

轻资产业务稳健 开支与资产减值拖累业绩

——光大证券（601788）2018 三季度报点评

2018 年 11 月 02 日

推荐/首次

光大证券

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
安嘉晨	研究助理		
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014	

事件：

光大证券近日发布 2018 年三季度报告，公司 2018Q3 实现营业收入 17.3 亿元，同比下降 35.9%；归母净利润 2.1 亿元，同比降低 77.37%。总资产 2084.3 亿元，较期初降低 1.3%；归母净资产 488 亿元，较期初增加 0.5%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1932.41	2034.74	2705.86	3165.14	2335.32	1779.04	1734.49
增长率（%）	4.78%	-7.87%	13.06%	16.44%	20.85%	-12.57%	-35.90%
毛利率（%）	38.81%	43.37%	51.25%	33.21%	43.96%	19.37%	16.87%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	38.81%	43.37%	51.25%	33.21%	43.96%	19.37%	16.87%
净利润（百万元）	614.32	672.35	1061.51	778.81	770.02	270.67	240.20
增长率（%）	01.58%	-27.45%	20.69%	17.01%	25.34%	-59.74%	-77.37%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.14	0.22	0.16	0.16	0.05	0.05
资产负债率（%）	72.23%	74.71%	74.75%	75.70%	75.06%	76.33%	75.86%
净资产收益率（%）	1.24%	1.36%	2.11%	1.56%	1.51%	0.54%	0.48%
总资产收益率（%）	0.35%	0.35%	0.53%	0.38%	0.38%	0.13%	0.12%

观点：

- **轻资产业务重回主导地位。**2018年年初至今证券市场行情发生剧烈波动，证券公司的经纪和投行业务受到比较大的冲击，公司依然保持了轻资产业务的结构，并且相较于上年度有所提升。前三个季度，轻资产业务实现营业收入34.2亿元，占比58.4%（其中经纪业占比30.8%、投行业务10.2%、资管业务17.4%），同比上升5.6pct；重资产业务实现收入22.3亿元，占比38.1%（其中自营业务30.1%、信用业务8%），同比下降3.7pct。轻资产业务占比的上升主要与公司利息成本增加，信用业务净收入的显著下滑有关。
- **经纪投行业务维持竞争力，资管业务取得增长。**在今年沪深两市股基成交量大幅下滑的背景下，公司前三季度实现18亿元的经纪业务收入，同比下滑11.1%，市场占有率小幅提升，佣金率维持在万三点五的

较高水平。公司今年在行业投行业务量大幅萎缩的环境下，前三季度实现6亿元投行业务收入，同比下降仅2.1%，尤其是债券承销业务表现出色，市场占有率较上年同期上升0.18pct。公司今年资管业务表现出色，在资管监管收紧的环境下逐步向主动管理转型，实现收入的逆势上升，前三季度资管业务手续费收入5亿元，同比上升26.7%；同时基金管理业务规模上升，中报规模较年初增长达26%，基金管理费收入同比增长0.8%。

- **融资成本上升抑制利息净收入，自营业务表现出色。**公司前三季度实现利息净收入4.7亿元，同比下降54.9%，这主要是由于公司近年来为扩充资本发行大量债券，应付债券利息大幅增加。公司今年的自营业务表现出色，前三季度收入同比增长0.8%，其中公允价值变动净收入大幅上升，实现7.7亿收入。
- **受费用与减值拖累，净利润同比下滑。**2018年前三个季度，公司营业收入同比下滑仅12.4%，但净利润下滑达45.5%。这主要是由于公司本年没有大幅削减开支，同时增加了海外业务的投入。业务及管理费同比上升4.7%。受股票质押业务影响，公司在前三季度大量计提了信用减值损失，达3.6亿，相较去年同期的资产减值损失增长4953%，大幅降低公司本年的净利润。

结论：

公司在今年市场环境不佳的情况下，通过自身的资本实力和品牌效应，保持了多项业务的稳定发展。我们看好公司随着市场的回暖，公司的轻资产业务继续为公司业绩提供强有力支撑。同时在费用开支削减、质押风险缓解的条件下，净利润重回正常水平。我们预计公司2018-2020年的营收分别为76.3亿元、90.4亿元和101.5亿元，归母净利润分别为18.1亿元、26.1亿元和29.4亿元，EPS分别为0.40元、0.57元、0.64元，对应PE分别为24倍、17倍和15倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

