

新股报告

走出迈向一流券商的关键一步

证券业

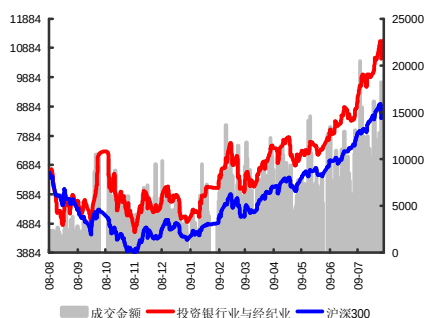
2009年8月3日

光大证券（601788 S.H.）新股申购策略

投资建议：

申购

所在行业最近52周走势：



发行相关数据：

网上发行数量：不超过 36,400 万股

网上发行价格：**21.08 元**

网上申购简称：**光大申购**

网上申购代码：**780788**

网上申购上限：**30 万股**

报告作者：

行业研究员：李斌 肖彦明

联系方式

电话：0510-82833217

Email: lib@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- I 光大证券各项主要业务历年排名基本在5-10名之间，属于国内券商行业的第二集团。除在证券公司传统的经纪、自营、投行、资管四大业务全面铺开以外，还在期货、直投、基金等多项业务方面开拓发展，形成了有利的业务条线格局。
- I 光大证券在盈利成长能力指标上和中小券商一样保有高速增长的能力，甚至是有胜出的地方；而在净资产增长上虽然落后于中信，但远胜长江、国元等中小券商。综合两者来看，光大介于领先的大券商和中小券商之间定位为其带来独特的优势，它的上市将会改变目前上市券商股投资格局中“非大即小”的简单思路，弥补了上市券商的代表性，提升板块及其自身的投资价值。
- I 综合考虑光大证券的行业地位、总股本等多方面因素，我们认为其定价将介于大型和中小型券商之间，稍向大型券商靠拢。由此，我们对其给定30~38倍的09年PE区间，我们预测光大证券0.75元的每股收益对应每股价值为25元~29元。
- I 光大证券网上发行价格21.08元，比大多数券商的询价上限高，但仍在一个比较合理的范围内，显示机构投资者对该股较为热情。我们预计对光大的网上申购热情将超过中国建筑，吸引申购资金量达到9000亿，对应中签率为0.85%，考虑到向网下回拨后，最终中签率为0.7%。
- I 从近期新股的表现来看，在市场流动性充裕、投资积极性较高的情况下，新股首日涨幅大幅超过合理估值区间的现象比较明显，所以对新股首日表现可以更乐观些。在首日涨幅达到100%的假设下，申购光大证券的年化收益率将达到31.5%。（按一年45个有效申购周计算）。
- I 建议投资者申购。

一、基本情况

光大证券成立于1996年，发行前注册资本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%，而光大集团是中国光控的实际控制人，实际持有公司80.23%。本次发行后，不考虑增持，大股东持股比例稀释至 68%。

光大证券公司成立以来，秉承“塑造公司品牌，提升客户价值，造就员工未来”的核心价值观和“诚信、专业、卓越、共享”的经营理念，积极投身于国内资本市场，各项业务迅速发展，在巩固证券承销、证券经纪、资产管理、证券投资、基金管理、财务顾问、投资咨询等传统业务优势的同时，全方位抢跑集合理财、权证、资产证券化、直接投资、融资融券、股指期货等创新业务，现代投资银行雏形基本形成，业务规模及主要营业指标居国内证券公司前列。2004年10月，光大证券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。

表 1: 本次发行基本情况

股票简称	光大证券	发行数量	不超过 52,000 万股
发行价格	21.08 元/股	发行市盈率	58.56 倍（发行后总股本）
申购上限	30 万股	申购下限	1,000 股，超过 1,000 股的必须是 1,000 股的整数倍
网下配售数量	不超过 15,600 万股	占本次发行比例	30%
网上发行	不超 36,400 万股	占本次发行比例	70%
网上申购时间	2009 年 8 月 4 日	申购代码	780788
发行方式	网下配售+网上定价发行	申购简称	光大申购
最近三年	2008	2007	2006
每股收益(按发行前股本摊薄)	0.47 元	1.68 元	0.38 元
数据来源：公司公告			

