

建议申购价格区间

(2.56, 2.70)

估值区间: (2.65, 3.02)

2010年8月2日

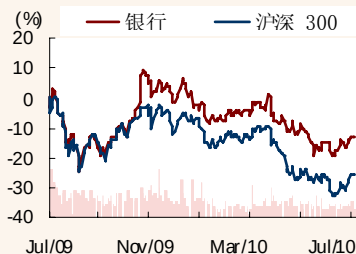
发行数据

发行前总股本(亿)	334.35
本次发行股数(亿)	61 (70)
发行后总股本(亿)	395 (404)
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	2010-8-10
上市日期	2010-8-18

发行后主要股东(按金额超额配售)

	持股比例
中央汇金公司	48.37%
光大集团总公司	5.18%
光大控股	4.35%

行业指数



资料来源: 招商证券

王倩

021-68407902
 wangqian@cmschina.com.cn
 S1090210040002

肖立强(研究助理)

xiaolq@cmschina.com.cn

背靠集团完整多元金融平台的股份制银行

光大银行IPO投资价值分析报告

按 09 年底总资产, 光大为第六大股份制商业银行, 唯一一家由汇金控股的股份制银行, 背靠第二大股东光大集团的综合金融平台, 具备较好的综合竞争力。

□ 主要投资亮点:

- 完整的综合金融平台支持, 表现为高手续费佣金收入占比。09 年, 光大银行手续费及佣金净收入占营业收入比例为 19.09%, 成为股份制银行中, 手续费及佣金净收入占比最高的银行, 在全部上市银行中, 仅次于具备传统优势的中行。
- 资产质量改善明显, 风险动态覆盖能力同业领先。09 年底, 光大银行不良贷款率为 1.25%, 拨备覆盖率为 194%, 位于同业较好水平, 拨备余额/贷款余额比例为 2.71%, 位居上市银行第二位。
- 个贷占比相对较高, 工程机械特色贷款顺应宏观趋势。09 年底, 光大银行个贷占比为 21.9%, 位居股份制银行中上水平, 工程机械贷款是光大的特色零售贷款, 09 年该类贷款增长 41%, 占个贷 18.7%。
- 首发融资补充资本, 获得扩张后动力。本次融资将提升公司的资本充足率约 2.5 个百分点左右, 预计 10 年底光大银行核心资本充足率和资本充足率将达到 9.2%和 12.0%。

□ 财务预测。在融资后 404.35 亿股的总股本摊薄下, 我们预计光大银行 2010 年-2012 年净利润分别为 97.6 亿元、124.0 亿元、143.6 亿元; 对应的净利润增速分别为 27.7%、27.0%、15.8%; 每股收益分别为 0.24 元/股、0.31 元/股、0.36 元/股; 每股净资产预计为 1.89 元/股、2.17 元/股、2.49 元/股。

□ 建议申购价格区间为(2.56, 2.70)。参考可比银行, 我们认为光大银行的合理价格中枢为 2.84, 合理价格区间为 (2.65, 3.02) 元, 对应 10 年 PB 区间为 (1.4, 1.6), 对应的 10 年 PE 区间为 (11.0, 12.6), 建议申购价在合理价格中枢上折价 5-10%, 建议申购价格区间为(2.56, 2.70)元。

□ 风险因素。行业仍面临紧缩调控、公司自身仍需进一步转型。

主要财务数据

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
拨备前利润(亿元)	128.53	192.08	241.84	271.13
Yoy (%)	-9.56%	49.45%	25.90%	12.11%
净利润(亿元)	76.43	97.58	123.95	143.56
Yoy (%)	4.48%	27.67%	27.03%	15.82%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.24	0.31	0.36
每股净资产 BVPS(元)	1.19	1.89	2.17	2.49
净资产收益率 ROE (%)	24.11%	15.66%	15.10%	15.26%
市盈率 P/E(倍)	0.75%	0.71%	0.70%	0.68%
市净率 P/B(倍)	14.81	11.60	9.13	7.89

