

罗毅, CFA 86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn

洪锦屏 86-755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn

2009年8月3日

光大证券 (601788)

坤厚载物, 含弘光大

金融·证券信托

目标估值: 24元

发行数据

发行前总股本(万)	289800
本次发行股数(万)	52000
发行后总股本(万)	341800

基础数据 (2009.6.30)

每股净资产(元)	3.47
ROE	10.83%
ROA	3.86%

股东情况 (发行前)

中国光大(集团)总公司	40.92%
中国光大控股有限公司	39.31%
嘉峪关宏丰实业公司	4.42%
厦门新世基集团	3.90%
东莞联景实业	2.76%

作为优质的大型券商, 光大上市弥补了目前券商板块里中坚力量不足的短板, 有利于提升整个板块对投资者的吸引力。

- **IPO 提供发展机遇。** 我们根据净利润和净资产把较为主流的券商置于相应的四个象限中, 光大证券处在第二象限的边缘, 继中信证券之后再次获得 IPO 资格, 是其摆脱尴尬境地的一个机遇。本次发行完成后, 公司的净资本和资产规模将大幅提升, 拉开与广发、国信等券商的距离, 虽然这些券商也在积极谋划上市, 但公司如果能充分利用这种“先机”, 则非常有可能扩大自身的竞争优势。
- **经纪业务: 期待规模和效率的双重提升。** 光大证券股基权债合计的市场份额为 3.15%, 全国排名第十, 部均市场份额 0.04%, 处于相对较高的水平。但公司佣金费率偏低导致部均经纪业务收入排名靠后。从规模来看, 不到 100 家的营业部 (包括服务部) 与中信、海通等相比, 还有一定的差距, 融资后进行新一轮的网点布局和营业部收购是非常有必然性的, 未来向二三线城市的扩张将减缓当前券商行业所面临的费率剧烈下滑的趋势。
- **投行业务: 市场化和品牌化并行不悖。** 金融脱媒和资产资本化是中国资本市场发展的趋势, 公司在中小项目具有优势, 同时通过集团背景打造品牌。作为投行价值链延伸的直投业务业已启动, 如果能够取得比较好的效果, 将追加直投的规模。
- **自营业务: 灵活调整, 风控得宜。** 光大证券在自营上不算激进, 对市场反应较为灵活, 虽然无法避免随行就市的大幅波动, 但良好的风控体制使公司自营的整体风险有限。
- **资管业务: 收益领先, 空间广大。** 09 年券商集合理财产品扩容提速, 光大证券集合资产管理业务抢占先机, 在管理规模和产品业绩等方面都位居创新试点证券公司前列, “光大阳光”品牌深入人心, 收益率领先市场。公司持有光大保德信 67% 和大成基金 25% 的股权, 这为公司带来较稳定的资管收入, 光大保德信和大成总资产规模分别为 360 亿和 940 亿, 全国基金公司排名 28 名和第 7 名。我们认为, 随着中国资产管理业务的发展, 未来 10 年 20% 的复合增速是可期的, 其占公司总收入中的占比也将有所提升。
- **发行价格区间符合预期, 建议积极申购。** 我们之前出具的询价报告, 建议询价区间为 16-20 元, 公司最终确定的发行区间为 19-21.08 元, 基本落在我们估值的上限, 这一结果符合我们的预期, 参照当前新股发行所受的追捧, 对券商股市场接受 09 年动态 25 倍以上的市盈率是在意料中事。我们认为, 最终发行价超过 20 元是大概率事件, 而股票上市发行后, 可能还有 20% 左右的上升空间, 给与新股目标价 24 元, 对应 09 年 PE30 倍, 建议积极申购。

正文目录

前言:	4
一、IPO 提供发展机遇	4
1. 金融集团下的证券先锋	4
2. IPO 带来飞跃机遇	5
二、经纪业务: 期待规模和效率的双重提升	8
1. 券商盈利的生命线	8
2. 经纪业务竞争优势需要提升	9
三、投行业务: 品牌化和市场化并行不悖	12
1. 金融脱媒和资产资本化趋势未改	12
2. 中小项目具有优势, 集团背景打造品牌	12
3. 投行价值链延伸-直投已经启动, 规模有望追加	14
四、自营业务: 灵活调整, 风控得宜	17
五、资管业务: 收益领先, 空间广大	19
1. 集合理财优势领先	19
2. 参股基金, 分享资产管理广大空间	20
六、估值	22

图表目录

图 1: 光大证券股东结构	5
图 2: 光大证券处于券商第二梯队边缘 (2007 年数据)	6
图 3: 光大证券处于券商第二梯队边缘 (2008 年数据)	6
图 4: 光大证券净资产收益率处于中等水平	7
图 5: 新增开户数为经纪业务提供持续的发展空间	8
图 6: 交易量和换手率维持在较高水平	8
图 7: 台湾、美国和日本的股票日均换手率低于我国	9
图 8: 光大证券营业部集中在广东和江浙地带	9
图 9: 经纪业务处于恢复过程之中	10
图 10: 09 年经纪业务市场份额	10
图 11: 综合佣金费率较低	11
图 12: 股票筹资额占银行贷款比例将逐步上升	12
图 13: 我国资本化率的过程才刚开始	12
图 14: 风险投资生命周期所面临的风险和收益率	15
图 15: 新兴市场 PE 内部收益率	16
图 16: 投资资产规模调整灵活	17
图 17: 自营收益率波动幅度大	18
图 18: 光大阳光系列产品成立以来累计净值增长率高居榜首	20
图 19: 美国家庭金融资产构成	20
表 1: 上市前后原股东持股比例变化	5
表 2: 光大证券 2008 年各项指标排名	7
表 3: 经纪和自营业务是收入主要来源	7
表 4: 光大证券部均市场份额处于较高水平	10
表 5: 公司近三年主承销项目次数和金额	13
表 6: 光大证券承销 IPO 项目的平均费率处于较高水平	13
表 7: 光大证券企业债券发行承销情况	14
表 8: 光大证券在 2008 年 8 月获得直投试点资格	15
表 9: 光大证券直投收益测算	16
表 10: 光大证券近三年自营规模和收益率	17
表 11: 权证创设带来不菲的投资收益	17
表 12: 光大证券资产管理业务规模	19
表 13: 光大证券已发行集合理财产品	19
表 14: 大成基金和光大保德信基金规模排名前列	21
表 15: 光大证券 09 年 EPS 敏感性分析	22
表 16: 盈利预测表	22

前言：

光大证券作为继中信证券之后的第二支首发券商股，被市场投注了很高的关注度，作为优质的大型券商，其上市弥补了目前券商板块里中坚力量不足的短板，有利于提升整个板块对投资者的吸引力。光大的登陆也意味着招商、广发、国信、国泰君安等一系列优质券商的上市之路更为清晰和平坦，未来券商板块的市值和影响力有望提升。

公司优势和亮点：

- 资产质量优质，盈利能力稳定，规模位居行业前列
- 倚靠光大集团的综合金融平台，充分分享中国经济金融化的成长空间
- 齐全的业务结构和良好的品牌形象，具有深厚的市场和客户基础

风险提示：

证券行业的高周期性意味着公司的经营情况高度依赖外部投资环境，虽然公司能通过内生性的调整来平滑波动，但程度有限。如果市场行情出现大幅波动，可能对公司产生一定的影响。

