

光大证券 (601788.SH)

综合收益高增，归因自营收入贡献

● 业绩：综合收益高增，因较高的自营收入贡献

从 2012 年度证券行业经营环境来看，尽管行业景气度仍处于较低水平，但整体而言要好于 11 年同期水平，主要归于自营环境好于 2011 年，自营收入增长很大程度上弥补了经纪、投行等收入下滑对业绩的不利影响。

从 2012 年度公司经营数据来看，累计归属母公司综合收益、净利润分别为 15.92 亿元、10.03 亿元，分别同比增长 1568%、-35%，每股综合收益、净利润分别为 0.47 元、0.29 元，综合收益同比增长 1023%，主因归于较高的自营收入贡献。

根据对 2012 年度综合收益变动的归因分析，正面影响最大的是自营收入变动，贡献了综合收益 1648 个百分点的增长，负面影响最大的是投行、经纪收入变动，分别导致了综合收益 236、164 个百分点的下滑。

● 收入端：自营收入变动对综合收益正贡献，投行、经纪收入变动负贡献

1) 自营：2012 年度自营业务收入 14.87 亿元（含浮盈亏），相比 2011 年自营业务收入亏损-16.99 亿元。主要归于 2012 全年累积下来的较高收益贡献。

2) 投行：2012 年度投行收入 2.42 亿元，同比-65%，归于 2012 年度市场股权融资额 4619 亿元同比-39%和公司投行项目时间分布不均影响。

3) 经纪：2012 年度经纪收入 15.43 亿元，同比-17%，主要归于 2012 年度日均股票成交金额 1289 亿元同比-20%的不利影响，但公司佣金率已明显趋稳。

4) 创新业务：各项“类贷款”业务稳步推进

2012 年度公司融资融券余额 40.64 亿元，份额 4.5%，利息收入 2.77 亿元，同比增 38%。公司目前已获得转融通试点与约定购回式证券交易业务试点资格。另类投资子公司（光大富尊）已成立运营。随着以上诸多类贷款业务的稳步推进，公司闲余资金消化将逐步转化为盈利，进一步提升 ROE。

● 成本端：业务及管理费支出在收入增长背景下增长 3%，显露出较强成本控制能力

2012 年度业务及管理费 22.20 亿元。同比增加 3%，考虑到收入增长 80% 的背景，公司成本增加远远低于收入增速

● 投资建议：闲余资金消化驱动 roe 改善，维持“买入”评级

基本面扎实，创新业务能力位居行业前列，roe 有望逐渐提升；目前公司估值低于同业，较为安全；按照增发底价，对应发行后 2013 年 PB 仅为 1.5 倍。

预计光大证券 2013-14 年定增前每股综合收益为 0.59、0.60 元，2013 年末 BVPS 为 7.04，对应 2013-14 年 PE 为 23、23 倍，13 年期末 PB 为 1.95 倍，PE 估值处于同业较低水平。

● 风险提示

非现场开户导致交易通道供给增加，通道价格面临压力，自营收益剧烈波动

公司评级	买入
当前价格	13.75 元
合理价值	15.48 元
前次评级	买入
报告日期	2013-03-27

相对市场表现



分析师：	李 聪 S0260512080001
	021-60750635
	licong@gf.com.cn
分析师：	张 黎 S0260512080002
	0755-88286925
	gfzhangli@gf.com.cn
分析师：	曹恒乾 S0260511010006
	020-87555888-8419
	chq@gf.com.cn
分析师：	潘 峰 S0260512070005
	020-87555888-8668
	panf@gf.com.cn

相关研究：

光大证券 (601788.sh)：建	2012-11-01
议在定增底价 11.74 元/股以下积极买入	
光大证券 (601788.sh)：业	2011-10-25
绩同比持平，但浮亏扩大至 10 亿，自营业务风险加大	
光大证券(601788.sh)：投行	2010-10-29
优异表现成业绩稳定因素，收入贡献升至 7.5%	

