



非银行金融业
维持评级

事件点评



广发证券：华福出售与创新业务基本对冲

- ◆ 解决同业竞争问题提速。3月17日，广发证券发布关于解决广发华福同业竞争问题进展的公告，公司根据相关监管要求，拟转让所持有的华福证券 60.35%的股权，目前已有多家机构表达洽购股权的意向，公司将在股权转让方案确定并履行内部程序后报监管部门批准。
- ◆ 目前新业务申请受限。公司此前为解决同业竞争问题曾出具承诺函，承诺将以市场价格转让所持广发华福的全部股权，并在 2010 年 12 月 31 日前办理完毕包括工商变更手续等在内的各项具体事宜，在解决同业竞争问题之前，广发证券将不向中国证监会提出新业务、新产品、新网点的申请。
- ◆ 出售华福对经纪业务将产生不利影响。截至 2010 年 2 月的数据，广发证券全系统共拥有证券营业部 208 家，证券服务部 15 家，其中广发华福有 31 家营业部，3 服务部，营业网点占广发的 15.7%，并且其在福建地区具有一定的区域优势。09 年广发证券综合经纪市场份额 4.5%，其中广发华福市场份额为 0.69%，占广发系的 15.4%。
- ◆ 广发华福 08 年营业收入 7.94 亿元，09 年营业收入 12.03 亿元，广发证券 08 年营业收入 74 亿元，09 年营业收入 104.7 亿元，按 60.35%的股权比例折合分别占广发总收入的 6.5%和 6.9%；广发证券 08 年归属母公司股东净利润为 31.5 亿元，09 年为 46.8 亿元，广发华福 08 年归属母公司股东净利润 3.3 亿元，09 年为 5.89 亿元，折合股权比例后占广发归属股东利润的 6.3%和 7.6%。
- ◆ 根据此前延边路吸收合并广发证券公告，其给出广发 2010 年的盈利预测报告，在不考虑出售广发华福股权的一次性损益前提下，若在 2010 年 1 月 1 日全部出售所持广发华福股权，则广发证券 2010 年的营业收入及归属于母公司所有者权益的净利润将分别减少 11.85%和 7.96%。
- ◆ 按照广发华福 09 年归属母公司股东净利润为 5.89 亿元，考虑其经纪业务占比高，以 15 倍市盈率估算广发所占股权价值在 53 亿元左右。如果广发由于解决同业竞争而获得创新业务试点资格，广发华福出售款用于融资融券业务，则其收益相当可观并且稳定，我们认为基本可以对冲失去华福而产生的不利影响，我们继续给予公司持有评级。

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,099	7,206	10,287	12,829	15,684
Growth(%)	315.95%	-57.86%	42.75%	24.72%	22.26%
净利润	8,202	3,284	4,590	6,014	8,881
Growth(%)	406.20%	-59.96%	39.79%	31.00%	47.68%
每股收益(元)	3.8	1.6	1.8	2.3	3.4
每股净资产(元)	7.1	4.8	6.3	8.0	10.8
净资产收益率(%)	53.27%	11.99%	15.84%	16.09%	18.06%

财务报表预测和估值数据汇总

利润表(百万元)	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表(百万元)	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,099	7,206	10,287	12,829	15,684	货币资金	71,495	31,702	76,085	91,302	100,432
手续费净收入	11,203	5,462	7,933	9,928	12,393	结算备付与保证金	13,823	8,969	6,502	5,501	4,701
代理买卖证券业务净收入	8,793	4,837	7,592	9,588	12,079	交易性金融资产	5,571	6,835	8,543	9,398	10,337
证券承销业务净收入	480	243	261	260	234	买入返售金融资产	0	0	0	0	0
资产管理业务净收入	303	0	80	80	80	可供出售金融资产	4,717	5,907	6,497	7,797	8,576
利息净收入	524	747	562	851	1,036	其他资产	1,823	2,212	2,972	2,931	2,894
投资收益及公允价值变动	5,361	1,003	1,792	2,050	2,255	资产总计	97,430	55,625	100,598	116,928	126,941
其他业务收入	11	9	0	0	0	短期借款	171	0	0	0	0
营业支出	6,043	-2,977	4,166	4,811	3,843	交易性金融负债	0	0	0	0	0
营业税金及附加	803	-412	566	706	-863	衍生金融负债	322	0	0	0	0
业务及管理费	5,136	-2,560	3,600	4,105	4,705	卖出回购金融资产款	0	1,600	1,600	1,600	1,600
营业利润	11,056	4,229	6,121	8,018	11,842	代理买卖证券款	74,280	38,065	75,635	90,762	99,838
营业外收支	341	-64	0	0	0	其他负债	7,279	3,266	6,769	2,860	-3,752
利润总额	11,397	4,165	6,121	8,018	11,842	负债合计	82,052	42,932	84,004	95,222	97,685
所得税	3,195	-881	1,530	2,005	2,960	股本	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
净利润	8,202	3,284	4,590	6,014	8,881	归属母公司所有者权益	14,241	12,056	15,762	20,103	27,094
归属母公司所有者净利润	7,586	3,152	4,406	5,772	8,524	少数股东权益	1,136	637	833	1,603	2,161
少数股东损益	6,163	132	184	242	357	所有者权益合计	15,377	12,693	16,595	21,706	29,255
经营指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	风险指标	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
平均总资产收益率	15.57%	4.12%	5.64%	5.31%	6.99%	净资本	13,757	10,588	13,977	18,033	24,883
平均净资产收益率	53.27%	11.99%	15.84%	16.09%	18.06%	扣除代买卖证券款负债率	33.57%	27.71%	33.52%	17.05%	7.94%
管理费用率	30.04%	-35.52%	35.00%	32.00%	30.00%	自营规模/净资本	17.93%	17.93%	113.95%	97.15%	77.45%
营业收入/总资产	35.10%	9.42%	13.17%	11.80%	12.86%	权益自营规模/净资本	16.56%	16.56%	34.18%	38.86%	30.98%
每股数据(元)	2007	2008A	2009E	2010E	2011E	估值	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
每股收益	3.8	1.6	1.8	2.3	3.4	市盈率					
每股净资产	7.1	4.8	6.3	8.0	10.8	市净率					

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上