

“阳光”路上

增持调高

目标价格：4 元

投资要点：

- 📖 战略转型有看点
- 📖 “阳光”理财带动零售和非息业务
- 📖 H 股 IPO 再即，迎接进一步扩张

报告摘要：

- **战略转型，中小企业业务受重视。**光大自 2008 年设立中小企业管理中心后，针对中小企业量身设计推出多项金融服务。2011 年末，中小企业贷款同比增长 49.64%，企业贷款占比达到 26.15%，增速远高于大型企业贷款；08 年至 11 年，中小企业客户数量以平均每年 41.54% 的速度快速增长。预计未来中小企业业务比重会保持上升，贷款金额及客户数量持续增长。
- **产品创新的先入者优势不可小觑：**光大 2004 年起推行创新产品、实现多元化收入，在理财、投行、企业年金等领域具有先入者优势。2011 年末，中间业务收入三年都保持 45% 以上增速，中间收入占比逐年提升；银行卡业务以 83% 的增长继续引领中间业务收入增长；阳光理财产品继续占据理财市场优势地位，2011 年末，理财产品销售额 11,100 亿元，同比增长 97.88%，05 年至 11 年，理财产品销售额以平均每年 101.11% 的速度高速增长，实现中间收入 10.07 亿元，同比增长 6.22%。预计未来中间业务将延续增长，占比继续提升。
- **盈利预测和估值：**我们预计光大银行 2012 年实现归属于母公司股东的净利润为 232 亿元，同比增长 28.5%，每股收益 0.57 元，每股净资产 2.83 元。绝对估值法下，假设无风险报酬率 3%，目标债务比例 93%，长期增长率 1%，WACC 3.20%，公司每股合理价值 3.50 元。如果放松长期增长率区间在 1% 附近，公司合理价值区间 2.99-4.10 元之间，中枢 3.30 元。相对估值法下，目前股价对应 2012 年 PE 和 PB 分别为 5.43X 和 1.00X，维持增持评级。

(百万元, 元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	24226	35494	46013	62063	65920
净利润	7644	12794	18085	23243	25584
摊薄 EPS	0.23	0.36	0.45	0.52	0.58
BVPS	1.44	2.01	2.38	2.85	3.25
PE(X)	12.42	8.98	6.36	5.43	4.94
PB(X)	1.97	1.41	1.20	1.00	0.87

银行行业研究组

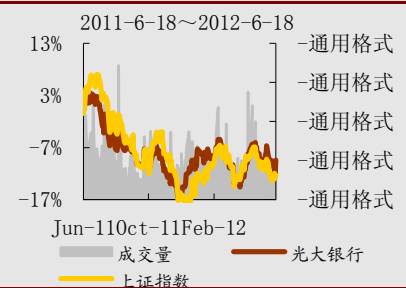
分析师：

张继袖 (S1180511010006)

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	404.35
总市值 (亿元)	1205
控股股东	汇金公司
持股比例 (%)	48.37

数据来源：wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*光大银行：净息差反弹，不良余额上升——季报点评*601818*银行*张继袖》，2012.4
- 2 《宏源证券*公司研究*光大银行：资产质量暂好，NIM 反弹——年报点评*601818*银行*张继袖》，2012.4
- 3 《宏源证券*公司研究*光大银行：拨备环比下降——季报点评*601818*银行*张继袖》，2011.10
- 4 《宏源证券*公司研究*光大银行：拨备支出大幅上升——中报点评*601818*银行*张继袖》，2011.8

目录

投资要点	5
一、公司历史沿革	6
二、业务规模平稳增长，资产结构有所优化.....	6
（一）存贷款市场份额稳定，再融资后网点扩张发力	6
（二）同业负利差逐渐收窄	10
（三）盈利能力改善	15
三、战略转型，提升中小企业业务比重.....	16
（一）中小企业业务成为未来战略重点	16
（二）“阳光”品牌推动零售业务发展.....	17
四、中间业务占比提升，盈利能力有所增强.....	18
（一）手续费收入维持稳定高增长	18
（二）阳光理财推动中间业务再上台阶	20
（三）信用卡量价双升	23
五、不良指标双降，资产质量改善.....	24
六、上市以来净息差持续反弹	27
七、资本状况：2011 年 CAR 与 CCAR 双降	28
八、盈利预测和投资建议	30
（一）盈利预测.....	30
（二）估值和投资建议	31

插图

图 1: 光大银行资产增速.....	7
图 2: 上市银行总资产增速.....	8
图 3: 上市银行同业资产增速.....	8
图 4: 存贷增速情况.....	8
图 5: 存贷市场份额情况.....	9
图 6: 贷存比.....	9
图 7: 同业资产各项变化情况(单位: 亿元)	12
图 8: 同业负债各项变化情况(单位: 亿元)	13
图 9: 同业资产及同业负债差额变化情况(单位: 亿元)	13
图 10: 同业资产平均收益率及同业负债平均成本率近 5 年变化情况.....	15
图 11: 中小企业贷款情况(单位:亿元).....	17
图 12: 中小企业客户增长情况(单位: 家)	17
图 13: 个人贷款余额情况(单位: 亿元)	18
图 14: 净利息收入增速与中间业务收入增速.....	18
图 15: 中间业务收入及占营业收入比情况.....	19
图 16: 2010 年手续费及佣金净收入结构图.....	20
图 17: 2011 年手续费及佣金净收入结构图.....	20
图 18: 零售存款及公司存款占比情况(单位: 亿元)	21
图 19: 理财产品销售额及增速(单位: 亿元)	22
图 20: 理财产品实现中间业务收入(单位: 亿元)	22
图 21: 理财服务手续费情况(单位: 亿元)	22
图 22: 信用卡业务收入情况(单位:亿元).....	23
图 23: 信用卡发卡量情况(单位:张)	23
图 24: 不良贷款率.....	24
图 25: 拨备覆盖率.....	24
图 26: 重组逾期贷款和垫款.....	25
图 27: 逾期 90 天以上贷款情况.....	26
图 28: 2010 年贷款行业集中度.....	26
图 29: 2011 年贷款行业集中度.....	27
图 30: 单季度 NIM 年化情况.....	28

表格

表 1: 2011 年及 2012Q1 规模增长情况.....	7
表 2: 上市银行机构数增长情况.....	10
表 3: 贷款和垫款构成情况.....	10
表 4: 单季度同业资产及同业负债变化情况.....	12
表 5: 同业资产及同业负债年均余额、利息收入/支出、平均收益率/成本率情况.....	14
表 6: 净资产回报率变化趋势.....	15
表 7: 加权风险资产回报率.....	16
表 8: 手续费及佣金净收入主要构成.....	19
表 9: 贷款五级分类.....	25

表 10: 光大银行净息差走势分析.....	27
表 11: 上市银行资本充足率数据.....	29
表 12: 上市银行核心资本充足率数据.....	29
表 13: 公司历史盈利同比增长驱动因素分析.....	30
表 14: 2012Q1 变动较大数据.....	30
表 15: 2011 公司主要财务数据同比.....	31
表 16: 盈利预测（百万元）.....	32

投资要点

战略转型，中小企业业务受重视：光大自 2008 年设立中小企业管理中心后，针对中小企业量身设计推出多项金融服务。2011 年末，中小企业贷款同比增长 49.64%，企业贷款占比达到 26.15%，增速远高于大型企业贷款；08 年至 11 年，中小企业客户数量以平均每年 41.54% 的速度快速增长。预计未来中小企业业务比重会保持上升，贷款金额及客户数量持续增长。

产品创新的先入者优势不可小觑：光大 2004 年起推行创新产品、实现多元化收入，在理财、投行、企业年金等领域具有先入者优势。2011 年末，中间业务收入同比增长 48.08%，远高于净利息收入增速，且近三年都保持 45% 以上增速，中间收入占比逐年提升；银行卡业务以 83% 的增长继续引领中间业务收入增长，清算结算、承销咨询业务紧随其后，共同推动中间业务快速增长；阳光理财品牌继续占据理财市场优势地位，2011 年末，理财产品销售额 11,100 亿元，同比增长 97.88%，05 年至 11 年，理财产品销售额以平均每年 101.11% 的速度高速增长，实现中间收入 10.07 亿元，同比增长 6.22%。预计未来中间业务将延续增长，占比继续提升。

不良双降，资产质量获改善：2011 年末，不良贷款余额 57.27 亿，较 2010 年减少 1.02 亿元，不良率下降至 0.64%；逾期 90 天以上贷款为 48.54 亿，占不良贷款比例较 2010 年下降 11.34 个百分点，公司纳入不良贷款的口径变严；房地产贷款占比继续下降，采矿业、制造业等抗周期性行业贷款占比上升，预计未来资产质量可持续上升。

盈利预测和估值：我们预计光大银行 2012 年实现归属于母公司股东的净利润为 232 亿元，同比增长 28.5%，每股收益 0.57 元，每股净资产 2.83 元。如果假设年内发行 40 亿股 H 股，募集资金 124 亿元人民币，每股净资产为 2.85 元，每股收益 0.52 元。

绝对估值法下，假设无风险报酬率 3%，目标债务比例 93%，长期增长率 1%，WACC 3.20%，公司每股合理价值 3.50 元。如果放松长期增长率区间在 1% 附近，公司合理价值区间 2.99-4.10 元之间，中枢 3.30 元。

相对估值法下，目前股价对应的 2012 年 PE 和 PB 分别为 5.43X 和 1.00X，维持增持评级。

一、公司历史沿革

光大银行成立于 1992 年，总部设在北京，是一家全国性股份制商业银行，为客户提供全面的商业银行产品与服务。1997 年改制为股份制商业银行，1999 年接收了原中国投资银行的资产、负债和所有者权益。1999 年至 2003 年，公司进行了两次资本公积金转增股本和一次增资扩股，注册资本由 28 亿元增加至 82.1689 亿元。

公司于 2007 年以来进行了一系列财务重组举措，主要包括：（1）汇金公司注资；（2）解除本行与光大集团总公司的历史关联交易；（3）出售不良资产。公司于 2008 年以公开竞价出售方式将账面余额 142.06 亿元的不良资产无追索地出售给中国信达资产管理公司、中国东方资产管理公司和中国长城资产管理公司，不良资产账面净值 18.52 亿元，出售总价 16.44 亿元，不良资产转让损失 2.08 亿元。

公司于 2010 年首次公开发行人民币普通股（A 股）70 亿股，每股发行价格为人民币 3.10 元，公司股票于 2010 年 8 月 18 日在上海证券交易所上市。本次发行后，公司总股本由 334.3479 亿股增加至 404.3479 亿股。2011 年，公司无证券发行情况。

公司的前三大股东为中央汇金投资有限责任公司、中国光大(集团)总公司和中国光大控股有限公司，截止 2011 年年底，三大公司的持股比例分别为 48.37%、5.18%和 4.35%。

二、业务规模平稳增长，资产结构有所优化

（一）存贷款市场份额稳定，再融资后网点扩张发力

截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产总额达到 17333.46 亿元，比上年增长 16.81%；负债总额 16371.96 亿元，比上年增长 16.74%；客户存款总额 12252.78 亿元，同比增长 15.25%，存款市场份额为 2.07%，同比上升 4 个基点；贷款及垫款总额 8903.65 亿元，同比增长 14.22%，贷款市场份额为 2.34%，与去年持平。

截止 2012 年 3 月 31 日，公司资产总额达到 20167.08 亿元，同比 11 年一季度增长 19.67%；负债总额 19134.46 亿元，同比增长 19.68%；客户存款总额 13103.52 亿元，同比增长 15.15%，存款市场份额为 2.03%，比年初下降 4 个基点；贷款及垫款总额 9310.98 亿元，同比增长 12.77%，贷款市场份额为 2.34%，同年初持平。2011 年存贷比（含贴现）为 71.67%，同比增长 4 个基点。

