



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资价值分析

2009年7月29日

证券业

研究部

王松柏
分析员
wangsb@cicc.com.cn

刘欣
联系人
liuxin3@cicc.com.cn

无评级

光大证券 IPO 分析

处于第二集团的全国性证券公司

主要财务信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009 F	2010 F
净利润	4,686	1,368	2,818	3,029
(+/-%)	410.4	-70.8	106.1	7.5
摊薄前每股收益 (元)	1.62	0.47	0.82	0.89
(+/-%)	330.6	-70.8	74.7	7.5
摊薄前净资产 (元)	3.45	3.64	3.90	4.58
(+/-%)	133.1	5.4	7.3	17.4
发行前股东权益	10,093	10,704	13,540	15,914
(+/-%)	175.4	6.1	26.5	17.5
发行前净资产收益率 (%)	46.81%	12.97%	21.12%	19.33%

股票信息

	A股
股票代码	601788.CH
发行前总股本 (百万股)	2,898
发行股本 (百万股)	520
发行后总股本 (百万股)	3,418
主要股东 (持股比例-发行后)	光大集团 33.92%

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[上证A股指数]	+7.01	+17.42	+43.19	+88.81
[中金证券指数]	+5.80	+27.27	+51.34	+113.46

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

7/28/2009-7/30/2009	询价起始截止日
7/31/2009	确定价格区间日
8/3/2009	网下申购缴款日
8/4/2009	网上资金申购日
8/5/2009	确定发行价格

投资亮点:

公司处于证券行业的第二集团, 经纪业务市场份额低于中信证券和海通证券但是高于其他上市证券公司, 倚重自营业务的盈利模式使公司业绩弹性在牛市中更明显。

财务预测:

在日均股票交易额 1800 亿元, 自营业务投资收益率 10% 的假设下, IPO 之后公司 09 年和 10 年每股收益分别为 0.82 元和 0.89 元。

估值与建议:

进行过再融资且处于行业证券的第一集团和第二集团的中信证券和海通证券是光大证券较为可比的标的。两者 09 年 PE 分别为 28 倍和 36 倍, 根据可比公司 09 年交易市盈率区间, 光大证券每股价值为 23 元-30 元。

证券公司以经纪业务和自营业务为主的盈利模式导致其业绩高度波动且网下申购将面临 3 个月的锁定期, 因此在发行价格中应通过更高折扣予以考虑, 同时光大证券发行价格 PE 倍数不应超过可比公司目前的交易市盈率。综合以上两点因素, 我们建议的申购价格区间为 16 元-20 元, 隐含的 09 年 IPO 市盈率为 20 倍-24 倍。

风险:

以经纪业务和自营业务为主的盈利模式使得证券公司的股价在过去几年呈现出以日均股票交易额、股票投资规模和股票市场走势为主要驱动因素的趋势性投资特征。如果股票市场短期内下跌可能带来经纪业务和自营业务双双萎缩, 导致公司表现不理想。

目录

公司背景.....	4
综合竞争力分析.....	6
盈利模式：较为倚重自营业务.....	6
盈利能力：处于行业中上游.....	7
经纪业务：布局较为均衡、处于第二集团.....	8
自营业务：风格较为激进、牛市收益较多.....	9
投资银行业务：股债承销并举、小型项目较多.....	11
集合资产管理业务：拥有先发优势、收入较为稳定.....	12
基金管理公司：稳定收入来源、获益高于同行.....	14
盈利预测.....	15
09年经纪业务收入将增长28%.....	15
09年自营业务将实现收入11亿元.....	15
投资银行业务小幅增长.....	15
09年资产管理业务收入小幅下降.....	16
09年营业收入和净利润分别为60亿元和28亿元.....	16
估值.....	17
可比公司PE介于28倍—36倍之间.....	17
建议申购价格区间为16元—20元.....	17
风险因素.....	22

图表目录

图表 1: 光大证券股东结构 (发行前)	4
图表 2: 光大证券股东结构 (发行后)	5
图表 3: 中国光大集团组织架构	5
图表 4: 证券行业收入结构	6
图表 5: 光大证券收入结构	6
图表 6: 08 年上市证券公司收入结构	7
图表 7: 光大证券净利润率	7
图表 8: 08 年上市证券公司净利润率	7
图表 9: 08 年上市证券公司营业网点数量	8
图表 10: 08 年上市证券公司营业网点分布	8
图表 11: 08 年经纪业务竞争格局	9
图表 12: 08 年上市证券公司营业部平均市场份额和手续费率	9
图表 13: 光大证券自有资产	10
图表 14: 08 年上市证券公司自有资产	10
图表 15: 光大证券自有资产构成	10
图表 16: 08 年上市证券公司自有资产构成	11
图表 17: 08 年投资银行业务竞争格局	11
图表 18: 08 年上市证券公司投资银行业务市场份额	12
图表 19: 08 年上市证券公司股票主承销次数	12
图表 20: 08 年证券公司集合理财产品特征	13
图表 21: 集合资产管理业务竞争格局	14
图表 22: 08 年上市证券公司参控股基金管理公司情况	14
图表 23: 经纪业务预测	15
图表 24: 自营业务预测	15
图表 25: 投资银行业务预测	15
图表 26: 资产管理业务预测	16
图表 27: 业务及管理费预测	16
图表 28: 可比公司估值	17
图表 29: 经纪业务敏感性分析	18
图表 30: 自营业务敏感性分析	18
图表 31: 光大证券 IPO 募集资金敏感性分析	19
图表 32: 光大证券 IPO 每股收益敏感性分析	19
图表 33: 光大证券 IPO 市盈率敏感性分析	19
图表 34: 光大证券 IPO 每股净资产敏感性分析	20
图表 35: 光大证券 IPO 市净率敏感性分析	20
图表 36: 光大证券 IPO 净资产收益率敏感性分析	20
图表 37: 光大证券财务数据摘要及预测	21

公司背景

光大证券 IPO 申请于 2008 年 6 月 30 日获得中国证监会条件通过，并于 2009 年 7 月 27 日公布了正式招股说明书。光大证券本次计划发行不超过 5.2 亿股，占发行前总股本的 18%、发行后总股本的 15%。

光大证券前身为 1996 年成立的光大证券有限责任公司，由中国光大集团下属的光大银行和光大国投的证券业务整合而来，2005 年改制为光大证券股份有限公司。

本次 IPO 之前，第一大股东光大（集团）总公司（下称“光大集团（北京）”）持有光大证券 40.92% 的股份，第二大股东中国光大控股有限公司（下称“光大控股”）持有光大证券 39.31% 的股份。由于光大（集团）和光大控股均属于中国光大集团，因此中国光大集团通过两者合计持有光大证券 80.23% 股份。按照最多发行 5.2 亿股计算，本次 IPO 之后，光大集团（北京）和光大控股合计仍将持有光大证券 67.25% 股份（图表 1、图表 2）。

中国光大集团于 1983 年 5 月在香港设立，是中央管理的特大型国有企业集团，由光大集团（北京）和中国光大集团有限公司（下称：“光大集团（香港）”）两个总部组成，目前正在实施国家主导下的改革重组。根据国务院正式批复的中国光大集团改革重组方案，中国光大集团取得国内第一张金融控股公司牌照。到目前为止，中国光大集团金融业务范围已经涵盖了银行、证券、保险、基金管理、信托投资、金银交易等（图表 3），金融业务地域已涵盖了大陆和香港。

作为中国光大集团的大陆证券业务平台，光大证券有望借助关联企业——光大银行和光大控股的资源，在银证合作、香港市场、直接投资等领域与前两者获得较好的协同效应。其中主要体现为：通过与光大银行合作，光大证券可以借助银行渠道进一步拓展客户资源以支持其经纪业务、资产管理业务的后续发展；作为光大证券第二大股东，光大控股的香港业务拥有经纪业务、投资银行业务、资产管理业务等完整的业务模块，同时直接投资业务最近两年取得长足发展，光大证券可以借助光大控股的香港业务拓展其香港业务。

图表 1：光大证券股东结构（发行前）

股东名称（发行前）	股份性质	股份数（万股）	占总股本比例
中国光大（集团）总公司	国家法人股	118,575	40.92%
中国光大控股有限公司	外资法人股	113,925	39.31%
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	社会法人股	12,800	4.42%
厦门新世基集团有限公司	社会法人股	11,300	3.90%
东莞市联景实业投资有限公司	社会法人股	8,000	2.76%
大众交通（集团）股份有限公司	社会法人股	6,000	2.07%
南昌洪城大厦股份有限公司	社会法人股	5,500	1.90%
亿阳集团股份有限公司	社会法人股	4,000	1.38%
上海良能建筑工程有限公司	社会法人股	3,300	1.14%
华夏董氏兄弟商贸（集团）有限责任公司	社会法人股	2,000	0.69%
上海宛矿投资有限公司	国家法人股	2,000	0.69%
上海宏普实业投资有限公司	社会法人股	1,200	0.41%
南京鑫鼎投资发展有限公司	社会法人股	1,200	0.41%
合计		289,800	100%

