

光大银行 (601818.SH) 银行业
新股研究

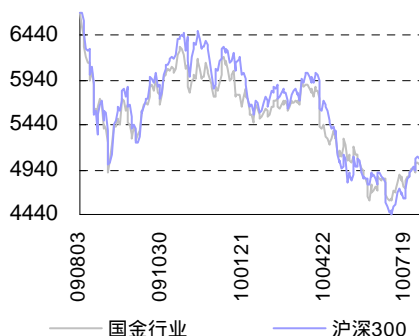
上市定价(人民币): 3.10-3.30 元

询价价格(人民币): 2.80-3.00 元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	6,100.00
总股本(百万股)	33,434.79
国金银行业指数	4987.31
沪深 300 指数	2868.85
上证指数	2637.50



卸下包袱，重整旗鼓，零售先行

公司基本情况(人民币)

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.20	0.25	0.26	0.32	0.37
每股净资产(元)	1.12	1.32	1.68	1.95	2.20
净利润增长率(%)	17.5%	26.4%	29.7%	21.5%	18.2%
净资产收益率(%)	17.7%	19.0%	15.5%	16.2%	17.0%
总股本(百万股)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资要点

- 对光大的关注点集中在: 1) 业务资质如何?; 2) 历史包袱是否清理?
- 业务上目前看不出明显竞争优势与特点, 零售业务近年来发展较快:
 - 对公业务缺乏亮点, 零售业务改善较大: 1) 2008-2009 年理财产品服务手续费、卡业务手续费收入复合增长 89.6%、130.5%, 两者占到手续费收入的 40%; 2) 个贷渠道的工程机械贷款做出一定特色。
 - 经营效益上: 息差为上市银行最低, 但成本收入比也较低(光大人均工资 28 万, 低于浦发中信民生深发等), 因此 ROA 与浦发等差距不大。
 - 息差低是最大软肋: 主要问题在活期存款占比低、有利率协议存款、贷款收益率低、集团协同效应不强(光大系在光大银行的存款仅为 5607 万元)。未来效益提升有赖于公司在这些方面改进。另外公司同业占比 32%, 同业市场收益率波动对公司息差影响较大。
 - 净资产大部分来自融资: 2007 年汇金注资 200 亿(1 元/股), 2008 年定增融资约 115 亿(2.2 元/股)后, 2009 年底净资产 481 亿。这次融资后, 预计 2010 年底核心/总资本充足率 10.0%/14.4%。
- 光大不良主要产生于: 1) 收购中国投资银行; 2) 光大集团关联贷款与担保。目前历史不良包袱已经清理完毕。
 - 收购投资银行的不良资产通过: 1) 一部分不良放在表外核算(约 119 亿); 2) 用为原投资银行不良资产提取的 144 亿元专项准备金核销;
 - 与光大系的不良通过财务重组协议清理: 涉及金额约 30 左右, 2007 年底基本归还。
 - 2008 年出售了账面余额 142 亿元不良资产给信达、东方、长城。
 - 目前光大系在光大银行的贷款为零, 2009 年底不良率余额 81 亿, 不良率 1.25%, 拨备覆盖率 194%, 不良包袱基本清理。
- 盈利预测与估值定价
 - 我们预测 2010-2012 年净利润同比增长 57.0%/20.0%/17.3%; EPS 0.30/0.36/0.42 元, BVPS 1.96/2.23/2.54 元; ROA 0.85%/0.88%/0.88%; ROE 15.1%/16.0%/16.5%。我们假设发行规模 70 亿股(全部实行超额配售), 发行价 3.0 元人民币, 融资规模 210 亿人民币。
 - 目前股份制平均估值在 1.74x10PB, 光大资质一般但无绝对瑕疵, 给予 1.6-1.7x10PB 的上市定价, 对应 3.1-3.3 元(摊薄后 10.4-11.1x10PE)。预留 10%的安全边际, 建议申购区间为 2.8-3.00 元。
 - 假设光大全额行使超额配售, 若其中 30 亿股战略配售, 剩余 40 亿股中, 60%(24 亿股)网上发行, 40%(16 亿股)网下发行, 则光大首日上市流通股仅 24 亿股, 其中 9 亿股又受绿鞋机制保护, 因此网上申购的风险极小, 风险回报比较高, 建议积极进行网上申购。

张英 分析师 SAC 执业编号: S1130210020002
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130210040007
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号: S1130208120260

图表1：上市银行经营绩效与零售数据对比

2009年	农业银行	建设银行	工商银行	中国银行	招商银行	中信银行	民生银行	浦发银行	兴业银行	光大银行	深发展	北京银行
净利润(百万)	65,012	106,836	128,599	80,819	18,235	14,320	12,108	13,232	13,282	7,644	5,031	5,631
员工人数(人)	441,144	301,537	389,827	262,566	40,340	24,180	26,039	21,877	22,004	19,217	9,887	5,681
员工工资(百万)	55,765	51,138	60,490	45,474	12,686	8,921	9,144	8,073	5,185	5,401	3,348	1,243
人均利润(元)	147,371	354,305	329,887	307,805	452,033	592,225	464,995	604,836	603,618	397,773	508,850	991,199
人均工资(元/人)	126,410	169,591	155,171	173,191	314,477	368,941	351,166	369,018	235,639	281,053	338,626	218,800
网点(个)	23,624	13,392	16,394	10,961	738	616	434	565	503	482	302	168
日均利润(百万/个)	3	8	8	7	25	23	28	23	26	16	17	34
ATM数量(台)	41,011	36,021	34,089	18,061	n.a.	3,514	n.a.	4,298	3,519	3,566	n.a.	n.a.
其他自助终端	13,677	8,128	8,726	11,722		983		2,607	743	254		
零售客户数(万)	32,000	n.a.	21,600	n.a.	4,223	1,768	1,816	1,516	n.a.	2,745	1,258	n.a.
企业客户数(万)	260	n.a.	361	n.a.	n.a.	n.a.	14	52	17	23	n.a.	n.a.
借记卡												
数量(万张)	34,747	25,200	23,709	14,310	5,337	n.a.	2,281	1,867	1,383	2,232	n.a.	622
消费额(亿元)	12,920	7,907	10,489	n.a.	4,692	n.a.	n.a.	517	n.a.	n.a.	n.a.	90
卡均消费额(元)	3,718	3,138	4,424	n.a.	8,791	n.a.	n.a.	2,769	n.a.	n.a.	n.a.	1,447
贷记卡												
数量(万张)	1,795	2,424	5,201	2,247	3,073	934	763	373	572	640	364	25
消费额(亿元)	1,187	2,928	4,490	n.a.	3,008	788	1,024	325	460	523	n.a.	n.a.
卡均消费额(元)	6,613	12,078	8,633	n.a.	9,788	8,444	13,427	8,713	8,036	8,173	n.a.	n.a.
透支余额(百万)	14,100	39,547	36,876	31,336	40,314	13,918	14,266	6,485	6,396	9,055	4,751	n.a.

来源：公司数据、国金证券研究所

内容目录

对公业务资质一般，零售业务发展较快.....	4
光大银行信贷结构与资产质量分析.....	11
盈利预测.....	15
估值定价.....	16
附录1：光大银行历史梳理.....	16
附录2：三张报表预测摘要.....	23

图表目录

图表1：上市银行经营绩效与零售数据对比.....	2
图表2：上市银行2009年各项收入增速对比.....	4
图表3：光大近三年银行手续费收入(单位：百万).....	5
图表4：2009年上市银行公告存贷款收益率与存贷差水平.....	5
图表5：2009年上市银行公告生息资产收益率、计息负债成本率与净息差.....	6
图表6：招行、浦发、光大存款结构与存款成本比较.....	6
图表7：招行、浦发、光大存款结构与存款成本比较.....	7
图表8：上市银行2010年ROA及RORWA.....	7
图表9：2009年上市银行成本收入比(不含营业税)与净息差水平.....	8
图表10：上市银行2007-2009三年总资产复合增长率.....	9

图表 11：上市银行分部业务利润结构	9
图表 12：上市银行 2009 年生息资产结构	10
图表 13：上市银行 2009 年计息负债结构	11
图表 14：上市银行 2009 年房地产相关贷款占总贷款的比重	12
图表 15：上市银行 2009 年制造业、商贸、及公用事业贷款比重	12
图表 16：2009 年光大贷款金额分布（单位：百万）	13
图表 17：上市银行 2009 年贷款结构	13
图表 18：上市银行 2009 不良贷款结构	14
图表 19：上市银行 2009 年拨备覆盖率与信贷成本/总贷款	14
图表 20：光大银行与光大集团及其附属公司关联交易（单位：千）	15
图表 21：光大盈利预测表	16
图表 22：上市银行估值水平	17
图表 23：PB、ROE 公式	17
图表 24：三阶段 DDM 估值法	18
图表 25：PB、合理价格对 COE 和 g 的敏感性分析	19
图表 26：光大集团重组前的股权结构	20
图表 27：光大银行的股本变迁	21
图表 28：光大银行（IPO）前股权关系	22
图表 29：出售的不良贷款构成（单位：亿）	22

经营状况分析

对公业务资质一般，零售业务发展较快

■ 中间业务为公司亮点

- 从 2008 年-2009 年 两年的复合增速来看，公司的净利息收入增长、净利润增长都属于一般，但佣金及手续费收入两年复合增长 63%，远超同等规模的兴业、浦发，仅次于南京、宁波。从佣金及手续费收入占比来看，在股份制银行中仅次于招行，也属于较好水平。

图表2：上市银行 2009 年各项收入增速对比

	净利息收入	佣金及手续费收入	营业费用	拨备	税前利润	净利润	佣金及手续费收入占比
招商银行	9.1%	11.4%	26.8%	-5.2%	3.1%	9.4%	15.5%
中国银行	2.0%	29.4%	3.6%	34.8%	11.1%	19.9%	21.0%
交通银行	11.3%	25.9%	13.5%	20.9%	11.0%	21.1%	14.2%
农业银行	7.4%	24.5%	26.3%	14.6%	-2.8%	21.8%	16.0%
光大银行	5.0%	62.9%	22.3%	-20.1%	12.2%	23.8%	13.0%
宁波银行	31.3%	62.4%	45.3%	106.4%	21.5%	23.8%	10.8%
兴业银行	14.2%	43.3%	19.7%	-42.9%	25.2%	24.0%	9.9%
建设银行	4.8%	23.9%	5.6%	-3.9%	17.3%	24.3%	17.9%
工商银行	4.6%	26.6%	7.7%	-21.2%	20.5%	25.8%	17.8%
北京银行	23.3%	48.1%	28.0%	7.3%	24.4%	29.7%	5.5%
南京银行	27.2%	123.3%	40.6%	35.6%	32.4%	30.3%	9.1%
中信银行	17.3%	42.4%	29.5%	-6.4%	21.1%	31.4%	10.3%
华夏银行	7.5%	50.7%	15.5%	-2.4%	12.4%	33.8%	6.0%
深发展	16.3%	50.6%	22.5%	-12.4%	28.1%	37.8%	7.8%
民生银行	19.5%	39.7%	23.1%	54.0%	30.4%	38.3%	11.2%
浦发银行	17.8%	39.8%	17.8%	-4.4%	26.9%	55.2%	6.0%
SUM	7.0%	27.0%	12.5%	1.1%	14.0%	24.0%	16.3%

