

广发证券投资价值分析

宋艳敏(教授) 樊亚平

(河北金融学院 河北保定 071051)

【摘要】随着我国资本市场的日益成熟与完善,证券公司在资本市场中扮演着越来越重要的角色,对我国资本市场的健康发展起到重要作用。本文选择我国市场占有率较高的广发证券作为证券公司的代表,对比其他八家市值较大的证券公司,比较分析其核心竞争力以及上市以来股票的价格走势,测算出广发证券股票的风险收益特征,初步探讨了在资本市场中扮演重要角色的证券业的估值定价问题。

【关键词】 证券公司 投资价值 估值定价

一、引言

随着我国经济的繁荣发展和资本市场的不断完善,我国证券行业也迎来了自身发展的有利时期,但由于近几年我国证券市场持续低迷的态势,造成了证券行业业绩普遍不佳。但从本质上来讲,投资者在正常的市场行情下是可以通过投资证券类股票来分享经济快速增长所带来的收益的。2013年券商加大了对创新业务的投入,从而产生了新的利润增长点。19家上市券商共实现营业收入793.70亿元,平均每家券商实现营业收入41.77亿元;而同期全行业115家券商累计营业收入1592.41亿元,平均每家券商营业收入13.85亿元,低于上市券商营业收入平均值近七成。从净利润来看,19家上市券商2013年实现净利润241.22亿元,同比增长32.37%;在同期全行业115家券商实现的440.21亿元净利润中,上市券商占比54.8%。从上述数据可以看出,上市证券公司的经营状况基本可以代表证券行业整体水平。

自1994年开始,广发证券主要经营指标已连续15年稳居国内十大券商行列。广发证券的投行团队被和讯网评为“2007年度中国最佳投行团队”、被《上海证券报》评为“最佳价值发现投行团队”、被《证券时报》评为“最具影响力投行”和“中小板最佳投行”、被《新财富》杂志评为“最受尊敬的投行”。因此以广发证券为例,探讨如何对证券行业进行正确估值具有重要现实意义。

二、文献与方法综述

所谓价值投资,是指对影响证券投资的经济因素、政治因素、行业发展前景、上市公司的经营业绩、财务状况等要素的分析为基础,以上市公司的成长性以及发展潜力为关注重点,从而判定股票内在投资价值的投资策略。这种投资战略最早可以追溯到20世纪30年代,由哥伦比亚

大学的本杰明·格雷厄姆创立,经过伯克希尔·哈撒韦公司的CEO沃伦·巴菲特的使用和发扬光大,价值投资战略在20世纪70到80年代的美国受到推崇。1997年,Ibbotson Roger G.和Riepe Mark W.在分析成长与价值异同的基础上,描述了成长型股票和价值型股票的特征,并对成长型投资和价值型投资进行了比较。2004年,Rousseau Roland和Van Rensburg Paul认为价值投资的价值还应当包含实践价值因素,因而投资价值应当会随着投资持有期的延长而稳定提升,从而对选择股票要求更加严格。

价值投资专门寻找价格被低估的证券。不同于成长型投资,价值型投资偏好本益比、账面价值或其他价值衡量基准偏低的股票。因此,对一个公司价值的判断是价值投资成功与失败的关键。通过宏观分析、行业分析、公司分析我们便可以对公司价值做出判断。

股票估值的第一准则是“价值决定价格”,当我们能够对股票的价值进行科学的判定之后,再考虑市场中股票的价格,就能得出股票是否值得投资的结论了。上市公司估值的方法通常分为相对估值法和绝对估值法。相对估值法中有市盈率估值法、市净率估值法、EV/EBITDA估值法等;绝对估值法中有股利贴现模型估值法、自由现金流贴现模型估值法等。相对估值法反映的是公司股票目前的价格是处于相对较高还是相对较低的水平,通过行业内不同公司的比较,可以找出在市场上相对低估的公司。绝对估值法的股利贴现模型和自由现金流贴现模型采用了收入的资本化定价方法,通过预测公司未来的股利或者未来的自由现金流,然后将其折现得到公司股票的内在价值。与相对估值法相比,绝对估值法的优点在于能够较为精确地揭示公司股票的内在价值,但是如何正确地选择参数则比较困难。

