长江证券 CHANGJIANG SECURITIES

广发证券（000776）

公司深度 研究报告

由“中性”上调为“谨慎推荐”

2010-8-5

蓄势腾飞正当时

报告要点

■ **网点盈利能力突出，经纪业务恢复性增长**

公司的营业网点数量居上市券商之首，尤其在广州、佛山、福建省、武汉等重点城市和地区的网点经营能力突出，近两年还主动降佣并积极探索经纪业务转型。2010 年上半年，公司经纪业务市场份额上升至 4.8%，上升至第 4 位；股基交易额同比增幅为 7.44%，部均交易额较 09 年提升了 4 个位次。

■ **专注于“中小板+创业板”，投行业务再度发力**

目前公司在中小板承销市场份额为 8.1%，行业排名第 4 位。2010 年上半年公司 IPO 承销和企业债承销市场份额分别为 3.59%和 2.14%，均为公司自 06 年以来最高水平。随着广发信德股权投资公司的正式起步，保荐业务与直投业务相得益彰，有望为业绩的提升做出更大贡献。

■ **再融资启动，大力发展资本消耗型、创新型业务，优化网点布局**

公司增发预计募集资金 180 亿元，净资本将达 288 亿元，仅次于海通证券，位居行业第三。再融资的启动解除了净资本的制约，公司将扩大投行、融资融券、自营等各项业务规模，优化经纪业务网点布局，提升综合竞争实力。

此外，公司资本扩张后，将进一步发挥在融资融券和股指期货等创新业务中的优势，新增利润对公司的业绩弹性也很明显。

■ **业务整体向好，具有一定估值和成长优势**

公司今年以来经纪、投行等各项业务发展势头好，再融资的启动大大提升公司资金实力和持续盈利能力。不考虑增发的摊薄效应前，预计 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 分别为 1.28、1.55、1.63 元，予以“谨慎推荐”评级。

主要财务指标

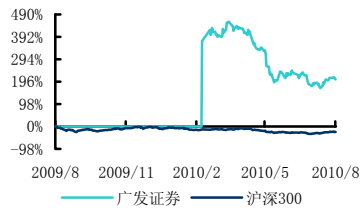
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	10470	7221	8407	8997
增长率(%)	45.30%	-31.03%	16.42%	7.02%
归属母公司所有者净利润（百万元）	4925	3203	3871	4086
增长率(%)	48.79%	-31.71%	20.89%	5.54%
每股收益(元)	2.34	1.28	1.55	1.63
净资产收益率（%）	32.27%	18.47%	20.10%	19.22%

当前股价:	32.24
金融行业评级	看淡

公司基本数据 2010.8.5

总股本(万股)	250705
流通 A 股/B 股(万股)	9207/0
资产负债率	25.31%
每股净资产（元）	6.46
市盈率（当前）	23.2
市净率（当前）	4.99
12 个月内最高/最低价	60.46/10.55

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

宏源证券	09A	10E	11E
PE	21.05	20.7	17.1
PB	3.71	3.2	2.7

中信证券	09A	10E	11E
PE	9.40	21.2	17.9
PB	1.30	1.8	1.6

相关研究

《证券业 6 月份经营数据点评：自营亏损使净资产缩水》2010-7-11

《2010 年中期证券业投资策略报告：成长的困惑》2010-6-14

《广发证券 2010 一季报点评：投行收入偏低使业绩略低于预期》2010-4-27

分析师:

刘俊

(8627)65799532

liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490208090171

联系人:

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

投资逻辑与估值比较 5
投资逻辑 5
上市券商估值比较 5
积极降佣利在长远，经纪份额显著回升 6
经纪业务是主要收入来源 6
双管齐下，市场份额显著提升 7
重点地区市场份额领先 9
网点布局较为合理 重点城市经营绩优 13
大幅降低佣金费率利在长远 17
投行业务再度发力 18
公司投行业务三大优势 19
主承销市场份额回升 19
股票承销阶梯式增长 20
企业债承销大有突破 24
资产管理业务优势有所恢复 25
资管业务资格最老 25
集合资产管理业务有待提升 26
基金业务贡献可观 28
自营规模稳步增长 风格稳健 29
自营业务规模稳步增长 29
自营风格趋于稳健 31
创新业务行业领先 32
融资融券业务市场份额居前 32
股指期货业务居行业佼佼 33
直投业务正式起步 34
财务指标分析与投资建议 35
再融资提升资本实力 35
净资产收益率居行业前列 35
大幅将佣降低短期盈利，但长期看好 36
管理费用降低至合理水平 37
投资建议 38

图表目录

图 1：2010 年一季度经纪业务收入占营业收入比重有所下降 6
图 2：2010 年 1 季度上市券商收入结构 7
图 3：08 年以来公司经纪业务的市场份额 7
图 4：2010 年上半年公司股基交易额市场排名上升到第 4 8
图 5：公司经纪业务市场份额较去年同期增长明显 8
图 6：2009 年公司网点分布状况 9
图 7：2010 年上半年公司网点分布状况 9
图 8：公司前十大交易省市交易额分布变化 10
图 9：主要交易地区市场份额变化 10
图 10：2010 年上半年公司在广东地区市场份额上升至首位 11
图 11：2010 年上半年公司在广东地区部均交易额排名第 8 11
图 12：2010 年上半年公司在福建地区市场份额排名第 1 11
图 13：2010 年上半年公司在福建地区部均交易额排名第 7 12
图 14：2010 年上半年公司在上海地区市场份额排名第 12 12
图 15：2010 年上半年公司在上海地区部均交易额排名第 11 12
图 16：2010 年上半年公司在湖北地区市场份额排名第 3 13
图 17：2010 年上半年公司在湖北地区部均交易额排名第 7 13
图 18：广发证券的外延式扩张 14
图 19：2010 年上半年年公司在三大经济圈营业网点数量占比 57.9% 14
图 20：2010 年上半年公司前 15 个交易地区营业网点分布 15
图 21：2010 年上半年公司前 15 个交易城市营业网点分布 16
图 22：2010 年上半年公司前 15 个交易城市市场份额 16
图 23：2010 年上半年公司前 15 个交易城市部均交易额 16
图 24：行业佣金费率变动情况 17
图 25：2010 年 1 季度上市券商佣金费率及变动情况 18
图 26：上市券商佣金费率及变动情况 18
图 27：证券公司保荐人代表数量排名 19
图 28：2006 年以来主承销市场份额（按承销收入计） 20
图 29：IPO 承销市场份额呈阶梯式增长（按发行规模计） 21
图 30：2007 年以来公司 IPO 承销行业分布 22
图 31：2009 年以来公司 IPO 承销行业分布 22
图 32：增发承销市场份额呈下降趋势（按发行规模计）变化趋势 23
图 33：2006 年以来企业债承销市场份额（按发行规模计） 25
图 34：2007 年以来公司资产管理业务收入（单位：万元） 26
图 35：2010 年 1 季度末广发证券资产管理收入在上市券商排名第 4 26
图 36：2009 年公司集合资产管理收入占自管业务总收入 84.04% 26
图 37：2008 年以来公司资产管理规模及市场份额下降 27
图 38：截至 2010 年上半年广发证券集合资产管理规模排名第 11 27
图 39：公司集合资产管理费率较高 28
图 40：2010 年上半年易方达基金和广发基金资产规模居行业前十 28

图 41：2009 年广发基金占公司净利润 5.81% 29
图 42：2009 年易方达基金对公司净利润贡献达 3.92% 29
图 43：2010 年 1 季度公司自营收入在上市券商中排名第 4 30
图 44：公司自营业务投资收益 30
图 45：公司交易性金融资产较 2008 年增加 37.14% 30
图 46：公司可供出售金融资产规模稳定 31
图 47：公司自营业务趋于稳健 31
图 48：2010 年二季度上市券商净资产变动情况（不考虑分红） 31
图 49：2010 年 2 季度首批融资融券资格券商市场份额 32
图 50：2009 年广发期货在大商所成交额排名第 5 33
图 51：2009 年公司净资本位列上市券商第 6 名（母公司） 35
图 52：2010 年 1 季度公司加权净资产收益率上市券商中排名第 3 36
图 53：公司 2010 年 1 季度营业收入同比小幅增长 36
图 54：2010 年 1 季度上市券商基本每股净收益变化 37
图 55：2010 年一季度公司管理费用同比减少 3.95% 37
图 56：2010 年一季度公司费用/收入比同比下降 6.9% 37

表 1：上市券商经纪业务价值系数比较 6
表 2：2009 年上市券商部均交易额排名 8
表 3：2010 年上半年上市券商部均交易额排名 9
表 4：重点省份部均交易额与当地平均比较 15
表 5：重点城市部均交易额与当地平均比较 17
表 6：截止目前公司在中小板 IPO 市场份额排名第 4 19
表 7：2009 年至今公司主承销收入排名第 10 20
表 8：2010 年 1-7 月公司 IPO 承销收入排名第 9 21
表 9：2010 年 1-7 月公司 IPO 承销规模排名第 10 22
表 10：2010 年 1-7 月公司 IPO 承销项目明细 23
表 11：2009 年以来公司增发承销项目明细 23
表 12：2009 年发审委审核通过率 24
表 13：2010 年发审委审核通过率 24
表 14：2010 年公司企业债承销项目明细 25
表 15：截止 2010/7/14 广发证券集合资产管理产品回报率 27
表 17：融资融券业务对上市券商业绩提升幅度测算 32
表 16：上市券商直投子公司盈利情况（单位：亿元） 34
财务报表及指标预测 38

投资逻辑与估值比较

投资逻辑

各项数据显示，2010 年以来公司整体业务发展势头向好，市场份额回升，而再融资的启动将大大提升公司资金实力和在新业务环境下的持续盈利能力。我们认为公司的客户质地优良，业务能力突出，在资本规模大幅度增加后，融资融券、直接投资业务是公司重要的新增利润源泉。

投资逻辑一：经纪业务可持续增长，网点经营能力突出

2010 年上半年公司的经纪业务市场份额上升至 4.8%，位列行业第四。公司一方面主动降低佣金费率，使收购的营业部市场份额快速回升，同时向积极财富管理型的经纪业务服务转型，为经纪业务长远、持续的增长提供支撑。

2010 上半年公司的部均交易额较 09 年提升了 4 个位次。网点数量居上市券商之首，主要分布在广东、福建、上海和湖北四个地区，覆盖全国。重点城市和地区网点“量+质”经营能力突出。

投资逻辑二：专注于“中小板+创业板”，投行业务恢复性增长

公司定位中小企业融资，拥有比较优势和稳固的市场份额，截至目前在中小板承销规模市场份额为 8.1%，排行第 4。拥有 59 名保荐人代表，位列行业第 5 名。2010 年 1-7 月公司 IPO 承销和企业债承销市场份额分别为 3.62%和 3.87%，均达到公司自 06 年以来最高水平。

随着广发信德股权投资公司的正式起步，通过“保荐+直投”业务模式，为公司带来业绩提升。上半年公司保荐的公司中有已有 3 家正是采用这种模式。

投资逻辑三：定向增发启动，大力发展创新型业务，优化经纪业务网点布局

公司本次非公开发行股票预计募集资金 180 亿元。增发完成后公司净资本将达到 288 亿元，位居行业第三。再融资的启动解除了净资本的制约，扩大投行、融资融券、自营等各项业务规模，优化经纪业务网点布局。2010 年 1 季度公司自营规模占净资产比重高达 93.8%，且于 5 月完成自营业务股指期货开户手续，对再融资需求十分迫切。

上市券商估值比较

我们仍以经纪份额、佣金费率与市值相比较，得出各上市券商的**经纪业务价值系数**，同时考虑到各券商收入结构的差异，测算后**调整后的价值系数**，以此衡量各券商的实际投资价值。

经过测算，我们认为广发证券的佣金费率与市场份额的乘积相对于市值而言，在上市券商中具有一定的优势，经纪业务价值系数较高。同时考虑到公司 2010 年以来经纪业务市场份额保持上升势头，及佣金费率有望先行企稳的趋势，经纪业务价值系数还有上升空间。同时今年以来公司投行业务较 09 年大有起色，对营业收入的贡献上升。公司的融资融券等创新业务也有望成为新的利润增长点，带来利息收入和经纪业务收入的提升。公司调整后的价值系数也将继续上升，更具投资价值。

表 1：上市券商经纪业务价值系数比较

	海通	华泰	广发	招商	光大	国元
市值（亿元）	838	833	827	806	587	259
市场份额	4.04%	5.83%	4.80%	4.03%	3.12%	1.06%
佣金水平（10 年一季度）	0.1245%	0.0909%	0.1117%	0.0895%	0.0892%	0.1185%
经纪业务价值系数	6.00	6.37	6.48	4.48	4.73	4.86
经纪业务收入比重	63%	78%	71%	55%	65%	70%
调整后价值系数	9.53	8.17	9.13	8.14	7.28	6.94
	西南	**宏源**	**太平洋**	**东北**	**国金**	**新中信**
市值（亿元）	248	246	179	154	150	1275
市场份额	0.73%	1.30%	0.29%	0.77%	0.70%	5.12%
佣金水平（10 年一季度）	0.1073%	0.1405%	0.1606%	0.1414%	0.1122%	0.0963%
经纪业务价值系数	3.17	7.44	2.57	7.03	5.24	3.87
经纪业务收入比重	44%	73%	70%	70%	69%	46%
调整后价值系数	7.21	10.19	3.67	10.05	7.60	8.41

资料来源：长江证券研究部

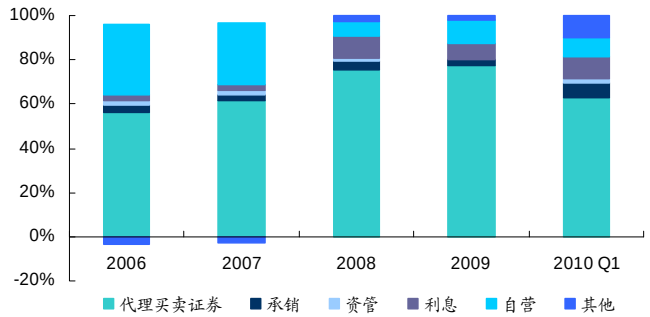
积极降佣利在长远，经纪份额显著回升

证券公司经纪业务竞争日趋激烈，不少券商通道佣金费率持续下滑，市场集中度逐渐降低，尤其自 2010 年以来排名前 15 位的大券商市场份额下降明显。但 2010 年以来，公司一方面主动降低佣金费率，同时继续探索经纪业务转型，致力于打造财富管理型的经纪业务服务品牌“金管家”，实现了经纪业务市场份额和部均股票和基金交易额的双提升，**行业排名由 2009 年的第 6 名上升至 2010 年上半年的第 4 名。**目前公司全系统网点数达 233 家，居上市券商之首，立足于珠江三角洲，覆盖全国，重点城市和地区经纪业务尤其质地优良。

