

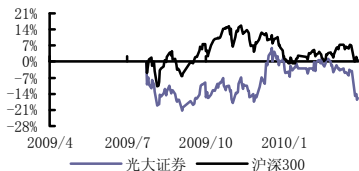
金融服务业 - 证券业

Financial Service - Security

2010 年 4 月 26 日

市场数据	2010 年 4 月 26 日
当前价格 (元)	21.82
52 周价格区间 (元)	21.56-29.01
总市值 (百万)	74580.76
流通市值 (百万)	11346.40
总股本 (百万股)	3418.00
流通股 (百万股)	520.00
日均成交额 (百万)	839.68
近一月换手 (%)	82.75%
Beta (2 年)	-
第一大股东	中国光大 (集团) 总公司
公司网址	http://www.ebscn.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
光大证券	-17.07%	-21.85%	0.00%
沪深 300	-2.61%	-5.23%	23.00%

相关报告

《光大证券新股价值分析报告——借上市东风，增长潜力》，2009.8

执业证书号：
S1030209070558

俞冲

0755-83199599-8218

yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，俞冲，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

自营亏损拖累业绩

—光大证券 (601788.SH) 2010 年 1 季报点评

评级： 中性

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	5594.13	4,758.65	5,123.48	5,492.76
净利润 (百万元)	2,826.66	1,848.83	2,107.72	2,272.44
每股收益 (元)	0.92	0.54	0.62	0.66
净利润增长率%	106.70%	-34.59%	14.00%	7.81%
每股净资产 (元)	6.57	6.77	7.11	7.46
市盈率	23.72	40.34	35.38	32.82
市净率	3.32	3.22	3.07	2.92

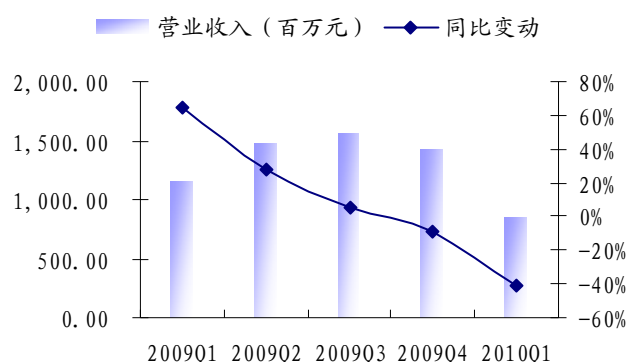
资料来源：世纪证券研究所

- **概述：**公司 2010 年 1-3 月共实现归属母公司净利润 3.43 亿元，同比下降 42.55%。经纪业务收入下降、自营投资亏损以及管理费用刚性是造成公司 1 季度业绩下滑的主要消极因素。
- **经纪业务：**尽管公司 1-3 月代理买卖证券交易量同比上升了 12.17%，但佣金率同比 20% 的下滑冲抵了交易量上升的作用。1 季度公司市场占有率较去年全年小幅下降 0.15 个百分点，但由于近 3 年一直稳定在 3% 左右水平，该降幅整体而言仍在正常范围内。
- **自营业务：**投资及公允价值变动收益亏损是影响公司业绩的主要原因。公司同比降低了交易性金融资产规模 45.04%，可供出售金融资产规模则同比大幅增加了 50.33%。但从二者的比例和构成看，市场风险敞口仍较大。但公司直投子公司有望在未来贡献业绩。
- **投行与资管：**投行业务 1 季度主要收入源自债券承销，而 2 季度有两只股票主承销项目，预计上半年投行业务收入将有进一步改观。资管业务在 1 季度发挥出了良好的业绩稳定器作用。但需要指出的是，今年以来，公司存续的 6 个产品表现平平，大都跑输同期大盘，因此可能会对未来资产管理业务造成一定消极影响。
- **管理费用率：**管理费用支出呈现出较强的刚性，但这种高费用率的特征也给予了公司较大的费用压缩空间。
- **盈利预测与投资评级：**预测 2010-2012 年 EPS 为 0.54、0.62 和 0.66 元，BVPS 为 6.77、7.11 和 7.46 元，以 2010 年 4 月 26 日收盘价为基准，折合 40.34、35.38 和 32.82 倍 PE，高于行业平均水平，3.22、3.07 和 2.92 倍 PB，略低于行业平均水平。尽管公司在创新业务和直投方面存在不少亮点，但考虑到作为收入主体的传统业务缺乏持续增长动力的现状以及市场波动风险进一步加大的情况，给予公司“中性”投资评级。

