

光大证券 (601788.SH)

创新领先，定增助力

核心观点：

- **公司简介：老牌劲旅，定增助力创新布局**

光大证券属于老牌券商，各项业务发展平稳、稳健。传统业务中资管等业务位列行业前列，创新业务稳健布局，尤其是随着“类贷款”业务对公司闲置资金的快速消化，公司盈利能力将逐步提升。公司的定增完成之后，资本实力获得增强，将助力公司在创新业务上扩大布局。

- **创新业务：同业领先，多元化布局**

公司前期已成为行业内首家取得支付牌照的券商，率先响应监管层对再造券商五大基本功能的宏观引导，同时，其资本中介和集团化、多元化经营转型趋势明朗。两融等“类贷款”业务已取得较大市场份额并实现逐步提升利润贡献。

- **传统业务：基本面扎实，资管突出**

公司经纪业务方面，佣金率水平已处于同业较低水平，未来下降空间较为有限。自营方面，公司加大固定收益投资规模，逐渐向稳健风格转换。投行方面，2012年投行下滑主要归于项目时间分布不均的原因，目前公司处于发行通道中的储备项目充沛，为2013年投行收入增长提供了保障。资管方面，公司2012年4月将原资产管理部剥离后，成立资产管理子公司，在产品创新和投研力量塑造方面具备更大灵活性。

- **定增影响：充实资本，布局创新**

定增后补充净资本有助于实现公司中长期战略：“即通过以客户为中心的‘满足客户需求，实现客户价值’的新型证券综合服务平台。特别在融资融券、直投、经纪业务网点布局、设立子公司的多元化投资等方面，公司凭借资本实力有望维持先发优势。

- **合理估值**

预计公司2013-14年EPS（定增前综合收益口径）分别为0.60、0.71元/股，13-15年PE23、20倍，预计（定增成功后）2013年末BVPS为7.76元，2013年现价PB为1.80倍，定增底价对应PB1.5倍。综合考虑公司绝对估值和相对估值，我们认为，公司合理估值为17.50元/股。

- **投资建议：维持“买入”评级**

我们维持对光大证券的“买入”评级，并建议机构投资者重点关注定增带来的相关投资机会。主要理由：1)公司创新业务领先，roe上提将逐渐兑现；2)现价、定增底价对应2013年PB仅1.8、1.5倍，处于大中型券商较低水平。3)定增时大股东会参与，定价处于定增券商偏低水平；4)前期因为股指调整、公司投行项目审查等因素导致股价出现回调，估值已回到同业较低水平。

- **风险提示：自营权益类仓位高于同业，板块股票供给增加，券商金融牌照放开**

公司评级

买入

当前价格

13.95元

前次评级

买入

报告日期

2013-05-21

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3,418/3,418
流通A股市值 (百万元)	47,681
每股净资产 (元)	6.49
资产负债率 (%)	60.74
一年内最高/最低 (元)	16.04/10.01

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) : 2012-11-01

建议在定增底价 11.74 元/
股以下积极买入

光大证券 (601788.sh) : 2011-10-25

业绩同比持平,但浮亏扩大
至 10 亿, 自营业务风险加

目录索引

一、公司简介：老牌劲旅，创新布局.....	4
(一) 公司介绍：老牌劲旅，位列同业前十	4
(二) 主营业务：传统业务均衡化，资本中介崛起	4
(三) 核心优势：资管业务领先，创新业务布局	5
二、创新业务：同业领先，多元化布局	5
(一) 资本中介业务：利润占比高，仍需定增助力发展至一流	7
(二) 直投业务：项目储备丰富，未来回报可观	8
三、传统业务：基本面扎实，资管突出	8
(一) 经纪业务：佣金率处于底部区域，下行空间有限	8
(二) 投行业务：项目储备丰富	9
(三) 自营业务：固定收益类占比上升	11
(四) 资管业务：传统优势，业内顶尖	12
四、定增影响：充实资本，布局创新	12
五、合理估值.....	13
(一) 关键指标假设	13
(二) 公司估值	13
六、投资建议：维持“买入”评级.....	15
七、风险提示：自营权益类仓位较重	15

图表索引

图 1: 光大证券各业务线净收入占营业收入比重 (单位: 百万元)	5
图 2: 光大证券近三年营业收入及净利润情况 (单位: 百万元)	5
图 3: 上市券商 13Q1 两融余额及市场份额排名情况.....	7
图 4: 光大证券经纪业务市占率逐月变化情况	8
图 5: 上市同业经纪业务市场份额 2013Q1 同比增幅情况.....	8
图 6: 上市同业净佣金率情况及同比比较	8
图 7: 上市同业保荐人及投行从业人员情况 (左轴) 及已申报项目数 (右轴)	9
图 8: 2013Q1 前上市同业投行融资规模 (亿) 及市场份额情况.....	10
图 9: 上市同业 2012 年度投行收入同比增长情况.....	10
图 10: 上市同业 2013Q1 投行收入同比增长情况.....	11
图 11: 上市同业自营构成及弹性对比.....	11
图 12: 前十大券商资管排名情况.....	12
图 13: 光大证券资管产品数量及规模变化.....	12
图 14: 光大证券净资本增幅位列行业下游水平.....	12

表 1: 光大证券股东持股情况.....	4
表 2: 光大证券新业务及多元化布局情况	6
表 3: 光大证券主承销投行项目排队明细	9
表 4: 光大定增大股东参与情况	13
表 5: 市场关键指标假设	13
表 6: DDM 模型三阶段估值主要假设	14
表 7: 上市券商盈利预测与估值 (光大为定增前口径)	14

