

分析师： 陈志华 (8621)68751569 chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120011

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

加大拨备力度，夯实盈利基础

事件描述

光大银行 2011 年上半年实现利息净收入 189 亿元，同比增长 32.59%；手续费净收入 38 亿，同比增长 49.44%；营业费用(扣除拨备) 84 亿，同比增长 18.77%。不良贷款余额 57.11 亿，比年初减少 1.18 亿元；不良率 0.67%，较年初下降 0.08 个百分点；净利润 92 亿元，同比增长 34.76%。公司业绩增长符合公告后预期。公司上半年业绩快速增长归因于资产规模扩张、息差回升、手续费增长快和成本控制有效。

公司贷款和存款增长平稳，存贷款市场份额同比上升；公司资本充足率为 10.82%，核心资本充足率为 8.06%，处于行业较低水平，公司风险加权资产回报率提升，但仍处于行业较低水平，资本不足，若公司 H 股融资成功后资本基本满足业务发展需要。H 股发行后提升资本充足率，摊薄 EPS 近 20%，但增厚净资产，降低 PB。

公司 2011 年上半年息差为 2.41%，同比上升 29 个 bp，息差回升因为贷款议价能力提升导致存贷利差上升、存款占比上升和同业负债占比下行降低总负债成本。公司 2010 年存贷利差为 3.78%，同比上升 36 个 bp。估算二季度息差为 2.45%，较一季度上升 8 个基点。预计下半年吸储压力仍然较大，存款成本将进一步提高，且受制于存贷比限制，难以增加贷款比重，三、四季度息差将有所回落，预计 2011 年全年息差为 2.41%。

公司手续费净收入为 38.01 亿元，同比增长 49.43%。银行卡服务手续费、代理业务手续费、承销及咨询手续费、结算与清算手续费收入同比增长分别为 91.01%、40.86%、16.36%和 61.83%，占比分别为 19.17%、7.21%、20.39%和 13.80%。随着经济高速增长、居民财富积累及消费意愿增强、理财需求增加，公司中间业务将持续保持增长，但预计增速将有所回落。

不良贷款余额 57.11 亿，比年初减少 1.18 亿元；不良率 0.67%，较年初下降 8 个基点；2010 年拨备覆盖率为 358.61%，较年初提升 45.23 个百分点。当前总贷款准备率达到 2.41%，处于同业较高水平。预测 11 年信用成本为 0.68%，处于行业较高水平。谨慎计提拨备有利于夯实盈利基础，公司有望在今年提前达到 2.5%的拨贷比水平，为未来加速发展提供保障。此外，明年的吸储压力预计仍然较大，成本可能上升，多计提拨备有利于平滑盈利。

公司二季度成本收入比为 36.78%，较一季度上升 0.28 个百分点。预计费用将保持稳定增长，在收入保持较快增长的情况下，未来公司成本收入比将维持稳定。

我们认为公司过去业绩改善主要来自于资产规模扩张、息差回升、手续费增长快和成本控制有效。未来息差将维持稳定，中间业务仍将较高增长，拨备计提压力缓解盈利增长压力；我们预计 2011 年和 2012 年盈利分别为 175.46 亿元和 224.22 亿元，对应 11 年动态市盈率为 7.21 倍，动态市净率为 1.33 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

盈利归因分析

	2010H1	2011H1	同比	2011Q1	2011Q2	环比
平均生息资产	1,231,325	1,468,134	19.23%	1,481,376	1,568,733	5.90%
净利息收入	14,237	18,878	32.59%	9,248	9,629	4.12%
净息差	2.12%	2.41%	13.68%	2.38%	2.41%	1.26%
非利息收入	3,077	4,052	31.68%	1,905	2,147	12.72%
成本收入比	40.86%	36.65%	-10.32%	36.50%	36.78%	0.76%
资产减值拨备	977	2,235	128.86%	685	1,550	126.24%
实际所得税率	26.09%	25.16%	-3.59%	24.13%	26.28%	8.89%
净利润	6,834	9,210	34.76%	4,862	4,348	-10.58%

公司主要财务数据同比（时点）

单位：百万	2010Q2	2011Q2	同比	
生息资产	1,323,638	1,555,491	17.52%	权益增加和存款驱动
贷款	708,603	830,086	17.14%	贷款平稳增长，与略高于行业增速
证券投资	158,869	177,675	11.84%	市场利率走高，资金紧张，主动调整引致
同业资产	313,402	334,784	6.82%	
存放央行	142,764	212,945	49.16%	上调存款准备金率和存款增长所致
负债	1,370,869	1,575,384	14.92%	存款增长较快所致
存款	939,644	1,137,300	21.04%	存款增长较快跟理财产品业务高增长有关
同业负债	320,589	324,788	1.31%	因为加息致同业存款成本上升、货币市场利率上行致同业成本上升，所以减少同业负债以压缩成本
利息净收入	14,237	18,878	32.59%	规模和息差增长驱动
手续费净收入	2,544	3,801	49.44%	银行卡、结算与清算和承销及咨询较快增长
其他收益	534	251	-52.97%	市场利率走高，债券交易收益下降，固定收益业务估值损失增加所致
营业收入	17,315	22,930	32.43%	
营业费用（扣除拨备）	7,075	8,403	18.77%	费用刚性增长，但低于营业收入增速
拨备前利润	10,240	14,527	41.87%	
拨备	977	2,235	128.86%	提高房地产贷款和平台贷组合拨备水平

