

广发证券 (000776)

债券承销快速增长

——2012年1季报点评

 梁静 (分析师)	 崔晓雁 (分析师)
021-38676850	021-38674874
liangjing@gjtas.com	cuixiaoyan010374@gjtas.co
证书编号 S0880511010005	S0880511070001

投资要点:

- 广发1季度净利润同比下滑2%，环比增长29%。** 广发1季度营业收入17.9亿元，同比增长4%，环比增长10%；净利润6.51亿元，同比下滑2%，环比增长29%。经纪佣金减少、投资收益增长，是业绩同比持平的主要原因；经纪与承销收入增长，是1季度业绩环比回升的主要原因。EPS 0.22元、BVPS 11.01元，ROE 2.0%。
- 经纪：市场份额和佣金率双降趋势已基本遏止。** 1季度股基份额4.04%，同比减少4.2%，环比减少0.4%；1季度净佣金率0.084%，同比下降6%，环比回升1.5%；2012年，股基交易额0.73万亿元、同比减少36.8%，环比增长21%。交易额及佣金率下滑，致经纪净佣金同比减少40%；交易额回升但佣金率下滑，经纪净佣金环比回升23%。
- 承销：债券承销快速增长。** 1季度股票承销规模58亿元，行业排名第7，同比减少53%，市场份额5.67%；债券承销规模130亿元，行业排名第10，同比增加236%，市场份额4.4%。2012年1季度承销业务收入4.39亿元，同比增长185%，环比增长160%。
- 自营：风格稳健。** 自营投资收益2.5亿元、同比增长49%、环比减少26%。季度末总规模244亿元、较期初增加3.6%。净资产占比74%，交易性金融资产占比55%，均保持相对稳定。从经营结果判断，仍延续了以固定收益品种为主的品种结构，风格十分稳健。
- 费用率降低、费用同比增长。** 季度费用8.68亿元，同比增长11%，环比减少13%。季度费用率49%，较上年的53%及4季度的62%均大幅降低。
- 新业务快速推进。** 融资融券余额34亿元、较期初增长28%；在新设营业部、对香港公司增资及发行资管产品等方面都稳步推进。
- 维持增持评级。** 维持对公司2012-2014年EPS为0.97元/1.18元/1.35元的预期。动态PE32倍/27倍/23倍。维持35元目标价。

财务摘要 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	10,219	5,946	7,568	9,199	10,516
(+/-)%	-2%	-42%	27%	22%	14%
经营利润(EBIT)	5,641	2,504	3,825	4,650	5,315
(+/-)%	-8%	-56%	53%	22%	14%
净利润	4,027	2,064	2,869	3,487	3,986
(+/-)%	-14%	-49%	39%	22%	14%
每股净收益(元)	1.36	0.70	0.97	1.18	1.35
每股股利(元)	0.50	0.35	0.50	0.50	0.50
利润率和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营利润率(%)	55%	42%	51%	51%	51%
净资产收益率(%)	14%	7%	9%	10%	10%
总资产收益率(%)	34%	10%	13%	13%	13%
市净率	3.25	3.03	2.77	2.51	2.26
市盈率	23	45	32	26	23
股息率(%)	1.6%	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	35.00
上次预测:	35.00
当前价格:	31.49

2012.04.24

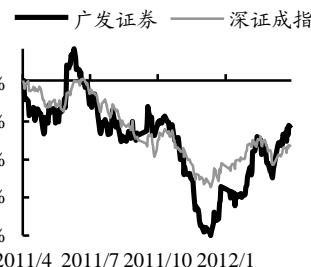
交易数据

52周内股价区间 (元)	19.62-40.38
总市值 (百万元)	93,199
总股本/流通A股 (百万股)	2,960/775
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	26%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交额 (百万元)	277

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	31,635
每股净资产	10.69
市净率	2.90
净负债率	23%

