

金融—证券

首次评级：增持

分析师

黄秋菡

电话：0755-83704681

邮箱：huangqh@ghzq.com.cn

桑俊

电话：0755-83707385

邮箱：sangj@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 公司收入以经纪业务和自营为主，波动性较大。其中，06、07年自营占总收入的比重分别为55.51%和47.17%，是第一大收入来源。在08年股市大跌的情况下，公司自营亏损2.03亿，也造成营业收入大幅下挫。
- 经纪业务市场份额十名左右，佣金率略有下降。公司共有营业网点94家，其中，证券营业部79家，证券服务部15家，主要分布在长三角、珠三角和环渤海等经济发达地区，市场份额一直保持在3%左右，具有一定的市场竞争力。过去三年的交易佣金率一直保持在0.12%，相对平稳。09年上半年，公司佣金率下降至0.11%，主要是行业竞争加剧，整个行业佣金率均有较大幅度的下降。
- 投行实力居前列，资管具有领先优势。公司2008年总承销621.15亿，其中，股票承销金额483.65亿，股票承销的市场份额4.38%，股票承销金额排券商第9名。公司在集合理财产品上具有先发优势，05年开始发行国内第一只集合理财产品至今，资管规模由9亿增加至50亿，市场占有率11%，位居业内第三。
- 在股基权日均交易额2200亿的中性假设下，公司09-11年摊薄后每股收益分别为0.78、0.88和0.94元。参考已上市券商的PE估值，公司合理的价格区间在23.4元至27.4元，较21.08元的发行价有11.1-29.98%的溢价。
- 投资策略：考虑到公司作为今年第二只IPO的券商股，具有一定的稀缺性，结合近期新股上市均出现了较大涨幅，我们判断公司上市首日涨幅可能会超过100%。此外，公司相对中信、海通等券商来说，流通盘占比较小，一定程度上也将支撑溢价。在交易量放大、IPO开闸、创新业务放行等行业利好的带动下，公司股价或有积极表现，给予公司“增持”的投资评级。
- 风险提示：成交量萎缩、股指大幅下挫。

