



刘洋
021-53519888-1976
lenonyu@hotmail.com
执业证书编号: S0870109100970

基本数据 (Y11Q1)

5月16日股价(元)	14.52
12mth A 股价格区间(元)	13.90/19.49
总股本(百万股)	3418
无限售 A 股/总股本	31.98%
流通市值(百万元)	15870
每股净资产(元)	6.81
PBR (X)	2.13
DPS (10, 元)	0.45 (含税)

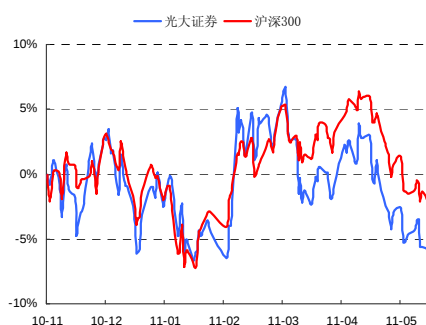
主要股东 (Y11Q1)

中国光大(集团)总公司	33.92%
中国光大控股有限公司	33.33%
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	3.74%

收入结构 (Y11Q1)

手续费及佣金净收入(百万元)	910
利息净收入(百万元)	270
投资净收益(百万元)	135
公允价值变动净收益(百万元)	19.64

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LY11-CT08

相关报告:

首次报告时间: 2010 年 1 月 15 日

经纪业务“价量”趋稳,

自营投资收益好转趋势明显

——光大证券 10 年年报及 11 年 1 季报点评

■ 公司动态:

2010 年,光大证券实现营业收入 50.54 亿元,同比下降 9.65%;归属于上市公司股东的净利润 22 亿元,每股收益 0.64 元,同比下降 22.17%,公司业绩表现与行业持平;11 年 1 季度,公司营业收入 13.41 亿元,同比增长 59.75%,领先行业,经纪、投行、资产管理、自营业务占比分别为 43.97%、13.35%、10.58%、11.55%,其中,经纪、资产管理业务占比较 10 年有所下降,而投行、自营业务占比上升。

■ 主要观点:

1 季度经纪业务“价量”趋稳

10 年,公司代理买卖证券业务净收入 27.48 亿元,同比下降 24.52%,佣金率为 0.077%,较 09 年下降 20.87%;11 年 1 季度,公司代理买卖证券业务净收入 5.9 亿元,同比下降 9.86%,佣金率为 0.086%,止住了下滑趋势,经纪业务将主要取决于市场成交额的变动情况;经纪业务市场份额为 3.114%,与过去 3 年持平。

1 季度自营业务大幅增长

11 年 1 季度,公司自营收益 1.55 亿元,10 年 1 季度是亏损 1.83 亿元。由于公司在去年 1 季度投资失误,导致中期投资收益仍为亏损,预计 11 年中期公司自营业务收益仍将维持较好的增速。

投行业务收入持续增长

10 年,公司实现投行业务收入 4.80 亿元,同比大增 98%,股票 IPO 项目融资规模排名行业第 18 位,投行业务竞争力居中;11 年 1 季度,公司投行业务收入 1.79 亿元,同比增长 493.11%,投行业务持续增长。

■ 投资建议:

未来六个月内,维持公司“跑赢大市”评级。

我们预测光大证券 11-12 年 EPS 为 0.80 元、0.90 元,对应 5 月 16 日收盘价 14.52 元,11 年动态市盈率为 18 倍,在券商股中相对估值居中;考虑到公司业绩抗跌性较好,我们维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

表:光大证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	5,594	5,054	6,587	7,392
年增长率 (%)	51.56	-9.65	30.34	12.21
归属于母公司的净利润	2,827	2,200	2,744	3,069
年增长率 (%)	106.70	-22.17	24.71	11.86
每股收益 (元)	0.83	0.64	0.80	0.90
PER (X)	17.56	22.56	18.09	16.17

