

光大证券(601788)新股定价报告

—— 业绩值得期待

上市定价区间

27.30-31.20 元

金融 / 证券行业

2009 年 7 月 30 日

投资要点:

- 光大证券目前总资产、净资产、净资本分别为 321.63 亿元、103.31 亿元和 82.23 亿元，在全行业分别排在第 11 名、第 7 名和第 5 名。无论是从资本实力、还是从盈利规模和业务规模而言，光大证券都稳居行业前列。
- 2008 年，光大证券经纪业务实现股票、基金交易量共计 16,096 亿元，业内排名第九；投资银行主承销项目 4 家，主承销融资金额 58.06 亿元，主承销家数业内排名第十二，融资金额排名第十；2008 年实现证券投资收益-2.03 亿元，期间公司共创设 1 只认沽权证，创设总量达 0.68 亿份，市场份额排名第三。
- 上市证券公司 2008 年的静态市盈率水平在 25.4-55.3 倍之间，平均值 40.6 倍，新股的发行后摊薄市盈率水平在 21-51 倍之间，平均 33.2。但证券行业是一个高贝塔值的行业，在牛市的格局下，可能要受到追捧，要享受一定的溢价。
- 我们认为光大公司发行后摊薄市盈率合理水平应在 40-50 倍之间，上市后 2009 年合理动态市盈率水平在 35-40 倍之间。上市后合理定价水平在 27.30-31.20 元之间。

业绩预测:

	主营业务收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008	982,440	-62.4%	472,889	-69.2%	0.47			
2009E	369,102	56.1%	145,493	93.7%	0.78			
2010E	576,016	3.0%	281,774	5.3%	0.82			
2011E	593,416	12.8%	296,613	13.5%	0.93			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	289,800
发行数量 (万股)	52,000
发行价格 (元)	21.08
发行前 EPS (元)	0.47
发行后 EPS (元)	0.40
发行每股净资产 (元)	3.64
发行日期	2009/8/4
上市日期	
主承销商	东方证券
上市交易所	上海证券交易所

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司基本情况

光大证券是由中国光大（集团）总公司和中国光大集团有限公司联合控股的证券公司。目前总资产、净资产、净资本分别为321.63亿元、103.31亿元和82.23亿元，在全行业分别排在第11名、第7名和第5名。无论是从资本实力、还是从盈利规模和业务规模而言，光大证券都稳居行业前列。

表1、发行前股东持股状况及占比 单位：万股

股东	股份	占比
中国光大（集团）总公司	118,575	40.92%
中国光大控股有限公司	113,925	39.31%
嘉峪关宏丰实业公司	12,800	4.42%
厦门新世基集团有限公司	11,300	3.90%
东莞市联景实业公司	8,000	2.76%
大众交通（集团）股份有限公司	6,000	2.07%
南昌洪城大厦股份有限公司	5,500	1.90%
亿阳集团股份有限公司	4,000	1.38%
上海良能建筑工程有限公司	3,300	1.14%
华夏董氏兄弟商贸集团	2,000	0.69%
上海究矿投资有限公司	2,000	0.69%
上海宏普实业投资有限公司	1,200	0.41%
南京鑫鼎投资发展有限公	1,200	0.41%

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

表2、光大证券各项指标 单位：亿元

排名	公司名称	净利润	营业收入	总资产	净资产	净资本
1	中信证券	61.73	69.83	834.4	493.33	387.79
2	国泰君安	61.16	119.96	680.7	159.59	132.47
3	海通证券	32.93	63.98	733.23	382.26	362.28
4	广发证券	30.1	63.49	492.6	113.95	79.58
5	申银万国	21.98	42.83	462.24	108.9	89.47
6	银河证券	20.33	60.57	620.32	96.41	81.72
7	国信证券	20.14	48.13	452.61	106.68	73.10
8	方正证券	19.28	32.94	164.96	61.32	50.00
9	中信建投	17.34	41.02	356.12	52.1	
10	招商证券	16.77	39.19	440.42	74.82	
12	光大证券	12.19	30.79	321.63	103.31	82.23

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

表3、光大证券各项指标在行业内排名

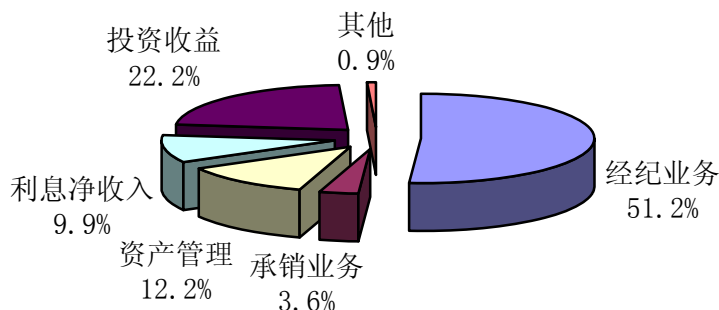
项目	2008 年度	2007 年度	2006 年度
营业收入排名	12	10	11
净利润排名	12	10	9
净资产排名	7	8	9
净资本排名	5	8	6

