

光大证券(601788)

经营稳健、综合经营优势突出

梁静 董乐
021-38676850 021-38676650
liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读:

- 光大证券综合实力居行业前列,综合经营优势突出;
- 发行估值水平应为2009年的动态PE20-25倍。

投资要点:

- 无论是从资本实力、还是从盈利规模和业务规模而言,公司都稳居行业前列,尤其是资本实力,2005年以来不但一直居行业前10位、而且在业内的排名有稳步上升的趋势。就综合实力而言,光大证券在业内居第二集团,与拟上市的招商、东方、华泰、国信基本上处于同一竞争层次。
- 与上市券商来比,光大证券的综合实力介于领先的大券商和中小券商之间,但更为接近于海通。这也意味着光大证券在上市券商中有着较为独特的定位,他的上市也在很大程度上弥补了上市券商的代表性、使得整个证券板块更具备投资价值。
- 光大证券素以经营稳健、资产质量高、风险控制能力强、创新能力突出著称于业内。公司是最早获得创新试点资格的3家券商之一;在近两年的分类评级中,公司也一直稳居AA级券商行列。
- 光大证券依托于光大集团的雄厚实力,综合经营优势十分突出。未来,在光大集团探索综合经营的战略指引下,光大证券将获得更多的政策支持,并能够最大限度的共享光大集团的品牌、网络及客户资源。
- 作为业内首批获得创新试点资格的券商之一,光大证券在权证创设、资产管理等业务一直处于领先优势,并确立了“光大阳光”理财品牌。近年来,光大证券积极加大对创新业务的资源投入、推动创新业务的发展,在保持权证创设、集合理财、衍生品套利等创新业务的竞争优势的同时,也在融资融券、直接投资以及金融衍生品等多个领域作了充分准备。
- 公司此次募集资金将全部用于补充资本金,用于提升经纪份额、扩大承销和自营规模,进一步提升传统业务竞争力;同时,加大对创新业务的投入,推动直接投资、境外业务、融资融券业务和股指期货等业务的规模化发展。我们认为,募集资金的持续投入,将有效提升公司各项业务的竞争力。
- 我们预期公司2009-2011年净利润为25.3亿元、28.6亿元以及33.6亿元,增速为85%、13%以及18%,对应摊薄后EPS 0.74元、0.84元和0.98元。
- 分别运用PE和PB、及分部估值法判断,光大证券上市后合理定价为21.4-23.2元,对应(2000/300)假设下26-28倍PE。考虑IPO折价效应,合理询价区间为14.8-16.6元,分别对应于2009年(1800/2800)和(2000/3000)预期下20倍PE。

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9,824	3,691	5,350	6,094	7,173
(+/-)%	382.4%	-62.4%	45.0%	13.9%	17.7%
经营利润(EBIT)	7,178	1,666	3,393	3,828	4,509
(+/-)%	447.3%	-76.8%	103.6%	12.8%	17.8%
净利润	4,686	1,368	2,532	2,855	3,362
(+/-)%	410.4%	-70.8%	85.2%	12.8%	17.7%
每股净收益(元)	1.62	0.47	0.74	0.84	0.98
每股股利(元)	0.00	0.00	0.22	0.25	0.30

注:每股净收益按发行后的总股本计算

建议询价区间:

14.8-16.6

上市首日定价区间:

21.4-23.2

2009.07.28

发行上市资料

总股本(万股)	289800
发行量(万股)	52000
发行日期	2009.08.04
发行方式	网下询价+网上申购
保荐机构	东方证券
预计上市日期	2009.08.19

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.64
净资产收益率(%)	13.0
资产负债率(%)	11.1

主要股东和持股比例

中国光大集团	34.69%
中国光大控股有限公司	33.33%
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	3.74%
厦门新世基集团有限公司	3.31%
东莞市联景实业投资有限	2.34%
大众交通(600611)	1.76%

相关报告

行业更新报告:券商IPO+交易额突破,催化剂如约而至

(09.07.24)

行业简报:光大上市提升行业估值

(09.07.25)

行业深度研究:四轮驱动,加速在即

(09.07.15)

1. 光大证券基本情况与发行概况

1.1. 基本情况

光大证券成立于 1996 年，是光大集团在整顿其原有证券业务基础上设立的全国性综合类证券公司。2007 年 5 月，公司完成增资扩股方案，注册资本由 24.45 亿元增加至 28.98 亿元。前两大股东分别是中国光大(集团)总公司和中国光大控股有限公司，他们分别持有公司发行前股本的 40.92%和 39.31%。

公司已初步形成证券控股集团架构，目前，公司全资控股了光大期货和光大资本投资有限公司，控股光大保德信基金（持股比例为 67%），参股大成基金（并列第 2 大股东、持股比例 25%）。公司在中国 25 个省市设有 79 家营业部及 15 家服务部。

2004 年 10 月，公司率先成为业内首批获得创新试点类证券公司资格的 3 家证券公司之一；2007 年 8 月，公司获评为 A 类 A 级证券公司；2008 年-2009 年，公司连续两年获得 A 类 AA 级证券公司。

1.2. 发行情况

本次公司计划发行不超过 5.2 亿股、不超过发行后总股本的 15.21%，上市后，公司总股本为 34.18 亿股、流通股本 5.2 亿股。受限流通股东 13 家。前两大股东光大集团和中国光控的持股比例分别降低至 34.69%和 33.33%；第 6 大股东是大众交通（600611.SH），持有公司 6000 万股、持股比例是 1.76%，每股光大含量为 0.04 股。大众交通也是唯一一家持有公司股权的 A 股上市公司。

表 1 发行后光大证券的股权结构

股东及股份类型	持股数(万股)	持股比例	限售期(月)
一、有限售条件流通股份			
中国光大集团	118,575	34.69%	36
中国光大控股有限公司	113,925	33.33%	36
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	12,800	3.74%	12
厦门新世基集团有限公司	11,300	3.31%	12
东莞市联景实业投资有限	8,000	2.34%	12
大众交通(集团)股份有限公司(600611)	6,000	1.76%	12
南昌洪城大厦股份有限公司	5,500	1.61%	12
亿阳集团股份有限公司	4,000	1.17%	12
上海良能建筑工程有限公司	3,300	0.97%	12
华夏董氏兄弟商贸(集团)有限公司	2,000	0.59%	12
上海宛矿投资有限公司	2,000	0.59%	12
上海宏普实业投资有限公司	1,200	0.35%	12
南京鑫鼎投资发展有限公司	1,200	0.35%	12
二、流通股份	52,000	15.21%	
合计	341,800	100%	

数据来源：公司招股说明书

2. 行业地位及优势分析：综合实力居前列，综合经营优势明显

2.1. 综合竞争力稳居行业前 10 位，上市券商中仅居中信和海通之后

光大证券综合竞争力强劲。无论是从资本实力、还是从盈利规模和业务规模而言，公司都稳居行业前列，尤其是资本实力，2005 年以来不但一直居行业前 10 位、而且在业内的排名有稳步上升的趋势。

表 2 光大证券主要指标在行业内排名

	2005	2006	2007	2008
盈利规模				
营业收入	9	11	10	13
净利润	6	9	10	12
资产规模				
净资产	5	9	8	7
净资本	3	6	8	5
总资产	11	13	10	11
业务规模				
股票基金交易额	8	9	10	9
股票主承销家数	-	7	14	12
股票主承销金额	-	9	19	10

