

中间业务优势突出，具有较大成长空间的股份制银行

报告要点

光大银行是我国重要的股份制银行。09 年，在 8 家上市股份制银行中，资产规模、净利润、贷款市场份额、存款份额均排第 6 名，网点数排第 5 名。业务优势上，中间业务居于股份制行业领先水平，手续费收入占比仅次于招行，列股份制银行第 2 名。光大银行本次上市募集约 200 亿元资金后，资本得以充实，未来有望实现更快的发展。

银行卡和理财服务引领中间业务高速增长。光大银行卡业务发展迅速，尤其是信用卡业务，发卡量、增速及信用卡贷款增速均居于行业前列。抓住理财业务市场发展的机会，在理财产品设计和销售方面，占据行业领先优势。

同业利差扩大主导息差反弹。同业利差随资金市场利率回升而扩大，光大银行同业资产占比较高，因而受益较大，是今明两年息差回升的主推动力。由于贷存比较高，吸储压力较大，压缩贷存比会抑制今年息差反弹幅度。

资产质量相对稳健，未来信用成本居于行业中间水平。尽管存量不良贷款规模较高，致使不良率高于行业水平，但存量拨备也比较充足，总拨备覆盖率较高。信贷结构相对股份制银行比较均衡，资产质量相对稳健，未来信用成本居于行业中间水平。

网点资源居于股份制银行中等水平，网点布局较为合理。新增网点偏向于中部和发达地区，网均、人均指标均居于股份制银行中等水平。

根据以上分析，预计未来两年光大银行盈利分别为 104 亿和 131 亿，同比增速 36% 和 26%。对应发行后 EPS 为 0.26 和 0.32 元。考虑光大银行的 ROA、ROE 水平均处于行业较低水平，同时未来盈利潜力略好于股份制银行，以及上市后自由流通股本较小等因素，我们认为合理估值区间为 2.60-3.15 元，对应市盈率为 10.0-12.1 倍，市净率为 1.4-1.6 倍，建议发行价 2.85 元，即发行后市净率 1.5 倍，市盈率 11.0 倍。

主要财务指标

	2009	2010	2011	2012
营业收入（百万元）	24,700	24,258	32,063	41,432
增长率（%）	23.22%	-1.79%	32.17%	29.22%
归属母公司所有者净利润（百万元）	7,300	7,625	10,414	13,108
增长率（%）	44.84%	4.46%	36.57%	25.87%
每股收益（元）	0.26	0.23	0.26	0.32
净资产收益率（%）	25.21%	18.75%	16.60%	15.81%

当前股价：

公司基本数

总股本(万股)	3343479
流通 A 股/B 股(万股)	
资产负债率	
每股净资产（元）	1.44
市盈率（当前）	
市净率（当前）	
12 个月内最高/最低	

市场表现对比图（近 12 个月）

资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

民生	09	10
PE	8.8	9.5
PB	1.4	1.5
EV/EBI		
华夏	09	10
PE	16.6	13.4
PB	2.0	1.5
EV/EBI		

相关研究

分析师：

陈志华

(8621) 68751569

chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210060007

联系人：

许荣聪

(8621) 68751569

xurc@cjsc.com.cn

正文目录

公司历史沿革	5
中间业务高速增长，优化收入结构	6
手续费净收入高速增长，促收入结构转型	6
银行卡和理财服务引领中间业务收入高增长	7
同业利差扩大主导息差反弹	12
同业业务是未来息差反弹主要驱动因素	12
贷款长期化有利于短期息差提升	14
资产质量相对稳健，未来信用成本居于行业中间水平	14
资产质量相对稳健	14
公司拨备仍有提升空间，信用成本居中	16
需关注的两类贷款—房地产贷款和融资平台贷款	18
网点资源居于股份制银行中等，网点布局较为合理	20
网点建设偏向中部和发达地区	20
网点资源、人均指标居于股份制中等水平	21
未来盈利可实现较快增长	23
存款瓶颈约束贷款规模快速增长	23
同业利差上升推动息差适度反弹	27
融资后核心资本仍居行业中下水平，但总拨备水平较高	30
盈利与估值	32
盈利预测	32
绝对估值	32
相对估值	33
附录：公司财务数据预测	35

图表目录

图 1: (行业) 银行发卡量及同比增速	8
图 2: (行业) 银行卡交易金额及同比增速	8
图 3: 国内理财产品只数和同比	11
图 4: 部分银行同业业务利差和 SHIBOR 利率的关系	12
图 5: 光大银行存款增速情况	24
图 6: 光大银行贷款增速情况	25
图 7: 上市银行 2010 年 ROA 和 PE 关系图	34
图 8: 上市银行 2010 年 ROE 和 PB 关系图	34
表 1: 公司发行前后前十大股东股份变化情况	5
表 2: 公司手续费及佣金净收入增长迅速	6
表 3: 手续费及佣金净收入占营业收入比重	7
表 4: 各类中间业务收入占手续费收入比重	7
表 5: 光大银行信用卡收入情况表	9
表 6: 上市公司信用卡贷款额度	9
表 7: 上市公司信用卡累计发卡量	10
表 8: 公司信用卡不良贷款情况表	10
表 9: 公司理财服务手续费收入情况表	11
表 10: 同业资产占总资产的比重	13
表 11: 同业负债占总资产的比重	13
表 12: 公司类贷款期限结构分析	14
表 13: 个人贷款期限结构分析	14
表 14: 公司五级分类情况	15
表 15: 各上市银行不良毛生成率	15
表 16: 公司不良贷款情况表	16
表 17: 各上市银行不良率	16
表 18: 各上市银行拨备覆盖率	17
表 19: 各上市银行贷款拨备/贷款余额	17
表 20: 各上市银行信用卡成本	18
表 21: 各上市银行房地产行业贷款占比变化情况	19
表 22: 预估的上市银行政府融资类贷款情况	19
表 23: 网点的地区分布	20
表 24: 分地区营业收入和利润总额情况	21
表 25: 上市银行网点数比较	21
表 26: 上市银行员工数比较	22
表 27: 上市银行人均职工费用比较	22
表 28: 上市银行营业网点平均人数比较	23
表 29: 各上市银行贷存比	24
表 30: 各上市银行存款市场份额	25
表 31: 各上市银行贷款市场份额	26

表 32: 个人贷款市场份额	26
表 33: 各上市银行活期存款占比	27
表 34: 各上市银行 NIM	28
表 35: 各上市银行成本收入比情况.....	28
表 36: 各上市银行有效税率	29
表 37: 各上市银行 ROAA.....	29
表 38: 各上市银行 ROAE.....	30
表 39: 各上市银行核心资本充足率.....	30
表 40: 各上市银行资本充足率	31
表 41: 各上市银行流动性比例（本币）	31
表 42: DDM 估值模型	33
表 43: 上市银行估值表.....	33

公司历史沿革

公司成立于1992年，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280,000万元增加至821,689万元。

公司总部设在北京，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。截至2009年底，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，股东权益总额481亿元。按09年底的总资产计算，公司是中国第六大股份制商业银行。

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。

2007年，汇金向公司注资等值于200亿人民币的美元，按照每股1元的价格购买公司新发行的200亿股普通股。

2007年光大集团总公司归还关联贷款，公司同意免除关联贷款欠息；光大财务有限公司归还借款，公司同意免除欠息；截至招股说明书签署日，除公司对光大集团总公司欠中国工商银行股份有限公司的1.8亿表内利息承担的担保责任尚未解除外，公司为光大集团总公司其他债务提供的担保责任已全部解除。

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权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。截至2007年底，上述不良资产账面余额142.06亿元，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。截至2008年年底，上述三家资产管理公司已支付了全部出售款项。

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。本次发行股数在未考虑本次发行的超额配售选择权的情况下不超过61亿股，若全额行使本次发行的超额配售选择权的情况下，不超过70亿股。

表 1：公司发行前后前十大股东股份变化情况

	本次发行占 前持股数(%) (亿股)	比本次发行后（未占 行使超额配售选 择权）持股数（亿 股）	比本次发行后（全额行使占 超额配售选择权）持(%) 股数（亿股）	比		
中央汇金投资有限责任公司	200.00	59.82	196.15	49.61	195.58	48.37
中国光大(集团)总公司	21.41	6.40	21.00	5.31	20.94	5.18
中国光大控股有限公司	17.58	5.26	17.58	4.45	17.58	4.35
中国再保险（集团）股份有限公	15.00	4.49	14.71	3.72	14.67	3.63
中国电力务有限公司	8.18	2.45	8.02	2.03	8.00	1.98
中能（集团）有限公司	8.00	2.39	7.85	1.98	7.82	1.93
中国航天科技集团公司	5.00	1.50	4.90	1.24	4.89	1.21
航天科技务有限责任公司	5.00	1.50	4.91	1.24	4.89	1.21
宝钢集团有限公司	5.00	1.50	4.90	1.24	4.89	1.21
红塔烟草（集团）有限责任公司	3.97	1.19	3.90	0.99	3.89	0.96

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

中间业务高速增长，优化收入结构

手续费净收入高速增长，促收入结构转型

过去两年公司手续费收入实现高速增长。08 年和 09 年手续费及佣金净收入同比增长分别为 82.69%和 45.22%，居于股份制银行前列。

表 2：公司手续费及佣金净收入增长迅速

手续费及佣金收入增速	2008	2009	2010E	2011E
工行	27.97%	25.76%	30.78%	28.09%
建行	22.78%	25.00%	27.18%	24.53%
中行	15.56%	51.47%	30.72%	24.40%
交行	22.94%	28.99%	23.53%	24.88%
农行	3.49%	49.76%	22.82%	23.34%
招行	20.27%	3.22%	23.28%	22.45%
中信	46.39%	38.59%	17.14%	16.00%
浦发	58.99%	22.92%	39.05%	24.70%
民生	86.57%	4.55%	29.31%	19.76%
兴业	72.86%	18.73%	25.00%	20.10%
光大	82.69%	45.22%	35.29%	28.51%
深发展	63.52%	38.74%	27.76%	25.82%
华夏	82.24%	24.64%	52.41%	25.45%
北京	64.66%	31.51%	34.52%	26.35%
宁波	119.30%	20.41%	28.56%	26.92%
南京	237.18%	49.28%	39.80%	36.21%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