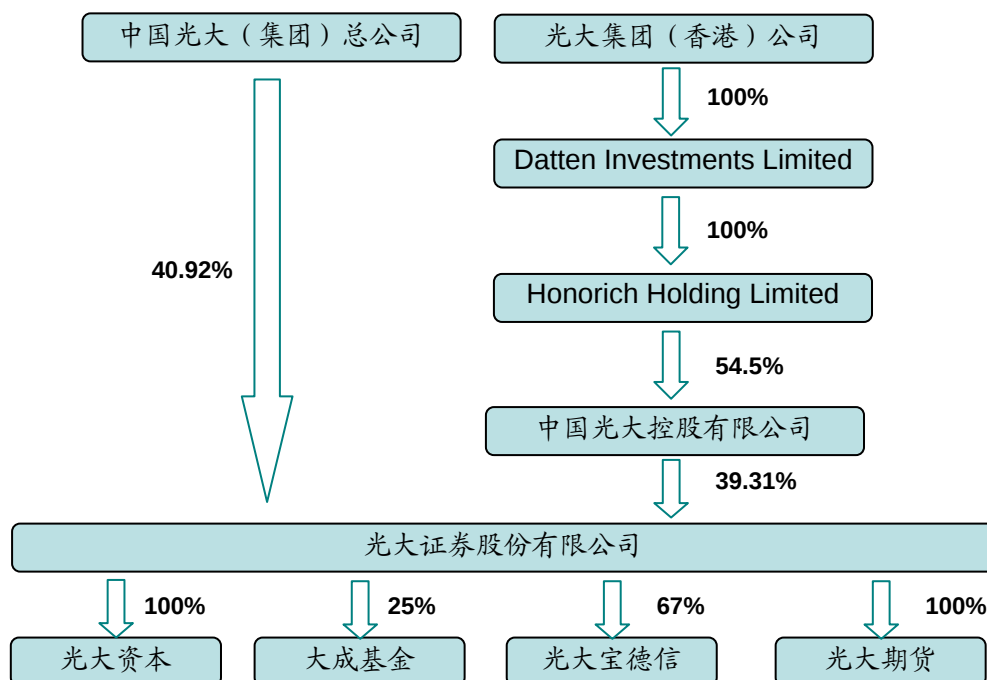
一、IPO 提供发展机遇

1. 金融集团下的证券先锋

按发行前的股本计算，中国光大（集团）总公司持有光大证券 40.92% 的股份，中国光控持有 39.31% 的股份。中国光控是光大集团（香港）通过其全资子公司 Datten Investments Limited 的全资子公司 Honorich Holding Limited 来间接控股的，因此光大证券的实际控制人是光大集团和光大（香港），而这两者分别由财政部和国务院出资设立，同属中国光大集团，在高层管理人员配置是重合的，两者合计持有光大证券 80.23% 的股份。

光大证券此次 IPO 发行不超过 5.2 亿股，发行后总股本将达到 34.18 亿股，大股东实行部分国有股份划转全国社会保障基金理事会持有后，持股比例稀释至 67%。除去光大集团和光大控股外，公司的其他股东股权较为分散，持股比例均不超过 5%，且大部分为民营企业，话语权有限，存在一定的大股东控制风险。不过大股东的绝对控股地位有利于未来集团层面的金融资产的整合和业务链的延伸。

光大集团（香港）于 1983 年在香港成立，以经营银行、证券、保险、投资管理等金融业务为主。中国光大（集团）总公司在中国内地拥有中国光大银行股份有限公司、光大证券股份有限公司、光大永明人寿保险公司及光大保德信基金管理公司等金融机构和光大投资管理公司、光大会展中心等非金融企业。目前，光大集团正在实施国家主导下的改革重组，根据国务院正式批复的光大集团改革重组方案，光大集团取得了国内第一张金融控股公司牌照。光大集团较为完整的综合金融平台和在香港地区的业务经验对光大证券上市后开展创新业务和拓展国际业务提供有力的支撑。

图 1：光大证券股东结构


资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

表 1：上市前后原股东持股比例变化

股东	股本（万股）	上市前持股比例	上市后持股比例
中国光大（集团）总公司	118,575	40.92%	33.92%
中国光大控股有限公司	113,925	39.31%	33.33%
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	12,800	4.42%	3.74%
厦门新世基集团有限公司	11,300	3.90%	3.31%
东莞市联景实业投资有限公司	8,000	2.76%	2.34%
大众交通（集团）股份有限公司	6,000	2.07%	1.76%
南昌洪城大厦股份有限公司	5,500	1.90%	1.61%
亿阳集团股份有限公司	4,000	1.38%	1.17%
上海良能建筑工程有限公司	3,300	1.14%	0.97%
华夏董氏兄弟商贸（集团）有限责任公司	2,000	0.69%	0.59%
上海宛矿投资有限公司	2,000	0.69%	0.57%
南京鑫鼎投资发展有限公司	1,200	0.41%	0.35%
上海宏普实业投资有限公司	1,200	0.41%	0.35%
合计	289,800	100%	84.00%

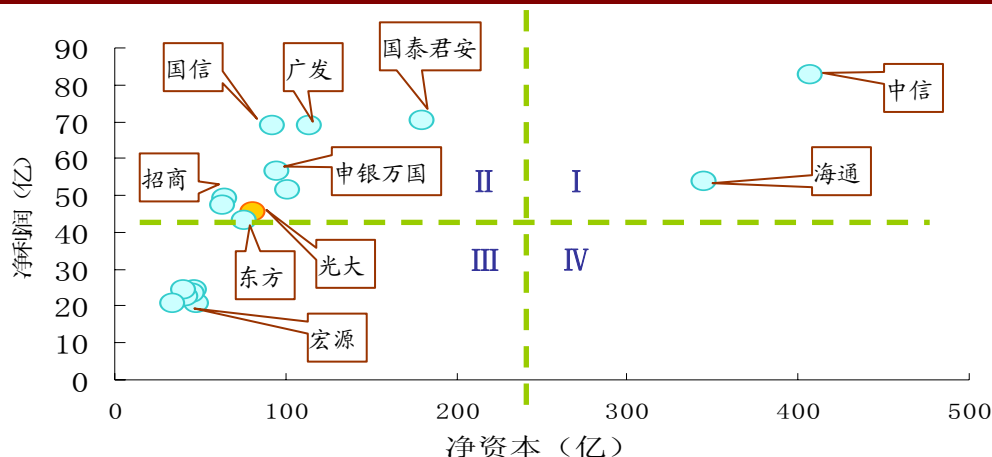
资料来源：招股说明书 招商证券研发中心

2. IPO 带来飞跃机遇

通常，我们把中信、国泰君安、申银万国等资历悠久，因其深厚政府背景和资源优势的券商定位为第一梯队，广发、国信、招商、光大等更多依靠激烈地市场搏杀成长起来的券商组成了第二梯队。虽然除了在投资银行业务领域，似乎这种“出身”的区别已经逐渐模糊，但在我国目前金融管制审批较为严格的环境下，尤其是近两年众多金融创新提上日程，第一梯队的券商在获取资格和认证的能力上仍具有一定的优势。

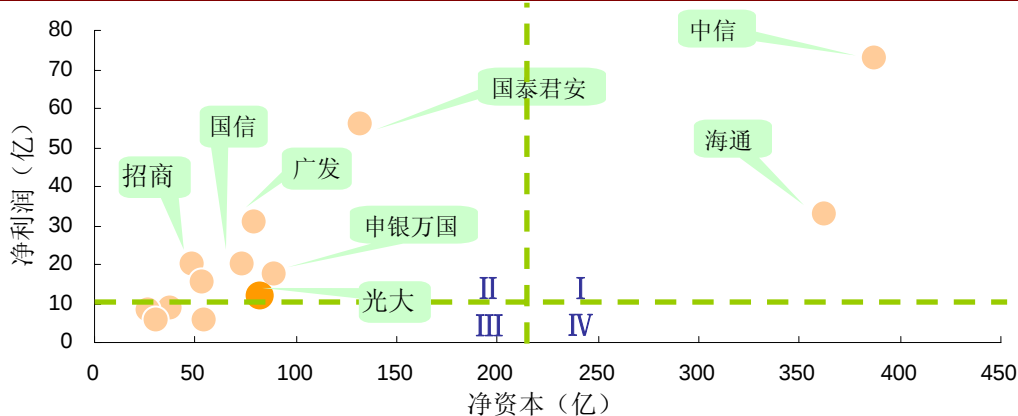
我们根据净利润和净资本把较为主流的券商置于相应的四个象限中，可以看到，中信证券和海通证券上市后经过增发在资本实力上显著领先其他券商，处于数量较少的高净资本、高利润的第一象限之中。而广发、招商、国信等第二梯队及国泰君安等部分第一梯队的券商均处在较低净资本、较高利润的第二象限之中，这些券商大部分都处于上市的进程之中，在其完成资金募集后，将集体性地向第一象限跃进，给中信证券带来一定竞争压力，从而大券商和小券商之间的分化会加剧，中国证券业的格局将出现更为明显的优劣之别。

