

湘财证券研究所

银行业

杨森: Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福: Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

合理价格区间:

2.73~3.17 元

投资要点:

❑ **发行概况:** 本次发行的初始发行规模为 61 亿股, 发行人授予 A 股联席保荐人 (主承销商) 不超过初始发行规模 15% 的超额配售选择权, 若 A 股超额配售选择权行使, 则 A 股发行总股数将扩大至 70 亿股。

优势分析:

- **股东资源与光大综合金融平台:** 截至公司 IPO 前, 汇金公司、光大集团总公司和光大控股分别为公司前 3 大股东, 占比分别为 59.82%、6.4% 和 5.26%。强大的股东背景和光大金控综合的服务平台有助于公司业务拓展。
- **网点优势:** 截至 2009 年 12 月 31 日, 本行在中国内地设有 483 家分支机构 (含总行), 资产总额为 11,977 亿元, 是中国第六大股份制商业银行。
- **明晰的发展规划与业务结构:** 公司将零售银行和中间业务作为未来的重点发展方向。公司目前业务结构发展较好, 非息收入占比处于同业较高水平。
- **逐步优化的资产质量:** 截至 2009 年末, 公司不良贷款率已下降至 1.25%, 拨备覆盖率提升到 194.08%, 信用成本 0.43%。
- **资本状况较好:** 公司 09 年末资本充足率 10.39%, 核心资本充足率 6.84%。我们预计公司 IPO 后 10 年和 11 年的资本充足率将分别达到 12.13% 和 12.25%, 核心资本充足率将分别达到 8.06% 和 8.02%。

劣势分析:

- **盈利结构的稳定性:** 公司目前营业收入受利息收入波动的影响明显。
- **盈利能力和资本补充机制:** 09 年末, 公司 ROAA 为 0.75%, 低于 1.07% 的同期行业平均水平, 盈利能力有待提高。在盈利能力无法显著提高的前提下, 公司未来资本金补充将被迫以来股权再融资和发行次级债等方式。

业绩预测与定价分析:

- 我们预测公司 10 年、11 年和 12 年将分别实现净利润 101.94 亿元、131.52 亿元和 173.02 亿元, 对应摊薄后的 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元和 0.43 元。
- 综合运用相对估值和绝对估值的分析, 我们认为光大银行的合理价值区间在 2.73 元~3.17 元附近。这个价格对应发行前 09 年 PB 在 1.90X~2.20X 之间。

❑ **风险提示:** 房地产市场泡沫破裂; 中国经济二次探底; 监管政策严格超预期。

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	24,701.00	24,258.65	33,501.22	43,781.64	55,092.31
YoY%	23.23%	-1.79%	38.10%	30.69%	25.83%
拨备前利润	14,417.09	12,882.47	17,568.04	22,565.06	28,945.50
YoY%	18.52%	-10.64%	36.37%	28.44%	28.28%
净利润	7,316.30	7,643.24	10,193.99	13,152.36	17,301.94
YoY%	45.19%	4.47%	33.37%	29.02%	31.55%
EPS	0.26	0.23	0.25	0.33	0.43
BVPS	1.18	1.44	1.90	2.18	2.54
PB (Trailing)	2.37	1.94	1.47	1.28	1.10
PB (Leading)	2.16	1.77	1.34	1.17	1.00
PE (Trailing)	10.76	12.20	11.07	8.58	6.52
PE (Leading)	9.81	11.13	10.09	7.82	5.94
ROAA	0.92%	0.75%	0.72%	0.75%	0.83%
ROAE	25.26%	18.79%	16.31%	15.95%	18.15%

一、盈利预测与定价

1、盈利预测

未来 3 年利润复合增长率达到 30%

我们预测光大银行未来 3 年净利润年均复合增长率将达到 30%左右，按照 IPO 全部执行绿鞋期权后的总股本 404.35 亿股测算，公司 10 年、11 年和 12 年的摊薄后的 EPS 将分别达到 0.25 元、0.33 元和 0.43 元。对于光大银行来说，即使其和上市的股份制银行来比，公司业务仍然有很大的发展空间。因此我们认为，公司 IPO 后 30%左右的利润增幅还是很合理的。