净利润同比下滑 42.55%

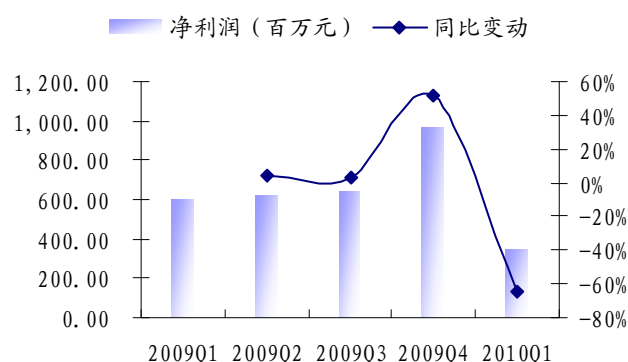
公司 2010 年 1-3 月共实现营业收入 8.39 亿元，同比下降 27.43%，营业利润 3.99 亿元，同比下降 48.34%，归属母公司净利润 3.43 亿元，折合每股收益 0.1 元，同比下降 42.55%。代理买卖证券净收入下降、自营投资亏损以及管理费用刚性是造成公司 1 季度业绩下滑的主要消极因素。

Figure 1 2010 年 1 季度营业收入规模及增速季度环比下降



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 2010 年 1 季度净利润规模及增速季度环比下降

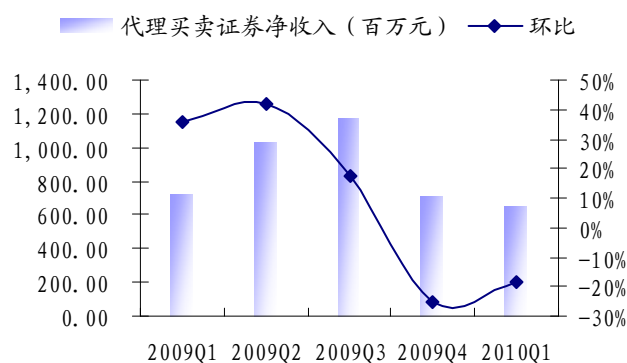


资料来源：公司报告、世纪证券研究所

佣金率下滑是经纪业务主要挑战

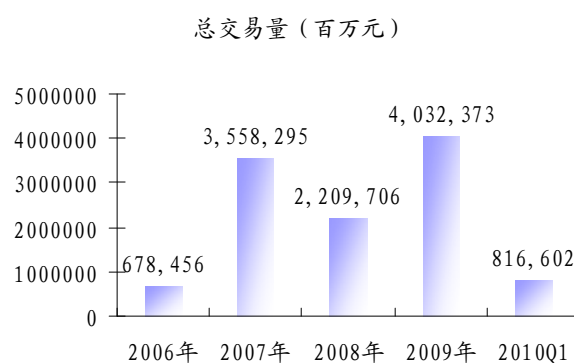
公司今年 1 季度总共实现代理买卖证券净收入 6.54 亿元，同比下降了 9.82%。尽管公司 1-3 月代理买卖证券交易量 8166.02 亿元，同比上升了 12.17%，但佣金率进一步从去年同期的 0.10% 到 2010 年 1 季度的 0.08% 的下滑冲抵了交易量上升的作用。1 季度公司市场占有率较去年全年小幅下降了 0.15 个百分点，但由于近 3 年一直稳定在 3% 左右水平，该降幅整体而言仍在正常范围内。

Figure 3 今年 1 季度经纪业务收入规模及增速季度环比下降



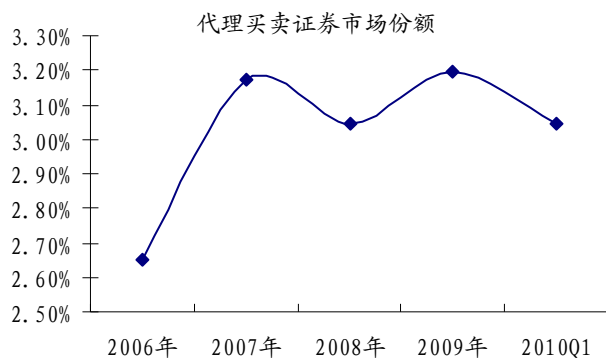
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 4 2006-2010Q1 光大证券总代理买卖交易量统计



