

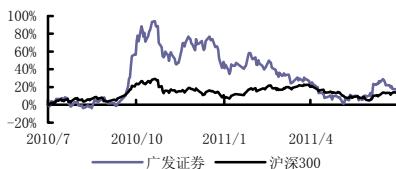
金融 - 证券

2011 年 7 月 20 日

市场数据	2011 年 7 月 20 日
当前价格 (元)	36.41
52 周价格区间 (元)	29.69-60.00
总市值 (百万)	91281.54
流通市值 (百万)	28215.70
总股本 (百万股)	2507.05
流通股 (百万股)	774.94
日均成交额 (百万)	335.31
近一月换手 (%)	42.09%
Beta (2 年)	
第一大股东	辽宁成大股份有限公司
公司网址	http://www.gf.com.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	55.20%	0.00%
净利润率	39.41%	0.00%
净资产收益率	20.76%	0.00%
总资产收益率	4.20%	0.00%
资产负债率	79.75%	0.00%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	22.48	0.00
市净率	4.70	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
广发证券	40.98%	-14.44%	101.66%
沪深 300	7.54%	-6.20%	12.77%

相关报告

谢曙光

0755-83199599-5095

xiesg@csco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，谢曙光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

大鹏起兮，云飞扬

——广发证券深度研究报告

评级：增持（首次）

预测指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	10218.61	8,374.00	9,495.89	10,331.01
净利润 (百万元)	4027.00	3,405.19	3,861.39	4,200.98
每股收益 (元)	1.62	1.36	1.54	1.68
净利润增长率 %	-14.13%	-15.44%	13.40%	8.79%
每股净资产 (元)	7.74	8.68	9.74	10.90
市盈率	22.48	26.81	23.64	21.73
市净率	4.70	4.20	3.74	3.34

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

- **经纪业务：**出售广发华福影响有限，母公司市场份额稳步提升，佣金率有望企稳。2010 年底，公司出售了所持有的广发华福证券股权，2010 年公司经纪业务市场份额由原来的 4.58%，下降至 4.11%，下降幅度 9.56%；母公司经纪业务市场份额，从 2005 年的 2.55%，上升至 2010 年的 3.93%，提升幅度达 54.12%，预计未来仍稳步提升；2011 年 1 季度，公司佣金率为 0.0881%，同比下降幅度高达 20.15%，环比下降幅度略有放缓，为 8.12%，监管层政策出台，佣金率已过度下跌，预计未来有望企稳。
- **投行业务：**市场排名仍有提升空间，中小项目具有竞争优势。相对公司经纪业务的市场地位，其投行业务市场排名略显靠后，2010 年公司共完成主承销 325.13 亿元，市场份额 1.72%，市场排名第 15 位。从 2011 年上半年公司股权主承销情况来看，以中小项目为主，发行费率基本维持在 5% 左右，在定价方面有一定竞争优势。
- **创新业务：**公司在融资融券、资产管理、直投业务、期货交易等多项业务方面都走在前列，具有先发优势。预计公司创新业务 2012 年将实现营业收入 13.17 亿元，占总收入的比例超过 10%。即使在较为悲观的假设下，公司创新业务在总收入的贡献比例到 2015 年也将超过一成。
- **估值及投资建议：**采用分部估值方法，预计公司 2011 年、2012 年、2013 年每股内含价值分别为 39.62 元、46.46 元、52.07 元，给予公司“增持”评级。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.36 元、1.54 元、1.68 元。
- **风险因素分析：**二级市场持续低迷，经纪业务收入面临进一步下降风险；创新业务进展速度大幅低于预期。

公司概况

源自银行老牌券商，发展速度有望提速。公司前身是1991年成立的广东发展银行证券交易营业部，1994年在此基础上组建了广东广发证券公司。1999年公司与广东发展银行脱钩，2001年公司完成整体改制并更名为广发证券股份有限公司。2010年延边公路吸收合并广发证券股份有限公司，续存公司更名为广发证券股份有限公司，并承接了原广发证券的全部业务。受内幕交易案影响，公司上市进程受到了一定阻碍，但上市之后的广发证券有望借助资本市场，提升自身发展速度。

Figure 1 二十年，十二次并购，完成全国布局



数据来源：公司网站、世纪证券研究所

十二次并购交易，完成全国布局。公司自成立以来，先后经历了12次并购交易，共收购营业部、服务部152家，吸收合并广发北方证券经纪有限公司，控股广发华福有限公司(2010年底公司为解决同业竞争问题，出售了广发华福60.35%的股权)。截止2010年底，公司共有营业部189家，分公司12家。基本覆盖了经济比较发达的珠三角、长三角、胶东半岛和环渤海地区，主要分布在广东省(84家)。

Figure 2 公司营业部分布图（共189家）



数据来源：同花顺 iFinD、世纪证券研究所

首次跻身 AA 级券商。在 2011 年证监会证券公司分类评比中，公司首次成功跻身 AA 级券商行列。目前共有 16 家券商获评 AA 级，仍无券商获评 AAA 级这一最高级别。在以国家监管为主导的证券行业，公司分类级别的提升为其开拓创新业务，扩大业务规模提供了必要的支持。

