

业绩符合预期，营业费用和拨备下降

——光大银行 2011 年业绩点评

2012 年 2 月 1 日


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

1 月 19 日光大银行发布 2011 年业绩快报，预计公司 2011 年全年实现营业收入 460.29 亿元，营业利润 241.27 亿元，净利润 180.38 亿元，测算预计公司 2011 年度合并财务报表归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增长 41% 以上。测算每股收益 0.45 元。

点评：

1、业绩符合预期，但净利润同比下降

按照业绩快报增长 41% 的预测，11 年公司将实现净利润总额 180.38 亿元以上，每股收益为 0.45 元，在 2011 年整体市场紧缩的环境下，取得如此业绩符合市场预期，但净利润同比增速与 2010 年相比有所下降。

2、营业收入增幅低于营业利润增幅，营业成本和信用成本下降

预计公司 2011 年实现营业收入 460.29 亿元，同比增长 29.55%，营业利润 241.27 亿元，同比增长 42.08%，营业收入增幅低于营业利润增幅隐含了公司 2011 年营业费用增幅下降，拨备计提低于预期。拨备计提的下降与公司不良贷款率的下降有关。

3、加权平均净资产收益率有所下降，具体原因有待具体分析 2010 年公司实现 ROAE20.99%，2011 年实现 ROAE20.34%，2011 年 ROAE 指标下降了 0.65 个百分点。结合 2011 年第三季度的杜邦财务分析光大银行的 ROAE 在股份制银行中不算太低，主要由于其较高的权益杠杆，相对来说其 ROA 处于中等水平。因此，如果考虑营业成本和信用成本下降的因素，ROAE 下降的原因可能来自于利息收入和佣金收入的下降，待具体业绩公布再进一步分析。

4、维持公司“推荐”评级和目标价 3.32 元：预计公司 2012-2013 年净利润分别为 228.29 亿元、280.94 亿元、对应 EPS 为 0.56、0.69 元，BVPS2.89 元、3.47 元，对应的 PE5.3 倍、4.3 倍，对应的 PB1.03 倍、0.86 倍。运用 DDM 模型，给予公司 10% 的股权回报率进行估值，公司的目标价为 3.32 元，我们给予公司“推荐”评级。

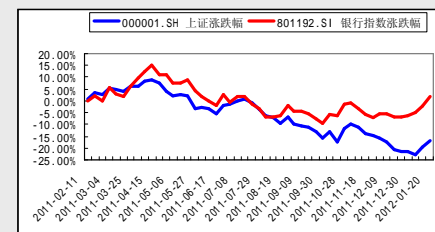
	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	35,494	44,187	54,751	68,499
年增长率	46.51%	24.49%	23.91%	25.11%
净利润	12794	18980	22829	28094
年增长率	67.39%	41.03%	20.28%	23.06%
EPS	0.36	0.45	0.56	0.69
BVPS	2.01	2.42	2.89	3.47
PE	8.31	6.37	5.3	4.3
PB	1.48	1.24	1.03	0.86

请务必阅读正文之后的重要声明

公司评级 推荐

市盈率(2011):	6.37
市净率: (2011)	1.24

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
综合表现 (%)	-0.93	-29.51	-26.41
行业表现 (%)	9.52	-2.95	-10.98

