

光大银行 (601818)

证券研究报告
2019年08月29日

中报业绩有多好? 好在哪?

事件: 8月28日,光大银行披露19年中报。营收661.4亿元, YoY +26.6%; 拨备前利润480.7亿, YoY +31.9%; 归母净利润204.4亿, YoY +13.1%; ROE达12.90%(年化), 同比+54BP; 不良率1.57%, 较年初-2BP, 拨备覆盖率178%。

点评:
这份中报业绩有多好? 好在哪?

营收增速处于6年来的高位。1H19营收661.4亿, YoY +26.6%, 创1H13以来的新高(上一个高点是1H12年的32.9%)。**利息和中收双轮驱动。**净利息收入+其他非息收入533.9亿, YoY +27.9%; 中收127.5亿, YoY +21.7%, 主要是银行卡手续费+15.4亿。**归母净利润204.4亿, YoY +13.1%**, 主要支撑因子是净息差扩大。在13年的13.24%之后,光大各季累计归母净利润增速常年低于10%, 15-17年甚至持续低于5%, 这是6年来首次回到10%以上。

口径调整的影响。信用卡分期从手续费调到利息收入, 在平均贷款余额不变时, 就会提升信用卡贷款的收益率。1H18个贷收益率因此+183BP, 贷款收益率+74BP, 净利差+41BP, 净息差+17BP, 由此抬高了净息差的中枢, 使其与零售标杆行招商/平安接近。**净息差提升应客观看待。**除招行/平安外的4家已披露中报的股份行, 1H19净息差均值是2.04%, 而光大是2.28%, 高出其24BP, 若扣掉17BP, 则其相对优势的确扩大了, 但并没有特别大。

ROE显著提升。1H19年化ROE达12.90%, 可比口径下同比+54BP, 居7家已披露中报股份行之首位。实际上, 多数上市行1H19的ROE是同比下降的。而光大逆势提升, 因而存在估值提升的潜力。

贷款和投资的安全性均提升, 整体资产质量保持平稳

资产端结构调整使风险下降。19H1末贷款2.59万亿, 比年初+1716亿, 投资1.33万亿, 比年初+245亿, 明显向贷款倾斜。**贷款**主要靠对公(+920亿), 佐证其贷款需求稳健。不良高发行业占比继续压降, 风险得以缓释。**投资**结构调整, 增配企业债1260亿、政府类债券633亿, 非标和基金共压缩了1309亿, 19年末非信贷五级分类压力较小。**整体资产质量保持平稳。**不良率较年初下降了2BP到1.57%, 逾期率和逾期90+比率较年初上行24BP/6BP, 表明2季度新发生逾期较多, 临时性欠息较容易恢复, 问题或不大。

理财子公司获批筹建, 向“一流财富管理银行”目标迈进

19年4月理财子公司获批筹建。19H1末, 表外理财余额7023亿, 上半年累计发行1.70万亿。“七彩阳光”系列净值型产品已颇具声名, 或将成为拓展新规业务的利器。1H19理财手续费2.66亿, YoY -47%, 比17-18而言, 跌幅已显著收窄。经过转型阵痛期, **开业后理财中收有望迎来强势回升。**

投资建议: 净息差和ROE显著提升, 业绩增速创6年来新高

业绩回升态势强劲; **集团正加深协同, 有力助推财富管理银行战略。**预计19-21年归母净利润增速8.5%/9.3%/10.1%, 对应EPS为0.70/0.76/0.84元, 给予目标估值1倍19年PB, 目标价6.14元, 维持买入评级。

风险提示: 利率市场化推进使息差持续收窄; 政策收紧使“资产荒”加剧。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	919	1102	1281	1375	1477
增长率(%)	(2.3)	20.0	16.2	7.3	7.4
归属母公司股东净利润(亿元)	315	337	365	399	440
增长率(%)	4.0	6.7	8.5	9.3	10.1
每股收益(元)	0.60	0.64	0.70	0.76	0.84
市盈率(P/E)	6.14	5.75	5.30	4.85	4.41
市净率(P/B)	0.72	0.68	0.60	0.54	0.48