数据来源：中国证券业协会，公司招股说明书，国泰君安证券

在业内居第二集团，与拟上市的招商、东方、华泰、国信等基本上处于同一竞争层次。光大证券在盈利规模上略低于国信与华泰，与招商较为相近；但在资本实力上较同类其他券商有明显优势。从业务实力上来看，光大与招商、国信相若，但明显要落后于华泰证券。

图 1 光大证券与其他券商资本实力和盈利能力的比较

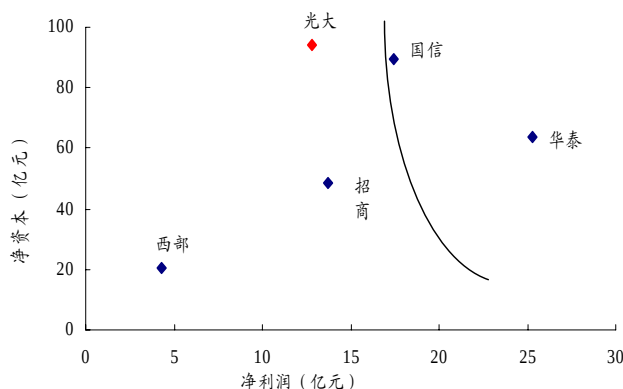
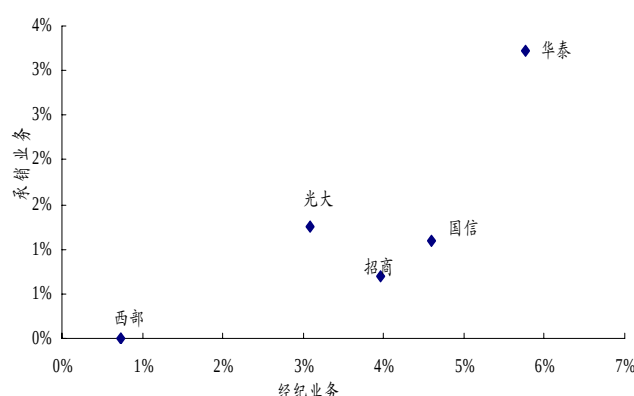


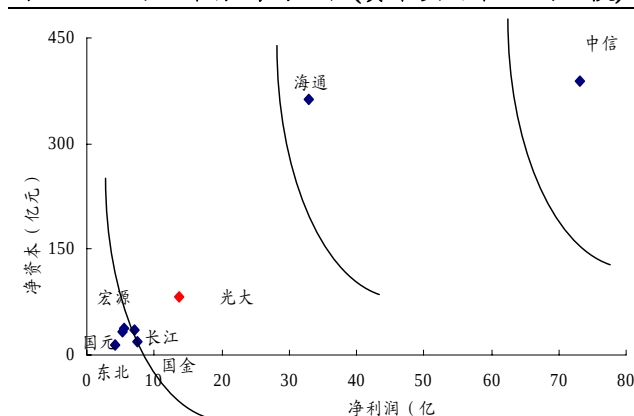
图 2 光大证券与其他券商业务实力的比较



数据来源：中国货币网，公司公告，Wind。数据来源：注：除承销业务份额为 2008 年数据外，其余均为 2009 年上半年数据。

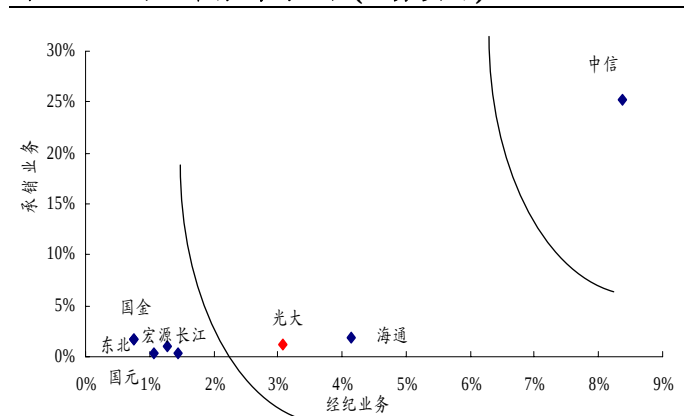
在上市券商中定位独特，但更接近海通。就规模而言，光大证券与中信和海通仍有较大差距、但遥遥领先于已上市的中小券商；就盈利能力看，光大证券要强于中信和海通；在业务实力上，全面落后于中信，与海通相比，除经纪业务差距明显外，其他业务基本相差不大。因此，我们认为，就综合实力而言，光大证券应介于领先的大券商（中信以及海通）和中小券商之间，但更为接近于海通。这也意味着光大证券在上市券商中有着较为独特的定位，其上市也在很大程度上弥补了上市券商的代表性、使得整个证券板块更具备投资价值。

图 3 光大与上市券商的比较(资本实力和盈利规模)



数据来源：公司招股说明书

图 4 光大与上市券商的比较(业务实力)



数据来源：WIND

表 3 光大证券与上市券商的综合比较 (2008)

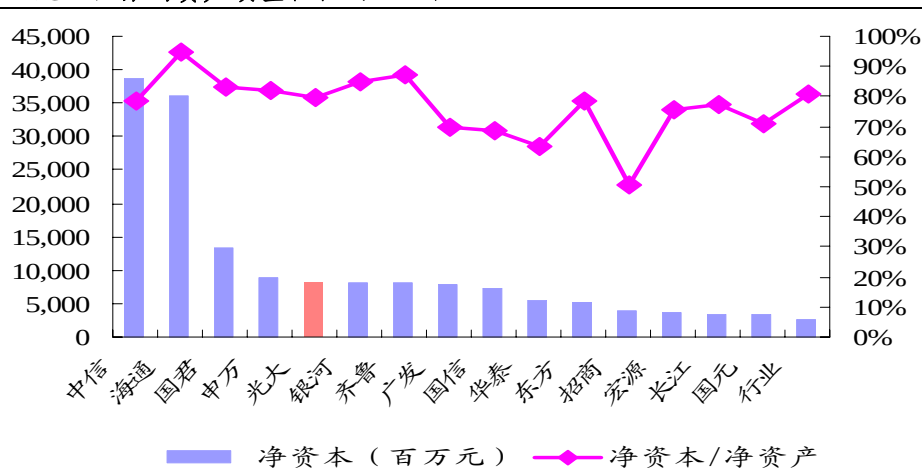
	光大	中信	海通	长江	国元	宏源	东北	国金
净资本(亿元)	82.2	387.8	362.3	35.3	33.4	37.7	13.0	19.3
净资本/净资产	79.6%	78.6%	94.8%	77.1%	70.9%	75.8%	57.5%	89.3%
经纪业务份额*	3.08%	8.37%	4.14%	1.45%	1.06%	1.28%	0.76%	0.75%
营业收入(亿元)	36.9	177.1	70.1	20.7	12.4	16.0	11.2	15.0
净利润(亿元)	13.7	73.1	33.0	7.0	5.2	5.4	4.1	7.6
ROE	13.0%	13.2%	8.6%	15.2%	11.0%	10.9%	18.2%	34.9%
EPS(元)	0.47	1.10	0.40	0.42	0.36	0.37	0.71	1.51