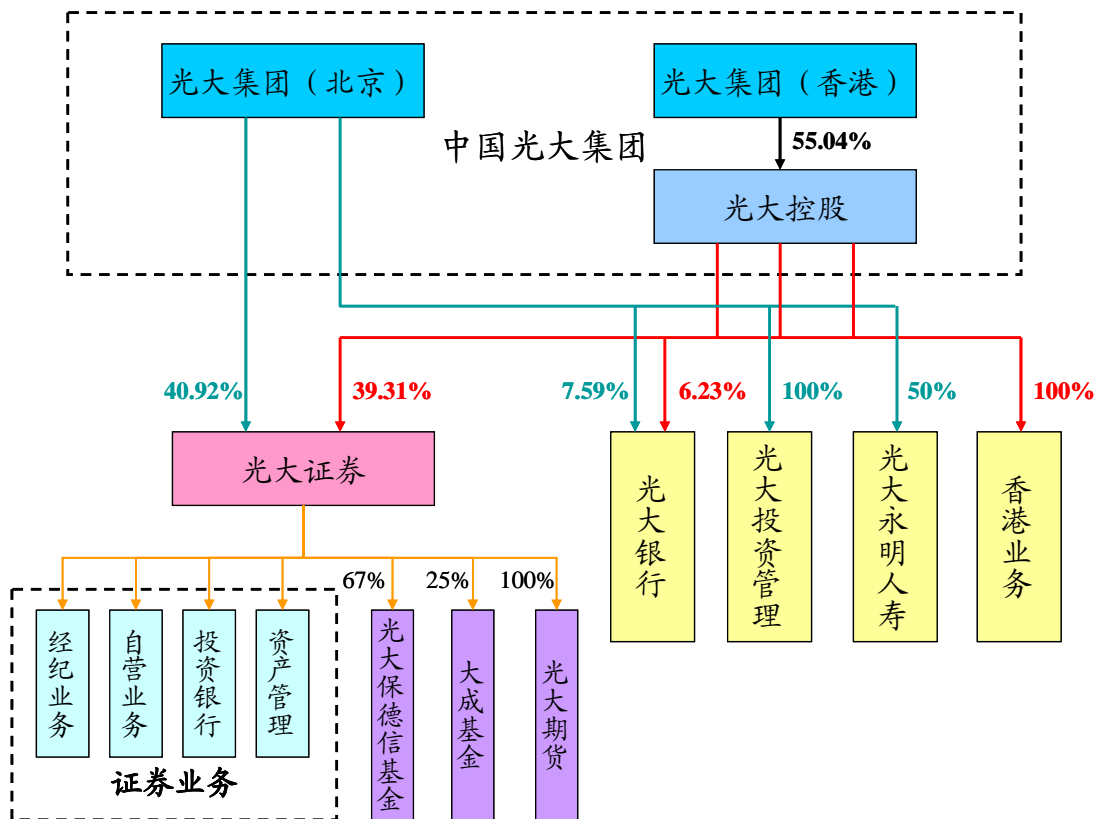
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2: 光大证券股东结构 (发行后)

股东名称 (发行后)	股份性质	股份数 (万股)	占总股本比例
中国光大 (集团) 总公司	国家法人股	115,945	33.92%
中国光大控股有限公司	外资法人股	113,925	33.33%
嘉峪关宏丰实业有限责任公司	社会法人股	12,800	3.74%
厦门新世基集团有限公司	社会法人股	11,300	3.31%
东莞市联景实业投资有限公司	社会法人股	8,000	2.34%
大众交通 (集团) 股份有限公司	社会法人股	6,000	1.76%
南昌洪城大厦股份有限公司	社会法人股	5,500	1.61%
亿阳集团股份有限公司	社会法人股	4,000	1.17%
上海良能建筑工程有限公司	社会法人股	3,300	0.97%
华夏董氏兄弟商贸 (集团) 有限责任公司	社会法人股	2,000	0.59%
上海宽矿投资有限公司	国家法人股	1,956	0.57%
上海宏普实业投资有限公司	社会法人股	1,200	0.35%
南京鑫鼎投资发展有限公司	社会法人股	1,200	0.35%
全国社保基金理事会	国家法人股	2,674	0.78%
本次发行A股		52,000	15.21%
合计		341,800	100%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 3: 中国光大集团组织架构



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

综合竞争力分析

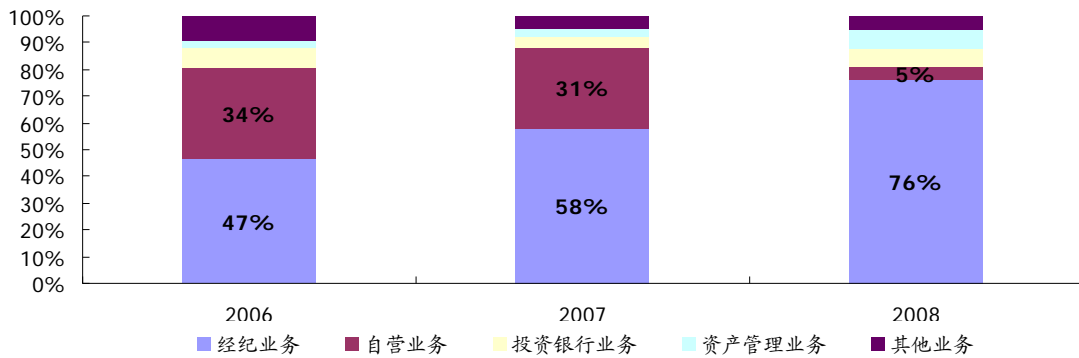
盈利模式：较为倚重自营业务

以经纪业务和自营业务为主的盈利模式导致证券行业带有较高的波动性，但证券行业经纪业务重要性超过自营业务。股票市场的牛熊转换导致经纪业务占比从06年的47%上升到08年的76%，自营业务则从34%大幅下降到5%。

通过比较光大证券和证券行业收入结构可以发现：光大证券收入结构变动与证券行业同向但波动水平高于证券行业。造成这种结果的主要原因是光大证券较为倚重自营业务的盈利模式，自营业务在营业收入中的重要性在牛市中一度超过经纪业务，但熊市的来临导致自营业务在08年出现亏损，导致经纪业务占比大幅提高。

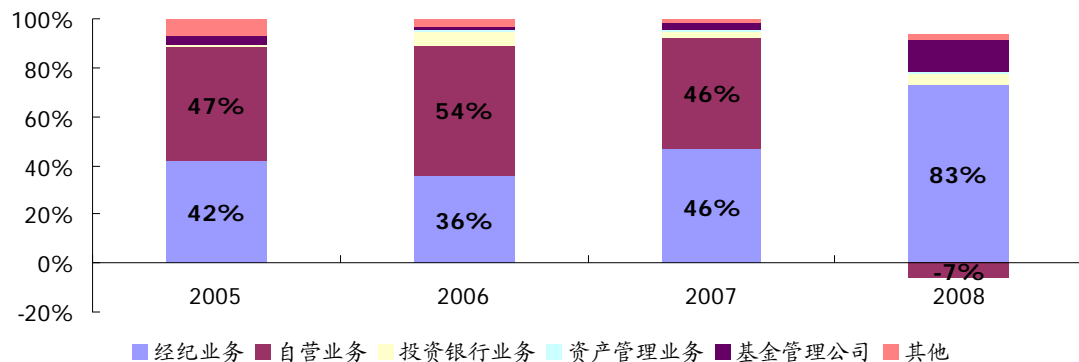
较为倚重自营业务的盈利模式意味着光大证券在牛市中将获得超过证券行业收益的水平，但在熊市中也将损失超过证券行业下降的水平。

图表 4：证券行业收入结构



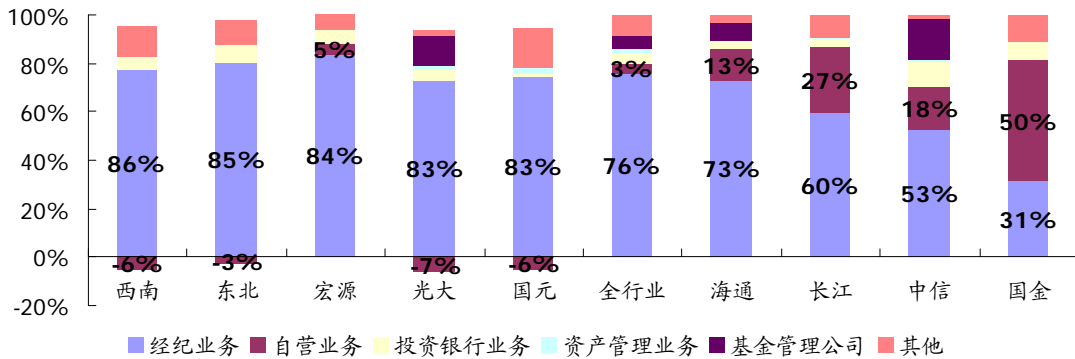
数据来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5：光大证券收入结构



数据来源：公司数据、中金公司研究部

图表 6: 08 年上市证券公司收入结构

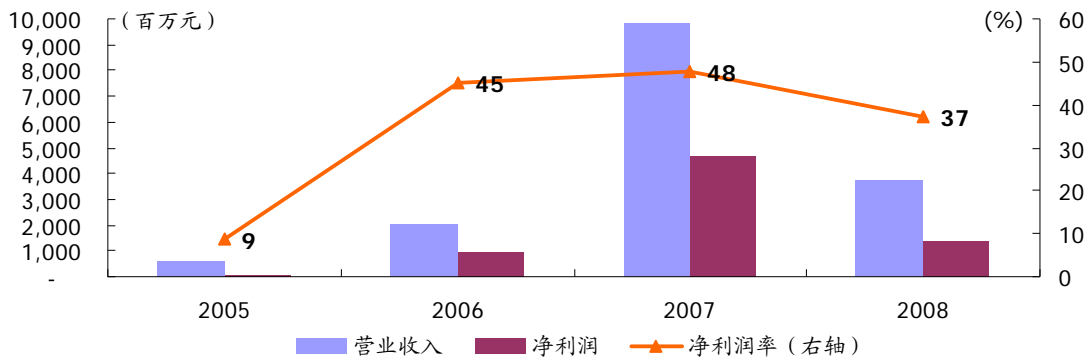


数据来源: 公司数据、中金公司研究部

盈利能力: 处于行业中上游

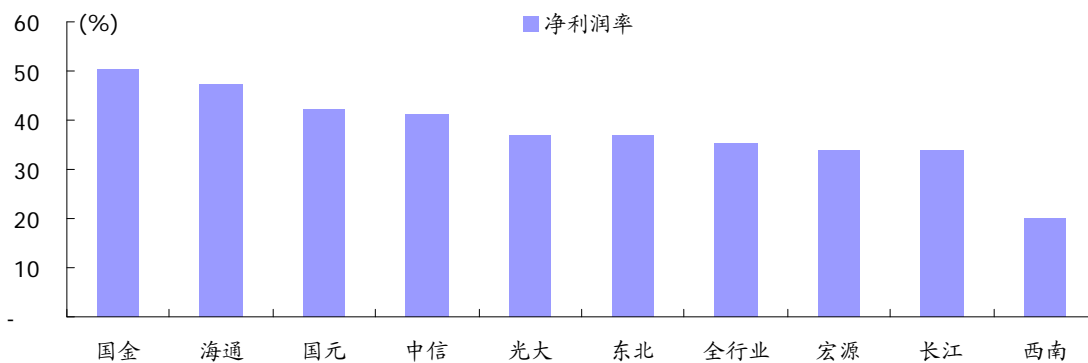
尽管由于股票市场转熊导致自营业务在 08 年出现亏损, 但光大证券净利润率仍然维持在行业平均水平之上, 在上市证券公司中处于中上游。