本文首先从证券公司的财务分析入手,通过整理、研究财务报表分析证券公司的盈利性、安全性来对上市证券公司的核心竞争力进行分析。通过对证券行业的综合分析,选取广发证券为代表,应用相对估值法与绝对估值法对其进行定价分析,深入讨论证券业估值定价问题。

三、公司基本面分析

(一)公司简介

广发证券的前身是1991年9月8日成立的广东发展银行证券部,1993年末成立公司,1996年改制为广发证券有限责任公司,2001年整体变更为股份有限公司,是国内首批综合类证券公司,2004年12月获得创新试点资格。2010年2月12日,公司在深圳证券交易所成功上市。公司营业网点遍布全国,现有证券营业部207个,数量位列全国前三。

公司旗下拥有四家全资子公司,分别是广发期货有限公司、广发控股(香港)有限公司、广发信德投资管理有限公司和广发乾和投资有限公司,并持股广发基金管理有限公司和易方达基金管理有限公司,初步形成了以证券业务为核心的金融控股集团架构。

(二)公司核心竞争力

把公司在行业中所处的位置、行业竞争力、经营管理能力、各项财务指标综合起来分析预测公司未来的盈利能力,是价值投资的核心部分。反映证券公司核心竞争力的指标有盈利性、安全性等方面的指标。

衡量盈利能力的指标包含净利润增长率、净资产收益率两项。所选取的上市证券公司盈利能力比较情况见表1。

表1 上市证券公司2013年盈利能力比较

指标	中信证券	海通证券	广发证券	招商证券	华泰证券	宏源证券	光大证券	国金证券	西南证券
净利润增长率(%)	23.25	31.63	26.75	35.79	36.59	41.50	-72.5	15.00	85.87
净资产收益率(%)	5.98	6.56	6.72	8.21	6.32	8.29	0.90	4.71	5.83

从净利润增长率来看,西南证券最高,宏源证券、华泰证券其次,广发证券处于中等水平。西南证券由于在2013年大力发展其投资银行业务,致使投资银行业务收入大幅增加,并且经纪业务中的佣金及手续费收入也有不小提升。西南证券2014年第一季度报告显示,1~3月,公司实现营业收入7.87亿元,实现净利润2.72亿元,分别同比增长91.53%和104.12%,每股收益0.11元。受投资银行业务收入大幅增加影响,一季度西南证券手续费及佣金净收入达5.26亿元,同比增长107.85%,成为业绩翻番的最大推手。此外,公司的经纪业务、资产管理业务、量化投资业务等均呈现出良好的发展态势,综合服务平台

开始显现效力。

而广发证券净利润增长率处于中等水平的原因是,传统经纪业务量下滑加之IPO暂停,广发证券投行业务结构也出现明显调整,投行业务结构逐渐由IPO项目向债券市场倾斜。广发证券2013年年报显示,2013年其投资银行业务合计实现营业收入3.64亿元,同比降低65.65%,股票承销及保荐收入0.92亿元,同比大幅下滑87.14%。但随着我国证券市场IPO的重启,相信广发证券这方面的业务将会逐渐恢复。

安全性指标是指证券公司为避免经营风险,以保证资金安全的要求,有足够的应付各种可能发生的风险和损失。衡量安全性的指标有资产负债率、流动比率和总资产三项。各上市证券公司2013年安全性指标比较见表2。

表2 上市证券公司2013年安全性比较

指标	中信证券	海通证券	广发证券	招商证券	华泰证券	宏源证券	光大证券	国金证券	西南证券
资产负债率	0.67	0.62	0.68	0.67	0.63	0.57	0.56	0.54	0.64
流动比率	1.27	1.47	1.15	1.31	1.64	1.20	1.12	1.44	1.42
总资产(亿元)	2 713.54	1 691.24	1 069.80	831.57	982.48	345.90	538.46	136.74	299.98