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	3.69元
目标价格	6.14元

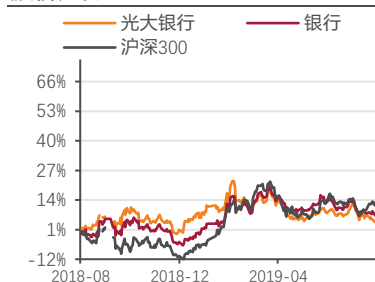
基本数据

A股总股本(百万股)	39,810.57
流通A股股本(百万股)	39,810.57
A股总市值(百万元)	146,900.99
流通A股市值(百万元)	146,900.99
每股净资产(元)	5.77
资产负债率(%)	92.81
一年内最高/最低(元)	4.62/3.57

作者

廖志明	分析师
SAC执业证书编号: S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
余金鑫	联系人
yujinxin@tfzq.com	

股价走势

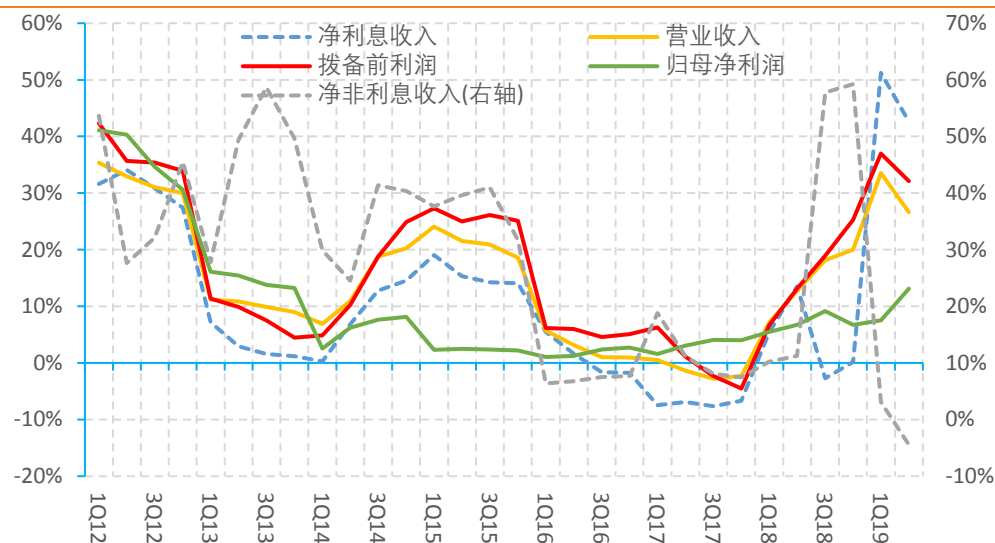


资料来源: 贝格数据

相关报告

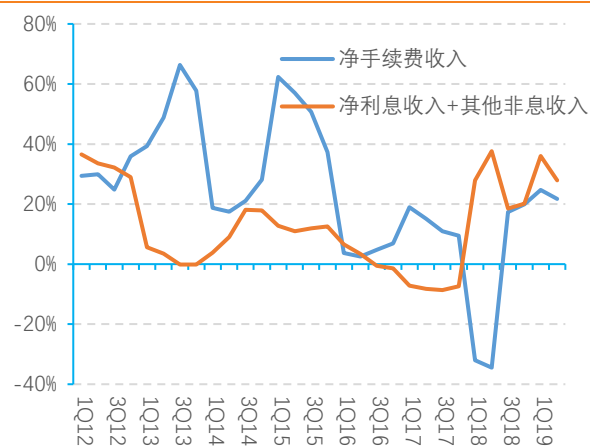
- 1 《光大银行-季报点评:营收增速创近年新高, 理财子公司筹建获批》 2019-04-28
- 2 《光大银行-年报点评报告:营收增速大幅回升, 信用卡表现亮眼》 2019-03-29
- 3 《光大银行-公司点评:营收高增, 不良平稳》 2019-01-22