二、公司业务及优势分析:

2.1、光大证券具备综合竞争能力

光大证券各项主要业务历年排名基本在5-10名之间,属于国内券商行业的第二集团。而在净资本方面,虽然与中信、海通的差距依然很大,但公司上市募集资金后将有望更进一步,提升公司对抗风险和发展创新业务的潜力。

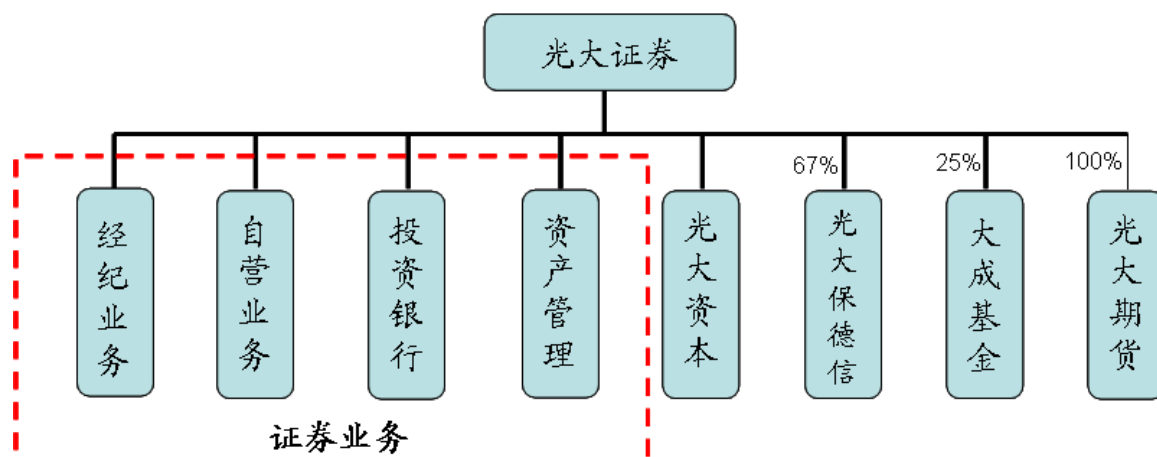
表 1: 公司最近三年经营业绩排名 (母公司口径)

	2006	2007	2008
盈利能力			
营业收入排名	11	10	12
净利润排名	9	10	12
公司规模			
净资产排名	9	8	7
净资本排名	6	8	5
总资产排名	13	10	11
主要业务规模			
经纪业务排名	9	10	9
股票主承销家数排名	7	14	12
股票主承销金额排名	9	19	10

数据来源: 国联证券研究所 招股说明书

与光大证券资本实力相匹配的是其已基本完整的业务链。光大证券除在证券公司传统的经纪、自营、投行、资管四大业务全面铺开以外,还在期货、直投、基金等多项业务方面开拓发展,形成了有利的业务条线格局。未来创新业务、非通道业务将是证券公司的核心竞争力的重要体现,而光大证券在这方面已经领先于已上市的中小型券商。

图 1: 光大证券业务条线示意



数据来源: 国联证券研究所

2.2、光大证券盈利能力分析

盈利能力较为出众，业绩增长较为迅速。光大证券2005-2008年营业收入的复合增速达到85%，净利润复合增速197%，超过同期行业平均表现及大型券商中信、海通，显现出公司较强的盈利能力。其中，2007年牛市环境下，公司的净利润达到盈利高峰，为 46.9 亿元，同比增长超过4倍，是2005年的90倍。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%，降幅也明显高于中信、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水平来看，2005年-2008年公司平均ROE水平达到22%，不仅超过中信和海通、而且相比行业地位相对接近的宏源、长江和国元等中小券商，光大的长期盈利能力也略胜一筹。

表 2: 光大证券近年来的主要业绩指标变化 (百万元)