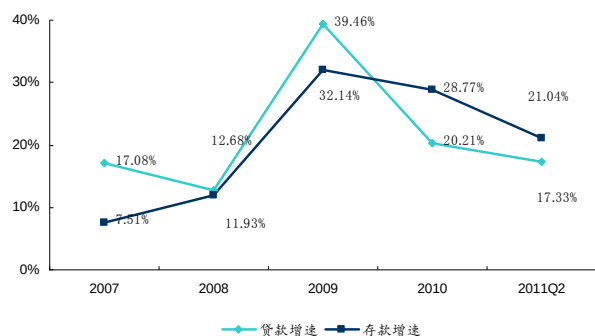
税前利润	9,247	12,307	33.08%
净利润	6,834	9,210	34.76% 归因于资产规模增长、息差回升、手续费收入增长

公司主要财务数据环比（时点）

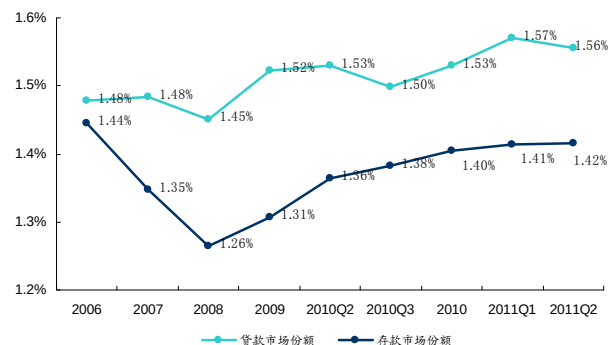
单位：百万	2011Q1	2011Q2	环比	
生息资产	1,581,974	1,555,491	-1.67%	同业负债减少所致
贷款	806,757	830,086	2.89%	受存贷比限制，贷款增速较低
证券投资	185,285	177,675	-4.11%	市场利率走高，资金紧张，主动调整引致
同业资产	393,578	334,784	-14.94%	同业负债减少所致
存放央行	196,354	212,945	8.45%	存款增长及准备金率的提升所致
负债	1,598,790	1,575,384	-1.46%	同业负债减少所致
存款	1,086,168	1,137,300	4.71%	加大吸储力度和理财产品发行
同业负债	349,847	324,788	-7.16%	同业成本上升，为减少成本降低同业负债
利息净收入	9,248	9,629	4.12%	规模和息差增长所致
手续费净收入	1,913	1,889	-1.25%	
其他收益	(8)	259	-3523.97%	汇率类产品实现收益增加
营业收入	11,153	11,776	5.59%	
营业费用（扣除拨备）	4,071	4,331	6.39%	半年度吸储力度增加
拨备前利润	7,082	7,445	5.13%	
拨备	685	1,550	126.24%	谨慎计提拨备，提高房地产贷款和平台贷组合拨备水平
税前利润	6,409	5,898	-7.98%	
净利润	4,862	4,348	-10.58%	归因于二季度拨备计提大幅增加

第一，存贷比下降，存贷款市场份额同比上升

公司存款余额为 11373 亿元，较年初增长 10.45%，同比增长 21.04%；存款市场份额为 1.42%，较年初上升 1 个基点，同比上升 5 个基点；贷款余额为 8506 亿元，较年初增长 9.21%，同比增长 17.33%；贷款市场份额为 1.56%，较年初上升 3 个基点，同比上升 3 个基点。2010 年存贷比（含贴现）为 74.79%，较年初下降 85 个基点。

图 1：存贷增长


资料来源：公司公告，长江证券研究部

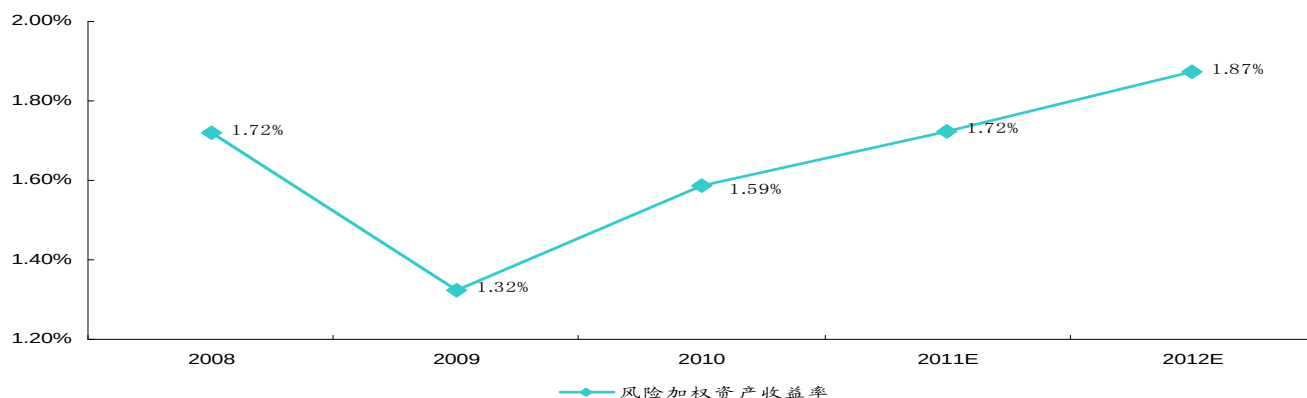
图 2：存贷市场份额


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：存贷比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