来源：公司数据、国金证券研究所

- 从 2008 年-2009 年 两年的复合增速最快的中间业务收入是银行卡手续费、其次是理财服务手续费，复合增长率分别是 130.5%、89.6%。2009 年这两块中间业务收入占到手续费收入的 40%。
- 银行卡手续费收入快速增长的主要原因是：1) 借记卡消费额和自助设备交易额大幅增加；2) 信用卡发卡量快速增长，推动信用卡消费额快速增加。2008、2009 年信用卡手续费收入增速达到 155.6% 和 158.4%。
- 理财服务手续费大幅增长得益于大力发展理财业务：近几年，借助比较好的集团金融平台资源，光大的理财产品创新一直处于较为活跃状态：截至 2009 年底，理财产品累计发行金额已经达到约 6351 亿元。
- 佣金及手续费收入连续 2 年下降，主要是因为公司自 2008 年起压缩调整了与政策性银行的联合贷款业务，因此向政策性银行支付贷款手续费支出持续减少。

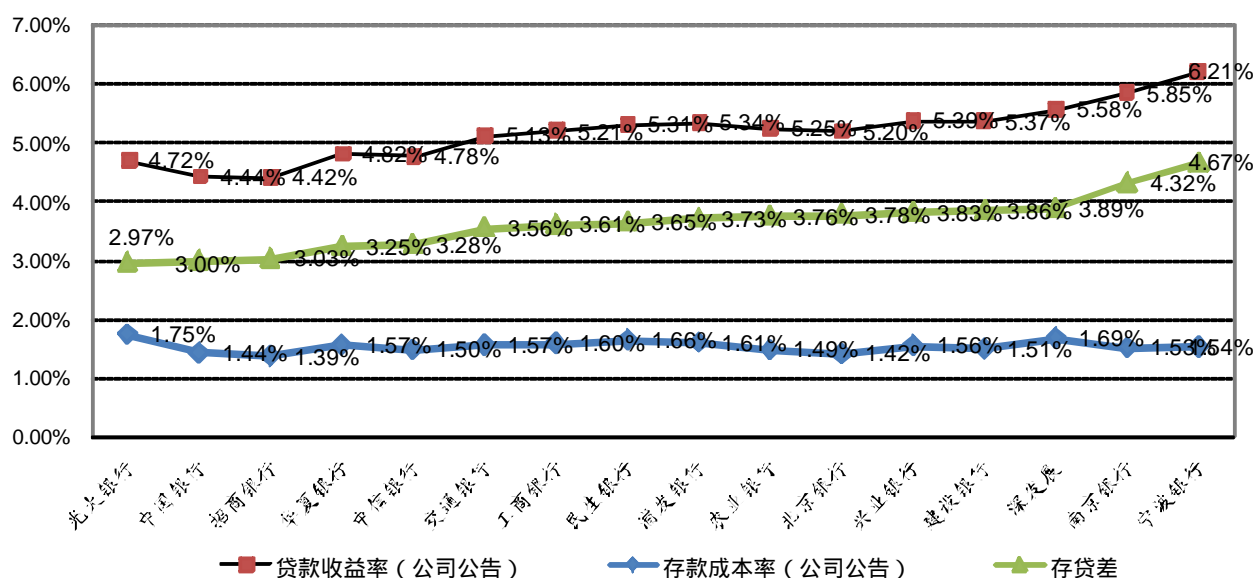
图表3：光大近三年银行手续费收入（单位：百万）

	2007	2008	2009	复合增长
承销及咨询手续费	311	595	707	50.8%
理财服务手续费	188	425	676	89.6%
银行卡手续费	115	265	611	130.5%
代理业务手续费	501	520	499	-0.2%
结算与清算手续费	208	313	404	39.4%
承兑及担保手续费	230	303	380	28.5%
其他	124	186	256	43.7%
手续费及佣金收入	1678	2607	3533	45.1%
手续费及佣金支出	-488	-433	-376	-12.2%
手续费及佣金净收入	1190	2174	3157	62.9%

来源：公司数据、国金证券研究所

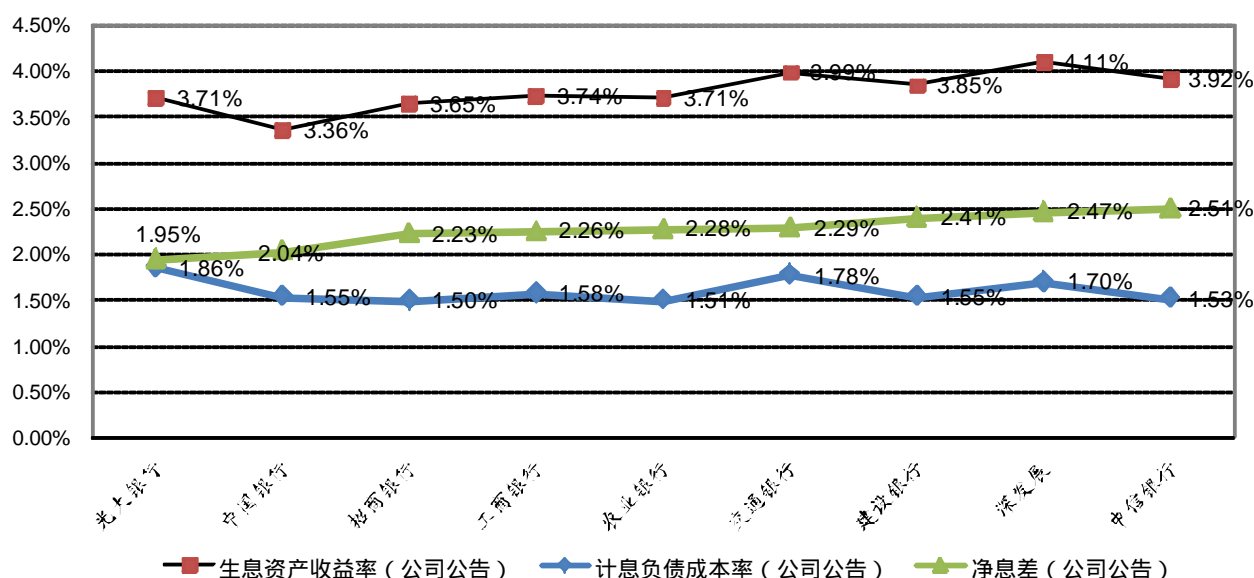
- 2009 年底公司借记卡发卡 2232 万张，超过了浦发与兴业，与民生基本相当；贷记卡发卡量 640 万张，消费额 523 亿，卡均消费额 8173 元，发卡量也是超过浦发+兴业，略低于民生，但卡均消费额与工行、中信、浦发、兴业相似，低于民生与浦发。
- 其他非息收入**：2009 年公司交易类债券占债券的 7.3%，仅次于南京的 19.1%和北京的 9.3%。因此虽然公司债券资产占生息资产比重较低，但债券交易价差+债券公允价值变动也会对公司利润产生较为重要的影响，2007 年、2009 年，公司非息收入占总营业收入的 5%、6%。
- 息差低是光大的一大弱项**
 - 2009 年光大银行的存贷差、净息差均处于上市银行低端。公司的一大问题是存款成本较高，2009 年公司存款成本率 1.75%，为上市银行中最高；而公司贷款业务能力并不是很高，因此与政策性银行有较多合作贷款，政策性银行提供保证担保，因此贷款风险及收益水平均较低。综合下来导致光大最低的存贷差与净息差。

图表4：2009 年上市银行公告存贷款收益率与存贷差水平



来源：公司数据、国金证券研究所

图表5：2009年上市银行公告生息资产收益率、计息负债成本率与净息差



来源：公司数据、国金证券研究所

- 存款成本的原因主要是：1) 活期存款占比低，2009年光大日均活期存款占比41.5%，低于浦发的47.7%，招行的50.7%；2) 高利率的结构性存款拉高整体存款成本，2009年考虑结构性存款后的存款成本与不考虑结构存款的成本相差9BP，否则光大的存款成本1.66%，低于深发展，与民生一样。

图表6：招行、浦发、光大存款结构与存款成本比较

日均额结构	招行			浦发			光大		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
企业定期存款	27.9%	29.6%	30.9%	34.5%	37.6%	38.4%	42.5%	41.2%	45.7%
企业活期存款	36.0%	34.9%	30.9%	48.3%	45.0%	42.6%	38.9%	40.3%	36.6%
储蓄定期存款	16.1%	16.3%	18.5%	11.2%	11.5%	13.9%	9.3%	9.3%	11.1%
储蓄活期存款	20.1%	19.3%	19.8%	6.0%	6.0%	5.1%	4.9%	5.1%	4.9%
定期存款占比	44.0%	45.9%	49.4%	45.7%	49.1%	52.3%	51.8%	50.5%	56.8%
活期存款占比	56.0%	54.1%	50.6%	54.3%	50.9%	47.7%	43.7%	45.3%	41.5%
企业定期平均利率	2.70%	3.33%	2.15%	2.83%	3.60%	2.70%	2.88%	3.58%	2.50%
企业活期平均利率	1.01%	0.97%	0.62%	0.81%	0.78%	0.54%	1.00%	0.99%	0.63%
储蓄定期平均利率	2.49%	3.57%	2.61%	2.03%	3.18%	2.35%	2.38%	3.25%	2.42%
储蓄活期平均利率	0.80%	0.65%	0.51%	0.76%	0.62%	0.37%	0.77%	0.65%	0.36%
定期存款平均利率	2.62%	3.42%	2.32%	2.63%	3.50%	2.61%	2.79%	3.52%	2.48%
活期平均存款利率	0.93%	0.86%	0.58%	0.80%	0.76%	0.52%	0.97%	0.95%	0.60%
平均存款利率	1.68%	2.03%	1.44%	1.64%	2.11%	1.61%	1.96%	2.31%	1.69%
结构性存款日均额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.49%	4.16%	1.66%
结构性存款平均利率							2.13%	3.32%	4.98%
整体存款利率	1.68%	2.03%	1.44%	1.64%	2.11%	1.61%	1.97%	2.35%	1.75%

来源：公司数据、国金证券研究所

- 公司贷款收益率也不高，仅高于招商银行。公司贷款收益率与票据贴现收益率的排名均不佳，只有零售贷款收益率相对较好，但也不突出。从贷款收益率来看，公司的对公贷款业务能力与资金业务运作能力也属于一般水平。

