

证券行业



研究员：张颖, 裴力军

职位：非银行金融研究员

Tel : (021)38565970

E-mail zhang_y@xyzq.com.cn

广发证券 (000776)

终迎上市曙光

无评级

主要财务指标

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011
营业收入 (亿元)	170.99	72.06	104.7	85.47	92.69
同比增长率 (%)	315.9	-57.9	45.3	-18.4	8.5
营业利润 (亿元)	110.56	42.29	61.73	51.28	56.54
同比增长率 (%)	415.3	-61.8	46.0	-16.93	10.3
净利润 (亿元)	82.55	32.84	49.25	37.67	42.90
同比增长率 (%)	409.4	-60.2	50.0	-23.5	13.9
营业利润率 (%)	64.55	58.68	59.0	60.0	61
净利润率 (%)	48.3	45.6	47.0	44.1	46.3
每股收益 (元)	3.82	1.58	2.34	1.43	1.63
每股净资产 (元)	7.15	6.03	8.18	7.76	8.58
净资产收益率 (%)	53.4	26.2	28.6	18.4	19.0

投资要点

➤ 2009年2月5日，证监会批准广发证券借壳上市方案。

➤ 广发证券是国内优秀的券商之一。

经纪业务排名第五；资产管理业务（包括按权益比例计算的基金公司）排名第三；投行业务擅长于中小企业 IPO 及财务顾问业务；期货公司表现突出。

➤ 广发证券的核心竞争力体现在综合业务能力较强、进取创新的发展精神、独特的激励机制。

➤ 预测广发证券 2010 年、2011 年摊薄后 EPS 为 1.43 元、1.63 元。

➤ 我们认为，广发证券借壳上市后，合理股价应为 48 元左右。

目 录

目录

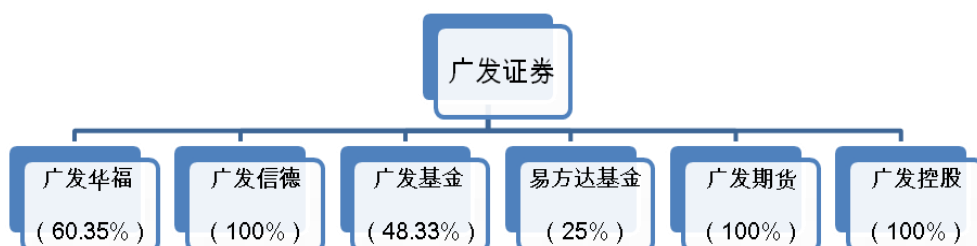
1	公司基本情况	- 3 -
2	回购增发方案	- 4 -
3	历史沿革	- 4 -
	3.1 收购与反收购之路	- 5 -
	3.2 借壳上市之路	- 6 -
4	各项业务介绍	- 6 -
	4.1 经纪业务：市场排名第五，佣金率高于行业平均水平	- 6 -
	4.2 投行业务	- 7 -
	4.3 资产管理业务	- 8 -
	4.4 自营业务	- 10 -
	4.5 其他业务	- 10 -
5	竞争优势	- 11 -
	5.1 综合业务能力较强	- 11 -
	5.2 进取创新的广发精神	- 11 -
	5.3 独特的激励机制	- 12 -
6	风险提示	- 12 -
7	盈利预测	- 12 -
8	估值	- 14 -

图表 1	广发证券控股情况示意图	- 3 -
图表 2	2008 年广发证券主要财务指标及行业地位	- 3 -
图表 3	2007-2009 第三季度广发证券分业务收入情况	- 4 -
图表 4	广发证券重组方案	- 4 -
图表 5	2007-2009 广发证券经纪业务情况与行业地位	- 7 -
图表 6	2007-2009 广发证券与广发华福证券经纪业务拆分	- 7 -
图表 7	2007-2009 广发证券 IPO 业务情况	- 8 -
图表 8	2007-2009 广发证券受托客户资产管理业务收入	- 9 -
图表 9	广发证券集合理财产品情况	- 9 -
图表 10	广发证券参股、控股基金基本情况	- 10 -
图表 11	广发期货基本情况	- 10 -
图表 12	盈利预测重要变量假设	- 12 -
图表 13	盈利预测表	- 13 -

