

广发证券 (000776)

业绩好于预期，期待新业务加速

——2011 年中期业绩快报点评

	梁静	崔晓雁
	021-38676850	021-38674874
	liangjing@gjtas.com	cuixiaoyan010374@gjtas.com
编号	S0880511010005	S0880511070001

本报告导读：

业绩好于预期，2 季度业绩有所恢复，创新业务在解禁之后飞速发展，增发在即，维持增持。

投资要点：

- **业绩好于预期。**中期业绩快报显示，上半年实现营业收入 32.71 亿元、同比减少 9.98%；净利润 13.43 亿元，同比减少 18.2%。EPS 0.54 元、每股净资产 7.78 元，ROE 6.84%。其中，2 季度净利润 6.8 亿元、环比增长 1.77%，业绩即将步出谷底。
- **不再合并广发华福及佣金率基数高企，导致经纪佣金显著减少是营业收入下降的主要原因。**尤其是广发华福不再合并报表对业绩影响大，扣除广发华福，则营业收入和净利润同比分别变化+0.47%和-12%。
- **佣金率基数高，但月度降幅已趋缓。**上半年佣金率约在 0.085%，同比降幅约 20%。今年前 5 个月经纪份额 4.19%，较上年同期的 4.16% 有所提升；股基交易额 1.81 万亿元、同比增加 9.3%。
- **在保持股票承销优势的基础上，企业债承销显现强劲上升势头。**承销收入稳步增长。上半年股票和企业债券承销额分别为 124 亿元和 137 亿元，份额分别为 4.3%、6.0%，位列行业前十，较上年明显增长。承销业务的增长在一定程度上缓和了佣金率下滑对业绩的冲击。
- **创新业务在解禁之后飞速发展。**新业务/新产品/新网点等齐头并进、群发式快速增长。资产管理发行 3 只产品，规模跃居第 5 位，直投业务已投入 27 家公司，投资额 8.3 亿元，规模/净资产居行业首位。
- **维持增持评级。**在(日均交易额/收益率)为(2500 亿元/7.2%)假设下，预期 2011-13 年 EPS 为 1.45/1.72/2.06 元，对应增速-10%/20%/18%。新业务松绑时间窗口已开启，下半年业绩应明显好于上半年。广发增发在即，对公司推动明显。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,470	10,219	9,073	10,856	12,489
(+/-)%	45%	-2%	-11%	20%	15%
经营利润 (EBIT)	6,147	5,641	4,852	5,806	6,876
(+/-)%	45%	-8%	-14%	20%	18%
净利润	4,690	4,027	3,639	4,354	5,157
(+/-)%	49%	-14%	-10%	20%	18%
每股净收益 (元)	1.87	1.61	1.45	1.74	2.06
每股股利 (元)	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	58.7%	55.2%	53.5%	53.5%	55.1%
净资产收益率(%)	28.6%	20.8%	9.9%	10.5%	11.1%
总资产收益率(%)	4.5%	4.2%	3.4%	3.8%	4.0%
市净率	20.0	23.3	25.8	21.6	18.2
市盈率	4.6	3.8	3.3	2.9	2.5
股息率(%)	5.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

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：45.00

上次预测：45.00

当前价格：37.44

2011.07.14

交易数据

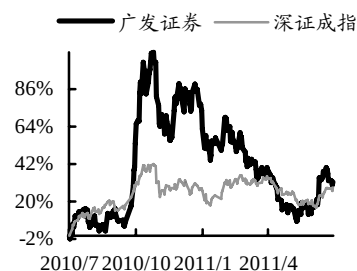
52 周内股价区间 (元)	27.78-63.15
总市值 (百万元)	93,864
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,507/775
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	31%
日均成交量 (百万股)	9
日均成交值 (百万元)	323

资产负债表摘要 (03/11)

股东权益 (百万元)	19,978
每股净资产	7.97
市净率	0.0
净负债率	25.9%

EPS (元)	2010	2011E
Q1	0.35	0.27
Q2	0.31	0.27
Q3	0.44	0.45
Q4	0.52	0.46
全年	1.61	1.45

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	-6%	26%
相对指数	8%	-1%	-1%

相关报告

《转型可期，创新制胜》	2011.07.04
《股权转让使得业绩下滑较多》	2011.04.28
《股权转让缓解业绩下滑，关注增发进程》	2011.04.07
《设立产业基金，构筑长期利润增长点》	2011.03.11
《费用计提较多，“三新”业务推进迅猛》	2011.01.27