图 1：何谓“营收创 6 年来最快增幅、净利润创近 5 年来最快增幅”



资料来源：银行财报，天风证券研究所

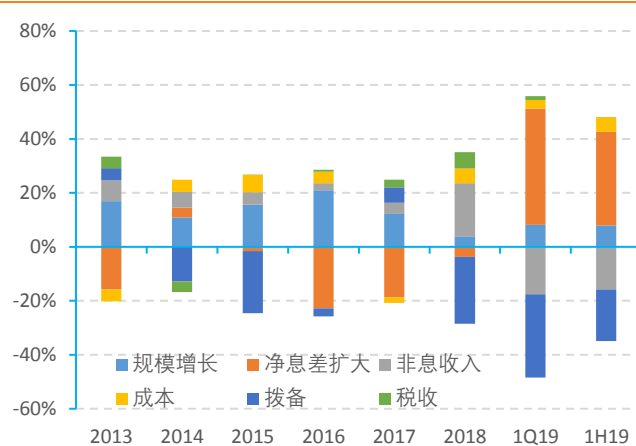
图 2：光大银行中收和利息收入均出现高增态势



资料来源：公司财报，天风证券研究所

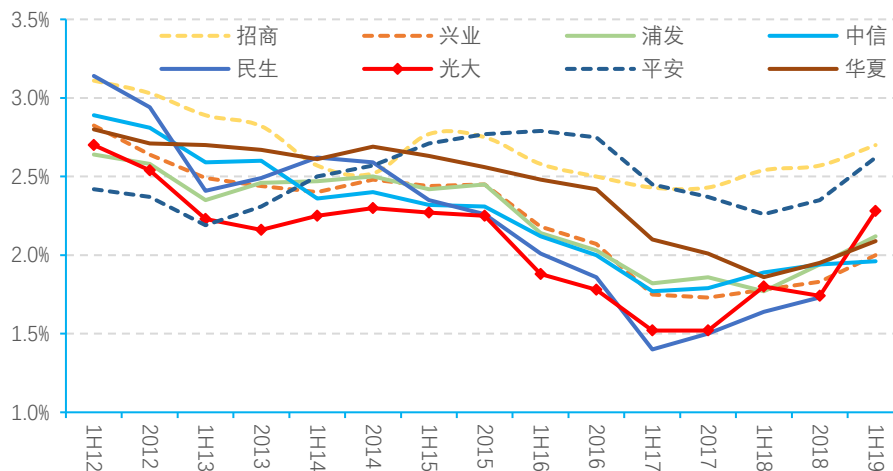
注，从 19 年开始，信用卡分期收入从中收到利息收入，18 年数据已重述。

图 3：光大银行 1H19 净利润增速的主要贡献因子是净息差扩大



资料来源：公司财报，天风证券研究所

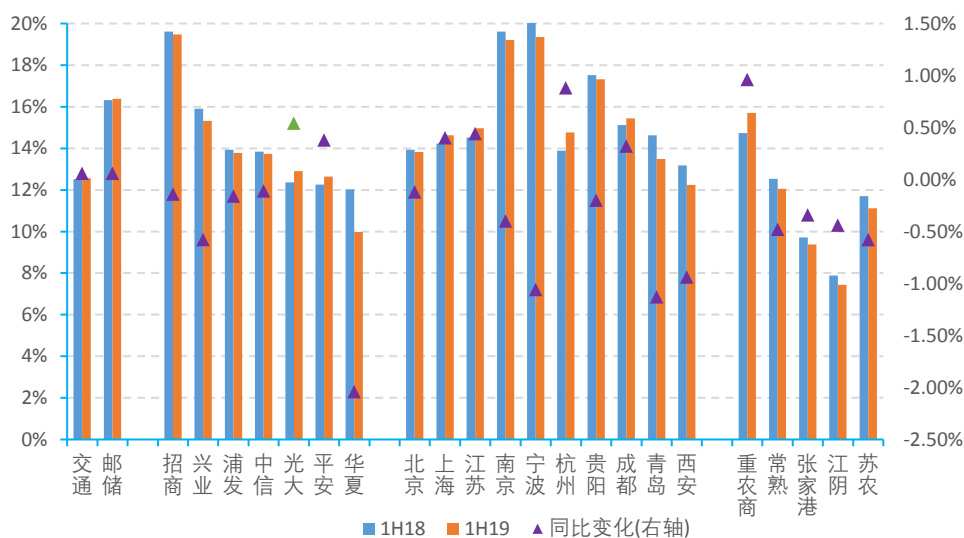
图 4：口径调整后，光大 1H19 净息差逼近招行/平安



资料来源：银行财报，天风证券研究所

注，从 1H19 为新口径计算，1H18 按新口径重述，故可比；2018 年末重述，不能直接与 1H19 相比。

图 5：已披露中报的银行中，多数 ROE 下行，而光大 1H19 的 ROE 上行幅度较大

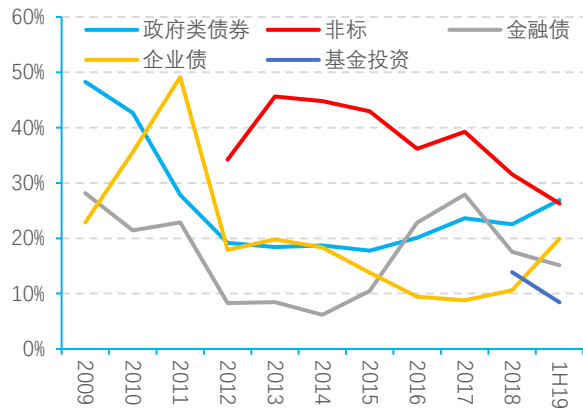


资料来源：银行财报，天风证券研究所

