

信义山证 汇通天下

证券研究报告

非银金融/证券

光大证券（601788.SH）

维持买入

报告原因：深度报告

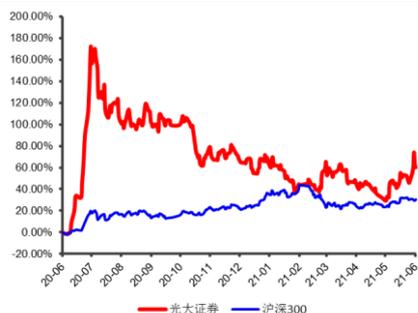
轻装上阵，受益于光大集团协同生态圈

买入

2021年6月11日

公司研究/深度报告

公司近一年股价表现



投资要点：

- **受益于集团协同效应。**控股股东光大集团金控设立申请获央行首批受理，将进一步推进资源整合与业务协同。光大证券未来将充分受益于集团公司 E-SBU 生态圈战略，融入财富 E-SBU 生态圈，支撑投行 E-SBU 生态圈，与集团公司在客户资源、协同营销等多方面联动合作。
- **轻资产业务转型卓有成效。**光大证券资管业务跻身行业第 5，财富管理转型纵深推进；投行 IPO 业务拓展成效显著，债券承销保持优势。2020 年，公司财富、资管、投行营收贡献率分别 29%、16%、16%，合计超 60%。在注册制和对外开放的大背景下，证券公司肩负着为“双循环”的新发展格局提供高效金融服务的历史使命，投行业务以及资管在内的财富管理业务具备广阔的发展空间。
- **稳妥化解存量风险。**截止 2020 年末，公司对浸鑫基金所投的 MPS 项目相关的预计负债为 45.52 亿元，计提相对充分。

市场数据：2021年6月10日

收盘价（元）	17.65
52 周最高/最低（元）	31.1/10.81
流通 A 股/总股本（亿股）	39.07/46.11
流通 A 股市值（亿元）	297.68
总市值（亿元）	689.53

基础数据：2021年3月31日

基本每股收益（元）	0.15
每股净资产（元）	11.06
加权平均 ROE（%）	1.33

分析师：刘丽

执业登记编码：S0760511050001

邮箱：liuli2@sxzq.com

电话：0351-8686794

分析师：徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

盈利预测：

- 预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 170.57 亿元、177.73 亿元、191.96 亿元，同比分别+7.51%、+4.20%、+8.00%；实现归母净利润 38.90 亿元、42.29 亿元、48.85 亿元，同比分别+66.64%、+8.74%、+15.51%；每股收益分别为 0.84 元、0.92 元、1.06 元；PB 分别为 1.55、1.54、1.52。给予“买入”评级。

风险提示：

- 二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期；存量风险化解不及预期；集团协同效应不及预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目 录

1、公司整体情况	5
1.1 控股股东光大集团设立金控申请获首批受理	5
1.2 业务结构均衡，轻资产业务贡献率高	8
2、业务分析	10
2.1 财富管理：依托协同战略，构建财富 E-SBU 生态圈	10
2.2 资管：跻身行业第 5，收入平稳增长	11
2.3 投行：历史最好业绩，股债齐头并进	12
2.4 自营：投资规模增长，收入增速低于同行	14
2.5 资本中介：两融利息相对稳定，质押业务化解风险	14
2.6 机构：全业务链布局，分仓佣金增长	16
3、存量风险释放	17
4、投资建议和盈利预测	17
5、风险提示	18

图表目录

表 1: 光大证券与光大集团各子公司交易（单位：万元）	7
表 2: 盈利预测关键指标	18
图 1: 光大证券股权结构	5
图 2: 光大集团 E-SBU 体系	6
图 3: E-SBU 协同核心系统&“光大云生活”超级 APP	7
图 4: 光大证券近五年总资产及增速	8
图 5: 光大证券近五年净资本及增速	8
图 6: 光大证券近五年业务结构	9
图 7: 光大证券近五年归母净利润及增速	9
图 8: 光大证券近五年营收和净利排名	9
图 9: 光大证券和行业 ROE 对比	10
图 10: 光大证券和行业杠杆率对比	10
图 11: 光大证券近五年代买卖净收入增速（亿元）	11
图 12: 光大证券近五年经纪业务排名	11
图 13: 光大期货日均保证金规模	11
图 14: 光大期货经纪净收入（亿元）	11
图 15: 光证资管近五年管理规模（亿元）	12
图 16: 光大保德信近五年管理规模（亿元）	12
图 17: 光大证券资管净收入（含基金）及增速（亿元）	12
图 18: 光大证券近五年资管业务排名	12
图 19: 光大证券近五年投行净收入增速（亿元）	13
图 20: 光大证券近四年投行业务收入排名	13
图 21: 光大证券近四年股票和债券承销收入排名	13
图 22: 光大证券近五年 IPO 承销规模和数量	13
图 23: 光大证券近五年证券投资收入及增速（亿元）	14
图 24: 光大证券近四年证券投资收入排名	14