模型更新时间: 2011.07.14

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: **45.00**

上次预测: 45.00

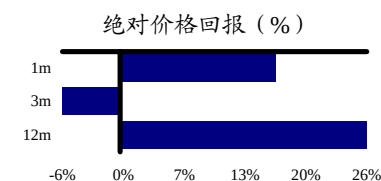
当前价格: 37.44

公司网址

www.gf.com.cn

公司简介

公司是原S延边路2006年公司借股改契机,以全部资产及负债回购并注销吉林敦东所持股,并以新增股份换股吸收合并广发证券,换股比例为1:0.83。吸收合并实施后,S延边路承继广发证券现有全部资产和业务,将转变为一家综合性的证券公司,主营业务转为证券类金融业务。公司是一家综合实力领先的优质大券商,国内优秀的券商之一,核心竞争力体现在综合业务能力较强、进取创新的发展精神和独特的激励机制,在解决好广发华福证券股权问题后,有望最大程度受益于创新业务的启动。此次借壳上市后的首次融资方案,募集资金的使用不仅直接优化经纪业



52 周价格范围

27.78-63.15

市值 (百万)

93,864

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	17,099	7,206	10,470	10,219	9,073	10,856	12,489	13,887
代理买卖证券业务净收入	8,793	4,699	7,453	5,430	4,526	4,899	5,299	5,731
市场日均股票基金成交额 (亿元)	1,939	1,110	2,239	2,292	2,500	2,750	2,888	3,032
公司经纪份额	3.78%	3.71%	3.85%	4.08%	4.24%	4.34%	4.47%	4.61%
公司股票基金权证成交额 (亿元)	44,075	25,300	51,317	54,262	51,259	57,794	62,504	67,598
公司股票基金净佣金率	0.176%	0.154%	0.136%	0.098%	0.088%	0.085%	0.085%	0.085%
证券承销业务净收入	480	243	224	798	904	923	945	971
公司股票承销额 (亿元)	62	47	37	210	234	235	240	242
公司债券承销额 (亿元)	26	63	44	88	199	217	225	244
受托资产管理业务净收入	303	100	59	85	176	291	465	606
公司资产管理规模 (亿元)	33	91	34	51	130	215	344	448
投资收益+公允价值变动	5,138	478	1,159	2,080	1,186	1,850	2,018	2,125
上证指数涨幅	97%	-65%	80%	-14%	7%	13%	12%	12%
股票投资规模 (亿元)	7,172	815	3,213	4,831	3,613	5,481	5,848	6,194
其中: 交易性金融资产	2,872	300	1,521	3,244	1,844	2,437	2,587	2,744
可供出售金融资产	4,300	515	1,692	1,587	1,769	3,045	3,261	3,450
基金投资规模 (亿元)	625	2,209	2,243	1,042	1,048	1,732	1,838	1,950
债券投资规模 (亿元)	2,463	9,717	8,850	11,503	13,909	23,334	24,775	26,273
利息收入	524	747	710	796	853	956	1,018	1,065
营业支出	6,043	2,977	4,323	4,578	4,221	5,050	5,613	6,242
税金及附加	803	412	530	395	443	530	610	678
业务及管理费用	5,136	2,560	3,783	4,174	3,778	4,520	5,004	5,564
营业利润	11,056	4,229	6,147	5,641	4,852	5,806	6,876	7,645
所得税	3,195	881	1,482	1,489	1,213	1,451	1,719	1,911
少数股东损益	616	132	235	171	0	0	0	0
净利润	7,639	3,152	4,690	4,027	3,639	4,354	5,157	5,734
资产负债表								
货币资金	71,513	31,702	73,381	48,149	49,604	51,346	53,409	55,702
交易性金融资产	5,571	6,835	9,234	11,068	11,029	18,214	19,338	20,508
可供出售金融资产	4,717	5,907	5,074	6,309	7,787	12,984	13,814	14,642
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	95,947	105,541	116,095	127,705	140,475
代理买卖证券款	74,298	38,065	80,452	69,129	86,891	97,867	109,953	123,252
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	76,545	68,811	74,726	81,226	88,375
股东权益合计	14,294	12,056	16,374	19,401	36,730	41,370	46,479	52,101
每股净资产	7.15	6.03	8.19	9.79	11.24	12.98	15.04	17.33
收入构成								
经纪佣金	51%	65%	71%	53%	50%	45%	42%	41%
承销	3%	3%	2%	8%	10%	8%	8%	7%
资产管理	2%	1%	1%	1%	2%	3%	4%	4%
自营收入	30%	7%	11%	20%	13%	17%	16%	15%
利息收入	3%	10%	7%	8%	9%	9%	8%	8%
其它	11%	13%	8%	10%	16%	18%	22%	24%
财务指标								
成长性								
经纪份额增长率	5%	-3%	2%	4%	3%	3%	3%	3%
收入增长率	315.9%	-57.9%	45.3%	-2.4%	-11.2%	19.7%	15.0%	11.2%
营业利润增长率	415.3%	-61.8%	45.4%	-8.2%	-14.0%	19.7%	18.4%	11.2%
净利润增长率	418.6%	-58.7%	48.8%	-14.1%	-9.6%	19.7%	18.4%	11.2%
盈利能力及风险指标								
净资产收益率 (ROE)	43%	21%	23%	16%	13%	13%	14%	13%
总资产收益率 (ROA)	8%	6%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
营业费用率	30%	36%	36%	41%	42%	42%	40%	40%
所得税率	28%	21%	24%	26%	25%	25%	25%	25%
自营资产/净资产	72%	106%	87%	90%	91%	82%	82%	82%
股票投资/净资产	42%	39%	3%	14%	21%	19%	17%	17%
估值比率								
PE	12.3	29.8	20.0	23.3	25.8	21.6	18.2	16.4
PB	5.2	6.2	4.6	3.8	3.3	2.9	2.5	2.2
股息率	0.0%	1.3%	5.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