从资产负债率来看,证券业总体水平不高。广发证券最高,中信证券、招商证券其次。证券公司本身所处的行业特征导致证券公司在资本市场上取得资金具有一定的便捷性,因而资产负债率会稍高,而且从表2中我们也可以看出证券公司整体的资产负债率差别并不是很大。从流动比率来看,广发证券处于行业中下水平,但各大证券公司的流动比率基本在1.5左右,行业差异不很显著。综合考虑,广发证券虽然有稍高的资产负债率但属于正常范围,同时总资产较高,资金比较雄厚,安全性较高。

四、广发证券的估值定价

(一)风险收益特征分析

1. 期望收益率。期望收益率是指各个可能的收益率按照其概率进行加权平均的收益率,当用历史数据来预测未来一个阶段的收益率水平时,也反映了该股票上市以来的平均投资收益率。这里选取自2010年2月广发证券上市以来至2013年12月复权后的股票价格来计算广发证券及其他证券的月期望收益率,公式如下:

$$\bar{R} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_i$$

由于所选取的样本股既有来自上海证券交易所又有来自深圳证券交易所的,因此本文以沪深300指数的收益率作为市场收益率替代,将各个上市证券公司的期望月度收益率与市场期望月度收益率作对比(见表3)。

表 3 上市证券公司期望收益率比较

指标	中信 证券	海通 证券	广发 证券	招商 证券	华泰 证券	宏源 证券	光大 证券	国金 证券	西南 证券	沪深 300
期望收益率(%)	0.37	0.03	-0.19	-0.55	-1.10	0.54	-1.53	0.52	-0.40	-0.53

广发证券的期望月度收益率是-0.19%，而同期沪深300指数的月期望收益率为-0.53%。广发证券的期望收益率高于沪深300指数，是高于市场平均水平的股票。

2. 标准差。判断实际的收益率与期望收益率的偏离程度可以用标准差或方差来衡量，它们反映了证券投资的风险大小。公式如下：

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}$$

表 4 标准差比较

指标	中信 证券	海通 证券	广发 证券	招商 证券	华泰 证券	宏源 证券	光大 证券	国金 证券	西南 证券	沪深 300
标准差	0.14	0.13	0.18	0.11	0.12	0.15	0.12	0.14	0.20	0.07

从表4可以看出，所有证券公司的期望收益率标准差都比沪深300所代表的市场期望收益率标准差要大，这说明整个证券行业的收益率波动幅度要比证券市场的收益率波动幅度大。广发证券的标准差仅次于西南证券，说明广发证券收益率的稳定性不强，波动性较大。

3. 系统性风险的度量。系统性风险是由社会、政治、经济等因素共同引起的，并会影响整个证券市场价格变动的风险。从而使证券市场的收益率发生变化。系统性风险的比率可用β系数来衡量，β系数为描述股票收益水平相对市场平均收益水平变动的敏感性因子。

本文选用沪深300指数作为市场组合，采用2010年2月至2013年12月的历史数据，用最小二乘法得到证券公司股票的β系数，公式如下：

$$r_i = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

其中： r_i 是证券公司*i*的月度期望收益率； $E(r_m)$ 是沪深300指数月度收益率； r_f 为无风险利率，选择2012年7月6日调整后的一年期定期存款利率作为无风险利率，为3.00%。通过对比各个证券公司的β值即可得知其系统性风险的大小(见表5)。

表 5 上市证券公司β系数

指标	中信 证券	海通 证券	广发 证券	招商 证券	华泰 证券	宏源 证券	光大 证券	国金 证券	西南 证券
β系数	1.82	1.75	2.03	1.35	1.62	1.75	1.54	1.65	0.31
R ²	0.73	0.78	0.59	0.70	0.81	0.66	0.67	0.64	0.03