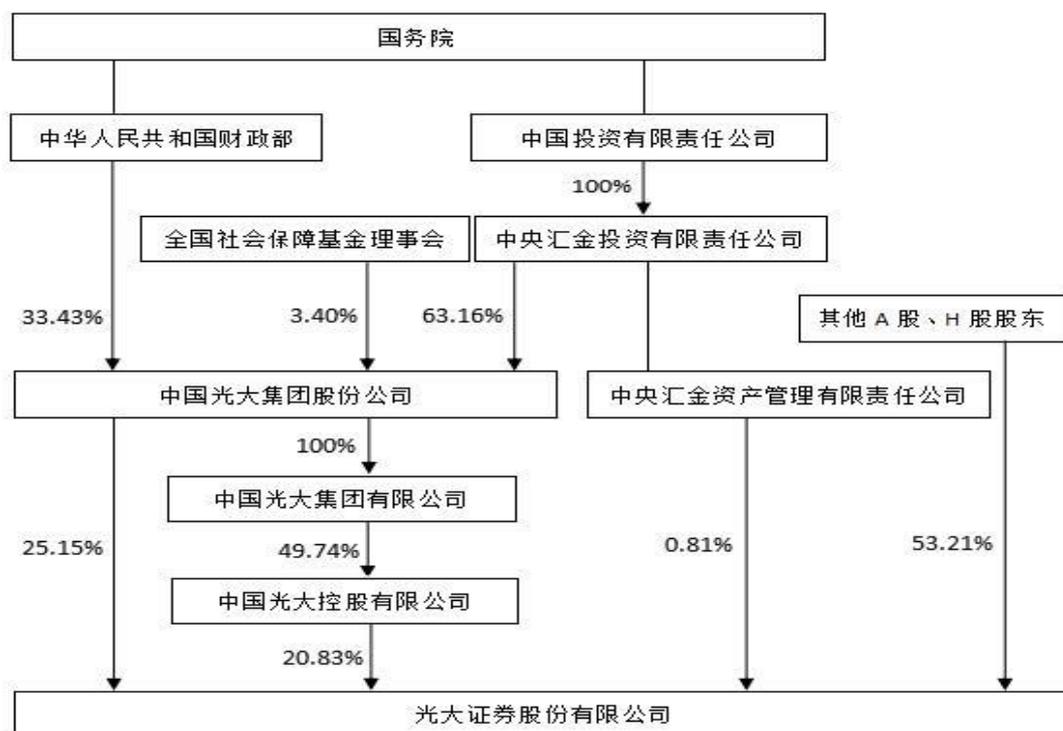
图 25：光大证券近五年金融投资规模.....	14
图 26：光大证券近五年交易性金融资产规模.....	14
图 27：可比上市券商融出资金规模与减值（亿元）.....	15
图 28：光大证券融出资金规模及增速（亿元）.....	15
图 29：光大证券股票质押规模及增速（亿元）.....	15
图 30：光大证券近五年两融利息收入及增速（亿元）.....	16
图 31：光大证券近四年两融利息收入排名.....	16
图 32：融资租赁利息收入快速增长后下滑（亿元）.....	16
图 33：基金分仓佣金收入增长，行业排名下降.....	17

1、公司整体情况

1.1 控股股东光大集团设立金控申请获首批受理

公司控股股东为光大集团股份公司，实际控制人为国务院。光大证券成立于 1996 年，于 2009 年完成 A 股 IPO，2016 年完成港股 IPO，注册资本为 46.11 亿元。公司控股股东为中国光大集团股份公司，直接持有光大证券 25.15% 的股份，通过子公司光大控股（0165.HK）间接持有光大证券 20.83% 的股份。光大证券全牌照经营，一级控股子公司有 7 家，分别为光大期货、光证资管、光大富尊（另类投资）、光证金控（海外业务）、光大发展（私募股权）、光大保德信（基金管理）、光大资本，除光大保德信（持股比例 55%）外，其余均为全资控股；有分公司 14 家，证券营业部 254 家，分布在全国 30 个省、自治区、直辖市的 126 个城市（含县级市）。