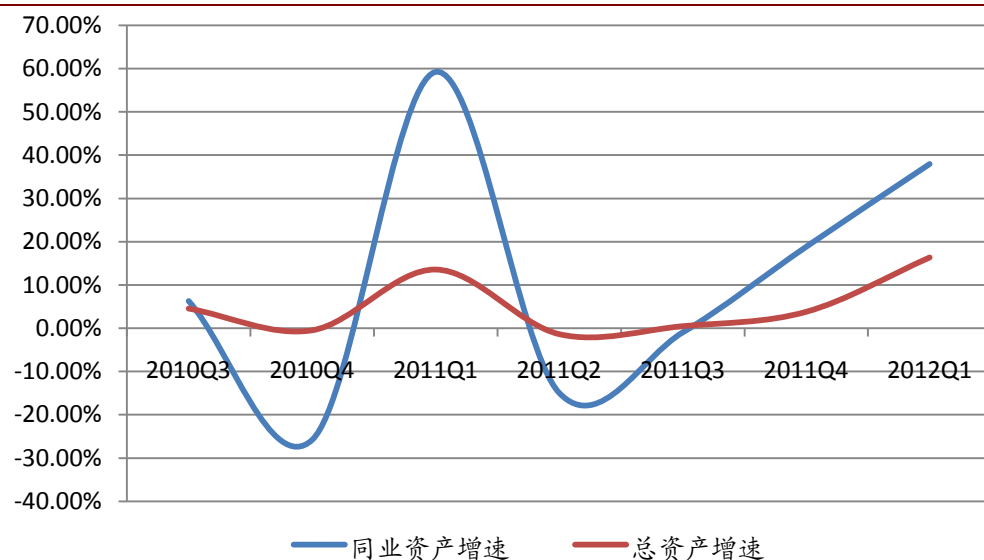
2011 年全年新增开业一级分行 1 家、二级分行 10 家、营业网点 71 家，总营业网点达到 689 家，公司规模平稳扩张。网点数的增长带动了公司存款市场份额提升。2011 年末，股份制银行中，招商银行总营业点 897 家，中信银行 773 家，浦发银行 741 家，光大银行的营业网点数量位列股份制银行中的第 4 名。12 年 H 股再融资后，为进一步规模扩张带来资本。

表 1: 2011 年及 2012Q1 规模增长情况

单位: 亿元	2008	2009	2010	2011	2011 年同比 比增长	2011Q1	2012Q1	2012Q1 同 比增长
资产总额	8,518.38	11,976.96	14,839.50	17,333.46	16.81%	16,851.54	20,167.08	19.67%
负债总额	8,186.06	11,495.75	14,024.88	16,371.96	16.74%	15,987.90	19,134.46	19.68%
客户存款总额	6,051.70	7,996.11	10,631.80	12,252.78	15.25%	11,379.84	13,103.52	15.15%
贷款及垫款总额	4,505.21	6,321.15	7,795.18	8,903.65	14.22%	8,256.87	9,310.98	12.77%

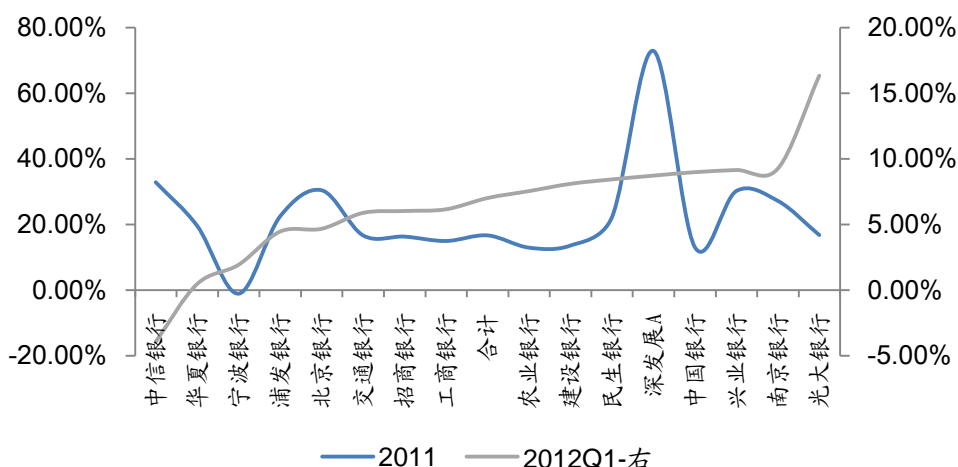
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 1: 光大银行资产增速



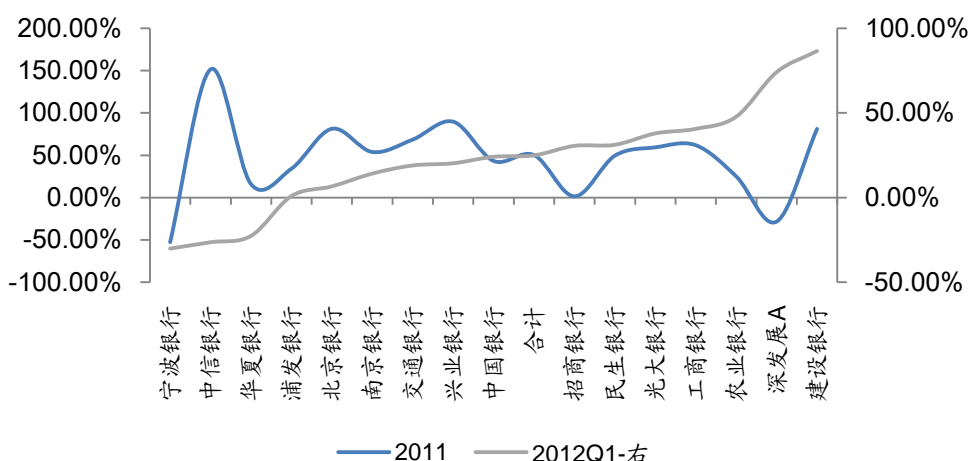
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 上市银行总资产增速



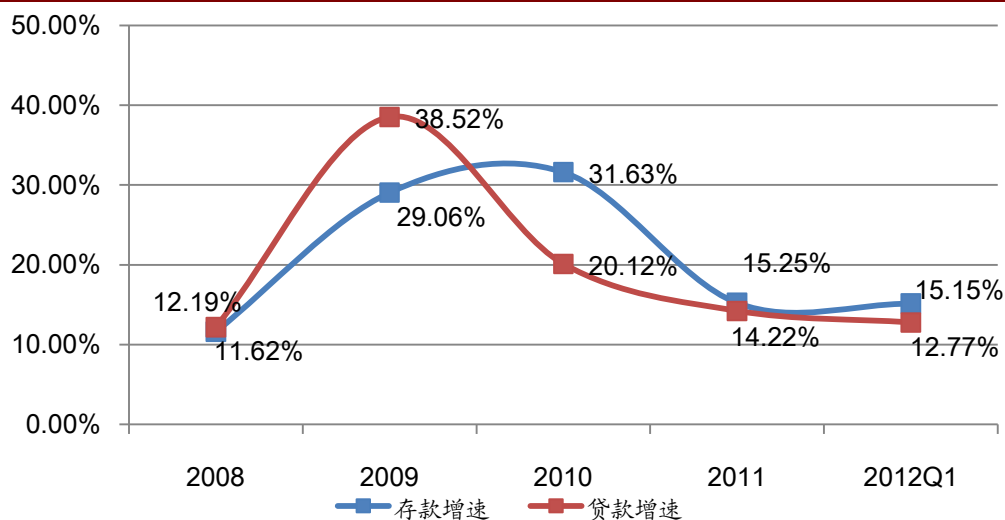
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 上市银行同业资产增速



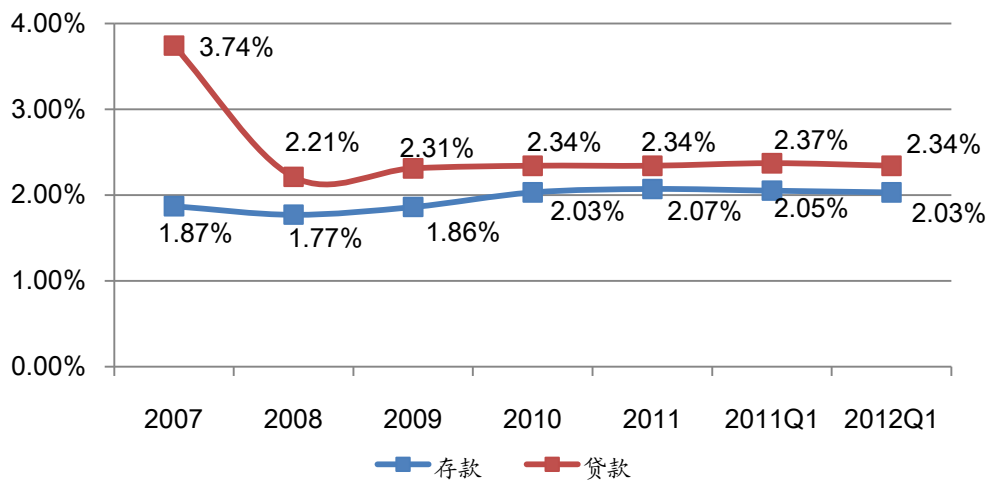
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 存贷增速情况



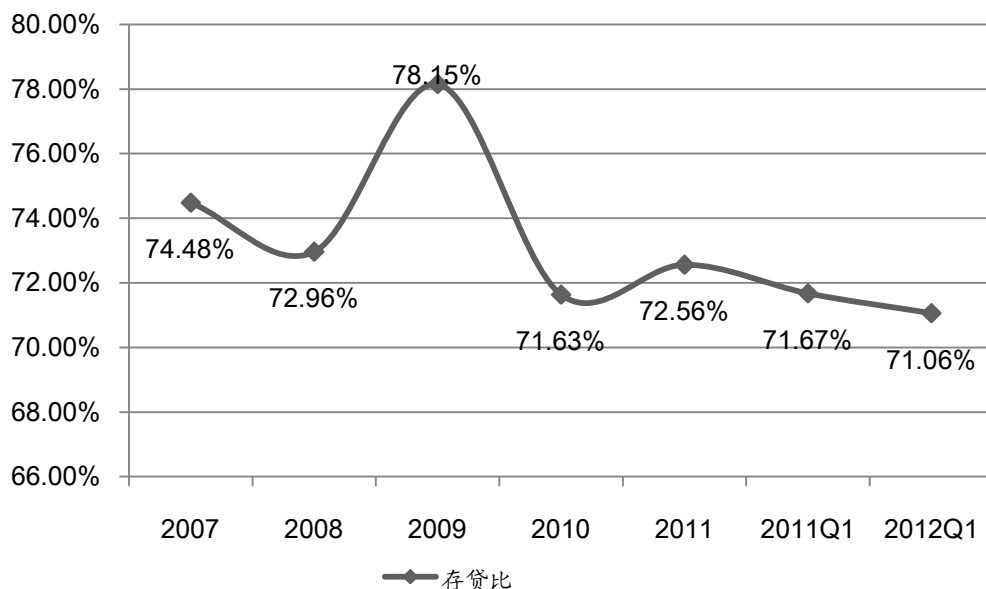
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 5: 存贷市场份额情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 6: 贷存比



资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 上市银行机构数增长情况

单位: 家	2011	2010	2009	2008	2011 增速	2010 增速	2009 增速	2008 增速
工行	16,648	16,430	16,394	16,386	1.33%	0.22%	0.05%	-1.22%
建行	13,581	13,425	13,392	13,383	1.16%	0.25%	0.07%	-0.55%
中行	10,951	10,767	10,961	10,789	1.71%	-1.77%	1.59%	-0.42%
农行	29,093	23,494	23,624	24,064	23.83%	-0.55%	-1.83%	-1.59%
交行	2,637	2,654	2,648	2636	-0.64%	0.23%	0.46%	1.00%
华夏	426	394	349	313	8.12%	12.89%	11.50%	9.06%
民生	590	509	434	374	15.91%	17.28%	16.04%	14.37%
深发展	317	304	302	282	4.28%	0.66%	7.09%	11.46%
招行	897	830	745	674	8.07%	11.41%	10.53%	16.41%
兴业	647	577	503	441	12.13%	14.71%	14.06%	13.08%
中信	773	700	615	544	10.43%	13.82%	13.05%	12.16%
浦发	741	655	565	491	13.13%	15.93%	15.07%	20.34%
光大	690	606	483	427	13.70%	25.47%	13.11%	7.83%
北京	205	190	169	155	7.89%	12.43%	9.03%	16.54%
南京	92	80	69	64	15.00%	15.94%	7.81%	4.92%
宁波	270	105	88	81	157.14%	19.32%	8.64%	12.50%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