2007 年至 2009 年，公司总资产年复合增长率为 27.3%，2009 年、2008 年和 2007 年 12 月 31 日，公司的总资产分别为 11,976.96 亿元、8,518.38 亿元和 7,391.86 亿元，2009 年和 2008 年同比增长分别为 40.6%和 15.2%。截至 2009 年、2008 年和 2007 年 12 月 31 日，公司贷款总额分别为 6,489.69 亿元、4,684.87 亿元和 4,175.67 亿元，2009 年和 2008 年同比增长分别为 38.5%和 12.2%。我们预计公司 10 年、11 年和 12 年信贷的复合增长率有望达到 24%左右。

2007 年到 2009 年，光大银行的非息收入占比分别为 11.33%、9.58%和 19.20%。虽然公司 09 年非息收入占比高于上市银行平均水平，不过公司目前收入结构并不稳定，受利息收入的波动影响较大。我们预计公司 IPO 后，随着盈利能力和盈利结构的改善，未来 3 年非息收入占比有望维持在 19%附近。

光大银行 2007 年至 2009 年的成本收入比分别为 31.81%、33.61%和 39.30%，高于同期上市银行的均值水平 36.73%。公司 10 年的成本收入比依然会维持在较高的水平，与公司 IPO 发行等支出相关。由于公司未来仍将保持快速的业务扩张，因此我们预计未来 3 年公司成本收入比不会有明显下降。

截至 2009 年末，公司不良贷款率 1.25%，拨备覆盖率 194.08%，信用成本 0.43%。我们预计公司 10 年不良贷款率仍将有所下降，拨备覆盖率将提升至 200%以上。预计公司 10 年信用成本将在 09 年基础上略有提高，不过仍维持低位。

2009 年、2008 年和 2007 年，本行的所得税费用分别为 28.49 亿元、6.08 亿元和 33.50 亿元。公司 08 年所得税费用较低主要因为包括了以前年度累计亏损产生的递延所得税资产以及扣减因不良金融资产转让而减记的递延所得税资产。因此 08 年较低的实际有效税率难以为继。公司 09 年实际有效税率 27.16%，我们预计公司未来几年实际有效税率有望下降至 25%以内。

表 1：光大银行利润预测主要假设

主要假设	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
生息资产增长率	12.87%	40.47%	28.30%	25.60%	22.00%
净息差（期初期末值）	2.92%	2.01%	2.09%	2.14%	2.17%
手续费收入同比	82.77%	45.18%	46.70%	35.00%	30.00%
成本收入比	33.61%	39.30%	40.10%	41.00%	40.00%
有效税率	7.67%	27.16%	26.40%	25.80%	25.00%
信用成本	0.43%	0.49%	0.51%	0.50%	1.10%

资料来源：湘财证券研究所

表 2：预计光大银行未来 3 年净利润复合增长率有望达到 30%

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24,701	24,259	33,501	43,782	55,092
利息净收入	22,336	19,602	27,195	35,341	44,211
利息净收入同比	#REF!	-12.24%	38.74%	29.95%	25.10%
利息收入	43,105	37,424	51,921	67,473	84,407
利息支出	20,769	17,822	24,726	32,132	40,196
手续费及佣金净收入	2,174	3,157	4,631	6,252	8,127
手续费净收入同比	#REF!	45.18%	46.70%	35.00%	30.00%
其他非息收入合计	168	1,467	1,675	2,189	2,755
营业支出	16,572	13,736	19,611	26,005	31,957
营业税金及附加	1,960	1,810	2,499	3,266	4,110
业务及管理费	8,301	9,533	13,434	17,950	22,037
资产减值损失	6,288	2,360	3,678	4,789	5,810
营业利润	8,129	10,523	13,890	17,776	23,135
营业外净收益	(205)	(30)	(40)	(51)	(66)
利润总额	7,924	10,493	13,851	17,726	23,069
所得税	2,849	3,657	4,573	5,767	5,051
净利润	7,316	7,643	10,194	13,152	17,302
净利润同比		4.47%	33.37%	29.02%	31.55%
拨备前利润	14,417	12,882	17,568	22,565	28,946
拨备前利润同比		-10.64%	36.37%	28.44%	28.28%
NOPLAT	8,618	8,671	11,076	13,893	17,978
NOPLAT 同比		0.61%	27.74%	25.42%	29.40%
EPS	0.26	0.23	0.25	0.33	0.43