图 1：光大证券股权结构



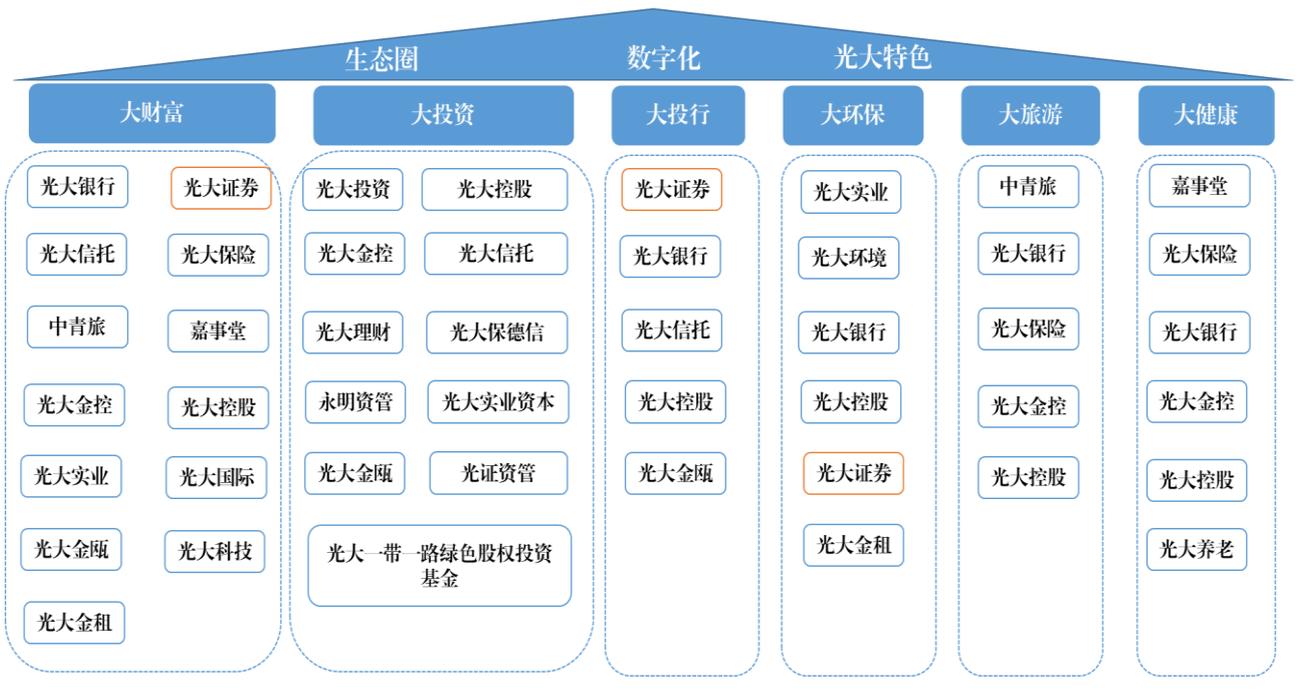
资料来源：公司 2020 年年报，山西证券研究所

光大集团为 2021 年 6 月央行受理首批金控试点公司。立足“金融+实业”，光大集团于 2018 年提出 E-SBU 生态系统发展战略。E-SBU 指的是“在重点战略业务单元(SBU, Strategic Business Unit)的基础上，发挥光大综合经营和产融合作优势，引入生态圈(Ecosphere)数字化(Electronic)要素，体现一个光大特色(Everbright)的协同发展新模式”。光大集团涵盖六大 SBU，分别为大财富、大投资、大投行、大环保、大旅游、大健康，

不同的集团公司之间有分工、有统筹、有考核。

以考核为保障，光大集团生态圈战略落地成效显著。集团协同考核指标涉及“交叉销售”、“客户迁徙”、“协同产品创新”，自生态系统战略提出以来，相关业绩指标不断提升。以光大银行为例，2020年，光大银行通过协同迁入零售客户145万户，引入AUM规模174.2亿元；光大银行与集团其他企业协同总额超过1.66万亿元，同比增长40%，实现协同营收82.5亿元，同比增长70%。

图 2：光大集团 E-SBU 体系



资料来源：光大集团官网，山西证券研究所

金融科技助力集团“敏捷+科技+生态”战略转型。2016年12月，光大集团成立全资控股金融科技子公司光大科技子公司，统筹集团科技与创新能力建设并赋能集团内各公司。2020年12月，光大集团正式发布“ESBU协同核心系统1.0”及“光大云生活”超级APP。“E-SBU协同核心系统”在全集团层面全景整合客户与产品服务。前端平台包含“协同营销平台”与“协同管理平台”。“协同营销平台”以C端客户为切入点，通过“光大云生活”超级APP，为客户提供“财富+民生”的一站式综合解决方案，包括银行理财、信用卡业务、证券开户、保险购买、信托理财等财富管理产品，以及云缴费、线上药店、家政保洁、商城购物、旅游等民生服务产品。“协同管理平台”以B端、G端客户为切入点，搭建自上而下的协同工作台，提供协同营销渠道和综合解决方案支持。2018年以来，光大集团科技投入平均增幅28.5%，科技人员实现倍增，科技创新实力快速提升。光大集团计划在2022年全面建成数字光大体系，在2025年建成智慧光大，推动若干家科技创新独角兽得到孵化，形成具有光大特色的科技集团。

图 3：E-SBU 协同核心系统&“光大云生活”超级 APP



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

光大证券是集团生态战略的有力支撑，同时也将充分受益于集团协同。光大证券支撑集团投行 E-SBU 生态圈，并充分融入财富 E-SBU 生态圈，有望借助平台效应进一步发展和巩固公司业务。根据公司 2020 年年报，光大证券实现关联交易收入 3.58 亿元，同比+31%，其中，承销业务收入 6484.11 万元，同比+44%；管理费和业绩报酬 6157.1 万元，同比+24%；存放资金获取利息收入 2.03 亿元，同比+30%；出租席位佣金收入 2037.77 亿元，同比+48%。从关联交易支出来看，2020 年，光大证券向光大银行的交易支付较多，分别为代理销售金融产品佣金及手续费 6129.01 万元，支付借款利息 5856.85 万元，此外，支付新鸿基有限介绍费 1083.91 万元。

表 1：光大证券与光大集团各子公司交易（单位：万元）

业务类型	交易对手	2020 年	2019 年
证券承销业务 收入	光大控股	1226.42	471.70
	光大兴陇	2963.22	-
	光大集团	746.17	2362.49
	光大银行	213.54	601.10
	光大永明	195.93	-
	光大金控	360.45	-
	光大集团香港	87.83	330.19
	新鸿基有限	690.55	234.41
	光大实业	-	249.08
	光大金瓯	-	113.21
	嘉事堂	-	141.51

	合计	6484.11	4503.67
管理费和业绩 报酬	光大银行	4606.73	3454.93
	嘉兴礴璞投资	27.52	110.06
	光大云付	20.75	2.59
	光大永明	55.83	1085.26
	光大兴陇	1446.35	74.34
	新鸿基外汇	-	224.58
	合计	6157.18	4951.76
存放资金获取 利息收入	光大银行	20322.59	15576.11
出租席位佣金 收入	大成基金	1897.17	1309.55
	光大永明	140.60	64.54
	合计	2037.77	1374.09
	其他	777.37	852.07
	合计	35779.03	27257.70

