之比均较大幅度高出其它上市券商均值（自营收益率也普遍高出行业均值），在其自营股权投资占比与行业均值接近的情况下，这显示出公司较强的个股挖掘能力。特别是大熊市 2008 年，公司获得了显著高出行业均值的正收益率。

图 8 股权投资占比呈逐年下降态势说明公司自营投资日趋稳健



资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

如图 8 所示，公司自营股权投资占比随行情波动而总体上呈逐年降低态势，这反映出公司自营业务开始趋于稳健。我们不排除这或由于公司为上市而采取的临时性审慎策略可能。实际上，美国大投行的广义自营收入占比高达 20%-30%，其中除了股票、债券外，还包括商品、外汇、衍生品、结构性产品、PE 等多种交易品种和套利、做市等多种获利模式。因此，在期指等创新业务不断推出情况下，公司自营投入将更多倾向于创新业务部门。

2.3 投行实力较强：中小企业股权承销实力强；项目储备渠道较多

总体上，公司投行实力较强。特别在高成长性中小股权融资上具有很强实力。

表 3 公司合计完成承销项目反映其在中小股权融资上具有较强实力

	承销家数(家)						承销金额(亿元)					
	总计	首发	增发	配股	可转债	债券	总计	首发	增发	配股	可转债	债券
广发承销总计	90	42	21	3	3	21	797.35	236.42	224.34	4.95	94.50	237.13
行业承销总计	2736	669	426	76	70	1495	48318.13	12151.42	5585.56	923.41	2267.24	27390.50
广发占比 (%)	3.29	6.28	4.93	3.95	4.29	1.40	1.65	1.95	4.02	0.54	4.17	0.87

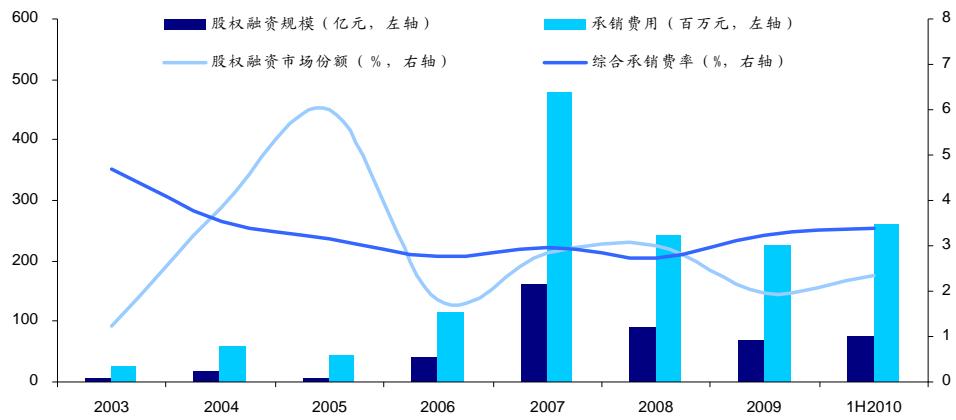
注：以上为 2003-2010 年合计数据。

资料来源：Wind 资讯，公司财务报表，海通证券研究所

事实上，公司通过紧盯三板市场、与全国园区接触而储备了大量上市资源；并且通过重点区域部署，网点承揽项目，人员属地化以培养投行队伍（2009 年保荐人 57 个，列行业第三）在更具市场化的中小型高科技企业承销上获得了比较优势。如表 3 所示，2003-2010 年上半年承销家数合计达 90 个，其占比 3.29% 远高于承销金额 1.65% 的占比。这反过来也说明公司在大型企业承销实力上略显短缺。而债券承销家数和承销金额占比都远远低于股权承销占比，这凸显其股权承销实力要强于其债权承销实力。

我们认为，具有狩猎经济模式的投行业务属于券商核心品牌业务，即尽管其缺乏规模效应，但其有别于其它金融业态的高端价值是塑造券商品牌和带动其它业务的关键。

图 9 创业板开闸后公司在中小项目上的市场化优势得以显现

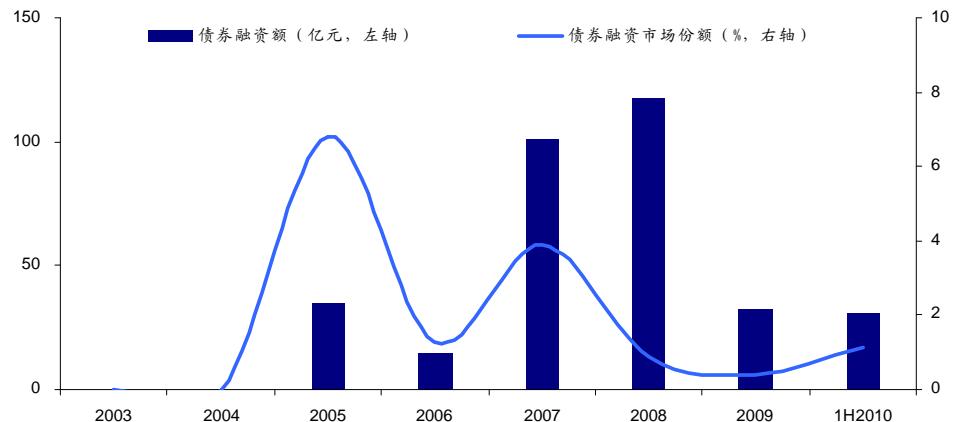


注：主要包括 IPO、增发、配股。

资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

如图 9 所示，2007 年，发行市场的火爆促使公司承销股权融资项目急增至 162.23 亿元，市场份额 2.96%。2008 年 9 月至 2009 上半年期间 IPO 发行基本停滞，但 2008 年公司股权承销金额仍获得了 89.42 亿元；2009 下半年 IPO 开闸和创业板 10 月份正式推出，公司股权承销金额已超过了去年全年水平。

图 10 公司在债券承销上相对偏弱且历史业绩波动较大



注：主要包括公司债、企业债、可转债、可分离债。

资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

如图 10 所示，总体上，公司债券承销实力一般。历史上债券与股票发行市场呈一定的反向关系，2007-2008 年，公司抓住机会在债券承销上获得了较好的业绩。

今年以来，公司承销项目仍以中小型企业股权融资为主。如表 4 所示，2010 年上半年公司完成承销项目 14 家，承销金额 107 亿元，承销家数列行业 11 位。此外，公司在能显现市场化承销实力的兼并收购业务上建立了上市公司并购重组业务的领先地位（2004-2006 年数量列第一；2008 年市场占有率 17%，列第一）。