图表7：招行、浦发、光大存款结构与存款成本比较

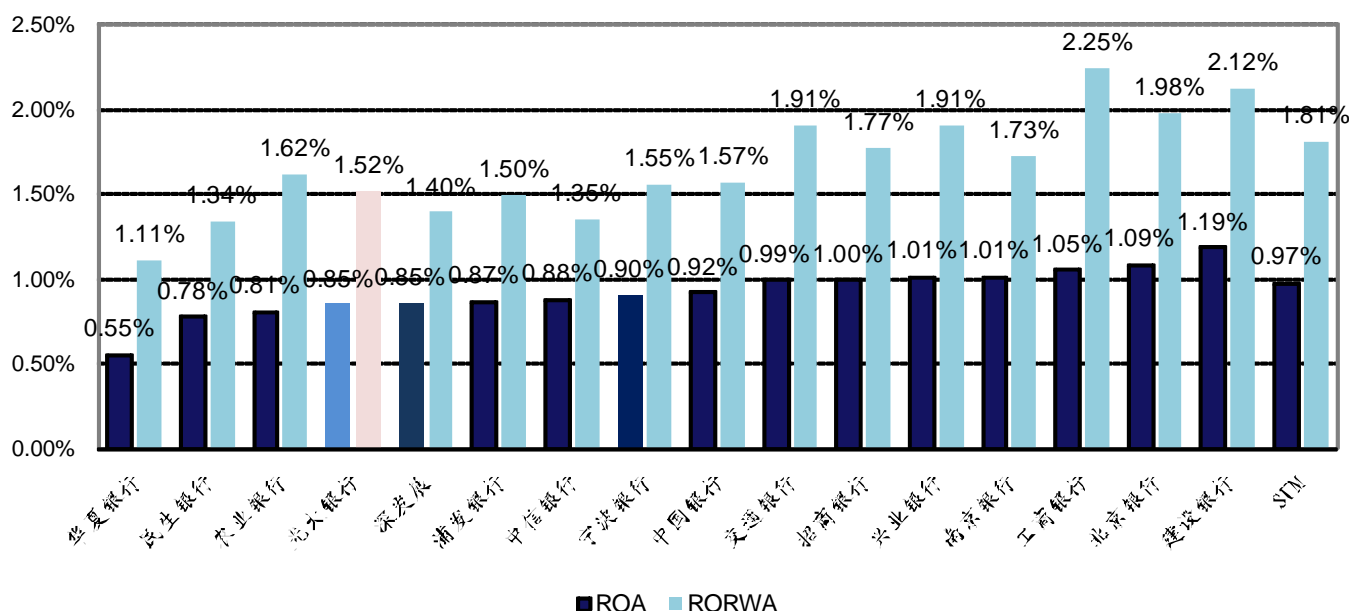
	整体贷款收益率			公司贷款收益率			零售贷款收益率			票据贴现收益率		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
建设银行	6.31%	7.16%	5.37%	6.59%	7.35%	5.87%	6.05%	7.04%	4.98%	3.66%	6.38%	2.11%
交通银行	6.34%	7.09%	5.13%	6.39%	7.12%	5.42%	6.29%	7.27%	5.71%	5.71%	5.71%	2.17%
招商银行	5.80%	6.76%	4.42%	6.17%	6.85%	5.19%	6.04%	7.05%	5.07%	4.30%	6.26%	2.21%
中信银行	6.11%	7.13%	4.78%	6.36%	7.10%	5.38%	6.09%	6.99%	5.20%	3.97%	7.66%	2.12%
光大银行	5.95%	6.88%	4.72%	6.06%	6.91%	5.30%	6.21%	7.09%	5.11%	4.15%	6.20%	2.01%
北京银行	6.08%	7.06%	5.20%	6.08%	7.10%	5.54%	5.67%	6.90%	4.84%	4.36%	6.31%	1.91%

来源：公司数据、国金证券研究所

■ 息差虽然最低，但盈利能力并非最低

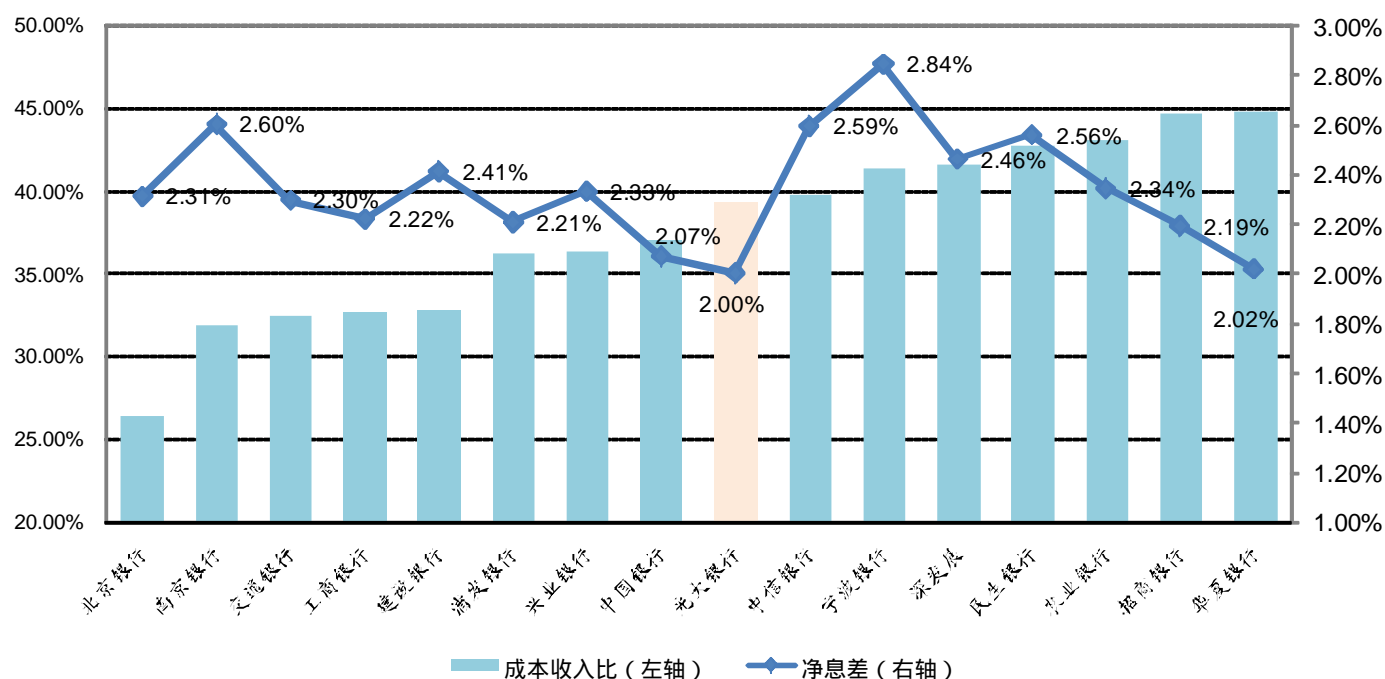
- 一个重要原因是公司成本收入比在股份制银行中处于较低水平。光大银行 2010 年预计的 ROA 与 RORWA 水平处于上市银行中偏低水平，与民生和农行相近，但显著高于华夏。分项目来看，光大的息差较低、成本收入属于中等水平。

图表8：上市银行 2010 年 ROA 及 RORWA



来源：公司数据、国金证券研究所

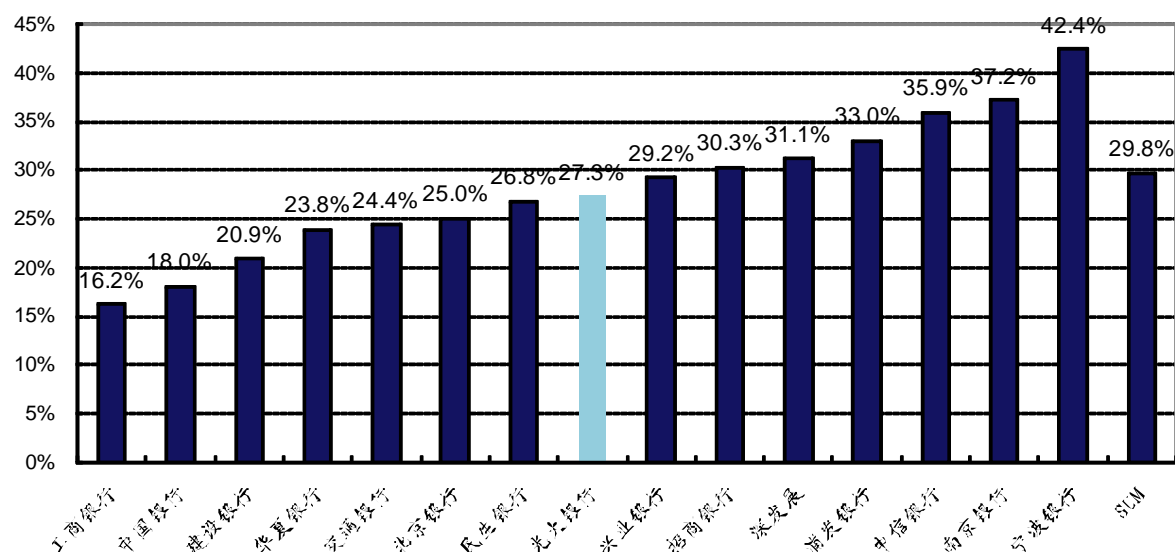
图表9：2009 年上市银行成本收入比（不含营业税）与净息差水平



来源：公司数据、国金证券研究所

- 由于 2009 光大的利润水平较低，因此人均网均效率比较一般，但仍然超过了大型银行（包括交行）与华夏银行。
- 2009 年光大人均工资 28.11 万，处于股份制银行中较低水平，仅显著高于兴业（兴业由于 08 年员工近乎翻倍，所以拉低了整体的人均水平），基本与华夏银行相近。员工福利缺乏竞争力可能导致其业务水平整体偏弱。
- 近三年规模增长并不慢，但近三年盈利增长主要靠对公业务
 - 光大银行是目前国内第六大股份制银行。2007 年至 2009 年，光大总资产年复合增长率为 27.3%，净利润年复合增长率为 23.2%。2007 年进行财务重组前，因光大的资本充足率及核心资本充足率低于监管要求，光大增设分支机构、开办新业务受到限制，2007 汇金注资、2009 年增发后，2009 年底光大资本充足率提升到 10.4%。从资产规模的复合增速看，近三年光大的资产复合增速位居中等，并不算慢。
 - 2009 年底，光大在国内共有 483 家分支机构（含总行），拥有 638 处物业，向第三方租赁了 907 处物业。

图表10：上市银行2007-2009三年总资产复合增长率



来源：公司数据、国金证券研究所

- 虽然零售贷款近2年复合增长率达到45.5%，但近年来利润增长主要由对公业务贡献，零售业务近2年利润是下降的。原因是零售业务成本收入比高达60%以上，而08年的降息以及利率打7折抵消了贷款增长对净利息收入的正面作用，同时拨备大幅上升。所以公司零售业务税前利润由2007年的11.2亿下降到2009年的5.58亿。