手续费收入高速增长优化营业收入结构。手续费及佣金净收入占营业收入比重逐年提高，09 年为 13.01%，在股份制银行中，仅次于招商银行。

表 3：手续费及佣金净收入占营业收入比重

	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	13.53%	14.20%	17.87%	18.81%	19.50%
建行	14.27%	14.37%	18.02%	18.35%	18.79%
中行	13.51%	12.90%	19.17%	18.78%	19.15%
交行	11.53%	11.53%	14.21%	13.58%	13.45%
农行	12.83%	11.27%	16.03%	14.90%	14.83%
招行	15.72%	14.00%	15.53%	13.43%	13.40%
中信	7.52%	7.61%	10.41%	8.89%	8.01%
浦发	4.36%	5.19%	5.99%	6.22%	6.14%
民生	9.45%	12.74%	11.08%	11.76%	11.33%
兴业	6.88%	8.83%	9.84%	8.91%	8.53%
光大	5.94%	8.80%	13.01%	13.32%	13.25%
深发展	4.82%	5.86%	7.81%	8.02%	7.93%
华夏	3.16%	4.67%	6.02%	6.35%	6.50%
北京	3.87%	3.96%	5.41%	5.18%	5.02%
宁波	7.62%	11.02%	10.96%	9.58%	9.45%
南京	3.39%	6.82%	9.08%	8.44%	8.84%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

银行卡和理财服务引领中间业务收入高增长

信用卡业务增量增收

从手续费收入的细项来看，09 年增长的主要驱动因素为银行卡手续费收入和理财服务手续费收入的大幅提升，占比分别为 17%和 19%，较 08 年增加 7 个百分点和 3 个百分点。

表 4：各类中间业务收入占手续费收入比重

	2007	2008	2009
承销及咨询手续费	19%	23%	20%
理财服务手续费	11%	16%	19%
银行卡手续费	7%	10%	17%
代理业务手续费	30%	20%	14%
结算与清算手续费	12%	12%	11%
承兑及担保手续费	14%	12%	11%
其他	7%	7%	7%

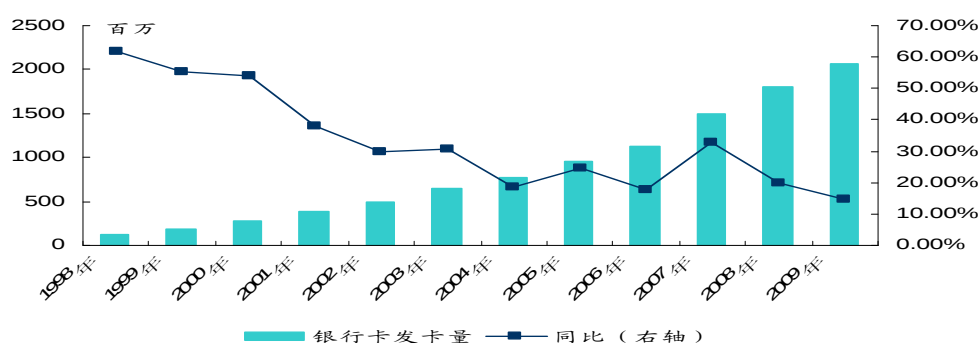
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

银行卡手续费收入快速增长的主要原因是：借记卡消费额、自助设备交易额大幅增加；信用卡

发卡量快速增长，消费额快速增加。公司近两年银行卡业务发展迅速，累计发行银行卡达到 2,872 万张，AUM50 万元以上的客户资产总额占零售银行资产总额的比例由 2007 年的 35.0%提升至 47.0%。

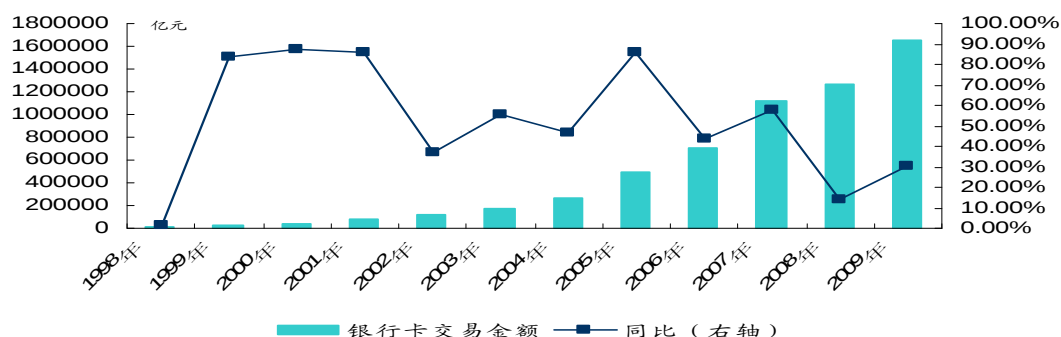
从行业的情况来看，1998 年至 2009 年，国内银行卡发卡量和银行卡交易金额增长迅速，分别增长了 17 倍和 125 倍。随着经济高速增长和居民财富积累及消费意愿增强，未来的银行卡发卡量和交易金额将进入高速发展期。占据领先优势的光大银行在银行卡业务方面仍有希望继续快速发展。

图 1：（行业）银行卡发卡量及同比增速



资料来源：长江证券研究部

图 2：（行业）银行卡交易金额及同比增速



资料来源：长江证券研究部

光大银行卡业务发展上，信用卡业务尤为突出。信用卡收入占银行卡收入比重逐年提高，由 07 年 62.60%，提升到 09 年 77.74%；09 年，信用卡手续费收入达到 4.75 亿元，较 08 年同比增长 158.4%。08 年信用卡手续费收入达到 1.84 亿元，较 07 年同比增长 155.6%；09 年信用卡贷款余额占个人贷款余额比重为 6.38%，较 08 年增加 1.63 个百分点。

表 5: 光大银行信用卡收入情况表

单位: 百万	2007	2008	2009
信用卡当年交易额	5713	17332	52307
信用卡手续费收入	72	184	475
信用卡手续费收入占银行卡收入比重	62.60%	69.43%	77.74%
信用卡手续费收入同比增长	/	155.60%	158.40%
信用卡贷款余额	888	4486	9055
信用卡贷款余额占个人贷款比重	1.24%	4.75%	6.38%

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 长江证券研究部

09 年公司信用卡贷款余额较 90.55 亿元, 较 08 年 101.85%, 08 年信用卡贷款余 44.86 亿元, 同比 405.18%, 两年复合增长 219.33%, 是上市银行中信用卡贷款增长最快的银行。09 年公司信用卡累计发卡量为 640 万张, 同比增长 35.31%, 增长速度居于上市股份制银行之首。

表 6: 上市公司信用卡贷款额度

银行	信用卡贷款额度(百万)		2009	2008	2007
	2009 年同比增速	2008 年同比增速			
工商银行	115.69%	107.46%	36,876	17,097	8,241
建设银行	58.49%	128.39%	36,332	22,924	10,037
中国银行	89.97%	210.82%	31,336	16,495	5,307
交通银行	50.57%	157.08%	30,693	20,384	7,929
招商银行	25.91%	50.15%	40,314	32,019	21,324
农业银行	46.99%	-44.17%	366	249	446
中信银行	24.93%	162.14%	13,918	11,141	4,250
浦发银行	40.03%	92.96%	6,485	4,631	2,400
民生银行	12.09%	134.56%	14,266	12,727	5,426
兴业银行	30.27%	70.69%	6,395	4,909	2,876
深发展	27.65%	85.08%	4,751	3,722	2,011
光大	101.85%	405.18%	9,055	4,486	888

资料来源: 公司公告, 长江证券研究

表 7: 上市公司信用卡累计发卡量

银行	信用卡累计发卡量(万张)			
	2009 年同比增速	2009	2008	2007
工商银行	33.19%	5,201	3,905	2,338
建设银行	29.56%	2,424	1,871	1,260
中国银行	42.31%	2,247	1,579	1,139
交通银行	50.00%	1,500	1,000	500
招商银行	12.73%	3,073	2,726	2,068
农业银行	66.30%	1,543	928	325
中信银行	23.71%	934	755	422
浦发银行	27.30%	373	293	167
民生银行	17.57%	763	649	334
兴业银行	16.50%	572	491	305
深发展(流通卡量)	21.33%	364	300	188
光大	35.31%	640	473	/

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

信用卡业务高速发展也带来了资产质量风险隐忧。09 年公司信用卡不良贷款额为 5.06 亿元, 占总不良贷款比重 6.20%, 较 08 年增加 5.5 个百分点; 不良贷款率为 5.59%, 较 08 年增加 4.21 个百分点; 随着不良贷款的增长, 09 年信用卡损失准备对不良贷款比率下滑至 125%。未来公司信用卡业务最大的风险就是资产质量下滑所引致的拨备提升进而侵蚀公司利润。

表 8: 公司信用卡不良贷款情况表

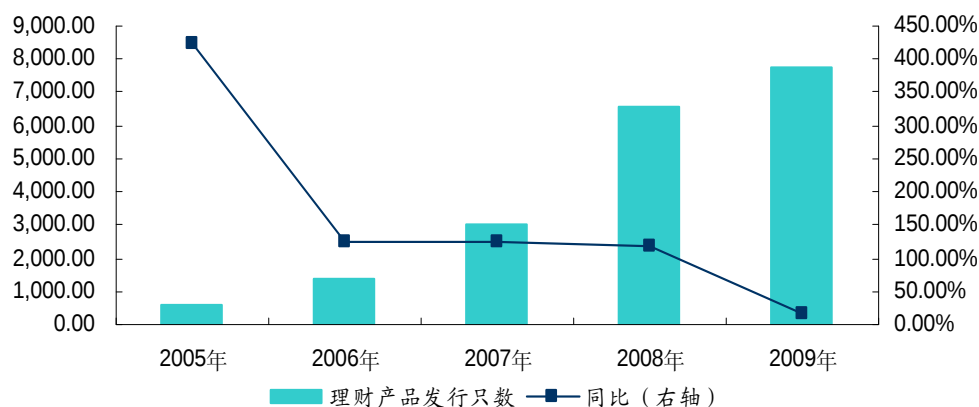
单位: 百万	2007	2008	2009
信用卡不良贷款额	28	62	506
信用卡不良贷款额占总不良贷款比重	0.10%	0.70%	6.20%
信用卡不良率	3.14%	1.38%	5.59%
信用卡损失准备对不良贷款比率	128.82%	237.70%	125%