图表 7: 光大证券净利润率



数据来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 8: 08 年上市证券公司净利润率

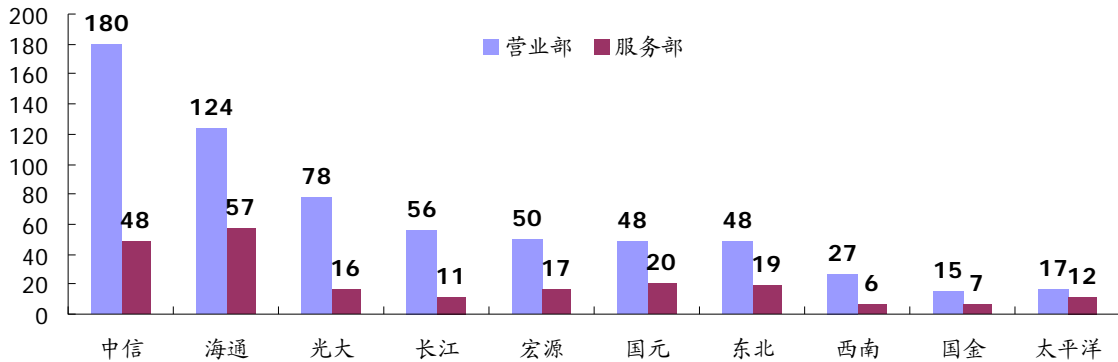


数据来源: 公司数据、中金公司研究部

经纪业务：布局较为均衡、处于第二集团

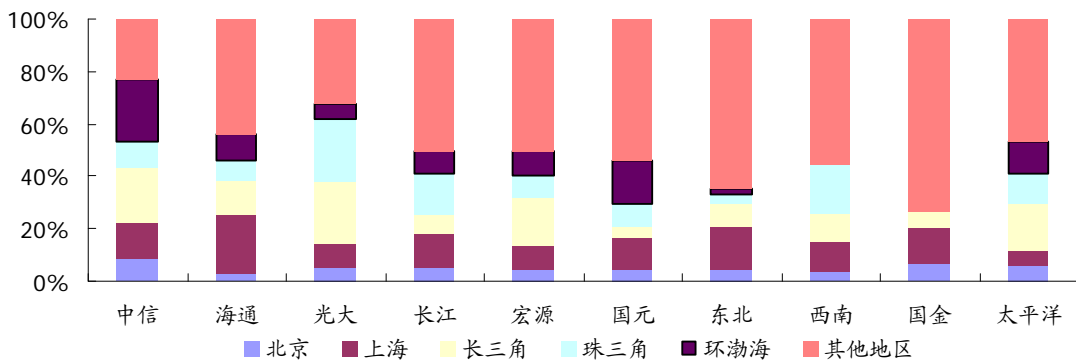
截至08年光大证券拥有78家营业部和16家服务部，遍布于全国24个省、自治区、直辖市。与上市证券公司相比，光大证券的营业网点数量仅低于中信证券和海通证券。从营业网点的分布情况来看，光大证券的营业部分布于经济发达地区的比例明显低于多数上市证券公司，只有中信证券的营业部分布要好于公司，这部分得益于近两年对昆仑证券和天一证券经纪业务的收购，天一证券的经纪业务在长三角地区具有较强的区域竞争优势。除此之外随着中国证监会《关于进一步规范证券营业网点的规定》的逐步推进，光大证券的16家服务部有望在10年8月底之前逐步规范为营业部，进一步提升其营业部数量。

图表9：08年上市证券公司营业网点数量



数据来源：公司数据、中金公司研究部

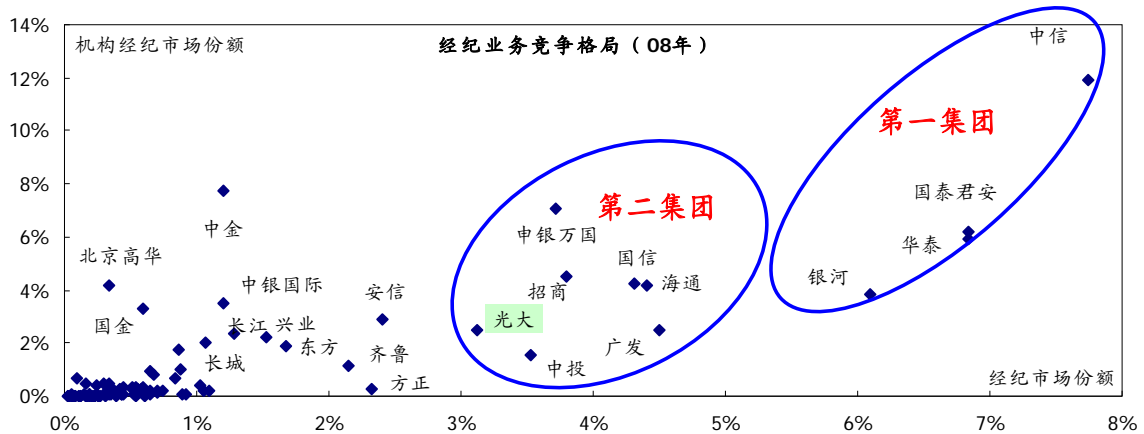
图表10：08年上市证券公司营业网点分布



数据来源：公司数据、中金公司研究部

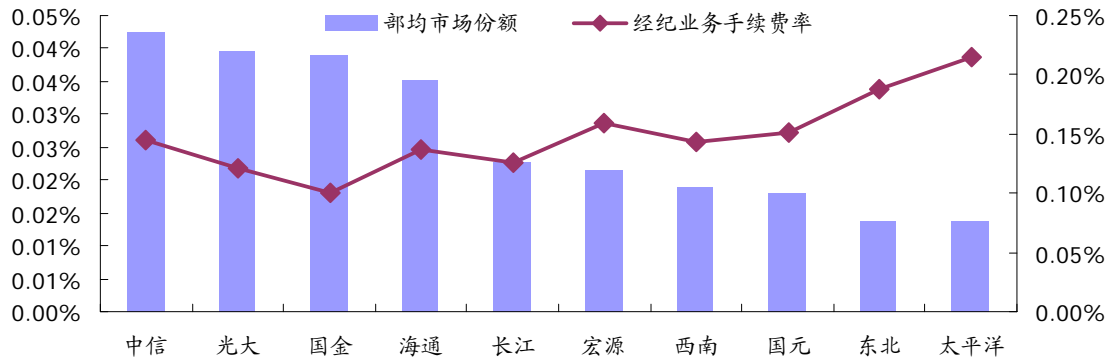
光大证券08年的经纪业务市场份额为3.12%，在证券行业中名列第11，在上市证券公司中仅低于中信证券（7.74%）和海通证券（4.41%）。通过比较08年营业部平均市场份额可以发现，光大证券营业部平均市场份额仅低于中信证券，高于其他上市证券公司，这主要是由于光大证券通过与光大银行的合作提升了经纪业务市场份额，但也导致了经纪业务手续费率处于相对低端水平。

图表 11: 08 年经纪业务竞争格局



数据来源: 上交所、深交所、WIND 资讯、中金公司研究部

图表 12: 08 年上市证券公司营业部平均市场份额和手续费率



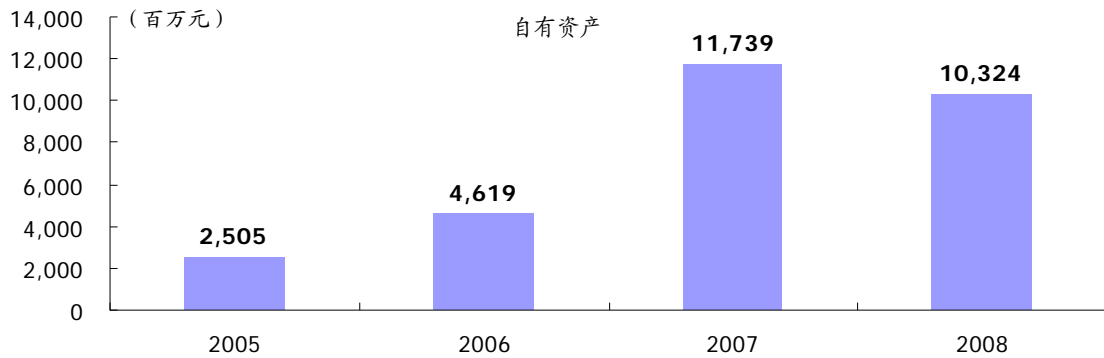
数据来源: 上交所、深交所、公司数据、中金公司研究部

自营业务: 风格较为激进、牛市收益较多

受益于 06 年—07 年的牛市, 光大证券的自有资产实现了质的飞跃。截至 08 年底, 公司的自有资产高达 117 亿元。与其他上市证券公司相比, 光大证券的自有资产仅仅低于有过再融资的中信证券和海通证券, 远高于其他上市证券公司。

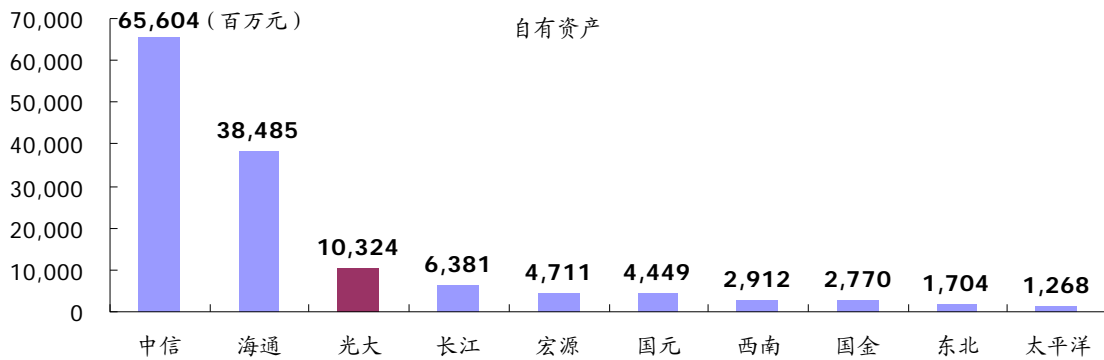
权益类投资规模随牛熊转换增减幅度高于多数上市证券公司。在 06 年—07 年牛市过程中, 公司权益类投资占比一度从 30% 大幅提升至 45%, 但在 08 年熊市过程中, 该比例迅速下降至仅有 5%。这一水平仅高于自营业务风格始终较保守的中信证券和清理了历史浮盈了国金证券。这说明光大证券的自营业务风格较为激进: 在牛市中往往迅速加仓、但熊市来临后仓位会迅速下降, 在牛市中公司自营业务收益程度将高于多数上市证券公司。