一、公司简介：老牌劲旅，定增助力创新布局

(一) 公司介绍：老牌劲旅，位列同业前十

光大证券是由中国光大（集团）总公司于1995年筹建的国有金融企业法人，2009年IPO上市，主要控股股东分别为：中国光大（集团）总公司和中国光大控股有限公司，合计持有光大证券67%股权。其中，中国光大控股有限公司为境外法人，立足香港从事综合金融业务。

表 1：光大证券股东持股情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
中国光大(集团)总公司	1,159,456,183	33.92
中国光大控股有限公司	1,139,250,000	33.33
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	128,000,000	3.74
厦门新世基集团有限公司	58,030,000	1.70
亿阳集团股份有限公司	40,000,000	1.17
大众汽车租赁有限公司	34,000,000	0.99
洪城大厦(集团)股份有限公司	23,544,847	0.69
华夏董氏兄弟商贸(集团)有限责任公司	18,741,700	0.55
合 计	2,601,022,730	76.09

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

光大证券的股权结构具有一定特殊性，因公司股东中含有境外法人，依规光大控股不能成为第一大股东。在光大此次定增中，光大控股只能尽最大程度参与，认购金额为2.3亿（二级市场融资68.1亿）。按照本次发行上限和光大控股的认购上限，定增完成后，光大集团及光大控股持有公司股份占发行后总股本的比例分别调整为28.86%、28.85%，仍分别为公司第一、第二大股东，实际控制人并不会发生变化。

截止2012年末，公司净资本行业排名第六（131.16亿），与业内排名前3位的证券公司净资本规模分别相差近274亿元、259亿元及86亿元，差距较大；总资产行业排名第六（583.58亿）。作为老牌券商，光大证券业务发展稳健，处于市场领先地位。但自2009年上市以来，光大证券没有进行再融资。公司目前的净资本水平制约着公司未来创新业务的拓展，在国内证券行业创新发展的大环境下，公司通过适当规模的再融资来增加净资本的意愿较为迫切。

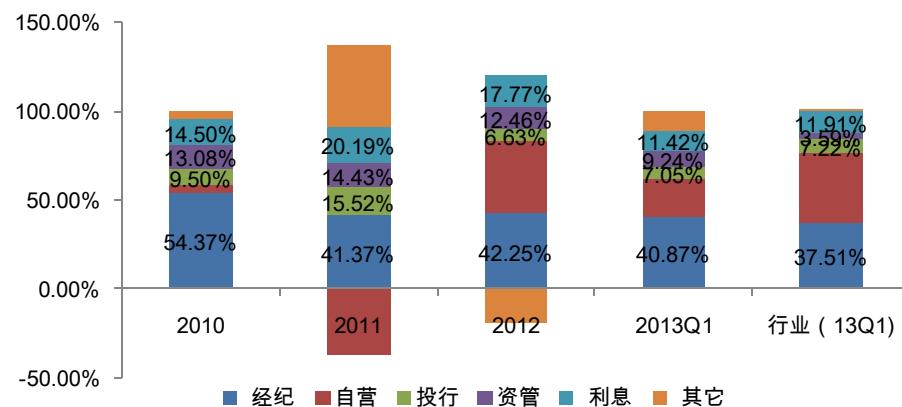
(二) 主营业务：传统业务均衡化，资本中介崛起

近年来，光大证券主营收入呈现均衡化发展趋势，经纪收入占比逐年下降，投行、资管等收入逐渐上升，同时资本中介等创新业务逐渐成为新的盈利增长点。

受制于近三年来股票市场景气度低迷，公司营业收入与净利润情况均出现下滑趋势。但光大证券资管业务表现十分突出：无论是管理客户资产规模还是业务收入，均持续保持上升态势，且资管业务收入占营业收入比重远远高于行业平均水平。

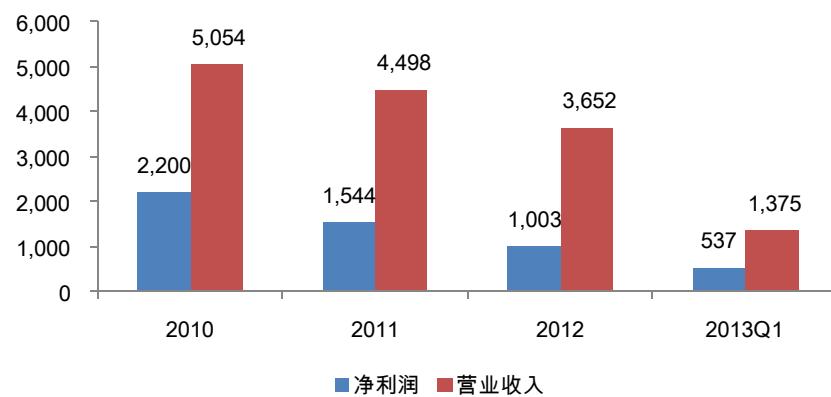
公司资本中介业务（两融）13Q1末59.06亿元，市场份额为3.60%，12年融资融券贡献利息收入2.8亿元，利润占比达到27%。

图1：光大证券各业务线净收入占营业收入比重（单位：百万元）



数据来源：Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2：光大证券近三年营业收入及净利润情况（单位：百万元）