营业指标位列前列，资本短板解决在望。受内幕交易案影响，公司上市进程受到一定推迟，但公司的经营业绩并没有放缓。2010 年公司营业收入和净利润在 106 家证券公司中排名第 2 位，投行业务净收入排名第 10 位，经纪业务净收入排名第 5 位。但是，相对公司的业务规模，其资本短板较为明显，截止到 2010 年底，公司净资本 119.63 亿元。公司资本短板，主要受其上市不断推迟影响，而同行公司纷纷上市募集资金，在净资本方面先行了一步。2011 年 6 月 3 日，公司定向增发 180 亿方案已获证监会通过，预计本年度内有望完成，公司资本短板将会得到有效解决。

Figure 3 2010 年公司多项指标名列前茅

单位：百万元

总资产		净资本		营业收入		经纪业务净收入		投行净收入		净利润	
中信证券	109,371	中信证券	41,050	中信证券	19,086	银河证券	5,642	中金公司	2,466	中信证券	11,814
海通证券	100,718	海通证券	32,460	广发证券	10,188	华泰证券	5,250	平安证券	2,406	广发证券	4,887
国泰君安	93,572	华泰证券	21,658	海通证券	7,914	国泰君安	5,041	中信证券	2,405	国泰君安	3,738
广发证券	91,036	光大证券	17,647	国信证券	7,692	国信证券	4,886	国信证券	1,738	海通证券	3,417
银河证券	90,115	国泰君安	17,347	银河证券	7,589	广发证券	4,720	华泰证券	1,475	国信证券	3,115
招商证券	89,584	招商证券	14,063	国泰君安	7,451	海通证券	4,576	招商证券	1,340	招商证券	3,012
华泰证券	86,479	国信证券	12,490	申银万国	6,217	中信证券	4,474	海通证券	1,063	申银万国	2,835
中信建投	66,886	申银万国	12,084	招商证券	5,980	申银万国	4,363	中银国际	1,017	银河证券	2,756
国信证券	63,726	广发证券	11,963	中信建投	5,553	中信建投	3,497	中信建投	980	华泰证券	2,369
申银万国	60,215	国元证券	11,771	华泰证券	5,312	招商证券	3,325	广发证券	923	中信建投	2,122

数据来源：SAC、世纪证券研究所

公司作为珠三角地区的老牌券商，享有较高的声誉。在 2011 年胡润品牌榜中，公司首次以 68 亿元的品牌价值荣登品牌榜，名列总榜单第 64 位，金融榜单第 15 位，名列上榜券商第 2 位，本次共有 4 家上市券商上榜。证券公司的品牌价值无论是在竞争白热化的传统业务方面，还是在仍处于培育期的创新业务方面，都将发挥十分重要的作用。

Figure 4 公司品牌价值行业排名第二

单位: 亿元

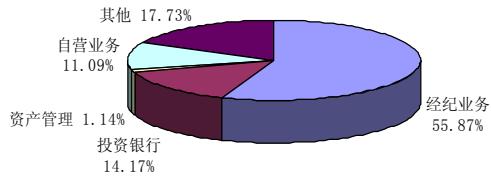
排名	名称	品牌价值	占市值比例(%)	行业	总部
38	中信证券	130	10	证券	广东
64	广发证券	68	7	证券	广东
70	招商证券	60	9	证券	广东
93	华泰证券	39	5	证券	江苏

数据来源: 《2011 年胡润品牌榜》、世纪证券研究所

公司主营业务分析

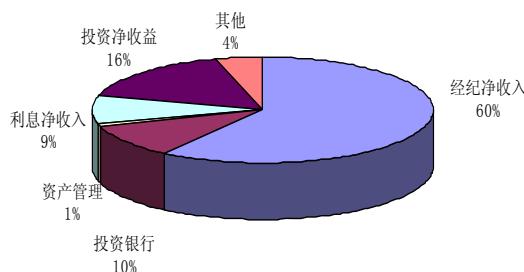
经过多年的艰难转型, 目前, 证券公司收入结构形成以经纪业务为主导, 多项业务齐头并进的格局。2010 年, 证券行业经纪业务收入占比为 55.87%, 投行净收入和自营收入占比分别为 14.17%、11.09%。在创新业务方面, 券商理财、股指期货、融资融券、直投业务等都已经或将要成为了证券公司的常规业务, 但是由于创新业务仍处于培育阶段, 其实质的业绩贡献还较为有限, 以始于 2005 年的券商理财业务为例, 2010 年全行业共实现净收入 22.03 亿元, 占总收入比例仅为 1.14%。

Figure 5 2010 年证券行业收入结构



数据来源: SAC、世纪证券研究所

Figure 6 2010 年公司收入结构



数据来源: 公司年报、世纪证券研究所

公司经纪业务依存度略高于行业总体水平。剔除公司出售广发华福证券股权的投资收益, 2010 年共实现营业收入 90.95 亿元, 其中经纪业务净收入 54.30 亿元, 占比 59.71%, 略高于行业总体水平; 投资银行实现营业收入净收入 9.23 亿元, 占比 10.16%; 资产管理 0.84 亿元, 占比不足 1%。另外, 在剔除出售广发华福股权投资收益后, 2010 年公司实现投资收益 14.56 亿元, 占比 16%。

