

风险逐步释放，盈利能力回升

——光大证券（601788）2019 年年报点评

增持（维持）

日期：2020 年 04 月 02 日

年报主要指标：

公司 2019 年实现营业收入 100.57 亿元，同比增长 30.41%；归母净利润 5.68 亿元，同比增长 449.68%；扣非归母净利润 19.90 亿元，同比增长 97.87%。截止 2019 年底，资产总额 2040.91 亿元，较上年末下跌 0.82%；归母净资产 474.44 亿元，较上年末增长 0.51%。基本 EPS0.12 元/股，同比增长 449.68%；扣非基本 EPS0.43 元/股，同比增长 97.87%；加权平均 ROE1.20%，较上年增长 0.99pct；扣非加权 ROE4.20%，较上年增长 2.11pct。

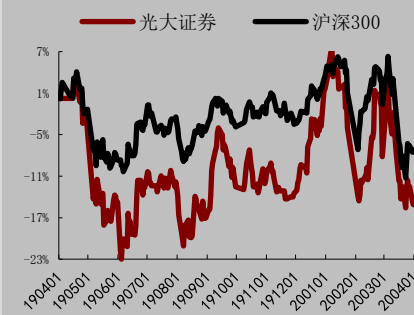
投资要点：

- **低基数+自营资管业务拉动，盈利能力有所回升。**公司 2019 年实现归母净利润 5.68 亿元，同比增长 449.68%，扣非归母净利润 19.90 亿元，同比增长 97.87%，优于行业整体水平，除了低基数因素外，自营、资管等业务向好也拉动盈利能力有所回升，2019 年公司实现自营收益 22.22 亿元，同比增长 175.71%，高于行业 123.07pct；大资管业务净收入（包括基金）17.07 亿元，同比增长 16.33%，高于行业 16.28pct，此外投行、经纪和其他业务收入也同比增长，带动加权平均 ROE 回升至 1.20%，但仍处于低位，主要受到 MPS 项目计提预计负债拖累，扣非后为 4.20%。
- **自营和资管收入占比提升，经纪业务仍为第一大收入来源。**公司 2019 年收入结构整体保持稳定，自营收益大增下占比大幅提升 11.64pct 至 22.09%，成为公司第二大收入来源，经纪业务仍为第一大收入来源，占比为 21.85%。大资管业务净收入（包括基金）占比降低 2.05pct 至 16.98%，但高于行业水平 9.34pct，此外投行、利息净收入占比稳定在 12% 以上。
- **自营投资量价回升，处置金融工具收益转正带动投资收益大增。**公司自营收益同比增长 175.71%，主要由于投资收益大幅增厚，其中处置金融工具取得的收益转正为 0.29 亿元，去年同期为 -12.65 亿元。整体来看，2019 年自营投资规模和投资收益率双升，自营投资规模同比增长 12.77%，其中债券、股票、基金、资管产品和银行理财规模均有提升，自营投资收益率也回升 2.32pct 至 3.46%。

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）	11.01
总市值（亿元）	507.65
流通 A 股市值（亿元）	430.13

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：2020 年 04 月 01 日

相关研究

万联证券研究所 20190829_光大证券半年报点评_AAA_投行表现亮眼，积极整改风控

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

执业证书编号：S0270518030001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com

分析师： 张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理： 喻刚

电话：010-66060126

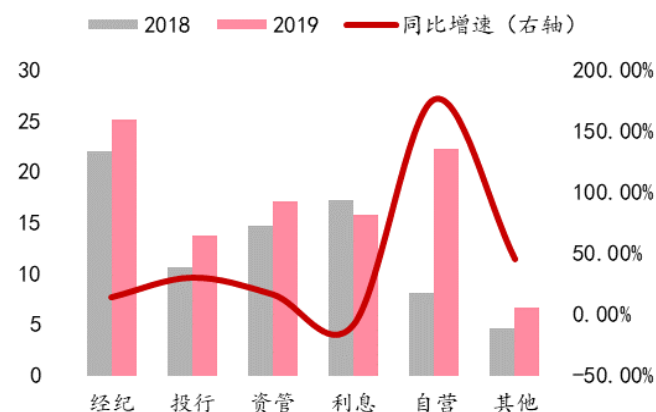
邮箱：yugang@wlzq.com.cn

	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	100.57	119.83	128.74	139.85
增长比率(%)	30.41%	19.15%	7.43%	8.63%
净利润(亿元)	5.68	28.69	30.52	33.35
增长比率(%)	449.68%	405.10%	6.38%	9.30%
每股收益(元)	0.12	0.62	0.66	0.72
市盈率(倍)	88.57	17.54	16.48	15.08
每股净资产(元)	10.29	10.89	11.37	11.89
市净率(倍)	1.06	1.00	0.96	0.92

