

吉林敖东、辽宁成大、中山公用

持有广发证券股权投资收益分析

2009 年 5 月 26 日

投资要点:

- 2008 年在主要券商排名中，广发证券实现净利润排名第 4 位。广发证券净资产收益率和营业利润率分别为 23.33% 和 56.14%，与大型券商相比尚属上乘。
- 我们认为，流动性充裕仍可使换手率持续活跃，但上升空间已经不大，今后交易额的扩大将取决于指数上升所带来的存量流通市值增长、及限售股解禁带来的增量流通市值增长。敏感分析表明，假设换手率不变，存量流通市值的上升将带来交易额的上升。因此，基于交易持续活跃的预期，我们判断证券行业全年业绩快速增长可期。
- 在 2009 年日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 20% 的乐观假设条件下，预计广发证券 2009 年的净利润大约为 44.67 亿元。
- 上市公司吉林敖东、辽宁成大和中山公用分别持有广发证券 25.78%、25.94% 和 14.25% 的股权，在乐观估计下，广发证券 2009 年的净利润大约为 45 亿元，则三家上市公司可获得的投资收益分别为 11.51 亿元、11.59 亿元和 6.41 亿元。
- 假设 2009 年三家公司的主营业务收入与 2008 年相比变化不大，则三家公司 2009 年每股收益分别为 2.2 元、1.4 元和 1.16 元，按目前的股价对应的市盈率分别为 16.1 倍、19.5 倍和 18.6 倍，给予三家公司谨慎推荐的评级。

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、广发证券经营状况分析

2008 年，广发证券实现归属于母公司所有者的净利润 30.79 亿元，较 2007 年同期下滑 59.4%。从营业收入变动上来看，经纪业务收入同比降低 45.5%，投资收益同比减少 86.4%，承销业务收入同比减少 48.7%。利息净收入同比增加 48.2%。从各项业务对主营业务收入的贡献上来看，经纪业务贡献最大占 71.9%，承销业务、资产管理业务在整个业务中的占比尚低。与 2007 年相比，经纪业务贡献上升而投资业务贡献下降，与市场的演化一致。在主要券商排名中，广发证券实现净利润排名第 4 位。2008 年广发证券净资产收益率和营业利润率分别为 23.33%和 56.14%，与大型券商相比尚属上乘。

表 1、各项业务收入同比

项目（万元）	金额	增幅
营业收入	842126.5	-50.8%
经纪业务收入	478912.2	-45.5%
承销业务收入	24642.25	-48.7%
资产管理业务收入	9968.6	-67.1%
利息净收入	77703.46	48.2%
投资收益	239526.3	-86.4%
净利润	307982.9	-59.4%

