

光大银行（601818）

净息差偏低，盈利能力有待提升

——光大银行新股询价报告

	伍永刚	王丽雯
	021-38676525	021-38676047
	wuyg1@gtjas.com	wangliwen@gtjas.com
	S0880200010267	S0880109054284

本报告导读：

投资要点：

- 光大银行是全国第六大股份制商业银行，资产规模接近兴业银行。09 年规模高速增长，居上市银行之首，但盈利能力在上市股份制银行中处于偏低水平，ROE、ROA 仅分别为 15.89% 和 0.64%。
- 依托光大集团金控平台，获取充分资源支持。集团旗下拥有完善的金融平台，光大银行在其中的地位举足轻重，将获取集团在渠道、客户等多方面的支持，充分发挥交叉销售、产品创新等方面的优势，这将在集团改革发展的过程中不断体现。
- 中间业务快速发展，产品创新能力较强。阳光理财品牌在业内已形成了一定的知名度和影响力。09 年手续费净收入同比增长 45.2%，占营业收入比达 13%，处于股份制银行较高水平。未来借助集团综合化经营和产品创新优势，有望不断提高零售和中间业务水平。
- 低 ROA 主要源自低 NIM，资产负债业务盈利能力有待进一步提升。09 年光大银行净息差仅为 1.95%，与同业相比，光大银行负债中存款占比偏低，同业资产负债比例较高，不利于净息差表现。此外，公司存贷款利差也居行业低位，并受降息周期影响明显。
- 不良贷款历史包袱逐步解决，不良持续双降，但 1.25% 的不良率仍处股份制银行较高水平。05 年以后新发放贷款资产质量不良率低，但关注类占比仍然较高，说明 07 年重组之后资产质量虽有改善，但风险管理水平仍有待继续优化提升。
- 主要风险因素：经济周期下行和政策调控带来资产质量波动的风险，光大银行融资平台和房地产贷款风险敞口较大；净息差提升存在一定难度；上市后三年内仍存在股权再融资的可能；利率市场化和脱媒效应风险。
- **业绩预测。**在理性条件下，我们预测 2010、2011 年光大银行净利润分别为 105.2、138.9 亿元，同比增长 37.58%、32.06%；摊薄后每股净收益分别为 0.26、0.34 元；每股净资产分别为 1.90、2.18 元。
- **估值。**我们分别运用股利贴现模型和相对估值法对光大银行进行估值。最终得出其 2010 年的估值为 3.62 元/股，估值区间为 3.40 至 3.80 元人民币。我们同时预测 2010 年底光大银行总股本为 404.35 亿股。
- **发行价。**初步预测光大银行发行价 2.85 元/股，建议询价区间 2.7 至 3.0 元。

建议询价区间

2.70-3.00

上市首日定价区间

2.90-3.20

2010.08.04

发行上市资料

总股本（万股）

发行量（万股）

发行日期

发行方式

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产（元）	0.00
净资产收益率（%）	15.9%
资产负债率（%）	96.0%

主要股东和持股比例

汇金公司	59.82%
光大集团	6.40%
光大控股	5.26%

财务摘要（百万元）	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	24,700	24,259	32,534	40,831	50,284
(+/-)%	23.22	(1.79)	34.11	25.50	23.15
拨备前利润	14,416	12,883	17,603	22,582	28,323
(+/-)%	18.49	(10.63)	36.64	28.29	25.42
净利润	7,314	7,644	10,517	13,888	17,550
(+/-)%	45.12	4.51	37.58	32.06	26.37
每股净收益（元）	0.26	0.23	0.26	0.34	0.43
每股净资产（元）	1.18	1.44	1.90	2.18	2.53

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 盈利预测与估值	4
1.1. 预测模型基本假定	4
1.1.1. 贷款增速假设：未来 3 年内保持在 20-22%	4
1.1.2. 净息差趋势：平稳略升	4
1.1.3. 非利息收入增长假定	4
1.1.4. 费用收入比假定：未来 3 年下降到 35%左右	4
1.1.5. 有效税率：回至 25%附近	4
1.1.6. 信贷成本假定	4
1.1.7. 分红率假定	4
1.2. 主要预测结果	5
1.2.1. 总资产增速、贷存比	5
1.2.2. 预计未来 3 年公司净利润复合增长率达 32%	5
1.2.3. 未来 5 年非利息净收入占比维持 16%左右	6
1.2.4. 净资产收益率在 IPO 摊薄后逐步回升	6
1.2.5. 2010 年底光大银行核心资本充足率将上升到 9%	7
1.2.6. 不良率未来 5 年内维持下降趋势，拨备覆盖率不断上升	7
1.2.7. 骆驼评级	8
1.3. 公司估值	9
1.3.1. DDM 模型估值：2010 年为 3.82 元	9
1.3.2. 相对估值：PB 回归分析法估值为 3.41 元	10
2. 行业地位：盈利水平较低的第六大股份制银行	11
3. 光大银行主要竞争优势	12
3.1. 金融控股平台提供重要的资源依托	12
3.2. 产品创新能力较强	13
4. 光大银行经营和财务数据分析	13
4.1. 总量分析	13
4.2. 资产负债结构分析	14
4.2.1. 同业资产负债比例较高，存款负债比例偏低	14
4.2.2. 存款结构：零售存款和活期存款比例较低	15
4.2.3. 贷款结构：零售贷款比例持续提升	16
4.3. 收入分析	16
4.3.1. ROA、ROE 水平偏低	16
4.3.2. 利息业务盈利能力有待提升	17
4.3.3. 中间业务增长是亮点	18
4.4. 效率分析	19
4.5. 资产质量不断改善	19
5. 主要风险因素	20
6. 附表	21

图目录

图 1：2010 - 2014 年总资产增速与存贷比变化趋势	5
图 2：2010 - 2012 年内公司净利润复合增长率达 32%	5
图 3：非利息净收入增速及占比变化趋势	6

图 4: 净息差与净资产收益率走势.....	7
图 5: 资本充足率与核心资本充足率预测.....	7
图 6: 不良率 5 年内维持下降趋势.....	8
图 7: 拨备覆盖率不断上升, 信贷成本平稳略升.....	8
图 8: 上市银行 PB 与 ROE 相关分析.....	11
图 9: 上市大行和股份制银行 2009 年总资产规模及增速.....	12
图 10: 光大银行大股东结构.....	12
图 11: 光大集团旗下主要金融资产.....	12
图 12: 光大银行资产负债规模及增速（2007-2009）.....	13
图 13: 光大银行盈利及增速（2007-2009）.....	14
图 14: 光大银行生息资产结构.....	14
图 15: 光大银行付息负债结构.....	14
图 16: 贷存比（含贴现, 2009 年）.....	15
图 17: 股份制银行（除招行）个人存款比例.....	15
图 18: 光大银行存款结构.....	15
图 19: 光大银行活期存款比例较低.....	15
图 20: 光大银行个贷和贴现占比高于行业平均.....	16
图 21: 光大银行个贷占比不断提高.....	16
图 22: 上市银行平均贷款利率（公司公布数据, 2009）.....	18
图 23: 上市银行平均存款利率（公司公布数据, 2009）.....	18
图 24: 光大银行手续费净收入增长较快（2009）.....	18
图 25: 光大银行非息收入占比（2009）.....	18
图 26: 光大银行费用收入比（2009）.....	19
图 27: 08、09 年光大银行不良持续双降.....	20
图 28: 拨备覆盖率提高至 194%.....	20
图 29: 光大银行公司贷款组合的行业分布.....	20

表目录

表 1: 光大银行骆驼评级指标.....	9
表 2: DDM 模型参数.....	10
表 3: DDM 模型: 2010 年光大银行每股估值 3.82 元.....	10
表 4: 光大银行 DDM 估值敏感性分析.....	10
表 5: 光大银行相对估值: PB 回归分析法.....	11
表 6: 光大银行手续费收入增长情况.....	13
表 7: 上市股份制银行杜邦分析（2009 年）.....	16
表 8: 上市银行利差数据比较（2009 年）.....	17
表 9: 光大银行与 15 家上市银行 CAMEL 评级指标对比（%, 2009）.....	21
表 10: 光大银行与 15 家上市银行规模与盈利成长性对比（%, 2009）.....	22
表 11: 利润表预测.....	22
表 12: 资产负债表预测.....	23
表 13: 成长驱动因素.....	24
表 14: 杜邦分析.....	24

1. 盈利预测与估值

1.1. 预测模型基本假定

1.1.1. 贷款增速假设：未来3年内保持在20-22%

假设未来3年，光大银行
贷款增速平均21%，
存款增速平均为24%。

2009年末，光大银行贷款总额为6479亿元，同比增长39.46%，高于同期我国银行业贷款总额32.99%的增速。考虑到光大银行为中等偏小的股份制银行，且今年上市，故其近年贷款增速会高于行业平均增速。根据我国宏观经济发展趋势，以及光大银行发展战略、资本状况，我们预计光大银行未来3年内贷款增速有望保持在20-22%，存款增速在23-25%。

1.1.2. 净息差趋势：平稳略升

未来3年，光大银行净
息差趋势：平稳略升。

2009年，光大银行的净息差（margin）为1.95%，计算值为2.07%，处于低位。我们认为，未来3年我国的货币政策将以稳健或稳健偏紧为主；结合光大银行的资产负债结构和加息预期，我们认为，未来3年光大银行的净息差将保持平稳略升态势。

1.1.3. 非利息收入增长假定

假设未来5年，公司手
续费及佣金净收入将
保持22%的增速；非
利息净收入增速为
20%。

光大银行的非利息净收入以手续费及佣金净收入为主，2008、2009年该项占比高达92%、68%，而汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益等其他非利息净收入合计相对较少。

根据光大银行的手续费及佣金收入结构、其它非利息收入情况及市场前景，我们认为，光大银行未来5年手续费及佣金净收入将保持22%左右的增速；非利息净收入平均增速为20%。

1.1.4. 费用收入比假定：未来3年下降到35%左右

假定光大银行未来3
年的费用收入比逐步
下降到35%左右。

2009年，光大银行的费用收入比为39.3%，在同业中仍处较高位。我们认为，未来3年光大银行的净收入增长将超过其费用的增长，其费用收入比将呈逐步下降趋势。我们假定光大银行未来3年的费用收入比下降到35%左右。