Figure 7 出售广发华福股权对公司经纪业务市场份额影响测算表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
广发证券(合并份额)	3.51%	4.08%	4.29%	4.21%	4.32%	4.58%	4.64%
广发证券(母公司份额)	3.16%	3.68%	3.80%	3.75%	3.88%	4.11%	4.17%
广发华福(权益份额)	0.35%	0.40%	0.49%	0.46%	0.44%	0.47%	0.47%
出售影响	9.40%	9.26%	10.55%	10.12%	9.49%	9.56%	9.49%

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

注: 2011 年前 5 个月数据

出售广发华福股权，负面影响不足一成。2010 年底，公司出售了所持有广发华福证券 60.35% 的股权，2010 年公司经纪业务市场份额由原来的 4.58%，下降至 4.11%，下降幅度 9.56%；如果按照 2011 年前 5 个月的市场份额测算，市场份额将下降 9.49%，负面影响基本维持在 9.5% 左右，影响较为有限。

Figure 8 公司经纪业务交易量细分项目

单位: 亿元

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
交易额合计	2,953.31	8,796.90	41,755.26	26,180.47	47,430.58	49,193.31	23,039.67
市场份额(%)	2.55	3.54	3.72	3.61	3.76	3.93	3.81
市场排名	11	6	6	8	7	7	7
股票交易量	2,009.39	6,891.83	36,682.08	21,595.68	43,089.38	45,370.05	19,428.19
市场份额(%)	3.19	3.85	4.00	4.10	4.05	4.18	4.19
市场排名	7	5	5	6	6	4	4
占比(%)	68.04	78.34	87.85	82.49	90.85	92.23	84.32
权证交易量	122.94	1,156.31	3,993.53	3,436.01	2,661.09	696.49	97.36
市场份额(%)	2.81	2.92	2.57	2.47	2.48	2.32	1.91
市场排名	9	7	9	11	13	13	13
占比(%)	4.16	13.14	9.56	13.12	5.61	1.42	0.42
基金交易量	28.87	122.61	659.94	370.90	476.77	467.15	137.91
市场份额(%)	2.81	3.36	4.04	3.33	2.44	2.74	2.34
市场排名	10	7	5	9	13	12	16
占比(%)	0.98	1.39	1.58	1.42	1.01	0.95	0.60
债券交易量	764.95	603.68	419.24	777.77	1,203.35	2,659.63	3,376.22
市场份额(%)	1.61	2.31	1.30	1.61	1.71	2.18	2.62
市场排名	15	9	17	16	14	14	13
占比(%)	25.90	6.86	1.00	2.97	2.54	5.41	14.65

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

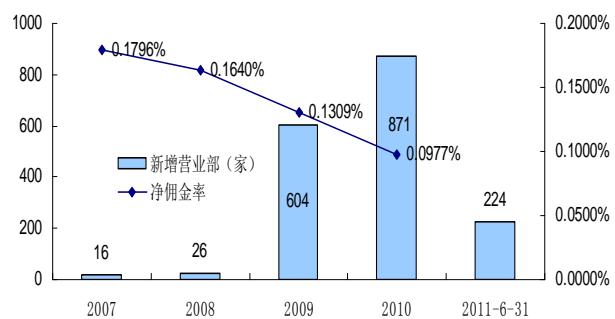
注: 2011 年前 5 个月数据

市场份额不断提升，净佣金率有望企稳

从广发证券母公司经纪业务的市场份额来看，自 2005 年以来，除 08 年出现小幅下降外，都处在逐步提升的趋势之中。经纪业务市场份额，从 2005 年的 2.55%，上升至 2010 年的 3.93%，提升幅度达 54.12%。从经纪

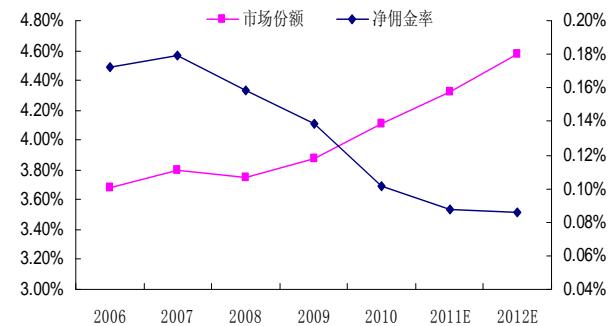
业务细分项目来看，公司在代理股票交易方面优势较为明显，近年来市场份额基本维持在 4%上方，2010 年市场排名提升至第 4 位。鉴于公司在珠三角地区有较好的品牌效应，预计未来两年公司经纪业务市场份额将继续稳步上升，到 2012 年提升至 4.9%，基本上弥补了出售广发华福对经纪业务的负面影响。