资料来源: 招商证券 估值指标按照2.8发行价计算

正文目录

一、财务预测.....	3
二、估值和定价.....	5
1、相对估值比较.....	5
2、建议申购区间（2.56，2.70）元.....	6
三、公司基本情况.....	7
1、历史沿革.....	7
2、本次发行情况.....	7
3、经营稳健，综合素质良好.....	7
四、投资亮点.....	9
1、完整的综合金融平台支持，表现为高手续费佣金收入占比.....	9
2、资产质量改善明显，风险动态覆盖能力同业领先.....	9
3、个贷占比相对较高，工程机械特色贷款顺应宏观趋势.....	10
4、首发融资补充资本，获得扩张后动力.....	11
五、风险因素.....	12
1、行业面：受紧缩调控的影响较大.....	12
2、公司面：业务结构还需进一步转型.....	12
图 1：银行业历史 PEBand	5
图 2：银行业历史 PBBand	5
图 3：光大银行手续费及佣金净收入占比位居行业领先水平.....	9
图 4：不良贷款持续“双降”.....	9
图 5：低核销基础上拨备覆盖率仍快速提升	9
图 6：09 年底光大银行拨备余额对贷款的覆盖位居行业前列	10
图 7：09 年底光大银行个贷占比位于行业中上水平	10
图 8：光大银行零售贷款的特色贷款——工程机械贷款.....	11
图 9：光大银行首发融资大幅提高资本充足率.....	11
表 1：光大银行盈利预测详表（亿元、元/倍）.....	3
表 2：光大银行财务假设和盈利预测表（亿元、元/倍）.....	4
表 3：国内上市银行估值比较表	5
表 4：国内上市银行盈利能力比较表	6
表 5：光大银行本次发行前后股东结构比较（单位：亿股、%）.....	7
表 6：09 年底光大银行与 A 股银行主要经营指标比较（单位：亿元、%）	8

一、财务预测

为预测光大银行未来三年的盈利状况，我们假设，最近三年：

- (1) 银行业及光大银行基本面不发生根本性重大转变；
- (2) 不考虑加息或者减息，2010 年-2012 年，中国 GDP 复合增速在 7%以上；
- (3) 银行业的规模扩张受到现有监管标准限制；
- (4) 营业税金及附加、营业费用的政策保持相对稳定；
- (5) 发行 70 亿股，发行价格为人民币 2.80 元，融资金额为 196 亿元。

在融资后 404.35 亿股的总股本摊薄下，我们预计光大银行 2010 年-2012 年净利润分别为 97.6 亿元、124.0 亿元、143.6 亿元；每股收益分别为 0.24 元/股、0.31 元/股、0.36 元/股；每股净资产预计为 1.89 元/股、2.17 元/股、2.49 元/股。

表 1：光大银行盈利预测详表（亿元、元/倍）

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息净收入	223.36	196.02	290.16	353.88	400.55
利息收入	431.05	374.24	566.54	719.51	837.58
利息支出	(207.69)	(178.22)	(276.38)	(365.63)	(437.02)
中间业务净收入	21.74	31.57	44.95	63.83	83.52
手续费及佣金收入	26.07	35.33	49.46	69.25	90.02
手续费及佣金支出	(4.33)	(3.76)	(4.51)	(5.41)	(6.50)
投资损益	2.14	7.55	7.55	7.55	7.55
公允价值变动损益	(3.22)	2.78	2.78	2.78	2.78
汇兑损益	2.11	4.05	4.05	4.05	(10.00)
其他业务净收入	0.64	0.29	0.29	0.29	0.29
营业收入	246.78	242.26	349.78	432.39	484.70
成本费用	(102.61)	(113.43)	(157.40)	(190.25)	(213.27)
营业税金及附加	(19.60)	(18.10)	(20.99)	(25.94)	(29.08)
业务及管理费用	(83.01)	(95.33)	(136.42)	(164.31)	(184.18)
营业外净收支	(2.06)	(0.30)	(0.30)	(0.30)	(0.30)
拨备前利润总额	142.12	128.53	192.08	241.84	271.13
资产减值损失	(62.88)	(23.60)	(58.41)	(72.04)	(74.47)
利润总额	79.24	104.93	133.67	169.80	196.66
所得税	(6.08)	(28.49)	(36.09)	(45.85)	(53.10)
净利润	73.16	76.43	97.58	123.95	143.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可分配净利润	73.16	76.43	97.58	123.95	143.56
yoy	45.17%	4.48%	27.67%	27.03%	15.82%
EPS	0.18	0.19	0.24	0.31	0.36
净资产	332	481	765	876	1,006
BVPS	0.82	1.19	1.89	2.17	2.49