资料来源：光大银行招股说明书，湘财证券研究所

表 3：上市银行非息收入占比

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
工商银行	8.86%	8.82%	11.12%	14.94%	20.44%	20.79%	21.33%
建设银行	8.35%	6.46%	12.08%	15.88%	20.60%	21.96%	21.70%
中国银行	13.46%	14.24%	15.82%	22.59%	25.58%	25.48%	24.92%
交通银行	30.90%	30.78%	13.59%	14.26%	16.98%	18.96%	20.25%
招商银行	13.23%	14.25%	17.23%	15.23%	21.54%	19.44%	18.28%
浦发银行	4.50%	6.05%	5.60%	8.12%	7.88%	8.37%	8.15%
中信银行	6.50%	7.61%	5.99%	10.12%	11.81%	14.03%	15.43%
民生银行	3.55%	5.78%	10.42%	12.47%	21.90%	16.39%	15.38%
兴业银行	4.43%	2.92%	5.25%	11.78%	14.13%	13.67%	13.13%
华夏银行	26.59%	26.56%	21.07%	23.34%	7.68%	20.51%	20.69%
深发展 A	10.22%	9.15%	11.12%	13.20%	14.09%	15.40%	16.50%
北京银行	1.96%	3.58%	5.63%	9.78%	7.81%	7.97%	8.24%
宁波银行	5.08%	7.31%	7.97%	15.06%	14.87%	14.58%	14.74%
南京银行	8.39%	10.38%	-1.63%	19.44%	12.69%	13.26%	14.11%
均值	10.43%	10.99%	10.09%	14.73%	15.57%	16.49%	16.63%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4：上市银行成本收入比

	1H08	2H08	1Q09	1H09	3Q09	4Q09	1Q10	平均
工商银行	28.24%	29.54%	25.63%	29.69%	30.92%	32.87%	27.82%	28.64%
建设银行	28.08%	30.71%	28.33%	28.93%	29.33%	32.90%	27.09%	29.05%
中国银行	27.74%	31.52%	31.80%	31.42%	31.97%	34.92%	28.19%	32.07%
交通银行	28.55%	31.34%	26.71%	27.18%	29.32%	32.18%	24.72%	28.39%
招商银行	30.22%	36.78%	41.57%	42.24%	43.02%	44.86%	35.09%	37.30%
浦发银行	34.45%	36.69%	25.08%	25.56%	32.33%	35.99%	35.05%	32.67%
中信银行	31.50%	32.98%	34.54%	30.75%	31.12%	39.95%	36.18%	33.42%
民生银行	36.53%	42.55%	40.29%	33.47%	38.36%	42.17%	38.20%	38.94%
兴业银行	31.96%	34.83%	33.36%	34.29%	34.64%	36.22%	30.74%	33.80%
华夏银行	37.24%	41.41%	45.59%	44.41%	43.57%	44.88%	46.96%	42.34%
深发展 A	35.03%	35.99%	38.97%	39.29%	39.99%	41.76%	41.25%	38.22%
北京银行	21.33%	23.40%	18.53%	19.79%	22.79%	26.36%	22.51%	21.88%
宁波银行	37.25%	40.23%	46.87%	41.81%	40.35%	41.37%	40.99%	40.62%
南京银行	24.52%	25.36%	23.40%	26.45%	28.01%	31.38%	25.20%	25.44%
上市银行均值	30.90%	33.81%	32.91%	32.52%	33.98%	36.99%	32.86%	33.06%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5：上市银行不良贷款率

	2008A	2009A	2010E	2011E
工商银行	2.29%	1.54%	1.72%	1.75%
建设银行	2.21%	1.50%	1.66%	1.77%
中国银行	2.65%	1.52%	1.64%	1.69%
交通银行	1.92%	1.41%	1.57%	1.61%
大银行均值	2.27%	1.49%	1.65%	1.71%
招商银行	1.11%	1.03%	0.83%	0.87%
浦发银行	1.21%	0.80%	1.05%	1.10%
中信银行	1.36%	0.95%	1.03%	1.11%
民生银行	1.41%	0.98%	0.95%	1.10%
兴业银行	0.83%	0.54%	0.58%	0.57%
华夏银行	1.82%	1.50%	1.58%	1.69%
深发展 A	0.68%	0.68%	0.75%	0.85%
股份制银行均值	1.20%	0.93%	0.97%	1.04%
北京银行	1.55%	1.02%	1.13%	1.22%
宁波银行	0.92%	0.79%	0.83%	0.91%
南京银行	1.22%	1.41%	1.47%	1.47%
城商行均值	1.23%	1.07%	1.14%	1.20%
上市银行均值	1.57%	1.16%	1.25%	1.32%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 6：上市银行拨备覆盖率情况