估计未来风险加权资产收益率继续提升，预计 2011 年风险加权资产收益率为 1.72%，提升公司补充资本的能力，但风险资产收益率较行业平均水平低。

图 4：风险加权资产回报率


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，息差回升环比回升

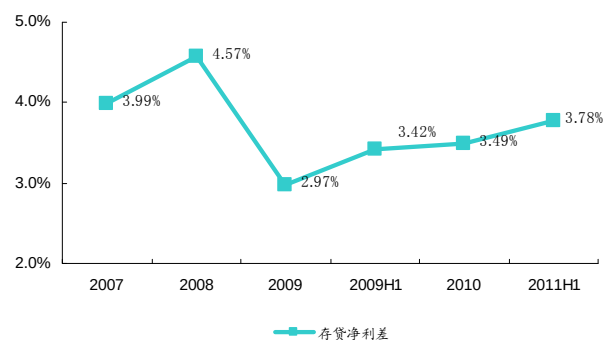
公司 2011 年上半年息差为 2.41%，同比上升 29 个 bp，息差回升因为贷款议价能力提升导致存贷利差上升、存款占比上升和同业负债占比下行降低了负债成本。公司 2011 年上半年存贷利差为 2.24%，同比上升 22 个 bp。估算二季度息差为 2.45%，较一季度上升 8 个基点，下半年息差将有所回落，预计 2011 年息差为 2.41%。

图 5：息差变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

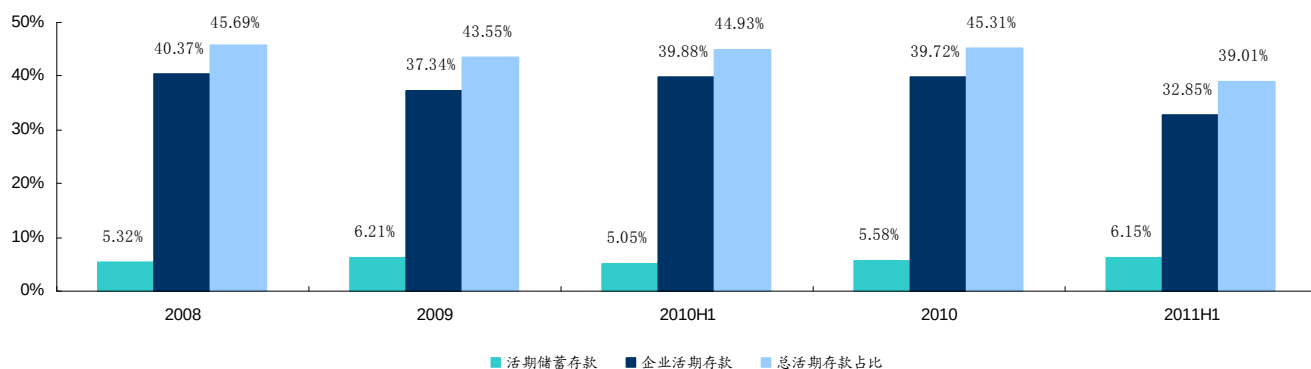
图 6：存贷利差变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

2010 年活期存款占比 39.01%，较年初下降 6.30 个百分点，不利于降低存款成本，其中，企业活期存款占比为 32.85%，下降 6.87 个百分点，储蓄活期存款占比为 6.15%，较年初上升 0.57 个百分点。

图 7：活期占比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，不良双降，拨备覆盖率提升

不良贷款余额 57.11 亿，比年初减少 1.18 亿元；不良率 0.67%，较年初下降 8 个基点；2010 年拨备覆盖率为 358.61%，较年初提升 45.23 个百分点。当前总贷款准备率达到 2.41%，处于同业较高水平。