资料来源：公司数据，招商证券研发中心

表 2：光大银行财务假设和盈利预测表（亿元、元/倍）

利润表	2009	2010E	2011E	2012E	利润表假设	2009	2010E	2011E	2012E
利息净收入	196.0	290.2	353.9	400.6	利息净收入增速	-12.2%	48.0%	22.0%	13.2%
中间业务净收入	31.6	45.0	63.8	83.5	中间业务收入增速	35.5%	40.0%	40.0%	30.0%
营业收入	242.3	349.8	432.4	484.7	中间业务收入占比	19.1%	17.0%	18.2%	17.4%
业务及管理费	(95.3)	(136.4)	(164.3)	(184.2)	成本收入比	39.4%	39.0%	38.0%	38.0%
拨备前利润	128.5	192.1	241.8	271.1	有效税率	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%
拨备支出	(23.6)	(58.4)	(72.0)	(74.5)	存贷利差	3.0%	3.5%	3.9%	4.3%
总利润	104.9	133.7	169.8	196.7	债券平均收益率	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
所得税	(28.5)	(36.1)	(45.8)	(53.1)	净利差	1.9%	2.3%	2.4%	2.5%
净利润	76.4	97.6	124.0	143.6	净息差	2.0%	2.4%	2.5%	2.6%
资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	资产负债假设	2009	2010E	2011E	2012E
生息资产	11,558	14,217	17,060	19,107	贷款增长率	39.7%	25.0%	22.0%	15.0%
贷款余额	6,490	8,112	9,897	11,381	存款增长率	32.1%	25.5%	24.0%	16.0%
债券投资	1,385	1,868	2,392	2,679	生息资产增长率	40.1%	23.0%	20.0%	12.0%
付息负债	10,902	13,736	17,170	19,746	付息负债增长率	44.3%	26.0%	25.0%	15.0%
存款余额	7,996	10,036	12,444	14,435	加权风险资产增速	41.7%	25.0%	22.0%	12.0%
应付债券	216	215	350	500	总资产增速	40.6%	30.0%	28.0%	12.0%
总资产	11,977	15,570	19,930	22,321	贷存比	79.1%	78.8%	77.4%	78.3%
总负债	11,496	14,805	19,053	21,316	贷款/总资产	54.2%	52.1%	49.7%	51.0%
股东权益	481	765	876	1,006	债券投资/总资产	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
短期资产及存放央行	3,787	4,376	4,951	5,248	现金及存放央行/存款	17.2%	15.0%	15.0%	18.0%
活期存款	38,588	44,836	48,285	53,596	活期存款率	43.6%	55.0%	50.0%	50.0%
中长期类公司贷款	3,492	4,462	5,344	5,918	个贷占比	30.7%	30.0%	32.0%	33.0%
个人贷款	1,418	2,434	3,167	3,756	现金分红率	15.4%	10.0%	10.0%	10.0%
资产质量和资本充足	2009	2010E	2011E	2012E	重要指标	2009	2010E	2011E	2012E
不良贷款率	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	ROAA	0.75%	0.71%	0.70%	0.68%
拨备覆盖率	194.1%	206.3%	224.6%	246.5%	ROAE	24.11%	15.66%	15.10%	15.3%
不良贷款余额	81.2	99.9	119.4	134.9	RORWA	1.13%	1.15%	1.20%	1.24%
不良贷款形成率	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	EPS	0.19	0.24	0.31	0.36
信贷成本	0.4%	0.8%	0.8%	0.7%	BVPS	1.19	1.89	2.17	2.49
贷款准备/贷款余额	2.4%	2.5%	2.7%	2.9%	PPoPPS	0.32	0.48	0.60	0.67
拨备/拨备前利润	18.4%	30.4%	29.8%	27.5%	PE	14.81	11.60	9.13	7.89
核心资本充足率	6.8%	9.2%	8.8%	9.1%	PB	2.35	1.48	1.29	1.13
资本充足率	10.4%	12.0%	12.4%	13.6%	P/PPoPPs	8.81	5.89	4.68	4.18

资料来源：公司数据，招商证券研发中心。估值指标以 2.8 元的价格中枢为基准。

二、估值和定价

1、相对估值比较

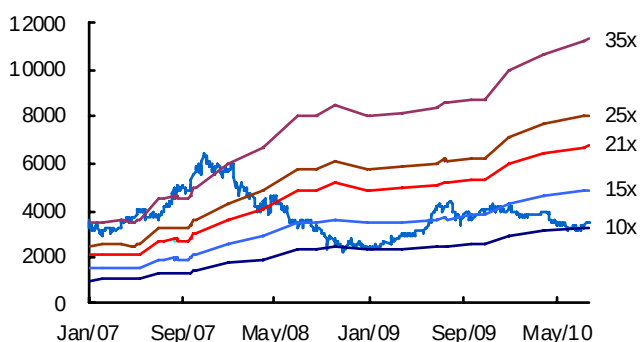
按 2010/7/30 收盘价计算,目前 A 股上市银行 10 年 PE 和 PB 分别为 11.6 倍和 1.9 倍,其中股份制银行 10 年 PE 和 PB 分别为 11.1 倍和 1.8 倍。