数据来源：公司年报，山西证券研究所

1.2 业务结构均衡，轻资产业务贡献率高

公司资产扩张速度相对缓慢。截止2020年末，公司总资产规模2287.36亿元，居于行业第14位，2016-2020年，公司总资产年复合增长率约为7%，低于行业平均增速（11%）。截止2020年末，公司净资本403.38亿元，居行业第11位，较2016年末净资本规模基本持平。

业务结构相对均衡。2016-2020年，公司经纪、自营、投行、利息、资管业务贡献率均在10%以上，其中，经纪是公司营收贡献率最高的业务，占比有所下滑，但仍接近1/3；投行业务贡献率自2017有所下滑，2020年贡献营收16%与2016年基本持平；2016-2020年，自营业务贡献在10%-25%间波动，2020年，自营业务贡献率约18%；2016-2020年，公司资管业务（含基金）贡献率保持在15%以上，2020年，证券行业资管贡献率仅为7%。

图 4：光大证券近五年总资产及增速

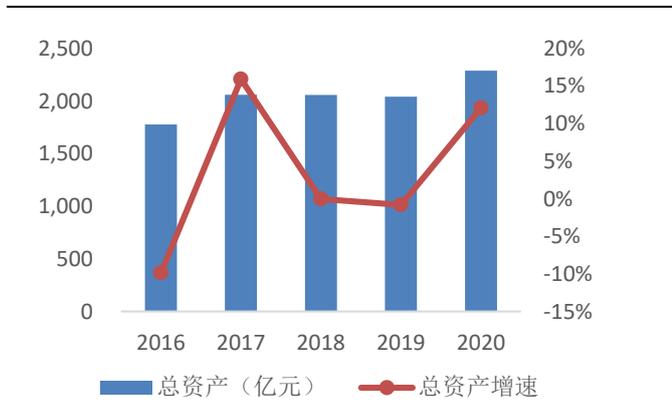


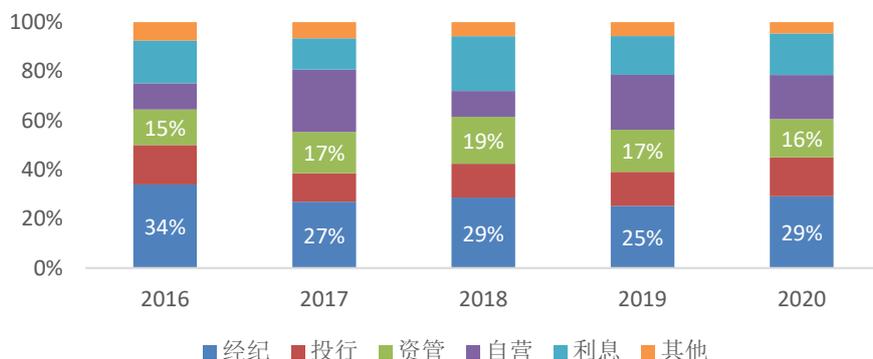
图 5：光大证券近五年净资本及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：光大证券近五年业务结构

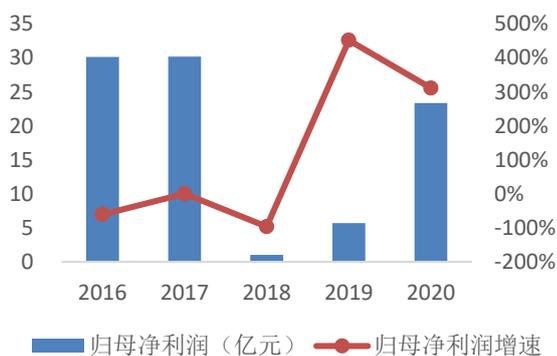


数据来源：wind，山西证券研究所

风险项目预提负债和减值计提侵蚀公司盈利。2016-2017 年，公司净利润行业排名分别为 11、12。2018-2020 年，因风险项目，公司分别预提负债 14.00 亿元、16.11 亿元、15.50 亿元；因资本中介等业务，公司分别计提信用减值损失 6.79 亿元、12.73 亿元、9.45 亿元。2016-2020 年，归母净利润年复合增长率为 -6%；2020 年，公司盈利能力有所回升，净利润行业排名上升至 19 位。

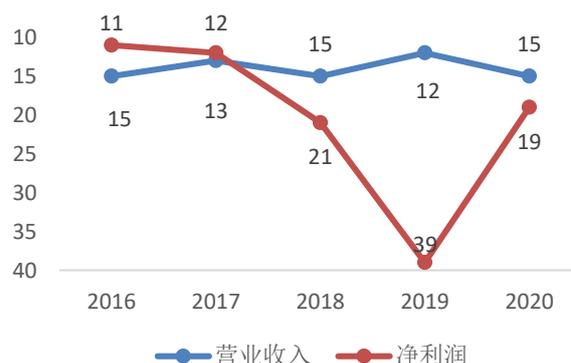
公司财务杠杆倍数和 ROE 低于行业平均。2016-2020 年，行业杠杆率持续增长，公司杠杆率先扬后抑、且低于行业。公司 ROE 整体低于行业平均，2019 年开始回升，与行业平均 ROE 差距缩小。

图 7：光大证券近五年归母净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：光大证券近五年营收和净利排名