Figure 9 营业部增加导致佣金率大幅下滑



数据来源：SAC、世纪证券研究所

Figure 10 公司经纪业务量升价稳



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

佣金率恐怖式下跌即将过去。2007 年以来，受佣金自由化和营业部大幅增加影响，证券公司佣金率出现大幅下滑，从 2007 年的 0.1796%，下降到 2010 年的 0.0977%，下降幅度高达 45.6%。但是我们认为佣金率恐怖式下跌即将过去，主要原因有以下几点：一、为了防止佣金率的恐怖式下跌，证监部门已出台了相关措施，多数地方协会也出台了最低佣金等相关政策。二、营业部的新增量出现了放缓，今年上半年新增营业部仅为 224 家，较往年有了较大幅度的减少，交易通道的供应压力大为减轻。三、与国际证券市场情况对比可以发现，我国经纪业务佣金率已处于极低的水平，继续大幅下跌的空间较为有限。根据相关研究表明，全球佣金率基本上在 0.4%-0.2% 之间，低于 0.1% 的情况十分少见。

Figure 11 公司净佣金率下滑仍较为严重

	经纪业务净佣金率						同比变化	环比变化
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q1		
宏源证券	0.1337%	0.1256%	0.1132%	0.1125%	0.1096%	-18.07%	-2.59%	
东北证券	0.1377%	0.1361%	0.1241%	0.1308%	0.1200%	-12.87%	-8.29%	
国元证券	0.1117%	0.1060%	0.1021%	0.0975%	0.0876%	-21.59%	-10.19%	
广发证券	0.1104%	0.1088%	0.0956%	0.0959%	0.0881%	-20.15%	-8.12%	
长江证券	0.1028%	0.1046%	0.0973%	0.0814%	0.0834%	-18.89%	2.42%	
山西证券	0.1454%	0.1363%	0.1233%	0.1220%	0.1234%	-15.11%	1.18%	
国金证券	0.1104%	0.1177%	0.1016%	0.1035%	0.0983%	-10.95%	-5.01%	
西南证券	0.1029%	0.1007%	0.0865%	0.0855%	0.0760%	-26.15%	-11.10%	
海通证券	0.1206%	0.1172%	0.1040%	0.0943%	0.0914%	-24.19%	-3.03%	

招商证券	0.0852%	0.0818%	0.0752%	0.0748%	0.0692%	-18.80%	-7.47%
太平洋	0.1559%	0.1484%	0.1438%	0.1405%	0.1298%	-16.77%	-7.61%
兴业证券	0.0750%	0.0772%	0.0724%	0.0534%	0.0533%	-28.95%	-0.21%
光大证券	0.0853%	0.0794%	0.0738%	0.0730%	0.0692%	-18.81%	-5.12%
中位数	0.1104%	0.1088%	0.1016%	0.0959%	0.0881%	-18.81%	-5.12%

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

相对行业整体情况而言，公司佣金率基本上处在中等水平，但下滑速度相对行业略大。2011年1季度，公司佣金率为0.0881%，同比下降幅度高达20.15%，环比下降幅度略有放缓，为8.12%，但高于上市公司的中位数水平5.12%。经纪业务下滑速度略高于行业水平，和公司经纪业务市场主要在竞争较为激烈的珠三角市场有关，但鉴于公司已基本完成全国布局，行业佣金率有望企稳，预计公司佣金率在2011年下滑14%之后，有望维持在0.085%左右的水平。

投行业务略显靠后，IPO 主承销优势明显

相对公司经纪业务的市场地位，其投行业务市场排名略显靠后，2010年公司共完成主承销325.13亿元，市场份额1.72%，排名第15位。2011年上半年，受公司主承销武钢股份配股规模较大影响，主承销金额市场排名提升至第9位。从主承销的细分项目来看，公司在IPO主承销方面优势较为明显，债券主承销排名稍有靠后，可转债方面近几年基本为零。

Figure 12 公司历年主承销金额及其市场排名

单位: 百万元

		2006	2007	2008	2009	2010	2011上半年
主承销合计	金额	4,879.35	26,322.74	20,282.27	11,374.00	32,512.81	26,207.26
	市场份额 (%)	0.68%	1.84%	1.49%	0.48%	1.17%	1.72%
	市场排名	14	10	12	23	15	9
首发	金额	3,000.15	3,258.46	3,650.87	3,924.48	19,442.19	3,915.44
	市场份额 (%)	1.83%	0.73%	3.53%	1.94%	3.96%	2.44%
	市场排名	8	12	6	12	12	15
增发	金额	1,129.20	12,964.29	5,291.40	3,049.52	1,450.73	1,396.00
	市场份额 (%)	1.25%	4.43%	3.84%	2.10%	0.58%	1.35%
	市场排名	13	8	10	11	31	15
配股	金额	0	0	0	0	3,469.89	8,345.82
	市场份额 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.34%	23.46%
	市场排名					9	3
可转债发行	金额	0.00	7,500.00	1,950.00	0.00	0.00	0.00
	市场份额 (%)	0.00%	25.97%	2.75%	0.00%	0.00%	0.00%
	市场排名		2	7			
债券发行	金额	750.00	2,600.00	9,390.00	4,400.00	8,150.00	12,550.00
	市场份额 (%)	0.17%	0.40%	0.91%	0.22%	0.45%	1.05%