52周内股价走势图



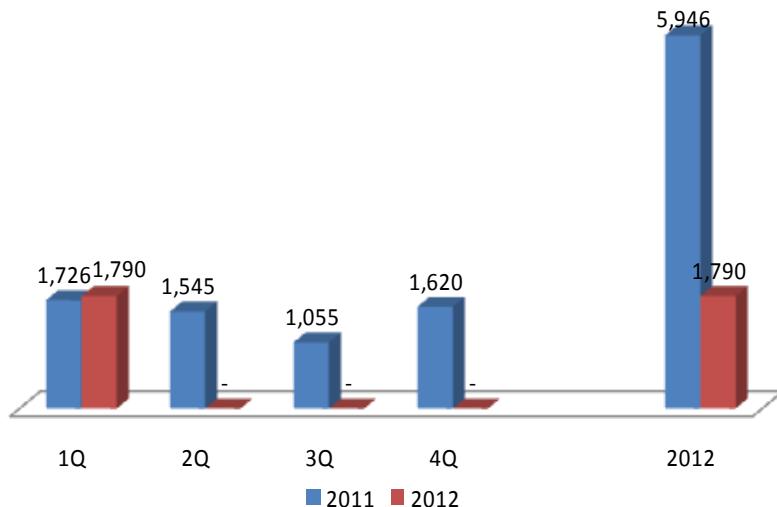
相关报告

《创新突飞猛进，承销进步明显》	2012.04.17
《业绩符合预期，承销业务进步快》	2012.01.11
《承销和资管发力、自营弹性加大》	2011.10.25
《定增完成，如虎添翼》	2011.08.25
《创新业务进步显著，直投明年释放业绩》	2011.08.23

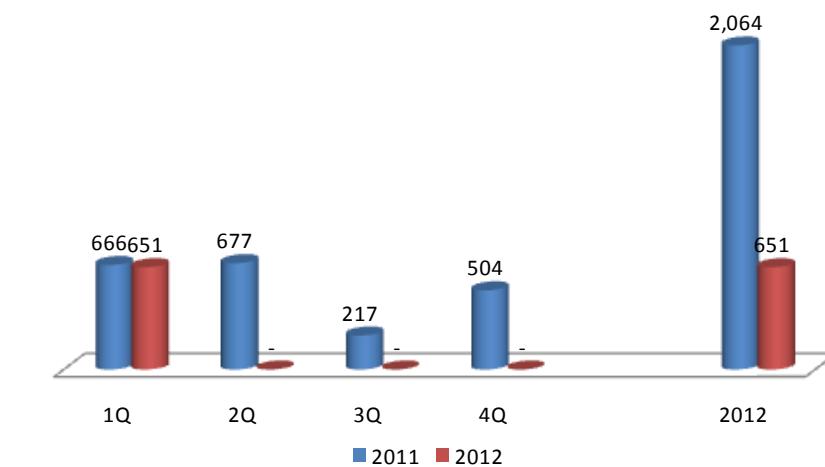
表 1: 广发证券主要指标变化 (单位: 百万元)

	2012	2011.1Q	同比	12.1Q	11.4Q	环比
营业收入	1,790	1,726	4%	1,790	1,620	10%
经纪净佣金	608	1,020	-40%	608	495	23%
承销	439	154	185%	439	169	160%
自营	251	180	39%	251	341	-26%
利息	255	154	65%	255	302	-16%
业务及管理费	868	783	11%	868	1,002	-13%
净利润	651	666	-2%	651	504	29%
经纪&自营/营业收入	87%	87%	-1%	87%	81%	
营业费用率	49%	45%	7%	49%	62%	
净利润率	36%	39%	-6%	36%	31%	
EPS(元/股)	0.22	0.27	-18%	0.22	0.17	
ROE(%)	2.00%	3.33%	-40%	2.00%	1.59%	
BPS(元/股)	11.01	7.97	38%	11.01	10.69	

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

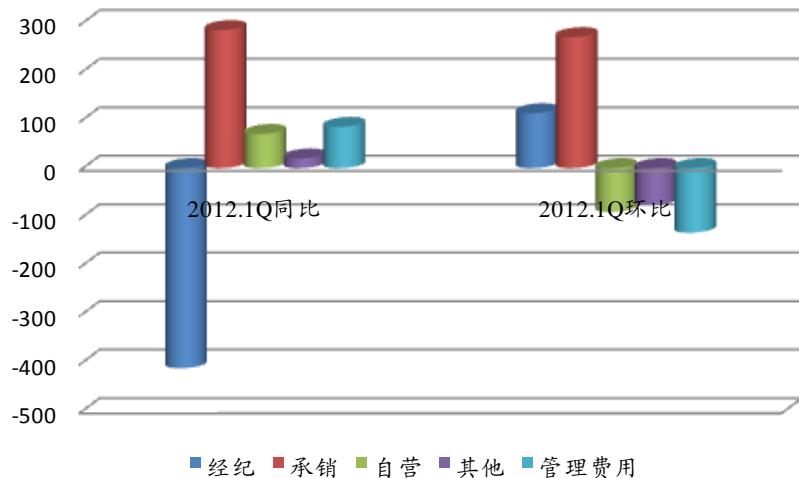
图 1 广发 12 年 1 季度营业收入 17.9 亿元、同比增长 4%, 环比增长 10%


