

洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinp@cmschina.com.cn

 罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn

2010年1月25日

光大证券(601788.SH)/27.32元

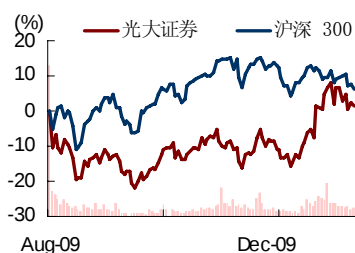
创新业务东风乍起, 资管业务战鼓轰鸣

金融·证券信托
强烈推荐A(维持)
基础数据

上证综指	3129
总股本(万股)	341800
已上市流通股(万股)	52000
总市值(亿元)	934
流通市值(亿元)	142
每股净资产(MRQ)	6.3
ROE(TTM)	15.0
资产负债率	63.7%
主要股东	中国光大(集团)
主要股东持股比例	34.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	32	32
相对表现	20	40	-33


相关报告

- 1、《光大证券-新股询价报告》2009/7/28
- 2、《光大证券-坤厚载物, 含弘光大》2009/8/3
- 3、《光大证券-设立新能源产业基金点评》2009/10/19

我们近日调研了光大证券, 就创新业务、传统业务和公司的长期发展战略与高管进行了全面深入的交流, 维持强烈推荐A的评级。

- **首批参与融资融券试点确定性较大。**在08年的融资融券全网测试中, 公司的参与和组织工作获得了监管部门的书面肯定, 预计获得首批试点资格是大概率事件。公司内部对该项业务进行了压力测试, 假设融资融券规模在20-60亿元之间, 占净资本的比例约在10%-30%之间, 最终的投入规模还要依据监管部门的指导意见。我们假设公司投入40亿元的额度, 融资利差为10%, 那么每年可为公司带来税后净利润3亿元, 每股EPS0.09元, 增幅为10%, 如果投入规模达到100亿元, 增幅将超过20%。
- **大券商+强期货组合将充分享受股指期货的利润弹性。**光大期货是原来的南都期货, 在全国170多家期货公司中排名前30%, 在上海排名前10, 目前已经获得中金所的全面结算会员资格。光大证券已经开始在营业部对经纪业务客户进行IB转化, IB转化率作为营业部业绩考核的指标, 公司表示当前的转化率在全国排名前10以内。按照券商和期货公司的组合类型分类, “大券商+强期货”组合对股指期货弹性最高, 包括广发、华泰、光大和国泰君安, 目前可直接投资正股的只有光大证券。公司凭借深厚的经纪业务基础和实力相对靠前的期货公司, 在股指期货业务方面具有较强的优势。
- **资管业务空间广大。**光大证券资产管理业务的市场份额超过10%, 是其各项业务中最为出色的, 但由于资管业务在我国的规模还比较小, 此前由于政策限制等原因, 发展节奏受到影响, 在券商的收入中占比较小。但我们认为, 券商的资产管理业务和公募基金本质趋同, 是国民财富管理需求的重要平台和直接受益者, 而且光大证券依托光大银行的渠道优势, 在产品销售上更是占有地利。
- **营业部扩张、国际化战略的进展以及可能存在的兼并收购机会将使光大证券2010年亮点不断。**我们维持对光大证券强烈推荐A的评级, 预计2010年-2012年EPS分别为0.93元、1.04元和1.15元, 我们未考虑公司直投业务的投资收益, 因投资项目和孵化时间目前还难以预计, 但我们看好直投业务未来对公司利润的边际贡献。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	37	56	69	79	88
同比增长	-62%	52%	24%	14%	12%
营业利润(亿元)	17	39	44	50	56
同比增长	-77%	133%	13%	14%	12%
净利润(亿元)	15	29	33	37	42
同比增长	-69%	101%	13%	14%	12%
每股收益(元)	0.47	0.83	0.93	1.05	1.16
PE	54.4	32.0	28.4	24.9	22.3
PB	8.9	4.3	4.0	3.6	2.8