图 2：光大证券处于券商第二梯队边缘（2007 年数据）



资料来源：招商证券研发中心

图 3：光大证券处于券商第二梯队边缘（2008 年数据）



资料来源：招商证券研发中心

光大证券 2008 年营业收入 37 亿，实现净利润 14 亿，处在第二象限的边缘，净资产收益率 14.8%，低于招商、国信和广发。在资本规模和资产使用效率均没有明显优势的情况下，光大证券在第二梯队存在被边缘化的危险。随着 2007 年牛市行情的落幕，券商未来的利润增长点将转移到创新业务上，而净资本是决定创新业务开展资格和规模的重要因素。

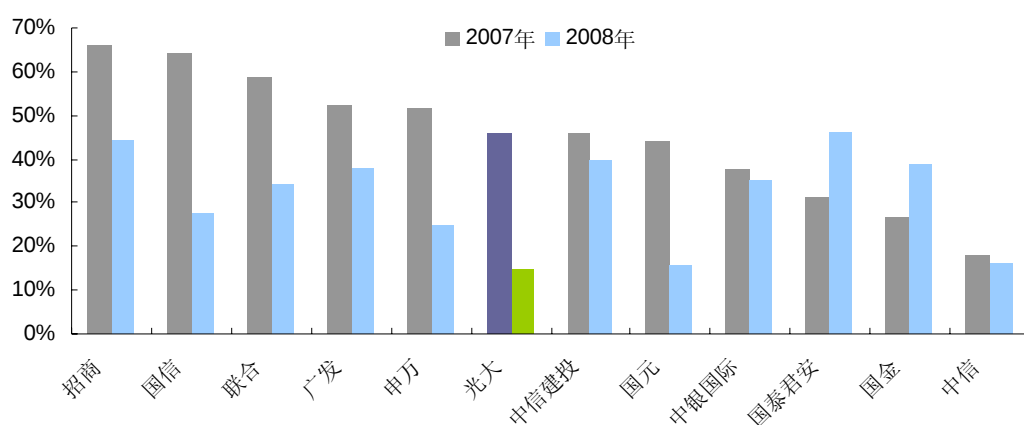
光大证券继中信证券之后再次获得 IPO 资格，是其摆脱尴尬境地的一个机遇。中信证券的早年上市，使其在证券行业的景气低点中保持了较好的资产质量，完成自身业务结构的转型和优化。在牛市中的增发价格达到 75 元，募集金额达 260 亿，从而为开展大规模权证创设提供资金支持。在 IPO 上的先发优势和增发募集的资金使得中信证券在近两年快速扩张并率先获得直投等业务资格，一举而成证券行业无可置疑的龙头公司。光大

证券业务牌照齐全，拥有光大保德信 67%的股权和大成基金 25%的股权，并于 2008 年 8 月获得直投资格，未来随着中国资产管理业务规模的扩大和市场机制的完善，创新业务将成为券商新的盈利增长点。本次发行完成后，公司的净资本和资产规模将大幅提升，拉开与广发、国信等券商的距离，虽然这些券商也在积极谋划上市，但公司如果能充分利用这种“先机”，则非常有可能扩大自身的竞争优势。

表 2：光大证券 2008 年各项指标排名

科目	2008 年末余额	排名
总资产	32,163,202,891.16	11
净资产	10,331,236,406.03	7
净资本	8,223,271,282.09	5
营业收入	3,078,517,677.96	12
净利润	1,219,440,196.81	12
代理买卖证券净收入	2,502,740,325.33	10
客户交易结算金额余额	20,596,320,958.99	11
受托管理资金	4,340,491,391.79	8
部均代理买卖证券业务净收入	26,624,897.08	19
投行收入	180,838,203.10	14
ROE	14.83%	51

资料来源：SAC，招商证券研发中心

图 4：光大证券净资产收益率处于中等水平


资料来源：SAC，招商证券研发中心

表 3：经纪和自营业务是收入主要来源

单位：万	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
经纪业务手续费净收入	257,181	69.68%	427,268	43.49%	68,831	33.80%
证券投资业务收入	-20,276	-5.49%	460,911	46.92%	109,701	53.87%
受托资产管理净收入	61,116	16.56%	42,549	4.33%	5,033	2.47%
承销发行净收入	18,100	4.90%	18,626	1.90%	9,843	4.83%
利息净收入	49,869	13.51%	27,815	2.83%	4,212	2.07%
其他业务收入	4,276	1.16%	6,236	0.63%	6,503	3.19%
汇兑损益	-1,164	-0.32%	-966	-0.10%	-465	-0.23%
营业收入合计	369,102	100.00%	982,440	100.00%	203,658	100.00%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

二、经纪业务：期待规模和效率的双重提升

1. 券商盈利的生命线

经纪业务收入在中长期内仍将是我国券商盈利的主要来源。这是与我国资本市场发展的程度和国民的投资风格相联系的。截至 2009 年 6 月，A 股市场合计的开户总数 1.28 亿，而基本上所有投资者是上海开一个户，深圳开一个户，则实际的投资股市人数占总人口的 5% 不到，其中还包括机构投资者的帐户。美国 1998 年平均每个家庭拥有 2 个股东帐户，4-5 个人里就有一个人投资股市，在香港每 2-3 个人里就有一人炒股。而在拥有投资条件的城市人口中也是大约每 8 个人拥有一个投资帐户。我国的资本市场的参与度和活跃度仍具有很大程度的提升空间，因此经纪业务在长期内还将是我国券商最重要的业务领域。

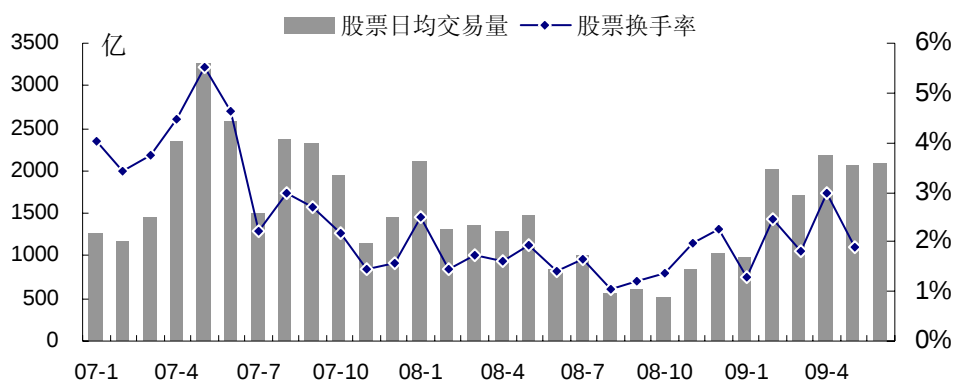
不过日益激烈的充分竞争和网络交易的普及，将导致手续费率持续摊薄。国外的投资银行也是在经历过经纪业务竞争至近盈亏平衡后转而将资源大量投入投行、资管等其他业务的。我国券商发展也会重复同样的轨迹，只是这个时期远未到来，现阶段依旧是“经纪为王”。