1 公司基本情况

目前，广发证券的业务涵盖证券、基金、期货及直投。持有广发华福 60.35%的股份。

图表 1 广发证券控股情况示意图



资料来源：公司财报，兴业证券研发中心

从各项关键指标来看，广发的排名均在行业前十，是国内较为优秀的券商。

图表 2 2008 年广发证券主要财务指标及行业地位

指标	业绩数据 (亿元)	行业排名
净资本	75.98	4
净资产	126.93	8
总资产	556.25	5
营业收入	72.06	3
净利润	32.84	4
代理买卖证券业务净收入	46.99	4
客户交易结算资金余额	380.65	6
受托管理资本金总额	23.15	10
承销及并购重组等财务顾问业务净	3.27	9

单位：亿元

资料来源：公司财报，Wind，兴业证券研发中心

注：净资本为非合并数据，其余均为合并数据。

收入组成来看，其结构与行业平均水平相当。

图表 3 2007-2009 第三季度广发证券分业务收入情况

项目	2007		2008		2009	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
证券经纪收入	86.38	50.52%	48.37	67.13%	56.06	75.75%
投资银行收入	5.35	3.13%	3.35	4.64%	1.31	1.78%
资产管理收入	5.26	3.08%	6.24	8.66%	3.69	4.98%
证券自营收入	51.38	30.05%	4.78	6.64%	5.82	7.87%
其他收入	22.61	13.23%	9.32	12.93%	7.12	9.63%
合计	170.99	100%	72.06	100%	74.01	100%

单位：亿元

资料来源：公司财报，兴业证券研发中心

2 回购增发方案

仍按照 2006 年签署的方案执行回购合并，且有关定向回购对价和换股吸收合并比例是以 2006 年 6 月 30 日为审计、评估基准日。具体方案如下：

图表 4 广发证券重组方案

S 延边路原有股东	S 延边路原有股份	处理方案	合并后公司股份
吉林敖东	46.15% 非流通股	延边路以 2006 年 6 月 30 日经审计的全部资产（含负债）作为对价，回购吉林敖东并予以注销。同时，广发证券补偿吉林敖东	无
其他非流通股股东	594.82 万股	为获得其所持股份的上市流通权，按每 10 股缩为 7.1 股的比例单向缩股。	444.32 万股
其他流通股股东	9318.40 万股	-	9318.40 万股
广发证券股本 20 亿股，按照每 0.83 股广发证券股份折换 1 股延边路新增股份的比例			24.09 亿股
合计			25.07 亿股

资料来源：公司财报，兴业证券研发中心

回购合并完成后，S 延边路的全部资产、负债及现有业务将由吉林敖东承继。S 延边公路将依法申请承接广发证券的相关经营资质，申请变更名称为“广发证券股份有限公司”。

3 历史沿革

1994 年 1 月，广东广发证券公司注册登记，注册资本 1.5 亿元；其前身是 1991 年 4 月成立的广东发展银行证券交易营业部。2001 年，

公司更名为广发证券有限责任公司，完成股份制改造及增资扩股。广发证券的发展过程中，并无过多的行政资源偏向，而是靠着进取精神不断成长，素有“草根券商”一称。

3.1 收购与反收购之路

广发证券的发展史就是一部收购兼并史。

广发证券历史上已经进行过 9 次较大规模的收购兼并活动：1994 年底到 1997 年初收购广东发展银行总行及其分行所属的 19 家营业部、1996 年收购分属于四大专业银行及人保公司的 5 家营业部、1998 年托管收购广东国际信托投资公司所属证券业务、2001 年重组控股锦州证券并更名为广发北方证券等等，2003 年收购福建华福证券，2005 年底收购武汉证券 25 家营业部等。2006 年，收购第一证券。通过上述收购活动，广发证券由一个地方银行的证券业务部成为一家全国性综合类大型证券公司。

