

业绩大降，计提拖累严重

——光大证券（601788）点评报告

事件：

2019年3月27日晚间，光大证券发布2018年年报，公司在报告期内实现营业收入77.12亿元，同比下降21.61%；归母净利润1.03亿元，同比下降96.57%；扣非归母净利润10.06亿元，同比下降63.39%。主营业务收入全面下滑和海外投资黑天鹅事件带来的非经常性损失是导致公司业绩下滑的主要原因。

投资要点：

- **经纪、投行、资管全线低迷：**2018年受一、二级市场同步走弱影响，公司各项业务收入均有下滑。经纪收入22.04亿元，下滑16.69%，与市场股基交易总量萎缩程度相当；投行收入10.59亿元，下滑7.02%，其中IPO和再融资规模分别下降78.15%和23.03%，但债承规模大增50.99%致使投行整体表现优于行业；资管收入9.38亿元，下滑14.90%，主要受资管产品业绩提成减少影响，其中通道类产品规模压缩超过800亿元。
- **海外投资巨亏，计提拖累业绩：**2018年公司全资子公司光大资本遭遇PE项目黑天鹅，大额计提导致净利润严重萎缩。根据公司最新公告，光大资本下属的光大浸辉在2016年联合暴风集团等设立浸鑫基金，以高杠杆方式收购欧洲体育版权公司MP & Silva Holding S.A. (MPS) 65%的股权，其中光大资本作为劣后级合伙人之一出资人民币6000万元。但随着MPS公司于2018年10月被英国法院宣布破产清，项目无法按计划退出，公司因此计提14亿元预计负债和1.21亿元其他资产减值准备，公司净利润受到严重侵蚀。
- **信用业务随市承压，但市占提升：**公司在报告期内实现利息净收入17.17亿元，同比大增37.87%，主因是公司根据监管要求对“以摊余成本计量的金融资产”和“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”两类资产的利息收入进行分类调整。若剔除该因素产生的约11亿元影响，则公司利息净收入降幅约为54%。2018年末公司两融余额225.04亿元，同比下降25.3%，但市占率增长1.7%至2.98%；股票质押余额356.70亿元，同比下降19.4%，但市占率增长12.5%至3.06%，加权平均履约保障比例182.40%，信用业务保持较强竞争力。

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	98.38	77.12	126.20	141.81
增长比率(%)	7.35	-21.61	63.64	12.36
净利润(亿元)	30.16	1.03	22.88	26.94
增长比率(%)	0.11	-96.57	2113.94	17.75
每股收益(元)	0.65	0.02	0.50	0.58
市净率(倍)	1.17	1.21	1.14	1.10

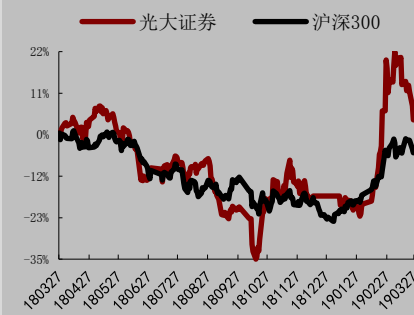
增持（维持）

日期：2019年03月28日

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	中国光大集团股份公 司/29.68%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	4,610.79
流通A股(百万股)	3,906.70
收盘价(元)	12.34
总市值(亿元)	568.97
流通A股市值(亿元)	482.09

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：2019年03月27日

相关研究

万联证券研究所 20180830_公司点评报告
_AAA_光大证券(601788)中报点评_主营业务发展稳健，费用、计提拖累业绩
万联证券研究所 20180827_公司点评报告
_AAA_光大证券(601211)中报点评_投行
资管表现不佳，创新业务谋求突破