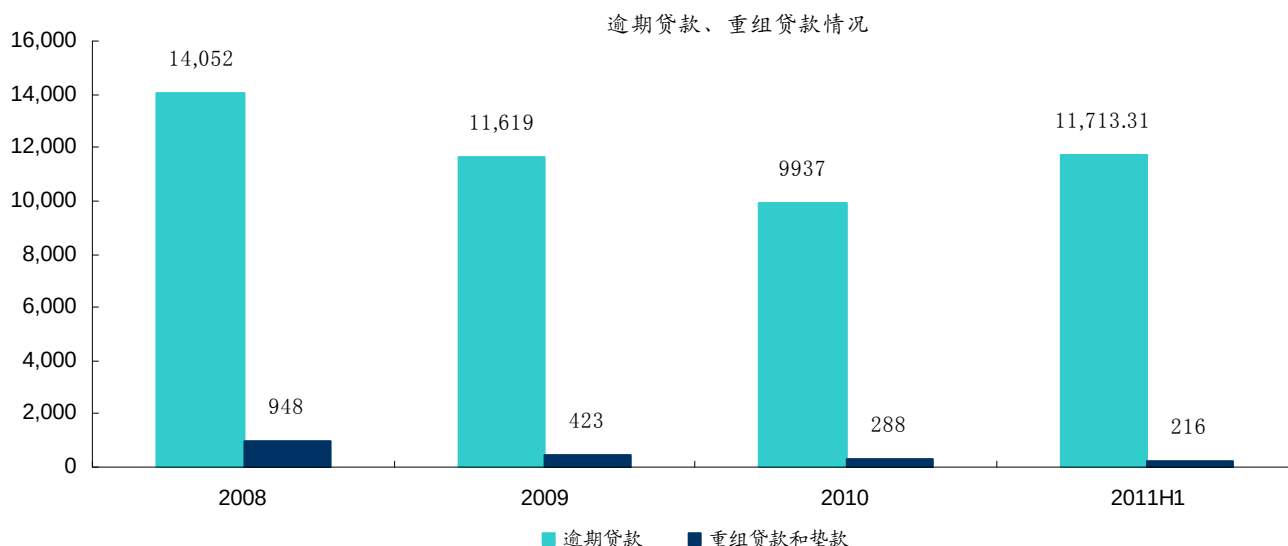
表 1: 贷款五级分类

	2011H1		2010		2010H1	
	金额(百万)	占比 (%)	金额(百万)	占比 (%)	金额(百万)	占比 (%)
正常贷款	844,861	99.33	772,999	99.25	718,093	99.05
其中：正常类贷款	830,206	97.61	759,968	97.58	704,597	97.19
关注类贷款	14,655	1.72	13,031	1.67	13,496	1.86
不良贷款	5,711	0.67	5,829	0.75	6,870	0.95
其中：次级类贷款	516	0.06	484	0.06	763	0.11
可疑类贷款	2,210	0.26	2,344	0.30	2,873	0.40
损失类贷款	2,985	0.35	3,001	0.39	3,234	0.45
合计	850,572	100.00	778,828	100.00	724,963	100.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部

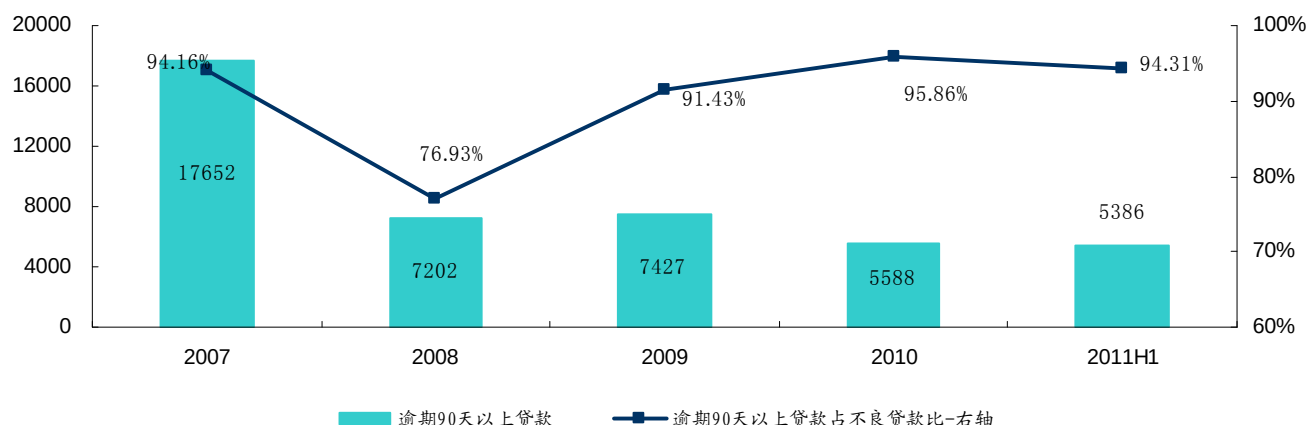
关注类贷款占比为 1.72%，较年初上升 0.05 个百分点，同时，公司的逾期贷款较年初有明显上涨，公司资产质量有所恶化。同时，2010 年逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例较年初下降，说明公司纳入不良贷款的口径变严，但该比例在行业中处于高水平。

图 8: 重组贷款和逾期贷款情况 (百万)



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 9: 逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例



资料来源：公司公告，长江证券研究部

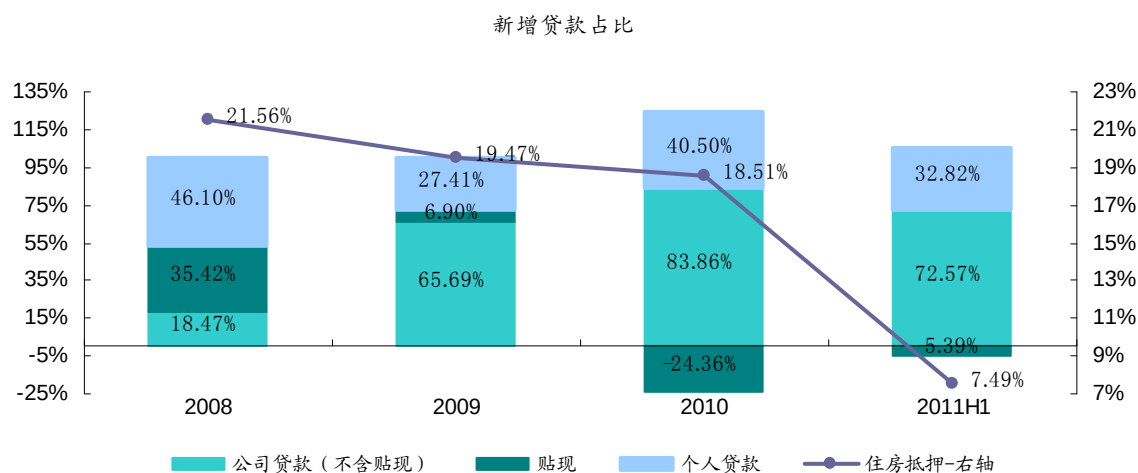
2010 年，公司类贷款占比为 73.28%，较年初下降 0.07 个百分点，票据压缩较多，由年初 1.77% 下降至 1.17%；个人贷款占比 25.55%，较年初上升 0.67 个百分点。公司结构调整，票据类占比下降，有利于释放贷款能力，提升公司整体收益率。