资料来源: Wind 资讯

联系人: 王建军

联系电话: 021-32229888-25509

邮箱: wangjianjun@ajzq.com

张志鹏

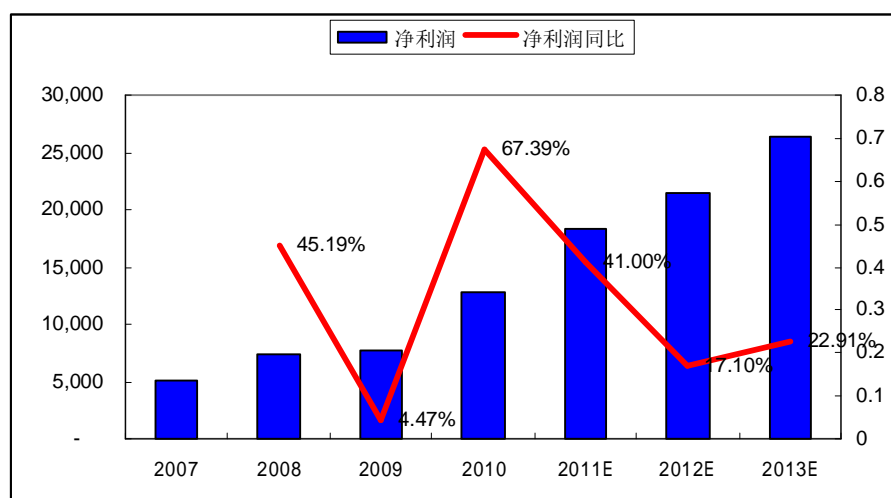
执业编号: S0820209120024

邮箱: zhangzhipeng@ajzq.com

电话: 021-32229888-3502

相关报告

图 1: 净利润总额继续提升, 但同比增长下滑 (百万元, %)



资料来源:公司公告

表 1: 上市银行 2011 年三季度杜邦财务分析

	工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	交通银行	深发展 A	浦发银行	华夏银行
利息净收入/平均资产	1.87%	2.04%	1.53%	1.98%	1.83%	1.83%	1.87%	2.10%
佣金净收入/平均资产	0.55%	0.50%	0.46%	0.61%	0.36%	0.25%	0.21%	0.21%
其他非息收入/平均资产	0.02%	0.01%	0.16%	0.03%	0.02%	0.06%	0.00%	0.01%
营业收入/平均资产	2.44%	2.55%	2.15%	2.62%	2.21%	2.15%	2.07%	2.32%
营业税及附加/平均资产	-0.15%	-0.14%	-0.12%	-0.16%	-0.16%	-0.17%	-0.15%	-0.18%
管理费用/平均资产	-0.65%	-0.84%	-0.67%	-0.69%	-0.63%	-0.83%	-0.65%	-0.98%
营业外净收入/平均资产	0.01%	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
拨备前利润/平均资产	1.66%	1.57%	1.35%	1.78%	1.42%	1.16%	1.27%	1.16%
资产减值损失/平均资产	-0.17%	-0.38%	-0.15%	-0.18%	-0.23%	-0.13%	-0.16%	-0.34%
税前利润/平均资产	1.49%	1.19%	1.20%	1.60%	1.19%	1.03%	1.11%	0.82%
所得税/平均资产	-0.34%	-0.27%	-0.28%	-0.37%	-0.27%	-0.23%	-0.27%	-0.20%
净利润/平均资产 (ROA)	1.15%	0.92%	0.92%	1.23%	0.93%	0.80%	0.85%	0.62%
权益乘数 (A/E)	16.57	18.86	15.63	15.25	17.24	18.32	17.90	21.98
ROE	19.03%	17.33%	14.45%	18.81%	15.97%	14.72%	15.17%	13.56%
	民生银行	招商银行	兴业银行	光大银行	中信银行	宁波银行	南京银行	北京银行
利息净收入/平均资产	2.37%	2.21%	1.78%	1.84%	2.16%	1.97%	1.93%	1.69%
佣金净收入/平均资产	0.60%	0.47%	0.30%	0.34%	0.29%	0.26%	0.22%	0.16%
其他非息收入/平均资产	0.06%	0.11%	0.00%	-0.03%	0.11%	0.07%	0.03%	0.03%
营业收入/平均资产	3.02%	2.80%	2.07%	2.15%	2.55%	2.30%	2.17%	1.88%
营业税及附加/平均资产	-0.22%	-0.17%	-0.15%	-0.16%	-0.18%	-0.16%	-0.15%	-0.13%

