

广发证券(000776)上市研究报告

——创新业务给公司安上腾飞的翅膀

谨慎推荐

维持评级

金融/证券

2010年2月10日

投资要点:

- 2009年,广发证券实现归属于母公司所有者的净利润46.89亿元,同比增长48.79%,其中,经纪业务收入同比增长58.6%;承销业务收入同比减少4.7%,投资净收益加公允价值变动收益同比增长60.9%。从各项业务收入占总收入的比重来看,经纪业务和总投资收益占比上升,其它业务占比下降。
- 2009年广发证券股基权总成交额46227.2亿元,同比增长81.9%,高于全行业76.1%的增幅。市场份额为3.9%,与去年同期相比有所上升。另外,广发华福总成交额为8620.6亿元,同比增加68.5%,市场份额略有下降。从佣金率上看,广发证券2009年的佣金率为0.16%,比去年同期相比有所降低。
- 广发证券净资本规模较大、经纪业务实力居行业前列、盈利能力较强,创新业务发展空间巨大。广发证券全资控股的广发期货,是期交所的全面结算会员,广发证券拥有IB业务资格,在开展股指期货方面占有明显的优势。
- 公司的净资本已达到108.2亿元,同比增长36%,目前广发证券是具有融资融券试点资格的证券公司,在开展融资融券方面具有先发优势。
- 我们认为广发证券的盈利能力和资产规模应该与海通证券相当,目前海通证券的总市值规模为1397.9亿元,借壳上市后,广发证券的总市值应该能达到这一规模,按25亿股的总股本计算,复牌后广发证券对应股价应该是55元,对应2009年年的市盈率为30倍,对应2010年的市盈率为39倍。考虑到创新业务给广发证券带来的业务发展空间,我们给予谨慎推荐的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	1,047,006	45.3	468,991	48.8	1.87			
2010E	837,605	-20	350,980	-25.2	1.40			
2011E	1,030,254	23.5	442,235	26.1	1.76			
2012E	1,184,792	15.2	512,992	16	2.05			

走势图



市场数据

2010-2-9

收盘价:

52周最高价:

52周最低价:

平均持仓成本:

基本数据

2009Q4

总股本(万股):	25,070
流通A股(万股):	9,207
每股收益(元):	1.84
每股净资产(元):	6.80
每股经营现金流(元):	
市净率:	

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20楼

邮编: 200002

一、总体经营状况

2009年,广发证券实现归属于母公司所有者的净利润46.89亿元,同比增长48.79%,其中,经纪业务收入同比增长58.6%;承销业务收入同比减少4.7%,投资净收益加公允价值变动收益同比增长60.9%。从各项业务收入占总收入的比重来看,经纪业务和总投资收益占比上升,其它业务占比下降,说明在2009年,除经纪业务和自营业务外,公司的其它业务还没有恢复到良好的状态。

表1、公司经营总体状况

单位:元

合并数	2009年度	2008年度	同比
一、营业收入	10,470,057,337	7,206,032,773	45.3%
经纪业务收入	7,452,779,745	4,698,727,195	58.6%
承销业务收入	231,244,758	242,530,079	-4.7%
资产管理业务收入	59,204,690	99,686,004	-40.6%
利息净收入	709,889,784	746,829,107	-4.9%
投资收益	1,613,309,063	1,002,730,454	60.9%
二、营业支出	4,296,886,915	2,977,187,546	44.3%
三、营业利润	6,173,170,422	4,228,845,227	46.0%
四、利润总额	6,407,156,816	4,164,871,660	53.8%
五、净利润	4,924,671,839	3,283,848,381	50.0%
归属母公司所有者净利润	4,689,907,742	3,151,949,571	48.8%

资料来源:公司公告

表2、各项业务占比

	2009年	2008年
经纪业务	71.2%	65.2%
承销业务	2.2%	3.4%
资产管理业务	0.6%	1.4%
利息净收入	6.8%	10.4%
投资收益	15.4%	13.9%

资料来源:公司公告

二、经纪业务状况

2009年广发证券股基权总成交额46227.2亿元,同比增长和81.9%,高于全行业76.1%的增幅。市场份额为3.9%,与去年同期相比有所上升。另外,广发华福总成交额为8620.6亿元,同比增加68.5%,市场份额略有下降。从佣金率上看,广发证券2009年的佣金率为0.16%,比去年同期相比有所降低。

