

银行业

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 张中阳

S0960110080064

0755-82026914

zhangzhongyang@cjis.cn

6-12个月目标价: 4.57元

当前股价: 3.81元

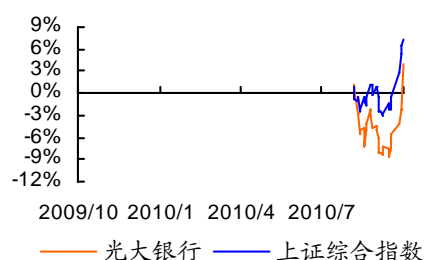
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2861.36
总股本(百万)	40435
流通股本(百万)	2450
流通市值(亿)	93
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.19
资产负债率	96.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
光大银行	8.86	0.00	0.00
上证综合指数	6.44	16.78	-9.49



光大银行

601818

推荐

甩掉历史包袱, 有望步入快速增长通道

- **光大银行是国内第六大股份制商业银行, 盈利能力处于较低水平。**光大规模小于招商、中信、浦发、民生、兴业, 大于华夏、深发展, 与兴业相近。2009年ROAA为0.75%, 仅高于华夏, ROAE为18.79%, 仅高于华夏和中信。
- **甩掉历史包袱, 步入快速增长阶段。**光大基本解决了收购原投行遗留的不良资产问题, 集团关联贷款和担保问题, 大部分历史不良贷款已经处置, 经过汇金的注资, 经营正常化, 步入快速增长阶段。IPO解决资本约束问题后, 以网点扩张为支撑的高增长态势将得以延续。
- **零售银行业务增长迅速, 非利息收入增长领先同业, 业务和收入结构不断优化。**个贷近三年复合增长率为40.6%, 按揭贷款近三年复合增长率为41.3%, 均仅低于招行。非利息收入占比位于第二位, 仅次于招行, 理财、短期融资券及中期票据承销、信用卡业务增速看好。
- **资产负债结构优化促进净息差提升。**资产负债结构中同业占比较高, 市场流动性从紧的趋势下, 同业资产收益率有望上行, 同时资本约束问题解决后, 风险偏好会有所提高, 存在同业资产向收益更高的贷款转换的空间。中小企业信贷业务上不断加强的投入和良好的发展策略, 将优化客户结构, 有效增强议价能力提升贷款收益率。网点快速扩张和零售业务的快速增长将增强吸存能力降低存款成本率。
- **费用控制较好, 成本收入比见顶回落; 资产质量持续改善, 拨备充足。**人均薪酬费提升的空间已不大, 结合收入快速增长的预期和成本控制能力较强的判断, 费用收入比将会有所下降。得益于新增不良贷款率较低的稀释效应, 不良贷款率将继续下降, 拨备覆盖率稳步提升。
- **给予推荐的投资评级。**预测公司10-12年EPS为0.29、0.36、0.44元, 每股净资产分别为1.98、2.26、2.60元, 结合其小盘股和成长性溢价, 我们给定的目标价位为4.57元。近来市场对房地产调控担忧减弱、不对称加息的预期降低、流动性充裕的预期加强, 银行板块迎来估值修复的行情, 我们给予光大银行推荐的投资评级。
- **风险提示:** 房地产相关贷款增长较快, 可能面临一定的风险; 规模增速和净息差的提升存在不确定性, 有可能低于预期; 利率市场化风险; 宏观经济和政策风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	24,700	24,259	33,295	41,431	49,509
同比增长	23.22%	-1.79%	37.25%	24.44%	19.50%
净利润	7,314	7,644	11,644	14,550	17,718
同比增长	45.12%	4.51%	52.34%	24.95%	21.77%
净息差	2.84%	1.97%	2.15%	2.17%	2.18%
ROAE	25.25%	18.80%	18.43%	17.36%	18.45%
ROAA	0.92%	0.75%	0.86%	0.89%	0.92%
每股收益(元)	0.26	0.26	0.29	0.37	0.45
每股净资产(元)	1.18	1.49	1.98	2.26	2.60
市盈率(PE)	14.7	14.7	13.1	10.3	8.5
市净率(PB)	3.2	2.6	1.9	1.7	1.5

资料来源: 中投证券研究所

目 录

本文逻辑	3
1、规模中等、盈利能力偏低	4
1.1 规模在股份制银行中位于第六位	4
1.2 盈利能力在同业中处于较低水平	4
2、甩掉历史包袱，步入快速增长的阶段	6
2.1 原投行的不良资产问题基本得到解决	6
2.2 集团关联交易和担保问题不复存在	6
2.3 历史不良贷款得到剥离	7
3、资本金得到补充，延续规模快速扩张趋势	7
3.1 规模增长趋势将延续	7
3.2 网点布局在快速扩张中不断优化	9
4、业务和收入结构不断优化	10
4.1 零售银行业务增长迅速	10
4.2 非利息收入增长领先同业	12
5、资产负债结构优化促进净息差提升	14
5.1 2009 年净息差收窄，净利息收入同比减少	14
5.2 资产和负债中同业占比较高，存在置换空间	15
5.3 优质客户为主，贷款议价能力有待提升	16
5.4 活期存款占比较低，结构性存款占比较高	19
6、费用控制较好，成本收入比见顶回落	20
7、资产质量持续改善，拨备充足	21
盈利预测与估值	22
主要预测结果	23
相对估值	23
风险提示	24
房地产相关贷款质量	24
规模增长和净息差提升幅度不如预期	25
利率市场化风险	25
宏观经济风险	25
附录	26
光大银行历史沿革	26
光大综合金融平台	26
IPO 发行情况	27

本文逻辑

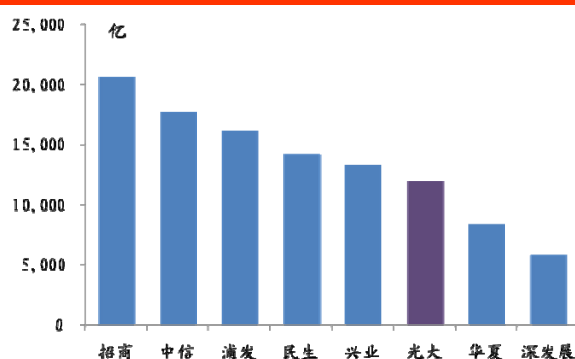


1、规模中等、盈利能力偏低

1.1 规模在股份制银行中位于第六位

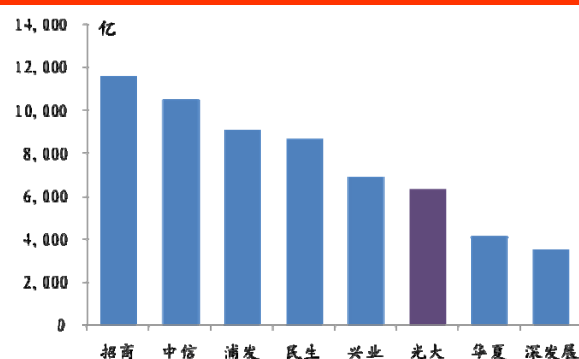
截至 2009 年末,中国光大银行资产总额为 11,977 亿元,贷款总额为 6,490 亿元,存款总额为 8,077 亿元,在中国内地 23 个省(市、自治区)45 个主要经济中心城市设有 30 个一级分行 483 家分支机构(含总行),在香港设有 1 家代表处,员工 19,217 人。按总资产、贷款和存款计算,中国光大银行小于招商、中信、浦发、民生、兴业,大于华夏、深发展,在上市股份制商业银行中位于第六位,与兴业相近。网点数量则少于招商、中信、浦发、兴业,多于民生、华夏、深发展,在上市股份制商业银行中位于第五位。

图 1 股份制银行总资产比较



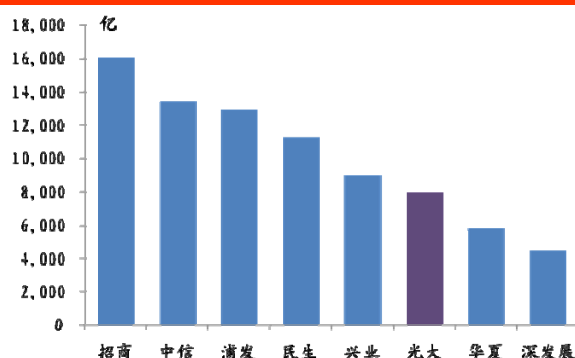
资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 2 股份制银行贷款总额比较



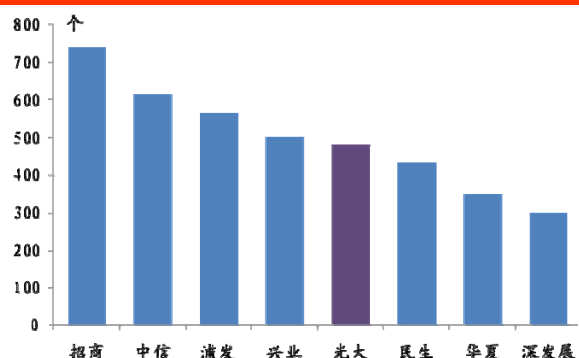
资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 3 股份制银行存款总额比较



资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 4 股份制银行网点数量比较



资料来源:公司公告、中投证券研究所

1.2 盈利能力在同业中处于较低水平

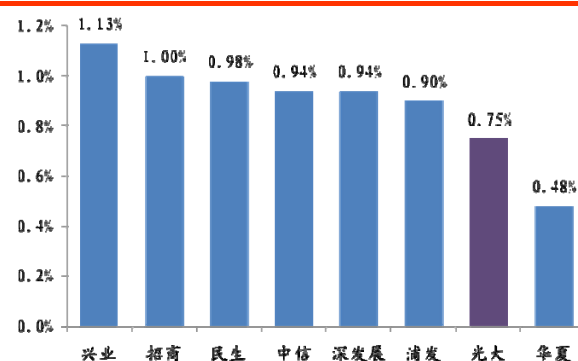
光大银行的盈利能力在上市股份制银行中处于较低水平,2009 年 ROAA 为 0.75%,在上市股份制银行中仅高于华夏,ROAE 为 18.79%,仅高于华夏和中信。从净利润来看,光大银行直到 2007 年汇金注资之后,盈利才恢复到正常水平。

我们认为光大银行较低的盈利能力主要是受制于历史包袱，即收购原中国投资银行产生的巨额不良资产。不良资产的包袱造成光大银行资本金严重不足，极大制约了光大银行的规模扩张，以致错过了 2002 年到 2007 年国内银行快速成长的黄金阶段。

1999 年，总资产不到 600 亿元的光大银行收购了总资产为 654.29 亿元的中国投资银行，收购使光大银行的规模迅速扩大，与招行接近，成为国内规模领先的股份制银行。但光大银行也因此承担了巨额不良资产的包袱，原投行的不良资产总额 275.35 亿元，约占原投行总资产的 42.08%，其中不良贷款 259.39 亿元，此外还有企业欠息 47.80 亿元，光大银行的不良率从 10% 急升至 30%。

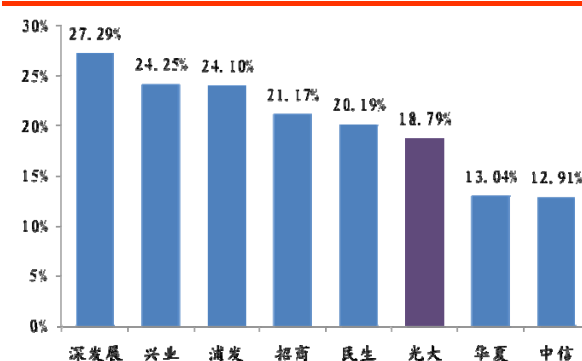
资产质量极差的中国投资银行极大拖累了光大银行的整体盈利水平，依靠利润内生补充资本的能力几乎丧失。2004 年光大银行按照香港会计准则，提取拨备额高达 96 亿元，税后亏损 45.8 亿元。虽然按照国内的会计准则，公司在 2004 年实现了 12.8 亿元的净利润，但股东权益也迅速从 133.36 亿元下降到 -45.9 亿元，资本充足率变成为负数，在 2005、2006 年也徘徊在零以下，分别为 -1.47%、-0.39%，直至 2007 年 11 月接受汇金注资，其资本充足率才终于转正达到 7.2%。