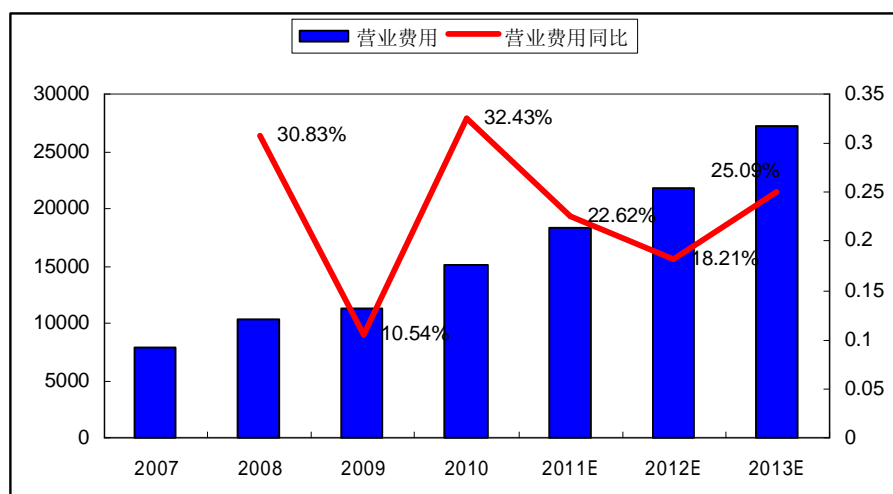
请务必阅读正文之后的重要声明

2

管理费用/平均资产	-1.06%	-0.93%	-0.61%	-0.65%	-0.71%	-0.81%	-0.66%	-0.44%
营业外净收入/平均资产	-0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.01%	0.08%	0.01%	0.00%
拨备前利润/平均资产	1.73%	1.71%	1.31%	1.34%	1.67%	1.41%	1.38%	1.31%
资产减值损失/平均资产	-0.29%	-0.22%	-0.06%	-0.14%	-0.17%	-0.15%	-0.19%	-0.06%
税前利润/平均资产	1.44%	1.49%	1.25%	1.20%	1.50%	1.26%	1.18%	1.25%
所得税/平均资产	-0.34%	-0.35%	-0.30%	-0.30%	-0.38%	-0.23%	-0.21%	-0.28%
净利润/平均资产 (ROA)	1.09%	1.14%	0.96%	0.90%	1.11%	1.03%	0.97%	0.97%
权益乘数 (A/E)	17.19	17.46	19.78	18.29	14.61	14.73	12.26	17.58
ROE	18.82%	19.87%	18.90%	16.41%	16.26%	15.17%	11.93%	17.12%

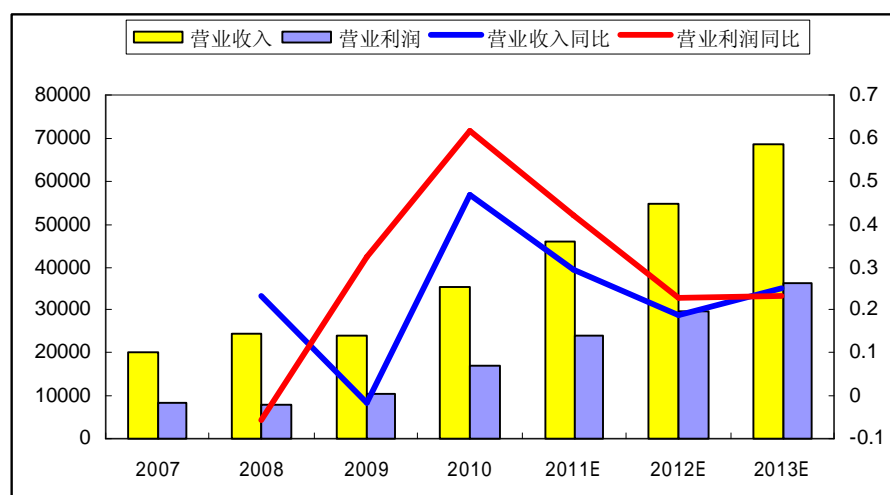
资料来源: WIND,公司公告

图 2: 营业费用同比下滑 (百万元, %)



资料来源: WIND,公司公告

图 3: 营业收入增幅低于营业利润增幅 (百万元, %)



资料来源: WIND,公司公告

图 4: ROAE 略有下降 (%)