房地产贷款占比较年初下降，抗周期的采矿业和批发零售业占比上升，未来资产质量将逐步缓慢改善。

表 2: 行业分布情况

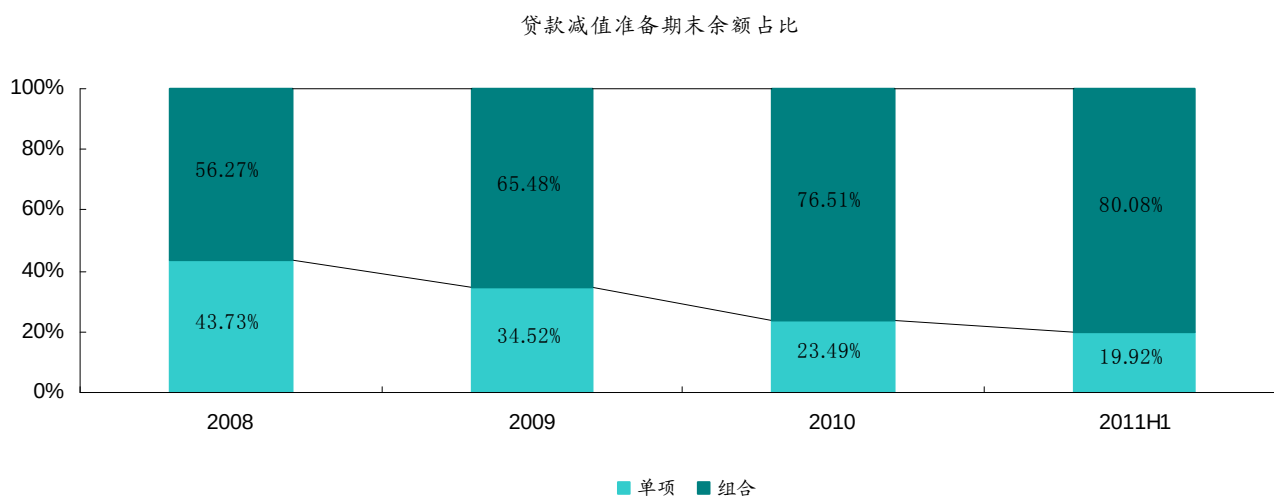
项目	2011H1		2010		2009	
	金额 (百万)	占比 (%)	金额 (百万)	占比 (%)	金额 (百万)	占比 (%)
制造业	172,479	20.28	140,369	18.02	87,734	13.54
水利、环境和公共设施管理业	57,206	6.73	67,235	8.63	74,406	11.48
房地产业	82,911	9.75	81,316	10.44	63,767	9.84
交通运输、仓储和邮政服务业	60,427	7.10	65,122	8.36	62,271	9.61
租赁和商务服务业	51,985	6.11	55,951	7.18	52,627	8.12
批发和零售业	88,862	10.45	67,048	8.61	44,881	6.93
电力、燃气及水的生产和供应业	29,726	3.49	29,625	3.80	26,488	4.09
采矿业	22,838	2.69	19,852	2.55	13,922	2.15
其他	56,863	6.69	44,715	5.74	35,359	5.46
企业贷款合计	623,297	73.28	571,232	73.35	461,454	71.22
个人贷款	217,356	25.55	193,807	24.88	140,783	21.73
贴现	9,919	1.17	13,789	1.77	45,679	7.05
贷款和垫款总额	850,572	100.00	778,828	100.00	647,916	100.00

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 10：新增贷款占比情况


资料来源：公司公告，长江证券研究部

2011 年上半年，公司组合拨备占比为 80.08%，较年初提高 3.57 个百分点，单项拨备占比有所下降，随着公司资产质量良好，组合拨备占比将继续提升，抵御未来风险逐步加强。

图 11：组合和单项准备情况


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四， 手续费收入增长较快

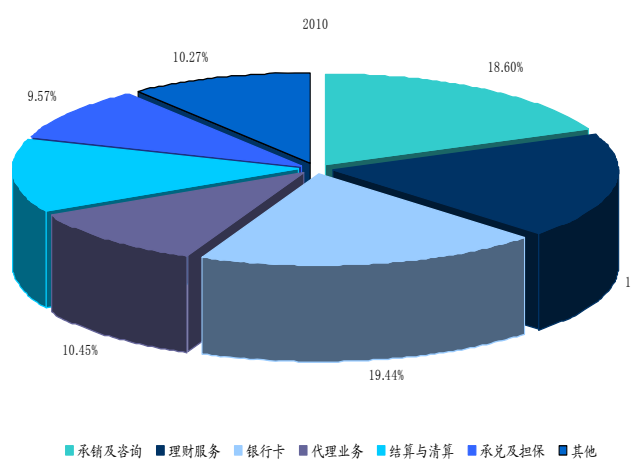
公司手续费净收入为 38.01 亿元，同比增长 49.43%。其中，银行卡服务手续费、代理业务手续费、承销及咨询手续费、结算与清算手续费收入同比增长分别为 91.01%、40.86%、16.36%和 61.83%，占比分别为 19.17%、7.21%、20.39%和 13.80%。随着经济高速增长、居民财富积累及消费意愿增强、理财需求增加，公司中间业务将持续保持增长。