图表11：上市银行分部业务利润结构

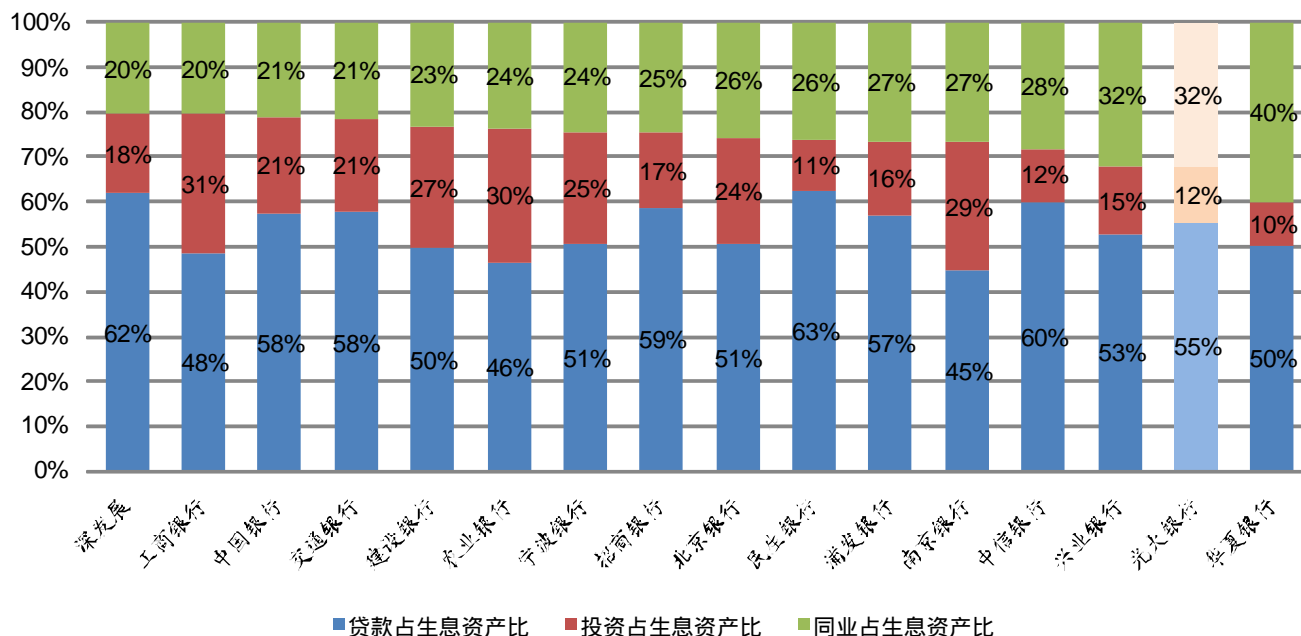
	公司业务			个人业务			资金业务		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
净利息收入	13,797	17,376	15,819	2,912	3,606	3,611	1,064	1,354	171
非利息收入	677	1,368	1,879	695	970	1,495	718	(8)	1,247
手续费收入	509	1,251	1,671	676	906	1,444	5	18	42
股息费收入							220	201	753
净投资收入							519	(322)	278
净外汇交易收入	182	83	204	(8)	34	27	(26)	95	174
其他收入	(14)	34	4	27	30	24	0	0	0
营业收入	14,474	18,744	17,698	3,607	4,576	5,106	1,782	1,346	1,418
管理支出	(4,070)	(5,108)	(6,306)	(2,276)	(3,138)	(3,162)	(30)	(55)	(65)
折旧									
其他									
资产减值准备	(3,481)	(5,192)	(1,044)	(210)	(899)	(1,386)		(196)	70
营业支出	(7,551)	(10,300)	(7,350)	(2,486)	(4,037)	(4,548)	(30)	(251)	5
税前收入	6,923	8,444	10,348	1,121	539	558	1,752	1,095	1,423
资产总额	425,962	503,022	784,545	92,284	137,505	195,147	217,265	209,185	216,048
负债总额	573,326	648,272	921,982	97,910	137,931	172,823	43,197	32,399	53,575
成本收入比	28.12%	27.25%	35.63%	63.10%	68.58%	61.93%	1.68%	4.09%	4.58%
税前利润/资产	1.63%	1.82%	1.32%		0.47%	0.29%		0.51%	0.66%
税前利润/营业收入	47.83%	45.05%	58.47%	31.08%	11.78%	10.93%	98.32%	81.35%	100.35%
资产减值损失/资产	1.05%	1.52%	0.23%						

来源：公司数据、国金证券研究所

■ 资产负债结构：同业资产与负债的占比较高

- 公司依赖同业市场较高，资产负债结构与兴业较为相近。资产端同业占比约 30%，而负债端同业占负债来源比重约 24%，这决定了公司对银行间市场的流动性依赖较深，宽松的+收益率高的银行间同业市场对公司最有利，紧缩的市场流动性将对公司流动性产生压力。
- 光大银行的同业占比高达 32%，在上市银行中仅次于华夏银行的 40%，与兴业银行持平。相应地，公司的债权投资占比仅为 12%，仅高于华夏银行的 10%，与中信银行持平。

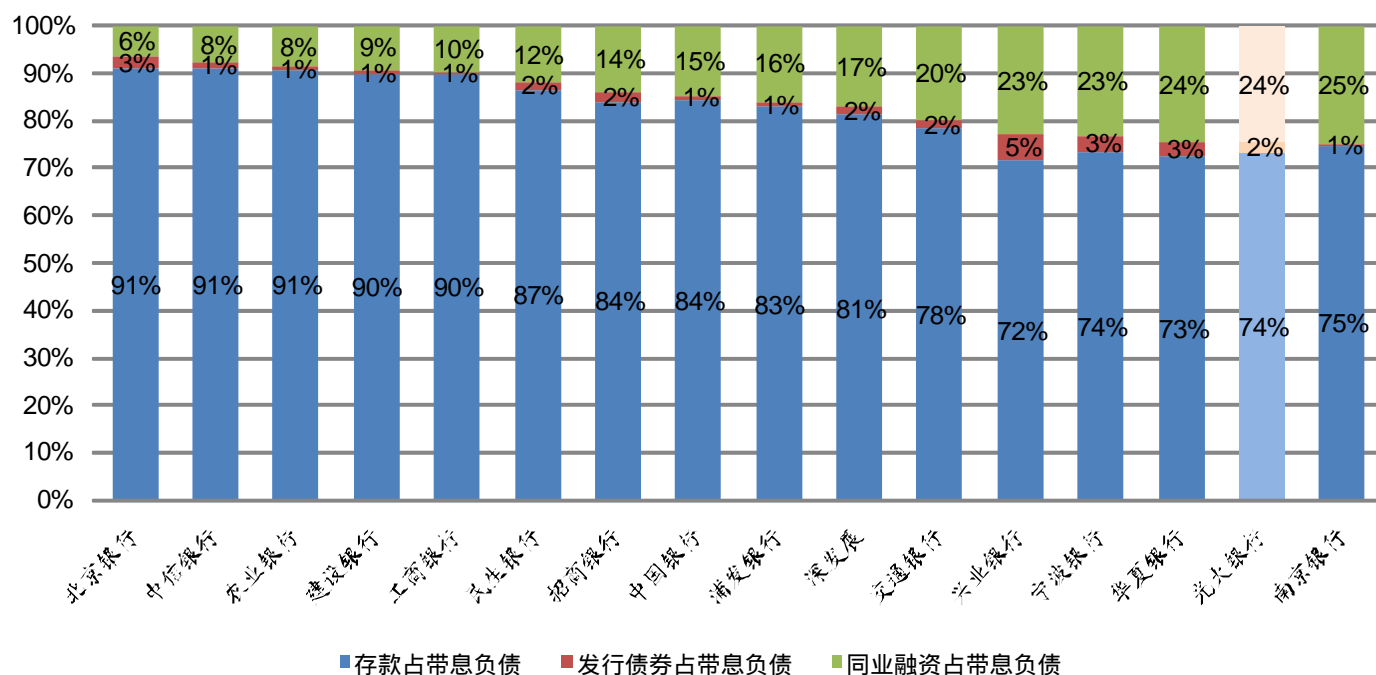
图表12：上市银行 2009 年生息资产结构



来源：公司数据、国金证券研究所

- 光大银行的同业负债占比 24%，在上市银行中仅次于南京银行，与兴业银、宁波相似，而中信银行的同业负债占比仅 8%。

图表13：上市银行 2009 年计息负债结构



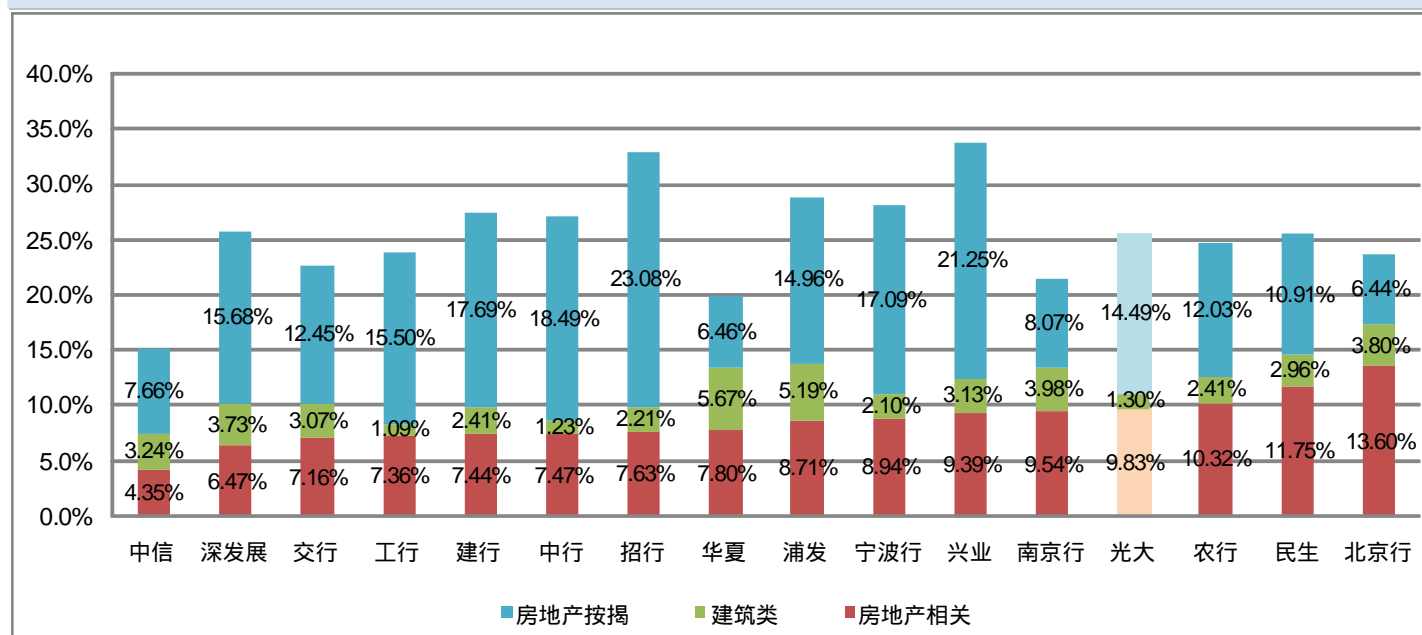
来源：公司数据、国金证券研究所

光大银行信贷结构与资产质量分析

■ 信贷：对公业务表现平平，零售业务有些特色

- 从贷款结构的特点来看，房地产相关贷款、商贸类贷款、水电煤交运等公用事业贷款占比较高，制造业贷款占比较低。其中房地产相关、商贸类贷款 09 年增加较快：1) 2009 年房地产相关贷款从年初的 317 亿增加到 638 亿，公司披露主要为土地储备、园区贷款和经营性物业抵押贷款；2) 2009 年商贸+零售贷款从年初的 520 亿增加到 975 亿，其中商贸新增主要为公共管理类贷款，批发零售新增主要为钢铁批发和零售；3) 与其他银行不同的是，光大 2009 年底的水、电等公用事业贷款比年初下降了约 1/3。
- 光大较为有特色的业务是放在零售贷款项目下的工程机械贷款：公司披露，“截至 2009 年、2008 年和 2007 年 12 月 31 日，本行工程机械贷款余额分别为 264.81 亿元、187.48 亿元和 118.64 亿元，2009 年和 2008 年同比增长分别为 41.2%和 58.0%。本行与国内外著名工程机械设备制造商和经销商建立紧密联系，通过协议确立了制造商回购担保和经销商风险共担机制，并借助 GPS 等技术手段监控按揭设备的运营状况，督促借款人按期履约”。
- 2009 年底，光大银行的房地产相关贷款占比 9.8%，在上市银行中排第 4；按揭贷款占比 14.5%，在上市银行中排第 8。

