

光大证券 (601788)

## 新业务平稳推进，关注融资融券弹性

梁静  
021-38676850  
liangjing@gjtas.com  
S0880511010005

### 本报告导读：

光大证券将在较大程度上受益于新业务的松绑，特别是对融资融券的弹性高。

### 投资要点：

- **受益于新业务松绑。**新三板扩容、融资融券松绑以及集合理财产品备案制将是今年创新业务的三大亮点，作为业务创新的急先锋，光大证券在新三板上准备充分、融资融券积蓄已久、资产管理优势明显，政策一旦放松，公司应能够及时把握这些业务松绑带来的业务机会。
- **业绩对融资融券的弹性高。**融资融券业务规模约为额度的 20%-30%，目前余额和交易额分列第 6 位和第 3 位。我们测算，光大证券净收入对融资融券弹性约 7.8%，仅次于海通。若限制融资融券业务的对入门槛和标的股票等管制较严、无转融通等瓶颈一旦消除，公司的融资融券规模将快速放大。
- **资产管理竞争优势明显。**资产管理业务已成为光大证券的优势业务，品牌优势突出。对集合理财产品的核准制改为备案制，光大也拟设立资产管理子公司、拟设立产业基金，这些都为资产管理业务的快速增长和竞争力提升带来机遇。
- **佣金降幅应趋缓。**公司的佣金率在万八左右，仅高于兴业证券。佣金率水平处于低位、沿海地区佣金下降风险小、对营业部的考核由份额转向收入、占公司半壁江山的广东/浙江/江苏等地已开始实施佣金自律，这些都将推动佣金率降幅趋缓。
- **在(日均交易额/市场收益率)为(2500 亿元/7%)的基准假设下，我们预期光大证券 2011 年 EPS 为 0.68 元，同比有恢复性增长；而在创新业务驱动下，2012 年业绩将恢复快速增长、EPS 可达到 0.83 元。目前价格对动态 PE 为 22 倍和 18 倍。维持谨慎增持评级。**

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,529	5,594	4,980	5,481	6,550
(+/-)%	-64%	59%	-11%	10%	20%
经营利润 (EBIT)	1,666	3,917	2,851	3,192	3,881
(+/-)%	-77%	135%	-27%	12%	22%
净利润	1,368	2,827	2,203	2,314	2,821
(+/-)%	-71%	107%	-22%	5%	22%
每股净收益 (元)	0.47	0.83	0.64	0.68	0.83
每股股利 (元)	0	0	0.3	0.3	1.3

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	47%	70%	57%	58%	59%
净资产收益率 (%)	39%	51%	44%	42%	43%
投入资本回报率 (%)	13%	13%	9%	9%	11%
EV/EBITDA	4.16	2.30	2.20	2.09	1.98
市盈率	32	18	23	22	18
股息率 (%)	0.0%	0.0%	2.0%	2.0%	8.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**谨慎增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格：**20.00**

上次预测：21.00

当前价格：15.45

2011.04.07

### 交易数据

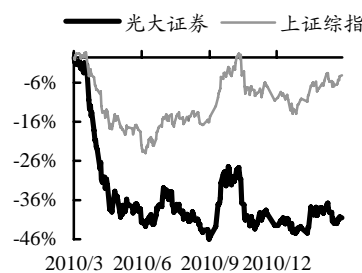
52 周内股价区间 (元)	13.90-27.29
总市值 (百万元)	52,808
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,418/1,093
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	32%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	172

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	22,061
每股净资产	6.45
市净率	2.4
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.17	0.10
Q2	0.18	0.14
Q3	0.19	0.16
Q4	0.28	0.24
全年	<b>0.83</b>	<b>0.64</b>

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	3%	-41%
相对指数	-7%	-4%	-37%

### 相关报告

- 《业绩平稳增长，自营规模显著增加》  
2010.10.31
- 《佣金率快速下滑，自营规模大幅削减》  
2010.08.16
- 《自营亏损导致业绩快速下滑》  
2010.04.26
- 《获首批试点，凸显创新优势》  
2010.04.15
- 《主业平稳发展，融资融券弹性将现》  
2010.03.23

## 1. 新业务准备充分

光大证券是业内首批创新试点券商，曾首批开展集合理财和融资融券业务，新业务一直走在行业前列。新三板扩容、融资融券松绑以及集合理财产品备案制将是今年创新业务的三大亮点，作为业务创新的急先锋，光大证券在新三板上准备充分、融资融券积蓄已久、资产管理优势明显，政策一旦放松，公司应能够及时把握这些业务松绑带来的业务机会。