表 3: 国内上市银行估值比较表

公司名称	P/E(X)				P/B(X)				P/PPoP(X)			
	2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
工商银行	13.0	11.1	9.1	7.5	2.4	2.1	1.8	1.6	7.2	7.6	5.9	5.1
农业银行	17.2	13.6	10.6	8.5	3.1	2.6	1.8	1.6	8.5	7.8	6.2	5.1
中国银行	14.0	10.6	9.0	7.7	1.8	1.8	1.5	1.3	6.9	7.2	5.5	4.7
建设银行	12.5	10.8	8.4	6.8	2.5	2.1	1.8	1.5	6.8	7.0	5.1	4.3
交通银行	12.9	12.2	9.3	7.8	2.5	2.3	1.6	1.4	7.7	7.5	5.2	4.3
招商银行	15.0	17.2	12.4	9.9	3.9	3.4	2.4	1.9	9.8	12.4	7.4	5.9
中信银行	17.6	16.1	12.4	9.8	2.5	2.3	2.0	1.7	9.7	10.7	6.5	5.2
浦发银行	13.7	13.0	9.7	7.5	4.1	2.5	1.4	1.2	9.0	8.4	5.8	4.6
民生银行	18.9	12.3	13.0	10.4	2.7	1.7	1.5	1.4	8.8	7.1	6.2	4.9
兴业银行	14.2	12.1	8.9	7.3	3.3	2.7	1.7	1.4	9.2	9.1	6.2	5.1
华夏银行	20.0	16.3	12.3	10.2	2.2	2.0	1.8	1.5	6.9	7.5	5.1	4.2
深发展	99.4	12.1	9.3	7.4	3.7	3.0	1.6	1.4	7.5	7.9	5.9	4.5
南京银行	19.2	18.1	12.2	10.1	2.5	2.3	2.0	1.7	12.6	12.6	8.5	6.5
宁波银行	23.4	21.4	14.4	10.3	3.5	3.2	1.9	1.7	17.5	14.4	9.5	6.6
北京银行	16.1	15.4	11.6	9.3	2.6	2.3	2.0	1.7	10.0	11.1	7.2	5.8
国有银行平均	17.4	14.6	11.6	9.6	3.1	2.7	2.1	1.8	9.3	9.3	7.0	5.9
股份制银行平均	28.4	14.2	11.1	8.9	3.2	2.5	1.8	1.5	8.7	9.0	6.1	4.9
城商行平均	19.6	18.3	12.7	9.9	2.9	2.6	2.0	1.7	13.4	12.7	8.4	6.3
银行平均	23.4	15.2	11.6	9.3	3.1	2.6	1.9	1.6	9.9	9.9	6.9	5.5

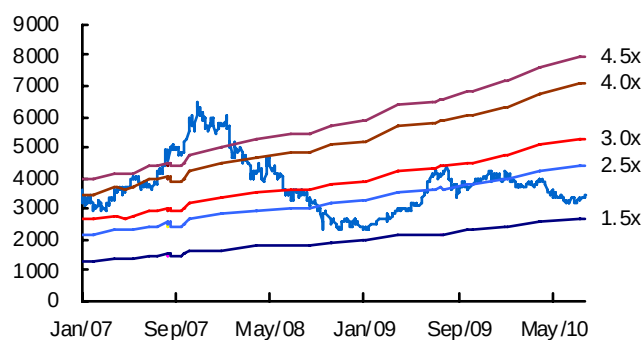
资料来源: 公司数据, 招商证券研发中心 估值基准日为 2010/7/30

图1: 银行行业历史PEBand



资料来源: 招商证券研发中心

图2: 银行行业历史PBBand



说明: 行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数; 行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和; 行业净资产为对应时点行业净资产总和。

2、建议申购区间（2.56，2.70）元

我们认为，从规模上来看，光大银行的可比银行是兴业银行和华夏银行，从盈利能力上看，光大银行与民生银行比较接近。

我们预计，2010 年光大银行的加权平均资产回报率为 0.71%，与民生银行比较接近，位于行业较低水平，主要原因是以公司贷款为主的传统业务结构，使光大银行在贷款定价上主动权不多，净息差相对较低，盈利能力相对低于同业。

参考可比银行，我们认为光大银行的合理价格中枢为 2.84，合理价格区间为（2.65，3.02）元，对应 10 年 PB 区间为（1.4，1.6），对应的 10 年 PE 区间为（11.0，12.6），建议申购价在合理价格中枢上折价 5-10%，建议申购价格区间为（2.56，2.70）元。

