

# 光大银行 IPO 研究报告

## 光大银行 (601818)

2010 年 8 月 17 日 星期二

李文

证书编号: S0630208080071

010-59707106

liwen@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

### 投资要点

- 光大银行是汇金控股的股份制银行。按首次公开发行 70 亿股计算, 汇金直接持有约 49.46% 的股份。
- 按资产、贷款、存款规模及营业收入, 光大银行是国内排名第六的股份制银行。
- 息差水平有待于提高, 息差水平低于股份制银行的平均数, 主要与生息资产收益率或贷款和垫款收益率有关。
- 手续费及佣金收入占比高。2007 年以来, 光大银行的手续费及佣金净收入占比迅速提高。按 2009 年数据, 光大银行手续费及佣金净收入占比在股份制银行中排名第二。
- 本次 IPO 之前, 光大银行总股本 334.35 亿股, 超额配售后, A 股发行 70 亿股, 总股本约 404.35 亿股。
- 2009 年, 光大银行每股净资产 1.44 元, EPS0.26 元。2010 年上半, EPS0.20 元 (公开发行前), 每股净资产 1.65 元。
- 我们预测, 2010 年光大银行净利润增长 72.27%, 摊薄后 EPS 约 0.33 元。
- 基于目前的市场状况, 我们预期光大银行合理价格约 3.20-3.60 元。

行业相对沪深 300 指数走势图



## 1. 汇金公司控股的股份制银行

截止 2003 年底，光大银行股本 82.1689 亿股。2007 年 11 月，汇金公司投入光大银行等值于人民币 200 亿元的美元，购买 200 亿股光大银行新发行的普通股。2009 年 8 月，光大银行以每股人民币 2.2 元的价格增发 52.179 亿股普通股。截止 2009 年底，汇金公司直接持有 59.82% 的股份，此外，还通过其下属公司中国再保险（集团）股份有限公司间接持有 4.49% 的股份。

IPO 前，光大银行总股本 334.3479 亿股，按首次公开发行不超过 70 亿股（含超额配售）计算，发行后，汇金公司直接持有约 49.46% 的股份。

此外，光大集团总公司（财政部全资）持有光大银行 IPO 前 6.40% 的股份，并通过光大控股（0165.HK）间接持有光大银行 IPO 前 5.26% 的股份。

## 2. 光大银行在上市股份制银行中的地位

按资产、贷款、存款规模和营业收入等指标，光大银行均是国内第六大股份制。2009 年底，光大银行每股净资产 1.44 元，EPS0.26 元。

截至 2010 年 6 月底，光大银行总资产 14262 亿元，较上年底增长 19.1%；贷款 7259 亿元，增长 11.8%；存款总额 9514 亿元，增长 17.8%。每股净资产 1.65 元。

表 1 光大银行等银行 2009 年主要财务数据 亿元

	招商银行	中信银行	浦发银行	民生银行	兴业银行	光大银行	华夏银行	深发展
总资产	2067941	1775031	1622718	1426392	1332162	<b>1197696</b>	845456	587811
贷款总额	1185822	1065649	928855	882979	701597	<b>648969</b>	430226	359517
存款总额	1608146	1341927	1295342	1127938	900884	<b>807703</b>	581678	454635
不良资产余额	9732	10157	7460	7397	3779	<b>8123</b>	6457	2444
营业收入	51446	40801	36824	42060	31679	<b>24259</b>	17130	15114
拨备前利润	24884	21741	20361	20912	17735	<b>12883</b>	8188	7734
生息资产收益率	3.65%	3.92%	4.14%	4.29%	4.09%	<b>3.71%</b>	4.13%	4.11%
计息负债成本	1.50%	1.53%	1.94%	1.80%	2.07%	<b>1.86%</b>	2.20%	1.70%
净利差(NIS)	2.15%	2.39%	2.20%	2.49%	2.22%	<b>1.85%</b>	1.90%	2.36%
净息差(NIM)	2.23%	2.51%	2.31%	2.59%	2.33%	<b>1.95%</b>	2.01%	2.42%
成本收入比	44.86%	39.95%	44.71%	42.17%	36.22%	<b>39.30%</b>	44.88%	41.76%
手续费及佣金收入占比	15.47%	10.34%	5.99%	11.09%	9.84%	<b>13.01%</b>	5.98%	7.81%
不良率	0.82%	0.95%	0.80%	0.84%	0.54%	<b>1.25%</b>	1.50%	0.68%
拨备覆盖率	246.66%	149.36%	245.93%	206.04%	254.96%	<b>194.08%</b>	166.84%	161.82%
活期存款占比	50.64%	46.86%	47.71%	41.16%	50.49%	<b>41.52%</b>	38.72%	30.52%
员工人数	40340	24180	21877	26039	22004	<b>19217</b>	12301	11308
人均拨备前利润(万元)	61.69	89.91	93.07	61.48	80.6	<b>67.04</b>	66.57	68.4
人均员工费用(万元)	31.45	36.89	36.14	35.12	23.56	<b>28.11</b>	27.90	29.61