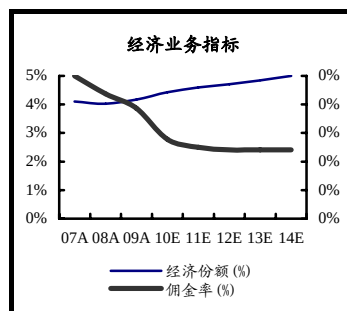
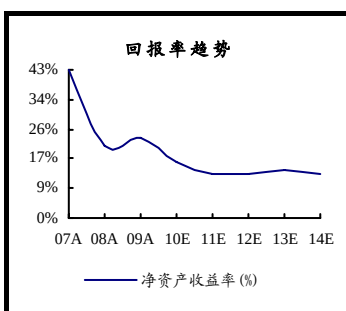
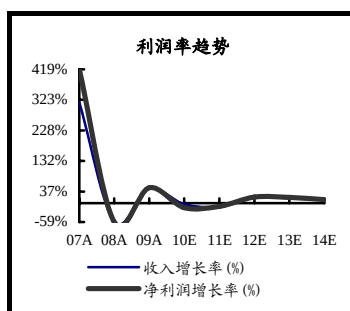
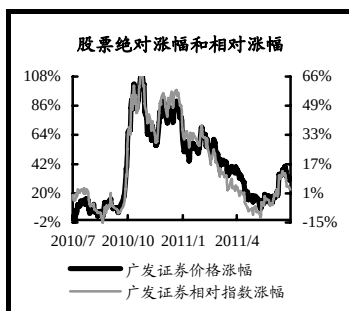
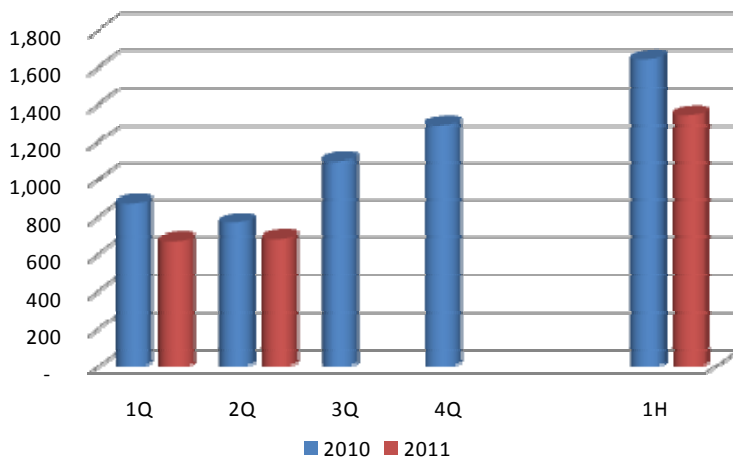