业绩：综合收益同比增长1023%，归于较高自营收入贡献

从2012年度证券行业经营环境来看，尽管行业景气度仍处于较低水平，但整体而言要好于11年同期水平，主要归于自营环境好于2011年。经纪方面，2012年度市场日均股票成交金额1289亿元，同比-27%；投行方面，2012年度市场股权融资额4619亿元，同比-39%；自营方面，2012年度沪深300上升8%，远远好于2011年-25%的表现。融资融券余额859亿元，同比升134%。自营收入等的增长很大程度上弥补了经纪、投行等收入下滑对业绩的不利影响。

从2012年度公司经营数据来看，累计归属母公司综合收益、净利润分别为15.92亿元、10.03亿元，分别同比增长1568%、-35%，每股综合收益、净利润分别为0.47元、0.29元，综合收益同比增长1023%，主因归于2012年已实现的较高自营收入贡献。2012年度自营收入变动贡献了综合收益1648个百分点的增长，此外经纪、投行、资管收入变动负贡献。

为了将营业收入和综合收益统一到一致口径，我们对各项业务收入进行重构：

新营业收入=营业收入+资产减值+可供出售类金融资产公允价值税前变动净额

经纪业务收入=代理买卖收入+基金销售收入

自营收入=投资收益+公允价值+资产减值+可供出售金融资产公允价值税前变动净额

投行收入=承销收入+保荐收入+财务顾问收入

资管收入=受托资管收入+基金管理收入

新营业支出=营业支出-资产减值

2012年度光大证券新营业收入44.12亿元，同比55%，其中经纪、自营、投行、资管、利息、其他收入分别为15.43、14.87、2.42、4.55、6.49、0.37亿元，收入占比分别为35%、34%、5%、10%、15%、1%，同比增速分别为-17%、-188%（自营基数为负）、-65%、-30%、-29%、14%。新营业支出23.78亿元，同比增长1%，其中主要支出项业务及管理费22.20亿元，同比增长3%。

根据对2012年度综合收益变动的归因分析，正面影响最大的是自营收入变动，贡献了综合收益1648个百分点的增长，负面影响最大的是投行、经纪收入变动，分别导致了综合收益236、164个百分点的下滑。

下面，我们主要分析影响综合收益变动最大的收入和成本项。

收入端：自营收入变动对综合收益正贡献，投行、经纪收入变动负贡献

1) 自营：贡献综合收益1648个百分点增长，归于12年累积的较高收益

光大证券2012年度自营业务收入14.87亿元（含浮盈亏），同比增长-188%（自营基数为负），主要归于12年全年累积的较高收益贡献。

2012年度自营资产总收益率(未年化)为8.3%。截至12年末,公司自营资产(交易性+可供出售+持有到期+长期股权投资)为223.13亿元,年度环比增长了64.8%。其中权益类(不含长期股权投资)、固定收益类、其他分别为73.88、102.72、46.53亿元,占比分别为33%、46%、21%。

2) 投行: 导致综合收益236个百分点下滑, 归于市场融资额下降等因素

光大证券2012年度投行收入2.42亿元, 同比-65%, 除了年度市场股权融资额4619亿元同比-39%的不利影响外, 公司投行项目时间分布不均也是重要原因之一。

3) 经纪: 导致综合收益164个百分点下滑, 归于市场交易额下降, 但佣金率已明显趋稳

光大证券2012年度经纪收入15.43亿元, 同比-17%, 主要归于2012年度日均股票成交金额1289亿元同比-27%的不利影响。

除此之外, 公司佣金率已明显趋稳, 2012年度公司股票交易佣金率0.069%, 同比增长1.9%, 远远好于2011年同比-12.9%的下滑幅度。主因归于协会推进的佣金管制效果明显。2012年度经纪份额2.98%, 同比小幅下滑0.6%。