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 长江证券研究部

理财手续费收入高速增长可持续

从整个行业来看，05至09年理财产品只数增长了10倍。国内金融市场逐步完善，居民财富积累和理财观念的加强，导致未来金融产品发行量和规模将迅猛增长，提升银行的代理收入。

图 3：国内理财产品只数和同比



资料来源：长江证券研究部

近年来，公司理财服务手续费收入和理财产品规模增长迅速。09年公司理财服务手续费收入6.76亿元，同比增长59.06%；公司2008年发行理财产品规模2458.62亿元，超过2004-2007年四年总和；2009年理财产品发行规模为1,999.00亿元，创新“阳光私募基金宝”等新产品，健全和丰富了理财产品系列，未来公司理财业务将持续高速增长。

表 9：公司理财服务手续费收入情况表

单位：亿元	2007	2008	2009
理财服务手续费收入	1.88	4.25	6.76
理财服务手续费同比增长	180.60%	126.06%	59.06%
预计手续费率	0.21%	0.17%	0.34%
发行理财产品规模	912.00	2,458.62	1,999.00
发行规模同比增长	66.12%	169.59%	-18.69%

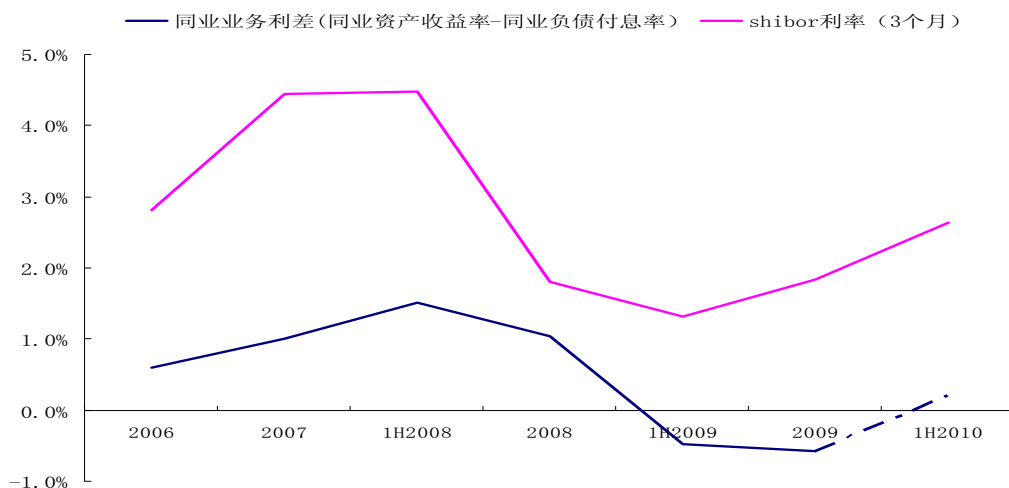
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

同业利差扩大主导息差反弹

同业业务是未来息差反弹主要驱动因素

一般来说，银行的同业业务有两个功能，一是通过头寸管理，调节银行流动性，二是实现同业业务收入。银行拆借资金首要功能是满足头寸管理，银行头寸管理功能使得同业负债利率对货币市场利率较不敏感。银行的第二大功能即强调同业业务收入功能，同业资产收益率对货币市场利率具有很强的敏感性，使得银行同业业务利差相对 SHIBOR 利率具有很强的相关性。从下图可以看出银行的同业业务利差与 SHIBOR 利率有正相关的关系，即 SHIBOR 利率走强时，同业业务利差也走强，反之则反。未来央行货币政策进入适度从紧的概率较大，即 shibor 长期上升的概率较大，因此同业利差将有逐步扩大的趋势。

图 4：部分银行同业业务利差和 SHIBOR 利率的关系



资料来源：公司公告，长江证券研究部

注：部分银行包括工行、建行、交行、招行和中信银行；同业资产收益率=银行同业资产利息总和/银行平均同业资产总和；同业负债付息率=银行同业负债付息总和/银行平均同业负债总和，同业业务利差=同业资产收益率-同业负债付息率。

09 年公司的同业资产占总资产的比重较高，为 19.28%，我们认为未来随着 SHIBOR 利率上行，公司的同业业务利差扩大，公司的同业业务是息差反弹的主要驱动因素。

表 10：同业资产占总资产的比重

同业资产占总资产的比重	2007	2008	2009
工行	3.17%	3.40%	5.47%
建行	3.43%	3.42%	7.41%
中行	10.54%	9.65%	7.81%
交行	7.48%	12.38%	6.73%
农行	4.03%	5.04%	5.99%
招行	18.28%	11.86%	13.06%
中信	14.31%	9.10%	15.04%
浦发	11.20%	19.03%	13.60%
民生	9.67%	6.37%	9.45%
兴业	25.40%	22.25%	18.91%
光大	10.91%	15.09%	19.28%
深发展	11.47%	13.80%	10.53%
华夏	22.46%	21.63%	28.66%
北京	15.13%	17.17%	12.61%
宁波	8.81%	16.50%	10.76%
南京	10.72%	9.25%	16.01%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 11：同业负债占总资产的比重

同业负债占总资产的比重	2007	2008	2009
工行	11.50%	6.67%	8.81%
建行	9.96%	6.50%	9.59%
中行	10.17%	11.54%	12.46%
交行	15.70%	21.26%	19.74%
农行	7.55%	5.12%	7.89%
招行	20.23%	10.56%	12.82%
中信	11.17%	9.30%	15.98%
浦发	7.54%	19.30%	13.00%
民生	16.34%	15.20%	10.68%
兴业	27.63%	24.87%	21.37%
光大	17.43%	15.47%	22.46%
深发展	14.61%	17.36%	16.24%
华夏	18.23%	24.70%	23.20%
北京	14.66%	11.90%	5.74%
宁波	12.42%	10.99%	21.34%
南京	15.09%	15.37%	21.10%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

贷款长期化有利于短期息差提升

从公司类贷款期限结构来看，09 年中长期贷款占比为 61.2%，较 08 年提升 9.5 个百分点；从个人贷款的期限结构来看，09 年期限较长的按揭贷款占比为 66.31%，较 08 年提升 4.53 个百分点。贷款长期化趋势明显，有利于提升公司的息差。

但未来加息环境下，中长期贷款重定价频率较低，息差提升幅度难以超越其他股份制银行。

表 12：公司类贷款期限结构分析

	2009		2008		2007	
单位：百万	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
短期贷款	178,958	38.8	164,789	48.3	156,239	47.2
中长期贷款	282,497	61.2	176,224	51.7	175,114	52.8
公司贷款总额	461,454	100	341,013	100	331,353	100

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 13：个人贷款期限结构分析

单位：百万	2009		2008		2007	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
个人贷款及垫款	140,783	99.26%	90,533	95.86%	66,426	92.63%
住房抵押贷款	94,046	66.31%	58,352	61.78%	47,080	65.65%
工程机械贷款	26,481	18.67%	18,748	19.85%	11,864	16.54%
信用卡贷款	9,055	6.38%	4,486	4.75%	888	1.24%
其他	11,201	7.90%	8,948	9.47%	6,594	9.20%
固定利率房贷	1,053	0.74%	3,913	4.14%	5,283	7.37%
个人贷款总额	141,835	100.00%	94,446	100.00%	71,709	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

资产质量相对稳健，未来信用成本居于行业中间水平

资产质量相对稳健

09 年底，公司不良贷款 81.23 亿元，较 08 年下降 12.39 亿元，不良率为 1.25%，较 08 年下降 0.76 个百分点；09 年底，公司不良毛生成率为 -0.10%，处于上市股份制银行最低水平，预计未来仍保持较低的毛生成率，显示公司资产质量较为稳健。08 年不良贷款和不良贷款率较 07 年下降了 93.85 亿元和 2.53 个百分点，不良毛生成率仅为 -1.98%，之所以下降幅度较大，是因为公司 2008 年 4 月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权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。

表 14：公司五级分类情况

	2007	2008	2009
正常类	384,412	429,371	622,261
关注类	9,125	25,840	17,533
不良贷款	18,747	9,362	8,123
次级类	1,228	1,834	1,010
可疑类	12,248	4,800	3,523
损失类	5,271	2,728	3,590
合计	412,284	464,573	647,917
正常类比例	93.24%	92.42%	96.04%
关注类比例	2.21%	5.56%	2.71%
不良率	4.55%	2.02%	1.25%
次级类	0.30%	0.39%	0.16%
可疑类	2.97%	1.03%	0.54%
损失类	1.28%	0.59%	0.55%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 15：各上市银行不良毛生成率

	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	-0.46%	0.12%	-0.08%	0.16%	0.43%
建行	-0.09%	0.15%	-0.11%	0.32%	0.53%
中行	-0.10%	0.14%	-0.10%	0.29%	0.75%
交行	0.56%	0.39%	0.15%	0.26%	0.55%
农行	2.45%	2.50%	-0.35%	-0.33%	0.27%
招行	-0.27%	-0.15%	0.03%	0.02%	0.16%
中信	0.00%	0.24%	0.28%	0.22%	0.43%
浦发	0.07%	0.22%	-0.02%	0.22%	0.49%
民生	0.33%	0.41%	0.11%	0.35%	0.54%
兴业	0.02%	0.09%	-0.01%	0.24%	0.33%
光大	11.24%	-1.93%	-0.10%	0.22%	0.43%
深发展	0.11%	0.42%	0.11%	0.16%	0.32%
华夏	0.46%	0.48%	0.49%	0.49%	0.66%
北京	-0.64%	0.13%	-0.07%	0.06%	0.33%
宁波	0.13%	0.68%	0.31%	0.17%	0.50%
南京	-0.05%	0.75%	0.39%	0.50%	0.77%