表 3: 公司手续费及佣金收入表

百万元	2011H1	2010	2010H1	2011H1 同比增速
承销及咨询手续费	814	945	700	16.36%
理财服务手续费	524	948	490	6.93%
银行卡服务手续费	766	988	401	91.01%
代理业务手续费	288	531	204	40.86%
结算与清算手续费	551	660	341	61.83%
承兑及担保手续费	346	486	249	38.99%
其他	531	522	215	147.59%
手续费及佣金收入小计	3,994	5,081	2701	47.86%

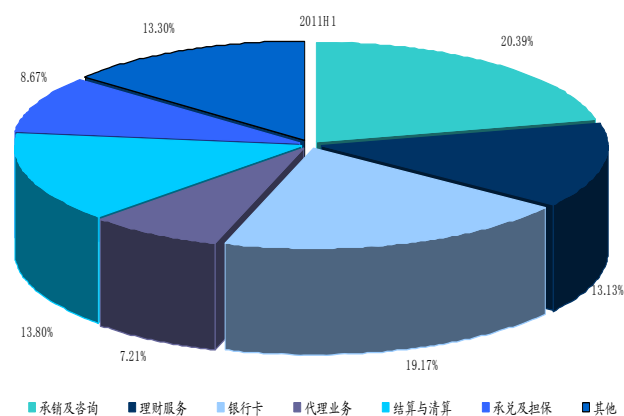
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 12: 10 年手续费收入结构



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

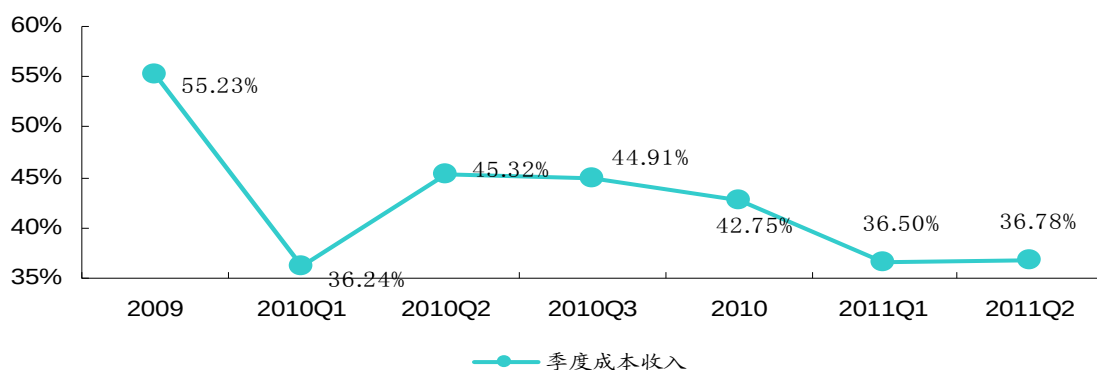
图 13: 11 年上半年手续费收入结构



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

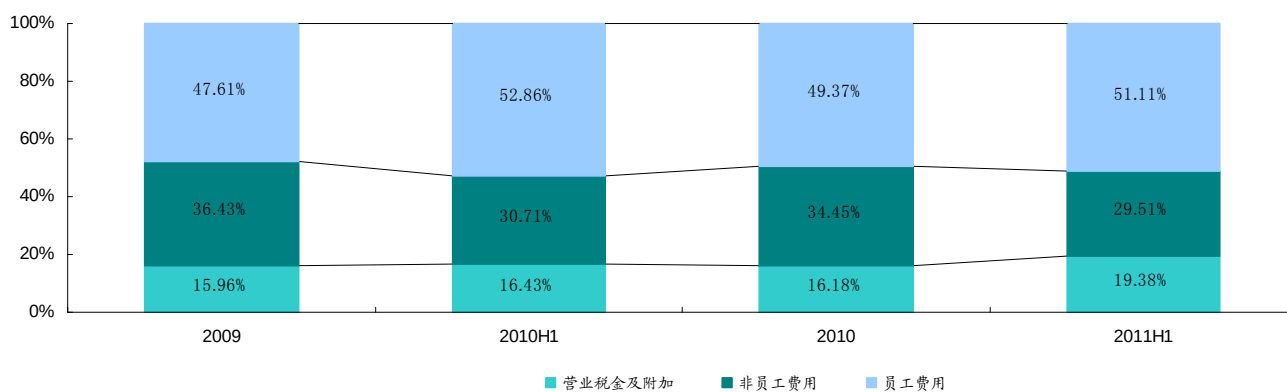
第五, 全年成本收入比环比上升

公司二季度成本收入比为 36.78%，较一季度上升 0.28 个百分点。预计费用将保持稳定增长，在收入保持较快增长的情况下，未来公司成本收入比将维持稳定。（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）

