

广发证券 (000776)

中期业绩符合预期

——2010 年中期业绩快报点评

	梁静	董乐
	021-38676850	021-38676650
	liangjing@gjtas.com	dongle@gjtas.com
	S0880200010278	S0880108063472

本报告导读:

上半年业绩同比下滑 23%，符合预期，估值具备安全边际，增持

投资要点:

- 广发证券发布业绩快报，母公司上半年实现营业收入 31.2 亿元、净利润 14.9 亿元，同比分别减少 22.9% 与 22%，公司 2 季度实现营业收入 14.2 亿元、净利润 7 亿元；子公司广发华福上半年实现净利润 1.9 亿元，预计广发证券合并实现净利润 16.5 亿元，同比下滑 23%，符合预期，每股收益 0.66 元。
- 公司自营风格较为稳健，2009 年末权益投资占自营规模 22% 左右，且其中可供出售金融资产规模占比超过 50%。尽管上半年市场经历快速下跌，预计公司自营业务仍能实现盈利。但母公司中期末净资产规模 154 亿元，仅较 1 季度末增加 2.7 亿元，明显少于净利润规模，我们认为应为公司可供出售金融资产规模缩水所致。
- 公司上半年股票基金市场份额 4.8%，较 2009 年略增 2.2%。公司 1 季度股票基金净佣金率 0.11%，较 2009 年下降 22.5%，高于上市券商平均水平，预计 2 季度公司佣金率环比降幅应有所放缓，但上半年佣金率下滑仍将导致公司佣金收入同比减少 30% 左右。
- 公司上半年完成股票公开发行 72 亿元，企业债券发行 93 亿元，预计实现承销收入 3.1 亿元，同比增长 11 倍。
- 广发期货在股指期货领域表现突出，目前市场份额在 5% 左右，预计上半年贡献收入 0.3-0.4 亿元，收入占比 2%。
- 在市场日均成交额 1700 亿元、上证指数 2400 点的假设下，预计公司 2010-2012EPS 分别为 1.29 元、1.72 元以及 2.03 元，目前股价对应 PE24 倍，处上市券商尤其是流通股本较低的中小券商中较低水平，根据分布估值，调低公司目标价至 36 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,206	10,470	7,400	9,778	11,494
(+/-)%	-58%	45%	-29%	32%	18%
经营利润 (EBIT)	4,229	6,147	4,435	5,860	6,889
(+/-)%	-62%	45%	-28%	32%	18%
净利润	3,152	4,690	3,233	4,310	5,081
(+/-)%	-59%	49%	-31%	33%	18%
每股净收益 (元)	1.26	1.87	1.29	1.72	2.03
每股股利 (元)	0.50	-	1.00	1.00	1.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	58.7%	58.7%	59.9%	59.9%	59.9%
净资产收益率(%)	26.1%	28.6%	27.0%	30.6%	30.4%
总资产收益率(%)	5.7%	4.5%	2.8%	3.4%	3.7%
市净率	24.4	16.4	23.7	17.8	15.1
市盈率	5.1	3.7	3.2	2.7	2.3
股息率(%)	1.6%	0.0%	3.3%	3.3%	3.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 36.00

上次预测: 55.00

当前价格: 30.79

2010.07.13

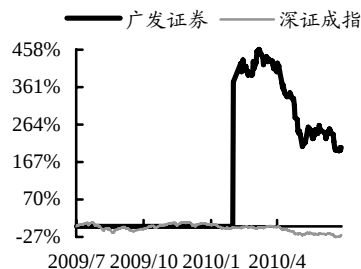
交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.55-60.46
总市值 (百万元)	76,766
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,507/92
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	4%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	161

资产负债表摘要 (12/09)

股东权益 (百万元)	16,374
每股净资产	8.19
市净率	3.7
净负债率	27.6%

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-16%	-41%	204%
相对指数	-11%	-19%	227%