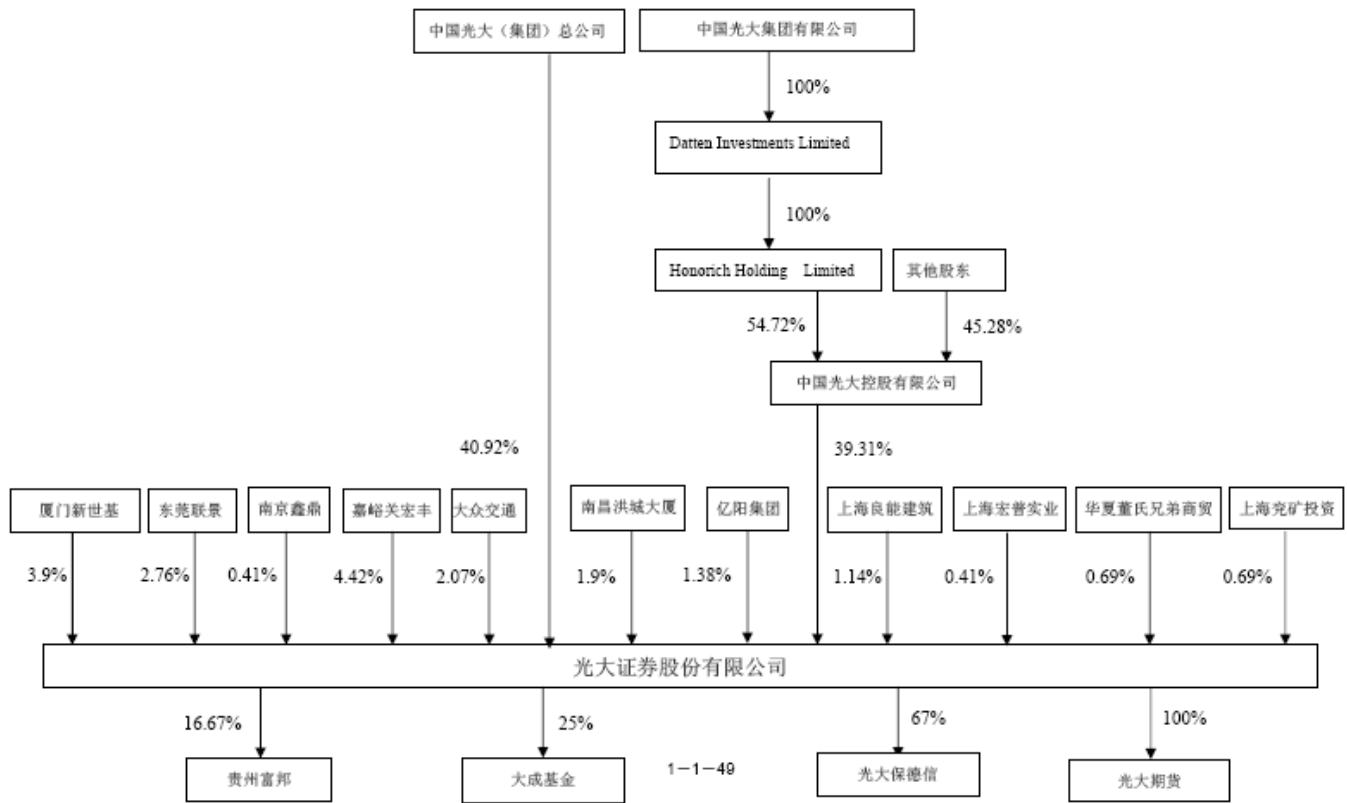
光大证券股权结构

公司现有股本 28.98 亿股，本次 IPO 计划发行新股 5.2 亿股，预计发行后股本 34.18 亿股。

目前公司第一大股东为中国光大集团，持股 40.92%，发行后稀释至 34.69%，第二大股东为中国光大控股，持股 39.31%，发行后为 33.33%。其中，光大集团间接持有光大控股 54.72% 的股权。除此之外，公司没有超过 5% 的大股东。

