

证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

银行

光大银行（601818）
中性

H 股发行计划点评

（下调评级）

2011 年 2 月 21 日

H 股发行或对 A 股估值带来压力

证券分析师： 邱志承 021-60875167 qiuzc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120056

证券分析师： 谈煊 010-66025229 tanxuan1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120065

事项：

光大银行公告计划公开发行 H 股，H 股发行股数为 105 亿股，此外还有 15 亿股的超额配售权。根据国务院相关办法，还将减持融资额 10% 的国有股。

评论：

- 光大银行 H 股 IPO 是之前先 A 后 H 的计划，此次融资的规模要明显大于之前 A 股 IPO 光大银行在 2010 年在 A 股 IPO 时，就是计划的先 A 股后 H 股 IPO 的。而且这次 IPO 的规模最大是 120 亿股，要明显大于之前 A 股 70 亿股的规模，可能表明光大银行更看重的是 H 股的 IPO。
- 光大银行 H 股 IPO 价格将明显低于目前的 A 股股价，在不利情况下可能低于之前 A 股去年 IPO 价格 我们首先看看目前 A+H 上市银行 H 股的估值水平，光大银行未来的 IPO 很明显将参照目前内地银行的估值。

表 1：内地银行 H 股估值

	P/E(X)			P/B(X)			市值/总资产(%)			ROAA (%)		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
工商银行	10.3	7.9	6.2	2.09	1.70	1.37	12.8	10.7	9.0	1.31	1.45	1.52
建设银行	10.7	8.1	6.3	2.05	1.70	1.38	13.2	11.1	9.2	1.32	1.46	1.55
农业银行	10.7	8.0	6.5	1.93	1.60	1.32	10.0	8.3	6.9	1.02	1.11	1.13
中国银行	10.0	9.9	8.2	1.53	1.34	1.16	9.8	8.4	7.4	1.02	0.89	0.95
交通银行	9.7	8.0	6.3	1.73	1.43	1.18	9.4	8.0	6.9	1.03	1.06	1.14
招商银行	12.6	9.7	7.3	2.44	1.95	1.54	13.8	11.4	9.4	1.19	1.28	1.40
中信银行	9.1	7.5	6.0	1.62	1.19	1.00	9.4	8.2	6.9	1.14	1.16	1.22
民生银行	11.0	7.7	6.1	1.77	1.24	1.03	10.5	8.4	6.8	1.03	1.18	1.21

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

光大银行从资质和规模来看，与 H 股上市的中信银行和民生银行相对较为相似，这两家银行在 H 股中 P/E 和 P/B 的估值相对较低，2011 年的 P/E 为 7-8 倍，P/B 为 1.2 倍。主要是因为 ROA 不高，而且规模优势和业务优势不太明显。

表 2：光大银行不做 H 股 IPO 时每股指标、估值及核心资本充足率

估值	2010E	2011E	2012E	2013E	每股指标	2010E	2011E	2012E	2013E
P/E	13.1	12.9	11.6	11.3	EPS	0.31	0.38	0.42	0.42
P/B	1.95	1.89	1.64	1.45	BVPS	2.04	2.36	2.72	3.08
P/PPoP	8.2	8.0	7.0	6.5	PPoPPS	0.49	0.62	0.69	0.73

市值/总资产(A股)	10.5%	11.0%	9.5%	8.3%	DPS	0.04	0.06	0.06	0.06
股息收益率(税后)	0.7%	1.1%	1.1%	1.2%	核心资本充足率	8.8%	8.5%	8.4%	8.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

光大银行目前 A 股的估值水平相对较高，13 倍的 P/E 和 1.55 的 P/B 也要高于大部分内地银行 H 股的估值水平。我们如果假设光大银行以同类银行 H 股估值的 9 折进行 IPO。那么那股价甚至低于去年 A 股 3.1 元的 IPO 价格左右。这对 A 股股东有不利影响。如坚持不低于 3.1 元价格，H 股 IPO 短期将面临一些困难。