收购第一证券是风险券商处置的一次创新，是中国第一家以市场化方式进行重组并购的案例。在该案例中，第一证券属于风险类券商，国家已经提出了有关限期整改的政策期限；广发证券和第一证券双方在没有行政干预的情况下对收购的条款直接进行磋商。而此前，风险券商都是通过行政关闭的手段进行了处置，一般都是收购方先期托管，同时成立债权债务清算组，清算完毕后的证券类资产才能收购转让，在此过程中，行政部门起到主导作用，风险券商的原有股东并没有什么话语权。

比起市场化的收购案例，更为出名的广发证券成功反击中信证券的恶意收购。时至今日，该案例仍称为“我国市场化要约收购第一案”。2004 年 9 月 2 日，中信证券公告称，公司董事会一致通过收购广发证券部分股份的议案。

9 月 16 日向广发证券的全体股东发出要约收购，“股权转让的初步价格确定为 1.25 元”，并且“不论广发证券最终评估值高低，公司都将确保广发证券出让股东的股权在评估值基础上溢价 10%~14%”。中信证券在资金、实力上占据了绝对的优势。

广发证券积极做出应对，拉拢前两大股东，自身成立公司，迅速收购股份。9 月 7 日，广发证券 2126 名员工出资 2.48 亿元设立的深圳吉富投资，人均出资约 10 万元。9 月 10 日，深圳吉富收购云大科技持有的广发证券 3.83% 的股份。9 月 15 日，深圳吉富从梅雁股份收购广发证券 8.4% 的股份，此次收购后，深圳吉富持有的股权比例达到 12.23%，成为广发证券第四大股东。

9 月 16—24 日，第二大股东吉林敖东收购风华高科、敖东药业集

团延吉公司、广东珠江投资持有的广发证券股份。交易完成后，吉林敖东持有广发证券的股权达到 27.14%。

9 月 24 日，辽宁成大收购美达股份持有的广发证券股权。收购完成后，辽宁成大持有的广发证券股权升至 27.31%，保持广发证券第一大股东地位。

10 月 14 日，中信证券发布公告宣布，因要约收购广发证券的股权未达到 51%的预期目标，要约收购解除。

在长达 43 天的收购战，最终广发证券以完全市场化的方式，成功阻挡了中信证券的恶意收购。

3.2 借壳上市之路

2006 年 6 月 5 日，延边公路发表公告，承认其控股股东吉林敖东与广发证券就借壳上市事宜进行沟通磋商。2006 年 10 月 30 日 S 延边路股东大会通过了吸收合并广发证券的相关重组议案。后因相关上市公司违规信息披露及广发证券前任总裁董正青涉嫌内幕交易接受调查等原因，被相关监管部门依法行政及时叫停。S 延边路于 2006 年 10 月 20 日开始停牌，至今 39 个月。

2009 年 1 月，券商内幕交易第一案“董正青案”在广州天河区人民法院进行一审判决，主被告人董正青因内幕交易，被判处有期徒刑四年。案件审判完后，广发证券借壳上市重新迎来转机。2009 年 12 月 28 日的股权分置改革，特别提出将继续推进广发证券重组事项。相关的“广发六宝”集体停牌。2010 年 1 月 9 日，公告借壳方案。2 月 6 日，证监会通过该方案，上市时间指日可待。

4 各项业务介绍

4.1 经纪业务：市场排名第五，佣金率高于行业平均水平

广发证券全系统共拥有证券营业部 208 家，证券服务部 15 家，数量列居国内券商前三，仅次于中信证券和银河证券。营业部遍布全国。

图表 5 2007-2009 广发证券经纪业务情况与行业地位

	2007	2008	2009
总交易额(百亿元)	505.72	313.39	561.33
市场份额	4.51%	4.32%	4.45%
市场排名	6	6	5
经纪业务佣金收入(亿元)	86.38	48.37	74.53
平均佣金率	1.71	1.54	1.32
行业平均	1.55	1.30	—