1.1.5. 有效税率：回至25%附近

假定光大银行2010年上
市后其有效税率将快速
回升至25%正常水平。

2009年，光大银行的有效税率为27.15%；略高于25%的法定税率，假定2010年光大银行上市后，其有效税率很快回至25%附近。

1.1.6. 信贷成本假定

假定光大银行2010年后
其信贷成本将回升至接
近0.5%的同业平均水
平

2009年，光大银行的信贷成本（贷款减值损失计提/期初期末贷款余额均值）为0.429%，已经处于较低位置。我们认为，2010年及之后光大银行的信贷成本将回升至接近0.5%的平均水平。

1.1.7. 分红率假定

2009年前3季度，光大银行向其股东宣派11.74亿元的现金股利（暂未派送），当年分红率为15.36%，年化分红率为20.5%。2010年初以来的

利润由新老股东共享，但招股书对分红率并无详细承诺。

为此，我们假定从 2010 年开始前 5 年分红率为 25%，以后分红率维持在 30%左右。

1.2. 主要预测结果

根据以上基本假设，我们对光大银行未来的盈利能力、资产负债表及其他主要经营指标进行预测，各细项指标预测结果参附表。

1.2.1. 总资产增速、贷存比

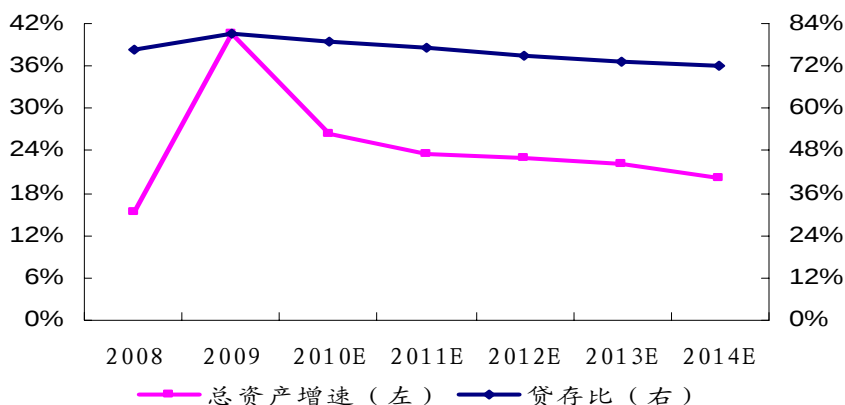
2009 年，光大银行总资产增速达 40.6%；期末贷存比达 81.03%，在同业中居于高位，且高于 75%。

我们预测光大银行未来 3 年总资产复合增长率为 24.33%。其中 2010 年总资产增长 26.5%，增速较高，主要是因为光大银行 IPO 扩大资产负债表所致；2011、2012 年光大银行总资产增速预测分别为 23.66%、22.86%。其后我们认为，光大银行总资产增速将保持在 16%左右的水平。

至于贷存比，我们预测，未来 3 年光大银行贷存比将呈逐步下降趋势，由 2009 年的 81.03%下降到 2014 年的 72%（期末贷存款余额比值），其后将维持在 68%附近。

未来 3 年光大银行总资产复合增长率为 24.33%，其后维持在 16%左右；贷存比逐步下降至 72%，随后维持在 68%附近。

图 1：2010 - 2014 年总资产增速与存贷比变化趋势



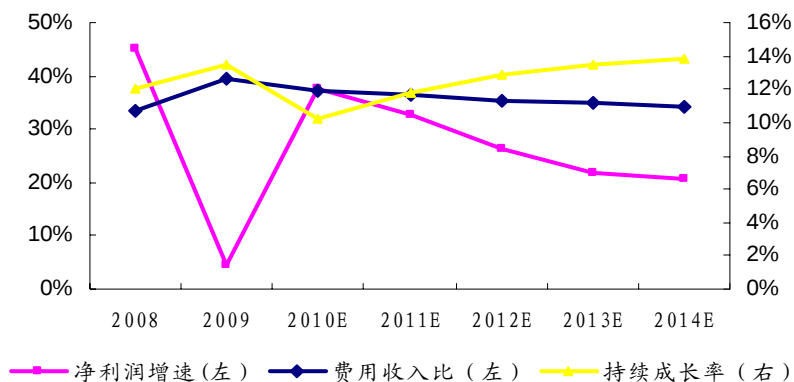
资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券。

1.2.2. 预计未来 3 年公司净利润复合增长率达 32 %

预测 2010 年公司净利润增长 37.58%；2010 - 2012 年的 3 年时间内，公司净利润复合增长率为 31.92%。

预计未来 3 年公司净利润复合增长率达 31.92%。

图 2：2010 - 2012 年内公司净利润复合增长率达 32 %



资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券。

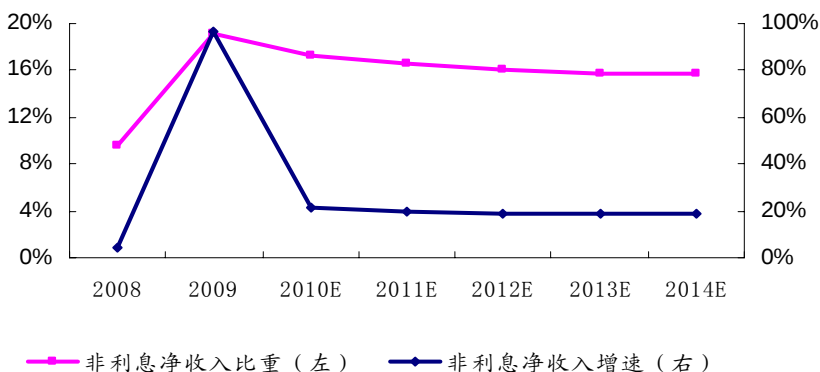
1.2.3. 未来 5 年非利息净收入占比维持 16%左右

未来 5 年，公司非利息净收入复合增长率为 20%，非利息净收入占比维持在 16%左右

2009 年，光大银行的非利息净收入占比为 19.2%，较上年提高 9.63 个百分点；非利息净收入增长 97%，其中手续费及佣金净收入增长 45.22%。我们认为，未来光大银行手续费及佣金净收入有望保持 22%左右的较快增长，非利息收入增速维持在 20%左右。

根据我们的预测模型，未来 5 年光大银行非利息净收入的复合增长率为 19.7%，其占比维持在 16%左右的水平。

图 3：非利息净收入增速及占比变化趋势



资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券。

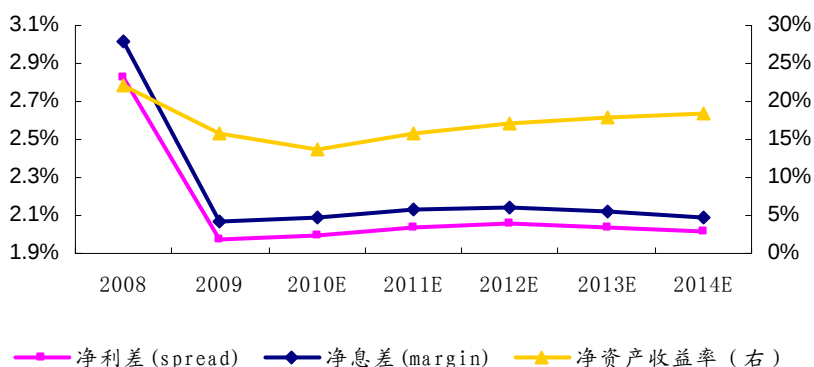
1.2.4. 净资产收益率在 IPO 摊薄后逐步回升

净资产收益率在 2010 年由于 IPO 摊薄下降至 13.66%，之后随盈利能力增强逐步提升至 2012 年的 17.1%。

我们认为，在货币政策稳健或稳健偏紧的大背景下，银行的贷款议价能力将趋于回升；同时加息预期也将助推银行净息差上升；但考虑到非对称加息的可能，我们预测光大银行的净息差将保持平稳或平稳略升态势。

同时，我们预测，光大银行的净资产收益率在 2010 年由于 IPO 摊薄下降至 13.66%，之后随盈利能力增强逐步回升至 2012 年的 17.15%。

图 4: 净息差与净资产收益率走势



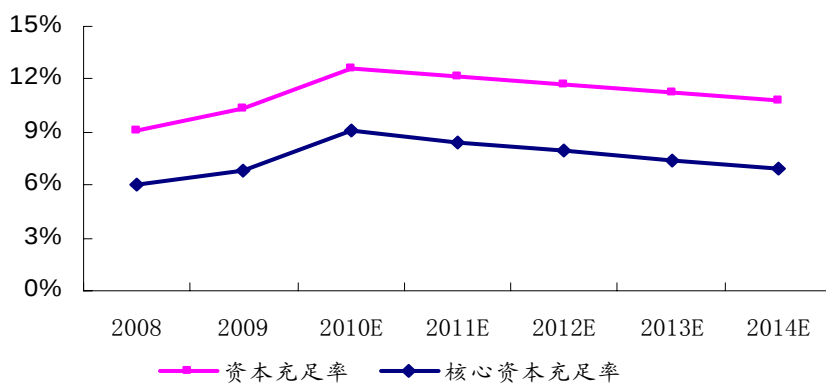
资料来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券。

1.2.5. 2010 年底光大银行核心资本充足率将上升到 9%

2010 年, IPO 后光大银行核心资本充足率将上升到 9%。

假定光大银行于 2010 年共发行 71 亿股, 募集资金净额约 196 亿元, 全部用于补充资本; 同时暂不考虑实施其他再融资。在此前提下我们预测, 光大银行 2010 年底的资本充足率、核心资本充足率分别为 12.66%、9.04%, 至 2012 年, 光大银行的资本充足率、核心资本充足率分别为 11.71%、7.92%。

图 5: 资本充足率与核心资本充足率预测



资料来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券。

1.2.6. 不良率未来 5 年内维持下降趋势, 拨备覆盖率不断上升

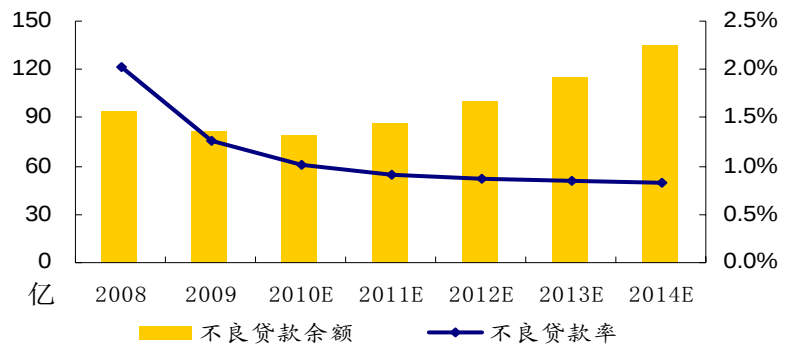
光大银行 5 年内不良率有望维持下降, 拨备覆盖率不断上升。

2009 年, 光大银行的不良贷款余额和不良率分别为 81.23 亿元、1.25%, 我们预测, 2010 年光大银行将保持不良贷款规模和比例双降, 5 年内可维持单降。其不良贷款余额将由 2009 年的 81.23 亿元下降到 2010 年底的 79.89 亿元, 不良率由 2009 年的 1.25% 下降到 2010 年的 1.01%; 至 2014 年光大银行不良率可进一步下降到 0.83%。