注:有关指标按最新总股本 3418 百万股计算;PER 按 5 月 16 日收盘价 14.52 元计算。

一、公司业绩表现较行业 10 年持平，1 季度领先

根据证券业协会公布数据，106家证券公司2010年共实现营业收入1911.02亿元，累计实现净利润775.57亿元，同比分别下降6.80%和16.85%。其中，经纪业务收入1084.90亿元，占比56.77%，同比下降12.46个百分点；投行业务收入272.32亿元，占比14.25%，同比增加6.86个百分点；资产管理业务收入21.83亿元，占比1.14%，同比增加0.36个百分点；自营收入206.76亿元，占比10.82%，同比下降0.48个百分点。由于佣金率下降导致经纪业务在收入中所占权重大幅下降，同时IPO上市企业数量快速增长推动投行业务占比上升。

2010年，光大证券实现营业收入50.54亿元，同比下降9.65%；归属于上市公司股东的净利润22亿元，每股收益0.64元，同比下降22.17%，公司业绩表现与行业持平；其中，经纪、自营、投行业务分别贡献营业收入的54.37%、13.08%、9.50%，成为公司业绩的三大支撑，此外，公司实现利息净收入7.33亿元，占营业收入比例为14.51%。

10年末公司每股净资产为6.65元，较上年度末增加1.68%；实现加权净资产收益率为9.76%，比上年的18.74%减少了8.98个百分点；截至2010年底，公司总资产为595.79亿元，归属上市公司股东权益为227.16亿元，净资本为176.47亿元。

图 1 10 年证券业收入结构情况（亿元，%）

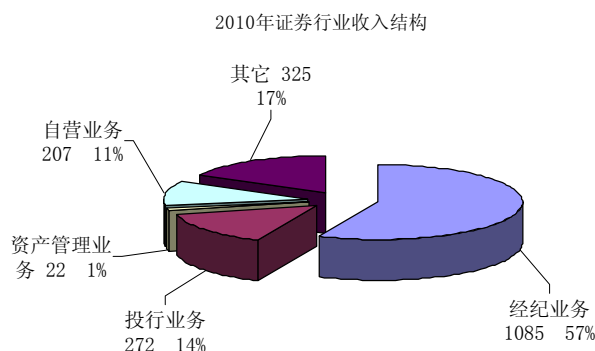
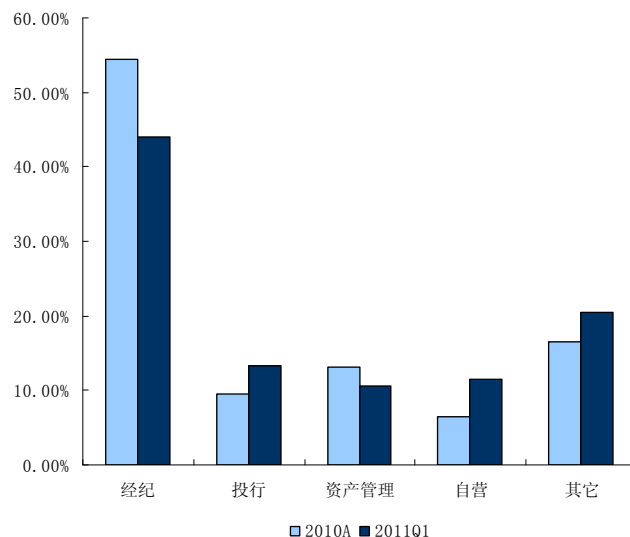


图 2 10 年及 11Q1 光大证券收入结构占比（%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

从 11 年 1 季度数据来看，光大证券营业收入 13.41 亿元，同比增长 59.75%，较行业表现领先，经纪、投行、资产管理、自营业务占比分别为 43.97%、13.35%、10.58%、11.55%，其中，经纪、资产管理业务占比较 10 年有所下降，而投行、自营业务占比上升。1 季度末，公司每股净资产为 6.81 元。

二、1 季度经纪业务“价量”趋稳

2010年，公司代理买卖证券业务净收入27.48亿元，同比下降24.52%，折算平均佣金率为0.077%，较09年0.097%下降了0.020个百分点，下降幅度为20.87%，平均佣金率低于行业均值；到2011年1季度，公司代理买卖证券业务净收入5.9亿元，同比下降9.86%，平均佣金率为0.086%，1季度公司的佣金率止住了下滑趋势，公司的经纪业务将主要取决于市场成交额的变动情况。