资料来源：长江证券研究部

从贷款分类情况来看，09 年公司贷款不良额为 64.62 亿元，较 08 年下降 16.69 亿元，不良率为 1.4%，较 08 年下降 0.98 个百分点；09 年个人贷款不良额为 16.61 亿元，较 08 年增加 4.30 亿元，不良率为 1.18%，较 08 年下降 0.18 个百分点。总体来看，三年来公司的资产质量正在逐渐改善。

表 16: 公司不良贷款情况表

	2009			2008			2007		
	不良额 (百占比 (%))	不良率 (%)	不良额 (百占比 (%))	不良率 (%)	不良额 (百占比 (%))	不良率 (%)	不良额 (百占比 (%))	不良率 (%)	不良率 (%)
公司贷款									
短期贷款	4,259	52.5	2.38	5,741	61.3	3.48	14,160	75.5	9.06
中长期贷款	2,203	27.1	0.78	2,389	25.5	1.36	3,721	19.9	2.13
小计	6,462	79.6	1.4	8,131	86.8	2.38	17,881	95.4	5.4
票据贴现	-	-	-	-	-	-	-	-	-
个人贷款及垫									
住房抵押贷款	821	10.1	0.87	793	8.5	1.36	483	2.6	1.03
信用卡贷款	506	6.2	5.59	62	0.7	1.38	28	0.1	3.14
其他贷款	333	4.1	0.88	377	4	1.36	355	1.9	1.92
小计	1,661	20.4	1.18	1,231	13.2	1.36	866	4.6	1.3
不良贷款总额	8,123	100	1.25	9,362	100	2	18,747	100	4.49

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

大部分上市股份制银行不良率都低于 1%, 09 年底光大银行的不良率为 1.25%, 但比华夏银行低。公司消耗历史不良资产还需要一定的时间, 资产质量仍有待于进一步改善。

表 17: 各上市银行不良率

	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	2.74%	2.29%	1.54%	1.31%	1.33%
建行	2.60%	2.21%	1.50%	1.39%	1.53%
中行	3.12%	2.65%	1.52%	1.35%	1.68%
交行	2.05%	1.92%	1.36%	1.22%	1.35%
农行	23.57%	4.32%	2.91%	2.08%	1.98%
招行	1.54%	1.11%	0.82%	0.70%	0.83%
中信	1.48%	1.36%	0.95%	0.84%	0.96%
浦发	1.46%	1.21%	0.80%	0.74%	0.96%
民生	1.22%	1.20%	0.84%	0.83%	1.01%
兴业	1.15%	0.83%	0.54%	0.60%	0.74%
光大	4.55%	2.02%	1.25%	1.15%	1.24%
深发展	5.64%	0.68%	0.68%	0.68%	0.82%
华夏	2.25%	1.82%	1.50%	1.30%	1.29%
北京	2.06%	1.55%	1.02%	0.83%	0.86%
宁波	0.36%	0.92%	0.79%	0.72%	0.96%
南京	1.79%	1.64%	1.22%	1.23%	1.52%

资料来源: 长江证券研究部

公司拨备仍有提升空间, 信用成本居中

从公司的贷款拨备/贷款余额的比率来看, 09 年为 2.41%, 高于大部分股份制银行。但是公司

09 年拨备覆盖率为 192.15%，高于监管部门要求 150%，但仍低于大部分上市股份制银行，未来公司拨备覆盖率将继续提高，预计 10 年和 11 年拨备覆盖率为 205.42%和 199.48%。

表 18: 各上市银行拨备覆盖率

拨备覆盖率	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	103.50%	130.11%	164.26%	182.44%	179.50%
建行	104.41%	131.58%	174.14%	185.01%	178.24%
中行	107.70%	121.45%	151.42%	179.33%	175.01%
交行	95.85%	116.88%	151.91%	181.10%	183.31%
农行	93.56%	63.57%	105.41%	164.81%	182.68%
招行	180.39%	221.58%	246.65%	287.89%	260.38%
中信	110.01%	150.03%	149.33%	180.61%	187.55%
浦发	191.08%	192.49%	245.92%	265.18%	226.15%
民生	113.14%	150.04%	206.25%	217.47%	200.06%
兴业	155.19%	226.56%	255.10%	252.38%	238.62%
光大	90.70%	149.97%	192.15%	205.42%	199.48%
深发展	48.29%	105.22%	159.80%	189.65%	201.40%
华夏	109.27%	151.22%	167.41%	178.71%	175.59%
北京	119.88%	180.21%	215.02%	251.67%	247.84%
宁波	360.00%	131.58%	172.28%	220.74%	196.42%
南京	146.94%	170.07%	174.13%	190.02%	181.20%

资料来源：长江证券研究部

表 19: 各上市银行贷款拨备/贷款余额

贷款拨备/贷款余额	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	2.92%	2.97%	2.54%	2.38%	2.39%
建行	2.72%	2.91%	2.61%	2.58%	2.73%
中行	3.39%	3.26%	2.30%	2.43%	2.95%
交行	1.96%	2.24%	2.07%	2.21%	2.48%
农行	22.94%	2.75%	3.06%	3.42%	3.62%
招行	2.79%	2.45%	2.02%	2.01%	2.17%
中信	1.62%	2.04%	1.43%	1.51%	1.80%
浦发	2.78%	2.34%	1.97%	1.97%	2.17%
民生	1.38%	1.81%	1.73%	1.80%	2.02%
兴业	1.78%	1.88%	1.37%	1.51%	1.77%
光大	6.61%	3.02%	2.41%	2.36%	2.48%
深发展	2.73%	0.71%	1.09%	1.29%	1.64%
华夏	2.46%	2.76%	2.50%	2.31%	2.27%
北京	2.47%	2.79%	2.19%	2.09%	2.14%
宁波	1.28%	1.40%	1.35%	1.59%	1.88%
南京	2.63%	2.79%	2.12%	2.34%	2.75%

资料来源：长江证券研究部

由于总拨备覆盖率较高，未来计提压力主要来自于新增不良贷款，而光大贷款相对稳健，未来信用成本有望居于行业中间水平。

表 20：各上市银行信用成本

信用成本	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	0.85%	0.84%	0.38%	0.43%	0.61%
建行	0.64%	0.96%	0.56%	0.64%	0.75%
中行	0.40%	0.55%	0.33%	0.71%	1.05%
交行	0.63%	0.92%	0.78%	0.79%	0.93%
农行	0.63%	1.32%	1.21%	1.01%	0.84%
招行	0.45%	0.45%	0.29%	0.46%	0.59%
中信	0.54%	0.84%	0.30%	0.57%	0.75%
浦发	0.70%	0.56%	0.36%	0.53%	0.69%
民生	0.45%	0.96%	0.58%	0.60%	0.74%
兴业	0.43%	0.96%	0.09%	0.50%	0.62%
光大	0.91%	1.29%	0.39%	0.53%	0.75%
深发展	0.95%	2.83%	0.44%	0.44%	0.66%
华夏	1.20%	1.34%	0.85%	0.70%	0.80%
北京	0.49%	0.97%	0.28%	0.42%	0.62%
宁波	0.31%	0.96%	0.66%	0.63%	0.74%
南京	0.67%	1.11%	0.65%	0.94%	1.11%

资料来源：长江证券研究部

需关注的两类贷款—房地产贷款和融资平台贷款

房地产行业贷款占比提升快

09 年公司房地产行业贷款占比为 9.84%，较 08 年占比增加 3.01 个百分点，是占比增加最多的上市银行。从 09 年占比的绝对值 9.84% 来看，公司在股份制银行中仅低于民生银行，高于兴业银行 0.45 个百分点。09 年公司房地产行业贷款高速增长，在宏观调控房地产的大环境下，资产质量是未来关注的重点之一。

表 21：各上市银行房地产行业贷款占比变化情况

房地产行业占比变化情况	2009	200809 年相对 08 年比重	
工商银行	8.29%	8.45%	-0.16%
建设银行	7.68%	8.96%	-1.28%
中国银行	7.47%	8.24%	-0.77%
交通银行	7.03%	6.67%	0.36%
招商银行	5.67%	5.67%	0.01%
中信银行	4.35%	7.66%	-3.31%
兴业银行	9.39%	11.81%	-2.42%
浦发银行	8.71%	9.17%	-0.46%
华夏银行	7.80%	6.50%	1.29%
民生银行	11.75%	13.69%	-1.95%
光大银行	9.84%	6.83%	3.01%
北京银行	13.61%	11.56%	2.05%
南京银行	9.54%	8.47%	1.07%
宁波银行	8.94%	5.75%	3.19%
深发展	6.47%	5.60%	0.87%

资料来源：长江证券研究部

政府融资平台贷款增长低于同业

我们预估的公司 09 年底政府融资平台贷款余额为 2157.92 亿元，较 08 年增加 446.03 亿元，占比为 36.58%，较 08 年增加 2.51 个百分点。09 年公司融资平台贷款增量占 09 年贷款总额的比重仅为 7.56%，低于大部分上市股份制银行，仅高于招商银行。公司的融资平台贷款增长速度较慢，有利于缓解拨备压力。

表 22：预估的上市银行政府融资类贷款情况

单位：百万元	2009 年基建贷款总量	占 2008 年基建贷款总量	2009 年基建类贷款比重	09 年相对 08 年增量	占 09 年贷款余额比重		
	建贷款总量 (%)	款总量 (%)		贷款比重变的增量	贷款余额比重		
工行	2,191,273	38.25	1,703,879	37.27	0.98	487,394	8.51
建行	1,514,727	32.45	1,147,447	31.22	1.23	367,280	7.87
中行	1,819,192	37.04	1,094,412	33.20	3.84	724,780	14.76
交行	611,984	33.27	396,673	29.85	3.42	215,311	11.71
招行	246,410	21.81	189,599	22.75	-0.94	56,811	5.03
中信	312,167	29.29	191,552	28.81	0.49	120,615	11.32
兴业	233,935	33.34	106,199	21.26	12.08	127,736	18.20
浦发	288,251	31.02	196,601	28.19	2.83	91,650	9.86
华夏	115,850	26.93	70,813	19.92	7.01	45,037	10.47
民生	315,314	35.70	221,850	33.70	2.00	93,464	10.58
光大	215,792	36.58	171,189	39.10	-2.51	44,603	7.56
北京	121,223	44.34	80,292	41.59	2.75	40,931	14.97
南京	24,406	36.42	12,413	30.90	5.52	11,993	17.90
宁波	17,139	20.93	5,106	10.39	10.54	12,033	14.69
深发展	105,992	29.48	71,764	25.29	4.19	34,228	9.52

