

买入 维持
光大证券（601788）
2010 年 1 月 7 日

总体业绩基本符合预期

证券信托行业高级分析师：谢盐

xiey@htsec.com

021-23219436

光大证券发布 2009 年年报快报，总体收益基本符合预期：2009 年，公司实现营业收入 55.97 亿元（同比增长 51.64%），营业利润 39.18 亿元（同比增长 135.10%），利润总额 39.23 亿元（同比增长 126.86%），归属于母公司净利润 28.63 亿元（同比增长 109.34%），总资产 62.05 亿元（同比增长 86.48%），归属于母公司净资产 22.49 亿元（同比增长 113.25%）。考虑到 2009 年前 3 季度营业支出已达 16.32 亿元，而 2009 年年报反映的营业支出仅为 16.79 亿元，我们初步揣测 2009 年第四季度可能发生一定的资产减值冲回的现象（具体原因需要等待详细年报公布），这导致上述利润各项指标增幅明显大于营业收入增幅。

同时，公司 2009 年营业收入增幅略低于我们之前的预期（我们估计是受最后一个月大多数券商自营趋于稳健和指数涨幅低于之前预期和成交量有所下滑双重影响所致），该因素正好与营业支出下降相互对冲，导致总体净利润水平基本符合我们之前的预期。

表 1 光大证券经纪业务手续费收入预测（亿元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
A 股双边累计成交金额	917090.83	534225.30	994468.81	1186020.48	1213583.83	1396442.32
光大 A 股双边累计成交金额	32105.29	17613.07	32459.14	40646.89	43671.11	52763.88
光大 A 股双边累计成交金额占比 %	3.50	3.30	3.26	3.43	3.60	3.78
基金双边累计成交金额	16339.45	11126.75	18194.97	19327.39	22468.09	26003.07
光大基金双边累计成交金额	681.91	357.88	585.22	652.72	796.73	968.19
光大基金双边累计成交金额占比 %	4.17	3.22	3.22	3.38	3.55	3.72
权证双边累计成交金额	155512.63	138895.23	180760.19	192010.30	223211.98	258330.66
光大权证双边累计成交金额	5831.99	3150.39	4099.96	4572.88	5581.78	6782.98
光大权证双边累计成交金额占比 %	3.75	2.27	2.27	2.38	2.50	2.63
债券现货双边累计成交金额	3462.89	7872.03	8659.23	9525.15	10477.67	11525.44
光大债券现货双边累计成交金额	36.62	159.18	175.10	202.24	233.58	269.79
光大债券现货双边累计成交金额占比 %	1.06	2.02	2.02	2.12	2.23	2.34
光大证券双边累计成交金额占比 %	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04
光大证券佣金率 %	1.19	1.36	1.18	1.15	1.11	1.08
光大证券手续费收入	46.00	28.90	44.09	52.80	55.90	65.55

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；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 32.63 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 2070 亿元（前期假设为 2150 亿元，现根据最近成交情况适当下调）和 2500 亿元；同时，考虑到我们最近公司跟踪报告后的指数涨幅明显减弱，而年底大多数券商自营趋于稳健的可能性下，我们将公司

2009 年自营收益率预期值 12% 略降至 10%；同时根据最新公告将营业支出由之前的 18.90 亿元适当调低至 16.76 亿元，则 2009 - 2010 年光大证券 EPS 分别为 0.84 元（前期为 0.84 元）和 1.09 元（前期为 1.09 元）。考虑到公司上市融资对业务的全面推动作用，加之融资融券和股指期货即将推出的市场预期下公司获得首批试点的可能性很高，因此，我们给予公司 2010 年 30 倍 PE，得出了基于 2010 年的合理价格中枢 32.63 元。1 月 6 日公司股价为 27.09 元，故给予“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	27.98	21.63	17.70
P/B	6.46	3.54	3.27	2.99
PEG	1.23	1.22	1.04	0.88

每股指标（元）	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.47	0.84	1.09	1.33
BVPS	3.64	6.65	7.20	7.88