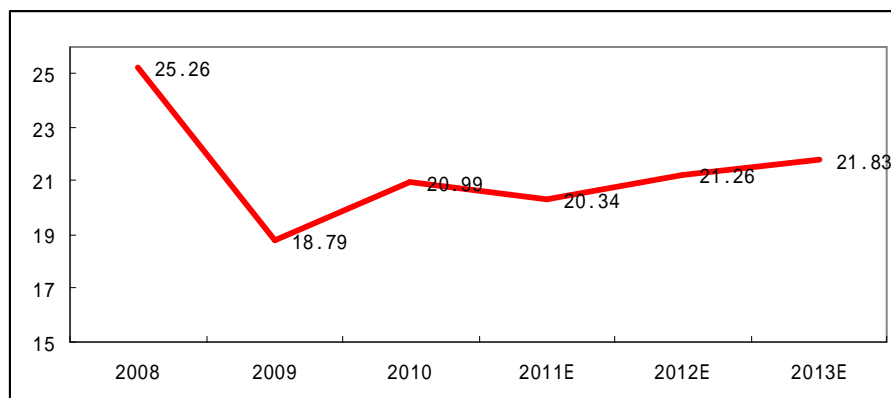


表 2: 过渡期增长率和股权收益率对股价模拟

share price		过渡期增长率								
股权收益率	3.32	5.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%	16.00%
	8.50%	4.34	4.77	4.88	5.00	5.13	5.26	5.39	5.52	5.66
	9.00%	3.87	4.13	4.19	4.26	4.32	4.38	4.44	4.51	4.56
	9.50%	3.53	3.67	3.70	3.72	3.75	3.76	3.78	3.79	3.79
	10.00%	3.27	3.32	3.32	3.32	3.32	3.31	3.29	3.26	3.23
	10.50%	3.06	3.05	3.03	3.01	2.99	2.95	2.91	2.86	2.80
	11.00%	2.88	2.83	2.80	2.76	2.72	2.67	2.61	2.54	2.46
	11.50%	2.74	2.64	2.60	2.56	2.51	2.44	2.37	2.29	2.19

资料来源: 爱建证券

表 3: 永续期增长率和股权收益率对股价模拟

share price		永续期增长率						
股权收益率	3.32	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%
	8.50%	5.60	5.49	5.34	5.13	4.79	4.21	3.04
	9.00%	4.90	4.76	4.58	4.32	3.95	3.39	2.44
	9.50%	4.35	4.20	4.00	3.75	3.39	2.89	2.13
	10.00%	3.91	3.76	3.56	3.32	2.99	2.56	1.94
	10.50%	3.55	3.40	3.21	2.99	2.69	2.31	1.80
	11.00%	3.25	3.10	2.93	2.72	2.46	2.13	1.70
	11.50%	2.99	2.86	2.70	2.51	2.27	1.98	1.62

资料来源: 爱建证券

附表：财务预测表

损益表摘要	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	19602.06	30422.07	37882.25	45804.09	55952.66
非利息收入	4623.48	5071.64	6305.16	8947.23	12546.12
经营收入合计	24225.54	35493.71	44187.41	54751.32	68498.78
营业费用	9532.98	12590.35	15907.47	19162.96	23974.57
拨备前利润	12852.48	20601.96	25386.83	31955.76	39929.29
当期提取各项准备金	2359.80	3491.40	737.84	2307.52	3443.72
税前利润	10492.68	17110.57	24648.98	29648.25	36485.57
净利润	7643.24	12793.70	18979.72	22829.15	28093.89
资产负债表摘要	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1193667.66	1482669.34	1730734.51	2071890.04	2576927.67
贷款余额（毛额）	647916.00	778828.00	895652.20	1074782.64	1343478.30
其他生息资产	504113.49	616333.59	765953.43	911625.26	1124556.06
非生息资产	57402.88	105780.52	86536.73	103594.50	128846.38
存款余额	799643.63	1029710.61	1184167.20	1421000.64	1776250.80
其他付息负债	290542.10	244107.11	327532.21	388940.21	479846.98
股东权益	48121.46	81462.70	97883.68	116916.89	140444.95
主要驱动因素（%）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产年增长率	40.67%	24.21%	16.73%	19.71%	24.38%
净息差（NIM）	2.02%	2.42%	2.72%	2.54%	2.53%
净利差(Spread)	1.92%	2.30%	2.73%	2.37%	2.38%
平均贷款生息率	5.09%	5.24%	5.79%	5.68%	5.56%
平均债券投资收益率	3.27%	3.54%	4.29%	3.78%	3.83%
平均生息资产生息率	3.85%	4.31%	4.92%	4.40%	4.34%
平均存款付息率	0.00%	0.00%	1.71%	1.53%	1.44%
平均付息负债付息率	1.93%	2.01%	2.20%	2.02%	1.97%
非利息收入/经营收入	19.09%	14.29%	14.27%	16.34%	18.32%
营业费用/经营收入	39.35%	35.47%	36.00%	35.00%	35.00%
提取准备金/贷款平均余额	0.44%	0.50%	0.09%	0.24%	0.29%
年增长率（%）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
贷款余额	#DIV/0!	20.21%	15.00%	20.00%	25.00%
存款余额	32.14%	28.77%	15.00%	20.00%	25.00%
净利息收入	-12.24%	55.20%	24.52%	20.91%	22.16%
非利息收入	97.42%	9.69%	24.32%	41.90%	40.22%
经营收入合计	-1.83%	46.51%	24.49%	23.91%	25.11%
营业费用	14.84%	32.07%	26.35%	20.47%	25.11%
拨备前利润	-9.56%	60.30%	23.23%	25.88%	24.95%
税前利润	32.42%	63.07%	44.06%	20.28%	23.06%
净利润	4.47%	67.39%	48.35%	20.28%	23.06%
盈利结构杜邦分析	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	1.92%	2.27%	2.59%	3.14%	2.41%
非利息收入	0.45%	0.38%	0.43%	0.61%	0.54%
经营收入合计	2.37%	2.65%	3.02%	3.75%	2.95%
营业费用	0.93%	0.94%	1.09%	1.31%	1.03%