	2008A	2009E	2010E	2011E
工商银行	130.15%	164.41%	155.00%	155.00%
建设银行	131.58%	175.77%	175.00%	175.00%
中国银行	121.72%	151.17%	155.00%	155.00%
交通银行	117.10%	151.05%	149.33%	151.13%
大银行均值	125.14%	160.60%	158.58%	159.03%
招商银行	208.67%	246.66%	240.00%	230.00%
浦发银行	192.49%	245.92%	210.00%	210.00%
中信银行	150.03%	149.36%	174.00%	180.30%
民生银行	128.33%	175.77%	190.00%	190.00%
兴业银行	226.58%	254.96%	250.00%	250.00%
华夏银行	151.21%	166.84%	160.00%	160.00%
深发展 A	105.13%	161.82%	165.00%	168.00%
股份制银行均值	166.06%	200.19%	198.43%	198.33%
北京银行	180.21%	215.67%	210.00%	205.00%
宁波银行	152.43%	170.06%	175.00%	175.00%
南京银行	173.81%	170.00%	170.00%	170.00%
城商行均值	168.82%	185.24%	185.00%	183.33%
上市银行均值	153.34%	182.01%	180.67%	180.23%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

2、相对估值分析

本次发行的初始发行规模为 61 亿股，发行人授予 A 股联席保荐人（主承销商）不超过初始发行规模 15% 的超额配售选择权，若 A 股绿鞋全额行使，则 A 股发行总股数将扩大至 70 亿股。

我们这里假设光大银行 IPO 将全部行使绿鞋期权，这样总的发行股本将达到 70 亿股，发行后总股份将达到 404.35 亿股。我们认为公司股价发行前 PB 定在 1.9X ~ 2.2X 比较合理，对应 A 股发行价 2.73 元 ~ 3.17 元，所募资金在 191.42 亿 ~ 221.64 亿之间，对应发行后 09 年 PB 在 1.64X ~ 1.82X 之间。这个估值水平和目前上市银行中股份制银行的估值相当。截止 6 月 18 日，股份制银行股价对应 10 年 PB 的均值在 1.62X 附近。

表 7：光大银行 IPO 股本分析

发行前股本（百万）	33,434.79
IPO A	6,100.00
绿鞋期权 A	900.00
最大增发股本	7,000.00
发行后股本（执行绿鞋期权）	40,434.79
发行后股本（未执行绿鞋期权）	39,534.79

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 8：我们认为发行前 PB 定在 1.9X~2.2X 比较合理，对应发行后 PE 在 1.64X~1.82X

发行前 PB	1.5	1.7	1.8	1.9	2	2.1	2.2	2.3	2.5	2.7
发行前 BVPS (09A)	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44	1.44
发行价 RMB	2.16	2.45	2.59	2.73	2.88	3.02	3.17	3.31	3.60	3.89
发行股数（执行绿鞋期权）	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00	7,000.00
总融资额	15,112.26	17,127.23	18,134.72	19,142.20	20,149.68	21,157.17	22,164.65	23,172.14	25,187.10	27,202.07
发行后 BVPS	1.56	1.61	1.64	1.66	1.69	1.71	1.74	1.76	1.81	1.86
发行后 BVPS 增厚	8.66%	12.12%	13.85%	15.58%	17.31%	19.04%	20.77%	22.51%	25.97%	29.43%
发行后 PB	1.38	1.52	1.58	1.64	1.70	1.76	1.82	1.88	1.98	2.09
发行前 PE (09)	9.44	10.70	11.33	11.96	12.59	13.22	13.85	14.48	15.74	17.00
发行后 PE (10)	8.56	9.71	10.28	10.85	11.42	11.99	12.56	13.13	14.27	15.41

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 9：目前股份制银行 PB 均值在 1.62X 左右，PE 在 10.58X 左右