资料来源：各银行，东海证券研究所

### 3. 息差水平有待于提高

2007-2009 年，七家股份制银行（不含光大银行）简单平均的净息差（NIM）分别为 2.97%、3.04%、2.35%，光大银行同期分别为 2.77%、2.80%、1.95%。

息差水平低于股份制银行的平均数，主要与生息资产收益率（净利息收入/平均生息资产）有关。在上述期间，七家股份制银行平均的生息资产收益率分别为 5.14%、5.49%、4.08%。光大银行分别为 4.76%、5.31%、3.71%。而生息资产收益率的差异主要来源于贷款和垫款收益率的差异，2007-2009 年，七家股份制银行平均的贷款和垫款收益率分别为 6.30%、7.16%、5.08%，光大银行分别为 5.95%、6.88%、4.72%。票据占贷款的垫款的比重较高，可能是 2009 年息差的解释因素之一，但 2007、2008 年票据占比并不很高，2007-2009 年，其票据占公司贷款的比重分别为 6.69%、8.31%、16.53%。

资产配置也是影响息差的重要因素，但光大银行与七家股份制银行在资产配置方面基本无差别。如 2009 年，七家股份制银行的贷款和垫款、债券、其他生息资产占平均生息资产的比例依次为 60.01%、13.85%、26.13%，光大银行为 60.91%、12.17%、26.92%。

2010 年上半年，光大银行息差水平有所提高。其中，净利差（NIS）为 2.02%，较 2009 年回升了 17 个 bp；净息差（NIM）2.12%，回升 17 个 bp。

### 4. 手续费及佣金净收入占比高

2007-2009 年，光大银行手续费及佣金净收入占营业收入的比重分别为 5.94%、8.88%、13.01%，同期七家股份制银行平均为 7.45%、8.48%、9.51%。2007 年以来，光大银行的手续费及佣金净收入占比迅速提高。按 2009 年数据，光大银行手续费及佣金净收入占比在股份制银行中排名第二。

表 2 光大银行手续费及佣金收入 百万元

	2007	2008	2009
承销及咨询手续费	311	595	707
理财服务手续费	188	425	676
银行卡手续费	115	265	611
代理业务手续费	501	520	499
结算与清算手续费	208	313	404
承兑及担保手续费	230	303	380
其他	124	186	256
手续费及佣金收入	3533	2607	1678

资料来源：光大银行，东海证券研究所

2009 年，光大银行手续费及佣金收入的主要来源如下：

承销及咨询手续费 7.07 亿元，该项收入主要包括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。自短期融资券和中期票据业务推出以来，光大银行率先取得主承销商资格，短期融资券和中期票据的累计发行家数和发行金额均位列股份制商业银行第一。

理财服务手续费收入 6.76 亿元，这主要得益于理财产品发行规模快速增长。

银行卡手续费收入 6.11 亿元，该项收入主要包括年费、取现费、交易费和商户佣金等。

代理业务手续费 4.99 亿元，主要包括代理基金销售业务、代理保险业务、代理收费业务等。

## 5. 成本收入比处于适中水平

2007、2008 年，光大银行成本收入比（业务及管理费/营业收入）分别为 31.81%、33.61%，显著低于股份制银行的平均水平，2009 年提高到 39.30%，与股份制银行的平均水平（40.83%）基本接近。