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号

0270518030001/S0270518090001

电话 010-66060126

邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

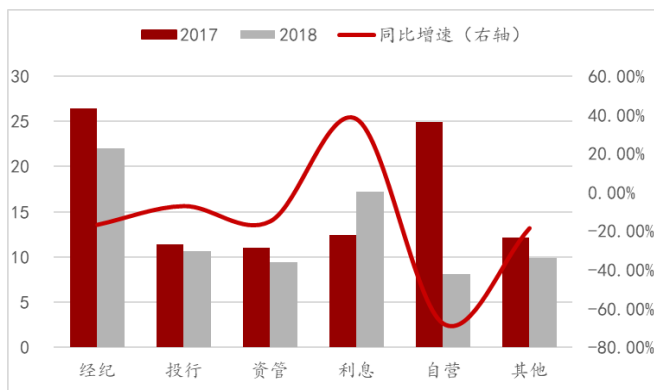
研究助理： 喻刚/孔文彬

电话 010-66060126/021-60883489

邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

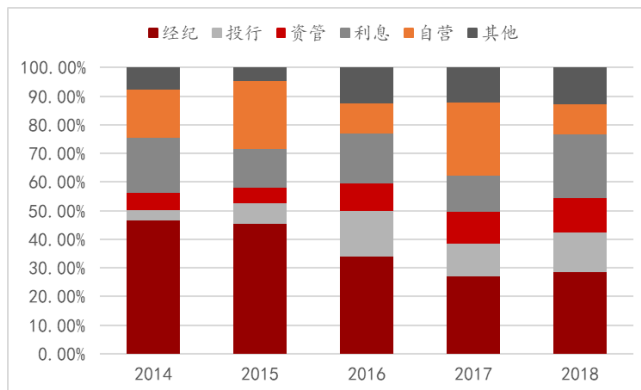
- **投资建议与盈利预测：**公司2018年业绩下滑程度超出市场预期，除了行业性因素导致的经纪、投行等业务收入下滑以外，PE黑天鹅事件造成的大额计提也是压缩净利润的重要因素。但考虑到该笔投资对于业绩的拖累不可持续，且并不对公司长期经营能力构成重大影响，我们认为利空出尽、市场回暖的情况下，公司或在2019年实现业绩反转。综合来看，公司背靠实力雄厚的光大集团，在抵御风险和业务开拓方面都具有明显优势，短期业绩不振对公司整体经营实力的影响有限，随着资本市场就是改革，公司有望分享政策红利，跟随大中型券商梯队提升自身业务实力和市占率，长期发展可期。预计公司2019/2020/2021年归母净利润为22.88/26.94/31.35亿元，分别同比增长2113.94%/17.75%/16.40%，BVPS分别为10.79/11.23/11.73元，当前股价对应PB为1.14/1.10/1.05倍，仍维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济持续下行；政策监管超预期；资金面流动性紧缩；交投情绪回落

图表1：光大证券业务收入变化（亿元，%）



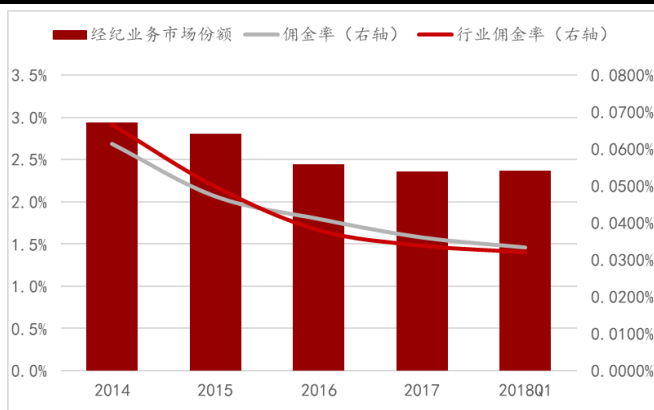
资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：光大证券收入结构（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