经纪业务是主要收入来源

经纪业务收入是公司最主要的收入来源，2009 年公司代理买卖证券净收入 75 亿元，行业排名第三。同年经纪业务收入占总收入比重 77.7%，在上市券商中属中等偏上水平。2010 年一季度，随着市场交易量下降和佣金费率下降，经纪业务收入占比下降至 63.1%，但投行和资产管理业务占营业收入比重上升，2010 年 1 季度分别为 6.57%和 1.84%，投行与资产管理对营业收入贡献偏小的局面在半年报中有望进一步改善。

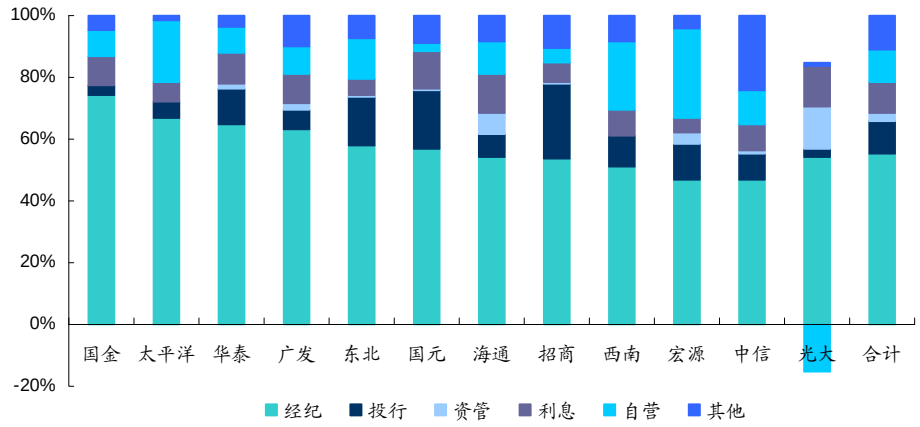
图 1：2010 年一季度经纪业务收入占营业收入比重有所下降



资料来源：长江证券研究部

在所有上市券商中，尽管公司业务结构有所改善，但仍偏单一，经纪业务比重较高，投行与资产管理对营业收入贡献偏小。

图 2：2010 年 1 季度上市券商收入结构



资料来源：长江证券研究部

双管齐下，市场份额显著提升

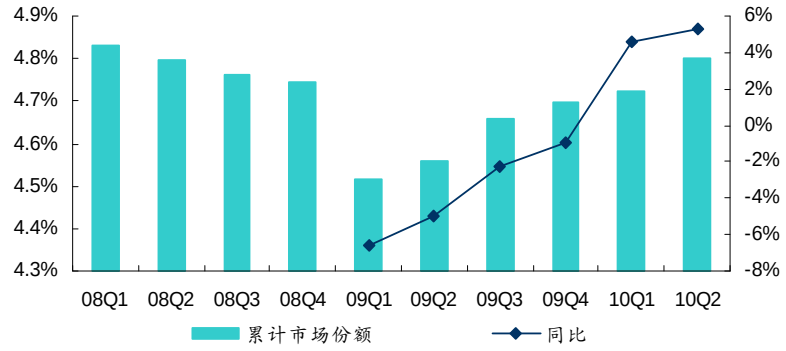
2010 年以来，券商佣金战进入白热化，在股票基金交易额和证券交易佣金费率持续下降的大趋势下，公司一方面以大幅调低佣金费率抢占市场份额，一方面引入财富管理思想，推进经纪业务转型，提高经纪业务核心竞争力。得益于此，公司 2010 年一季度、二季度股基交易量和市场份额分别同比提高了 4.63%和 5.28%。

公司力图通过产品、技术和人力的全方位提升，加快业务由通道服务向综合价值增值服务的转变。2009 年公司推出了以“金管家”为品牌的多层次、全方位服务体系，并荣获“中国最佳经纪业务服务品牌”大奖。公司同时推进高端财富管理顾问队伍的培养，推出“星起点”财富管理选拔计划。

交易量与市场份额双提升

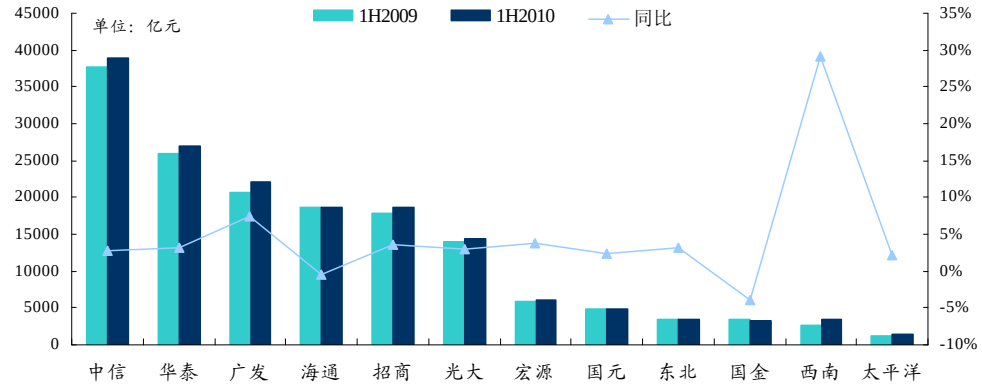
2010 年上半年经纪业务显著提升。2010 年上半年，广发系股票和基金交易额为 22114 亿元，与 2009 年同时期比增加了 7.44%。上半年广发系市场份额为 4.8%，较 2009 年增加 0.1 个百分点，增幅为 2.2%，行业排名较 2009 年升高 2 个位次。1 季度和 2 季度累计市场份额分别同比上升 4.63%和 5.28%，环比上升 0.57%和 1.63%。

图 3：08 年以来公司经纪业务的市场份额



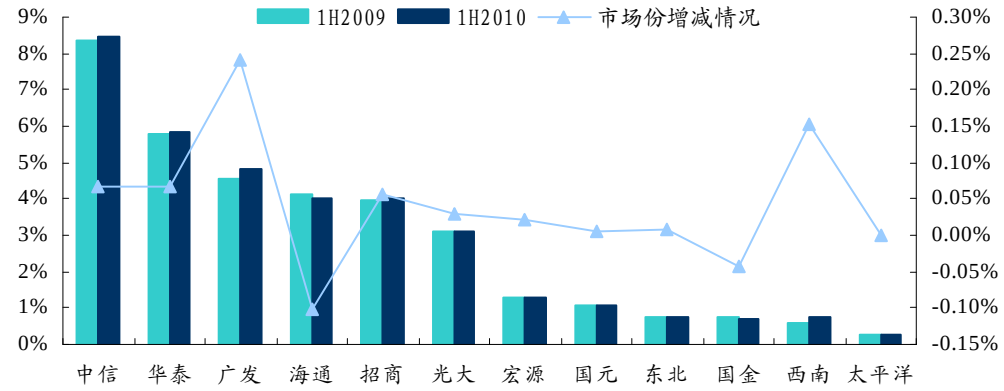
资料来源：长江证券研究部

图 4：2010 年上半年公司股基交易额市场排名上升到第 4



资料来源：长江证券研究部

图 5：公司经纪业务市场份额较去年同期增长明显



资料来源：长江证券研究部

部均股基交易额位次提升

公司市场份额的增长推动了整体部均交易额排名位次的提升，2010 年上半年公司的部均交易额排名上升到了 34 位，较 2009 年提升了 4 个位次。

表 2：2009 年上市券商部均交易额排名

排名	会员	部均交易额（亿元）	排名	会员	部均交易额（亿元）
4	招商证券	606.69	**34**	宏源证券	262.72
6	国金证券	503.41	**38**	广发系	249.11
11	中信系	427.76	**40**	国元证券	233.14
15	光大证券	390.70	**53**	西南证券	200.37
20	华泰系	351.03	**71**	太平洋	156.58
33	海通证券	262.79	**76**	东北证券	151.77

资料来源：长江证券研究部

表 3：2010 年上半年上市券商部均交易额排名

排名	会员	部均交易额(亿元)	排名	会员	部均交易额（亿元）
5	招商证券	254.23	**31**	海通证券	106.40
8	中信系	191.71	**34**	广发系	101.44
12	国金证券	161.91	**47**	国元证券	88.90
13	华泰系	157.14	**49**	太平洋	88.23
15	光大证券	143.52	**54**	西南证券	80.59
29	宏源证券	107.27	**71**	东北证券	63.10

资料来源：长江证券研究部

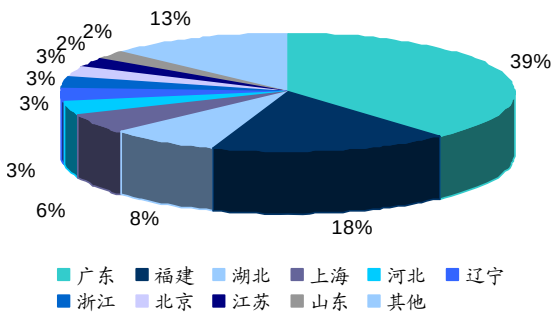
重点地区市场份额领先

公司网点分布区域性较为明显，主要分布在广东、福建、上海，湖北。公司在广东、福建和湖北地区市场份额位居领先地位，在上海地区略为逊色。在部均交易额方面，公司在重点地区均高于中位数水平。

经纪业务地区结构

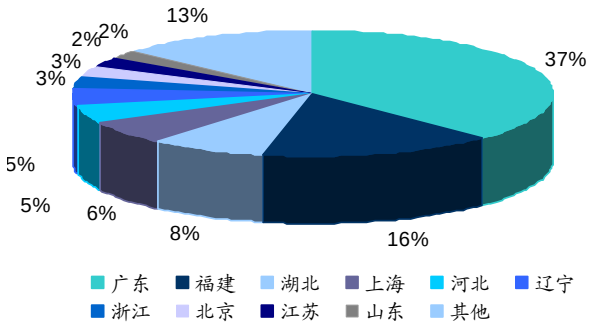
2010 年公司在广东、福建、上海和湖北四个地区营业网点分别占广发系网点总数的 37%、16%、6%和 5%，共计在 60%以上。08 年公司在这四个地区的经纪业务收入占全国经纪业务收入的比重分别为 53.4%，14.2%，4.8%和 4.8%。

图 6：2009 年公司网点分布状况



资料来源：长江证券研究部

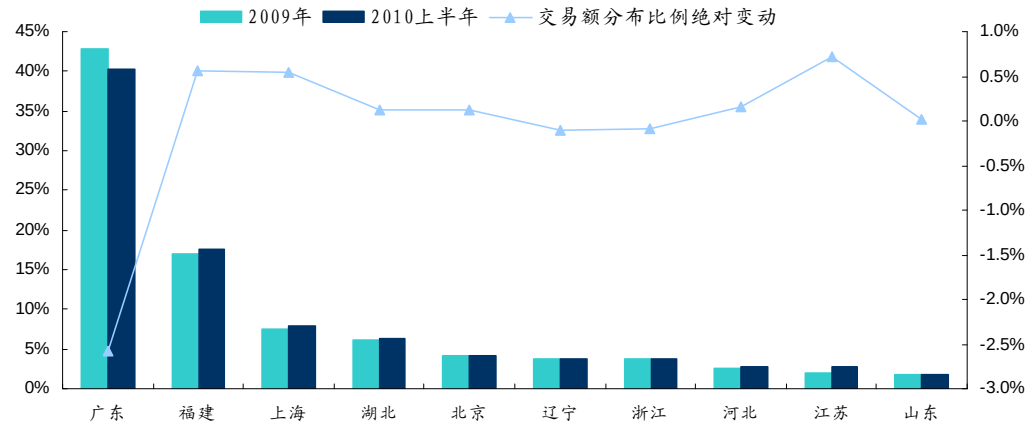
图 7：2010 年上半年公司网点分布状况



资料来源：长江证券研究部

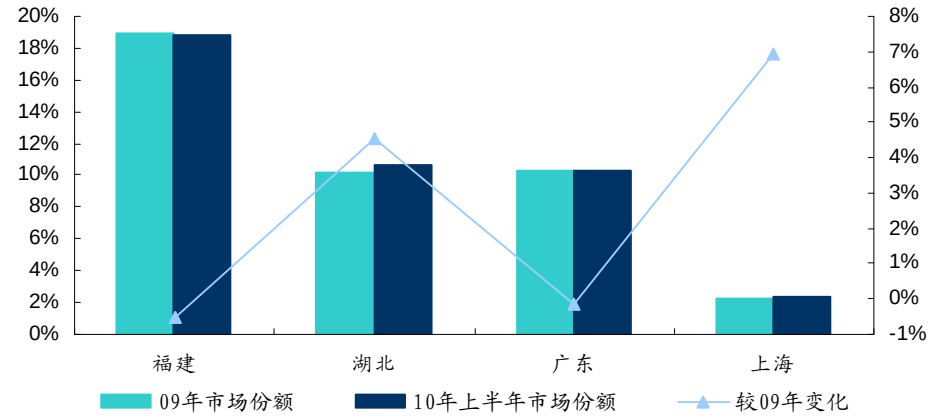
从广发系交易额的分布情况来看，2010 年上半年网点分布最为密集的广东、福建、湖北、上海四省股票和基金交易额占公司估计交易总额的 72%，其中广东省占公司交易份额减少了 3%，湖北和上海地区的市场份额增幅分别为 4.56%和 6.94%。

图 8：公司前十大交易省市交易额分布变化



资料来源：长江证券研究部

图 9：主要交易地区市场份额变化



资料来源：长江证券研究部

重点地区“量+质”表现优异

公司在重点地区不仅市场份额位居前列，且拥有优质的客户资源，部均股票和基金交易额排名靠前列。

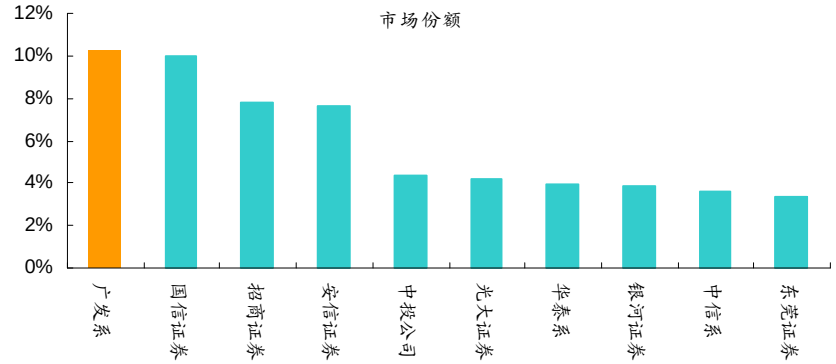
广东地区：

作为公司的注册地的广东省，公司的营业部数量高达 76 家，主要分布在广州、珠海和深圳。**2010 年上半年，公司在广东地区市场份额为 10.3%，在该地区的行业排名由 2009 年的第 2 名升至首位。**

公司在广东地区部均交易额为 104.25 亿元，排名第 8，高于中位数 74.91 亿元，但低于地区平均部均水平。从本报告下文的重点城市网点经营情况可知，公司在深圳、珠海的营业部表现拖累了公司在广东地区部均交易额。