我们来计算一下，不同发行价及超额配售比例下，光大银行 2011 年 EPS 及年末 BVPS。

表 3：光大银行 H 股增发后 2011 年 BVPS 及 EPS 测算

		H 股发行价（人民币元）									EPS
		2.90	2.95	3.00	3.05	3.10	3.15	3.20	3.25	3.30	
发行 股数 (亿股)	105	2.47	2.48	2.49	2.50	2.51	2.52	2.53	2.54	2.55	0.32
	110	2.47	2.48	2.49	2.50	2.51	2.52	2.54	2.55	2.56	0.31
	115	2.48	2.49	2.50	2.51	2.52	2.53	2.54	2.55	2.56	0.31
	120	2.48	2.49	2.50	2.51	2.52	2.54	2.55	2.56	2.57	0.31

下表是 H 股发行后，光大银行的核心资本充足率，增发后 11-12% 的核心资本充足率，在上市银行中几乎处于最高水平，但如果不进行大规模的并购，在目前国内的货币信贷环境下，这样的资本充足率是过剩的，会带来两三年的资本闲置。

表 4：光大银行 H 股增发后核心资本充足率测算

		H 股发行价（人民币元）								
		2.90	2.95	3.00	3.05	3.10	3.15	3.20	3.25	3.30
发行 股数 (亿股)	105	11.2%	11.3%	11.3%	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%	11.6%	11.6%
	110	11.4%	11.4%	11.5%	11.5%	11.6%	11.6%	11.7%	11.7%	11.8%
	115	11.5%	11.6%	11.6%	11.7%	11.7%	11.8%	11.8%	11.9%	11.9%
	120	11.6%	11.7%	11.7%	11.8%	11.9%	11.9%	12.0%	12.0%	12.1%

我们再来计算，不同发行规模和发行价格下，其 2011 年的 P/B 和 P/E 估值，增发后 P/B 略有下降，从之前的 1.66 下降到了 1.5-1.6 左右，P/E 则从 10 倍左右上升到了 12-13 左右，在 A 股银行中处于较高水平。

表 5：光大银行 H 股增发后 2011 年估值测算

		H 股发行价（人民币元）									
P/B		2.90	2.95	3.00	3.05	3.10	3.15	3.20	3.25	3.30	P/E
发行 股数 （亿股）	105	1.59	1.58	1.58	1.57	1.56	1.56	1.55	1.54	1.54	12.5
	110	1.59	1.58	1.57	1.57	1.56	1.55	1.55	1.54	1.53	12.6
	115	1.58	1.58	1.57	1.56	1.56	1.55	1.54	1.54	1.53	12.7
	120	1.58	1.57	1.57	1.56	1.55	1.55	1.54	1.53	1.53	12.8

■ 增加融资渠道，对于光大银行长期发展战略意义，但对短期 A 股估值会带来压力

这次 H 股发行如能成功，除了提高核心资本的充足率外，更重要的是光大银行从此多了一条融资渠道，这对于支持其长期经营和扩张是有战略意义的。

但目前 A 股的股价较高，之前的 A 股 IPO 价格也较低，H 股 IPO 价格不仅仅会明显低于 A 股目前的交易价，还有可能低于之前的 IPO 价格，这会对原有股东利益带来损失。此外，在短期内过多的资本，利用率不高也不利于股东价值的最大化。我们维持对于光大银行的“中性”评级，我们附表是假设光大银行以 3.1 元，发行 105 亿股。

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2009A	2010E	2011E	2012E
P/E	21.0	13.1	12.5	11.0
P/B	3.34	1.95	1.56	1.38
P/PPoP	12.5	8.2	7.7	6.7
市值/总资产(A股)	13.4%	10.5%	10.8%	9.3%
股息收益率(税后)	0.66%	0.69%	1.13%	1.10%

每股指标 (元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.23	0.31	0.31	0.35
BVPS	1.44	2.04	2.51	2.81
PPoPPS	0.38	0.49	0.51	0.57
DPS	0.05	0.04	0.05	0.05

盈利驱动	2009A	2010E	2011E	2012E
存款增长	32.1%	33.9%	18.3%	15.7%
贷款增长	39.5%	20.4%	18.8%	15.6%
存贷比	81.0%	72.8%	73.1%	73.1%
盈利资产增长	39.7%	31.1%	21.0%	15.2%
贷款收益率	4.72%	5.35%	6.02%	6.09%
债券收益率	3.60%	3.39%	3.84%	4.05%
资产生息率	3.71%	4.07%	4.51%	4.56%
存款成本率	1.75%	1.93%	2.35%	2.52%
负债付息率	1.86%	1.95%	2.32%	2.43%
净息差(NIM)	1.95%	2.26%	2.39%	2.35%
净利差(SPREAD)	1.85%	2.12%	2.19%	2.13%
非利息收入比重	19.1%	12.7%	12.1%	13.4%
费用收入比(含营业税)	46.8%	43.9%	45.0%	46.7%
拨备支出/平均贷款	0.42%	0.35%	0.52%	0.57%
有效所得税率	27.2%	25.5%	24.7%	23.8%

