

主营业务发展稳健，费用、计提拖累业绩

——光大证券（601788）点评报告

增持（首次）

日期：2018年08月30日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿)	91.65	98.38	97.81	99.07
增长比率(%)	-44.70	7.35	-0.58	1.29
净利润(亿)	30.13	30.16	28.28	32.35
增长比率(%)	-60.60	0.11	-6.24	14.40
每股净资产(元)	10.24	10.54	11.08	11.60
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9

事件：

8月28日，光大证券公布2018年半年报。上半年公司实现营业收入41.1亿元，同比增长3.7%，归母净利润9.7亿元，同比下滑21.7%，整体表现大幅跑赢行业（上半年证券业营收同比-11.9%；净利润-40.5%）。公司收入端表现出色，各项主营业务表现优异，实现逆市增长，但费用端则大幅上升，叠加减值计提影响，导致归母净利润有所下滑。

投资要点：

● 经纪业务稳健发展，代销产品收入亮眼

1) 经纪业务经营稳健，收入份额有所提升。上半年公司实现经纪业务收入12.3亿元，同比轻微下降0.8%，但收入的市占率较年初增加0.05%，市场排名上升1位。上半年公司新开户数为26万户，同比大增24%。经纪业务的良好表现主要是由于公司网点建设战略的进一步推进，截至6月末，1家分公司及13家证券营业部已新设完毕，公司目前共有分公司14家、证券营业部235家，网点网络完善。2) 代销金融产品收入大增。公司上半年代销金融产品收入2.0亿元，同比大增超过600%，主要有两方面因素。一方面，代销总规模大幅增长至270.4亿元，其中代销权益类金融产品金额同比增加14%。另一方面，PB业务方面的存续规模较大，也在一定程度上促进代销收入的增长。3) 除了证券经纪业务，公司在期货经纪方面的表现同样可圈可点。上半年，光大期货经营情况总体表现平稳，实现日均保证金75.03亿元，交易额市场份额2.32%，同比增长8.92%。截至上半年末，光大期货在上期所、大商所、郑商所和中金所的市场份额分别为0.96%、3.31%、3.05%和3.73%。股票期权上半年累计成交量市场份额3.59%，排名期货公司第4位。整体来看，公司期货经纪领先行业。

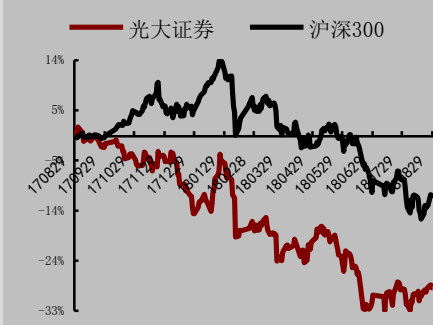
● 主动资管规模大增，私募股权协同发展

上半年来看，公司资产管理规模平稳增长，主动管理比例快速上升。截至6月末，光证资管受托管理资产总规模2,877亿元，较年初增长4.9%；主动管理规模1,267亿元，较年初大增10.1%，主动管理规模目前已经达到44.0%，远高于行业平均水平。公司上半年资产管理业务手续费净收入月3亿元，同比大增71%，管理规模增长和主要资管产品业绩提成增加是

基础数据

收盘价(元)	10.99
市净率(倍)	1.01
流通市值(亿)	429.35
每股净资产(元)	10.52
每股经营现金流(元)	0.07
营业利润率(%)	33.33
净资产收益率(%)	1.98
资产负债率(%)	76.33
总股本(万股)	461,079
流通股(万股)	390,670

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2018年08月29日

相关研究

分析师：**缴文超**

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com.cn

研究助理：**喻刚**

电话：010-66060126

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

研究助理：**张译从**

电话：010-66060126

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理：**孔文彬**

电话：021-60883489

邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

主要原因。公司私募股权相关业务同样取得较大发展。截至6月末，公司累计已合作私募机构共725家，同比增长57.0%；累计引入PB产品1,666只，同比增长50.7%；存续PB产品1,249只，同比增长46.6%；累计引入PB产品备案规模2,634.6亿元，同比增长72.3%；存续PB规模1,989.3亿元，同比增长77.8%。

● 互金、PPP项目全面布局

公司在上半年对“金阳光”APP不断优化迭代，从而有效提升用户粘性。易观千帆数据显示，“金阳光APP”6月份活跃人数达153.8万。艾瑞咨询数据显示，6月份“金阳光APP”每台设备平均有效时长3.05小时，行业排名行业第2。公司互联网平台正在推进策略组合、投资资讯、投资工具等一系列增值服务产品的线上全流程服务。未来线上的营销推送、客户筛选、数据跟踪等环节将有效和线下的营业部扩张形成协同、交互，从而共同推进公司的财富管理转型。PPP业务方面，随着上半年资管新规的正式实施，资金募集难度明显增加，新增市场规模大幅缩减。在此背景下，公司积极寻求突破，与同业机构开展频繁合作，在新的合规形势下探索ABS、REITs等模式，预计在下半年会有部分成果落地。

● 员工薪酬、管理费用、计提减值共同压缩利润

良好的营业收入下，有三个因素共同拖累的了公司上半年净利润的表现。1) 首先是费用：公司上半年营业支出27.4亿元，同比增长17%，其中职工薪酬增加了1.4亿元，主要是由于投研团队的人数扩充。此外公司在香港的经纪业务发展迅速（香港经纪业务人员提成比例较高）和分支机构的增加也加剧了费用端的压力。2) 其次是计提：上半年资产减值损失大幅提升至1.9亿元，而去年同期仅有431万。主要原因是为股票质押业务进行相关计提准备（1.8亿元），计提比例为1%。3) 最后是净利息收入：公司的净利息收入在上半年也是大幅下降至2.7亿元，同比跌幅高达61%。主要原因是债券利息支出大幅上升。

● 盈利预测与投资建议：

公司2018上半年的营收收入实现正增长，归母净利润表现也优于行业，整体业绩良好。公司稳定的线下经纪业务（线上亦在同步推进）和优异的主动资管已经形成较强的竞争优势，费用、计提和净利息的负面影响整体来看在中长期影响有限。我们预计公司2018/2019/2020年归母净利润分别为28.28/32.35/32.11亿元，对应EPS为0.61/0.70/0.70元，对应BVPS 11.08/11.61/12.10元。首次覆盖，予以“增持”评级。

● 风险因素：

政策监管超预期，财富管理转型不及预期，股市波动系统性风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484