同时光大银行的拨备覆盖率将不断上升, 信贷成本趋于下降。其中预测

拨备覆盖率由 2009 年的 194.08% 上升到 2010 年的 234.98%，并进一步上升到 2012 年的 268%；而信贷成本则由 2009 年的 0.429% 回升到 2012 年的 0.45%。

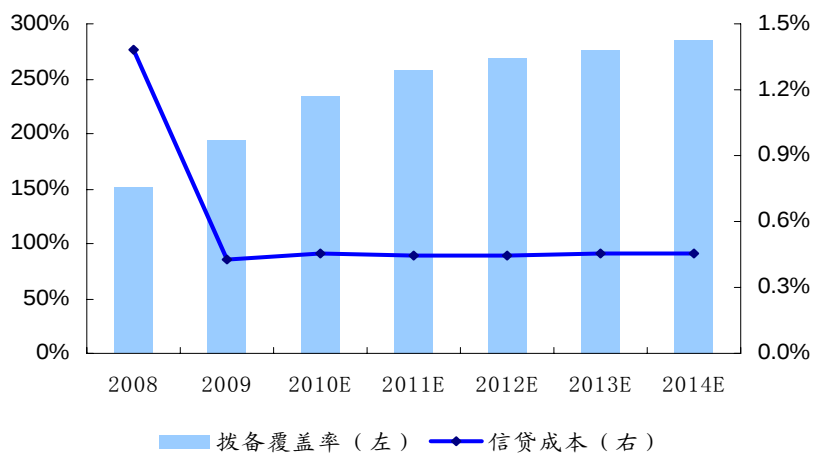
图 6：不良率 5 年内维持下降趋势



资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券。

光大银行拨备覆盖率不断上升，由 2009 年的 194.08% 上升到 2012 年的 268%；信贷成本则由 0.43% 回升至 0.45%。

图 7：拨备覆盖率不断上升，信贷成本平稳略升



资料来源：公司招股说明书，国泰君安证券。

光大银行将成为我国资本充足、资产质量较高、具有一定综合竞争优势的全国性中小商业银行。

1.2.7. 骆驼评级

通过对光大银行未来经营状况的预测，综合分析其资本实力、资产质量、公司经营管理水平、盈利能力及流动性指标，我们认为，光大银行上市后将很快成为我国资本较充足、资产质量较高、公司治理和管理水平不断改进并具有一定综合竞争优势的全国性中型银行。

表 1: 光大银行骆驼评级指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
资本充足性 C:							
资本充足率	9.10%	10.39%	12.66%	12.15%	11.71%	11.28%	10.85%
核心资本充足率	5.98%	6.84%	9.04%	8.46%	7.92%	7.40%	6.91%
权益资产比	3.90%	4.02%	5.08%	4.71%	4.45%	4.25%	4.15%
权益贷款比	7.15%	7.43%	9.74%	9.23%	8.92%	8.74%	8.64%
股利支付率	45.61%	15.36%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资产质量 A:							
不良率	2.02%	1.25%	1.01%	0.90%	0.87%	0.85%	0.83%
覆盖率 1 (拨备/不良贷款)	150.11%	194.08%	234.98%	258.64%	268.36%	277.08%	284.76%
覆盖率 2 (拨备/贷款余额)	3.02%	2.43%	2.37%	2.34%	2.33%	2.35%	2.37%
贷款核销比例	0.19%	0.10%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
信贷成本	1.38%	0.43%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%	0.45%
盈利能力 E:							
净资产收益率(ROE)	22.01%	15.89%	13.66%	15.74%	17.15%	17.93%	18.45%
总资产收益率(ROA)	0.86%	0.64%	0.69%	0.74%	0.76%	0.76%	0.77%
平均净资产收益率(ROAE)	25.25%	18.80%	16.81%	16.81%	18.42%	19.31%	19.90%
平均总资产收益率 (ROAA)	0.92%	0.75%	0.78%	0.82%	0.84%	0.84%	0.83%
费用收入比	33.61%	39.30%	37.30%	36.30%	35.30%	34.80%	34.30%
效率比率	34.84%	40.36%	38.29%	37.07%	36.04%	35.54%	35.05%
毛利率	53.76%	57.06%	58.15%	58.46%	58.40%	57.98%	57.60%
净利润率	15.93%	18.00%	18.82%	19.87%	20.36%	20.45%	20.54%
EBITDA 利润率	33.56%	34.23%	34.94%	35.79%	36.35%	36.45%	36.57%
息税前利润率	18.64%	27.07%	27.65%	28.70%	29.36%	29.50%	29.64%
投入资本回报率(ROIC)	15.25%	12.01%	10.97%	12.33%	13.19%	13.61%	13.90%
流动性 L:							
资产负债率	96.10%	95.98%	94.92%	95.29%	95.55%	95.75%	95.85%
贷存比(平均)	76.53%	79.19%	79.91%	77.92%	75.92%	73.93%	72.48%
贷款/总资产	54.54%	54.10%	52.18%	51.05%	49.87%	48.64%	48.02%
平均生息资产/平均总资产	96.51%	95.20%	95.11%	94.91%	94.80%	94.68%	94.58%
生息资产/总资产	95.08%	95.29%	94.97%	94.86%	94.75%	94.63%	94.54%

资料来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券。

1.3. 公司估值

综合估值: 光大银行 2010 年底综合估值为 3.62 元/股, 估值区间为每股 3.4 元至 3.8 元, 总股本为 404.35 亿股

我们将分别运用股利贴现模型和相对估值法对光大银行进行估值。最终我们得出光大银行 2010 年的估值为 3.62 元/股, 估值区间为每股 3.4 至 3.8 元人民币; 或者光大银行 2010 年的估值总额为 1462 亿元, 估值区间为 1375 至 1535 亿元。我们同时预测 2010 年底光大银行总股本为 404.35 亿股。

1.3.1. DDM 模型估值: 2010 年为 3.82 元

对光大银行来说, 考虑到其规模为中小型, 成长性相对较高, 公司持续成长率较高。为此, 我们取 3.3% 作为其永续成长率的中间值。

DDM 模型：光大银行估值总额为 1545 亿元，或每股 3.82 元。

目前我国 10 年期国债收益率大致为 3.3% 左右，考虑到加息预期，长期无风险收益率有可能上升，故我们在模型中将无风险收益率暂取为 4.5%。同时参考香港和境内资本市场的 BETA 值，将光大银行的 BETA 值取为 0.92；市场风险溢价为 8.0%，由此可计算出股权成本为 11.86%。

在以上参数假设下，光大银行的 DDM 估值总额为 1545 亿元，每股 3.82 元，其敏感性分析参下表。

表 2：DDM 模型参数

无风险收益率	4.50%
市场风险溢价	8.00%
BETA	0.92
股权成本	11.86%

资料来源：国泰君安证券。

表 3：DDM 模型：2010 年光大银行每股估值 3.82 元

预测期 NPV（百万）	61,423
连续价值（百万）	93,064
权益价值（百万）	154,487
已发行股票（百万）	40,435
每股价值(元)	3.82

资料来源：国泰君安证券。

表 4：光大银行 DDM 估值敏感性分析

权益成本\永续成长率	2.30%	2.80%	3.30%	3.80%	4.30%
9.86%	5.06	5.29	5.56	5.87	6.24
10.86%	4.22	4.38	4.56	4.77	5.01
11.86%	3.58	3.69	3.82	3.96	4.13
12.86%	3.08	3.16	3.25	3.35	3.46
13.86%	2.67	2.73	2.80	2.87	2.95

资料来源：国泰君安证券。

运用 PB 回归分析法进行相对估值，得出光大银行的相对估值为 3.41 元/股。

1.3.2. 相对估值：PB 回归分析法估值为 3.41 元

下面我们运用 PB 回归分析法进行相对估值，由此得出光大银行的相对估值为 3.41 元。

运用这一相对估值法时，首先需用 ROE-PB 回归分析法确定合适的估值水平 PB。

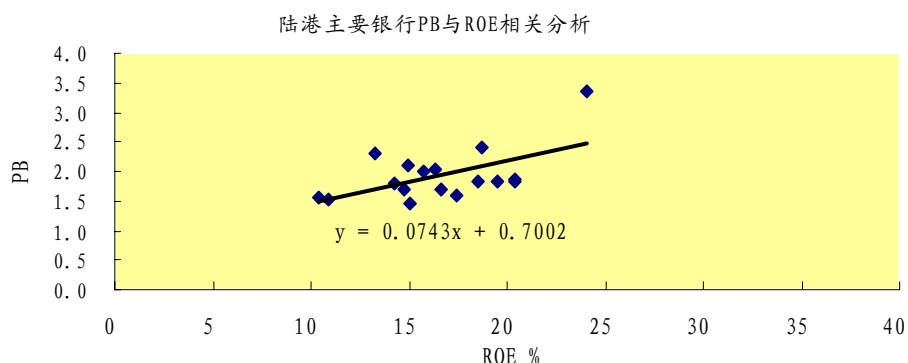
为此我们选用内地 14 家上市银行及 3 家香港银行作为分析的样本，然后通过回归分析得出 ROE-PB 关系式（参下图）：
 $PB = 0.0743 * ROE + 0.7002$ 。

将光大银行 2010-2011 年预测的平均净资产收益率 14.7% 代入计算，可得出 PB 为 1.79 倍。

其次，根据光大银行 2010 年的每股净资产 1.90 元算出光大银行估值为

3.41 元。

图 8：上市银行 PB 与 ROE 相关分析



资料来源：国泰君安证券。

表 5：光大银行相对估值：PB 回归分析法

PB 回归分析法					
PB 值	1.59	1.69	1.79	1.89	1.99
相对估值	3.03	3.22	3.41	3.60	3.79
对应的 PE	11.66	12.39	13.12	13.85	14.58