资料来源：公司公告

图 1、各项业务收入占比

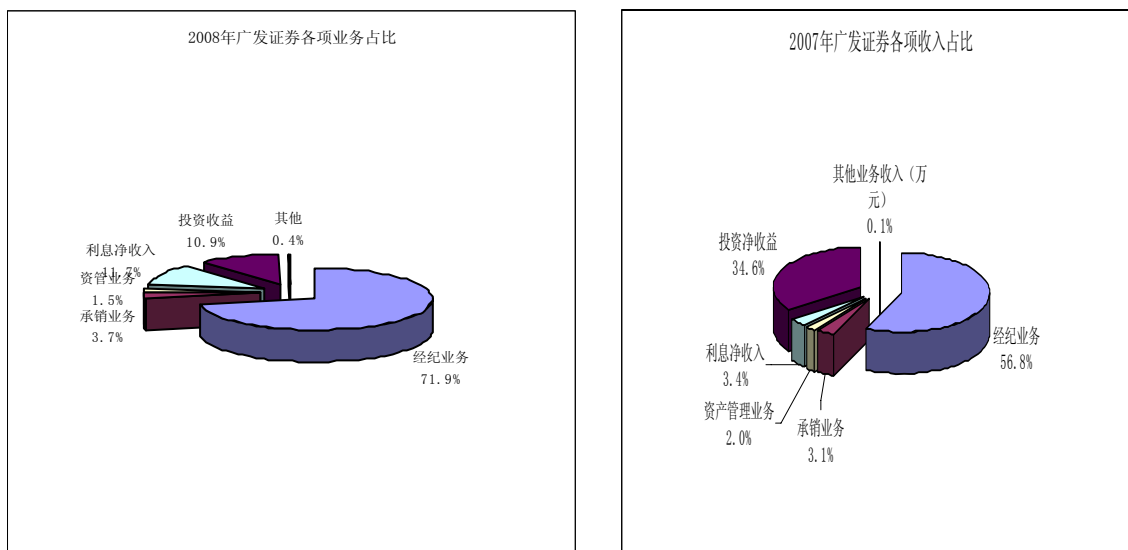


表 2、2008 年各家证券公司净利润对比

单位：（万元）

	2008 年	同比
中信证券	728,138.53	-41.22%
国泰君安	559991.34	-24.1%
海通证券	330,100.85	-39.51%

广发证券	307982.95	-59.4%
招商证券	201769.40	-60.1%
国信证券	198391.13	-72.0%
申银万国	172740.55	-71.1%
中信建投	172732.93	-29.5%
华泰证券	156374.44	-72.2%
光大证券	119691.39	-74.5%
中投证券	95376.39	-60.8%
安信证券	85217.82	-63.0%
中银国际	82406.20	-20.8%
中金公司	58732.10	-52.7%
平安证券	54966.79	-63.1%
长城证券	49859.59	-70.4%
南京证券	46239.28	-58.9%
华西证券	46099.32	-53.9%
浙商证券	41642.04	-64.1%

资料来源：公司公告

表 3、各家公司赢利能力对比

公司名称	净资产收益率	营业利润率	营业费用率
国泰君安	35.80%	60.22%	39.78%
中信建投	33.20%	53.11%	46.89%
中银国际	26.03%	53.61%	46.39%
招商证券	24.81%	52.35%	47.65%
中投证券	24.71%	47.00%	53.00%
广发证券	23.33%	56.14%	43.86%
安信证券	22.47%	42.12%	57.88%
华泰证券	18.40%	36.53%	63.47%
国信证券	17.64%	47.28%	52.72%
申银万国	16.59%	56.15%	43.85%
平安证券	14.40%	47.53%	52.47%
中金公司	13.57%	20.06%	79.94%
光大证券	11.61%	42.79%	57.21%
北京高华	10.60%	33.91%	66.09%
国联证券	3.38%	23.82%	76.18%

资料来源：公司公告

二、广发证券各项业务分析

1、经纪业务

2008 年广发证券实现经纪业务收入 47.89 亿元，同比减少 45.5%。市场份额为 3.75%，同比减少 0.32 个百分点。交易佣金率为 0.19%，低于中小型的区域性券商，但高于大券商，说明在竞争激烈的市场环境下，公司还具有一定优势。

2009 年 1—4 月份，广发证券股/基/权交易额同比增长 48.3%，在大型券商中，

增幅居前，保证了经纪业务收入的增长。

表 4、2008 年与 2007 年交易额对比

公司	股/基/权	2008 市场份额	2007 市场份额
国泰君安	4,634,053.64	6.84%	6.05%
银河证券	4,129,211.78	6.10%	6.33%
华泰证券	3,047,732.44	4.50%	3.39%
海通证券	2,984,865.24	4.41%	4.37%
国信证券	2,920,116.82	4.31%	4.43%
招商证券	2,569,677.42	3.80%	3.62%
广发证券	2,541,930.43	3.75%	4.07%
申银万国	2,516,678.04	3.72%	4.40%
中投证券	2,393,090.06	3.53%	2.77%
中信建投	2,126,506.31	3.14%	3.19%

资料来源：公司公告

表 5、2008 年各公司佣金率对比

公司名称	交易佣金率	公司名称	交易佣金率
西部证券	0.21%	南京证券	0.14%
民生证券	0.21%	广发华福	0.13%
国海证券	0.20%	国都证券	0.12%
华安证券	0.19%	国信证券	0.12%
广发证券	0.19%	招商证券	0.12%
浙商证券	0.17%	平安证券	0.12%
广州证券	0.16%	光大证券	0.12%
申银万国	0.15%	中银国际	0.10%
中信建投	0.15%	国泰君安	0.09%
中信金通	0.14%	中投证券	0.09%