单位：亿元，千分之

资料来源：公司数据，兴业证券研发中心

从 2007 年至 2009 年，市场份额在 4.5% 左右徘徊。佣金率始终维持高于行业平均 10%—18% 的水平，且降幅也小于行业盘平均。原因有两点：

一是覆盖全国、分布合理的经纪业务网络体系。广发证券母公司的营业网点覆盖了除宁夏、内蒙、青海、西藏四个省之外。而且，50% 左右的网点分散在二三线城市中。这些趋于竞争相对较少，佣金率较高。

二是客户经理制度与后台系统支持。2002 年广发证券全面推行客户经理制，背后有着很强公司后台系统和客户经理业务平台的支持。业务平台通过整合公司的研发、理财、投行等业务资源，生产大量的高质量资讯产品，再通过统一平台发布给各营业部的客户经理，使客户享受高质量的咨询服务。这大大提高了经纪业务的附加值，降低了客户对佣金率的敏感程度。

图表 6 2007-2009 广发证券与广发华福证券经纪业务拆分

原券商	集中地区		2007	2008	2009
广发证券	广东	交易额占比	82.56%	83.54%	84.50%
		平均佣金率	1.75	1.59	1.35
广发华福	福建	交易额占比	17.44%	16.46%	15.50%
		平均佣金率	1.51	1.29	1.15

单位：千分之

资料来源：兴业证券研发中心

4.2 投行业务

中小企业 IPO 项目

广发证券在中小企业融资业务方面具有稳固的市场地位，在中小型企业较多的广东、江浙地区具有较大的市场份额。从 2007 年至 2009 年，广发承销的所有 IPO 项目都为中小板或创业板上市。

图表 7 2007-2009 广发证券 IPO 业务情况

	2007	2008	2009
项目个数	8	10	4
承销金额合计	32.58	36.51	39.24
市场占有率	8.73%	11.91%	5.58%
承销费率	5.75%	5.34%	3.92%
IPO收入合计	1.87	1.95	1.54

单位：亿元

资料来源：Wind，公司财报，兴业证券研发中心

未来，伴随着 IPO 企业结构的变化，中小企业的占比将越来越高。广发证券的优势将进一步的加强。

股权分置改革保荐业务

除了股权融资之外，广发证券在股权分置改革保荐业务方面也取得了突出的经营业绩。2005 年下半年至 2006 年上半年，IPO 和再融资处于暂停状态，广发证券及时调整投资银行部的工作重点，大力发展股权分置改革业务。截至 2009 年 12 月 31 日，广发证券累计完成股权分置改革业务 114 家，保荐总家数名列业内第二。股权分置改革业务进一步提高了广发证券的创新能力，并积累了大量的优质客户。

财务顾问业务

1997 年，广发证券在投资银行总部下设了资产重组部；2004 年，广发证券单独设立了兼并收购部。经过几年的积极开拓、探索创新，广发证券建立并稳固了上市公司并购领域行业的领先地位。

2004-2006 年，广发证券担任上市公司并购重组财务顾问的数量位居行业第一（数据来源：天相投资）。2008 年，广发证券担任的上市公司并购重组财务顾问业务中，涉及需证监会并购重组委审核的上市公司重大资产重组项目的市场占有率约 17%，行业排名第一。2009 年 1-9 月，市场占有率约 9%，位居行业第 2。

4.3 资产管理业务

自有资产管理业务

图表 8 2007-2009 广发证券受托客户资产管理业务收入

项目 (万元)	2009 1-9月	2008	2007	2006
定向资产管理业务	166.03	1690.34	2949.96	702.06
专项资产管理业务	—	—	—	599.57
集合资产管理业务	2883.2	8278.26	27390.76	621.24
合计	3049.23	9968.60	30340.72	1922.86