表4 2010年上半年公司承销项目仍以中小型企业股权融资为主

名次	券商	承销家数(家)							承销金额(亿元)				
		总计	首发	增发	配股	可转债	债券	总计	首发	增发	配股	可转债	债券
1	中信	52	7	3	0	1	41	871	111	39	0	200	520
3	招商	28	15	1	0	0	12	222	150	5	0	0	67
6	华泰	22	14	1	0	1	6	154	113	6	0	7	28
7	宏源	16	8	1	0	0	7	140	90	15	0	0	34
9	海通	15	7	4	1	0	3	372	218	22	43	0	89
11	广发	14	9	0	0	0	5	107	76	0	0	0	31
16	西南	11	3	2	0	0	6	71	13	18	0	0	41
19	长江	9	1	1	0	0	6	44	8	3	6	0	28
20	国金	8	5	2	0	0	1	103	88	11	0	0	3
24	光大	7	3	0	0	0	4	47	25	0	0	0	21
32	太平洋	5	2	0	0	0	3	19	11	0	0	0	7
38	东北	4	4	0	0	0	0	24	24	0	0	0	0
40	国元	4	4	0	0	0	0	31	31	0	0	0	0

注：按承销家数排序；债券发行仅限上市公司融资发行的债券。

资料来源：Wind 资讯，公司财务报表，海通证券研究所

2.4 资管实力分化：集合产品规模较小；参股基金管理资产规模较大

总体上，公司资产管理实力分化。其中，集合资产管理较弱，而基金管理实力较强。

目前，公司仅管理了2只集合理财产品，合计规模为24.31亿元。如表5所示，尽管公司集合产品种类较少，但业绩在同类产品中呈逐年稳步提升态势。除此以外，由于客户理财业务起步早，公司还管理着专向资管计划1个，定向资管账户17个，客户资产管理总规模达60亿元。

表5 公司集合理财产品在同类产品中业绩排名逐年提升

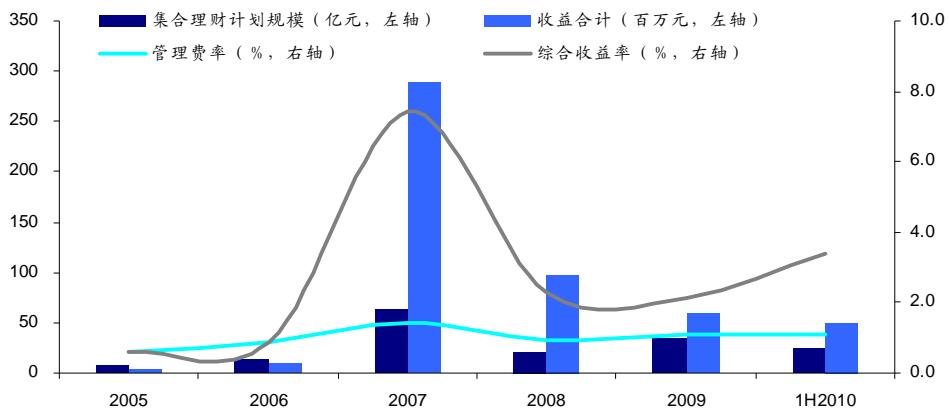
	今年以来		最近一年		最近两年		成立以来			成立日期	投资类型
	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)	同类排名	总回报 (%)	最新规模 (亿元)	成立日期		
广发理财3号	-0.37	6/22	55.90	5/14	-16.59	4/6	261.52	19.08	2006-1-18	混合型	
广发增强型基金4号	-1.20	5/11	41.59	3/10	-23.21	5/5	52.62	5.23	2007-2-9	FOF	

注：同类排名中分母是指同类理财产品数，分子是指名次。

资料来源：Wind 资讯，公司财务报表，海通证券研究所

由于公司在部分集合产品中设计了业绩提成，这放大了该类产品管理收益的波动水平。如图11所示，在2007年较好行情下，公司集合理财产品的综合收益率出现了放大现象（而管理费率基本保持稳定）。

图 11 业绩提成放大了公司集合理财产品的收益波动水平



资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

如表 6 所示，除集合理财产品以外，公司以参股 48.33% 的广发基金和参股 25% 的易方达基金而合计持有 750.94 亿元资产（集合理财产品和参股基金资产合计为 775.25 亿元，市场份额为 3.50%，在上市券商中排名第 2 位），显示了公司在基金资产管理上的较强实力。实际上，国外成熟市场上的券商资管收入占比高达 20%，且每年仍保持 15% 较高增长，而反观公司资管收入占比仅为 1.34%，因此，未来拓展空间巨大。

表 6 2010 年上半年公司集合理财产品规模偏低而旗下基金管理资产较大

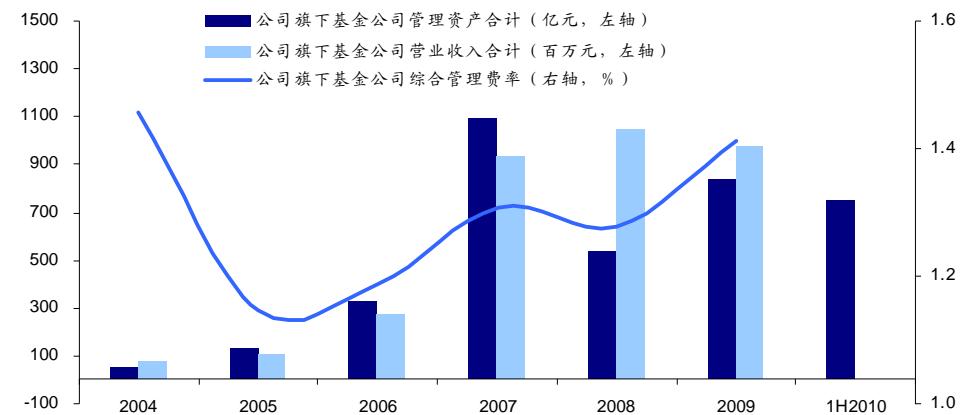
券商	集合理财管理资产 (亿元)	权益法下基金管理资产 (亿元)	资产合计 (亿元)	市场份额 (%)
中信	114.88	2164.73	2279.61	10.28
广发	24.31	750.94	775.25	3.50
招商	58.65	645.22	703.87	3.17
华泰	61.84	538.44	600.28	2.71
光大	97.72	373.15	470.87	2.12
海通	15.63	330.00	345.64	1.56
东北	17.57	173.57	191.14	0.86
西南	0.00	187.42	187.42	0.85
国元	8.14	144.63	152.77	0.69
长江	42.63	105.34	147.97	0.67
宏源	14.71	0.00	14.71	0.07
国金	0.00	0.00	0.00	0.00
太平洋	0.00	0.00	0.00	0.00