图 5：新增开户数为经纪业务提供持续的发展空间



资料来源：WIND，招商证券研发中心

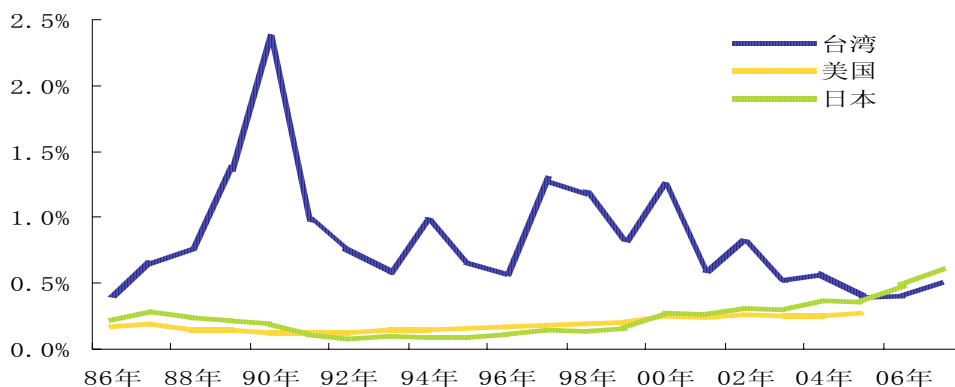
图 6：交易量和换手率维持在较高水平



资料来源：招商证券研发中心

高换手率延伸券商经纪业务的利润空间。08 年我国 A 股市场的日均换手率 2.4%，和 06 年初水平相当，与高峰期 5% 以上的日换手率相比，股票交投虽然清淡许多，但和其他国家相比，2% 的换手率依然是偏高的。美国和日本 10 年的平均换手率在 0.2% 左右，台湾的经济发展环境和股市投资风格与我国较为类似，多次大起大落，换手率波动较大，但最高也仰止于 2.5%。考虑我国大量限售股的存在，折算之后的流通股换手率也达到 1%，依然处于较高的水平。我们认为，基于我国的市场机制和投资者风格，高换手的特征将在长期内存在，这在时间和空间上决定了经纪业务对券商收入的重要性。

图 7：台湾、美国和日本的股票日均换手率低于我国

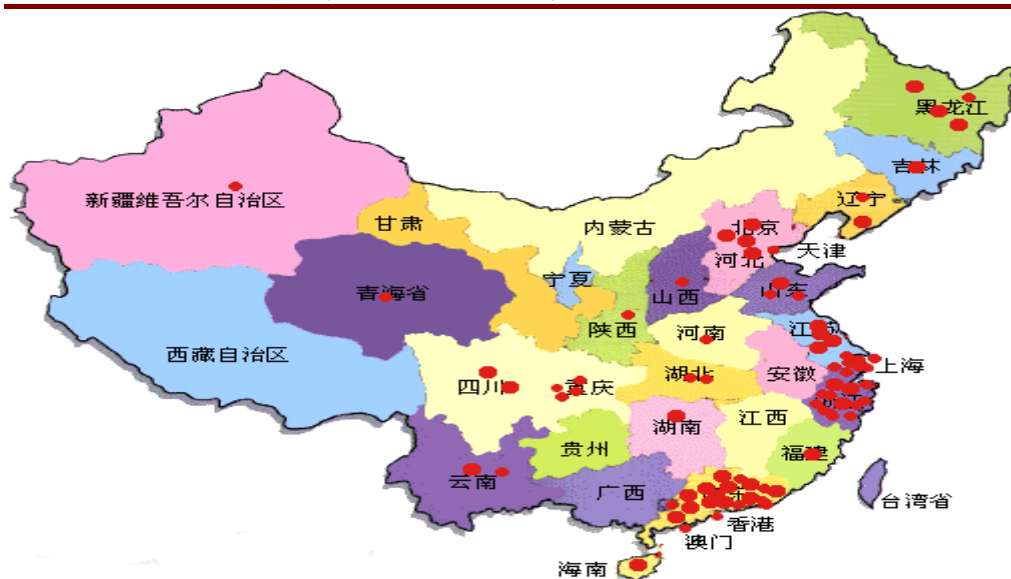


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

2. 经纪业务竞争优势需要提升

光大证券拥有 79 家证券营业部和 15 家服务部，主要分布在浙江和广东省，其中包括 05 年至 07 年收购的中天证券在东北的营业部、大通证券在山西和山东的营业部以及昆仑证券在青海西宁的营业部，经纪业务布局从东南沿海向内陆腹地逐步扩展推进，基本形成了以京、沪、粤为中心、辐射全国的网点格局，覆盖了中国经济最具活力的长江、珠江三角洲和环渤海经济圈。2009 年 4 月证监会核准公司在江西省南昌市、福建省泉州市、江苏省海门市各设立一家证券营业部。

图 8：光大证券营业部集中在广东和江浙地带

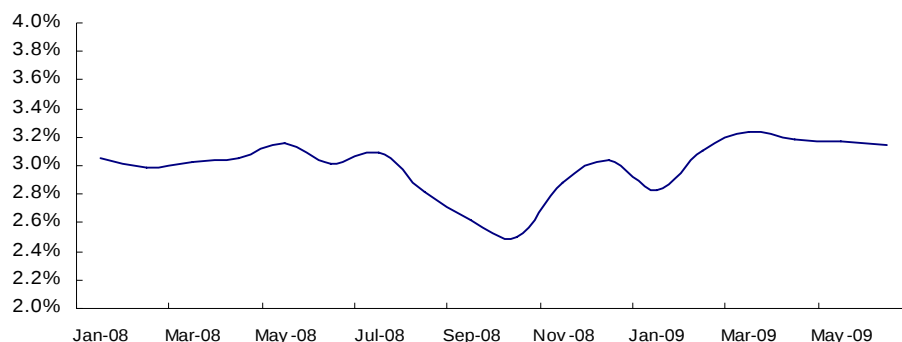


资料来源：招商证券研发中心

光大证券股票基金交易额、客户数及托管资产数在近三年都实现了较大幅度的增长，截止 2009 年 6 月，公司股基权债合计的市场份额为 3.15%，全国排名第十，部均市场份额 0.04%，处于相对较高的水平。但公司佣金费率偏低导致部均经纪业务收入排名靠后。

未来经纪业务还将在较长时间内成为我国券商收入的最主要来源，小券商依靠地区垄断和异地营业部扩张来拓展收入，大型券商则依靠品牌溢价和增值服务来巩固市场地位，我们认为，公司未来继续采取价格竞争策略的空间非常有限，而风格的转换需要时日，在融资后，公司最有可能通过增设营业部来发展经纪业务。

图 9：经纪业务处于恢复过程之中



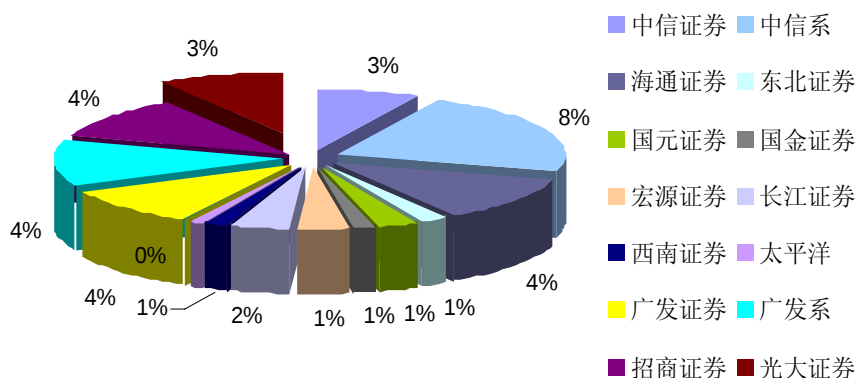
资料来源：招商证券研发中心

表 4：光大证券部均市场份额处于较高水平

	2009 年中市场份额	营业部	服务部	部均	部均（包括服务部）
招商证券	4.01%	69	2	0.058%	0.057%
中信系	8.02%	180	48	0.045%	0.035%
国金证券	0.63%	15	7	0.042%	0.029%
光大证券	3.15%	79	15	0.040%	0.033%
海通证券	4.14%	122	57	0.034%	0.023%
长江证券	1.55%	56	11	0.028%	0.023%
宏源证券	1.25%	50		0.025%	0.025%
国元证券	1.01%	48	20	0.021%	0.015%
广发系	4.34%	223		0.019%	0.019%
东北证券	0.70%	48	19	0.015%	0.011%