公司资产中, 虽然贷款和垫款总额在资产总额中所占比例较 2010 年末有所下降, 但资产结构得到优化, 公司贷款所占比例和贴现所占比例均有下降, 零售贷款占比提高, 源于公司 2011 年将增量贷款资源主要用于支持中小企业信贷业务和零售业务的发展。

表 3: 贷款和垫款构成情况

项目	2011 年 12 月 31 日		2010 年 12 月 31 日	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
企业贷款	6,419.50	72.10	5,712.32	73.28
零售贷款	2,339.94	26.28	1,944.97	24.95
贴现	144.21	1.62	137.89	1.77
贷款和垫款总额	8,903.65	100.00	7,795.18	100.00

资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 同业负利差逐渐收窄

2011 年末, 同业资产 3939.49 亿元, 较 2010 年增长 1468.05 亿元, 同比增长 59.4%; 其中, 存放同业及其他金融机构款项较 2010 年增加 519.88 亿元, 同比增长 97.58%; 拆出资金较 2010 年增加 579.13 亿元, 同比增长 242.99%; 买入返售金融资产较 2010 年增加

369.04 亿元，同比增长 48.44%。同业负债 3385.98 亿元，较 2010 年增加 1104.91 亿元，同比增长 48.44%；其中，同业及其他金融机构存放款项较 2010 年增加 734.13 亿元，同比增长 37.22%；拆入资金较 2010 年增加 91.48 亿元，同比增长 50.23%；卖出回购金融资产款较 2010 年增加 279.3 亿元，同比增长 220.29%。

2012 年一季度末，同业资产 5435.33 亿元，较年初增加 1495.84 亿元，环比上升 37.97%；其中，存放同业及其他金融款项相比年初减少 462.01 亿元，环比下降 43.89%；拆出资金相比年初增加 331.16 亿元，环比上升 40.51%；买入返售金融资产相比年初增加 1626.69 亿元，环比上升 78.61%。同业负债 5136.77 亿元，相比年初增加 1750.79 亿元，环比上升 51.71%；其中，同业及其他金融机构存放款项相比年初增加 1213.43 亿元，环比上升 44.84%；拆入资金相比年初增加 213.15 亿元，环比上升 77.9%；卖出回购金融资产款相比年初增加 324.21 亿元，环比上升 79.84%。

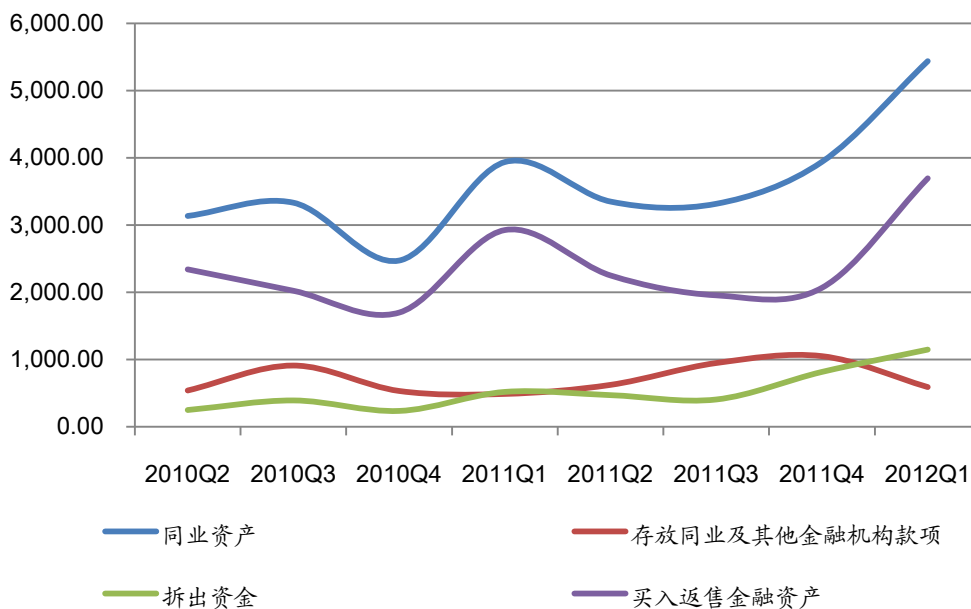
2011 年末，同业资产与同业负债差额为 553.51 亿元，相比 2010 年增加 363.14 亿元，同比增长 190.75%，但同业资产与同业负债差额在 2012 年一季度末下降至 298.56 亿元，减少 254.95 亿元，环比下降 46.06%。

2011 年末，公司同业资产利息收入实现 160.38 亿元，同比增加 68.94 亿元，增长 75.39%；同业负债利息支出为 142.49 亿元，同比增加 59.76 亿元，增长 72.23%，增速小于同业资产利息收入。同时，同业资产平均收益率为 5%，较 2010 年上升 1.45 个百分点；同业负债平均成本率为 5.03%，较 2010 年上升 2.3 个百分点。

表 4: 单季度同业资产及同业负债变化情况

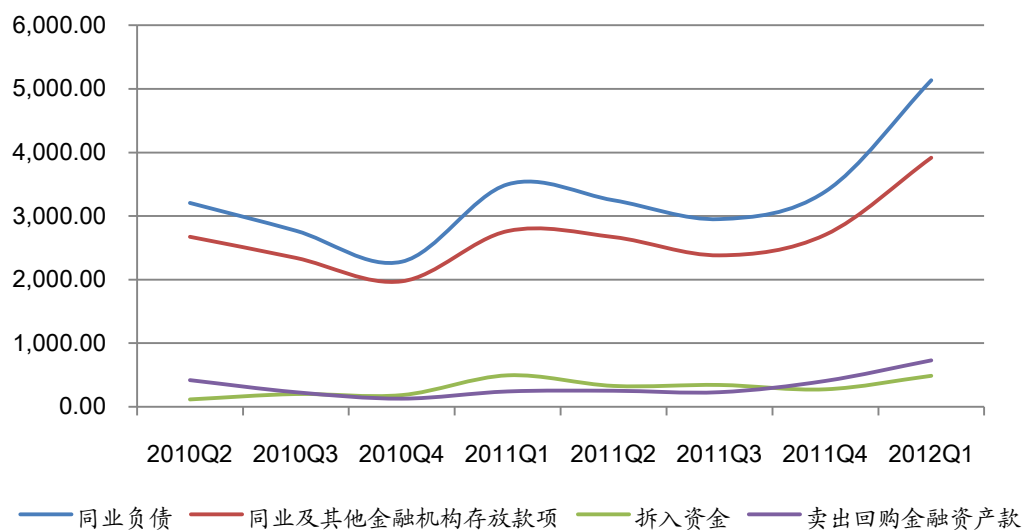
单位: 亿元	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
同业资产	3,134.02	3,331.06	2,471.45	3,935.78	3,347.84	3,315.26	3,939.49	5,435.33
其中: 存放同业及其他金融机构款项	539.90	912.58	532.75	488.12	623.73	950.18	1,052.63	590.62
拆出资金	251.61	393.70	238.33	520.43	472.24	408.26	817.46	1,148.62
买入返售金融资产	2,342.51	2,024.78	1,700.37	2,927.23	2,251.87	1,956.81	2,069.41	3,696.10
同业负债	3,205.89	2,768.94	2,281.07	3,498.47	3,247.88	2,951.69	3,385.98	5,136.77
其中: 同业及其他金融机构存放款项	2,673.54	2,341.67	1,972.14	2,763.68	2,669.52	2,380.97	2,706.27	3,919.70
拆入资金	113.63	198.94	182.14	494.38	327.17	342.23	273.62	486.77
卖出回购金融资产款	418.71	228.33	126.79	240.41	251.18	228.48	406.09	730.29
同业资产与同业负债差额	-71.87	562.12	190.38	437.31	99.97	363.57	553.51	298.56

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 7: 同业资产各项变化情况 (单位: 亿元)


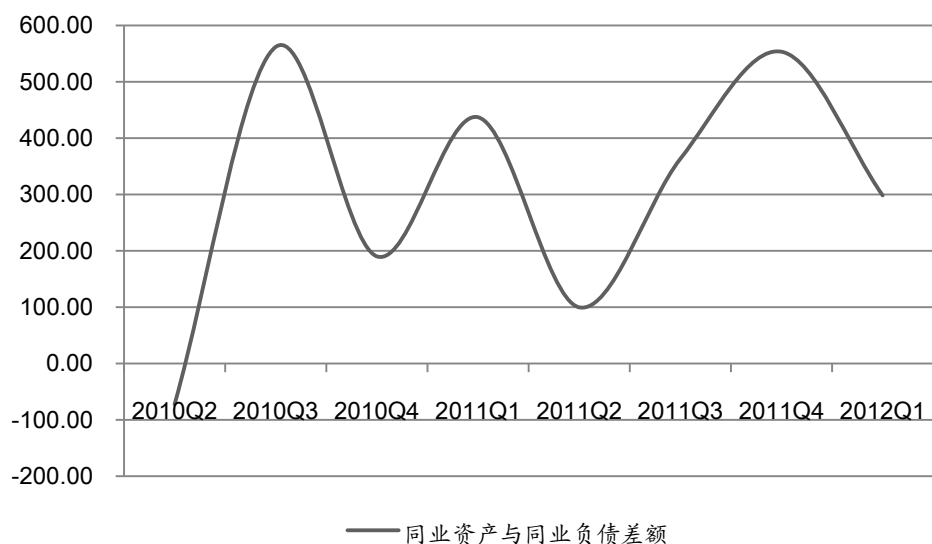
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 8: 同业负债各项变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 9: 同业资产及同业负债差额变化情况 (单位: 亿元)



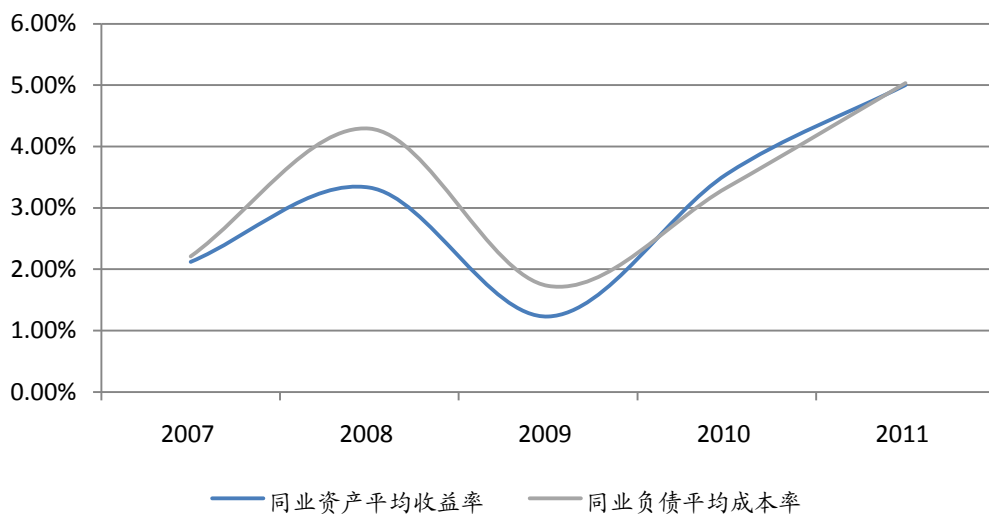
资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 5: 同业资产及同业负债年均余额、利息收入/支出、平均收益率/成本率情况

单位: 亿元	2008			2009		
	年均余额	利息收入/ 支出	平均收益率/ 成本率	年均余额	利息收入/ 支出	平均收益率/成 本率
同业资产	1,046.09	34.88	3.33%	1,981.34	24.39	1.23%
其中: 存放同业及其他金 融机构款项	373.91	13.41	3.59%	983.89	18.07	1.84%
拆出资金	161	6.12	3.80%	143.07	2.05	1.43%
买入返售金融资产	511.19	15.36	3.00%	854.39	4.28	0.50%
同业负债	1,302.93	55.95	4.29%	2,003.71	34.74	1.73%
其中: 同业及其他金融机 构存放款项	1,057.08	52.25	4.94%	1,764.77	32.27	1.83%
拆入资金	17.13	1.85	10.81%	130.95	1.11	0.85%
卖出回购金融资产款	228.72	1.85	0.81%	107.99	1.36	1.26%

