

投行表现亮眼，积极整改风控

——光大证券（601788）点评报告

事件：近日，光大证券发布 2019 年半年报，公司实现营业收入 58.61 亿元，同比增长 42.45%；归母净利润 16.09 亿元，同比增长 66.09%；扣非归母净利润 17.43 亿元，同比增长 110.55%；基本每股收益 0.35 元。

投资要点：

- **投行表现优异，股权向好、债权稳健：**2019H1 公司投行业务收入 7.99 亿元，同比大增 120.72%，其中股权承销表现较为亮眼，承销家数为 8 家（其中 IPO 占 3 家），排名行业第 11 位，较去年同期上升 35 位，承销金额为 38.69 亿元。同时公司加大股权融资项目储备，Wind 数据显示，截至 2019 年 6 月末公司已过会待发行股权类项目合计 2 家，在会审核 IPO 合计 22 家，其中科创板 IPO 家数 7 家，排名行业第 8 位。综合承销业绩和储备项目来看，公司相对弱势的投行股权业务在 2019H1 有明显好转，判断内部绩效考核改革与团队重组是主要原因。债券承销业务方面，公司承销项目 523 单，同比增长 216.97%，承销金额 1532.9 亿元，同比增长 84.97%，而市场份额也同比上升 0.44 个百分点至 4.59%，目前排名行业第 7 位，延续债权业务的优势地位。此外公司在 ABS 领域表现持续亮眼，承销金额达到 417.10 亿元，市场份额 5.41%，排名行业第 5 位，体现其投行差异化发展路径。
- **经纪、资管、自营等业务稳步向好：**受二级市场整体回暖影响，2019H1 公司多线业务收入向好。经纪收入 13.78 亿元，同比增长 11.67%，同时新开有效户数同比增长 90%，新开高净值客户数同比增长 56%，增量客户有望对全年经纪业务表现及财富管理转型构成支撑；资管收入 4.02 亿元，同比增长 17.89%，光证资管继续推进主动转型带动业务结构优化是主要原因，而光大保德信则发力专户业务线，目前专户管理规模已达 224 亿元，发展稳中向好；自营收入则由 2018 年同期的 1.50 亿元大增至 10.13 亿元，主要仍是权益持仓在 Q1 的强势表现所致。此外，公司的利息净收入仅 7.77 亿元，同比下滑 10.28%，主要是由于公司顺应行业趋势，严控质押风险。截至 2019 年 6 月末公司股票质押余额 213.93 亿元，较年初下降 40.02%，其中自有资金融出规模 113.93 亿元，较年初下降 44.68%。当前公司股票质押项目的加权平均履约保障率 235.66%，公司自有出资股票质押项目的加权平均履约保障率 240%，风险整体可控。

	2017 年	2018 年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	98.38	77.12	111.39	125.75
增长比率(%)	7.35	-21.61	44.43	12.89
净利润(亿元)	30.16	1.03	25.72	30.83
增长比率(%)	0.11	-96.57	2302.02	19.89
每股收益(元)	0.65	0.02	0.54	0.65
市净率(倍)	1.03	1.06	1.00	0.96

数据来源：WIND，万联证券研究所

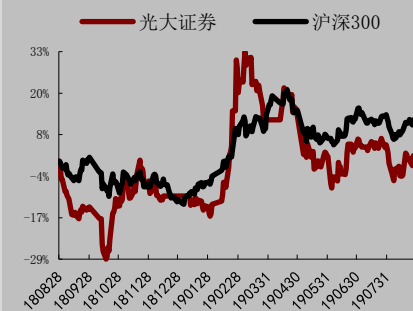
增持（维持）

日期：2019 年 08 月 29 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)	10.85
总市值(亿元)	500.27
流通A股市值(亿元)	423.88

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 08 月 28 日

相关研究

万联证券研究所 20190328_光大证券 2018 年报点评_AAA_业绩大降，计提拖累严重

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号

S0270518030001/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

- **黑天鹅项目风险仍在，积极整改风控：**MPS投资事件的负面影响仍有延续，2019H1浸鑫基金的两名优先级合伙人均出示了由光大资本盖章的《差额补足函》，要求其承担差额补足义务。公司综合考虑各风险因素后进一步计提预计负债，由此前的14亿元增加至17亿元，而其他资产减值准备则维持在1.21亿元。当前来看，事态的发展及公司的实际损失有待多件诉讼落地，其中招商银行关于《差额补足函》的诉讼尤其值得关注。除了海外投资MPS带来3亿元新增预计负债，公司还在买入返售金融资产和债券投资方面分别计提了2.06亿元和1.82亿元，涉及包括华信、康美在内的多家公司。整体而言，公司在2018年及2019H1的风控问题较为突出，其自身也正在进行积极调整，一方面收紧对子公司业务授权，强化项目审核机制，另一方面通过债务主体黑名单、统一授信等管理机制把控信用风险，此外集团高层还对多位涉及风险事件的责任人予以问责，显示了在风控领域的全面整改决心。
- **投资建议与盈利预测：**公司在2019H1业绩较优，投行团队在股债双线都有亮眼表现，而经纪、资管和自营业务也随市向好，但MPS黑天鹅事件带来的潜在风险仍将在短期内压制公司的经营及估值表现。而中长期来看，考虑到公司自身体量以及背靠的光大集团，我们认为其对于风险的抵御能力较强，综合竞争力难以受到独立性风险事件的持续性影响。随着2019年以来资本市场改革不断加速，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，推动估值长期向好。预计公司2019/2020/2021年归母净利润为24.82/29.75/33.75亿元，分别同比增长2302.02%/19.89%/13.44%，BVPS分别为10.83/11.32/11.86元，当前股价对应PB为1.00/0.96/0.92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