综合 DDM 法与相对法估值：光大银行 2010 年估值总额为 1462 亿元，或每股 3.62 元；估值区间为每股 3.4 - 3.8 元。

结合以上 DDM 模型和相对估值结果，我们得出光大银行 2010 年的估值为 3.62 元，估值区间为 3.40 至 3.80 元人民币。或者光大银行 2010 年的估值总额为 1462 亿元，估值区间为 1375 至 1535 亿元。我们同时预测 2010 年底光大银行总股本为 404.35 亿股。

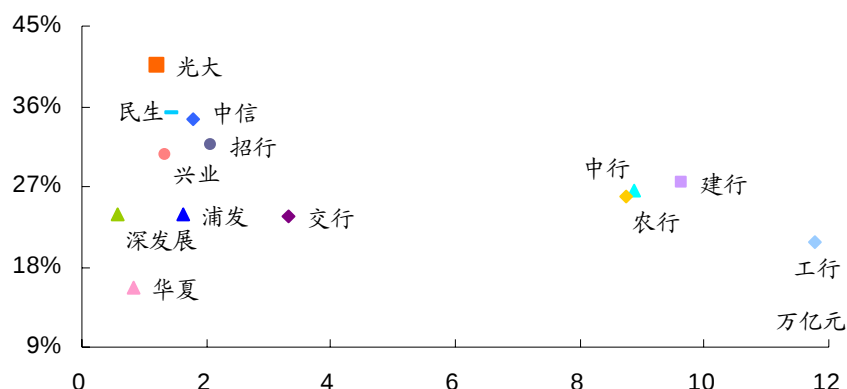
2. 行业地位：盈利水平较低的第六大股份制银行

光大银行 09 年末总资产规模接近 1.2 万亿，贷款总额 6490 亿元，存款总额 8077 亿元，在全国拥有 483 个分支机构，主要分布在长三角、环渤海和珠三角等经济较发达地区。

规模中等的全国性股份制银行。从资产规模上来看，光大银行与兴业银行相近，在 12 家全国性股份制银行中排名第六，在上市股份制银行中规模仅大于华夏银行和深发展。

公司整体盈利能力仍有待进一步提升。光大银行 09 年规模高速增长，总资产同比增长 40.6%，增速居主要上市银行之首。但相形之下，由于较低的盈利能力，公司 09 年净利润仅同比增长 4.5%，ROA 仅为 0.64%，ROE 为 15.89%，在上市股份制银行中均处于较低水平。

图 9: 上市大行和股份制银行 2009 年总资产规模及增速



数据来源: 招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

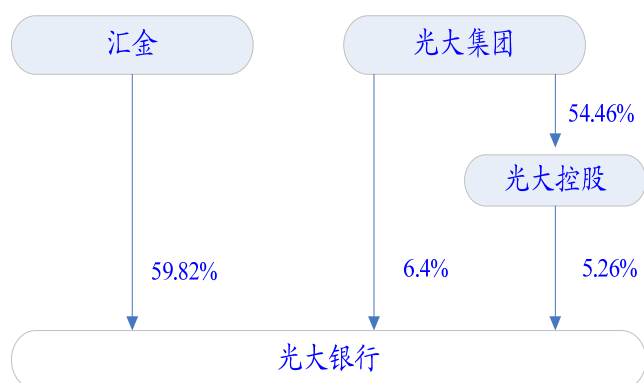
3. 光大银行主要竞争优势

3.1. 金融控股平台提供重要的资源依托

依托光大集团的金控平台, 获得充分的资源支持。光大集团是首家由国家批准的金融控股公司, 目前是光大证券和光大永明人寿的第一大股东, 光大银行的第二大股东。同时, 光大证券还控股/参股了光大保德信基金、大成基金、光大期货等, 光大银行控股光大金融租赁, 从而使得光大集团的金控平台下拥有了较为完善的金融服务资源, 为综合化经营的发展搭建了良好的基础。尽管从光大银行的股东结构看, 07 年财务重组后, 汇金公司成为第一大股东, 且持股比例接近 60%, 光大系在光大银行中的股权比例不足 10%, 但其通过金控平台所产生的影响不可低估。

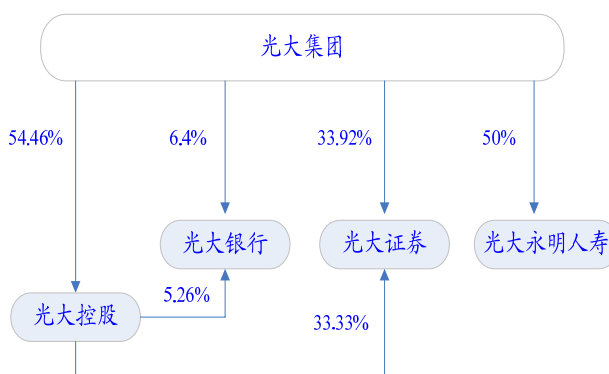
集团进入新发展阶段, 综合化经营优势将进一步凸现。随着光大银行重组、改革和上市的完成, 光大集团的重组和改革也将进入崭新的阶段。在未来集团进一步发展金融综合化经营的战略背景下, 光大银行将获取集团在渠道、客户等各方面资源的支持, 通过银证、银保合作等, 充分发挥交叉销售、产品创新等方面的优势, 提升资产负债业务发展空间, 不断拓宽中间业务的收入来源。

图 10: 光大银行大股东结构



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券。

图 11: 光大集团旗下主要金融资产



数据来源: 招股说明书、光大集团、国泰君安证券。

3.2. 产品创新能力较强

光大银行近两年手续费收入均实现了较快增长，银行卡和理财业务等已快速成长为中间业务收入的重要来源。尤其是理财业务方面，阳光理财品牌以其较强的产品创新能力在业内已形成了一定的知名度和影响力，首创了国内多项个人理财产品，如第一个人民币理财产品、第一个人民币结构化理财产品、第一个信托理财计划、第一个内嵌 A 股股票期权的结构化理财产品等。产品创新方面的优势未来有望在业务拓展中得到进一步体现，不断提高其零售和中间业务服务水平。

另外，个贷中的工程机械贷款也颇具创意，对促进零售贷款的增长起到了重要推动作用。

表 6：光大银行手续费收入增长情况

	收入			增速	
	2009	2008	2007	2009	2008
承销及咨询手续费	707	595	311	18.8%	91.3%
理财服务手续费	676	425	188	59.1%	126.1%
银行卡手续费	611	265	115	130.6%	130.4%
代理业务手续费	499	520	501	-4.0%	3.8%
结算与清算手续费	404	313	208	29.1%	50.5%
承兑及担保手续费	380	303	230	25.4%	31.7%
其他	256	186	124	37.6%	50.0%
手续费及佣金收入	3,533	2,607	1,678	35.5%	55.4%

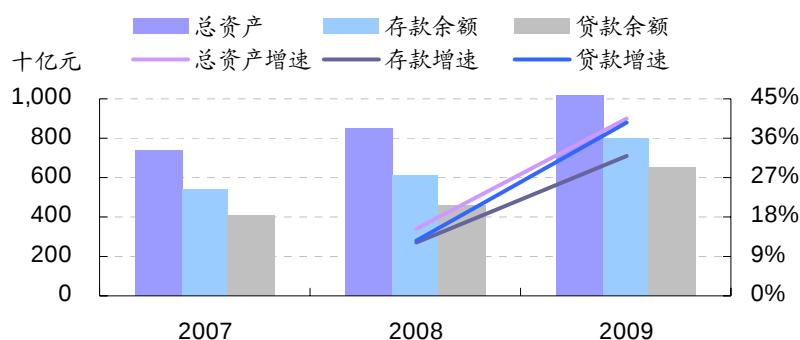
数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

4. 光大银行经营和财务数据分析

4.1. 总量分析

资产规模第六大股份制银行，09 年实现高速增长。09 年末，光大银行总资产规模为 1.2 万亿，上市股份制银行中排名第六。公司 09 年资产规模同比增速高达 40.6%，其中贷款同比增长 40%，同业资产同比增长 80%。

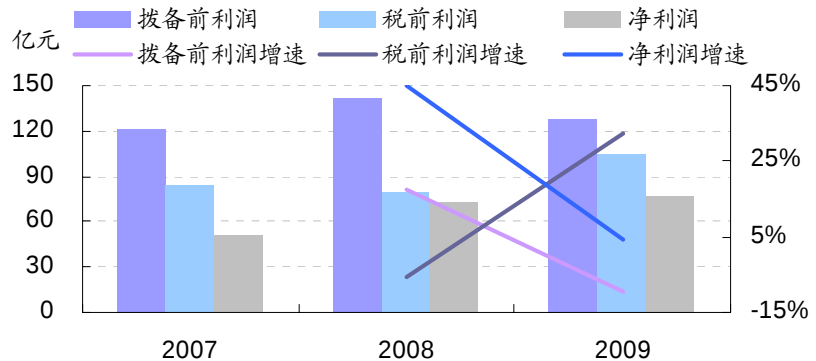
图 12：光大银行资产负债规模及增速（2007-2009）



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

盈利受降息影响明显，09 年净利润增长居股份制银行低位。在降息周期影响下，光大银行 09 年净利息收入同比大幅下滑 12%，拨备前利润下降 9.55%，净利润增长 4.51%，净利润增速处于股份制银行低位。

图 13: 光大银行盈利及增速 (2007-2009)



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

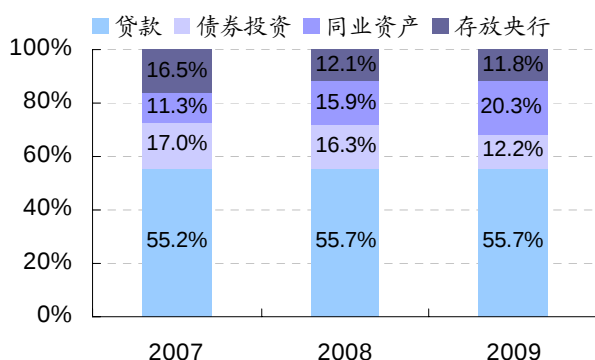
4.2. 资产负债结构分析

4.2.1. 同业资产负债比例较高，存款负债比例偏低

付息负债中，存款比例偏低，同业负债比例高。与同业相比，光大银行存款吸收能力不强，09 年末，其存款占付息负债比例为 73.3%，在上市银行中仅略高于兴业和华夏，同时同业负债比例高达 24.7%，处于上市银行最高水平，这样的负债结构为其带来了一定的资金成本压力。