资料来源：上市公司公告，长江证券研究部

注：我们预估的政府融资平台贷款=交通运输、仓储和邮政业+水电气生产和供应业+水利、环境和公共设施管理业+社会服务业+租赁和商务服务业

网点资源居于股份制银行中等，网点布局较为合理

网点建设偏向中部和发达地区

公司网点数分布最多的四个区域是长江三角洲、珠江三角洲、环渤海地区和中部地区。09 年长江三角洲、珠江三角洲和环渤海地区的网点数总和为 288 个，较 08 年增加 37 个，占比为 59.63%，较 08 年增加 0.85 个百分点；09 年中部地区网点数为 72 个，较 08 年增加 11 个，占比为 14.91%，较 08 年增加 0.62 个百分点。

表 23: 网点的地区分布

	2009		2008		2007	
	境内机构（个）占比（%）		境内机构（个）占比（%）		境内机构（个）占比（%）	
总行	1	0.21	1	0.23	1	0.25
长江三角洲	95	19.67	81	18.97	75	18.94
珠江三角洲	87	18.01	77	18.03	71	17.93
环渤海地区	106	21.95	93	21.78	85	21.46
中部地区	72	14.91	61	14.29	54	13.64
西部地区	60	12.42	54	12.65	50	12.63
东北地区	62	12.84	60	14.05	60	15.15
境内机构总数	483	100	427	100	396	100

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司创造利润最多的四个区域为长江三角洲、珠江三角洲、环渤海地区和中部地区。09 年长江三角洲、珠江三角洲和环渤海地区的营业收入总和、利润额总和占比分别为 70.25%、70.77%，其中中部地区的营业收入、利润总额占比为 13.13%和 13.86%，分别较 08 年提高 0.32 个百分点和 3.66 个百分点；未来受益于中部崛起和中部经济高速发展，公司中部地区业务发展将得到有力的保障。

表 24：分地区营业收入和利润总额情况

	2009				2008				2007			
	营业收入	占比	利润总额	占比	营业收入	占比	利润总额	占比	营业收入	占比	利润总额	占比
长江三角洲	5,439	22.42%	2,059	19.62%	5,942	24.06%	1,370	17.29%	4,675	23.32%	2,586	30.83%
珠江三角洲	2,951	12.16%	1,515	14.44%	3,730	15.10%	1,037	13.09%	2,903	14.48%	162	1.93%
环渤海地区	5,469	22.54%	2,398	22.85%	6,663	26.97%	3,344	42.20%	4,595	22.92%	2,434	29.01%
中部地区	3,184	13.13%	1,454	13.86%	3,162	12.80%	808	10.20%	2,773	13.83%	1,361	16.22%
西部地区	2,868	11.82%	1,079	10.28%	2,749	11.13%	952	12.01%	2,132	10.64%	755	9.00%
东北地区	1,550	6.39%	395	3.76%	1,904	7.71%	800	10.10%	1,412	7.04%	607	7.24%
总行	2,797	11.53%	1,593	15.18%	552	2.23%	-387	-4.88%	1,555	7.76%	485	5.78%
合计	24,259	100.00%	10,493	100.00%	24,701	100.00%	7,924	100.00%	20,044	100.00%	8,389	100.00%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

网点资源、人均指标居于股份制中等水平

公司 09 年网点数为 483 个，网点数多于民生银行、华夏银行和深发展银行，处于股份制银行中下水平。公司 09 年员工数 19,217 个，上市股份制银行中仅高于华夏银行和深发展银行。综合来看，公司的网点资源、员工方面，略好于民生银行和华夏银行。

表 25：上市银行网点数比较

网点数	2007	2008	2009
工行	16,588	16,386	16,394
建行	13,457	13,383	13,392
中行	10,834	10,789	10,961
交行	2,610	2,636	2,648
农行	24,452	24,064	23,624
招行	579	674	745
中信	485	544	616
浦发	408	491	565
民生	327	374	434
兴业	390	441	503
光大	396	427	483
深发展	253	282	302
华夏	287	313	349
北京	133	156	169
宁波	72	81	88
南京	61	64	69

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 26: 上市银行员工数比较

员工数	2007	2008	2009
工行	381,713	385,609	389,827
建行	298,868	298,581	301,537
中行	237,379	249,278	262,566
交行	68,083	77,734	79,122
农行	447,519	441,883	441,144
招行	28,971	36,916	40,340
中信	15,070	21,385	24,180
浦发	14,128	17,695	21,877
民生	17,766	19,853	26,039
兴业	11,851	19,536	22,004
光大	15,179	16,987	19,217
深发展	7,499	7,096	9,096
华夏	9,390	11,109	12,301
北京	4,854	5,451	5,681
宁波	1,943	2,818	3,412
南京	1,630	2,101	2,520

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

09 年公司人均职工费用 28 万, 比 08 年增加 1 万, 但其绝对值居于上市银行中下水平。

09 年公司营业网点平均人数为 40 个, 基本上处于上市股份制银行中间水平, 少于招商银行、民生银行和兴业银行, 多于中信银行、浦发银行、深发展银行和华夏银行。

表 27: 上市银行人均职工费用比较

人均职工费用(万)	2007	2008	2009
工行	14	14	16
建行	17	16	17
中行	15	16	17
交行	14	15	15
农行	7	13	13
招行	28	30	31
中信	32	38	37
浦发	41	46	36
民生	35	40	35
兴业	32	26	24
光大	21	27	28
深发展	28	38	37
华夏	27	31	28
北京	20	26	22
宁波	19	20	26
南京	19	22	25

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 28: 上市银行营业网点平均人数比较

营业网点平均人数	2007	2008	2009
工行	23	24	24
建行	22	22	23
中行	22	23	24
交行	26	29	30
农行	18	18	19
招行	50	55	54
中信	31	39	39
浦发	35	36	39
民生	54	53	60
兴业	30	44	44
光大	38	40	40
深发展	30	25	30
华夏	33	35	35
北京	36	35	34
宁波	27	35	39
南京	27	33	37

资料来源：公司公告，长江证券研究部

未来盈利可实现较快增长

存款瓶颈约束贷款规模快速增长

光大银行贷存比较高，吸收存款优势不够明显，故未来信贷增长难以达到股份制银行平均水平。我们假设能维持在行业平均水平左右，即今明两年贷款增速分别为 19%和 18%。为满足贷存比监管要求，存款增速将会显著提升，预计今明两年存款增速分别达到 27%和 20%，略高于股份制银行水平。

贷存比较高，满足监管 75%的要求压力较大，尤其是 2010 年。

表 29: 各上市银行贷存比

	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	59.05%	55.60%	58.54%	57.79%	57.29%
建行	61.27%	59.50%	60.22%	60.73%	60.21%
中行	64.77%	63.73%	73.84%	73.53%	72.68%
交行	70.99%	71.21%	77.54%	74.78%	74.78%
农行	65.71%	50.84%	55.19%	54.74%	55.21%
招行	71.35%	69.91%	73.74%	74.05%	72.81%
中信	73.07%	70.30%	79.38%	74.83%	74.21%
浦发	72.17%	73.64%	71.70%	71.12%	70.52%
民生	82.68%	83.78%	78.29%	74.56%	73.93%
兴业	79.18%	78.96%	78.68%	75.00%	73.76%
光大	76.26%	76.77%	81.03%	75.92%	74.66%
深发展	78.58%	78.70%	79.08%	74.95%	74.32%
华夏	69.76%	73.24%	73.96%	74.57%	74.88%
北京	59.44%	61.13%	61.17%	61.17%	61.42%
宁波	65.75%	64.49%	74.05%	73.76%	73.18%
南京	60.14%	64.05%	65.63%	66.15%	65.61%

资料来源: 长江证券研究部

为满足贷存比要求, 存款增速被迫提升, 由于公司存款市场份额一直低位徘徊, 吸储优势不明显, 未来吸储压力将进一步增大。

图 5: 光大银行存款增速情况


资料来源: 长江证券研究部

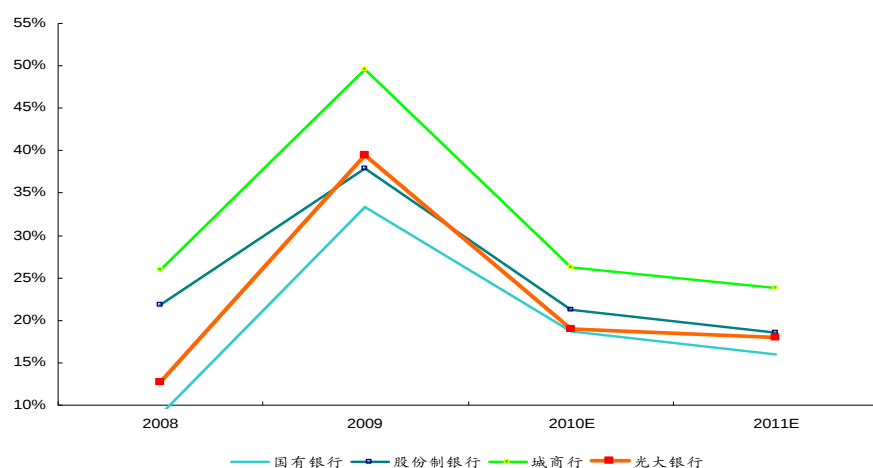
表 30: 各上市银行存款市场份额

存款市场份额	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	17.72%	17.64%	16.35%	15.99%	15.49%
建行	14.60%	14.64%	13.59%	13.08%	12.78%
中行	11.28%	10.94%	11.00%	10.80%	0.00%
交行	4.00%	4.00%	3.97%	4.19%	4.24%
农行	13.40%	12.90%	12.40%	12.78%	12.59%
招行	2.42%	2.61%	2.69%	2.71%	2.74%
中信	2.01%	2.03%	2.27%	2.46%	2.48%
浦发	1.78%	1.78%	1.93%	0.00%	0.00%
民生	1.72%	1.69%	1.89%	1.98%	1.99%
兴业	1.30%	1.35%	1.49%	1.59%	1.62%
光大	1.39%	1.30%	1.34%	1.42%	1.43%
深发展	0.72%	0.77%	0.76%	0.79%	0.79%
华夏	1.13%	1.04%	0.97%	0.00%	0.00%
北京	0.68%	0.68%	0.74%	0.79%	0.82%
宁波	0.14%	0.16%	0.19%	0.20%	0.21%
南京	0.13%	0.14%	0.17%	0.18%	0.19%