数据来源：Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 核心优势：资管业务领先，创新业务布局

相比同业，光大证券差异化的核心优势之一是资管业务领先同业，跻身全行业一流梯队。而资管业务正是下一阶段券商财富管理转型和产品创新最为密集的竞争阵地，加之其已成立资产管理子公司，光大在此有明显先发优势。近几年来，其资管业务收入占比逐渐增大。

其次，背靠股东资源优势（特别是其第二大股东具备香港金控平台，视野开阔），公司成立时间悠久、经营风格以稳健见长，在市场中光大已经树立起老牌劲旅形象。因此在公司多元化布局、国际化布局上颇具规模。其创新业务也能够带来利润上的明显提升。定增融资完成后，光大将借力完善新业务布局，有望实现跨越式发展。

二、创新业务：同业领先，多元化布局

光大证券创新业务进展稳定扎实，近期成为行业首家取得证券行业首个支付牌照券商，率先响应监管层对再造券商五大基本功能（交易、托管结算、支付、融资和投资）的宏观引导。总体上，光大证券资本中介和集团化、多元化投资经营趋势较为明朗，其创新业务和集团化布局总体情况如下：

表 2：光大证券新业务及多元化布局情况

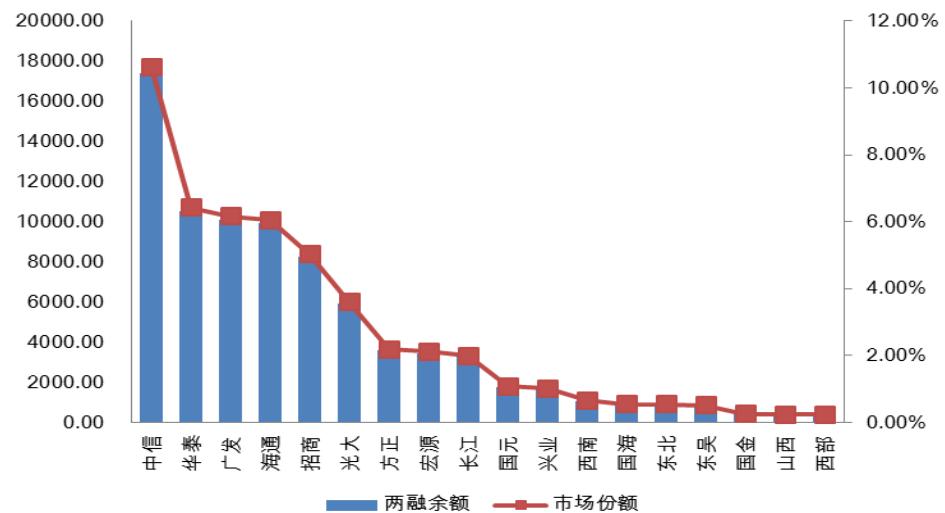
分类	创新进展	市场 排名	利润 (亿)	占比 (%)
“类贷款”（融资）及支付业务	➤ “两融”: 目前余额59.06亿元，市场份额3.60%	11	2.77	26.8
	➤ 约定式购回: 2012/9/5获批	/	0.03	0.6
	➤ 转融通: 2012/9/1获批	/	/	/
	➤ 金阳光支付通: 2012/11/16获批	首家	/	/
	➤ 中小企业私募债: 2012年发行5笔	8	/	/
	➤ 债券质押式报价回购: 2012/08/29获批	/	/	/
直接/另类投资	➤ 直投: 光大资本投资公司, 注册资本20亿, 净资产21.28亿	/	0.20	3.7
	类: 光大富尊投资公司, 注册资本8亿, 2012/9/26日成立	/	/	/
	➤ 直投/并购基金: 北京创造壹股权投资基金, 2012年11月14日成立	/	/	/
多元化投资	➤ 基金公司: 持有光大保德信55%股权。光大保德信管理规模238亿元	/	0.41	7.2
	➤ 基金公司: 持有大成基金25%股权。大成管理规模693亿元	/	0.60	10.9
	➤ 光证金融控股子公司(香港): 全资子公司, 注册资本20亿港币	/	/	/
	➤ 光大期货有限公司: 全资子公司, 注册资本3.5亿	/	1.00	18.24
	➤ 光大资管有限公司: 全资子公司, 注册资本2亿	/	/	/

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(一) 资本中介业务：利润占比高，仍需定增助力发展至一流

截止2013年一季度，公司“两融”余额59.06亿元，市场份额为3.60%，上市券商中排名第6，全行业排名第11。采用税后（两融利息收入-转融通利息支出）/净利润，2012年光大两融业务利润占比接近20%。

图3：上市券商13Q1两融余额及市场份额排名情况



数据来源：Wind，光大证券发展研究中心

其他创新业务方面：

- (1) 转融通与约定式购回：公司已在今年9月取得试点资格，明年将大力推进和扩展；
- (2) 中小企业私募债：2012年以来公司发行私募债六笔（规模3.6亿元），按平均1.5%发行费用计算，可取得收入540万元。
- (3) 债券质押式报价回购：今年已在各营业部中全面推广，该业务目前利差为1%-1.5%（目前交易所未能公开每家券商规模）。符合条件的投资者与光大证券之间进行的特定债券回购，公司提供债券作为质物，向投资者融入资金，投资者按照规定收回融出资金并获得相应收益。产品能支持客户资金流动性，能为客户资金提供高于银行活期存款的收益，成为股市低迷期间投资者保证金投资策略之一。
- (4) 支付业务：公司11月获得业内首家支付牌照资格，券商基础功能更为完备。该业务在客户临柜办理支付功能开通后，领取ukey，消费安全通过ukey控制。目前，支付账户系统一期先提供互联网消费，下一步将有持卡消费。网上支持Chinapay的网站都可以用光大证券支付，最大限额单日10000元，单笔5000元，且不对客户收手续费。光大与第三方支付机构分成商户支付的费用。预计该业务在形成规模效应后可实现盈利。另一角度看，支付业务也是公司打造五大基础功能后综合服务平台的重要部分，未来可以和现金管理、类贷款等业务相结合，为客户闲余资金提供更高回报率，甚至通过对客户消费习惯的跟踪，与金融代销产品、类贷款业务结合，为客户打造专属的理财计划。因此，公司在支付业务上的率先布局有助于进一步打开券商创新的新局面，形成多业务线协同经营。