市场排名	22	14	10	25	20	11
------	----	----	----	----	----	----

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从 2011 年上半年公司股权主承销情况来看，以中小项目为主，发行费率基本维持在 5% 左右，在定价方面有一定竞争优势。据证监会最新公布的数据显示，公司共有保荐代表人 74 人，行业排名第 5 位，具有较大的优势。随着公司新管理层的走马上任，其投行业务在保持现有业务稳步的基础上，有望出现小幅增加。

Figure 13 2011 上半年公司股权主承销情况

单位: 百万元

名称	发行规模	承销及保荐收入	发行费率	发行类型	发行日期	联席保荐
海南瑞泽	413.10	23.72	5.74%	首发	2011-6-22	False
奥拓电子	336.00	20.12	5.99%	首发	2011-6-1	False
东方国信	563.34	28.53	5.07%	首发	2011-1-14	False
鸿路钢构	1394.00	58.76	4.22%	首发	2011-1-6	False
鸿利光电	496.00	24.34	4.91%	首发	2011-5-10	False
纳川股份	713.00	34.52	4.84%	首发	2011-3-28	False
武钢股份	8345.82	80.00	0.96%	配股	2011-3-25	False
海利得	900.00	15.00	1.67%	增发	2011-3-24	False
国脉科技	496.00	17.50	3.53%	增发	2011-1-7	False
合计	13657.26	302.50				

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

创新业务走在前列，业绩贡献值得期待

集合理财业务放量，管理能力中等偏上。2011 年上半年，公司连续发行 3 只集合理理财产品共募集资金超过 50 亿。目前，公司集合理财规模为 97.11 亿元，排名第 5 位，仅次于招商证券。从公司集合理财产品的业绩来看，其资产管理能力中等偏上，广发理财 3 号和广发增强型基金优选 4 号在最近一年同类 89 只产品中排名分别为第 29 位、第 30 位，在最近三年同类 17 只产品中排名第 6 位、第 8 位。

Figure 14 公司集合理财情况

单位: 亿元

简称	最新 (2011-7-15)			最近一年		最近三年			所属概念
	单位净值	累计单位净值	最新规模	总回报	同类排名	总回报	同类排名	成立日期	
广发理财 3 号	0.9581	2.6635	37.84	14.10	29/89	30.55	6/17	2006-1-18	混合型
广发增强型基金优选 4 号	1.3336	1.5536	6.17	13.95	30/89	26.22	8/17	2007-2-9	FOF
广发金管家策略 1 号	0.9639	0.9639	2.80					2011-2-16	混合型
广发理财 5 号	0.9979	0.9979	48.33					2011-4-28	混合型
广发金管家策略 2 号	0.9931	0.9931	1.17					2011-6-30	混合型

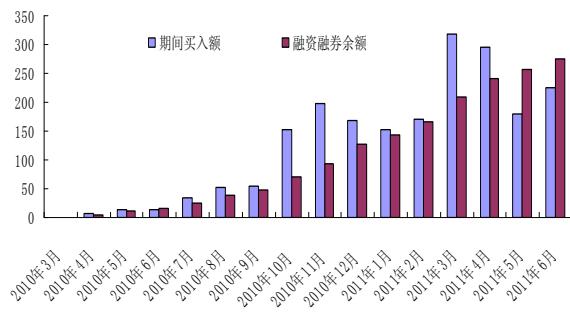
数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

融资融券准备充分，市场份额占比较高。根据深圳证券交易所的统计数

据显示，2011年6月公司融资买入额、融资融券余额占比分别为6.77%和7.48%，在上市券商中处于前几位。自去年推出融资融券业务以来，该项业务得到快速发展，截止到2011年6月底，融资融券余额274亿元，但仅相当于A股市场流通市值的0.14%。相对成熟证券市场的信用交易规模而言，仍十分小。随着国内融资融券业务标的增加，转融通机制的建立，公司融资融券业务受益较为明显。

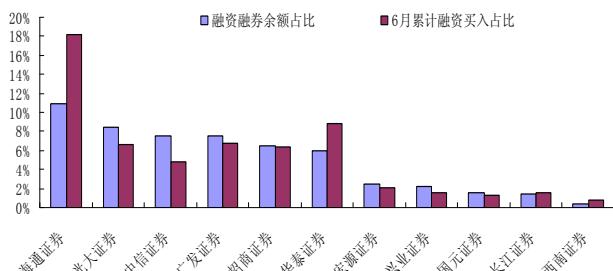
Figure 15 融资融券市场快速发展

单位：亿元



数据来源：Wind资讯、世纪证券研究所

Figure 16 公司融资融券业务市场份额较高



数据来源：深圳交易所、世纪证券研究所

券商直投业绩贡献就在眼前。2008年公司设立了广发德信直投子公司，通过两次增资，目前注册资本为13亿元，在所有券商直投子公司中排名第4位。截止到目前，公司已投资十几个项目，其中已有7个项目通过IPO上市，共实现承销收入和账面投资收益7.05亿元。从公司投资项目年化投资收益率来看，除安居宝收益率较低外，其余6个项目基本上维持在100%以上。公司作为最早进入券商直投的先行者，项目运行经验较为丰富，随着公司再融资资本的到位，直投业务收入贡献在未来几年有望出现爆发式增长。