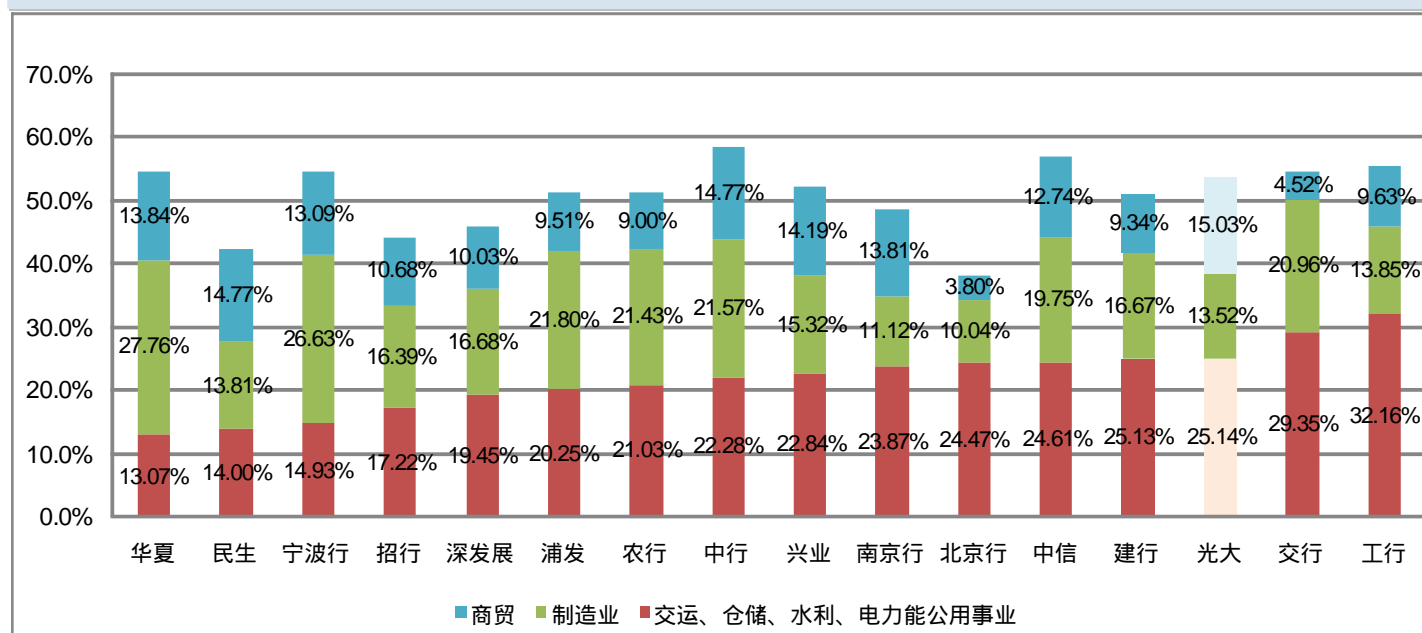
图表14：上市银行2009年房地产相关贷款占总贷款的比重



来源：公司数据、国金证券研究所

- 2009 年底，光大银行交运、仓储、水利、电力能公用事业贷款占比 25.1%，在上市银行中排第 3；商贸类贷款占比 15.0%，在上市银行中排第 3。而制造业贷款占比 13.5%，在上市银行中排第 14，属于较低水平。

图表15：上市银行2009年制造业、商贸、及公用事业贷款比重



来源：公司数据、国金证券研究所

- 从贷款分类来看，光大的“小企业”贷款占比较低，仅 0.9%不到。严格按央行和银监会的标准界定，“小企业”是指“有抵押的贷款金额在 1000 万以下，无抵押的贷款金额在 500 万以下，企业资产 3000 万以下，销售额在 500 万以下”。

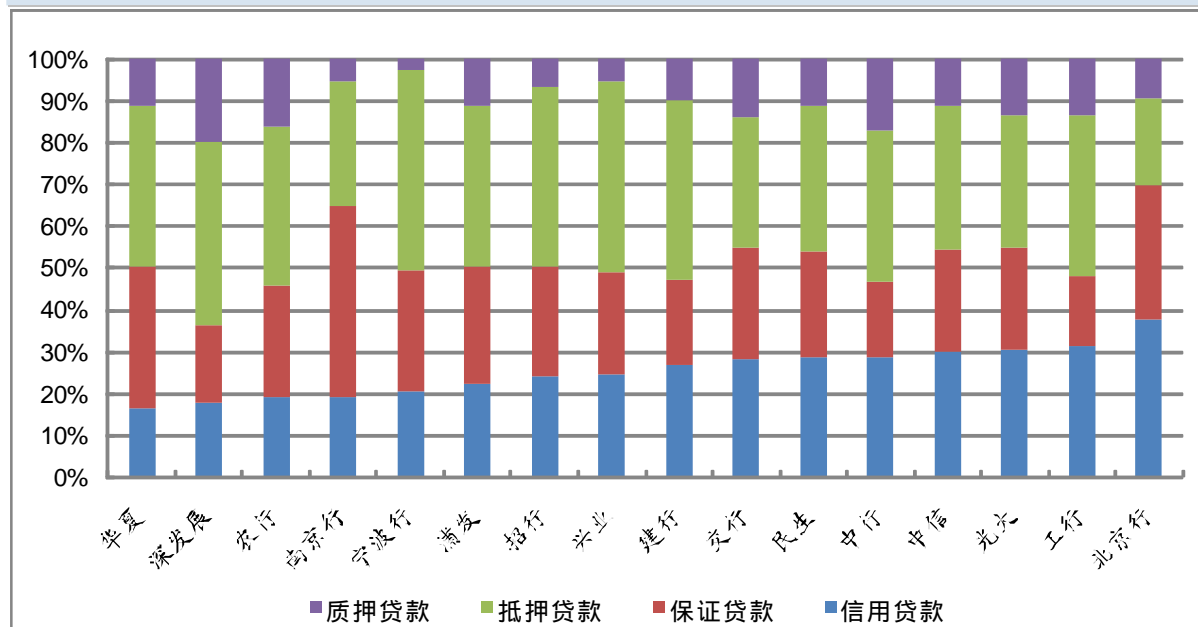
图表16：2009 年光大贷款金额分布（单位：百万）

	金额	占比(%)
1千万以下	4,056	0.9
1千万（含）至5千万	39,027	8.4
5千万（含）至1亿	35,482	7.7
1亿（含）以上	382,889	83
公司贷款总额	461,454	100

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 2009 年光大信用类 30.4%，处于上市银行较高水平。公司称，信用贷款占比由 2007 年的 24.6%提升至 2009 年的 30.4%，主要原因是公司调整客户结构调整，加大优质客户的信用贷款。
- 光大保证贷款占比由 2007 年的 42.3%下降至 2009 年的 24.4%，主要原因是光大 2006 年开始与政策性银行合作开发基建项目贷款，该类贷款由政策性银行向本行提供保证担保，贷款风险及收益水平均较低，而随着资本实力增强，光大逐渐降低了与政策性银行合作规模。

图表17：上市银行 2009 年贷款结构

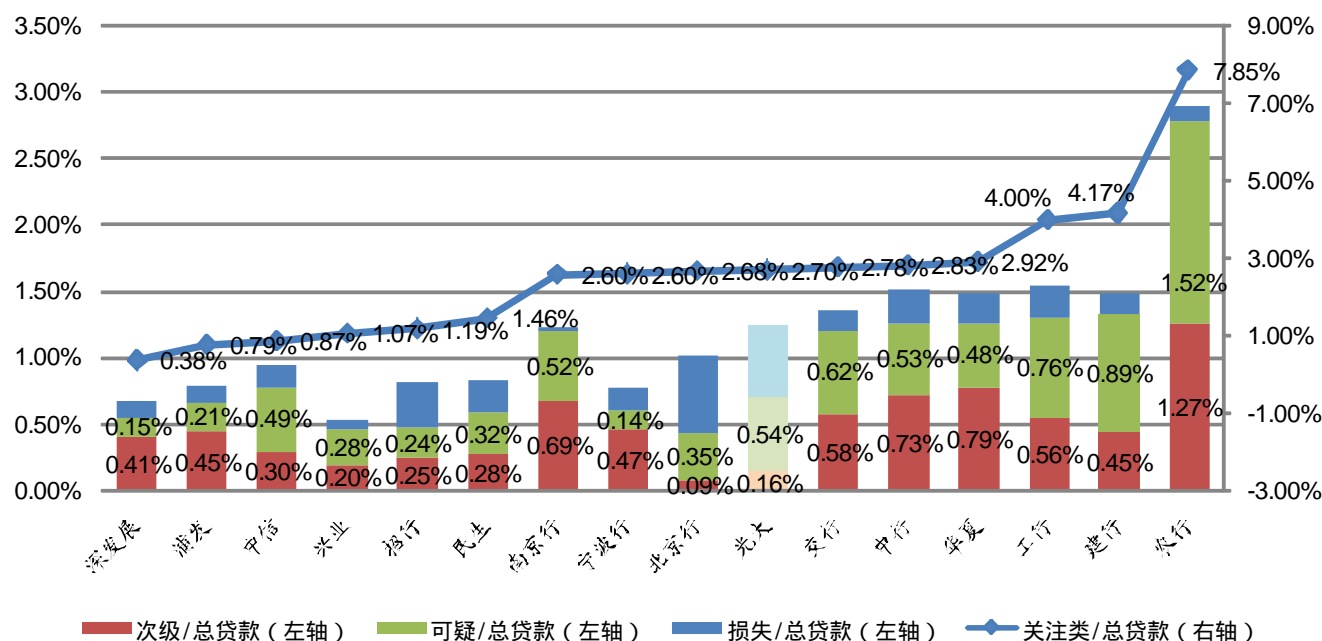


来源：公司数据、国金证券研究所

■ 资产质量

- 经过不良剥离及与母公司的债务重组后，目前公司的不良率、不良贷款结构、以及关注类贷款占比均处于较低水平，虽然仍然高于大部分其他股份制银行，但要远好于刚上市的农行。

