

业绩稳定增长，信用成本小幅上升

光大银行（601818）2011年中报点评

投资要点：

- ◆ **业绩增长略好于预期。**今年上半年公司实现营业收入229.30亿元，同比增加56.16亿元，增长32.44%；实现净利润92.21亿元，同比增长34.93%，略好于预期。
- ◆ **盈利驱动分解。**从公司盈利驱动因素的分解来看，净利润大幅提升的贡献主要来自手续费收入的增长、生息资产规模的增长以及营业支出的下降。
- ◆ **生息资产规模增长对净利润的正面贡献为25.1%。**从生息资产结构来看贷款和垫款净值在资产总额中占比下降，拆出资金及买入返售占比上升，造成这种结构变化的原因与上半年宏观经济形势相关。今年上半年六次上调存款准备金率，两次上调基准利率，银行出于流动性和收益性考虑，同业业务的比重提高。
- ◆ **净息差环比出现下降。**净息差对净利润的正面贡献为7.5%，2011年上半年净息差为2.41%，比2010年底上升29个BP，但第二季度相比第一季度，净息差小幅下降9个BP。净息差环比下降的原因主要是在基准利率上调的前提下，公司计息负债的付息率上升速度快过生息资产收益率。
- ◆ **信用成本小幅上升。**今年上半年拨备计提25.43亿元，年化信贷成本为0.62%，较去年年底上升明显，上升幅度为16个BP，信用成本上升主要是由于银监会提高对房地产贷款以及地方融资平台贷款的风险权重。
- ◆ **拨备充足，资产质量保持稳定。**按照五级分类标准，2011年上半年期末不良贷款为57.13亿元，较上年末下降12.8亿元；不良贷款率为0.67%，较上年末下降0.08个百分点。目前公司拨备覆盖率达到358.61%，拨贷比进一步上升到2.41%，已经达到或接近监管要求。在资产质量变动幅度不大的前提下，未来计提拨备的压力减小。
- ◆ **给予谨慎推荐评级。**目前公司股价已经跌跌破发行价3.1元，至历史最低水平，2011年对应PE、PB分别为7.7和1.35倍，估值具备相当的吸引力，给予谨慎推荐评级。

谨慎推荐

风险评级：一般风险

2011年8月9日

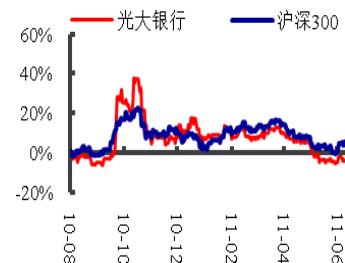
黄凡

SAC 执业证书编号：
 S0340210060005
 电话：0769-22119470
 邮箱：dm3@dgzq.com.cn

主要数据 2011年8月8日

收盘价(元)	3.06
总市值(亿元)	1,265.61
总股本(百万股)	40,434.79
流通股本(百万股)	4,000.00
ROE(TTM)	17.51%
12月最高价(元)	5.04
12月最低价(元)	3.03

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

1、《光大银行(601818)2010年年报点评：上市红利释放，盈利超预期》

1、2011年上半年净利润同比增长34.9%，略好于预期

光大银行在16家上市银行中率先公布半年报。

公司半年度报告显示，今年上半年公司实现营业收入229.30亿元，同比增加56.16亿元，增长32.44%；实现净利润92.21亿元，同比增长34.93%，略好于预期。

从利润构成的比重看，利润增长主要来源于净利息收入和手续费及佣金净收入的增长：其中实现净利息收入188.78亿元，占比82.42%，比重略有下降，净利息收入同比增加46.41亿元，增长32.60%；实现手续费及佣金净收入38.02亿元，占比16.58%，手续费及佣金收入同比增加12.58亿元，增长49.45%。

2、利润增长驱动因素分解

从公司盈利驱动因素的分解来看，净利润大幅提升的贡献主要来自手续费收入的增长、生息资产规模的增长以及营业支出的下降。

表1：光大银行盈利驱动分解

	2008	2009	2010	2011H
利差	22.6%	-76.8%	15.3%	7.5%
生息资产	0.3%	64.6%	39.9%	25.1%
手续费其他业务收入	0.5%	10.4%	-8.6%	-0.2%
营业支出	-4.8%	-8.8%	12.4%	9.5%
资产减值准备	-22.5%	40.1%	2.5%	-9.2%
营业外收入	-1.6%	3.0%	1.7%	0.4%
所得税	50.7%	-27.9%	4.3%	1.9%
净利润	45.2%	4.5%	67.4%	34.9%

