

受益于活跃的证券市场交易活动等 业绩尚可

-----光大证券 2009 年 3 季报点评

光大证券 (601788)

评级: 中性

首次评级

2009 年 10 月 26 日 星期一

陶正傲
010-59707118
tza@longone.com.cn
非银行金融行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	34.2
流通股本(亿股)	3.41
总市值(亿元)	843.7
流通市值(亿元)	84.12

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	7.96	-1.52
3 个月		
6 个月		

个股相对上证综指走势图



相关报告:

投资要点

- 公司目前的 PB 约为 3.9 倍, 2009 年 PE 估计约为 29.7 倍。
- 前三个季度累计实现净利 18.56 亿元, 同比增长了 44.59%; 前三个季度全面摊薄 ROE 为 8.65%, 同比减少了 3.70 个百分点; EPS 为 0.63 元, 同比增长了 43.18%。
- 经纪业务本期实现净收入 29.31 亿元, 同比增长了 44.4%; 承销业务本期实现收入 0.89 亿元, 同比减少了 47.3%; 资产管理业务本期收入 4.18 亿元, 同比减少了 23.4%, 而投资收益与公允价值合计本期为 3.3 亿元, 而去年同期则亏损 1.4 亿元。
- 公司 IPO 获得的资金目前来看主要用于设立资本产业投资基金、基金公司和增资期货公司, 增设证券营业部等等作用, 一时难于见到很好的投入产出效益。
- 我们认为: 证券公司的经纪业务收入和自营收入均达到高点, 而 2009 年前三季度公司经纪业务收入又达到一个高点, 而证券公司的新业务收入的贡献在未来几年中将相当有限, 我们很难想像证券公司的净利润还能保持高速增长。
- 基于对股市前景看法和公司的目前 PB、PE 估值水平, 以及公司收入结构和公司的近来重大变化, 我们给予其中性的评级。

1. 公司 2009 年三季度经营情况

1.1 总体经营情况

公司三季度实现净利润 6.37 亿，前三个季度累计实现净利 18.56 亿元，同比增长了 44.59%；前三个季度全面摊薄 ROE 为 8.65%，同比减少了 3.70 个百分点；EPS 为 0.63 元，同比增长了 43.18%。

每股净资产为 6.28 元，主要系今年 8 月 IPO 发行筹资 107.1 亿元（扣发行费用后）所带来的净资产大幅增长，公司目前净资产总计为 214.72 亿元，比去年底增加 109.3 亿元，增长了 103.5%；总资产为 595.3 亿元，比去年底增长了 78.9%，总资产增长除股东权益增长 109 亿多外，主要系客户的代买卖证券款增长所致。

1.2 各项业务收入情况

经纪业务本期实现净收入 29.31 亿元，同比增长了 44.4%；承销业务本期实现收入 0.89 亿元，同比减少了 47.3%；资产管理业务本期收入 4.18 亿元，同比减少了 23.4%，而投资收益与公允价值合计本期为 3.3 亿元，而去年同期则亏损 1.4 亿元。

2. 2009 年 3 季度经纪业务总体情况回顾

2.1 2006 年以来各季度的交易总金额情况

表 1 2006 年以来各季度全市场交易金额情况

时间	交易金额（万亿）
2009Q3	16.48
2009Q2	12.84
2009Q1	9.24
2008Q4	5.07
2008Q3	4.57
2008Q2	7.05