R²代表对证券公司β值进行回归的拟合优度，反映因变量与自变量之间的总体关系，即自变量所能解释因变量变异性的百分比。在此处表示沪深300指数能对证券公

司个股收益率变化所做出的解释程度。

广发证券的β值为2.027、R²为0.588，说明广发证券的系统性风险是市场整体的2.027倍，同时广发证券的收益率变动与市场收益率变动之间的关系并不是非常密切，其收益率变动的58.8%可以由市场收益率的变动来解释。

由于最近几年我国证券市场整体有调整并下行趋势，因此股票收益率可能为负值，综上分析得出自2010年以来广发证券的年化收益率为-2.26%，而同期上证指数的年化收益率为-6.18%，广发证券的收益率还是略好于市场整体收益率的。

(二)相对估值分析

在证券行业中运用相对价值估值法对证券公司进行估值比较常见。其中，市盈率、市净率为最常用的指标。

1. 市盈率分析。行业平均市盈率反映了一个行业整体的投资价值与风险程度，计算公式为：

$$\text{行业平均市盈率} = \frac{\text{行业上市公司总市值}}{\text{行业上市公司盈利}}$$

表 6 证券业2013年市盈率比较

指标	中信 证券	海通 证券	广发 证券	招商 证券	华泰 证券	宏源 证券	光大 证券	国金 证券	西南 证券	行业 平均
市盈率	23.99	22.26	21.40	21.59	20.10	26.61	138.03	75.75	39.81	29.94

表6对比了样本股票的市盈率与证券行业平均水平的市盈率。近几年来，由于我国资本市场正处于震荡调整时期，投资者投资热情不高，交易量不大，导致整个行业的市盈率呈现出下降的趋势。由表6可知，华泰证券的市盈率最低，其次是广发证券，然后是招商证券。广发证券的市盈率在行业中处于较低水平，同时也低于行业平均水平，说明此时广发证券的价格被市场低估，具有一定投资价值。

表 7 证券业2014、2015年动态市盈率比较

指标	中信 证券	海通 证券	广发 证券	招商 证券	华泰 证券	宏源 证券	光大 证券	国金 证券	西南 证券	行业 平均
2014年动态市盈率	19.05	17.36	17.75	18.27	16.20	22.96	27.69	45.84	26.83	20.97
2015年动态市盈率	15.91	14.84	14.94	15.69	13.8	19.69	21.58	36.25	21.40	17.47

表7根据样本股票的历史每股收益增长率计算出其未来预计的每股收益，再结合当前的股价计算出样本股票的动态市盈率。行业未来两年的平均动态市盈率在17~21之间，结合行业平均的动态市盈率分析可知，在未来两年预计样本股中有56%的证券公司的市盈率会低于行业平均水平，而有44%会高于行业平均水平，而广发证券的动态市盈率将会低于市场平均水平。因此从长期投资的角度来看，未来广发证券的每股收益会稳定增长，具有

长期投资价值。

2. 市净率分析。市净率是一项衡量股价与净资产背离程度的指标,而行业平均市净率则反映了一个行业的股市市值与行业净资产总值之间的偏离程度,计算公式为:

$$\text{行业平均市净率} = \frac{\text{行业上市公司总市值}}{\text{行业上市公司净资产总值}}$$

表 8 证券业 2013 年市净率比较

指标	中信 证券	海通 证券	广发 证券	招商 证券	华泰 证券	宏源 证券	光大 证券	国金 证券	西南 证券	行业 平均
市净率	1.60	1.76	2.13	2.18	1.41	2.21	1.30	3.26	2.13	1.96

从表 8 可以发现,广发证券的市净率处于行业中等偏上水平,高于行业平均水平,这说明广发证券的股价目前是每股净资产的两倍多,行业平均水平也接近两倍,广发证券目前处于可接受的安全范围之内。