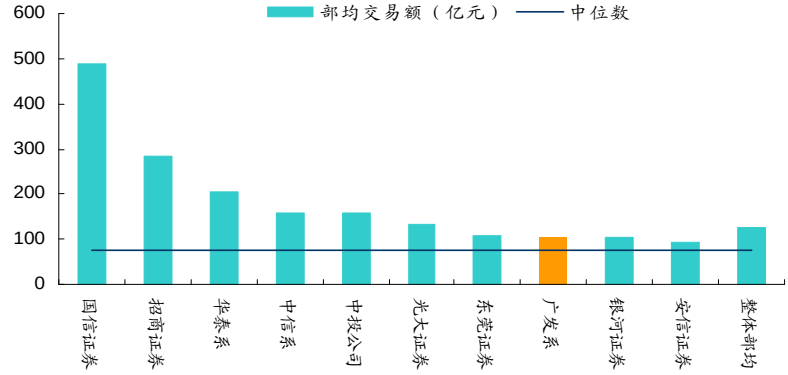
广东地区所有证券公司营业网点数量占全国总网点数的 14%，经纪业务前十名证券公司集中度仅为 59.0%。广东地区经纪业务竞争非常激烈，这也是公司在广东地区部均交易额低于当地整体部均的原因之一。

图 10：2010 年上半年公司在广东地区市场份额上升至首位



资料来源：长江证券研究部

图 11：2010 年上半年公司在广东地区部均交易额排名第 8

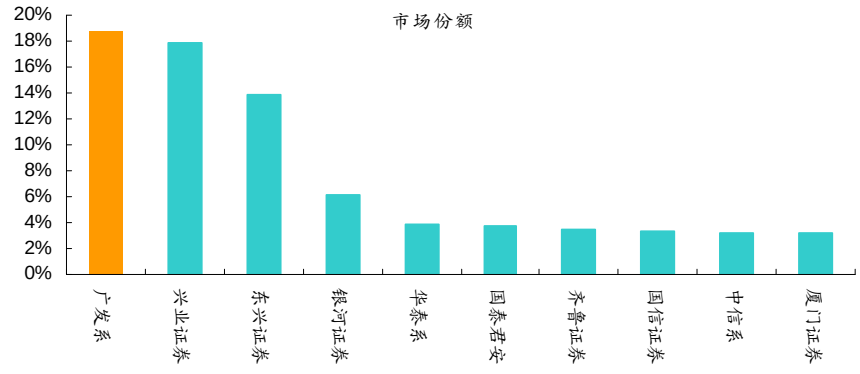


资料来源：长江证券研究部

福建地区：

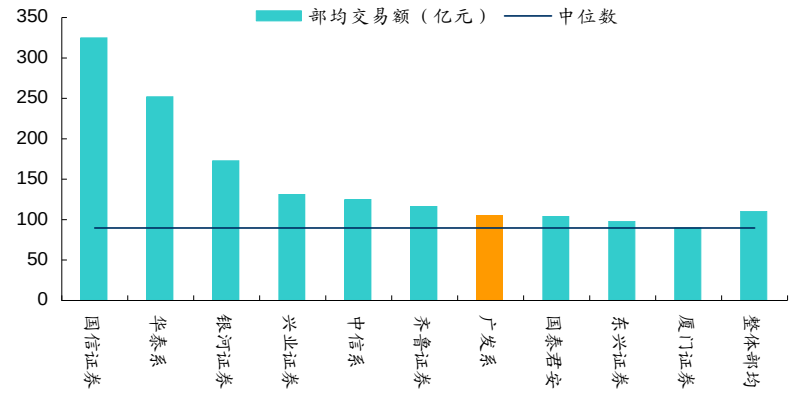
截止 2010 年 6 月，广发系在福建地区共设营业部 35 家，其中 32 家为广发华福所有。广发华福在福建地区表现不俗，使得广发系 2010 年上半年市场份额继续保持行业第 1，前十名集中度为 77.4%。广发系部均交易额 106.51 亿元，排名第 7，在上市券商中排名第 3，高于中位数水平 88.67 亿元。

图 12：2010 年上半年公司在福建地区市场份额排名第 1



资料来源：长江证券研究部

图 13：2010 年上半年公司在福建地区部均交易额排名第 7

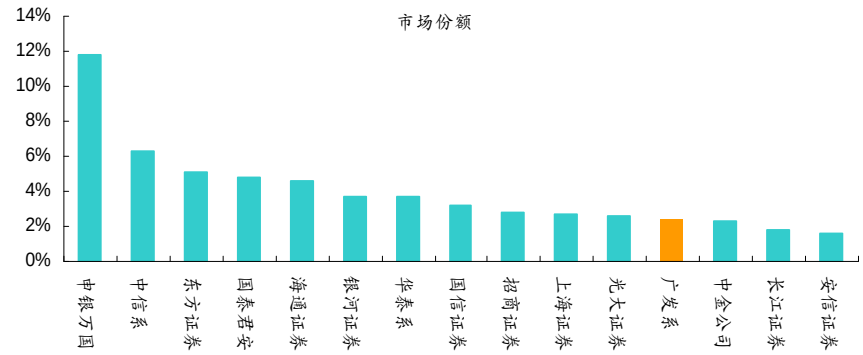


资料来源：长江证券研究部

上海地区：

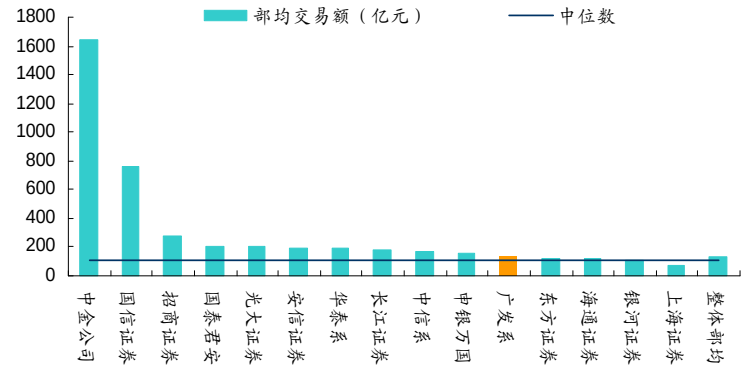
上海地区是各证券公司争夺经纪业务市场份额的主要战场之一，上海地区经纪业务市场集中度较低，前十名证券公司市场份额仅为 48.7%。2010 年上半年公司在上海地区市场份额为 2.4%，行业排名第 12 名。公司在上海地区共设营业部 13 家，其中广发华福营业部 1 家。2010 年上半年部均交易额为 129.95 亿元，排名第 12，有待提升。

图 14：2010 年上半年公司在上海地区市场份额排名第 12



资料来源：长江证券研究部

图 15：2010 年上半年公司在上海地区部均交易额排名第 11

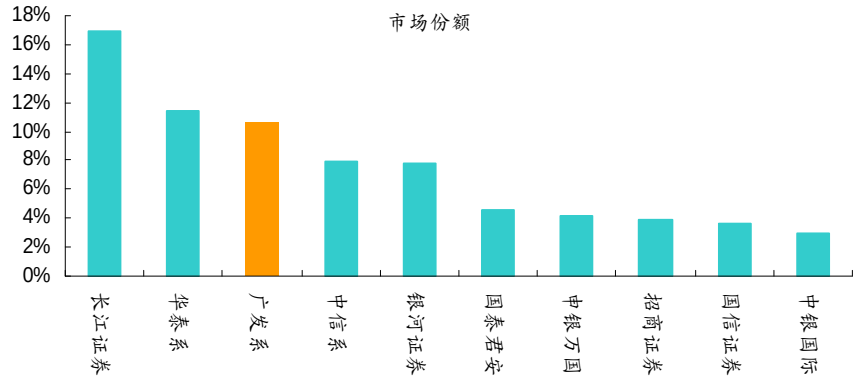


资料来源：长江证券研究部

湖北地区：

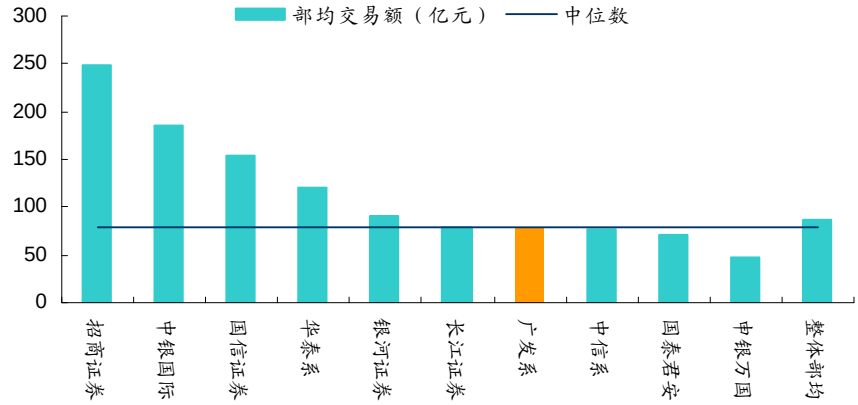
公司在湖北地区共设 16 个营业部，其中武汉占 10 家。公司在湖北地区的网点优势主要来源于 05 年托管的武汉证券。2010 年上半年公司在湖北地区市场份额为 10.6%，位居第三。公司在湖北网点较多，部均交易额为 78.64 亿元，与中位数 78.90 亿元水平相当，低于湖北的部均交易额 87.17 亿元，但公司在武汉市部均表现并不差。

图 16：2010 年上半年公司在湖北地区市场份额排名第 3



资料来源：长江证券研究部

图 17：2010 年上半年公司在湖北地区部均交易额排名第 7



资料来源：长江证券研究部

网点布局较为合理 重点城市经营绩优

网点扩张步步为营

公司成立以来，先后有 3 次主动收购，3 次托管收购，外延扩张方式使得公司网点数呈跳跃式增长。公司先后收购或托管了锦州证券、华福证券、武汉证券、河北证券、第一证券等证券公司。其中，对河北证券的托管对提升公司市场份额的贡献高达 0.65%。截止到 2010 年 6 月，公司共有 223 家营业部（含广发华福 34 家）。

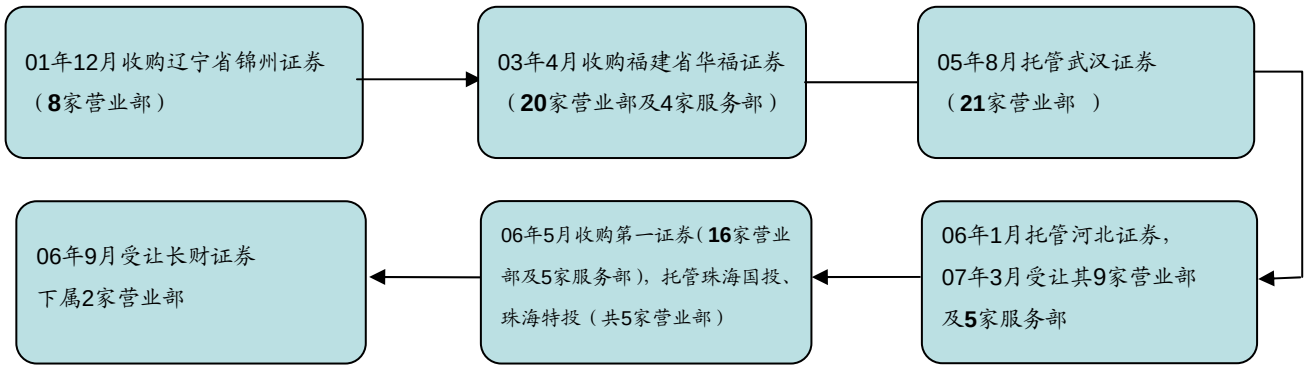
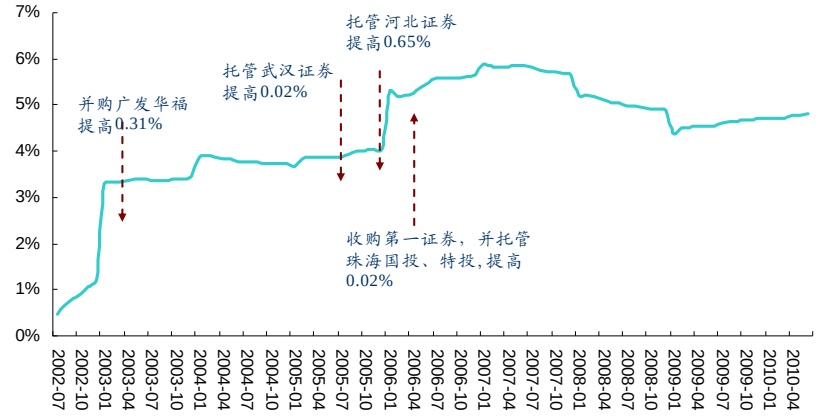


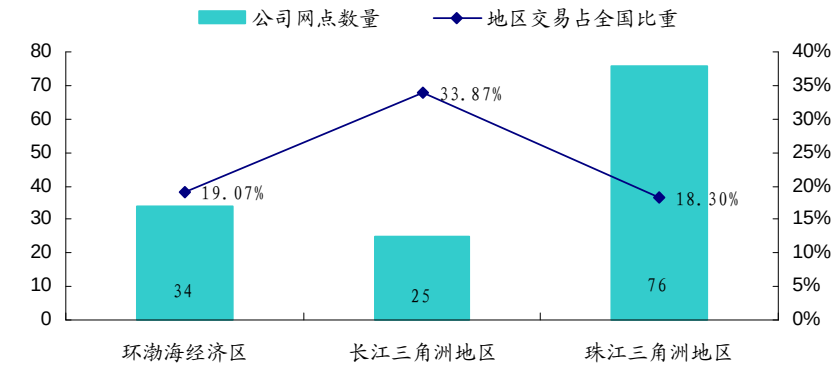
图 18：广发证券的外延式扩张



资料来源：长江证券研究部

公司的营业部主要分布在广东和其他交易较为活跃、业务价值含量较高的地区。公司营业网点遍布珠江三角洲、长江三角洲、渤海湾三大经济圈，以及华南、东北、华北等经济发达地区。三大经济圈股票和基金交易额占全国 71.23%，是经济业务高收入地区。截至 2010 年 6 月底，公司在三大经济圈营业部网点总数达 135 家，占总营业部比重 57.9%。