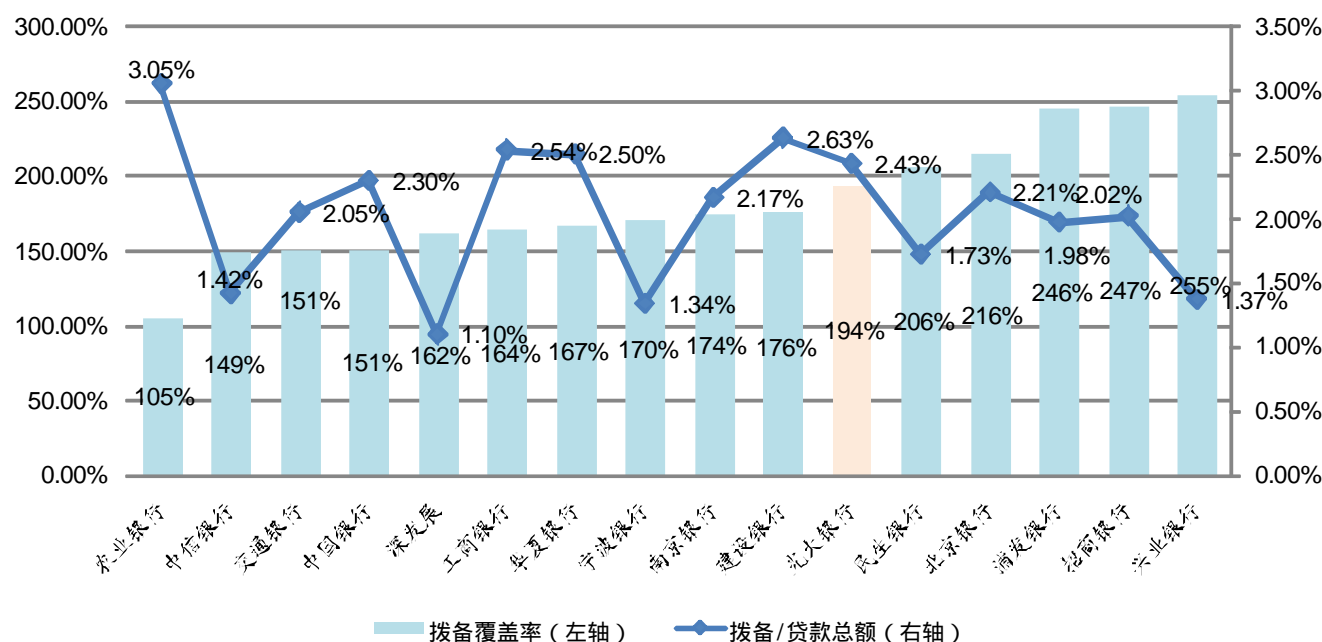
图表18：上市银行2009不良贷款结构



来源：公司数据、国金证券研究所

- 拨备覆盖率也处于较高水平。

图表19：上市银行2009年拨备覆盖率与信贷成本/总贷款



来源：公司数据、国金证券研究所

- 关联贷款已经处理得较为干净，光大银行也没从光大集团及附属公司拿到关联存款。2007 年重组后，光大集团及附属公司在光大银行的贷款就已经下降至 3.2 亿，至 2009 年已经下降至 0。同业地，光大集团及附属公司给光大银行的存款非常少，到 2009 年存款仅为 5607 万。

图表20：光大银行与光大集团及其附属公司关联交易（单位：千）

	截至2009年12月31日		截至2008年12月31日		截至2007年12月31日	
	光大集团总公司	中国光大集团同母系附属公司	光大集团总公司	中国光大集团同母系附属公司	光大集团总公司	中国光大集团同母系附属公司
发放贷款和垫款净额	-	-	250,000	335,000	-	324,269
应收利息	-	-	385	-	-	703
同业及其他金融机构存放款	-	13,812,776	-	5,894,824	-	7,507,447
吸收存款	56,066	2,608,306	58,199	199,218	98,260	300,095
应付利息	5	3,703	73	6,273	-	5,281

注：中国光大集团同母系的附属公司包括光大国际、光大证券、光大保险、光大保德信、光大会展中心、光大投资、光大置业等全部光大系下属公司

来源：公司数据、国金证券研究所

盈利预测与估值定价

盈利预测

■ 假设

- **规模**：假设 2010-2012 年，贷款同比增长 20.0%/17.0%/17.0%，生息资产同比增长 20.9%/16.5%/16.5%，三年的贷款/生息资产复合增长 18.0%/16.9%。2010-2012 年，贷款占生息资产的比重为 55.6%/55.8%/56.0%。
- **息差**：假设 2010-2012 年净息差为 2.17%/2.20%/2.22%（期初期末平均，不考虑加息）；
- **手续费**：假设 2010-2012 年手续费净收入增速为 45.5%/33.6%/23.7%，净手续费收入占营业收入比从 09 年的 13.0%升至 2012 年的 15.9%；
- **成本收入比**：假设 2010-2012 年成本收入比（不含营业税）为 36.5%/36.0%/36.0%，2012 年成本收入比比 2009 年下降 340BP（光大 2007、2008 年成本收入比为 32.0%、33.9%，远低于 2009 年）。
- **信贷成本**：假设 2010-2012 年不良率为 1.08%/1.25%/1.30%，不良率上升主要是出于对行业的谨慎考虑；假设 2010-2012 年信贷成本为 0.42%/0.48%/0.49%，相应的拨备覆盖率为 223%/201%/200%，拨备覆盖率维持在较高水平。
- **所得税率**：假设 2010-2012 年的有效税率为 24.0%/24.4%/24.7%左右，公司债券投资占比仅 10%左右，债券收入税收减免较低。
- **分红率**：公司 2007-2009 年分红率分别是 23.5%、29.6%、15.4%，2009 年底未分配利润为 15.96 亿，公司不针对 2009 年底未分配利润与 2010 年上半年利润对老股东分配。
- **融资**：假设全额行使超额配售，融资 70 亿股，发行价 3 元，融资额 210 亿人民币。
- **在上述假设下**：我们预测 2010-2012 年农业银行净利润分别为 120.0 亿、144.0 亿、166.4 亿，同比增长分别为 57.0%、20.0%、17.3%。2010-2012EPS=0.30、0.36、0.42 元，2010-2012BVPS=1.96、2.23、2.54 元。2010-2012ROA=0.85%、0.88%、0.88%，2010-2012ROE=15.1%、16.0%、16.5%。

图表21：光大盈利预测表

YE 31 Dec (RMB 百万)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	31,106	43,104	37,424	49,898	59,331	69,196
利息支出	(13,333)	(20,769)	(17,822)	(22,080)	(25,894)	(30,045)
净利息收入	17,773	22,335	19,602	27,819	33,436	39,151
手续费及佣金净收入	1,190	2,174	3,157	4,592	6,137	7,589
其他非息收入	920	(39)	1,437	1,000	1,000	1,000
非利息净收入	2,110	2,135	4,594	5,592	7,137	8,589
营业收入	19,883	24,470	24,196	33,410	40,573	47,740
营业税金及附加	(1,466)	(1,960)	(1,810)	(2,386)	(2,815)	(3,302)
营业费用	(6,377)	(8,301)	(9,533)	(12,195)	(14,606)	(17,187)
营业支出	(7,843)	(10,261)	(11,343)	(14,581)	(17,421)	(20,488)
拨备前利润	12,040	14,209	12,853	18,830	23,152	27,252
拨备	(3,700)	(6,288)	(2,360)	(3,030)	(4,089)	(5,165)
税前利润	8,340	7,921	10,493	15,799	19,062	22,087
所得税	(3,350)	(608)	(2,849)	(3,796)	(4,659)	(5,451)
税率	40.17%	7.68%	27.15%	24.03%	24.44%	24.68%
少数股东权益				0	0	0
税后利润	4,990	7,313	7,644	12,003	14,403	16,636
净利润增长率		46.55%	4.53%	57.02%	20.00%	15.50%
ROE	20.21%	22.01%	15.89%	15.14%	15.99%	16.22%
ROA	0.68%	0.86%	0.64%	0.85%	0.88%	0.87%
Per share data	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本, 期末(mn)	28,217	28,217	33,435	40,435	40,435	40,435
每股拨备前利润	0.43	0.50	0.38	0.47	0.57	0.67
EPS(basic)	0.18	0.26	0.23	0.30	0.36	0.41
BVPS	0.87	1.18	1.44	1.96	2.23	2.54
Dividend	1,174	2,162	1,174	3,001	3,601	4,159
Dividend Ratio	23.53%	29.56%	15.36%	25.00%	25.00%	25.00%

来源：公司数据、国金证券研究所

估值定价

- 综合考虑相对估值与绝对估值方法，我们认为光大银行上市合理定价在 3.1-3.3 元左右，对应 1.6-1.7x10PB，10.4-11.1x10PE。由于光大并非大盘股，中签率较低，建议申购价在上市合理价格上留 10%的安全边际，因此建议申购价区间为 2.8-3.00 元。
- 假设光大此次发行全部行使超额配售，而其中 30 亿股为战略配售，剩余 40 亿股中，60%（24 亿股）网上发行，40%（16 亿股）网下发行。那么考虑到光大首日上市流通股仅 24 亿股，而其中 9 亿股又受到绿鞋机制保护，那么网上申购的投资者风险极小，风险回报比较高，建议积极进行网上申购。
- 相对估值
 - 目前可比公司的 10 年 PB 水平在 1.7x，光大银行资质较为一般，但也没有明显瑕疵，合理估值应在目前平均水平略偏下一点，但也不应该

有太大折价。因此认为上市后在 1.6-1.7x10PB 是合理的，对应价格区间为 3.14-3.33 元，对应发行后 10 年 10.6-11.2 倍 PE。

图表22：上市银行估值水平

国内银行估值水平														
	评级	股价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)		ROA(%)	
		29-Jul	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
工行	持有	4.3	0.41	0.47	10.63	9.15	2.45	2.71	1.76	1.59	16.57	17.40	1.14%	1.14%
建设	持有	5.0	0.49	0.56	10.08	8.81	2.76	3.12	1.79	1.58	17.79	17.99	1.19%	1.26%
农行	持有	2.8	0.26	0.32	10.75	8.85	1.66	1.94	1.68	1.44	15.61	16.28	0.82%	0.88%
中行	持有	3.6	0.35	0.40	10.31	8.93	2.29	2.55	1.56	1.40	15.15	15.71	0.92%	0.89%
交通	持有	6.6	0.65	0.78	10.05	8.46	4.10	4.77	1.60	1.37	15.91	16.24	0.99%	1.02%
招商	买入	14.5	1.08	1.32	13.46	10.97	6.18	7.24	2.35	2.01	17.45	18.29	1.00%	1.03%
中信	持有	6.0	0.45	0.55	13.39	10.94	3.00	3.36	1.99	1.78	14.89	16.30	0.88%	0.95%
浦发	买入	15.0	1.13	1.36	13.28	10.98	8.59	9.61	1.74	1.56	13.13	14.20	0.87%	0.87%
民生	买入	5.6	0.58	0.68	9.71	8.17	4.08	4.65	1.37	1.20	14.09	14.71	0.78%	0.77%
兴业	持有	26.9	2.62	3.12	10.26	8.63	15.14	17.73	1.78	1.52	17.33	17.59	1.01%	1.02%
光大		3.0	0.30	0.36	10.11	8.42	1.96	2.23	1.53	1.35	15.14	15.99	0.85%	0.88%
华夏	持有	12.3	0.88	0.99	14.02	12.37	8.01	8.80	1.54	1.40	10.97	11.30	0.50%	0.62%
深发展	持有	17.5	1.62	1.84	10.78	9.52	9.88	11.62	1.77	1.51	16.44	15.81	0.85%	0.82%
北京	买入	14.0	1.16	1.40	12.05	9.96	6.90	7.95	2.02	1.76	16.79	17.63	1.15%	1.13%
南京	持有	11.7	0.63	0.82	18.56	14.34	6.23	6.92	1.88	1.70	10.15	11.83	1.13%	1.15%
宁波	持有	12.5	0.76	0.89	16.35	14.05	4.58	5.38	2.72	2.32	16.66	16.51	0.90%	0.84%
大行平均					10.44	8.93			1.70	1.50	16.28	16.84	1.02%	1.04%
股份制平均					11.67	9.83			1.74	1.52	15.04	15.60	0.86%	0.89%
城商行平均					15.66	12.78			2.21	1.92	14.53	15.32	1.06%	1.04%
Average/Sum					12.11	10.16			1.82	1.59	15.25	15.86	0.94%	0.95%