(二) 直投业务：项目储备丰富，未来回报可观

截止2012年末，光大证券直投业务共投资17个股权项目，累计投资金额9.47亿元。2012年新增3个投资项目，合计新增投资金额为1.72亿元。从分布时间上看，按直投项目平均1-1.5年上市，解禁期为1年估计，2014年将成为光大证券直投收获期。

三、传统业务：基本面扎实，资管突出

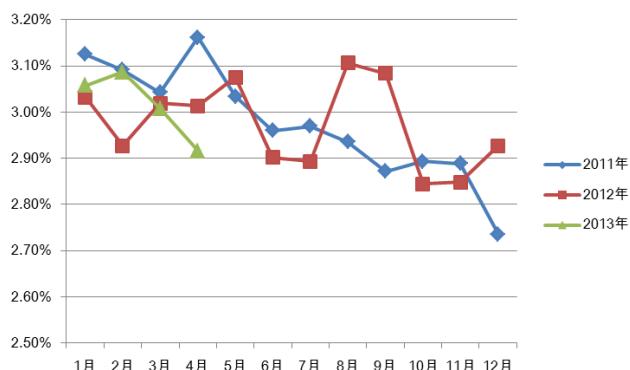
公司经纪业务方面，佣金率水平已处于同业底部，未来下滑空间较为有限。自营方面，公司加大固定收益投资规模，逐渐向稳健风格转换。投行方面，2012年投行下滑主要归于项目时间分布不均的原因，目前公司处于发行通道中的储备项目充沛，为2013年投行收入增长提供了保障，13Q1投行业务同比增长156%。资管方面，公司2012年4月将原资产管理部剥离后，成立资产管理子公司，在产品创新和投研力量塑造方面具备更大灵活性。

(一) 经纪业务：佣金率处于底部区域，下行空间有限

截止2013Q1，公司经纪业务佣金率企稳，折股市场份额同比上升，营业部数量稳步推进：

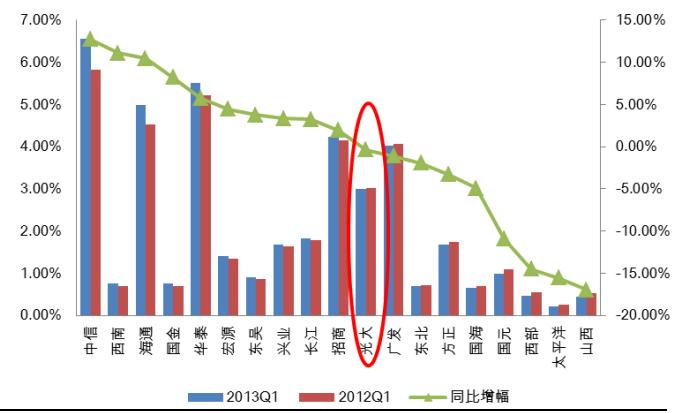
(1) 2013Q1累计折股市场份额为3.05%，同比略升2.1%，处于行业居中水平。未来公司市场份额轻微下降的趋势有望扭转：这是因在公司保持优势的两融业务稳步推进，对交易量的放大具有正面积极作用；

图4：光大证券经纪业务市占率逐月变化情况



数据来源：上交所、深交所、广发证券发展研究中心

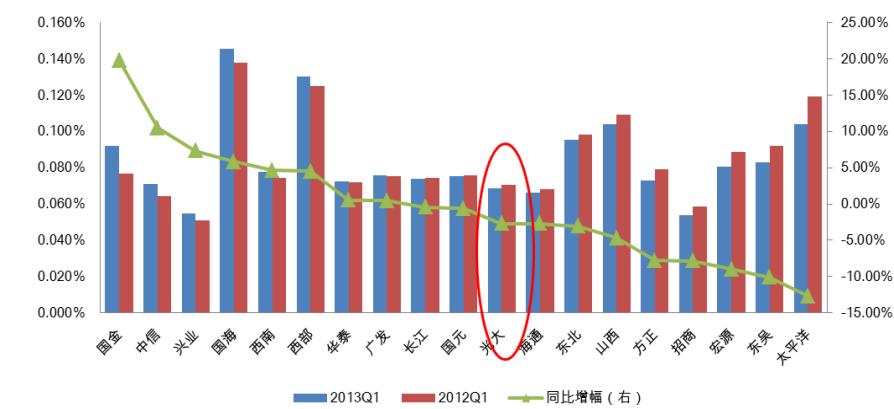
图5：上市同业经纪业务市场份额2013Q1同比增幅情况



数据来源：上交所、深交所、广发证券发展研究中心

(2) 净佣金率为0.069%，与上季度持平，同比下降-2.69%，远远小于上市券商同业平均降幅-8.07%。光大净佣金率目前已经步入行业低点，未来我们判断下滑空间非常有限。退一步说，即使放开非现场开户和网上交易，光大证券本身所受到的负面冲击也远小于高佣金依赖的经纪类券商，且其多元化布局能够显著平滑相关影响；