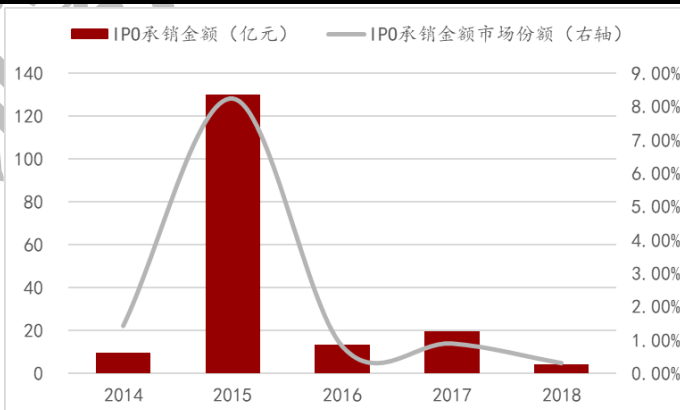
图表3：光大证券股基交易情况（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

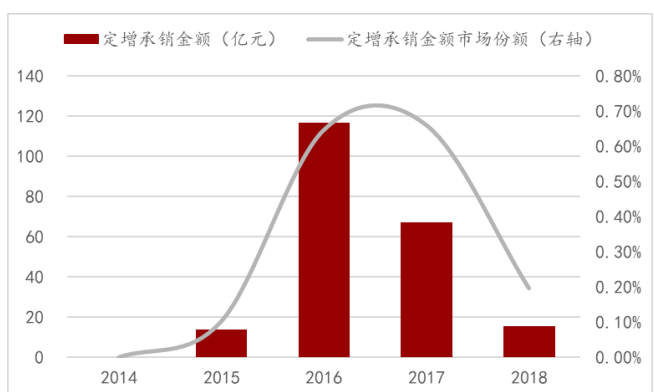
备注：2018Q1后交易所不再公布券商交易数据明细

图表4：光大证券IPO业务（亿元，%）



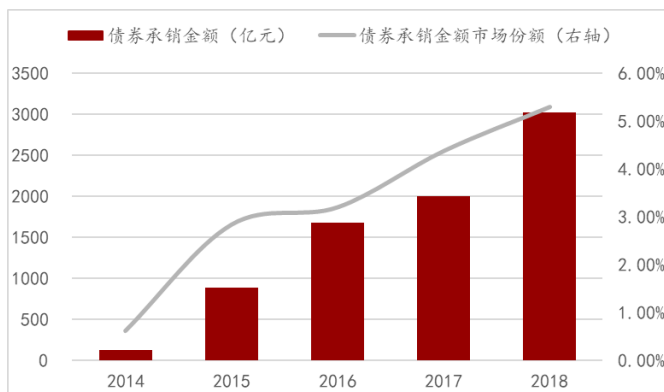
资料来源：wind，万联证券研究所

图表5：光大证券再融资业务（亿元，%）



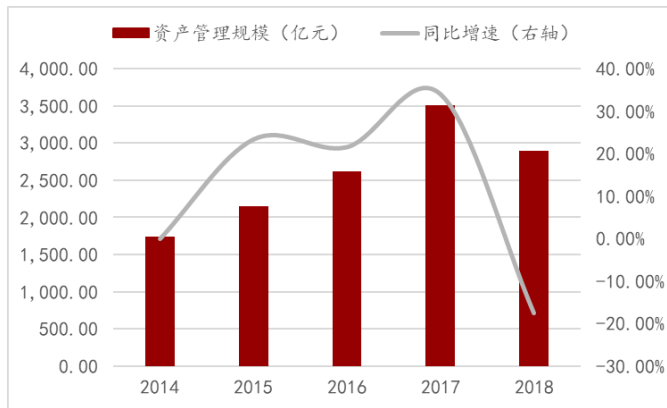
资料来源：wind，万联证券研究所

图表6：光大证券债券承销业务（亿元，%）