图 19：2010 年上半年年公司在三大经济圈营业网点数量占比 57.9%

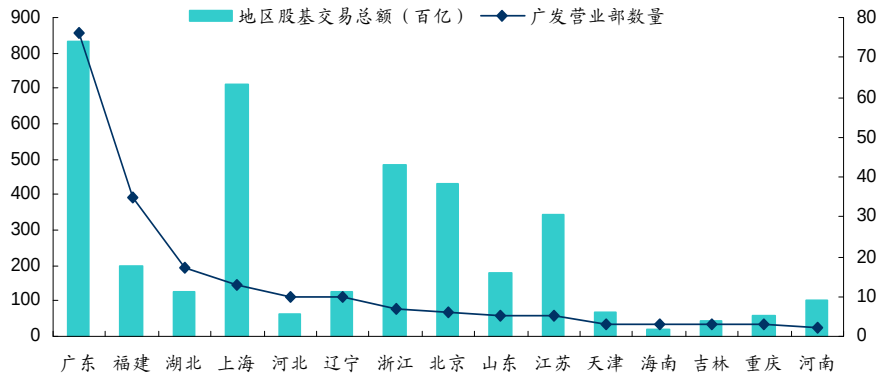


资料来源：长江证券研究部

地区视角：区域性较明显 具战略布局空间

股票和基金交易额可以作为地区交易活跃程度和经纪业务价值含量的指标。截止 2010 年 6 月底，公司在广东、福建、湖北等地区已经相应布局了拥有竞争优势的营业部网点，部分地区已达到饱和，在江浙沪和北京地区还有提升空间。

图 20：2010 年上半年公司前 15 个交易地区营业网点分布



资料来源：长江证券研究部

公司在重点地区部均交易额占当地平均部均交易额均在 85%以上。考虑到存在个别券商网点数量较少，使得当地部均交易额平均值通常高于中位数。公司在辽宁、河北、福建等地区经营良好，在广东、北京部均交易额低于整体水平。

表 4：重点省份部均交易额与当地平均比较

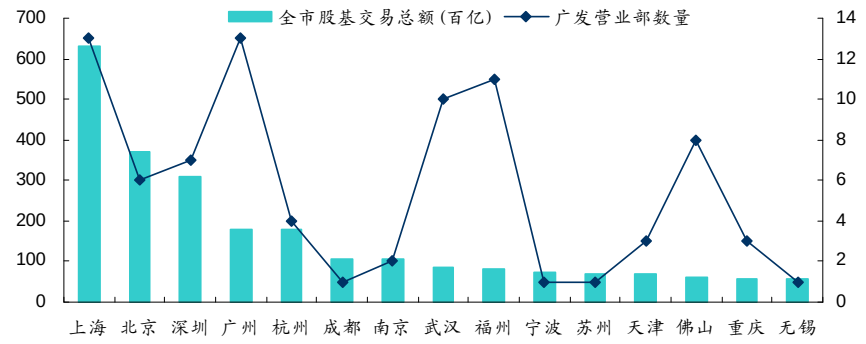
省份	整体部均（亿元）	广发部均（亿元）	广发/当地平均
北京	171	150	0.88
上海	136	130	0.95
福建	111	107	0.96
广东	126	104	0.82
湖北	87	79	0.90
辽宁	69	78	1.15
天津	74	68	0.92
河北	51	58	1.14

资料来源：长江证券研究部

城市视角：以点带面 重点城市经纪业务领跑全省

同样以全市股基交易额作为交易活跃度指标，结论为相对于城市经纪业务价值含量，公司在广州、武汉、福州、深圳、佛山等城市网点较为充足，在上海、北京、杭州、南京等城市网点相对偏少。

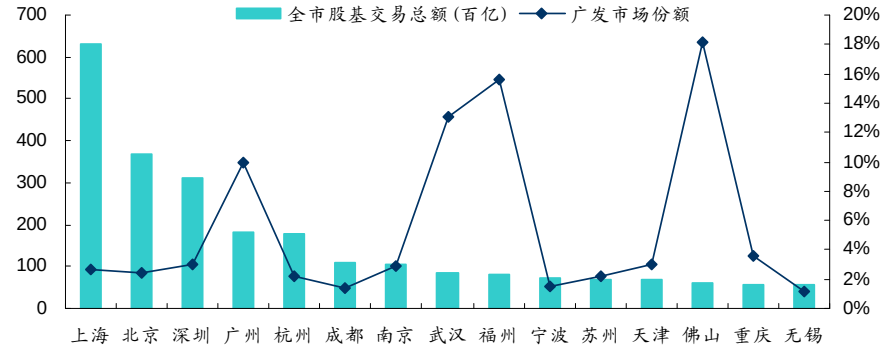
图 21：2010 年上半年公司前 15 个交易城市营业网点分布



资料来源：长江证券研究部

公司在广州、佛山、福州、武汉等城市市场份额较高，在宁波、苏州、重庆等城市表现也不错，而在上海、深圳、北京等重点城市市场份额还有进一步上升空间。

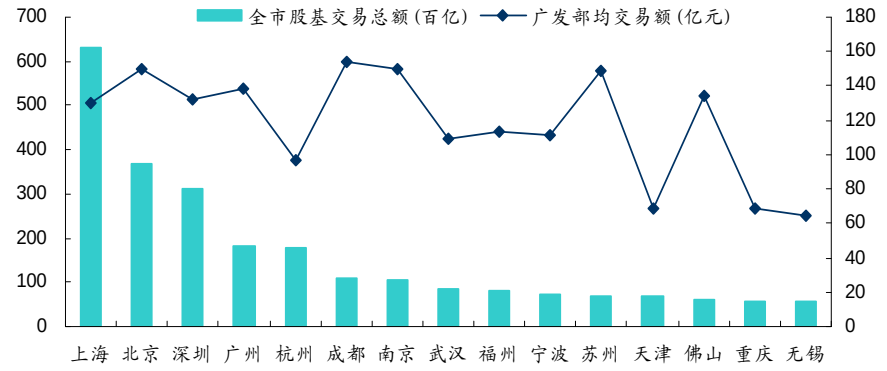
图 22：2010 年上半年公司前 15 个交易城市市场份额



资料来源：长江证券研究部

公司在各城市的网点经营水平较为平均，没有严重的参差不齐的情况，并且在上海、北京、深圳、佛山、南京、苏州等交易活跃城市和公司重要交易城市的部均交易额均比较高。

图 23：2010 年上半年公司前 15 个交易城市部均交易额



资料来源：长江证券研究部

比较公司营业部在重点城市的经营情况，我们发现虽然公司营业部在广东省、湖北省的部均交易额远低于地区平均水平，但在广州、佛山、武汉等城市经营水平较为出色。原因可能是公司在深圳、珠海等城市的部均交易额较低拖累了广东省的经营水平。公司在珠海拥有 12

家营业部，经纪业务市场份额高达 50.0%，已经达到饱和。公司在深圳拥有 7 家营业部，经纪业务市场份额仅为 3.0%，公司在深圳市营业网点服务有待加强提高。

表 5：重点城市部均交易额与当地平均比较

城市	整体部均（亿元）	广发部均（亿元）	广发/当地平均
广州	133	138	1.04
佛山	123	135	1.09
深圳	153	133	0.87
福州	131	113	0.87
武汉	110	109	0.99
杭州	165	97	0.58
珠海	107	85	0.79
泉州	85	81	0.95

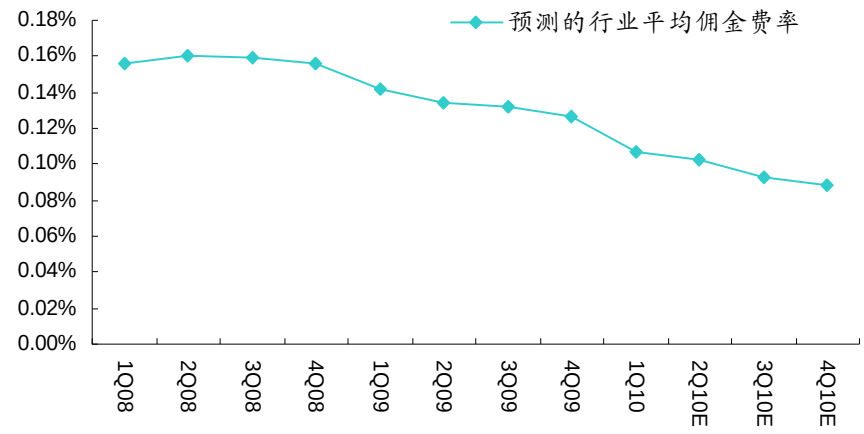
资料来源：长江证券研究部

大幅降低佣金费率利在长远

行业佣金费率持续下降

二级市场低迷与网点新设和服务部升级，共同导致了股基交易额下降和行业佣金费率下滑两大趋势的形成。在未来两年内，随着服务部升级基本完成、三线城市网点数量基本饱和，国内证券公司佣金费率可能触底，预计下降至 0.08%左右，并将进入佣金费率随市场波动而浮动的“完全市场化”阶段。

图 24：行业佣金费率变动情况



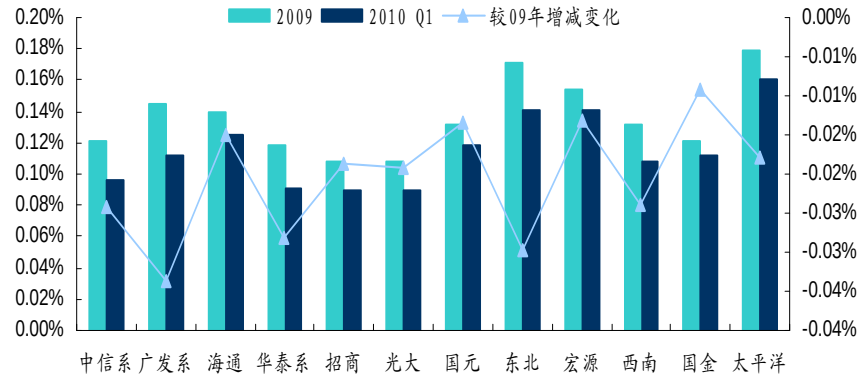
资料来源：长江证券研究部

公司大幅降佣至行业平均水平

公司佣金费率 2009 年处于行业偏高水平，自 2010 年起下调幅度加大，抢夺失地。2009 年公司佣金费率下调至 0.15%，仍属于行业偏高水平，较 08 年降幅小于行业平均水平。至 2010 年 1 季度，公司全国范围平均佣金费率为 0.1117%，与行业平均佣金费率水平相当，较 09 年降低 0.04 个百分点，居上市券商之首，降佣幅度仅次于华泰系。

我们认为公司今年以来大幅降佣大部分带补偿性质，预计 2010 年仍会基本维持行业中等或中等偏下水平，致力于依靠财富管理型经纪服务降低客户对佣金的敏感度。

图 25：2010 年 1 季度上市券商佣金费率及变动情况



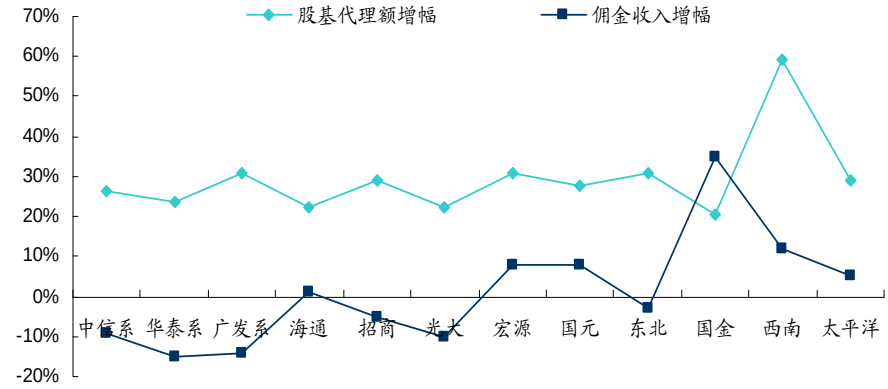
资料来源：长江证券研究部

佣金收入降幅较大

2010 年 1 季度，大多数上市券商股基代理额和市场占有率同比均上升，但并未完全弥补降佣对佣金收入的影响。华泰系和广发系在 2010 年 1 季度是佣金收入同比降幅最大的证券公司。

长期看，预计随着市场份额的提高和各大券商经纪业务转型，佣金费率的企稳将为证券公司经纪业务带来稳定的收入增长。

图 26：上市券商佣金费率及变动情况



资料来源：长江证券研究部

投行业务再度发力

投资银行业一直公司的重点发展的业务，有自己固有的特点和优势，多年来市场占有率名列前茅。公司立足广东，并在福建、山东等经济发达地区保持领先的市场份额。2010 年 1-7 月，公司股票承销和企业债承销均有很大突破，尤其在 7 月份中 IPO 承销项目 3 家，居行业第 1，企业债承销项目 5 家，居行业第 2。

在管理模式上，2008 年架构调整以后公司投行业务管理总部下设 6 个部门，分别是投资银行部、兼并收购部、债券业务部、私募融资部、资本市场部和综合管理部。在股票承销业务方面，投资银行部在全国分地区成立 5 个业务部，深入挖掘当地优秀上市资源。这种组织架

构设置利于公司资源和客户资源的整合，更能发挥投行团队整体的核心竞争力。

公司投行业务三大优势

近年来，公司投行业务在市场化经营中逐渐形成自己的优势和特色：

优势之一：股票承销定位中小企业融资，具有比较优势和稳固的市场份额，蝉联三届深交所“最佳中小板保荐机构”。

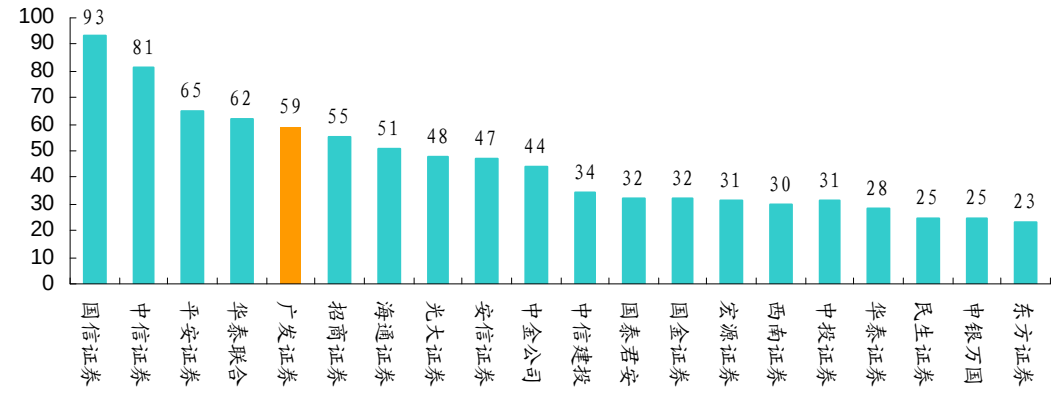
表 6：截止目前公司在中小板 IPO 市场份额排名第 4

排名	证券公司	募集金额（亿元）	市场份额
1	国信证券	292.76	12.3%
2	平安证券	227.24	9.5%
3	招商证券	194.76	8.2%
4	**广发证券**	**194.36**	**8.1%**
5	海通证券	108.25	4.5%
6	华泰证券	100.47	4.2%
7	国金证券	98.61	4.1%
8	中信证券	92.97	3.9%
9	中国建银	90.907	3.8%
10	华泰联合	70.72	3.0%

资料来源：长江证券研究部

优势之二：截止 2010 年 7 月 12 日，广发证券在中国证监会注册的保荐人代表为 59 名，位居行业第 5。充足的保荐人代表资源利于公司广泛开展中小型项目的企业上市发行工作。