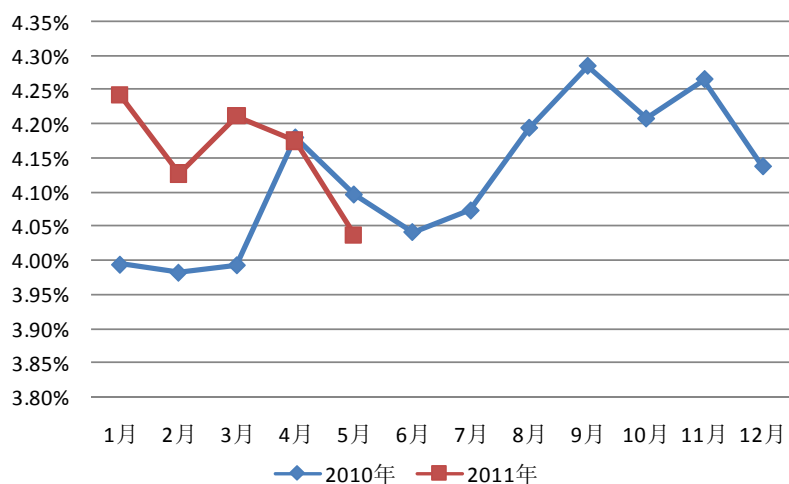
图 1 广发证券中报同比下降 18%，低于预期


数据来源: 公司公告

表 1 广发证券中期主要指标变化

	2011.1H	2010.1H	(+/-)%	2010.1H (扣除华福)	(+/-)%
营业收入(百万元)	3,271	3,633	-10.0%	3,256	0.5%
营业利润(百万元)	1,708	2,121	-19.5%	1,911	-10.6%
利润总额(百万元)	1,720	2,167	-20.6%	1,920	-10.4%
净利润(百万元)	1,343	1,640	-18.1%	1,526	-12.0%
净利润率	41.1%	45.1%	-9.0%		
EPS(元/股)	0.54	0.66	-18.2%		
ROE(%)	6.83%	9.97%	-31.5%		
总资产(百万元)	70,284	95,947	-26.7%		
净资产(百万元)	19,498	19,401	0.5%		
BPS(元/股)	7.78	7.74	0.5%		

数据来源: 公司公告

图 2 广发证券股基份额变化 (剔除广发华福因素)


数据来源: 国泰君安证券研究

表 2 2011 年中期股票承销额及份额排名(亿元)

排名	券商	发行家数	发行额	份额	IPO	增发	配股	定增
1	中信	6.8	262.7	9.3%	46	0	89	128
2	招商	16.0	224.1	7.9%	89	0	24	110
3	国信	23.0	221.5	7.9%	183	0	5	34
4	安信	11.5	191.0	6.8%	108	0	0	83
5	平安	24.0	165.7	5.9%	145	0	0	20
6	中信建投	5.3	138.2	4.9%	13	35	0	90
7	中金公司	2.5	128.4	4.6%	-	0	110	19
8	广发	7.0	124.5	4.4%	27	0	83	14
9	中德	0.8	114.7	4.1%	47	0	0	67
10	民生	10.0	93.4	3.3%	39	0	6	49
11	光大	7.0	82.5	2.9%	58	0	24	0
12	海通	10.0	81.6	2.9%	51	0	0	31
13	瑞银	2.0	77.2	2.7%	77	0	0	0
14	西南	7.0	72.5	2.6%	51	0	0	21
15	华泰	10.0	64.2	2.3%	64	0	0	0
16	国金	7.0	57.5	2.0%	47	0	2	8
17	东方	3.0	50.8	1.8%	25	25	0	0
18	中国银河	1.0	46.9	1.7%	47	0	0	0
19	国元	5.0	44.4	1.6%	31	0	0	14
20	国泰君安	6.0	44.3	1.6%	36	0	0	8

数据来源：国泰君安证券研究

表 3 2011 年中期企业债承销额及份额排名(亿元)

排名	券商	家数	发行额	份额	公司债	可转债	企业债	短融	中票
1	国泰君安	9.5	232.2	10.5%	103	38	91	-	-
2	平安	8.5	173.0	7.8%	130	-	43	-	-
3	瑞银	5.3	144.7	6.5%	68	76	-	-	-
4	中银国际	15.0	141.0	6.4%	9	-	132	-	-
5	宏源	11.5	139.5	6.3%	15	-	125	-	-
6	广发	8.0	137.5	6.2%	75	-	63	-	-
7	中国银河	8.5	133.0	6.0%	24	-	110	-	-
8	华林	10.0	93.5	4.2%	-	-	94	-	-
9	中金公司	3.7	85.3	3.8%	30	55	-	8	50
10	德邦	3.3	70.3	3.2%	13	-	57	-	-
11	中信	7.0	66.7	3.0%	13	38	15	20	34
12	中信建投	5.5	63.7	2.9%	-	-	64	-	-
13	第一创业	4.0	51.9	2.3%	-	-	52	-	-
14	西南	4.0	50.5	2.3%	16	-	35	-	-
15	国海	6.0	46.8	2.1%	-	-	47	-	-
16	瑞信方正	0.7	45.8	2.1%	-	38	8	-	-
17	太平洋	4.0	44.0	2.0%	-	-	44	-	-
18	中投证券	4.0	43.0	1.9%	-	-	43	-	-
19	齐鲁	4.0	43.0	1.9%	-	-	43	-	-
20	招商	4.0	39.2	1.8%	-	7	32	-	-