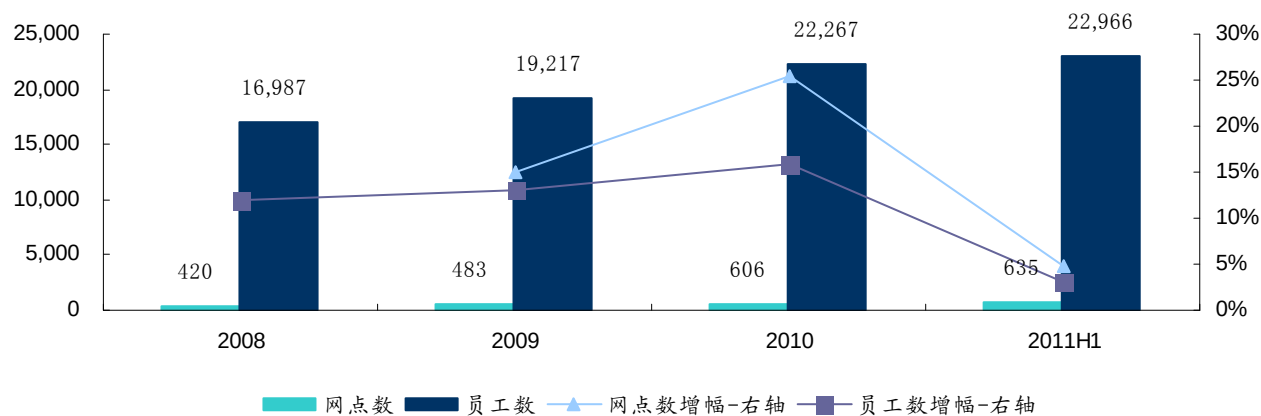
图 14: 成本收入比


资料来源：公司公告，长江证券研究部

2011 年上半年，员工费用占比为 51.11%，同比下降 1.75 百分点。由于公司员工数和机构数增加，员工费用占比上升。

图 15: 业务管理费结构变化


资料来源：公司公告，长江证券研究部

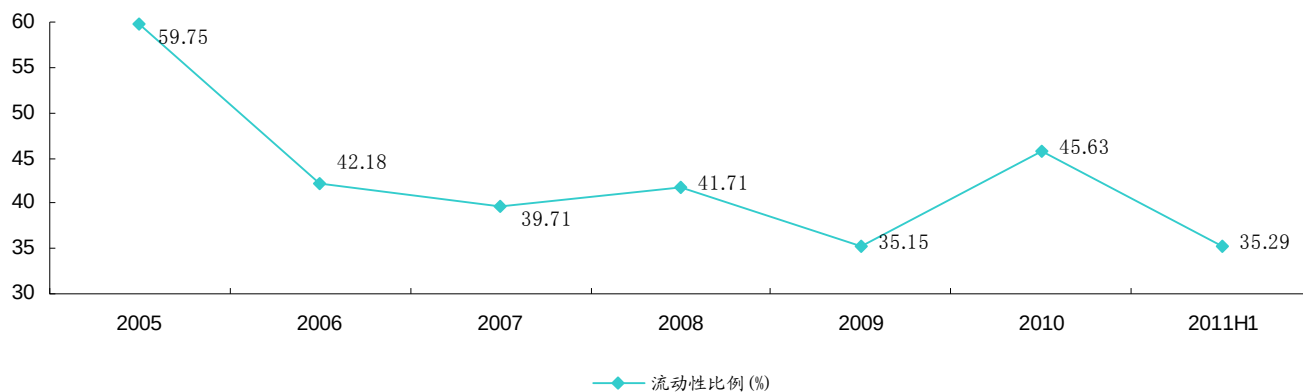
图 16: 网点数和员工数


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第六，流动性比例下降，存贷款呈长期化趋势

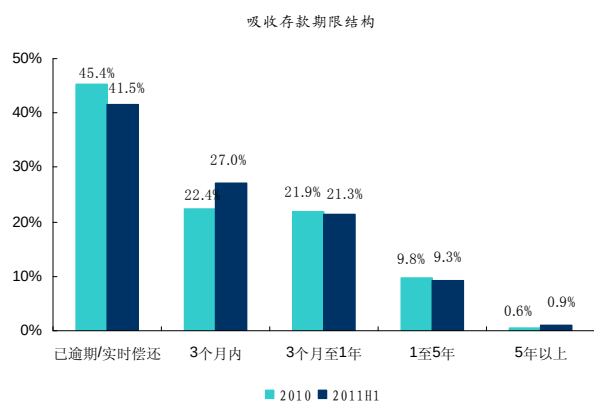
2011 年上半年流动性比例为 35.29%，较年初下降 10.34 个百分点。存贷结构上，存贷呈短期化趋势，1 年以内存款占比为 89.79%，比年初提高 0.20%；贷款也呈短期化趋势明显，1 年期以内的贷款占比为 53.12%，比年初提高 5.47%。

图 17：流动性比例变化情况



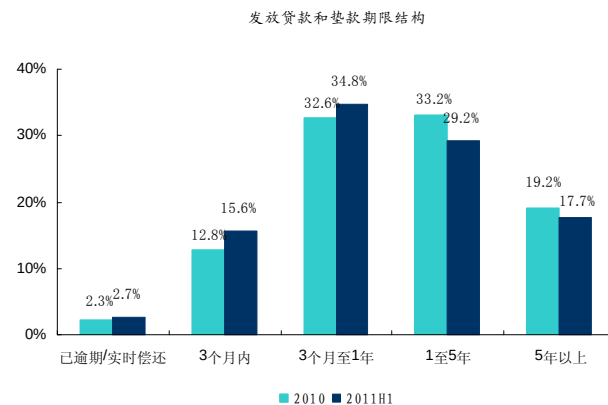
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18：吸收存款期限结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 19：贷款期限结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

盈利与估值	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	-	0.92%	0.74%	0.95%	1.08%	1.17%
ROAE	-	25.21%	18.75%	19.67%	19.86%	21.61%
拨备前每股收益	0.43	0.43	0.39	0.51	0.71	0.88
每股收益	0.18	0.26	0.23	0.35	0.43	0.55
每股净资产	-	1.18	1.44	2.01	2.35	2.78
拨备前每股市盈率	7.26	7.26	8.10	6.17	4.38	3.56
市盈率	17.52	12.10	13.73	9.07	7.21	5.65
市净率	-	2.66	2.18	1.55	1.33	1.13
股息收益率	-	-	-	3.31%	4.16%	5.31%