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2 广发 12 年 1 季度净利润 6.51 亿元, 同比下滑 2%, 环比增长 29%


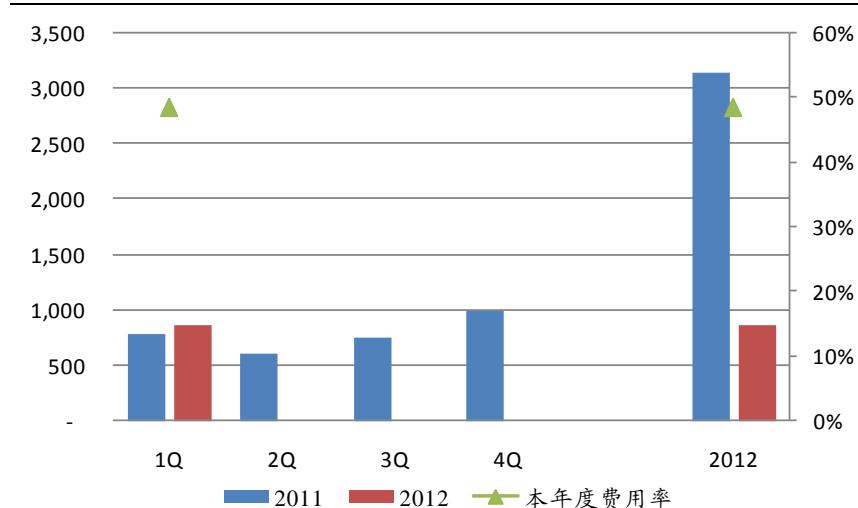
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 3 经纪佣金减少、投资收益增长，2012.1Q 业绩同比持平；经纪承销收入增长，助力业绩环比回升



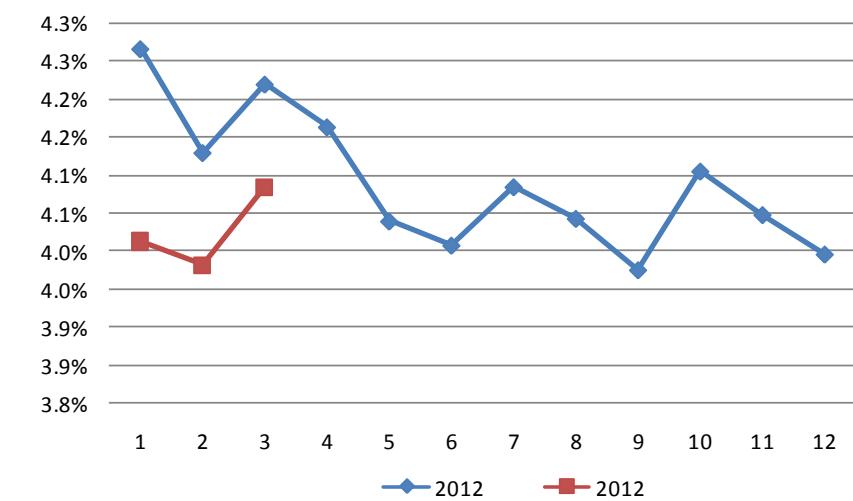
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4 广发 12 年 1 季度费用同比增长 11%，环比减少 13%，费用率 49%