公司除了自身经营证券业务之外，旗下还持有贵州富邦、大成基金、光大保德信基金以及光大期货等四家子公司，业务范围主要是在投资、基金管理及期货等领域。

图 1 光大证券股权结构

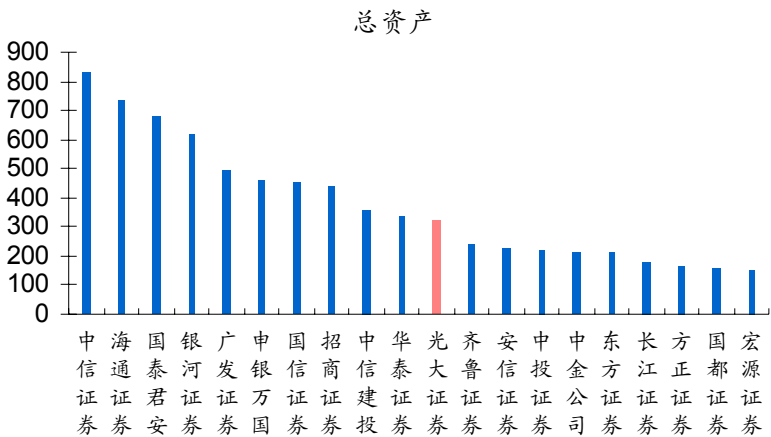


数据来源：公司招股说明书 国海证券研究所

净资本将提升至行业第三名

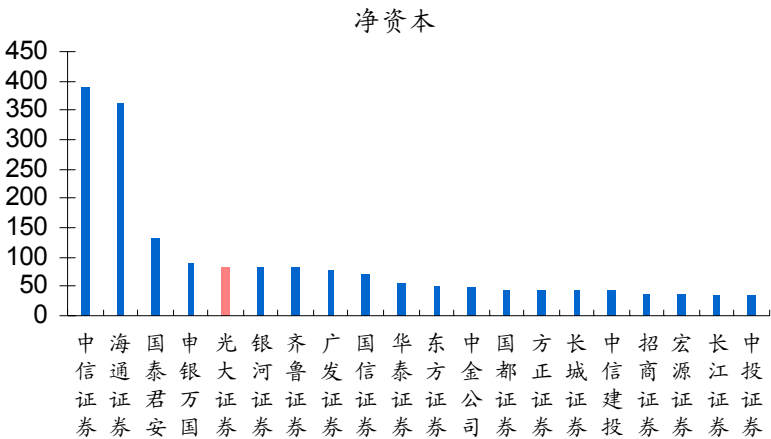
公司 08 年底总资产 321.61 亿，在券商中排 11 位，净资本 82.23 亿，位居券商第五位，假设本次 IPO 融资 100 亿，公司的净资本将跻身前三名，仅次于中信和海通。

图 2 公司总资产位居前列



数据来源：中国证券行业协会 国海证券研究所

图 3 光大证券净资本位居第五

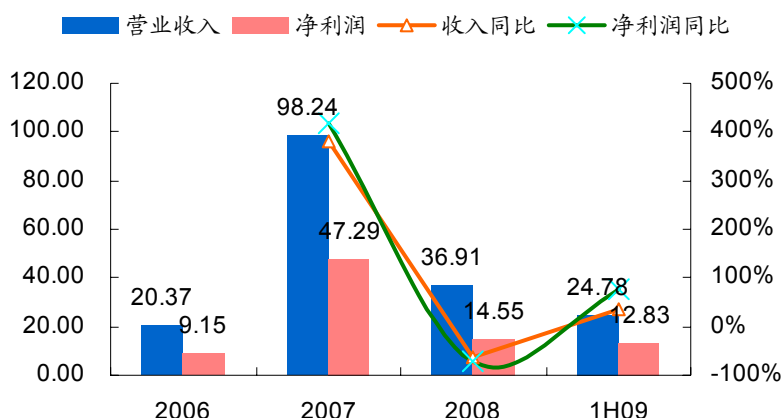


数据来源：中国证券行业协会 国海证券研究所

收入以经纪和自营为主 波动性较大

与证券行业收入利润的巨大波动性一致,公司营业收入和利润在 07 年达到峰值,然后 08 年出现明显下降。在 09 年股市行情回暖的背景下,公司营业收入和利润均出现了明显的回升。09 年上半年净利润的年化增长率达到 76.37%。

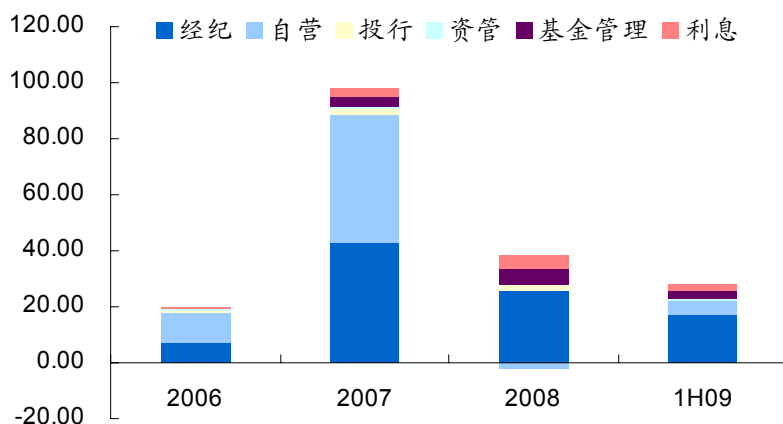
图 4 公司收入及利润增长



数据来源：公司数据 国海证券研究所

公司过去三年的收入结构以经纪和自营为主,其中,06、07 年自营占总收入的比重分别为 55.51%和 47.17%,是第一大收入来源。在 08 年股市大跌的情况下,公司自营亏损 2.03 亿,也造成营业收入大幅下挫。