图表 13: 光大证券自有资产



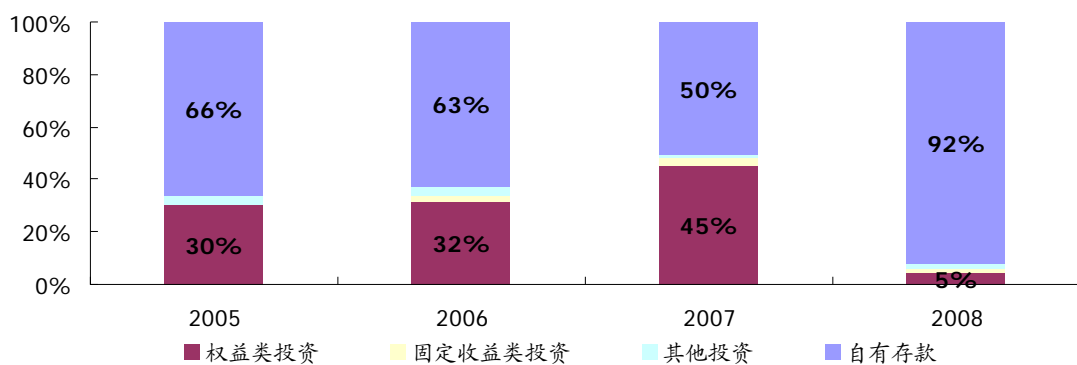
数据来源：公司数据、中金公司研究部

图表 14: 08年上市证券公司自有资产



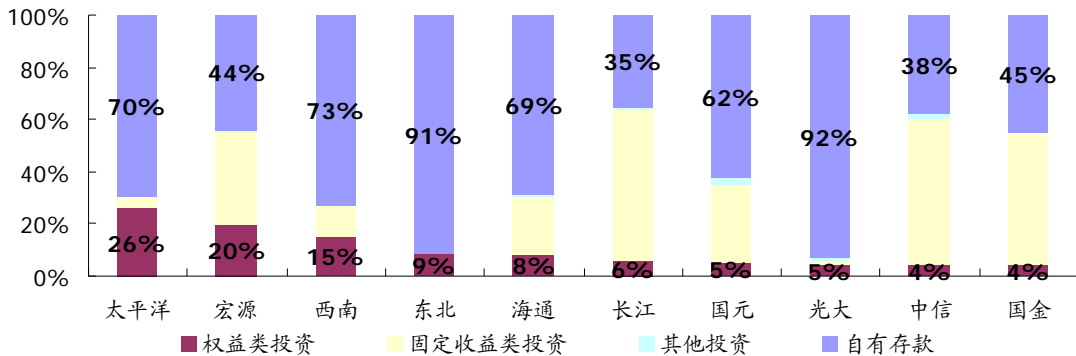
数据来源：公司数据、中金公司研究部

图表 15: 光大证券自有资产构成



数据来源：公司数据、中金公司研究部

图表 16: 08 年上市证券公司自有资产构成



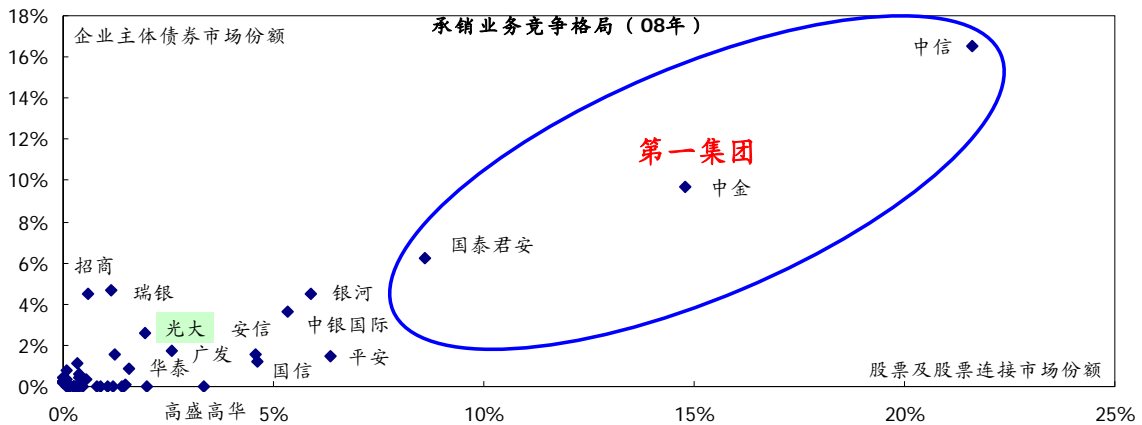
数据来源: 公司数据、中金公司研究部

投资银行业务: 股债承销并举、小型项目较多

08 年光大证券股票及股票连接主承销额达到 58 亿元, 市场份额 1.94%, 名列市场第 12; 企业主体债券承销额达到 138 亿元, 市场份额 2.56%, 名列市场第 8。在上市证券公司中, 08 年光大证券承销业务的市场份额仅低于中信证券, 较其他上市证券公司明显拥有优势。

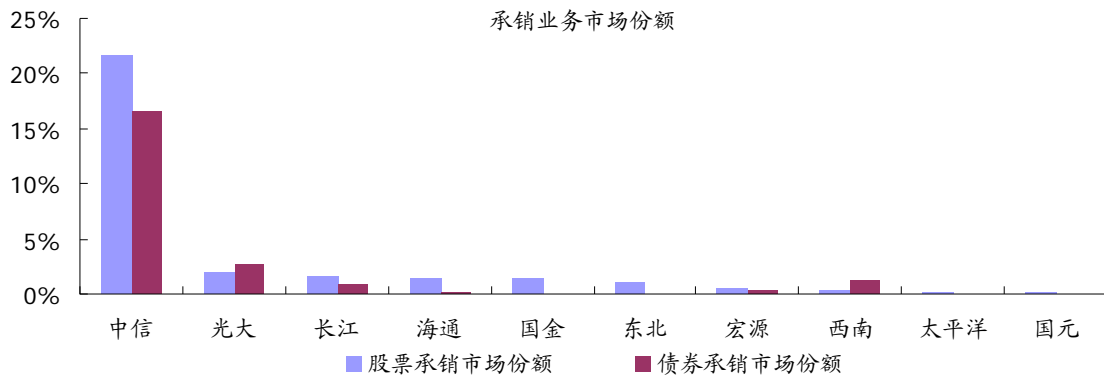
光大证券在中小型股票及股票连接项目领域拥有一定竞争优势。从股票及股票连接主承销次数来看, 光大证券明显低于中信证券和海通证券, 但公司多数项目均为 40 亿元以下的中小型项目。随着中小型项目在股票及股票连接融资中占比的逐步提高, 光大证券在投资银行业务领域的竞争力有望进一步提升。

图表 17: 08 年投资银行业务竞争格局



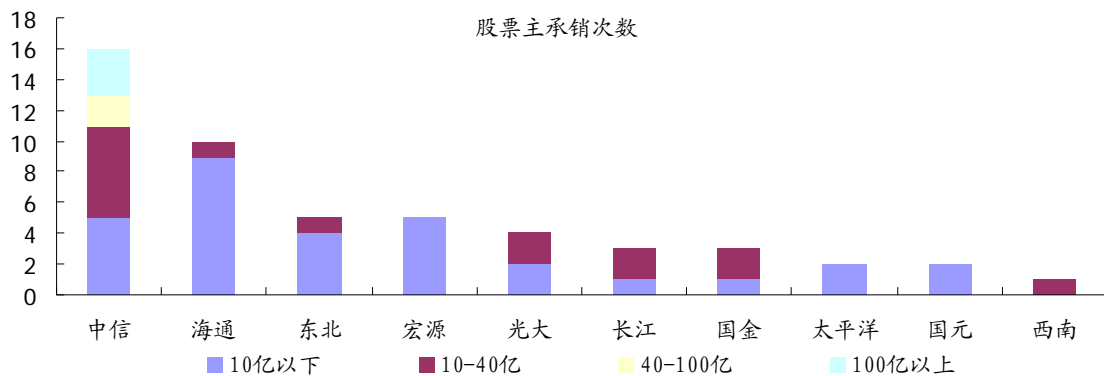
数据来源: WIND 资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 18：08 年上市证券公司投资银行业务市场份额



数据来源：WIND 资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 19：08 年上市证券公司股票主承销次数



数据来源：WIND 资讯、公司数据、中金公司研究部

集合资产管理业务：拥有先发优势、收入较为稳定

自 04 年中国证监会将证券公司划分为创新类、规范类、风险类和高风险类 4 类之后，创新类证券公司获准开展集合资产管理业务。继广发证券之后，光大证券成为第二家推出集合理财产品的证券公司。截至 08 年，光大证券已先后推出了光大阳光、光大阳光 2 号、光大阳光 3 号 3 个集合理财产品，管理资产规模为 50 亿元，市场份额为 11.24%，在集合资产管理业务领域名列第 3。09 年 1 月光大证券又发行了光大阳光 5 号，募集规模 13 亿元；09 年 7 月，光大证券第 5 只集合理财产品光大阳光基中宝开始发行。

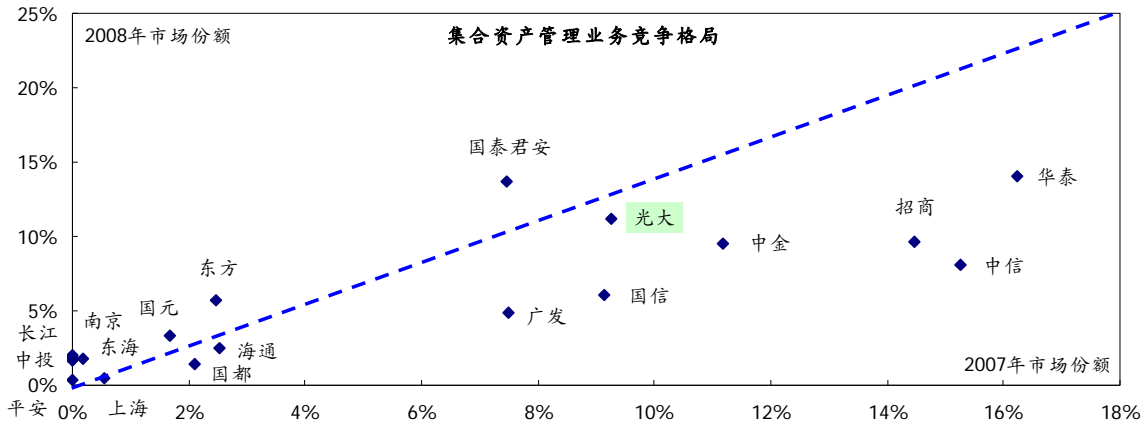
从目前集合理财产品的特征来看，光大证券多数集合理财产品都以部分自有资金参与、单纯收取管理费，使管理费的收入稳定性强于多数采取管理费加业绩提成盈利模式的集合资产管理业务。

