

审慎推荐-A (下调)**光大证券 601788.SH**

目标估值: NA

当前股价: 15.92 元

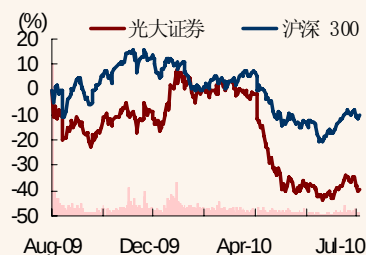
2010 年 8 月 16 日

传统业务压力显现，创新业务颇具亮点**基础数据**

上证综指	2607
总股本 (万股)	341800
已上市流通股 (万股)	52000
总市值 (亿元)	544
流通市值 (亿元)	83
每股净资产 (MRQ)	6.3
ROE (TTM)	11.3
资产负债率	62.4%
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	3	-39	-19
相对表现	-2	-25	-2

**相关报告**

- 1、《创新业务东风乍起，资管业务战鼓轰鸣》2010/1/25
- 2、《经纪业务压力骤增，融资融券蓄势待发》2010/3/23
- 3、《自营投资不佳，业绩低于预期》2010/4/26

洪锦屏

0755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn
 S1090210070016

罗毅

0755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn
 S1090208070228

光大证券佣金费率同比下降 34% 是业绩下降主要原因，短期盈利增长点不足，给与审慎推荐评级。

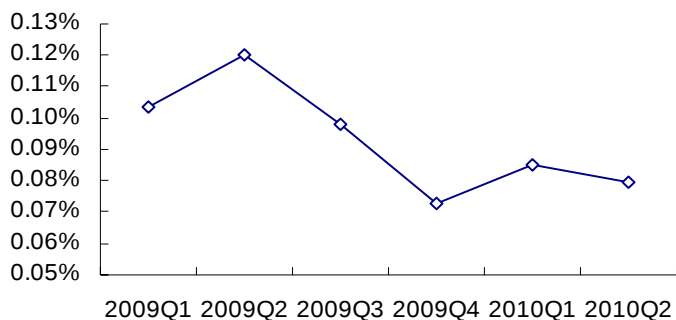
- **二季度环比改善，投资收益逆势回暖。**光大证券上半年实现归属母公司的净利润 8.3 亿元，同比下降 32%，每股收益 0.24 元。每股净资产 6.28 元，同比下降 4.37%，其他综合收益亏损 1 亿元。公司业绩略好于我们的预期，在股票交易量环比下降 5% 和上证指数跌幅扩大的二季度，公司营业收入环比增长 32% 难能可贵，主要来自承销收入的增长和自营投资策略的及时转换带来投资收益逆势回暖。但佣金费率的大幅下滑导致代理买卖证券业务收入同比明显萎缩，因而全年来看公司的业绩仍面临较大的压力。
- **费率下降趋势未止，市场份额环比反弹。**上半年代理买卖证券业务净收入 12.3 亿元，同比下降 25%，二季度股基权市场份额 3.14%，环比上升 12%，手续费率 0.079%，环比下降 7%，同比下降 34%。公司市场占有率对手续费率的弹性非常明显，一季度费率上升后市场份额下降至 2.8%，二季度费率下降后市场份额立即回升，两难困境难以摆脱。在行业费率企稳的环境下，公司佣金费率止跌有望但回调较难，经纪业务收入平台式的下降较难回补。
- **自营策略及时调整，投资规模大幅减小。**公司上半年自营亏损 2.2 亿元，交易性和可供出售类金融资产余额 38 亿元，占净资本的 22%，其中权益类 13.6 亿元，总规模较 09 年底下降 52%，较一季末下降 24%。公司缩减了权益类的投资规模，债券公允价值上升及其利息收入使二季度投资收益在股市跌幅加深的背景下环比回暖。公司的自营规模大幅缩减，风险敞口处于较低水平。
- **投行优势逐步褪去，资管业务稳步增长。**公司上半年承销收入 1.63 亿元，仅二季度主承销 3 个首发项目，股票债券总承销规模行业排名 32，与公司的资本实力和业务规模并不相称。公司资管收入 3.2 亿元，同比增长 31%，期末集合资产管理计划净值规模 100 亿元，处行业第二位。
- **光大证券的经纪和投行业务目前面临艰难转型，盈利贡献占比下降，反而在创新业务方面颇具亮点。**截至期末公司融资融券余额约占沪深交易所日均余额的 13%，光大期货实现收入 0.48 亿元，资产管理业务稳健发展。但短期盈利增长点不足，给与审慎推荐评级，下调 2010 年盈利预测至 0.61 元。