数据来源：公司公告，招股说明书。注：*为 2009 年中期数据

2.2. 经营稳健、资产质量高，综合经营优势明显

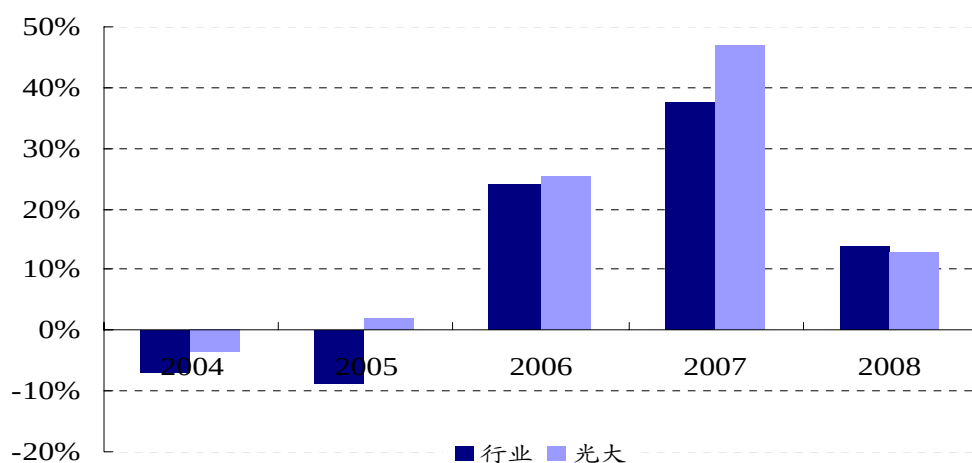
经营稳健、资产质量高。公司以经营稳健著称于业内，这表现为财务管理基础扎实、资产质量高、风险控制能力强。这也是其率先成为创新试点类券商、并在随后的券商分类中持续获得较高评价的主要原因。得益于良好的风险控制能力，在行业最为低迷的 2004-2005 年，公司的 ROE 明显好于行业；从资产质量来看，光大证券的净资本一直比净资产居于更为靠前的位置，2008 年，尽管净资产仅居第 7 位、但净资本居第 5 位，净资本/净资产为 80%，净资本比例虽落后于海通证券，但领先于中信证券。光大证券是前 10 大券商中唯一一家净资本连续 3 年保持增长的公司，这也显现出了公司较优的资产质量和较佳的抗风险能力。

图 5 光大证券的资产质量较佳 (2008)



数据来源：中国证券业协会

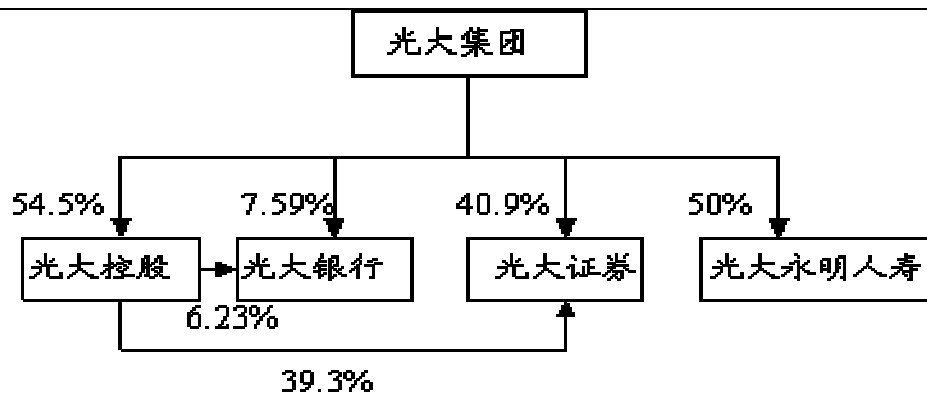
图 6 光大证券 ROE 水平同行业比较



数据来源：招股说明书，中国货币网

综合经营优势突出，集团背景强大。光大集团是国内综合经营的先行者，目前集团参股或控股了光大银行、光大证券、光大永明保险等多家金融机构，搭建起了较为完善的金融综合经营平台。光大证券作为光大集团的重要组成部分，能够分享集团丰富的金融资源。目前，光大证券与光大银行的合作范围已覆盖经纪、资产管理、投行、资金往来等多个业务层面。未来，在光大集团探索综合经营的战略指引下，光大证券将获得更多的政策支持，并能够最大限度的共享光大集团的品牌、网络及客户资源，进行产品创新和业务创新，为客户提供全方位服务。

图 7 光大证券具备集团背景和综合经营优势



数据来源：公司招股说明书

3. 经营情况分析：盈利增长较快，但对经纪和自营依赖程度高

3.1. 盈利能力强，业绩增长较为迅速

光大证券 2005-2008 年的复合增速达到 197%，不仅远高于行业的 37%，也高于中信的 163%和海通的 176%，显现出公司较强的盈利能力。其中，在 2007 年的牛市推动下，公司的净利润达到盈利高峰，为 46.9 亿元，同比增长 46.8%。但 2008 年市场环境迅速恶化，导致公司仅实现净利润 13.7 亿元，同比下降 70.8%，降幅明显高于中信、海通等大券商。2009 年，得益于证券市场迅速回暖，公司的盈利能力迅速恢复，上半年已实现净利润 12.8 亿元，同比增长 38%。

就 ROE 来看，光大证券 2006-2008 年平均为 28%，高于行业平均的 25%，不仅远超过中信和海通，而且要高于定位相对接近的宏源、长江和国元等中小券商。

图 8 2006 年来光大证券盈利能力大幅提升

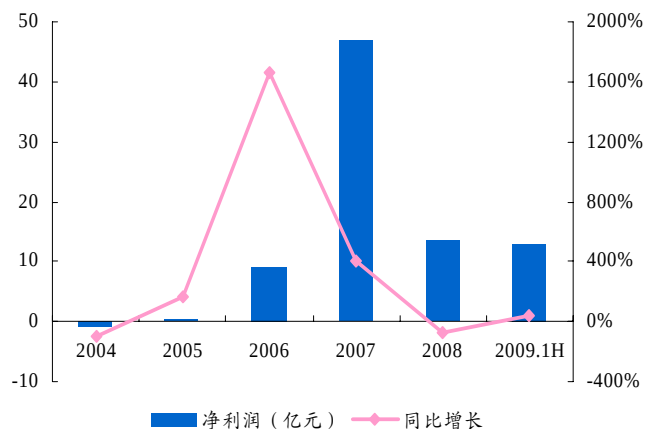
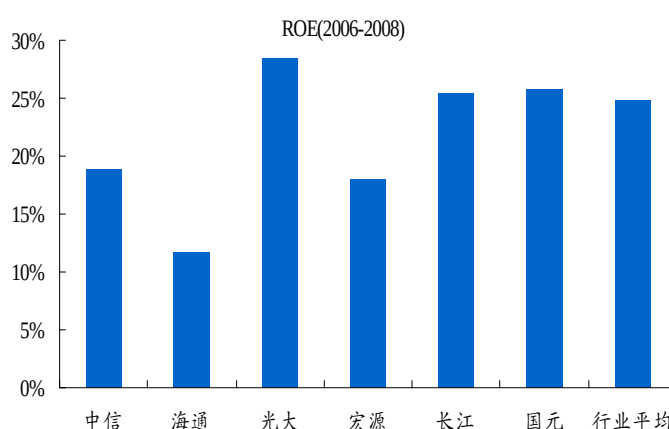