图 5 股份制银行 ROAA 比较



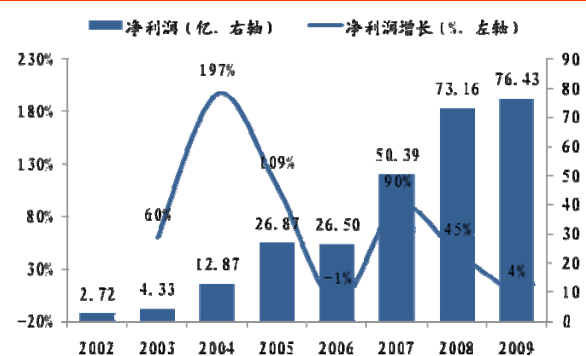
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 股份制银行 ROAE 比较



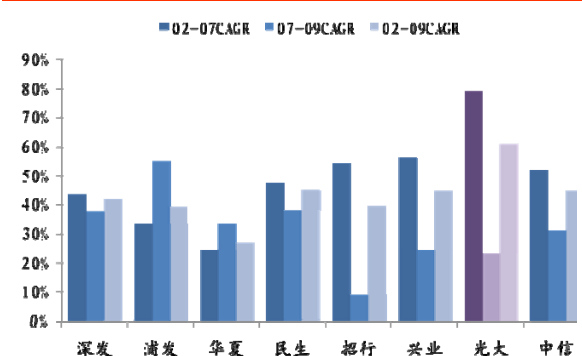
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 光大银行净利润及增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 股份制银行净利润增长比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、甩掉历史包袱，步入快速增长的阶段

2.1 原投行的不良资产问题基本得到解决

IPO 之前，通过自身的努力和国家的政策，光大银行基本解决了中国投资银行资产质量历史遗留问题。

2001 年，根据财政部的意见，光大银行将收购成本与净资产公允价值之间的差额 65.37 亿元作为商誉处理，累计摊销 5.18 亿元，其后由于会计规则的改变，对商誉不再摊销，期末以商誉成本减减值准备记入资产负债表内，目前商誉净值为 12.81 亿元。

2002 年，财政部、国家税务总局允许光大银行在 2001 年至 2009 年，可以用为原投行不良资产提取的 144 亿元专项准备金核销原投行的呆账和处置原投行的不良资产，准予按实际损失额在企业所得税前扣除。

2008 年，财政部、国家税务总局同意光大银行在重组改制过程中按 2005 年末提取减值准备后形成的账面累计亏损 139 亿元，在 2008 年至 2010 年用企业所得税税前所得弥补。光大银行于 2008 年在税前扣除财产损失 34.75 亿元。累计亏损已经通过光大银行的历年净利润和资本公积的冲减，在 2008 年底全部弥补。

2000 年，财政部批准光大银行把原投行承办的世界银行转贷款本息余额 8.53 亿美元（折合人民币 70.56 亿元）及世界银行借款本金余额 5.86 亿美元（折合人民币 48.52 亿元）放在表外核算，两者的差额约为 2.67 亿美元（折合人民币 22.04 亿元）为应收世行转贷款清收费用记录于其他应收款。2003 年财政部允许光大银行按世行借款余额占世行转贷款余额的比例，回收资金中的 68% 应上缴中央财政，32% 归光大银行，用于冲减其他应收款中的原投行配套资金余额，同时财政部拨付清收过程中支付的合理费用。2007 年，光大银行计提减值准备 14.42 亿元，在 2008 年将上述应收世行转贷款配套资金余额转让给资产管理公司，并继续受财政部委托清收世行转贷款，到 2009 年末该项目余额为 0.29 亿。

2.2 集团关联交易和担保问题不复存在

虽然没有详细披露，但是从招股说明书的有关内容来看，我们认为历史上光大集团的关联贷款和担保问题，拖累了光大银行的经营和收益。从现有披露的信息来看，集团关联交易和担保问题已经不复存在。

光大银行与光大集团总公司及光大财务有限公司于 2007 年 7 月 20 日签订《债权债务重组协议》，光大集团总公司归还截至 2007 年 6 月 30 日欠光大银行的贷款本金人民币 18.58 亿元、美元 0.32 亿元，且解除光大银行为其债务提供的全部担保责任，光大银行免除全部欠息；光大财务有限公司归还截至 2007 年 6 月 30 日欠光大银行的拆借款本金美元 1.49 亿元、港元 1.62 亿元，光大银行免除全部欠息。光大银行已于 2007 年度全额收回上述款项。

光大银行为光大集团总公司 1997 年向工行、建行、农行及北京银行发行的本金共计为 21 亿元的 3 年期金融债券的本息提供担保。目前，除了对光大集团总公司欠工行的债券利息 1.80 亿元承担的担保责任尚未解除外，光大银行为集团总公司提供的担保责任已全部解除。根据工行与光大集团总公司签订的《债权债务重组协议》，上述 1.8 亿元利息转为工行对拟成立的中国光大金融控股有限责任公司的股权，中国光大金融控股有限责任公司成立并签订债权转股权协议之后，工行解除光大银行对该利息的担保责任。其后，光大集团总公司将其所持的申银万国证券的股份中的 5000 万股质押给光大银行，作为光大银行为该债券利息担保的反担保。

另外，光大银行为光大集团总公司向其他银行借款（2006 年 12 月 31 日贷款本金余额为 2.2 亿元）提供担保，光大集团总公司于 2007 年全额归还了该贷款，解除了光大银行的担保义务。

2.3 历史不良贷款得到剥离

光大银行在 2008 年 4 月与信达、东方、长城三家资产管理公司签订资产转让协议，以收取现金的方式按无追索权基准转让截至 2007 年 12 月 31 日账面原值 142.06 亿元、账面净值 18.52 亿元的不良金融资产（其中包含约 97 亿元的不良贷款，主要为 2005 年前所发放，另外还包含前文提到的应收世行转贷款剥离差额 14.58 亿元），转让价款为 16.44 亿元，转让价款与不良金融资产账面价值之间的差额约 2.08 亿元作为金融资产转让损失计入当期损益。

随着收购原投行不良资产、关联交易、不良贷款等历史包袱的解决，光大银行轻装前行，经营逐渐正常化，步入快速增长的通道。

3、资本金得到补充，延续规模快速扩张趋势

3.1 规模增长趋势将延续

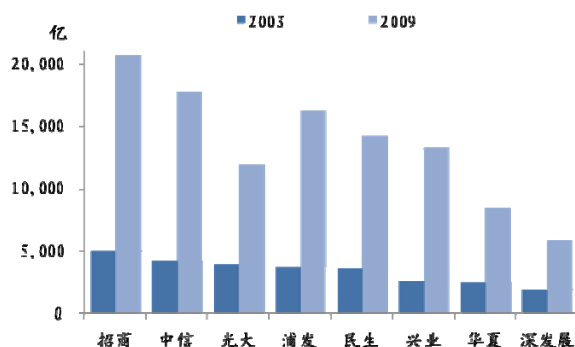
由于历史包袱原因，光大银行规模增长较为缓慢，2003 年光大银行资产规模位居股份制银行第三位，仅次于招行、中信，但到了 2009 年光大银行则仅居第六位。但从光大银行自身的发展状况来看，2007 年汇金注资，资本金得到极大补充之后，光大银行步入快速增长的阶段。

2009 年末，光大银行总资产、贷款和存款规模分别为 11,976.96 亿元、6,489.69 亿元和 8,077.03 亿元；2008 年和 2009 年总资产同比分别增长 15.2% 和 40.6%。贷款余额 2008 年和 2009 年同比分别增长 12.2% 和 38.5%。存款余额 2008 年和 2009 年同比分别增长 29.06% 和 11.62%。

与其他股份制银行比较来看，光大银行的总资产、贷款和存款 2002 年到 2007 年的复合增长率、2002 年到 2009 年的复合增长率处于较低水平，与深发展接近，发展较为缓慢。但从 2007 年到 2009 年的复合增长率来看，光大银行排名有所上升，相对于 2002 到 2007 年的复合增长率有了明显提高，提高幅度优于其他股份制银行，说明光大银行 2007 年资本金得到极大补充之后，

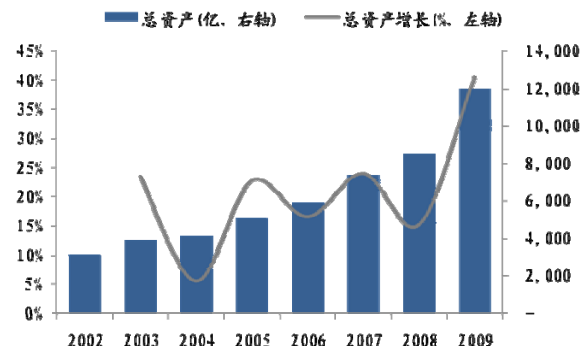
已经步入了快速增长的阶段，2009 年资产规模同比增长 40.6%，仅次于中信。

图 9 股份制银行 03 年与 09 年总资产比较



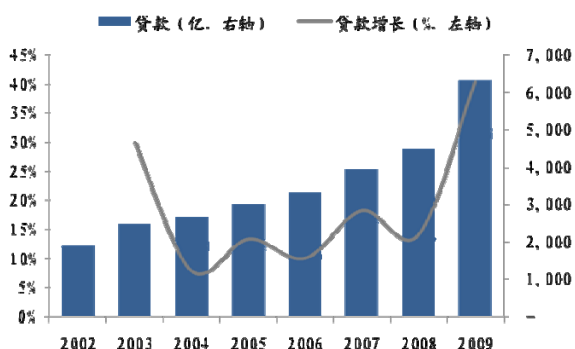
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 光大银行 02-09 年总资产增长



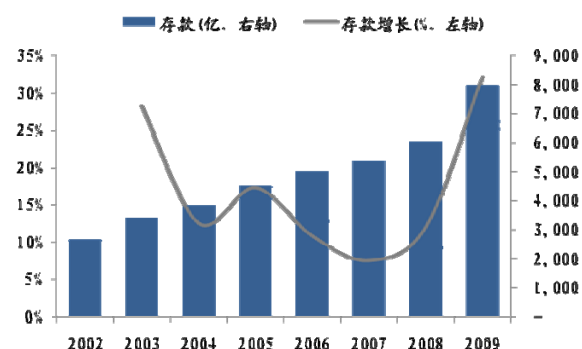
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 11 光大银行 02-09 年贷款增长



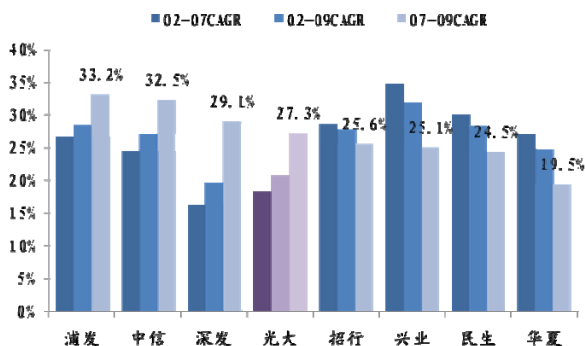
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 光大银行 02-09 年存款增长



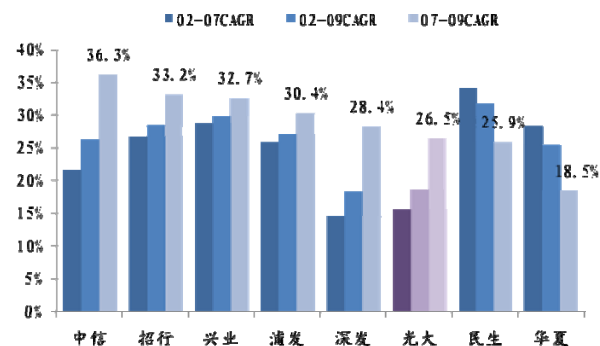
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 股份制银行总资产增长比较



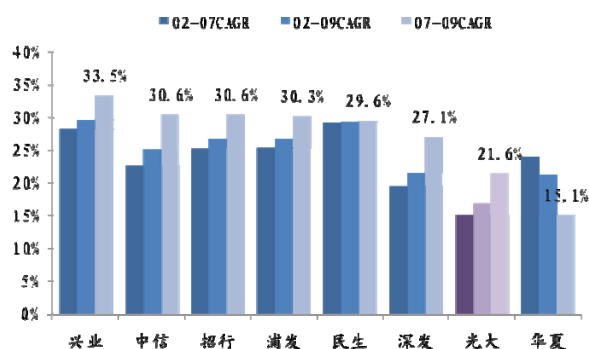
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 股份制银行贷款增长比较