单位: 亿元	2010			2011		
	年均余额	利息收入/ 支出	平均收益率/ 成本率	年均余额	利息收入/ 支出	平均收益率/成 本率
同业资产	2,574.37	91.43	3.55%	3,205.47	160.38	5.00%
其中: 存放同业及其他金 融机构款项	953.23	14	1.47%	792.69	30.3	3.82%
拆出资金	164.47	5.87	3.57%	527.89	17.42	3.30%
买入返售金融资产	1,456.66	71.57	4.91%	1,884.89	112.67	5.98%
同业负债	2,485.50	82.73	3.33%	2,833.53	142.49	5.03%
其中: 同业及其他金融机 构存放款项	2,142.37	67.02	3.13%	2,339.21	115.93	4.96%
拆入资金	206.52	3.11	1.51%	227.88	14.55	6.39%
卖出回购金融资产款	136.6	12.6	9.22%	266.44	12.01	4.51%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 10: 同业资产平均收益率及同业负债平均成本率近 5 年变化情况


资料来源: 公司公告, 宏源证券

(三) 盈利能力改善

从 ROE 表现看, 光大银行 2011 年的 ROE 为 20.37%, 同比提高 61 个 bp, 2012Q1 的 ROE 为 6.89%, 同比提高 1.09 个百分点。以加权风险资产回报率为衡量指标, 光大银行 2011 年的加权风险资产回报率为 1.60%, 同比提高 23 个 bp, 比 2011 年中报提高了 73 个 bp。趋势看, 四大行超过前期高点, 光大、华夏、民生、浦发、中信处在改善通道中。

表 6: 净资产回报率变化趋势

	2008	2009	2010	2011H	2011	2011Q1	2012Q1	2011 提高	2012Q1 提高
北京	17.92	15.79	16.99	23.04	19.25	5.75	5.82	2.26	0.07
工行	19.40	20.14	22.1	26.09	23.44	6.36	6.20	1.34	-0.16
光大	25.26	18.79	19.76	21.93	20.37	5.80	6.89	0.61	1.09
华夏	15.17	13.04	18.22	18.10	18.56	4.70	3.61	0.34	-1.09
建行	20.88	20.9	21.54	25.96	22.45	6.55	6.15	0.91	-0.39
交行	20.78	19.46	20.2	22.45	20.52	5.79	5.67	0.32	-0.11
民生	15.15	17.06	18.3	25.38	23.89	5.79	6.83	5.59	1.04
南京	13.71	13.23	14.97	16.47	15.87	4.08	4.67	0.90	0.58
宁波	15.83	15.72	18.13	20.17	18.81	5.00	5.38	0.68	0.37
农行		20.53	21.44	23.57	20.46	6.09	6.47	-0.98	0.38
浦发	35.77	24.11	20.09	20.11	20.07	4.81	5.16	-0.02	0.35
深发展	4.18	27.29	23.28	26.41	19.24	6.92	4.57	-4.04	-2.35
兴业	25.90	24.46	24.43	25.33	24.62	5.52	6.93	0.19	1.41
招行	28.58	21.17	22.73	26.62	24.17	6.37	6.80	1.44	0.44
中信	14.84	14.45	19.29	23.54	20.92	5.27	4.79	1.63	-0.48
中行	14.23	16.44	18.02	20.25	18.16	5.06	4.95	0.14	-0.10

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 7: 加权风险资产回报率

	2008	2009	2010H	2010	2011H	2011	同比提高	比中报提高
北京	2.88%	1.95%	1.08%	1.74%	1.15%	1.83%	0.09%	0.68%
工行	2.33%	2.17%	1.26%	2.32%	1.35%	2.47%	0.14%	1.11%
光大	1.53%	1.13%	0.82%	1.37%	0.87%	1.60%	0.23%	0.73%
华夏	0.87%	0.87%	0.61%	1.15%	0.71%	1.30%	0.14%	0.58%
建行	2.21%	2.05%	1.26%	2.24%	1.41%	2.50%	0.26%	1.09%
交行	2.06%	1.59%	0.95%	1.62%	1.00%	1.79%	0.17%	0.79%
民生	1.03%	1.22%	0.78%	1.37%	0.94%	1.74%	0.37%	0.80%
南京	2.95%	1.71%	1.09%	1.77%	1.05%	1.91%	0.14%	0.86%
宁波	2.31%	1.50%	1.10%	1.87%	1.13%	2.17%	0.30%	1.04%
农行	1.52%	1.49%	0.89%	1.76%	1.11%	1.91%	0.15%	0.80%
浦发	1.66%	1.40%	0.86%	1.50%	0.90%	1.75%	0.25%	0.84%
深发展	0.22%	1.40%	0.73%	1.36%	0.88%	1.29%	-0.06%	0.41%
兴业	2.23%	1.86%	1.01%	1.87%	1.02%	1.90%	0.03%	0.88%
招行	2.28%	1.57%	0.98%	1.78%	1.12%	2.05%	0.27%	0.93%
中信	1.78%	1.39%	0.79%	1.55%	1.00%	1.81%	0.26%	0.81%
中行	1.60%	1.57%	0.93%	1.77%	1.02%	1.87%	0.09%	0.85%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

三、战略转型，提升中小企业业务比重

(一) 中小企业业务成为未来战略重点

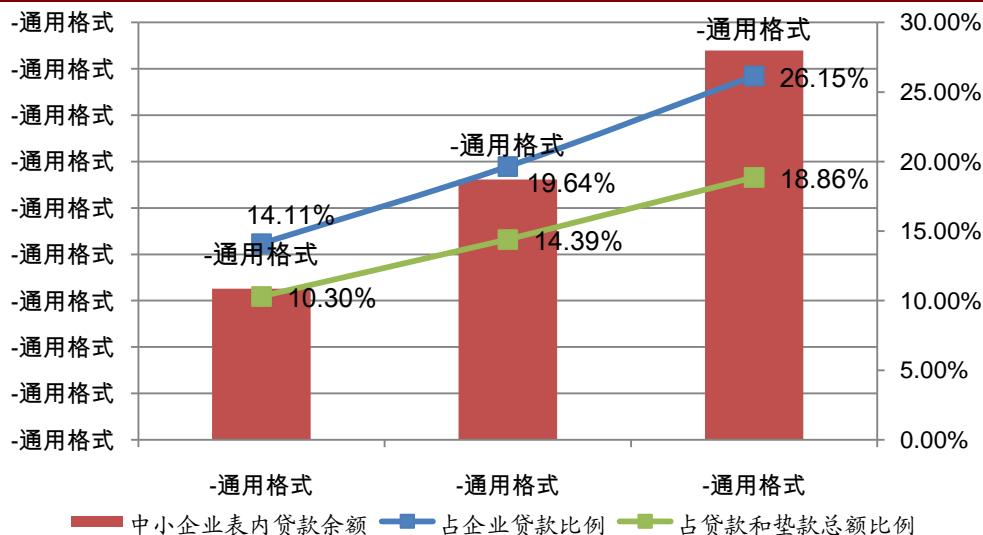
07 年汇金重组之前，光大银行定位中端市场，严格控制风险，只能做大中型客户，比如国开行担保贷款等，风险和收益都低，07 年之前公司 NIM 很低，因为没有资本，极度厌恶风险。08 年打造综合竞争力银行，加快零售和中小企业客户发展。2011 年中国经济周期快结束时，尤其是发生金融危机后，提出打造国内最具创新能力的银行，大、中、小和零售业务三分天下，科技、创新和服务三驾马车实现战略目标。目前看光大银行 2013-16 年战略会有延续性，继续推动中小企业和零售业务发展，抓好客户下沉。

公司将中小企业业务作为战略转型方向，自 2008 年在上海设立中小企业管理中心后，2010 年推出“阳光创值计划”，包含专门针对中小企业设计的十大类融资方案，公司业务重点放在提升中小企业、小微企业金融服务在整体业务中的比重。2011 年，“阳光创值计划”获得“卓越中小企业金融服务品牌”奖。

截止 2011 年 12 月 31 日，中小企业贷款余额 1,679 亿元，比上年增加 557 亿元，增长 49.64%；占企业贷款的比例达 26.15%，比上年提高 6.36 个百分点；占贷款和垫款总额的比

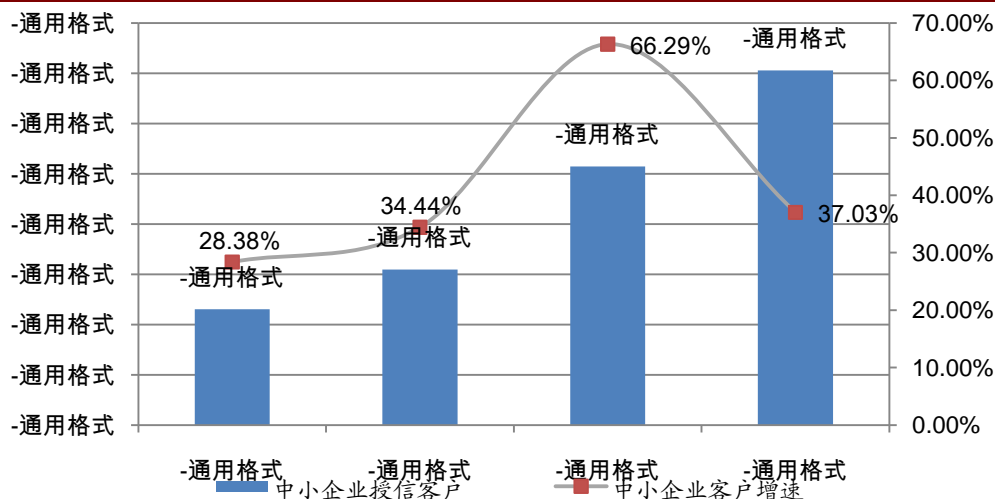
例达 18.86%，比上年提高 4.47 个百分点。中小企业授信客户比上年增长 37.03%；中小企业模式化客户比上年增长 59.89%（而实际客户数下降，是公司出于防范风险的考虑，同时也会未来提升议价能力留下空间）；中小企业贷款不良率 1.51%，比上年下降 0.70 个百分点。

图 11：中小企业贷款情况(单位:亿元)



资料来源：公司公告，宏源证券

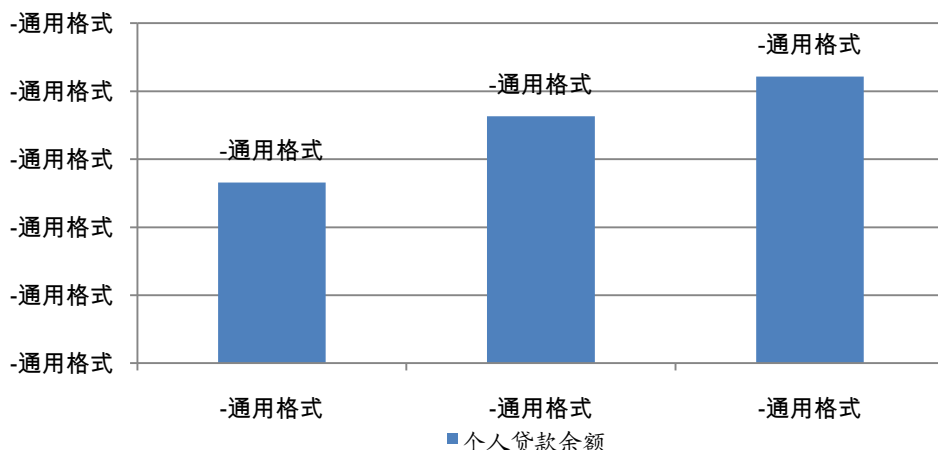
图 12：中小企业客户增长情况（单位：家）



资料来源：公司公告，宏源证券

（二）“阳光”品牌推动零售业务发展

个人贷款业务上，公司于 2010 年推出“阳光助业”品牌，针对小微业主、个体工商户，服务实体经济，陆续推出“循环贷”、“二手住房贷款电子化预审批和交易资金托管综合金融服务”、“总对总”工程机械贷款提升服务方案、“一圈两链”助业贷款、“黄金质押贷款”等产品。2011 年末，公司个人贷款余额 2107 亿元，比 2010 年末增加 274 亿元，增长 14.94%。