图 9 光大证券的盈利能力要高于可比上市券商



数据来源：招股说明书，中国货币网，各公司公告。注：2009 年上半年为母公司数据

表 4 光大证券近年来的主要业绩指标变化

	2005	2006	2007	2008	2009.1H
营业收入(百万元)	584	2,037	9,824	3,691	2,478
同比		248%	382%	-62%	32%
净利润(百万元)	52	918	4,686	1,368	1,283
同比		1656%	410%	-71%	38%
净资产(百万元)	2,703	3,623	10,011	10,548	11,850
EPS(元)	0.02	0.38	1.62	0.47	0.44
BVPS(元)	1.11	1.48	3.45	3.64	4.09
ROE	1.9%	25.3%	46.8%	13.0%	10.8%
(自营+经纪)/净收入	83%	88%	90%	64%	

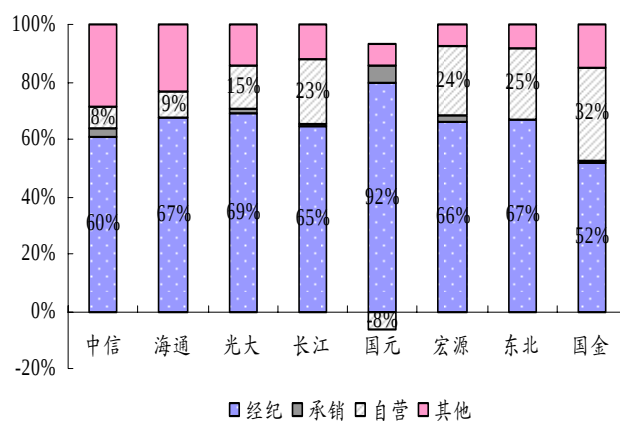
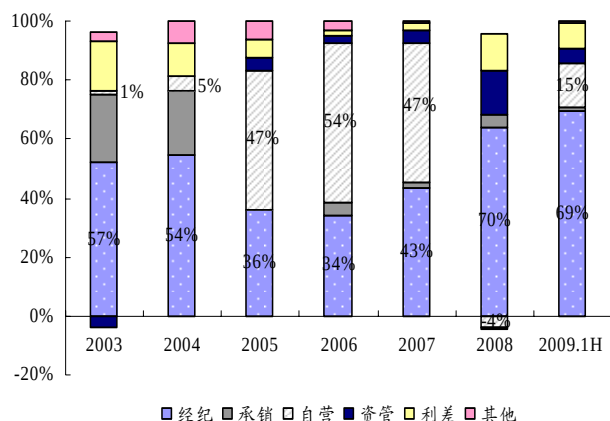
数据来源：招股说明书，中国货币网

3.2. 创新业务起步较早、布局完善，但仍高度依赖经纪和自营

作为业内首批获得创新试点资格的券商之一，光大证券在权证创设、资产管理等业务一直具备领先优势，并确立了“光大阳光”理财品牌。近年来，光大证券更是进一步明确了“传统业务争份额、创新业务抢先机”的经营策略，积极加大对创新业务的资源投入，在保持权证创设、集合理财、衍生品套利等创新业务的竞争优势的同时，也在融资融券、直接投资及金融衍生品等多个领域作了充分准备。创新业务已呈全面铺开之势。

但目前，囿于国内的市场环境和监管政策环境，创新业务贡献十分有限，公司的收入来源仍然高度依赖于经纪和自营。2009 年上半年，公司经纪和自营在营业收入中占比分别为 69.3%与 15.3%、合计达到 84.6%，虽然明显好于中小券商，但显著高于中信和海通。另外需要指出的是，公司对自营投资的依赖度尤甚，2005-2007 年自营投资对净收入的贡献度一度达到 50%左右，这也是 2008 年公司业绩波动较大的主要原因。

图 10 2003 年来光大证券对经纪和自营的依赖程度变化 图 11 光大证券对经纪和自营的依赖程度与上市券商的比较



数据来源：招股说明书，公司公告。注：光大为上半年数据，其余上市券商为 2009 年 1 季度数据。

4. 业务情况：传统业务竞争力强，创新业务具品牌优势

4.1. 经纪业务：网点扩张和布局优化提升市场份额

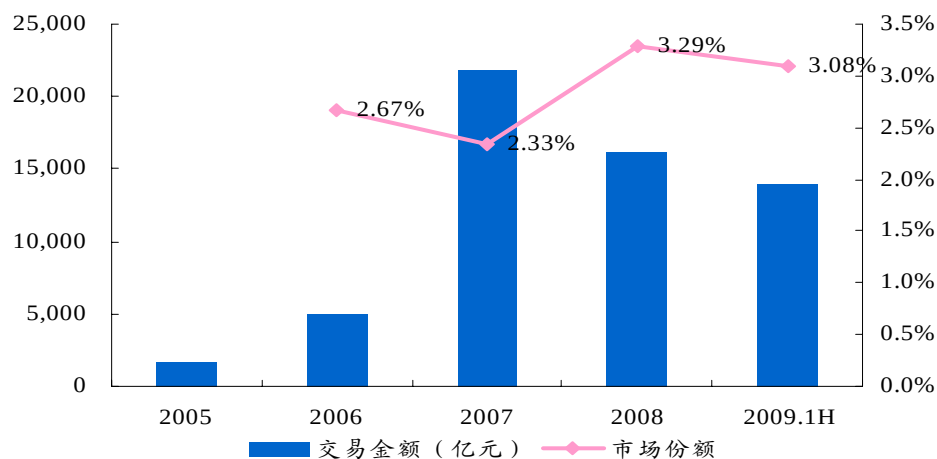
并购实现营业网络的迅速扩张和全国布局。2005-2007 年，公司利用行业综合治理的机遇、积极通过收购问题券商营业部的方式实施低成本扩张，公司先后完成了对中天证券、大通证券、昆仑证券以及天一证券营业部及证券类资产的收购，网点数量迅速由 47 家提升至 79 家；市场份额也提升至 3% 以上，经纪业务实力获得明显提升。2009 年上半年，光大证券实现股票基金交易额 13,931 亿元，市场份额 3.08%，列行业第 10 位（按合并口径）。

表 5 2005 年来光大证券收购营业部情况

	2005	2006	2007
营业部总数	47	49	76
收购对象	中天证券	大通证券	昆仑证券、天一证券
收购营业部数量	1	4	25

数据来源：招股说明书

图 12 光大证券经纪业务市场份额稳步提升



数据来源：WIND，招股说明书

网络布局在上市券商中具备优势。由于公司所收购营业部多处于长三角、珠三

角等发达地区，因此在扩张网点规模的同时，公司也优化了网络布局。目前在公司的 79 家营业部中，位于长三角、珠三角以及环渤海地区的营业部占比分别达到 34%、24%和 13%。