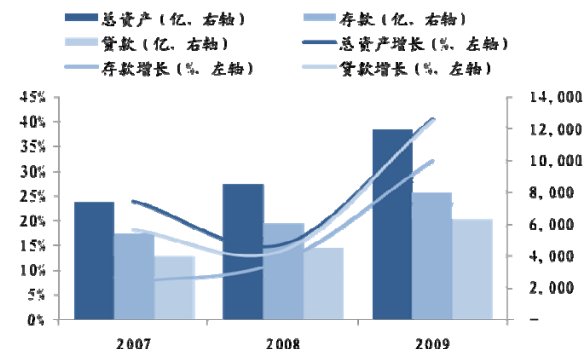
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 股份制银行存款增长比较



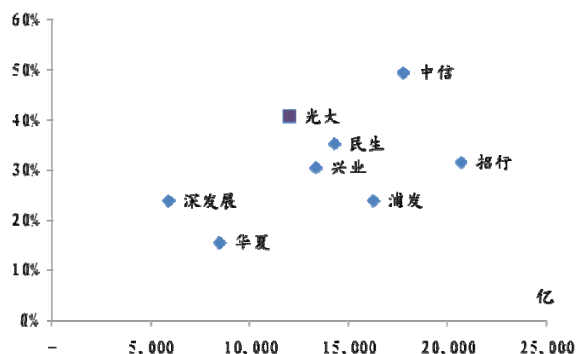
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 16 光大银行 07-09 年规模增长



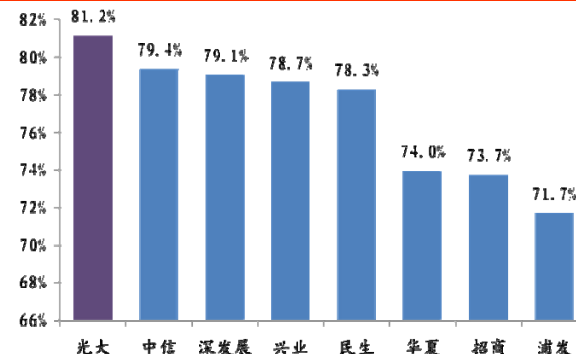
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 17 股份制银行 2009 年总资产规模与增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 18 光大银行存贷比处于高位



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2007 年以来，规模的快速扩张，消耗了光大银行大量的资本金，资本补充迫在眉睫。我们认为 IPO 之后，资本约束问题得以化解，光大银行的规模扩张趋势将得到延续，考虑到宽松货币政策的逐渐退出，结合光大银行的发展目标和客户结构，我们预测光大银行贷款增速未来 3 年为 20.43%、17.67%和 17.01%，而为满足存贷比的要求，存款增速将高于贷款，达到 26.18%、21.06%、20.92%。

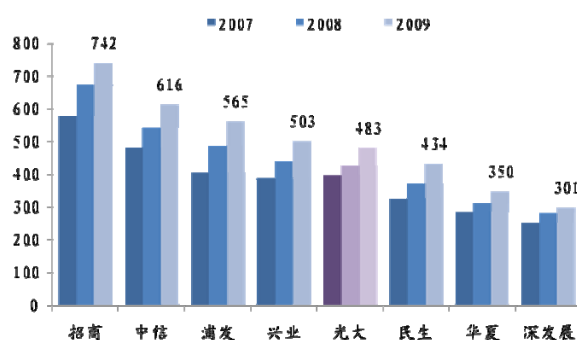
3.2 网点布局在快速扩张中不断优化

资产规模的快速扩张使得光大银行的存贷比处于高位，2009 年达到了 81.2%，高于 75% 的监管标准，位于股份制银行第一位，光大银行受制于网点规模和效率的吸储能力受到考验。从网点数量来看光大银行在股份制银行中位于第五位，但增长较慢。从网均存款来看，光大银行在股份制银行中处于较低水平，与深发展、华夏接近。补充资本金后网点数量的扩张快速和效率的提升有望为光大银行的高速发展提供有力支持。

2007 年汇金注资之前，由于资本充足率不足，光大银行网点扩张受到限制，与同业相比网点数量增长较慢，这也是光大银行 2002 年到 2007 年发展缓慢的原因之一，直到 2009 年无锡分行的开业，才结束了十年未设一级分行的历史。2007 年之后，由于资本充足率问题的解决，网点扩张开始提速，截

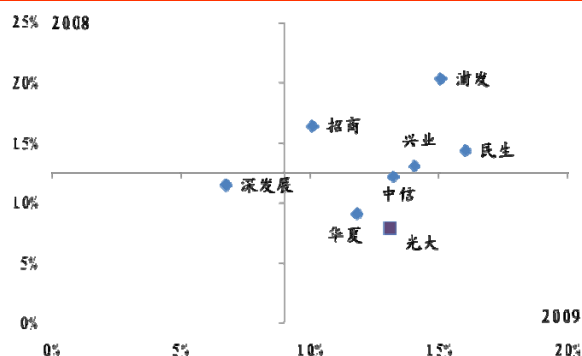
至 2009 年末，光大银行有 483 家分支机构，在股份制银行中处于中游水平，其中，在经济较为发达、盈利能力较强的长江三角洲、珠江三角洲和环渤海地区的分支机构为 288 个，占分支机构总数的 59.6%。而在 2009 年新设的 57 家分支机构中，位于上述地区的新设分支机构达到 37 家，占新设分支机构的 64.9%，其余 20 家新设分支机构中有 16 家均在其他地区经济较为发达的省会城市，网点布局不断优化。IPO 之后，网点扩张将进一步提速，未来两年新增网点数将在 100 家左右，在经济发达、盈利能力较强地区的网点占比将逐步提高，同时会有更多的资源投入到 IT 和电子渠道，带动公司业务的规模扩张。

图 19 股份制银行网点数量比较



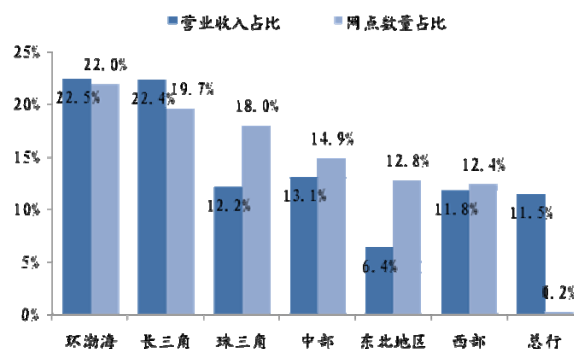
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 21 股份制银行 08-09 年网点数量增速



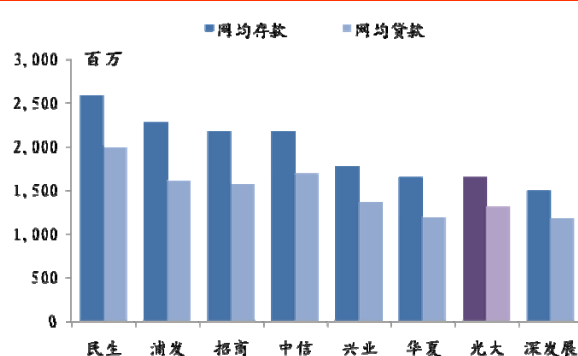
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 20 光大银行各地区网点和营业收入占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 22 股份制银行网均存款和网均贷款比较



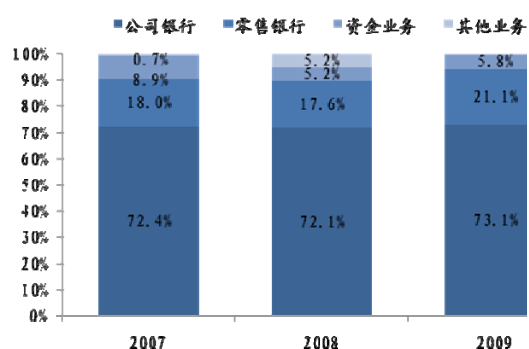
资料来源：公司公告、中投证券研究所

4、业务和收入结构不断优化

4.1 零售银行业务增长迅速

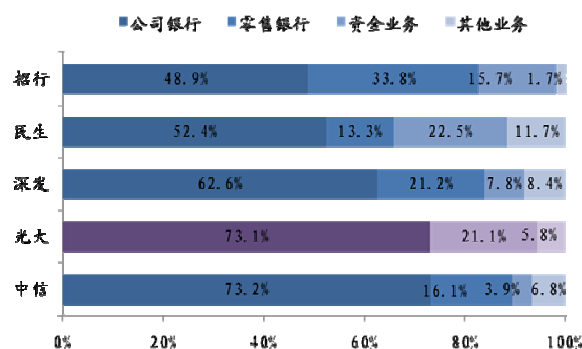
光大银行在传统上的是以公司银行业务为主，2009 年末，公司银行业务经营收入为 177 亿元，占总营业收入比达到了 73.1%。从收入结构来看，光大银行与中信接近，属于偏重于公司业务的银行。但由于受制于资本充足率的短板，低资本消耗的零售银行业务和中间业务成为公司发展的重点，公司提出做大做强公司业务、重点发展零售业务、加快培育中间业务的发展思路，零售银行业务增长迅速，业务结构日趋均衡。

图 23 光大银行业务结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

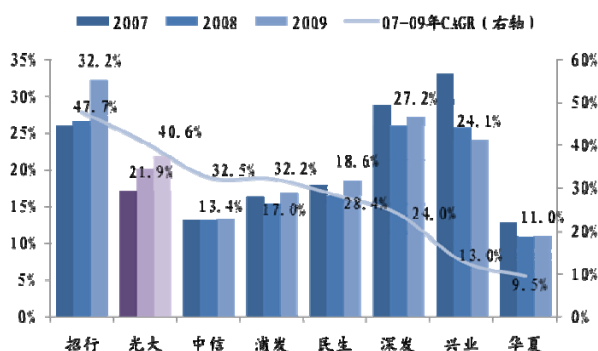
图 24 部分股份制银行业务结构比较



资料来源：公司年报、中投证券研究所

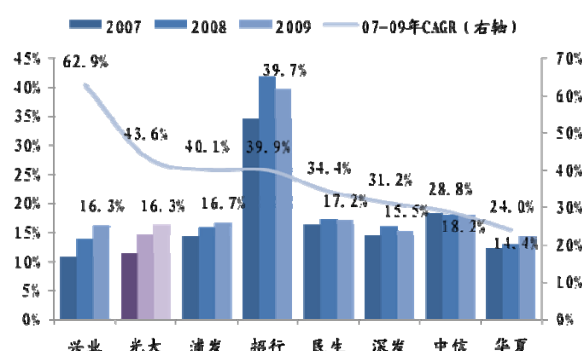
光大银行个人存款占比和个人贷款占比分别从 2007 年的 11.4%和 17.2% 上升至 2009 年的 16.3%和 21.9%，在股份制银行中处于中等水平，低于招行、深发展和兴业。个人存款余额 2008 年和 2009 年同比分别增长 43.4%和 43.8%，个人贷款余额 2008 年和 2009 年同比分别增长 31.7%和 50.2%，均高于同期公司存款和公司贷款的增速，个人存款近三年复合增长率为 43.6%，仅低于兴业，个人贷款近三年复合增长率为 40.6%，仅低于招行，住房按揭贷款近三年复合增长率为 41.3%，仅低于招行。

图 25 股份制银行个人贷款占比与增速



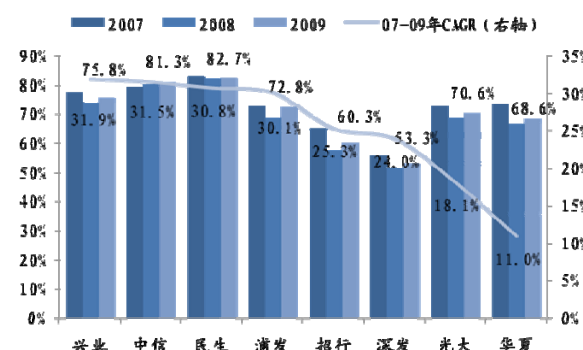
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 26 股份制银行个人存款占比与增速



