

买入 调高

光大证券（601788）

2009 年 12 月 23 日

融资全面推动公司各项业务增长

证券信托行业高级分析师：谢盐

xiey@htsec.com

021-23219436

2010 年光大证券投资者交流会及光大资本公司增资等公告的点评

2010 年策略会议交流要点：营业部陆续翻牌，自营规模增加，承销有一定储备，独立资管公司成立。12 月 17 日，光大证券证券事务代表参加了 2010 年投资者交流会，会议内容包括：公司 11 月初审议通过的《关于审议新设十家营业网点的议案》（见 11 月 4 日公司公告），新设 10 家营业部网点工作正有条不紊的进行；考虑到券商新设营业部在发达地区相对受限较多，因此公司因营业部主要分布在发达地区而导致其未来佣金率降幅相对有限；尽管公司上半年看好股市行情，但为确保公司上市，公司自营运作较为谨慎（从已披露的半年报和季报测算，公司自营收益/净资本仅为 3.79%）；目前公司承销项目有一定储备；独立全资产资产管理子公司未来有望成立（见 10 月 24 日公司公告）等。

近期公司公告对光大资本投资有限公司完成增资。公司旗下的光大资本公司注册资本由 2 亿元增至 20 亿元，并领取了新的企业法人营业执照。

点评：公司上市融资将全面推动经纪、自营、资管、PE 和承销业务发展。

首先，从本次交流内容看，公司正充分利用本次上市融资的 100 亿元补充资本金，完善业务结构和增加业务规模；

第二，未来光大证券的经纪市场份额将受融资后新设营业部推动而上升，佣金率将基本保持稳定。我们判断，2010 年股改限售股大规模解禁和新股及创业板带来新增限售股还将推动股市成交量上升 20% 以上，光大经纪业务收入将有望实现近 20% 的增幅。由于公司维持了 0.110% 的较低佣金率水平，加之发达地区新设营业部实质上并不受当地监管层的欢迎，因此公司营业部主要分布在发达地区的现实，使得其未来佣金率有望保持相对稳定；考虑到公司已实现融资 107 亿元，近期公司正逐步把原有的 18 家服务部升级为营业部，并申请新设南昌、泉州、海门等 10 家营业部，因此，我们判断未来公司经纪市场份额有望小幅上升。

第三，为确保上市，公司自营偏谨慎而收益率明显落后大盘。如表 1 所示，从历史上看，光大证券自营运作能力较强，2007 年自营收益/净资产比在所有 11 家上市券商中位居第一；2008 年也能基本成功逃顶，损失有限。但 2009 年以来至 3 季度末，公司自营收益/净资产比明显落后于大盘和其它上市券商。这可能与公司为确保上市而谨慎自营运作有一定关系。因此，尽管我们认为未来指数上升空间有限，但公司较强的自营运作水平有望获得较高的收益水平。

表 1 光大证券与其它上市券商自营收益/净资产比的比较

券商	2007 年	2008 年	1H2009	3Q2009
光大证券	46.55	-1.82	3.79	1.54
国元证券	46.42	1.56	2.15	2.98
长江证券	44.31	13.25	6.11	5.95
招商证券	43.27	7.69	2.40	—
国金证券	38.89	34.91	4.41	5.32
东北证券	33.91	0.92	10.15	7.74
宏源证券	32.10	0.17	3.94	5.56
太平洋	27.34	-56.47	5.01	4.62
中信证券	21.18	5.63	2.33	4.23
西南证券	15.03	0.75	7.98	7.49
均值	32.62	0.85	4.52	4.66

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

第四，前期，公司成功发行了 67 亿元的基中宝产品，迅速增加了集合理财产品规模（如表 2 所示，公司集合理财产品规模排名第三，受托管理资产规模排第四）；而近期公司夺得首只“小集合”理财产品——光大阳光集结号获批（还获批了光大阳光 6 号产品），这再次表明公司先机意识较强。我们判断，公司近期注册 5 亿元成立的资产管理子公司有望增加

其集合理财产品的自有资金投入规模；光大旗下基金管理资产规模随行情回暖而逐季回升，而光大基金管理收入将滞后规模上升一段时间后而回升。这使得年底前受托管理费收入将出现迅速增加。