资产负债表

单位: 亿元

利润表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	2057.79	2312.95	2452.25	2490.80	营业收入	77.12	111.39	125.75	137.35
货币资金	402.04	546.00	611.98	585.65	手续费及佣金净收入	49.11	61.79	67.91	74.96
结算备付金	34.34	162.02	181.93	171.63	经纪业务净收入	22.04	27.33	29.22	30.55
融出资金	303.38	269.39	276.12	283.03	投行业务净收入	10.59	16.68	17.92	19.27
衍生金融资产	0.27	0.31	0.35	0.76	资管业务净收入	9.38	10.31	12.91	16.87
买入返售金融资产	337.09	320.23	304.22	319.43	利息净收入	17.17	14.62	21.16	22.07
应收款项	32.11	33.22	34.48	35.86	投资收益	10.14	29.99	31.80	35.11
存出保证金	31.87	32.19	32.51	32.83	公允价值变动收益	-2.30	1.44	1.21	1.32
交易性金融资产	576.49	605.00	661.50	707.88	汇兑收益	-0.19	0.29	0.35	0.50
债权投资	79.03	79.82	80.62	81.42	其他收益	2.22	2.26	2.31	2.35
其他债权投资	83.99	84.83	85.68	86.53	其他业务收入	0.98	1.00	1.02	1.04
其他权益工具投资	48.48	48.96	49.45	49.95	营业支出	59.89	73.56	81.40	87.98
长期股权投资	10.96	11.18	11.41	11.63	营业税金及附加	0.64	0.92	1.04	1.14
固定资产	7.86	7.89	7.93	7.97	业务及管理费	51.24	66.60	75.19	82.13
在建工程	0.14	0.08	0.11	0.09	资产减值损失	1.04	0.00	0.00	0.00
无形资产	4.36	4.36	4.36	4.36	信用减值损失	6.79	5.77	4.86	4.38
商誉	12.57	12.57	12.57	12.57	其他业务成本	0.19	0.27	0.30	0.33
长期待摊费用	0.92	0.92	0.92	0.92	营业利润	17.23	37.83	44.35	49.37
递延所得税资产	12.35	12.44	12.52	12.61	营业外收入	0.04	0.18	0.19	0.20
其他资产	79.54	81.53	83.57	85.66	营业外支出	14.22	4.97	5.07	5.07
负债	1570.21	1797.44	1913.72	1926.66	利润总额	3.05	33.03	39.46	44.49
短期借款	42.63	44.47	45.96	47.58	所得税费用	0.62	7.31	8.63	9.52
应付短期融资款	141.10	147.18	152.10	157.46	净利润	2.44	25.72	30.83	34.98
拆入资金	56.09	58.51	60.47	62.60	少数股东损益	1.41	0.90	1.08	1.22
交易性金融负债	2.88	3.00	3.10	3.21	归母股东净利润	1.03	24.82	29.75	33.75
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	166.41	171.98	178.04					
代理买卖证券款	357.71	520.69	586.00	542.82	主要财务比率				
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
应付职工薪酬	14.97	16.09	17.34	18.72	成长能力				
应交税费	5.81	14.84	20.17	25.23	营业收入增速(%)	-21.61	44.43	12.89	9.22
应付款项	8.19	9.66	11.29	13.05	归母净利润增速(%)	-96.57	2302.0	19.89	13.44
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	收入结构				
预计负债	14.00	17.00	17.00	17.00	经纪业务(%)	-16.69	24.01	6.91	4.54
长期借款	107.18	108.79	110.97	113.19	投行业务(%)	-7.02	57.54	7.42	7.55
应付债券	495.18	516.52	533.79	552.59	资管业务(%)	-14.90	9.91	25.29	30.63
长期应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00	信用业务(%)	37.87	-14.88	44.74	4.30
递延所得税负债	1.01	1.06	1.09	1.13	自营业务(%)	-67.69	286.28	4.94	10.35
其他负债	158.98	165.83	171.38	177.41	其他业务(%)	-18.42	14.51	4.87	5.65
所有者权益	487.58	515.50	538.53	564.15	获利能力				
股本	46.11	46.11	46.11	46.11	代理买卖手续费率	0.03	0.03	0.03	0.03
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	自营投资收益率(%)	1.37	5.15	5.20	5.25
资本公积	233.88	233.88	233.88	233.88	杠杆倍数	3.60	3.59	3.58	3.56
其他综合收益	-2.98	0.00	0.00	0.00	ROE(%)	0.22	5.11	5.83	6.32
盈余公积	28.93	31.17	33.84	36.88	每股指标				
一般风险准备	64.76	69.72	75.67	82.42	EPS(元)	0.02	0.54	0.65	0.73
未分配利润	101.33	118.64	132.32	147.36	BVPS(元)	10.24	10.83	11.32	11.86
归母所有者权益	472.03	499.52	521.83	546.65	PE	484.18	20.16	16.81	14.82
少数股东权益	15.55	15.98	16.70	17.49	PB	1.06	1.00	0.96	0.92

资料来源: wind, 万联证券研究所

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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