二级市场和权益类一级市场业务量持续弱势、股票质押业务风险

公司盈利预测表（单位：亿元）

资产负债表						利润表					
	2016A	2017A	2018E	单位 2019E	亿元 2020E		2016A	2017A	2018E	单位 2019E	亿元 2020E
资产：						营业收入	91.6	98.4	76.3	90.4	101.5
货币资金	612.0	462.8	458.1	478.9	499.7	手续费及佣金净收入	60.9	56.2	50.4	58.2	64.6
其中：客户资金存款	458.8	365.2	368.3	385.1	401.8	代理买卖证券业务净收入	31.1	26.5	25.8	29.3	33.4
结算备付金	58.4	43.2	52.7	55.1	57.5	证券承销业务净收入	14.7	11.4	9.6	11.1	12.0
其中：客户备付金	56.9	35.9	48.5	50.7	53.0	受托客户资产管理业务净收入	8.7	11.0	13.1	16.0	17.4
融出资金	374.3	377.1	324.3	399.1	479.0	利息净收入	16.0	12.5	5.9	7.7	10.4
交易性金融资产	246.5	374.5	410.1	389.6	386.6	投资净收益	14.4	27.3	9.5	10.2	12.3
可供出售金融资产	176.9	379.6	-	-	-	公允价值变动收益	0.6	0.8	8.1	12.0	11.6
债权投资	-	-	146.1	155.1	167.3	汇兑净收益	(4.1)	(1.6)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
其他债权投资	-	-	169.9	180.4	194.6	其他收益	3.1	(1.1)	(0.3)	0.2	0.2
其他权益工具投资	-	-	69.9	74.2	80.0	其他业务收入	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
衍生金融资产	1.0	2.0	2.0	2.1	2.2	营业支出	53.5	57.7	52.7	56.4	63.2
买入返售金融资产	95.9	200.8	231.6	245.8	265.1	税金及附加	2.1	0.7	2.3	2.7	3.0
应收款项	24.8	31.1	18.0	20.8	23.0	业务及管理费	48.0	52.3	43.5	46.4	52.2
应收利息	13.0	18.7	14.2	15.8	17.5	资产减值损失	3.4	4.5	-	-	-
存出保证金	57.8	37.1	39.2	39.4	40.8	信用减值损失	-	-	6.7	7.1	7.7
持有至到期投资	1.6	3.8	-	-	-	其他业务成本	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
长期股权投资	17.4	12.3	14.8	17.7	21.3	营业利润	38.1	40.7	23.7	34.0	38.3
固定资产+在建工程	8.6	8.3	8.0	7.7	7.5	加：营业外收入	2.3	0.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	7.6	5.6	5.4	5.2	5.0	减：营业外支出	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
商誉	15.1	12.0	8.8	10.1	12.0	利润总额	39.9	40.8	23.7	34.0	38.4
递延所得税资产	5.1	5.0	3.0	2.9	3.4	减：所得税	9.1	9.5	5.3	7.7	8.6
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	30.8	31.3	18.4	26.3	29.7
其他资产	58.9	82.8	80.8	83.0	81.9	减：少数股东损益	0.6	1.1	0.0	0.0	0.0
资产总计	1776.4	2058.6	2057.0	2182.8	2344.3	归属于母公司所有者的净利润	30.1	30.2	18.4	26.3	29.7
负债：						每股收益：					
短期借款+拆入资金	164.5	93.5	77.2	81.9	88.4	基本每股收益	0.74	0.65	0.40	0.57	0.64
应付短期融资款	59.3	184.9	183.9	172.7	189.0						
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	6.0	4.6	5.0	5.5	6.1						
衍生金融负债	0.8	1.6	1.9	2.3	2.7						
卖出回购金融资产款	85.2	233.2	233.2	256.5	282.1						
代理买卖证券款	552.4	409.5	431.1	450.7	470.3						
代理承销证券款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	22.7	20.3	17.3	20.5	23.1						
应交税费	10.8	9.7	18.3	21.6	24.3						
应付款项	9.2	9.7	19.4	20.3	21.2						
应付利息	8.6	14.5	13.6	15.0	16.5						
长期借款	26.5	61.0	67.1	73.8	81.2						
应付债券	286.3	409.2	362.2	398.4	438.2						
递延所得税负债	2.7	0.5	2.0	2.4	2.6						
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	55.2	106.2	111.8	116.9	122.0						
负债合计	1290.0	1558.4	1544.0	1638.5	1767.6						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	46.1	46.1	46.1	46.1	46.1						
资本公积	235.1	235.6	234.1	234.1	234.1						
其它综合收益	2.7	(4.9)	3.0	15.3	28.6						
盈余公积	26.4	29.1	30.8	33.1	35.8						
未分配利润	105.1	116.3	117.3	128.6	139.2						
一般风险准备	56.6	63.6	67.2	72.5	78.5						
归属于母公司所有者权益合计	472.0	485.8	498.5	529.8	562.3						
少数股东权益	14.4	14.5	14.5	14.5	14.5						
所有者权益合计	486.4	500.2	513.0	544.3	576.8						
负债及股东权益总计	1776.4	2058.6	2057.0	2182.8	2344.3						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，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。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。