

2010 年 03 月 16 日

市场数据(人民币)

市价(元)	58.38
已上市流通A股(百万股)	92.07
总市值(百万元)	146,361.33
年内股价最高最低(元)	58.38/10.55
沪深 300 指数	3203.97
深证成指	11948.76
2008 年股息率	0.00%


分析师:李伟奇
联系人:陈振志

 (8621)61038213
 chenzhzh@gjzq.com.cn

丁文韬

 (8621)61358330
 dingwt@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

广发证券 (000776.SZ)

——出售广发华福对公司影响较小


基本结论

- **事件：**广发证券发布公告，根据相关监管要求，公司拟转让所持有的广发华福证券有限责任公司 60.35% 的股权，以解决与广发华福之间存在同业竞争的问题。目前，股权出售事宜正在按计划推进之中，并在股权转让的具体方案确定并履行必要的内部程序后报监管部门批准。
- **我们的观点：**（1）公司在借壳上市的信息中曾披露将在 2010 年 12 月 31 日前以市场价格转让所持广发华福的全部股权，以解决同业竞争问题。因此，这次公告所包含的信息基本被市场所预期和消化，也在市场的预期之中。（2）与中信证券出售中信建投有所不同，由于广发华福对广发证券的业绩贡献较小，因此即使全部出售，对公司当前的业绩和未来的业务发展影响较小。（3）与中信证券较为相似，在融资融券试点即将启动的关键时刻，公司在处理同业竞争问题中的积极举动无疑将从实际上和市场预期上提高公司获批试点资格的可能性，从而有利于股价表现。
- ◆ **同业竞争问题的解决有助于提高公司获得融资融券试点资格的可能性，从而有利于股价表现。**广发证券是一家市场化程度较高和经营稳健的全国性大型券商。由于融资融券是一种资本消耗型的新业务，而且在试点期间较有可能以风险控制为主，因此预计资本实力和风险控制能力将成为获取试点资格重要的考核指标之一。无论从资本实力上，还是从风险控制能力上，广发证券均较为符合业务要求。加上同业竞争问题的积极解决，我们认为这将有助于提高公司获得融资融券试点资格的可能性，从而有利于股价表现。
- ◆ **广发华福对广发证券的经营和业绩贡献较小。**从经营的基本面来看，广发华福在投行、资管和自营等业务方面对广发证券的贡献份额较小，几乎可以忽略不计。其贡献主要体现在经纪业务上，而且贡献份额较小。在广发证券目前 4.75% 的经纪业务市场份额中，广发华福证券仅贡献了其中的 0.73%。而且，截止 09 年底，在广发证券 208 家营业部中，广发华福只占了 31 家，占比较小。从业绩贡献度来看，根据 07 年至 09 年的业绩情况，广发华福对公司业绩的贡献份额平均只有 6.6%。
- ◆ **融资融券和股指期货等新业务的陆续启动将有助于进一步降低股权出售对公司经营的影响。**随着直投业务退出渠道的完善（创业板启动）、融资融券和股指期货等新业务的即将启动，公司的投机环境已得到较大的改善，可以通过新业务的再投资收益来部分弥补股权出售对业绩的负面影响。
- **投资建议：**维持对公司“买入”的评级。在 2200 亿元日均交易额假设的基础上，公司 09 年和 10 年的 EPS 分别为 1.78 元和 2.21 元（暂不剔除广发华福证券）。公司目前股价对应 10 年 PE 为 26.4 倍。即使考虑剔除全部广发华福贡献的业绩以及不考虑当期出售收益和再投资收益，公司目前股价对应 10 年 PE 也仅上升至 28.5 倍。

图表1：上市券商盈利预测及投资评级（注：广发证券此处尚未考虑剔除广发华福的业绩贡献，即使考虑剔除全部广发华福贡献的业绩以及不考虑当期出售收益和再投资收益，广发目前股价对应10年PE为28.5倍）