资料来源: 招商证券

核心观点

我们近日调研了光大证券，就创新业务、传统业务和公司的长期发展战略与高管进行了全面深入的交流，在股指期货、融资融券推出、证券行业盈利模式升级的新阶段，光大证券在资本、技术、资源和业务经验上的积累使其在关键时刻具有把握创新机会的能力，我们认为公司在 2010 年将充分受益证券行业价值的拓展和资本效率的提升，同时公司自身的优势也将使其走出超越行业的华丽曲线：

- 首批参与融资融券试点确定性较大，大券商加强期货组合将充分享受股指期货的利润弹性；
- 资产管理业务收益领先，空间广大，在国民财富管理需求增加和监管对券商集合理财产品鼓励做大的背景下，光大证券占据了未来券商盈利平台上最重要环节的有利位置；
- 依托光大集团的综合资源平台，利用光大银行的网点通路，在金融产品销售上具有渠道和成本优势，“银证”合作空间巨大；
- 2010 年国际化战略和外延扩张收购将有实质性进展；
- 直投和新能源产业基金逐步开始积极运作，打开买方业务的高收益大门。

1. 融资融券

光大证券经营风格稳健踏实，良好的风控和合规纪录对其获得创新业务资格及未来创新业务做大做强都提供了良好的基础和经验，在 08 年的融资融券全网测试中，公司的参与和组织工作获得了监管部门的书面肯定，预计获得首批试点资格是大概率事件。

光大证券 06 年就开始建立融资融券部门，相关的系统和制度建设已经相对成熟，目前公司内部对该项业务进行了压力测试，假设融资融券规模在 20-60 亿元之间，占净资本的比例约在 10%-30% 之间，最终的投入规模还要依据监管部门的指导意见。我们预计，试点初期，融资融券规模占净资本 20% 的可能性较大，由于该业务风险相对较低，对净资本扣除的比例仅 5%，大幅低于持有权益证券以及股权投资等的扣除比例，因此，对券商的资本规模消耗很小，也意味着未来融资融券空间很大，只要券商账面自有资金充裕，即可大量投入融资业务同时并不会由于扣减净资本限制公司其他业务的开展。

我们假设公司投入 40 亿元的额度，融资利差为 10%，那么每年可为公司带来税后净利润 3 亿元，每股 EPS0.09 元，增幅为 10%，如果投入规模达到 100 亿元，增幅将超过 20%。

表 1：融资融券对 EPS 贡献敏感性分析

		融资融券规模						
		40	60	80	100	120	140	160
利差	6%	0.05	0.08	0.11	0.13	0.16	0.18	0.21
	8%	0.07	0.11	0.14	0.18	0.21	0.25	0.28
	10%	0.09	0.13	0.18	0.22	0.26	0.31	0.35
	11%	0.10	0.14	0.19	0.24	0.29	0.34	0.39
	12%	0.11	0.16	0.21	0.26	0.32	0.37	0.42

资料来源：招商证券研发中心

2. 股指期货

光大期货是原来的南都期货，在全国 170 多家期货公司中排名前 30%，在上海排名前 10，目前已经获得中金所的全面结算会员资格（国泰君安、广发、长城伟业、中证期货均获得全面结算会员资格）。公司总部位于上海，在上海肇家浜路、北京、大连、福州、宁波、郑州、青岛、长沙、天津等地开设了 9 家期货营业部，并计划在内地开设约 20 家期货营业部。

为迎接股指期货的推出，光大证券已经开始在营业部对经纪业务客户进行 IB 转化，IB 转化率作为营业部业绩考核的指标，公司表示当前的转化率在全国排名前 10 以内。按照券商和期货公司的组合类型分类，我们认为“大券商+强期货”组合对股指期货弹性最高，包括广发、华泰、光大和国泰君安，目前可直接投资正股的只有光大证券。我们认为，公司凭借深厚的经纪业务基础和实力相对靠前的期货公司，在股指期货业务方面具有较强的优势。

表 2：券商+期货组合

组合类型	证券公司	标的股票
大券商+强期货	广发证券	辽宁成大
	华泰证券	宏图高科
	光大证券	光大证券
	国泰君安	大众交通
大券商+弱期货	中信证券	中信证券
	海通证券	海通证券
	招商证券	招商证券
	国元证券	国元证券
小券商+强期货	东北证券	东北证券
	国金证券	国金证券
小券商+弱期货	长江证券	长江证券
	宏源证券	宏源证券