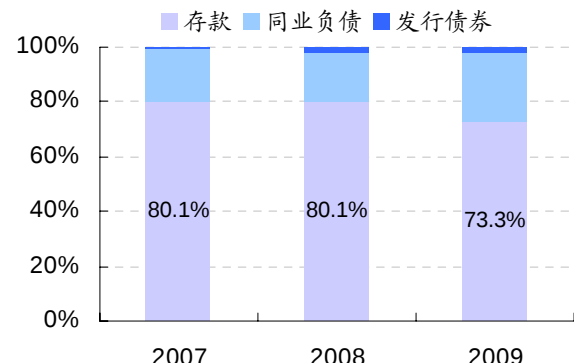
生息资产中，贷款占比低于股份制银行平均水平，同业资产比例高。近三年光大银行贷款占生息资产比重较为稳定，55-56%的水平在上市股份制银行中属中等偏下。而收益率相对较低的同业资产占比较高，09 年末大幅提高至 20.3%，在上市银行中仅低于华夏银行（29.1%）。

图 14: 光大银行生息资产结构



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

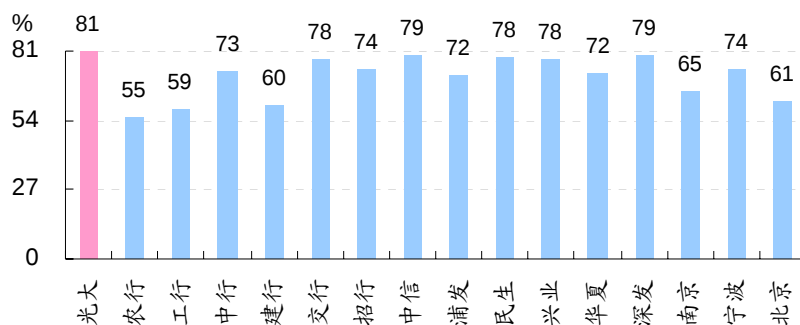
图 15: 光大银行付息负债结构



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

贷存比高达 81%，未来仍存吸收存款和成本控制压力。09 年末，光大银行贷存比（含贴现）为 81%，明显高于其他已上市银行。即使剔除规模较大的票据贴现，其 75.31% 的贷存比（不含贴现）仍略高于监管要求。

图 16: 贷存比 (含贴现, 2009 年)



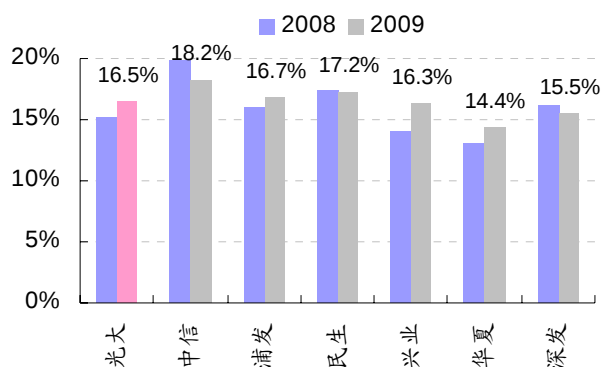
数据来源: 招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

4.2.2. 存款结构: 零售存款和活期存款比例较低

个人存款比例居行业中游。09 年末, 光大银行公司存款比例为 71.3%, 个人存款比例仅为 16.5%。零售存款比例与大行和招行等相比有明显差距, 但与其他股份制银行相比, 尚处中游。公司的个人存款比例曾在 08 年较 07 年有明显的提升, 但在 09 年并未持续, 如果未来公司能够充分发挥集团内部协作、交叉销售所带来的潜势, 并进一步加强网点建设, 个人存款比例仍有提升空间。

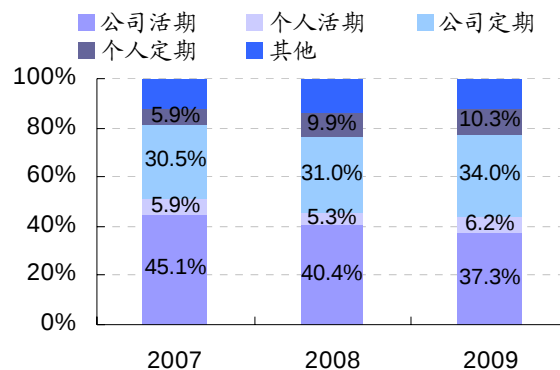
活期存款比例较低。光大银行 09 年末活期存款比例为 43.6%, 处于同业较低水平, 且与行业趋势相反的是, 其 09 年活期存款比例较 08 年有所下降, 主要是其公司活期存款比例明显下降。

图 17: 股份制银行 (除招行) 个人存款比例



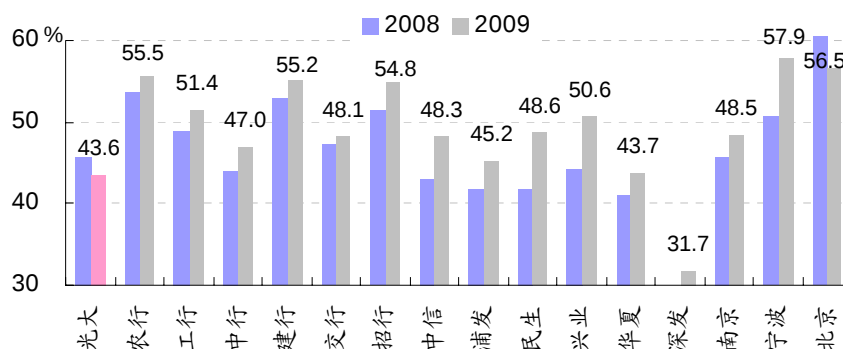
数据来源: 招股说明书、国泰君安证券。

图 18: 光大银行存款结构



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券。

图 19: 光大银行活期存款比例较低



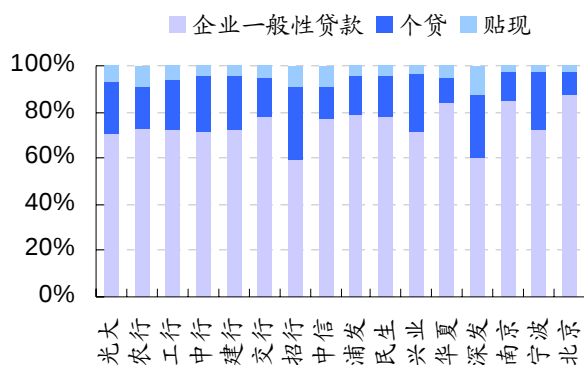
数据来源：招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

4.2.3. 贷款结构：零售贷款比例持续提升

个贷占比不断提高，居股份制银行中上水平。09 年光大银行个人贷款同比增速高达 50.2%，其中住房按揭贷款、工程机械贷款和信用卡贷款均有较快增长，个贷占比提高至 21.7%，在股份制银行中居于招行、深发展和兴业银行之后，处于行业中上水平。

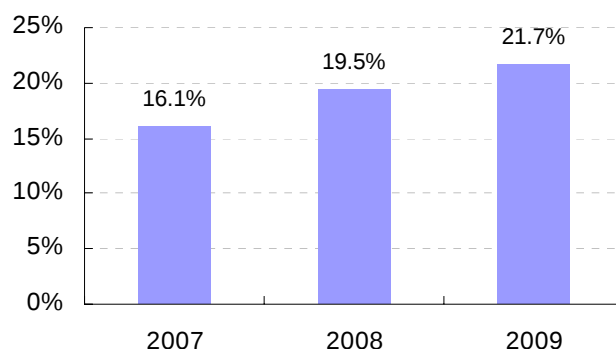
票据占比较高。公司 09 年末票据占贷款比例为 7.05%，处于同业较高水平。高票据占比拉低了 09 年的贷款收益率，但辩证的来看，10 年由于票据市场收益率的上升，公司无论是优化贷款结构还是保持现状，贷款收益率都将有所受益。

图 20：光大银行个贷和贴现占比高于行业平均



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

图 21：光大银行个贷占比不断提高



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

4.3. 收入分析

4.3.1. ROA、ROE 水平偏低

光大银行低 ROA 主要源自净利息收入能力较差。光大银行近三年 ROA 均处于同业较低水平，尤其是 09 年 0.64% 的 ROA 仅高于华夏银行。由于较高的杠杆比率，ROE 相对有所提升，但 09 年仍处于股份制银行中下水平。杜邦分析结果显示，光大银行低 ROA 的根源在于净利息收入能力较差，净利息收入/总资产为 1.64%，为上市股份制银行最低水平，相比之下，其非息收入水平较高，费用和拨备支出也处于同业较低水平，因此未来 ROA 提升将主要依赖净息差的提升。

表 7：上市股份制银行杜邦分析（2009 年）

	光大	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发展
利息净收入/总资产	1.64%	1.95%	2.03%	2.07%	2.26%	2.04%	1.88%	2.21%
非利息净收入/总资产	0.39%	0.54%	0.28%	0.19%	0.65%	0.33%	0.15%	0.37%
营业收入/总资产	2.03%	2.49%	2.31%	2.25%	2.91%	2.37%	2.03%	2.58%
营业费用/总资产	-0.80%	-1.12%	-0.92%	-0.82%	-1.24%	-0.86%	-0.91%	-1.07%
营业税及附加/总资产	-0.15%	-0.15%	-0.16%	-0.17%	-0.20%	-0.17%	-0.15%	-0.18%
拨备前经营利润/总资产	1.07%	1.23%	1.23%	1.26%	1.47%	1.33%	0.97%	1.32%
资产损失准备支出/总资产	-0.20%	-0.14%	-0.15%	-0.20%	-0.37%	-0.04%	-0.40%	-0.27%

税前利润/总资产	0.88%	1.08%	1.09%	1.07%	1.10%	1.29%	0.57%	1.05%
税收/总资产	-0.24%	-0.20%	-0.27%	-0.25%	-0.25%	-0.30%	-0.13%	-0.20%
ROA	0.64%	0.88%	0.81%	0.81%	0.85%	1.00%	0.44%	0.86%
杠杆系数	4.02%	4.49%	5.79%	4.19%	6.23%	4.47%	3.58%	3.48%
ROE	15.89%	19.65%	13.93%	19.45%	13.62%	22.29%	12.44%	24.58%

数据来源：招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

4.3.2. 利息业务盈利能力有待提升

净息差处于同业偏低水平。09 年公司公告的日均余额计算的净息差同比大幅下滑 85bp 至 1.95%，以期初期末余额计算的净息差为 2.01%，居于行业低位，仅略高于华夏银行。我们认为其较低的净息差主要源于：（1）存贷利差低；（2）资产负债结构不理想，同业资产和负债比例偏高，从而影响了整体的收益水平。