单位：万元

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

2005 年 3 月 28 日，广发证券在国内券商中第一个成立了证券公司集合资产管理计划——广发集合资产管理计划（2）号。但之后，发行产品速度过慢。截止 2009 年底，集合理财产品合计规模 33.62 亿元，市场份额 3.4%，排名第十。2007 年至 2009 年 9 月，集合理财业务的收入贡献波动性非常大，主要是由于集合理财产品提取的业绩报酬波动所致，

图表 9 广发证券集合理财产品情况

产品名称	类型	管理费率	提成费率	成立日期	存续期	09年末规模
广发增强型基金优选4	FOF	1.50	年化收益率r r<10%，无提成 10%<r<20%，超出部分的20% r>20%，超出部分的30%	2007-2-9	2010-2-8 (可能延长)	9.19亿元
广发理财2号	债券型	0.58	—	2005-3-8	2(已清算)	5.92亿元
广发理财3号	混合型	1.00	—	2006-1-18	10	25.31亿元

资料来源：Wind，兴业证券研发中心

除了集合理财产品外，广发证券在定向理财方面曾经表现优良。相对于其他券商刚刚起步的定向资产管理业务，广发证券在 2007 和 2008 年就实现了千万级的收入。2009 年该业务收入大幅下降，估计也是是由于业绩提成大幅下降的原因。

基金公司

公司持有广发基金 48.33% 的股份及易方达基金 25% 的股权，按权益计算，合计管理规模达到 930 亿元，排名第 3。

图表 10 广发证券参股、控股基金基本情况

	广发基金	易方达基金
成立时间	2003-8-5	2001-4-17
管理基金个数	12	20
规模合计	1104.71亿	1595.23亿
市场份额	4.13%	5.96%
市场排名	6	2
09年1-3Q收入	10.12	13.08
09年1-3Q净利	4.52	4.78
净利率	44.7%	36.5%

资料来源：Wind，兴业证券研发中心

广发基金和易方达基金的资产管理规模较大，成立较早，已经发展为市场的领先者。两者在国内 60 基金公司中排名分别为第 2 位和第 8 位。规模效应使得两者的利润率水平较高。

4.4 自营业务

广发证券的自营业务采用了较为灵活的资产配置策略。2007 年牛市时，权益类工具的占比将近 70%；2008 年熊市中超配债券；2009 年又重新提高了权益类工具的占比。2007、2008 自营投入规模均超过净资本。整体的收益率一般。

4.5 其他业务

广发期货

广发期货为广发证券的全资子公司。经营状况出色，2008 年广发期货交易额在国内三大商品期货交易所排名均进入前十位。

图表 11 广发期货基本情况

	营业部数	市场份额	营业收入	净利润
2008	20	2.26%	1.15亿元	0.19亿元
2009 3Q	—	—	1.30亿元	0.44亿元

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心

广发期货香港子公司 2008 年实现净利润 528 万港元，是境内六家在香港设立分支机构的期货公司中经营状况最好的一家。

广发信德

广发信德成立于 2008 年 12 月，注册资本 5 亿元，业务范围为股

股权投资。截止 2009 年 9 月，广发信德已投资 7 家企业，投资总额达到 15,633 万元。2009 年 1-9 月实现营业收入 373.70 万元，净利润 518.33 万元。

5 竞争优势

5.1 综合业务能力较强

广发证券在各块业务均衡发展，且都形成了自身的优势。平衡的业务格局，防止公司过分依赖于某项业务，降低了经营风险。未来，券商的收入必将多元化，经纪业务的贡献度将逐渐下降。广发证券在其他业务的布局，为其未来的成长性奠定基础。尤其是随着居民理财意识的加强及股指期货的推出，广发在资产管理业务及期货公司的优势将不断强化。

经纪业务：网点覆盖全国，客户经理制度及后台支持系统，有效提高客户忠诚度。

投行业务：确立在中小企业 IPO、财务顾问（兼并收购）方面的优势。

资产管理业务：参股的两个基金均排名前十，盈利水平较高，每年贡献稳定收入

5.2 进取创新的广发精神

广发的历史折现出其一贯的进取、创新精神。

经纪业务：采用市场化的策略，兼并收购第一证券，扩大经纪业务版图；也曾采用市场化的方式，反击中信证券的恶意收购。广发证券早在 1998 年就成立了研究部。是中国金融行业首批获得国家人事部批准设立博士后流动站的企业。