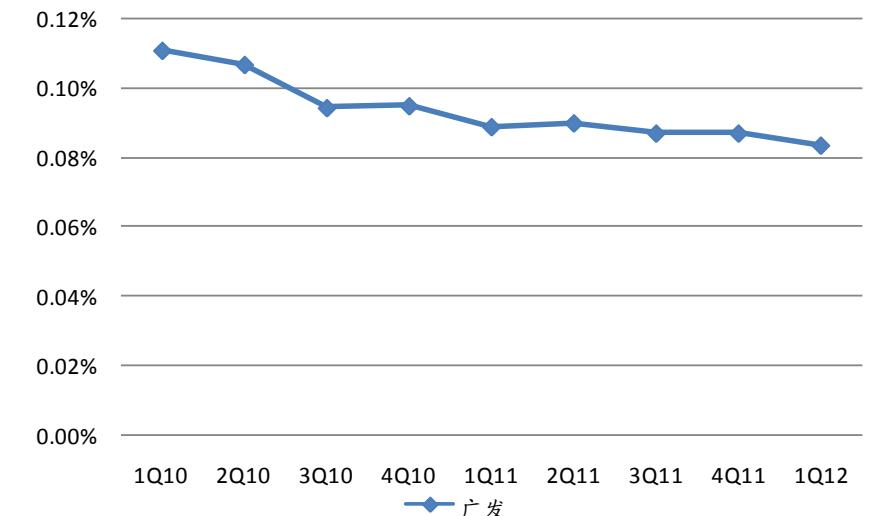


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

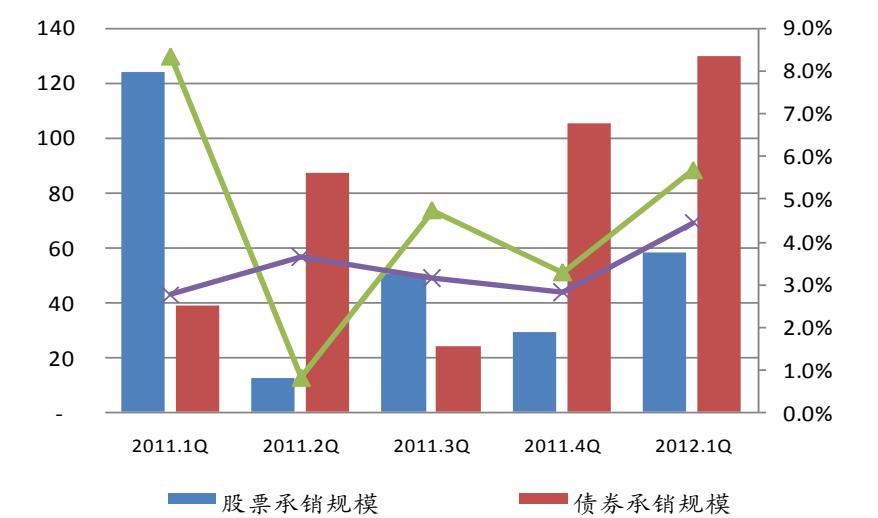
图 5 广发 12 年 1 季度股基份额 4.03%，同比减少 4.2%



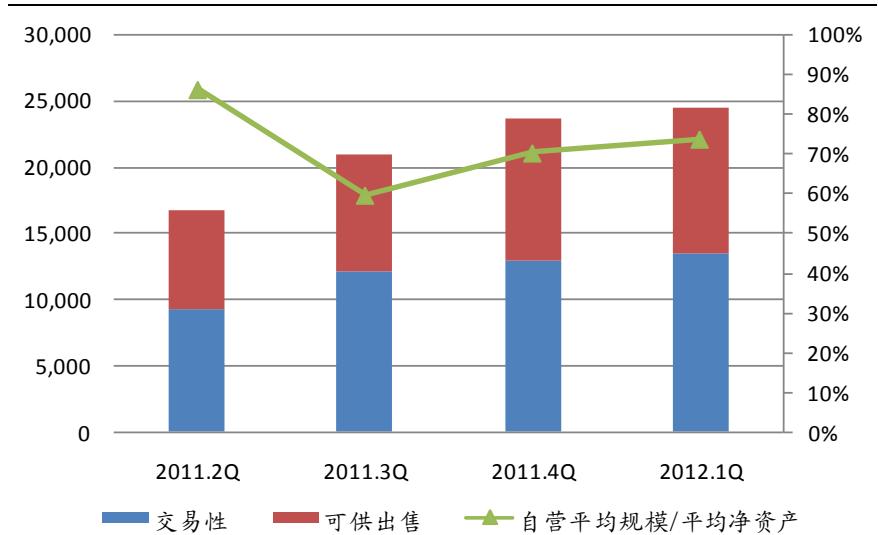
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6 广发 12 年 1 季度净佣金率 0.084%，同比下降 6%，环比下降 4%


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7 广发 1 季度股票承销 58 亿元，同比减少 53%；债券承销 130 亿元，同比增加 236%


数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 8 广发自营 2012 年 1 季度末总规模 244.4 亿元，占净资产 75%，交易性金融资产占比 55%


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 2012.1Q 经纪业务市场份额排名 (单位: 亿元)