	2005	2006	2007	2008	2009.1H
营业收入	584.49	2,036.58	9,824.40	3,691.02	2,478.29
同比	3.1%	248.4%	382.4%	-62.4%	38.5%
净利润	52.28	918.26	4,686.36	1,367.54	1,283.01
同比		1656.4%	410.4%	-70.8%	138.0%
净资产	2703	3623	10,011.00	10,548.00	11,850.00
ROE	1.9%	25.3%	46.8%	13.0%	10.8%
自营 + 经纪收入占比	82.3%	87.4%	89.8%	62.6%	88.4%

数据来源: 国联证券研究所 公司招股说明书

横向比较，光大证券在上市券商中优势独特。在与上市券商的横向比较中，我们可以发现，光大证券在盈利成长能力指标上，如营业收入增长率、ROE、净利润率等指标上胜过以中信为代表的大型综合类证券公司，和中小券商一样保有高速增长的能力，甚至是有胜出的地方；而在净资产增长上虽然落后于中信，但远胜长江、国元等中小券商，并且随着光大的成功上市，其与中信、海通等在净资产一项上的差距将会进一步缩小。综合两者来看，光大介于领先的大券商和中小券商之间定位为其带来独特的优势。公司兼有高业绩弹性和以净资产规模为核心的创新业务潜力两项目前券商行业最为重要的投资价值，它的上市将会改变目前上市券商股投资格局中“非大即小”的简单思路，弥补了上市券商的代表性，提升板块及其自身的投资价值。

表 3：光大证券与部分上市券商比较（百万元，2008）

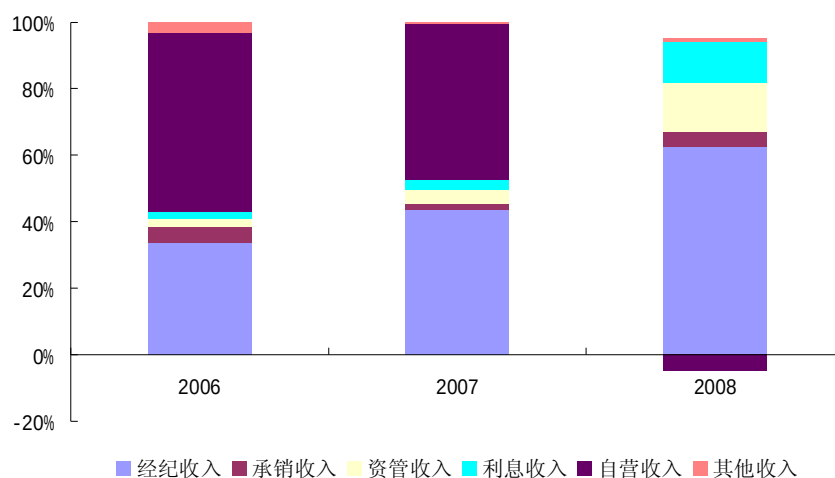
	中信	光大	长江	国元
营业收入	17,708	3,691	2,073	1,237
三年复合增长率	157%	85%	99%	140%
净利润	7,281	1,368	702	521
三年复合增长率	163%	197%	25%	-3%
净资产	38,779	8,223	3,529	3,335
三年复合增长率	111%	61%	37%	33%
净利润率	41%	43%	39%	48%
ROE	16%	22%	18%	17%
营业费用率（06-08 平均）	35%	31%	35%	31%