投行业务：1994 年首创“全额预缴、比例配售、余额即退”、“免费预约、限量申购、抽签分配”等被广泛使用的证券发行方法和“A 股推介路演”的全新方式，2000 年又在闽东电力的发行过程中首次在国内采用“荷兰式招标法”，创下国内 IPO 发行市盈率 88 倍的最高纪录。

资产管理业务：最早发行集合理财产品；早在 2002 年参股易方达基金，2003 年参股广发基金。当时基金行业只是刚刚起步，市场规模及利润贡献小。广发证券在当时就参股基金公司，足以见得其发展的前瞻性。

5.3 独特的激励机制

员工持股是广发证券独特的激励机制。1999 年 11 月，在广发证券增资扩股时，新公司章程写进了一条重要的规定：一经法律政策允许，股东应以不高于净资产的优惠价格向公司职工或职工持股会转让不少于其出资额的 10% 的股权。至 2000 年，广发证券工会委员会就持股辽宁成大 17% 股份，辽宁成大则是持股广发证券 25% 股份的第二大股东，广发工会实际上已经曲线持有广发证券。2004 年反收购战中，全体员工出资成立的“吉富投资”收购其他小股东股权，保住了广发证券的控制权。此次借壳方案中，各股东分别将各自所持广发证券股份中的 4.999% 交由粤财信托（为广发证券员工股权激励计划之股权储备集合财产信托计划的受托人）集中托管，待日后广发证券股权激励之用。

独特的激励机制，增强了员工对企业的归属感及主人翁意识，持股员工将分享公司的发展成果，同时增强了团队的稳定性。有利于广发证券的长期发展。

6 风险提示

同其他券商一样，广发证券的收入与二级市场的相关性非常的高。此外，广发证券目前持有广发华福 60.35% 的股份，按照证监会有关政策，公司需要在 2010 年度解决与子公司广发华福的同业竞争问题。解决方案尚存在重大不确定性。

7 盈利预测

盈利预测的重要变量假设如下表所示。

图表 12 盈利预测重要变量假设

	2010E	2011E
总市值	301,276	367,557
流通市值	223,937	313,679
总市值	301,276	367,557
A 股日均成交量	2,100	2,300
上证指数涨幅	15%	25%