图 5 公司收入结构以经纪和自营为主



数据来源：公司数据 国海证券研究所

经纪业务市场份额十名左右 佣金率略有下降

公司共有营业网点 94 家，其中，证券营业部 79 家，证券服务部 15 家，主要分布在长三角、珠三角和环渤海等经济发达地区。凭借营业网点的数量优势，公司经纪业务市场份额一直保持在 3% 左右，具有一定的市场竞争力。

表 1 公司股基权交易额市场份额第十位

市场份额	2006-12	2007-12	2008-12	2009-06
中信证券系	7.65	8.38	7.46	8.32
中信证券	2.85	2.86	2.32	2.61
中信建投证券	2.99	3.35	3.04	3.37
中信金通证券	1.16	1.45	1.39	1.59
中信万通证券	0.66	0.72	0.71	0.75
中国银河证券	6.53	5.98	6.07	5.48
国泰君安证券	6.24	5.98	6.13	5.44
华泰证券系	4.47	6.27	6.35	5.42
华泰证券	2.52	3.92	4.28	3.49
联合证券	1.66	2.35	2.07	1.94
亚洲证券	0.29	0.00	0.00	0.00
国信证券	4.38	4.76	4.24	4.65
广发证券系	5.15	4.55	4.51	4.60
广发证券	4.15	3.77	3.82	3.93
广发华福证券	0.68	0.77	0.69	0.67
武汉证券	0.26	0.00	0.00	0.00
第一证券	0.00	0.00	0.00	0.00
广发北方证券	0.06	0.00	0.00	0.00
招商证券	3.62	3.64	4.17	4.15
海通证券	3.83	4.43	4.13	4.09
申银万国证券	4.66	4.07	3.48	3.76
光大证券	2.46	3.28	3.12	3.05
安信证券	0.00	1.96	2.71	2.90
中国建银投资证券	2.02	3.25	3.13	2.76
齐鲁证券	0.47	1.98	2.54	2.69
方正证券	1.02	1.17	1.80	1.79
兴业证券	1.65	1.46	1.43	1.44
长江证券	1.41	1.33	1.27	1.42
东方证券	2.15	1.83	1.45	1.40
宏源证券	0.72	0.72	1.35	1.27
中金公司	0.90	1.18	1.23	1.17
中银国际证券	1.21	1.31	1.09	1.15
前20名券商市场份额合计	60.55	67.54	67.66	66.98
前10名券商市场份额合计	46.55	48.07	46.54	45.92

资料来源：Wind 国海证券研究所

公司过去三年的交易佣金率一直保持在 0.12%，相对平稳。09 年上半年，公司佣金率下降至 0.11%，主要是行业竞争加剧，整个行业佣金率均有较大幅度的下降。

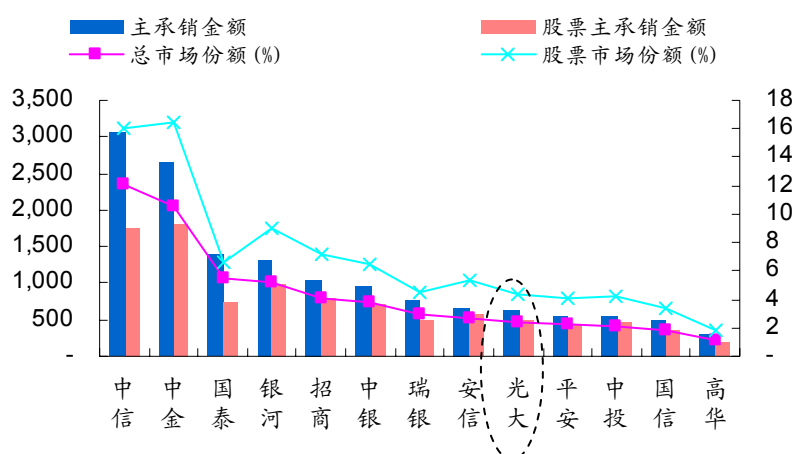
预计公司 IPO 融资完成后，会加大服务部升级以及新设营业部的举措，市场份额有望回升，但佣金率或仍有一个缓慢的下降过程。