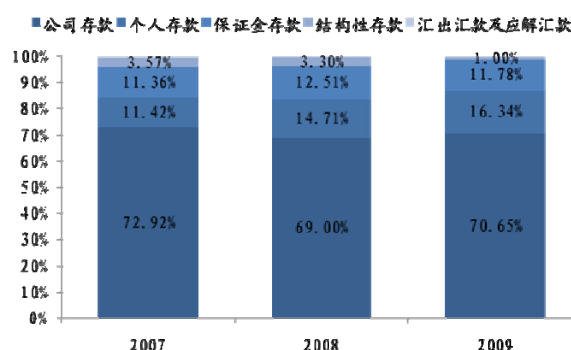
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 27 股份制银行公司存款占比与增速



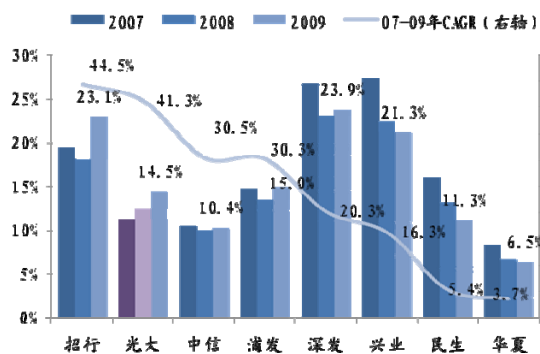
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 28 光大银行存款结构



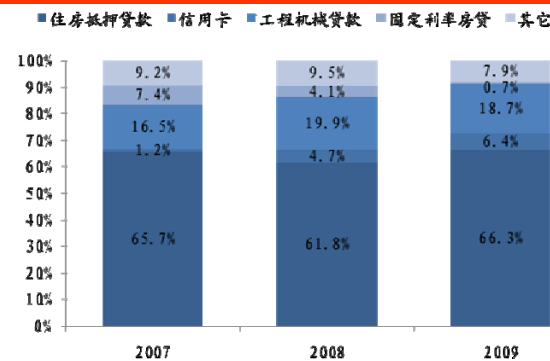
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 29 股份制银行住房按揭贷款占比与增速



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 30 光大银行个人贷款结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

从个人贷款构成看，比较有特色的是工程机械贷款和固定利率房贷，工程机械贷款 2003 年推出，通过与工程机械设备制造商和经销商建立了紧密联系，通过协议确立制造商回购担保和经销商风险共担机制，并借助 GPS 等技术手段监控按揭设备的运营状况，督促借款人按期履约，形成了完备的风险控制措施，获得广泛认可，具有一定市场竞争优势。2007 年、2008 年和 2009 年余额分别为 118.64 亿元、187.48 亿元和 264.81 亿元，2008 年和 2009 年同比分别增长 58.0%和 41.2%，其占个人贷款比例达到将近 20%。

固定利率住房贷款主要目标客户是存在加息预期，并希望锁定贷款利率的个人客户，光大银行在贷款发放后即在银行间市场进行掉期交易，以规避相应利率风险。2008 年三季度以来央行多次降息后，部分固定利率房贷贷款人为降低利息负担将贷款转为浮动利率贷款，其比重下降较快。

此外，信用卡业务发展也较为迅速。2007 年、2008 年和 2009 年信用卡贷款余额分别为 8.88 亿元、44.86 亿元和 90.55 亿元，2008 年和 2009 年同比分别增长 405.2%和 101.9%。信用卡发卡量和交易额大幅提高，2009 年末，信用卡累计发卡量 640 万张，较 2008 年底增长 35.3%；2008 年和 2009 年信用卡分别实现交易额 173.32 亿元和 523.07 亿元，同比分别增长 201.8%和 203.4%。

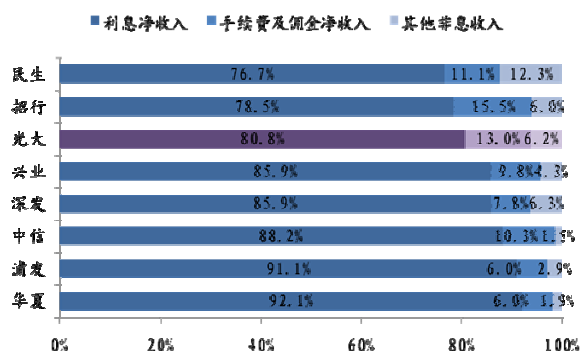
4.2 非利息收入增长领先同业

由于低资本充足率下大力发展中间业务的战略，光大银行的非利息收入增长迅速，收入结构不断优化，已经处于股份制银行领先水平。光大银行 2007 年、2008 年和 2009 年非利息收入分别为 22.72 亿元、23.64 亿元和 46.57 亿元，非利息收入占比分别为 11.3%、9.6%和 19.2%，2008 年和 2009 年同比分别增长 4.0%和 96.9%。如果剔除民生出让海通证券股份巨额投资收益的影响，光大银行的非利息收入 2009 年的增速在股份制银行中位于首位，非利息收入占比位于第二位，仅次于招行。

从非利息收入中更为稳定的手续费及佣金净收入来看，光大银行 2007 年、2008 年和 2009 年分别为 11.90 亿元、21.74 亿元和 31.58 亿元，手续费净及佣金收入占比分别为 5.9%、8.8%和 13.0%，2008 年和 2009 年同比分别增长 82.7%和 45.2%。2009 年的增速在股份制银行中位于首位，手续费净及佣

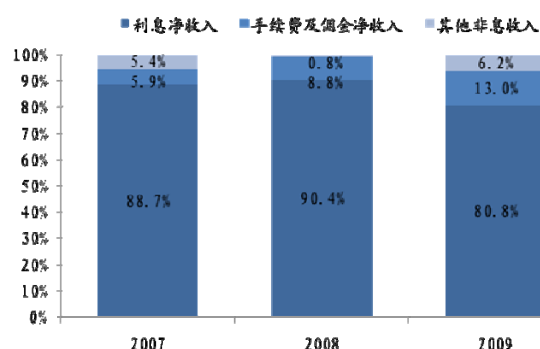
金收入占比位于第二位，仅次于招行。

图 31 股份制银行收入结构比较



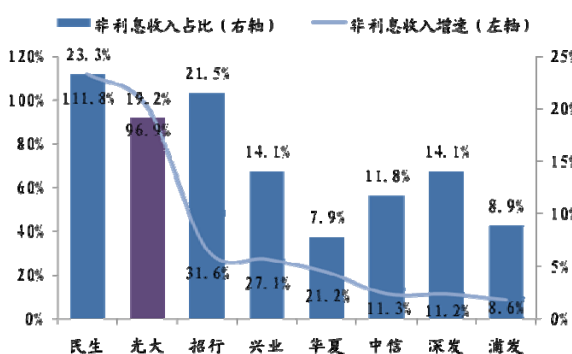
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 32 光大银行收入结构



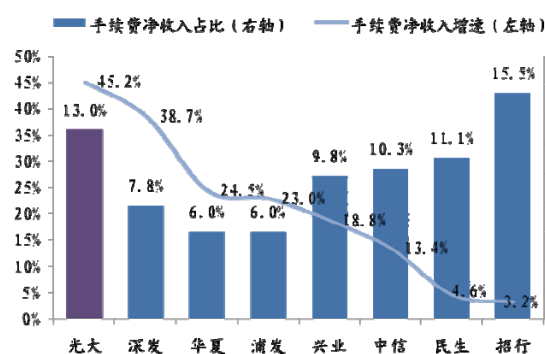
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 33 股份制银行非利息收入占比与增速



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 34 股份制银行手续费净收入占比与增速



资料来源：公司年报、中投证券研究所

从结构来看，光大银行的手续费及佣金净收入结构比较均衡，比较突出的是代理及理财服务手续费收入。从增速来看，手续费及佣金净收入的增长主要来源于银行卡手续费、理财服务手续费和承销与咨询手续费的增长。

光大银行的银行卡手续费收入 2007 年、2008 年和 2009 年分别为 1.15 亿元、2.64 亿元和 6.11 亿元，复合增长率达到 130.5%。其中，信用卡发卡量快速增长，2007 年、2008 年和 2009 年的信用卡手续费收入分别为 0.72 亿元、1.84 亿元和 4.75 亿元，2008 年和 2009 年同比分别增长 155.6%和 158.4%。

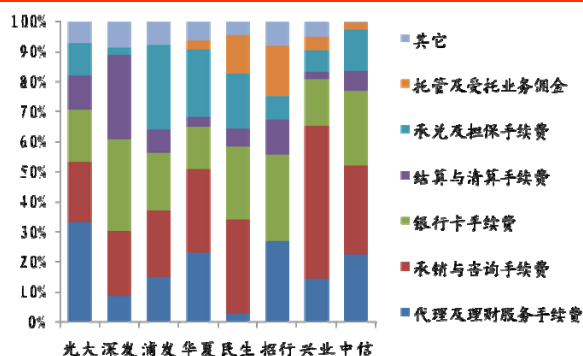
阳光理财已经成为光大银行最具竞争优势的产品之一，光大银行发行了第一支人民币理财产品，第一支人民币结构化理财产品，第一支信用关联理财产品，第一支信托理财产品，第一支内嵌 A 股股票期权的结构化理财产品。2009 年末，理财产品累计发行金额约 6,351 亿元。2007 年、2008 年和 2009 年的理财服务手续费分别为 1.88 亿元、4.25 亿元和 6.76 亿元，年复合增长率为 89.6%。

承销与咨询手续费收入 2007 年、2008 年和 2009 年分别为 3.11 亿元、5.95 亿元和 7.07 亿元，年复合增长率达到 50.8%。承销及咨询费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。光大银行在国内首批取得短期融资券及中期票据主承销资格，短期融资券和中期票据业务一直处于行业领先地位。2009 年末，累计承销发行短期融资券 2,401 亿元，历年累

计主承销发行家数排名银行业第一，累计承销金额排名股份制银行第一。累计承销中期票据发行 489 亿元，累计主承销发行家数和发行金额均位列股份制商业银行第一。累计为 6 家财务公司承销 7 期金融债，其中担任独立主承销商 2 家、联席主承销商 3 家、财务顾问 1 家，参与家数市场排名第二。

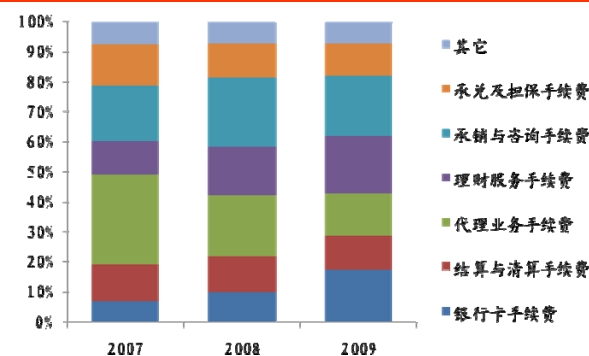
此外，光大银行的手续费及佣金收入还有很大增长潜力。在财政代理业务上，光大银行是国内唯一一家同时拥有代理中央财政直接支付、代理中央财政授权支付、中央财政非税收入收缴三项业务资格的股份制商业银行。2009 年末，累计代理中央财政支付业务金额 7,466 亿元，与 95 家中央一级预算单位及其下属机构建立了直接支付业务往来关系。光大银行还是首家海关总署批准在全国全面开展银关保业务的银行，网上担保支付关税金额位居股份制商业银行第一位。作为首批获得企业年金基金托管和账户管理两项业务资格的商业银行，2009 年末，已经向 3,463 个企业提供了企业年金有关服务，在中央企业客户年金管理领域居于行业领先地位。

图 35 股份制银行手续费收入结构



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 36 光大银行手续费收入结构



资料来源：公司年报、中投证券研究所

综合以上的分析，我们认为光大银行在中间业务具备一定的竞争优势，尤其银行卡业务、理财服务业务和债券承销仍具备较大的成长空间，将继续推动光大银行手续费及佣金收入高速增长。我们预计未来 3 年手续费及佣金净收入增速将分别达到 43.4%、37.8%和 25.0%。