	PE			PB		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
工商银行	11.18	9.17	7.45	2.15	1.86	1.60
建设银行	10.43	8.20	6.83	2.01	1.77	1.54
中国银行	10.63	9.93	8.28	1.58	1.45	1.31
交通银行	10.48	9.99	8.17	1.90	1.59	1.38
大银行均值	10.68	9.32	7.68	1.91	1.67	1.46
招商银行	13.84	11.96	9.26	2.71	2.14	1.82
浦发银行	8.78	11.25	8.75	1.85	1.58	1.36
中信银行	14.05	10.36	8.79	1.90	1.66	1.45
民生银行	10.60	10.66	8.44	1.67	1.46	1.26
兴业银行	10.12	9.36	7.24	2.26	1.76	1.47
华夏银行	15.59	10.67	7.87	1.94	1.06	0.95
深发展 A	10.71	9.80	7.56	2.63	1.70	1.39
股份制均值	11.96	10.58	8.27	2.14	1.62	1.39
北京银行	14.44	12.02	9.84	2.15	1.88	1.63
宁波银行	20.02	17.10	13.83	2.98	2.19	1.98
南京银行	13.74	12.60	10.15	1.74	1.95	1.67
城商行均值	16.07	13.91	11.27	2.29	2.01	1.76
上市银行均值	12.90	11.27	9.08	2.11	1.77	1.54

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 10：上市银行 RoAA 情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	均值
工商银行	0.58%	0.70%	1.00%	1.20%	1.19%	1.18%	1.21%	0.87%
建设银行	1.03%	0.92%	1.15%	1.31%	1.24%	1.29%	1.30%	1.10%
中国银行	0.58%	0.83%	0.99%	0.98%	1.03%	1.00%	0.98%	0.85%
交通银行	0.67%	0.81%	1.07%	1.19%	1.00%	0.98%	0.98%	0.93%
大银行均值	0.71%	0.82%	1.05%	1.17%	1.12%	1.11%	1.12%	0.94%
招商银行	0.52%	0.84%	1.37%	1.46%	0.99%	0.98%	1.02%	1.05%
浦发银行	0.54%	0.69%	1.13%	0.90%	0.94%	0.96%	1.00%	0.82%
中信银行	0.53%	0.57%	0.97%	1.21%	0.97%	1.06%	1.10%	0.82%
民生银行	0.48%	0.61%	0.78%	0.80%	0.98%	0.88%	0.91%	0.67%
兴业银行	0.52%	0.70%	1.17%	1.22%	1.13%	1.13%	1.17%	0.90%
华夏银行	0.36%	0.36%	0.41%	0.46%	0.48%	0.55%	0.55%	0.40%
深发展 A	0.14%	0.54%	0.86%	0.15%	0.95%	1.00%	1.07%	0.42%
股份制银行均值	0.44%	0.62%	0.95%	0.89%	0.92%	0.94%	0.97%	0.72%
北京银行	0.72%	0.85%	1.07%	1.40%	1.19%	1.14%	1.16%	1.01%
宁波银行	1.11%	1.28%	1.44%	1.49%	1.09%	1.09%	1.10%	1.33%
南京银行	0.76%	1.12%	1.36%	1.72%	1.27%	1.29%	1.29%	1.24%
城商行均值	0.93%	1.08%	1.29%	1.54%	1.18%	1.17%	1.19%	1.19%
上市银行均值	0.70%	0.84%	1.10%	1.20%	1.07%	1.07%	1.09%	0.95%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 11：上市银行 RoAE 情况