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

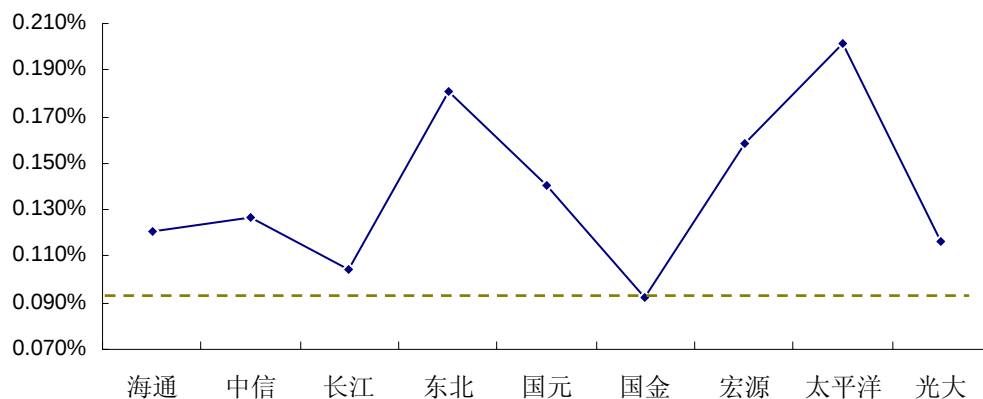
图 10：09 年经纪业务市场份额



资料来源：WIND，招商证券研发中心

经纪业务期待规模和效率的双重提升。从规模来看，不到 100 家的营业部（包括服务部）与中信、海通等相比，还有一定的差距，鉴于经纪业务的重要性，融资后进行新一轮的网点布局和营业部收购是非常有必要的。公司营业部所密集的广东、江浙和北京等地也是各大券商重兵之处，竞争激烈，而中西部地区除在重庆有 4 个营业部外，其他省份通常也只是一到两营业部，难以与在当地具有地缘优势的区域性小券商抗衡。未来向二三线城市的扩张将减缓当前券商行业所面临的费率剧烈下滑的趋势。

图 11：综合佣金费率较低



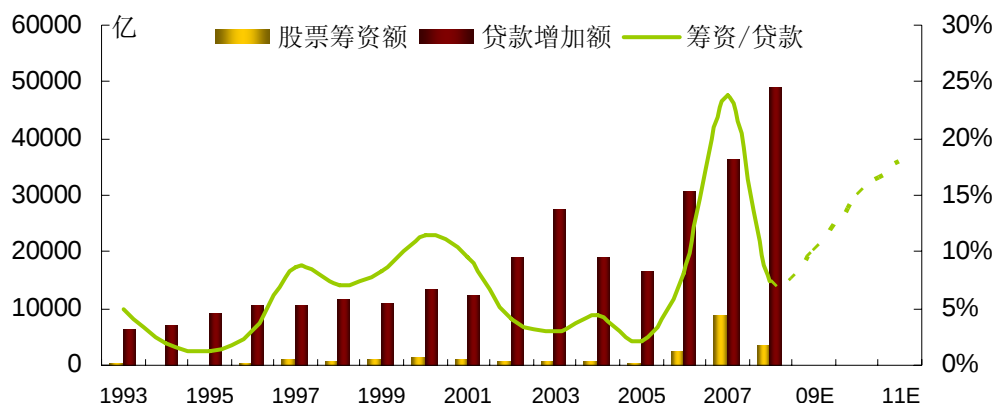
资料来源：招商证券研发中心

三、投行业务：品牌化和市场化并行不悖

1. 金融脱媒和资产资本化趋势未改

金融脱媒和资产资本化是中国资本市场发展不可改变的趋势，随着 08 年以来 A 股市场封闭的 IPO 之门的重新开启，一级市场的资本运作重新趋于活跃。

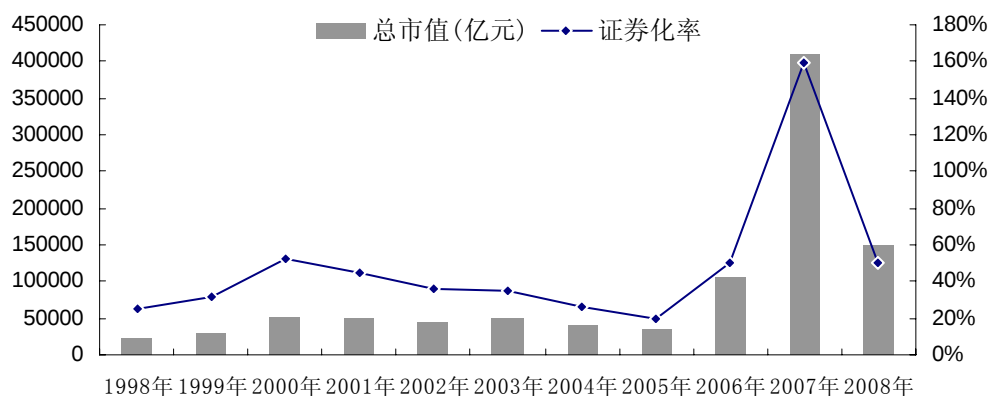
图 12：股票筹资额占银行贷款比例将逐步上升



资料来源：招商证券研发中心

长期以来我国的资本化率都比较低，近两年才有较大的发展，到 08 年末我国的资本化率为 50%，与发达国家相比，仍存在较大的差距，未来资本化的程度将进一步提升。这种经济金融化的过程将为证券行业带来巨大的发展机会。

图 13：我国资本化率的过程才刚开始



资料来源：WIND，招商证券研发中心

2. 中小项目具有优势，集团背景打造品牌

股票发行主承销及上市保荐业务是证券公司较为稳定的利润来源之一，也是证券公司争夺客户资源的焦点领域。通常来说，投行业务的竞争实力并不像经济业务那样，完全由市场化竞争所决定，很多时候公司的背景资源和品牌形象会发挥更重要的作用。

中小项目具有优势，集团背景打造品牌。光大证券和其他第二梯队的券商一样，投行业务的战场集中在中小板，其作为主承销商的 IPO 项目只有片仔癀和士兰微超过了 10 亿，其他的筹资额大部分在 5 亿以下。由于拥有光大集团的背景，公司在大型项目方面同样具有一定的竞争力，而伴随着光大银行、保险、基金等集团其他金融机构的壮大，“光大”的品牌形象逐步建立起来。公司于 2004 年 4 月申请注册为首批保荐机构，从事证券发行的主承销与保荐业务。2008 年 1 月，公司被深圳证券交易所评为 2007 年度中小企业板最佳保荐机构之一。2009 年 3 月，公司投资银行获《证券时报》2008 中国区优秀投行“中小板最佳投行”称号。

根据 WIND 的统计，自光大证券自 1996 年成立以来，截止 2009 年中期，累计 141 次作为主承销商为企业提供股票、可转债承销服务，其中新股发行 40 次，公募增发新股 19 次，配股 69 次。中小项目的发行费用一般较高，光大证券多年的平均承销费率达到 4.16%，一般的投行项目费用率在 1%-3% 左右。

表 5：公司近三年主承销项目次数和金额

	IPO			增发			配股		
	次数	承销金额	承销收入	次数	承销金额	承销收入	次数	承销金额	承销收入
2008	1	5.95	3,272	1	15.15	2,575	--	--	--
2007	7	17.9	8,834	1	4.49	1,847	--	--	--
2006	1	2.43	1,200	--	--	--	--	--	--