表 6 上市券商 2008 年营业部分布情况

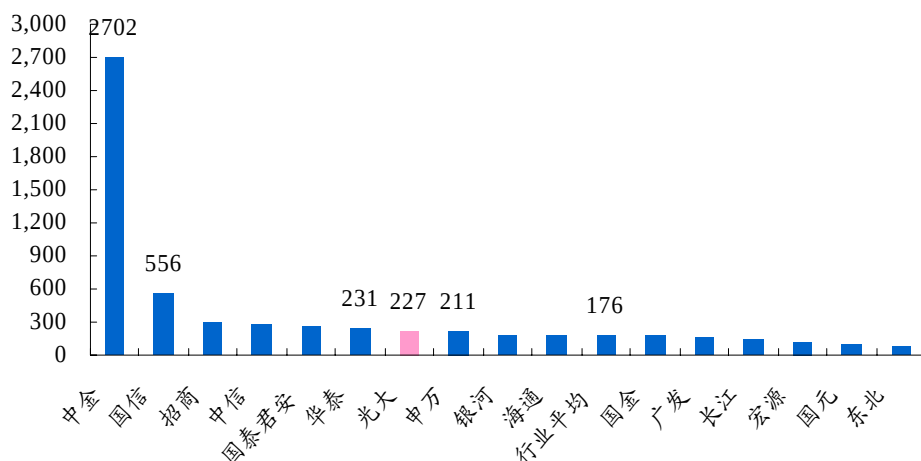
	光大证券	中信证券	海通证券	宏源证券	东北证券	国元证券	长江证券
长三角	27	63	39	14	12	8	12
珠三角	18	18	9	4	2	4	9
环渤海	9	62	17	5	4	9	8
其他	25	45	59	27	30	27	27
总计	79	188	124	50	48	48	56

数据来源：招股说明书，公司公告

市场蛋糕增大、网点快速扩张以及经营效率的提升将推动经纪收入的持续成长。

(1) 我们判断，市场向好仍将推动存量市值增长、限售股解禁推动流通市值增长和新股发行带来增量流通市值增长，这三大因素将推动市场规模继续快速扩张，这也将直接推动公司经纪业务的快速增长。(2)外延式扩张提升市场份额。公司拟通过新设营业部、升级服务部、对原有营业部合并搬迁乃至并购等多种途径，继续提升网点规模、优化网络布局，目前第一批新设 3 家营业部的方案已获批、另有 24 家营业部进行了搬迁改造，这样公司的营业网点数将超过 100 家，进入行业前 10 位。(3) 经营效率仍有提升空间。公司经纪业务效率高于行业平均水平，2009 年上半年部均交易额为 227 亿元，尽管仍落后于中信、招商等公司，但我们认为，随着昆仑、天一营业部整合完成，公司经纪业务效率仍有提升空间。

图 13 光大证券部均交易额高于行业平均，但仍有提升空间（2008 年）

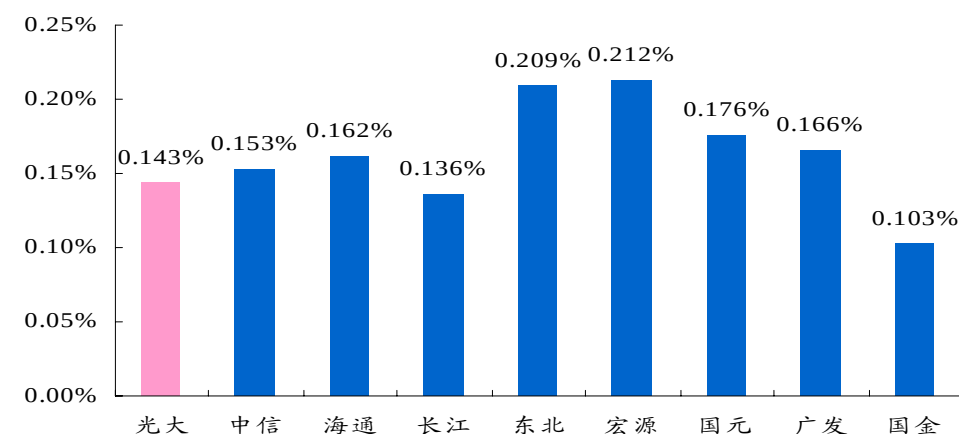


数据来源：招股说明书、公司公告

上半年佣金率下滑和市场份额萎缩对经纪业务带来一定负面影响，使得尽管市场交易额同比增长 19%，但经纪佣金仅增长 7%。2009 年上半年，光大证券的佣金率为 0.123%、较 2008 年全年降低 13.8%。降幅也基本与行业相当，这也在我们的预期中。我们判断，市场竞争的进一步激化，仍有可能导致佣金率继续下滑，但我们判断，在市场规模持续扩张的推动下，佣金率的下滑将无改公司经纪业务快速增长的态势。而从市场份额来看，在上市融资后，公司将继续利用外延式并购和内部整合并举的策略快速提升业务规模，市场份额也可继续保持

稳步上升态势。

图 14 光大证券经纪业务净佣金率较低（2008 年）



数据来源：公司公告、WIND

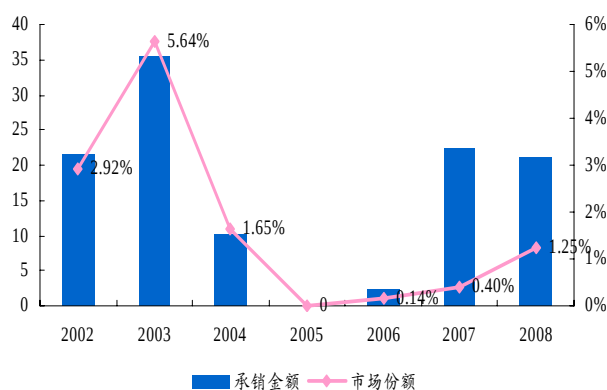
4.2. 投行业务：业务门类齐备、中小企业承销和并购具竞争力，但再上台阶仍需较多努力

公司投行业务起步较早。但由于资源背景不足，公司难以染指大项目。近年来，凭借“无论大中小、只要项目好”的务实策略，公司逐步在中小项目上铸就了较强的竞争力，承销项目数量一直居于上游水平，2006 年来市场份额也呈现稳步提升态势。2008 年，公司完成烟台氨纶的 IPO 与宝钛股份的公开增发，共筹集资金 21.1 亿元，市场份额上升至 1.25%，获取承销收入 1.81 亿元，占去年总收入的 4.9%。公司的保荐承销项目数量、在会审核项目数量、承销金额进一步跻身于行业前 10 位。

除股票承销外，公司在债券承销、并购咨询以及资产证券化等投行业务上也都具备一定竞争力。公司很早就设有专门的并购业务部从事并购重组业务，业务规模一直居行业前列。这种较为完备的业务门类，也使得投行业务收入的变化远比股票承销规模平滑的多。