排名	券商	股基交易额	交易额同比	市场份额	份额同比
1	中信	10,242	-30%	5.70%	5.57%
2	华泰	9,634	-36%	5.36%	-2.84%
3	银河	9,109	-35%	5.07%	-1.67%
4	国泰君安	8,725	-35%	4.86%	-2.04%
5	申银万国	7,861	-24%	4.37%	15.20%
6	海通	7,789	-31%	4.33%	5.19%
7	国信	7,593	-37%	4.23%	-4.76%
8	广发	7,268	-37%	4.04%	-4.24%
9	招商	7,207	-34%	4.01%	-0.06%
10	中信建投	5,772	-35%	3.21%	-1.40%

数据来源：wind、国泰君安证券研究

表 3: 2012.1Q 股票承销市场排名 (单位: 亿元)

排名	券商	同比	发行额	份额	IP0	增发	配股
1	国信	-38%	90.78	8.88%	91	0	-
2	瑞银		76.35	7.47%	-	42	35
3	招商	14%	74.40	7.28%	4	70	-
4	中信	1%	65.10	6.37%	65	-	-
5	中信建投	30%	63.00	6.16%	4	59	-
6	摩根华鑫		59.00	5.77%	-	59	-
7	广发	-53%	57.94	5.67%	26	32	-
8	一创		38.96	3.81%	-	39	-
9	中金公司	63%	34.54	3.38%	-	-	35
10	安信	-73%	33.67	3.29%	-	34	-

数据来源：wind、国泰君安证券研究

表 4: 2012.1Q 债券承销市场排名 (单位: 亿元)

排名	券商	家数	发行额	份额	可转债	债券
1	海通	14	438	15.0%	-	438
2	中金公司	9	330	11.3%	-	330
3	中信	10	229	7.8%	-	229
4	国开	20	220	7.5%	-	220
5	宏源	11	168	5.7%	-	168
6	瑞银	3	166	5.7%	-	166
7	银河	9	162	5.5%	-	162
8	中银国际	11	156	5.3%	-	156
9	国泰君安	8	137	4.7%	-	137
10	广发	8	130	4.4%	-	130

数据来源：wind、国泰君安证券研究

表 5: 2012.1Q 券商资产管理市场排名 (单位: 亿元)

排名	券商	产品数	规模(亿元)	市场份额
1	国泰君安	21	135	9.7%
2	中信证券	17	131	9.5%

3	东方证券	18	89	6.4%
4	光大证券	14	83	6.0%
5	广发证券	6	79	5.7%
6	华泰证券	13	70	5.1%
7	东海证券	10	66	4.8%
8	招商证券	8	64	4.6%
9	长江证券	13	58	4.2%
10	国信证券	8	37	2.7%

数据来源：wind、国泰君安证券研究

表 6：广发证券盈利预测表（单位：亿元）

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	10,219	5,946	7,568	9,199	10,516
手续费及佣金净收入	6,812	4,430	4,812	5,277	5,734
其中：代理买卖证券业务	5,430	3,063	3,182	3,340	3,541
证券承销业务	798	763	831	967	962
客户资产管理	85	112	158	245	415
利息净收入	796	880	1,152	1,560	2,055
投资收益	2,579	895	1,604	2,362	2,727
二、营业支出	4,578	3,442	3,743	4,549	5,200
业务及管理费	4,174	3,150	3,373	4,100	4,687
三、营业利润	5,641	2,504	3,825	4,650	5,315
归属于母公司净利润	4,027	2,064	2,869	3,487	3,986
业绩增速	-14%	-49%	39%	22%	14%
EPS(元)	1.36	0.70	0.97	1.18	1.35
ROE	14.3%	6.8%	8.6%	9.5%	9.8%
净利润率	39%	35%	38%	38%	38%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 7：广发证券分部估值表

分部估值	2010	2011	2012E	2013E
经纪业务				
净利润(亿元)	28	10	9.0	9.2
PE 倍数	25	25	25	25
业务价值(亿元)	690	244	224	230
自营业务				
规模(亿元)	173	236	258	280
PB 倍数	1.15	1.15	1.15	1.15
业务价值(亿元)	199	271	296	322
承销业务				
规模(亿元)	5	4	4	5
PE 倍数	30	30	30	30
业务价值(亿元)	137	113	121	141
资产管理				
集合理财规模(亿元)	51	85	106	190
基金管理规模(亿元)	864	834	956	1,116
Price/Aum	8%	8%	8%	8%

	73	73	85	105
现金价值(亿元)	25	156	161	168
创新溢价	2%	8%	10%	13%
合计(亿元)	1,147	926	976	1,091
每股价值	38.75	31.30	32.98	36.88

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**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		