Figure 17 广发德信直投业务2012年进入收获期

单位：百万元

简称	当前股价	投入时间	持股数量	持股比例	投资成本	承销收入	投资收益	小计	限售解禁日期	年化收益率
青龙管业	22.997	2009-3-12	1	0.96%	4	18	19.00	37.00	2011-8-3	158.31%
天广消防	25.737	2009-7-24	5	5.00%	15	23	113.69	136.69	2012-11-23	189.48%
纳川股份	31.238	2009-8-12	4	5.80%	15.5	34.5	109.45	143.95	2012-4-7	235.38%
华仁药业	15.934	2009-8-25	10	6.25%	32	22.5	127.34	149.84	2012-9-22	99.48%
安居宝	12.725	2009-12-7	1	1.85%	8	0	4.73	4.73	2012-12-7	19.69%
海南瑞泽	21.668	2009-12-25	5	3.73%	20	23.72	88.34	112.06	2012-12-25	147.23%
鸿利光电	18.444	2010-3-15	6.33	6.90%	20	24	96.75	120.75	2013-3-16	161.25%
合计					114.5	145.72	559.29	705.01		

数据来源：Wind资讯、世纪证券研究所

综合公司创新业务的进展情况，我们认为其业绩贡献在不久的将来将较为明显。在比较乐观的情况下，预计公司创新业务2012年将实现营业

收入 13.17 亿元，占总收入的比例超过 10%，2015 年将实现营业收入 24.66 亿元，占比接近 20%。即使在较为悲观的假设下，公司创新业务在总收入的贡献比例到 2015 年也将超过一成。

Figure 18 公司创新业务营业收入预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
券商理财	84.83	168.64	251.24	382.37	485.28	566.16
融资融券	24.77	100.00	180.00	250.00	350.00	400.00
券商直投	0.00	120.00	536.10	600.00	800.00	1,000.00
期货交易	283.05	300.00	350.00	400.00	500.00	500.00
合计	392.65	688.64	1,317.34	1,632.37	2,135.28	2,466.16
总收入	10,218.61	8,374.00	9,495.89	10,331.01	12,000.00	13,000.00
占总收入比例	3.84%	8.22%	13.87%	15.80%	17.79%	18.97%

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

注：由于创新业务面临较大的政策不确定性，本预测是在较为乐观的假设下进行。

成本结构分析

费用率虽不断上升，但仍略低于行业水平。受大量新开营业部，招聘新员工影响，公司费用率近年来不断上升，从 2008 年的 35.52%，上升至 2010 年的 40.85%。公司费用率上升较为明显，但相对同行上市公司，仍低于中等水平，因此我们预计公司费用率未来仍将小幅上升，但基本维持在 41% 左右。

有效税率也不断上升，高于行业水平。公司有效率在近年来也出现快速上升，从 2008 年的 21.15%，上升至 2010 年的 26.19%，略高于同行上市公司的中位数水平。我们暂时维持公司有效税率不变的预测。

Figure 19 公司费用率和有效税率不断上升

证券公司	费用率			有效税率		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
招商证券	41.81	37.56	35.24	17.73	22.06	17.7
中信证券	37.6	36.43	37.9	15.8	24.16	25.64
光大证券	39.81	31.08	38.51	15.87	25.97	24.16
西南证券	66.6	33.95	40.35	0.01	20.84	22.96
广发证券	35.52	36.13	40.85	21.15	23.14	26.19
宏源证券	46.93	41.08	41.2	26.31	26.04	25.36
国元证券	45	33.95	41.46	11.28	21.21	22.66
长江证券	41.66	40.21	43.64	28.44	24.73	23.43
华泰证券	52.77	39.26	44.72	16.26	23.2	22.7
海通证券	42.14	37.48	46.19		22.07	22.48
兴业证券	54.73	41.88	51.22	23	24.25	24.47

东北证券	48.29	34.86	53.94	20.27	23.3	23.09
山西证券	45.92	42.31	55.99	23.99	25.98	25.59
国金证券	30.79	47.67	57.78	24.88	25.13	26.68
太平洋		47.29	57.8		0.04	16.6
中位数	45.92	39.74	45.46	20.27	23.3	23.26

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

公司资本运作效率较高。近年来公司业绩表现较为优异，公司总资产收益率和净资产收益率表现都高于同行上市公司，并且公司的股权杠杆效应也大幅高于同行。这表明，公司在业绩快速发展的同时，资本的运用效率较高。