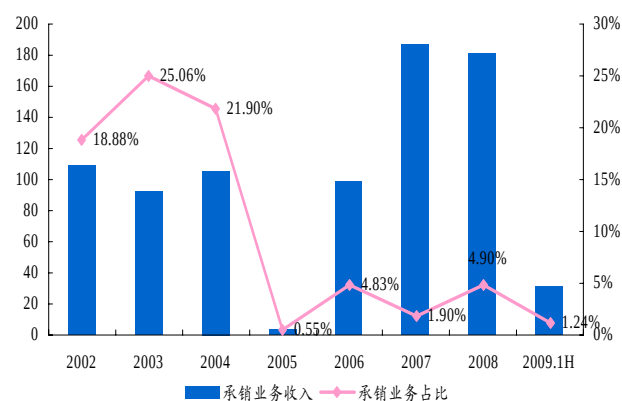
我们判断，在上市之后，资本实力的提升将大大增强公司的承销包销能力，公司的承销份额有望继续上升。但在目前竞争已经十分激烈的背景下，承销业务要取得大的突破还需尚待时日。

图 15 光大证券承销业务规模和份额变化(亿元)



数据来源：WIND

图 16 光大证券承销业务收入明显增长（百万元）



数据来源：招股说明书

表 7 2008 年公司完成公开发行情况

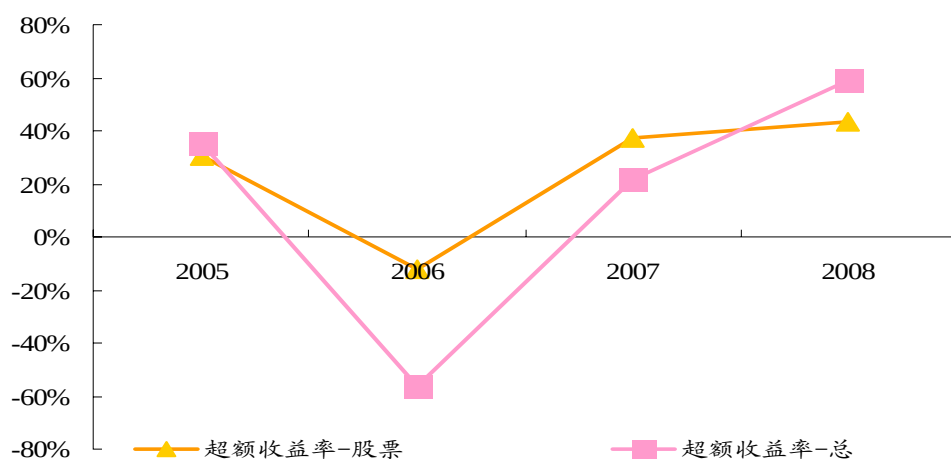
项目	类型	融资额 (亿元)	承销、保荐费用 (百万元)
烟台氨纶	IPO	5.95	32.73
宝钛股份	公开增发	15.15	24.3

数据来源: WIND

4.3. 自营业务: 风格谨慎、投资管理能力强

自营业务对光大证券的影响举足轻重, 2006-2007 年, 投资业务对营业净收入的贡献度分别达 54% 和 47%, 超过了经纪佣金成为第一大收入来源。从历史上看, 就自营收益率而言, 除 2006 年表现不佳外, 其余年份都大幅度超越指数, 2005-2008 年股票收益率分别为 23%、118%、134% 和 -22%, 显现出公司较强的投资能力。

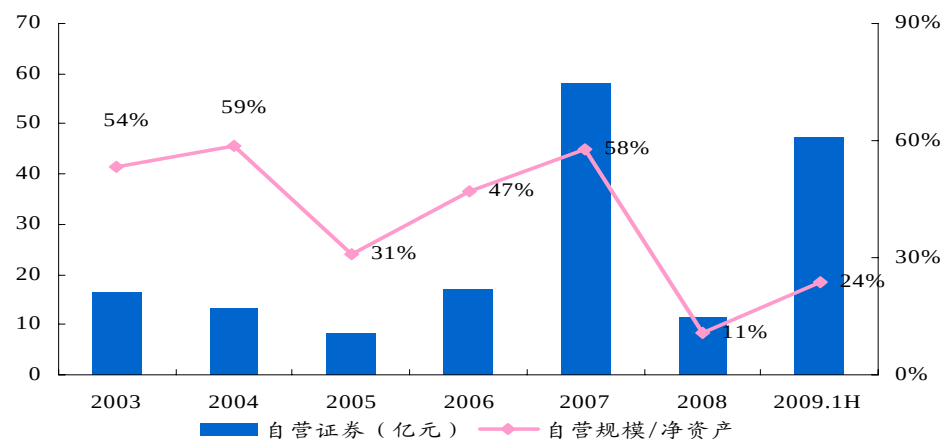
图 17 2005 年来光大证券自营业务的超额收益率



数据来源: 招股说明书

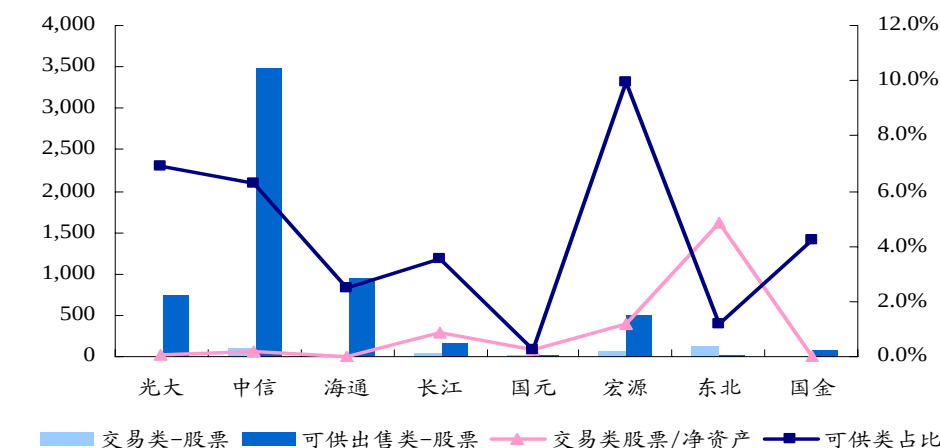
就投资风格而言, 公司坚持谨慎原则, 但又不失灵活性。2009 年以来, 在市场中心不断上移的背景下, 公司大幅增加了证券类投资, 自营规模迅速增长。6 月末, 自营规模已达 47.5 亿元, 较 2008 年末增加 3.13 倍, 实现投资收益 3.8 亿元。

图 18 2009 年上半年光大证券自营规模迅速增长



数据来源: 招股说明书

图 19 光大证券自营资产配置情况与其他券商的比较 (2008 年)