数据来源：国联证券研究所 招股说明书

2.3、光大证券业务发展能力分析

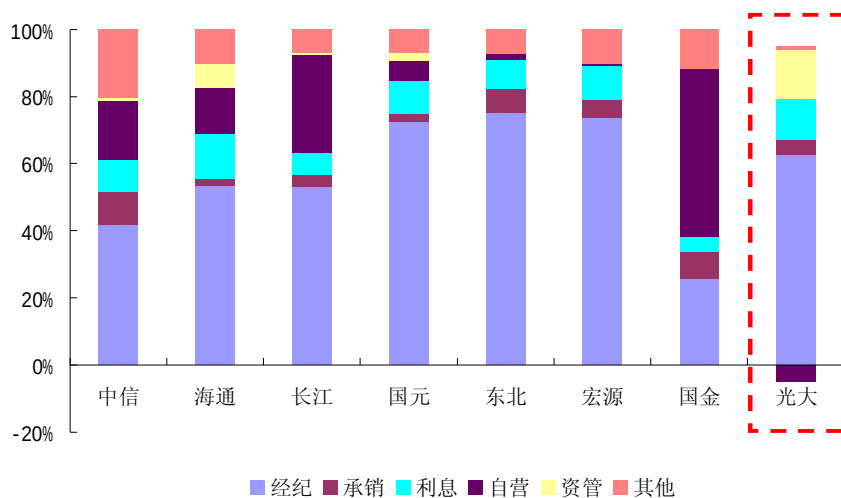
业绩弹性大，受益当前市场回暖。虽然光大证券对创新业务的准备已经全面铺开，但光大盈利结构中对经纪和自营业务依赖程度仍较高，这一点和上市的中小券商更为类似。虽然这增加了光大的业绩波动风险，但从投资的角度来说，光大在业务线条的广度上向中信、海通靠拢，而在业绩弹性上则胜过中信和海通。当前市场交易活跃、投资环境好于08年，券商业绩具有大幅提升的潜力，而经纪业务和自营业务占比更大的券商将率先在业绩上有所体现，这一点从东北、长江、宏源等中小券商09年以来的业绩表现来看，已经得到验证。

图 2: 光大证券历年收入结构分析



数据来源: 国联证券研究所 招股说明书

图 3: 光大证券收入结构与其他上市券商的比较 (2008)



数据来源: 国联证券研究所 公司年报

经纪业务: 发展稳健。

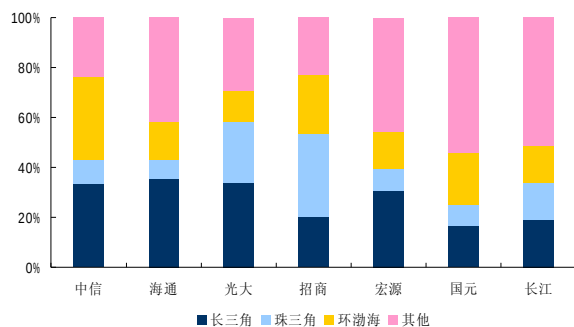
在2005年开始的行业综合治理中,光大证券利用自身风控能力强,经营稳健的优势,及时抓住并购扩张良机,先后收购中天证券和大通证券的共5家营业部、托管收购昆仑证券和天一证券的证券类资产,实现了营业网点的快速扩张,推动了经纪业务竞争力的迅速提升。到2008年末,光大证券营业部家数已由46家增至79家、营业网点数达到94家。从区域分布来看,位于长三角、珠三角以及环渤海等经济发达地区的营业部数量分别占到营业部总数

的34%、24%、13%，总计占比达到71%。

09年上半年佣金率下滑和市场份额萎缩对全行业经纪业务都带来一定负面影响。但我们看到，光大证券的经纪业务市场占有率在上市券商中紧追海通，远超其他中小券商，并且09年上半年光大市占率有12%的增长，这一点又胜过了中信、海通等大券商。

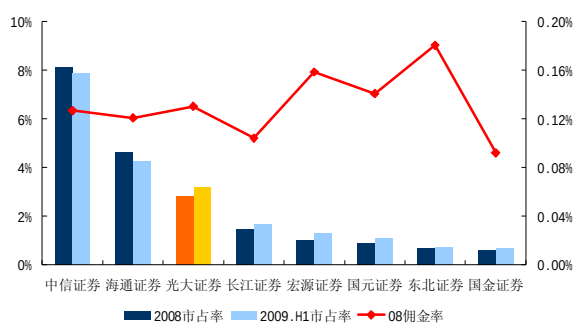
再从佣金率来看，光大08年佣金率虽然低于东北证券等具有区域特性的小券商，总体仍处于中游水平。虽然09年上半年，光大证券佣金率仅0.103%，但佣金率下降是行业整体趋势，且我们认为未来进一步大幅度下降的空间并不大。在市场整体交易维持活跃的背景下，公司融资后将通过外延式并购和内部整合并举的策略继续提升市场份额，经纪业务收入将会稳定增长。