资料来源：wind、万联证券研究所

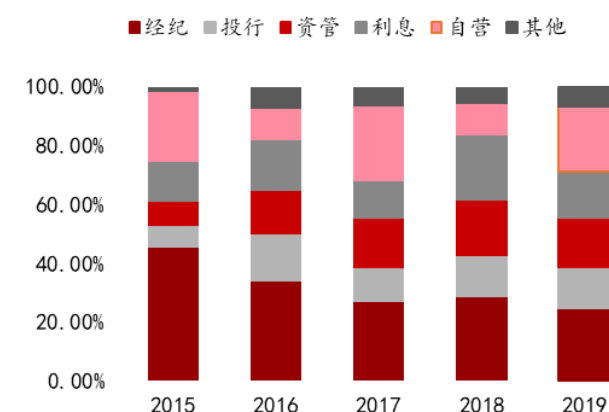
- **主动资管占比继续提升，投行IPO业务向好。**在2019年行业资管净收入停滞的背景下，公司大资管净收入（包括基金）同比增长16.33%，主要由于2019年公司子公司光证资管加强投研能力和团队建设，深耕主动管理能力，有序推进大集合产品改造工作，截止2019年底，公司主动管理规模占比62.39%，较2018年底大幅提升9.16pct，进而带动公司受托资管净收入同比大增31.50%。2019年公司投行净收入增长30.46%，主要受益于IPO业务规模大幅提升，根据wind数据统计，2019年公司IPO承销金额同比大增4倍，达到21.58亿元，市占率提升0.54pct至0.85%。虽然2019年债券承销规模排名有所下降，但在ABS业务方面仍然具备优势，2019年市场份额为4.68%，排名行业第6。
- **经纪净收入增速略低于行业水平，股票质押继续注重防控风险。**公司2019年经纪业务手续费净收入22.70亿元，同比增长16.02%，增速低于行业水平，预计主要由于经纪业务市场份额略有下降，且虽然代销金融产品销售量和期货经纪交易市占率均有提升，但由于销售费率和手续费有所下滑，对应业务收入均有下降。2019年公司利息净收入下滑，主要原因是两融和股票质押收入减少，其中两融业务量升价跌，股票质押规模继续收缩，2019年末为115.37亿元，同比下滑近七成，其中自有资金出资规模仅为62.85亿元，平均维持担保比例为227.80%，风险继续降低。
- **MPS项目2019年计提预计负债16.11亿元，相关风险陆续得到释放。**出于审慎考虑，基于公司履行相关现时义务所需支出的最佳估计数及本次投资相关方暴风集团及其实际控制人冯鑫与光大浸辉签订的MPS股权回购协议，公司在2019年继续计提相关预计负债16.11亿元人民币，相应增加营业外支出大幅减少净利润。2018-2019年累计计提预计负债30.11亿元，大部分覆盖了华瑞银行4.52亿元、深圳恒祥1.68亿元和招商银行34.89亿元的涉诉金额，同时考虑了冯鑫质押给优先级合伙人的股权市值，以及正采取的海外追偿措施等情况，目前公司已经支付贷款利息和费用等7.5亿元，相关风险陆续得到释放。公司持续对内进行全面风险排查，加强对子公司的垂直管控力度，包括收紧子公司业务授权、严格规范商标字号管理、重点加大对子公司业务风险的事前管控、强化风险考核与问责等，同时成立专门工作小组加大境内外追偿力度，风控能力有望得到增强。
- **投资建议：**公司2019年净利润增速快于行业，主要源于自营和资管业务表现较为优异，同时受到MPS项目计提预计负债16亿元的拖累，盈利能力仍然维持低位，2019年加权平均ROE仅为1.20%，扣非后为4.20%，短期经营和估值表现预计仍将受到压制。但考虑到公司自身资本实力较为雄厚，且背靠光大集团，仍有一定抵御风险的能力，且2019年MPS项目大幅计提预计负债后已反映了大部分风险，若公司后续风险事件处置顺利，且风控能力能够得到增强，中长期有经营向好、估值提升的空间。预计公司2020/2021年EPS为0.62元/股、0.66元/股，对应PE17.54X、16.48X，2020/2021年BVPS为10.89元/股、11.37元/股，对应PB1.00X、0.96X，维持公司“增持”投资评级。
- **风险因素：**全球疫情控制不及预期、市场波动超预期、公司风险事件处置不及预期、公司风控能力提升不及预期