表 4：国内上市银行盈利能力比较表

公司名称	ROAE (%)				ROAA (%)				RORWA (%)			
	2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
光大银行	25.26%	24.11%	15.66%	15.10%	0.92%	0.75%	0.71%	0.70%	1.53%	1.13%	1.15%	1.20%
工商银行	19.40%	20.14%	21.74%	22.42%	1.20%	1.19%	1.25%	1.33%	2.34%	2.18%	2.39%	2.62%
农业银行	-23.55%	20.53%	19.62%	19.37%	0.84%	0.82%	0.87%	0.96%	1.51%	1.49%	1.66%	1.85%
中国银行	14.23%	16.44%	18.10%	17.87%	0.98%	1.03%	1.03%	0.96%	1.64%	1.65%	1.57%	1.50%
建设银行	20.88%	20.90%	22.76%	23.91%	1.31%	1.24%	1.28%	1.30%	2.21%	2.06%	2.28%	2.50%
交通银行	20.78%	19.46%	20.18%	19.22%	1.19%	1.00%	1.05%	1.01%	2.07%	1.60%	1.64%	1.58%
招商银行	28.40%	19.46%	22.31%	21.46%	1.45%	22.02%	1.06%	1.03%	2.28%	1.57%	1.74%	1.79%
中信银行	14.84%	14.45%	17.15%	18.71%	1.21%	0.97%	0.94%	0.95%	1.78%	1.42%	1.44%	1.49%
浦发银行	35.77%	24.11%	18.55%	17.03%	1.13%	0.90%	0.98%	1.00%	1.66%	1.40%	1.51%	1.59%
民生银行	15.05%	11.88%	12.39%	14.27%	0.80%	0.68%	0.71%	0.73%	1.03%	0.85%	0.92%	0.97%
兴业银行	25.38%	24.46%	23.59%	21.23%	1.22%	1.13%	1.19%	1.17%	2.23%	1.86%	1.95%	1.86%
华夏银行	15.17%	13.04%	15.32%	16.17%	0.46%	0.48%	0.55%	0.58%	0.87%	0.87%	0.96%	0.97%
深发展	4.18%	27.29%	22.88%	20.21%	0.15%	0.95%	1.02%	1.06%	0.22%	1.40%	1.53%	1.57%
南京银行	13.74%	13.26%	17.53%	18.14%	1.71%	1.27%	1.34%	1.32%	2.95%	1.71%	1.95%	1.85%
宁波银行	15.83%	15.72%	16.75%	17.40%	1.49%	1.09%	1.11%	1.14%	1.76%	1.50%	1.79%	2.01%
北京银行	17.73%	15.79%	18.49%	19.71%	1.39%	1.19%	1.24%	1.24%	2.85%	1.94%	2.07%	2.11%
国有银行平均	12.94%	24.37%	25.60%	25.70%	1.38%	1.32%	1.37%	1.39%	2.44%	2.25%	2.38%	2.51%
股份制银行平均	19.83%	19.24%	18.88%	18.44%	0.92%	3.87%	0.92%	0.93%	1.44%	1.34%	1.44%	1.46%
城商行平均	15.77%	14.92%	17.59%	18.42%	1.53%	1.18%	1.23%	1.23%	2.52%	1.72%	1.94%	1.99%
银行平均	16.99%	19.78%	20.52%	20.51%	1.18%	2.57%	1.12%	1.13%	1.96%	1.68%	1.81%	1.87%

资料来源：公司数据，招商证券研发中心

三、公司基本情况

1、历史沿革

中国光大银行成立于 1992 年 6 月 18 日，经国务院批复并经人民银行批准设立，成立时由光大集团总公司全资拥有，注册资本为 15 亿元。经过 18 年的经营和发展，公司在资产规模、盈利能力、资产质量、股本结构等方面都发生了较大变化，其股权结构变化历史如下：

- ◆ 1992 年 6 月，经国务院批复并经人民银行批准设立，光大集团总公司全资拥有，注册资本 15 亿；
- ◆ 1997 年 1 月，光大集团总公司等 131 家股东共同发起，改制为股份制商业银行，注册资本增至 28 亿；
- ◆ 1999 年 3 月，接收了原中国投资银行的资产、负债及所有者权益；
- ◆ 1999 年至 2003 年，两次资本公积金转增股本和一次增资扩股，注册资本增至 82.17 亿；
- ◆ 2007 年 11 月，汇金公司注资 200 亿元，注册资本增至 282.17 亿；
- ◆ 2009 年 8 月，向 8 家境内外投资者发行 52.179 亿股，注册资本增至 334.35 亿

2、本次发行情况

本次光大银行 A 股 IPO 拟发行不超过 61 亿股（未考虑本次发行的超额配售选择权）；若全额行使本次发行的超额配售选择权，则发行不超过 70 亿股。本次发行前后，光大银行股东结构对比如下：

表 5：光大银行本次发行前后股东结构比较（单位：亿股、%）

股东名称	股份类别	A 股发行前		A 股发行后（不考虑超额配售）		A 股发行后（全额行使超额配售）	
		持股数	所占比例	持股数	所占比例	持股数	所占比例
中央汇金公司	A 股	200.00	59.82%	196.15	49.61%	195.58	48.37%
光大集团总公司	A 股	21.41	6.40%	21.00	5.31%	20.93	5.18%
光大控股	A 股	17.58	5.26%	17.58	4.45%	17.58	4.35%
其他 A 股股东	A 股	95.37	28.52%	99.63	25.20%	100.27	24.79%
社会公众股股东	A 股	-	-	61.00	15.43%	70.00	17.31%
总计		334.35	100.00%	395.35	100.00%	404.35	100.00%

资料来源：公司报告、招商证券研发中心

3、经营稳健，综合素质良好

截至 09 年底，光大银行在中国内地设有 483 家分支机构（含总行），资产总额为 11977 亿元，贷款总额为 6490 亿元，存款总额为 8077 亿元，股东权益总额 481 亿元。按 09 年底资产总额计算，为中国第六大股份制商业银行。光大银行各项经营指标基本处于银行业中上水平，体现了公司较好的综合竞争力。