资料来源：公司公告

表 6、2008 年 1—4 月与 2009 年 1—4 月交易额对比

公司	股/基/权交易额		市场份额	
	2009 年 1—4 月	同比	2009 年 1—4 月	2008 年 1—4 月
银河证券	567139.03	22.1%	5.7%	6.4%
国泰君安	545501.66	4.3%	5.4%	8.0%
国信证券	452051.8	48.1%	4.5%	4.7%
海通证券	409417.85	22.1%	4.1%	5.1%
招商证券	399161.2	65.1%	4.0%	3.7%
广发证券	381462.89	48.3%	3.8%	3.9%
华泰证券	377099.78	20.5%	3.8%	4.8%
申银万国	371271.48	35.4%	3.7%	4.2%
中信建投	337853.85	50.4%	3.4%	3.4%
光大证券	313046.54	40.5%	3.1%	3.4%
中投证券	288593.62	7.0%	2.9%	4.1%
中信证券	239393.55	23.0%	2.4%	3.0%
中信金通	152101.03	56.3%	1.5%	1.5%
长江证券	141403.91	49.7%	1.4%	1.4%

宏源证券	134541.07	72.0%	1.3%	1.2%
国元证券	111563.43	98.0%	1.1%	0.9%
总计	10027700.67	53.9%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告

2、投资业务

2008 年广发证券，实现投资收益 7.27 亿元，投资收益率为 6.25%，在市场大幅度下跌的环境下，公司取得了正收益，说明投资风险控制得当。投资收益率在可比公司中，排名靠前。

表 7、2008 年各 2 公司投资收益对比

公司名称 (万元)	投资净收益	公允价值变动净收益	合计	投资收益率
国泰君安	693264.02	-71354.17	621909.85	30.11%
中投证券	41928.61	-19028.43	22900.19	27.63%
华泰证券	120217.67	-61865.53	58352.14	20.07%
中银国际	48397.34	4647.39	53044.73	14.58%
招商证券	164805.56	-103320.26	61485.30	14.02%
中金公司	84632.37	-3254.07	81378.31	8.87%
中信建投	7431.24	2946.55	10377.79	6.61%
广发证券	239526.31	-166772.89	72753.42	6.25%
西部证券	14535.39	-8509.87	6025.52	6.10%
平安证券	27705.07	-13246.99	14458.08	4.89%
安信证券	5069.08	-94.95	4974.13	3.47%
国信证券	124266.30	-147340.33	-23074.03	-4.98%
光大证券	113588.40	-130874.40	-17286.00	-5.30%
申银万国	74184.04	-106188.33	-32004.30	-7.44%
东方证券	97043.93	-311710.37	-214666.44	-28.07%
国联证券	-22522.94	-30170.28	-52693.22	-74.21%

资料来源：公司公告

3、承销业务

2008 年，广发证券的承销业务收入为 2.18 亿元，同比减少 17.3%，但市场份额提高了 0.3 个百分点，在市场低迷，新股发行大幅度减少的情况下，市场份额反而有所提高，主要得益于公司承销中小型公司的战略。

表 8、2008 年承销业务市场份额变化

单位：元	2008 年		2007 年	
公司	承销及保荐费	承销金额占比	承销及保荐费	承销金额占比

中信证券	1,344,774,319	21.64%	1,737,946,343	22.44%
中金公司	681,726,570	17.61%	2,043,628,803	20.31%
平安证券	412,163,975	5.44%	188,084,700	0.61%
国泰君安	304,950,512	4.73%	151,916,255	0.86%
国信证券	295,783,975	3.78%	305,749,479	1.15%
银河证券	273,446,000	8.71%	641,077,820	14.82%
中银国际	254,689,570	4.58%	502,399,700	5.37%
广发证券	218,632,900	2.18%	264,635,331	1.88%
安信证券	212,311,913	4.78%	22,000,000	0.13%
瑞银证券	151,707,040	1.45%	1,050,985,500	9.39%
海通证券	149,941,235	0.99%	285,620,920	4.56%
光大证券	131,438,400	1.53%	124,002,250	0.40%
宏源证券	128,127,750	0.78%	19,000,000	0.12%
中信建投	123,341,200	2.97%	100,327,892	0.49%
高盛高华	120,000,000	2.86%	308,850,000	6.47%
国金证券	118,907,600	1.21%	22,100,910	0.07%
东北证券	113,277,000	1.27%	18,000,000	0.05%
联合证券	86,669,399	1.00%	12,000,000	0.05%
招商证券	85,651,125	1.08%	46,946,800	0.26%
兴业证券	81,766,000	1.23%	47,770,000	0.24%
华泰证券	73,724,000	0.47%	90,087,160	0.46%