资料来源：长江证券研究部

09 年公司存款市场份额 1.34%，贷款市场份额为 1.69%，由于未来存款增速高于同业，而贷款增速低于同业，因此公司未来存款市场份额将有所提升，而贷款市场份额有所回落。

图 6: 光大银行贷款增速情况



资料来源：长江证券研究部

表 31: 各上市银行贷款市场份额

贷款市场份额	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	15.57%	15.07%	14.33%	13.93%	13.69%
建行	12.50%	12.50%	12.06%	11.97%	11.87%
中行	10.50%	10.79%	12.28%	12.21%	0.00%
交行	4.14%	4.28%	4.61%	4.72%	4.89%
农行	12.90%	10.00%	10.20%	10.54%	10.72%
招行	2.57%	2.73%	2.91%	3.02%	3.07%
中信	2.16%	2.19%	2.67%	2.77%	2.84%
浦发	2.11%	2.30%	2.32%	2.39%	2.43%
民生	2.12%	2.17%	2.21%	2.23%	2.27%
兴业	1.50%	1.65%	1.75%	1.80%	1.85%
光大	1.57%	1.53%	1.69%	1.62%	1.65%
深发展	0.84%	0.94%	0.90%	0.89%	0.91%
华夏	1.17%	1.17%	1.08%	1.11%	1.25%
北京	0.59%	0.63%	0.68%	0.73%	0.78%
宁波	0.14%	0.16%	0.20%	0.22%	0.23%
南京	0.11%	0.13%	0.16%	0.18%	0.19%

资料来源: 长江证券研究部

表 32: 个人贷款市场份额

个人贷款市场份额	2007	2008	2009
工行	15.08%	14.88%	15.03%
建行	13.72%	13.68%	13.39%
中行	1.46%	1.38%	1.41%
交行	3.41%	3.59%	3.80%
农行	10.31%	12.28%	10.36%
招行	3.46%	4.08%	4.67%
中信	0.15%	0.15%	0.18%
浦发	1.96%	2.03%	2.17%
民生	1.94%	1.93%	2.00%
兴业	0.26%	0.23%	0.20%
光大	1.31%	1.59%	1.72%
深发展	1.25%	1.29%	1.19%
华夏	0.78%	0.68%	0.58%
北京	0.03%	0.03%	0.05%
宁波	0.24%	0.23%	0.25%
南京	0.10%	0.08%	0.10%

资料来源: 长江证券研究部

公司存款活期化不明显, 09 年活期存款占比为 43.55%, 居于上市股份制银行中下水平; 09 年

公司贷存比为 81.03%，居于股份制银行最高水平。吸储压力大，存款活期化优势不明显，贷存比不达标，贷款增速受到硬性约束，不利于息差快速反弹和资产规模增长。

表 33：各上市银行活期存款占比

活期存款占比	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	51.62%	48.89%	50.30%	52.00%	52.40%
建行	57.28%	52.86%	55.16%	56.20%	57.40%
中行	44.32%	43.99%	46.96%	50.80%	51.60%
交行	51.50%	48.59%	44.64%	48.10%	50.80%
农行	56.93%	53.61%	55.50%	55.70%	56.50%
招行	57.41%	51.29%	54.75%	57.30%	57.30%
中信	51.44%	43.78%	48.00%	48.30%	49.50%
浦发	48.23%	41.86%	45.18%	46.00%	46.00%
民生	43.83%	41.89%	48.60%	50.20%	50.20%
兴业	52.78%	44.20%	50.58%	51.00%	51.00%
光大	51.01%	45.69%	43.55%	43.60%	44.40%
深发展	34.65%	29.27%	27.72%	28.91%	29.79%
华夏	43.92%	41.07%	43.63%	43.60%	43.60%
北京	62.12%	60.70%	56.59%	62.00%	62.00%
宁波	57.32%	60.99%	57.30%	58.40%	58.80%
南京	58.07%	45.75%	48.11%	51.80%	52.60%

资料来源：长江证券研究部

由于公司贷存比过高，未来吸储压力较大，预计未来存款增速被动高于股份制银行平均水平，而贷款增速低于股份制银行平均水平，不利于控制付息负债的付息率，和提升生息资产收益率，抑制息差反弹幅度。

同业利差上升推动息差适度反弹

鉴于公司同业资产和贷款长期化驱动，息差反弹空间较快，但是存贷比限制和活期存款占比低限制息差反弹幅度。预计公司 2010 年和 2011 年息差为 2.13%和 2.29%。

表 34: 各上市银行 NIM

NIM	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	2.80%	2.95%	2.26%	2.43%	2.54%
建行	3.18%	3.24%	2.41%	2.56%	2.64%
中行	2.81%	2.72%	2.04%	2.32%	2.40%
交行	2.84%	3.01%	2.41%	2.45%	2.55%
农行	2.82%	3.03%	2.28%	2.50%	2.58%
招行	3.11%	3.42%	2.23%	2.65%	2.75%
中信	3.12%	3.33%	2.63%	2.74%	2.81%
浦发	3.03%	2.86%	2.19%	2.36%	2.48%
民生	2.31%	2.58%	2.59%	2.84%	2.91%
兴业	2.84%	2.89%	2.33%	2.45%	2.53%
光大	2.77%	2.80%	1.95%	2.13%	2.29%
深发展	3.10%	3.02%	2.47%	2.55%	2.63%
华夏	2.66%	2.53%	1.98%	2.38%	2.44%
北京	2.42%	2.93%	2.38%	2.55%	2.69%
宁波	3.26%	3.46%	2.80%	2.95%	3.02%
南京	3.07%	3.11%	2.56%	2.64%	2.68%

资料来源: 长江证券研究部

息差反弹引致公司营业收入的提升, 未来成本收入比将持续下降, 预期上市后, 未来成本收入比稳定在 45% 以下。

表 35: 各上市银行成本收入比情况

成本收入比	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	40.75%	35.73%	38.85%	37.51%	36.04%
建行	41.54%	36.62%	38.80%	38.00%	36.80%
中行	42.19%	42.64%	45.93%	41.86%	40.81%
交行	38.46%	37.88%	37.40%	35.30%	34.80%
农行	39.73%	50.97%	48.76%	43.31%	42.35%
招行	40.87%	42.93%	51.65%	46.98%	45.57%
中信	42.49%	40.23%	46.50%	45.20%	43.70%
浦发	44.03%	44.25%	44.84%	43.60%	42.60%
民生	54.69%	51.65%	50.05%	48.33%	46.79%
兴业	42.97%	41.41%	43.93%	41.61%	40.56%
光大	39.31%	41.64%	46.76%	45.61%	43.39%
深发展	46.56%	43.93%	47.60%	47.10%	45.60%
华夏	48.05%	49.26%	52.10%	52.90%	51.90%
北京	31.28%	29.33%	33.10%	32.10%	31.10%
宁波	42.69%	46.89%	48.10%	48.60%	47.10%
南京	36.32%	31.01%	38.64%	36.70%	34.70%

资料来源: 长江证券研究部

注: 成本收入比=(营业税金及附加+业务及管理费+其他营业成本)/营业收入

表 36: 各上市银行有效税率

有效税率	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	28.77%	23.50%	22.86%	23.23%	23.21%
建行	31.36%	22.63%	22.90%	22.90%	22.90%
中行	30.82%	24.02%	23.20%	22.95%	22.87%
交行	33.45%	20.38%	21.60%	22.50%	22.50%
农行	44.05%	1.71%	12.07%	21.00%	21.00%
招行	27.56%	21.72%	18.50%	21.50%	21.50%
中信	36.73%	24.94%	24.50%	24.30%	24.30%
浦发	48.90%	18.22%	23.60%	23.80%	23.80%
民生	31.23%	24.74%	23.00%	23.00%	23.00%
兴业	21.30%	18.89%	23.00%	23.00%	23.00%
光大	39.93%	7.68%	27.20%	22.50%	22.50%
深发展	30.55%	22.50%	21.00%	22.80%	22.80%
华夏	45.02%	23.36%	23.00%	23.00%	23.00%
北京	27.67%	22.01%	23.00%	23.00%	23.00%
宁波	19.75%	12.55%	16.00%	19.00%	19.00%
南京	14.64%	16.35%	16.00%	17.00%	17.00%

资料来源：长江证券研究部

净息差上升和中间业务收入增长，推升 ROAA 进一步增加。预计 2010 年 ROAA 为 0.78%，较 09 年上升 0.04 个百分点。公司 10 年的 ROAE 可能会由于上市融资的摊薄效应而有所下降，预计 10 年 ROAE 为 16.60%。

表 37: 各上市银行 ROAA

ROAA	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	1.01%	1.16%	1.20%	1.26%	1.32%
建行	1.15%	1.31%	1.24%	1.28%	1.32%
中行	1.09%	0.99%	0.99%	1.04%	1.04%
交行	1.08%	1.19%	1.01%	1.04%	1.02%
农行	-	0.84%	0.82%	0.94%	1.07%
招行	1.36%	1.46%	1.01%	1.12%	1.12%
中信	0.95%	1.20%	0.97%	0.92%	0.94%
浦发	0.69%	1.13%	0.90%	0.91%	0.89%
民生	0.78%	0.79%	0.98%	0.96%	0.95%
兴业	1.17%	1.22%	1.12%	1.07%	1.05%
光大	-	0.92%	0.74%	0.78%	0.82%
深发展	0.83%	0.15%	0.94%	0.94%	0.93%
华夏	0.40%	0.46%	0.47%	0.67%	0.67%
北京	1.07%	1.40%	1.18%	1.27%	1.28%
宁波	1.44%	1.49%	1.09%	1.22%	1.09%
南京	1.36%	1.71%	1.26%	1.25%	1.27%