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

表 6：光大证券承销 IPO 项目的平均费率处于较高水平

名称	上市日期	募集资金合计(万元)	发行费用合计(万元)	发行费率
广电电子	19901219	-	-	
时代科技	19961008		10368	704
石油济柴	19961022		10450	550
S*ST 圣方	19961029		13468	676
农产品	19970110		15922	760
振华科技	19970703		54670	1463.1074
明天科技	19970704		19536	938.4
西藏矿业	19970708		24150	1010
云天化	19970709		62100	1400
张裕 B	19970923		28600	2197.7259
浙江东方	19971201		7938	415.14
莲花味精	19980825		70100	2100
太钢不锈	19981021		108000	2400
武钢股份	19990803		137600	2694.84
华东医药	20000127		28800	1167.3037
赤天化	20000221		50400	1189.12
沧州大化	20000406		35360	1604
春晖股份	20000601		60760	1764
南化股份	20000712		18600	848
天利高新	20001225		43680	1328.98
ST 珠峰	20001227		40750	1351.25
迪康药业	20010212		51250	1537
新安股份	20010906		32120	1021.8
龙溪股份	20020805		30000	1331

名称	上市日期	募集资金合计(万元)	发行费用合计(万元)	发行费率
精达股份	20020911	19800	1058.5511	5.35%
吉电股份	20020926	-	-	
万好万家	20030220	37680	2260	6.00%
士兰微	20030311	30160	1467.585	4.87%
片仔癀	20030616	34200	1144.7419	3.35%
武汉健民	20040419	40600	1527	3.76%
中捷股份	20040715	25818	1780	6.89%
宝胜股份	20040802	35100	1428.85	4.07%
恒宝股份	20070110	24278.4	1898.71	7.82%
三维通信	20070215	18300	1651.83	9.03%
银轮股份	20070418	25140	2096.12	8.34%
拓邦电子	20070629	18947.84	1620.61	8.55%
广电运通	20070813	60768	2226.5647	3.66%
莱茵生物	20070913	16318.5	1302.4	7.98%
山下湖	20070925	19210	1790.38	9.32%
九鼎新材	20071226	20380	1876.2	9.21%
烟台氨纶	20080625	59488	4384.89	7.37%
平均		36944	1538	4.16%

资料来源：WIND，招商证券研发中心

06 年至 08 年光大证券投行业务收入占营业收入比例分别为 4.83%、1.9%和 4.9%，对收入的贡献度还比较小。公司具有企业债券主承销资格，是财政部国债承销团成员，2008 年公司作为主承销商累计承销债券 5 次，分别是国家电网公司的企业债和光大银行的次级债。

表 7：光大证券企业债券发行承销情况

单位：万	主承销			副承销			分承销		
	次数	承销金额	承销收入	次数	承销金额	承销收入	次数	承销金额	承销收入
2008 年度	5	1,342,500	1,860	8	181,647	340	7	62,000	165
2007 年度	-	-	-	5	48200	243	7	43000	54
2006 年度	1	100000	300	5	12000	42	5	25710	59

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

公司投资银行业务除传统的股票、债券承销业务及收购兼并业务外，近年来开始涉足资产证券化的业务，公司自 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。目前主要业务领域包括：信贷资产证券化和企业资产证券化。与普通证券融资及商业贷款等融资工具相比，资产证券化是一种成本较低、效率更高、更有潜力的资本市场融资方式，07 年资产证券化试点在券商中的重新启动，把开展范围从创新类券商扩展到大部分券商，随着投资者对 ABS 的逐渐了解，该业务领域将具有前景，资产证券化业务很可能成为光大在投资银行业务方面的一个亮点。

3. 投行价值链延伸-直投已经启动，规模有望追加

光大证券在 08 年 8 月获得直投资格，通过光大资本投资有限公司开展直投业务。公司管理层对直投业务的定位是投行业务价值链的延伸，从仅仅是承销商逐步转变为可能参与股权投资的风投方。目前光大资本的注册资本是 2 个亿，公司表示，目前直投业务已

经开始牛刀小试，如果能够取得比较好的效果，将追加直投的规模。公司 08 年净资本 82 亿，按照 15% 的上限，可投的资金规模将达到 12 亿左右。

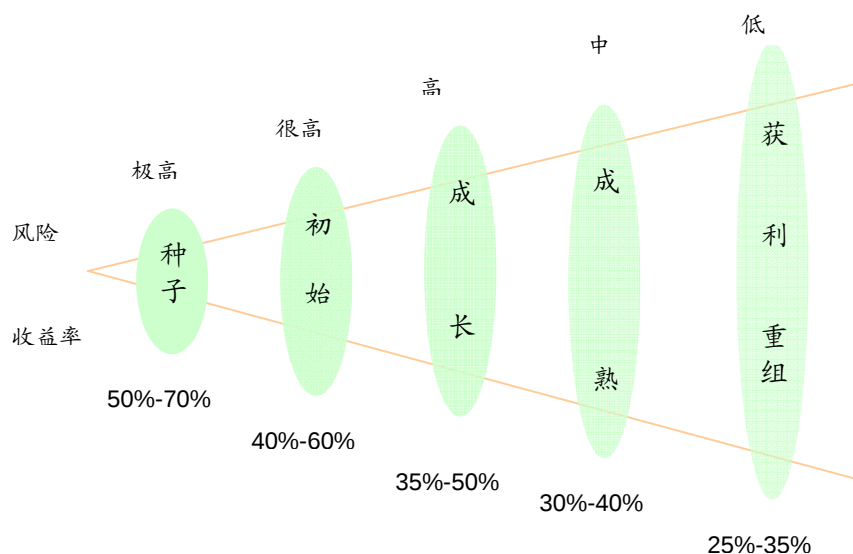
表 8：光大证券在 2008 年 8 月获得直投试点资格

券商名称	获批时间	子公司名称	业务资金额度	08 年净资本	占净资本%
中信证券	2007.09	金石投资有限公司	30 亿元	388	7.73%
中金	2007.09	中金佳成投资有限公司	6 亿元	49	12.24%
国信证券	2008.06	国信弘盛投资有限公司	10 亿元	73	13.70%
华泰证券	2008.07	华泰紫金投资有限责任公司	2 亿元	54	3.70%
海通证券	2008.07	不详	10 亿元	362	2.76%
平安证券	2008.09	平安财智投资管理有限公司	3 亿元	29	10.34%
国泰君安	2008.08	不详	5 亿元	132	3.79%
光大证券	2008.08	光大资本投资有限公司	2 亿元	82	2.44%
中银国际	2008.09	中银国际投资有限责任公司	3 亿元	28	10.71%
广发证券	2008.01	广发信德投资管理有限公司	5 亿元	80	6.25%
申万	2008.11	国荣投资有限公司	5 亿元	89	5.62%
国元证券	2009.07	国元股权投资有限公司	--	33	--

资料来源：招商证券研发中心

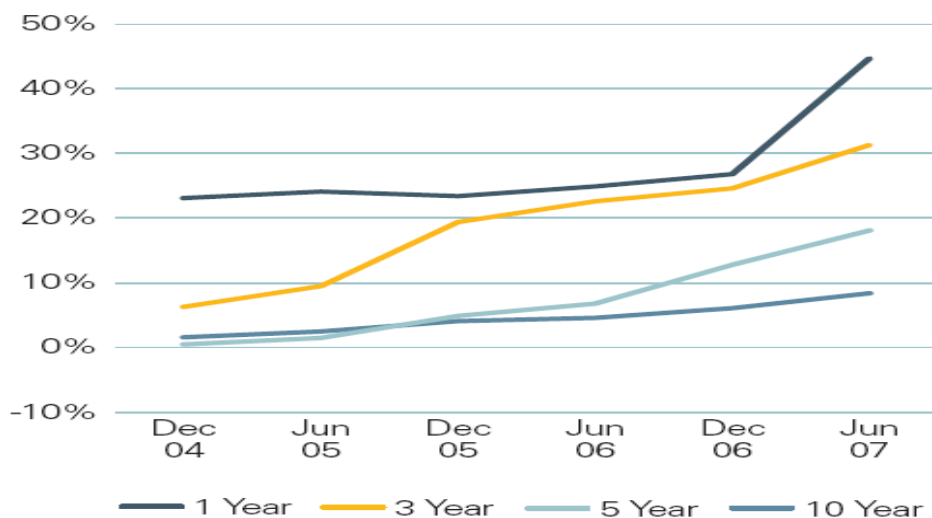
一般来说，风险投资完整地完一轮投资循环的平均时间是 7 年，越早期介入，获得的收益率越高，所面临的风险也将最大。我国券商的直投业务目前只能锁定 3 年内的 pre-IPO 项目，这个阶段的投资处于风险投资生命周期的后半段，一般是投资已经处于成熟期的企业，其主要的风险从前期的产业和企业层面更多转移到能否上市成功的资本运作层面，这个阶段的投资收益率一般在 25% 到 40% 左右。从美国对新兴市场的 PE 投资来看，投资收益率呈稳步上升趋势，3 年期的 PE 投资回报率在 07 年超过了 30%。