投行实力居前列 客户以中小企业为主

公司 2008 年总承销 621.15 亿，其中，股票承销金额 483.65 亿，股票承销的市场份额 4.38%，股票承销金额排券商第 9 名。08 年股票承销收入 0.37 亿，市场份额 1.01%，在券商中排 21 位。

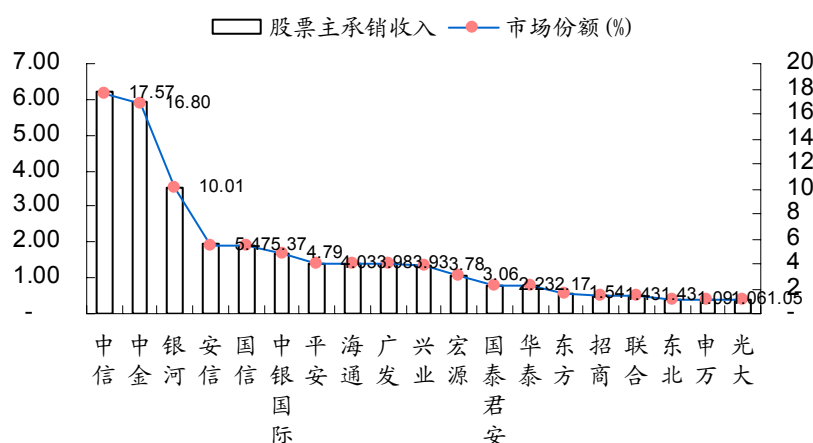
国内投行业务垄断特征明显，公司与大多数公司一样，在大项目融资上获得的机会并不多，公司累计发行新股 43 家，融资金额 159.58 亿，平均 IPO 金额 1.39 亿，公开增发 8 次，融资金额 87.95 亿，平均 11 亿，从单个客户融资金额来看，公司的投行客户多以中小企业为主。

图 6 2008 年股票融资金额排 9 位



数据来源：Wind 国海证券研究所

图 7 2008 年股票融资收入排 21 位



数据来源：Wind 国海证券研究所

注：股票主承销收入只包括首发、增发、配股

资管具有领先优势 基金规模中上游

公司在集合理财产品上具有先发优势,05 年开始发行国内第一只集合理财产品至今, 资管规模由 9 亿增加至 50 亿, 市场占有率 11%, 位居业内第三。

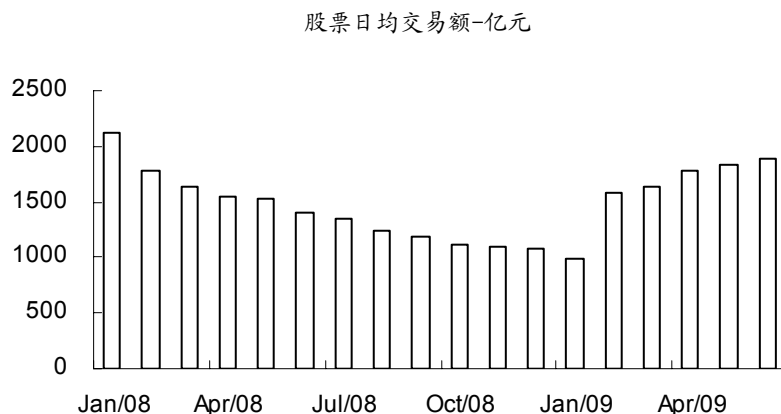
此外, 公司通过控股光大保德信基金(67%)以及参股大成基金(25%), 布控基金业。截至 2009 年 6 月底, 这两家基金公司共有 23 只基金, 基金份额 1500 亿, 管理资产规模 1300 亿。按照股权享有的管理规模为 721 亿。在券商控股基金的规模中, 位列中上游。

盈利预测: 09 年每股收益 0.78 元

经纪业务核心假设:

1. 上半年股票日均成交额 1880 亿, 股基权日均交易额 2119 亿, 而进入 7 月份, 多数交易日都突破 3000 亿, 改善了我们下半年成交量的预期, 预计全年平均交易额 2200 亿;

图 8 上半年股票日均成交额 1880 亿



数据来源: Wind 国海证券研究所

2. 2009 年上半年公司市场份额 3.05%, 考虑到市场竞争, 预计全年市场份额 3%, 比 08 年下降 12 个基点;
3. 过去三年, 公司的交易佣金率分别为 0.12%、0.12%和 0.12%, 09 年上半年下滑至 0.11%, 考虑到佣金率已经处于券商较低水平, 预计公司 2010 年佣金率为 0.11%, 比 08 年下降 1 个基点。

自营业务核心假设

1. 公司 08 年底的净资本为 82.23 亿, 预计 IPO 发行结束后净资本提高至 280 亿;
2. 自营规模为净资本的 40%, 其中股票占自营规模的 10%, 公司在 09 年的股票自营规模为 11.12 亿, 债券自营规模为 100.8 亿;
3. 在证券行情不出现大幅下挫的中性假设下, 股票自营有望实现 50% 的收益, 债券则按照 3% 的收益测算。

09 年盈利 27.67 亿 EPS0.78 元

预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.78、0.88 和 0.94 元。PE 及 PB 的估值按照 22 元的预计发行价为参考计算。

表 2 光大证券盈利预测表

代码: 601788.SH	评级:	增持	2009-7-31		
人民币亿元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表					
一、营业收入	98.24	36.91	58.06	66.60	73.12
手续费净收入	48.84	33.64	45.08	48.67	53.85
其中: 代理买卖证券业务净收入	42.73	25.72	35.57	37.19	40.43
证券承销业务净收入	1.86	1.81	2.23	2.68	3.16
委托资产管理业务净收入	0.97	0.61	0.74	0.96	1.25
基金管理公司收入	3.29	5.50	6.54	7.84	9.02
利息净收入	2.78	4.99	3.63	4.50	4.50
投资收益	34.19	11.13	7.62	10.92	12.01
公允价值变动损益	11.91	-13.16	1.72	2.51	2.76
汇兑净收益	-0.10	-0.12	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	0.62	0.43	0.00	0.00	0.00
二、营业支出	26.47	20.25	21.16	24.79	28.66
营业税金及附加	4.01	1.82	3.19	3.66	4.02
业务及管理费	22.72	14.69	17.97	21.13	24.64
资产减值损失	-0.42	3.71	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	0.15	0.02	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	71.78	16.66	36.89	41.81	44.47
营业外收支净额	-2.16	0.63	0.00	0.00	0.00
四、税前利润	69.62	17.29	36.89	41.81	44.47
所得税	22.33	2.74	9.22	10.45	11.12
五、净利润	47.29	14.55	27.67	31.36	33.35
归属母公司净利润	46.86	13.68	26.70	30.19	32.01
六、总股本	28.98	28.98	34.18	34.18	34.18
七、摊薄每股收益(元)	1.62	0.47	0.78	0.88	0.94
盈利指标					
ROA	13.92%	3.34%	5.36%	4.08%	3.62%
ROE	68.74%	13.99%	11.49%	7.28%	5.95%
估值指标					
PE	13.60	46.62	28.16	24.91	23.49
PB	6.32	5.96	2.01	1.54	1.19