图表 20: 08 年证券公司集合理财产品特点

证券公司集合理财产品特点一览表 (截至2008年)						
证券公司	产品名称	产品类型	管理费	业绩提成	自有资金	状态
长江证券	超越理财1号	混和型	1.5%	×	✓	已清算
	超越理财2号	FOF	1.2%	×	✓	
	超越理财增强债券	混和型	0.9%	×	×	
东方证券	东方红1号	混合型	无	✓	✓	已清算
	东方红2号	混合型	0.8%	✓	✓	
	东方红3号	混合型	无	✓	✓	
东海证券	东风1号	债券型	0.6%	×	✓	
	东风2号	混合型	1%	×	✓	
光大证券	光大阳光	混和型	1.5%	×	✓	
	光大阳光2号	FOF	0.5%	×	✓	
	光大阳光3号	混合型	1.2%	✓	✓	
广发证券	广发2号	债券型	0.58%	×	×	已清算
	广发3号	混合型	1%	×	×	
	广发4号	FOF	1.2%	✓	×	
国都证券	国都1号	债券型	0.67%	×	×	
国泰君安证券	君得利	货币型	0.33%	×	×	
	君得益	FOF	0.98%	✓	✓	
国信证券	金理财稳得受益	债券型	0.9%	×	✓	已清算
	金理财经典组合	FOF	1%	×	✓	
	金理财价值增长	股票型	0.8%	✓	×	
	金理财4号	混合型	1.0%	✓	×	
国元证券	国元黄山1号	债券型	0.7%	✓	✓	
	国元黄山2号	混合型	1.2%	✓	✓	
海通证券	海通稳健增值型	混合型	1%	×	✓	
	海通中金	混合型	1%	✓	✓	
华泰证券	华泰紫金1号	债券型	0.8%	✓	✓	
	华泰紫金2号	FOF	1.1%	×	✓	
	华泰紫金3号	混合型	1.2%	✓	×	
	华泰紫金鼎-步步为盈	伞型	0.8%	✓	×	
	华泰紫金鼎-造福桑梓	伞型	1.2%	✓	×	
南京证券	神州1号	混合型	无	✓	✓	
平安证券	年年红1号	混合型	0.8%	✓	✓	
上海证券	理财1号	股票型	无	✓	✓	
申银万国证券	申银万国1号	混合型	1%	✓	✓	
招商证券	基金宝	FOF	0.6%	✓	✓	已清算
	现金牛	货币型	0.3%	×	×	
	基金宝二期	FOF	1.2%	✓	✓	
中金公司	中金短期债券	债券型	无	✓	×	
	中金股票精选	股票型	1.5%	×	×	
	中金股票策略	股票型	1.5%	×	×	
	中金大中华股票配置	QDII	1.8%	×	×	
	中金股票策略二号	混合型	1.5%	×	×	
中投证券	中投汇盈核心优选	混合型	无	✓	✓	
中信证券	中信避险共赢	债券型	1%	×	✓	已清算
	中信理财2号	混合型	1.5%	×	×	
	中信股债双赢	混合型	1.5%	×	×	

资料来源: WIND 资讯、公司数据、中金公司研究部

图表 21：集合资产管理业务竞争格局



数据来源：WIND 资讯、公司数据、中金公司研究部

基金管理公司：稳定收入来源、获益高于同行

光大证券分别持有光大保德信基金 67%、大成基金 25% 的股权。上市证券公司中，除中信证券全资控股华夏基金外，多数上市证券公司从参控股基金公司获得收益角度来看低于光大证券。

图表 22：08 年上市证券公司参控股基金管理公司情况

上市证券公司参控股基金管理公司（截至2008年）						
证券公司	参控股基金管理公司	参控股比例 (%)	管理资产 (亿元)	市场份额 (%)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
长江证券	长信基金	49%	234	1.21%	34,706	9,432
	诺德基金	30%	34	0.17%	9,171	1,886
东北证券	东方基金	46%	74	0.38%	10,991	817
	银华基金	21%	524	2.71%	87,143	22,161
光大证券	光大保德信基金	67%	233	1.21%	NA	26,480
	大成基金	25%	721	3.73%	NA	63,445
广发证券	广发基金	48%	669	3.46%	150,173	59,632
	易方达基金	25%	876	4.53%	256,482	94,849
国金证券	—	—	—	—	—	—
国元证券	长盛基金	41%	273	1.41%	57,294	24,007
海通证券	海富通基金	51%	385	1.99%	58,000	16,900
	富国基金	28%	403	2.08%	85,800	30,900
宏源证券	—	—	—	—	—	—
西南证券	银华基金	29%	524	2.71%	87,143	22,161
中信证券	华夏基金	100%	1,980	10.24%	334,291	122,435
	中信基金	100%	0	0.00%	NA	4,844

资料来源：WIND 资讯、公司数据、中金公司研究部

盈利预测

09 年经纪业务收入将增长 28%

09 年 1 月—6 月股基权证交易额为 25 万亿元，日均股票交易额为 1880 亿元。在全年日均股票交易额为 1800 亿元、市场份额保持在 3.08%、净手续费率为 0.11%、净利差维持在 1.6% 的假设下，我们预测公司 09 年的净手续费收入和净利息收入分别 34.56 亿元和 4.59 亿元，同比分别增长 34% 和下降 8%。

图表 23: 经纪业务预测

经纪业务收入 (百万元)	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
沪深交易所股基权证交易额	6,925,293	22,474,220	109,400,783	68,525,794	101,930,400	101,930,400
日均股票交易额	13,085	37,539	189,529	108,582	180,000	180,000
公司股基权证交易市场份额	2.65%	2.78%	2.98%	3.08%	3.08%	3.08%
公司股基权证交易额	183,853	623,895	3,255,067	2,112,133	3,141,745	3,141,745
代理买卖证券业务净收入	209	688	4,273	2,572	3,456	3,332
代理买卖证券业务净手续费率	0.113%	0.110%	0.131%	0.122%	0.110%	0.106%
客户存款	2,689	8,308	40,659	21,233	36,096	39,705
净利差		1.07%	1.16%	1.61%	1.60%	1.60%
利息净收入	36	42	278	499	459	606

资料来源: 上交所、深交所、公司数据, 中金公司研究部

09 年自营业务将实现收入 11 亿元

09 年 1 月—6 月上证指数涨幅高达 63%，而公司权益类投资比例在牛市中提升速度较快，在第 3 季度股票市场仍将保持上涨的假设下，我们预计公司权益类投资比例将明显提升，使投资收益率由负转正。

图表 24: 自营业务预测

自营业务收入 (百万元)	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
上证指数涨幅	-8.33%	130.43%	96.66%	-65.39%	70.00%	10.00%
自营投资期末规模	2,155	4,469	11,739	10,324	12,543	15,005
自营投资收益率		32.98%	56.11%	-2.36%	10.00%	10.00%
自营业务收入	273	1,093	4,547	-261	1,143	1,377
对联营企业和合营企业的投资收益	3	5	63	58	79	56

资料来源: WIND 资讯、公司数据, 中金公司研究部

投资银行业务小幅增长

09 年 1 月—6 月股票及股票连接、企业主体债券的融资额分别为 339 亿元和 7406 亿元。光大证券上半年股票及股票连接尚未有主承销项目，企业主体债券承销额为 20 亿元。随着股票市场持续上涨和 IPO 重启，我们预计下半年股票及股票连接融资额将有明显增长，而光大证券也将有所斩获。

图表 25: 投资银行业务预测

投资银行业务收入 (百万元)	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
股票及股票连接融资额	32,885	226,375	710,229	299,868	202,628	292,108
公司股票及股票连接主承销额	0	3,607	3,665	5,806	4,053	5,842
公司股票及股票连接主承销市场份额	0.00%	1.59%	0.52%	1.94%	2.00%	2.00%
企业主体债券融资额	171,160	159,370	281,156	536,590	1,181,994	1,460,539
公司企业主体债券主承销额	0	1,000	0	13,750	17,730	21,908
公司企业主体债券主承销市场份额	0.00%	0.63%	0.00%	2.56%	1.50%	1.50%
证券承销收入	3	98	186	181	213	282

资料来源: WIND 资讯、中国债券信息网、公司数据, 中金公司研究部

09年资产管理业务收入小幅下降

截至08年底，光大证券已成立了光大阳光、光大阳光2号、光大阳光3号3只集合理财产品，同时09年1月光大阳光5号成立，募集规模13亿元，09年5月光大阳光基中宝开始募集。由于光大证券集合理财产品多数采取了自有资金参与，因此其集合资产管理业务将获得除了固定管理费和业绩提成之外的自有资金增值收入。

在经历了管理资产规模从06年底的20亿元暴增到07年底的573亿元之后，光大保德信基金08年底管理资产规模为233亿元。在09年底管理资产规模303亿元、管理费1.5%的假设下，我们预测09年光大保德信基金管理费收入为4.02亿元。

图表 26：资产管理业务预测

资产管理业务收入(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
集合理财平均资产规模	934	2,506	6,882	6,076	8,506	9,357
集合理财产品(只)	1	2	2	3	3	3
集合资产管理业务收入	0	28	90	59	170	187
定向理财年底资产规模	0	35	176	0	0	0
定向资产管理业务收入	0	0	6	2	0	0
光大保德信基金年底资产规模	3,053	2,016	57,273	23,298	30,287	36,345
光大保德信基金管理费收入		22	329	550	402	500
光大保德信基金销售手续费收入		0	0	0	0	0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