图 13: 个人贷款余额情况 (单位: 亿元)


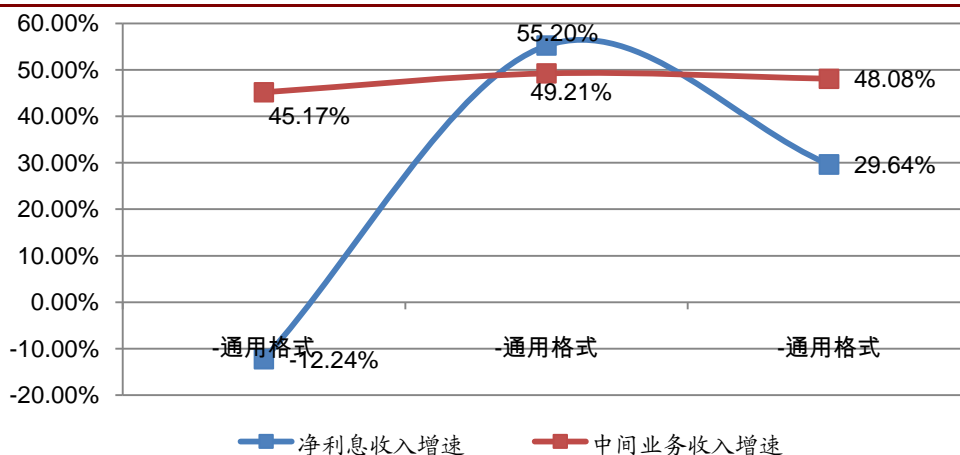
资料来源: 公司公告, 宏源证券

四、中间业务占比提升, 盈利能力有所增强

(一) 手续费收入维持稳定高增长

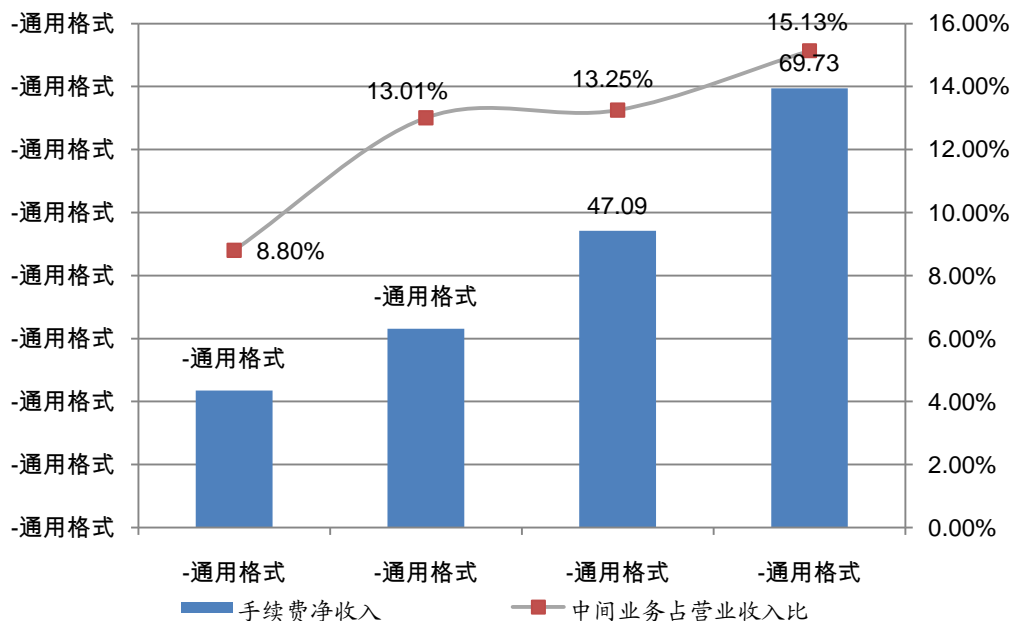
2011 年末, 公司实现营业收入 460.72 亿元, 比 2010 年增加 105.40 亿元, 增长 29.66%; 其中净利息收入 394.4 亿元, 比 2010 年增加 90.17 亿元, 增长 29.64%; 手续费及佣金净收入 69.73 亿元, 比 2010 年增加 22.64 亿元, 增长 48.08%。

近三年, 公司中间业务都以保持 45% 以上的速度快速发展。2011 年, 中间业务收入增速明显大于净利息收入增速, 主要原因公司所推出的理财产品受市场欢迎及信用卡规模的快速增长。同时, 中间业务收入在营业收入中所占比例逐年提升, 由 2010 年的 13.25% 提高到 2011 年的 15.13%, 上升了 1.88 个百分点。

图 14: 净利息收入增速与中间业务收入增速


资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 15: 中间业务收入及占营业收入比情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

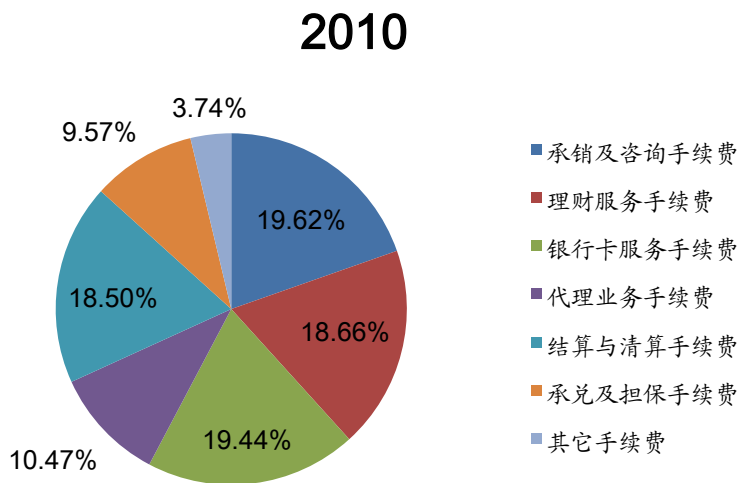
从中间业务的细项来看, 2011 年手续费增长的主要驱动因素为银行卡手续费收入、结算与清算手续费收入及咨询手续费收入。其中, 银行卡服务手续费收入同比增加 8.20 亿元, 增长 83.00%, 主要是信用卡业务收入增长; 结算与清算手续费收入同比增加 4.36 亿元, 增长 46.38%, 主要是业务规模和客户数量扩张, 国际及国内结算手续费收入增长; 承销及咨询手续费收入同比增加 4.46 亿元, 增长 44.73%, 主要是短期融资券及中期票据承销收入, 以及财务顾问咨询费收入增长。

表 8: 手续费及佣金净收入主要构成

单位: 百万元	2010	2011	2011 年同比增长
手续费及佣金收入	5,081	7,381	45.27%
承销及咨询手续费	997	1,443	44.73%
理财服务手续费	948	993	4.75%
银行卡服务手续费	988	1,808	83.00%
代理业务手续费	532	857	61.09%
结算与清算手续费	940	1,376	46.38%
承兑及担保手续费	486	649	33.54%
其它手续费	190	255	34.21%

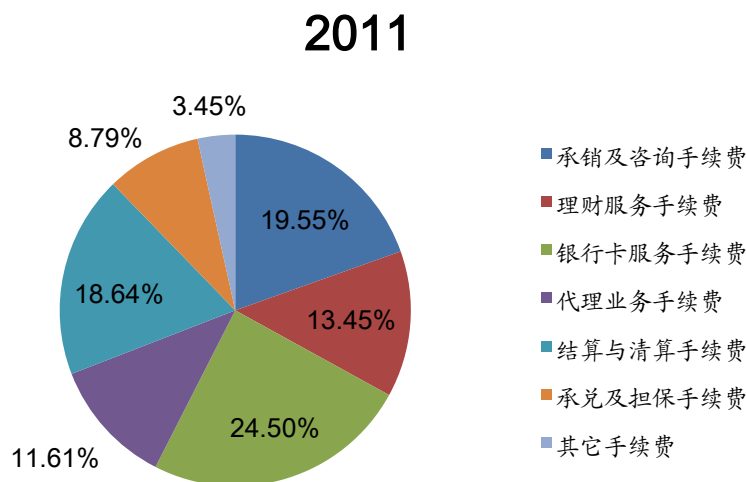
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 16: 2010 年手续费及佣金净收入结构图



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 17: 2011 年手续费及佣金净收入结构图

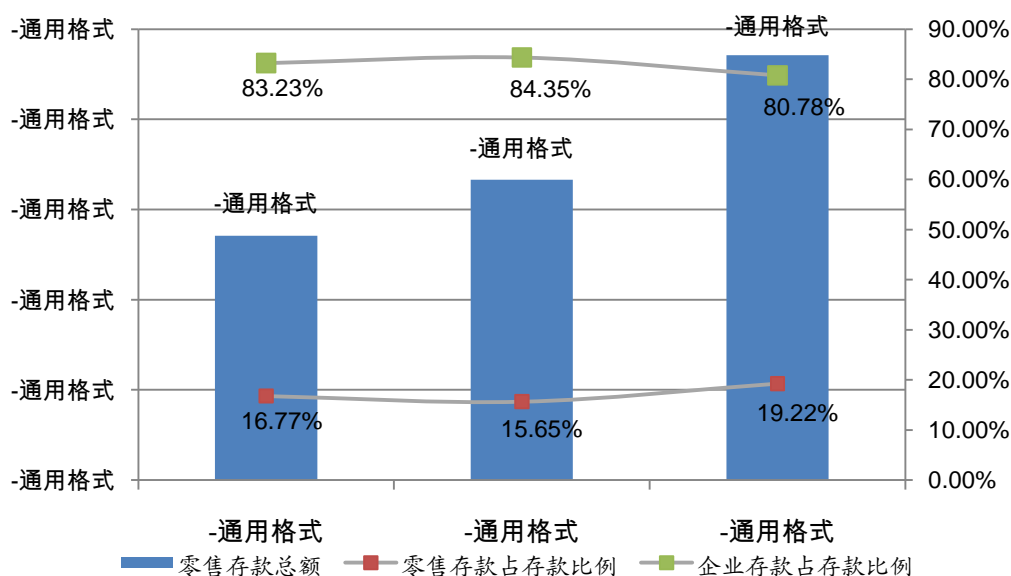


资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 阳光理财推动中间业务再上台阶

零售业务上, 2011 年末, 公司零售客户存款总额 2355.1 亿元, 比 2010 年末增加 690.9 亿元, 增长 41.52%; 零售存款在客户存款总额中的占比为 19.22%, 比 2010 年末增加 3.57 个百分点, 主要源自公司理财业务和信用卡业务的较快增长。

图 18: 零售存款及公司存款占比情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

理财业务上, 阳光理财品牌一直受市场欢迎, 公司在理财产品领域具有先入者优势与较强的创新能力, 自 2004 年开发出第一个银行人民币理财产品“阳光理财 B 计划”之后, 2005 年开发出第一个人民币结构理财化产品“阳光理财 A+计划”和第一个人民币信用联结理财产品“阳光理财 C 计划”, 2006 年开发出第一个信托理财产品“阳光理财 T 计划”和第一个内涵保险的理财产品、境内境外资产配置产品, 2007 年开发出第一个内嵌 A 股股票期权的结构化理财产品, 2009 年推出“阳光私募基金宝”等新产品。2011 年开始推进理财业务向资产管理业务转型, 提高理财业务的专业化, 推出代客资产组合产品、内嵌人民币与美元掉期的结构化产品。