2008Q1	9.33
2007Q4	8.51
2007Q3	13.02
2007Q2	15.95
2007Q1	7.42
2006Q4	3.17
2006Q3	1.97
2006Q2	2.62
2006Q1	1.06

数据来源：WIND，东海证券研究所

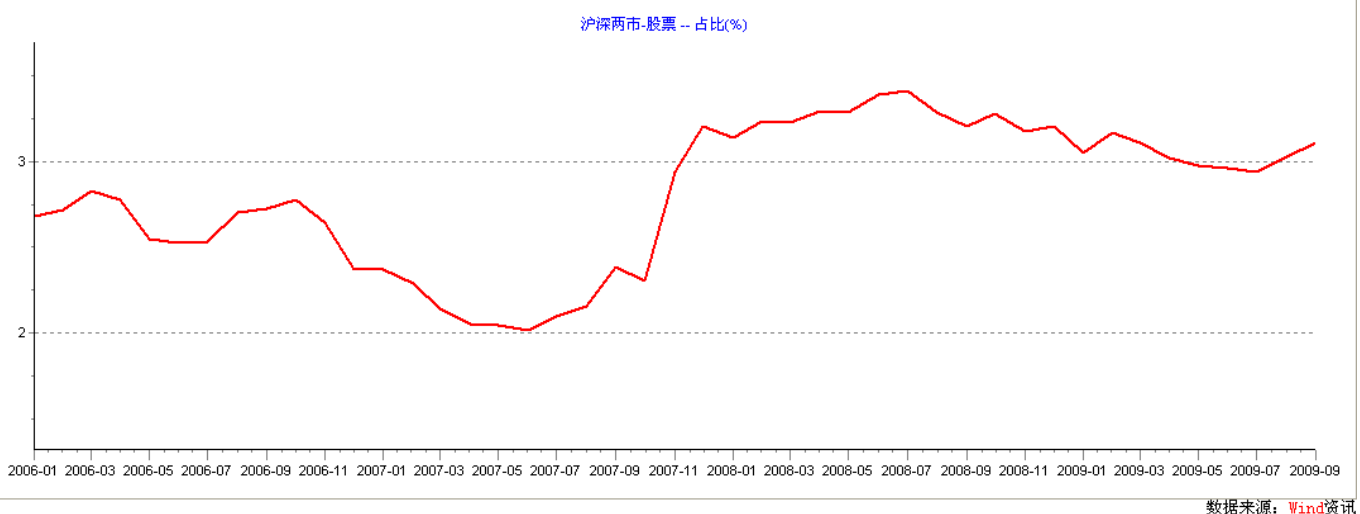
我们可以看到：2009 年 3 季度的总交易金额比去年同期上涨了 261%!，而比今年 2 季度的总交易金额也增长 28.42%。所以券商经纪业务的收入将有巨幅的增长，同比也将有较大的增长。

2.2 光大证券经纪业务市场份额变动情况

从图 1 我们可以看到，光大证券自 2006 年以来市场份额变动情况，经过 2008 年下半年至 2009 年上半年的下降趋势后，自 2009 年 7 月份市场份额有向上回升的趋势，目前市场份额略超过 3%。

从图可知光大证券 2009 年前三季度股票经纪业务市场份额同去年同期相比有所下降。今年 3 季 的市场份额比 2 季度也有所下降。

图 1：光大证券 2006 年以来的股票交易市场份额情况



2.3 光大证券经纪业务佣金率变动情况

表 2 2006 年以来光大证券佣金率水平估计

时间段	2009Q3	2008	2007	2006
代理买卖证券业务净收入	29.31	25.72	42.73	6.88
总交易金额	29820.74	22098.11	25330.53	6688.45
股票交易金额	23931.94	17613.07	21357.65	4802.22
佣金率 1	0.098%	0.116%	0.169%	0.103%
佣金率 2	0.122%	0.146%	0.200%	0.143%

数据来源：WIND，东海证券研究所

上表中：佣金率 1 指代理买卖证券业务净收入/总交易金额

佣金率 2 指代理买卖证券业务净收入/股票交易金额

从上表可见，除 2007 年外，光大证券的佣金率水平总体上呈不断下降的趋势，目前总体佣金率 2 接近于 0.122% 左右。故而光大证券 2009 年三季度和 2009 年前三个季度的经纪业务的收入增长，不是来自于公司佣金率水平的提升，结合上述关于公司经纪业务市场份额的变化情况，我们得出：光大证券经纪业务收入的增长主要来自市场交易总金额增长所致。

3. 光大证券 2009 年 3 季度业绩情况回顾

3.1 2006 年以来公司各项收支情况

表 3 2007 年以来公司损益表情况

项 目	2009 Q3	2008	2007	2006
一、营业收入	41.75	36.91	98.24	20.37
手续费及佣金净收入	34.37	33.64	48.84	8.37
代理买卖证券业务净收入	29.31	25.72	42.73	6.88
证券承销业务净收入	0.89	1.81	1.86	0.98
受托客户资产管理业务净收入	4.18	6.11	4.25	0.5
利息净收入	3.64	4.99	2.78	0.42
投资净收益	2.77	11.13	34.19	9.73
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.95	0.57	0.63	0.05
公允价值变动净收益	0.54	-13.16	11.91	1.24
汇兑净收益	0	-0.12	-0.1	-0.05
其他业务收入	0.43	0.43	0.62	0.65
二、营业支出	16.32	20.25	26.47	7.25

营业税金及附加	1.89	1.82	4.01	0.87
管理费用	13.93	14.69	22.72	6.37
资产减值损失	0.47	3.71	-0.42	-0.06
其他业务成本	0.03	0.02	0.15	0.08
三、营业利润	25.43	16.66	71.78	13.11
加：营业外收入	0.2	0.84	0.04	0.05
减：营业外支出	0.13	0.21	2.19	-0.02
四、利润总额	25.5	17.29	69.62	13.18
减：所得税	6.35	2.74	22.33	4.03
五、净利润	19.15	14.55	47.29	9.15
减：少数股东损益	0.59	0.87	0.43	-0.03
归属于母公司所有者的净利润	18.56	13.68	46.86	9.18
六、每股收益：				
基本每股收益(元)	0.63	0.47	1.68	0.38