(三)绝对估值分析

1. 贴现率。贴现率为投资者的必要收益率,根据 CAPM 模型,必要收益率等于无风险利率加上该证券由 β 系数测定的风险溢价,选择 2012 年 7 月 6 日调整后的一年期定期存款利率作为无风险利率,为 3.00%。预期市场收益率选择沪深 300 的年度平均收益率,由于近几年我国股市处于震荡调整期,其收益率不具备较强代表性,此处选取一个完整的上涨、下跌、调整周期 2005 ~ 2013 年的数据进行计算,年化收益率为 16.04%。根据资本资产定价模型:

$$K = r_f + \beta [E(r_M) - r_f]$$

计算得出:投资者的必要收益率为 29.43%。

2. 股利贴现模型(DDM)。股利是公司投资者的真实回报,股利的多少直接影响到公司股票的价格。广发证券近几年的年均派息率约为 30%,同时广发证券也初步确定未来几年年分红率派息不低于净利润的 30%,这里假设今后股利的增长率等于其净利润的增长率。

由于我国目前经济整体运行良好,经济增长潜力巨大,预计未来几年经济增长仍将持续。因此,本文应用三阶段股利贴现增长模型,作如下假设:第一阶段(2013 ~ 2016 年)假设,广发证券的利润增长率为年均 50%;第二阶段(2017 ~ 2021 年)假设,广发证券利润增速开始减缓,利润增长率每年递减 6%;第三阶段(2022 年以后)假设,广发证券进入成熟期,根据广发证券近八年的利润增长率得出广发证券的平均利润增长率为 17.53%。

因而,设定永续利润增长率为 17.53%,贴现率为 29.43%,代入三阶段股利贴现增长模型,则有:

$$V = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{D_t}{(1+K)^t} + \sum_{t=T_1+1}^{T_2} \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{D_{T_2+1}}{(1+K)^{T_2}(k-g)}$$

D1 为 2012 年的股利,股利 D_t 的增长率分别为: T1 阶段的 $g_1 - g_4$ 为 50%, $g_5=44%$, $g_6=38%$, $g_7=32%$, $g_8=26%$, $g_9=20%$,永续增长率 $g=17.53%$,得出广发证券的内在价值为 35.74 元。

由于目前我国整个证券市场还处于震荡调整期,因此广发证券的价格低于其实际价值,从长期投资的角度来看,广发证券目前的价格是值得投资的。

五、结论

本文以案例形式研究了目前我国上市证券公司股票的估值问题。在我国资本市场不断完善、上市公司盈利状况良好且人民币升值的背景下,从我国证券业成长性的角度出发,通过对上市证券公司核心竞争力的对比分析和内在价值的计算,探讨了广发证券的投资价值,得出如下结论。

通过核心竞争力的研究,广发证券的盈利能力处于行业中等水平,与其前几年相比稍有下降,其原因是整个市场处于调整期,市场投资者并不活跃。但随着我国证券市场的进一步完善和逐渐恢复,相信具有较高市场占有率的广发证券业绩会有所改善。在安全性方面,广发证券的资产负债率最高,其原因是广发证券最近几年频繁发行公司债券以完善公司业务范围,同时广发证券资本较为雄厚,因此风险在可控范围之内。

广发证券股票的风险收益特征分析显示:其投资收益率高于股票市场的平均指数收益率,且与市场成正相关关系,同时收益率波动幅度远远大于市场收益率波动幅度。

通过相对估值分析发现,广发证券的市盈率、动态市盈率均处于行业较低水平,只有市净率略高于行业平均水平,这说明近几年市场经过震荡调整之后广发证券的价格处于低估状态,因此从长期来看广发证券具有一定投资价值。

运用股利贴现增长模型的绝对估值分析得出的结论认为,从长期投资的角度来看,由于目前广发证券股价仍低于其内在价值,因此广发证券是值得投资者长期持有的优质股票。

主要参考文献

1. 斯蒂芬 A. 罗斯等. 公司理财. 北京: 机械工业出版社, 2012
2. 滋维·博迪等. 投资学. 北京: 机械工业出版社, 2012
3. 田增润. 企业估值方法比较分析. 中国外资, 2013; 16
4. 张宇. 试析资产评估“投资价值”概念运用. 财会月刊, 2009; 32
5. 王竞. 价值投资策略在中国证券市场的有效性分析. 财会月刊, 2010; 12