单位：亿元

资料来源：兴业证券研发中心

2010、2011 年不考虑再融资情况，盈利预测如下表所示

图表 13 盈利预测表

	2007	2008	2009 1-3Q	2010E	2011E
营业收入	170.99	72.06	74.00	87.87	103.19
经纪业务	86.39	48.37	56.06	61.26	59.91
A股日均单边交易量	2032	1135	2235	2100	2300
市场总交易额	1,121,688	725,161	923,316	1,215,529	1,331,294
市场份额	4.51%	4.32%	4.40%	4.50%	4.50%
佣金率 (‰)	1.71	1.54	1.38	1.12	1
投资银行	5.3529	3.345	1.3145	1.82	2.43
承销收入	4.80	2.43	0.93	1.51	1.97
股票承销收入	4.44	1.89	0.74	1.08	1.34
总市值	400,615	148,048	243,939	301,276	367,557
新发行额占比	2.0%	2.3%	2.1%	1.80%	1.60%
市场份额	3.96%	2.57%	0.75%	1.00%	1.20%
承销金额	318.35	88.65	38.5	54.23	70.57
承销费率	1.39%	2.13%	1.92%	2.00%	1.90%
债券承销收入	0.36	0.38	0.1	0.308	0.462
债券存额度	8492.09	14816.28	26675.16	28000.00	30000.00
新发行额占比	66.46%	54.03%	36.27%	40.00%	40.00%
市场占有率	1.54%	1.31%	1.02%	1.10%	1.10%
承销金额	87.15	104.65	98.65	123.20	132.00
承销费率	0.41%	0.36%	0.10%	0.25%	0.35%
其他承销业务	0.00	0.16	0.10	0.12	0.17
其他投行业务 (财务顾问等)	0.55	0.92	0.38	0.60	0.80
资产管理	5.26	6.24	3.69	4.09	5.40
基金公司收益	2.23	4.14	3.39	3.76	4.31
广发基金收益	-	-	2.184516	2.35	2.71
平均规模	-	-	890.87	1030.00	1185.00
收入	-	-	10.12	11.70	13.46
净利润	-	-	4.52	5.23	6.01
持股比例	-	-	48.3%	45%	45%
易方达基金收益	-	-	1.195	1.40	1.60
平均规模	-	-	1148.88	1350.00	1540.00
收入	-	-	13.08	15.37	17.53
净利润	-	-	4.78	5.62	6.41
持股比例	-	-	25%	25%	25%
自有资产管理业务	3.03	1.00	0.30	0.33	1.09
集合理财业务	2.74	0.83	0.28	0.27	1.09
平均规模	36.02	20.44	29.53	22	24
管理费及参与、退出费	0.42	0.25	0.23	0.27	0.29
提成费	2.32	0.58	0.05	0	0.8
其他理财业务	0.29	0.17	0.02	0.06	0.10
自营业务	51.38	4.78	5.83	9.60	22.50
净资本	102.71	79.58	87.47	127	160
规模	102.89	127.41	122.69	120	150
回报率	49.94%	3.75%	4.75%	8%	15%
净利息	5.24	7.47	4.76	7.10	7.95
银行存款	408.98	466.19	471.92	500	530
净利差	1.28%	1.60%	1.35%	1.42%	1.50%
其他收入	17.36	1.85	2.36	4.00	5.00
其中创新业务 (融资融券、股指期货)	-	-	-	2.00	3.60
营业支出	60.43	29.77	30.48	35.15	40.24
营业利润	110.56	42.29	43.53	52.72	62.94
利润总额	114.50	41.65	45.97	48.29	55.00
所得税费用	31.95	8.81	10.19	10.62	12.10
净利润	82.55	32.84	35.77	37.67	42.90
归属于母公司所有者的净利润	76.39	31.52	34.05	35.91	40.75
少数股东损益	6.16	1.32	1.72	1.76	2.15
期末股本	20.00	20.00	20.00	25.07	25.07
EPS (元)	3.82	1.58	1.70	1.43	1.63

单位：亿元

来源：公司财报，Wind,兴业证券研发中心

8 估值

按照业务是否消耗资本来区分，对不同类型业务进行估值。

分拆业务来看，不消耗资本的业务（经纪、资产管理、投行、其他业务）2010 年贡献的净利润约约为 29.03 亿元，摊薄后 EPS 约为 1.16 元。鉴于广发证券的综合业务能力较强、优秀的期货公司及资产管理业务、一贯体现的竞争优势，给予 35 倍的 PE 估值，对应价值为 40.6 元。

消耗资本的业务（自营业务）根据净资本来进行估值。2009 年净资本为 75.95 亿元，每股对应净资本为 5.07 元。鉴于广发证券尚未进行增发，净资本的利用率比起其他券商相当高，这块业务给予 1.5 倍的 PB 估值，对应价值为 7.5 元。

两者综合来看，广发证券借壳上市后，合理的股价应为 48 元左右。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为：

推 荐：相对表现优于市场

中 性：相对表现与市场持平

回 避：相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为：

强烈推荐：相对大盘涨幅大于 15%

推 荐：相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中 性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回 避：相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话：021-38565916	Email： dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话：021-38565938	Email： shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话：021-38565966	Email： guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话：021-38565910	Email： jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话：021-38565933	Email： hanyh@xyzq.com.cn
-----	-----------------	---

广东地区销售经理

朱元彧	电话：021-38565941	Email： zhuyy@xyzq.com.cn
-----	-----------------	---

重要声明

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。