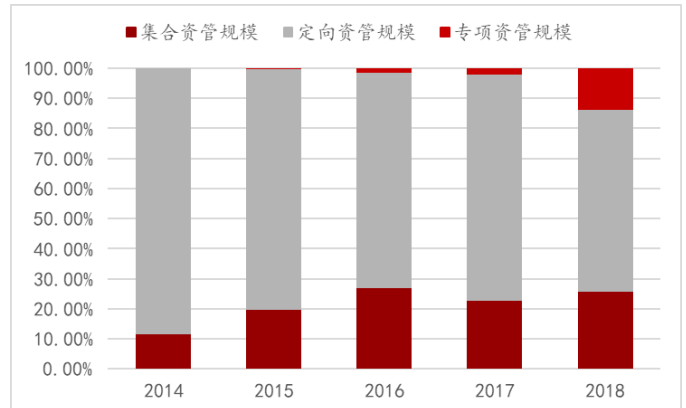
资料来源：wind，万联证券研究所

图表7：光大证券资管规模变化（亿元，%）



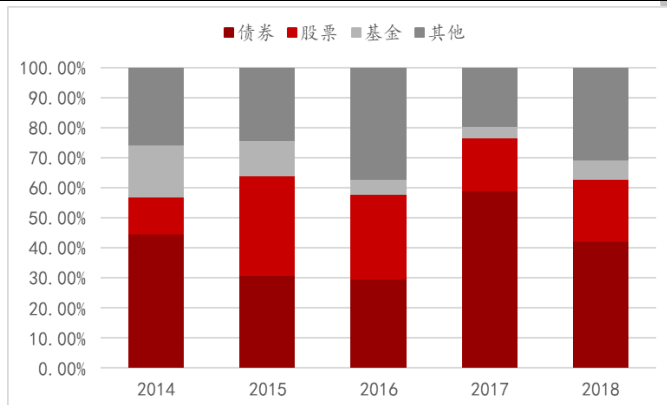
资料来源：wind，万联证券研究所

图表8：光大证券资管业务结构（%）



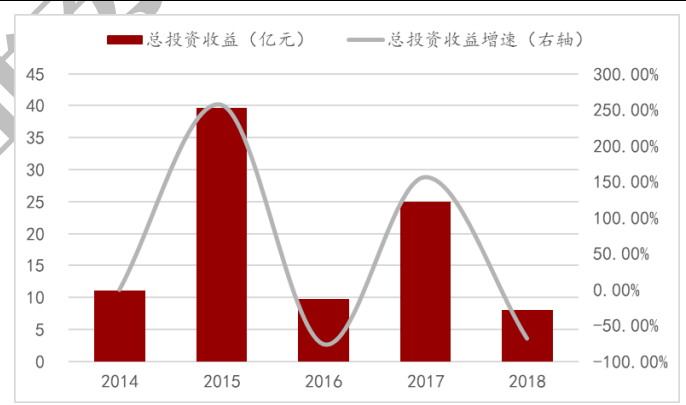
资料来源：wind，万联证券研究所

图表9：光大证券自营盘结构（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：光大证券投资收益情况（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