数据来源：WIND

3.2 公司的收入结构及其变化

表 4 2006 以来公司主要收入构成

项 目	2009 Q3	2008	2007	2006
手续费及佣金净收入	82.3%	91.1%	49.7%	41.1%
代理买卖证券业务净收入	70.2%	69.7%	43.5%	33.8%
证券承销业务净收入	2.1%	4.9%	1.9%	4.8%
受托客户资产管理业务净收入	10.0%	16.6%	4.3%	2.5%
利息净收入	8.7%	13.5%	2.8%	2.1%
投资净收益	6.6%	30.2%	34.8%	47.8%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2.3%	1.5%	0.6%	0.2%
公允价值变动净收益	1.3%	-35.7%	12.1%	6.1%
汇兑净收益	0.0%	-0.3%	-0.1%	-0.2%
其他业务收入	1.0%	1.2%	0.6%	3.2%

数据来源：WIND、东海证券研究所

公司主要收入来自于经纪业务与投资业务，曾经人们以为光大证券的自营投资能力很强，因为 2006 年至 2008 年该项收入（投资收益与公允价值合计）占分别高达 53.9%、56.9%，-5%，这三年中公司自营业务为其收入与净利润作了很大贡献，从 2009 年前 3 个季度情况看，此项收入只占到 7.9%。没有特别的特色。

而公司资产管理业务收入绝对额与占比均不少，却是其较大的特色。投行业务收入绝对额与占比均相当有限。

4. 公司的最近重大变化

4.1 重大对外投资

1、公司向公司全资子公司光大资本投资有限公司增资 18 亿元人民币，增资后光大资本投资有限公司注册资本金为 20 亿元人民币，公司持有 100% 股权；并同意光大资本投资有限公司与上海中能集团有限公司、上海浦东科技投资有限公司共同发起设立新能源产业基金及基金管理公司。

2、向公司全资子公司光大期货有限公司增资 2 亿元人民币，增资后光大期货有限公司注册资本金为 3.5 亿元人民币，公司持有 100% 股权。

4.2 其他重大事项

1、公司在不超过 3,259.3 万元预算的前提下进行**同城灾备系统建设**。

2、光大阳光基中宝（阳光 2 号二期）**集合资产管理计划**发行期已于 2009 年 7 月 22 日结束，共计募集资金 68 亿元。

3、光大阳光 2 号**集合资产管理计划**成立于 2006 年 8 月 31 日，计划存续期为三年，已于 2009 年 8 月 30 日到期终止。公司对“光大阳光 2 号”进行了清算，**清算**结束日单位净值 1.7862 元，存续期间每单位份额分红 0.88 元，累计单位净值 2.6662 元，存续期间收益率达到 167%。

4、证券营业网点建设情况

公司逐步把原有的 18 家服务部升级为营业部，截止 2009 年 9 月 30 日，已有 7 家服务部完成规范为营业部的工作，其余 11 家服务部升级为营业部的工作尚在进行中，其中 7 家服务部已获得监管部门同意升级为营业部的批复。

2009 年 4 月 22 日，公司获准在江西省南昌市、福建省泉州市、江苏省海门市各设立一家证券营业部。目前南昌、泉州营业部已获当地监管局审批同意，海门营业部也已提交开业验收申请，等待当地局现场验收。

5. 公司目前的估值水平

从目前估值来看，公司目前的 PB 约为 3.9 倍，2009 年 PE 估计约为 29.7 倍。（全年 EPS 估计为 0.83 元）

在证券行业比较好的年份的 2006-2008 年，公司一直取得了较好的业绩，正如我们所指出的那样，证券行业是周期性很强的行业，如果我们去看一下 2002-2005 年光大证券的净利润，我们将会发现业绩是相当的不如意。

表 5 光大证券 2002 年以来的历年净利润情况

年份	2009 Q3	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
净利润	19.15	14.55	47.29	9.15	0.62	-0.81	0.24	-0.61

当然，光大证券现在已经在经纪业务、投行业务、自营和资产管理等方面的业务能罚与市场地位与 2002 至 2005 期间已经无法可比，接下来几年中证券行来还是繁荣周期吗？证券行业不再是强周期行业了吗？接下来的经纪业务与股指将会如何走向？证券公司四大传统业务之外的其他业务有无可能出现重大变化，从而为证券公司带来新收入增长点？

我们认为：证券公司的经纪业务收入和自营收入均达到高点，而 2009 年前三季度公司经纪业务收入又达到一个高点，而证券公司的新业务收入的贡献在未来几年中将相当有限，我们很难想像证券公司的净利润还能保持高速增长。

基于对股市前景看法和公司的 PB、PE 估值水平，以及公司收入结构及公司最新的重大动向变化，我们认为当前估值基本合理，给予对其中性的初次评级。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122