

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

## 专项风险事件拖累、业绩反转可期

### ——光大证券(601788) 2018 年年报点评

## 证券研究报告-年报点评

## 增持(维持)

### 市场数据(2019-04-04)

收盘价(元)	14.50
一年内最高/最低(元)	15.41/7.76
沪深300指数	4062.23
市净率(倍)	1.42
总市值(亿元)	668.56
流通市值(亿元)	566.47

### 基础数据(2018-12-31)

每股净资产(元)	10.24
总资产(亿元)	2,057.79
所有者权益(亿元)	472.03
净资产收益率(%)	0.21
总股本(亿股)	46.11
H股(亿股)	7.04

### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

### 相关报告

- 《光大证券(601788) 2018 年中报点评: 多项业务实现逆势增长》 2018-08-30
- 《光大证券(601788) 2017 年年报点评: 稳中求进、协同发展》 2018-04-09

**联系人: 李琳琳**
**电话:** 021-50588666-8045

**传真:** 021-50587779

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

**邮编:** 200122

发布日期: 2019年04月08日

**2018 年年报概况:** 光大证券 2018 年实现营业收入 77.12 亿元, 同比-21.61%; 实现归母净利润 1.03 亿元, 同比-96.57%。基本每股收益 0.02 元, 同比-96.57%; 加权平均净资产收益率 0.21%, 同比-6.05 个百分点。2018 年拟 10 派 1.00 元(含税)。

**点评:** 1. 公司 2018 年投资收益(含公允价值变动)占比出现显著下降, 从而导致经纪、投行、资管业务净收入占比出现被动提高。2. 回归经纪业务本源, 代理买卖证券业务净收入市场份额同比+2%, 市场排名上升 1 位。3. 债权融资规模同比+59%, 市场份额自 2014 年以来保持持续增长。4. 资管业务主动管理规模同比+34%, 占比过半。5. 投资收益(含公允价值变动)出现大幅下滑。6. 融资租赁反哺、利息净收入同比增长。7. 国际业务收入占比 13%, 同比+2 个百分点。8. 光大资本计提预计负债及资产减值严重拖累公司当期业绩。

**投资建议:** 公司 2018 年经营业绩下滑幅度大幅超出行业均值, 主要受累于光大资本专项风险事件; 若剔除该事件影响, 公司当期经营业绩下滑幅度尚处于正常范围之内。本次风险事件将促使公司进一步加强内核风控, 促进公司稳健经营。同时, 公司背靠光大集团, 受益于集团内的协同效应和品牌优势, 借助于资本市场各项改革的机遇, 公司 2019 年业绩反转可期。预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.49 元、0.51 元, BVPS 分别为 10.65 元、11.11 元, 按 4 月 4 日收盘价计算, 对应 P/E 分别为 29.59 倍、28.43 倍, 对应 P/B 分别为 1.36 倍、1.31 倍, 维持“增持”的投资评级。

**风险提示:** 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(亿元)	98.38	77.12	96.13	100.82
增长比率	7%	-22%	25%	5%
归母净利(亿元)	30.16	1.03	22.48	23.73
增长比率	0.1%	-97%	2083%	6%
EPS(元)	0.65	0.02	0.49	0.51
市盈率(倍)	21.38	438.50	29.59	28.43
BVPS(元)	10.54	10.24	10.65	11.11
市净率(倍)	1.27	0.86	1.36	1.31

资料来源: Wind、中原证券

## 光大证券 2018 年年报概况:

光大证券 2018 年实现营业收入 77.12 亿元, 同比-21.61%; 实现归母净利润 1.03 亿元, 同比-96.57%。基本每股收益 0.02 元, 同比-96.57%; 加权平均净资产收益率 0.21%, 同比-6.05 个百分点。2018 年拟 10 派 1.00 元 (含税), 分派红利总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 446.25%。

根据中国证券业协会的统计, 2018 年行业共实现营业收入 2662.87 亿元, 同比-14.47%; 共实现净利润 666.20 亿元, 同比-41.04%。公司 2018 年经营业绩增速大幅低于行业均值。