图 6：上市同业净佣金率情况及同比比较



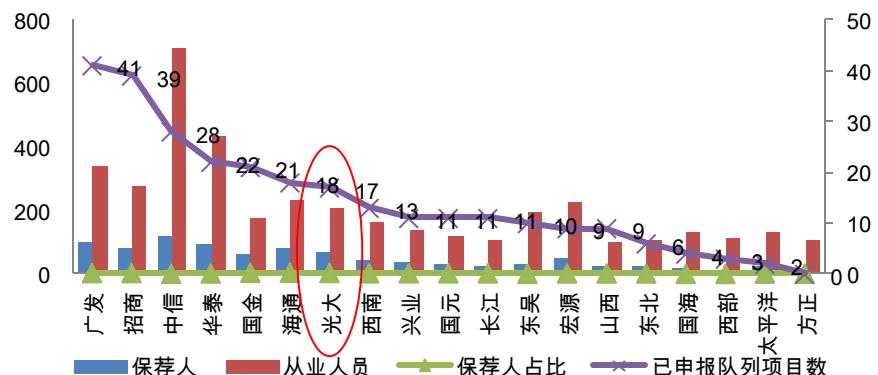
数据来源：广发证券发展研究中心

(3) 营业网点布局上，光大证券目前已123家营业部（同业排名第10，上市券商排名第5），同比增速5%。未来布局速度上，取决于监管政策影响（特别是非现场开户、佣金下限和新型营业部影响），但预期仍不会低于行业平均增长速率。

(二) 投行业务：项目储备丰富

光大证券投行业务能力及市场化程度较高，从保荐人数上看，目前为66人，在上市同业中排名第六，投行从业人员209位，保荐人占投行人员比例排名第三。目前公司投行申报项目17家，上市同业行业排名第七。

图7: 上市同业保荐人及投行从业人员情况 (左轴) 及已申报项目数 (右轴)



数据来源：广发证券发展研究中心

表 3: 光大证券主承销投行项目排队明细

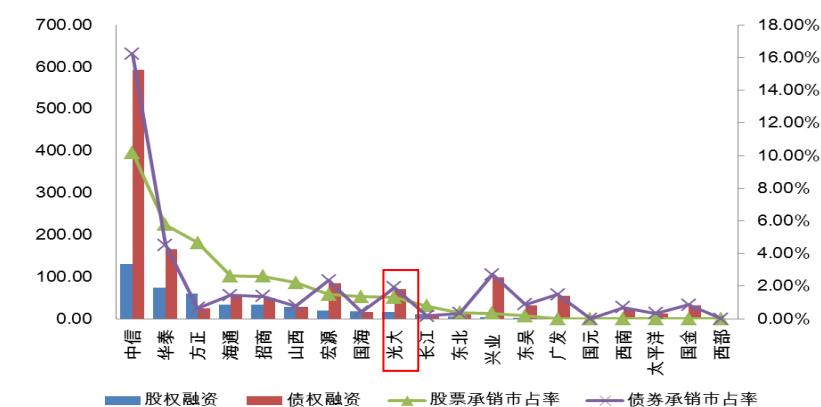
拟上市板块	项目名称	项目状态
主板/中小板	中材节能	已通过发审会
	东方证券	落实反馈意见中
	江苏江阴农村商业银行	落实反馈意见中
	爱普香料集团	落实反馈意见中
	河南天丰节能板材科技	落实反馈意见中
	浙江洪波科技	落实反馈意见中
	江阴市恒润重工	落实反馈意见中
	上海爱登堡电梯	初审中
	申龙电梯	初审中
	青岛康普顿科技	初审中
创业板	深圳市艾比森光电股份有限公司	已通过发审会

湖北富邦科技股份有限公司	已通过发审会
北京中矿环保科技股份有限公司	已通过发审会
宁波美康生物科技股份有限公司	落实反馈意见中
上海华铭智能终端设备股份有限公司	落实反馈意见中
阜新德尔汽车部件股份有限公司	初审中
郑州光力科技股份有限公司	初审中

数据来源：证监会，广发证券发展研究中心

但整体上，截至2013年Q1，光大证券投行业务表现较为中规中矩，无论是融资规模还是市场份额均处于行业中游（股权融资市场份额1.30%，排名第9；债权融资市场份额1.91%，排名第5）。