Figure 20 公司净资产和总资产收益率较高

证券简称	ROAA			ROAE			杠杆效应		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
宏源证券	2.84%	5.20%	4.68%	9.87%	20.00%	18.88%	3.47	3.84	4.03
东北证券	3.65%	6.56%	2.75%	18.62%	34.30%	16.15%	5.10	5.23	5.87
国元证券	3.39%	5.02%	3.41%	10.55%	10.40%	6.13%	3.11	2.07	1.80
广发证券	4.12%	5.86%	4.02%	22.46%	31.33%	21.96%	5.45	5.34	5.46
长江证券	3.23%	5.12%	3.61%	13.36%	19.99%	13.76%	4.13	3.90	3.81
山西证券	2.92%	5.43%	2.70%	11.88%	21.08%	8.79%	4.08	3.88	3.26
中信证券	4.47%	5.23%	6.28%	13.10%	14.69%	16.68%	2.93	2.81	2.65
国金证券	9.62%	5.67%	3.98%	29.38%	21.68%	15.60%	3.05	3.82	3.92
西南证券	9.65%	13.12%	4.27%	75.75%	42.43%	10.19%	7.85	3.23	2.39
海通证券	3.88%	4.65%	3.12%	8.74%	10.94%	8.18%	2.25	2.35	2.62
招商证券	3.13%	5.17%	3.37%	25.72%	24.24%	13.86%	8.21	4.69	4.12
太平洋		8.58%	3.45%		25.61%	10.88%		2.99	3.16
兴业证券	1.56%	5.99%	2.82%	6.47%	24.05%	11.17%	4.14	4.02	3.97
华泰证券	1.93%	5.04%	3.23%	12.47%	31.53%	14.46%	6.46	6.26	4.48
光大证券	3.14%	5.93%	3.62%	13.15%	16.96%	9.66%	4.19	2.86	2.67
中位数	3.23%	5.43%	3.45%	13.10%	21.68%	13.76%	4.13	3.84	3.81

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

公司 SWOT 分析

为了全面反应公司总体情况，我们运用 SWOT 分析框架，把公司主要特点概况如下：

优势 (Strengths):

- 1、公司为珠三角地区 AA 级老牌券商，市场基础较为牢固，多项营业指标位居行业前列：2010 年营业收入排名第 2 位；代理股票交易量排名第 4 位，且经纪业务市场份额不断提升；投行业务在中小项目 IPO

优势较为明显；新管理层上任有望为公司注入业绩冲动。

- 2、公司多项创新业务走在前列：融资融券、资产管理、直投业务、期货交易等位居前列，未来公司在新业务的竞争中具有先发优势。
- 3、公司定向增发已获证监会通过，拟募集资金不超过 180 亿元。鉴于公司较高的资金利用效率和创新业务的迅猛发展，募集资金到位会后，公司竞争力将再上台阶，业绩提升速度有望加快。
- 4、公司经营效率较高：净资产、总资产收益率、杠杆效用都高于行业水平，再融资后公司有望以高于行业的速度发展。
- 5、公司营业网点达 189 家，分公司 12 家，基本覆盖全国，主要在发达经济区域，分布较为合理，有效的支持了公司各项业务的开展。

劣势 (Weaknesses)：

- 1、相对行业总体水平，短期过多依赖于传统经纪业务的经营模式没有发生根本改变，业绩受二级市场波动的影响较大。
- 2、受内幕交易案的影响，公司错过了近两年证券行业的快速发展期。目前，公司资本规模相对较小，制约了相关业务的发展。

机会 (Opportunities)：

- 1、目前，我国证券市场还处于发展的初级阶段，未来增长空间巨大。
- 2、监管层日益认识到资本市场的重要性，加强证券市场的建设，做大做强本土券商的意愿非常强烈。
- 3、证券行业处于制度变革期，各项新业务的逐步推出有利于公司收入结构和盈利模式的改善。
- 4、参照发达证券市场，未来行业的集中度将趋于提高，公司有望凭借其较强的实力提高市场份额。

威胁 (Threats)：

- 1、经纪业务佣金率近几年出现恐怖式下跌，未来佣金率能否企稳回升，仍存在一定的变数；投行业务主要以中小项目为主，要巩固公司投资银行的地位，仍面临一些挑战。
- 2、未来二级市场的表现将趋于平缓，由于传统业务在收入结构中占比较高，公司未来收入增速有减缓的可能。

估值及投资评级

通过上面的分析，我们可以发现公司业绩相对同行上市公司较优，这在公司估值上也得到了一定体现，根据 Wind 资讯一致预测，2011 年和 2012 年公司 PE 为 22.49 倍，19.46 倍，均高于行业水平。