注：券商旗下基金管理资产按照该券商参股股权比例进行折算。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

如图 12 所示，随着 2007 年股市全面走牛，公司旗下的基金管理资产规模也出现了巨幅增长。实际上，参股比例 25%（与粤财信托并列第一大股东）的易方达基金管理资产注册资本 1.2 亿元，管理基金资产达 1351 亿元（行业第二）；控股比例 48.33%（第一大股东）的广发基金注册资本 1.2 亿元，管理基金资产达 855 亿元（行业第六），都是实力较为雄厚的基金管理公司；其中，易方达基金的投资业绩综合排名位于行业前列。这将有利于公司收入的多元化和盈利的稳定性。

图 12 旗下参控股基金公司实力雄厚有助于公司业绩的稳定



资料来源：公司公告，Wind 资讯，海通证券研究所

2.5 其它：创新业务启动，金融子公司扩张，近期融资全面推动业务增长

公司一直重视创新业务投入和对其它部门的支持。目前，随着创新业务不断放开，公司融资融券已全面启动；旗下广发期货和广发信德也借此启动了股指期货和 PE 业务；而香港子公司和近期启动的融资将从技术管理上和资金上进一步推动创新业务的拓展。

公司是首批获得融资融券试点的 6 家券商之一。今年 7 月，公司深市账面平均融资融券余额 81.05 亿元，占深市融资融券余额的 10.78%。如表 7 所示，假设融资融券余额准备金占净资本比例由初期的 2% 逐年上升至 10%，利息率为 7.86%，则可知至初期融资融券贡献业绩有限而增速较快。2013 年融资融券利息收入占比将上升至 1.52%；而公司融资融券息差收入更大幅度的上升将取决于 T+0 和转融通机制的确立。

表 7 初期融资融券业务收入有限而增速较快

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
净资本合计 (亿元)	117.66	141.19	169.43	203.31	243.98
融资融券规模/净资本规模(%)	-	0.20	2.00	5.00	10.00
融资融券规模 (亿元)	-	0.28	3.39	10.17	24.40
利差率(%)	-	7.86	7.86	7.86	7.86
利差收入 (亿元)	-	0.02	0.27	0.80	1.92
融资融券利息收入占比(%)	-	0.02	0.25	0.69	1.52

资料来源：Wind 资讯，中国货币网，海通证券研究所

2008 年，公司全资设立了从事 PE 业务的广发信德（PE 业务要 2 年后才能给公司带来收益，每年约 20% 左右），注册资本 8 亿元，已投资 7 家企业，总额 1.56 亿元。2010 年上半年，广发信德实现营业收入 401.54 万元，净利润 194.90 万元。

公司全资控股的广发期货实力雄厚，注册资本 5 亿元，全面结算会员资格，A 类优质期货商，2008 年交易额排名前十（市场份额达 2.26%）；目前，公司拥有营业部 20 家，其香港子公司经营状况良好；2010 年上半年，广发期货实现营业收入 1.17 亿元，净利润 3358.69 万元，具有较强的盈利能力。

如表 8 所示，根据目前股指期货约 2000-3000 亿元的日均名义成交金额，我们假设期指成交额占股票总市值比例由初期的 350% 逐年上升至 605%，手续费率为 0.5‰，则可知至初期股指期货贡献业绩有限而增速较快。2013 年期指手续费收入占比将上升至 2.47%；而公司期指手续费收入更大幅度的上升将取决于产品种类的放开。

表 8 初期股指期货业务收入有限而增速较快

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
股票总市值(亿元)	241454.16	291086.40	335568.05	385508.47	441514.28
期指成交额/股票总市值(%)	-	350.00	420.00	504.00	604.80
广发期货市场份额(%)	-	2.26	2.26	2.26	2.26
广发期货期指成交金额(亿元)	-	23024.93	31852.12	43910.96	60348.29
期指手续费率(‰)	-	0.50	0.50	0.50	0.50
广发期货期指手续费收入(亿元)	-	1.15	1.59	2.20	3.02
广发期货手续费收入占公司营业收入比例(%)	-	1.17	1.51	1.95	2.47

资料来源: Wind 资讯, 中国货币网, 海通证券研究所

2006 年, 公司全资设立了香港子公司—广发控股(香港), 注册资本 8000 万元, 经纪子公司交易量排名上升至 60 位, 完成财务顾问项目 20 个。2010 年上半年, 广发香港实现营业收入 1402.54 万元, 净利润-77.92 万元。香港子公司业务将实现与内地总部整合和互动, 为公司提供业务创新经验等。

其它方面, 公司发展研究中心定位为内外部并举, 为市场提供“深、准、细、远、快”的研究产品, 2008 年设立销售团队后分仓逐步上升, 2009 年获得《新财富》进步最快研究机构奖。公司研究所利用投行优势和珠三角区域优势进行内外部研究服务。

最后, 9 月 2 日, 公司公告了 2010 年公司第四次临时股东大会决议, 公司将启动资金总额不超过 180 亿元的定向增发, 发行价格不低于 27.41 元/股, 发行数量不超过 6 亿股, 将全部用于增加公司资本金、补充公司营运资金、扩充公司业务。如表 9 所示, 本次上市融资将有助于推动公司各项业务全面发展。

表 9 本次募集资金投向将全面推动公司多业务、多业态金融服务的发展

资金运用领域	具体资金投入及其作用
增加主要业务的营运资金	1、扩大承销准备金规模, 增强投资银行承销业务实力; 2、优化经纪业务网点布局, 拓展业务渠道, 促进服务产品销售; 3、提高证券投资业务规模; 4、扩大资产管理业务规模;
增加创新业务的投入资金	1、增加融资融券业务准备金, 全面开展融资融券业务; 2、加大对子公司投入, 扩大直接投资、国际业务、股指期货等业务规模;
其它方面的资金补充	1、加大信息系统的资金投入; 2、其他资金安排。

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

3. 广发证券的财务分析与预测

3.1 降佣将使今年经纪收入下滑 33%, 明年因份额上升而小幅增长

表 10 最近 12 个月中国 A 股交易金额和日均成交金额(亿元)