来源：公司数据、国金证券研究所

■ 绝对估值

- 采用 PB 公式和三阶段 DDM 估值，采用 10.5%的贴现率、5%的永续增长率，得到的合理估值区间为 3.05-3.49 元，对应 1.56x10PB-1.78x10PB。打 9 折后申购区间为 2.79-3.15 元。
- 方法一：PB= (ROE-g) / (COE- g) 公式法。假设 COE 贴现率为 10.5%、ROE 去 2010-2011 两年的平均值 15.6%、永续增长率 g=4%，则按公式得到合理 PB=1.78x10PB，合理估值=3.49 元。

图表23：PB、ROE 公式

Method 2: PB Valuation	
COE	10.5%
ROE	15.6%
DPS Growth	4.0%
市净率倍数	1.78
CAMEL折算率	1.00
合理估值	3.49
隐含PE	11.75
隐含PB	1.78

来源：国金证券研究所

- 方法二：三阶段股利贴现模型。假设第一阶段是 2010-2012 年，第二阶段式 2012-2023。取贴现率=10.5%、永续增长率=4%，得到合理估值 3.05 元，对应 1.56x10PB。

图表24：三阶段 DDM 估值法
Method 1: 3 Stage DDM

Code: 601288
Date: 2008-9-8
Valutaion: 3 Stage DDM

	Phase I (2010- 2012)	Phase II (2012- 2023)	Phase III (since 2023)
NIM	2.20%	2.10%	2.00%
IBATA	92.78%	93.00%	94.00%
Loan/IBA	55.82%	51.00%	48.00%
Non-interest income/operating income	14.92%	20.00%	30.00%
Cost income ratio (ex. BT)	36.17%	34.00%	33.00%
PPOP ROAA	1.53%	1.61%	1.79%
Credit cost	0.48%	0.70%	0.80%
Tax rate	24.38%	17.00%	17.00%
ROAA	0.97%	1.06%	1.19%
Avg. Assets/Avg. Equity	18.24	14.00	12.00
ROAE	17.69%	14.86%	14.28%
Payout ratio	25.00%	40.00%	50.00%
DPS Growth	17.73%	8.92%	7.14%
Start avg.equity	1.70	2.6	6.1
Discounted value (Rmb,mn)	0.24	0.99	1.82
Fair value per share (Rmb)	3.05		
Implied PB	1.56		

	Inputs		
	1st Stage	2nd Stage	Terminal
ROAE	17.7%	14.9%	14.3%
Growth	17.7%	8.9%	4.0%
CoE	10.5%	10.5%	10.5%
Payout Ra	25.0%	40.0%	50.0%
No. of Yea	3	10	

来源：公司数据、国金证券研究所

图表25：PB、合理价格对 COE 和 g 的敏感性分析

PB multiple sensitivity		COE				
		9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
Terminal growth rate	5.1%	2.22x	1.96x	1.74x	1.57x	1.42x
	5.6%	2.42x	2.11x	1.86x	1.66x	1.50x
	6.1%	2.68x	2.30x	2.00x	1.77x	1.58x
	6.6%	3.04x	2.55x	2.18x	1.90x	1.68x
	7.1%	3.54x	2.88x	2.42x	2.07x	1.81x
	7.6%	4.32x	3.36x	2.73x	2.29x	1.97x
	8.1%	5.67x	4.09x	3.18x	2.59x	2.18x
	8.6%	8.58x	5.36x	3.87x	3.01x	2.46x
		9.1%	19.62x	8.11x	5.07x	3.66x

TP sensitivity		COE				
		9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%
Terminal growth rate	5.1%	4.35	3.84	3.42x	3.08x	2.79
	5.6%	4.75	4.13	3.65x	3.26x	2.93
	6.1%	5.26	4.51	3.93x	3.47x	3.10
	6.6%	5.96	4.99	4.28x	3.73x	3.30
	7.1%	6.95	5.65	4.74x	4.07x	3.55
	7.6%	8.47	6.58	5.35x	4.50x	3.87
	8.1%	11.11	8.01	6.23x	5.08x	4.27
	8.6%	16.82	10.50	7.59x	5.91x	4.82
		9.1%	38.47	15.89	9.93x	7.18x

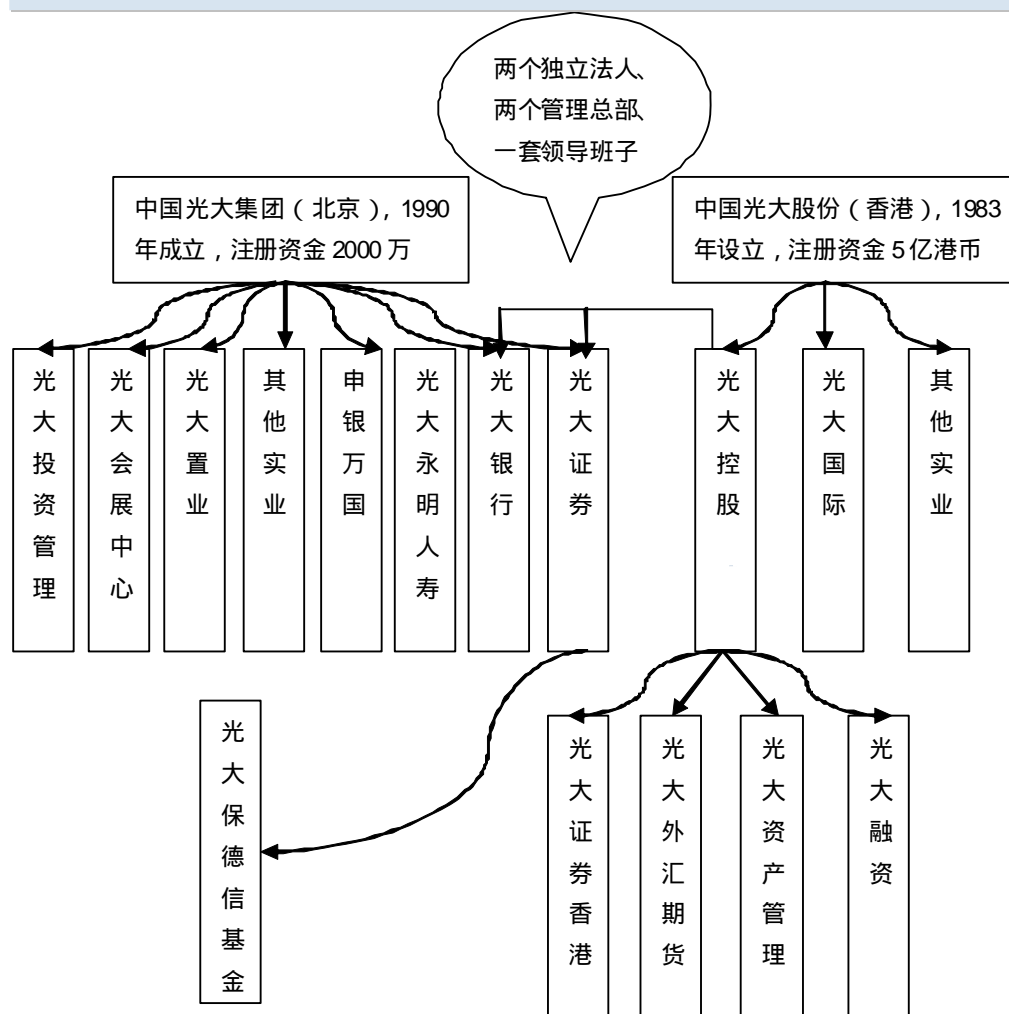
来源：国金证券研究所

附录1：光大银行历史梳理

■ 光大集团的历史与重组过程

- **光大集团起家于香港、发展于国内：**1) 光大集团 1983 年 5 月创办于香港，属于中央国有重点骨干企业，以贸易起家（这是光大香港股份的前身）；2) 1990 年原央行副行长邱晴上任之后，根据国务院精神开始向国内倾斜、向金融业倾斜，光大集团北京成立。最浓墨重彩的为 1991 年成立光大信托。
- **复杂的经历造就了光大集团错综复杂的股权关系与管理体制：**光大北京与光大香港是两个独立法人却是同一套领导班子，既有实业又有金融，集团两地涉及百余家公司股权。唐双宁对此说得很透彻：“光大集团在香港和内地是两个独立法人，但又是一套领导班子、两个管理总部；资金往来密切但财务上又没打通，不能真正并表；同一集团、相同岗位但又实行多种分配体系”。

图表26：光大集团重组前的股权结构



来源：招股说明书、国金证券研究所

- **光大集团的发展并不顺畅：**1）光大实业最初的业务范围包括引进国外二手设备、在香港进行股票交易，还可经营期货和金银交易。当时光大实业是唯一能进口国外二手设备的厂商，处于垄断地位。但光大实业的经营情况并不好，亏损主要来自股票交易（日本股票投资）和元朗彩管项目。总结问题，光大实业认为之前业务方向不明确、机构设置不合理，之后，光大实业做出两项决策，即经营方向向金融业倾斜以及在北京成立总部综合协调境内外全部机构；2）1990 年光大集团（北京）成立，原央行副行长邱晴上任。1991 年光大信托诞生，注册资本 44 亿，随即发展失控，1994 年光大信托净资产降至 3.76 亿元，负债则攀升到 134 亿元；3）1996 年，集团又一领导人上任，进行了一系列的并购活动，然而激进的并购缺乏稳健的立场和必要的风险控制意识，不久之后亚洲金融危机的爆发，光大集团面临巨额投资损失。
- 2005 年，光大集团整体上亏损，仅光大北京总部的净资产就达到-100 亿元。光大银行也为集团关联贷款与关联担保之累，不良资产居高不下，资本充足率严重不足，核心净资产为负值，光大控股对光大银行的投资被减值到零。从 2004 年起光大银行连续 3 年无法披露年度报告和出示无保留审计报告。
- 2006 年底，国务院即批准了光大银行和光大集团注资重组的初步方案。方案为分拆光大金融资产与实业资产，成立光大金融控股集团整合金融资产，汇金针对光大金融资产的注资规模在 200 亿元左右；成