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	均值
工商银行	14.33%	13.30%	16.00%	19.24%	20.00%	21.17%	22.68%	15.72%
建设银行	16.37%	14.99%	18.35%	20.81%	20.80%	22.89%	24.13%	17.63%
中国银行	10.47%	12.31%	12.88%	13.39%	15.55%	16.79%	17.76%	12.26%
交通银行	11.61%	14.86%	18.87%	20.71%	19.40%	18.45%	18.05%	16.52%
大银行均值	13.20%	13.87%	16.53%	18.54%	18.94%	19.82%	20.66%	15.53%
招商银行	14.57%	17.52%	24.76%	28.53%	21.13%	19.89%	19.52%	21.34%
浦发银行	16.49%	20.75%	35.76%	24.08%	18.24%	16.59%	17.46%	24.27%
中信银行	13.27%	13.42%	14.30%	14.84%	14.15%	17.12%	17.65%	13.96%
民生银行	17.38%	22.09%	18.23%	15.04%	16.86%	14.65%	16.09%	18.18%
兴业银行	19.28%	26.21%	31.17%	25.90%	24.46%	22.82%	22.15%	25.64%
华夏银行	12.15%	13.14%	17.01%	15.17%	13.04%	12.35%	11.26%	14.37%
深发展 A	6.15%	22.60%	27.21%	4.18%	27.29%	22.48%	20.19%	15.03%
股份制银行均值	14.18%	19.39%	24.06%	18.25%	19.31%	17.99%	17.76%	18.97%
北京银行	21.50%	24.21%	18.34%	17.91%	15.78%	16.72%	17.78%	20.49%
宁波银行	21.58%	23.48%	16.96%	15.83%	15.72%	15.73%	15.04%	19.46%
南京银行	17.45%	25.22%	14.49%	13.68%	13.13%	16.65%	17.76%	17.71%
城商行均值	19.51%	24.30%	16.60%	15.81%	14.88%	16.37%	16.86%	19.22%
上市银行均值 RoAE	15.63%	19.19%	19.06%	17.53%	17.71%	18.06%	18.43%	17.91%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

3、绝对估值

我们采用三阶段 DDM 方法对光大银行进行绝对估值。我们假设无风险利率为 2.25%，第二阶段增长率为 20%，永续增长率 3%，股权收益率为 10.39%。

表 12：DDM 模型基本假设

第二阶段增长率	20.00%
长期增长率	3.00%
Beta	1.05
Rf	2.25%
Rm	10.00%
Ke	10.39%

资料来源：湘财证券研究所

DDM 估值的敏感性分析测算显示，光大银行股份的合理价值在 2.15 元 ~ 3.17 元。

表 13: DDM 敏感性测试

Ke	长期增长率(g)										
	1. 00%	1. 50%	2. 00%	2. 50%	3. 00%	3. 50%	4. 00%	4. 50%	5. 00%	5. 50%	6. 00%
7. 58%	3. 19	3. 38	3. 61	3. 88	4. 22	4. 63	5. 16	5. 86	6. 83	8. 28	10. 63
8. 08%	2. 88	3. 03	3. 22	3. 43	3. 69	4. 01	4. 40	4. 90	5. 56	6. 48	7. 85
8. 58%	2. 61	2. 74	2. 89	3. 06	3. 26	3. 51	3. 81	4. 18	4. 65	5. 28	6. 15
9. 08%	2. 38	2. 48	2. 61	2. 75	2. 91	3. 10	3. 34	3. 62	3. 97	4. 42	5. 01
9. 58%	2. 18	2. 27	2. 37	2. 48	2. 62	2. 77	2. 95	3. 17	3. 44	3. 77	4. 20
10. 08%	2. 00	2. 07	2. 16	2. 26	2. 36	2. 49	2. 64	2. 81	3. 02	3. 27	3. 59
10. 58%	1. 84	1. 91	1. 98	2. 06	2. 15	2. 25	2. 37	2. 51	2. 68	2. 87	3. 11
11. 08%	1. 70	1. 76	1. 82	1. 89	1. 96	2. 05	2. 15	2. 26	2. 39	2. 55	2. 74
11. 58%	1. 58	1. 63	1. 68	1. 74	1. 80	1. 87	1. 96	2. 05	2. 16	2. 28	2. 43
12. 08%	1. 47	1. 51	1. 56	1. 60	1. 66	1. 72	1. 79	1. 87	1. 95	2. 06	2. 18
12. 58%	1. 37	1. 41	1. 44	1. 49	1. 53	1. 59	1. 64	1. 71	1. 78	1. 87	1. 96