	2009年 8月	2009年 9月	2009年 10月	2009年 11月	2009年 12月	2010年 1月	2010年 2月	2010年 3月	2010年 4月	2010年 5月	2010年 6月	2010年 7月	均值
A 股成 交金额	100821	88173	64610	127560	103779	95532	48487	87926	103859	65555	50425	65113	83487
日均成 交金额	2401	2004	2019	3037	2256	2388	1616	1911	2473	1639	1327	1480	2046

资料来源: 公司财务报表, 海通证券研究所

如表 10 所示, 由于最近 12 个月 A 股日均成交额为 2046 亿元, 因此, 我们将

2010-2011年A股日均成交额分别假设为2000亿元和2200亿元(后面将进行敏感性测试),即2010-2011年A股市场双边成交金额将分别达到96万亿元和106万亿元。

2010年上半年,公司经纪佣金率为0.104%,同比降幅28.22%(第2季度环比降幅1.48%,显示降幅收窄);在目前公司佣金率已快速降至偏低的1.04%情况下,我们预计未来两年公司佣金率降幅将逐步放缓,但仍将保持10%以上降幅。今年上半年,公司经纪份额同比小幅增长至4.81%,由于今年以来公司加大了新设营业部力度(公司营业部数已由去年161家上升至目前的189家,而新设营业部一般需1-2年才能完全发挥作用),因此,我们预计2010-2011年公司经纪份额将分别小幅增长至4.72%和4.91%。

表11 广发证券经纪业务手续费收入预测(亿元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
日均成交金额	1894.82	1081.43	2224.54	2000.00	2200.00	2420.00
A股双边累计成交金额	917090.83	534225.30	1067778.80	960000.00	1056000.00	1161600.00
广发A股双边累计成交金额	43269.02	25441.12	50783.23	46342.16	53015.43	60066.48
广发A股双边累计成交金额占比(%)	4.72	4.76	4.76	4.83	5.02	5.17
基金双边累计成交金额	16339.45	11126.75	20680.03	16320.00	17952.00	19747.20
广发基金双边累计成交金额	805.87	451.26	533.74	525.67	601.37	687.97
广发基金双边累计成交金额占比(%)	4.93	4.06	2.58	3.22	3.35	3.48
权证双边累计成交金额	155512.63	138895.23	107280.06	36480.00	40128.00	44140.80
广发权证双边累计成交金额	6021.78	4626.50	3530.89	1188.65	1359.82	1555.63
广发权证双边累计成交金额占比(%)	3.87	3.33	3.29	3.26	3.39	3.52
债券现货双边累计成交金额	3462.89	7872.03	8659.23	9525.15	10477.67	11525.44
广发债券双边累计成交金额	50.97	133.72	158.15	187.02	213.95	244.76
广发债券双边累计成交金额占比(%)	1.47	1.70	1.83	1.96	2.04	2.12
广发证券双边累计成交金额占比(%)	4.59	4.43	4.57	4.72	4.91	5.06
广发证券佣金率(%)	1.76	1.57	1.38	1.04	0.94	0.84
广发证券手续费收入	86.39	46.99	74.53	49.35	50.81	51.83

资料来源:公司财务报表,海通证券研究所

尽管股指期货将为公司经纪业务带来一定增量,但考虑到去年下半年A股日均交易金额高达2522亿元,因此,我们预计,2010年全年公司经纪收入将出现33%的降幅,而2011年则受经纪份额推升而小幅增长3%,即2010-2011年公司将分别实现经纪收入49.35亿元和50.81亿元。

3.2 近期公司自营受益股市反弹,未来融资将推动自营收入增长

公司自营运作较灵活而收益率较高。2010年上半年,市场调整了26.82%,但公司通过降低自营股权投资占比(股权投资占比由年初的20.96%下降至今年上半年末的14.93%),自营仍获得了6764万元的正收益(若合并对旗下基金后的投资收益为3.11亿元)。

如表12所示,历史上公司能较好的把握行情变化调整自营股权投资/净资本比(2008年熊市下公司能降低股权投资比例,而2007年、2009年市场行情较好时又能提高股权投资比例),并能相应获得高于行业自营收益/净资本水平的均值。因此,在近期股市持续反弹(从6月底以来已反弹了10.72%)下,我们判断下半年公司自营或能受益于股市反弹;而公司已获得股指期货套保资格将有利于其自营业绩趋向稳定。

表 12 公司自营股权投资/净资本比凸显其灵活性且自营收益/净资本比较高 (%)

股权投资/净资本	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度
广发	69.71	6.40	33.32	—	17.80
上市券商均值	41.01	7.25	33.15	—	15.56
自营收益/净资本	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度
广发	37.51	8.32	9.85	1.80	1.88
上市券商均值	35.63	1.11	6.82	1.53	0.72

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

如表 13 所示，假设公司将 6 月底持有的 22 亿元自营股权投资保持至 9 月 3 日不变（该期间大盘上涨了 10.72%），理论上可测出公司自营收益 2.38 亿元，即剔除联营企业投资收益后的自营收入理论值 3.05 亿元，再根据联营企业（公司旗下基金公司）投资收益 4.80 亿元测算，则可知假设公司自营仓位不变下的理论自营收益为 7.87 亿元。

表 13 今年公司自营业务将受益股市反弹 (百万元)

	2009	1H2010	2010E
其中：对联营企业的投资收益	454.78	242.99	479.74
剔除联营企业投资收益后的自营收入	1158.53	67.64	305 (仓位不动下的理论值)
仓位不动下至 9 月 3 日股市出现 11% 涨幅下的公司自营收益的理论值	—	—	22\亿元股权投资占比×近期 10.72% 股市涨幅=2.38 亿元
自营收入	1613.31	310.63	787.19

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

据此，我们将 2010-2011 年公司自营收益率分别调降至 5.21%（低于 2007-2009 年的自营收益率最低值）和 7.92% 的水平。随着公司启动增发融资，我们预计未来公司自营投资规模还将不断上升（后面我们还将对该假设进行敏感性测试）