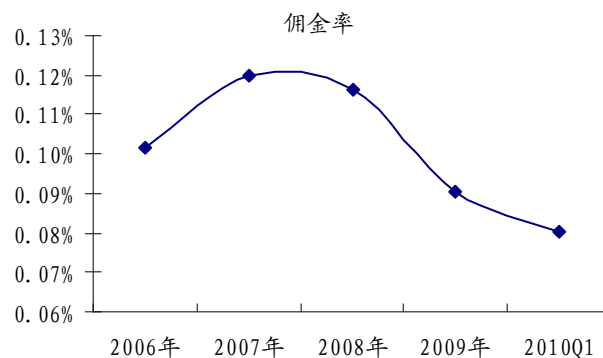
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 5 近 3 年来代理买卖证券市场份额整体稳定



资料来源：公司报告、伟海证券网、世纪证券研究所

Figure 6 代理买卖证券业务佣金率呈下滑趋势



资料来源：公司报告、伟海证券网、世纪证券研究所

自营业务亏损拖累业绩

公司今年 1 季度投资收益及公允价值变动收益总共亏损 1.83 亿元，这是影响公司业绩的主要原因之一。公司同比降低了交易性金融资产规模 45.04%，可供出售金融资产规模则同比大幅增加了 50.33%。但从二者的比例和构成看，市场风险敞口仍较大。但公司直投子公司有望在未来贡献业绩。

投行与资产管理业务成为稳定器

1 季度承销业务实现净收入 3000 万元，远超去年同期，但公司今年 1 季度仅主承销了杉杉债与大亚债 2 只债券。但公司在 2 季度主承销了长青股份和嘉欣丝绸两个项目，预计上半年投行业务收入将有进一步改观。

公司受托资产管理业务已经具备较强优势，截至最新数据，其产品资产净值规模与投资回报率均位居行业第一梯队。1 季度资产管理业务实现净收入 1.68 亿元，同比增长 45.91%，主要原因是公司在 2009 年 1 季度以来连续发行了光大阳光 5 号、6 号、集结号 and 基中宝 4 只产品，共计 96.43 亿份，远超此前光大阳光及 3 号 25.87 亿份的规模，从而在 1 季度经纪与自营投资表现不佳的情况下，发挥出了良好的业绩稳定器作用。但需要指出的是，今年以来，公司存续的 6 个产品表现平平，大都跑输同期大盘，因此可能会对未来资产管理业务造成一定消极影响。

Figure 7 券商集合理财产品规模统计

管理人	产品数量	份额合计 (亿份)	资产净值合计 (亿元)
光大证券	6	107.26	113.9451
中信证券	7	94.42	101.4303
国泰君安证券	5	99.08	100.0401

华泰证券	9	62.44	72.1711
国信证券	6	61.48	61.8128
中金公司	10	55.05	57.8573
东方证券	7	50.39	55.4761
招商证券	5	51.72	49.0776
长江证券	7	34.75	36.0404
广发证券	2	18.41	30.2083

资料来源: Wind 资讯

Figure 8 券商集合理财产品平均回报率统计

排名	管理人	成立以来平均回报率
1	广发证券	158.7%
2	国信证券	94.1%
3	东方证券	79.3%
4	光大证券	69.0%
5	中信证券	50.8%
6	华泰证券	49.8%
7	国元证券	35.2%
8	中金公司	34.3%
9	东海证券	25.1%
10	国都证券	23.7%

资料来源: Wind 资讯

Figure 9 光大证券集合理财产品今年以来回报率统计

	成立时间	今年以来收益率 %	同期参考指数涨跌幅 %
光大阳光 1 号	2005-4-28	5.52	15.89
光大阳光 3 号	2008-8-6	4.91	15.28
光大阳光 5 号	2009-1-21	2.93	0.51
光大阳光 6 号	2009-12-28	5.63	15.99
光大阳光集结号	2010-1-28	7.04	11.79
光大阳光基中宝	2009-7-28	-4.63	5.73