数据来源: 国海证券研究所

敏感性分析

经纪业务敏感性测试

日均交易量在 800-2900 亿区间，公司市场份额在 2.8-3.2% 区间，净利润合理区间为 17.32-28.90 亿元；

表 3 经纪业务敏感性测试一

净利润-亿元	日均成交额-亿元							
市场份额	800	1100	1400	1700	2000	2300	2600	2900
2.80%	10.04	13.25	16.46	19.67	22.88	26.09	29.30	32.51
2.84%	10.17	13.42	16.67	19.93	23.18	26.44	29.69	32.95
2.88%	10.29	13.59	16.89	20.19	23.49	26.79	30.09	33.39
2.92%	10.41	13.76	17.10	20.45	23.80	27.14	30.49	33.83
2.96%	10.53	13.92	17.32	20.71	24.10	27.49	30.89	34.28
3.00%	10.65	14.09	17.53	20.97	24.41	27.84	31.28	34.72
3.04%	10.78	14.26	17.74	21.23	24.71	28.20	31.68	35.16
3.08%	10.90	14.43	17.96	21.49	25.02	28.55	32.08	35.61
3.12%	11.02	14.60	18.17	21.75	25.32	28.90	32.47	36.05
3.16%	11.14	14.76	18.39	22.01	25.63	29.25	32.87	36.49
3.20%	11.27	14.93	18.60	22.27	25.93	29.60	33.27	36.94

资料来源：公司资料 国海证券研究所

日均交易量在 800-2900 亿区间，公司佣金率在 0.07-0.17% 区间，净利润合理波动区间为 17.53-37.43 亿元。

表 4 经纪业务敏感性测试二

净利润-亿元	日均成交额-亿元							
佣金率	800	1100	1400	1700	2000	2300	2600	2900
0.07%	7.32	9.51	11.70	13.88	16.07	18.26	20.45	22.64
0.08%	8.15	10.65	13.15	15.66	18.16	20.66	23.16	25.66
0.09%	8.99	11.80	14.61	17.43	20.24	23.05	25.87	28.68
0.10%	9.82	12.95	16.07	19.20	22.32	25.45	28.57	31.70
0.11%	10.65	14.09	17.53	20.97	24.41	27.84	31.28	34.72
0.12%	11.49	15.24	18.99	22.74	26.49	30.24	33.99	37.74
0.13%	12.32	16.38	20.45	24.51	28.57	32.64	36.70	40.76
0.14%	13.15	17.53	21.91	26.28	30.66	35.03	39.41	43.79
0.15%	13.99	18.68	23.36	28.05	32.74	37.43	42.12	46.81
0.16%	14.82	19.82	24.82	29.82	34.83	39.83	44.83	49.83
0.17%	15.66	20.97	26.28	31.60	36.91	42.22	47.54	52.85

资料来源：公司资料 国海证券研究所

自营业务敏感性测试

股票自营规模在 3-24 亿区间，股票收益率在-50%-50%区间，净利润合理区间为 22.33-26.79 亿元；

表 5 自营业务敏感性测试

净利润-亿元	权益类资产规模-亿元							
股票收益率	3	6	9	12	15	18	21	24
-50.00%	21.92	20.85	19.79	18.73	17.66	16.60	15.54	14.47
-40.00%	22.13	21.28	20.43	19.57	18.72	17.87	17.02	16.17
-30.00%	22.34	21.70	21.06	20.42	19.79	19.15	18.51	17.87
-20.00%	22.55	22.12	21.70	21.27	20.85	20.42	20.00	19.57
-10.00%	22.76	22.54	22.33	22.12	21.91	21.69	21.48	21.27
0.00%	22.97	22.97	22.97	22.97	22.97	22.97	22.97	22.97
10.00%	23.18	23.39	23.60	23.82	24.03	24.24	24.45	24.67
20.00%	23.39	23.81	24.24	24.66	25.09	25.52	25.94	26.37
30.00%	23.60	24.24	24.88	25.51	26.15	26.79	27.43	28.06
40.00%	23.81	24.66	25.51	26.36	27.21	28.06	28.91	29.76
50.00%	24.02	25.08	26.15	27.21	28.27	29.34	30.40	31.46