资料来源：湘财证券研究所

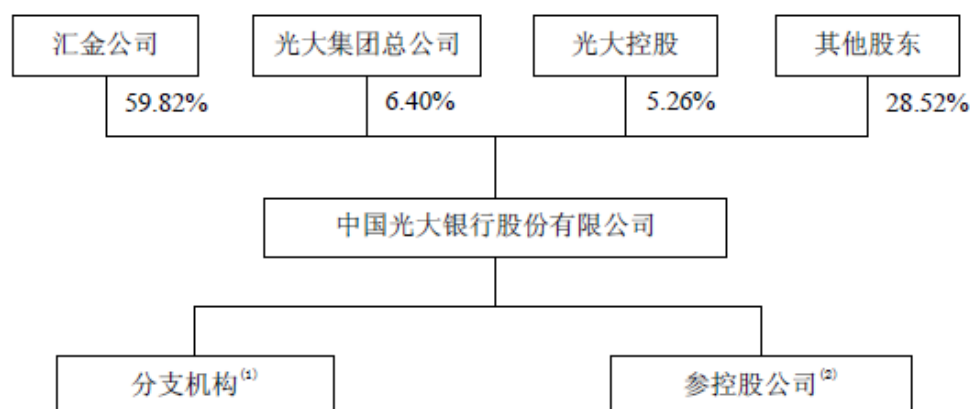
综上相对估值和绝对估值的分析，我们认为公司的合理价值区间在 2.73 元~3.17 元附近。这个价格对应发行前 09 年 PB 在 1.90X~2.20X 之间。按照最大 IPO 规模计算，我们给予的合理价值区间对应的 10 年 PB 在 1.64X~1.76X 之间。

二、公司简介

公司的前身中国光大银行成立于 1992 年 6 月 18 日，是经国务院批复并经人民银行批准设立的金融企业，成立时由光大集团总公司全资拥有，注册资本为 150,000 万元。1997 年 1 月，由光大集团总公司等 131 家股东共同作为发起人，将公司改制为股份制商业银行，改制后本行注册资本为 280,000 万元。经人民银行批准，公司于 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。经人民银行批准，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。

经国务院批复并经银监会核准，汇金公司于 2007 年 11 月向本行注资等值于 200 亿元人民币的美元，注资完成后本行注册资本增加至 2,821,689 万元。经财政部及银监会核准，本行于 2009 年 8 月向 8 家境内外投资者发行 521,790 万股股份，每股发行价格为 2.20 元。本次增资扩股完成后，本行注册资本由 2,821,689 万元增加至 3,343,479 万元。截至本次发行前，汇金公司为本行的控股股东，直接持股比例为 59.82%。