表 3、上市券商交易额同比

单位：百万元

	2009 年		2008 年		同比增长	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
广发证券	4622724	3.9%	2541930	3.8%	81.9%	3.3%
广发华福	862062	0.7%	511628	0.8%	68.5%	-4.3%
全行业	119227023		67708777		76.1%	

资料来源：东北证券研究所

营业部迁址带来的佣金率变化。2007 年以来，随着券商营业部的新设及迁址，相对平衡的竞争格局被打破，价格战趋于激烈，佣金率下降。新设及迁址营业部的券商以中小券商为主，主要从经济欠发达地区迁往经济发达地区，广东省、浙江省、北京市、上海市、山东省和江苏省是营业部新设和迁址最多的地区，随着新入主营业部的增多，这些地区竞争趋于激烈，佣金价格下降幅度较大，对广发证券来说，经纪业务收入在发达地区集中度较高，因此受佣金价格战的影响较大。2009 年广发证券经纪业务佣金率为 0.16% 与 2008 年同期相比有所降低。

表 4、各地新建及迁址营业部数量

单位：个

	新建营业部					本地迁址营业部			
	2007	2008	2009	合计		2007	2008	2009	合计
广东省	77	8	6	91	广东省	26	43	18	87
浙江省	20	1	3	24	上海市	16	26	23	65
北京市	19	1	1	21	浙江省	6	20	9	35
上海市	17	2	2	21	江苏省	4	13	17	34
江苏省	14	2	1	17	山东省	6	11	4	21
山东省	12	10	9	31	北京市	5	10	5	20
辽宁省	11			11	四川省		10	2	12
湖北省	10	1		11	湖北省	6	7	2	15
四川省	10			10	吉林省		7	1	8
黑龙江	8	1	1	10	辽宁省	3	7	7	17
天津市	8			8	河北省	3	6	1	10
福建省	7	2	2	11	陕西省		6	1	7
江西省	7	1		8	天津市	3	6	2	11
湖南省	6	3	10	19	福建省		5	2	7

资料来源：东北证券研究所

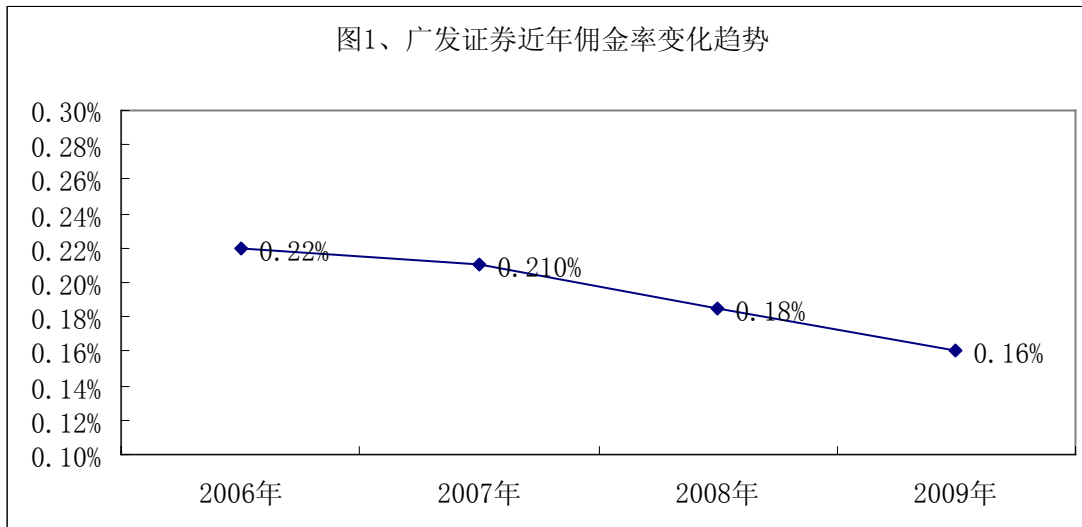
表 5、异地迁址营业部数量

单位：个

	2007	2008	2009	3 年合计
浙江省		10	4	14
北京市	1	5	2	8
广东省	2	2	2	6
福建省		3	3	6
重庆市	1	3		4

河南省		2	1	3
山东省	2	2	1	5
天津市		2		2
江苏省	1	1	1	3
江西省			3	3
辽宁省			2	2
天津市			2	2

资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

二、承销业务

2009年，广发证券承销项目共融资102亿元，同比减少44.3%。实现承销收入2.31亿元，同比减少4.7%。其中股票的承销融资高于债券的承销融资，债券承销金额大幅度降低，影响了承销业务收入。