图 4：光大证券营业部布局优势



数据来源：国联证券研究所 招股说明书

图 5：光大证券经纪业务占有率和佣金率比较情况



数据来源：国联证券研究所

投行业务：集团背景是重要优势

光大证券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前列。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（5家）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。08年光大证券股票主承销额达到58.06亿元，名列第10位，债券主承销额达到45.5亿元，名列第15位，综合能力在上市券商中仅落后于中信，相比其他中小券商，优势明显。目前光大拥有34个保荐人，居行业前10位。在IPO重启、创业板即将推出的情况下，公司在中小企业承销上的竞争优势和储备潜力将逐渐显现，承销收入有望提升。

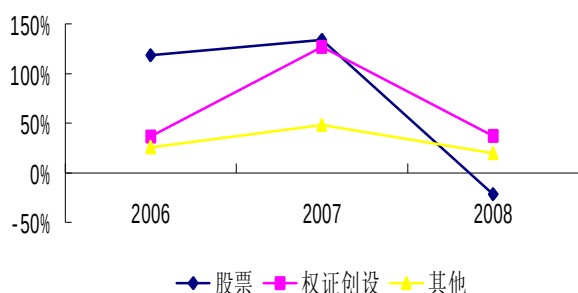
除承销业务外，我们更看重证券公司非通道业务的发展前景。在这方面，背靠光大集团的光大证券具有天然优势。光大集团是国内第一家具有综合金融业务牌照的控股集团，目前集团参股或控股了光大银行、光大证券、光大永明保险等多家金融机构，金融综合经营平台已颇具规模。光大证券作为光大集团的重要组成部分，将通过和母公司旗下的银行、保险、投资公司及海

外经营实体充分合作，分享金融资源的形式，积极开拓更多的新型投行业务，提升公司投行业务的盈利能力和品牌价值。

自营业务：波动较大，偏重权益投资。

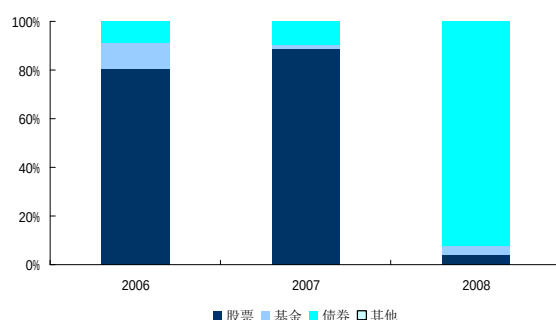
光大证券自营业务中权益类资产的比例较高，导致公司自营规模和自营收益波动幅度较大。08年公司的自营总规模降低至7.8亿，09年中期则上升至51亿，接近07年58亿的自营规模。鉴于09年股市上升幅度较大，公司09年的业绩有望依靠自营收益而超预期。

图 6：光大证券资产投资收益率变化



数据来源：国联证券研究所、Wind

图 7：光大证券交易性金融资产结构变化



数据来源：国联证券研究所、Wind

资产管理业务：具有行业领先的品牌优势

光大是最早获批开展资产管理业务的券商之一，05年就4月即发行了第一只集合理财产品；截止到2009年上半年，“光大阳光”系列已发行4只产品，产品种类涵盖了混合型、FOF、债券等多个领域；市场占有率达到11%，居业内第3位；在非限定型集合理财产品领域则位列第一。

表 4：光大证券与部分上市券商比较（百万元，2008）

名称	投资类型	管理费(%)	规模 (亿，0906)	到期日
光大阳光	混合型	1.5	18.26	20150427
光大阳光 2 号	FOF	0.5	19.95	20090830
光大阳光 3 号	混合型	1.2	13.37	20110805
光大阳光 5 号	债券型	1	8.63	20170120
光大阳光基中宝	FOF	1.5		-