5、资产负债结构优化促进净息差提升

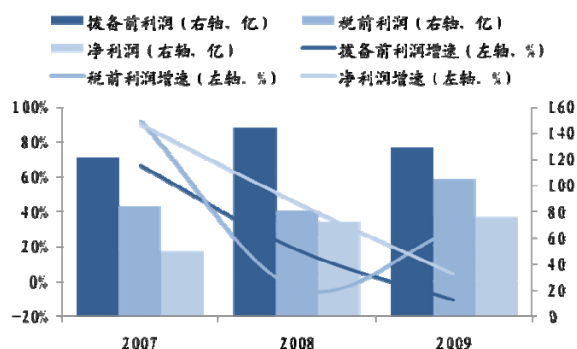
5.1 2009 年净息差收窄，净利息收入同比减少

光大银行 2007 年、2008 年和 2009 年的净利润分别为 50.39 亿元、73.16 亿元和 76.43 亿元，拨备前利润总额分别为 120.89 亿元、142.12 亿元和 128.52 亿元，2009 年利润增速出现了下滑，增速仅高于招行，主要原因是利息净收入出现了下滑。2007 年、2008 年和 2009 年的利息净收入分别 177.72 亿元、223.36 亿元和 196.02 亿元，分别占营业收入的 88.7%、90.4%和 80.8%，2008 年同比增长 25.7%，2009 年同比下降 12.2%。

受经济和政策环境的影响，各银行的 NIM 在 2009 年均出现了大幅收窄的现象，银行纷纷采取“以量补价”的策略，在资金充裕的状况下，尽量用多放

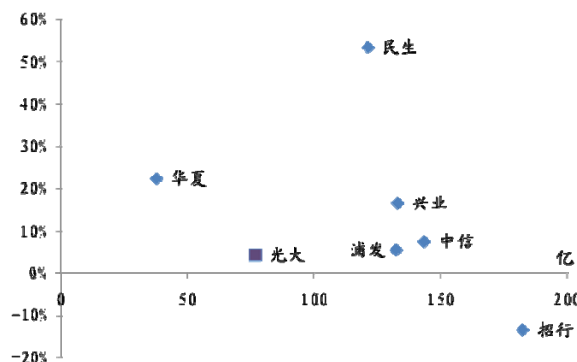
信贷来弥补利差下降带来的不利影响，大多数银行取得了不错的效果，净利息收入下降不大，甚至取得正增长。而光大银行净息差降幅过大，从 2008 年的 2.80% 下降到 2009 年的 1.95%，大幅下降 85BP，仅次于招行的 119BP，是导致 2009 年的净利息收入较 2008 年同比下降 12.2% 的主要原因。

图 37 光大银行拨备前利润、税前利润和净利润



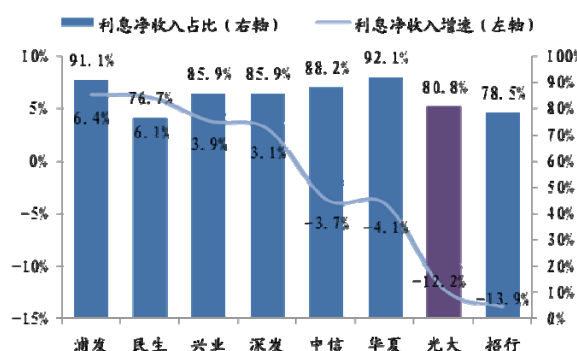
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 38 股份制银行净利润与增速



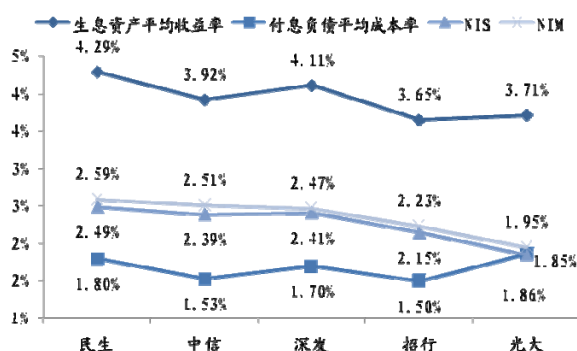
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 39 股份制银行利息净收入占比与增速



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 40 部分股份制银行 NIS 与 NIM



资料来源：公司年报、中投证券研究所

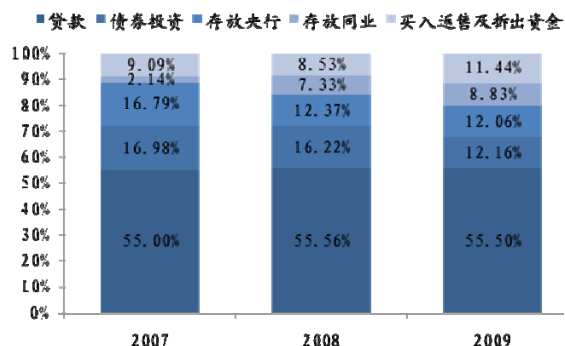
5.2 资产和负债中同业占比较高，存在置换空间

光大银行净息差较低的是生息资产平均收益率较低和付息负债平均成本率较高共同作用的结果。生息资产结构配置不够合理是光大银行生息资产收益率低的主要原因之一。与其他股份制银行相比，光大银行收益率最高的贷款占比较为稳定，2009 年为 55.5%，处于较低水平，而收益率较低的同业业务（包括存放同业和买入返售及拆出资金）占比较高，由 2007 年 11.2% 上升至 2009 年的 20.3%，仅低于华夏。我们认为资产配置不合理的主要原因是资本充足率不足和政策导致的流动性充裕，使得光大银行不得不把更多的新增资产配置到收益低但消耗资本少的同业业务上，而不是收益高但资本消耗大的贷款业务上。IPO 之后光大银行的资本金得到补充，存在同业业务向收益率更高的贷款业务置换的空间，而且随着市场流动性的从紧，同业资产的收益率也有望上行，因此，光大银行的生息资产收益率未来可以得到提升。

与其他股份制银行相比，光大银行的生息资产结构配置也同样存在同业业务占比较高的问题，成本较高的同业业务（包括同业存放和卖出回购及拆入资金）占比较高，由 2007 年 18.53% 上升至 2009 年的 24.4%，而成本较低的存

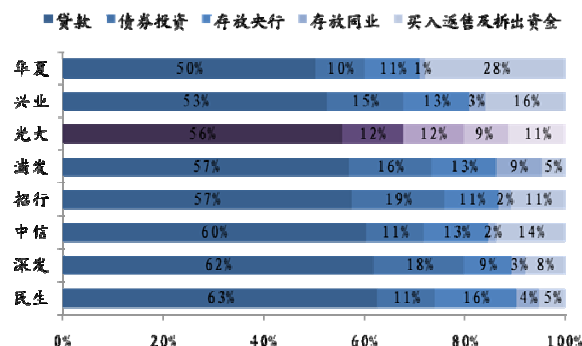
款占有有所下降，2009 年为 73.5%，处于较低水平，仅高于华夏和兴业。随着光大银行网点扩张的加速和吸存能力的提升，同业负债的占比会降低，存款占比将会提升，光大银行的付息负债成本率未来有望降低。

图 41 光大银行生息资产结构



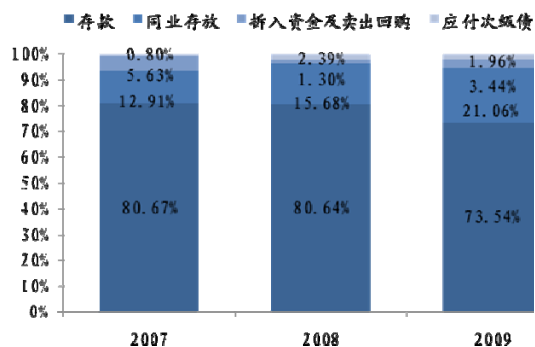
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 42 股份制银行生息资产结构比较



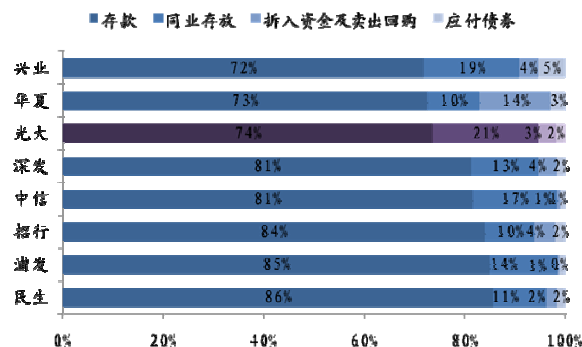
资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 43 光大银行付息负债结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 44 股份制银行付息负债结构比较



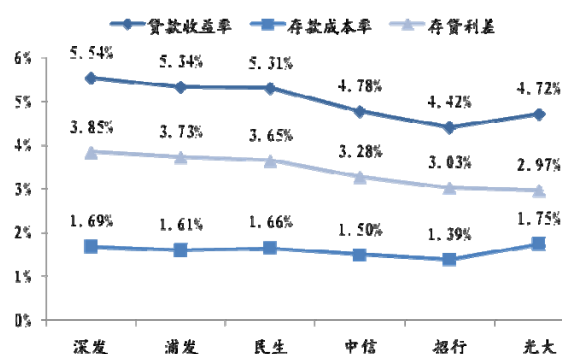
资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.3 优质客户为主，贷款议价能力有待提升

贷款是生息资产的主要组成部分，其定价水平是生息资产收益率的决定因素。2009 年光大银行的贷款收益率为 4.72%，在上市股份制银行中仅高于招行，这是其生息资产收益率低的另一个主要原因。

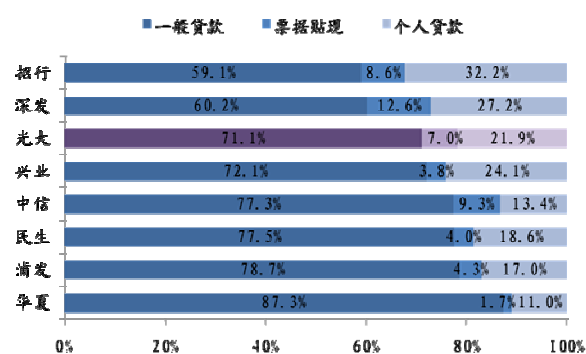
从贷款产品结构来看，光大银行收益率较高的一般贷款的比重近年略有下降，2009 年占比为 71.1%，在股份制银行中仅高出深发展和招行，而收益率较低的票据贴现占比较高达到 7%，仅低于深发展、中信和招行，住房按揭贷款占比为 14.5%，处于中游水平，但其增速较快，仅低于招行，按揭贷款的利率优惠政策对其收益率有一定影响。

图 45 光大银行存贷利差



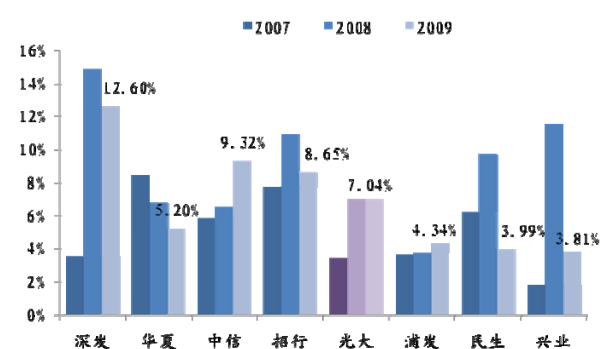
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 47 股份制银行贷款结构比较



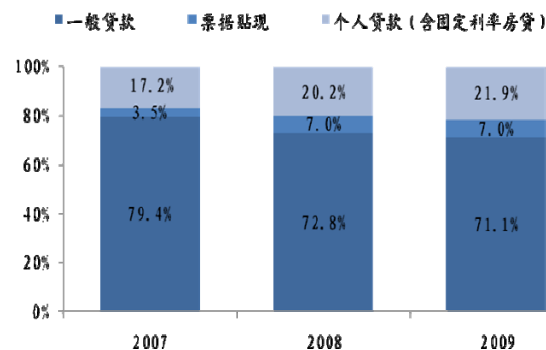
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 49 股份制银行票据贴现占比比较



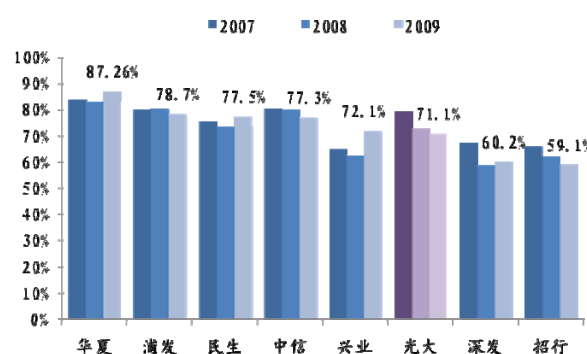
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 46 光大银行贷款结构