资料来源：东莞证券研究所，Wind资讯

生息资产规模增长对净利润的正面贡献为25.1%。从生息资产结构来看，贷款和垫款总额为8,511.79亿元，比上年末增加716.61亿元，增长9.19%；贷款和垫款净值在资产总额中占比为49.98%，比上年末下降1.32%；拆出资金及买入返售2724.11亿元，占比16.39%，比上年末增加785.41亿元，增长40.51%；拆出资金及买入返售在总资产中占比16.39%，比上年末上升3.33%。造成这种结构变化的原因与上半年宏观经济形势相关。今年上半年六次上调存款准备金率，两次上调基准利率，银行出于流动性和收益性考虑，同业业务的比重提高。

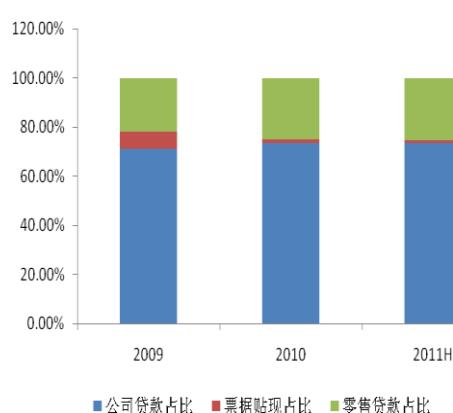
营业支出的下降对净利润的正面贡献为9.5%，公司业务及管理费为67.54亿元，同比增加8.55亿元，增长14.49%，增幅明显低于营业收入。成本收入比为29.45%，同比下降4.62个百分点。

净息差对净利润的正面贡献为7.5%，2011年上半年净息差为2.41%，比2010年底上升29个BP，但第二季度相比第一季度，净息差小幅下降9个BP。净息差环比下降的原因主要是在基准利率上调的前提下，公司计息负债的付息率上升速度快过生息资产收益率。

上半年实现手续费及佣金净收入 38.02 亿元，从手续费结构看，承销及咨询手续费、银行卡手续费收入占比最大，从增长速度来看，银行卡手续费收入同比增加 3.65 亿元，增长 91.02%，主要是信用卡业务收入增长；结算与清算手续费收入同比增加 2.10 亿元，增长 61.58%，主要是业务规模和客户数量扩张，国际及国内结算手续费收入不断增长；承销及咨询手续费收入同比增加 1.14 亿元，增长 16.29%，主要是短期融资券及中期票据承销收入，以及财务顾问咨询费收入增长。

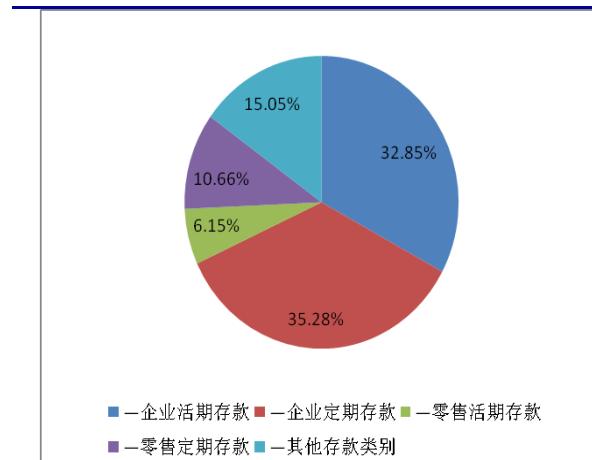
资产减值准备计提对净利润的负面影响为 9.2%，主要是由于房地产贷款和地方融资平台风险权重的上调导致贷款减值准备的计提上升较多。

图 1：2009 年以来贷款结构变化



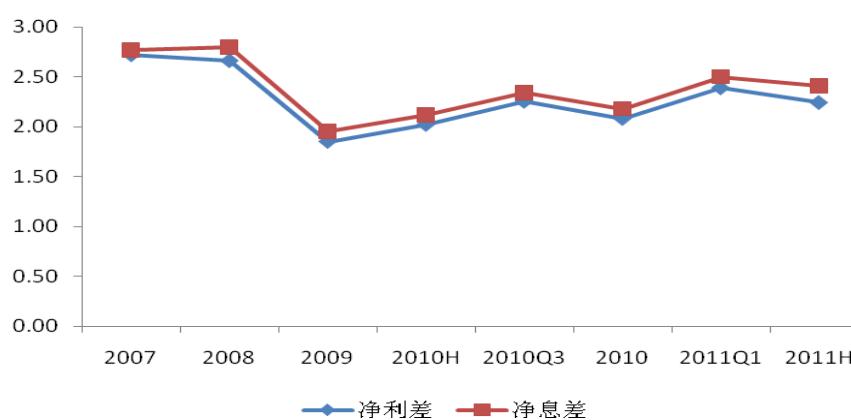
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：2011 年上半年存款结构



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：净息差、净利差走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