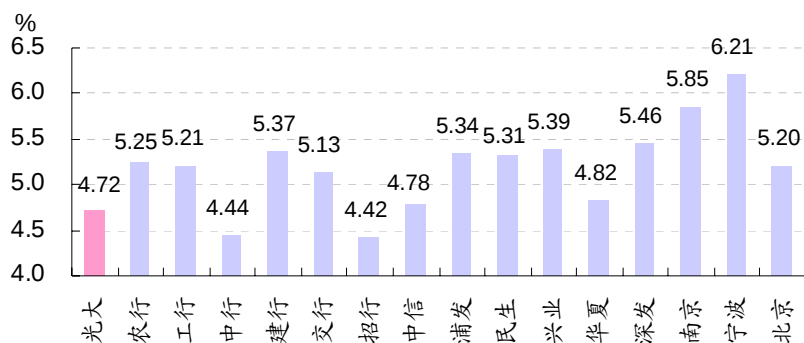
存贷利差低与存、贷款两端因素均有关。08、09 年光大银行存贷利差分别为 4.57%、3.03%，均处于同业较低水平，尤其是 09 年公司受降息周期影响程度较大，存贷利差降幅达 154bp，仅略小于招行的降幅。公司较低的存贷利差水平受存、贷款端的双重挤压，一方面，贷款收益率偏低，09 年光大银行平均贷款利率为 4.72%，与按揭贷款和票据占比较高，以及贷款议价能力不强均有关；另一方面，活期存款比例偏低，存款成本偏高，09 年平均存款利率高达 1.69%（不含结构性存款）。

表 8：上市银行利差数据比较（2009 年）

	NIM（期初期末余额计算值）		NIM（公司公告）		存贷利差	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
光大	2.92%	2.01%	2.80%	1.95%	4.57%	3.03%
农行	3.26%	2.36%	3.03%	2.28%	5.17%	3.76%
工行	2.94%	2.35%	2.95%	2.26%	4.90%	3.61%
中行	2.73%	2.19%	2.63%	2.04%	3.95%	3.00%
建行	3.25%	2.52%	3.24%	2.41%	5.13%	3.86%
交行	2.87%	2.28%	3.01%	2.29%	4.80%	3.56%
招行	3.34%	2.28%	3.42%	2.23%	4.73%	3.03%
中信	3.34%	2.44%	3.33%	2.58%	4.52%	3.28%
浦发	2.90%	2.33%	3.05%	2.19%	5.14%	3.73%
民生	3.16%	2.69%	n.a.	n.a.	4.92%	3.65%
兴业	2.85%	2.35%	2.67%	2.34%	5.02%	3.83%
华夏	2.53%	1.92%	n.a.	n.a.	4.50%	3.25%
深发	3.12%	2.50%	3.02%	2.47%	4.51%	3.77%
南京	3.18%	2.68%	n.a.	n.a.	5.76%	4.32%
宁波	3.46%	2.80%	n.a.	n.a.	5.96%	4.72%
北京	2.94%	2.35%	n.a.	n.a.	5.10%	3.78%

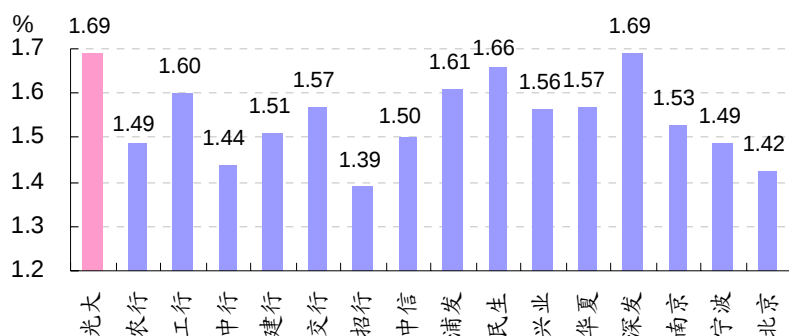
数据来源：招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

图 22: 上市银行平均贷款利率 (公司公布数据, 2009)



数据来源: 招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

图 23: 上市银行平均存款利率 (公司公布数据, 2009)



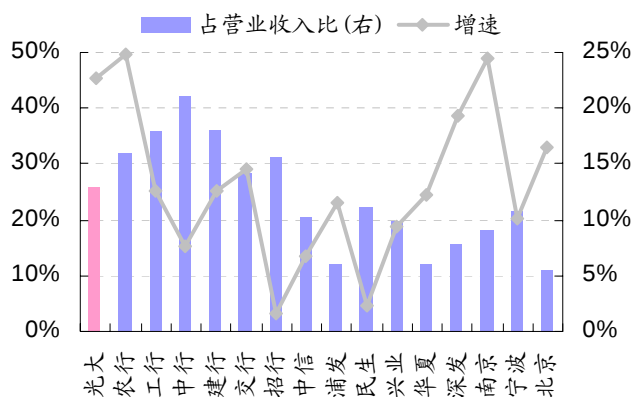
数据来源: 招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

注: 光大银行此处存款利率不包括结构性存款, 若包括, 存款利率为 1.75%。

4.3.3. 中间业务增长是亮点

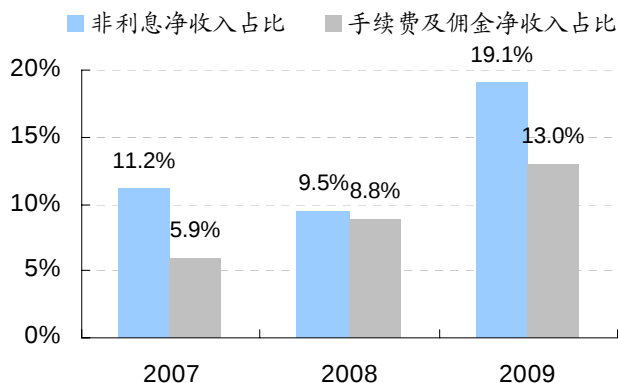
手续费收入实现持续较快增长。光大银行 08、09 年手续费及佣金净收入分别同比增长 82.69%、45.22%，成长速度居行业前列，同时手续费及佣金净收入占营业净收入比例由 07 年的 5.9%提高至 09 年的 13%，在股份制银行中达到仅次于招行的水平；09 年非息净收入占比亦提高至 19.1%。

图 24: 光大银行手续费净收入增长较快 (2009)



数据来源: 招股说明书、国泰君安证券。

图 25: 光大银行非息收入占比 (2009)

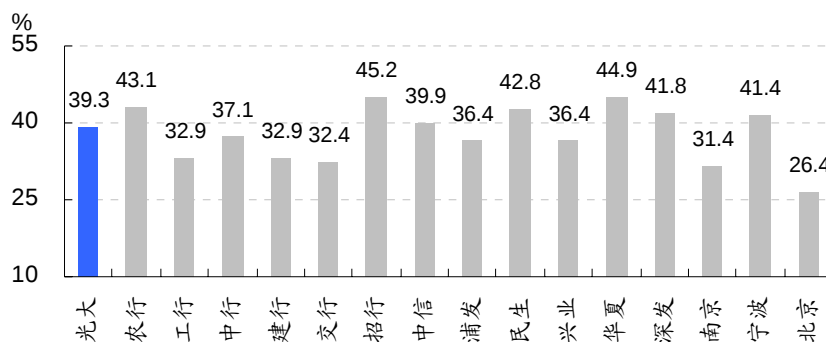


数据来源: 招股说明书、国泰君安证券。

4.4. 效率分析

成本控制能力较强，费用收入比较低。与上市股份制银行相比，光大银行 07-08 年费用收入比最低，尽管 09 年营业费用同比增长 15%，费用收入比较显著提高至 39.3%，但在上市股份制银行中仍处于中等偏低水平。

图 26：光大银行费用收入比（2009）



数据来源：招股说明书、公司报表、国泰君安证券。

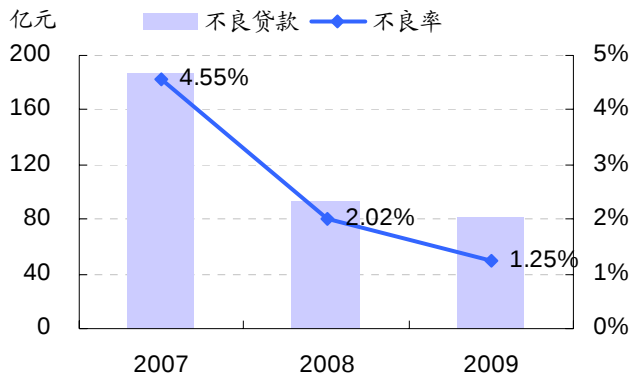
4.5. 资产质量不断改善

近两年不良贷款持续双降，但不良率依然处于上市股份制银行较高水平。光大银行历史曾有较大的不良资产包袱，主要源于：光大银行曾深受光大集团关联贷款的拖累；以及 1999 年从国开行处接收原中国投资银行的不当贷款 259.39 亿元。2007 年光大集团重组时，光大银行解除了与集团的历史关联交易，并于 08 年 4 月向三大资产管理公司打包出售 142.06 亿元不良资产（其中不良贷款 96.97 亿元），历史遗留问题逐步得到解决，08 年底不良贷款规模和比例大幅下降。09 年不良继续实现双降，不良率降至 1.25%，关注类贷款比例降低至 2.71%，但整体资产质量状况在上市股份制银行中依然处于较差的行列，仅略好于华夏银行。

05 年以后新发放贷款资产质量相对较好。虽然历史遗留问题已得到部分解决，但仍需继续消化。目前不良贷款中多数仍为 05 年之前发放的老贷款，以公司类贷款为例，老客户不良贷款占总不良的 81.6%，不良率 3.59%。相比之下，05 年之后新贷款资产质量较好，新发放公司贷款不良率仅为 0.38%，但是这部分贷款的关注意占比仍高达 2.69%，全行所有贷款关注意比例亦达 2.71%，在上市股份制银行中处于偏高水平。因此，尽管公司的资产质量在 07 年重组之后有明显改善，但是与同业相比，风险管理的水平和成效仍有待继续优化提升。