总资产排名	11	10	13
经纪业务排名	9	10	9
股票主承销家数排名	12	14	7
股票主承销金额排名	10	19	9

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

目前，公司主要从事证券经纪业务、投资银行业务、证券投资业务及资产管理业务等四项业务。目前公司拥有79家证券营业部和15家服务部，经纪业务在营业收入中占比较大。

图1、2008年光大证券各项业务占比



资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

表3、各项业务及盈利模式

业务模块	子业务	客户定位	盈利模式	收费水平	市场风险
投资银行业务	证券承销/保荐 资产证券化 财务顾问	机构客户	承销费 保荐费 财务顾问费	中~高	低
资产管理业务 (限创新类)	集合资产管理 定向资产管理 专项资产管理	理财客户	管理费业绩提成	中~高	低
证券经纪业务	证券代理买卖 投资咨询 产品代销	机构客户 个人客户	手续费、利息差 投资咨询费 销售佣金	低~中	低~中
证券投资业务	证券投资创设 权证	传统自营	交易差价 发行与注销差价收入	/	高

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

二、各项业务分析

目前公司传统业务快速稳定增长，创新业务占据先发优势。业务实力居业内前列。

2008 年，光大证券经纪业务实现股票、基金交易量共计16,096 亿元，业内排名第九；投资银行主承销项目4 家，主承销融资金额58.06 亿元，主承销家数业内排名第十二，融资金额排名第十；2008 年实现证券投资收益-2.03 亿元，期间公司共创设1 只认沽权证，创设总量达0.68 亿份，市场份额排名第三。

表4、光大证券最近三年代理买卖证券业务情况

	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	市场份额	金额	市场份额	金额	市场份额
A 股(含基金)	16,095.92	2.96%	25,598.29	2.76%	4,225.17	2.31%
B 股	53.43	2.16%	245.18	2.17%	48.68	1.92%
权证	3,132.17	2.25%	4,861.57	3.12%	1,106.26	2.78%
国债	4.92	0.14%	9.23	0.36%	5.79	0.19%
企业债券和可转债	76.28	2.00%	27.39	1.37%	8.66	0.37%

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

表5、最近三年股票及可转债发行主承销业务情况

年份	首次公开发行			增发			非公开发行		
	次数	承销金额(亿元)	承销收入(万元)	次数	承销金额(亿元)	承销收入(万元)	次数	承销金额(亿元)	承销收入(万元)
2008	1	5.95	3,272	1	15.15	2,575	2	36.97	7,430
2007	7	17.9	8,834	1	4.49	1,847	2	14.25	5,478
		2.43	1,200	--	--	--	6	40.35	8,670

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

表6、投资收益状况

单位：亿元

证券种类	2008 年			2007 年			2006 年		
	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率	规模	收益	收益率
股票	22.26	-4.84	-21.74%	22.35	29.91	133.82%	7.36	8.72	118.48%
权证创设	3.68	1.36	36.96%	10.38	13.14	126.59%	3.09	1.12	36.25%
其他	7.27	1.45	19.94%	6.29	3.04	48.33%	4.35	1.13	25.98%
合计	33.21	-2.03	-6.11%	39.02	46.09	118.12%	14.8	10.97	74.12%

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

2005年以来，公司先后发行了光大阳光1 号、光大阳光2号、光大阳光3号等多个集合资产管理计划，并于2009 年6 月，设立了光大阳光基中宝。2008年集合理财产品平均受托资产规模56.6亿元。

表7、集合理财规模

单位：万元

期间	2008 年度	2007 年度	2006 年度
平均受托资产规模	566,911.31	691,934.59	222,790.54

受托资产增值额	-217,121.75	460,979.02	93,325.59
平均受托资产管理规模增值率	-38.30%	66.62%	41.89%

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

三、募集资金用途

（一）为提高光大证券净资本水平。本次发行募集资金扣除发行费用后，将全部用于补充公司资本金。募集资金投向为：

- 1、增加资本金，完善业务结构，进一步改善收入结构、分散风险、提高公司核心竞争力；
- 2、通过兼并收购，提升规模优势，做大做强；
- 3、开展金融创新业务，抓住新的市场机会，开辟新的利润增长点；
- 4、加快公司国际化进程，提高国际竞争力；
- 5、进一步加强信息技术建设，完善各项信息技术设施。

（二）用于增加营业网点、开展直接股权投资和境外业务

1、通过增设和收购方式，增加证券营业网点，使公司营业部数量增至120家以上。光大证券计划运用本次募集资金通过增设和收购方式，增加证券营业网点，使营业部数量增至120家以上。