数据来源：招股说明书，公司公告

4.4. 资产管理：行业领先，品牌优势明显

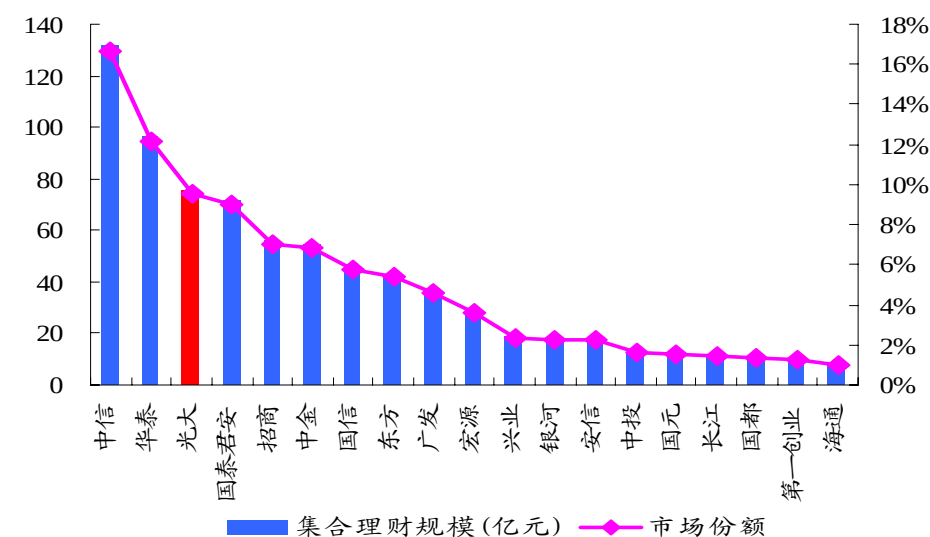
公司是最早一批获准开展集合资产管理业务的券商，2005 年 4 月即发行了第一只集合理财产品；到目前为止，公司已发行 5 只集合理财产品，除仍在推广期的“光大阳光基中宝”外，公司集合理财产品规模 60.2 亿元，产品数量位居行业第 3 位，资产管理规模位居行业第 4 位，在“阳光基中宝”募集完成后，管理资产规模将进一步跃升到行业前 3 位。此外，公司于 2008 年 1 月获得 QDII 业务资格，这也将直接拓宽资产管理的业务领域。

表 8 公司集合理财产品情况

	类型	规模 (亿, 200906)	管理费率	到期日
光大阳光	混合型	18.26	1.50%	2015-4-27
光大阳光 2 号	FOF	19.95	0.50%	2009-8-30
光大阳光 3 号	混合型	13.37	0.25%*	2011-8-5
光大阳光 5 号	债券型	8.63	1.00%	2017-1-20
光大阳光基中宝	FOF		1.50%	-

数据来源：招股说明书。注：*管理人将收取业绩提成

图 20 光大证券集合理财管理资产规模居行业前列 (2009.6.30)



数据来源：WIND，公司公告，国泰君安证券

从基金管理业务来看，2009 年中期，公司按照持有权益所拥有的基金管理规模达到 474 亿元、市场份额为 2.05%，居行业前 5 位。

表 9 2008 年来证券公司基金管理业务情况（单位：亿元）

证券公司	控参股的基金公司	按股权折算的规模		按股权折算的份额	
		2009.6	2008	2009.6	2008
中信证券	华夏(100%)	2,244	1,980	9.7%	10.2%
招商证券	博时(73%)、招商(33.3%)	1,153	1,050	5.0%	5.4%
广发证券	广发(48.33%)、易方达(25%)	764	543	3.3%	2.8%
华泰证券	友邦华泰(49%)、南方(45%)	619	526	2.7%	2.7%
光大证券	光大保德信(67%)、大成(25%)	474	336	2.1%	1.7%
长城证券	景顺长城(49%)、长城(47.06%)	472	341	2.1%	1.8%
海通证券	海富通(51%)、富国(27.78%)	396	308	1.7%	1.6%
东方证券	汇添富(47%)、长城(17.65%)	316	273	1.4%	1.4%
国信证券	鹏华(50%)	266	238	1.2%	1.2%
申银万国	申万巴黎(67%)、富国(27.78%)	259	182	1.1%	0.9%
合计		7,099	5,881	30.8%	30.3%

资料来源：Wind。注：括号中为对该基金的持股比例

4.5. 创新业务：占据先发优势，资产管理已颇具规模

作为首批 3 家创新试点证券公司之一，除在资产管理上具备明显的品牌优势外，光大证券在其他创新业务领域也拥有较强实力、全面铺开可期。

表 10 光大证券的创新业务已经全面铺开

创新业务	进展情况	对业绩的贡献
权证创设	2005 年 11 月起开始涉足权证创设业务；创设业务量列业内前茅	2006-2008，累计贡献营业收入 15.6 亿元，占证券投资收入的 28%
资产管理	2005 年 4 月推出首只集合理财产品，截止到目前，已发行 4 只集合理财产品，收益率名列前茅	累计贡献管理费收入和分红收入 3.1 亿元
QDII	2008 年 1 月获得 QDII 资格	
融资融券	组织、人员、制度、流程和营销等工作已准备就绪；2008 年 11 月，作为沪、深交易所首批试点测试券商，全程参加了融资融券业务两次全网测试，并圆满通过	
直接投资	2008 年 8 月取得直投业务试点资格；2008 年 11 月出资 2 亿元设立全资子公司——光大资本投资有限公司	
金融期货	2006 年 8 月，收购南都期货；2007 年更名为光大期货；目前拥有 9 家营业部；已获得金融期货经纪业务资格以及全面结算会员资格；积极拓展商品、黄金和股指期货业务，已经完成开展金融期货业务的各项准备工作；2008 年 4 月 10 日获得为期货公司提供中间介绍业务的资格（IB 资格）	2008 年光大期货商品期货交易额 1694 亿元，排名第 49 位，但亏损 257 万元
金融衍生品	早在几年前就成立金融衍生品部，积极准备创新业务的拓展和创新产品的开发，在权证研究和创设、股指期货合约设计和交易测试、指数产品设计开发方面均走在行业前列；2008 年初与中证指数公司合作研发中证-光大阳光指数。	
资产证券化	自 2005 年起大力推动资产证券化业务，已储备了一批资产证券化项目；自 2005 年起大力推动资产证券化业务，目前已储备了一批资产证券化项目，并一直与监管部门保持密切沟通。	
国际化	拟以新设、合资或收购方式逐步在境外建立分支机构或子公司	

数据来源：招股说明书

5. 资金募集运用

公司此次募集资金将全部用于补充资本金。募集资金具体用途主要包括：

- 1、通过增设和收购方式，增加证券营业网点；
- 2、发展直接股权投资业务；
- 3、开展境外业务；
- 4、扩大公司投资银行业务和自营证券投资业务规模；
- 5、用于开展融资融券业务和股指期货投资业务等创新业务；
- 6、用于公司信息技术系统的提升改造。

我们认为扩大公司规模、发展创新业务将成为公司募集资金投入的重点。公司网点数量以及网点配置同中信、银河等券商仍有较大差距，公司目标是将营业部数量增至 100 家以上。

直接投资、融资融券等创新业务是资本密集型业务，其开展资格的获取以及能够开展的规模完全取决于公司自有资金规模。扩充资本有利于公司尽早获取业务资格，扩大业务规模。

6. 盈利预测及估值

6.1. 公司长期发展将受惠于行业规模的扩张及结构的优化

公司长期发展将受益于行业的快速发展。尽管市场在短期内出现较大幅度的波动，但我国证券市场以及证券行业都处在起步阶段，市场规模的快速扩张、以及市场制度创新的渐次推出，都将成为推动公司长期成长的催化剂。