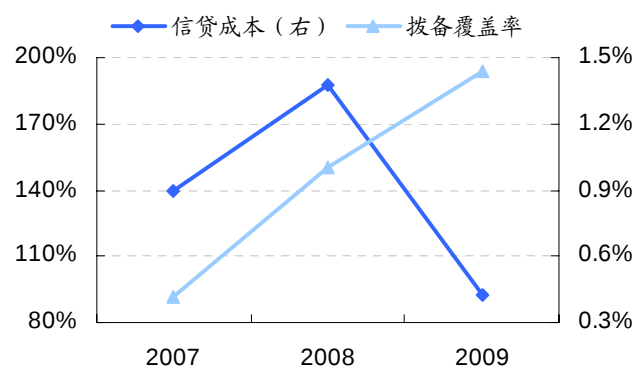
拨备覆盖率达标，09 年信贷成本显著降低。公司 08 年底拨备覆盖率达到 150% 的监管要求，09 年进一步提升至 194%，而信贷成本也从 08 年 1.38% 的高峰降至 0.43%，但与其他上市股份制银行相比，光大近几年信贷成本始终不低。

图 27: 08、09 年光大银行不良持续双降



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

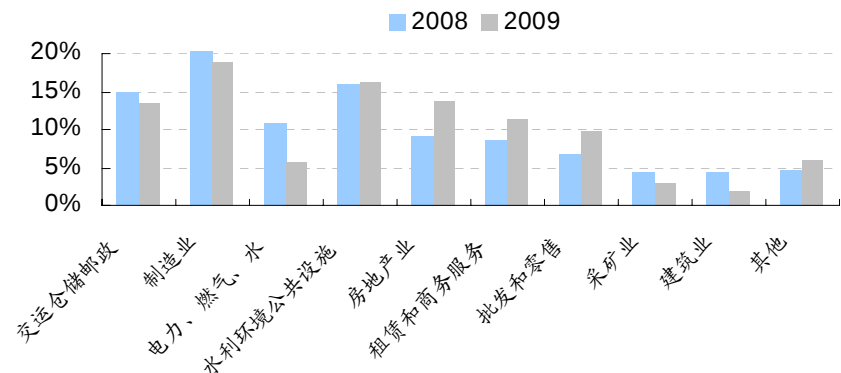
图 28: 拨备覆盖率提高至 194%



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

09 年房地产和融资平台相关贷款增长较快。从公司类贷款的行业分布来看，光大银行 09 年房地产贷款增量占公司类贷款增量的 26.6%，占公司类贷款余额比例大幅提高至 13.82%，占全行贷款余额比例为 9.84%，明显高于行业平均水平。同时，09 年融资平台相关贷款增长较快，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，租赁和商务服务业等行业 09 年新增贷款占公司类贷款增量的 45.6%。

图 29: 光大银行公司贷款组合的行业分布



数据来源：招股说明书、国泰君安证券。

5. 主要风险因素

- **经济周期下行和政策调控带来资产质量波动的风险，光大银行融资平台和房地产贷款风险敞口较大。**世界经济复苏和我国的房地产调控政策都存在不确定性，中国经济内生增长动力也有待加强，未来若宏观经济增长减速，将加大银行资产质量风险。09 年光大银行地方融资平台和房地产贷款快速增长，年末地方融资平台贷款余额占比为 23%，房地产贷款占比接近 10%，与同业相比，均处于较高水平。目前信贷风险可控，但若宏观经济变化或政策调控超预期，公司将面临超出行业平均水平的信贷风险。
- **净息差提升存在一定难度。**光大银行净息差目前处于同业较低水平，随着公司扩大中小企业客户群、压缩票据贴现比例等，净息差存在一定的提升空间，但提升幅度仍受多重因素制约，存在一定难度。

首先，公司贷存比较高，提升高风险高收益贷款资产比例的难度较大；其次，存款基础相对同业偏弱，通过加速网点扩张等对存款吸收的贡献难以立竿见影，此外其活期存款比例也较低，从而导致整个负债成本的控制存在较大压力。

- **本次上市后仍存在股权再融资的可能。**目前光大银行核心资本充足率 6.84%，资本充足率 10.39%，我们预计本次 IPO 之后，2010 年末核心资本充足率将达到 9%，若再考虑需要建立一定的资本缓冲，资本仍不十分充裕。此外，公司目前已用足了次级债补充附属资本的空间，且过去已发行的次级债由于新老化断的原因，超过监管新规（即核心资本 25%）的部分也计入了附属资本，但随着旧债逐步到期，新发行次级债补充资本的空间将受到挤压，对资本充足率也将略有负面影响。
- **利率市场化的风险。**伴随利率市场化改革，银行存贷款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。光大银行目前平均贷款利率、存贷利差均处于同业较低水平，受利率市场化的冲击可能更大。
- **脱媒效应。**融资制度的变革和融资结构的转变将推动直接融资的发展，从而对银行业的盈利产生一定的负面影响。

6. 附表

表 9：光大银行与 15 家上市银行 CAMEL 评级指标对比（%，2009）

	光大	农行	工行	中行	建行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发	南京	宁波	北京
C 资产充足性																
资本充足率	10.39	10.07	12.36	11.14	11.70	12.00	10.45	10.14	10.34	10.83	10.75	10.20	8.87	13.90	10.75	14.35
核心资本充足率	6.84	7.74	9.90	9.07	9.31	8.15	6.63	9.17	6.90	8.92	7.91	6.84	5.52	12.77	9.58	12.38
权益资产比	4.02	3.86	5.72	5.88	5.77	4.95	4.49	5.79	4.19	6.23	4.47	3.58	3.48	8.05	5.96	7.04
股利支付率	15.36	30.77	44.16	40.83	44.22	32.58	24.85	23.99	10.02	9.20	18.82	21.13	0.00	11.90	34.31	19.90
A 资产质量																
不良率	1.25	2.91	1.54	1.52	1.50	1.36	0.82	0.95	0.80	0.84	0.54	1.54	0.68	1.22	0.79	1.02
拨备覆盖率	194.1	105.4	164.4	151.2	175.8	151.1	246.7	149.4	245.9	206.0	254.9	166.8	161.8	173.7	170.1	215.8
信贷成本	0.43	1.22	0.42	0.38	0.56	0.71	0.30	0.27	0.38	0.62	0.09	0.87	0.41	0.67	0.64	0.30
E 盈利能力																
ROE	15.89	18.96	19.08	15.69	19.10	18.29	19.65	13.38	19.45	13.62	22.29	12.44	24.58	12.69	14.96	14.99
ROA	0.64	0.73	1.09	0.92	1.11	0.91	0.88	0.81	0.81	0.85	1.00	0.44	0.86	1.03	0.89	1.06
ROAE	18.80	20.53	20.14	16.44	20.80	19.40	21.13	12.13	24.11	16.86	24.46	13.04	27.29	13.14	15.72	15.78
ROAA	0.75	0.82	1.19	1.03	1.24	1.00	1.00	0.93	0.90	0.98	1.13	0.48	0.95	1.27	1.09	1.19
平均 RWA 收益率	1.33	1.67	2.41	1.77	2.27	1.84	1.75	1.61	1.56	1.37	2.17	0.96	1.58	2.21	1.88	2.36
费用收入比	39.30	43.11	32.91	37.15	32.93	32.43	45.17	39.95	36.37	42.79	36.39	44.90	41.76	31.38	41.38	26.39
L 流动性																

贷存比 (含贴现)	81.03	55.19	58.63	73.45	60.24	77.54	73.74	79.41	71.71	78.28	77.88	72.11	79.08	65.27	73.92	61.17
-----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源: 公司数据、国泰君安证券。

表 10: 光大银行与 15 家上市银行规模与盈利成长性对比 (% , 2009)

	光大	农行	工行	中行	建行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发	南京	宁波	北京
规模																
总资产市场份额	1.5	11.3	15.0	11.1	12.2	4.2	2.6	2.3	2.1	1.8	1.7	1.1	0.8	0.3	0.2	0.7
贷款市场份额	1.5	9.7	13.5	11.5	11.3	4.3	2.8	2.5	2.2	2.1	1.6	1.0	0.8	0.2	0.2	0.6
存款市场份额	1.3	12.3	16.0	10.9	13.1	3.9	2.6	2.2	2.1	1.8	1.5	1.0	0.7	0.2	0.2	0.7
总资产增速	40.6	26.6	20.8	25.8	27.4	23.6	31.6	34.5	23.9	35.3	30.5	15.6	23.9	59.6	58.2	27.9
贷款增速	39.5	33.5	25.3	49.0	27.0	38.4	35.6	45.9	33.2	34.1	40.5	21.3	26.7	65.9	66.5	41.6
存款增速	32.1	23.0	18.8	29.2	25.7	27.1	28.6	30.6	36.7	43.5	42.4	19.8	26.1	62.8	45.3	41.5
个人贷款占比	21.7	19.1	21.5	23.4	23.1	16.9	32.2	13.9	17.0	18.6	24.1	11.3	27.2	12.1	25.3	9.5
活期存款占比	43.6	55.5	51.4	47.0	55.2	48.1	54.8	48.3	45.2	48.6	50.6	43.7	31.7	48.5	57.9	56.5
收入																
利息净收入增速	-12.2	-6.3	-6.5	-2.5	-5.8	1.4	-13.9	-3.7	6.4	6.1	3.9	-4.1	3.1	22.0	22.9	-1.2
非息净收入增速	97.5	134.3	36.6	15.1	29.6	25.7	27.4	11.3	3.3	110.9	23.7	17.8	11.2	-26.5	21.1	-22.9
手续费净收增速	45.2	49.8	25.3	15.2	25.0	29.0	3.2	13.4	23.0	4.6	18.8	24.5	38.7	48.9	20.3	33.0
非息净收入占比	19.1	18.3	20.5	27.2	20.6	17.1	21.0	11.8	8.0	22.2	13.7	7.7	14.1	12.7	14.9	7.8
手续费净收占比	13.0	16.0	17.8	21.1	18.0	14.2	15.6	10.3	6.1	11.3	9.9	6.0	7.8	9.0	10.8	5.5
拨备前利润增速	-9.6	9.9	-5.2	-4.0	-3.7	3.1	-20.8	-10.6	7.7	23.3	1.7	-7.8	-4.4	0.0	22.0	-11.0
净利润增速	4.5	26.3	16.1	27.2	15.3	5.8	-13.5	8.0	5.6	53.5	16.7	22.4	719	6.1	9.4	4.0