09年营业收入和净利润分别为60亿元和28亿元

综合以上业务模块预测，我们预测09年光大证券将实现营业收入59.57亿元，同比增长61.39%，主要由于日均股票交易额的大幅增长以及自营业务的扭亏为盈。

由于经纪业务和自营业务的高杠杆效应，我们预测业务及管理费与营业收入的比例将从08年的39.81%下降到09年的31.60%。在所得税率为25%的假设下，我们预测光大证券09年实现净利润28.18亿元，同比上升106.09%。

按照最多发行5.2亿股测算，摊薄后光大证券09年每股收益为0.82元。

图表 27：业务及管理费预测

业务及管理费(百万元)	2005	2006	2007	2008	2009F	2010F
人力资源费用	142	317	1,457	716	894	957
折旧费	65	47	48	60	88	88
租赁费	60	53	80	114	126	138
投资者保护基金	0	0	142	31	60	64
其他	184	220	545	548	716	741
业务及管理费	451	637	2,272	1,469	1,883	1,988
业务及管理费/营业收入	77.19%	31.30%	23.13%	39.81%	31.60%	31.16%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值

可比公司 PE 介于 28 倍—36 倍之间

在我们目前的 1800 亿元日均股票交易额和自营业务投资收益率假设下，多数上市证券公司 09 年 PE 在 28 倍—40 倍之间。其中，国元证券由于带有巨额增发概念导致其 PE 达到 46 倍，远高于我们目前给予评级的其他 5 家上市证券公司（中信证券、海通证券、长江证券、宏源证券、东北证券）。

由于上市证券公司中除中信证券和海通证券之外 7 家证券公司均未在股票市场进行过融资，而且从业务规模各方面光大证券也与前两者较为接近，因此我们认为中信证券和海通证券是光大证券较为合适的可比公司。截至 7 月 28 日，中信证券和海通证券 09 年 PE 分别为 28 倍和 36 倍。

在 09 年 PE28 倍—36 倍的区间内，光大证券 0.83 元的每股收益对应的每股价值为 23 元—30 元。

建议申购价格区间为 16 元—20 元

以经纪业务和自营业务为主的盈利模式导致证券公司业绩波动性极高，因此证券公司在牛市中发行价格相对于每股价值应该给予更高的折扣，以反应其业绩高度波动的特征。与此同时，网下申购 3 个月的锁定期也增加了不确定性因素。

目前上市证券公司里中信证券的 09 年市盈率为 28 倍，如果光大证券发行价格对应 09 年市盈率超过 28 倍，意味着投资者可以通过在二级市场直接买入中信证券获得比申购光大证券更为便宜的投资标的，因此我们认为光大证券的发行价格隐含的市盈率不应超过 28 倍。

综合以上两点因素，我们建议的申购价格区间为 16 元—20 元，隐含的 09 年 IPO 市盈率为 20 倍—24 倍。

图表 28：可比公司估值

	股价	总股本	流通股	总市值	总资产收益率 (%)					净资产收益率 (%)										
	(元)	(百万股)	(百万)	(十亿)	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E						
中信证券	37.36	6,630	6,570	248	3.81	6.53	5.34	5.02	4.80	19.5	24.0	13.2	14.6	14.1						
海通证券	19.29	8,228	1,523	159	1.92	5.72	4.42	4.35	4.62	12.5	14.9	8.6	10.4	11.1						
长江证券	26.76	1,675	856	45	4.97	9.37	3.86	4.36	4.03	19.3	40.0	15.2	20.6	18.2						
宏源证券	27.39	1,461	536	40	4.06	8.94	3.54	4.31	4.16	8.7	34.0	10.9	18.7	17.2						
国元证券	26.80	1,464	285	39	6.69	12.03	4.37	5.34	5.13	22.1	44.1	10.9	15.9	15.0						
东北证券	48.88	581	175	28	1.46	8.31	4.54	6.72	6.48	14.4	52.1	18.2	30.7	26.6						
国金证券	26.99	500	77	13	2.62	4.40	10.51	5.34	4.88	16.9	23.1	34.9	26.5	26.6						
西南证券	22.08	1,904	240	42	2.36	9.06	1.77	6.42	6.49	6.8	30.2	4.3	17.1	16.0						
太平洋证券	20.68	1,503	42	31	9.03	12.35	-18.47	7.25	7.11	22.7	30.1	-46.8	22.4	20.1						
广发证券	NA	2,507	NA	NA	4.18	7.84	5.67	5.65	5.26	33.4	53.4	26.1	30.4	26.5						
辽宁成大	40.28	900	844	36	NA	NA	NA	NA	NA	27.2	45.7	18.9	25.3	21.6						
吉林敖东	57.78	573	495	33	NA	NA	NA	NA	NA	23.9	43.2	17.8	24.9	21.4						
光大证券	NA	2,898	NA	NA	6.53	8.70	4.11	5.65	5.38	25.3	46.8	13.0	21.3	19.3						
招商证券	NA	3,227	NA	NA	6.34	6.22	4.43	4.10	4.02	30.0	66.8	25.6	29.4	26.9						
	每股收益					每股净资产					市盈率					市净率				
	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E
中信证券	0.82	3.74	1.10	1.33	1.40	4.19	15.56	8.33	9.09	9.89	45.8	10.0	33.9	28.1	26.7	8.92	2.40	4.49	4.11	3.78
海通证券	0.13	1.33	0.40	0.53	0.62	1.08	8.90	4.66	5.09	5.58	143.0	14.5	48.1	36.3	31.0	17.81	2.17	4.14	3.79	3.46
长江证券	0.31	1.41	0.42	0.69	0.71	1.62	3.53	2.75	3.37	3.91	86.0	19.0	63.9	38.6	37.5	16.56	7.59	9.74	7.93	6.84
宏源证券	0.22	1.39	0.37	0.79	0.83	2.51	4.11	3.41	4.25	4.85	125.3	19.6	73.9	34.5	32.9	10.90	6.67	8.04	6.44	5.65
国元证券	0.38	1.56	0.36	0.58	0.59	1.71	3.53	3.26	3.65	3.95	71.2	17.2	75.3	46.2	45.3	15.70	7.59	8.23	7.34	6.78
东北证券	0.15	1.92	0.71	1.43	1.49	1.02	3.68	3.88	4.67	5.58	333.2	25.5	69.3	34.2	32.9	47.88	13.29	12.58	10.48	8.76
国金证券	1.05	1.32	1.51	0.55	0.59	6.25	5.72	4.33	2.06	2.21	25.6	20.4	17.8	49.5	45.8	4.32	4.72	6.23	13.09	12.19
西南证券	0.08	0.51	0.07	0.36	0.40	1.17	1.69	1.74	2.10	2.50	275.4	43.2	295.9	61.4	55.1	18.86	13.03	12.68	10.50	8.82
太平洋证券	0.20	0.41	(0.43)	0.26	0.30	0.87	1.35	0.92	1.18	1.48	104.2	51.0	-48.2	78.1	69.6	23.70	15.35	22.53	17.49	13.97
广发证券	0.59	3.05	1.26	1.82	1.90	1.76	5.70	4.81	6.00	7.17	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
辽宁成大	1.03	2.36	1.04	1.52	1.53	3.80	5.15	5.51	6.00	7.11	39.0	17.1	38.6	26.5	26.3	10.59	7.82	7.32	6.71	5.67
吉林敖东	1.70	3.47	1.50	2.31	2.34	7.11	8.04	8.45	9.27	10.94	34.0	16.6	38.4	25.0	24.7	8.13	7.19	6.84	6.24	5.28
光大证券	0.38	1.62	0.47	0.98	1.05	1.48	3.45	3.64	4.61	5.41	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
招商证券	0.39	1.57	0.63	0.89	0.95	1.29	2.35	2.45	3.04	3.55	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 29：经纪业务敏感性分析

09年日均股票 交易额(亿元)	每股收益					目前股价对应市盈率					业绩弹性,%				
	1800	+200	+400	+600	+800	1800	+200	+400	+600	+800	1800	+200	+400	+600	+800
中信证券(创新类)	1.33	1.44	1.54	1.65	1.75	28.1	26.0	24.2	22.7	21.3	-	8	16	24	32
海通证券(创新类)	0.53	0.59	0.65	0.71	0.78	36.3	32.5	29.5	27.0	24.9	-	11	23	34	46
长江证券(创新类)	0.69	0.77	0.85	0.93	1.00	38.6	34.7	31.5	28.9	26.6	-	11	22	34	45
宏源证券(创新类)	0.79	0.89	0.99	1.09	1.19	34.5	30.7	27.6	25.1	23.0	-	13	25	38	50
国元证券(创新类)	0.58	0.64	0.70	0.77	0.83	46.2	41.7	38.1	35.0	32.4	-	11	21	32	42
东北证券(规范类)	1.43	1.58	1.73	1.88	2.02	34.2	31.0	28.3	26.1	24.2	-	10	21	31	41
国金证券(规范类)	0.55	0.59	0.64	0.69	0.73	49.5	45.5	42.2	39.3	36.8	-	9	17	26	34
西南证券(规范类)	0.36	0.39	0.42	0.45	0.48	61.4	56.7	52.6	49.0	45.9	-	8	17	25	34
太平洋证券(规范类)	0.26	0.29	0.31	0.34	0.36	78.1	71.4	65.7	60.9	56.7	-	9	19	28	38
广发证券(创新类)	1.82	2.02	2.21	2.40	2.59	NA	NA	NA	NA	NA	-	11	21	32	42
辽宁成大*	1.52	1.66	1.79	1.93	2.07	26.5	24.3	22.4	20.8	19.4	-	9	18	27	37
吉林敖东*	2.31	2.53	2.74	2.96	3.18	25.0	22.9	21.1	19.5	18.2	-	9	19	28	37
光大证券(创新类)	0.98	1.07	1.16	1.25	1.35	NA	NA	NA	NA	NA	-	9	19	28	37
招商证券(创新类)	0.89	0.99	1.09	1.19	1.28	NA	NA	NA	NA	NA	-	11	22	33	44