表 2 上市主要券商集合理财产品和旗下基金管理资产情况汇总

名次	券商	集合理财管理资产 (亿元)	权益法下基金管理资 产(亿元)	受托管理资产合计 (亿元)	市场份额 (%)
1	中信	123.97	2493.86	2617.83	25.57
2	广发	33.66	803.97	837.62	8.18
3	华泰	173.46	639.81	813.27	7.94
4	光大	106.35	478.42	584.77	5.71
5	招商	80.90	499.55	580.45	5.67
13	国元	19.23	178.46	197.70	1.93
15	东北	6.10	179.61	185.71	1.81
16	西南	0.00	185.68	185.68	1.81
17	长江	29.83	130.36	160.19	1.56
34	宏源	28.45	0.00	28.45	0.28

注：数据截至 2009 年 12 月 20 日。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

我们维持前期报告中对新增三只集合理财产品对公司 2009 - 2010 年 EPS 的贡献分别为 0.01 元和 0.03 元的判断。

第五，公司近期完成了对旗下光大资本公司由 2 亿元至 20 亿元的增资，目前正加大投研人员的招募。我们假设未来几年光大资本公司每年新增投入 4 亿元，收益率以主板一、二级市场较低的价差收益率进行测算，则保守估计至 2012 年公司 PE 业务收入有望达近 3 亿元。

表 3 光大证券旗下 PE 子公司收益预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
PE 投入规模	2.00	2.00	2.02	6.03	11.07	16.96
收益率(%)	0.86	0.86	0.86	17.08	17.08	17.08
PE 收入	0.02	0.02	0.02	1.03	1.89	2.90

注：此处以主板一、二级市场价差收益率测算，不考虑创业板较高的收益率。

资料来源：公司财务报表，海通证券研究所

我们维持前期报告中的判断，即公司经纪市场份额将受新设营业部推动而小幅上升，佣金率将基本保持稳定。我们判断，2010 年股改限售股大规模解禁和较为宽裕的流动性还将推动股市成交量上升 25% 左右，光大经纪业务收入将有望实现近 20% 的增幅。与前期预测不同的是，考虑到今年以来为确保上市公司自营运作谨慎而致自营收益基数较低，而公司较高的自营运作水平有望在 2010 年获得相对较高的自营收益水平，即 2010 年公司自营收益保持一定增长依然可期。

业绩预测和估值——2009 - 2010 年 EPS 分别为 0.84 元和 1.09 元；目标价 27.30 元，“买入”评级。由上述假设推知 2009 - 2010 年 A 股日均成交金额分别为 2150 亿元和 2500 亿元（前期分别假设为 2000 亿元和 2400 亿元，现根据最近成交情况适当上调）；其次，考虑到公司上市后板块轮动有利于公司发挥其较高的自营运作水平，加之目前指数在 3122 点也高于上半年末 2959 点（此时公司自营收益率为 9.75%），因此，我们将公司 2009 年自营收益率 9% 略调高至 12%，则 2009 - 2010 年光大证券 EPS 分别为 0.84 元（前期为 0.75 元）和 1.09 元（前期为 1.05 元），上述盈利增加主要是考虑到 4 季度成交量放大和公司历史上较高的自营运作水平不再受上市因素制约而能获得较好的发挥。考虑到公司上市融资对业务的全面推动作用，我们给予公司 2010 年 25 倍 PE，得出了基于 2010 年的合理价格中枢 27.30 元。12 月 22 日公司股价随市场下跌至 22.59 元，故调高至“买入”评级。

附表：财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	49.84	28.00	21.53	17.78
P/B	6.46	3.29	3.06	2.81
PEG	1.23	1.22	1.04	0.87

每股指标（元）	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.47	0.84	1.09	1.32
BVPS	3.64	7.14	7.70	8.38

盈利驱动	2008	2009E	2010E	2011E
资本化率	40.37%	75.00%	80.00%	85.00%
换手率	119.1%	280.0%	230.0%	200.0%
双边累计成交额占比	3.07%	3.14%	3.31%	3.45%
佣金率	0.14%	0.12%	0.11%	0.11%
直接融资规模/GDP	2.42%	3.02%	3.29%	3.59%
IPO 市场份额	3.68%	3.86%	4.05%	4.26%
股权再融资市场份额	4.76%	5.23%	5.76%	6.33%
债券市场份额	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%
集合理财计划规模增长	-35.9%	140.7%	-3.84%	0.43%
集合理财计划管理费率	-0.31%	1.59%	1.59%	1.61%
有效存款利率	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%
有效贷款利率	1.08%	1.08%	1.08%	1.08%
交易性金融资产增长	-96.7%	3544.4%	29.46%	25.00%
交易金融资产/净资本	1.57%	25.77%	30.87%	35.34%
交易性金融资产收益率	-187.7%	7.89%	9.97%	14.34%
营业费用增长	-35.3%	38.67%	19.01%	14.94%
营业费用率	39.81%	31.94%	30.23%	29.16%
工资占营业费用比例	48.45%	48.45%	48.45%	48.45%
有效所得税率	15.87%	25.05%	25.13%	25.24%