图表1：光大证券2019年分业务收入变化情况



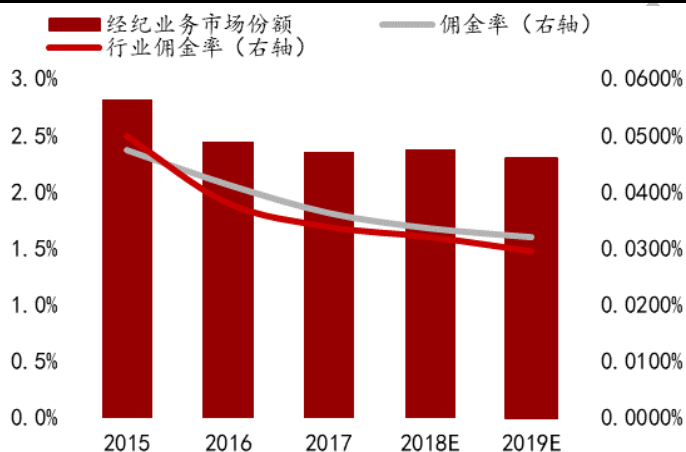
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表2：光大证券收入结构变化情况



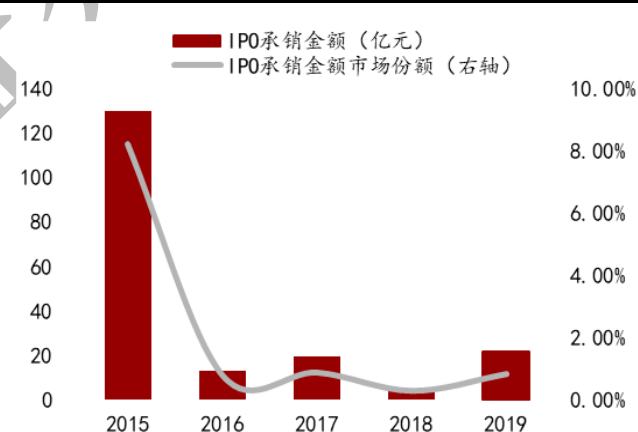
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表3：光大证券经纪市占率和佣金率变化情况



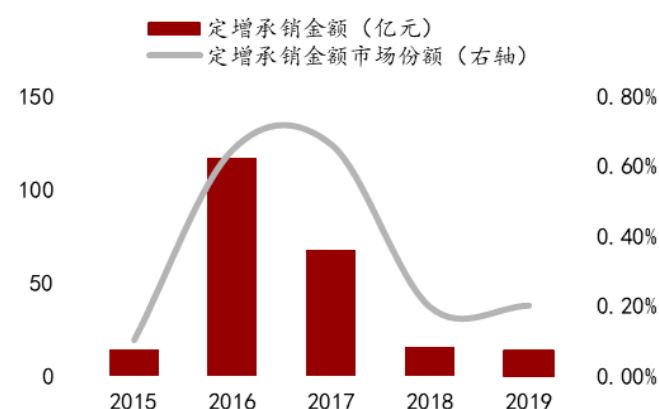
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表4：光大证券IPO承销金额及市占率变化情况



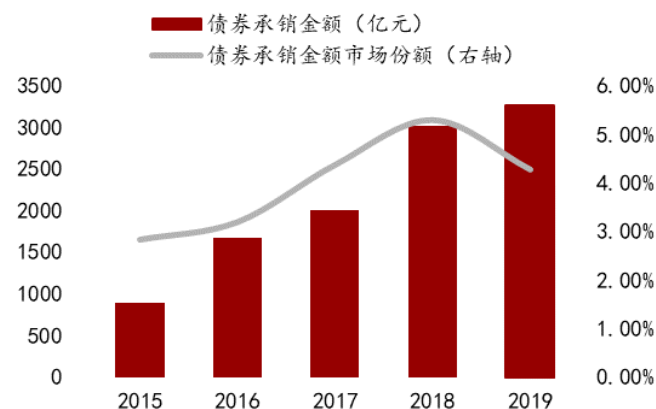
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表5：光大证券定增承销金额及市占率变化情况