上市或将成为公司综合实力提升的分水岭。上市融资后，公司资本金将获得快速提升，同时也打通了未来持续的融资通道。公司已在创新业务领域占据一定优势。未来，融资融券、股指期货等创新业务一旦得以推出并铺开，公司可凭借其资本金优势抢先获得准入资格并迅速占领市场。

6.2. 盈利预测假设及预测

经纪业务：我们维持全年股票基金日均成交额 1800 亿元的判断；上市融资后，外部的兼并收购加之内部整合都将使光大证券市场份额维持稳步增长。

承销业务：公司承销业务在经历大幅波动后，2008 年市场份额有明显提升。IPO 的重启以及随后再融资的恢复均将推动公司承销收入明显回升。

创新业务：创新业务将是此次融资资金主要投入领域之一。未来 1-2 年内，公司在集合理财产品发行、融资融券以及股指期货将带来 10%-20%左右的增量收入。

表 11 对我国证券市场发展的基本假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
GDP 增速	11.9%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%

流通市值/GDP	12%	15%	35%	40%	45%
股票基金日均交易额(亿元)	1,939	1,110	1,800	1,980	2,178
上证综指点位	5,262	1,821	2,800	3,400	4,100
股票承销额/GDP	2.2%	0.6%	0.8%	1.5%	2.0%
企业债承销额/GDP	2.2%	3.5%	2.0%	2.3%	2.6%

表 12 2009-2011 年光大证券主要业务份额及费率假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经纪业务					
市场份额	2.23%	3.08%	3.12%	3.22%	3.31%
佣金率	0.175%	0.122%	0.107%	0.104%	0.101%
投行业务					
承销份额					
股票融资	0.92%	4.64%	2.90%	3.30%	3.80%
企业债	0.00%	2.08%	1.00%	1.20%	1.50%
承销费率					
IPO		6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
企业债		1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
资产管理					
受托资产管理					
市场份额	9%	10%	11%	12%	13%
费率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
基金管理					
市场份额	2.2%	1.7%	2.0%	2.2%	2.4%
费率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
利息收入					
保证金余额增速	389%	-48%	20%	10%	10%
保证金利差		1.6%	1.0%	1.0%	1.0%
自有资金余额增速	32%	178%	30%	25%	20%
自有资金利息率		2.0%	1.8%	1.8%	1.85%
证券投资					
证券/净资本	78%	10%	35%	40%	45%
自营投资收益率	118%	-6%	20%	15%	10%
创新业务					
直接股权投资收益率		0%	0%	5%	20%
融资融券收益率		0%	0%	4%	6%
股指期货/现货交易额		0%	0%	30%	60%

表 13 2009-2011 年光大证券费率及税率假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
业务及管理费用率	23%	40%	33%	33%	33%
营业税率	5%	5%	5%	5%	5%
所得税率	33%	25%	25%	25%	25%

2009 年以来市场交易活跃度以及市场指数不断提升, 随后, 所融资金将逐步发挥效用, 我们预测公司 2009-2011 年净利润将分别达到 25.3 亿元、28.6 亿元以及 33.6 亿元, 增速分别达 85.2%、12.8%以及 17.7%, 对应每股收益分别为 0.74 元、0.84 元和 0.98 元。

表 14 光大证券盈利预测表 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	9,824	3,691	5,350	6,094	7,173
手续费及佣金净收入	4,884	3,364	4,147	4,661	5,211
其中: 代理买卖证券业务净收入	4,273	2,572	3,709	4,076	4,479
证券承销业务净收入	186	181	50	112	126
利息净收入	278	499	271	292	313
投资收益	4,609	-203	912	615	919
其他业务收入	62	43	31	535	740
二、营业支出	2,647	2,025	1,957	2,265	2,664

营业税金及附加	401	182	264	300	353
业务及管理费	2,272	1,469	1,712	1,950	2,295
三、营业利润	7,178	1,666	3,393	3,828	4,509
四、利润总额	6,962	1,729	3,374	3,809	4,490
减：所得税费用	2,233	274	795	898	1,058
五、归属母公司净利润	4,686	1,368	2,532	2,855	3,362
BPS(元)	1.62	0.47	0.74	0.84	0.98

数据来源：国泰君安证券

6.3. 敏感性分析

目前市场交易水平已经进入日均 3000 亿元的量级，若这一交易水平继续延续，则全年日均成交将达 2300 亿元左右，在这一交易水平下公司今年业绩可达 0.92 元。

表 15 光大证券 2008 年业绩对市场波动敏感性分析

		日均成交额				
市场指数		1500	1800	2000	2300	2500
	2,200	0.58	0.66	0.72	0.81	0.87
	2,500	0.61	0.70	0.76	0.84	0.90
	2,800	0.65	0.74	0.80	0.89	0.94
	3,000	0.69	0.77	0.83	0.92	0.98
	3,200	0.72	0.81	0.87	0.95	1.01

数据来源：国泰君安证券

6.4. 估值：询价区间 14.8-16.6 元，合理上市首日定价 21.4-23.2 元

我们分别运用 PE 和 PB、以及分部估值法对光大证券的价值进行讨论。如表 16 所示，目前行业龙头中信股价对应 PE 约 23-25 倍，海通证券 28-30 倍，中小券商普遍在 30 倍以上，我们认为光大证券的市场地位介于海通同中小券商之间，且更接近海通，由此，光大证券合理定价为 22.2-23.2 元，对应于（1800/2800）预期下 30 PE、对应于（2000/3000）28 倍 PE。而对光大证券各业务的分部估值法表明（图 17），光大证券上市后二级市场定位在 21.4 元。由以上讨论，我们认为，光大证券上市后合理定价应在 21.4-23.2 元之间。

考虑 IPO 折价效应，我们认为，合理询价区间为 14.8-16.6 元，分别对应于 2009 年（1800/2800）和（2000/3000）预期下 20 倍 PE。

表 16 在不同业绩预期下对应的估值水平比较

	中信	海通	宏源	长江		国元		东北		国金	成大	教东
				融资前	融资后	融资前	融资后	融资前	融资后			
PE												
1800/2800	25	30	33	35	38	45	51	33	37	45	26	26
2000/3000	23	28	29	31	33	40	46	29	33	40	23	23
2300/3100	21	25	25	28	30	36	41	26	29	36	21	21
PB												

1800/2800	3.49	3.52	6.30	7.13	5.12	6.85	4.59	8.48	4.61	4.84	5.20	4.98
2000/3000	3.44	3.48	6.16	6.95	5.03	6.74	4.54	8.21	4.54	4.78	5.08	4.86
2300/3100	3.39	3.43	5.98	6.78	4.94	6.62	4.49	7.92	4.46	4.71	4.97	4.75

数据来源：各公司公告，国泰君安证券预测。其中，假设长江、国元和东北的再融资额分别为 30 亿元、40 亿元和 38 亿元。

表 17 光大证券的分业务估值方法

经纪业务	
每股收益	0.71
PE 倍数	25
每股价值	17.75
自营业务	
每股净资产	2.10
ROE	8.77%
PB 倍数	1.5
每股价值	2.19
承销业务	
每股收益	0.01
PE 倍数	25
每股价值	0.25
资产管理	
集合理财规模（亿元）	60
基金管理规模（亿元）	474
Price/Aum	8%
每股价值	1.2
合计（元）	21.44

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com