数据来源：中证协，山西证券研究所

图 9：光大证券和行业 ROE 对比



数据来源：中证协，山西证券研究所

图 10：光大证券和行业杠杆率对比



数据来源：中证协，山西证券研究所

2、业务分析

2.1 财富管理：依托协同战略，构建财富 E-SBU 生态圈

公司经纪业务排名相对稳定，居行业 15 位左右。2020 年，公司代理买卖证券净收入（含席位租赁）市场份额 2.26%，居行业第 15 位；代理买卖证券净收入（不含席位租赁）市场份额 2.07%，居行业第 16 位。截止 2020 年末，公司客户总数 412 万户，客户资产规模 1.16 万亿元。截至 2020 年末，海外证券经纪业务客户总数 13.7 万户，托管客户资产总量 1,305 亿港元，孖展融资总额 62.68 亿港元，经纪业务市场份额为 0.41%。

强化金融科技，提升线上服务水平。“金阳光”APP 在 2020 年月活量同比增长 54%至 256 万人，在券商 APP 中排名第 15 位。“金阳光”App 中上线“智投魔方”智能理财系统及大数据精准营销服务平台，打造定投专区，“智投魔方”签约服务客户突破 7.2 万。据 2020 年 6 月新财富网公开数据，大数据精准营销服务平台通过精准营销实现客户关键时刻服务，在该平台助力下，光大证券目前必做任务完成率达到 99%，全部事件完成率达到 85%，累计服务触达用户近 1.4 亿人次。

构建多元化产品矩阵，提供“一站式金融超市”服务。以金融产品部为产品中心，整合光证资管、光大期货、光大保德信等场内外产品体系，推进“三名”（名品、名店、名星）建设，最终打造全球配置体系。2020 年公司重点公募销售同比增长 68%，私募销售同比增长 169%；实现代销收入 3.86 亿元，同比+40%，代销收入占经纪业务比重为 12%，高于行业平均水平（10%）。

协同光大集团内部资源，发力新开户。光大证券与集团公司在产品销售与客户资源等方面密切合作，集中体现在客户营销、客户和项目推荐、银证三方存管、产品托管、产品代销等多方面联动合作。2020 年，

与光大银行联动推进“110计划”，推出“云分享”、“惠分享”活动，累计新开证券户逾8万户，在全年新开户总数54万中所占比例约为15%。

图 11：光大证券近五年代买卖净收入增速（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 12：光大证券近五年经纪业务排名



数据来源：中证协，山西证券研究所

全资子公司光大期货开展期货经纪业务。光大期货业务规模持续扩张，积极开拓资产管理、机构业务、互联网等创新业务。2017年，期货日均保证金规模大幅下滑，此后逐年回升，2020年，日均保证金规模117.36亿元，市场份额2.44%。2016-2019年，公司期货经纪净收入相对稳定，2020年突破性增长至3.46亿元，较2019年增长约43%。

图 13：光大期货日均保证金规模



数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 14：光大期货经纪净收入（亿元）



数据来源：公司年报，山西证券研究所

2.2 资管：跻身行业第5，收入平稳增长

光大证券资管业务居行业第一梯队。公司资管业务收入排名不断上升，从2016年行业第8位上升至2020年行业第5位。2020年，公司实现公司资产管理净收入（含基金）19.58亿元，2016-2020年，资管净收入（含基金）年复合增长率为10%。

全资子公司光证资管持续提升主动管理能力。光证资管持续优化内部团队结构，积极布局多元产品类

型与投资策略，提升主动管理能力，主动管理规模持续及占比提升。2016-2020年间，公司主动管理规模由1152亿元，增长至1742亿元，年复合增长率11%；主动管理规模占比由42%，提升至75%。此外，光证资管持续推动大集合公募化改造工作，截止2020年末，已有9只大集合完成公募化转型。

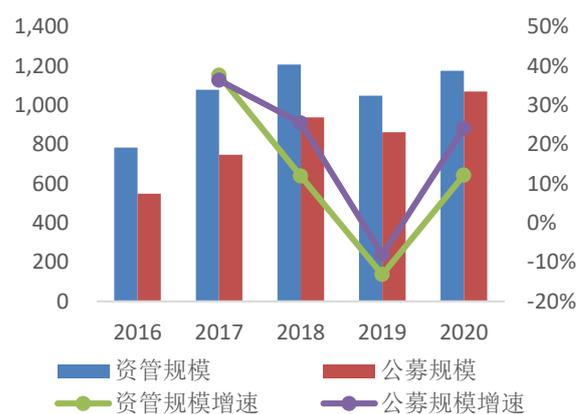
公司通过控股子公司光大保德信开展基金业务。2016-2020年，公司资管规模（公募+专户）由784亿元，增长至1175亿元，年复合增长率11%；公募规模由548亿元，增长至1069亿元，年复合增长率18%。

图 15：光证资管近五年管理规模（亿元）



数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 16：光大保德信近五年管理规模（亿元）



数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 17：光大证券资管净收入（含基金）及增速（亿元）



数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 18：光大证券近五年资管业务排名



数据来源：中证协，山西证券研究所

2.3 投行：历史最好业绩，股债齐头并进

投行业务提质增效，行业排名不断提升。2016-2019年，公司投行业务收入排名由行业14位上升至第10位；其中，承销保荐收入排名由行业11位上升至第9位。2020年，公司实现投行手续费净收入19.87亿元，是历年投行业务收入最高规模，2016-2020年，投行手续费净收入年复合增长率为8%。2020年，香港子公司完成1个独家保荐项目，14个港股IPO承销项目，项目数量排名香港市场第19位，中资券商系投行