图 27：证券公司保荐人代表数量排名



资料来源：长江证券研究部

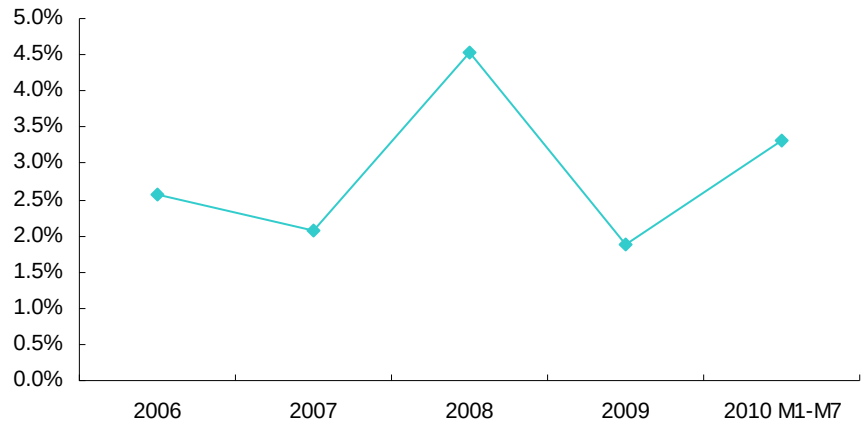
优势之三：有较强创新实力。曾多次创新股票及债券发行、定价方式。例如，公司在股权分置改革业务中率先采用认股权证、蝶式权证方式；在 2007 年武钢股份的可转债保荐承销中，是当期国内最早公布设计并使用分离交易可转债这一创新形式的金融衍生产品的证券公司之一。

主承销市场份额回升

近年来公司主承销市场份额较为波动。2009 年公司投行业务陷入低谷，首次公开发行主承销 4 家，增发主承销 4 家，公司债承销项目 1 个，企业债承销项目 1 个。承销收入市场份

额仅为 1.87%，行业排名 13.。2010 年上半年首次公开发行承销与企业债承销项目较多，带动主承销市场份额回升到 3.32%，行业排名第 10，较 2009 年提升了 3 个位次。

图 28：2006 年以来主承销市场份额（按承销收入计）



资料来源：长江证券研究部

表 7：2009 年至今公司主承销收入排名第 10

排名	证券公司	主承销收入（亿元）
1	中金公司	17.01
2	平安证券	15.32
3	中信证券	11.96
4	国信证券	10.83
5	招商证券	10.30
6	华泰联合	6.40
7	海通证券	6.12
8	中信建投	5.04
9	国金证券	4.39
10	**广发证券**	**4.00**
11	华泰证券	3.69
12	中国银河	3.41
13	东方证券	3.24
14	安信证券	3.17
15	宏源证券	2.99

资料来源：长江证券研究部

股票承销阶梯式增长

IPO 承销：定位小而广

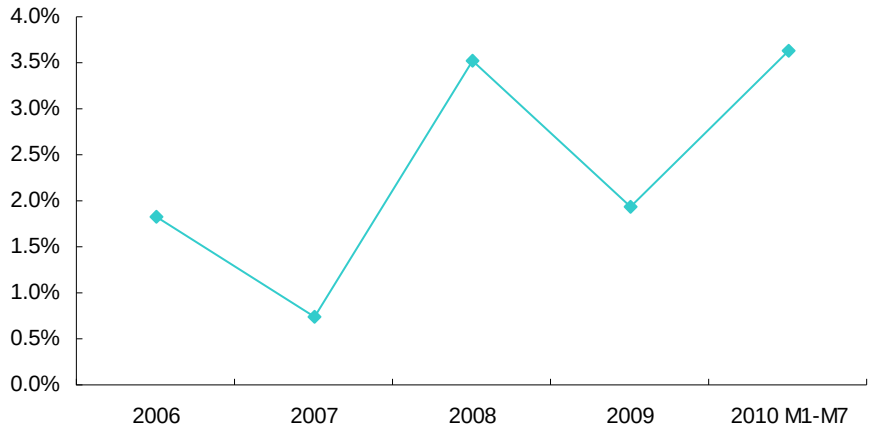
中小板 IPO 承销保荐业务市场化特征更为明显，更注重投资银行的专业与实力。公司凭借其敏锐的洞察力、长期的跟踪和专业的服务，逐渐打造出“中小板最佳投行”之一的品牌，在深入挖掘企业价值的同时为企业提供价值增值服务，为其战略和发展提供建设性意见，达到双赢效果。

2006 年以来，公司按发行规模计的 IPO 承销市场份额呈阶梯式增长，2010 年 1-7 月 IPO

承销项目 12 家，共募集资金 104.95 亿元，市场份额为 3.62%，较 2009 年增加 1.68 个百分点，创造 06 年以来最高记录。2010 年 1-7 月公司 IPO 承销收入 3.14 亿元，市场份额达 3.5%，行业排名第 9，较 2009 年提升 3 个位次。

2010 年 7 月 IPO 承销项目 3 家，排名行业第 1，募集资金 28.55 亿元，市场份额为 3.71%，创单月历史新高。

图 29：IPO 承销市场份额呈阶梯式增长（按发行规模计）



资料来源：长江证券研究部

表 8：2010 年 1-7 月公司 IPO 承销收入排名第 9

排名	机构名称	IPO 承销收入（亿元）	市场份额
1	平安证券	11.10	12.5%
2	招商证券	7.16	8.1%
3	国信证券	6.94	7.8%
4	中金公司	6.03	6.8%
5	华泰联合	4.76	5.4%
6	海通证券	4.19	4.7%
7	中信证券	4.13	4.7%
8	国金证券	3.79	4.3%
9	**广发证券**	**3.14**	**3.5%**
10	宏源证券	2.71	3.1%
11	安信证券	2.68	3.0%
12	国泰君安	2.52	2.8%
13	银河证券	2.47	2.8%
14	第一创业	2.42	2.7%
15	中投证券	2.24	2.5%

资料来源：长江证券研究部

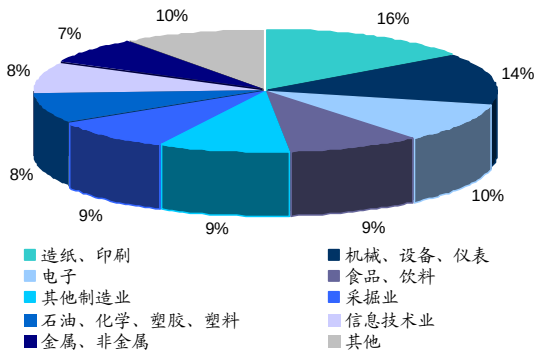
表 9：2010 年 1-7 月公司 IPO 承销规模排名第 10

排名	机构名称	承销家数	募集资金合计(亿元)	联席保荐家数
1	中金公司	4	283	1
2	中信证券	6	246	1
3	海通证券	8	228	0
4	平安证券	24	202	0
5	银河证券	2	184	1
6	国信证券	18	179	0
7	国泰君安	3	179	1
8	招商证券	16	155	0
9	中银国际	2	121	0
10	**广发证券**	**12**	**105**	**0**
11	华泰联合	10	95	0
12	宏源证券	8	90	0
13	国金证券	5	88	0
14	安信证券	5	85	0
15	中投证券	2	63	0

资料来源：长江证券研究部

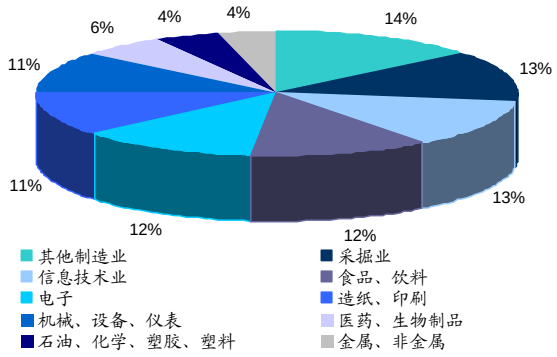
公司历年主承销项目涉及电力、能源、交通、运输、电子、信息、仪器、设备、医药、化工、冶炼、材料、建筑、地产和金融等多个行业；尤其是在机械设备仪表、石油化学、医药、金属与非金属等行业积累了丰富的经验并逐渐形成了特色及品牌。

图 30：2007 年以来公司 IPO 承销行业分布



资料来源：长江证券研究部

图 31：2009 年以来公司 IPO 承销行业分布



资料来源：长江证券研究部

2010 年 1-7 月 IPO 承销项目 12 家，共募集资金 104.95 亿元，均为中小板和创业板市场。其中青龙管业是广发直投子公司广发信德的投资项目之一。截止目前，还有 4 个项目已通过发审委审核但尚未发行。

表 10：2010 年 1-7 月公司 IPO 承销项目明细

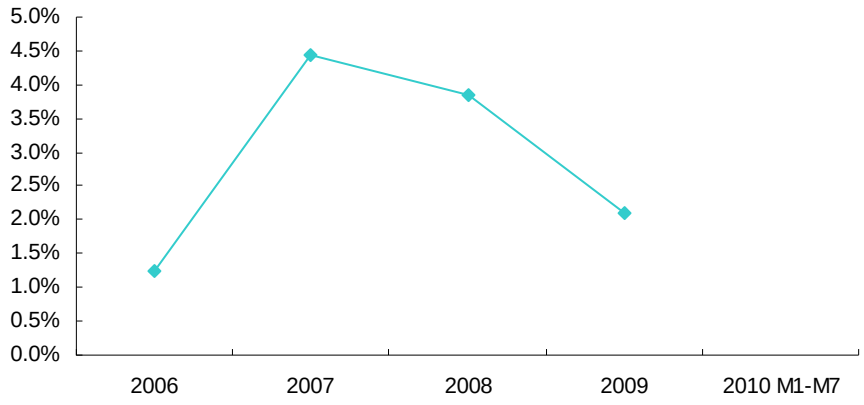
名称	发行市场	上市日期	实际募集资金（亿元）	发行市场
星辉车模	创业板	2010-1-20	5	创业板
潮宏基	中小板	2010-1-28	9	中小板
杰瑞股份	中小板	2010-2-5	17	中小板
科远股份	中小板	2010-3-31	6	中小板
建研集团	中小板	2010-5-6	8	中小板
九九久	中小板	2010-5-25	5	中小板
皮宝制药	中小板	2010-6-18	7	中小板
星网锐捷	中小板	2010-6-23	10	中小板
长城集团	中小板	2010-6-25	5	中小板
国星光电	中小板	2010-7-16	14	中小板
百川股份	中小板	2010-8-3	4	中小板
青龙管业	中小板	2010-8-3	8	中小板

资料来源：长江证券研究部

今年增发项目尚未开张

自 2007 年以来公司增发业务不断走下坡路，市场份额从 07 年的 4.43%下降到 09 年的 2.1%，2010 年增发承销项目为 0。

图 32：增发承销市场份额呈下降趋势（按发行规模计）变化趋势



资料来源：长江证券研究部

2009 年公司增发承销项目 4 家，共募集资金 30.50 亿元，行业排名第 12。

表 11：2009 年以来公司增发承销项目明细

名称	市场	上市日期	实际募集资金(亿元)	主承销商
福建高速	上海	2009-12-21	22	广发证券
华仪电气	上海	2009-1-9	3	广发证券
达意隆	中小板	2009-12-10	2	广发证券
东方锆业	中小板	2009-5-26	3	广发证券

资料来源：长江证券研究部

内部项目审批需加强

由于定位于中小板和创业板的关系，公司审核公司总次数较多，出现未通过情况的可能比其他投行要大。**与同样定位于中小企业融资的平安证券、国信证券相比，公司承销项目的通过率有待提升。公司需加强内部项目审批和风险控制。**

表 12：2009 年发审委审核通过率

主承销商	审核公司总家次	通过率	未通过率	其他情况
平安证券	21	95%	5%	0%
国信证券	20	95%	5%	0%
招商证券	17	76%	24%	0%
海通证券	12	75%	25%	0%
中信建投	9	100%	0%	0%
华泰联合	8	75%	25%	0%
广发证券	**8**	**88%**	**0%**	**13%**
宏源证券	8	88%	13%	0%
中信证券	7	100%	0%	0%
国元证券	7	100%	0%	0%
西南证券	6	50%	50%	0%
华泰证券	6	83%	17%	0%
光大证券	6	100%	0%	0%
长江证券	4	100%	0%	0%

资料来源：长江证券研究部

表 13：2010 年发审委审核通过率

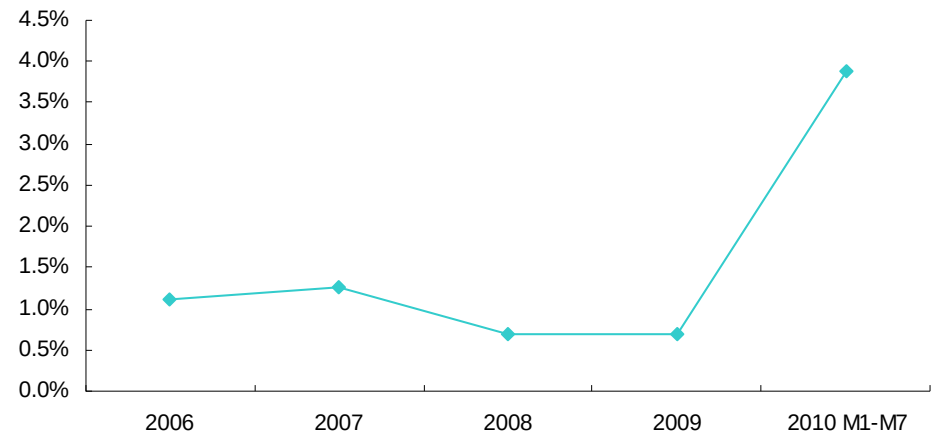
主承销商	审核公司总家次	通过率	未通过率	其他情况
国信证券	19	89%	11%	0%
平安证券	19	95%	5%	0%
广发证券	**15**	**67%**	**27%**	**7%**
招商证券	11	82%	18%	0%
安信证券	11	73%	27%	0%
华泰联合	11	91%	9%	0%
海通证券	9	100%	0%	0%
国金证券	6	100%	0%	0%
申银万国	6	50%	50%	0%
光大证券	6	67%	33%	0%
中投证券	6	67%	17%	17%
中信证券	6	83%	17%	0%
中信建投	6	100%	0%	0%
中金公司	5	100%	0%	0%
华泰证券	4	75%	25%	0%
宏源证券	4	100%	0%	0%

资料来源：长江证券研究部

企业债承销大有突破

仅 2010 年 7 月内，公司投行业务企业债承销家数 5 家，市场份额跃居行业第二名。因此 2010 前 7 个月公司在企业债承销有较大突破，承销家数共 10 家，共募集资金 61 亿元，市场份额由 2006 年的 1.11%升至 3.87%，增幅超过 2 倍，市场排名从 2006 年的 17 名上升到 7 名。