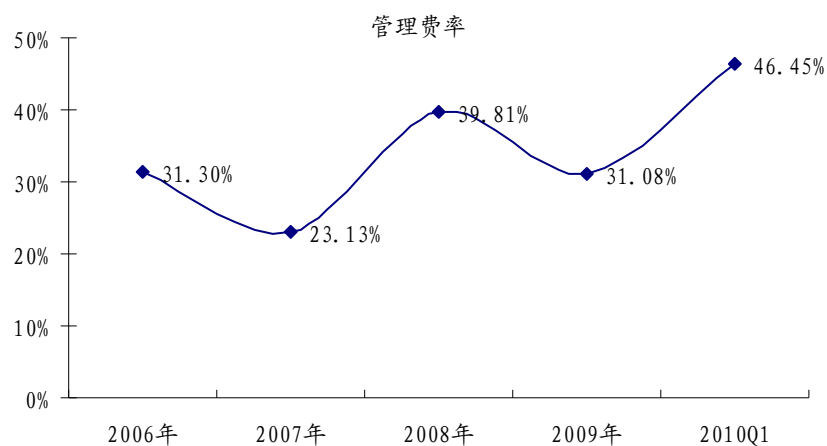
资料来源: Wind 资讯

注: 光大阳光 5 号参考指数为中债总财富指数, 其余为沪深 300 指数

管理费用支出呈现出较强刚性

尽管营业收入下滑, 但公司管理费用支出反而增加了约 0.44 亿元, 从而将管理费用率推高至 46.45% 这一近 4 年来的高点。主要原因是经历了 2009 年行情相对较好的年份后, 员工薪酬支出不减反增, 从而令管理费用支出呈现出较强的刚性。但这种高费用率的特征也给予了公司较大的费用压缩空间。

Figure 10 今年 1 季度管理费用率反弹



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

预测 2010-2012 年 EPS 为 0.54、0.62 和 0.66 元，BVPS 为 6.77、7.11 和 7.46 元，以 2010 年 4 月 26 日收盘价为基准，折合 40.34、35.38 和 32.82 倍 PE，高于行业平均水平，3.22、3.07 和 2.92 倍 PB，略低于行业平均水平，尽管公司在创新业务和直投方面存在不少亮点，但考虑到作为收入主体的传统业务缺乏持续增长的动力的现状以及市场波动风险进一步加大的情况，给予公司“中性”投资评级。

风险因素

- 1、市场交易量大幅萎缩；
- 2、自营投资产生巨额亏损。

盈利预测表

Figure 11 光大证券盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	9,824.40	3,691.02	5,594.13	4,758.65	5,123.48	5,492.76
手续费及佣金净收入	4,884.43	3,363.97	4,483.70	4,019.79	4,269.19	4,515.64
其中：代理买卖证券业务净收入	4,272.68	2,571.81	3,640.52	3,038.00	3,125.59	3,183.04
证券承销业务净收入	186.26	181.00	242.43	290.92	349.10	418.92
受托客户资产管理业务净收入	425.49	611.16	600.76	690.87	794.50	913.67
利息净收入	278.15	498.69	560.82	616.90	678.59	746.45
投资净收益	3,418.50	1,113.07	493.35	100.00	150.00	200.00
公允价值变动净收益	1,190.60	-1,315.83	29.98	0.00	0.00	0.00

	汇兑净收益	-9.66	-11.64	-0.21	-7.17	-6.34	-4.57
	其他业务收入	62.36	42.76	26.48	29.13	32.04	35.25
二、营业支出		2,646.86	2,024.58	1,677.11	2,232.12	2,242.94	2,387.25
	营业税金及附加	401.31	181.82	265.96	218.34	243.68	258.14
	管理费用	2,272.06	1,469.24	1,738.48	1,808.29	1,793.22	1,922.47
	资产减值损失	-41.78	371.26	-332.32	200.00	200.00	200.00
	其他业务成本	15.28	2.25	4.99	5.49	6.04	6.64
三、营业利润		7,177.53	1,666.44	3,917.02	2,526.53	2,880.54	3,105.51
	加：营业外收入	3.77	83.64	24.71	27.18	29.90	32.89
	减：营业外支出	219.39	20.68	19.57	21.53	23.68	26.05
四、利润总额		6,961.91	1,729.40	3,922.16	2,532.18	2,886.76	3,112.36
	减：所得税	2,233.02	274.48	1,018.59	633.05	721.69	778.09
五、净利润		4,728.89	1,454.93	2,903.57	1,899.14	2,165.07	2,334.27
	减：少数股东损益	42.53	87.38	76.91	50.30	57.35	61.83
	归属于母公司所有者的净利润	4,686.36	1,367.54	2,826.66	1,848.83	2,107.72	2,272.44
六、每股收益：		1.68	0.47	0.92	0.54	0.62	0.66

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.