立光大实业公司整合实业资产，建银投资针对实业投资注资 50 亿元，并将上世纪 90 年代末央行对光大的近 90 亿元再贷款转为股本。

- 2007 年 11 月 30 日，光大实业集团公司正式挂牌成立，该实业集团由建银投资出资 50 亿元与光大集团合资设立，国内实业资产整合最早实施。但光大金融控股集团至少尚未挂牌成立，汇金的 200 亿注资直接注入光大银行。光大集团香港的业务也尚未进行整合。
- 光大银行的不良根源与处置过程
 - 光大银行的坏账包袱来源于与集团的关联交易，以及收购中国投资银行：1) 光大银行为光大集团及子公司提供的关联贷款及担保，主要源于光大信托（2002 年因严重资不抵债被关闭，债务由集团承担）、以及光大集团在内地和香港大量投资房地产和实业项目的亏损；2) 1999 年为了快速扩张，光大银行从国开行手里按账面净资产接手中国投资银行，截至当时，投资银行资产 654.29 亿元（与光大自身资产相当），其中贷款 335.3 亿元、应收账款 37.23 亿元（主要是欠息）；所有者权益账面余额 29.60 亿元。收购后，光大对相关资产进行了清理核查，结果是按五级分类划分，原投行的不良资产总额 275.35 亿元，其中不良贷款 259.39 亿元；另外企业欠息 47.80 亿元。
 - 中国投资银行不良得到财政部的专项安排：1) 2000 年，财政部同意光大银行将原中国投资银行承办的世界银行贷款合共 8.53 亿美元（约 70.56 亿人民币）以及世行借款 5.86 亿（约 48.52 亿人民币）放在表外核算；2) 财政部同意光大银行在 2001 年至 2009 年期间，可以用为原中国投资银行不良资产提取的 144 亿元专项准备金核销原中国投资银行的呆账和处置原中国投资银行不良资产。两者涉及金额 263 亿元，差不多可以抵补元中国投资银行不良贷款。所以收购投资银行作为并非光大银行历史不良包袱的积重难返的根源，根源更多在与光大错综复杂的关联贷款与担保。
 - 经国务院批准，光大于 2007 年以来进行了一系列财务重组举措，主要包括：（1）汇金公司注资；（2）解除光大与光大集团总公司的历史关联交易；（3）出售不良资产。
 - 汇金注资等值于 200 亿元人民币的美元，按每股 1 元的价格购买光大新发行的 200 亿股普通股，入股后成为光大的控股股东，当时持股比例为 70.88%，IPO 前持股比例为 59.82%。

图表27：光大银行的股本变迁

时间	事件	注册资本
1992年 6月	光大集团总公司全资拥有，注册资本为	15亿
1997年1月	光大集团总公司协同131家股东共同作为发起人，将光大改制为股份制商业银行	28亿
1999年至2003	两次资本公积金转增股本和一次增资扩股	82.1689亿
2007年	汇金注资200亿	282.1689亿
2009年	向航天集团、宝钢集团、中电财务、中再保集团、申能集团、航天财务、上海城投控股和广东高速这8家境内投资者增发52.179亿股份，发行价格为2.20元	334.3479亿
2010年	融资61亿股（超额配售的话70亿股）	395.3479亿

来源：国金证券研究所

图表28：光大银行（IPO）前股权关系


（1）包括总行、31家一级分行、6家二级分行、445家支行和1家代表处（数据截至2009年12月31日）。

（2）参股公司为中国银联，控股公司为韶山光大村镇银行、光大金融租赁。

来源：招股说明书、国金证券研究所

- **光大与光大集团总公司、光大财务有限公司于 2007 年 7 月 20 日签署了《债权债务重组协议》，两者所涉金额在 30 亿人民币左右，根据协议：**1) 光大集团总公司归还关联贷款本金 18.59 亿元人民币和 0.32 亿美元，并解除光大为其债务提供的全部担保责任，光大除上述关联贷款的全部欠息，并解除光大集团总公司因上述关联贷款在光大设置的全部担保和质押；2) 光大财务归还光大拆借款本金 1.485 亿美元和 1.62 亿港元，光大免除上述拆借款的全部欠息。光大已于 2007 年度全额收回光大集团总公司的上述贷款本金和光大财务有限公司的上述拆借款本金，截至本招股说明书签署日，除光大对光大集团总公司欠中国工商银行股份有限公司的 1.8 亿表内利息承担的担保责任尚未解除外，光大为光大集团总公司其他债务提供的担保责任已全部解除。
- **出售不良资产：**根据国务院对光大财务重组方案的批复精神，光大于 2008 年 4 月以公开竞价出售方式将账面余额 142.06 亿元的不良资产无追索权地出售给信达、东方、长城。截至 2007 年底，上述不良资产账面余额 142.06 亿元，账面净值 18.52 亿元，出售总价 16.44 亿元，不良资产转让损失 2.08 亿元。

图表29：出售的不良贷款构成（单位：亿）

不良资产类别	金额	原投资银行相关金额	原投行所占比例
不良贷款	96.97	7.62	7.86%
催收类不良资产	16.65	5.81	34.89%
应收世行转贷款剥离差额(1)	14.58	14.58	100.00%
抵债类资产	13.86	-	-
不良资产合计	142.06	28.01	19.72%

注：

1、光大于 1999 年 3 月 18 日接收原投行时，包含原投行承办的世界银行转贷款（“世行转贷款”）本息余额 8.53 亿美元（折合人民币 70.56 亿元）和世行转贷款借款（“世行借款”）本金余额 5.86 亿美元（折合人民币 48.52 亿元）。2000 年，经财政部批准，本行将世行转贷款人民币 70.56 亿元及世行借款人民币 48.52 亿元于表外核算，世行转贷款项目贷款本息与世行借款本金的差额约为 2.67 亿美元（折合人民币 22.04 亿元）为应收世行转贷款剥离差额。截至 2007 年 12 月 31 日，上述应收世行转贷款剥离差额为 14.58 亿元。

2、上述不良贷款中，次级 0.42 亿元，可疑 60.19 亿元，损失 36.36 亿元。于 2005 年 1 月 1 日前发放并截至 2007 年底为不良的贷款共 77.60 亿元，约占本次转让不良贷款余额的 80.02%。

来源：招股说明书、国金证券研究所

附录 2：三张报表预测摘要

	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
估值						盈利模式					
PE(Target Price)	n.a	n.a	3.06	3.06	3.06	净利息收入/营业收	91.28%	81.01%	83.26%	82.41%	82.01%
PE(Current Price)	0.00	0.00	10.31	8.59	7.32	非净利息收入/营业	8.72%	18.99%	16.74%	17.59%	17.99%
PB(TP)	n.a	n.a	1.56	1.37	1.20	中间业务收入/拨备	15.30%	24.56%	24.39%	26.51%	27.85%
PB(CP)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	贷款利息收入/利息	75.00%	73.36%	73.68%	73.92%	0.00%
EPS(basic)	0.26	0.23	0.30	0.36	0.42	债券利息收入/利息	11.79%	9.00%	8.23%	8.23%	8.01%
EPS growth	46.55%	-11.79%	29.84%	20.00%	17.33%	同业往来/利息收入	14.19%	10.94%	17.65%	17.65%	18.09%
BVPS	1.18	1.44	1.96	2.23	2.54	资产负债表					
BVPS growth	34.60%	22.17%	36.25%	13.63%	14.07%	生息资产比例	95.59%	95.38%	97.86%	97.93%	98.00%
增长率						贷款/生息资产	55.00%	54.18%	55.12%	55.45%	55.74%
生息资产	11.93%	39.28%	20.88%	16.47%	16.52%	债券/生息资产	15.84%	11.85%	10.45%	10.18%	9.94%
贷款	12.19%	38.52%	20.00%	17.00%	17.00%	同业资产/生息资产	26.86%	30.75%	33.61%	33.69%	33.76%
计息负债	11.66%	41.50%	18.38%	16.47%	16.51%	计息负债比例	94.81%	95.53%	97.50%	97.50%	97.50%
存款	11.62%	29.06%	19.00%	17.00%	17.00%	存款/计息负债	78.23%	71.60%	73.26%	73.42%	73.58%
资产	15.24%	40.60%	17.96%	16.31%	16.38%	同业融资/计息负债	16.47%	23.85%	24.19%	24.04%	23.89%
营业收入	23.07%	-1.12%	38.08%	21.44%	17.66%	发行债券/计息负债	2.32%	1.91%	1.64%	1.41%	1.21%
营业支出	30.83%	10.54%	28.55%	19.48%	17.60%	存贷比	74.86%	80.35%	81.02%	81.02%	81.02%
拨备前利润	18.01%	-9.54%	46.50%	22.95%	17.71%	贷款分类(%)					
净利润	46.55%	4.53%	57.02%	20.00%	17.33%	企业贷款	72.79%	71.11%			
盈利能力						制造业	14.73%	13.52%			
生息资产收益率	5.31%	3.71%	3.90%	3.91%	3.92%	房地产	6.77%	9.83%			
计息负债成本率	2.65%	1.86%	1.84%	1.84%	1.83%	个人贷款	19.32%	21.69%			
净利差	2.66%	1.85%	2.06%	2.07%	2.08%	资产质量					
贷款收益率	6.88%	4.72%	5.13%	5.17%	5.17%	不良贷款	9,362	8,124	8,418	11,359	13,815
存款成本率	2.35%	1.75%	1.59%	1.60%	1.60%	不良贷款率	2.00%	1.25%	1.08%	1.25%	1.30%
净边际利率	2.80%	1.95%	2.17%	2.20%	2.22%	不良贷款覆盖率	150.11%	194.05%	222.98%	201.02%	200.11%
成本收入比率	41.93%	46.88%	43.64%	42.94%	42.92%	信贷成本	1.42%	0.42%	0.42%	0.48%	0.49%
ROAE	25.25%	18.80%	18.85%	17.01%	17.53%	特殊准备/不良贷款	1.50%	0.00%	67.41%	66.36%	70.63%
ROAA	0.92%	0.75%	0.92%	0.94%	0.95%	一般准备	0	0	13,239	15,490	18,123
资本充足率						市场描述					
加权风险资产	477,143	676,284	791,137	920,205	1,070,943	营业机构(万)					
核心资本充足率	56.01%	10.39%	10.02%	9.79%	9.59%	员工人数(万)					
资本充足率	9.10%	6.84%	14.42%	13.81%	13.30%	CAMEL评级(10分)	11	11	14	14	13
加权风险资产系数	0.06	0.56	0.56	0.56	0.56	C 资本充足率	9.10%	6.84%	14.42%	13.81%	13.30%
权益乘数	25.63	24.90	17.82	18.24	18.61	A 不良贷款率	2.00%	1.25%	1.08%	1.25%	1.30%
杜邦分析(与资产相比)						不良贷款覆盖率	150.11%	194.05%	222.98%	201.02%	200.11%
净利息收入	2.62%	1.64%	1.97%	2.03%	2.05%	M 成本收入比	41.93%	46.88%	43.64%	42.94%	42.92%
非净利息收入	0.25%	0.38%	0.40%	0.43%	0.45%	E ROAE	25.25%	18.80%	18.85%	17.01%	17.53%
营业收入	2.87%	2.02%	2.36%	2.47%	2.50%	L 中长期贷款比例	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%
营业支出	-1.20%	-0.95%	-1.03%	-1.06%	-1.07%	评价标准					
拨备前利润	1.67%	1.07%	1.33%	1.41%	1.42%	C:	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
拨备	-0.74%	-0.20%	-0.21%	-0.25%	-0.25%	A:	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
税前利润	0.93%	0.88%	1.12%	1.16%	1.17%		90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
税收	-0.07%	-0.24%	-0.27%	-0.28%	-0.29%	M:	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
						E:	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
						L:	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室