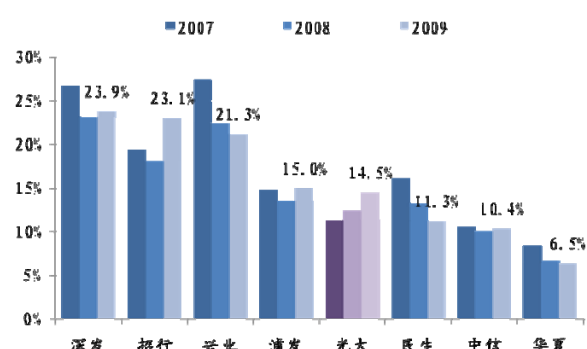
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 48 股份制银行一般贷款占比比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 50 股份制银行住房按揭贷款占比比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

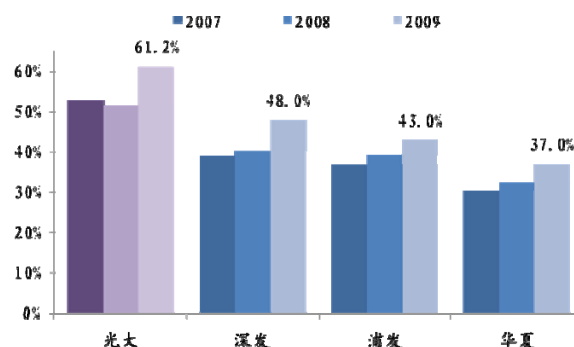
从贷款的期限结构来看，光大银行的公司贷款中以中长期贷款为主，2009年末，中长期贷款余额占公司贷款余额的61.2%。中长期贷款中以基础设施开发贷款、中期营运资金贷款、银团贷款等固定资产投资项目贷款为主。

从贷款的客户结构来看，光大银行的公司银行业务客户以大中型行业龙头企业，财政、政府机构客户为主，与近90%的国务院国有资产监督管理委员会管理的央企建立了业务合作关系，A级以上客户贷款余额占比达到58.9%。光大银行的中小企业业务，也是依托大中企业，以配套型中小企业客户为主。

从贷款的规模结构来看，公司贷款中 1 亿以上贷款的占比达到 83%，一千万以下的贷款比重仅为 0.9%，中小企业业务占比极少，说明了光大银行公司业务以大型企业为主的特点。

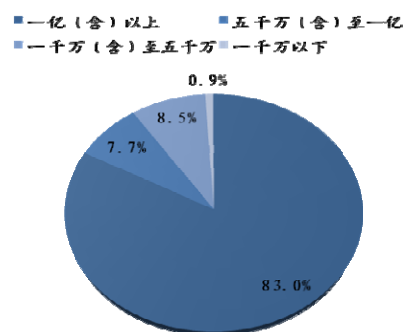
从理论上说，中长期贷款的利率水平应该较高，对贷款收益率应该有正面影响，但光大银行的实际情况则不然，结合光大银行的客户结构和规模结构，我们认为主要是由于光大银行的风险容忍度较低，对客户信用等级、贷款项目要求较高，导致其议价能力不强，定价水平不高。

图 51 部分股份制银行公司贷款期限结构比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

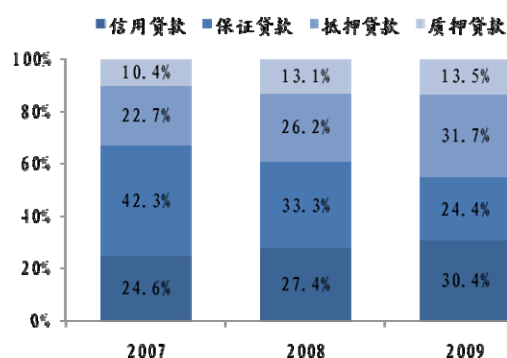
图 52 光大银行公司贷款规模结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

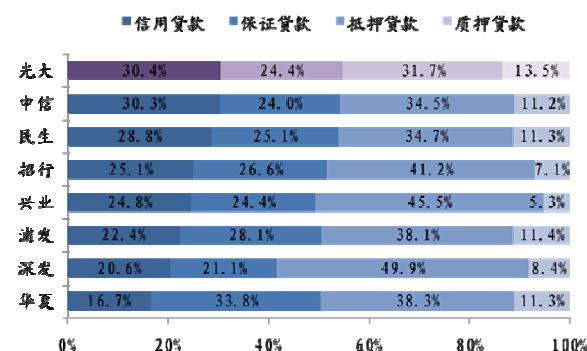
从贷款的担保结构来看，光大银行贷款余额中信用贷款比例不断上升，在股份制银行中处于第一位；保证贷款比例大幅下降，但仍占较高比例，处于中游水平；抵押贷款比例虽大幅上升，但仍处于股份制银行的最低水平。这也印证了我们光大银行对公业务以优质大客户、优质项目为主、风险容忍度较低，导致其议价能力不强，定价水平不高的逻辑。

图 53 光大银行贷款担保结构



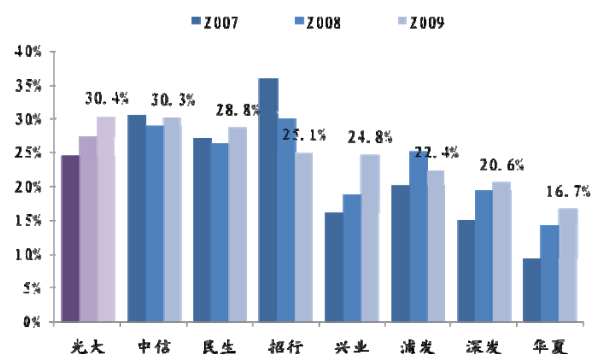
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 54 股份制银行贷款担保结构比较



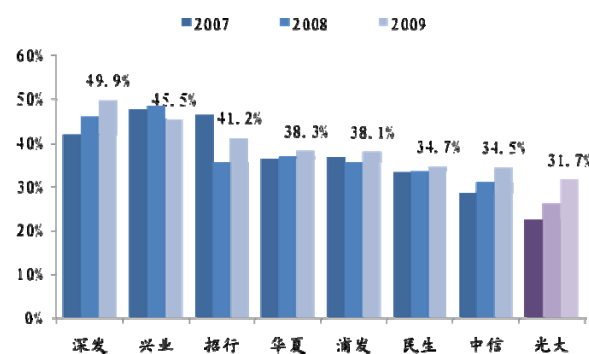
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 55 股份制银行信用贷款占比比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 56 股份制银行抵押贷款占比比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

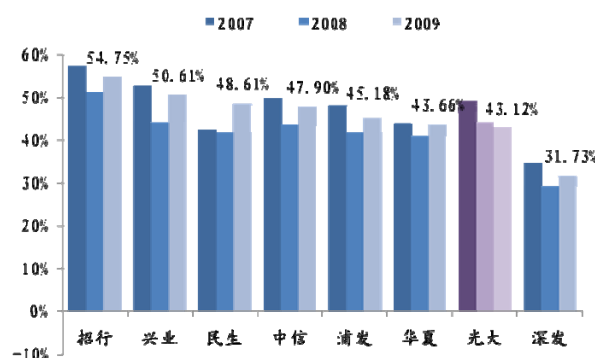
目前，光大银行已经将中小企业业务作为发展的战略重点，在总、分行成立了中小企业业务部，大力支持中小企业发展，逐渐增加中小企业占比。光大银行的中小企业业务策略是依托大客户，以上下游供应链关系为线索，大力拓展优质中小客户，提升忠诚度较高的中小型客户占比；实施“3+1”市场定位，一方面以配套型、集聚型和科技创新型三大类目标市场中的中小企业客户为主导，实行模式化批量授信，一方面以单一优质客户为重点，提供个性化的授信。我们认为这是可以发挥光大银行现有客户资源优势的发展策略，中小企业业务有望迎来快速增长的阶段。而随着客户结构的优化，光大银行的议价能力会得到提升，贷款收益率会稳步提升。

5.4 活期存款占比较低，结构性存款占比较高

存款是付息负债中的主要组成部分，其定价水平是付息负债率的决定因素。2009年光大银行的存款成本率为1.75%，在上市股份制银行中处于首位，这是其生息资产收益率低的另一个主要原因。

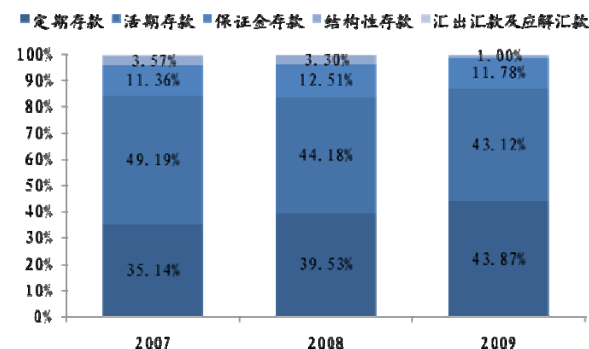
光大银行的活期存款比例2009年为43.1%，仅高于深发展，活期存款比例低，是存款成本较高的主要原因。另外，存在一定成本较高的结构性存款，也是存款成本较高的原因之一。

图 57 股份制银行活期存款占比比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 58 光大银行存款结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

我们认为随着网点的快速扩张和零售业务的快速增长，活期存款占比有可

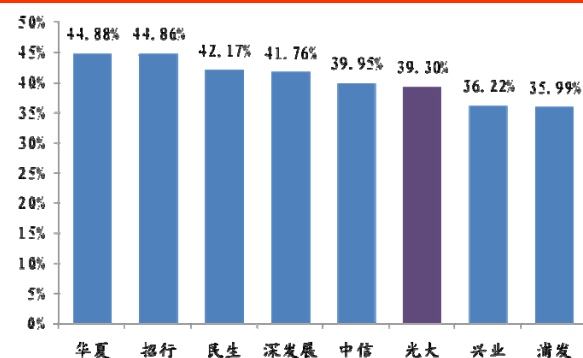
能上升，光大银行存款成本率会逐步降低。而成本较高的结构性存款，余额一直在下降，处于消耗存量的阶段，占比会逐年降低，也会对存款成本率的降低产生正面影响。

综合以上的分析，我们认为通过同业资产和负债向贷款和存款的转换、在中小企业信贷业务上不断加强的投入和良好的发展策略、网点的快速扩张、零售业务的快速增长，光大银行将有效增强议价能力和吸存能力，进而提升贷款收益率，降低存款成本率，从而获得净息差的提升。不考虑加息因素，我们预计光大银行未来3年的净息差将分别为2.15%、2.17%和2.18%。

6、费用控制较好，成本收入比见顶回落

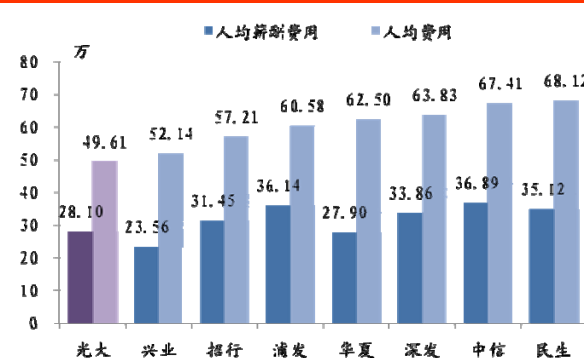
光大银行成本收入比从2007年的31.84%大幅上升到2009年的39.30%，年复合增长率为31.1%，但在股份制银行中仍处于较低水平，人均费用和人均薪酬费用均处于股份制银行较低水平。我们认为这一方面显示了光大银行较强的成本控制能力，另一方面说明2007年之前，光大银行网点扩张和业务发展较慢，员工薪酬市场化程度不高，成本费用的基数较低。2007年以来成本上升的主要原因是随着业务的快速扩张，员工数量的增加、同绩效挂钩的员工薪金、奖金增加。

图 59 股份制银行成本收入比比较



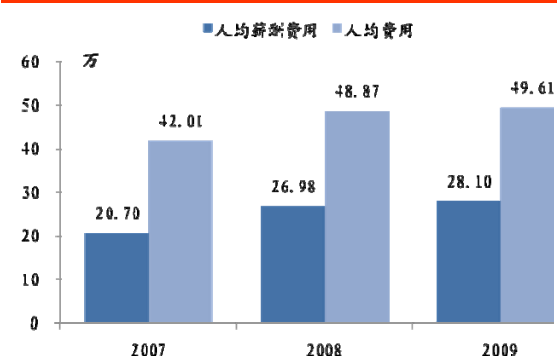
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 60 股份制银行人均费用比较