盈利驱动	2008	2009E	2010E	2011E
资本化率	40.37%	72.00%	80.00%	85.00%
换手率	119.0%	280.0%	230.0%	200.0%
双边累计成交金额占比	3.07%	3.10%	3.27%	3.42%
佣金率	0.14%	0.12%	0.11%	0.11%
直接融资规模/GDP	2.42%	2.99%	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%	140.6%	-3.84%	0.43%
集合理财计划管理费率	-0.31%	1.58%	1.58%	1.60%
有效存款利率	2.15%	1.85%	1.85%	1.85%
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%	3183.3%	29.54%	25.00%
交易金融资产/净资本	1.57%	24.98%	29.80%	33.93%
交易性金融资产收益率	-187.7%	7.18%	9.47%	14.04%
营业费用增长	-35.3%	1.27%	16.62%	16.36%
营业费用率	39.81%	26.56%	23.95%	23.09%
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%	25.50%	25.13%	25.24%

盈利增长	2008	2009E	2010E	2011E
代理证券业务收入增长	-39.8%	48.28%	19.76%	5.86%
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%	-13.9%	19.80%	14.60%
利息净收入增长	79.29%	-1.42%	39.85%	9.46%
投资收益增长	-104.4%	100.0%	96.70%	93.48%
其它业务收入增长	-31.4%	40.00%	10.00%	10.00%
营业利润增长	-76.7%	135.6%	28.94%	22.35%
归属母公司净利润增长	-70.8%	110.0%	29.40%	22.18%

资产盈利能力	2008	2009E	2010E	2011E
RoAE	13.30%	17.27%	15.71%	17.63%
RoAA	3.14%	5.96%	5.35%	5.76%

资产增速	2008	2009E	2010E	2011E
资产负债率	67.83%	63.68%	67.19%	66.51%
净资产增长	5.36%	115.4%	8.29%	9.46%
总资产增长	-38.2%	89.80%	20.21%	7.54%

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,691.02	5,602.77	7,245.93	8,744.42
经纪业务净收入	2,571.81	3,813.60	4,567.04	4,834.67
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	526.17	630.36	722.40
利息净收入	498.69	491.63	687.56	752.58
自营收益	-202.76	554.84	1,091.37	2,111.59
营业支出	2,024.58	1,675.60	2,182.27	2,548.99
业务及管理费	1,469.24	1,487.92	1,735.25	2,019.14
资产减值损失	371.26	-92.82	85.14	93.65
营业利润	1,666.44	3,927.17	5,063.66	6,195.44
营业外净收入	62.96	16.91	18.61	20.47
利润总额	1,729.40	3,944.09	5,082.26	6,215.90
所得税费用	274.48	1,005.78	1,277.36	1,568.96
归属于母公司净利润	1,367.54	2,872.69	3,717.22	4,541.72
少数股东损益	87.38	65.62	87.69	105.22

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	29221.42	52430.32	62788.82	66468.23
结算备付金	1069.05	2900.04	3472.99	3676.51
交易性金融资产	128.79	4229.27	5478.60	6848.24
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	961.95	1263.67	1345.53
可供出售金融资产	653.10	850.55	1007.47	1252.53
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	264.07	305.34	355.29
资产总计	33275.68	63158.77	75921.15	81644.01
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	35111.12	46123.72	49111.59
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	633.24	688.62	760.25	846.68
应交税费	502.13	316.73	409.62	494.33
应付利息	2.41	3.35	4.02	4.25
预计负债	0.34	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.24	21.68	54.37	152.55
其他负债	201.04	301.56	331.71	364.88
负债合计	22572.11	40217.90	51008.52	54299.12
实收资本	2898.00	3418.00	3418.00	3418.00
资本公积	472.92	11234.35	11259.81	11315.99
盈余公积	701.93	989.20	1360.92	1709.00
一般风险准备	1282.90	1857.44	2600.88	3509.23
未分配利润	5191.97	5220.41	5963.85	6978.30
归属母公司所有者权益	10547.72	22719.40	24603.47	26930.51
少数股东权益	155.85	221.47	309.16	414.38
所有者权益合计	10703.57	22940.87	24912.63	27344.89

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、东北证券、国金证券、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。