第7位。

股票承销业务持续增长。2016-2019年，公司股票承销佣金收入行业排名分比为30、22、26、17，排名显著提升。2020年，公司股权主承销家数31家，行业排名第11位，同比上升4名；股权承销规模172.7亿元，同比增长75.8%，市场份额1.02%，同比增加0.4个百分点。公司大力拓展IPO业务，IPO主承销家数18家，行业排名第9位，其中科创板8家；IPO承销规模108.7亿元，同比增长403%，市场份额2.26%，同比大幅增加1.41个百分点。

债券承销业务领先于同业。2016-2019年，公司债券承销佣金收入行业排名分比为11、8、5、4，排名稳中有升。2020年，公司债券承销1,503单，同比增长37.89%；承销金额4,125.47亿元，市场份额4.22%，行业排名第7位。其中，银行间产品（中票、短融、定向工具）承销规模563.65亿元，行业排名第3位；地方债承销规模489.84亿元，行业排名第6位；资产证券化业务承销金额1,380.91亿元，市场份额6.46%，行业排名第7位。

图 19：光大证券近五年投行净收入增速（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 20：光大证券近四年投行业务收入排名



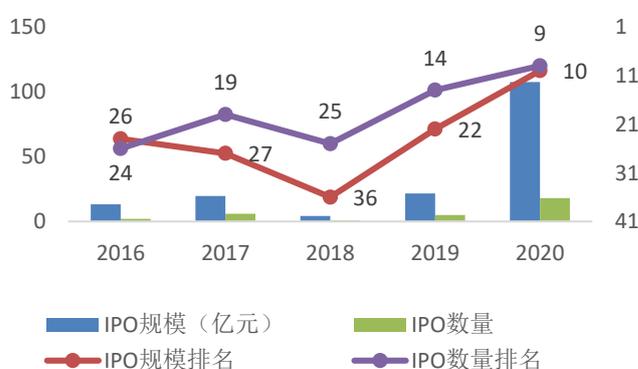
数据来源：中证协，山西证券研究所

图 21：光大证券近四年股票和债券承销收入排名



数据来源：中证协，山西证券研究所

图 22：光大证券近五年 IPO 承销规模和数量



数据来源：wind，山西证券研究所

2.4 自营：投资规模增长，收入增速低于同行

自营业务收入增速低于同行。2016-2019年，公司证券投资收入排名分别为62、13、16、13，排名上升。2020年，公司证券投资收入22.53亿元，同比增长约1%，低于上市券商整体增速；2021Q1，公司证券投资收入约为-1.5亿元，主要是公允价值变动损益浮亏所致。

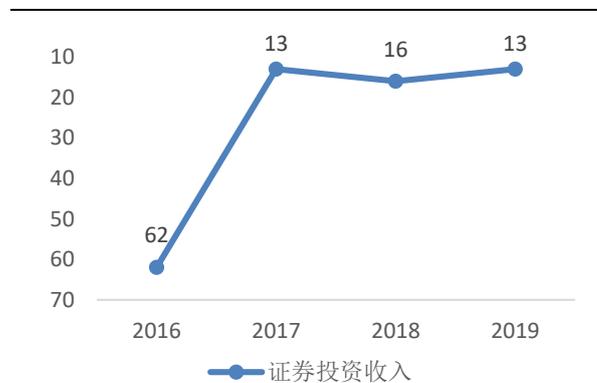
金融资产规模逐年增长，2020有所减少。截止2020年末，公司金融投资规模857.22亿元，2016-2020年，年复合增长率约为19%；金融投资在总资产中所占比重为37%，较2016年末提升14个百分点。截止2020年末，公司交易性金融资产规模584.53亿元，2016-2020年，年复合增长率约为24%；在金融投资规模所占比重为68%，较2016年提升10个百分点。

图 23：光大证券近五年证券投资收入及增速（亿元）



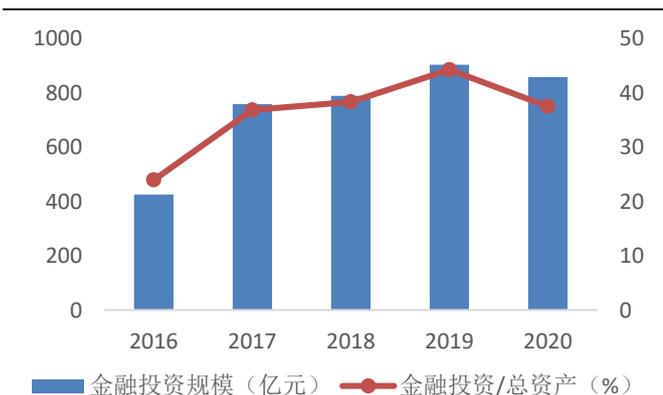
数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：光大证券近四年证券投资收入排名