**新三板。**光大证券在 2006 年初首批获得股份报价转让资格，目前担任了中科国信的主办券商、以及 14 家挂牌公司的副主办券商。目前，公司对新三板业务高度重视，已经成立新三板领导小组，配备了经纪、投行等专业人员参与新三板业务，前期准备工作充分。我们判断，作为证监会今年着力推动的市场创新，新三板在挂牌公司和投资者扩容、做市商及转板制度推出等方面都将会有实质性突破，光大证券作为综合实力强、创新能力突出以及相关业务起步较早的券商，将受益于新三板的扩容。我们测算，在未来 2-3 年内，新三板相关业务对公司净收入的贡献度有望达到 5%，但短期来看，新三板扩容进程尚未明确、券商参与新三板的业务模式也有待进一步规范，这些都将是今年新三板业务的开展带来不确定性。

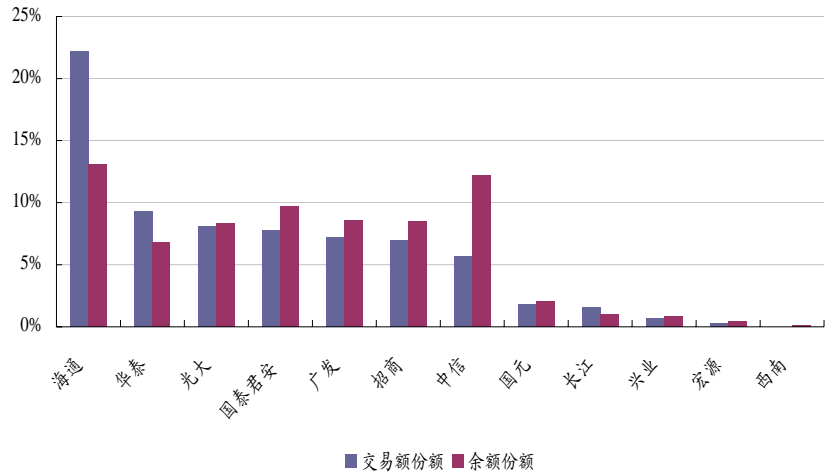
**表 1 我们对新三板业务规模及对公司收入贡献度的测算**

	2011E	2012E	2013E	2014E
承销费(挂牌/定增/转板)	7	28	69	115
佣金收入	1	6	11	6
做市差价收入	3	37	167	247
<b>新三板收入合计</b>	<b>12</b>	<b>70</b>	<b>247</b>	<b>368</b>
收入贡献度	0.22%	1.13%	3.55%	4.72%

数据来源：国泰君安证券研究

**融资融券：业绩对融资融券弹性高。**光大证券首批获得试点资格。目前融资融券额度为 50 亿元。获批以来，融资融券规模呈稳步增长态势。按照深交所的统计，截止到 2 月份，融资融券余额 4.8 亿元、融资买入额 9.3 亿元，份额为 8.1%和 8.4%，分列第 6、3 位。我们推测，光大证券全市场融资融券余额在 10-15 亿元，为额度的 20%-30%。融资融券的瓶颈在于对准入门槛和标的股票等管制较严、无转融通，这些瓶颈一旦消除，融资融券规模将快速放大。光大证券对融资融券弹性仅次于海通，届时，公司的这一特点将充分显现出来。

**图 2 光大证券融资买入额居第 3 位 (2011.1-2, 深交所)**



数据来源: 国泰君安证券研究

表 1 光大对融资融券的弹性仅次于海通证券

	中信	海通	广发	光大	招商	华泰	宏源	长江	国元	西南	兴业
融资融券净收入	517	860	379	417	403	406	18	68	118	5	42
营业收入占比	3.3%	8.7%	4.0%	7.8%	5.5%	4.4%	1.0%	2.2%	5.1%	0.3%	1.4%
其中:利息收入	375	402	264	258	259	209	12	30	64	4	25
手续费收入	142	459	115	159	143	197	7	38	54	1	17
关键假设:											
融资利息	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%	8.60%
佣金率	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
份额-交易额	6.69%	21.64%	5.41%	7.48%	6.76%	9.28%	0.32%	1.78%	2.53%	0.04%	0.78%
份额-融资余额	12.19%	13.04%	8.57%	8.37%	8.42%	6.79%	0.38%	0.98%	2.09%	0.13%	0.82%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2 我们对光大证券融资融券业务收入的测算