综上可知，2010-2011 年，公司投资收益和公允价值变动收益之和将分别为 7.87 亿元和 13.69 亿元。

表 14 广发证券自营业务投资收益预测 (亿元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
交易性金融资产						
权益规模	71.72	8.15	32.13	41.66	50.05	57.88
投资收益	—	—	—	0.42	4.06	5.00
收益率(%)	—	—	—	1.00	8.11	8.64
债券规模	24.63	97.17	88.50	101.35	113.35	127.02
投资收益	0.00	0.00	0.00	1.52	2.34	2.81
收益率(%)	—	—	—	1.50	2.06	2.21
基金规模	6.25	22.09	22.43	7.37	8.71	10.32
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.04	0.51	0.70
收益率(%)	—	—	—	0.50	5.84	6.74
其它金融资产规模	0.28	0.00	0.02	0.72	0.72	0.72
投资收益	0.00	0.00	0.00	-0.41	0.02	0.02
收益率(%)	—	—	—	-57.84	2.43	2.90
非衍生金融资产合计	102.89	127.41	143.08	151.10	172.83	195.93
投资收益合计	37.69	-0.13	6.48	1.56	6.92	8.52
投资收益率(%)	36.63	-0.10	4.53	1.03	4.00	4.35
权证创设规模	3.22	49.41	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生金融工具收益	11.05	1.87	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益率(%)	—	—	—	—	—	—
金融资产规模合计	102.89	127.41	143.08	151.10	172.83	195.93
金融资产持有期间收益	2.03	3.05	5.10	1.51	1.73	1.96
收益率(%)	1.97	2.39	2.39	1.00	1.00	1.00
其他投资收益	0.62	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
参股基金公司等权益增减	2.23	5.25	4.55	4.80	5.04	6.04
自营规模总额	106.10	176.82	143.08	151.10	172.83	195.93
自营收益总额	53.61	10.03	16.13	7.87	13.69	16.53
收益率(%)	50.53	5.67	11.28	5.21	7.92	8.44

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

3.3 承销进程确保下半年承销持平，融资将推动公司承销收入增长

2010年上半年，我国股票IPO融资2128亿元，增发配股等其它股权融资1524亿元，债券融资8761亿元。由此，我们假设今年全年IPO、增发配股、债权融资额分别为4044亿元、3453亿元和12579亿元。从长期看，IPO承销增速将有所放缓，而债券市场相对狭小，因此企业债、公司债等在内的债券融资额仍将保持较高的增速。

2010年上半年，公司完成IPO承销项目9只，承销金额76.40亿元，承销收入2.59亿元（已实现去年全年1.12倍，这是由于去年上半年IPO基本停滞所致）。截至8月16日，公司已有2只通过审核但尚未发行的IPO项目，预计承销金额达8.45亿元，基本保持了与上半年同样承销速率。因此，我们预计下半年公司承销总量将接近上半年水平。

此外，考虑到公司在中小企业项目承销和珠三角地区具有比较优势，而近期增发融资将进一步增强公司的承销实力。综上，我们预计，2010-2011年，公司承销IPO项目市场份额将分别达到2.72%和2.85%；债券融资份额将分别达到0.42%和0.44%。

表15 广发证券承销业务收入预测(亿元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
IPO 融资规模	4469.96	1040.05	2021.97	4043.93	4448.33	4893.16
IPO 承销费率%	3.67	3.80	3.54	3.54	3.54	3.54
公司 IPO 市场份额%	0.73	3.51	1.94	2.72	2.85	3.00
公司 IPO 承销收入	1.20	1.39	1.05	3.89	4.50	5.19
其它股权融资额	3515.86	2476.63	3138.77	3452.65	3797.91	4177.70
其它股权承销费率%	1.31	0.29	0.53	0.53	0.53	0.53
公司其它股权市场份额%	3.69	2.14	0.97	0.19	0.21	0.24
公司其它股权承销收入	1.70	0.15	0.16	0.04	0.04	0.05
债券融资额	5643.81	8005.46	9675.89	12578.66	15094.39	18113.27
债券承销费率%	1.88	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
公司市场份额%	1.79	1.47	0.38	0.42	0.44	0.46
公司债券承销收入	1.90	0.88	0.28	0.39	0.50	0.63
公司承销业务收入合计	4.80	2.43	1.49	4.32	5.04	5.87

注：其它股权融资包括增发、配股和可转债；债券融资包括企业债、公司债等

资料来源：Wind资讯，公司财务报表，海通证券研究所

因此，我预计，2010-2011年，公司承销费收入将分别达4.32亿元和5.04亿元。

3.4 偏低规模和上市融资将推动公司受托资管业务小幅增长

随着2008年7月份以后政策的放开，券商集合理财产品发行保持了较高增速。但是，公司集合产品的发行相对较慢，目前仅管理着2只集合理财产品。2010年上半年，公司未发行新的产品，而受赎回影响公司的集合资产规模下滑了27.71%，达24.31亿元。此外，公司还管理着4.49亿元规模的定向资产。考虑到目前公司集合产品规模较小，而增发融资后公司将加大产品的发行力度，未来公司资产管理总规模有望逐步企稳回升。

表16 广发证券受托管理业务收入预测(亿元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
公司旗下集合理财产品总规模	63.68	21.48	33.63	39.31	46.81	58.06
管理费率%	1.44	0.92	1.10	1.48	1.39	1.46
管理费收入	0.56	0.39	0.30	0.54	0.60	0.77
业绩报酬	2.49	0.60	0.29	0.21	0.21	0.21
收入合计	3.04	0.99	0.60	0.75	0.81	0.98

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

我们预计，2010-2011年公司受托资产管理收入将分别达0.75亿元和0.81亿元。

表 17 广发证券利润表预测 (百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	17099.22	7206.03	10470.06	7714.61	8622.97	9253.70
手续费及佣金净收入	11203.16	5461.57	8135.35	5957.22	6231.93	6501.27
其中：代理买卖证券业务净收入	8638.82	4698.73	7452.78	5050.20	5240.42	5402.79
证券承销业务净收入	479.92	242.53	231.24	432.23	503.55	587.05
受托客户资管业务净收入	303.41	99.69	59.20	74.83	80.80	97.67
其它业务手续费收入	337.14	420.63	392.12	399.96	407.16	413.76
利息净收入	524.16	746.83	709.89	962.25	1013.30	1089.56
投资收益	3871.75	2670.46	1602.08	947.08	1319.11	1578.83
其中：对联营企业的投资收益	223.04	524.58	454.78	479.74	503.74	604.49
公允价值变动收益	1489.18	-1667.73	11.23	-160.25	49.49	73.98
汇兑收益（损失以“-”号填列）	-7.03	-14.17	-0.15	-1.01	-1.11	-1.22
其他业务收入	18.00	9.07	11.65	9.32	10.26	11.28
二、营业支出	6043.15	2977.19	4296.89	2952.56	3147.31	3329.23
营业税金及附加	802.86	411.52	530.43	344.11	384.63	412.76
业务及管理费	5136.13	2559.56	3756.63	2601.09	2754.59	2907.57
资产减值损失	104.14	6.09	7.22	5.27	5.80	6.38
其他业务成本	0.02	0.02	2.60	2.08	2.29	2.52
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	11056.07	4228.85	6173.17	4762.05	5475.66	5924.47
加：营业外收入	417.85	36.15	269.65	134.82	148.31	163.14
减：营业外支出	23.99	100.12	35.66	24.96	27.46	30.21
四、利润总额（亏损以“-”号填列）	11449.94	4164.87	6407.16	4871.91	5596.51	6057.40
减：所得税费用	3195.07	881.02	1482.48	906.92	1041.80	1127.60
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	8254.86	3283.85	4924.67	3964.99	4554.71	4929.80
(一) 归属于母公司所有者的净利润	7638.60	3151.95	4689.91	3800.66	4337.58	4694.79
(二) 少数股东损益	616.26	131.90	234.76	164.33	217.13	235.01