表 14：光大银行 IPO 前股权结构图



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

表 15：光大银行估值预测

盈利驱动因素 (期初期末均值)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
总资产增长率 (%YoY)	15.27%	40.66%	37.93%	13.50%	22.00%	利息净收入	22,336	19,602	27,195	35,341	44,211
生息资产增长率	12.87%	40.47%	28.30%	25.60%	22.00%	手续费及佣金净收入	2,174	3,157	4,631	6,252	8,127
净息差 (NIM)	2.92%	2.01%	2.09%	2.14%	2.17%	其他业务收入	168	1,467	1,675	2,189	2,755
净利差 (NIS)	2.73%	1.91%	2.10%	2.12%	2.05%	营业税金及附加	1,960	1,810	2,499	3,266	4,110
平均生息资产生息率	5.64%	3.84%	3.99%	4.09%	4.14%	业务管理费用	8,301	9,533	13,434	17,950	22,037
平均计息负债付息率	2.90%	1.93%	1.89%	1.97%	2.09%	EBIT	9,334	11,904	15,050	18,723	23,970
成本收入比	33.61%	39.30%	40.10%	41.00%	40.00%	拨备前利润	14,417	12,882	17,568	22,565	28,946
有效税率	7.67%	27.16%	26.40%	25.80%	25.00%	资产减值准备	6,288	2,360	3,678	4,789	5,810
信用成本	0.00%	0.43%	0.50%	0.52%	0.51%	NOPLAT	8,618	8,671	11,076	13,893	17,978
成长性 (%YoY)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润总额	7,924	10,493	13,851	17,726	23,069
贷款及垫款	14.03%	40.32%	25.60%	24.70%	23.00%	所得税	608	2,849	3,657	4,573	5,767
客户存款	11.93%	32.14%	24.50%	24.00%	23.00%	净利润	7,316	7,643	10,194	13,152	17,302
净利息收入	25.68%	-12.24%	38.74%	29.95%	25.10%	少数股东损益	0	0	0	0	0
手续费及佣金净收入	82.77%	45.18%	46.70%	35.00%	30.00%	归属母公司净利润	7,316.30	7,643.47	10,193.99	13,152.36	17,301.94
非息收入	4.76%	97.42%	36.39%	33.85%	28.92%	EPS	0.26	0.23	0.25	0.33	0.43
营业收入	23.23%	-1.79%	38.10%	30.69%	25.83%	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
业务及管理费	30.17%	14.84%	40.92%	33.62%	22.77%	现金及存放央行款项	100,284	137,372	176,249	221,368	270,069
PPOP	18.52%	-10.64%	36.37%	28.44%	28.28%	存放同业和其他金融机构	128,540	230,939	198,852	277,094	328,153
EBIT	-1.68%	27.53%	26.43%	24.41%	28.02%	贷款和垫款	450,521	632,151	793,982	990,096	1,217,818
税前利润	-5.55%	32.42%	32.00%	27.98%	30.15%	债券投资	131,517	138,549	292,271	346,902	423,220
净利润	45.19%	4.47%	33.37%	29.02%	31.55%	生息资产 (起初期末均值)	810,862	1,139,012	1,461,353	1,835,459	2,239,260
估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产合计	850,557	1,196,415	1,650,171	1,872,917	2,284,959
PE(Trailing)	10.76	12.20	11.07	8.58	6.52	客户存款	605,170	799,644	995,556	1,234,490	1,518,422
PE(Leading)	10.38	11.77	10.67	8.27	6.29	同业和其它金融机构存拆	131,751	268,992	512,204	481,614	584,633
PB(Trailing)	2.37	1.94	1.47	1.28	1.10	发行债务	18,550	21,550	18,313	15,236	13,759
PB(Leading)	2.28	1.87	1.42	1.24	1.06	计息负债 (起初期末均值)	755,471	1,090,186	1,526,073	1,731,339	2,116,815
PEG	0.24	2.73	0.33	0.30	0.21	负债总计	818,606	1,149,575	1,573,271	1,784,886	2,182,283
P/PPOP	5.46	6.98	6.19	4.82	3.76	股本	28,217	33,435	40,435	40,435	40,435
每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	一般准备	1,376	5,485	4,758	7,408	8,165
EPS	0.26	0.23	0.25	0.33	0.43	少数股东权益	0	15	0	0	0
BVPS	1.18	1.44	1.90	2.18	2.54	股东权益	33,232	48,121	76,899	88,031	102,676
每股拨备前利润	0.51	0.39	0.43	0.56	0.72	资产负债结构	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
股息派发率	0.00%	15.36%	15.00%	20.00%	20.00%	资本充足率	9.10%	10.39%	12.13%	12.25%	11.72%
资产质量指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	核心资本充足率	5.98%	6.84%	8.06%	8.14%	7.78%
不良贷款	9,362.00	8,123.00	9,417.00	11,648.18	14,497.83	风险加权资产平均系数	56.47%	56.75%	56.10%	56.00%	56.00%
不良贷款率	2.08%	1.25%	1.19%	1.18%	1.19%	存贷比	73.08%	74.45%	79.05%	79.75%	80.20%
拨备覆盖率	0.00%	194.08%	215.00%	221.00%	210.00%	财务杠杆 X	25.59	24.86	21.46	21.28	22.25
新增 NPL/贷款均值	2.21%	-0.23%	0.18%	0.24%	0.25%	生息资产/总资产	95.33%	95.20%	88.56%	98.00%	98.00%
贷款核销率	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.03%	贷款及垫款/总资产	52.97%	52.84%	48.12%	52.86%	53.30%
拨备余额/贷款余额	0.00%	2.49%	2.55%	2.60%	2.50%	计息负债/总负债	92.29%	94.83%	97.00%	97.00%	97.00%
资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	贷款结构					
ROAA	0.92%	0.75%	0.72%	0.75%	0.83%	企业贷款	#DIV/0!	#DIV/0!			
ROAE	25.26%	18.79%	16.31%	15.95%	18.15%	贴现贷款	#DIV/0!	#DIV/0!			
RoRWA	1.72%	1.32%	1.27%	1.33%	1.49%	零售贷款	#DIV/0!	#DIV/0!			
营业收入/资产余额	2.90%	2.03%	2.03%	2.34%	2.41%	中小企业贷款	0.00%	0.00%			
营业费用/资产余额	1.95%	1.15%	1.19%	1.39%	1.40%	存款结构					
业务数据	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	活期存款	0.00%	#DIV/0!			
分支机构 (个)						定期存款	0.00%	#DIV/0!			
员工数 (人)						其他存款	100.00%	#DIV/0!			

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。