图 14：风险投资生命周期所面临的风险和收益率



资料来源：招商证券研发中心

图 15: 新兴市场 PE 内部收益率



资料来源: Cambridge Associates LLC Proprietary Index, 招商证券研发中心

假设光大证券直投收益率为 20%，未来 5 年投入的直投资本规模分别为可用额度的 10%、20%、30%、50%和 80%，那么 2010 年将可带来投资收益 1.6 亿，增厚每股收益 0.05 元，到 2014 年直投收益将超过 10 亿。

表 9: 光大证券直投收益测算

	2010	2011	2012	2013	2014
直投投入比例	10%	20%	30%	50%	80%
直投投入金额	8	16	24	40	64
假设收益率	20%	20%	20%	20%	20%
直投收益	1.6	3.2	4.8	8	12.8
每股收益	0.05	0.09	0.14	0.23	0.37

资料来源: 招商证券研发中心

四、自营业务：灵活调整，风控得宜

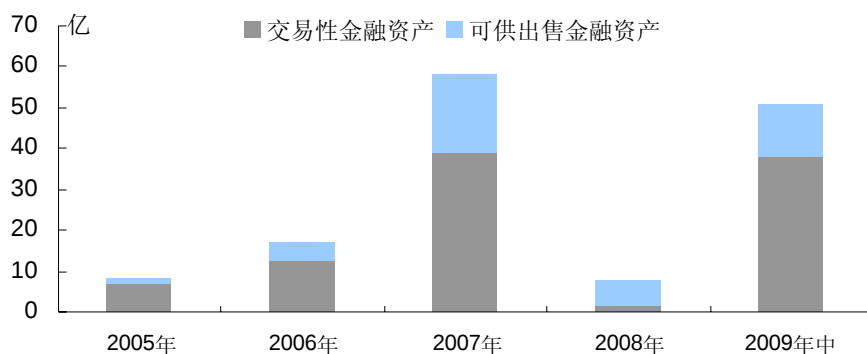
自营对众多券商来说是一把双刃剑，行情好的时候锦上添花，行情差的时候雪上加霜，因此自营的特点很能反映一家券商的经营风格。经纪和自营贡献了公司 80%以上的收入，05 年至 07 年，投资收益占公司总营业收入的比例均超过 45%。总体而言，光大证券在自营上不算激进，对市场反应较为灵活，虽然无法避免随行就市的大幅波动，但良好的风控体制使公司自营的整体风险有限。

表 10：光大证券近三年自营规模和收益率

单位：亿	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：招商证券研发中心

图 16：投资资产规模调整灵活



资料来源：公司报告，招商证券研发中心

投资收益中很大一部分来自权证创设的收益，尤其是 2007 年，权证业务收益达到 13 亿，占到净利润的 28%。光大在权证方面具有较明显的优势，公司在 2005 年获准第一批创设权证，2006 年权证创设总量业内排名第一，2007 年权证创设总量业内排名第四，2008 年度共创设 1 只认沽权证，创设总量达 0.68 亿份，市场份额排名第三。对于券商来说，权证创设的收益率远高于普通的投资业务，未来随着我国资本市场投资品种和机制的逐步丰富和完善，权证创设业务的空间值得期待，公司在这方面的经验和优势将发挥更大作用。

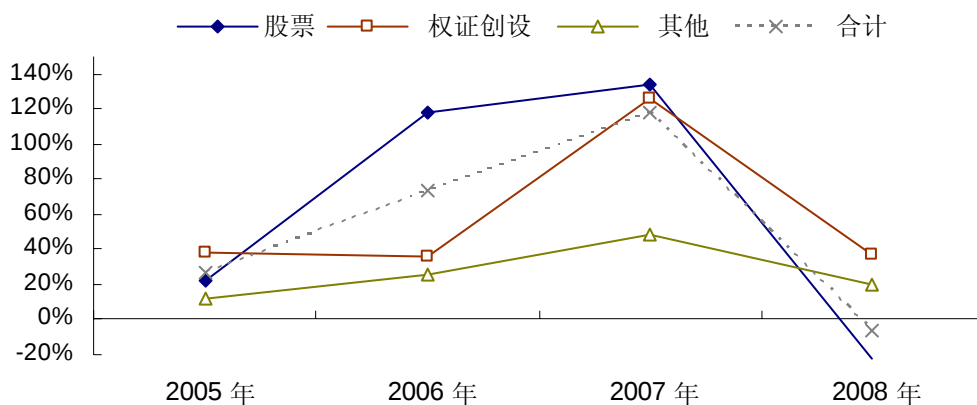
表 11：权证创设带来不菲的投资收益

单位：万	2008 年度	2007 年度	2006 年度
创设权证已实现收益	92,293	54,524	8,169
权证公允价值变动收益	-78,969	76,893	3,066
权证业务收益合计数	13,324	131,417	11,235

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

自营收益率波动幅度较大，因权益类资产配置比例偏高。与其他券商不同，光大证券自营的一个明显特点是固定收益类证券占比非常低，权益类资产的高比例导致公司自营规模和自营收益波动幅度较大。08 年公司的自营总规模降低至 7.8 亿，09 年中期则上升至 51 亿，接近 07 年 58 亿的自营规模。鉴于 09 年股市上升幅度较大，公司 09 年的业绩有望依靠自营收益而超预期。

图 17：自营收益率波动幅度大



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

五、资管业务：收益领先，空间广大

1. 集合理财优势领先

券商集合理财产品扩容提速。09 年券商集合理财产品的显著提速来自于管理层对券商参与理财产品市场的松绑，对产品的审批速度明显加快。08 年券商理财产品整体跑赢大盘 36 个百分点，良好的业绩表现提升了管理层对券商系产品的信心，如果政策层面的支持得以延续，那么 09 年理财产品将维持较高的增速。08 年成立的券商集合产品总规模 161 亿，而 09 年截至目前已经成立的产品总规模达到 365 亿。

光大证券集合资产管理业务抢占先机，在管理规模和产品业绩等方面都位居创新试点证券公司前列，06 年、07 年以及 08 年，受托客户资产管理业务净收入占营业收入比例分别为：2.47%、4.33%、16.56%。2008 年末，公司平均受托资产规模 57 亿，较 05 年 7 亿的规模，3 年复合增长率达到 101%。

“光大阳光”品牌深入人心，收益率领先市场。光大证券于 2005 年发行第一支集合理财产品“光大阳光”，随后 2 号、3 号依次推出，并在最近新推出光大阳光基中宝的 FOF 型产品。资产管理业务相对于其他业务稳定性较高，管理资产规模的逐步扩大将为公司贡献更多的管理费收入，有利于平滑利润波动和优化业务结构。