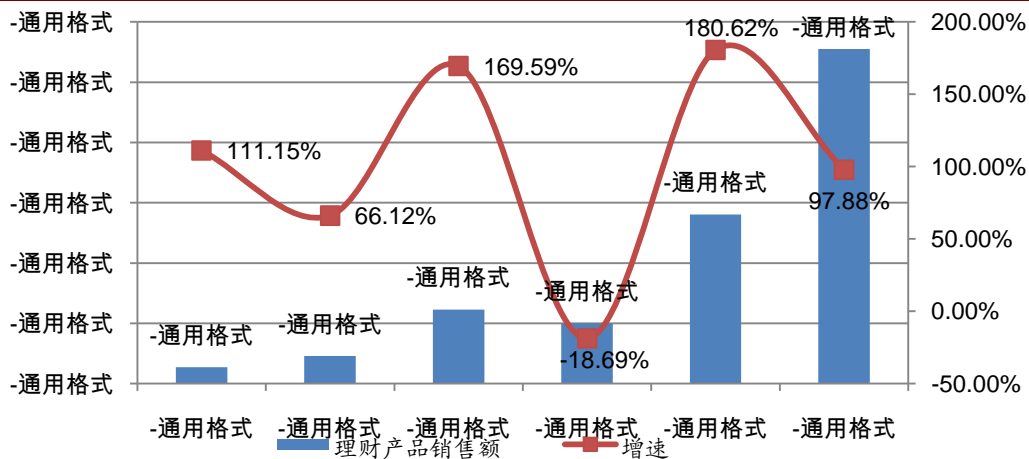
在对理财产品的风险控制上, 公司于 2005 年成为首家对理财投资进行托管的银行, 2006 年第一个对理财产品进行内部风险评级及外部信用评级, 2007 年首次开发出银行理财产品注册等级系统, 实现理财产品的基金化销售。

公司的理财产品主要以稳健增长风格为主, 分为人民币和外币两大类, 人民币产品中又细分为四个小类, 即短期产品、中长期产品、资产管理类产品和结构性产品, 每小类下都有不同的系列, 总计 26 种理财产品。阳光理财系列产品市场接受度较高, 自 2005 年以来, 在每年的金融理财评选上, 阳光理财都获得不同的奖项。

2010 年末, 公司理财产品销售额从 2005 年的 260 亿元增长到 11,100 亿元, 较 2010 年增加 5490.43 亿元, 同比增长 97.88%, 自 2005 年以平均每年 101.11% 的增速高速增长; 通过销售理财产品实现中间收入 10.07 亿元, 较 2010 年增加 0.59 亿元, 同比增长 6.22%;

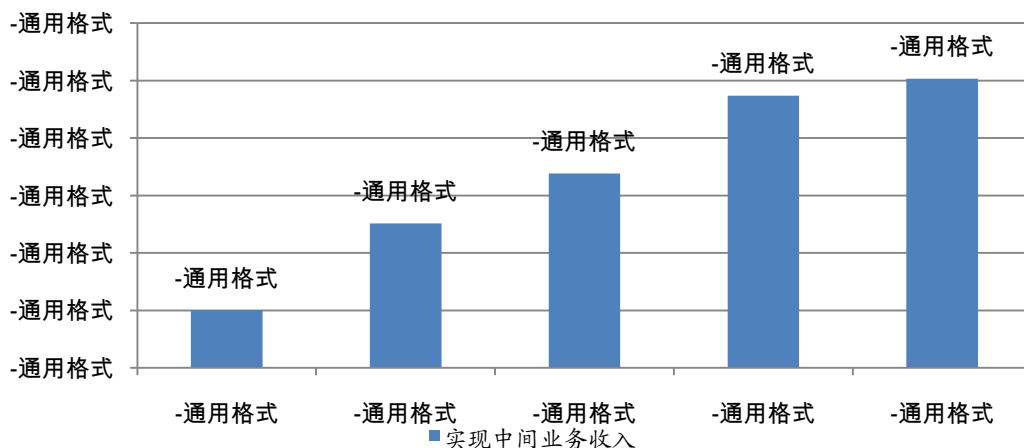
理财服务手续费 9.93 亿元，较 2010 年增加 0.45 亿元，同比增长 4.75%，在手续费及佣金收入中占比 13.45%。

图 19：理财产品销售额及增速（单位：亿元）



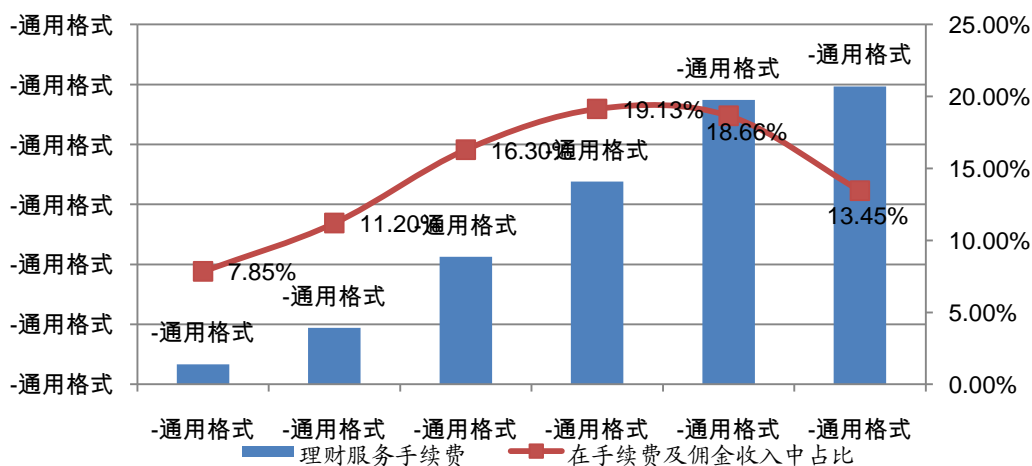
资料来源：公司公告，宏源证券

图 20：理财产品实现中间业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，宏源证券

图 21：理财服务手续费情况（单位：亿元）

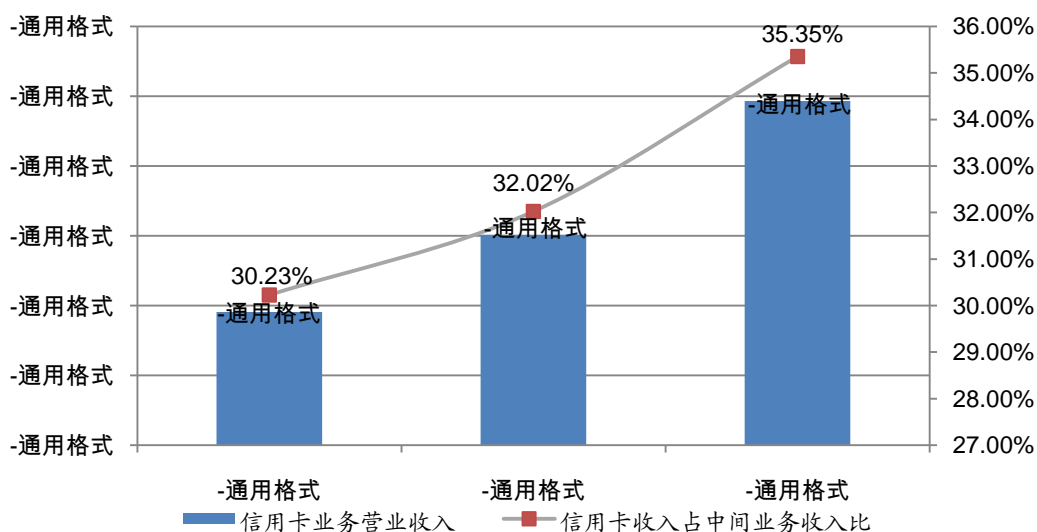


资料来源：公司公告，宏源证券

(三) 信用卡量价双升

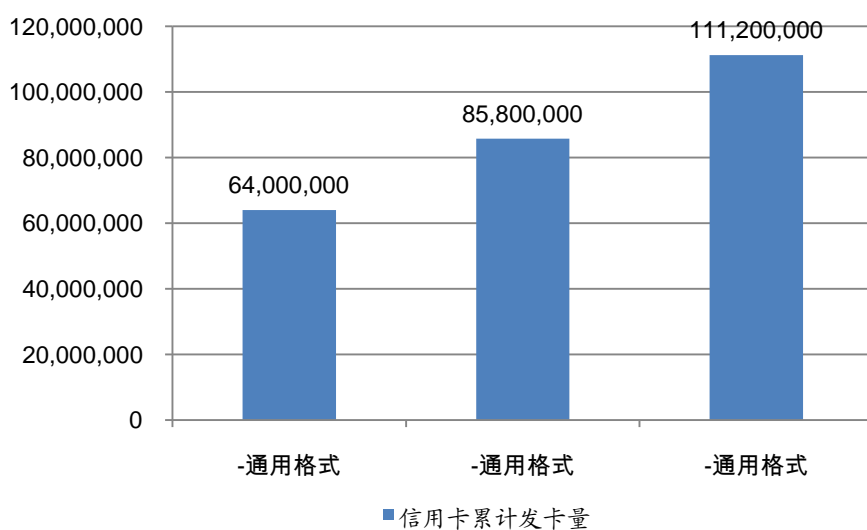
信用卡业务上，公司于 2010 年推出的阳光存贷合一卡较受市场欢迎，获得“卓越银行卡”奖；同时，公司信用卡中心通过中国信息安全认证中心的检验，成为国内首家经过监管部门批准后获得认证的信用卡中心。2011 年末，信用卡业务新增发卡 253 万张，累计发卡量 1112 万张，比 2010 年增长 30%；实现营业收入 24.65 亿元，同比增长 63%，信用卡收入在中间业务收入中占比 35.35%，比 2010 年上升 3.33 个百分点。

图 22：信用卡业务收入情况(单位:亿元)



资料来源：公司公告，宏源证券

图 23：信用卡发卡量情况（单位:张）

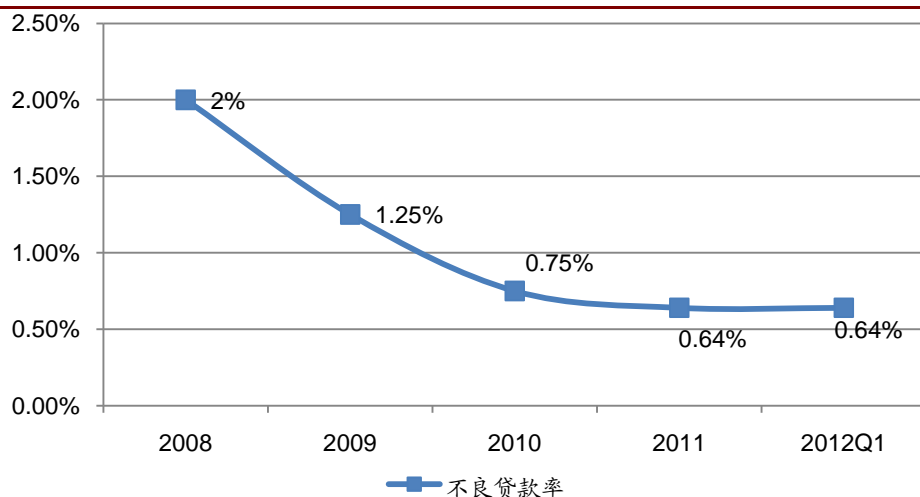


资料来源：公司公告，宏源证券

五、不良指标双降，资产质量改善

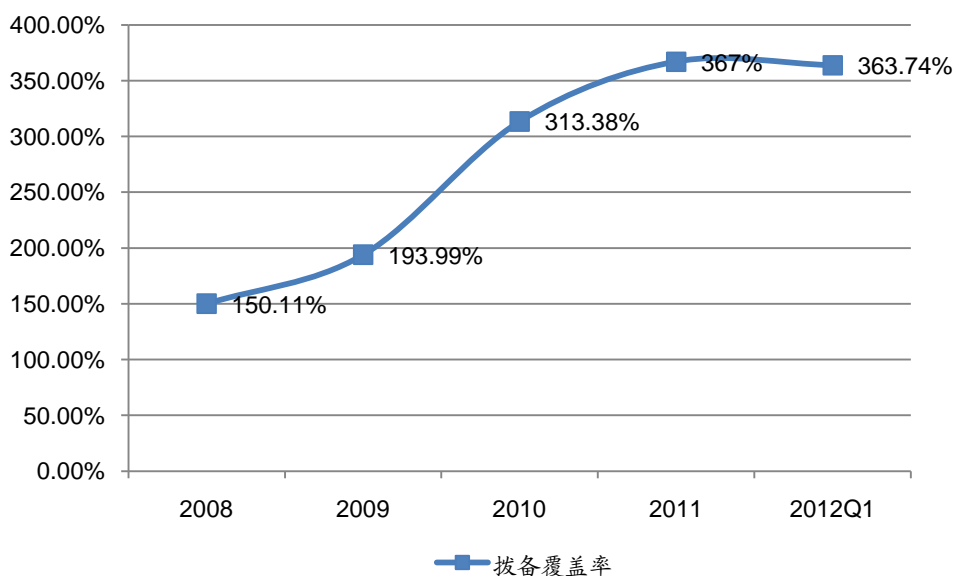
2011 年末，不良贷款余额 57.27 亿，比 2010 年减少 1.02 亿元，不良贷款占比相较于 2010 年下降了 0.11 个百分点。截止 2012 年 3 月 31 日，不良率 0.64%，同年初持平；拨备覆盖率为 363.74%，较年初下降 3.26 个百分点。