相关报告

- 《自营稳健，佣金率降幅快于预期》
2010.04.28
- 《广发华福转让顺利推进，融资融券试点》
2010.03.16
- 《好事多磨，利剑出鞘》
2010.02.11
- 《上市迎来第二次腾飞契机》
2006.10.13
- 《股改方案基本未变，广发证券盈利超预期》
2006.09.28

模型更新时间: 2010.07.13

股票研究

金融

综合金融

广发证券 (000776)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 36.00

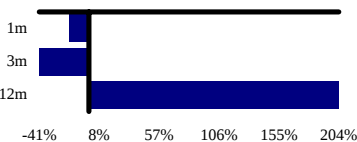
上次预测: 55.00

当前价格: 30.79

公司网址

www.gf.com.cn

绝对价格回报 (%)

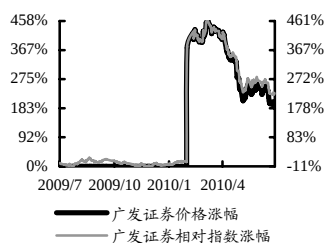


52 周价格范围 10.55-60.46
市值 (百万) 76,766

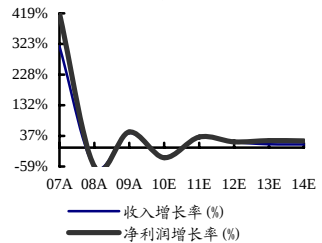
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	17,099	7,206	10,470	7,400	9,778	11,494	12,728	14,018
代理买卖证券业务净收入	8,793	4,699	7,453	4,788	5,129	5,582	5,742	5,907
市场日均股票基金成交额 (亿元)	1,939	1,110	2,239	1,700	1,870	2,057	2,160	2,268
公司经纪份额	4.58%	4.45%	4.57%	4.72%	4.84%	4.93%	4.98%	5.03%
公司股票基金权证成交额 (亿元)	50,097	30,519	54,848	42,976	48,455	54,367	57,656	61,144
公司股票基金净佣金率	0.176%	0.154%	0.136%	0.111%	0.106%	0.103%	0.100%	0.097%
证券承销业务净收入	480	243	224	551	629	717	747	806
公司股票承销额 (亿元)	62	47	37	94	102	110	109	118
公司债券承销额 (亿元)	26	63	44	183	221	264	285	308
受托资产管理业务净收入	303	100	59	101	136	187	254	341
公司资产管理规模 (亿元)	33	91	82	144	194	266	361	484
投资收益+公允价值变动	5,138	478	1,159	-194	958	1,249	1,359	1,625
上证指数涨幅	97%	-65%	80%	-27%	17%	19%	18%	17%
股票投资规模 (亿元)	7,172	815	3,213	1,668	2,336	2,993	3,276	4,089
其中: 交易性金融资产	2,872	300	1,521	899	1,056	1,254	1,478	1,729
可供出售金融资产	4,300	515	1,692	768	1,280	1,738	1,798	2,360
基金投资规模 (亿元)	625	2,209	2,243	1,271	1,491	1,785	2,087	2,459
债券投资规模 (亿元)	2,463	9,717	8,850	6,693	7,442	9,334	10,416	12,867
利息收入	524	747	710	974	1,037	1,143	1,231	1,298
营业支出	6,043	2,977	4,323	2,965	3,918	4,605	5,100	5,617
税金及附加	803	412	530	375	495	582	645	710
业务及管理费用	5,136	2,560	3,783	2,590	3,422	4,023	4,455	4,906
营业利润	11,056	4,229	6,147	4,435	5,860	6,889	7,628	8,402
所得税	3,195	881	1,482	1,026	1,356	1,594	1,212	669
少数股东损益	616	132	235	176	194	213	224	235
净利润	7,639	3,152	4,690	3,233	4,310	5,081	6,192	7,497
资产负债表								
货币资金	71,513	31,702	73,381	74,674	76,399	78,431	80,908	83,907
交易性金融资产	5,571	6,835	9,234	5,996	7,039	8,362	9,852	11,527
可供出售金融资产	4,717	5,907	5,074	4,063	4,729	6,368	6,626	8,738
长期股权投资	315	1,054	1,682	1,934	2,224	2,558	2,941	3,382
资产合计	97,161	55,625	104,254	114,679	126,147	138,762	152,638	167,902
代理买卖证券款	74,298	38,065	80,452	88,613	104,024	123,581	145,601	170,353
应付职工薪酬	2,556	1,710	1,605	1,845	2,122	2,441	2,807	3,228
负债总计	82,867	43,569	87,880	102,688	112,070	122,038	132,935	144,849
股东权益合计	14,294	12,056	16,374	11,992	14,077	16,724	19,704	23,053
每股净资产	7.15	6.03	8.19	9.48	11.20	13.22	15.69	18.68
收入构成								
经纪佣金	51%	65%	71%	65%	52%	49%	45%	42%
承销	3%	3%	2%	7%	6%	6%	6%	6%
资产管理	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
自营收入	30%	7%	11%	-3%	10%	11%	11%	12%
利息收入	3%	10%	7%	13%	11%	10%	10%	9%
其它	11%	13%	8%	16%	19%	23%	27%	29%
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	-7%	-3%	3%	3%	3%	2%	1%	1%
收入增长率	315.9%	-57.9%	45.3%	-29.3%	32.1%	17.5%	10.7%	10.1%
营业利润增长率	415.3%	-61.8%	45.4%	-27.8%	32.1%	17.5%	10.7%	10.1%
净利润增长率	418.6%	-58.7%	48.8%	-31.1%	33.3%	17.9%	21.9%	21.1%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率 (ROE)	53%	26%	29%	27%	31%	30%	31%	33%
总资产收益率 (ROA)	8%	6%	4%	3%	3%	4%	4%	4%
营业费用率	30%	36%	36%	35%	35%	35%	35%	35%
所得税率	29%	21%	24%	23%	23%	23%	16%	8%
自营资产/净资产	72%	106%	87%	84%	84%	88%	84%	88%
股票投资/净资产	50%	7%	20%	14%	17%	18%	17%	18%
估值比率								
PE	4.3	5.1	3.7	3.2	2.7	2.3	2.0	1.6
PB	10.0	24.4	16.4	23.7	17.8	15.1	12.4	10.2
股息率	4.9%	1.6%	0.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%