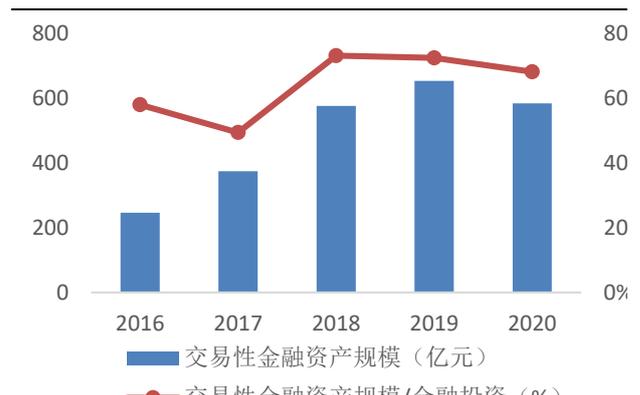
数据来源：中证协，山西证券研究所

图 25：光大证券近五年金融投资规模



数据来源：中证协，山西证券研究所

图 26：光大证券近五年交易性金融资产规模



数据来源：中证协，山西证券研究所

2.5 资本中介：两融利息相对稳定，质押业务化解风险

两融利息收入相对稳定，排名优于经纪业务。2020年，公司两融利息收入28.34亿元，2016-2020年，

公司两融利息收入年复合增长率约为 5%；2016-2019 年，公司两融利息收入行业排名保持 在第 11 位，优于 经纪业务排名（15 位左右）。截至 2020 年末，公司融资融券余额为 436.41 亿元，市场份额 2.70%；其中， 融券余额 24.51 亿元，市场份额 1.79%。

两融业务计提比例为 1.4%，高于可比券商中位数。截止 2020 年末，公司融出资金账面余额 474.87 亿 元，累计计提减值准备 6.71 亿元，减值计提比例约为 1.4%，公司计提比例高于可比券商中位数（选择与公 司融出资金规模相近的上市券商为可比券商）。其中，境内融出资金账面余额 416.44 亿元，累计计提减值准 备 5.47 亿元，计提比例为 1.3%；境外融出资金账面余额 58.44 亿元，累计计提减值准备 1.24 亿元，计提比 例为 2.1%。

图 27：可比上市券商融出资金规模与减值（亿元）



数据来源：上市公司年报，山西证券研究所

股票质押业稳妥展业，化解存量风险。截至 2020 年末，公司股票质押余额为 59.98 亿元，较 2019 年末 下降 48.01%。其中，公司自有资金股票质押余额为 41.24 亿元，较 2019 年末下降 34.38%。**按照三阶段模 型，截止 2020 年末，股票质押式回购业务阶段三账面余额 16.89 亿元，计提减值准备 12.95 亿元，计提比 例达到 77%。**公司股票质押项目的加权平均履约保障比例为 153.63%，自有资金出资项目的加权平均履约 保障比例为 196.25%。

图 28：光大证券融出资金规模及增速（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 29：光大证券股票质押规模及增速（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 30：光大证券近五年两融利息收入及增速（亿元）



图 31：光大证券近四年两融利息收入排名



数据来源：wind，山西证券研究所

数据来源：中证协，山西证券研究所

控股子公司光大幸福租赁开展融资租赁业务。截止 2020 年末，完成累计项目投放金额 143.81 亿元，累计回收租金金额 123.04 亿元；期末应收融资租赁贷款余额 30.11 亿元。2016-2020 年，公司融资租赁利息收入快速增长后下滑，2020 年融资租赁利息收入 1.6 亿元，略低于 2016 年。

图 32：融资租赁利息收入快速增长后下滑（亿元）



数据来源：公司年报，山西证券研究所

2.6 机构：全业务链布局，分仓佣金增长

机构业务主要包括机构交易、主经纪商、资产托管及外包、投资研究等。(1) 机构交易业务：公司通过完善客户分级管理，强营销统筹策划，机构交易业务收入大幅增长。2020 年，公募基金佣金分仓收入 4.25 亿元，2016-2020 年，年复合增长率约为 12%；分仓收入排名在 2016-2019 年有所提升，但是随着公募佣金竞争白热化，2020 年排名下降至 13 位，与 2016 年持平。(2) 主经纪商业务：为银行理财子、私募、信托公司，提供交易系统、投研、金融产品评价、资金募集、FOF/MOM 投资一站式综合服务。截至 2020 年末，公司累计合作私募机构共 1,115 家，存续 PB 产品 1,681 只。(3) 大力拓展私募证券投资基金的托管外包业

务。截至 2020 年末，私募基金外包服务规模 461 亿元，新增公募托管规模 69 亿元，信托份额登记服务规模 1,973 亿元。

图 33：基金分仓佣金收入增长，行业排名下降



数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

3、存量风险释放

MPS 项目风险逐步出清。光大资本（光大证券全资子公司）的全资子公司光大浸辉担任 MPS 项目所在浸鑫基金的执行事务合伙人，优先级有限合伙人出资 32 亿元、中间级有限合伙人出资 10 亿元、劣后级有限合伙人出资 10 亿元。光大资本对优先级合伙人不能退出时承担相应的差额补足义务；全体普通合伙人对其中一名中间级有限合伙人未能获偿本金及预期收益的差额部分予以赔偿。**截止 2020 年末，公司对浸鑫基金所投的 MPS 项目相关的预计负债为 45.52 亿元，计提相对充分。**

4、投资建议和盈利预测

受益于集团协同效应。控股股东光大集团金控设立申请获央行首批受理，将进一步推进资源整合与业务协同。光大证券未来将充分受益于集团公司 E-SBU 生态圈战略，融入财富 E-SBU 生态圈，支撑投行 E-SBU 生态圈，与集团公司客户资源、协同营销等多方面联动合作。