09年日均股票 交易额(亿元)	每股净资产					目前股价对应市净率					净资产收益率,%				
	1800	+200	+400	+600	+800	1800	+200	+400	+600	+800	1800	+200	+400	+600	+800
中信证券(创新类)	9.09	9.20	9.31	9.41	9.52	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	14.6	15.6	16.6	17.5	18.4
海通证券(创新类)	5.09	5.15	5.21	5.28	5.34	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6	10.4	11.5	12.5	13.5	14.5
长江证券(创新类)	3.37	3.45	3.53	3.61	3.68	7.9	7.8	7.6	7.4	7.3	20.6	22.4	24.1	25.7	27.3
宏源证券(创新类)	4.25	4.35	4.45	4.55	4.65	6.4	6.3	6.2	6.0	5.9	18.7	20.5	22.3	24.0	25.6
国元证券(创新类)	3.65	3.71	3.77	3.83	3.90	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	15.9	17.3	18.7	20.0	21.2
东北证券(规范类)	4.67	4.81	4.96	5.11	5.26	10.5	10.2	9.9	9.6	9.3	30.7	32.8	34.8	36.7	38.5
国金证券(规范类)	2.06	2.11	2.16	2.20	2.25	13.1	12.8	12.5	12.2	12.0	26.5	28.1	29.7	31.2	32.6
西南证券(规范类)	2.10	2.13	2.16	2.19	2.22	10.5	10.3	10.2	10.1	9.9	17.1	18.3	19.4	20.5	21.6
太平洋证券(规范类)	1.18	1.21	1.23	1.26	1.28	17.5	17.1	16.8	16.4	16.1	22.4	24.0	25.5	27.0	28.4
广发证券(创新类)	6.00	6.19	6.39	6.58	6.77	NA	NA	NA	NA	NA	30.4	32.5	34.6	36.5	38.3
辽宁成大*	6.00	6.14	6.28	6.42	6.55	6.7	6.6	6.4	6.3	6.1	25.3	27.0	28.6	30.1	31.6
吉林敖东*	9.27	9.48	9.70	9.92	10.13	6.2	6.1	6.0	5.8	5.7	24.9	26.6	28.3	29.8	31.3
光大证券(创新类)	4.61	4.70	4.80	4.89	4.98	NA	NA	NA	NA	NA	21.3	22.8	24.3	25.7	27.0
招商证券(创新类)	3.04	3.14	3.23	3.33	3.43	NA	NA	NA	NA	NA	29.4	31.6	33.7	35.6	37.4

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 30：自营业务敏感性分析

09年自营 投资收益率(%)	每股收益					目前股价对应市盈率					业绩弹性,%				
	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%
中信证券(创新类)	1.33	1.50	1.66	1.83	1.99	28.1	25.0	22.5	20.5	18.8	-	12	25	37	50
海通证券(创新类)	0.53	0.62	0.71	0.80	0.88	36.3	31.1	27.3	24.2	21.8	-	17	33	50	66
长江证券(创新类)	0.69	0.75	0.80	0.86	0.91	38.6	35.8	33.3	31.2	29.3	-	8	16	24	31
宏源证券(创新类)	0.79	0.87	0.94	1.01	1.08	34.5	31.7	29.3	27.2	25.4	-	9	18	27	36
国元证券(创新类)	0.58	0.63	0.69	0.74	0.79	46.2	42.3	39.0	36.2	33.8	-	9	18	28	37
东北证券(规范类)	1.43	1.52	1.61	1.69	1.78	34.2	32.2	30.4	28.9	27.5	-	6	12	18	24
国金证券(规范类)	0.55	0.58	0.62	0.65	0.69	49.5	46.4	43.8	41.4	39.3	-	7	13	20	26
西南证券(规范类)	0.36	0.39	0.42	0.45	0.49	61.4	56.5	52.3	48.7	45.5	-	9	17	26	35
太平洋证券(规范类)	0.26	0.28	0.30	0.32	0.34	78.1	72.7	68.1	64.0	60.4	-	7	15	22	29
广发证券(创新类)	1.82	1.92	2.02	2.12	2.22	NA	NA	NA	NA	NA	-	5	11	16	21
辽宁成大*	1.52	1.59	1.66	1.73	1.80	26.5	25.4	24.3	23.3	22.4	-	5	9	14	19
吉林敖东*	2.31	2.42	2.53	2.64	2.75	25.0	23.9	22.8	21.9	21.0	-	5	10	14	19
光大证券(创新类)	0.98	1.06	1.13	1.21	1.29	NA	NA	NA	NA	NA	-	8	16	24	31
招商证券(创新类)	0.89	0.97	1.04	1.12	1.19	NA	NA	NA	NA	NA	-	8	17	25	33

09年自营 投资收益率(%)	每股净资产					目前股价对应市净率					净资产收益率,%				
	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%	Basic	+2.5%	+5%	+7.5%	+10%
中信证券(创新类)	9.09	9.26	9.42	9.59	9.75	4.1	4.0	4.0	3.9	3.8	14.6	16.2	17.6	19.0	20.4
海通证券(创新类)	5.09	5.18	5.27	5.36	5.44	3.8	3.7	3.7	3.6	3.5	10.4	12.0	13.4	14.9	16.2
长江证券(创新类)	3.37	3.43	3.48	3.54	3.59	7.9	7.8	7.7	7.6	7.5	20.6	21.8	23.1	24.2	25.4
宏源证券(创新类)	4.25	4.32	4.39	4.46	4.53	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	18.7	20.0	21.3	22.6	23.8
国元证券(创新类)	3.65	3.70	3.76	3.81	3.86	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	15.9	17.1	18.3	19.4	20.6
东北证券(规范类)	4.67	4.75	4.84	4.93	5.02	10.5	10.3	10.1	9.9	9.7	30.7	31.9	33.2	34.4	35.5
国金证券(规范类)	2.06	2.10	2.13	2.17	2.20	13.1	12.9	12.7	12.4	12.2	26.5	27.7	28.9	30.1	31.2
西南证券(规范类)	2.10	2.13	2.17	2.20	2.23	10.5	10.3	10.2	10.0	9.9	17.1	18.3	19.5	20.6	21.8
太平洋证券(规范类)	1.18	1.20	1.22	1.24	1.26	17.5	17.2	16.9	16.7	16.4	22.4	23.6	24.9	26.0	27.2
广发证券(创新类)	6.00	6.10	6.20	6.30	6.39	NA	NA	NA	NA	NA	30.4	31.5	32.6	33.6	34.7
辽宁成大*	6.00	6.07	6.14	6.21	6.28	6.7	6.6	6.6	6.5	6.4	25.3	26.2	27.0	27.8	28.7
吉林敖东*	9.27	9.38	9.49	9.60	9.71	6.2	6.2	6.1	6.0	6.0	24.9	25.8	26.7	27.5	28.4
光大证券(创新类)	4.61	4.69	4.77	4.84	4.92	NA	NA	NA	NA	NA	21.3	22.6	23.8	25.0	26.2
招商证券(创新类)	3.04	3.11	3.19	3.26	3.33	NA	NA	NA	NA	NA	29.4	31.1	32.7	34.2	35.7

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 31: 光大证券 IPO 募集资金敏感性分析

募集资金 (亿元)	首发价格 (元)										
	12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00
3.20	38.40	41.60	44.80	48.00	51.20	54.40	57.60	60.80	64.00	67.20	70.40
3.40	40.80	44.20	47.60	51.00	54.40	57.80	61.20	64.60	68.00	71.40	74.80
3.60	43.20	46.80	50.40	54.00	57.60	61.20	64.80	68.40	72.00	75.60	79.20
3.80	45.60	49.40	53.20	57.00	60.80	64.60	68.40	72.20	76.00	79.80	83.60
4.00	48.00	52.00	56.00	60.00	64.00	68.00	72.00	76.00	80.00	84.00	88.00
4.20	50.40	54.60	58.80	63.00	67.20	71.40	75.60	79.80	84.00	88.20	92.40
4.40	52.80	57.20	61.60	66.00	70.40	74.80	79.20	83.60	88.00	92.40	96.80
4.60	55.20	59.80	64.40	69.00	73.60	78.20	82.80	87.40	92.00	96.60	101.20
4.80	57.60	62.40	67.20	72.00	76.80	81.60	86.40	91.20	96.00	100.80	105.60
5.00	60.00	65.00	70.00	75.00	80.00	85.00	90.00	95.00	100.00	105.00	110.00
5.20	62.40	67.60	72.80	78.00	83.20	88.40	93.60	98.80	104.00	109.20	114.40

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 32: 光大证券 IPO 每股收益敏感性分析

首发后每股收益 (元)	首发价格 (元)										
	12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00
3.20	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
3.40	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
3.60	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87	0.87
3.80	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
4.00	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
4.20	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85
4.40	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
4.60	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
4.80	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
5.00	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
5.20	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 33: 光大证券 IPO 市盈率敏感性分析

首发价格 市盈率 (倍)	首发价格 (元)										
	12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00
3.20	13.70	14.84	15.99	17.13	18.27	19.41	20.55	21.69	22.84	23.98	25.12
3.40	13.79	14.94	16.08	17.23	18.38	19.53	20.68	21.83	22.98	24.13	25.28
3.60	13.87	15.03	16.18	17.34	18.50	19.65	20.81	21.96	23.12	24.28	25.43
3.80	13.96	15.12	16.28	17.45	18.61	19.77	20.94	22.10	23.26	24.42	25.59
4.00	14.04	15.21	16.38	17.55	18.72	19.89	21.06	22.23	23.40	24.57	25.74
4.20	14.13	15.30	16.48	17.66	18.84	20.01	21.19	22.37	23.55	24.72	25.90
4.40	14.21	15.40	16.58	17.77	18.95	20.13	21.32	22.50	23.69	24.87	26.06
4.60	14.30	15.49	16.68	17.87	19.06	20.25	21.45	22.64	23.83	25.02	26.21
4.80	14.38	15.58	16.78	17.98	19.18	20.38	21.57	22.77	23.97	25.17	26.37
5.00	14.47	15.67	16.88	18.08	19.29	20.50	21.70	22.91	24.11	25.32	26.52
5.20	14.55	15.77	16.98	18.19	19.40	20.62	21.83	23.04	24.26	25.47	26.68