资料来源：长江证券研究部

表 38: 各上市银行 ROAE

ROAE	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	16.14%	19.32%	20.09%	21.66%	22.37%
建行	18.42%	20.82%	20.74%	22.98%	23.85%
中行	14.24%	13.70%	15.83%	16.91%	16.72%
交行	19.13%	20.78%	19.37%	20.11%	19.86%
农行	-	17.71%	20.52%	19.83%	19.87%
招行	24.76%	28.35%	21.17%	22.20%	20.51%
中信	14.08%	14.67%	14.54%	16.33%	17.56%
浦发	20.74%	35.76%	24.10%	18.29%	17.02%
民生	18.19%	14.91%	16.85%	16.32%	17.23%
兴业	31.17%	25.90%	24.25%	22.21%	20.90%
光大	-	25.21%	18.75%	16.60%	15.81%
深发展	26.02%	4.18%	27.17%	23.36%	20.49%
华夏	17.01%	15.17%	12.89%	14.49%	12.54%
北京	18.34%	17.91%	15.59%	18.48%	19.43%
宁波	16.95%	15.82%	16.21%	17.46%	14.69%
南京	14.46%	13.68%	13.03%	14.33%	14.30%

资料来源：长江证券研究部

融资后核心资本仍居行业中下水平，但总拨备水平较高

预计公司上市补充完资本后，10 年资本充足率为 12.45%，核心资本充足率为 8.41%，处于上市股份制银行的中下水平。

表 39: 各上市银行核心资本充足率

核心资本充足率	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	10.99%	10.75%	9.90%	10.45%	10.73%
建行	10.37%	10.17%	9.62%	8.91%	9.74%
中行	10.74%	11.25%	9.06%	9.84%	8.97%
交行	10.27%	9.54%	8.35%	9.07%	8.84%
农行	-	8.04%	7.74%	10.01%	9.57%
招行	9.02%	6.56%	6.64%	8.83%	8.86%
中信	13.14%	12.32%	9.14%	8.87%	8.61%
浦发	5.01%	5.03%	6.95%	9.32%	8.42%
民生	7.40%	6.60%	8.90%	8.38%	8.38%
兴业	8.83%	8.94%	8.05%	9.04%	9.04%
光大	6.20%	5.98%	6.84%	8.41%	8.11%
深发展	5.77%	6.15%	5.37%	7.16%	7.45%
华夏	4.30%	7.46%	6.94%	10.94%	10.18%
北京	17.47%	16.42%	12.45%	11.85%	11.77%
宁波	18.99%	10.17%	9.22%	12.08%	10.96%
南京	27.38%	20.68%	12.69%	14.42%	13.50%

资料来源：长江证券研究部

表 40：各上市银行资本充足率

资本充足率	2007	2008	2009	2010E	2011E
工行	13.09%	13.06%	12.31%	13.18%	13.23%
建行	12.58%	12.16%	11.88%	11.00%	11.66%
中行	12.34%	12.37%	11.39%	12.03%	10.99%
交行	14.44%	13.47%	11.63%	15.68%	14.68%
农行	-	9.41%	10.07%	13.08%	12.39%
招行	10.67%	11.34%	10.47%	11.58%	11.34%
中信	15.27%	14.32%	11.36%	12.22%	11.58%
浦发	9.15%	9.06%	10.35%	12.96%	11.70%
民生	10.73%	9.22%	10.67%	10.49%	10.33%
兴业	11.73%	11.24%	10.85%	11.61%	11.32%
光大	7.19%	9.10%	10.39%	12.45%	11.86%
深发展	5.77%	8.53%	8.67%	9.91%	9.91%
华夏	8.27%	11.40%	10.28%	13.92%	12.83%
北京	20.11%	19.66%	14.80%	16.86%	16.23%
宁波	21.00%	12.16%	10.48%	13.25%	12.07%
南京	30.67%	24.12%	13.82%	15.38%	14.41%

资料来源：长江证券研究部

09 年公司流动性比例（本币）为 35.15%，较 08 年下降 6.56 个百分点。横向来看，09 年公司的流动性比例处于中等水平，可见公司应付流动性风险的能力属于股份制行业中等水平。

表 41：各上市银行流动性比例（本币）

单位：%	2007	2008	2009
工行	26.8	33.3	30.7
建行	40.98	52.74	49.63
中行	32.6	48.8	45.3
交行	27.07	39.62	27.83
农行	37.04	44.79	40.99
招行	41.7	43.14	34.47
中信	38.9	51.37	48.12
浦发	39.6	55.24	48.71
民生	34.94	45.5	34.56
兴业	39.22	41.04	32.07
光大	39.71	41.71	35.15
深发展	39.33	41.5	38.59
华夏	48.15	52.9	28.68
北京	72.01	63	46.99
宁波	61.62	56.44	46.17
南京	43.8	50.24	40.24

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利与估值

盈利预测

我们预测光大银行 2010 年净利润达到 104 亿，同比增长 36%，对应发行后每股收益为 0.26 元，每股净资产 1.91 元。以下是我们详细盈利预测的基本假设。

资产增速：

尽管光大银行本次募集资金后，核心资本充足，满足未来两年的高成长，但由于光大银行贷存比较高，吸收存款优势不够明显，故未来信贷增长难以达到股份制银行平均水平。我们假设能维持在行业平均水平左右，即今明两年贷款增速分别为 19% 和 18%。为满足贷存比监管要求，存款增速将会显著提升，预计今明两年存款增速分别达到 27% 和 20%，略高于股份制银行水平。

息差变化：

未来两三年，货币政策进入适度从紧的概率较大，银行间拆借利率呈上升态势。光大银行较高比例的同业资产和负债的资产结构将受益，有利于息差的扩大，但由于压缩贷存比和主动扩大存款的压力，将使得 2010 年息差反弹不够明显，而 2011 年将有较显著的上升。

手续费收入：

光大银行在银行卡和理财业务方面，居于股份制银行中领先水平，未来两项业务有望引领中间业务快速发展，我们预计今明两年手续费净收入增速分别达到 35% 和 28%。

成本收入比：

光大银行人均费用水平居于股份制银行中等偏下水平，未来压缩费用使得成本收入比下降的空间不大，但息差的反弹引致的营业收入增长会小幅降低成本收入比。

资产质量：

2009 年信贷投放上，房地产开发类占比有显著提升，但基建类投资比例并不高，相对股份制银行，信贷结构比较均衡。目前信贷拨备总水平比较高，未来信贷计提压力并不大，预计今明两年信用成本分别为 0.53% 和 0.75%，处于股份制银行中等水平。

绝对估值

我们使用三阶段红利贴现估值模型对光大银行进行估值测算，结果显示光大银行合理股价在 3.47 元左右。三阶段分别为：第一阶段，高增长阶段（4 年），通过详细预测财务报表，测算每个年度盈利状况，这个阶段净利润年复合增长率约为 25%，股息派发率由 20% 缓慢升至 30%；第二阶段，平稳过渡期（14 年），公司逐步由高速发展进入到平稳期（同步伴随中国宏观经济增速回落），这个阶段假设盈利增速平稳回落，股息派发率平稳上升，净利润复合增长率为 6.3%；第三阶段，永续期发展期，假设盈利增速稳定在 4.2%，股息派发率稳定在 63%。以下是三阶段估值过程：

表 42: DDM 估值模型

DDM 估值假设	贝塔系数	无风险利率	股权风险溢价	股权回报率	股息发放率	净利润复合增长率	各阶段红利价值现值（百万）
高增长期（4 年）	1.10	3.50%	6.80%	10.98%	股息发放率从 20% 递增至 30%	年复合增长率 25%	12,526
平稳发展期（15 年）	1.10	3.50%	6.80%	10.98%	从 30% 稳步上升至 63%	年复合增长率 6.3%	72,664
成熟期	1.10	3.50%	6.80%	10.98%	63.00%	永续期增长率 4.2%	55,097
合计							140,287
股价（股本 404 亿）							3.47