2009 年，光大银行职工薪酬业务及管理费 54.01 亿元，增长 17.85%，占业务及管理费的比重为 56.66%。职工薪酬费用主要包括薪金、奖金及员工福利、住房补贴、补充退休福利、“五险一金”（养老保险、医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险、住房公积金）等。职工薪酬费用增加主要有两方面原因：一是推进机构建设进程，加快信用卡等战略重点业务发展，员工数量不断增加；二是同绩效挂钩的员工薪金、奖金随业绩提升而有所增加。

## 6. 资产质量在改善，拨备水平较高

截止 2009 年，光大银行不良贷款余额 81.23 亿元（其中次级、可疑、损失类分别为 10.10、35.23、35.90 亿元），不良率下降到 1.25%（2008 年底：2.00%）；拨备覆盖率 194.08%（2008 年底：150.11%）。特别地，2005 年后新增公司客户贷款质量良好，截至 2009 年 12 月 31 日，这些新增贷款的不良贷款率仅为 0.38%。

截止 2010 年 6 月底，光大银行不良贷款余额下降到 68.70 亿元，不良率下降到 0.95%。主要得益于不良率的下降，拨备覆盖率提高到 238.14%。

## 7. 2010 年中报主要数据分析

2010 年上半年，光大银行实现营业收入 173.14 亿元，相当于 2009 年的 71.37%；实现净利润 76.44 亿元，相当于 2009 年的 89.40%；EPS0.20 元，按 IPO 后总股本计算，约相当于 0.19 元。

中期良好的业绩除与规模扩张外，还与成本收入比下降及资产减值支出占

比下降有关。2009 年，光大银行成本收入比为 39.30%，2010 年上半年下降到 34.07%；同期，资产减值支出占利息收入的比例分别为 9.73%和 5.64%。

## 8. 首次公开发行股票概况

本次 IPO 之前，光大银行总股本 334.35 亿股。2009 年，光大银行每股净资产 1.44 元，EPS0.26 元。

本次 A 股 IPO 定价为人民币 3.10 元/股，按 2009 年业绩计算，发行 PE 月 11.92 倍，PB 约 2.15 倍。

超额配售后，本次发行股份的最终数量为 70 亿股。其中，战略配售 30 亿股，占超额配售后发行规模的比例为 42.9%；网下发行 15.5 亿股，占超额配售后发行规模的比例为 22.1%，网下配售比例约 10.03%；网上发行 24.5 亿股，占超额配售后发行规模的比例为 35.0%，网上中签率 3.63%。。

## 9. 盈利预测

我们预测，2010 年光大银行净利润增长 72.27%，摊薄后 EPS 约 0.33 元。

基于目前的市场状况，我们预期光大银行合理价格约 3.20-3.60 元。

表 3 光大银行盈利预测 单位：百万元

	2007	2008	2009	2010	2011
营业收入	20045	24700	24259	35411	45302
净利息收入	17773	22336	19602	28311	36552
利息收入	31106	43105	37424	49672	61660
利息支出	13333	20769	17822	21361	25108
手续费及佣金净收入	1190	2174	3157	5500	7150
其他收入	1082	190	1500	1600	1600
营业支出	7879	10284	11376	14873	19933
业务及管理费	6377	8301	9533	13102	16762
拨备前利润	12166	14416	12883	20538	25369
资产减值损失	3700	6288	2360	2980	3885
拨备后利润	8466	8128	10523	17558	21485
营业外收入净额	-76	-206	-30	0	0
利润总额	8390	7922	10493	17558	21485
所得税费用	3350	608	2849	4390	5371
净利润	5040	7314	7644	13169	16113
归属于母公司股东的净利润	5039	7316	7643	13169	16113
EPS（元）	0.18	0.26	0.26	0.33	0.40

资料来源：光大银行，东海证券研究所

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

姓名, 李文, 博士研究生, 具有 3 年银行工作经历和 8 年证券分析经历

跟踪范围: 银行股

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8646

传真: (86-21) 50586660 转 8611

邮编: 200122