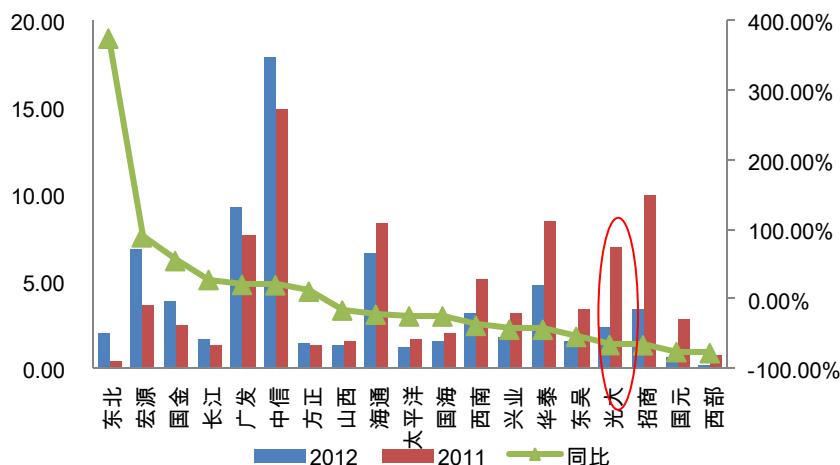
图8：2013Q1前上市同业投行融资规模（亿）及市场份额情况



数据来源：广发证券发展研究中心

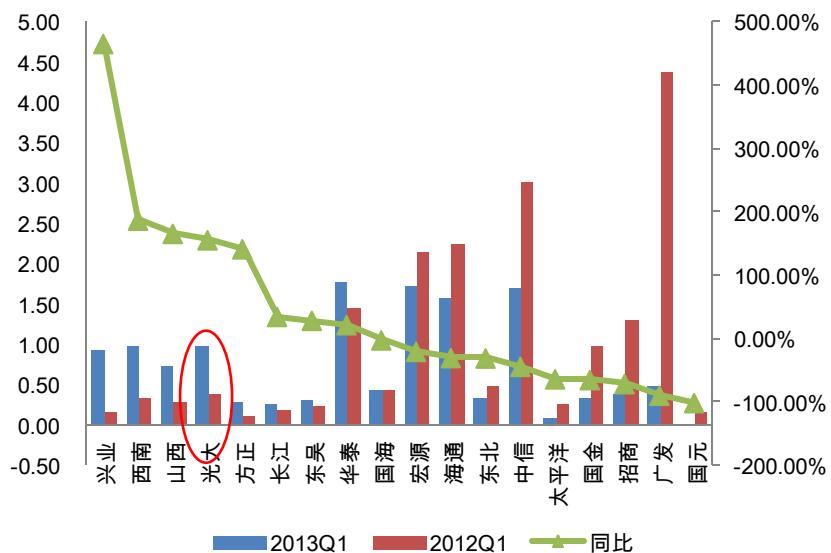
2012年出现业务能力与投行市场份额背离的原因有两方面：1) 2012年以来股权融资市场低迷，2012年市场股权融资额4619亿元同比-39%。受此不利影响，公司2012年投行业务收入仅为2.42亿元，同比-65%，下滑程度同处于行业下游水平；2) 除外部市场环境负面影响，投行项目时间分布不均是公司投行表现下滑的原因。但13Q1光大投行业务情况明显好转。随着2013Q1市场股权融资额1270亿元同比略增2%，光大13Q1投行业务收入0.97亿元，同比156%，处于行业上游水平。因此，我们预计在申报项目逐一兑现业绩后，公司投行收入有望随之扭转至与项目排名和业务能力相符程度。

图9：上市同业2012年度投行收入同比增长情况



数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

图 10：上市同业 2013Q1 投行收入同比增长情况

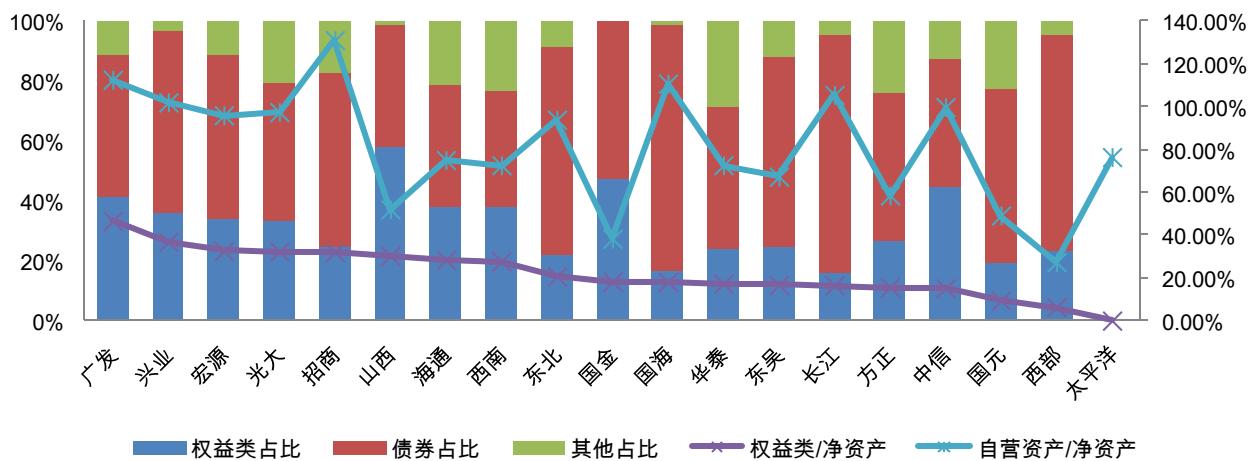


数据来源：公司数据，广发证券发展研究中心

(三) 自营业务：固定收益类占比上升

截止2012年末，光大自营规模（交易性+可供出售+持有到期）为223.1亿元，其中权益类（不含长期股权投资）、固定收益类、其他分别为73.9、102.7、46.5亿元，占比分别为33.1%、46.0%、20.9%。其中，2012年末公司固定收益类投资规模同比上升165%，风格相对趋于谨慎。

图 11：上市同业自营构成及弹性对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

将上市同业券商自营规模与净资产相比，可见光大具备自营业绩弹性较大特征。若进一步比较权益类资产/净资产，光大证券在上市券商中排名第四。由于光大2012Q3开始加大对债券投资规模，投资风格预期将趋于稳健。