资料来源：公司公告

2009年1—4月份，广发证券广发共承销2.98亿元的股票和10亿元的债券，在IPO暂停的情况，承销规模有所减少，但公司积累的丰富的创业板项目，随着创业板的上市规则、发行规则和交易规则的陆续出台，这些项目的承销上市指日可待，期望能给公司带来丰厚的承销业务收入。

表9、2009年1—4月券商承销规模

	发行日期	发行类型	募资金额/发行规模(万元)
中信证券	2008年1—4月	股票	2,665,488
		债券	7,917,067
	2009年1—4月	股票	361,819
		债券	5,820,000
海通证券	2008年1—4月	股票	50,782
	2009年1—4月	股票	43,000
		债券	500,000
长江证券	2008年1—4月	股票	202,664
	2009年1—4月	债券	300,000
西南证券	2009年1—4月	股票	410,837
		债券	160,000
国元证券	2008年1—4月	股票	50,939
	2009年1—4月	债券	500,000

宏源证券	2008 年 1—4 月	股票	60,142
	2009 年 1—4 月	债券	150,000
广发证券	2008 年 1—4 月	股票	567181
		债券	183000
	2009 年 1—4 月	股票	29850
		债券	100000

资料来源：公司公告

表 10、2009 年 1—4 月券商债券发行规模及占比

单位：万元

机构名称	增发	市场份额	债券发行	市场份额
中金公司			9,650,000	29.2%
中信证券	361819	14.9%	5,980,000	18.1%
银河证券			1,340,000	4.1%
中投证券			1,110,000	3.4%
中银国际			1,100,000	3.3%
国泰君安	511437	21.1%	890,000	2.7%
瑞银证券			890,000	2.7%
中信建投			793,000	2.4%
国元证券			500,000	1.5%
海通证券	43000	1.8%	500,000	1.5%
招商证券			450,000	1.4%
国信证券	202000	8.3%	420,000	1.3%
光大证券			350,000	1.1%
长江证券			300,000	0.9%
宏源证券			230,000	0.7%
西南证券	321587	13.3%	160,000	0.5%
广发证券	29850	1.2%	100,000	0.3%

资料来源：公司公告

4、资产管理业务

截至 2009 年 4 月底，广发证券证券集合理财业务净值规模 31.33 亿元，市场份额为 5.2%。

表 11、集合理财净值规模及市场份额

券商	资产净值规模（亿元）	市场份额
中信证券	88.6	17.32%
光大证券	63.75	12.46%
招商证券	53.41	10.44%
国元证券	11.83	2.31%
海通证券	10.79	2.11%
长江证券	10.59	2.07%
广发证券	31.33	5.2%

资料来源：公司公告

5、基金管理业务

广发证券分别持有易方达基金和广发基金 25% 及 48.33% 的股权，2008 年归属于广发证券的收入基金管理费收入分别是 3.97 亿元及 5.87 亿元，合计 9.84 亿元，占主营业务收入的 11.7%，基金管理费收入是公司业务收入的重要来源。

表 12、资产管理业务收入

		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
广发基金	基金资产净值	108,065,414,919	82,452,872,393	68,853,591,154	66,276,858,853
	基金管理费收入	399,694,000	308,351,152	260,323,166.6	247,857,294
	合计	1,216,225,613			
	归属于广发证券的收入	587,801,839			
易方达基金	基金资产净值	136,646,311,076	107,641,425,958	95,507,283,188	86,470,745,197
	基金管理费收入	505,404,164	402,549,442	357,171,073	323,376,896
	合计	1,588,501,576			
	归属于广发证券的收入	397,125,393			

资料来源：东北证券研究所

二、广发证券业务发展趋势分析

1、经纪业务

我们认为，流动性充裕仍可使换手率持续活跃，但上升空间已经不大，今后交易额的扩大将取决于指数上升所带来的存量流通市值增长、及限售股解禁带来的增量流通市值增长。敏感分析表明，假设换手率不变，存量流通市值的上升将带来交易额的上升。因此，基于交易持续活跃的预期，我们判断证券行业全年业绩快速增长可期。