盈利增长	2008	2009E	2010E	2011E
代理证券业务收入增长	-39.8%	61.04%	18.93%	4.11%
承销业务净收入增长	-2.83%	-13.3%	29.99%	23.03%
受托资管业务收入增长	43.64%	12.57%	6.12%	15.24%
利息净收入增长	79.29%	22.65%	38.12%	8.71%
投资收益增长	-104.4%	100.0%	74.03%	87.89%
其它业务收入增长	-31.4%	50.00%	10.00%	10.00%
营业利润增长	-76.8%	136.7%	29.57%	21.32%
归属母公司净利润增长	-70.8%	109.9%	30.00%	21.13%

资产盈利能力	2008	2009E	2010E	2011E
RoAE	13.30%	16.42%	14.72%	16.46%
RoAA	3.14%	6.15%	5.66%	6.11%

资产增速	2008	2009E	2010E	2011E
资产负债率	67.83%	58.91%	62.86%	61.84%
净资产增长	5.36%	131.5%	7.75%	8.81%
总资产增长	-38.2%	80.48%	19.58%	6.25%

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3691.02	6377.91	8020.62	9556.86
经纪业务净收入	2571.81	4141.59	4925.55	5127.91
证券承销业务净收入	181.00	156.90	203.95	250.92
资产管理业务净收入	611.16	687.96	730.04	841.31
利息净收入	498.69	611.64	844.82	918.42
自营收益	-202.76	715.92	1245.90	2340.87
营业支出	2024.58	2433.48	2909.88	3356.75
业务及管理费	1469.24	2037.40	2424.69	2786.88
资产减值损失	371.26	77.40	85.14	93.65
营业利润	1666.44	3944.43	5110.74	6200.11
营业外净收入	62.96	16.91	18.61	20.47
利润总额	1729.40	3961.35	5129.35	6220.58
所得税费用	274.48	992.39	1289.08	1570.10
归属于母公司净利润	1367.54	2871.52	3733.09	4521.86
少数股东损益	87.38	97.44	107.18	128.62

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	29221.42	49175.09	58483.53	60886.22
结算备付金	1069.05	2719.99	3234.86	3367.76
交易性金融资产	128.79	4693.70	6076.59	7595.73
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	3.15	2.83	2.83	2.83
存出保证金	484.77	827.59	1100.16	1146.86
可供出售金融资产	653.10	852.27	1010.65	1257.03
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	50.00	50.00	50.00	50.00
固定资产	1015.95	1028.83	1046.88	1070.33
无形资产	19.08	15.05	11.94	9.54
递延所得税资产	313.85	264.50	305.85	355.91
资产总计	33275.68	60055.70	71815.90	76307.20
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	0.00	1792.40	1792.40	1792.40
代理买卖证券款	21232.71	30206.85	40155.49	41860.26
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	633.24	709.65	805.74	920.23
应交税费	502.13	360.55	453.41	540.26
应付利息	2.41	3.14	3.74	3.89
预计负债	0.34	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.24	24.26	67.12	173.36
其他负债	201.04	301.56	331.71	364.88
负债合计	22572.11	35380.85	45142.05	47187.73
实收资本	2898.00	3418.00	3418.00	3418.00
资本公积	472.92	11639.01	11664.28	11720.35
盈余公积	701.93	989.09	1362.39	1709.00
一般风险准备	1282.90	1857.20	2603.82	3508.19
未分配利润	5191.97	6518.26	7264.88	8274.83
归属母公司所有者权益	10547.72	24421.56	26313.37	28630.37
少数股东权益	155.85	253.29	360.48	489.10
所有者权益合计	10703.57	24674.85	26673.85	29119.47

信息披露

分析师负责的股票研究范围

谢盐：证券信托行业

重点研究上市公司：中信证券、光大证券、招商证券、长江证券、国金证券、东北证券、辽宁成大、香溢融通。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。