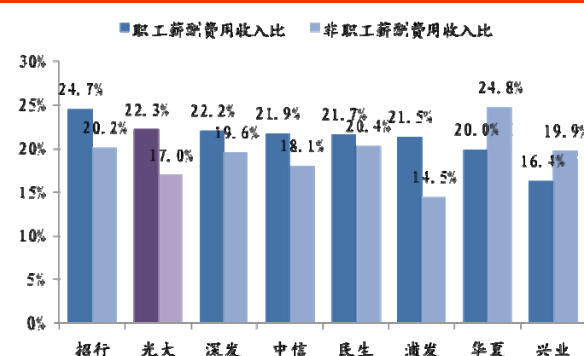
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 61 光大银行人均费用



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 62 股份制银行非员工薪酬费用收入比比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

从人均薪酬费用来看，光大银行目前处于行业较低水平，与招行接近。我们认为人均薪酬费用与银行的业务模式有很大关系，对公司业务为主的银行要

高于零售业务为主的银行。目前光大银行的业务发展模式在向招行的零售银行方向靠近，招行的人均薪酬费用更具有参考意义，光大银行的人均薪酬费用在经过 2008 年的大幅增长之后，提升的空间已不是很大，将延续 2009 年的小幅增长趋势，增幅也会逐年降低。从非员工薪酬费用来看，由于网点的扩张和 IT 系统投入的增加，会带来折旧费用的较快增长，但由于其占比较小对费用影响不大。

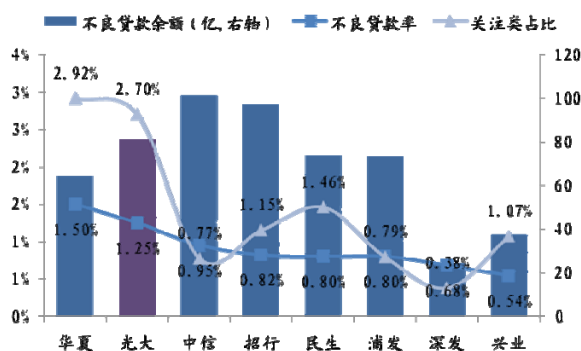
总体来看，我们认为随着上市对网点和业务规模的推动，薪酬费用和非薪酬费用未来几年增速将会较快，但人均费用是小幅平稳增长。结合我们对光大银行收入快速增长的预期和成本控制能力较强的判断，我们预测费用收入比将会有所下降，未来 3 年成本收入比分别为 38.5%、38.0%和 37.5%。

7、资产质量持续改善，拨备充足

随着自身不断的消化和风险管理能力的增强，光大银行不良贷款余额和不良贷款率的快速下降，资产质量大为改善。不良贷款余额从 2007 年的 187.5 亿下降到 2009 年的 81.2 亿，尽管其中有近 82 亿的不良处置，降幅依然很大，不良贷款率从 2007 年的 4.49% 大幅下降到 2009 年的 1.25%。

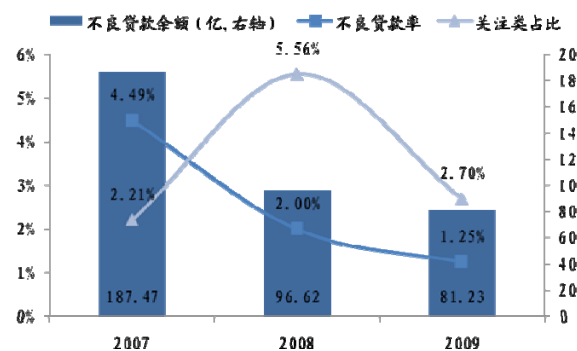
关注类占比在 2008 年出现较大波动是由于光大银行在 2008 年下半年对贷款进行了风险排查，并将逾期 1 天以上的临时性欠款纳入关注类贷款管理，关注类贷款有较大幅度增加，占比达到 5.56%。2009 年关注类贷款占比大幅下降 2.9 个百分点至 2.7%，与部分关注类贷款回收或转为正常类贷款有关。我们认为关注类贷款占比较高，是光大相对于其它银行对不良更为敏感，对风险更为审慎态度的体现，对其不良贷款状况不会造成大的影响。

图 63 股份制银行不良贷款状况比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 64 光大银行不良贷款状况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

与其他股份制银行比较来看，光大银行的不良贷款率依然处于较高水平，但从不良贷款的新老客户结构来看，2005 年以来的新客户贷款的不良余额为 11.92 亿元，不良率仅为 0.38%，而 2005 年以前的老客户贷款的不良余额为 52.70 亿元，不良率为 3.59%，说明目前光大银行较高的不良贷款率主要是历史原因形成的，近几年风险管理能力得到提升，新生不良贷款率很低。基于以上判断，我们认为由于新增不良贷款率较低的稀释效应，光大银行的不良贷款率将继续延续下降趋势，未来 3 年分别为 0.99%、0.96%和 1.02%。

表 1 光大银行公司贷款按新老客户划分的资产质量状况

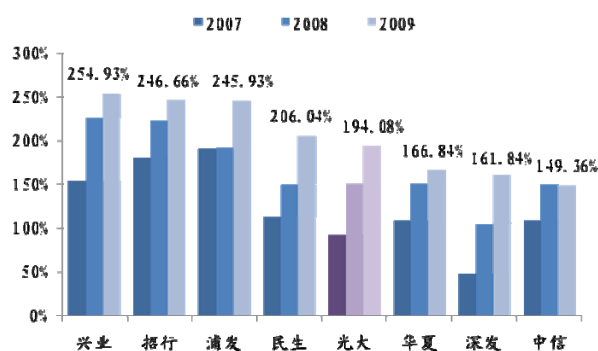
单位: 百万	老客户	新客户	05 年新客户	06 年新客户	07 年新客户	08 年新客户	09 年新客户	合计
正常	136,309	305,123	45,249	37,344	39,601	49,291	133,638	441,432
关注	5,092	8,468	3,078	1,475	2,299	1,205	411	13,560
次级	354	187	41	43	72	26	5	541
可疑	2,503	763	194	129	280	159		3,266
损失	2,414	242	140	51	38	12		2,656
小计	146,672	314,783	48,702	39,042	42,290	50,693	134,054	461,455
不良贷款总额	5,270	1,192	376	223	391	197	5	6,462
不良贷款率	3.59%	0.38%	0.77%	0.57%	0.92%	0.39%	0.00%	1.40%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

由于不良贷款余额的快速下降, 光大银行拨备覆盖率也大幅提升, 从 2007 年的 91.54% 升至 2009 年的 195%。与其他股份制银行相比, 处于中游水平, 低于兴业、招行、浦发和民生, 但高于华夏、深发展和中信。基于不良贷款和不良贷款率下降的预期, 我们认为光大银行拨备覆盖率将会稳步提升, 未来 3 年分别为 227.8%、232.1% 和 217.2%。

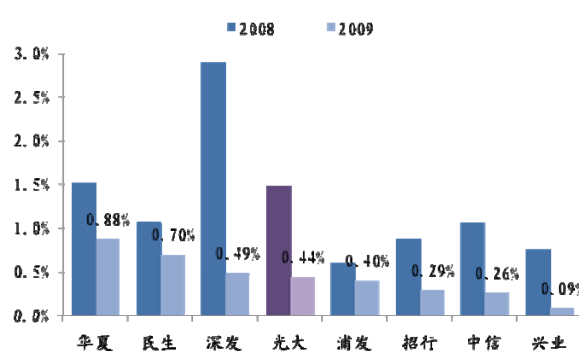
光大银行 2009 年信贷成本为 0.43%, 较 2008 年同比下降了 0.94 个百分点。主要原因是 2008 年关注类贷款增加较多, 计提了较多的拨备, 2009 年伴随经济逐步好转, 计提的拨备比 2008 年有所减少。我们预计光大银行信用成本将保持相对平稳, 未来 3 年维持在 0.4% 左右分别为 0.35%、0.39% 和 0.38%。

图 65 股份制银行拨备覆盖率比较



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 66 股份制银行信用成本比较



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

盈利预测与估值

● 存贷规模快速扩张

我们认为 IPO 之后, 资本金得到补充, 光大银行的规模扩张将得到延续, 考虑到宽松货币政策的逐渐退出, 结合光大银行的发展目标和客户结构, 我们预测光大银行贷款增速未来 3 年为 20.43%、17.67% 和 17.01%, 而为满足存贷比的要求, 存款增速将高于贷款, 达到 26.18%、21.06%、20.92%。

- 净息差回升

我们认为通过同业资产和负债向贷款和存款的转换、在中小企业信贷业务上不断加强的投入和良好的发展策略、网点的快速扩张、零售业务的快速增长,将有效增强议价能力和吸存能力,进而提升贷款收益率,降低存款成本率,从而获得净息差的提升。不考虑加息因素,我们预计光大银行未来 3 年的净息差将分别为 2.15%、2.17%和 2.18%。

- 手续费及佣金净收入增长较快

我们认为光大银行在中间业务具备一定的竞争优势,尤其银行卡业务、理财服务业务和债券承销仍具备较大的成长空间,将继续推动光大银行手续费及佣金收入高速增长。我们预计未来 3 年手续费及佣金净收入增速将分别达到 43.4%、37.8%和 25.0%。

- 成本收入比有所稳中有降

我们认为随着上市对网点和业务规模的推动,薪酬费用和非薪酬费用未来几年增速将会较快,但人均费用是小幅平稳增长。结合我们对光大银行收入快速增长的预期和成本控制能力较强的判断,我们预测费用收入比将会有所下降,未来 3 年成本收入比分别为 38.5%、38.0%和 37.5%。

- 不良贷款率稳步下降

我们认为新增不良贷款率较低的稀释效应,光大银行的不良贷款率将继续延续下降趋势,未来 3 年分别为 0.99%、0.96%和 1.02%。

- 信用成本和拨备覆盖率

考虑到不良贷款余额和不良贷款率的快速下降,以及新增贷款较低的不良率和目前较高的拨备覆盖率。我们预计光大银行信用成本将保持相对平稳,未来 3 年维持在 0.4%左右分别为 0.35%、0.39%和 0.38%。拨备覆盖率分别为 227.8%、232.1%和 217.2%。

- 有效税率将回归 23%的正常水平

剔除 2008 年由于会计计提原因造成的 7.31%的有效税率,随着经营的正常化,有效税率未来 3 年将会保持在 23%左右的正常水平。

主要预测结果

按照未行使超额配售选择权的新股发行计算,预测光大银行 10 年、11 年、12 年摊薄后的 EPS 分别为 0.29 元、0.37 元、0.45 元,每股净资产分别为 1.98 元、2.26 元和 2.60 元。

相对估值

我们采用 PB 对公司进行相对估值。根据光大银行的 ROE 水平、业务结构、资产负债结构等因素,确定可比的公司,预测合理 PB 值和股价。

从ROAE水平来看,光大银行2010年ROAE为18.43%,与浦发的19.03%具有可比性。从资产负债结构来看,光大与业兴、华夏相似,同业占比较高。生息资产中同业资产占比三家分别为20%、19%和29%;付息负债中同业负债占比三家分别为24%、23%和24%。从业务结构来看,光大银行的零售银行业务、中间业务发展迅速,在逐渐向招行的业务结构靠拢,招行具有一定的可比性。

综合分析,我们认为光大银行在估值上介于兴业和招行之间,PB估值在1.9-2.3倍的之间,同时考虑到光大在上市初流通盘只有24.5亿股,在网下配售股未上市之前,会有一些的小盘股溢价,而且考虑到其较高的成长性,我们给予其10%的溢价,即2.09-2.53倍的PB。光大2010年每股净资产为1.98元,对应的价值区间为4.14-5.01元,取其中值我们的目标价位是4.57元。