图 24：不良贷款率



资料来源：公司公告，宏源证券

图 25：拨备覆盖率



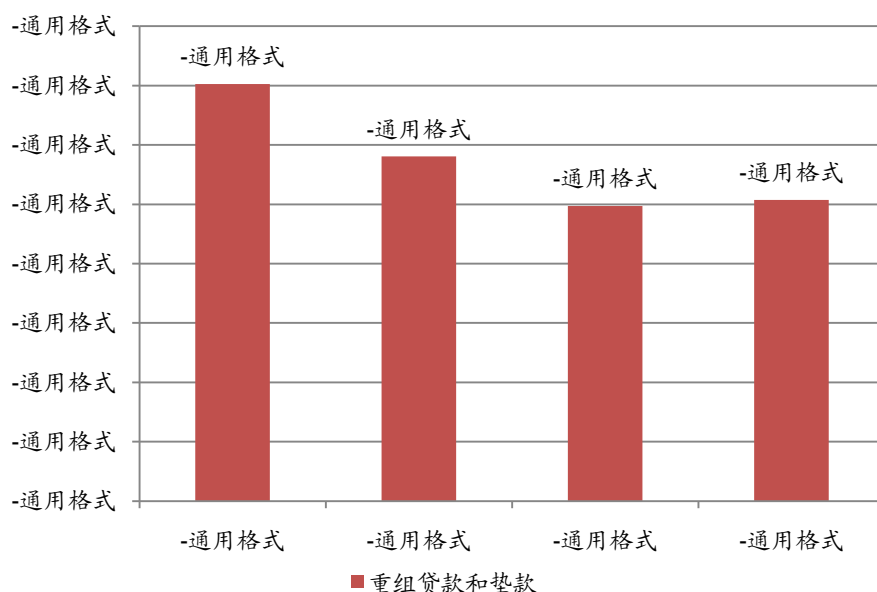
资料来源：公司公告，宏源证券

表 9：贷款五级分类

单位：百万元	2009		2010		2011	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常贷款	639,794.00	98.75%	772,999.00	99.25%	884,098.00	99.36%
其中：正常类贷款	622,261.00	96.04%	759,968.00	97.58%	874,566.00	98.29%
关注类贷款	17,533.00	2.71%	13,031.00	1.67%	9,532.00	1.07%
不良贷款	8,123.00	1.25%	5,829.00	0.75%	5,727.00	0.64%
其中：次级类贷款	1,010.00	0.16%	484.00	0.06%	1,229.00	0.14%
可疑类贷款	3,523.00	0.54%	2,344.00	0.30%	1,881.00	0.21%
损失类贷款	3,590.00	0.55%	3,001.00	0.39%	2,617.00	0.29%
发放贷款及垫款总额	647,917.00	100.00%	778,828.00	100.00%	889,825.00	100.00%

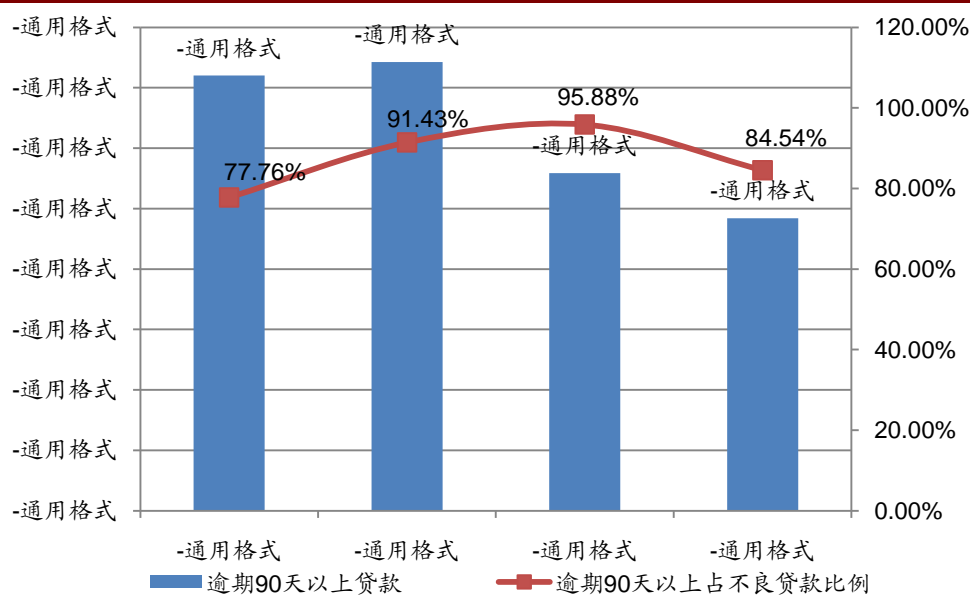
资料来源：公司公告，宏源证券

截止 2011 年 12 月 31 日，公司的重组逾期贷款为 101.50 亿元，较 2010 年有少许上涨；同时，2011 年逾期 90 天以上贷款为 48.55 亿元，占不良贷款比例较 2010 年下降 11.34 个百分点，说明 2011 年公司纳入不良贷款的口径变严，加强控制贷款质量。

图 26：重组逾期贷款和垫款


资料来源：公司公告，宏源证券

图 27: 逾期 90 天以上贷款情况

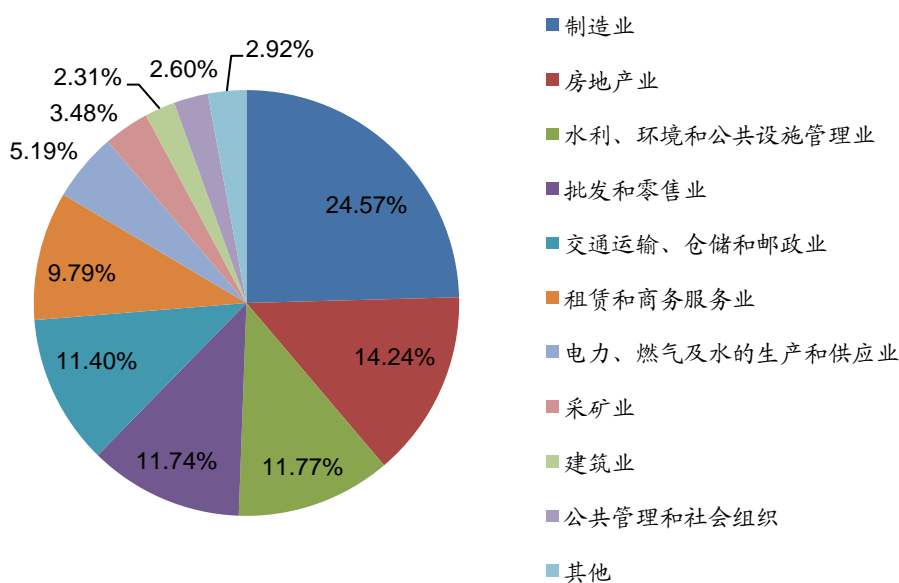


资料来源: 公司公告, 宏源证券

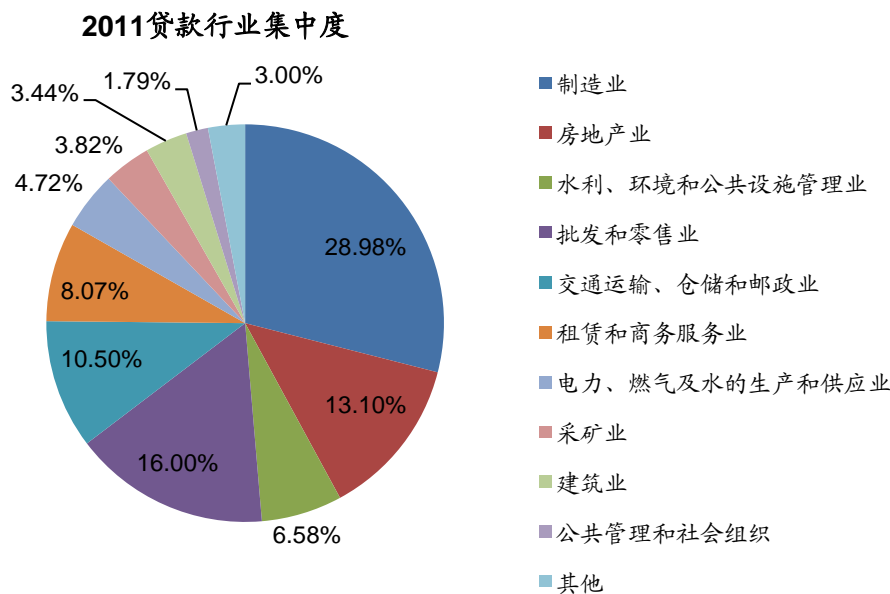
2011 年, 房地产贷款占比 13.1%, 较 2010 年下降 1.14 个百分点; 制造业占比 28.98%, 较 2010 年上升 4.41 个百分点; 批发和零售业占比 16%, 较 2010 年上升 4.26 个百分点; 建筑业占比; 采矿业占比 3.82%, 较 2010 年上升 0.34 个百分点; 建筑业占比 3.44%, 较 2010 年上升 1.12 个百分点。占比上升的行业具有较强的抗周期性, 未来资产质量可持续上升。

图 28: 2010 年贷款行业集中度

2010 贷款行业集中度



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 29: 2011 年贷款行业集中度


资料来源: 公司公告, 宏源证券

六、上市以来净息差持续反弹

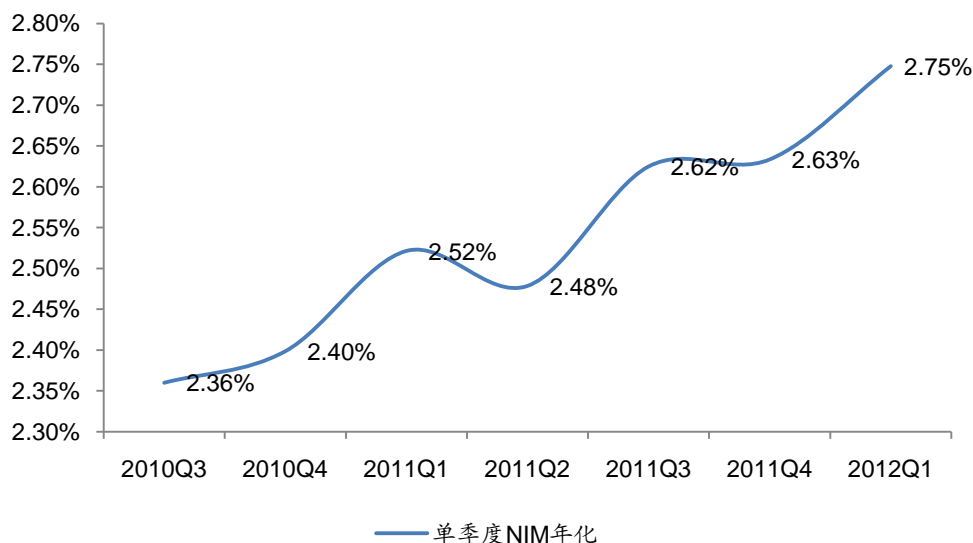
2011 年度, 光大银 NIM 为 2.49%, 同比提高 32 个 bp, 增速较 2010 年相比上升了 10 个 bp; 净利差为 2.3%, 同比提高 24 个 bp, 增速较 2010 年相比上升了 3 个 bp; 同业利差为 0.86%, 同比提高 53 个 bp, 增速较 2010 年上比提高了 45 个 bp。