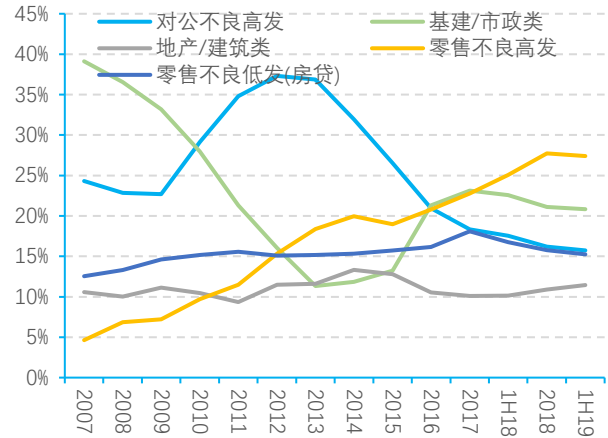
表 1：19H1 光大银行资产端的变化盘点，倾向于对公贷款（单位：亿元）

资产端	余额	19H1 占比	半年金额变动	半年占比变动
贷款端 (+1716 亿)				
对公贷款	14,246	54.9%	+920	-0.1%
水利、环境和公共设施管理业	2,417	9.3%	+192	0.1%
房地产业	2,107	8.1%	+187	0.2%
建筑业	860	3.3%	+146	0.4%
其他类	1,049	4.0%	+134	0.3%
零售贷款	11,054	42.6%	+522	-0.9%
信用卡	4,291	16.5%	+286	0.0%
住房按揭	3,952	15.2%	+134	-0.5%
消费及经营贷	2,811	10.8%	+102	-0.3%
贴现票据	630	2.4%	+275	1.0%
金融资产投资端 (+245 亿)				
投资总额	13,256		+245	
企业债	2,639	19.9%	+1,260	9.3%
政府及准政府债	3,566	26.9%	+633	4.4%
信托及其他受益权	3,485	26.3%	-619	-5.2%
基金投资	1,116	8.4%	-690	-5.5%