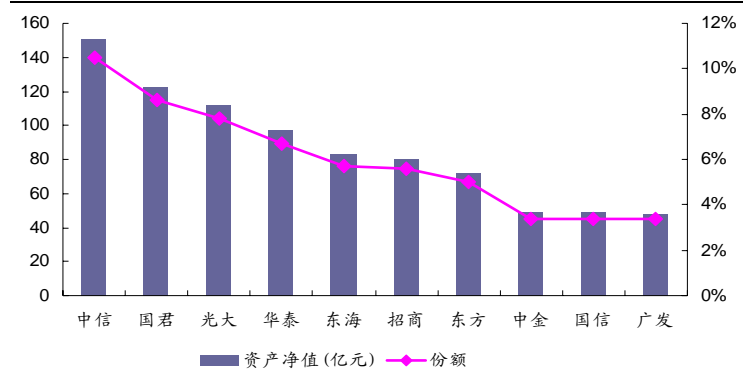
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
利息收入	120	207	344	545	792
余额/净资产	8.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%
融资融券余额	1,866	2,959	5,046	7,629	10,790
利率	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.60%
佣金收入	90	142	242	366	414
换手率	12	12	12	12	12
佣金率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
杠杆收入	0	18	61	137	207
杠杆率	0%	20%	40%	60%	80%
利差	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
收入总计	209	367	647	1,049	1,569
收入贡献度	3.9%	5.8%	9.1%	13.0%	16.9%

数据来源: 国泰君安证券研究

**资产管理。**光大证券资产管理业务起步早, 曾发行了业内第一只集合理财产品及第一只小集合理财产品, 目前资产管理业务已成为光大证券的优势业务, 品牌优势突出。迄今, 共发行 10 只集合理财产品、规模 112 亿元、份额 7.4%, 居第 3 位。从监管层面来看, 对集合理财产品的核准制改为备案制, 从公司层面来看, 拟设立资产管理子公司、拟设立产业

基金公司并发行产业基金，这些都为资产管理业务的快速增长和竞争力提升带来机遇。

**图 3 光大证券的资产管理业务居行业前列**



数据来源：国泰君安证券研究

**表 3 光大证券创新业务的最新进展**

创新业务	最新进展	业绩贡献(2010.1H,万元)		
		营业收入	净利润	贡献度
基金管理	持有光大保德信基金 55% 股权和大成 25%，权益资产规模 403 亿元。	24,324	9,643	4.95%
		7,200	7,200	3.70%
资产管理	存续产品 10 只、规模 112 亿元，份额 7.4%。居行业第 3 位	8,012	6,009(E)	3.08%
融资融券	2010 年 2 月，获第 1 批试点资格。目前总额度 50 亿元，目前余额约 10-15 亿元，2011 年 2 月末居第 6 位			
直接投资	全资子公司光大资本于 2008 年 11 月获批设立。现注册资本 20 亿元。已投 2 个项目，投资额超过 3 亿元	2,203(E)	1,652	0.85%
香港业务	2010 年 11 设立光大金融控股，注册资本 2 亿元，持股 100%。拟收购光大证券(国际)51%的股权，后者在香港设有外汇、期货等 6 家全资子公司			
期货	持有光大期货 100% 的股权，注册资本 3.5 亿元； 2010 年获得期货 IB 业务资格；获得股指期货套期保值额度。	4,748	731	0.38%
<b>合计</b>		<b>46,487</b>	<b>25,235</b>	<b>13.0%</b>

数据来源：国泰君安证券研究

## 2. 传统业务的情况

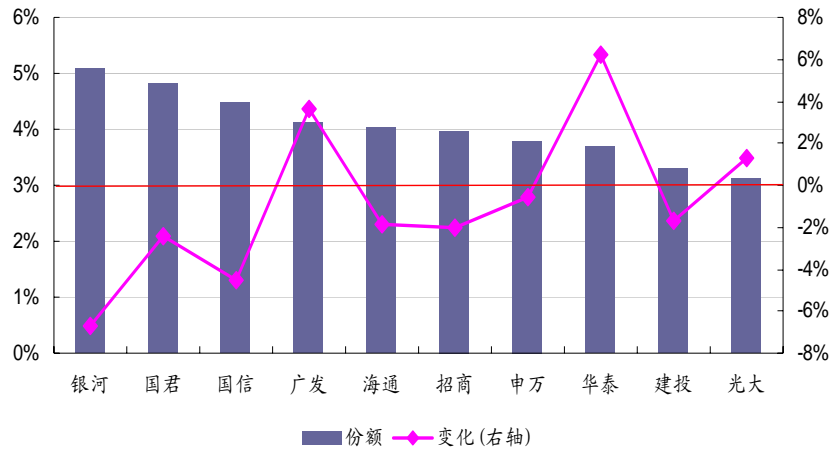
**经纪业务：**2010 年公司的佣金率快速下降，我们预计，全年降幅应基本与行业相仿，在 24% 左右，绝对水平在 0.078% 附近，在上市公司中仅仅高于兴业证券。公司 50% 以上的营业部分布在发达沿海地区，这也是其佣金水平较低的主要原因。今年来看，佣金率绝对水平已处于低位，沿海地区佣金下降风险相对较小；对营业部的考核由份额转向收入；占公司半壁江山的广东(26%)、浙江(17%)和江苏(6%)等地已开始实施佣金自律，这些都将使得佣金率降幅平缓可期。从份额来看，2010 年为 3.11%、按单个法人仍居第 10 位，同比增长 1.3%，是前 10 中仅有的 3 家有增长的公司之一。