图 33：2006 年以来企业债承销市场份额（按发行规模计）



资料来源：长江证券研究部

表 14：2010 年公司企业债承销项目明细

企债名称	发行日期	发行规模(亿元)
10 广州建投债	2010-2-26	7
10 常德经投债	2010-3-12	4
10 长沙城投债	2010-5-24	4
10 苏交通债	2010-6-1	6
10 营口债	2010-6-9	10
10 广东高速债	2010-7-2	5
10 粤路建债	2010-7-16	5
10 马建投债	2010-7-20	10
10 芜投 01	2010-7-22	7
10 芜投 02	2010-7-22	3

资料来源：长江证券研究部

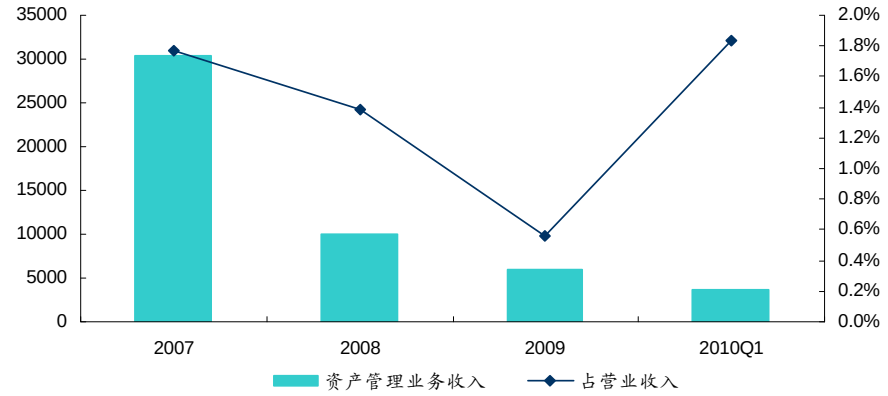
资产管理业务优势有所恢复

资管业务资格最老

公司是国内首批获得资产管理业务资格的证券公司，公司在 2005 年 3 月发行的“广发集合资产管理计划（2 号）”是国内首个券商集合资产管理计划，并在 2 年的存续期内取得 20%的收益。公司资产管理业务规模和业绩曾多年来在国内证券公司中名列前茅。

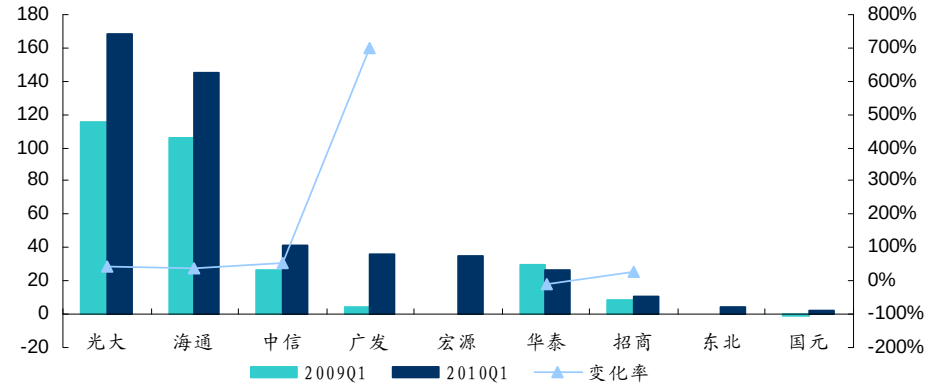
近年来公司资产管理业务收入有下降趋势，但 2010 年情况有明显好转。截至 2009 年末，公司资产管理业务净收入 5920.47 万元，较 2007 年下降了 80.5%，对营业收入的贡献也从 2007 年的 1.77%下降到 0.57%。但情况到了 2010 年有了好转。截至 2010 年 1 季度末，公司资产管理业务净收入 3632.08 万元，同比增加了近 7 倍。**资管业务对营业总收入的贡献上升至 1.84%。**

图 34：2007 年以来公司资产管理业务收入（单位：万元）



资料来源：长江证券研究部

图 35：2010 年 1 季度末广发证券资产管理收入在上市券商排名第 4



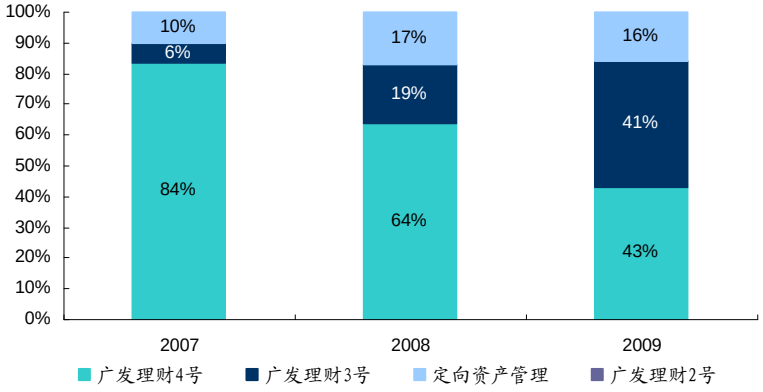
资料来源：长江证券研究部

集合资产管理业务有待提升

公司资管业务收入主要来源

公司目前有两个集合资产管理计划，广发理财 3 号和广发理财 4 号，2009 年对公司资产管理收入的贡献高达 84.04%。广发理财 2 号于 07 年存续期满。

图 36：2009 年公司集合资产管理收入占自管业务总收入 84.04%

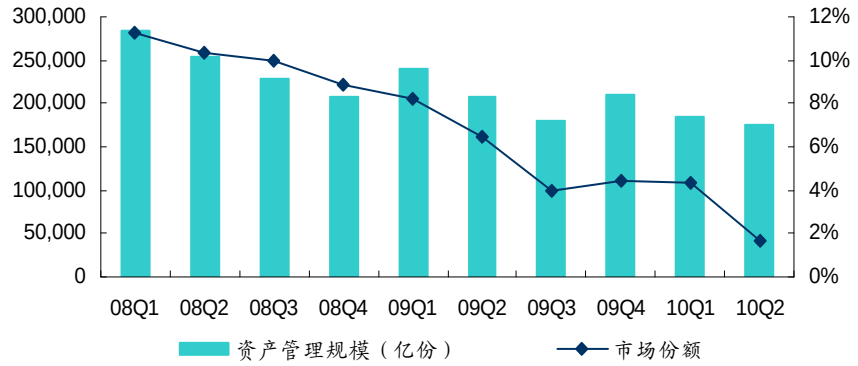


资料来源：长江证券研究部

市场份额不断下降

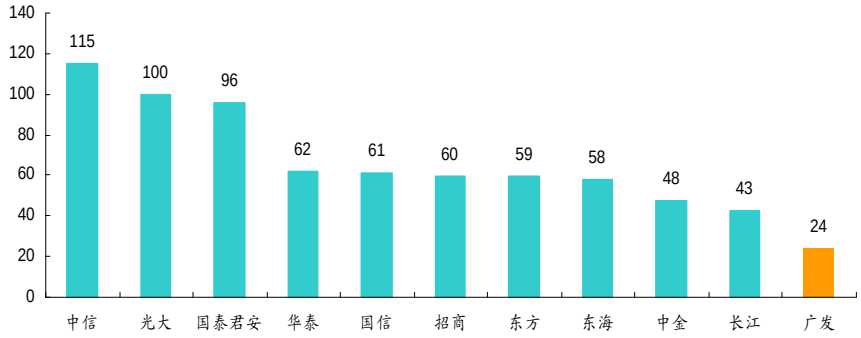
近年来公司集合资产管理规模和市场份额均有所下降。截至 2010 年 6 月底，公司集合资产管理规模共计 24.31 亿元，行业排名第 11 名，市场分额从 2008 年 1 季度末的 11.30%下降至 2010 年 2 季度末的 1.67%。公司集合资产业务规模在上市券商中排名第 6。

图 37：2008 年以来公司资产管理规模及市场份额下降



资料来源：长江证券研究部

图 38：截至 2010 年上半年广发证券集合资产管理规模排名第 11



资料来源：长江证券研究部

投资回报率有待提升

广发理财 3 号由于成立较早，成立以来回报率高达 219.29%，在同类产品中居于中游。仅看 2010 年以来的回报率，广发理财 3 号和 4 号回报率分别为-12.00%、-12.39%，均低于同类型等权平均收益率，在同类排名中属于中等偏下水平。

表 15：截止 2010/7/14 广发证券集合资产管理产品回报率

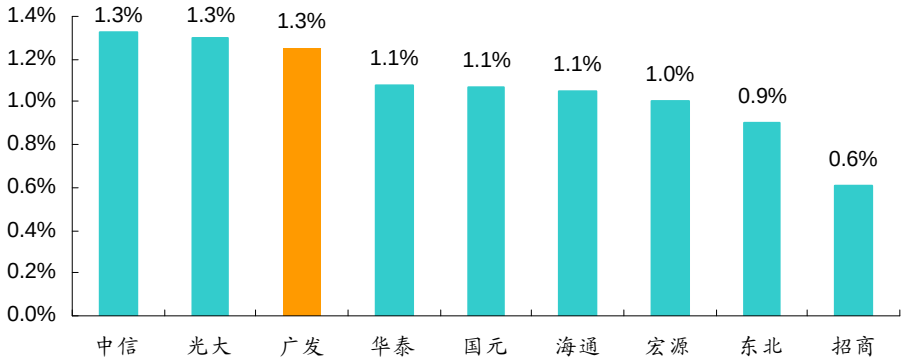
产品简称	类型	成立日期	单位净值	今年以来			成立以来	
				总回报(%)	同类型平均收益率	同类排名	总回报(%)	同类排名
广发理财 3 号	混合型	2006/1/18	1.4832	-12.00	-11.11	29/56	219.29	6/12
广发增强型基金优选 4 号	FOF	2007/2/9	1.2638	-12.39	-11.08	36/56	35.33	10/12

资料来源：长江证券研究部

管理费率属于行业较高水平

公司集合资产管理平均管理费率为 1.25%，高于行业平均管理费率 1.014%，在上市券商中仅低于中信证券和光大证券。但综合考虑公司资管业务的规模与回报率，则管理费定位偏高。但公司最高申购费率和赎回费率均低于行业平均水平。

图 39：公司集合资产管理费率较高

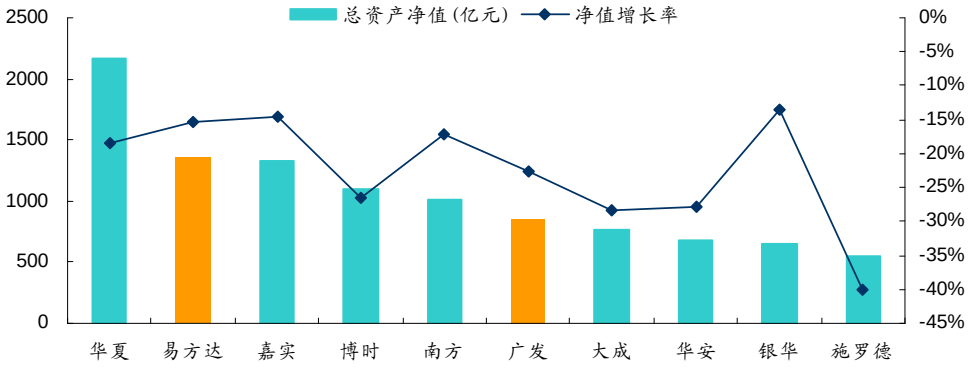


资料来源：长江证券研究部

基金业务贡献可观

公司分别持有广发基金和易方达基金 48.33%和 25%的股权，公司是广发基金的控股股东。多年来两家基金资产规模稳居行业前十名。截至 2010 年 6 月底，易方达基金总资产净值达 1351.29 亿元，位居行业第二名，较年减少了 15.3%，资产净值降幅为行业最小的基金公司之一。广发基金总资产净值为 854.78 亿元，位居行业第 6，较 2010 年初减少了 22.6%。

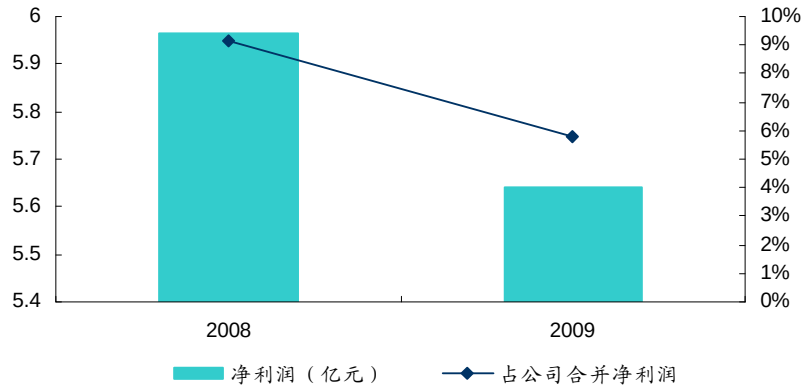
图 40：2010 年上半年易方达基金和广发基金资产规模居行业前十



资料来源：长江证券研究部

2009 年，广发基金和易方达基金对公司净利润的贡献共计达 9.73%。

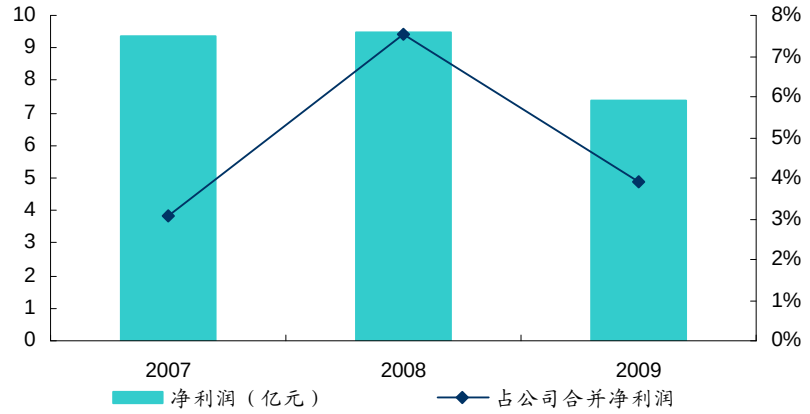
图 41：2009 年广发基金占公司净利润 5.81%



资料来源：长江证券研究部

易方达基金净利润较为稳定，业绩出色。截至 2010 年上半年，易方达基金旗下共有 5 只基金最近一年业绩在同类型基金排名前 20%。

图 42：2009 年易方达基金对公司净利润贡献达 3.92%



资料来源：长江证券研究部

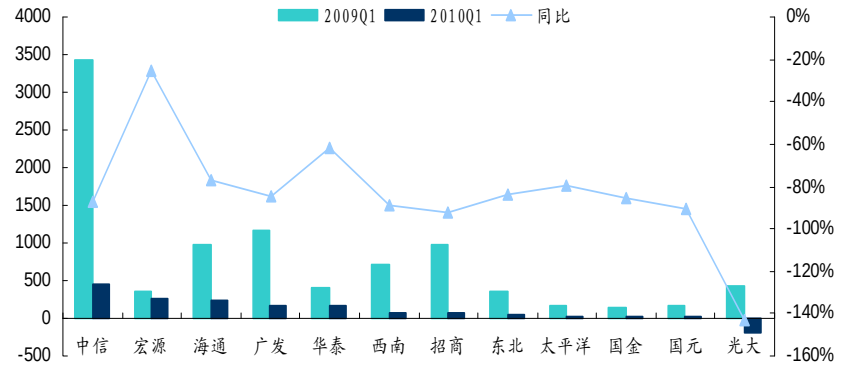
自营规模稳步增长 风格稳健

2007 年以来年来公司自营业务规模以 12.76%的年均复合增长率稳步增长，2010 年 1 季度自营规模达到 152 亿，占净资产比重高达 90%以上，表明公司对扩大资本金需求迫切。公司 8 月 3 日发布了定向增发预案，对公司扩大自营业务十分有利。目前公司自营收入在上市券商中排名第 4，风格较为稳健，于 5 月完成了自营业务股指期货开户手续。