国内券商估值水平（10年基于日均交易额2200亿的假设）

	评级	股价		EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		16-Mar-10		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
中信证券	买入	28.12	CNY	1.34	1.48	20.99	19.00	9.45	10.62	2.98	2.65	15.30	14.99
海通证券	买入	17.06	CNY	0.60	0.67	28.43	25.46	4.99	5.45	3.42	3.13	12.24	12.49
长江证券	买入	16.50	CNY	0.56	0.68	29.46	24.26	4.11	4.67	4.01	3.53	13.64	14.58
国元证券	持有	17.97	CNY	0.53	0.60	33.91	29.95	7.70	8.21	2.33	2.19	6.89	7.40
东北证券	买入	32.85	CNY	1.38	1.42	23.80	23.13	4.65	5.77	7.06	5.69	29.65	24.57
光大证券	买入	27.18	CNY	0.77	0.87	35.30	31.24	6.70	7.28	4.06	3.73	11.93	12.28
招商证券	持有	28.37	CNY	0.92	0.95	30.84	29.86	5.04	5.63	5.63	5.04	18.78	17.49
广发证券	买入	58.38	CNY	1.78	2.21	32.80	26.42	5.97	6.61	9.78	8.83	28.80	27.10
华泰证券	持有	22.32	CNY	0.79	0.75	28.25	29.76	2.89	5.41	7.72	4.13	29.36	14.99
西南证券	持有	16.11	CNY	0.53	0.53	30.40	30.40	2.46	2.85	6.55	5.65	21.53	18.43
Average						29.42	26.95			5.35	4.46	18.81	16.43

来源：国金证券研究所

图表2：广发证券股票基金代理交易市场份额的构成

股票基金市场份额	2007	2008	200902	200904	200906	200908	200910	2009	201001	201002
广发证券合并	4.99%	4.81%	4.56%	4.56%	4.59%	4.69%	4.70%	4.73%	4.75%	4.75%
广发证券母公司	4.27%	4.08%	3.91%	3.89%	3.92%	4.00%	3.99%	4.02%	4.03%	4.02%
广发华福	0.72%	0.73%	0.65%	0.67%	0.67%	0.69%	0.70%	0.71%	0.72%	0.73%

来源：国金证券研究所

图表3：广发证券目前的集合理财产品情况

名称	投资类型	成立日期	到期日	管理费率(%)	成立规模(亿元)
广发理财3号	混合型	2006-1-18	2016-1-17	1.00	4
广发增强型基金优选4号	F0F	2007-2-9		1.50	30

来源：国金证券研究所

图表4：广发证券基金管理业务的情况

证券公司	参控股的基金公司	参控股比例	基金公司资产管理规模(亿元)			基金公司市场份额		
			08	09	增长率	08	09	份额增减
中信证券	华夏基金	100.00%	1,980.23	2,657.59	34.21%	10.21%	9.93%	-0.28%
	中信基金	100.00%						
海通证券	海富通基金	51.00%	384.97	458.19	19.02%	1.98%	1.71%	-0.27%
	富国基金	27.775%	402.78	653.62	62.28%	2.08%	2.44%	0.37%
长江证券	长信基金	49.00%	233.64	274.72	17.58%	1.20%	1.03%	-0.18%
	诺德基金	30.00%	33.68	44.73	32.78%	0.17%	0.17%	-0.01%
国元证券	长盛基金	41.00%	273.22	484.75	77.42%	1.41%	1.81%	0.40%
东北证券	东方基金	46.00%	74.20	103.82	39.93%	0.38%	0.39%	0.01%
	银华基金	21.00%	524.33	747.10	42.49%	2.70%	2.79%	0.09%
宏源证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
太平洋证券	无		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
国金证券	国金通用		0.00	0.00		0.00%	0.00%	0.00%
西南证券	银华基金	29.00%	524.33	747.10	42.49%	2.70%	2.79%	0.09%
光大证券	光大保德信基金	67.00%	232.98	398.26	70.94%	1.20%	1.49%	0.29%
	大成基金	25.00%	707.26	1,060.46	49.94%	3.66%	3.96%	0.30%
广发证券	广发基金	48.33%	669.30	1,104.71	65.06%	3.45%	4.13%	0.68%
	易方达基金	25.00%	876.33	1,595.23	82.03%	4.52%	5.96%	1.44%
华泰证券	南方基金	45.00%	1,029.36	1,222.71	18.78%	5.31%	4.57%	-0.74%
	友邦华泰基金	49.00%	127.03	220.68	73.72%	0.65%	0.82%	0.17%
招商证券	博时基金	49.00%	1,257.45	1,504.56	19.65%	6.50%	5.62%	-0.88%
	招商基金	33.30%	396.60	355.56	-10.35%	2.05%	1.33%	-0.72%

