

光大证券(601788)

—— 交易性资产的浮盈对投资收益贡献大

维持评级

金融/证券

2009 年 8 月 25 日

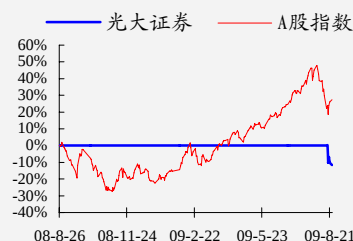
投资要点:

- 2009 年上半年, 光大证券归属于母公司所有者的净利润为 12.19 亿元, 较去年同期增加 19.18%, 每股收益 0.42 元。从各项业务来看, 经纪业务收入同比增长 7%, 其它各项业务同比都出现了下跌。
- 从交易额上来看, 2009 年上半年光大证券股基权交易额为 15587 亿元, 同比增长 6.6%, 经纪业务收入同比增长 19.4%, 经纪业务收入的增长高于交易额的增长, 说明佣金率比较稳定。截至 2009 年 6 月, 光大证券佣金率为 0.11%, 与 2008 年相比基本持平。
- 2009 年上半年, 承销业务收入同比减少 80.1%。股票承销没有收益。债券承销是光大证券承销业务收入的主要来源, 上半年共承销 35 亿元的债券, 市场份额为 0.6%。
- 2009 年上半年, 光大证券投资净收益加公允价值变动净收益为 4.74 亿元, 同比增加 422%, 主要是交易性资产浮盈增加。
- 从自营投资操作上来看, 到 2009 年 6 月底, 权益类投资余额为 39.94 亿元, 与年初相比增长 212%, 占净资本的 43%, 自营仓位提高速度较快。
- 在 2009 年日均股票交易额 1900 亿元、自营业务收益率 20% 的假设下, 预测光大证券 2009 年的每股收益为 0.78 元。目前光大证券的股价为 24.25 元, 对应的市盈率 30 倍之间, 给予谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	369,102	(62)	136,754	(70)	0.47		0.00	
2009E	576,016	56	267,404	96	0.78			
2010E	593,416	3	278,816	4	0.82			
2011E	669,516	13	316,413	13	0.93			

走势图



市场数据 2009-8-24

收盘价:	24.25 元
52 周最高价:	30.88 元
52 周最低价:	23.74 元
平均持仓成本:	24.80 元

基本数据 2009Q2

总股本 (万股):	341,800
流通 A 股 (万股):	341,800
每股收益 (元):	0.36
每股净资产 (元):	3.51
每股经营现金流 (元):	(0.61)
市净率:	0.00

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouxl@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、经营状况分析

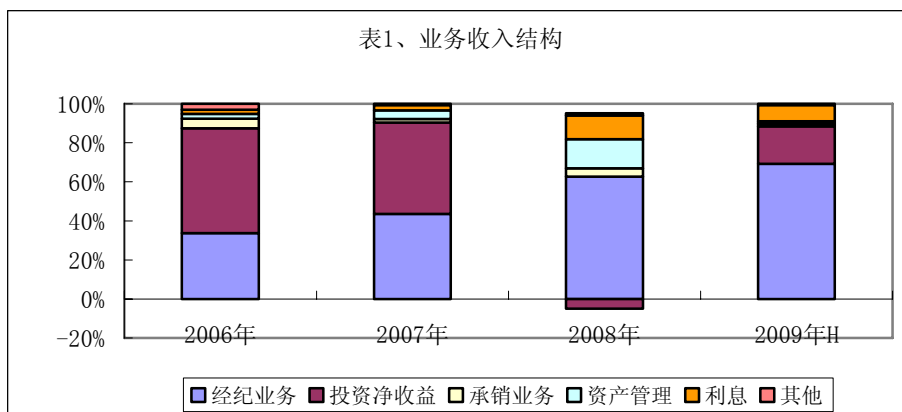
2009 年上半年，光大证券归属于母公司所有者的净利润为 12.19 亿元，较去年同期增加 19.18%，每股收益 0.42 元。从各项业务来看，经纪业务收入同比增长 7.1%，其它各项业务同比都出现了下跌。从业务收入结构上看经纪业务、自营业务收入是构成营业收入的主要成分，其中，经纪业务收入占比为 69.3%，是支撑营业收入上涨的主要力量。

表 1、经营业绩对比

单位：元

	2008.6	2009.6	同比
一、营业收入	1,879,945,587	2,478,294,170	31.8%
手续费及佣金净收入	1,789,924,231	1,778,763,231	-0.6%
经纪业务	1,603,436,635	1,716,877,311	7.1%
承销业务	155,227,072	30,832,215	-80.1%
资产管理	31,260,524	31,053,706	-0.7%
利息净收入	224,728,459	209,386,067	-6.8%
投资净收益	1,279,755,676	330,372,629	-74.2%
公允价值变动净收益	-1,427,187,763	144,374,317	110.1%
二、营业支出	807,968,541	790,365,994	-2.2%
营业税金及附加	120,538,406	98,492,433	-18.3%
管理费用	680,344,104	707,246,290	4.0%
其他业务成本	1,276,082	1,419,055	11.2%
三、营业利润	1,071,977,046	1,687,928,176	57.5%
加：营业外收入	3,792,748	362,392	-90.4%
减：营业外支出	10,593,776	9,647,275	-8.9%
四、利润总额	1,065,176,018	1,678,643,293	57.6%
减：所得税	135,418,608	395,635,963	192.2%
五、净利润	929,757,410	1,283,007,331	38.0%
归属母公司所有者净利润	929,757,410	1,283,007,331	38.0%