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 34：光大证券 IPO 每股净资产敏感性分析

首发后每股净资产 (元)		首发价格(元)										
		12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00
首发 每股 (亿股)	3.20	5.34	5.44	5.54	5.64	5.74	5.84	5.94	6.04	6.14	6.24	6.33
	3.40	5.38	5.49	5.59	5.70	5.80	5.91	6.01	6.12	6.22	6.33	6.43
	3.60	5.42	5.53	5.64	5.75	5.86	5.97	6.08	6.20	6.31	6.42	6.53
	3.80	5.46	5.58	5.69	5.81	5.93	6.04	6.16	6.27	6.39	6.51	6.62
	4.00	5.50	5.62	5.74	5.87	5.99	6.11	6.23	6.35	6.47	6.59	6.71
	4.20	5.54	5.67	5.79	5.92	6.05	6.17	6.30	6.43	6.55	6.68	6.81
	4.40	5.58	5.71	5.84	5.97	6.11	6.24	6.37	6.50	6.63	6.77	6.90
	4.60	5.62	5.75	5.89	6.03	6.17	6.30	6.44	6.58	6.71	6.85	6.99
	4.80	5.66	5.80	5.94	6.08	6.22	6.37	6.51	6.65	6.79	6.93	7.08
	5.00	5.69	5.84	5.99	6.13	6.28	6.43	6.58	6.72	6.87	7.02	7.16
5.20	5.73	5.88	6.03	6.19	6.34	6.49	6.64	6.79	6.95	7.10	7.25	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 35：光大证券 IPO 市净率敏感性分析

首发价格 市净率(倍)		首发价格(元)										
		12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00
首发 每股 (亿股)	3.20	2.25	2.39	2.53	2.66	2.79	2.91	3.03	3.15	3.26	3.37	3.47
	3.40	2.23	2.37	2.50	2.63	2.76	2.88	2.99	3.11	3.21	3.32	3.42
	3.60	2.21	2.35	2.48	2.61	2.73	2.85	2.96	3.07	3.17	3.27	3.37
	3.80	2.20	2.33	2.46	2.58	2.70	2.81	2.92	3.03	3.13	3.23	3.32
	4.00	2.18	2.31	2.44	2.56	2.67	2.78	2.89	2.99	3.09	3.19	3.28
	4.20	2.17	2.29	2.42	2.53	2.65	2.75	2.86	2.96	3.05	3.14	3.23
	4.40	2.15	2.28	2.40	2.51	2.62	2.72	2.83	2.92	3.01	3.10	3.19
	4.60	2.14	2.26	2.38	2.49	2.59	2.70	2.80	2.89	2.98	3.07	3.15
	4.80	2.12	2.24	2.36	2.47	2.57	2.67	2.77	2.86	2.94	3.03	3.11
	5.00	2.11	2.23	2.34	2.45	2.55	2.64	2.74	2.83	2.91	2.99	3.07
5.20	2.09	2.21	2.32	2.42	2.52	2.62	2.71	2.80	2.88	2.96	3.03	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 36：光大证券 IPO 净资产收益率敏感性分析

首发后净资产 收益率(%)		首发价格(元)										
		12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00
首发 每股 (亿股)	3.20	16.40	16.10	15.81	15.53	15.26	15.00	14.75	14.51	14.27	14.05	13.83
	3.40	16.17	15.87	15.57	15.28	15.00	14.74	14.48	14.23	13.99	13.76	13.53
	3.60	15.96	15.64	15.33	15.04	14.75	14.48	14.22	13.96	13.72	13.48	13.25
	3.80	15.74	15.41	15.10	14.80	14.51	14.23	13.96	13.71	13.46	13.22	12.99
	4.00	15.53	15.20	14.88	14.57	14.27	13.99	13.72	13.46	13.20	12.96	12.73
	4.20	15.33	14.99	14.66	14.35	14.05	13.76	13.48	13.22	12.96	12.72	12.48
	4.40	15.13	14.78	14.45	14.13	13.83	13.53	13.25	12.99	12.73	12.48	12.24
	4.60	14.94	14.58	14.25	13.92	13.61	13.32	13.03	12.76	12.50	12.25	12.01
	4.80	14.75	14.39	14.05	13.72	13.41	13.11	12.82	12.55	12.28	12.03	11.79
	5.00	14.57	14.20	13.85	13.52	13.20	12.90	12.61	12.34	12.07	11.82	11.58
5.20	14.39	14.02	13.67	13.33	13.01	12.70	12.41	12.14	11.87	11.62	11.37	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 37: 光大证券财务数据摘要及预测

	2006	2007	2008	2009F	2010F		2006	2007	2008	2009F	2010F
损益表摘要 (人民币百万元)						年增长率 (%)					
营业收入	2,037	9,824	3,691	5,957	6,380	营业收入	248.44%	382.40%	-62.43%	61.39%	7.09%
手续费净收入	837	4,884	3,364	4,241	4,301	手续费净收入	252.67%	483.52%	-31.13%	26.07%	1.41%
代理买卖证券业务净收入	688	4,273	2,572	3,456	3,332	代理买卖证券业务净收入	229.96%	520.75%	-39.81%	34.39%	-3.59%
证券承销业务净收入	98	186	181	213	282	证券承销业务净收入	2985.26%	89.23%	-2.83%	17.45%	32.57%
委托管理资产业务净收入	50	425	611	572	687	委托管理资产业务净收入	96.90%	745.47%	43.64%	-6.41%	20.08%
其他	-	-	-	-	-	其他	-	-	-	-	-
利息净收入	42	278	499	459	606	利息净收入	18.36%	560.31%	79.29%	-8.03%	32.22%
投资净收益	973	3,419	1,113	268	283	投资净收益	1012.97%	251.35%	-67.44%	-75.96%	5.69%
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	5	63	58	79	56	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	50.00%	1288.89%	-7.52%	37.21%	-29.40%
公允价值变动净收益	124	1,191	-1,316	955	1,151	公允价值变动净收益	-34.07%	859.71%	-210.52%	-172.58%	20.47%
汇兑净收益	-5	-10	-12	-12	-13	汇兑净收益	29.92%	107.48%	20.55%	5.00%	5.00%
其他业务收入	65	62	43	47	52	其他业务收入	64.51%	-4.10%	-31.43%	10.00%	10.00%
营业支出	725	2,647	2,025	2,163	2,284	营业支出	33.07%	264.98%	-23.51%	6.83%	5.60%
营业税金及附加	87	401	182	278	293	营业税金及附加	415.83%	363.70%	-54.69%	52.75%	5.50%
业务及管理费	637	2,272	1,469	1,883	1,988	业务及管理费	41.27%	256.49%	-35.33%	28.13%	5.61%
资产减值损失	-6	-42	371	-	-	资产减值损失	-108.83%	556.94%	-988.69%	-100.00%	-
其他业务成本	8	15	2	2	3	其他业务成本	52.40%	99.24%	-85.29%	10.00%	10.00%
营业利润	1,311	7,178	1,666	3,794	4,096	营业利润	3217.54%	447.33%	-76.78%	127.69%	7.94%
营业外收入	5	4	84	12	13	营业外收入	-43.51%	-17.22%	2119.80%	-85.76%	5.00%
营业外支出	-2	219	21	22	23	营业外支出	-89.47%	-12532.54%	-90.57%	5.00%	5.00%
利润总额	1,318	6,962	1,729	3,784	4,085	利润总额	1947.70%	428.34%	-75.16%	118.83%	7.95%
所得税费用	403	2,233	274	926	1,007	所得税费用	2538.98%	454.66%	-87.71%	237.47%	8.75%
净利润	915	4,729	1,455	2,858	3,078	净利润	1763.97%	416.76%	-69.23%	96.45%	7.69%
归属于母公司所有者的净利润	918	4,686	1,368	2,818	3,029	归属于母公司所有者的净利润	1656.48%	410.35%	-70.82%	106.09%	7.46%
少数股东权益	-3	43	87	40	49	少数股东权益	-0.85%	-1447.24%	105.45%	-54.47%	24.35%
资产负债表摘要 (人民币百万元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	14,065	53,869	33,276	50,301	56,317	股票权证交易额市场份额	2.78%	2.98%	3.08%	3.08%	3.08%
客户存款	8,308	40,659	21,233	36,096	39,705	净利差	1.07%	1.16%	1.61%	1.60%	1.60%
自有存款	2,900	5,913	9,543	11,593	13,868	股票及股票连接主承销市场份额	1.59%	0.52%	1.94%	2.00%	2.00%
交易性金融资产	1,269	3,939	129	156	187	企业主体债券主承销市场份额	0.63%	0.00%	2.56%	1.50%	1.50%
可供出售金融资产	450	1,886	653	793	949	营业费用/营业收入	31.30%	23.13%	39.81%	31.60%	31.16%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加税率	4.35%	4.23%	5.80%	5.13%	5.13%
长期股权投资	25	50	50	50	50	所得税率	30.66%	32.37%	16.42%	25.00%	25.00%
固定资产	342	1,017	1,016	928	840	盈利能力 (%)					
无形资产	25	27	19	19	19	净利润率	45.09%	47.70%	37.05%	47.31%	47.47%
其他资产	746	377	634	665	698	净资产收益率	25.34%	46.81%	12.97%	21.12%	19.33%
总负债	10,399	43,777	22,572	36,761	40,404	净资本指标 (人民币百万元)					
代理买卖证券款	8,308	40,659	21,233	36,096	39,705	母公司净资本	2,660	7,449	8,223		
应付债券	2	-	-	-	-	母公司净资本率 (%)	72.97%	74.92%	79.60%		
其他负债	2,090	3,117	1,339	665	698	每股及估值指标 (元)					
所有者权益	3,665	10,093	10,704	13,540	15,914	每股盈利	0.38	1.62	0.47	0.97	1.05
总股本	2,445	2,898	2,898	2,898	2,898	每股净资产	1.48	3.45	3.64	4.60	5.41
少数股东权益	42	81	156	196	245	股利支付比率	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%	25.00%
归属于母公司所有者权益	3,623	10,011	10,548	13,345	15,668	经营数据					
						员工数量 (个)		2,256	1,716		
						营业部数量 (个)	49	76	78		
						服务部数量 (个)	12	18	16		

数据来源: 公司数据、中金公司研究部

风险因素

股基权证交易额出现萎缩。回归分析表明股基权证交易额与股票市场的涨幅和振幅高度正相关。一旦股票市场出现调整，股基权证交易额有出现萎缩的可能。由于经纪业务是证券行业最主要的收入来源，股基权证交易额的萎缩将直接导致公司业绩出现下降。

经纪业务净手续费率进一步下降。经纪业务净手续费率呈现出明显的与股票市场涨跌同向趋势，一旦股票市场出现调整，经纪业务净手续费率将面临进一步下降的压力。同时，中国证监会《关于进一步规范证券营业网点的规定》的实施将导致09年—10年营业部的数量明显增加，这将直接导致证券公司经纪业务竞争的加剧，继续拉低经纪业务净手续费率。

证券市场继续调整。由于自营业务是公司最主要的收入来源之一，一旦股票市场出现调整，公司的自营业务收入有下降甚至亏损的可能。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。