□ **风险因素：**佣金费率继续下滑，交易量萎缩，股市大幅下跌。

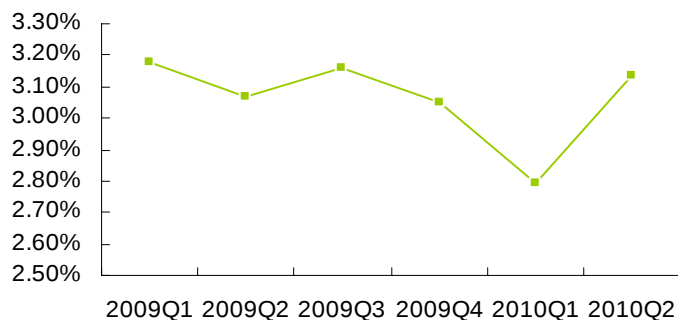
财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
同比增长	3,691	5,594	5,168	6,999	8,129
营业利润(百万元)	-62%	52%	-8%	35%	16%
同比增长	1,666	3,917	2,765	4,232	4,916
净利润(百万元)	-77%	135%	-29%	53%	16%
同比增长	1,455	2,904	2,201	3,174	3,687
每股收益(元)	-69%	100%	-24%	44%	16%
PE	0.47	0.83	0.61	0.88	1.01
PB	31.7	18.7	24.7	17.1	14.8

资料来源：招商证券

图1：佣金费率同比大幅下降


资料来源：WIND，公司报表，招商证券研发中心

图2：二季度股基权市场份额回升


资料来源：WIND，公司报表，招商证券研发中心

表1：2010年中期业绩回顾

(百万元)	08H1	08H2	09H1	09H2	2010H1	同比	环比
营业收入	2,249	1,442	2,623	2,971	1,948	-26%	-34%
营业利润	1,288	378	1,679	2,238	979	-42%	-56%
营业税金及附加	141	40	111	155	98	-12%	-36%
管理费用	812	657	847	891	864	2%	-3%
投资收益	234	-141	201	292	-106	-153%	-136%
公允价值变动净收益	-1,434	118	149	-119	-45	-130%	-62%
所得税	197	78	434	585	250	-42%	-57%
归属母公司净利润	1,023	345	1,219	1,608	829	-32%	-48%
EPS (元)	0.35	0.12	0.42	0.50	0.24	-43%	-52%

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	10Q2
营业收入	11.53	14.69	15.53	14.19	8.39	11.09
手续费及佣金净收入	8.42	11.92	14.04	10.46	8.52	8.63
利息净收入	1.06	1.15	1.43	1.96	1.59	2.11
投资净收益	1.61	0.40	0.76	2.16	-1.28	0.22
公允价值变动净收益	0.36	1.13	-0.96	-0.24	-0.55	0.10
营业支出	3.81	5.63	6.89	0.45	4.40	5.29
营业税金及附加	0.50	0.61	0.78	0.77	0.48	0.51
业务及管理费用	3.46	5.01	5.45	3.46	3.90	4.74
资产减值损失	-0.16	-0.00	0.64	-3.80	0.00	0.02
利润总额	7.85	9.02	8.62	13.72	4.70	6.41
净利润	6.13	6.41	6.61	9.89	3.58	5.03
归属母公司的净利润	5.97	6.22	6.37	9.70	3.43	4.86
全面摊薄 EPS(元)	0.21	0.21	0.21	0.29	0.10	0.14
主要比率						
管理费率	30%	34%	35%	24%	46%	43%
营业利润率	67%	62%	56%	97%	48%	52%
净利率	53%	44%	43%	70%	43%	45%
YOY						
收入	--	-22%	40%	103%	-27%	-25%
归属母公司净利润	--	-33%	80%	1060%	-43%	-22%