资料来源：招商证券研发中心

3. 资产管理业务

光大证券的资产管理业务在业内首屈一指，除去光大保德信和大成基金的参股贡献之外，公司在集合资产管理业务方面优势明显。截至目前，公司集合资产管理产品总规模超过 140 亿元，其中 2009 年 7 月成立的光大阳光基中宝在发行期内募集资金超过 68 亿元，为券商理财产品发行规模之最。

光大证券资产管理业务的市场份额超过 10%，是其各项业务中最为出色的，但由于资管业务在我国的规模还比较小，此前由于政策限制等原因，发展节奏受到影响，在券商的收入中占比较小。但我们认为，券商的资产管理业务和公募基金本质趋同，是国民财富管理需求的重要平台和直接受益者，而且光大证券依托光大银行的渠道优势，在产品销售上更是占有地利（光大证券理财产品的 80% 通过光大银行的网点销售）。光大集团在光大证券的持股比例和控制力在券商中是比较少见的，这也是其集团资源优势被赋予更多意义的原因所在。

表 3: 光大证券集合资产管理产品

名称	托管人	投资类型	到期日	管理费率(%)	成立规模
光大阳光	中国光大银行	混合型	2015-4-27	1.50	911,596,759.14
光大阳光 2 号	中国工商银行	FOF	2009-8-30	0.50	2,303,067,711.68
光大阳光 3 号	兴业银行	混合型	2011-8-5	1.20	1,675,712,221.49
光大阳光 5 号	中国光大银行	债券型	2017-1-20	1.00	1,290,583,984.50
光大阳光基中宝	中国光大银行	FOF	2019-7-27	1.50	6,757,438,551.16
光大阳光 6 号	中国工商银行	混合型	2029-12-27	1.20	1,442,003,137.26
光大阳光集结号	中国光大银行	混合型		1.50	

资料来源: WIND, 招商证券研发中心

4. 外延扩张和营业部战略值得期待

2009 年公司完成上市融资, 2010 年注定不会是平淡的一年。创新业务的推出给整个行业带来了机会和关注, 而光大证券本身, 在 2010 年将有更多的故事上演:

- 营业部扩张计划: 目前共 97 个网点 (含服务部), 其中 4 个服务部将在一季度完成升级, 另有 5 个营业部设立已经得到批准, 预计年内还有增开 10 家左右的计划。
- 关注兼并和收购的机会: 目前全国 107 家券商, 行业集中度低, 随着创新业务推出, 行业盈利模式升级, 也要求券商在更高级的业务层面上进行竞争, 那么行业内的兼并整合将不可避免, 以减少在基础业务上无需竞争对资源的消耗。光大证券的营业部主要在环渤海、长三角和珠三角, 如果通过自身新设营业部来进军二三线城市, 过程无疑缓慢而抵消, 我们认为公司资金充裕, 有能力也有动机通过收购小券商来进入中西部市场。
- 国际化战略取得实质性进展: 公司在上市时就表示将在香港市场有所作为, 我们此次调研更坚定了公司在年内有所动作的信心。光控在香港已经运营多年, 有较为成熟的资源和渠道, 这将使光大证券进入香港市场事半功倍。

我们认为证券行业 2010 年将不断出现利好和惊喜, 主题投资机会丰富。我们维持对光大证券强烈推荐评级, 预计 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.93 元、1.04 元和 1.15 元, 我们未考虑公司直投业务的投资收益, 因投资项目和孵化时间目前还难以预计, 但我们看好直投业务未来对公司利润的边际贡献。