表6、广发证券承销业务同比

单位：万元

	总计	首发	增发	可转债	债券发行
2009年	1,020,733.2	392,448.0	304,951.9	0.0	323,333.3
2008年	1,833,727.0	365,087.0	529,140.0	195,000.0	744,500.0
	-44.3%	7.5%	-42.4%	-100.0%	-56.6%

资料来源：东北证券研究所

三、基金管理业务

广发证券分别参股广发基金 48.33% 和易方达基金 25% 的股权，2009 年，广发基金和易方达基金的基金管理费收入分别是 13.4 亿元和 16.2 亿元，归属于广发证券的收入分别是 6.49 亿元和 4.01 亿元，比去年同期分别增长 11.1% 和 1.9%。合计 10.5 亿元。

表 7、2009 年归属于券商的基金管理费收入

单位：元

		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
广发基金	基金资产净值	101756538138	91077611968	91090667716	77974413527
	基金管理费收入	372178020	340605320	340654140	288398520
	合计	1341836000			
	归属于广发证券的收入	648509340			
	同比增长	11.1%			
易方达基金	基金资产净值	111229619172	111229619172	115614373390	96720223931
	基金管理费收入	420539380	411397220	432366080	357732340
	合计	1622035020			
	归属于广发证券的收入	405508760			
	同比增长	1.9%			

资料来源：东北证券研究所

四、自营业务收入

2009 年，公司实现投资收益 16.02 亿元，同比减少 40%，公司公允价值变动净收益为 0.11 亿元，同比增长 100.67%，合计 16.13 亿元，同比增长 60.89%，2009 年，随着行情的反转，投资浮亏的大幅度减少，为公司的投资收益提供了较大的贡献。2009 年，公司总的投资收益率为 11.92%，

表 8、广发证券投资收益状况

单位：元

	2009 年	2008 年	同比
投资收益	1,602,079,671.3	2,670,459,342.1	-40.01%
公允价值变动收益	11,229,391.6	-1,667,728,888.4	100.67%
合计	1,613,309,062.9	1,002,730,453.7	60.89%

资料来源：东北证券研究所

五、创新业务

广发证券净资本规模较大、经纪业务实力居行业前列、盈利能力较强，创新业务发展空间巨大。广发证券全资控股的广发期货，是期交所的全面结算会员，广发证券拥有 IB 业务资格，在开展股指期货方面占有明显的优势。另外，公司的净资本已达到 108.2

亿元，同比增长 36%，目前广发证券是具有融资融券试点资格的证券公司，在开展融资融券方面具有先发优势。

根据敏感性分析，试点阶段股指期货将给整个行业带来 50 亿元左右的佣金收入，但一旦股指期货全面展开，将带来 300 亿元以上的佣金收入。另外，股指期货的保证金将为券商带来利息收入。但随着未平仓合约占股指期货交易合约的比例提高，保证金将为券商带来利息收入将大幅度增加。

券商在融资融券业务中的盈利模式包括：融资利差、融券手续费等，并能增加券商的佣金收入，有望扩大客户源和市场占有率。按行业平均的交易佣金费率为 0.13%，预计融资融券在 2010 年，为证券行业带来的新增佣金收入 28.4 亿-94.8 亿元左右；假设证券公司将用 40% 的净资本进行融资融券业务。预计融资融券在 2010 年为证券行业带来 40-50 亿以上的利息收入；另外，还能增加中间业务收入，扩大客户源。