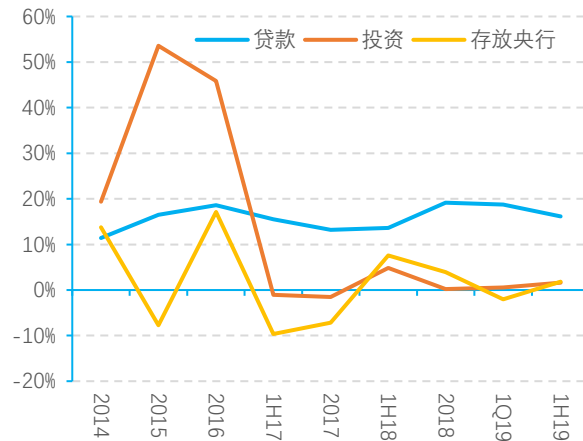
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：投资端结构，企业债和政府债占比上升，非标占比下降


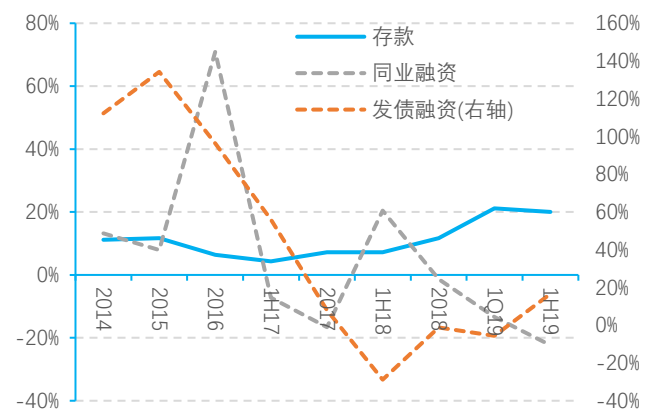
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：贷款端结构，对公及零售不良高发占比均下降


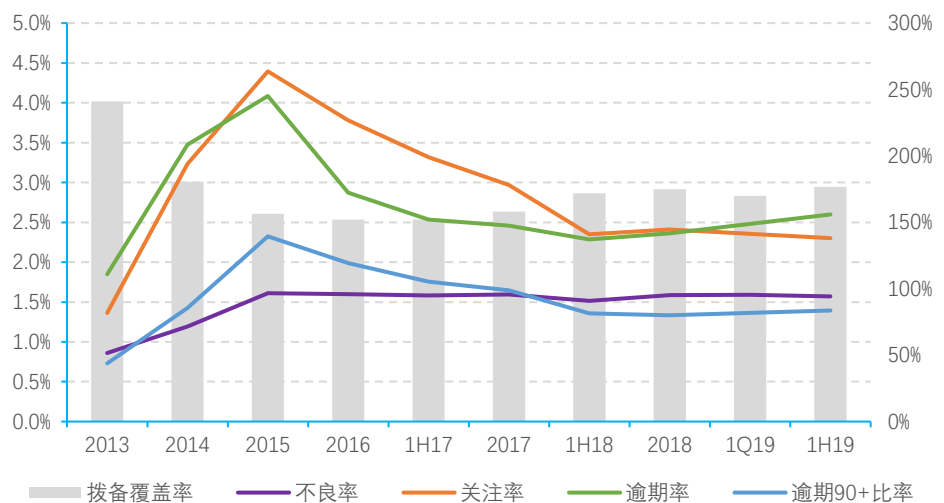
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：1H19 光大银行贷款增速低于 1Q19，但仍保持在 15%以上


资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：1H19 光大银行存款仍保持在 20%左右的增速


资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：光大银行 19H1 不良率稳中有降，逾期率虽有所上行但问题不大