表 6: 09 年底光大银行与 A 股银行主要经营指标比较 (单位: 亿元、%)

银行	总资产	贷款	存款	存贷比	不良率	拨备覆盖率	核心资本充足率	资本充足率
光大银行	11,977	6,479	7,796	83.11*	1.25	194.1	6.84	10.39
农业银行	88,826	41,382	74,976	55.20	2.91	105.40	7.74	10.07
工商银行	117,851	55,832	97,713	59.50	1.54	164.41	9.90	12.36
建设银行	96,234	46,929	80,013	60.24	1.50	175.77	9.31	11.70
中国银行	87,519	47,974	66,850	70.30	1.52	151.17	9.07	11.14
交通银行	33,091	18,015	23,721	71.97	1.36	151.05	8.15	12.00
国有银行平均	83,674	42,188	67,074	65.50	1.48	160.60	9.11	11.80
招商银行	20,679	11,618	16,081	73.69	0.82	246.66	6.63	10.45
中信银行	17,750	10,505	13,419	79.62	0.95	149.36	9.17	10.14
浦发银行	16,227	9,105	12,953	71.60	0.80	245.93	6.90	10.34
民生银行	14,264	8,677	11,279	76.77	0.84	206.04	8.92	10.83
兴业银行	13,322	6,920	9,009	71.90	0.54	254.93	7.91	10.75
华夏银行	8,455	4,195	5,817	70.97	1.50	166.84	6.84	10.20
深发展 A	5,878	3,556	4,546	69.12	0.68	161.84	5.52	8.88
股份银行平均	13,796	7,796	10,444	73.38	0.88	204.51	7.41	10.23
北京银行	5,335	2,675	4,469	58.94	1.02	215.69	12.38	14.35
宁波银行	1,634	808	1,108	69.40	0.79	170.06	9.58	10.75
南京银行	1,496	656	1,021	64.00	1.22	173.74	12.77	13.90
城商行平均	2,821	1,379	2,199	64.11	1.01	186.50	11.58	13.00
上市银行平均	31,410	16,247	24,857	53.61	1.08	188.11	8.79	11.27

资料来源: 公司报告、招商证券研发中心

注: *为年报未披露, 以贷款余额/存款余额计算替代

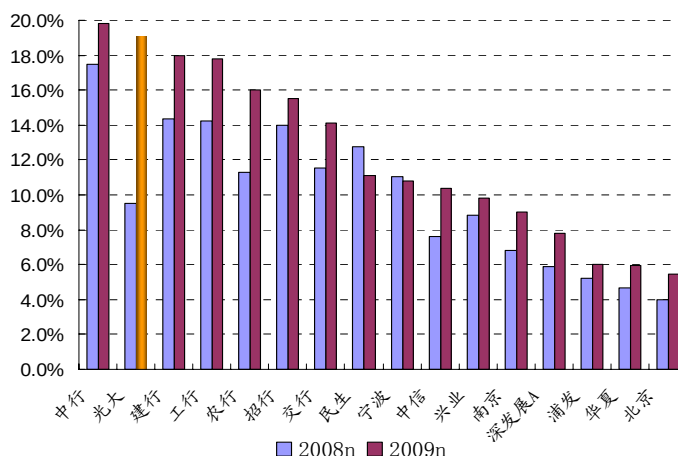
四、投资亮点

1、完整的综合金融平台支持，表现为高手续费佣金收入占比

光大银行目前是唯一一家由国家注资并控股的股份制商业银行。汇金公司在发行后（全额行使超额配售权）持股比例达到48%以上，仍为第一大股东。光大集团直接持股比例为5.18%，是光大银行的主要股东。作为首家由国家批准的金融控股公司，光大集团总公司目前已逐步形成银行、证券、保险、基金、租赁及资产管理并立的经营格局，通过业务协同提供综合金融服务。

在此背景下，09年光大银行实现手续费及佣金净收入31.6亿元，占营业收入比例为19.09%，成为股份制银行中，手续费及佣金净收入占比最高的银行，在全部上市银行中，仅次于具备传统优势的中行。

图3：光大银行手续费及佣金净收入占比位居行业领先水平



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

2、资产质量改善明显，风险动态覆盖能力同业领先

截止 09 年底，光大银行不良贷款率为 1.25%，拨备覆盖率为 194%，位于同业较好水平，尤其是拨备覆盖率的提升，对核销依赖程度较低。

图4：不良贷款持续“双降”