收入盈利增长	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入增长	-12.2%	57.3%	33.3%	15.1%
手续费收入增长	45.2%	41.1%	26.4%	22.3%
营业净收入增长	-1.8%	45.8%	32.4%	16.8%
拨备前利润增长	-9.5%	55.3%	29.3%	13.4%
净利润增长	4.5%	64.4%	27.5%	11.6%

资产盈利能力	2009A	2010E	2011E	2012E
RoAE	18.8%	20.5%	14.9%	13.2%
RoAA	0.75%	0.93%	0.95%	0.90%
RoAA(拨备前)	1.25%	1.47%	1.53%	1.48%
RoRWA	1.39%	1.59%	1.61%	1.53%

资产质量	2009A	2010E	2011E	2012E
不良资产率	1.25%	0.75%	0.72%	0.85%
拨备覆盖率	194%	313%	339%	289%
拨备余额/全部贷款	2.43%	2.34%	2.43%	2.46%

资本	2009A	2010E	2011E	2012E
资本充足率	10.4%	12.7%	15.1%	14.5%
核心资本充足率	6.9%	8.8%	11.4%	11.1%

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入	19,602	30,837	41,094	47,285
利息收入	37,424	55,486	77,507	91,913
利息支出	17,822	24,649	36,413	44,628
资产准备支出	2,360	3,100	4,523	5,788
拨备后净利息收入	17,242	27,737	36,571	41,497
手续费净收入	3,157	4,455	5,632	6,891
其他经营净收益	1,467	29	41	447
营业净收入	24,226	35,321	46,767	54,622
营业费用	11,343	15,519	21,055	25,512
营业外净收入	-30	157	91	156
拨备前利润	12,853	19,960	25,803	29,266
总利润	10,493	16,860	21,279	23,478
所得税	2,849	4,291	5,256	5,599
少数股东利润	0	2	5	6
净利润	7,644	12,566	16,018	17,873

资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
现金及存放同业	100,583	123,190	140,052	166,185
央行准备金	137,372	202,651	241,613	280,504
拆放金融企业	132,941	212,273	244,344	287,514
贷款	647,915	779,972	926,654	1,071,452
贷款拨备	-15,764	-18,258	-22,546	-26,344
债券投资	138,549	199,618	284,132	310,888
固定资产	8,827	9,078	9,518	10,047
递延税款净额	576	949	2,049	4,318
其他资产	46,696	20,112	23,164	26,225
盈利资产	1,157,360	1,517,704	1,836,795	2,116,543
总资产	1,197,695	1,529,585	1,848,980	2,130,789
金融企业存放	279,288	305,461	370,212	428,668
存款	799,644	1,070,965	1,266,951	1,465,862
应付款项	49,094	52,791	64,543	72,013
发行债券	21,550	18,000	19,500	21,000
付息负债	1,100,482	1,394,426	1,656,663	1,915,530
总负债	1,149,576	1,447,217	1,721,206	1,987,543
实收资本	33,435	40,435	50,935	50,935
公积金	7,591	22,532	45,533	47,320
一般准备	5,485	9,405	11,873	14,266
未分配利润	1,596	9,970	19,404	30,693
少数股东权益	15	27	29	31
所有者权益	48,122	82,368	127,774	143,246

贷款结构	2009A	2010E	2011E	2012E
企业贷款	71.2%	72.3%	71.3%	70.3%
票据贴现	7.1%	5.0%	5.0%	5.0%
个人贷款	21.7%	22.7%	23.7%	24.7%

存款结构	2009A	2010E	2011E	2012E
企业活期	37.3%	38.7%	35.7%	32.7%
企业定期	34.0%	35.0%	36.0%	37.0%
储蓄活期	6.2%	7.0%	8.0%	9.0%

财务杠杆(倍)	24.9	18.6	14.5	14.9	储蓄定期	10.3%	11.0%	12.0%	13.0%
风险加权资产比重	56%	59%	58%	58%					

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。