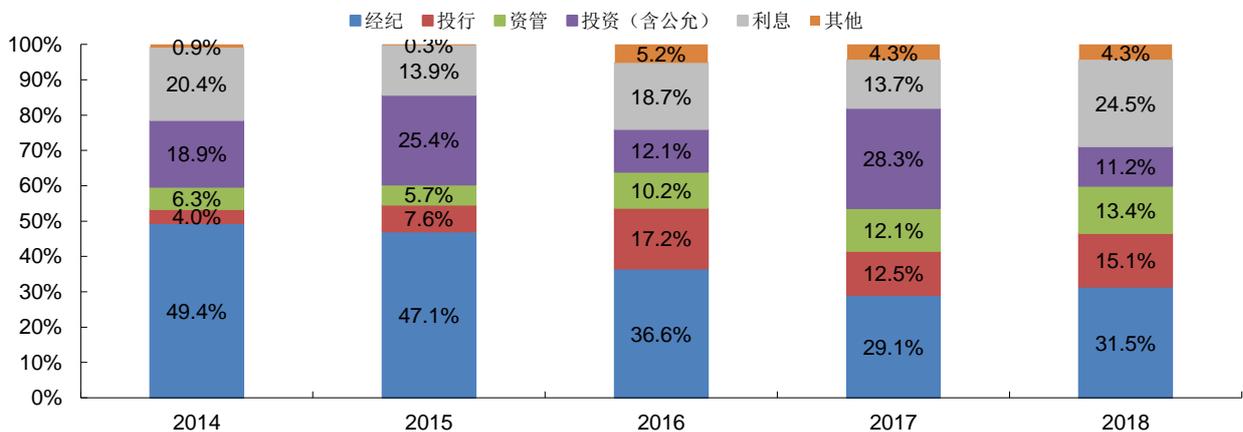
### 点评:

#### 1. 投资收益 (含公允) 占比出现显著下降

2018 年公司经纪、投行、资管、投资收益 (含公允)、利息和其他业务收入占比分别为 31.5%、15.1%、13.4%、11.2%、24.5%、4.3%, 2017 年分别为 29.1%、12.5%、12.1%、28.3%、13.7%、4.3%。

公司 2018 年投资收益 (含公允价值变动) 占比出现显著下降, 从而导致经纪、投行、资管业务净收入占比出现被动提高。

图 1: 2014-2018 年公司收入结构



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

注: 其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入

#### 2. 回归经纪业务本源

受市场交投持续低迷的影响, 2018 年公司实现经纪业务手续费净收入 22.04 亿元, 同比-16.70%。

报告期内公司突出回归经纪业务本源, 推动新开户、新增高净值客户、新增客户资产等基

基础性业务发展；进一步完善重点市场网点布局，做强线下业务阵地。

截至报告期末，公司新设营业部 41 家，营业网点数量达到 263 家；代理买卖证券业务净收入市场份额同比+2%，市场排名上升 1 位。

### 3. 债权融资市场份额保持持续增长

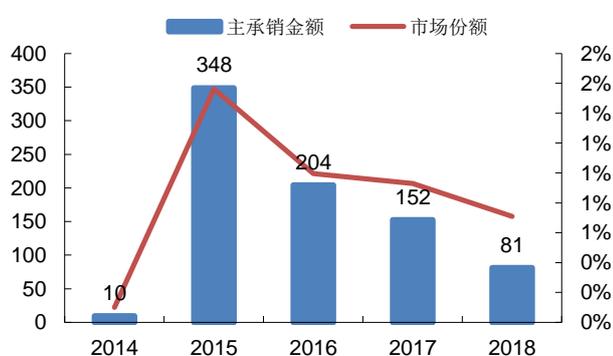
受行业投行业务总量萎缩的影响，2018 年公司实现投行业务手续费净收入 10.59 亿元，同比-7.02%。

股权融资方面，报告期内公司完成股票承销家数 6 家，募集资金规模约 81.21 亿元，市场份额 0.71%，同比-0.22 个百分点。根据 Wind 的统计，截止 2019 年 4 月 4 日，公司 IPO 项目储备 10 个（包括联合保荐、审核状态包括已受理、已反馈、已预披露更新，含科创板已受理企业）。公司将进一步推动科创板筹备工作，积极储备优质项目，深度挖掘潜在项目。

债权融资方面，报告期内公司承销各类信用债券合计 618 只，总承销金额 3180.80 亿元，同比+58.85%；市场份额 5.63%，同比+1.2 个百分点；市场排名第 5 位，同比+2 位。公司债权融资市场份额自 2014 年以来保持持续增长。

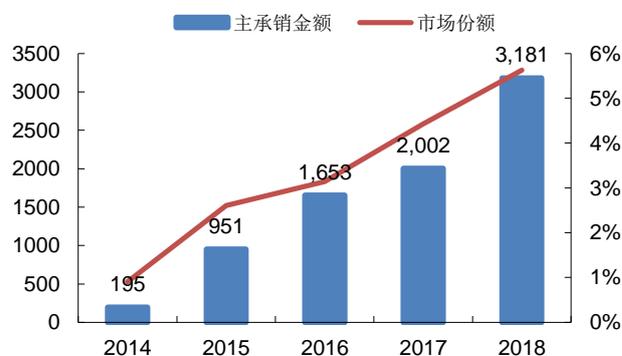
财务顾问业务方面，报告期内公司完成并购重组家数 6 家。

图 2：公司股权融资规模（亿）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司债权融资规模（亿）及市场份额