数据来源：国联证券研究所 Wind

从基金管理业务来看，光大证券控股光大保德信并参股大成基金，两者

分别位列全国基金公司排名第28名和第7名。08年在其他业务收入均大幅下降的情况下，光大保德信和大成公司带来权益资产管理规模336亿，给公司带来了较稳定的资管收入。2009年中期，光大按照持有权益所拥有的基金资产管理规模达到474亿元、市场份额为2.05%，居行业前5位。

表 5：证券公司基金管理业务情况（单位：亿元）

证券公司	参控股的基金公司	按股权比例折算的规模			按股权比例折算的份额		
		2007	2008	200906	2007	2008	200906
中信证券	华夏(100%)	2,658	1,980	2,244	8.11%	10.21%	9.72%
招商证券	博时(73%)、招商(33.3%)	1,799	1,050	1,153	5.49%	5.41%	5.00%
广发证券	广发(48.33%)、易方达(25%)	1,096	543	764	3.34%	2.80%	3.31%
华泰证券	南方(45%)、友邦华泰(49%)	1,014	526	619	3.09%	2.71%	2.68%
光大证券	光大保德信(67%)、大成(25%)	734	336	474	2.24%	1.73%	2.05%
长城证券	景顺长城(49%)、长城(47.06%)	865	341	472	2.64%	1.76%	2.05%
海通证券	海富通(51%)、富国(27.78%)	442	308	396	1.35%	1.59%	1.72%
东方证券	汇添富(47%)、长城(17.65%)	488	273	316	1.49%	1.41%	1.37%
国信证券	鹏华(50%)	392	238	266	1.20%	1.23%	1.15%
申银万国	申万巴黎(67%)、富国(27.78%)	323	182	259	0.99%	0.94%	1.12%
齐鲁证券	万家(60%)	84	77	92	0.26%	0.40%	0.40%
国泰君安	国联安(67%)	60	27	47	0.18%	0.14%	0.20%

数据来源：公司报告、国联证券研究所

创新业务：全面铺开，利在长远

如前所述，光大证券作为最早的创新试点券商之一，已经先人一步布局完整的业务线条，在直接投资、融资融券、股指期货等主要创新业务领域做了充分的准备。随着创新预期的明确，这些业务将厚积薄发，成为推动公司业绩增长的又一催化剂。我们认为未来创新业务不仅是带来增量收入的利润创造者，更是公司能否在估值上享受创新溢价的重要因素。

直投业务：2008年8月，光大证券获得了直接投资业务资格，11月公司投资2亿元成立了全资直投子公司“光大资本投资有限公司”，目前，公司已经储备多个投资项目，即将启动首批股权投资。

期货业务：光大证券于2007年收购了南都期货、并更名为光大期货，目前光大期货正处于快速扩张期，网点合理布局工作快速推进，同时光大期货已完成开展金融期货业务的各项准备工作、并迅速获得了所有金融期货相关的业务资格。

融资融券：公司已经成立融资融券部，积极进行有关融资融券业务试点的各项准备。2008年11月，公司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的两次全网全程测试，并圆满通过。

三、公司资金募集用途：

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，对于正处在发展黄金期的证券业来说，迅速扩大公司规模，在巩固传统的经纪、投行业务同时，大举进入创新业务领域是决定公司未来行业内竞争能力的正确路线。光大证券此次募集资金将用于迅速扩大经纪业务规模同时发展直接投资、融资融券、股指期货等创新业务，并将市场拓展到海外。如能实现目标，将为公司打破目前业务发展瓶颈，打开全新的业务发展空间，跻身一流券商行业打下坚实基础。

四、盈利预测

我们认为，光大证券在2009年顺利完成IPO之后，将陆续加大对主要业务的投入，由此将带来市场份额的持续提升和盈利模式的逐步转型。我们预计，光大证券2009-2011年的净利润分别为25.8亿元、29.6亿元和36.3亿元，业绩对应摊薄后EPS分别为0.75元、0.87元和1.06元。