利润表摘要	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利息收入	17,773	22,336	19,601	30,456	40,015	48,917
手续费净收入	1,190	2,174	3,157	4,723	6,768	8,967
其他非利息净收入	1,082	190	1,500	398	820	330
经营收入合计	20,045	24,700	24,258	35,577	47,604	58,215
营业费用	(7,879)	(10,284)	(11,344)	(15,080)	(18,721)	(22,671)
拨备前利润	12,166	14,416	12,914	20,496	28,882	35,544
当期提取各项准备金	(3,700)	(6,302)	(2,410)	(3,500)	(5,946)	(6,234)
税前利润	8,466	8,114	10,504	16,997	22,936	29,310
所得税	(3,350)	(608)	(2,849)	(4,249)	(5,390)	(6,888)
净利润	5,040	7,300	7,625	12,748	17,546	22,422

盈利驱动因素	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
贷款增长 (毛额)	17.08%	12.68%	39.46%	20.20%	17.00%	16.00%
存款增长	7.51%	11.93%	32.14%	29.00%	18.00%	18.00%
平均生息资产增长	-	24.30%	26.24%	38.23%	19.62%	19.05%
贷存比 (含贴现)	76.26%	76.77%	81.03%	75.50%	74.86%	73.59%
NIM	2.77%	2.80%	1.95%	2.19%	2.41%	2.47%
非利息收入占比	11.33%	9.57%	19.20%	14.39%	15.94%	15.97%
信用成本	0.91%	1.29%	0.39%	0.47%	0.68%	0.61%
成本收入比 (含营业税)	39.31%	41.64%	46.76%	42.39%	39.33%	38.94%
有效税率	39.93%	7.68%	27.20%	25.00%	23.50%	23.50%

收入盈利增长	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利息收入增长	-	25.67%	-12.24%	55.38%	31.39%	22.25%
手续费收入增长	-	82.69%	45.22%	49.61%	43.30%	32.49%
营业收入增长	-	23.22%	-1.79%	46.66%	33.81%	22.29%
拨备前利润增长率	-	18.49%	-10.41%	58.71%	40.91%	23.07%
净利润增长率	-	44.84%	4.46%	67.18%	37.64%	27.79%

资产负债表摘要	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
总资产	739,186	851,838	1,197,696	1,481,640	1,770,031	2,057,417
贷款余额 (毛额)	412,284	464,574	647,916	778,795	911,190	1,056,981
存放央行款	118,140	97,928	134,237	185,677	231,271	272,900
同业资产	80,678	128,539	230,939	266,695	369,936	421,770
债券投资	121,976	131,517	138,549	195,945	197,132	240,777
存款余额	540,661	605,170	799,644	1,031,541	1,217,218	1,436,317
同业负债	128,835	131,750	268,993	263,732	364,626	407,369
发行债券	5,550	18,550	21,550	16,000	16,000	16,000
拨备余额	17,003	14,040	15,608	18,222	22,868	27,801
股东权益	24,689	33,232	48,121	81,469	95,190	112,348
平均股东权益	-	28,961	40,677	64,795	88,329	103,769
平均生息资产	640,704	796,390	1,005,339	1,389,634	1,662,298	1,979,009
平均总资产	667,652	795,512	1,024,767	1,339,668	1,625,835	1,913,724

资产风险与经营杠杆	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款余额	18,747	9,362	8,123	5,822	6,251	9,122
不良贷款率	4.55%	2.02%	1.25%	0.75%	0.69%	0.86%
不良毛生成率	11.24%	-1.93%	-0.10%	-0.21%	0.09%	0.32%
贷款拨备覆盖率	90.70%	149.97%	192.15%	312.96%	365.81%	304.76%
贷款总额准备率	6.61%	3.02%	2.41%	2.34%	2.51%	2.63%
当年核销	(4,427)	(928)	(673)	(821)	(300)	(300)
资本充足率	7.19%	9.10%	10.39%	11.00%	10.56%	10.47%
核心资本充足率	6.20%	5.98%	6.84%	8.18%	8.00%	8.11%
风险加权资产系数	50.26%	56.01%	56.47%	62.90%	62.50%	62.50%
个人贷款占比	16.11%	19.49%	21.73%	24.88%	23.00%	23.00%
企业贷款占比	80.37%	73.40%	71.22%	73.35%	75.50%	75.00%
其中票据贴现	3.52%	7.11%	7.05%	1.77%	1.50%	2.00%
活期存款占比	51.01%	45.69%	43.55%	43.06%	41.60%	41.60%
其中对公活期	45.12%	40.37%	37.34%	37.33%	36.00%	36.00%
其中居民储蓄活期	5.89%	5.32%	6.21%	5.73%	5.60%	5.60%

其他数据	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
网点数	396	427	483	606		
员工数	15,179	16,987	19,217	22,267		
贷款余额市场份额	1.57%	1.53%	1.69%	1.64%	1.65%	
其中个人贷款	1.31%	1.59%	1.72%	1.72%		
存款余额市场份额	1.39%	1.30%	1.34%	1.44%	1.43%	
总股本	28,217	28,217	33,435	40,435		
其中流通股				4,000		

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3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。

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
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。