

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

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

2010年4月26日

光大证券(601788.SH)/23.06元

自营投资不佳, 业绩低于预期

金融·证券信托

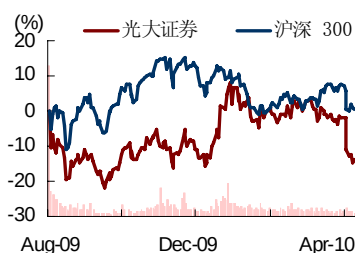
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2984
总股本(万股)	341800
已上市流通股(万股)	52000
总市值(亿元)	788
流通市值(亿元)	120
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	63.5%
主要股东	中国光大(集团)
主要股东持股比例	33.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-14	-4	12
相对表现	-12	2	-12



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
- 4、《创新业务东风乍起, 资管业务战鼓轰鸣》2010/1/25
- 5、《经纪业务压力骤增, 融资融券蓄势待发》2010/3/23

光大证券一季度每股收益 0.10 元, 业绩低于预期, 自营投资和经纪业务收入下滑是主要原因, 短期面临压力, 但中长期可介入。

- 光大证券 2010 年一季度实现营业收入 8.4 亿元, 同比下降 27%, 归属母公司的净利润 3.4 亿元, 每股收益 0.10 元, 同比下降 43%。公司业绩低于预期, 虽然去年四季度手续费率下滑的趋势遏制并有所反弹, 但市场份额下降以及投资收益录得亏损, 而营业费用同比增长 16%。
- 手续费率反弹, 市场份额下降。公司代理买卖证券业务净收入 6.5 亿元, 同比下降 9.8%, 同期市场交易量增长 17%, 股基权手续费率 0.085%, 同比下降 18%, 环比有所反弹, 而市场份额环比下降 8%至 2.8%。截至一季度末, 公司拥有 94 家营业部, 服务部 3 家, 另有 5 家营业部在筹建之中。目前公司经纪业务面临较大的压力, 在全年交易量同比增长概率不大的情况下, 手续费率的下降具有向上的粘性, 较难逆转, 希望公司在资本充足的情况下, 通过营业部的重新布局和提供增值服务进行转型。
- 承销业务不尽如意, 资管规模稳步提升。公司一季度承销收入 0.3 亿元, 同比增长 27 倍, 因为去年一季度一级市场 IPO 发行停止, 而今年以来市场融资额大幅上升, 尤其是中小板和创业板项目, 而光大证券仅主承销了两家公司债项目, IPO 项目方面表现不佳。资产管理业务净收入 1.7 亿元, 同比增长 46%, 其中公司自身的集合理财产品管理费收入 0.4 亿元。公司资产管理规模稳步增长至 114 亿元, 共 6 支产品, 在券商中名列前茅。
- 自营投资亏损拖累公司业绩。公司自营规模较 09 年底保持稳定, 交易性金融资产科目下降 33 亿元, 可供出售金融资产增加 29 亿元, 总规模 80 亿元。投资收益和公允价值合计亏损 1.7 亿元, 资本公积与 09 年底相比亦下降 0.04 亿元。自营表现不佳是公司业绩低于预期的最主要原因。长期股权投资增加 6000 万, 预计直投业务有所斩获。直投子公司光大资本之前投资了国泰君安和贵州青利集团, 剩余约 19 亿资金在手, 可投资空间非常广大。
- 虽然公司业绩低于预期, 但随着融资融券规模的扩大和公司直投业务的开展, 盈利增长动力仍在。我们下调公司的盈利预测, 2010-12 年的 EPS 分别为 0.73 元、0.89 元和 1.03 元。短期业绩低于预期可能带来一定压力, 中长期可介入。
- 风险因素: 交易量萎缩, 自营投资出现大幅亏损。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	37	56	54	68	79
同比增长	-62%	52%	-3%	25%	16%
营业利润(亿元)	17	39	34	43	50
同比增长	-77%	135%	-13%	27%	16%
净利润(亿元)	15	29	26	32	37
同比增长	-69%	100%	-10%	24%	16%
每股收益(元)	0.47	0.83	0.73	0.89	1.03
PE	54.4	32.2	35.7	28.9	25.0
PB	8.9	4.4	4.0	3.6	2.8

资料来源: 招商证券

表 1: 中期业绩回顾

(百万元)	08H1	08H2	09H1	09H2	同比
营业收入	2,249	1,442	2,623	2,971	206%
营业利润	1,288	378	1,679	2,238	592%
营业税金及附加	141	40	111	155	384%
管理费用	812	657	847	891	136%
投资收益	234	-141	201	292	-208%
公允价值变动净收益					
益	-1,434	118	149	-119	-102%
所得税	197	78	434	585	752%
归属母公司净利润	1,023	345	1,219	1,608	466%
EPS (元)	0.35	0.12	0.42	0.50	417%

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

表 2: 各季度业绩回顾

百万	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
营业收入	1,153.24	1,469.40	1,552.53	1,418.96	839.27
手续费及佣金净收入	841.53	1,192.05	1,403.75	1,046.37	852.32
利息净收入	105.98	115.33	143.11	196.40	159.00
投资净收益	161.21	39.75	76.16	216.23	-127.72
公允价值变动净收益	35.98	113.49	-95.64	-23.86	-55.01
营业支出	380.56	563.09	688.60	44.85	440.13
营业税金及附加	50.12	61.14	77.91	76.79	47.73
业务及管理费用	346.17	501.30	545.20	345.81	389.84
资产减值损失	0.53	1.12	1.46	1.88	2.49
利润总额	785.46	902.39	861.91	1,372.40	469.78
净利润	612.88	640.98	661.00	988.71	358.06
归属母公司的净利润	597.00	622.02	637.33	970.31	342.95
全面摊薄 EPS(元)	0.21	0.21	0.21	0.29	0.10
主要比率					
管理费率	30%	34%	35%	24%	46%
营业利润率	67%	62%	56%	97%	48%
净利率	52%	42%	41%	68%	41%
YOY					
收入	-	-	-	-	-27%
归属母公司净利润	-	-	-	-	-43%