资料来源：公司公告



资料来源：公司公告

二、各项业务分析

1、经纪业务

从交易额上来看, 2009 年上半年光大证券股基权交易额为 15587 亿元, 同比增长 6.6%, 经纪业务收入同比增长 19.4%, 经纪业务收入的增长高于交易额的增长, 说明佣金率比较稳定。截至 2009 年 6 月, 光大证券佣金率为 0.11%, 与 2008 年相比基本持平。

表 2、上市券商交易额同比

单位: 百万元

年份	经纪业务收入	交易额	市场份额
2008 年 1H	1610.58	1305235	3.15%
2009 年 1H	1716.9	1558746	3.14%
同比	6.6%	19.4%	-0.3%

资料来源: 东北证券研究所

表 3、佣金率变动趋势

单位: 百万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 6 月
佣金收入	688.3	4272.7	2571.8	1716.9
交易额	598846	3493045	2112133	1558746
佣金率	0.11%	0.12%	0.12%	0.11%

资料来源: 东北证券研究所

二、承销业务

2009 年上半年, 承销业务收入同比减少 80.1%。股票承销没有收益。债券承销是光大证券承销业务收入的主要来源, 上半年共承销 35 亿元的债券, 市场份额为 0.6%。

表 4、光大证券承销业务同比

单位: 万元

	承销家数			募资金额/发行规模(万元)		
	首发	增发	债券发行	首发	增发	债券发行
2008.6	1	5	5	59,488	901,983	2,800,000
2009.6	0	0	2	0	0	350,000

资料来源: 东北证券研究所

表 5、债券承销市场份额

单位: 万元

机构名称	债券发行	市场份额
中金公司	18030000	31.80%
中信证券	10450000	18.40%
中信建投	2493000	4.40%
海通证券	850000	1.50%
西南证券	160000	0.30%
长江证券	600000	1.10%
广发证券	100000	0.20%
国元证券	500000	0.90%

光大证券	350000	0.6%
宏源证券	230000	0.40%

资料来源：东北证券研究所

三、自营业务收入

2009 年上半年，光大证券投资净收益加公允价值变动净收益为 4.74 亿元，同比增加 422%，主要是交易性资产浮盈增加。

从自营投资操作上来看，到 2009 年 6 月底，权益类投资余额为 39.94 亿元，与年初相比增长 212%，占净资本的 43%，自营仓位提高速度较快。

在会计安排上，权益类投资大部分放在交易性资产里面，交易性资产中的权益投资资产占所有权益投资资产的比重为 70.43%，交易性资产的浮盈对投资收益的贡献较大。加总计算，交易性资产和可供出售类资产的浮盈仅为 0.38 亿元，浮盈已体现在投资收益中，资本公积的蓄水池中没有赢余释放。

表 6、投资收益来源

单位：元

项目	2009.6	2008.6	同比
证券投资收益	200,961,178.24	1,253,623,463.43	-84.0%
其中：交易性资产处置收益	107,308,085.62	-33,410,021.90	421.2%
交易性资产持有期间收益	8,225,493.95	18,596,368.07	-55.8%
可供出售资产处置收益	-11,257,836.62	266,452,791.57	-104.2%
可供出售资产持有期间收益	1,435,435.29	21,821,203.10	-93.4%
创设权证实现收益	-	923,163,122.59	
参股公司分配的利润	95,250,000.00	57,000,000.00	67.1%
公允价值变动收益	149,478,022.15	-1,433,538,128.39	110.4%
其中：交易性金融资产	149,478,022.15	-643,846,871.32	123.2%
交易性金融负债	-	-789,691,257.07	
合计	350,439,200.39	-179,914,664.96	294.8%

资料来源：公司公告

表 7、投资状况对比

单位：元

		初始成本		公允价值	
		期末数	年初数	期末数	年初数
资产 交易性金融	股票	1,901,096,749	12,542,273	2,034,754,839	5,042,635
	基金	912,009,115	10,002,574	909,143,946	4,671,660
	债券	1,005,630,360	116,526,086	1,014,031,020	119,072,197
	合计	3,818,736,224	139,070,933	3,957,929,805	128,786,492
产 可供出售金融资	股票	1,057,176,556	1,162,028,333	-215,639,692	-424,088,898
	基金	123,989,630	93,814,195	7,279,789	-2,041,244
	集合理财计划	191,159,676	191,159,676	---	---
	合计	1,372,325,862	1,447,002,204	-208,359,903	-426,130,142
	股票	2,958,273,305	1,174,570,606	1,819,115,147	-419,046,263

	基金	1, 035, 998, 745	103, 816, 768	916, 423, 735	2, 630, 416
--	----	------------------	---------------	---------------	-------------

资料来源：公司公告

表 8、投资浮盈对比

	2009 年 6 月 30 日	2008 年 12 月 31 日
交易性资产	2, 813, 105, 864	22, 544, 847
可供出售资产	1, 181, 166, 186	1, 255, 842, 528
交易性资产浮赢	149, 478, 022. 15	-1, 315, 830, 683
可供出售资产浮赢	-111, 516, 020	-794, 839, 441

资料来源：公司公告

五、每股收益预测

在 2009 年日均股票交易额 1900 亿元、自营业务收益率 20% 的假设下，预测光大证券 2009 年的每股收益为 0.78 元。目前光大证券的股价为 24.25 元，对应的市盈率 30 倍之间，给予谨慎推荐的投资评级。

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