**图 4 光大证券经纪佣金率在上市公司中仅高于兴业**



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

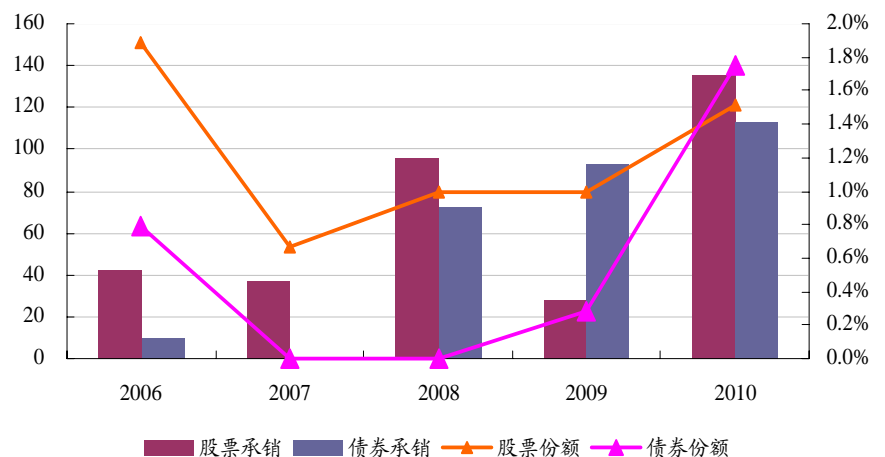
图5 光大证券2010年经纪份额稳中有升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**投行业务：**2010年承销表现较佳，按照中国证券业协会公告的口径，公司股票及债券发行额306亿元，同比增速53%，份额1.93%、居第16位，较上年略降。今年股票承销开局不错，已发行4个项目、筹资额43亿元、份额3.1%。目前，项目及保荐人储备均不错。

图6 光大证券投行业务的表现



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 3. 业绩及估值讨论

在(日均交易额/市场收益率)为(2500 亿元/7%)的基准假设下,我们预期光大证券 2011 年 EPS 为 0.68 元,同比有恢复性增长;而在创新业务驱动下,2012 年业绩将恢复快速增长、EPS 可达到 0.83 元。目前价格对应动态 PE 为 22 倍和 18 倍。维持谨慎增持评级。

**表 4 光大证券盈利预测表**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>3,529</b>	<b>5,594</b>	<b>4,980</b>	<b>5,481</b>	<b>6,550</b>
手续费及佣金净收入	3,233	4,484	3,901	4,136	4,562
其中:代理买卖证券业务	2,441	3,641	2,775	2,979	3,248
证券承销业务	181	242	451	509	556
受托客户资产管理	611	601	675	648	758
利息净收入	499	561	667	715	835
投资收益&公允价值变动	-265	428	421	965	1,270
其他业务收入	12	26	175	288	611
<b>营业支出</b>	<b>1,863</b>	<b>1,677</b>	<b>2,129</b>	<b>2,289</b>	<b>2,669</b>
营业税金及附加	182	266	237	261	311
业务及管理费	1,307	1,738	1,892	2,028	2,358
<b>营业利润</b>	<b>1,666</b>	<b>3,917</b>	<b>2,851</b>	<b>3,192</b>	<b>3,881</b>
利润总额	1,729	3,922	2,982	3,192	3,881
所得税费用	274	1,019	697	798	970
<b>净利润</b>	<b>1,455</b>	<b>2,904</b>	<b>2,285</b>	<b>2,394</b>	<b>2,910</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,368</b>	<b>2,827</b>	<b>2,203</b>	<b>2,314</b>	<b>2,821</b>

数据来源:公司公告, 国泰君安证券研究

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		