表 4: 盈利预测简表

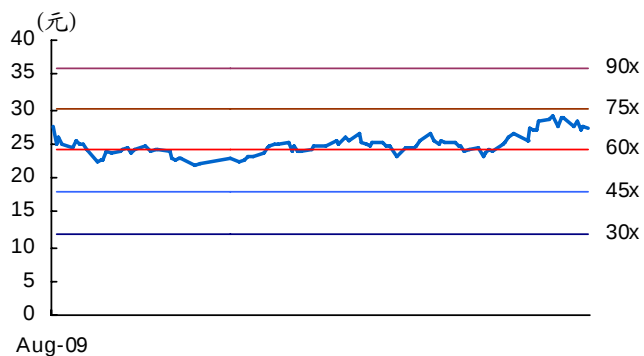
单位: 百万		2009E	2010E	2011E	2012E
一、营业收入		5,597	6906	7857	8764
	手续费及佣金净收入	4,528	4938	5617	5539
	其中: 代理买卖证券业务净收入	3,816	3898	4198	3712
	证券承销业务净收入	124	159	175	192
	托管客户资产管理业务净收入	588	881	1244	1635
	利息净收入	539	751	1063	1511
	投资净收益	279	488	605	1140
	其中: 对联营企业和合营企业的				
投资收益		145	242	338	428
	公允价值变动净收益	198	687	528	528
	汇兑净收益	0	0	0	0
	其他业务收入	53	42	44	46
二、营业支出		1,711	2524	2871	3203
	营业税金及附加	218	311	354	394
	管理费用	1,492	2210	2514	2805
	资产减值损失	-3	0	0	0
	其他业务成本	4	3	4	4
三、营业利润		3,886	4382	4986	5562
	加: 营业外收入	20	0	0	0
	减: 营业外支出	13	0	0	0
四、利润总额		3,893	4382	4986	5562
	减: 所得税	971	1095	1246	1390
五、净利润		2,922	3286	3739	4171
	归属于母公司所有者的净利润	2,840	3163	3565	3942
	减: 少数股东损益	82	123	174	229
六、每股收益:					
	每股收益(元)	0.83	0.93	1.04	1.15

表 5: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
中信证券	600030	1.10	1.35	1.43	-41%	23%	6%	26.6	21.6	20.4	3.3	15.7%	1937
海通证券	600837	0.40	0.55	0.67	-75%	38%	22%	43.2	31.4	25.8	3.4	10.1%	1421
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.80	-78%	157%	4%	76.7	29.9	28.8	5.5	16.8%	336
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.34	-196%	-165%	21%	-	61.9	51.0	15.5	11.4%	261
东北证券	000686	0.69	1.41	1.58	-64%	104%	12%	52.6	25.7	23.0	8.4	25.4%	232
国元证券	000728	0.36	0.65	0.76	-77%	81%	17%	55.3	30.6	26.2	7.4	16.3%	391
国金证券	600109	0.76	0.52	0.62	-43%	-31%	19%	30.1	43.8	36.7	9.4	17.9%	228
长江证券	000783	0.42	0.80	0.91	-70%	90%	14%	44.4	23.3	20.5	7.5	17.4%	405
西南证券	600369	0.07	0.51	0.63	-85%	629%	24%	249.4	34.2	27.7	7.8	16.3%	332
光大证券	601788	0.47	0.83	0.93	-70%	77%	12%	58.1	32.9	29.4	4.3	9.0%	934
		0.41	0.77	0.87	-69%	100%	15%	47.0	33.5	29.0	7.6	16.4%	651.3

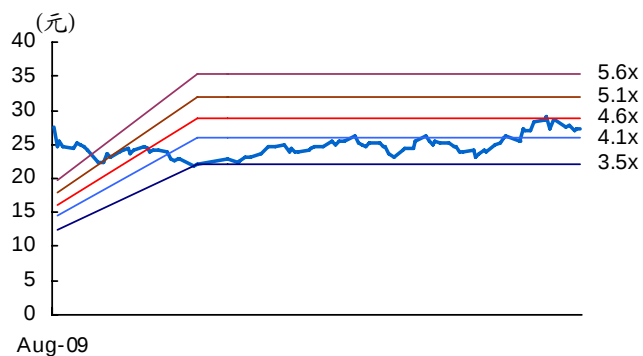
资料来源: 招商证券

图 1: 光大证券历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 光大证券历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger (03年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。