2011Q4 年化 NIM 为 2.63%, 同比提高 23 个 bp; 2012Q1 年化 NIM 为 2.75%, 较年初提高了 12 个 bp。从净息差弹性看, 光大银行 2011 年全年净息差反弹了 19 个 bp 至 2.6%。

表 10: 光大银行净息差走势分析

	2011	2010	2009	2011 年增长%	2010 年增长%
贷款和垫款	6.00	5.03	4.72	0.97	0.31
债券投资	3.71	3.42	3.6	0.29	-0.18
存放央行款项	1.49	1.44	1.41	0.05	0.03
拆借、存放同业和其他金融机构款项	5.13	2.64	1.52	2.49	1.12
生息资产总额	4.92	3.87	3.71	1.05	0.16
客户存款	2.1	1.56	1.75	0.54	-0.19
同业和其他金融机构存拆放款项	4.27	2.31	1.99	1.96	0.32
发行债券	4.71	4.63	4.77	0.08	-0.14
付息负债总额	2.62	1.81	1.86	0.81	-0.05
净利差	2.3	2.06	1.85	0.24	0.21
同业利差	0.86	0.33	-0.47	0.53	0.8
净利息收益率	2.49	2.17	1.95	0.32	0.22

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 30: 单季度 NIM 年化情况


资料来源：公司公告，宏源证券

七、资本状况：2011 年 CAR 与 CCAR 双降

如果中国版巴塞尔协议III实施，三个最低资本充足率要求，即核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别不低于 5%、6%和 8%；正常条件下系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别不低于 11.5%和 10.5%。

2011 年上市银行的资本充足率和核心资本充足率发生变化，大部分银行在没有补充外源资本的情况下提高了 CAR 和 CCAR，可见行业性始于 2010 年的结构调整和转型，在经历了两年的历练后终于体现在资本充足率指标上。2011 年末，光大银行 CAR 为 10.57%，较 2010 年下降 25 个 bp，CCAR 为 7.89%，较 2010 年下降 17 个 bp。不过，光大银行已经计划在 2012 年 6 月通过 H 股上市募集资金 120 亿元，预计再融资后 CCAR 为 9.25%，再融资后 CAR 为 11.87%。

表 11: 上市银行资本充足率数据

%	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012Q1
深发展 A	8.53	8.58	8.62	8.88	10.41	10.19	10.58	11.51	11.63
宁波银行	17.02	16.15	12.84	10.75	10.81	16.20	14.62	15.36	14.84
浦发银行	8.66	9.06	8.11	10.34	10.24	12.02	11.50	12.70	
华夏银行	8.22	11.4	10.36	10.2	10.57	10.58	13.32	11.68	
民生银行	9.21	9.22	8.48	10.83	10.77	10.44	10.73	10.86	
招商银行	10.41	11.34	10.63	10.45	11.60	11.47	11.05	11.53	11.54
南京银行	25.59	24.12	15.2	13.9	11.59	14.63	12.43	14.96	
兴业银行	10.85	11.24	9.21	10.75	11.96	11.22	11.22	11.04	
北京银行	19.14	19.66	16.12	14.35	12.47	12.62	12.27	12.06	
农业银行		9.41		10.07	8.31	11.59	11.91	11.94	
交通银行	14.06	13.47	12.57	12	12.17	12.36	12.20	12.44	
工商银行	12.46	13.06	12.09	12.36	11.34	12.27	12.33	13.17	
光大银行		9.1		10.39	9.36	11.02	10.82	10.57	
建设银行	12.06	12.16	11.97	11.7	11.68	12.68	12.51	13.68	
中国银行	13.78	13.43	11.53	11.14	11.73	12.58	12.95	12.97	
中信银行	14.28	14.32	12.04	10.14	10.95	11.31	11.40	12.27	

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 12: 上市银行核心资本充足率数据

%	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012Q1
深发展 A	6.15	5.27	5.08	5.52	7.2	7.1	7.01	8.46	8.63
宁波银行	15.5	14.6	11.56	9.58	9.04	12.5	11.46	12.17	11.85
浦发银行	4.95	5.03	4.68	6.9	7.01	9.37	9.16	9.20	
华夏银行	4.51	7.46	6.84	6.84	6.49	6.65	9.8	8.72	
民生银行	6.57	6.6	5.9	8.92	8.32	8.07	7.75	7.87	
招商银行	8.83	6.56	6.5	6.63	8.05	8.04	7.81	8.22	8.31
南京银行	22.56	20.68	13.31	12.77	10.53	13.75	11.63	11.76	
兴业银行	8.49	8.94	7.41	7.91	9.29	8.8	8.24	8.20	
北京银行	16.18	16.42	13.48	12.38	10.75	10.51	9.68	9.59	
农业银行		8.04		7.74	6.72	9.75	9.36	9.50	
交通银行	9.98	9.54	8.81	8.15	8.94	9.37	9.41	9.27	
工商银行	10.33	10.75	9.97	9.9	9.41	9.97	9.82	10.07	
光大银行		5.98		6.84	6.4	8.15	8.06	7.89	
建设银行	10.08	10.17	9.3	9.31	9.27	10.4	10.42	10.97	
中国银行	10.85	10.81	9.43	9.07	9.33	10.09	10.01	10.07	
中信银行	12.34	12.32	10.45	9.17	8.26	8.45	8.87	9.91	

资料来源: 公司数据, 宏源证券

八、盈利预测和投资建议

(一) 盈利预测

我们预计光大银行 2012 年实现归属于母公司股东的净利润为 232 亿元，同比增长 28.5%，每股收益 0.57 元，每股净资产 2.83 元。如果假设年内发行 40 亿股 H 股，募集资金 124 亿元人民币，每股净资产为 2.85 元，每股收益 0.52 元。

表 13: 公司历史盈利同比增长驱动因素分析

	2009	2010	2011H	2011Q1-3	2011Q3	2011Q4	2011	2012Q1
生息资产规模	45.29	29.04	17.53	15.28	15.32	19.90	20.90	19.11
NIM	-65.45	25.80	12.18	14.08	13.44	14.26	9.50	9.84
手续费净收入	7.24	7.87	8.05	7.04	4.96	9.78	7.63	5.58
其他收支	9.58	-5.59	-1.87	-4.19	-9.04	3.23	-2.57	4.47
费用收入比	-17.47	13.12	11.43	13.43	17.24	-5.29	9.36	8.32
营业税率	1.43	2.11	-0.95	-1.55	-2.93	-2.39	-1.74	-0.39
拨备支出	49.57	-10.78	-13.61	-3.10	20.35	5.60	-1.21	-3.07
营业外收支	2.21	1.52	0.33	0.37	0.45	-3.07	-0.38	-0.13
所得税率	-27.95	4.31	1.85	-0.71	-7.03	1.95	-0.14	-2.69
净利润增长率	4.47	67.39	34.93	40.65	52.76	43.98	41.36	41.05

资料来源：公司公告，宏源证券

表 14: 2012Q1 变动较大数据

	2011 年 12 月 31 日	2012 年 3 月 31 日	增减	变化原因
同业资产	105,263.00	59,062.00	-43.89%	2012 年第一季度市场利率走低，调整同业业务结构所致
买入返售金融资产	206,941.00	369,610.00	78.61%	提高收益较高的票据业务规模
同业负债	270,627.00	391,970.00	44.84%	市场资金成本走低、加大同业存放规模、扩大市场类资金运作

资料来源：公司公告，宏源证券

表 15：2011 公司主要财务数据同比

单位：百万元	2010	2011	同比增减	变化原因
生息资产	1,394,760	1,581,800	13.41%	存款增加和权益增加
贷款和垫款净额	761,254	869,322	14.20%	在资产总额中所占比例较 2010 年下降，宏观调控影响及同业业务增加所致
同业资产	53,275	105,263	97.58%	市场利率走高、同业业务增强、加大投入以提高利差收益及资金周转效率
投资证券及其他金融资产	189,766	162,936	-14.14%	市场利率走高、主动调整资产结构、压缩可供出售和持有至到期投资规模
客户存款	1,063,180	1,225,278	15.25%	网点规模平稳增长、吸存能力增加
同业负债	197,214	270,627	37.23%	市场利率走高使同业成本上升、同业负债规模增速少于同业资产
营业收入	35,529.99	46,072.55	29.67%	主要源于净利息收入和手续费净收入增长
净利息收入	30,423.00	39,440.00	29.64%	规模增长、中小客户占比提高使净利息收益率扩大、同业资产提高利差收益且存贷比利差提高
手续费净收入	4,709.00	6,973.00	48.08%	信用卡、结算和代理类、承销和咨询类中间业务较快增长
其它收入	400.00	-341.00	-185.25%	利率走高、债市价格下跌，主动调整资产结构导致投资收益下降
营业支出	18,548.78	21,925.38	18.20%	因规模扩张而致的费用增长，费用增速小于收入增速
税前利润	17,111.00	24,211.00	41.49%	
净利润	12,793.70	18,085.12	41.36%	

资料来源：公司公告，宏源证券

（二）估值和投资建议

绝对估值法下，假设无风险报酬率 3%，目标债务比例 93%，长期增长率 1%，WACC3.20%，公司每股合理价值 3.50 元。如果放松长期增长率区间在 1%附近，公司合理价值区间 2.99-4.10 元之间，中枢 3.30 元。

相对估值法下，目前股价对应的 2012 年 PE 和 PB 分别为 5.43X 和 1.00X，维持增持评级。

表 16: 盈利预测 (百万元)

资产负债表				利润表			
	2011	2012E	2013E		2011	2012E	2013E
现金及存放央行	228666	198955	225694	净利息收入	39440	55040	57555
存放同业和其它	105263	91586	103895	手续费及佣金净收入	6973	8409	10614
拆出资金	81746	71124	80683	其他净收入	-400	-1386	-2249
证券投资	161114	285517	334692	营业收入合计	46013	62063	65920
买入返售金融资产	206941	180052	204251	营业税金及附加	3448	4651	4940
衍生金融资产	2262	3836	4335	业务及管理费	14720	21722	21753
发放贷款及垫款	868782	994339	1109163	资产减值损失	3698	4637	5176
固定资产	10810	9680	10317	营业支出合计	21866	31010	31870
递延所得税资产	1857	3149	3559	营业利润	24147	31053	34050
无形资产	530	609	732	营业外收支净额	64	63	62
其他资产合计	65375	118942	134815	拨备前利润	27845	35690	39226
资产合计	1733346	1958681	2213309	利润总额	24211	31116	34112
同业和其它金融机构存放	270627	288501	326006	减: 所得税	6126	7873	8528
拆入资金	27362	24042	27167	净利润	18085	23243	25584
卖出回购金融资产款	40609	67153	78613	归属于母公司的净利润	18068	23221	25560
吸收存款	1178800	1332044	1505210	少数股东损益	17	22	24
应付债券	16000	21000	21000	基本每股收益	0.45	0.52	0.58
其他负债合计	103798	99371	110601	稀释每股收益	0.45	0.52	0.58
负债合计	1637196	1832111	2068597	财务指标			
股本	40435	44435	44435	成长性			
资本公积金	20328	28883	29049	营收增长率	29.6%	34.9%	6.2%
盈余公积金	4226	6548	9104	EBIT 增长率	38.9%	28.8%	8.6%
未分配利润	17169	32690	48086	净利润增长率	41.3%	28.5%	10.1%
一般风险准备	13877	13877	13877	盈利性			
少数股东权益	115	138	162	ROA	1.0%	1.2%	1.2%
股东权益合计	96034	126432	144550	ROE	18.8%	18.3%	17.7%
现金流量表				EBIT 率	54.3%	51.8%	53.0%
净利润	18068	23221	25560	净息差	2.49%	2.95%	2.78%
EBIT	24964	32161	34914	成本收入比	32.0%	35.0%	33.0%
NOPLAT	18648	24024	26185	估值倍数			
资产准备	3698	4637	5176	PE	6.36	5.43	4.94
折旧与摊销	1276	2071	2282	P/S	2.50	2.03	1.91
来源	234708	194915	236486	P/B	1.20	1.00	0.87
运用	249395	225335	254628	股息收益率	3.33%	4.26%	6.03%
自由现金流	5237	-4325	10325	EV/EBITDA	4.99	4.30	3.96

资料来源: 公司公告, 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行行业研究员, 南开大学会计学博士。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com
华东 区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com
华南 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。