资料来源：银行财报，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长					
净利息收入	610	610	765	833	908	净利润增速	4.0%	6.7%	8.5%	9.3%	10.1%
手续费及佣金	308	369	376	388	399	拨备前利润增速	-4.0%	25.7%	22.4%	8.8%	8.9%
其他收入	1	123	140	155	170	税前利润增速	1.2%	0.5%	17.8%	9.2%	10.1%
营业收入	919	1102	1281	1375	1477	营业收入增速	-2.3%	20.0%	16.2%	7.3%	7.4%
营业税及附加	(10)	(12)	(8)	(8)	(9)	净利息收入增速	-6.6%	0.2%	25.3%	8.9%	9.0%
业务管理费	(293)	(317)	(327)	(337)	(347)	手续费及佣金增速	9.5%	19.9%	2.0%	3.0%	3.0%
拨备前利润	615	773	947	1030	1122	营业费用增速	8.4%	8.3%	3.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(206)	(358)	(458)	(495)	(532)	规模增长					
税前利润	406	409	481	526	579	生息资产增速	1.2%	7.5%	8.8%	7.7%	7.8%
所得税	(90)	(71)	(116)	(126)	(139)	贷款增速	13.2%	19.2%	12.0%	10.0%	10.0%
净利润	315	337	365	399	440	同业资产增速	-33.1%	-38.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	-1.5%	0.2%	5.0%	5.0%	5.0%
贷款总额	20321	24213	27119	29831	32814	其他资产增速	18.0%	-6.5%	-28.0%	-0.2%	2.8%
同业资产	2850	1754	1754	1754	1754	计息负债增速	-0.2%	6.8%	6.6%	6.7%	6.9%
证券投资	12979	13011	13661	14344	15062	存款增速	7.2%	11.7%	5.0%	5.0%	5.0%
生息资产	39631	42597	46334	49919	53820	同业负债增速	-24.5%	-6.5%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	1764	1648	1188	1185	1218	股东权益增速	21.7%	5.6%	11.1%	10.9%	10.8%
总资产	40882	43573	46729	50192	54005	存款结构					
客户存款	22727	25387	26656	27989	29389	活期	40.5%	36.5%	36.52%	36.52%	36.52%
其他计息负债	14077	13902	15218	16702	18381	定期	55.5%	60.2%	60.18%	60.18%	60.18%
非计息负债	1024	1060	1272	1526	1831	其他	4.0%	3.3%	3.30%	3.30%	3.30%
总负债	37828	40349	43146	46217	49601	贷款结构					
股东权益	3054	3225	3583	3975	4405	企业贷款(不含贴现)	58.1%	55.0%	55.04%	55.04%	55.04%
每股指标						个人贷款	40.8%	43.5%	43.50%	43.50%	43.50%
每股净利润(元)	0.60	0.64	0.70	0.76	0.84	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.17	1.47	1.80	1.96	2.14	不良贷款率	1.59%	1.59%	1.58%	1.58%	1.58%
每股净资产(元)	5.14	5.46	6.14	6.88	7.69	正常	95.44%	96.00%	97.64%	97.69%	97.74%
每股总资产(元)	77.89	83.01	89.03	95.62	102.89	关注	2.97%	2.41%	2.36%	2.31%	2.26%
P/E	6.14	5.75	5.30	4.85	4.41	次级	0.50%	0.72%			
P/PPOP	3.15	2.50	2.05	1.88	1.73	可疑	0.68%	0.60%			
P/B	0.72	0.68	0.60	0.54	0.48	损失	0.41%	0.27%			
P/A	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	拨备覆盖率	158.18%	174.93%	185.03%	193.69%	199.35%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.52%	1.74%	1.72%	1.73%	1.75%	资本充足率	13.49%	13.01%	12.94%	12.90%	12.87%
净利差(Spread)	1.32%	1.50%	1.60%	1.70%	1.80%	核心资本充足率	9.56%	9.15%	9.34%	9.54%	9.74%
贷款利率	4.44%	4.69%	4.84%	4.99%	5.14%	资产负债率	92.53%	92.60%	92.33%	92.08%	91.84%
存款利率	1.93%	2.15%	2.20%	2.25%	2.30%	其他数据					
生息资产收益率	4.00%	4.26%	4.41%	4.56%	4.71%	总股本(亿)	524.89	524.89	524.89	524.89	524.89
计息负债成本率	2.68%	2.78%	2.83%	2.88%	2.93%						
盈利能力											
ROAA	0.78%	0.80%	0.81%	0.82%	0.84%						
ROAE	12.87%	12.11%	12.01%	11.68%	11.49%						
拨备前利润率	1.52%	1.83%	2.10%	2.13%	2.15%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com