数据来源：国泰君安证券研究

表 4 证券公司经纪业务排名(2011.1-5)

排名	券商	股基交易额(亿元)	市场份额	同比
1	华泰	23,914.7	5.52%	-3.46%
2	中信	23,409.4	5.41%	2.02%
3	银河	22,501.4	5.20%	1.46%
4	国泰君安	21,526.2	4.97%	2.68%
5	国信	19,108.7	4.41%	-2.37%
6	广发	18,139.7	4.19%	0.66%
7	海通	17,813.8	4.11%	1.21%
8	招商	17,310.6	4.00%	-0.06%
9	申银万国	16,382.8	3.78%	-1.04%
10	中信建投	13,985.3	3.23%	-2.54%
11	光大	13,425.9	3.10%	-1.15%
12	齐鲁	10,991.7	2.54%	-4.20%
13	安信	11,039.5	2.55%	-1.46%
14	建银投资	10,441.7	2.41%	-2.96%
15	方正	7,403.7	1.71%	-0.60%
16	长江	7,462.5	1.72%	3.34%
17	兴业	7,446.2	1.72%	5.09%
18	东方	6,745.6	1.56%	2.12%
19	宏源	5,576.3	1.29%	1.82%
20	华西	5,123.8	1.18%	-1.24%

数据来源：国泰君安证券研究

表 5 广发证券上半年承销业务项目列表

名称	发行方式	广发所占规模	发行日期
奥拓电子	IP0	3.36	2011/6/1
东方国信	IP0	5.63	2011/1/14
海南瑞泽	IP0	4.13	2011/6/22
鸿路钢构	IP0	13.94	2011/1/6
国脉科技	定向增发	4.96	2011/1/14
海利得	定向增发	9.00	2011/3/24
武钢股份	配股	83.46	2011/3/25
11 海航 02	公司债	14.40	2011/5/24
11 海航 01	公司债	35.60	2011/5/24
11 康美债	公司债	25.00	2011/6/21
11 广州资产债	企业债	8.50	2011/1/7
11 淮南矿业债	企业债	10.00	2011/1/28
11 新余债	企业债	14.00	2011/1/11
11 镇国投债	企业债	24.00	2011/4/20
11 中煤矿建债	企业债	6.00	2011/3/15

数据来源：国泰君安证券研究

表 6 广发证券盈利预测表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	10,470	10,219	9,073	10,856	12,489
手续费及佣金净收入	8,135	6,812	6,239	6,829	7,508

其中：代理买卖证券	7,453	5,430	4,526	4,899	5,299
证券承销业务	224	798	904	923	945
资产管理	59	85	176	291	465
利息净收入	710	796	853	956	1,018
投资收益	1,613	2,579	1,784	2,530	2,784
二、营业支出	4,323	4,578	4,221	5,050	5,613
业务及管理费	3,783	4,174	3,778	4,520	5,004
三、营业利润	6,147	5,641	4,852	5,806	6,876
归属于母公司净利润	4,690	4,027	3,639	4,354	5,157
少数股东损益	235	171	0	0	0
业绩增速	49%	-14%	-10%	20%	18%
EPS	1.51	1.30	1.45	1.74	2.06
ROE	22.8%	16.4%	12.9%	13.4%	13.7%
净利润率	45%	39%	40%	40%	41%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 7 广发证券的分部估值

	2010	2011E	2012E
经纪业务	552	485	525
净利润(亿元)	28	24	26
PE 倍数	20	20	20
自营业务	200	216	359
规模(亿元)	174	188	312
PB 倍数	1.15	1.15	1.15
承销业务	115	132	135
规模(亿元)	4.6	5.3	5.4
PE 倍数	25	25	25
资产管理	91	113	135
集合理财规模(亿元)	51	130	215
基金管理规模(亿元)	864	1,005	1,132
Price/Aum	10%	10%	10%
现金价值(亿元)	25	27	30
创新溢价	5%	10%	15%
合计(亿元)	1,032	1,072	1,362

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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		