资料来源：公司资料 国海证券研究所

基金业务敏感性测试

光大保德信基金公司管理资产规模在 200-620 亿区间，基金管理费率在 1.0%-2.0%区间，净利润合理区间为 25.37-28.08 亿元；

表 6 基金管理费收入敏感性测试

净利润-亿元	基金规模-亿元							
管理费率	200	260	320	380	440	500	560	620
1.00%	24.16	24.49	24.83	25.17	25.50	25.84	26.17	26.51
1.10%	24.27	24.64	25.01	25.38	25.75	26.12	26.49	26.86
1.20%	24.38	24.79	25.19	25.59	26.00	26.40	26.80	27.21
1.30%	24.49	24.93	25.37	25.81	26.24	26.68	27.12	27.55
1.40%	24.61	25.08	25.55	26.02	26.49	26.96	27.43	27.90
1.50%	24.72	25.22	25.73	26.23	26.74	27.24	27.74	28.25
1.60%	24.83	25.37	25.91	26.44	26.98	27.52	28.06	28.60
1.70%	24.94	25.51	26.09	26.66	27.23	27.80	28.37	28.94
1.80%	25.05	25.66	26.26	26.87	27.47	28.08	28.68	29.29
1.90%	25.17	25.81	26.44	27.08	27.72	28.36	29.00	29.64
2.00%	25.28	25.95	26.62	27.30	27.97	28.64	29.31	29.98

资料来源：公司资料 国海证券研究所

相对估值 23.4-27.4 元

目前上市的券商股 09 年平均 PE 为 56.38 倍，不过，考虑到光大证券与中小券商不具有统计上的可比性，中信和海通的估值更有参考意义。我们认为公司合理的估值在 30 倍左右。

而对于 PB，由于本次融资会增厚公司每股净资产，同时降低 ROE，因此，我们认为，公司合理的 PB 估值应该在 2.5 倍左右，随着募集资金对提高 ROE 作用的逐渐显现，PB 有望回升至正常水平。

表 7 上市券商 PE 和 PB 估值

证券简称	PE				PB	ROE	
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	1Q09
中信证券	35.60	30.19	26.98	23.91	4.42	13.68	10.72
海通证券	48.64	37.91	34.40	30.98	3.92	8.81	10.20
宏源证券	77.78	43.08	37.40	33.49	7.06	9.87	23.97
东北证券	69.03	41.42	40.09	38.12	11.89	18.65	35.99
国元证券	62.29	59.48	51.49	49.38	7.85	10.66	10.87
长江证券	58.88	49.30	35.68	42.84	9.15	13.36	19.14
国金证券	17.26	53.41	45.95	43.77	11.91	39.90	18.64
西南证券	16.03	101.78	82.28	108.61	11.39	264.21	47.77
太平洋	-50.08	90.88	64.87	n.a.	20.98	-37.90	31.32
平均值	37.27	56.38	46.57	46.39	9.84	37.91	23.18

数据来源：Wind 国海证券研究所

以 30 倍 PE 估值，公司合理的价值为 23.4 元，以 2.5 倍 PB 估值，公司合理的价值为 27.4 元，价值中枢 25 元，合理的波动范围是[23.4, 27.4]。

DDM 估值 24.62 元

以三阶段 DDM 法估值，考虑到证券业的高风险特征，对应的风险折现率 13.4%，合理的估值为 24.62 元。

表 8 光大证券 DDM 估值 24.62 元

DDM估值模型							
测算年度	2009	人民币亿元					
	年数	利润增长	股息率	备注			
第一阶段	3		20%	净利润增长采用盈利预测结果			
第二阶段	7	30%	30%				
永续阶段		8%	40%				
折现率							
无风险收益率	3%						
风险溢价	8%						
β系数	1.3						
风险折现率	13.40%						
三阶段模型							
第一阶段	2009	2010	2011				
净利润	27.67	31.36	33.35				
股息	5.53	6.27	6.67				
折现值	5.53	5.53	5.19				
小计	16.25						
第二阶段	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
净利润	43.35	56.36	73.27	95.25	123.82	160.97	209.26
股息	13.01	16.91	21.98	28.57	37.15	48.29	62.78
折现值	8.92	10.22	11.72	13.44	15.40	17.66	20.24
小计	97.61						
永续阶段	2019	2018以后					
净利润	226.00						
股息	90.40						
折现值	25.71	476.04					
小计	501.75						
总计	615.61						
每股(元)	24.62						

数据来源：Wind 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。