2、发展直接股权投资业务。公司上市后资本实力增强，可以有条件以股权投资的方式入股一些未来具有成长潜力、可能能够在国内外发行上市的企业，以获取更大的股权增值收益。

3、开展境外业务。光大证券将通过本次发行募集资金提升自身资本规模，以新设、合资或收购等方式逐步在境外建立分支机构或子公司，稳步开展境外业务，加快光大证券国际化进程。

（三）扩大公司投资银行业务和自营证券投资业务规模

目前，公司股票和债券承销业务以及收购兼并业务面临难得的发展机遇，发行规模的扩大和市场波动加大要求公司为上述证券承销业务和收购兼并业务提供资金支持，公司计划使用本次募集资金作为权益类证券和债券的承销准备金。根据监管政策，公司自营权益类证券及证券衍生品上限为公司净资本的100%，公司自营固定收益类证券上限为公司净资本的500%。在此政策范围内，公司将充分利用市场向好的形势并根据自身的业务能力及风险管理能力，计划使用本次募集资金用于扩大自营证券投资的规模。

（四）用于开展融资融券业务和股指期货投资业务等创新业务

公司已为开展融资融券业务和股指期货投资业务在机构、人才、技术系统等方

面作了较为充分的准备。公司计划使用本次募集资金用于开展融资融券业务和股指期货投资业务，业务规模按证监会对净资本规模的要求执行。

（五）用于公司信息技术系统的升级改造。公司计划未来2-3 年使用部分本次募集资金，用于信息技术系统的升级改造，为公司各项业务的发展提供信息技术设施支持。

六、估值分析

我们选取上市证券公司作为参照公司，同时也选取最近上市的新股发行情况作为参照。

上市证券公司2008年的静态市盈率水平在25.4-55.3倍之间，平均值40.6倍，新股的发行后摊薄市盈率水平在21-51倍之间，平均33.2。但证券行业是一个高贝塔值的行业，在牛市的格局下，可能要受到追捧，要享受一定的溢价。

我们认为光大公司发行后摊薄市盈率合理水平应在40-50倍之间，上市后2009年合理动态市盈率水平在35-40 倍之间。根据公司招股意向书及我们的预测，公司2008 年每股收益为0.40 元（摊薄后）、2009 年预测每股收益0.78 元，上市后合理定价水平在27.30-31.20 元之间。

表8、参考估值水平

可比公司估值			近期上市新股估值情况	
证券简称	2008 年市盈率 (PE)	动态市盈率 (PE, 预测未来 12 个月)	名称	08 年 PE
中信证券	25.4	27.8	桂林三金	31.58
海通证券	40.0	36.5	万马电缆	30.88
国金证券	29.9	49.9	家润多	32.89
长江证券	41.7	41.6	成渝高速	20
宏源证券	55.3	40.5	神开股份	32.57
国元证券	51.4	56.1	中国建筑	51
西南证券	/	91.2		
平均	40.6	49.09		33.2

资料来源：上市公司公告、公司招股说明书、东北证券研究所

表9、赢利预测

单位：元

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	3,691,020,844	5,760,162,125	5,934,162,125	6,695,162,125
手续费及佣金净收入	3,363,973,134	4,147,000,000	4,661,000,000	5,211,000,000
经纪业务净收入	2,571,811,720	3,709,000,000	4,076,000,000	4,479,000,000
承销业务净收入	180,999,289	5,000,000	112,000,000	126,000,000
资管业务净收入	611,162,125	691,162,125	711,162,125	731,162,125

利息净收入	498,689,141	271,000,000	292,000,000	313,000,000
投资收益	1,113,065,945	985,000,000	618,000,000	912,000,000
其他业务收入	42,762,745	99,000,000	125,000,000	134,000,000
二、营业支出	2,024,579,479	2,156,000,000	2,150,000,000	2,358,000,000
营业税金及附加	181,823,062	264,000,000	300,000,000	353,000,000
业务及管理费	1,469,244,221	1,892,000,000	1,850,000,000	2,005,000,000
三、营业利润	1,666,441,365	3,604,162,125	3,784,162,125	4,337,162,125
加：营业外收入	83,639,902	83,639,902	83,639,902	83,639,902
减：营业外支出	20,677,791	70,677,791	20,677,791	20,677,791
四、利润总额	1,729,403,476	3,617,124,236	3,847,124,236	4,400,124,236
减：所得税费用	274,478,405	799,384,456	880,991,450	1,034,029,196
五、净利润	1,454,925,071	2,817,739,780	2,966,132,786	3,366,095,041
少数股东权益	87,384,971	143,704,729	177,967,967	201,965,702
六、归属于母公司的净利润	1,367,540,100	2,674,035,051	2,788,164,819	3,164,129,338
七、每股收益：	0.47	0.782	0.82	0.93

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。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209