

广发证券(000776)研究报告

谨慎推荐

投资收益贡献大

维持评级

金融/资本市场

发布时间: 2010 年 11 月 11 日

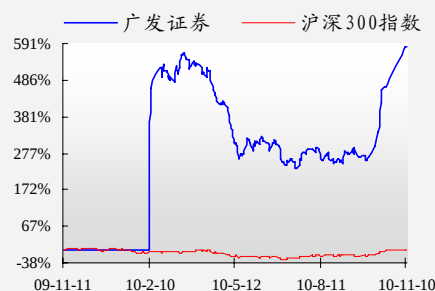
投资要点:

- 2010 年 6 月以来, 广发证券每月实现的净利润环比呈上升趋势。其中, 投资收益贡献度较大。
- 自营业务收入是广发证券业务收入的重要来源, 在业务收入结构中占比仅次于经纪业务, 从最近几年的投资收益率来看, 自营业务连续盈利, 特别是在市场比较弱的 2004 年、2005 年、2008 年和 2010 年前 3 季度, 都取得了正的投资收益, 并且投资收益率都跑赢大势, 说明公司的自营业务具有较强的风险控制能力和投资管理能力。2002 年以来, 公司投资部门为公司赚取了 100.4 亿元的投资收益。
- 投资收益来源于交易类权益资产公允价值变动损益和交易类权益资产和可供出售资产的差价收入, 目前市场处于上升时期, 股票账户以持仓为主, 售出的可能性较小, 因此目前广发证券的投资收益主要来自于交易类权益资产公允价值变动损益, 可供出售资产的浮盈还没有释放。
- 在欧美国家继续实行宽松货币政策和美元持续贬值的背景下, 资本市场又迎来一波流动性泛滥的高潮, 资金将持续流向新兴市场国家, 造成新兴市场国家资产价格的膨胀。预计中国股市依旧处于上升通道。从 2010 年中期的数据来看, 广发证券自营仓位中权益类资产占比并不高。在股市走牛的形势下, 广发证券权益类资产占比预计会上升, 因此投资收益增长可期。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	10,470		4,690		2.3		--	
2010E	9,711	-7.3%	4,218	-7.3%	1.68		34.7	
2011E	10,029	3.3%	4,391	3.3%	1.75		33.3	
2012E	10,330	3.0%	4,523	3.0%	1.80		32.4	

走势图



市场数据

2010-10-11

收盘价:	58.30 元
52 周最高价:	63.15 元
52 周最低价:	8.55 元
平均持仓成本:	56.84 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	250,705
流通 A 股 (万股):	250,705
每股收益 (元):	1.10
每股净资产 (元):	7.17
每股经营现金流 (元):	(8.51)
市净率:	8.85

分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550209030096

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

2010 年 6 月以来，广发证券每月实现的净利润环保呈上升趋势。其中，投资收益贡献度较大。

表 1、各月经营业绩

单位：万元

	广发证券		广发华福	
	业务收入	净利润	业务收入	净利润
6 月	366,240,957	198,061,139	43,530,917	10,240,884
7 月	620,527,520	299,734,462	78,083,666	31,593,275
8 月	796,602,719	353,962,929	71,115,637	30,792,694
9 月	741,387,774	351,123,627	90,996,746	41,264,744
10 月	855,804,037	411,765,761	134,995,252	68,591,509

资料来源：公司公告

表 2、月度 EPS

单位：元/股

	合并净利润	股份	EPS
6 月	205229758	2,507,045,532	0.08
7 月	321849755	2,507,045,532	0.13
8 月	375517815	2,507,045,532	0.15
9 月	380008948	2,507,045,532	0.15
10 月	459779817	2,507,045,532	0.18

资料来源：公司公告

表 3、业务收入结构

	经纪	投资	承销	利息	资管	其他
2005 年	0.00%	24.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2006 年	43.52%	34.88%	2.42%	3.98%	0.47%	0.39%
2007 年	51.42%	31.35%	2.81%	3.07%	1.77%	0.06%
2008 年	65.21%	13.92%	3.37%	10.36%	1.38%	-0.07%
2009 年	71.18%	15.41%	2.14%	6.78%	0.57%	0.11%
2010 年 3 季度	58.91%	17.61%	7.77%	9.40%	0.98%	0.12%