资料来源：长江证券研究部

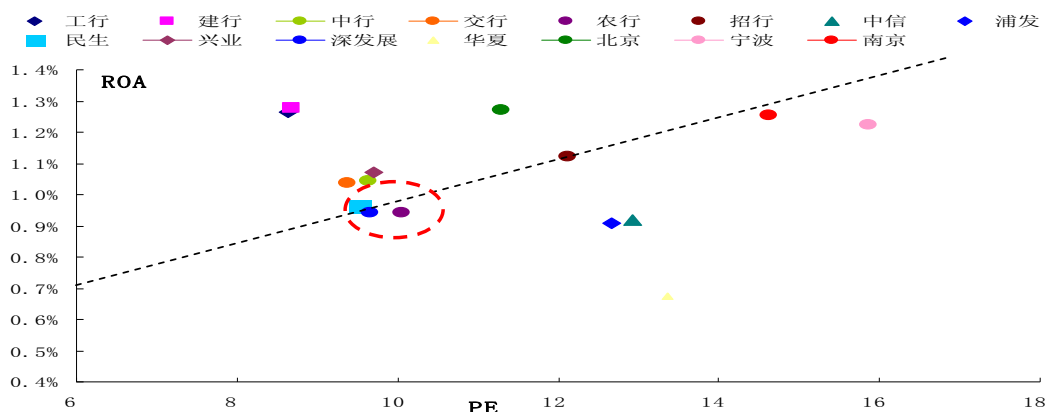
相对估值

相对估值方面，我们主要参考 ROA、ROE 两项盈利指标、盈利增速和其增长潜力（包括息差走势和信用成本趋势等）以及市值等。

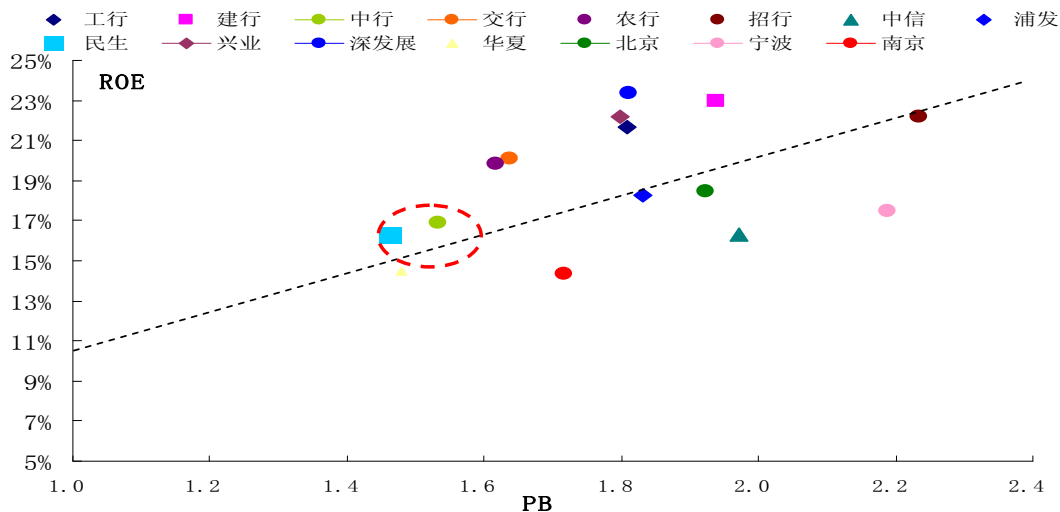
表 43: 上市银行估值表

	PE		PB		ROAA		ROAE		净利润增长		最新股价	自由流通市值
	2009	2010E	2009	2010E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E		
工行	11.2	9.1	2.1	1.8	1.3%	1.3%	21.7%	22.4%	26.2%	22.2%	4.31	609
建行	10.9	8.7	2.1	1.9	1.3%	1.3%	23.0%	23.9%	25.1%	21.3%	4.95	447
中行	11.3	9.6	1.8	1.5	1.0%	1.0%	16.9%	16.7%	28.7%	17.3%	3.58	251
交行	10.7	9.4	1.9	1.6	1.0%	1.0%	20.1%	19.9%	30.7%	22.0%	6.56	1033
农行	11.2	10.0	2.1	1.6	0.9%	1.1%	19.8%	19.9%	38.9%	30.4%	2.79	427
招行	15.6	12.1	3.0	2.2	1.1%	1.1%	22.2%	20.5%	41.8%	21.2%	14.52	1660
中信	16.2	12.9	2.3	2.0	0.9%	0.9%	16.3%	17.6%	25.6%	23.9%	5.99	141
浦发	9.2	12.7	1.9	1.8	0.9%	0.9%	18.3%	17.0%	28.4%	22.2%	14.98	1056
民生	8.8	9.5	1.4	1.5	1.0%	0.9%	16.3%	17.2%	29.5%	21.7%	5.59	932
兴业	10.2	9.7	2.2	1.8	1.1%	1.1%	22.2%	20.9%	25.8%	23.8%	26.92	849
光大	12.5	11.1	2.0	1.5	0.8%	0.8%	16.6%	15.8%	36.6%	25.9%	2.85	114
深发	11.4	9.6	2.7	1.8	0.9%	0.9%	23.4%	20.5%	26.3%	21.7%	17.51	417
华夏	16.6	13.4	2.0	1.5	0.7%	0.7%	14.5%	12.5%	70.2%	19.9%	12.31	268
北京	15.5	11.3	2.3	1.9	1.3%	1.3%	18.5%	19.4%	37.4%	25.4%	13.96	494
宁波	21.4	15.9	3.2	2.2	1.2%	1.1%	17.5%	14.7%	59.4%	13.7%	12.49	129
南京	14.0	14.6	1.8	1.7	1.3%	1.3%	14.3%	14.3%	47.0%	30.7%	11.73	156

资料来源：长江证券研究部 注：工行、中行和南京 2010 年的 PB 和 PE 考虑了配股因素，股价按照当天价格做除权处理，其中中行考虑可转债全部转股。光大银行以 2.85 元为假设价格，剔除战略配售（假设为 30 亿股），自由流通市值约为 114 亿，农行自由流通市值也等同此方法。

图 7：上市银行 2010 年 ROA 和 PE 关系图


资料来源：长江证券研究部，红色为光大银行可能发行价格估值区间

图 8：上市银行 2010 年 ROE 和 PB 关系图


资料来源：长江证券研究部，红色为光大银行可能发行价格估值区间

考虑到光大银行的 ROA、ROE 处于股份制银行较低水平，并且未来盈利增长潜力并不十分突出（吸储压力大，规模增长低于股份制同行，资产结构尚能小幅受益于 shobir 利率上升，但信贷结构在加息周期下并无明显优势，信用成本处于行业中等水平），因此在较低的 ROA 和 ROE 水平上难以有较高的溢价，最后考虑到上市后自由流通市值相对较小，股本稀缺性产生一定溢价，综合考虑后，给予光大银行发行后 10 年市盈率 11 倍，市净率 1.5 倍，即发行价格为 2.85 元，发行合理区间为 2.6-3.15 元，对应市盈率区间为 10.0-12.1 倍，市净率为 1.4-1.6 倍。建议发行价为 2.85 元。

附录：公司财务数据预测

盈利与估值	2007	2008	2009	2010E	2011E
ROAA	-	0.92%	0.74%	0.78%	0.82%
ROAE	-	25.21%	18.75%	16.60%	15.81%
拨备前每股收益	0.43	0.43	0.39	0.43	0.58
每股收益	0.18	0.26	0.23	0.26	0.32
每股净资产	-	1.18	1.44	1.91	2.19
拨备前每股市盈率	6.61	6.61	7.38	6.61	4.91
市盈率	15.96	11.02	12.50	11.07	8.79
市净率	-	2.42	1.98	1.49	1.30
股息收益率	-	-	-	1.81%	2.27%

利润表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入	17,773	22,336	19,601	26,641	34,793
手续费净收入	1,190	2,174	3,157	4,271	5,489
其他非利息净收入	1,082	190	1,500	1,150	1,150
经营收入合计	20,045	24,700	24,258	32,063	41,432
营业费用	(7,879)	(10,284)	(11,344)	(14,622)	(17,979)
拨备前利润	12,166	14,416	12,914	17,440	23,453
当期提取各项准备金	(3,700)	(6,302)	(2,410)	(4,003)	(6,539)
税前利润	8,466	8,114	10,504	13,437	16,914
所得税	(3,350)	(608)	(2,849)	(3,023)	(3,806)
净利润	5,040	7,300	7,625	10,414	13,108

盈利驱动因素	2007	2008	2009	2010E	2011E
贷款增长（毛额）	17.08%	12.68%	39.46%	19.00%	18.00%
存款增长	7.51%	11.93%	32.14%	27.00%	20.00%
平均生息资产增长	-	24.30%	26.24%	24.40%	21.51%
贷存比（含贴现）	76.26%	76.77%	81.03%	75.92%	74.66%
NIM	2.77%	2.80%	1.95%	2.13%	2.29%
非利息收入占比	11.33%	9.57%	19.20%	16.91%	16.02%
信用成本	0.91%	1.29%	0.39%	0.53%	0.75%
成本收入比（含营业税）	39.31%	41.64%	46.76%	45.61%	43.39%
有效税率	39.93%	7.68%	27.20%	22.50%	22.50%

收入盈利增长	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入增长	-	25.67%	-12.24%	35.92%	30.60%
手续费收入增长	-	82.69%	45.22%	35.29%	28.51%
营业收入增长	-	23.22%	-1.79%	32.17%	29.22%
拨备前利润增长率	-	18.49%	-10.41%	35.05%	34.47%
净利润增长率	-	44.84%	4.46%	36.57%	25.87%

资产负债表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
总资产	739,186	851,838	1,197,696	1,457,794	1,733,356
贷款余额（毛额）	412,284	464,574	647,916	771,020	909,804
存放央行款	118,140	97,928	134,237	172,643	207,172
同业资产	80,678	128,539	230,939	276,981	346,671
债券投资	121,976	131,517	138,549	183,783	210,618
存款余额	540,661	605,170	799,644	1,015,548	1,218,657
同业负债	128,835	131,750	268,993	276,981	329,338
发行债券	5,550	18,550	21,550	21,550	21,550
拨备余额	17,003	14,040	15,608	18,211	22,550
股东权益	24,689	33,232	48,121	77,385	88,410
平均股东权益	-	28,961	40,677	62,753	82,898
平均生息资产	640,704	796,390	1,005,339	1,250,613	1,519,662
平均总资产	667,652	795,512	1,024,767	1,327,745	1,595,575

资产风险与经营杠杆	2007	2008	2009	2010E	2011E
不良贷款余额	18,747	9,362	8,123	8,865	11,304
不良贷款率	4.55%	2.02%	1.25%	1.15%	1.24%
不良毛生成率	11.24%	-1.93%	-0.10%	0.22%	0.43%
贷款拨备覆盖率	90.70%	149.97%	192.15%	205.42%	199.48%
贷款总额准备率	6.61%	3.02%	2.41%	2.36%	2.48%
当年核销	(4,427)	(928)	(673)	(800)	(1,200)
资本充足率	7.19%	9.10%	10.39%	12.45%	11.86%
核心资本充足率	6.20%	5.98%	6.84%	8.41%	8.11%
风险加权资产系数	50.26%	56.01%	56.47%	56.30%	56.00%
个人贷款占比	16.11%	19.49%	21.73%	21.40%	22.20%
企业贷款占比	80.37%	73.40%	71.22%	74.60%	73.30%
其中票据贴现	3.52%	7.11%	7.05%	4.00%	4.50%
活期存款占比	51.01%	45.69%	43.55%	43.60%	44.40%
其中对公活期	45.12%	40.37%	37.34%	37.60%	38.40%
其中居民储蓄活期	5.89%	5.32%	6.21%	6.00%	6.00%

其他数据	2007	2008	2009	2010E	2011E
网点数	396	427	483		
员工数	15,179	16,987	19,217		
贷款余额市场份额	1.57%	1.53%	1.69%	1.62%	1.65%
其中个人贷款	1.31%	1.59%	1.72%		
存款余额市场份额	1.39%	1.30%	1.34%	1.42%	1.43%
总股本	28,217	28,217	33,435	40,435	40,435
其中流通股					

注：该报表预测假设发行价为 2.85 元，补充核心资本约 200 亿元，该假设不影响盈利预测，但影响市净率、净资产回报率等指标。

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。