自营业务规模稳步增长

近年来公司自营业务投资规模稳步增长，从 2007 年的 103 亿增加至 2010 年 1 季度的 152 亿元，增长约 48%。2009 年实现自营收入 11.58 亿元。2010 年 1 季度实现自营收入 1.73 亿元，同比下降 20.69%。

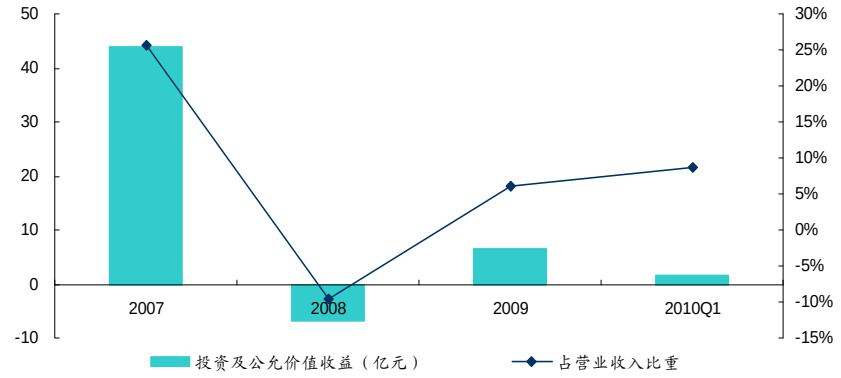
图 43：2010 年 1 季度公司自营收入在上市券商中排名第 4



资料来源：长江证券研究部

2010 年 1 季度公司自营收入占营业收入比重为 8.74%，略低于上市券商平均水平 10.68%。

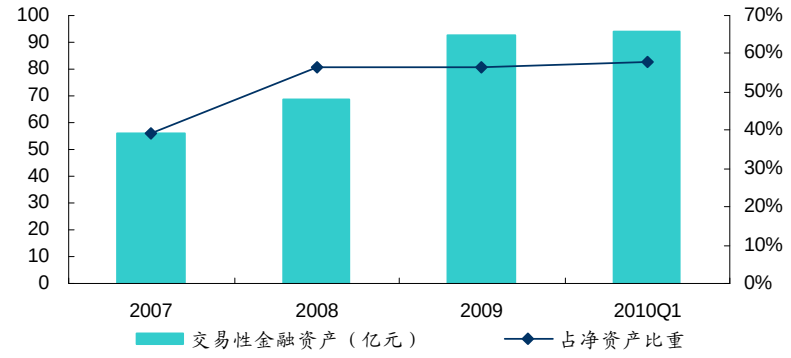
图 44：公司自营业务投资收益



资料来源：长江证券研究部

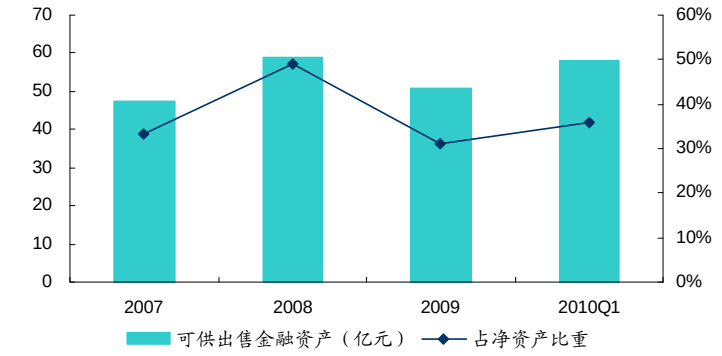
2010 年 1 季度公司交易性金融资产与可供交易金融资产占净资产比重达 93.81%。从资产构成上看，权益工具占比 22%左右，低风险的债券投资占比 62%左右。公司于今年 5 月完成了自营业务股指期货开户手续，借助广发期货的在期货行业的领先实力，公司在股指期货领域必将大有作为。

图 45：公司交易性金融资产较 2008 年增加 37.14%



资料来源：长江证券研究部

图 46：公司可供出售金融资产规模稳定

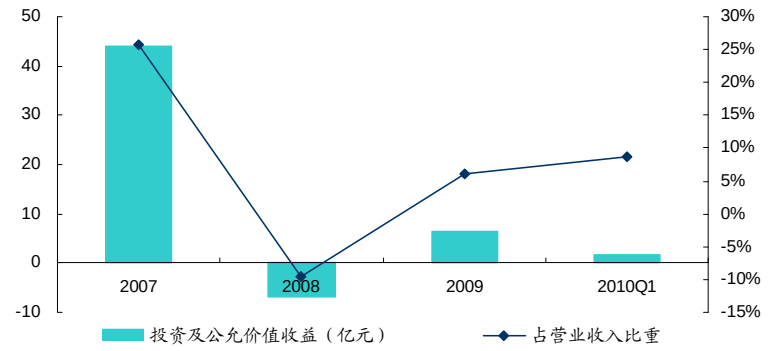


资料来源：长江证券研究部

自营风格趋于稳健

2009 年公司自营资产共实现投资和公允价值收益 13.57 亿元，收益率为 4.53%。2010 年 1 季度实现投资和公允价值收益率 1.1%，年化收益率为 4.63%。

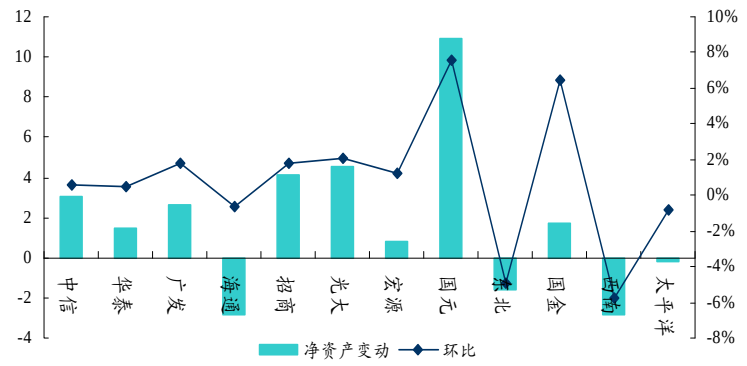
图 47：公司自营业务趋于稳健



资料来源：长江证券研究部

2010 年二季度以来，受宏观调控等政策因素影响，市场持续低迷，影响了券商自营业务，部分券商二季度净资产出现缩水。公司二季度净资产增加 2.67 亿元，较一季度末增加 1.77%，较 2009 年末增加 0.12%。

图 48：2010 年二季度上市券商净资产变动情况（不考虑分红）



资料来源：长江证券研究部

创新业务行业领先

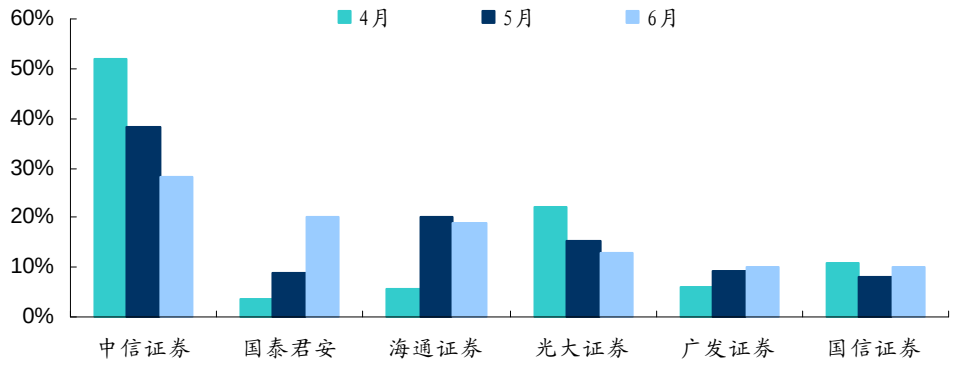
融资融券业务市场份额居前

2010 年 3 月 19 日，公司成为首批获得融资融券业务资格的六家券商之一。

自融资融券业务开闸以来，市场月均融资融券余额从 3 月的 0.75 百万元增加到 6 月的 493.32 百万元。公司对市场份额逐月上升，从 4 月的 5.9%上升到 6 月的 10.0%，提升了 68.4%。

虽然融资融券对券商短期内业绩贡献幅度有限，但若考虑到公司优质的高端客户基础、融资后的雄厚资本实力，融资融券规模效应显现后将对公司业绩的提升幅度非常明显。

图 49：2010 年 2 季度首批融资融券资格券商市场份额



资料来源：长江证券研究部

截止 2010 年 6 月，公司融资融券月均余额占净资本的 0.45%，短期内对提升公司业绩贡献有限。

假设融资融券的市场规模在股票成交额的 0.5%~1%之间，根据我们对各券商融资融券市场份额的预测核对 2010 年佣金费率的预测，综合考虑各上市券商获得融资融券试点资格的批次，预计融资融券业务对上市券商业绩提升幅度如下表。情形一为融资融券的市场规模为股票成交额的 0.5%，情形二中该比例为 1%。目前融资融券业务券商业绩提升幅度较小。

随着融资融券日均余额达到券商净资本的 20%-30%，融资融券业务对公司利润提升度达到 3.54%到 5.31%之间，并逐步成为稳定的利润来源。

表 17：融资融券业务对上市券商业绩提升幅度测算

	融资规模（亿元）		融资融券收入（亿元）		较 09 年业绩提升度	
	情形一	情形二	情形一	情形二	情形一	情形二
中信证券	273.04	546.08	21.23	47.28	6.27%	12.54%
海通证券	103.81	207.62	8.10	23.45	5.30%	10.60%
光大证券	115.54	231.07	8.98	18.60	10.43%	20.86%
广发证券	57.63	115.26	4.49	11.75	2.79%	5.58%
招商证券	75.82	151.65	5.89	12.31	4.41%	8.82%
华泰证券	71.54	143.08	5.56	11.81	3.78%	7.56%
西南证券	7.20	14.40	0.56	1.58	1.77%	3.55%
国元证券	7.68	15.36	0.60	1.84	1.78%	3.56%
宏源证券	8.23	16.45	0.64	2.33	1.43%	2.86%

资料来源：长江证券研究部

股指期货业务居行业佼佼

股指期货成交量前五

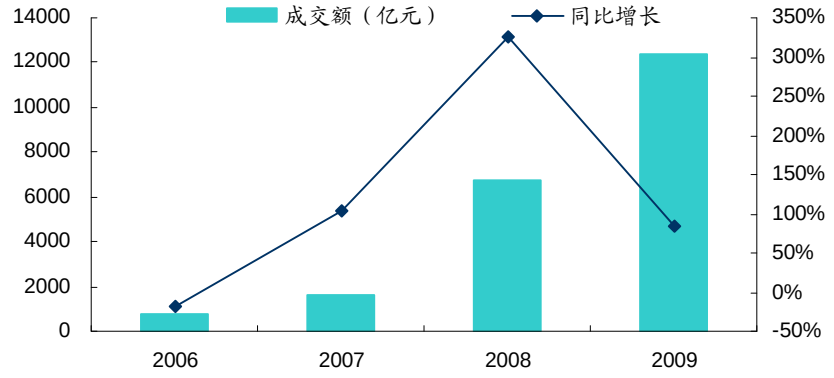
广发期货有限公司是广发证券的全资子公司，前身是是 1993 年 1 月成立的广东华银国际商品期货公司。广发期货总部位于广州，分别在国内 22 各城市设立分支机构，并在香港设立子公司广发期货（香港）有限公司。

2009 年广发期货为公司带来商品期货经纪业务收入 1.97 亿元，占公司营业收入 1.88%。

广发期货作为公司开展股指期货业务的重要平台，为中国金融期货交易所全面结算会员。2010 年 5 月公司决定对分批对广发期货增资 3 亿元，目前已完成增资 2 亿，使得广发期货注册资本增至 4 亿元人民币。

根据中金所每日结算会员成交持仓排名数据，广发期货在沪深 300 股指期货挂牌以来，基本维持成交量前五位的排名。

图 50：2009 年广发期货在大商所成交额排名第 5



资料来源：长江证券研究部

股指期货或将全面提升公司业务

股指期货的蓬勃发展，不仅将为公司新增 IB 业务收入和期货经纪业务收入，还将直接拓展公司自营业务，促进资产管理产品创新，扩大自营和资管规模和投资范围。

2010 年 3 月，公司收到广东证监局、福建证监局出具的同意开展 IB 业务的无异议函。广发证券 38 家营业部获准开展 IB 业务。目前公司和广发华福分别有 78 名和 6 名期货 IB 业务专职人员。

目前，公司已通过自营业务和资产管理业务参与股指期货的议案，于 2010 年 5 月完成股指期货自营业务开户手续，成为首家披露将参与股指期货的上市券商。

广发期货迈向国际化

广发期货（香港）有限公司是广发期货全资拥有的子公司，2006 年 3 月在香港设立，为首批在香港设立分支机构的三家内地期货公司之一。该子公司取得了香港期交所参与者资格及结算所一般结算资格，还可通过会员代理国外各主要期货交易所的商品期货和指数、外汇、利率等衍生品业务。2010 年 3 月该子公司取得了 Eurex 的交易席位，是广发期货走向国际化迈出的重要一步。

直投业务正式起步

公司于 2008 年 10 月获得直投业务资格，12 月成立全资子公司广发信德投资有限责任公司，注册资本为 5 亿。广发证券成为业内第七家直投子公司的券商。2010 年 6 月，广发信德完成了增资 3 亿元。

2009 年广发信德新增股权投资 2.22 亿元，同年 1-9 月实现净利润 518.33 万元。

上市券商直接投资业务

据统计，目前已有 20 家券商直投获得了直投资格，筹集资金已经达到 179.1 亿元，有 8 家券商直投公司启动投资。从上市券商披露的直投子公司经营情况来看，金石投资净利润居首位，海富产业基金和中信产业基金资产收益率最高且持续性好。