数据来源: 公司数据、国泰君安证券。

注: 银行存、贷款市场份额为存、贷款余额占金融机构本外币存、贷款之比。

表 11: 利润表预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	24,700	24,259	32,534	40,831	50,284	60,606	72,247
利息净收入	22,336	19,602	26,892	34,060	42,211	51,009	60,815
利息收入	43,105	37,424	49,781	62,571	77,457	94,248	113,175
利息支出	(20,769)	(17,822)	(22,889)	(28,511)	(35,245)	(43,239)	(52,361)
手续费及佣金净收入	2,174	3,157	3,859	4,717	5,766	7,047	8,613
手续费及佣金收入	2,607	3,533	4,310	5,259	6,415	7,827	9,549
手续费及佣金支出	(433)	(376)	(451)	(541)	(650)	(780)	(936)
其他非利息收入	190	1,500	1,783	2,054	2,307	2,550	2,820
投资收益	214	755	906	1,042	1,198	1,354	1,530
公允价值变动损益	(322)	278	320	368	404	437	472
汇兑收益	211	405	486	559	615	664	717
其他业务收入	87	62	71	86	90	95	101
营业支出	(16,572)	(13,736)	(18,253)	(22,226)	(26,775)	(31,945)	(37,712)
营业税金及附加	(1,960)	(1,810)	(2,753)	(3,455)	(4,255)	(5,128)	(6,113)
业务及管理费	(8,301)	(9,533)	(12,134)	(14,820)	(17,749)	(21,089)	(24,779)
资产减值损失	(6,288)	(2,360)	(3,322)	(3,977)	(4,814)	(5,779)	(6,881)
其他业务成本	(23)	(33)	(44)	26	42	51	61
拨备前利润	14,416	12,883	17,603	22,582	28,323	34,440	41,417

营业利润	8,128	10,523	14,281	18,605	23,509	28,661	34,536
营业外净收入	(206)	(30)	(40)	(50)	(62)	(75)	(89)
利润总额	7,922	10,493	14,241	18,555	23,447	28,586	34,446
减: 所得税	(608)	(2,849)	(3,724)	(4,667)	(5,897)	(7,190)	(8,664)
税后利润	7,314	7,644	10,516	13,888	17,550	21,396	25,783
少数股东损益	0	0	0	0	0	1	1
归属于母公司所有者的净利润	7,314	7,644	10,517	13,888	17,550	21,397	25,783

表 12: 资产负债表预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
现金及存放央行款项	100,284	137,372	171,983	213,294	262,538	320,701	385,063
现金	2,357	3,136	4,070	4,843	5,729	6,728	7,840
存放央行款项	97,928	134,237	167,913	208,451	256,809	313,973	377,223
存拆放同业及其他金融机构款项	128,539	230,939	299,765	370,852	456,866	559,663	681,597
存放同业款项	59,405	100,583	130,559	161,521	198,983	243,755	296,862
拆出资金	19,552	9,061	11,761	14,551	17,925	21,959	26,743
买入返售金融资产	49,582	121,295	157,444	194,781	239,957	293,949	357,992
贵金属	0	0	0	0	0	0	0
客户贷款净额	450,521	632,151	771,686	934,070	1,120,945	1,333,718	1,580,089
客户贷款总额	464,574	647,916	790,458	956,454	1,147,744	1,365,816	1,618,492
贷款减值准备	(14,053)	(15,765)	(18,772)	(22,384)	(26,799)	(32,098)	(38,403)
投资	131,517	138,549	195,387	260,954	345,173	451,864	550,311
交易型金融资产	12,668	10,401	14,668	19,590	25,912	33,922	41,312
可供出售金融资产	57,662	54,618	77,024	102,872	136,072	178,131	216,941
持有至到期投资	61,187	73,530	103,695	138,492	183,188	239,811	292,058
应收款项投资	0	0	0	0	0	0	0
衍生金融资产	3,759	2,585	3,355	4,151	5,114	6,265	7,629
应收利息	3,403	3,341	4,337	5,365	6,609	8,097	9,861
长期股权投资	98	99	129	159	196	240	292
投资性房地产	0	0	0	0	0	0	0
固定资产净值	8,021	8,827	11,458	14,175	17,462	21,392	26,052
其他资产	25,693	43,832	56,895	70,387	86,713	106,223	129,366
无形资产	327	371	482	596	734	899	1,095
商誉	1,281	1,281	1,663	2,057	2,534	3,104	3,781
递延所得税资产	736	576	748	925	1,139	1,396	1,700
其他资产	23,349	41,604	54,003	66,809	82,305	100,824	122,791
资产总计	851,835	1,197,695	1,514,994	1,873,407	2,301,616	2,808,162	3,370,261
同业及其他金融机构存拆入	131,750	268,993	336,477	417,709	514,612	629,161	755,907
向央行借款	0	0	0	0	0	0	0
同业及其他金融机构存放款项	121,694	231,260	289,278	359,114	442,425	540,905	649,872
拆入资金	3,099	23,091	28,884	35,857	44,176	54,009	64,889
卖出回购金融资产	6,957	14,642	18,315	22,737	28,012	34,247	41,146
客户存款	605,171	799,645	1,000,257	1,241,737	1,529,807	1,870,328	2,247,111
应付债券	18,550	21,550	26,956	33,464	41,227	50,404	60,558
交易性与衍生金融负债	24,553	10,295	12,878	15,987	19,695	24,079	28,930

交易性金融负债	20,682	8,059	10,081	12,515	15,418	18,850	22,647
衍生金融负债	3,871	2,236	2,797	3,472	4,278	5,230	6,283
应付款项	10,357	10,457	13,080	16,238	20,005	24,458	29,386
应付薪酬	2,910	3,420	4,278	5,311	6,543	7,999	9,611
应交税费	848	753	942	1,169	1,441	1,761	2,116
应付利息	6,599	6,284	7,861	9,758	12,022	14,698	17,659
其他应付款	0	0	0	0	0	0	0
其他负债	28,225	38,637	48,330	59,998	73,917	90,370	108,575
预计负债	61	60	75	93	115	140	169
递延税项负债	0	0	0	0	0	0	0
其他负债	28,164	38,577	48,255	59,905	73,802	90,230	108,407
负债合计	818,606	1,149,577	1,437,978	1,785,133	2,199,264	2,688,801	3,230,467
股东权益合计	33,232	48,122	77,015	88,274	102,352	119,360	139,794
母公司股东权益	33,232	48,107	76,991	88,247	102,320	119,323	139,750
股本	28,217	33,435	40,435	40,435	40,435	40,435	40,435
资本公积和盈余公积	1,477	7,591	21,177	22,560	24,308	26,439	29,007
一般风险准备	1,376	5,485	11,138	18,604	28,037	39,539	53,398
未分配利润	2,162	1,596	4,234	6,639	9,530	12,899	16,897
其中拟分配现金股利	(2,162)	(1,174)	(2,629)	(3,472)	(4,388)	(5,349)	(6,446)
外币折算差额	0	0	8	9	10	12	14
少数股东权益	0	15	24	28	32	37	44
负债和股东权益总计	851,838	1,197,699	1,514,994	1,873,407	2,301,616	2,808,162	3,370,261

表 13: 成长驱动因素

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
总资产增速	15.24%	40.60%	26.49%	23.66%	22.86%	22.01%	20.02%
贷款增长率	12.68%	39.46%	22.00%	21.00%	20.00%	19.00%	18.50%
存款增速	11.93%	32.14%	25.09%	24.14%	23.20%	22.26%	20.15%
储蓄存款增速	43.78%	43.38%	25.30%	24.36%	23.41%	22.47%	20.35%
营业收入增速	23.22%	-1.79%	34.11%	25.50%	23.15%	20.53%	19.21%
利息净收入增速	25.67%	-12.24%	37.19%	26.65%	23.93%	20.84%	19.22%
非利息净收入增速	4.05%	97.00%	21.15%	20.01%	19.23%	18.88%	19.13%
营业支出增速	43.12%	-17.11%	32.89%	21.76%	20.47%	19.31%	18.05%
业务及管理费增速	30.17%	14.84%	27.29%	22.14%	19.76%	18.82%	17.50%
资产减值损失增速	69.95%	-62.47%	40.77%	19.70%	21.05%	20.06%	19.06%
资产减值损失计提/总资产	0.74%	0.20%	0.22%	0.21%	0.21%	0.21%	0.20%
税前利润增速	-5.58%	32.45%	35.71%	30.30%	26.37%	21.92%	20.50%
净利差(spread)	2.83%	1.97%	1.99%	2.03%	2.05%	2.03%	2.01%
净息差(margin)	3.01%	2.07%	2.08%	2.12%	2.13%	2.11%	2.08%
净利润增长率	45.12%	4.51%	37.58%	32.06%	26.37%	21.92%	20.50%
持续成长率	11.97%	13.45%	10.24%	11.80%	12.86%	13.45%	13.84%

注: 以上净利差、净息差为根据期初期末余额平均计算值。

表 14: 杜邦分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
利息净收入/总资产	2.62%	1.64%	1.78%	1.82%	1.83%	1.82%	1.80%
非利息净收入/总资产	0.28%	0.39%	0.37%	0.36%	0.35%	0.34%	0.34%
营业收入/总资产	2.90%	2.03%	2.15%	2.18%	2.18%	2.16%	2.14%
营业税及附加/总资产	-0.23%	-0.15%	-0.18%	-0.18%	-0.18%	-0.18%	-0.18%
业务及管理费/总资产	-0.97%	-0.80%	-0.80%	-0.79%	-0.77%	-0.75%	-0.74%
资产减值损失计提/总资产	-0.74%	-0.20%	-0.22%	-0.21%	-0.21%	-0.21%	-0.20%
其他业务成本/总资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业支出/总资产	-1.95%	-1.15%	-1.20%	-1.19%	-1.16%	-1.14%	-1.12%
营业利润/总资产	0.95%	0.88%	0.94%	0.99%	1.02%	1.02%	1.02%
营业外收支净额/总资产	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额/总资产	0.93%	0.88%	0.94%	0.99%	1.02%	1.02%	1.02%
税收/总资产	-0.07%	-0.24%	-0.25%	-0.25%	-0.26%	-0.26%	-0.26%
少数股东权益应享利润/总资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
ROA	0.86%	0.64%	0.69%	0.74%	0.76%	0.76%	0.77%
杠杆系数	3.90%	4.02%	5.08%	4.71%	4.45%	4.25%	4.15%
ROE	22.01%	15.89%	13.66%	15.74%	17.15%	17.93%	18.45%

作者简介:**伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行业研究。

王丽雯:

2008年7月毕业于北京大学光华管理学院金融系，获经济学硕士，现从事银行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		