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

综上所述，我们认为，2010-2011年，归属于母公司的净利润将分别为38.01亿元和43.38亿元（相对应的2010-2011年的净利润增长率分别为-18.96%和14.13%，则EPS将分别达到1.22元（发行后）和1.40元（发行后）；每股净资产将分别为11.12元（发行后）和11.94元（发行后）。

4. 未来6个月合理价值34.88元，“增持”评级

4.1 从三阶段DDM模型测算出公司二级市场合理估值为34.62元

我们采用三阶段现金流贴现模型（DDM）对公司进行估值，将公司未来成长过程划分为高速增长期（2010-2014年）、过渡期（2015-2044年，我们预计中国证券业与美国等海外成熟投行业的差距约30年）以及永续增长期（2044年以后）三阶段。我们设定主要假设条件：设无风险利率为3.3%（三年期定期存款利率），市场风险溢价为5.5%（市场风险溢价水平），以及高速增长期、过渡期和永续增长期的beta值分别为1.30、1.15和1.00（主要考虑到新兴市场的券商业绩波动较大），则股权成本分别为10.45%、9.63%和8.80%。上述假设主要考虑了公司的业务模式所体现出来的风险水平。同时，我们以中国未来GDP的自然增长率3%作为永续增长率，股利分红水平为50%。

表 18 广发证券 DDM 估值模型的基本假设

无风险利率%	3.30	股权风险溢价%	5.50		
Beta(高增长期)	1.30	股权成本(高增长期)%	10.45	高增长期年限	5.00 年
Beta(过渡期)	1.15	股权成本(过渡期)%	9.63	过渡期年限	30.00 年
Beta(永续期)	1.00	股权成本(永续期)%	8.80		

资料来源：海通证券研究所

如表 19 所示，在上述假设条件下，公司二级市场的合理价值为 34.62 元。

表 19 广发证券 DDM 估值结果

	公司价值(百万元)	每股价值(元)	比重(%)
第一阶段现值总额	9254.06	4.63	13.37
第二阶段现值总额	34506.79	17.25	49.84
终值现值	25478.92	12.74	36.80
合计	69239.77	34.62	100.00

资料来源：海通证券研究所

如表 20 所示，如果公司的永续增长率在 0.5% 至 4.5% 之间变化，股权成本在 8% 至 12% 之间变化，则公司对应的核心价值区间为 (30.75, 40.37) 元。

表 20 广发证券三阶段现金股利贴现模型敏感性分析(元)

投资价值	永续增长率(%)									
	0.50	1.00	1.50	2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	
股权成本(%)	8.00	42.42	43.65	45.11	47.38	50.98	56.29	63.17	72.27	84.80
	8.50	39.44	40.47	41.65	43.30	46.02	50.24	55.68	62.70	72.01
	9.00	36.78	37.64	38.63	39.85	41.88	45.22	49.61	55.15	62.31
	9.50	34.39	35.13	35.96	36.91	38.39	41.00	44.59	49.05	54.69
	10.00	32.24	32.86	33.57	34.38	35.43	37.40	40.37	44.02	48.55
	10.50	30.29	30.83	31.43	32.11	32.91	34.34	36.79	39.81	43.51
	11.00	28.51	28.98	29.50	30.08	30.75	31.72	33.71	36.24	39.30
	11.50	26.89	27.30	27.75	28.25	28.82	29.50	31.04	33.17	35.73
	12.00	25.41	25.77	26.16	26.60	27.08	27.63	28.71	30.52	32.68

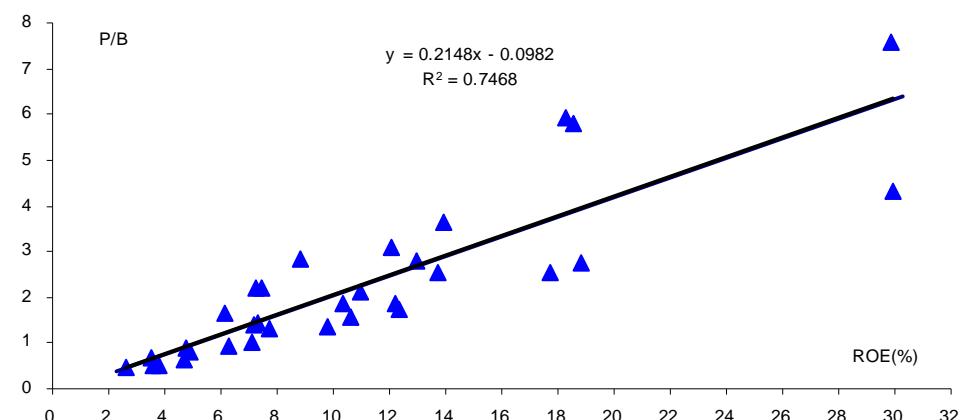
资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

4.2 从PB-ROE方法测算出公司二级市场合理估值为 34.55 元

尽管券商经纪等通道类卖方业务更适合采用 PE 方法，但是考虑到随着券商业务逐步多元化和动用资本金的买方业务的增加，未来券商将越来越适合采用 PB-ROE 方法。如图 13 所示，我们选取包括目前国内 5 家上市大型券商（除广发外）在内的新兴亚太区 38 家主要上市券商近三年来 PB-ROE 数据，得到了 $PB=0.2148*ROE-0.0982$ 关系。