(四) 资管业务：传统优势，业内顶尖

资管业务是光大证券传统优势业务，2012年资管业务收入名列全行业第二。

图12: 前十大券商资管排名情况

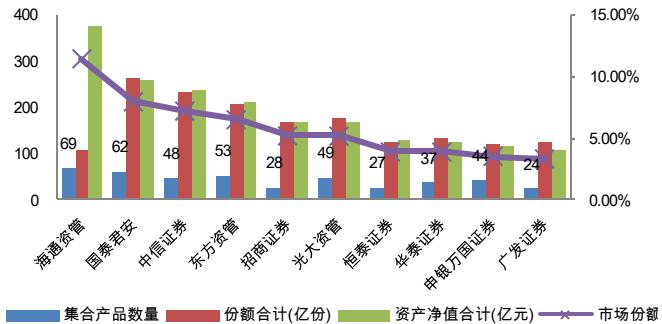
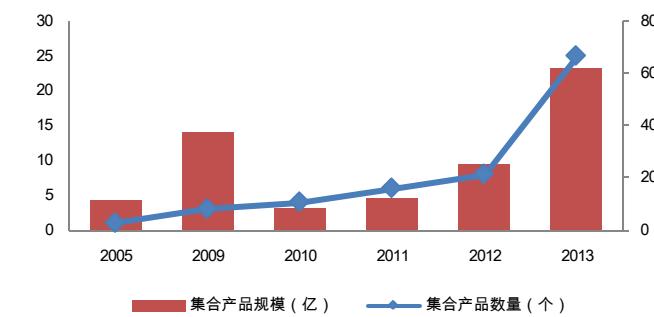


图13: 光大证券资管产品数量及规模变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

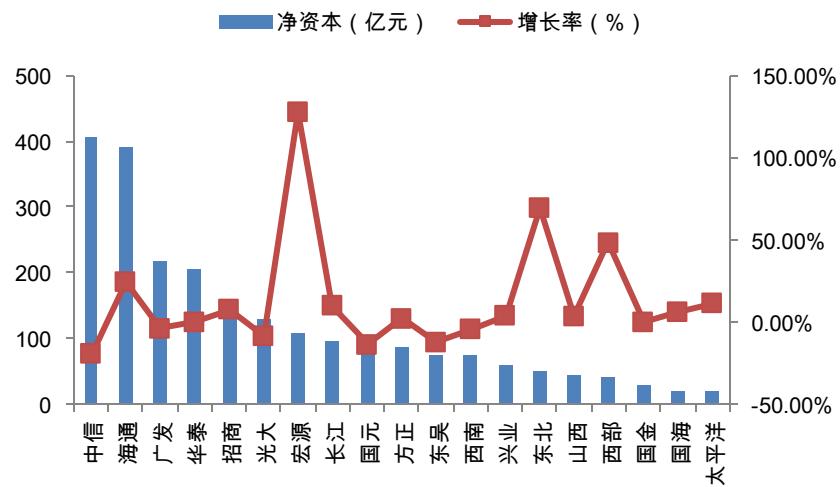
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

近期，光大资产管理子公司的成立也意味着公司对该项业务赋予了更多的独立性和灵活性。在投资范围扩大、产品备案制、产品设计松绑等资管多项新政积极影响下，光大资管的优势预期可得到强化，并有望成为“类信托”等创新业务的突破口，形成新的盈利点。

四、定增影响：充实资本，布局创新

2012年末公司净资本为131.16亿元，同比-8%，增速位于上市同业倒数第4。净资本的负增长意味着公司对资本消耗型业务的开展在扩大，因此在金改带来的证券行业转型“资产驱动”模式背景下，公司对资本的需求比以往更为迫切。

图14: 光大证券净资本增幅位列行业下游水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

补充净资本有助于实现公司中长期战略：“即通过以客户为中心的‘满足客户需求，实现客户价值’的新型证券综合服务平台，把公司建设成为在证券行业有重要影响力、在证券市场有重要价值的以财富管理为特色的一流证券控股集团”。特别在融资融券、直投、经纪业务网点布局、设立子公司的多元化投资等方面，公司将重点进行投入。

表 4: 光大定大股东参与情况

	定增前	定增后	新增股本	融资金额 (亿元)	持股比例 (前)	持股比例 (后)
中国光大(集团)总公司	1,159,456,183	1,159,456,183	0	0	33.9%	28.9%
中国光大控股有限公司	1,139,250,000	1,159,250,000	20,000,000	2.3	33.3%	28.9%
社会股东	1,119,293,817	1,699,293,817	580,000,000	68.1	32.8%	42.3%
总股本	3,418,000,000	4,018,000,000	600,000,000	70.4	/	/

数据来源：公司定增预案，广发证券发展研究中心

五、合理估值

预计公司2013-15年EPS(定增前综合收益口径)分别为0.60、0.71、0.84元/股，13-15年PE 23、20、17倍，预计定增后2013年末BVPS为7.76元、PB为1.8倍。