公司经纪业务主要来自广东、浙江、上海、北京等经济发达地区，面临行业内最为激烈的市场竞争环境，经纪业务抗冲击能力更强。公司经纪业务市场份额为3.114%，与过去3年持平。

图 3 07-10 年证券业经纪业务佣金率变化趋势（亿元，%）

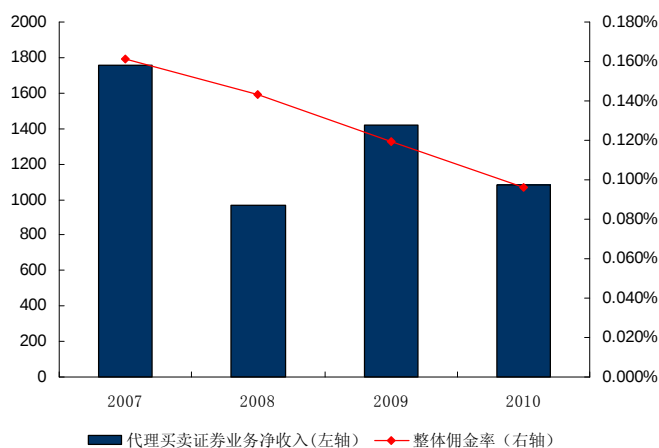
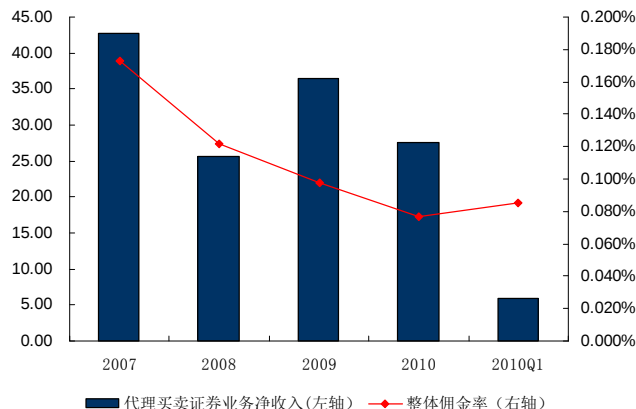


图 4 07-11Q1 光大证券经纪业务佣金率变化趋势（亿元，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

图 5 08-11Q1 证券业营业部数量变化趋势（家，%）

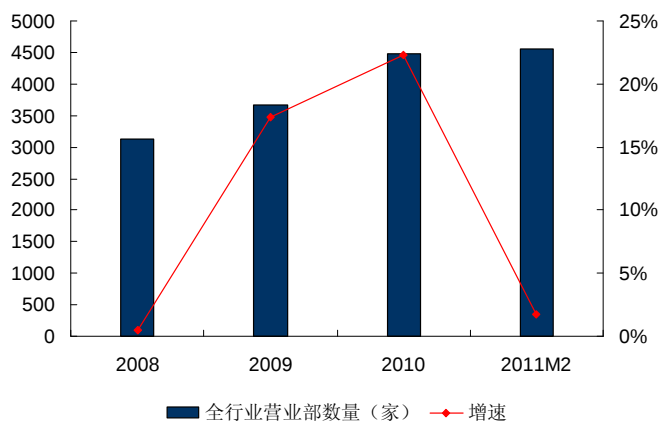
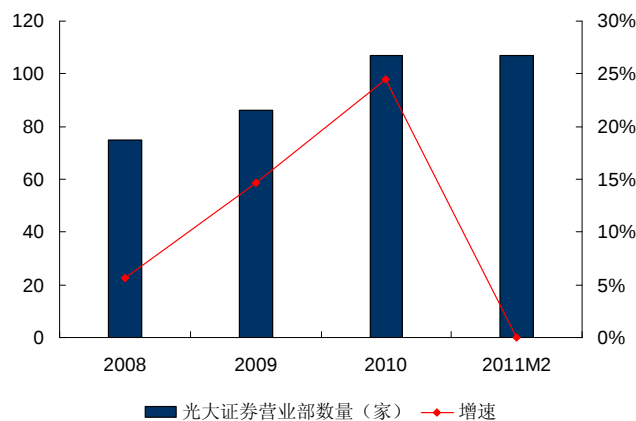