资产负债表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	2057.7	2598.9	2867.5	3237.2
货币资金	402.04	606.78	600.49	642.42
结算备付金	34.34	181.81	178.19	190.11
融出资金	303.38	272.45	279.26	286.24
衍生金融资产	0.27	0.31	0.35	0.76
买入返售金融资产	337.09	522.49	731.48	987.50
应收款项	32.11	33.37	34.79	36.37
存出保证金	31.87	32.19	32.51	32.83
交易性金融资产	576.49	605.00	661.31	707.31
债权投资	79.03	79.82	80.62	81.42
其他债权投资	83.99	84.83	85.68	86.53
其他权益工具投资	48.48	48.96	49.45	49.95
长期股权投资	10.96	11.18	11.41	11.63
固定资产	7.86	7.89	7.93	7.97
在建工程	0.14	0.08	0.11	0.09
无形资产	4.36	4.36	4.36	4.36
商誉	12.57	12.57	12.57	12.57
长期待摊费用	0.92	0.92	0.92	0.92
递延所得税资产	12.35	12.44	12.52	12.61
其他资产	79.54	81.53	83.57	85.66
负债	1570.2	2085.4	2333.3	2679.0
短期借款	42.63	53.35	63.53	75.33
应付短期融资款	141.10	176.55	210.25	249.30
拆入资金	56.09	70.19	83.58	99.11
交易性金融负债	2.88	3.60	4.29	5.08
衍生金融负债	4.93	7.39	11.09	16.63
卖出回购金融资产款	159.54	199.63	237.73	281.88
代理买卖证券款	357.71	591.37	572.64	608.83
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	14.97	16.23	17.65	19.23
应交税费	5.81	14.03	18.74	24.03
应付款项	8.19	10.01	12.04	14.27
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	14.00	14.00	14.00	14.00
长期借款	107.18	109.33	111.51	113.74
应付债券	495.18	619.61	737.86	874.91
长期应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1.01	1.27	1.51	1.79
其他负债	158.98	198.93	236.89	280.90
所有者权益	487.58	513.50	534.21	558.23
股本	46.11	46.11	46.11	46.11
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	233.88	233.88	233.88	233.88
其他综合收益	-2.98	0.00	0.00	0.00
盈余公积	28.93	30.99	33.42	36.24
一般风险准备	64.76	69.33	74.72	80.99
未分配利润	101.33	117.26	129.53	143.71
归母所有者权益	472.03	497.58	517.65	540.92
少数股东权益	15.55	15.92	16.56	17.31

资料来源: wind, 万联证券研究所

利润表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	77.12	126.20	141.81	157.99
手续费及佣金净收入	49.11	62.77	71.01	83.62
经纪业务净收入	22.04	32.25	37.30	45.11
投行业务净收入	10.59	13.41	14.44	15.57
资管业务净收入	9.38	9.63	11.42	14.67
利息净收入	17.17	22.69	28.97	30.75
投资收益	10.14	35.76	36.94	38.41
公允价值变动收益	-2.30	1.44	1.21	1.32
汇兑收益	-0.19	0.29	0.35	0.50
其他收益	2.22	2.26	2.31	2.35
其他业务收入	0.98	1.00	1.02	1.04
营业支出	59.89	90.97	101.19	111.78
营业税金及附加	0.64	1.05	1.18	1.31
业务及管理费	51.24	83.85	94.22	104.96
资产减值损失	1.04	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	6.79	5.77	5.46	5.12
其他业务成本	0.19	0.30	0.34	0.38
营业利润	17.23	35.24	40.61	46.21
营业外收入	0.04	0.18	0.19	0.20
营业外支出	14.22	4.97	5.07	5.07
利润总额	3.05	30.44	35.73	41.33
所得税费用	0.62	6.74	7.81	8.84
净利润	2.44	23.70	27.91	32.49
少数股东损益	1.41	0.83	0.98	1.14
归母股东净利润	1.03	22.88	26.94	31.35

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增速(%)	-21.61	63.64	12.36	11.41
归母净利润增速(%)	-96.57	2113.9	17.75	16.40
收入结构				
经纪业务(%)	-16.69	46.32	15.65	20.94
投行业务(%)	-7.02	26.67	7.66	7.81
资管业务(%)	-14.90	2.74	18.51	28.51
信用业务(%)	37.87	32.15	27.65	6.15
自营业务(%)	-67.69	357.82	2.49	4.06
其他业务(%)	-18.42	14.51	4.87	5.65
获利能力				
代理买卖手续费率	0.03	0.03	0.03	0.03
自营投资收益率(%)	1.37	6.15	6.05	5.75
杠杆倍数	3.60	4.03	4.43	4.86
ROE(%)	0.22	4.72	5.31	5.92
每股指标				
EPS(元)	0.02	0.50	0.58	0.68
BVPS(元)	10.24	10.79	11.23	11.73
PE	550.67	24.87	21.12	18.15
PB	1.21	1.14	1.10	1.05

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

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。

免责声明

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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场