资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测简表

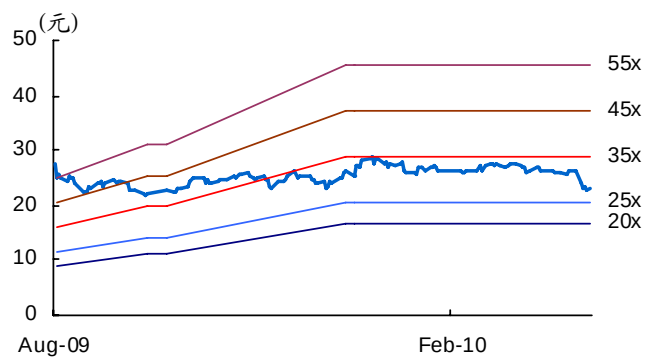
单位: 百万		2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入		5,594.13	5,434	6,793	7,861.93
	手续费及佣金净收入	4,483.70	3,721	4,378	4,399.74
	其中: 代理买卖证券业务净收入	3,640.52	2,703	2,960	2,572.42
	证券承销业务净收入	242.43	159	175	192.43
	托管客户资产管理业务净收入	600.76	859	1,244	1,634.89
	利息净收入	560.82	730	1,063	1,511.11
	投资净收益	493.35	477	779	1,376.44
	公允价值变动净收益	29.98	464	528	528.00
	汇兑净收益	-0.21	-0	0	0.00
	其他业务收入	26.48	42	44	46.64
二、营业支出		1,677.11	2,028	2,483	2,873.33
	营业税金及附加	265.96	254	306	353.79
	管理费用	1,738.48	1,768	2,174	2,515.82
	资产减值损失	-332.32	0	0	0.00
	其他业务成本	4.99	5	4	3.73
三、营业利润		3,917.02	3,406	4,310	4,988.59
	加: 营业外收入	24.71	72	0	0.00
	减: 营业外支出	19.57	1	0	0.00
四、利润总额		3,922.16	3,477	4,310	4,988.59
	减: 所得税	1,018.59	863	1,077	1,247.15
五、净利润		2,903.57	2,613	3,232	3,741.45
	归属于母公司所有者的净利润	2,826.66	2,501	3,058	3,512.56
	减: 少数股东损益	76.91	112	174	228.89
六、每股收益:					
	每股收益(元)	0.83	0.73	0.89	1.03

表 4: 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	09	10E	08	09E	10E	08	09E	10E			
中信证券	600030	1.10	1.35	1.14	-41%	23%	-16%	26.3	21.4	25.4	3.2	15.5%	1874
海通证券	600837	0.40	0.55	0.67	-75%	38%	22%	34.8	25.3	20.8	3.3	10.1%	1402
广发证券	000776	1.23	1.87	1.96	-76%	52%	5%	38.2	25.1	24.0	8.6	0.0%	1412
光大证券	601788	0.47	0.83	0.73	-71%	77%	-12%	49.1	27.8	31.6	4.1	12.6%	917
长江证券	000783	0.42	0.80	0.91	-70%	90%	14%	36.0	18.9	16.6	6.7	25.3%	362
国元证券	000728	0.36	0.53	0.61	-77%	47%	15%	43.1	29.3	25.4	2.3	6.9%	352
西南证券	600369	0.07	0.51	0.63	-85%	629%	24%	228.3	31.3	25.4	6.7	21.5%	313
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.80	-78%	157%	4%	62.9	24.5	23.6	4.7	17.6%	310
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.34	-196%	-165%	21%	-36.4	55.9	46.1	15.5	11.4%	260
东北证券	000686	0.69	1.41	1.58	-64%	104%	12%	43.8	21.4	19.1	7.0	29.9%	214
国金证券	600109	0.755	0.52	0.62	-43%	-31%	19%	25.0	36.3	30.5	8.0	19.9%	207
华泰证券	601688	0.28	0.82	0.76	-78%	193%	-7%	69.1	23.6	25.5	8.8	27.3%	1225
合计		0.56	0.87	0.91		56%	5%	49.0	28.2	25.9	4.9	13.9%	759

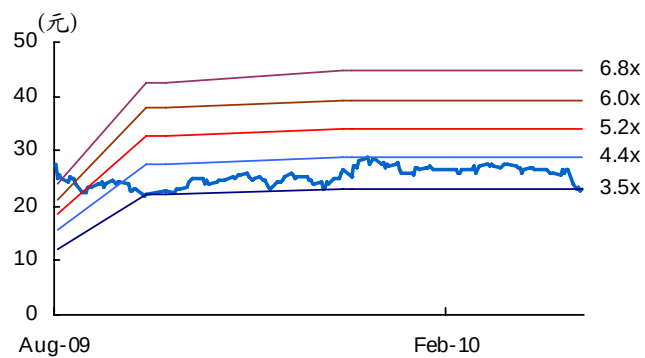
资料来源: 招商证券

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。