表 2 股份制银行估值比较

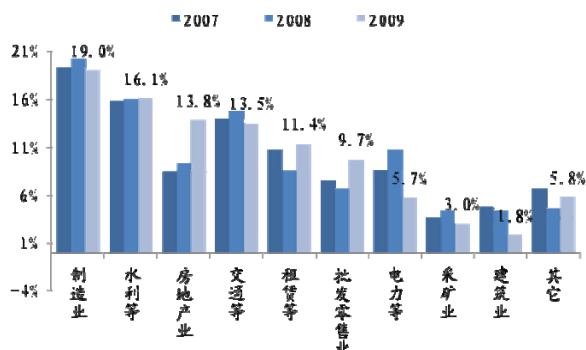
	价格	EPS			BPS			PE			PB		
	10-10-13	09	10E	11E	09	10E	11E	09PE	10PE	11PE	09PB	10PB	11PB
兴业	26.91	2.22	2.66	2.75	11.92	15.25	18.35	12.1	10.1	9.8	2.3	1.8	1.5
浦发	14.44	1.67	1.50	1.57	8.57	7.30	10.41	8.6	9.6	9.2	1.7	2.0	1.4
民生	5.40	0.64	0.58	0.78	4.72	3.87	4.57	8.4	9.3	6.9	1.1	1.4	1.2
深发	18.54	1.62	1.25	1.85	6.59	12.28	14.00	11.4	14.8	10.0	2.8	1.5	1.3
华夏	11.88	0.75	1.12	1.13	6.06	7.04	9.13	15.8	10.6	10.5	2.0	1.7	1.3
中信	5.63	0.37	0.49	0.53	2.63	3.04	3.63	15.2	11.5	10.6	2.1	1.9	1.6
招行	14.49	0.95	1.14	1.48	4.85	6.25	7.43	15.3	12.7	9.8	3.0	2.3	2.0
光大	3.81	0.26	0.29	0.35	1.44	1.93	2.21	14.7	13.3	10.8	2.6	2.0	1.7

资料来源:公司公告、中投证券研究所

风险提示

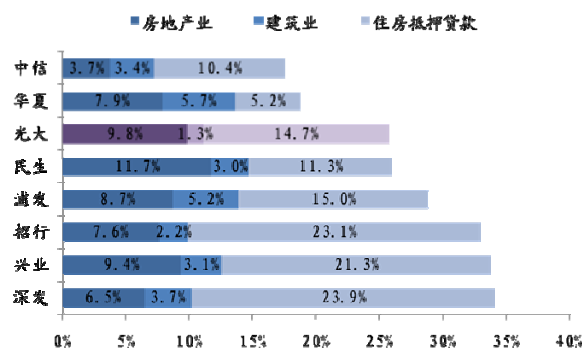
房地产相关贷款质量

图 67 光大银行公司贷款行业投向



资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 68 股份制银行房地产相关贷款占比比较



资料来源:公司公告、中投证券研究所

从光大银行贷款投放行业来看,房地产业占公司贷款的比重为13.8%,增长较快,而房地产相关贷款占总贷款比重为25.8%,在当前的经济和政策背景

下，可能面临一定的风险压力。

规模增长和净息差提升幅度不如预期

宏观经济政策的调整可能会压缩银行的信贷投放规模，导致光大银行的贷款规模增速低于我们的预期。净息差的提升也存在不确定性，受多重因素制约。如贷存比较高，提升高风险高收益贷款资产比例的难度较大，通过网点扩张对吸收存款降低成本的效果难以立即显现等。

利率市场化风险

随着利率市场化改革的深入，银行产品定价的弹性区间扩大，银行可能面临更激烈的竞争所导致的利差收窄。

宏观经济风险

经济增长的不确定性、地方融资平台贷款的坏账风险、政府的宏观调控政策如加息、提高存款准备金率等都将会对银行的盈利能力造成一定压力。

附录

光大银行历史沿革

1992年6月18日,中国光大银行股份有限公司的前身中国光大银行成立,由光大集团总公司全资拥有,注册资本为150,000万元。

1997年1月,光大集团总公司、中国烟草总公司云南省公司、亚洲开发银行等131家股东共同作为发起人,将中国光大银行改制为国内第一家国有控股并有国际金融组织参股的全国性股份制商业银行,同时更名为中国光大银行股份有限公司,改制后注册资本为280,000万元,其中光大集团总公司持股51.07%,其余130家股东持股48.93%。

1999年3月,中国光大银行与国家开发银行签订协议,接收原中国投资银行(我国向国外筹集建设资金办理投资信贷的国家专业银行)的资产、负债、所有者权益及29个分支行的137家网点。

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280,000万元增加至821,689万元。

2007年11月,中央汇金投资有限责任公司向中国光大银行注资等值于200亿元人民币的美元,按每股1元的价格购买光大银行新发行的200亿股普通股,入股后光大银行注册资本增加至2,821,689万元,汇金公司成为控股股东,持股比例为70.88%。

2009年8月,中国光大银行于向8家境内外投资者发行521,790万股股份,每股发行价格为2.20元,增资扩股完成后,注册资本由2,821,689万元增加至3,343,479万元。

光大综合金融平台

中国光大(集团)总公司是公司的第二大股东,主要控参股的金融机构包括中国光大银行股份有限公司、光大证券股份有限公司、光大永明人寿保险有限公司等。目前,中国光大(集团)总公司正在实施改革重组,根据国务院正式批复的中国光大集团重组和改革方案,中国光大(集团)总公司成为首家由国家批准的金融控股公司,构建银行、证券、保险、基金、租赁及资产管理并立的经营平台,通过业务协同提供品种丰富的金融服务。

光大银行与光大集团总公司旗下企业广泛展开交叉销售、渠道共享、客户推荐等多层次合作,将为光大银行拓展收入来源和提升品牌形象提供了有力支持。比如由于金融集团服务的优势,光大银行的短期融资券、中期票据等投资银行业务在业内处于地位;通过与光大证券、永明人寿开展交叉产品设计和交叉销售,推动了理财、托管和年金等业务的发展;与光大证券开展第三方存管合作,可以带来客户数量的增长和同业负债中稳定的资金来源。

IPO 发行情况

IPO 之前，光大银行总股本为 33,434,790,000 股，汇金公司为控股股东，直接持股比例为 59.82%；中国光大（集团）总公司持有股份 2,141,277,914 股，持股比例为 6.40%，是第二大股东；中国光大控股有限公司持有股份 1,757,581,229 股，持股比例为 5.26%，是第三大股东。其中，光大集团有限公司通过其全资子公司 Datten Investment Limited 的全资子公司 Honorich Holding Limited 间接持有中国光大控股有限公司 54.46% 股份，而光大集团有限公司是由国务院出资，1983 年 5 月在香港以民间形式注册成立的公司，公司股权的名义持有人为唐双宁、臧秋涛（中国光大（集团）总公司正、副董事长），主营投资控股。

本次光大银行 A 股 IPO，发行价格为每股 3.10 元，拟发行 61 亿股，募集资金净额 185.32 亿元（未考虑超额配售选择权），若全额行使超额配售选择权，则发行 70 亿股。本次发行前后公司股东的持股变化情况具体如下：

表：IPO 前后公司股东及股本变动情况

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后 未行使超额配售 选择权		本次发行后 全额行使超额配售 选择权	
		持股数量 (百万股)	持股比例 (%)	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)	持股数量 (百万股)	持股比例 (%)
1	中央汇金投资有限责任公司	20,000	59.82	19,615	49.61	19,558	48.37
2	中国光大（集团）总公司	2,141	6.40	2,100	5.31	2,094	5.18
3	中国光大控股有限公司	1,758	5.26	1,758	4.45	1,758	4.35
	本次发行前的其它股东	9,536	28.52	9,403	23.79	9,384	23.21
	全国社会保障基金理事会	-	-	559	1.41	641	1.59
	社会公众股股东	-	-	6,100	15.43	7,000	17.31
	总计	33,435	100	39,535	100	40,435	100

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	盈利能力 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	22,336	19,602	28,012	34,308	40,876	ROAE (拨备前)	49.9%	31.8%	28.4%	26.9%	28.3%
非利息收入	2,364	4,657	5,283	7,123	8,633	ROAE	25.3%	18.8%	18.4%	17.4%	18.5%
营业收入	24,700	24,259	33,295	41,431	49,509	ROAA	0.92%	0.75%	0.86%	0.89%	0.92%
营业税金及附加	-1,960	-1,810	-2,550	-3,174	-3,792	资本 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业费用	-8,301	-9,533	-12,819	-15,744	-18,566	核心资本充足率	6.2%	6.9%	8.7%	8.6%	8.6%
拨备前利润	14,439	12,916	17,926	22,514	27,151	资本充足率	10.9%	10.8%	11.7%	11.3%	11.0%
当期拨备	-6,288	-2,360	-2,753	-3,567	-4,092	风险加权资产比重	56.0%	56.5%	56.0%	56.3%	56.5%
税前利润	8,128	10,523	15,173	18,946	23,059	资产质量 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-608	-2,849	-3,478	-4,346	-5,292	不良贷款比例	2.00%	1.25%	0.99%	0.96%	1.02%
净利润	7,314	7,644	11,644	14,550	17,718	拨备覆盖率	150%	194%	227%	232%	217%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	拨备余额/贷款余额	3.0%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%
总资产	851,838	1,197,696	1,500,473	1,774,945	2,096,741	资产负债结构 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总生息资产	810,862	1,139,012	1,431,798	1,694,747	2,003,114	股东权益/总资产	3.9%	4.0%	5.2%	5.0%	4.9%
贷款	468,487	648,970	781,528	919,592	1,076,044	生息资产/总资产	95.2%	95.1%	95.4%	95.5%	95.5%
债券投资	131,517	138,549	148,248	158,625	169,729	贷款/总资产	55.0%	54.2%	52.1%	51.8%	51.3%
其他生息资产	228,824	368,312	519,640	637,005	781,069	债券投资/总资产	15.4%	11.6%	9.9%	8.9%	8.1%
其他无息资产	40,976	58,684	68,675	80,198	93,627	贷存比	77.4%	81.2%	76.7%	74.5%	72.1%
存款	605,170	799,644	1,019,155	1,233,794	1,491,885	存款/负债总额	73.9%	69.6%	82.9%	83.9%	85.0%
其他付息负债	150,300	290,543	186,386	207,181	229,806	存款结构					
股东权益	33,233	48,107	78,283	89,340	102,693	活期存款	44.2%	43.1%	44.6%	45.1%	46.0%
增长驱动 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	定期存款	39.5%	43.9%	43.1%	42.7%	42.4%
存款增长	11.6%	29.1%	26.2%	21.1%	20.9%	公司存款	69.0%	70.6%	70.9%	70.2%	70.3%
贷款增长	14.0%	40.3%	20.4%	17.7%	17.0%	零售存款	14.7%	16.3%	16.8%	17.5%	18.0%
生息资产增长	12.3%	39.0%	25.3%	18.3%	18.2%	贷款结构					
生息资产生息率	5.38%	3.76%	3.78%	3.72%	3.70%	公司贷款	72.8%	71.1%	70.9%	70.5%	69.2%
付息负债付息率	2.42%	2.17%	1.94%	1.86%	1.80%	个人贷款	20.2%	21.9%	23.6%	25.1%	26.8%
净息差(NIM)	2.84%	1.97%	2.15%	2.17%	2.18%	贴现	7.0%	7.0%	5.6%	4.5%	4.0%
净利差(Spread)	2.95%	1.59%	1.84%	1.86%	1.91%	每股指标与估值(元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
非息收入/营业收入	8.80%	13.01%	13.60%	15.06%	15.76%	每股收益(EPS)	0.26	0.26	0.29	0.37	0.45
成本收入比	33.6%	39.3%	38.5%	38.0%	37.5%	每股拨备前利润	0.51	0.43	0.45	0.57	0.69
当年拨备/平均贷款	1.29%	0.39%	0.35%	0.39%	0.38%	每股净资产	1.18	1.49	1.98	2.26	2.60
有效所得税率	7.7%	27.2%	23.0%	23.0%	23.0%	PE	14.7	14.7	13.1	10.3	8.5
净利息收入	25.7%	-12.2%	42.9%	22.5%	19.1%	PB	3.2	2.6	1.9	1.7	1.5
营业收入	23.2%	-1.8%	37.2%	24.4%	19.5%						
拨备前利润	18.3%	-10.5%	38.8%	25.6%	20.6%						
税前利润	-4.0%	29.5%	44.2%	24.9%	21.7%						
净利润	45.1%	4.5%	52.3%	25.0%	21.8%						

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

张中阳: 中投证券研究所银行分析师, 中南财经大学金融学学士、硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434