表10、部分上市券商旗下期货公司业务资格对比

券商	期货公司	资本金	持股比例	金融期货牌照
中信证券	中证期货	1	100%	经纪、全面结算、IB
	中信建投	1.5	100%	经纪、交易结算、IB
光大证券	光大期货	1.5	100%	经纪、全面结算、IB
广发证券	广发期货	1.2	100%	经纪、全面结算、IB
海通证券	海通期货	1	66.67%	经纪、交易结算、IB
长江证券	长江期货	1	100%	经纪、交易结算、IB
宏源证券	宏源期货	1	100%	经纪、交易结算、IB
国元证券	国元期货	1	55%	交易结算
国金证券	国金期货	0.8	95.50%	经纪、交易结算

资料来源：东北证券研究所

表11、具有试点资格的券商

公司	净资本	分类监管评级
中信	358亿元	AA
国信	89亿元	AA
海通	360亿元	AA
招商	159亿元	AA
银河	/	/
华泰	64亿元	
广发	108.2亿元	
国泰君安	152亿元	AA
申万	92亿元	AA
光大	204亿元	AA
东方	63亿元	

资料来源：东北证券研究所

六、盈利预测及投资评级

我们在日均交易额 2000 亿元，投资收益率 20% 的假设下，广发证券 2010 年全年的 EPS 大约为 1.4 元左右。

表11 盈利预测

单位：元

		日均交易量									
		1200	1400	1500	1800	1900	2000	2100	2200	2300	2500
投资收益 率	-5.00%	0.25	0.40	0.47	0.68	0.75	0.82	0.89	0.96	1.04	1.18
	0.0%	0.37	0.52	0.59	0.80	0.87	0.94	1.01	1.08	1.16	1.30
	5.0%	0.49	0.64	0.71	0.92	0.99	1.06	1.13	1.20	1.28	1.42
	7.5%	0.55	0.70	0.77	0.98	1.05	1.12	1.19	1.26	1.34	1.48
	10.0%	0.61	0.76	0.83	1.04	1.11	1.18	1.25	1.32	1.40	1.54
	12.5%	0.67	0.82	0.89	1.10	1.17	1.24	1.31	1.38	1.46	1.60
	15.0%	0.73	0.88	0.95	1.16	1.23	1.30	1.37	1.44	1.52	1.66
	17.5%	0.79	0.94	1.01	1.22	1.29	1.36	1.43	1.50	1.58	1.72
	20.0%	0.85	1.00	1.07	1.28	1.35	1.43	1.49	1.56	1.64	1.78
	22.5%	0.91	1.06	1.13	1.34	1.41	1.48	1.55	1.62	1.70	1.84
	25.0%	0.97	1.12	1.19	1.40	1.47	1.54	1.61	1.68	1.76	1.90
	27.5%	1.03	1.18	1.25	1.46	1.53	1.60	1.67	1.74	1.82	1.96
	30.0%	1.09	1.24	1.31	1.52	1.59	1.66	1.73	1.80	1.88	2.02

表12、广发证券与海通证券比较

单位：万元

	公司名称	营业收入	营业利润	净利润	资产总计	净资产
2007 年	海通证券	1126485	732432	556013	9534516	3688362
	广发证券	1709922	1105607	820242	9742957	1537720
2008 年	海通证券	700652	366406	338502	7468602	3863699
	广发证券	720603	422885	328385	5562463	1269284
2009 年 IH	海通证券	413248	295212	249330	8240346	4097163
	广发证券	458447	265313	213693	6423916	1426349

我们认为广发证券的盈利能力和资产规模应该与海通证券相当，目前海通证券的总市值规模为 1397.9 亿元，借壳上市后，广发证券的总市值应该能达到这一规模，按 25 亿股的总股本计算，复牌后广发证券对应股价应该是 55 元，对应 2009 年年的市盈率为 30 倍，对应 2010 年的市盈率为 39 倍。考虑到创新业务给广发证券带来的业务发展空间，我们给予谨慎推荐的评级。

表13、估值水平对比

名称	总市值[亿元]	总股本（亿股）	PE	PB
中信证券	1780.3	66.3	19.9	3.06
海通证券	1397.9	82.27	30.7	3.3
招商证券	1047.7	35.85	47.7	5.3
光大证券	910.9	34.18	28.7	4.25
长江证券	373.2	21.71	21.4	4.71
国元证券	351.8	19.64	28.3	2.81
西南证券	315.7	19.03	31.38	6.6
国金证券	199.6	10.0	40.6	8.18

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。