请务必阅读正文之后的重要声明

拨备前利润	1.26%	1.54%	1.74%	2.19%	1.72%
当年提取各项准备金	0.23%	0.26%	0.05%	0.16%	0.15%
税前利润	1.03%	1.28%	1.69%	2.03%	1.57%
所得税	0.28%	0.32%	0.39%	0.47%	0.36%
ROAA	0.72%	0.57%	0.87%	1.30%	0.98%
X(平均总资产/平均净资产)	25.10	20.65	16.31	13.60	18.06
ROAE	18.79%	20.99%	20.34%	21.26%	21.83%
每股盈利及估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股净利润(元)	0.26	0.36	0.45	0.56	0.69
每股拨备前利润(元)	0.38	0.51	0.63	0.79	0.99
每股净资产(元)	1.44	2.01	2.42	2.89	3.47
P/E(假设股价为 10.43 元)	11.50	8.31	6.37	5.30	4.30
P/PPOP	7.78	5.87	4.76	3.78	3.03
P/B	2.08	1.48	1.24	1.03	0.86
股息派发率(%)	38.46%	58.33%	20.00%	20.00%	20.00%
股息收益率(%)	3.34%	7.02%	3.14%	3.78%	4.65%
资产质量指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
NPL 余额 (百万元)	8123	5829	5492.7994	4870.83128	4284.813642
正常贷款比例 (%)	96.04%	97.58%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
关注贷款比例 (%)	2.71%	1.67%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
次级贷款比例 (%)	0.16%	0.06%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
可疑贷款比例 (%)	0.54%	0.30%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
损失贷款比例 (%)	0.55%	0.39%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
NPL/贷款余额(%)	1.25%	0.75%	0.61%	0.45%	0.32%
逾期贷款/贷款余额(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
准备金余额/NPL(%)	194.08%	313.48%	316.92%	371.85%	465.67%
准备金余额/贷款余额(%)	2.43%	2.35%	1.94%	1.69%	1.49%
资产负债配置结构 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
核心资本充足率	6.84%	8.15%	10.73%	10.72%	10.37%
资本充足率(CAR)	10.39%	11.02%	14.15%	13.76%	13.01%
风险加权资产平均系数	56.66%	62.92%	50.00%	50.00%	50.00%
股东权益/总资产	4.03%	5.49%	5.66%	5.64%	5.45%
生息资产/总资产	95.19%	92.87%	95.00%	95.00%	95.00%
贷款/总资产	54.28%	52.53%	51.75%	51.87%	52.13%
债券投资/总资产	11.61%	12.63%	15.94%	15.65%	15.23%
贷款/存款(含贴现)	81.03%	75.64%	75.64%	75.64%	75.64%
存款结构 (占存款余额%)					
企业活期存款	0.00%	28.48%	0.00%	0.00%	0.00%
个人活期存款	0.00%	4.00%	0.00%	0.00%	0.00%
企业定期存款	0.00%	32.00%	0.00%	0.00%	0.00%
个人定期存款	0.00%	7.22%	0.00%	0.00%	0.00%
其他存款					
贷款结构 (占贷款余额%)					
公司贷款	38.66%	38.53%	38.81%	38.39%	36.49%
个人贷款	11.79%	13.07%	12.42%	12.45%	13.56%

分析师简介:

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述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, 爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 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、复制件或复制品, 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“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。