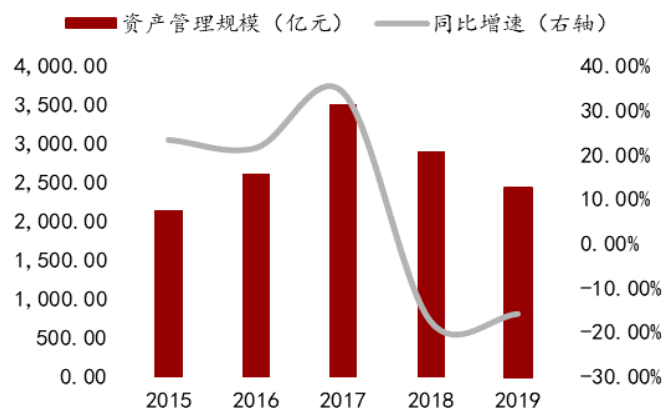
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表6：光大证券债券承销金额及市占率变化情况



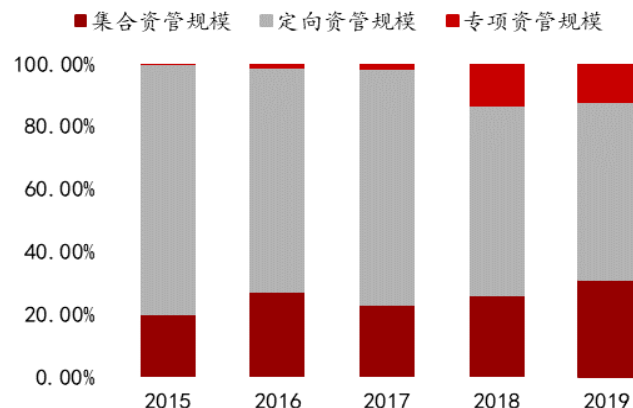
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表7：光大证券资管规模变化情况



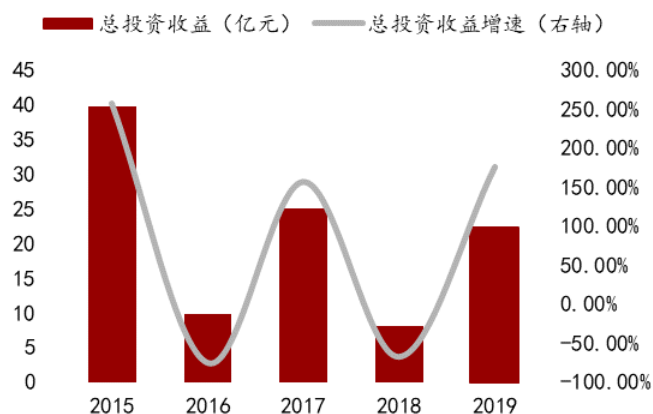
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表8：光大证券资管规模结构变化情况



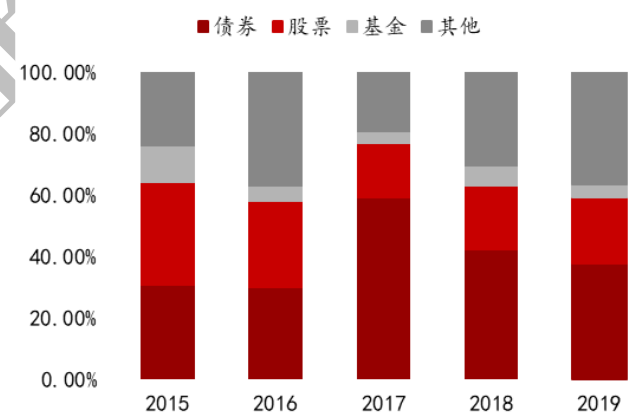
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表9：光大证券投资收益变化情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表10：光大证券自营盘结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资产负债表