Figure 21 证券行业上市公司估值对比

单位：亿元

简称	最新价 格(元)	总市值	流通市 值	每股收益			市盈率 PE			PB
				TTM	11E	12E	TTM	11E	12E	
东北证券	19.87	127.03	127.03	0.67	0.92	1.11	29.48	21.63	17.91	3.60
宏源证券	16.47	240.66	240.65	0.84	0.93	1.06	19.64	17.66	15.47	3.15
广发证券	35.80	897.52	277.43	1.52	1.59	1.84	23.48	22.49	19.46	4.49
中信证券	12.71	1264.10	1252.66	1.12	0.78	0.88	11.32	16.19	14.47	1.75
招商证券	13.77	641.83	338.13	0.70	0.75	0.86	19.80	18.30	16.08	2.59
光大证券	13.39	457.67	146.35	0.71	0.70	0.81	18.91	19.02	16.60	1.97
华泰证券	11.91	666.96	210.99	0.59	0.68	0.79	20.25	17.45	15.09	1.99
长江证券	10.34	245.19	245.18	0.51	0.59	0.64	20.38	17.38	16.12	1.99
国元证券	11.16	219.19	219.19	0.47	0.54	0.62	23.92	20.64	18.02	1.43
国金证券	14.25	142.53	142.53	0.51	0.53	0.62	28.18	26.64	23.15	4.50
海通证券	8.84	727.34	727.34	0.47	0.53	0.61	18.84	16.67	14.55	1.59
兴业证券	16.89	371.58	44.42	0.00	0.45	0.55	44.86	37.31	30.92	4.32
西南证券	11.87	275.69	45.03	0.42	0.43	0.48	28.35	27.49	24.53	2.41
山西证券	9.09	218.14	36.34	0.00	0.26	0.30	52.53	34.73	30.52	3.51
太平洋	9.39	141.16	139.38	0.15	0.21	0.24	62.81	45.34	38.89	6.88
行业中位数	12.71	275.69	210.99	0.51	0.59	0.64	23.48	20.64	17.91	2.59

数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

为了更为合理地对公司价值进行评估，我们根据公司不同的业务特点，采用了分部估值法进行估值，估值结果表明公司 2011-2013 年每股内含价值分别为 39.62 元、46.46 元、52.07 元，给予公司“增持”评级。

在日均交易额 2300 亿元，投资收益 6% 的假设下，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.36 元、1.54 元、1.68 元，对应 2011 年 7 月 20 日收盘价 PE 为 26.81 倍、23.64 倍、21.73 倍。

风险因素分析

二级市场持续低迷，经纪业务收入面临进一步下降风险；创新业务进展速度大幅低于预期。

附件 (公司财务报表预测)

Figure 22 公司财务预测

单位: 百万元

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
利润表										
经纪业务净收入	6,398.52	5,430.38	4,011.65	4,451.44	4,864.38	同比增幅	-15.13%	-26.13%	10.96%	9.28%
投资银行业务收入	238.48	923.67	1,020.36	1,202.69	1,357.31	投资银行业务收入	287.32%	10.47%	17.87%	12.86%
资产管理净收入	59.21	84.83	168.64	251.24	382.37	资产管理净收入	43.27%	98.80%	48.98%	52.19%
基金业务净收入	454.78	525.36	538.31	574.98	611.64	期货经纪净收入	43.92%	5.99%	16.67%	14.29%
期货经纪净收入	196.67	283.05	300.00	350.00	400.00	投顾业务净收入	1102.55%	51.75%	100.00%	100.00%
投顾业务净收入	0.55	6.59	10.00	20.00	40.00	营业收入合计	-2.40%	-18.05%	13.40%	8.79%
利息收入	709.89	795.79	1,100.00	1,280.00	1,150.00	管理费用	10.34%	-17.75%	13.40%	8.79%
投资收益	1,613.31	2,605.02	1,763.35	1,940.52	2,136.96	营业支出合计	5.90%	-17.66%	13.37%	8.78%
其他业务收入						税前利润	-11.93%	-18.35%	13.42%	8.81%
营业收入合计	10,470.06	10,218.61	8,374.00	9,495.89	10,331.01	归属股东净利润	-14.13%	-15.44%	13.40%	8.79%
管理费用	3,783.07	4,174.17	3,433.34	3,893.31	4,235.72	主要业绩指标				
营业税金及附加	530.43	395.18	326.59	370.34	402.91	经纪业务市场份额	4.11%	4.32%	4.58%	4.90%
资产减值损失	7.22	6.49	7.00	7.00	7.00	净利润率	0.1014%	0.0872%	0.0855%	0.0855%
营业支出合计	4,320.72	4,575.84	3,766.93	4,270.65	4,645.63	首发主承销市场份额	3.95%	4.00%	4.20%	4.30%
税前利润	6,407.16	5,642.78	4,607.07	5,225.23	5,685.39	主承销费率	3.73%	3.73%	3.73%	3.73%
所得税	1,482.48	1,489.42	1,208.89	1,370.85	1,491.41	费用率	40.85%	41.00%	41.00%	41.00%
净利润	4,924.67	4,198.22	3,405.19	3,861.39	4,200.98	有效税率	26.19%	26.20%	26.20%	26.20%
少数股东权益	234.00	171.22	-	-	-	营业部家数	189	195	-	-
归属股东净利润	4,689.91	4,027.00	3,405.19	3,861.39	4,200.98	员工人数	8846	-	-	-
每股收益		1.62	1.36	1.54	1.68	PE	22.48	26.81	23.64	21.73

数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.