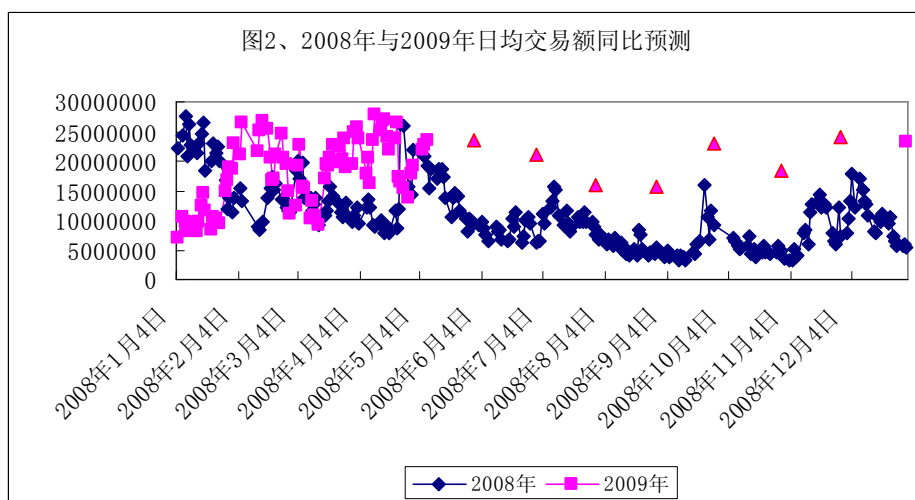
在流通市值 80000 万亿元，年度换手率 6 倍的假设下，两市日成交金额有望可达到 1900 亿元，比 2008 年相比，证券行业经纪业务收入将有大幅度的提高。

表 13、日均交易量预测

日均交易额		流通市值						
		50,000	60,000	70,000	80,000	90,000	100,000	110,000
换手率	3.5	726.1	871.4	1016.6	1161.8	1307.1	1452.3	1597.5
	4.0	829.9	995.9	1161.8	1327.8	1493.8	1659.8	1825.7
	4.5	933.6	1120.3	1307.1	1493.8	1680.5	1867.2	2053.9
	5.0	1041.5	1249.8	1458.1	1666.4	1874.7	2083.0	2291.3
	5.5	1141.1	1369.3	1597.5	1825.7	2053.9	2282.2	2510.4
	6.0	1244.8	1493.8	1742.7	1991.7	2240.7	2489.6	2738.6
	6.5	1348.5	1618.3	1888.0	2157.7	2427.4	2697.1	2966.8
	7.0	1452.3	1742.7	2033.2	2323.7	2614.1	2904.6	3195.0

	8.0	1659.8	1991.7	2323.7	2655.6	2987.6	3319.5	3651.5
	9.0	1867.2	2240.7	2614.1	2987.6	3361.0	3734.4	4107.9

资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

2、债券发行规模扩大

为应对全球经济危机对中国经济的影响，国家主管部门内明确提出，要进一步发挥债券市场的融资功能。债券作为拉动投资、扩大内需的最直接融资方式，无疑在 2009 年度的财政政策中更值得期待。

自 2008 年开始，国家发改委放开了企业发债审批额度限制，开始实行完全条件核准制，只要符合发行规模、金额不超过净资产 40%、过去三年的平均盈利可以支付债券一年的利息、资金投向符合国家产业政策等条件，均可获准发债。比起以往的两步审批制，条件核准制显然更为市场化。企业债发行制度改革有利于企业债发行规模扩大。

2009 年财政赤字占 GDP 的比重将大幅增加至 3%左右，这也意味着 09 年的财政赤字规模约 9000 亿元，这部分主要依靠发行国债来弥补；另外据 WIND 资讯统计，09 年国债到期规模约 7500 亿元。两者合计，预计 09 年国债发行规模将达 16500 亿元。

08 年企业债发行规模迅速增加，同比增长了约 64.71%；短期融资券亦保持较大的发行规模，同比增长约 3%。按 08 年企业债增速计算，09 年企业债和短期融资券发行规模约为 8000 亿元左右。债券发行规模扩大提高了券商的承销收益。

3、投资业务

08 年股票市场大幅下跌和债市的走牛导致目前大部分证券公司自营业务的主要资金使用方向为固定收益品种投资。

伴随着刺激经济增长的宏观经济政策的调整，我国信贷投放量持续放大，经济领域的流动性供给开始恢复增长。充足的流动性对证券市场的估值中枢起到较强的支持作用。预计 2009 年中国股市的表现应好于宏观经济的走势提前进入上升通道。目前不少证券公司已经增加了股票投资的仓位，为获取较高的投资收益打下了基础。