表 6：主要假设条件：

	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	2,000	2,300
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%	2.2%	2.4%

数据来源：国联证券研究所

表7: 公司盈利预测

单位(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9,824	3,693	5,627	6,477	7,957
手续费及佣金净收入	4,884	3,364	4,168	4,839	5,642
其中: 经纪业务手续费	4,273	2,572	3,363	3,710	4,068
证券承销	186	181	210	281	447
委托资产管理	425	611	595	848	1,127
利息净收入	278	499	503	606	689
投资收益与公允价值变动	4,610	-203	900	851	928
损益之和					
其他业务收入及损益	52	33	56	181	698
营业支出	2,647	2,025	2,129	2,451	3,024
营业税及附加	401	182	281	324	398
业务及管理费用	2,272	1,469	1,857	2,137	2,626
其他支出	-26	374	-9	-10	0
营业外收支	-215	61	-10	-10	-10
利润总额	6,962	1,729	3,488	4,016	4,923
所得税	2,233	274	872	1004	1231
少数股东权益	43	87	40	49	60
归属于母公司的净利润	4,686	1,368	2,576	2,963	3,633
总股本(百万股)	2898	2898	3418	3418	3418
EPS(元)	1.62	0.47	0.75	0.87	1.06

资料来源: 国联证券研究所

四、估值

观察目前上市券商的估值情况,在09年市场交易量和指数上行空间均超预期的情况下,券商09年PE最高可达86倍,最低也有28倍。以中信、海通为代表的大型券商估值水平较低,PE不超过40倍,PB在3~4倍之间;而以东北证券等为代表的中小券商PE在40-50倍,PB在6~8倍之间。综合考虑光大证券的行业地位、总股本等多方面因素,我们认为其定价将介于大型和中小型券商之间,稍向大型券商靠拢。

由此,我们对其给定33~38倍的09年PE区间,我们预测光大证券0.75元的每股收益对应每股价值为25元~29元。

表8: A股可比公司估值

证券代码	证券简称	市盈率(TTM)	预测市盈率	市净率	ROE (2008)
		2009-7-29	2009-7-29	2009-7-29	
000562.SZ	宏源证券	67.38	41.02	6.73	10.88%
000686.SZ	东北证券	51.80	40.05	11.32	18.16%
000728.SZ	国元证券	65.33	56.20	7.42	11.03%
000783.SZ	长江证券	69.98	45.34	8.42	15.24%
600030.SH	中信证券	37.79	28.51	4.16	13.23%
600109.SH	国金证券	51.66	51.66	11.52	34.92%
600837.SH	海通证券	43.56	36.03	3.73	8.61%
601099.SH	太平洋	-104.74	85.91	19.84	-46.76%
	平均	80.3	37.3	6.1	23.6%

资料来源: 国联证券研究所 Wind

五、申购建议: (申购)

光大证券是自中信证券上市以来第一支IPO的券商股,且光大证券的定位介于大型券商与中小型券商之间,光大的上市可能将改变券商股投资“非大即小”的简单逻辑,提供更多选择,提升整个板块的投资价值。另外考虑到考虑到09年券商业绩超预期明确,诸多机构投资者和卖方研究机构都将之列为下半年超配行业,我们看好光大证券的新股价值,建议投资者申购。

中国建筑意外地只吸引到8000亿的申购资金量,导致其中签率大大提高,我们认为当时因对大盘股比较恐慌而错过中建的投资者可能会对光大投注极大热情。同时,券商业绩超预期,史上第二支IPO券商股的身份等概念将推高光大首日涨幅的预期,这也将导致较大量的资金流入。我们预计,光大证券吸引申购资金量达到9000万亿,对应中签率为0.85%。考虑到向网下回拨后,最终中签率为0.7%

从近期新股的表现来看,在市场流动性充裕、投资积极性较高的情况下,新股首日涨幅大幅超过合理估值区间的现象比较明显,所以对新股首日表现可以更乐观些。在首日涨幅达到100%的假设下,申购光大证券的年化收益率将达到31.5%。(按一年45个有效申购周计算)。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。