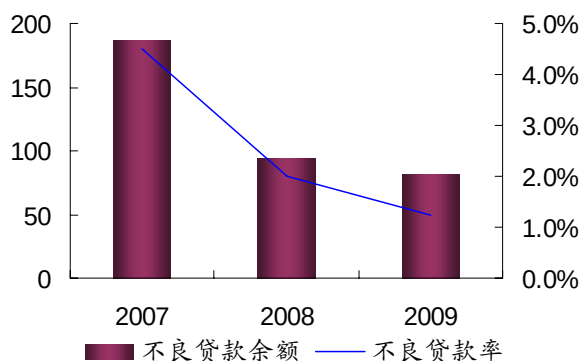
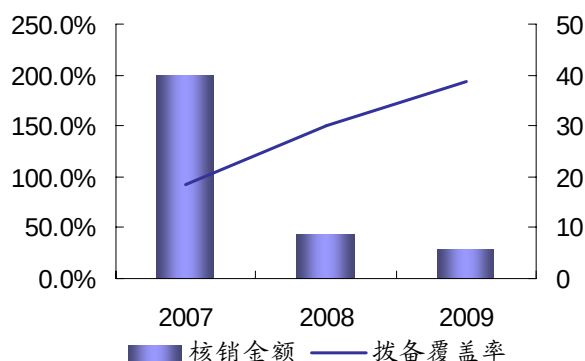


图5：低核销基础上拨备覆盖率仍快速提升



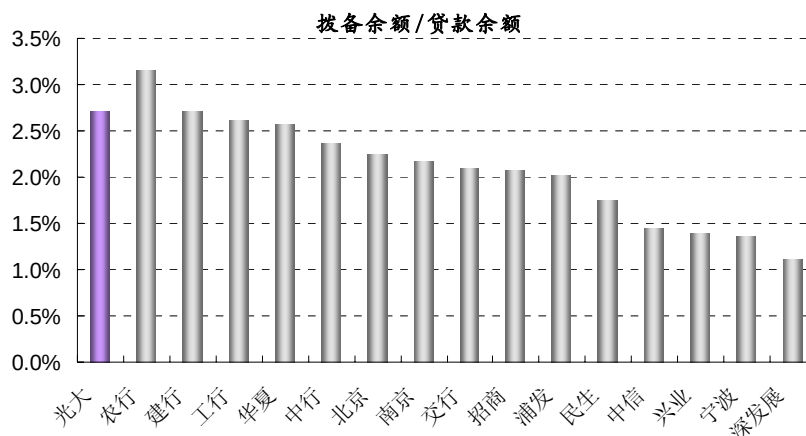
资料来源：公司数据，招商证券研发中心

单位：亿元、%

我们认为，拨备余额不仅是对已认定为不良贷款的风险覆盖，更是对总贷款的风险覆盖，因此以拨备/贷款的比例来衡量银行拨备对风险的动态覆盖能力。

09 年底，光大银行拨备余额/贷款余额比例为 2.71%，仅次于农业银行，位居上市银行（含光大）第二位，体现了良好的风险覆盖能力。

图6：09年底光大银行拨备余额对贷款的覆盖位居行业前列



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

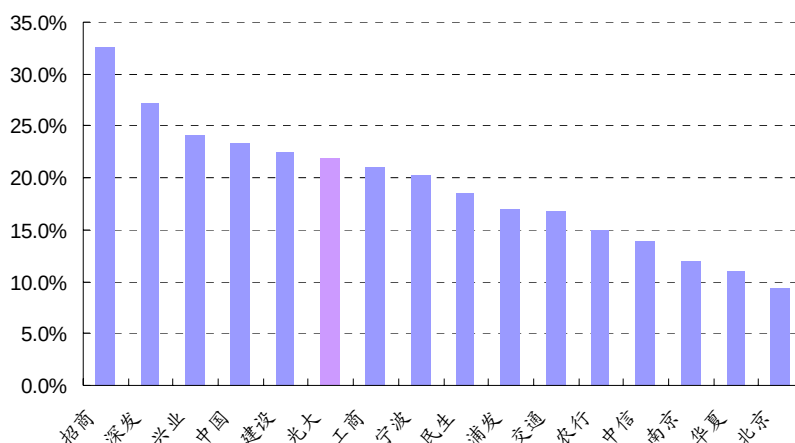
3、个贷占比相对较高，工程机械特色贷款顺应宏观趋势

09 年底，光大银行个人贷款占比为 21.9%，位居股份制银行中上水平，体现了业务转型的潜力。

与其他银行不同的是，除了住房按揭贷款外，光大银行的工程机械贷款是其零售贷款中颇具特色的贷款，自 03 年推出起，该类贷款规模持续增长，09 年贷款余额为 264.8 亿元，同比增长 41%，占全部个人贷款 18.7%。