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

### 4. 资管业务主动管理规模占比过半

受资管业务领域监管持续收紧的影响，2018 年公司实现资产管理业务手续费净收入 9.38 亿元，同比-14.88%。

资产管理业务方面，报告期内光证资管继续深化投研体系改革，增强主动管理能力，提高产品业绩。截至报告期末，光证资管受托资产管理总规模 2896 亿元，同比+5.60%；主动管理规模 1542 亿元，同比+33.98%；主动管理规模占比 53.23%。其中，集合、定向、专项资管规模分别为 745 亿、1754 亿、398 亿，同比分别+4.08%、-10.33%、+453.40%。

基金管理业务方面，截至报告期末，光大保德信管理资产规模 1207 亿元，同比+11.9%；管理公募基金规模 938 亿元，同比+25.4%。

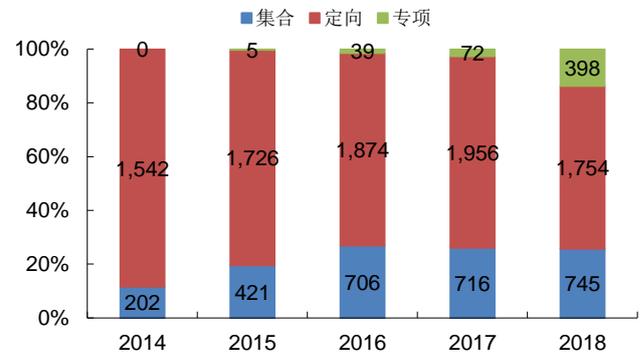
私募基金业务方面，截至报告期末，光大资本下设基金管理公司 4 家，管理或参与的基金 22 支，实缴规模 144.16 亿元。

图 4：公司资管总规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 5：公司各类别资管规模（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

## 5. 投资收益出现大幅下滑

受权益类二级市场系统性风险的影响，2018 年公司实现投资收益（含公允价值变动）7.87 亿元，同比大幅下滑 69.47%。

权益类自营业务方面，报告期内公司以优化投研流程为抓手，聚焦投资范围，定位中长期稳健复合收益。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司抓住了无风险利率下行的市场机会，取得了较好的投资收益。

## 6. 融资租赁反哺、利息净收入同比增长

2018 年公司实现利息净收入 17.17 亿元，同比+37.86%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 225 亿元，同比-25.3%；市场份额 2.98%。计提减值准备占融出资金账面价值的比例约为 0.85%。

股票质押式回购业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额 357 亿元，同比-19.4%，市场份额 3.06%。计提减值准备占买入返售金融资产账面价值的比例约为 1.27%。

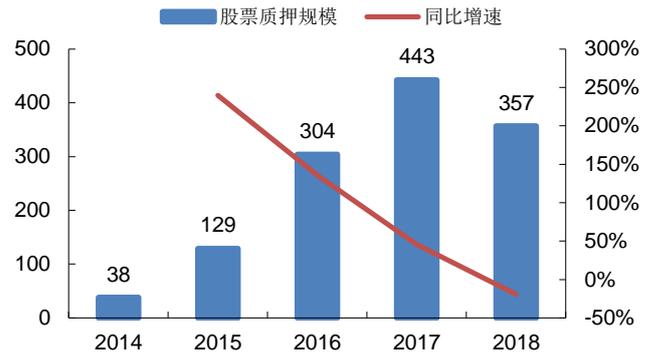
融资租赁业务方面，报告期内光证租赁完成新增项目投放 46 个，融资租赁业务投放总计 27 亿元；完成累计项目投放金额 124 亿元，累计回收租金金额 69 亿元。

图 6: 公司两融余额 (亿) 及市场份额



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

图 7: 公司股票质押规模 (亿) 及同比增速



资料来源: Wind、公司财报、中原证券

## 7. 国际业务收入占比同比提高

2018 年公司实现国际业务收入 10 亿元, 收入占比 13%, 同比+3 个百分点。

截至报告期末, 公司国际业务客户资产总值约 1270 亿港元, 证券交易量市场份额 0.33%; 完成保荐项目 8 个、债券承销项目 16 个、财务顾问项目 2 个、美元债发行承销项目 6 个; 资产管理规模近 30 亿港元; 同时运营 8 个股债权投资项目, 涉及投资金额约 19.7 亿港元, 投资标的覆盖 TMT、新零售、医疗健康、基建及新能源等行业。

## 8. 光大资本计提预计负债及资产减值严重拖累公司当期业绩

公司 3 月 20 日发布公告称, 公司全资子公司光大资本下属子公司光大浸辉担任执行事务合伙人的浸鑫基金因投资项目出现风险, 计提了相关预计负债及资产减值准备, 共计减少公司 2018 年合并利润总额约 15.21 亿元, 减少合并净利润约 11.41 亿元, 严重拖累公司当期业绩。