资料来源：公司公告

一、投资能力分析

自营业务收入是广发证券业务收入的重要来源，在业务收入结构中占比仅次于经纪业务，从最近几年的投资收益率来看，自营业务连续盈利，特别是在市场比较弱的 2004 年、2005 年、2008 年和 2010 年前 3 季度，都取得了正的投资收益，并且投资收益率都跑赢大势，说明公司的自营业务具有较强的风险控制能力和投资管理能力。2002 年以来，公司投资部门为公司赚取了 100.4 亿元的投资收益。

表 4、最近几年投资收益率比较

单位：万元

	投资收益	投资资产	上证指数涨幅	投资收益率
2002 年	4964.1	100156.98	5.0%	-17.50%
2003 年	2668.93	149144.02	1.8%	10.30%
2004 年	6201.78	157917.51	3.9%	-15.40%
2005 年	18136.89	154051.63	11.8%	-8.30%
2006 年	143386.1	226972.45	63.2%	130.40%
2007 年	536092.42	514425.64	104.21%	96.70%
2008 年	100273.04	637061.21	15.74%	-65.40%
2009 年	161330.91	715381.96	22.55%	80.00%
2010 年 3 季度	31062.59	743152.68	4.18%	-4.30%

资料来源：东北证券

二、投资收益估算

随着上市券商开始公布每月营业收入及净利润，参考其它经营指标，我们可以估算出券商各项业务收入，特别是对经营业绩影响较大的投资收益的数据。

1、各项业务收入占比

从前三季度各项业务占比上看，经纪业务收入、利息收入和包括资产管理业务在内的其他业务收入占比波动幅度较小，而投资收益占比波动幅度较大。

表 4、3 个季度各项业务收入占比

	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度
经纪业务	44.06%	42.21%	43.94%
承销业务	6.92%	2.01%	2.31%
利息收入	6.17%	5.23%	5.23%
投资收益	41.06%	-18.55%	60.75%
其他业务收	1.27%	1.49%	1.51%

资料来源：公司公告

2、经纪业务收入估算

我们按广发证券经纪业务 0.013%的佣金率计算，则各月的经纪业务收入分别是 30845 万元、39927 万元、59258 万元、55067 万元和 78907 万元。

表 5、经纪业务收入估算

单位：万元

	交易额	佣金率	佣金收入
6 月	23727284.8	0.0013	30845.5
7 月	30713683.5	0.0013	39927.8
8 月	45583634.2	0.0013	59258.7
9 月	42359800.1	0.0013	55067.7
10 月	60697658	0.0013	78907.0

资料来源：东北证券

3、承销业务收入、利息及其它业务收入估算

我们按承销业务收入占比为 3.7%，利息收入占比为 5.5%，其它业务收入占比为 1.4%测算，则广发证券每月利息收入和其它业务收入如下表所列：

表 6、利息及其它业务收入

单位：万元

	承销业务收入	利息净收入	其他业务收入
6 月	1485.48	2198.72	564.4
7 月	2528.23	3742.12	960.6
8 月	3169.27	4690.95	1204.2
9 月	3014.63	4462.06	1145.4
10 月	3558.39	5266.90	1352.0

资料来源：公司公告

4、投资收益估算

根据上述数据，营业收入减去经纪业务收入、承销业务收入、利息收入和其它业务收入，则，投资收益如下表所示。近 5 个月广发证券的投资收益（投资收益加公允价值变动损益）为 64017 万元，占营业收入的比重为 17.4%。

表 7、投资收益占比

单位：万元

	营业收入	利息收入	其他收入	承销	经纪业务	投资收益	占比
6 月	39671	2198.7	564.4	1485.5	30845.5	4577.2	11.5%
7 月	67519	3742.1	960.6	2528.2	39927.8	20359.9	30.2%
8 月	84638	4691	1204.2	3169.3	59258.7	16315.3	19.3%
9 月	80509	4462.1	1145.4	3014.6	55067.7	16818.7	20.9%
10 月	95030	5266.9	1352	3558.4	78907	5945.8	6.3%
合计	367367	20361	5227	13756	264007	64017	17.4%