表 16：上市券商直投子公司盈利情况（单位：亿元）

证券公司	直投子公司	年度	总资产	净资产	净利润	ROA	ROE
中信	金石投资	2007	8.33	8.32	0.012	0.15%	0.15%
		2008	17.86	17.07	1.11	6.2%	6.5%
		2009	34.36	33.42	1.29	3.8%	3.9%
	中信产业基金	2008	0.97	1.16	0.19	19.4%	16.2%
		2009	1.77	1.16	0.19	10.6%	16.2%
海通	海通开元	2008	10.04	10.01	0.013	0.13%	0.13%
		2009	30.47	30.33	0.27	0.89%	0.89%
	海富产业基金	2007	0.35		0.038	11.0%	
		2008	0.35	0.32	0.016	4.5%	4.8%
		2009	1.98	1.11	0.79	39.9%	71.2%
国元	国元股权	2009	5.01	5.01	0.0035	0.070%	0.071%

资料来源：长江证券研究部

“保荐+直投”模式双刃剑

“保荐+直投模式”在国际上较为常见，该模式下券商直接投资业务单位时间的收益比创投更高，投资周期更短。券商系直投公司在这种业务模式上有天然的优势。

公司最近保荐上市的华仁药业和青龙管业就是采用国际常见的“保荐+直投”业务模式，由广发信德分别在 2009 年 8 月和 2009 年 3 月突击入股 3200 万元和 400 万元，分别在 2010 年 6 月和 4 月过会。

公司直投业务尚处于起步阶段，对公司业绩贡献较小。但长期看公司创业板承销实力对直投业务有很大推动作用。2009 年以来，公司创业板主承销规模排名第 9，市场份额 3.76%。

长期看，我们认为证券公司在采取“保荐+直投”业务模式时，需加强直其独立性、风险控制及合理的激励机制，同时避免对该业务模式的过度依赖，另辟途径寻找创投企业资源。

财务指标分析与投资建议

再融资提升资本实力

2009 年公司合并净资本 108 亿元，位居行业第 8 名，上市券商第 6 名。

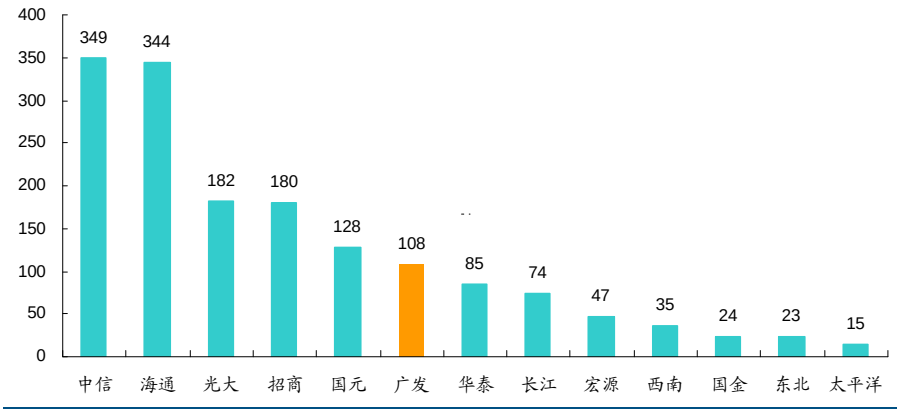
再融资的启动解除净资本制约，增强公司持续盈利的能力。公司与海通证券的经纪业务规模和净利润规模十分接近，但资金实力远远逊于海通证券，公司净资本和净资产仅为海通证券的三分之一左右。再融资的启动解除了对公司净资本制约的担忧，虽然短期内对 EPS 和 ROE 等有摊薄效应，长远中对公司扩大业务规模、增强各项业务竞争实力十分有利，从而为股东创造更大的收益。

公司本次增发不超过 6 亿股，募集资金在 164 亿到 180 亿资金。增发完成后公司净资本规模至少达到 288 亿元，仅次于中信证券和海通证券，成为净资本排名第 3 的证券公司。

再融资利于公司做大做强资本消耗型业务，扩大创新型业务规模。募集的资金将用于扩大和加强公司的投行业务和融资融券业务、优化经纪业务网点布局、提高自营和资产管理业务规模，同时加大对子公司投入，加大直接投资、国际业务、股指期货等业务规模。

目前公司自营规模占净资产比重高达 93.8%，并于 5 月完成自营业务股指期货开户手续。再融资的启动利于公司扩大自营规模，开展股指期货投资，增加风险承担水平。

图 51：2009 年公司净资本位列上市券商第 6 名（母公司）



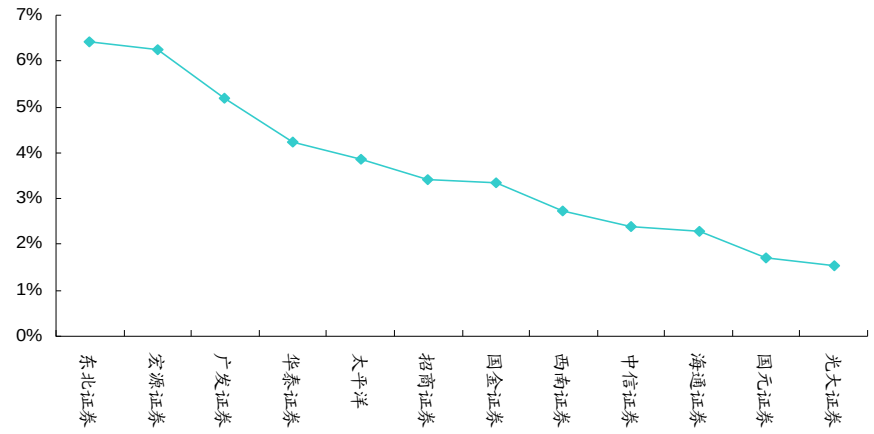
资料来源：长江证券研究部

净资产收益率居行业前列

2010 年一季度公司加权净资产收益率 5.18%，在上市券商第一集团中获利能力最优。

考虑到目前公司佣金费率已降至行业中等偏下水平，我们预计下半年继续大幅降佣可能性较小，4 季度佣金费率预计降至 0.109%。公司凭借市场份额的扩大和投行业绩的大幅提升，获利能力将更加强劲。

图 52：2010 年 1 季度公司加权净资产收益率上市券商中排名第 3



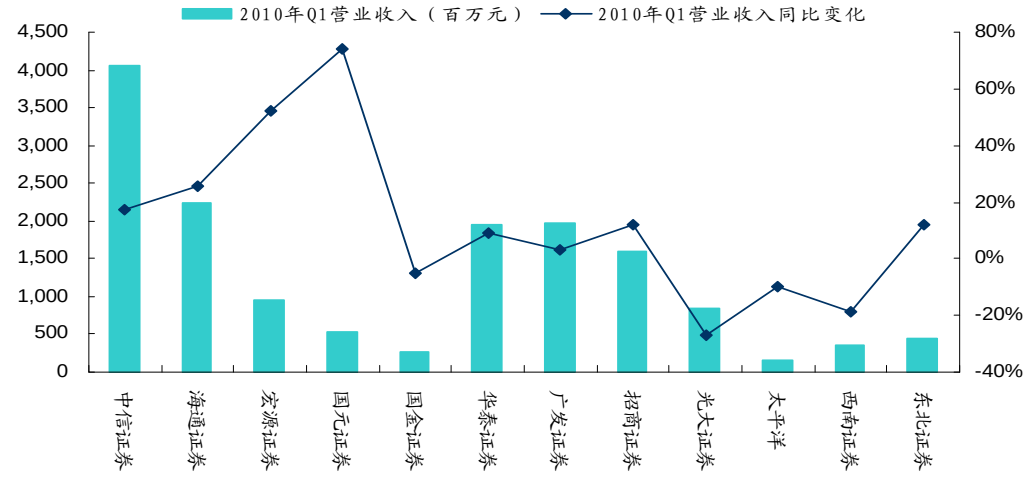
资料来源：长江证券研究部

大幅将佣降低短期盈利，但长期看好

公司 2010 年 1 季度营业收入 19.78 亿元，同比小幅增长 3.17%。基本每股收益同比降低了 5.26%。

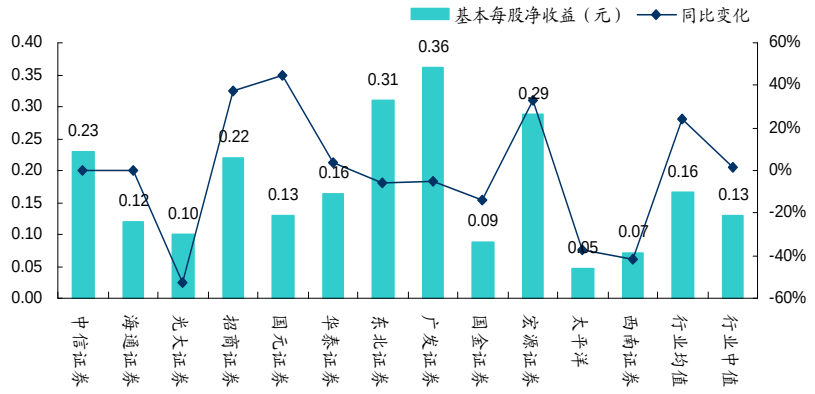
公司营业收入下降主要原因是大幅调低佣金，虽然交易量和市场份额同比提升，经纪业务收入同比降低了 13.59%，降幅居上市券商之首。其次是自营收入同比降低了 20.69%。投行业务和资产管理业务收入分别同比增加 8 倍和 7 倍，但对收入贡献较小。

图 53：公司 2010 年 1 季度营业收入同比小幅增长



资料来源：长江证券研究部

图 54：2010 年 1 季度上市券商基本每股净收益变化

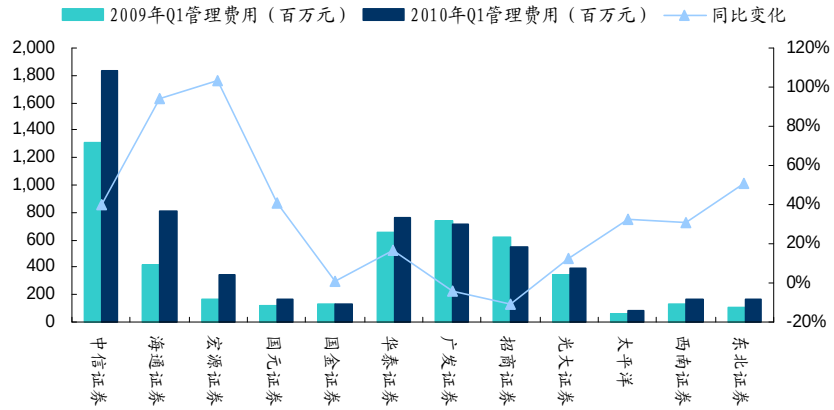


资料来源：长江证券研究部

管理费用降低至合理水平

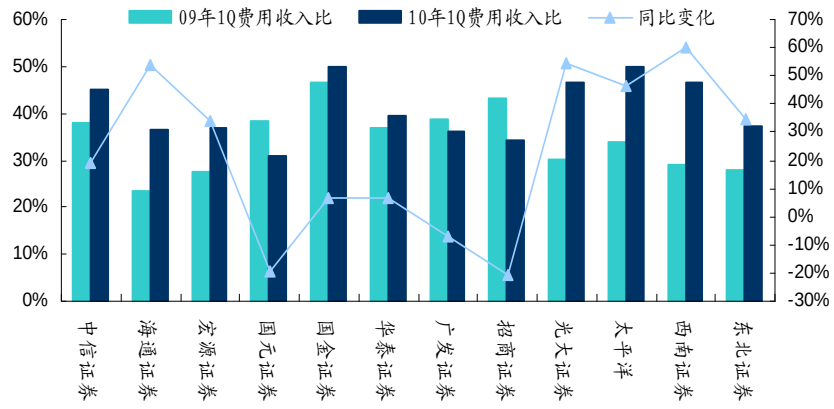
2009 年公司管理费用/营业收入比处于行业较高水平，2010 年以来随着营业部扩张和服务部升级减缓，管理费用降低，占收入比重大幅降低至 36.1%，处于行业合理水平。

图 55：2010 年一季度公司管理费用同比减少 3.95%



资料来源：长江证券研究部

图 56：2010 年一季度公司费用/收入比同比下降 6.9%



资料来源：长江证券研究部

投资建议

整体而言，我们认为公司今年以来经纪、投行等各项业务发展势头趋好，所托管、收购的武汉证券营业部的部均交易额近两年明显回升，今年以来经纪业务整体市场份额提升了 2 位，投行业务在二季度后迅速发力，自营业务相对稳健，而再融资的启动大大提升公司资金实力和持续盈利能力。不考虑增发短期内的摊薄效应前，我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年的基本 EPS 分别为 1.28、1.55、1.63 元，综合行业目前投资环境和公司的发展趋势，予以“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万）

	2009A	2010E	2011E	2012E
代买卖证券收入	7453	4599	4993	5204
承销业务净收入	231	601	541	758
资产管理净收入	59	89	133	186
利息净收入	710	506	749	781
投资净收益	1602	1108	1662	1463
公允价值变动	11	12	14	15
营业收入合计	10470	7221	8407	8997
营业税金及附加	530	361	420	450
业务及管理费	3757	2600	2690	2879
营业成本合计	4297	2964	3114	3333
利润总额	6407	4308	5352	5728
所得税	1482	948	1284	1432
少数股东损益	235	158	196	210
净利润	4925	3203	3871	4086
EPS	2.34	1.28	1.55	1.63
PE	13.75	25.17	20.82	19.73
PB	3.74	4.20	3.81	3.47

资产负债表（百万）

	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及银行存款	73381	69297	80768	88375
结算备付金	10891	8045	6838	7864
交易性金融资产	9234	5540	6648	7313
存出保证金	2302	5871	6648	7313
买入返售金融资产	0	0	0	0
可供出售金融资产	5091	603	960	1270
长期股权投资	1682	1766	1854	1947
固定资产	835	813	789	762
资产总额	104254	92781	105359	115706
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购金融款	2555	2810	3091	3400
代理买卖证券款	80452	68384	78642	86506
应付款项	2691	1067	1121	1200
负债总额	87011	73585	84188	92450
少数股东权益	87011	73585	84188	92450
普通股东权益合计	16374	18296	20232	22274
负债及股东权益	104254	92781	105359	115706

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	（8621）68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘　露	华东区总经理	（8621）68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
王　磊	华东区总经理助理	（8621）68751003	13917628525	Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠　雷	华南区副总经理	（8621）68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易　敏	华南区副总经理	（8621）68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	（8621）68751860	13681605823	weiyh@cjsc.com.cn
程　杨	华北区总经理助理	（8621）68753198	13564638080	Chengyang1@cjsc.com.cn
张　晖	深圳私募总经理	（0755）82766999	13502836130	Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	（0755）82750396	15818552093	shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看　　好：　相对表现优于市场 中　　性：　相对表现与市场持平 看　　淡：　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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推　　荐：　相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐：　相对大盘涨幅在 5%～10%之间 中　　性：　相对大盘涨幅在-5%～5%之间 减　　持：　相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：　由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。