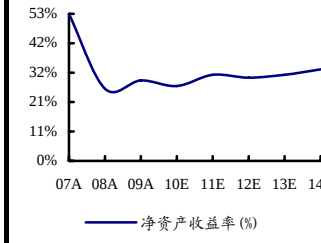
股票绝对涨幅和相对涨幅



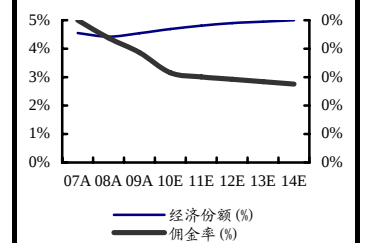
利润率趋势



回报率趋势



经济业务指标



表：广发证券分部估值

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经纪业务				
净利润	45	29	31	34
其中：佣金	41	24	26	28
利差	4	5	5	6
PE 倍数	20	20	20	20
价值	903	574	615	670
自营业务				
规模（亿元）	143	101	118	147
PB 倍数	1.1	1.1	1.1	1.1
价值	157	111	129	162
承销业务				
净利润	1.0	3.1	3.6	3.7
PE 倍数	25	25	25	25
价值	24	78	89	93
资产管理				
集合理财规模（亿元）	69	76	89	106
基金管理规模（亿元）	725	806	813	959
Price/Aum	8%	8%	8%	8%
价值	63	71	72	85
现金价值	30	22	25	30
创新溢价	0%	5%	10%	15%
合计	1,178	897	1,024	1,196
每股价值（元）	46.99	35.80	40.83	47.72

数据来源：国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		