资料来源：公司报表，招商证券整理

敬请阅读末页的重要说明

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	5,594	5,168	6,999	8,129
手续费及佣金净收入	4,484	3,689	4,603	4,687
其中: 代理买卖证券业务净收入	3,641	2,487	2,923	2,572
证券承销业务净收入	242	396	436	479
托管客户资产管理业务净收入	601	806	1,244	1,635
利息净收入	561	756	1,063	1,511
投资净收益	493	391	779	1,376
公允价值变动净收益	30	309	528	528
汇兑净收益	-0	-1	0	0
其他业务收入	26	25	26	27
二、营业支出	1,677	2,403	2,767	3,213
营业税金及附加	266	243	315	366
管理费用	1,738	2,152	2,450	2,845
资产减值损失	-332	2	0	0
其他业务成本	5	5	2	2
三、营业利润	3,917	2,765	4,232	4,916
加: 营业外收入	25	138	0	0
减: 营业外支出	20	6	0	0
四、利润总额	3,922	2,897	4,232	4,916
减: 所得税	1,019	696	1,058	1,229
五、净利润	2,904	2,201	3,174	3,687
归属于母公司所有者的净利润	2,827	2,101	3,000	3,458
减: 少数股东损益	77	99	174	229
六、每股收益:				
每股收益(元)	0.83	0.61	0.88	1.01

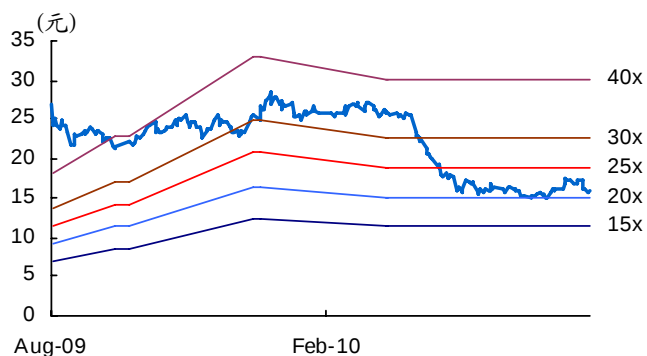
资料来源: 公司报表, 招商证券研发中心

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)
		08	09	10E	08	09	10E	08	09	10E			
中信证券	600030	0.73	0.90	1.27	-41%	23%	41%	16.7	13.6	9.6	1.9	14.2%	1215
海通证券	600837	0.40	0.55	0.52	-75%	38%	-6%	24.3	17.7	18.8	1.8	10.2%	799
广发证券	000776	1.23	1.87	1.34	-76%	52%	-28%	24.8	16.3	22.9	4.7	5.3%	766
光大证券	601788	0.47	0.83	0.61	-71%	77%	-27%	33.9	19.2	26.1	2.4	13.4%	544
长江证券	000783	0.42	0.80	0.51	-70%	90%	-36%	27.7	14.5	22.8	2.6	17.1%	252
国元证券	000728	0.36	0.53	0.50	-77%	47%	-5%	34.9	23.7	25.0	1.7	8.1%	246
西南证券	600369	0.07	0.51	0.50	-85%	629%	-2%	195.7	26.9	27.4	5.3	18.7%	261
宏源证券	000562	0.30	0.77	0.88	-78%	157%	14%	56.6	22.1	19.3	3.6	22.7%	248
太平洋	601099	-0.43	0.28	0.23	-196%	-165%	-18%	-27.6	42.3	51.5	9.6	19.6%	178
东北证券	000686	0.69	1.41	0.85	-64%	104%	-40%	33.1	16.2	26.9	4.5	28.0%	146
国金证券	600109	0.755	0.52	0.54	-43%	-31%	4%	19.1	27.7	26.6	5.4	18.7%	144
华泰证券	601688	0.28	0.82	0.59	-78%	193%	-28%	50.4	17.2	23.9	2.6	14.7%	790
合计		0.44	0.82	0.69		86%	-15%	40.8	21.4	25.1	2.8	8.5%	466

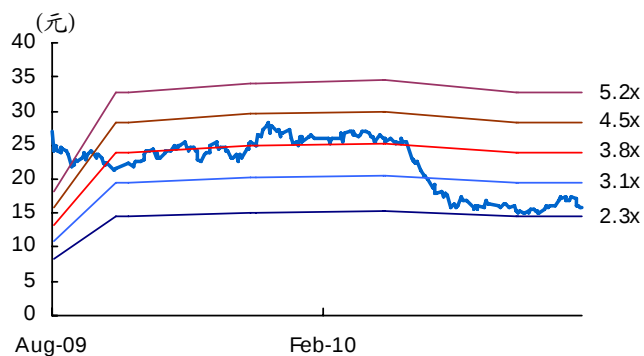
资料来源: 招商证券

图 3: 光大证券历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 光大证券历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

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。

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

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。