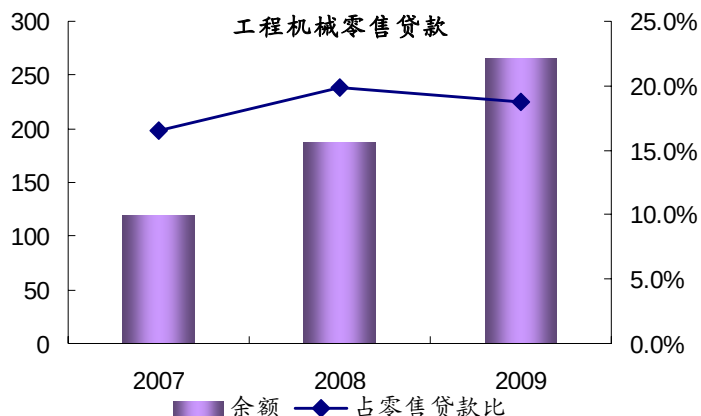
我们认为，随着西部开发和中西部建设的推进，工程机械零售贷款的市场将持续扩大，光大在此类贷款上的先发优势，将进一步推动其零售业务转型和发展。

图7：09年底光大银行个贷占比位于行业中上水平



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

图8：光大银行零售贷款的特色贷款—工程机械贷款



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

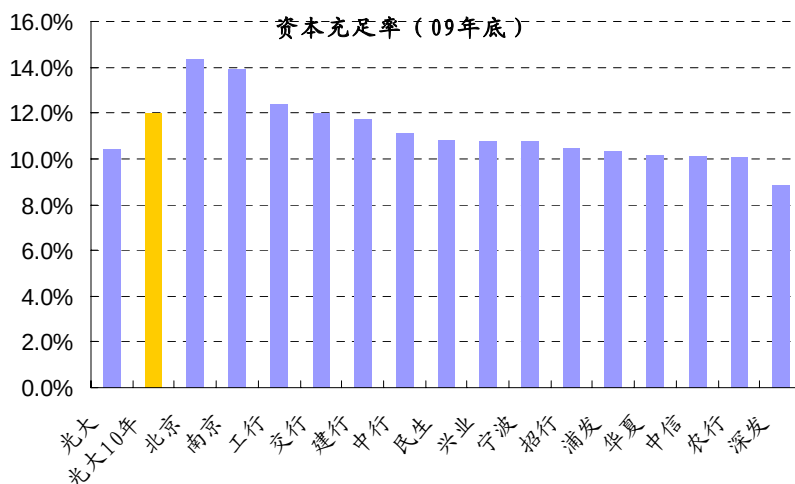
单位：亿元、%

4、首发融资补充资本，获得扩张后动力

按全额执行超额配售权，发行价 2.8 元计算，本次融资金额 196 亿元，将提升公司的资本充足率约 2.5 个百分点左右，预计 10 年底光大银行核心资本充足率和资本充足率将达到 9.2%和 12.0%。

本次首发融资为光大银行提供未来扩张的动力，突破监管约束，并为补充附属资本打开渠道。

图9：光大银行首发融资大幅提高资本充足率



资料来源：公司数据，招商证券研发中心

五、风险因素

1、行业面：受紧缩调控的影响较大

流动性紧缩造成银行景气度下降和宏观经济回落的可能性加大。政府的紧缩性货币政策将会持续发挥效力，预计未来 1-2 年内，银行贷款规模增速将不会明显提高，而如果经济回落预期加强，延迟加息，也将影响银行的息差提升，从而对商业银行业务增长产生影响。

面临中国银行业监管环境变化不确定的风险。银监会自成立以来，承接了人民银行的主要监管职能，并颁布了一系列的监管制度和指引。目前，中国银行业的监管制度正处在建立健全的过程中，银行业面临的监管环境和监管标准有从严的可能性。

同业竞争日趋激烈。目前已经上市的银行有 15 家，均已完成市场化改制，在个人贷款、储蓄存款、理财领域等的同业竞争已非常激烈。光大银行要实现传统业务转型，抢夺高贡献度客户，将面临非常大的同业竞争和挑战。

2、公司面：业务结构还需进一步转型

公司目前仍以对公业务为重点，其中房地产、租赁和商业服务、批发和零售业为对公贷款中占比最高的三大行业。从公司的定价结构可以看到，对公贷款定价能力整体不高。09 年，光大的贷款加权平均利率为 4.72%，位于同业较低水平。未来公司业务结构和客户定位还需进一步转型。

参考报告：

- 1、《银行业深度研究报告（一）—转型的理想和工具化的使命》2010/2/24。提出中国银行业历史性的定位和职能。
- 2、《成都地区金融草根调研报告：资金紧张，银行定价提高；中西部战略效果显现》2010/03/24。对成都周边地产、银行、商贸等企业进行调研，挖掘中西部金融机会。
- 3、《银行业 2010 年中期投资策略—等待号角全面吹响》2010/06/10，提醒关注下半年政策全面转暖和流动性放松带来的银行板块性机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王倩：招商证券研发中心银行业高级研究员，复旦大学金融学硕士，2010 年 1 月加入招商证券，从事银行业研究四年，银行战略规划一年，2009 年第七届新财富“银行业最佳分析师”团队第五。

肖立强：两年银行业监管工作经验，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，2010 年 6 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。