4) 创新业务: 各项“类贷款”业务稳步推进

融资融券2012年度公司余额40.64亿元, 份额4.5%, 融资融券利息收入2.77亿元, 利润占比达到26.78%。

公司目前已获得转融通试点与约定购回式证券交易业务试点资格。

另类投资子公司(光大富尊)已于2012年10月份成立, 注册资本8亿元。

随着以上诸多类贷款业务的稳步推进, 公司闲余资金消化将逐步转化为盈利, 进一步提升ROE。

成本端: 业务及管理费支出在收入增长80%的背景下增长3%, 显露出较强成本控制能力

光大证券2012年度业务及管理费22.20亿元, 同比增加3%, 考虑到收入增长80%的背景, 公司成本增加远远低于收入增速, 成本控制卓有成效。

投资建议: 闲余资金消化驱动roe改善, 维持“买入”评级

光大证券基本面扎实, 创新业务能力位居行业前列, roe有望逐渐提升; 目前公司估值低于同业, 较为安全; 给予公司“买入”评级。

按照增发底价, 对应发行后2013年PB仅为1.5倍, 安全性较高。预计光大证券2013-14年定增前每股综合收益为0.59、0.60元, 2013年末BVPS为7.04, 对应2013年PE为30、23倍, 13年期末PB为1.95倍, PE估值处于同业较低水平。

表1: 证券公司盈利预测与估值表

	每股综合收益 (最新股本口径)			每股净资产 (最新股本口径)			PE(综合收益口径)			PB		
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
中信	-0.00	0.42	0.50	7.86	7.85	8.34	-3,085	30	26	1.61	1.61	1.52
海通	0.19	0.38	0.44	4.70	6.12	6.48	55	28	24	2.29	1.76	1.66
招商	0.38	0.41	0.46	5.29	5.56	5.89	35	32	28	2.48	2.36	2.23
光大	0.03	0.47	0.59	6.28	6.49	7.04	492	30	23	2.19	2.12	1.95
长江	0.09	0.36	0.39	4.85	5.11	5.33	109	26	24	1.93	1.83	1.76
国元	0.21	0.17	0.31	7.53	7.61	7.88	51	61	34	1.41	1.39	1.35
西南	0.02	0.21	0.27	4.26	4.47	4.66	403	44	35	2.18	2.07	1.99
宏源	0.10	0.57	0.63	3.59	7.46	7.91	179	33	30	5.20	2.50	2.36
太平洋	0.09	0.04	0.04	1.28	1.29	1.32	66	144	167	4.92	4.87	4.78
东北	-0.26	0.17	0.26	3.15	7.36	7.63	-82	127	79	6.64	2.85	2.74
国金	0.17	0.21	0.34	2.51	4.96	5.30	91	75	47	6.28	3.17	2.97
兴业	0.16	0.23	0.34	3.83	3.96	4.23	72	52	35	3.09	2.99	2.80
山西	0.06	0.11	0.11	2.48	2.54	2.62	146	73	71	3.26	3.19	3.09
方正	-0.02	0.07	0.13	2.33	2.32	2.43	-481	110	57	3.25	3.25	3.11
国海	0.03	0.09	0.12	1.50	1.53	1.62	414	145	107	8.47	8.29	7.82
东吴	0.10	0.17	0.18	3.69	3.79	3.92	87	52	50	2.40	2.35	2.26
西部	0.05	0.12	0.18	2.64	3.71	3.86	341	126	85	5.84	4.16	4.00
行业							95	36	31	2.36	2.13	2.02

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示: 非现场开户导致交易通道供给增加, 通道价格面临压力, 大小非减持风险, 自营收益剧烈波动

- 1) 非现场开户导致通道价格下滑压力
- 2) 公司存在大小非减持风险, 但处于同业大小非压力的中低水平。

广发非银行金融行业研究小组

- 李 聪:** 首席分析师, 伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任高级精算顾问、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2009 年获“新财富”非银行金融第三名、“水晶球”非银行金融第二名; 2010 年获“新财富”非银行金融第三名、“水晶球”非银行金融第三名; 2011 年和 2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。
- 张 黎:** 分析师, 浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2010 年获“新财富”非银行金融第三名, “水晶球”非银行金融第三名; 2011 年和 2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。
- 曹恒乾:** 分析师, 英国达勒姆大学 (University of Durham) 金融学硕士, 2008 年进入广发证券发展研究中心。2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。
- 潘 峰:** 分析师, 西安交通大学理学博士, 曾在广发证券博士后工作站从事境外投资银行研究, 理论经济学博士后, 2010 年进入广发证券, 2012 年加入广发证券发展研究中心。2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有:** 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持:** 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有:** 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。