单位：亿元

利润表

单位：亿元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
资产	2040.90	2613.06	2459.48	2799.43	营业收入	100.57	119.83	128.74	139.85
货币资金	490.12	820.66	662.12	886.12	手续费及佣金净收入	57.11	71.29	79.41	86.21
结算备付金	36.89	246.61	192.93	263.60	经纪业务净收入	25.12	31.68	35.66	37.88
融出资金	341.19	319.83	327.82	336.02	投行业务净收入	13.78	19.90	21.31	22.85
衍生金融资产	0.09	0.11	0.23	0.49	资管业务净收入	12.37	13.57	15.95	18.63
买入返售金融资产	82.86	78.72	82.65	86.78	利息净收入	15.73	14.89	13.04	15.98
应收款项	30.78	31.98	33.26	34.66	投资收益	21.62	27.01	29.51	31.25
存出保证金	44.16	44.60	45.04	45.49	公允价值变动收益	1.35	1.54	1.43	1.51
交易性金融资产	654.04	714.04	754.61	781.08	汇兑收益	0.05	0.30	0.44	-0.10
债权投资	72.06	72.78	73.51	74.24	其他收益	2.80	2.86	2.91	2.97
其他债权投资	125.53	126.78	128.05	129.33	其他业务收入	1.92	1.95	1.99	2.03
其他权益工具投资	50.73	51.23	51.74	52.26	营业支出	72.11	77.08	82.94	87.15
长期股权投资	10.39	10.60	10.81	11.03	营业税金及附加	0.59	0.71	0.76	0.83
固定资产	8.26	8.30	8.34	8.38	业务及管理费	55.16	65.73	70.61	76.71
在建工程	0.03	0.09	0.06	0.08	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3.14	3.14	3.14	3.14	信用减值损失	12.73	9.47	10.30	8.24
商誉	10.16	10.16	10.16	10.16	其他业务成本	0.99	1.18	1.26	1.37
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	28.46	42.75	45.80	52.70
递延所得税资产	16.18	16.29	16.41	16.52	营业外收入	0.02	0.03	0.03	0.03
其他资产	55.75	57.15	58.57	60.04	营业外支出	16.30	1.00	0.20	0.20
负债	1550.72	2094.86	1918.67	2233.65	利润总额	12.19	41.78	45.62	52.52
短期借款	54.25	45.52	45.90	47.88	所得税费用	5.25	12.05	14.00	17.96
应付短期融资款	44.89	150.65	151.90	158.47	净利润	6.94	29.73	31.62	34.56
拆入资金	60.64	59.89	60.39	63.00	少数股东损益	1.26	1.04	1.11	1.21
交易性金融负债	8.93	3.07	3.10	3.23	归母股东净利润	5.68	28.69	30.52	33.35
衍生金融负债	1.04	1.56	2.33	3.50					
卖出回购金融资产款	246.36	170.34	171.76	179.18	主要财务比率				
代理买卖证券款	453.80	813.04	614.58	859.51	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021A	2022A
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
应付职工薪酬	15.58	16.78	18.07	19.47	营业收入增速(%)	30.41	19.15	7.43	8.63
应交税费	8.48	25.49	33.34	48.57	归母净利润增速(%)	449.68	405.10	6.38	9.30
应付款项	13.56	15.10	16.76	18.50	收入结构				
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	经纪业务(%)	13.98	26.09	12.58	6.21
预计负债	30.11	30.11	30.11	30.11	投行业务(%)	30.08	44.48	7.09	7.20
长期借款	62.55	63.80	65.08	66.38	资管业务(%)	31.91	9.67	17.55	16.83
应付债券	473.56	528.69	533.11	556.15	信用业务(%)	-8.40	-5.36	-12.37	22.50
长期应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00	自营业务(%)	175.71	24.66	8.27	5.68
递延所得税负债	1.28	1.08	1.09	1.14	其他业务(%)	14.90	6.55	5.61	0.30
其他负债	68.23	169.74	171.16	178.56	获利能力				
所有者权益	490.19	518.20	540.81	565.78	经纪净佣金率(%)	0.03	0.03	0.03	0.03
股本	46.11	46.11	46.11	46.11	自营投资收益率(%)	3.62	4.00	4.00	4.00
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	杠杆倍数	3.35	3.58	3.52	3.54
资本公积	232.79	232.79	232.79	232.79	ROE(%)	1.20	5.87	5.95	6.22
其他综合收益	-0.70	0.00	0.00	0.00	每股指标				
盈余公积	29.71	32.30	35.04	38.04	EPS(元)	0.12	0.62	0.66	0.72
一般风险准备	68.69	74.42	80.53	87.20	BVPS(元)	10.29	10.89	11.37	11.89
未分配利润	97.85	116.52	129.58	144.10	PE	88.57	17.54	16.48	15.08
归母所有者权益	474.45	502.13	524.04	548.24	PB	1.06	1.00	0.96	0.92
少数股东权益	15.74	16.07	16.77	17.54					

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。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

电话：021-60883482 传真：021-60883484

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