## 投资建议

公司 2018 年经营业绩下滑幅度大幅超出行业均值, 主要受累于光大资本专项风险事件; 若剔除该事件影响, 公司当期经营业绩下滑幅度尚处于正常范围之内。本次风险事件将促使公司进一步加强内核风控, 促进公司稳健经营。同时, 公司背靠光大集团, 受益于集团内的协同效应和品牌优势, 借助于资本市场各项改革的机遇, 公司 2019 年业绩反转可期。

预计公司 2019、2020 年 EPS 分别为 0.49 元、0.51 元, BVPS 分别为 10.65 元、11.11 元, 按 4 月 4 日收盘价计算, 对应 P/E 分别为 29.59 倍、28.43 倍, 对应 P/B 分别为 1.36 倍、1.31 倍, 维持“增持”的投资评级。

**风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致公司各项业务无法得到**

持续改善；2. 短期涨速过快、涨幅过大导致公司股价出现快速调整

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>资产:</b>	<b>2058.64</b>	<b>2057.79</b>	<b>2305.39</b>	<b>2206.8</b>
货币资金	462.78	402.04	442.24	464.35
融出资金	377.08	303.38	394.39	414.11
交易性金融资产	374.47	576.49	634.14	665.85
买入返售金融资产	200.81	337.09	370.80	389.34
应收利息及款项	49.79	32.11	38.53	42.38
可供出售金融资产	379.55	0	0	0
其他债权及权益投资	0	211.50	222.08	244.28
长期股权投资	12.30	10.96	12.06	13.27
固定及无形资产	13.88	12.36	13.60	14.28
商誉	12.00	12.57	12.57	12.57
其他资产合计	175.97	159.29	164.98	196.47
<b>负债:</b>	<b>1558.42</b>	<b>1570.21</b>	<b>1798.61</b>	<b>1929.00</b>
流动负债	278.47	239.82	263.80	276.99
交易性金融负债	4.57	2.88	3.02	3.17
卖出回购金融资产款	233.15	159.54	175.49	180.75
代理买卖证券款	409.47	357.71	465.02	488.27
应付费用	54.31	28.97	31.87	32.83
长期借款	61.03	107.18	117.90	183.24
应付债券	409.18	495.18	544.70	561.04
其他负债	108.23	178.92	196.81	202.71
<b>所有者权益:</b>	<b>500.23</b>	<b>487.58</b>	<b>506.78</b>	<b>527.90</b>
股本	46.11	46.11	46.11	46.11
资本公积金	235.59	233.88	233.88	233.88
存留收益	140.49	127.28	140.00	154.00
一般风险准备	63.58	64.76	71.24	78.36
少数股东权益	14.47	15.55	15.55	15.55

资料来源: Wind、中原证券

表 2: 利润表预测 (亿元)

	2017A	2018A	2019E	2020E
<b>营业收入:</b>	<b>98.38</b>	<b>77.12</b>	<b>96.13</b>	<b>100.82</b>
手续费及佣金净收入	56.24	49.11	62.03	64.57
其中: 代理买卖证券	26.46	22.04	33.06	34.71
证券承销	11.39	10.59	11.65	12.23
资产管理	11.02	9.38	10.32	10.63
利息净收入	12.46	17.17	20.60	21.63
投资收益 (含公允)	25.78	7.84	10.19	11.21
其他收入	3.91	3.01	3.31	3.41
<b>营业支出:</b>	<b>57.68</b>	<b>59.89</b>	<b>65.89</b>	<b>69.00</b>
管理费用	52.34	51.24	56.36	59.18
其他成本	5.34	8.66	9.53	9.82
<b>营业外收入:</b>	<b>0.08</b>	<b>-14.18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>利润总额:</b>	<b>40.78</b>	<b>3.05</b>	<b>30.24</b>	<b>31.82</b>
所得税	9.51	0.62	6.35	6.68
<b>净利润:</b>	<b>31.27</b>	<b>2.44</b>	<b>23.89</b>	<b>25.14</b>
少数股东损益	(1.11)	(1.41)	(1.41)	(1.41)
<b>归母净利:</b>	<b>30.16</b>	<b>1.03</b>	<b>22.48</b>	<b>23.73</b>

资料来源: Wind、中原证券

表 3: 每股指标与估值

	2017A	2018A	2019E	2020E
EPS	0.65	0.02	0.49	0.51
ROE	6.26%	0.21%	4.58%	4.63%
BVPS	10.54	10.24	10.65	11.11
P/E	21.38	438.50	29.59	28.43
P/B	1.27	0.86	1.36	1.31

资料来源: Wind、中原证券

### 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。