图 6 08-11Q1 光大证券营业部数量变化趋势（家，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

数据来源：Wind，上海证券研究所

三、1 季度自营业务大幅增长

2010 年，公司实现自营业务投资净收益 3.29 亿元，同比下降 23.03%，公司自营业务的账面价值为 103.65 亿元，较 09 年底的 80.51

亿元增加了 23.15 亿元；2011 年 1 季度，公司自营收益 1.55 亿元，10 年 1 季度是亏损 1.83 亿元。由于公司在去年 1 季度投资失误，导致中期投资收益仍为亏损，今年 1 季度自营业务出现了拐点，我们预计到 2011 年中期，公司自营业务收益仍将维持较好的增速。

公司自营业务资产中配置固定收益类证券的比例为 61.22%，权益类资产及衍生品的比例为 31.07%，权益资产配置比较 09 年上升 14.11 个百分点。

四、投行业务收入持续增长

2010 年，公司实现投行业务收入 4.80 亿元，同比大增 98%。截止报告期末，公司共有保荐代表人 55 人，较上年末增加 41%，公司共完成 9 家保荐主承销项目，完成过会待发行项目 5 家。公司的股票 IPO 项目融资规模排名行业第 18 位，投行业务竞争力居中。

2011 年 1 季度，公司投行业务收入 1.79 亿元，同比增长 493.11%，投行业务持续增长。

五、1 季度资产管理业务收入环比有所下降

2010 年，公司资产管理业务收入 6.61 亿元，同比增长 10%；其中，截至 2010 年 12 月 31 日，公司旗下管理的 9 支集合理财产品规模合计 99.51 亿元，行业排名第三，按管理费收入 2.87 亿元测算，公司平均管理费率为 2.88%。2011 年 1 季度，公司资产管理业务收入 1.42 亿元，同比下降 15.63%，环比下降 24.49%。

此外，10 年底公司持有光大保德信基金管理有限公司和大成基金管理有限公司 67%和 25%股权，管理基金规模分别为 317.28 亿元和 1039.68 亿元，两家基金公司的 ROE 均在 35%左右；公司按持股比例享有的基金管理规模合计 472.50 亿元，占公募基金市场份额的 1.92%。

11 年 3 月 8 日，公司将所持有光大保德信基金管理公司 12%股权转让给保德信投资管理有限公司，获得收入 3.3 亿元，之后公司持有光大保德信基金管理公司股权比例下降至 55%；我们测算公司转让股权所按 P/AUM 比例为 8.67%。

六、费用情况分析

2010 年，公司共支出业务及管理费 19.46 亿元，占营业收入的比重为 38.51%，较 09 年上升 7.44 个百分点；职工薪酬支出 8.85 亿元，占业务及管理费的比重为 45.45%，低于上期的 51.10%。

七、业绩预测、估值及建议

我们预测光大证券 11-12 年 EPS 为 0.80 元、0.90 元，对应 5 月 16 日收盘价 14.52 元，11 年动态市盈率为 18 倍，在券商股中相对估值居中；考虑到公司业绩抗跌性较好，我们维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

表 1：光大证券 2011-2012 年业绩预测与估值简表

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	5,594	5,054	6,587	7,392
年增长率（%）	51.56	-9.65	30.34	12.21
归属于母公司的净利润	2,827	2,200	2,744	3,069
年增长率（%）	106.70	-22.17	24.71	11.86
每股收益（元）	0.83	0.64	0.80	0.90
PER（X）	17.56	22.56	18.09	16.17

注：有关指标按最新总股本 3418 百万股计算；PER 按 5 月 16 日收盘价 14.52 元计算。

分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。