资料来源：公司公告

投资收益来源于交易类权益资产公允价值变动损益和交易类权益资产和可供出售资产的差价收入，目前市场处于上升时期，股票账户以持仓为主，售出的可能性较小，因此目前广发证券的投资收益主要来自于交易类权益资产公允价值变动损益，可供出售资产的浮盈还没有释放。

表 8、权益类资产占比

单位：元

		公允价值	投资成本
交易类权益资产	股票	1,199,965,187.61	1,220,335,968.32
	基金	617,926,593.21	713,918,202.81
	合计	1,817,891,780	1,934,254,171
可供出售类权益资产	股票	1,019,156,247.82	480,360,287.89
	基金	103,466,575.74	93,879,613.13
	合计	1,122,622,823	574,239,901

	交易类资产总计	9,060,577,213.88	9,071,878,131.79
	可供出售类资产总计	5,802,324,755.36	5,191,737,085.68
	投资资产总计	14,862,901,969	14,263,615,217
	交易类权益资产占比	12.23%	13.56%
	可供出售类权益资产占比	7.55%	4.03%

资料来源：公司公告

三、自营规模增加

在欧美国家继续实行宽松货币政策和美元持续贬值的背景下，资本市场又迎来一波流动性泛滥的高潮，资金将持续流向新兴市场国家，造成新兴市场国家资产价格的膨胀。预计中国股市依旧处于上升通道。从 2010 年中期的数据来看，广发证券自营仓位中权益类资产占比并不高。在股市走牛的形势下，广发证券权益类资产占比预计会上升，因此投资收益增长可期。

表 9、自营仓位比较

单位：元

证券简称	广发证券	长江证券	国元证券	宏源证券	西南证券
交易性资产	9883938901	3673121812	934814168	3089034967	5950163288
可供出售资产	6245665332	4583854373	2455944954	1672673391	1000216729
净资产	18941750752	9280687087	14791873334	7114409776	10820285186
权益资产	2941721223	1237258629	1139626633	1344179791	
投资资产/净资产	85.20%	89.00%	22.90%	66.90%	64.20%
权益资产/净资产	15.53%	13.33%	7.70%	18.89%	
证券简称	中信证券	海通证券	华泰证券	光大证券	招商证券
交易性资产	17268460646	10850785820	14792208885	4427003507	18439329427
可供出售资产	35769492337	5964327308	3205953587	2170210850	3676611077
净资产	67421763890	44714952610	32169401439	22231349775	22947554192
权益资产	17507919575	8058651026	2023152111	1359298225	2794318798
投资资产/净资产	78.70%	37.60%	55.90%	29.70%	96.40%
权益资产/净资产	26.00%	18.00%	6.30%	6.10%	12.20%

资料来源：东北证券

四、盈利预测及投资评级

在股市向好，交易量持续放大的情况下，预期 2010 年广发证券的每股收益为 1.68 元，鉴于广发证券传统业务的市场份额在提升，投资能力较强，并且创新业务具有较好的成长空间，我们给予谨慎推荐的评级。

表 25、广发证券赢利预测

利润表(百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10,470	9,711	10,029	10,330
代理买卖证券业务净收入	7,453	7,155	7,370	7,591
证券承销业务净收入	231	300	309	319
资产管理业务净收入	59	68	70	72
利息净收入	710	817	841	866
投资收益及公允价值变动	1,613	1,371	1,440	1,483
营业支出	4,297	4,340	4,470	4,604
营业利润	6,173	5,371	5,559	5,726
利润总额	6,407	5,693	5,837	6,012
净利润	4,925	4,440	4,611	4,750
归属母公司所有者净利润	4,690	4,218	4,391	4,523
每股收益	2.34	1.68	1.75	1.80

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。