4、新股发行制度改革、IPO 重启和创业板推出带来的业绩上升

IPO 重启将以市场趋稳乃至持续向好、以及新股发行制度改革为前提，但随着这两个条件的逐步成熟，IPO 重启也将水到渠成。我们认为，一旦 IPO 重启，压抑多时的融资需求将重新释放出来，这将对承销业务形成明显推动。大券商将凭借承销资源优势和分配权对经纪业务份额提升带来积极影响。创业板预期明朗。虽然创业板推出的时间难以确定、但创业板的制度设计逐渐明朗，这将有助证券公司创业板业务的开展以及收益预期的明确。

5、创新业务。对于创新业务，融资融券、股指期货等创新业务年内推出的可能性较小。相对较为成熟的资产管理、直接投资等业务铺开速度将超出预期。

直接投资：创业板将推动直接投资业务进入收获期。上市券商的直投业务虽参差不齐，但均处于快速推进之中，广发证券已成立了广发信德投资公司，并储备了丰富的项目，随着创业板的推出，直投业务将形成良好的推出机制，广发证券积累的直投项目将于 2010 年后逐步进入收获期。

表 14、券商直投公司规模

证券公司	直投子公司	注册资本	最大投资规模
中信证券	金石公司	15	60
广发证券	广发信德	5	15
海通证券	海通开元	10	50
光大证券	筹备中		10

资料来源：东北证券研究所

三、2009 年广发证券赢利预测

在 2009 年日均股票交易额 1500 亿元、自营业务收益率 20% 的乐观假设条件下，广发证券 2009 年的净利润大约为 44.67 亿元。

表 15、广发证券赢利预测

净利润		日均交易量							
		700	800	1000	1200	1400	1500	1800	2000
投资收益率	-5.00%	15.45	17.22	20.78	24.34	27.89	29.67	35.00	38.56
	0.0%	18.45	20.22	23.78	27.34	30.89	32.67	38.00	41.56
	5.0%	21.45	23.22	26.78	30.34	33.89	35.67	41.00	44.56
	7.5%	22.95	24.72	28.28	31.84	35.39	37.17	42.50	46.06
	10.0%	24.45	26.22	29.78	33.34	36.89	38.67	44.00	47.56

12.5%	25.95	27.72	31.28	34.84	38.39	40.17	45.50	49.06
15.0%	27.45	29.22	32.78	36.34	39.89	41.67	47.00	50.56
17.5%	28.95	30.72	34.28	37.84	41.39	43.17	48.50	52.06
20.0%	30.45	32.22	35.78	39.34	42.89	44.67	50.00	53.56
22.5%	31.95	33.72	37.28	40.84	44.39	46.17	51.50	55.06
25.0%	33.45	35.22	38.78	42.34	45.89	47.67	53.00	56.56
27.5%	34.95	36.72	40.28	43.84	47.39	49.17	54.50	58.06
30.0%	36.45	38.22	41.78	45.34	48.89	50.67	56.00	59.56

资料来源：东北证券研究所

表 16、各公司从广发证券分享的投资收益及占本公司营业利润比重

参股公司	持有广发 股份占比	2008 年		2009 年 1 季度	
		投资收益	占本公司营业 利润比重	投资收益	占本公司营业 利润比重
辽宁成大	25.94%	857,817,165.3	81.2%	242,285,409	75.1%
吉林敖东	25.78%	810,625,553.6	93.2%	292,700,807	89.5%
中山公用	14.25%	510,624,330.4	91.2%	145,995,489	80.0%

资料来源：公司公告

表 17、预期每股收益及估值

单位：元

	预期每股收益	PE
辽宁成大	1.4	19.5
吉林敖东	2.2	16.1
中山公用	1.16	18.6

资料来源：东北证券研究所

四、吉林敖东、辽宁成大和中山公用估值水平及投资建议

上市公司吉林敖东、辽宁成大和中山公用分别持有广发证券 25.78%、25.94% 和 14.25% 的股权，在乐观估计下，广发证券 2009 年的净利润大约为 45 亿元，则三家上市公司可获得的投资收益分别为 11.51 亿元、11.59 亿元和 6.41 亿元，假设 2009 年三家公司的主营业务收入与 2008 年相比变化不大，则三家公司 2009 年每股收益分别为 2.2 元、1.4 元和 1.16 元，按目前的股价对应的市盈率分别为 16.1 倍、19.5 倍和 18.6 倍，给予谨慎推荐的评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层 (邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209