我们测算出公司发行后 2010 年的 ROE 为 14.92%，则可知公司发行后合理 PB 估值为 3.11 倍，则可知发行后公司二级市场合理估值为 34.55 元。

图 13 近三年新兴亚太地区 50 家主要券商 PB 和 ROE 回归情况



资料来源：Bloomberg, Wind 资讯，海通证券研究所

4.3 从PE相对估值法测算出公司二级市场合理估值为 35.46 元

由于占券商 70% 左右比重的经纪业务为通道类业务，因此目前市场上对券商股估值仍普遍采用 PE 相对估值法。目前，剔除估值异常的太平洋证券后的券商股 2010 年动态 PE 估值平均为 29.06 倍。根据前述 2010 年公司增发后的 EPS 预测值 1.22 元，则可知当前公司二级市场合理估值为 35.46 元。

表 21 报告涉及主要券商股的盈利预测和估值

代码	券商	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
600030	中信证券	1189.51	0.73	0.90	0.46	0.49	16.28	13.24	26.17	24.34
601688	华泰证券	804.72	0.22	0.68	0.56	0.70	64.22	21.20	25.80	20.43
600999	招商证券	775.89	0.56	1.04	0.79	1.04	38.40	20.81	27.42	20.75
601788	光大证券	542.09	0.40	0.83	0.55	0.64	39.64	19.18	28.86	24.94
000562	宏源证券	263.60	0.37	0.79	0.96	0.99	48.67	22.89	18.76	18.21
600369	西南证券	258.73	0.07	0.53	0.31	0.43	182.13	25.69	44.46	31.61
000728	国元证券	256.90	0.27	0.53	0.43	0.56	49.32	24.77	30.13	23.20
000783	长江证券	254.25	0.32	0.63	0.48	0.62	36.24	18.53	24.57	18.88
600109	国金证券	169.04	0.76	0.52	0.56	0.67	22.35	32.74	30.34	25.10
000686	东北证券	150.88	0.64	1.43	0.69	1.10	36.80	16.53	34.10	21.52
EVEN	均值	466.56	0.44	0.79	0.58	0.72	53.40	21.56	29.06	22.90

注：按 9 月 6 日收盘价测算；剔除估值异常高的太平洋证券。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

由上述三种估值方法可知，广发证券合理估值变动区间是 34.55 元-35.46 元，综合判断其价值中枢为 34.88 元。9 月 8 日公司收盘价 32.06 元，故给予“增持”评级。

4.4 估值的敏感性分析

4.4.1 基于 2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务的市场占有率的敏感性分析

考虑到 2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务市场份额对公司净利润影响较大，我们假设 2010 年的 A 股日均成交量在 1400-3000 亿元之间，间隔 200 亿元变动；同时，假设 2010 年公司经纪业务市场占有率为 3.5%-7.5% 之间，间隔 0.5% 变动，则公司 2010 年的二级市场合理估值变动情况如表 22 所示。

表 22 2010 年 A 股日均成交量和公司经纪业务的市场占有率敏感性分析

合理估值 (元)	A 股市场日均成交量 (亿元)									
	1400	1600	1800	2000	2200	2400	2600	2800	3000	
公司 经 纪 业 务 市 场 占 有 率 (%)	3.50	21.30	23.49	25.68	27.86	30.05	32.23	34.42	36.61	38.79
	4.00	23.52	26.02	28.52	31.01	33.51	36.01	38.51	41.01	43.51
	4.50	25.73	28.55	31.36	34.17	36.98	39.79	42.60	45.41	48.22
	5.00	27.95	31.07	34.20	37.32	40.44	43.56	46.69	49.81	52.93
	5.50	30.17	33.60	37.04	40.47	43.91	47.34	50.78	54.21	57.65
	6.00	32.38	36.13	39.88	43.62	47.37	51.12	54.87	58.61	62.36
	6.50	34.60	38.66	42.72	46.78	50.84	54.90	58.95	63.01	67.07
	7.00	36.81	41.18	45.56	49.93	54.30	58.67	63.04	67.42	71.79
	7.50	39.03	43.71	48.40	53.08	57.76	62.45	67.13	71.82	76.50

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

4.4.2 基于 2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率的敏感性分析

考虑到 2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率对公司净利润影响较大，我们假设 2010 年的公司交易性金融资产投资收益率在 -10% - 30% 之间，间隔 5% 变动；同时，2010 年公司交易性金融资产规模增长率在 -40% - 40% 之间（相对 2009 年上半年公司公布的资产规模），间隔 10% 变动，则公司对应的 2010 年合理 EPS 变动预测如表 23 所示。

表 23 2010 年公司交易性金融资产规模增长率和投资收益率的敏感性分析

合理估值 (元)	交易性金融资产规模增长率 (%)									
	-40.00	-30.00	-20.00	-10.00	0.00	10.00	20.00	30.00	40.00	
交易性 金融资产 投 资 收 益 率 (%)	-10.00	24.06	22.44	20.83	19.21	17.59	15.98	14.36	12.74	11.12
	-5.00	28.10	27.16	26.21	25.26	24.32	23.37	22.43	21.48	20.54
	0.00	32.14	31.87	31.59	31.32	31.05	30.77	30.50	30.22	29.95
	5.00	36.18	36.58	36.98	37.37	37.77	38.17	38.57	38.96	39.36
	10.00	40.22	41.29	42.36	43.43	44.50	45.57	46.64	47.71	48.77
	15.00	44.26	46.00	47.74	49.48	51.22	52.97	54.71	56.45	58.19
	20.00	48.30	50.72	53.13	55.54	57.95	60.36	62.78	65.19	67.60
	25.00	52.34	55.43	58.51	61.59	64.68	67.76	70.84	73.93	77.01
	30.00	56.38	60.14	63.89	67.65	71.40	75.16	78.91	82.67	86.42

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

5. 主要不确定性因素

我们认为，广发证券的投资者需要注意公司可能面临的经营波动风险、行业竞争风险、业务整合风险等。

5.1 较高的行业周期性变化导致的经营波动风险

由于中国证券业周期性较强，而公司经纪、自营、资管、投行、创新等业务与 A 股市场行情、交易量和资本市场的发展密切相关，这导致公司的盈利水平可能出现较高幅度的波动。而与国外投行相比，中国券商的业务多元化程度还相当有限，而各项创新业务仍需获得监管部门的审批，这一定程度上削弱了公司抵御行业周期性风险的能力。