表 12：光大证券资产管理业务规模

单位：万	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%

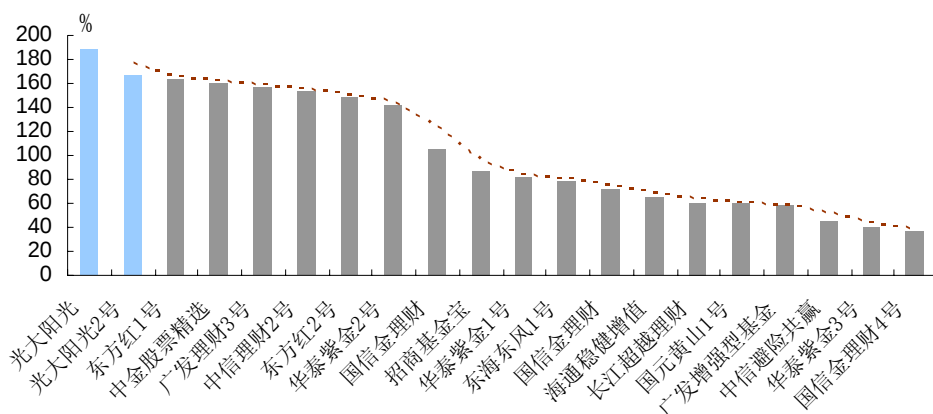
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

表 13：光大证券已发行集合理财产品

名称	投资类型	存续期(年)	到期日	管理费率(%)	托管费率(%)	成立规模(亿)
光大阳光	混合型	10	20150427	1.50	0.20	9.12
光大阳光 2 号	FOF	3	20090830	0.50	0.20	23.03
光大阳光 3 号	混合型	3	20110805	1.20	0.25	16.76
光大阳光 5 号	债券型	8	20170120	1.00	0.18	12.91
光大阳光基中宝	FOF	10	20190727	1.50	0.20	67.57

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 18: 光大阳光系列产品成立以来累计净值增长率高居榜首



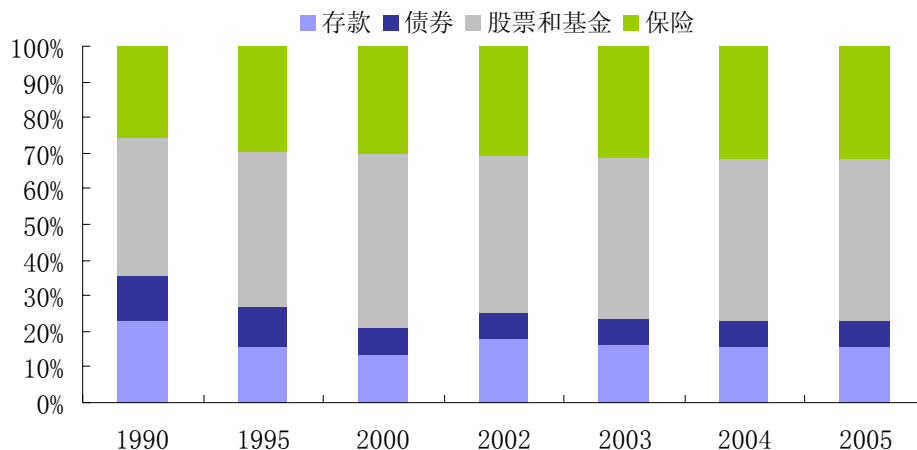
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 参股基金，分享资产管理广大空间

基金产业是我国未来资产管理规模迅速增长的最大受益者，截至目前基金开户数约 3 千万，相当于 A 股开户数的四分之一。基金的管理规模的膨胀，使基金公司的管理费收入保持相对稳定且可观的增长。在美国的家庭金融资产构成中，股票和基金占据 47% 的比重，全美 48% 的家庭持有共同基金，平均每 3 个美国人中就有一个是共同基金持有者。而中国家庭的这一比例大约在 10% 左右，07 年最乐观的行情下，也只是达到 15%。假设未来 10 年中国家庭持有基金比例达到 30%，那么基金管理资产规模也至少可以增加一倍以上。

公司持有光大保德信 67% 和大成基金 25% 的股权，这为公司带来较稳定的资管收入，08 年在其他业务收入均大幅下降的情况下，资产管理收入增长 44%。光大保德信和大成总资产规模分别为 360 亿和 940 亿，全国基金公司排名 28 名和第 7 名。我们认为，随着中国资产管理业务的发展，未来 10 年 20% 的复合增速是可期的，其占公司总收入中的占比也将有所提升。

图 19: 美国家庭金融资产构成



资料来源: US CENSUS BUREAU, 招商证券研究中心

表 14: 大成基金和光大保德信基金规模排名前列

规模排名	基金公司	基金数量	份额合计(亿份)	资产合计(亿元)
1	华夏基金	24	1927	2504
2	博时基金	16	1383	1414
3	嘉实基金	18	1396	1234
4	南方基金	18	1164	1176
5	易方达	18	986	1162
6	广发基金	11	952	990
7	大成基金	16	1100	941
8	华安基金	14	783	798
9	交银施罗德	9	535	625
10	上投摩根	10	604	603
28	光大保德信	7	403	360

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

六、估值

我们之前出具的询价报告，建议询价区间为 16-20 元，公司最终确定的发行区间为 19-21.08 元，基本落在我们估值的上限，这一结果符合我们的预期，参照当前新股发行所受的追捧，对券商股市场接受 09 年动态 25 倍以上的市盈率是在意料中事。我们认为，最终发行价超过 20 元是大概率事件，而股票上市发行后，可能还有 20%左右的上升空间，给与新股目标价 24 元，对应 09 年 PE30 倍。

在 09 年日均交易量 2000 亿和自营收益率 20%的假设下，我们预测公司发行后的每股收益为 0.8 元。09 年至今发行的两支大盘股四川成渝和中国建筑的发行市盈率分别为 20 和 51 倍，那么作为 09 年盈利能力大幅改善的券商股而言，给与 25 倍的 09 年发行市盈率是较为合理的，对应的价格在 20 元左右。股票上市后给与 30 倍的市盈率，每股价格 24 元。

假设公司以 20 元的价格发行，融资 104 亿，预计 09 年末每股净资产为 6.4 元左右，目前 A 股的中信证券和海通证券的二级市场 PB 在 4 倍左右，合理价格 25.6 元左右，建议投资者积极申购。

表 15: 光大证券 09 年 EPS 敏感性分析

		日均交易量 (亿)				
		1500	1800	2000	2200	2500
自 营 收 益 率	10%	0.61	0.68	0.72	0.76	0.83
	20%	0.69	0.76	0.80	0.85	0.91
	30%	0.78	0.84	0.89	0.93	0.99
	40%	0.86	0.93	0.97	1.01	1.08
	50%	0.94	1.01	1.05	1.10	1.16

资料来源：招商证券研发中心

表 16: 盈利预测表

单位: 亿	08A	09E	10E
一、营业收入	36.91	57.48	48.18
手续费净收入	33.64	39.15	31.95
其中: 代理买卖证券业务净收入	25.72	31.23	21.85
证券承销业务净收入	1.81	0.92	1.67
委托管理资产业务净收入	6.11	6.99	8.43
利息净收入	4.99	6.05	6.92
投资净收益	11.13	8.67	7.22
公允价值变动净收益	-13.16	3.33	1.78
汇兑净收益	-0.12	0.00	0.00
其他业务收入	0.43	0.28	0.31
二、营业支出	20.25	20.73	16.65
营业税金及附加	1.82	2.59	2.17
业务及管理费	14.69	18.39	14.45
资产减值损失	3.71	-0.27	0.00
其他业务成本	0.02	0.03	0.03
三、营业利润	16.66	36.74	31.53
加: 营业外收入	0.84	0.01	0.01

减：营业外支出	0.21	0.19	0.19
四、利润总额	17.29	36.56	31.34
减：所得税费用	2.74	9.14	7.84
五、净利润	14.55	27.42	23.51
归属于母公司所有者的净利润	13.68	27.40	23.48
少数股东损益	0.87	0.03	0.02
每股收益（元）	0.47	0.80	0.69

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。