综合考虑公司绝对估值和相对估值，我们认为，公司合理估值为17.50元/股。

(一) 关键指标假设

表 5: 市场关键指标假设

	11A	12A	13E	14E
日均成交额(百万元)	176,536	128,914	162,413	186,775
沪深300收益率	-25%	-1%	20.0%	20.0%
业务及管理费/营业收入	-32%	-61%	-46%	-45%
折股佣金率YOY	-12.9%	1.9%	-2.9%	-2.9%
经纪业务折股份额	3.00%	2.98%	2.95%	2.95%
有效利息率	1.35%	1.85%	1.40%	1.40%
新股发行规模YOY	-45%	-91%	-30%	-30%
增发规模YOY	10.5%	69%	-20%	-10%
配股发行规模YOY	-71%	-100%	-50%	-10%
债券发行规模YOY	44.8%	49%	25%	20%
集合理财资产YOY	13.9%	15%	10%	5%
金管理规模YOY	-35%	-10%	5%	5%
所得税率	-26%	-24%	-26%	-26%
分红比例	38%	30.1%	40.0%	40.0%

数据来源：Wind，上市公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 公司估值

(1) 绝对估值法

采用三阶段现金股利模型(DDM)对公司进行估值，将公司成长过程分为高速增长期(2013年~2016年)，该阶段公司红利年复合增长率在20%的水平；过渡期(2016年~2030年)，在过渡期内我们认为中国经济增速将会逐渐下降，GDP增长将由原来8%

左右向成熟经济体的2%~3%靠近，受此影响，我们认为公司红利增速将由原有水平向3%的永续增长水平趋近；永续增长期（2030年后）公司红利增速与中国经济增度相当约为3%。

表 6：DDM模型三阶段估值主要假设

核心指标	假设值	权益成本
无风险回报率	4.25%	
风险溢价	5.00%	
高速增长期Beta	1.3	高速期 10.75%
过渡期Beta	1.1	过渡期 9.75%
永续期Beta	1	永续期 9.25%

DDM模型最终折现结果区间为12.22-17.50元，对应12年PE（综合收益口径）区间为31-39倍，13年PE为21-26倍。

（2）相对估值法

使用谨慎假设，我们对上市券商未来两年盈利预测及估值测算，结果如下表。

预计公司2013-15年EPS（定增前综合收益口径）分别为 0.60、0.71、0.84元/股，13-15年PE 23、20、17倍，预计定增后2013年末BVPS为7.76元，2013年PB为1.8倍。发行完成后，PB估值还将进一步下降至更低水平。

表 7：上市券商盈利预测与估值（光大为定增前口径）

	PE (综合收益口径)			PB			EPS (综合收益口径)			BVPS		
	2011	2012	2013E	2011	2012	2013E	2011	2012	2013E	2011	2012	2013E
中信	-4,021	30	25	1.58	1.59	1.49	-0.00	0.42	0.50	7.86	7.85	8.33
海通	55	28	24	2.28	1.75	1.65	0.19	0.38	0.44	4.70	6.12	6.49
招商	33	32	25	2.34	2.24	2.12	0.38	0.39	0.49	5.29	5.53	5.85
光大	481	29	22	2.14	2.07	1.90	0.03	0.47	0.60	6.28	6.49	7.06
长江	111	27	22	1.98	1.88	1.76	0.09	0.36	0.43	4.85	5.11	5.45
国元	48	57	32	1.32	1.31	1.26	0.21	0.17	0.31	7.53	7.61	7.87
西南	365	39	34	1.97	1.88	1.80	0.02	0.22	0.25	4.26	4.48	4.65
宏源	214	40	27	6.20	2.98	2.90	0.10	0.55	0.82	3.59	7.45	7.67
太平洋	60	130	116	4.42	4.38	4.22	0.09	0.04	0.05	1.28	1.29	1.34
东北	-76	116	59	6.17	2.64	2.53	-0.26	0.17	0.33	3.15	7.36	7.70
国金	92	76	52	6.40	3.27	3.12	0.17	0.21	0.31	2.51	4.90	5.14
兴业	95	68	39	4.04	3.91	2.57	0.12	0.17	0.29	2.81	2.90	4.42
山西	134	88	65	2.99	2.95	2.82	0.06	0.08	0.11	2.48	2.52	2.63
方正	-459	66	44	3.10	3.05	2.90	-0.02	0.11	0.16	2.33	2.37	2.49
国海	406	142	103	8.29	8.11	7.64	0.03	0.09	0.12	1.50	1.53	1.62
东吴	83	49	40	2.28	2.23	2.13	0.10	0.17	0.21	3.69	3.79	3.95
西部	323	119	60	5.54	3.95	3.70	0.05	0.12	0.25	2.64	3.71	3.95
合计	93	35	28	2.32	2.09	1.96						

数据来源：上市公司财报，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

结合两者估值方法，我们认为，公司合理估值为17.50元/股。

六、投资建议：维持“买入”评级

我们维持对光大证券的“买入”评级，并建议机构投资者关注定增带来的相关投资机会。

主要理由：

- 1) 公司创新业务领先，roe上提将逐渐兑现；
- 2) 现价、定增底价对应2013年PB仅1.8、1.5倍，处于大中型券商较低水平；
- 3) 定增时大股东会参与，定价处于定增券商偏低水平；
- 4) 前期因为股指调整、公司投行项目审查等因素导致股价出现回调

七、风险提示：自营权益类仓位高于同业，板块股票供给增加，券商金融牌照放开

2012年末光大证券并表后投资资产中73.9亿元为权益类投资，对业绩影响较大。

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。曾在普华永道担任咨询审计师、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、新财富”非银行金融“第三名，“水晶球”非银行金融第二名。2010年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。2011年“新财富”非银行金融第一名，“水晶球”非银行金融第一名。2012年“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“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第三名。2011年“新财富”非银行金融第一名，“水晶球”非银行金融第一名。2012年“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“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“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，可随时更改且不作通告。

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。