来源：国金证券研究所

图表5：广发华福对广发证券的业绩贡献份额

	07年	08年	09年（未审计）
广发证券净利润（亿元）	76.39	31.52	46.9
广发华福净利润（亿元）	7.41	3.32	5.89
广发证券持股比例	60.35%	60.35%	60.35%
广发华福对广发证券净利润的贡献份额	5.85%	6.36%	7.58%

来源：国金证券研究所

图表6：广发证券盈利预测

	2006	2007	2008 [■]	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,110.90	17,099.22	7,206.03	10,810.28	12,586.78	13,203.54
手续费净收入	1,789.13	8,792.53	4,698.73	6,950.63	7,185.87	7,228.12
手续费收入	1,828.40	8,959.18	na	7,118.63	7,359.55	7,402.83
手续费支出	39.27	166.65	na	168.00	173.69	174.71
承销收入	99.36	479.92	242.53	387.06	503.90	519.16
受托管理收入	19.23	303.47	99.69	1,022.17 [■]	1,361.35	1,673.61
净利息收入	163.64	524.16	746.83	463.63	551.01	657.56
利息收入	334.55	1,035.29	na	866.35	1,024.10	1,214.09
利息支出	170.91	511.13	na	402.71	473.09	556.53
投资收益	1,127.67	3,871.75	2,670.46	1,511.94 [■]	2,362.44	2,418.95
公允价值变动	306.19	1,489.18	-1,667.73	125.37	202.82	202.82
其他业务收入	605.68 [■]	1,638.21 [■]	415.52	349.46	419.39	503.31
营业支出	1,964.98	6,043.15	2,977.19	4,438.93	4,790.70	5,026.23
业务及管理费	1,724.64	5,136.13	2,559.56	3,891.70	4,153.64	4,357.17
营业税金及附加	189.71	802.86	411.52	540.51	629.34	660.18
资产减值损失	50.61	104.14	6.09	6.70	7.70	8.86
其他业务支出	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
营业利润	2,145.92	11,056.07	4,228.84	6,371.34	7,796.08	8,177.31
营业外收入	7.52	365.42	36.15	37.96	39.86	41.85
营业外支出	35.40	23.99	100.12	50.00	50.00	50.00
利润总额	2,118.04	11,397.50	4,164.87	6,359.30	7,785.93	8,169.16
所得税	497.51	3,195.07	881.02	1,589.83	1,946.48	2,042.29
所得税率	23.49%	28.03%	21.15%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	1,620.53	8,202.43	3,283.85	4,769.48	5,839.45	6,126.87
少数股东损益	147.35	616.26	131.89	300.00	300.00	301.00
归属母公司所有者的净利润	1,473.18	7,586.17	3,151.96	4,469.48	5,539.45	5,825.87
Per share data						
股本，期末(mn)	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,507.05 [■]	2,507.05	2,507.05
EPS(basic)	0.74	3.79	1.58	1.78	2.21	2.32
EPS(Diluted)	0.74	3.79	1.58	1.78	2.21	2.32
BVPS	2.21	7.12	5.97	6.61	8.59	10.58
BVPS(Diluted)	2.21	7.12	5.97	6.61	8.59	10.58

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	6	12	16	29
买入	2	4	13	18	27
持有	0	0	2	3	6
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.46	1.58	1.61	1.62

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。