5.2 激烈的市场内外部竞争导致的行业竞争风险

首先，国内各大券商通过兼并收购、增资扩股、发行上市等方式迅速扩大资本实力，并综合采取价格、增值服务、管理技术等手段与公司展开竞争；其次，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构从各个侧面向证券业渗透；最后，境外投资银行以其雄厚的资本实力、创新能力、风控能力、人力资源等优势不同程度地进入国内市场。这些都将加剧公司面临的市场竞争环境。

5.3 佣金率下滑超预期而创新业务规模未能有效放大的风险

随着大量新设营业部的出现，未来不排除营业部间非理性价格战导致佣金率进一步快速下滑的可能；而创新业务规模能否有效放大尚存在较大的不确定性。如果两者同时发生，有可能会使创新业务的新增业绩贡献程度不能完全抵消佣金率大幅下滑导致的传统经纪业务业绩的下滑程度。

附表 1：财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2008	2009	2010E	2011E
P/E	32.19	21.64	26.70	23.39
P/B	8.42	6.20	2.94	2.73
PEG	2.20	N/A	2.47	2.55
每股指标 (元)	2008	2009	2010E	2011E
EPS	1.01	1.51	1.22	1.40
BVPS	3.88	5.27	11.12	11.94
盈利驱动 (%)	2008	2009	2010E	2011E
双边累计成交金额占比	4.43	4.57	4.72	4.91
佣金率	0.16	0.14	0.10	0.09
直接融资规模/GDP	17.46	18.77	19.10	19.40
IPO 市场份额	7.29	7.65	8.04	8.44
股权再融资市场份额	4.54	4.99	5.49	6.04
债券市场份额	0.22	0.24	0.26	0.29
集合理财计划规模增长	-66.27	56.55	16.90	19.08
集合理财计划管理费率	0.90	1.00	1.02	1.02
有效存款利率	1.95	1.55	1.55	1.55
有效贷款利率	0.82	0.44	0.53	0.53
交易性金融资产增长	22.68	35.10	0.06	20.54
交易金融资产/净资本	85.88	80.45	39.00	43.61
交易性金融资产收益率	-1.09	5.87	3.35	5.52
营业费用增长	-50.17	46.77	-30.76	5.90
营业费用率	35.52	35.88	33.72	31.94
工资占营业费用比例	58.35	69.92	76.91	84.60
有效所得税率	21.15	23.14	18.62	18.62
盈利增长 (%)	2008	2009	2010E	2011E
代理证券业务收入增长	-45.61	58.61	-32.24	3.77
承销业务净收入增长	-49.46	-4.65	86.91	16.50
受托资管业务收入增长	-67.14	-40.61	26.38	7.98
利息净收入增长	42.48	-4.95	35.55	5.30
投资收益增长	-31.03	-40.01	-40.88	39.28
其它业务收入增长	-49.64	28.52	-20.00	10.00
营业利润增长	-61.75	45.98	-22.86	14.99
归属母公司净利润增长	-58.74	48.79	-18.96	14.13
资产盈利能力 (%)	2008	2009	2010E	2011E
RoAE	23.92	32.99	14.92	12.10
RoAA	4.12	5.87	3.66	4.10
资产增速 (%)	2008	2009	2010E	2011E
资产负债率	77.18	83.46	65.51	64.57
净资产增长	-15.66	35.82	111.06	7.38
总资产增长	-42.91	87.42	-1.01	4.90

利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	7206.03	10470.06	7714.61	8622.97
经纪业务净收入	4698.73	7452.78	5050.20	5240.42
证券承销业务净收入	242.53	231.24	432.23	503.55
资产管理业务净收入	99.69	59.20	74.83	80.80
利息净收入	746.83	709.89	962.25	1013.30
自营收益	1002.73	1613.31	786.83	1368.60
营业支出	2977.19	4296.89	2952.56	3147.31
业务及管理费	2559.56	3756.63	2601.09	2754.59
资产减值损失	6.09	7.22	5.27	5.80
营业利润	4228.85	6173.17	4762.05	5475.66
营业外净收入	-63.97	233.99	109.86	120.85
利润总额	4164.87	6407.16	4871.91	5596.51
所得税费用	881.02	1482.48	906.92	1041.80
归属于母公司净利润	3151.95	4689.91	3800.66	4337.58
少数股东损益	131.90	234.76	164.33	217.13
资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	31701.94	73381.28	76116.12	78363.58
结算备付金	8335.95	10891.38	4251.05	4411.16
交易性金融资产	6834.66	9233.62	9239.21	11136.52
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	0.00	0.00	1145.00	1259.50
应收利息	21.18	26.75	32.10	35.31
存出保证金	633.15	2302.09	2747.10	2825.52
可供出售金融资产	5906.57	5090.68	5870.50	6146.47
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1054.47	1681.68	1849.85	2034.83
固定资产	846.49	834.69	810.11	788.68
无形资产	53.85	54.84	438.76	482.63
递延所得税资产	13.58	20.35	122.08	134.29
资产总计	55624.63	104254.0	103199.5	108253.9
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	1600.00	2554.75	3832.12	4023.73
代理买卖证券款	38065.34	80451.87	61473.67	63228.61
代理承销证券款	3.50	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	1710.12	1604.77	1002.43	1235.46
应交税费	699.84	1079.19	647.51	712.27
应付利息	3.12	6.68	7.68	8.45
预计负债	87.19	52.18	13.05	14.35
递延所得税负债	175.28	356.49	178.24	196.07
负债合计	42931.79	87011.22	67607.35	69894.22
实收资本	2000.00	2000.00	3107.05	3107.05
资本公积	385.08	1013.76	17062.29	17176.73
盈余公积	1444.27	1877.83	1885.94	2206.93
一般风险准备	2257.15	1661.92	2013.27	2414.26
未分配利润	5979.25	8368.48	8741.41	9942.92
归属母公司所有权益	12055.75	16374.31	34559.34	37109.72
少数股东权益	637.10	868.52	1032.86	1249.98
所有者权益合计	12692.84	17242.83	35592.19	38359.71

注：9月2日公司公告2010年第四次临时股东大会会议决议通过了定向增发议案，融资总额、发行价、发行数量分别不超过180亿元、27.41元和6亿股；此处按发行后的总股本进行测算。

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

谢 盐：证券信托行业高级分析师

重点研究上市公司：中信证券、广发证券、华泰证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券、国金证券、辽宁成大、香溢融通。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

江异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
副所长 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美风
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiuucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuh@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongw@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shani@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话：(021) 23219381
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com