轻资产业务转型卓有成效。光大证券资管业务跻身行业第 5，财富管理转型纵深推进；投行 IPO 业务拓展成效显著，债券承销保持优势。2020 年，公司财富、资管、投行营收贡献率分别 29%、16%、16%，合计超 60%。在注册制和对外开放的大背景下，证券公司肩负着为“双循环”的新发展格局提供高效金融服务的历史使命，投行业务以及资管在内的财富管理业务具备广阔的发展空间。

稳妥化解存量风险。MPS 项目：截止 2020 年末，公司对浸鑫基金所投的 MPS 项目相关的预计负债为

45.52 亿元，计提相对充分。

预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 170.57 亿元、177.73 亿元、191.96 亿元，同比分别+7.51%、+4.20%、+8.00%；实现归母净利润 38.90 亿元、42.29 亿元、48.85 亿元，同比分别+66.64%、+8.74%、+15.51%；每股收益分别为 0.84 元、0.92 元、1.06 元；PB 分别为 1.55、1.54、1.52。

表 2：盈利预测关键指标

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	158.66	170.57	177.73	191.96
同比增长	57.76%	7.51%	4.20%	8.00%
归母净利润（亿元）	23.34	38.90	42.29	48.85
同比增长	310.97%	66.64%	8.74%	15.51%
每股收益（元）	0.50	0.84	0.92	1.06
PE	42.23	20.92	19.24	16.66
PB	1.60	1.55	1.54	1.52

数据来源：wind，山西证券研究所

5、风险提示

二级市场大幅下滑；

资本市场改革不及预期；

存量风险化解不及预期；

集团协同效应不及预期。

资产负债表

单位:亿元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
1、资产				
货币资金	662.81	695.95	730.74	767.28
金融投资	857.22	985.80	1035.09	1086.84
应收票据及账款	28.50	31.36	34.49	37.94
混业经营金融类资产	650.26	715.29	786.82	865.50
流动资产合计	2198.79	2428.39	2587.14	2757.56
长期股权投资	10.93	10.54	10.41	10.43
固定资产	8.83	9.02	9.39	9.79
使用权资产	8.22	8.22	8.22	8.22
无形资产	2.16	1.58	1.12	0.81
商誉	9.55	9.55	9.55	9.55
其他非流动资产	48.87	40.48	32.45	27.11
非流动资产合计	88.58	79.39	71.15	65.91
资产总计	2287.36	2507.78	2658.29	2823.47
2、负债				
短期借款	32.63	32.63	32.63	32.63
交易性金融负债	26.12	27.43	28.80	30.24
应付票据及账款	280.48	294.50	309.23	324.69
混业经营金融类负债	816.89	980.27	1078.30	1186.13
其他流动负债	37.00	40.70	44.77	49.24
流动负债合计	1193.12	1375.52	1493.72	1622.92
长期借款	37.45	39.32	40.50	41.31
应付债券	420.19	441.20	463.26	486.42
租赁负债	8.24	8.48	8.74	9.00
长期应付款	14.82	16.31	17.94	19.73
预计负债	45.52	45.52	45.52	45.52
其他非流动负债	36.08	37.88	39.78	41.77
非流动负债合计	562.30	588.71	615.73	643.75
负债合计	1755.41	1964.24	2109.45	2266.67
3、股东权益				
股本	46.11	46.11	46.11	46.11
资本公积金	241.99	233.88	233.88	233.88
历史期累积留存收益	236.39	263.56	268.86	276.81
归属母公司股东权益	524.49	524.52	528.54	535.08
少数股东权益	7.46	19.02	20.31	21.72
股东权益合计	531.95	543.55	548.85	556.80
负债和股东权益合计	2287.36	2507.78	2658.29	2823.47

利润表

单位:亿元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	158.66	170.57	177.73	191.96
手续费及佣金净收入	77.05	85.30	91.10	100.05
其中：代理买卖证券业务净收入	36.56	40.89	42.50	46.54
证券承销业务净收入	19.87	19.43	22.88	26.94
受托客户资产管理业务净收入	14.97	22.47	23.22	24.06
利息净收入	21.14	29.70	26.07	28.70
投资净收益	28.07	21.67	26.60	30.13
其他业务收入	34.34	33.91	33.97	33.08
营业支出	103.30	116.83	119.17	124.18
利润总额	39.99	53.74	58.56	67.78
所得税	15.32	13.44	14.64	16.94
净利润	24.66	40.31	43.92	50.83
减：少数股东损益	1.32	1.41	1.62	1.98
归属母公司股东净利润	23.34	38.90	42.29	48.85

现金流量表

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	257.07	318.29	345.55	372.90
投资性现金净流量	-51.48	137.64	136.79	135.77
筹资性现金净流量	-66.67	-59.95	-15.20	17.73
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.86	-0.87	-0.88	-0.91
现金流量净额	138.05	395.11	466.25	525.49

财务预测简表

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	158.66	170.57	177.73	191.96
增长率	57.76%	7.51%	4.20%	8.00%
归属母公司所有者的净利润 (亿元)	23.34	38.90	42.29	48.85
增长率	310.97%	66.64%	8.74%	15.51%
每股收益(EPS) (元)	0.50	0.84	0.92	1.06
净资产 (亿元)	524.49	524.52	528.54	535.08
每股净资产 (元)	11.38	11.38	11.46	11.61
净资产收益率(ROE)	4.74%	7.42%	8.00%	9.13%
市盈率(P/E)	42.23	20.92	19.24	16.66
市净率(P/B)	1.60	1.55	1.54	1.52

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