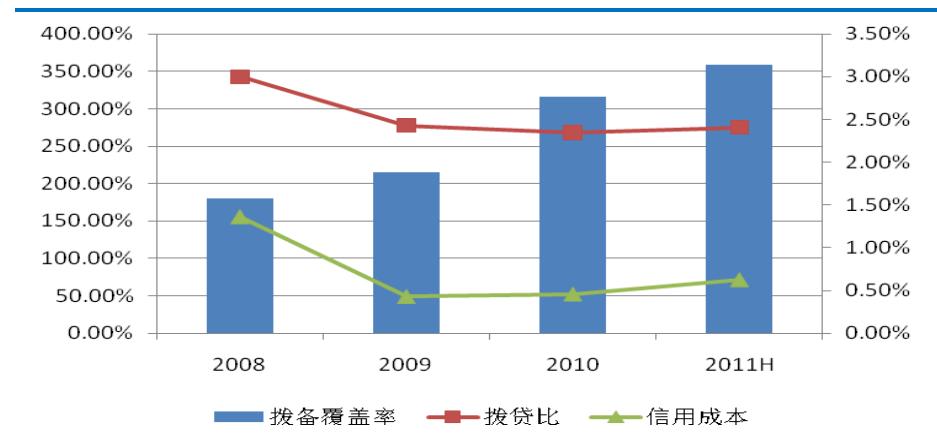
3、信用成本上升明显，资产质量稳定

按照五级分类标准，2011 年上半年期末不良贷款为 57.13 亿元，较上年末下降 12.8 亿元；不良贷款率为 0.67%，较上年末下降 0.08 个百分点。

今年上半年拨备计提 25.43 亿元，年化信贷成本为 0.62%，较去年年底上升明显，上升幅度为 16 个 BP，信用成本上升主要是由于银监会提高对房地产贷款以及地方融资平台贷款的风险权重。

目前公司拨备覆盖率达到358.61%，拨贷比进一步上升到2.41%，已经达到或接近监管要求。在资产质量变动幅度不大的前提下，未来计提拨备的压力减小。

图4：拨备情况及信用成本变化



资料来源：东莞证券研究所，Wind资讯

表2：贷款五级分类情况

	2009		2010		2010H	
	金额(百万)	占比	金额(百万)	占比	金额(百万)	占比
正常	622261	96.04%	622261	96.04%	830206	97.61%
关注	17533	2.71%	17533	2.71%	14655	1.72%
次级	1010	0.16%	1010	0.16%	516	0.06%
可疑	3523	0.54%	3523	0.54%	2210	0.26%
损失	3590	0.55%	3590	0.55%	2985	0.35%
合计	647917	100.00%	647917	100.00%	850,572	100.00%

资料来源：东莞证券研究所，Wind资讯

4、给予谨慎推荐评级

光大银行2010年成功实现A股IPO，H股上市准备已久，由于国内外资本市场剧烈波动，发行一度受阻，目前公司已经向香港联交所递交申请，IPO势在必行。H股发行后将进一步提升资本充足率，增厚净资产，降低PB。目前公司股价已经跌跌破发行价3.1元，至历史最低水平，2011年对应PE、PB分别为7.7和1.35倍，估值具备相当的吸引力，给予谨慎推荐评级。

银行业目前面临的主要风险仍然在于宏观经济增速放缓，流动性过度收紧带来的资产质量恶化的可能性，银行业仍然需要一段相当的时间来消化这一不确定性，这一因素也将在一段相当时期内对银行估值形成压制。

表3：光大银行财务报表预测与比例分析

每股指标与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	增长动力	2009A	2010A	2011E	2012E
每股盈余(元)	0.23	0.32	0.42	0.56	贷款增长	38.52%	20.01%	17.00%	17.00%
每股净资产(元)	1.44	2.01	2.22	2.56	存款增长	32.14%	28.77%	20.00%	17.00%
每股拨备前收益(元)	0.38	0.51	0.68	0.75	净利息收入增长	-12.24%	37.16%	32.87%	28.50%
P/E	13.6	12.55	9.64	6.72	手续费净收入增长	45.18%	26.60%	29.35%	26.04%
P/B	2.17	1.97	1.69	1.42	拨备前利润增长	-9.56%	58.91%	32.61%	28.00%
					净利润增长	4.47%	67.40%	30.05%	20.00%
利润表(亿元)	2009A	2010A	2011E	2012E	生息资产增长	39.47%	21.03%	15.79%	17.15%
净利息收入	196	304	404	575	付息负债增长	41.50%	19.03%	15.59%	15.62%
利息收入	374	542	635	789	生息资产收益率	3.78%	3.92%	4.01%	4.10%
利息支出	178	237	231	214	付息负债付息率	1.90%	1.82%	1.80%	1.80%
手续费净收入	32	47	61	79	有效所得税率	27.16%	17.41%	17.59%	17.59%
非利息收入	46	51	65	80	CAMEL分析	2009A	2010A	2011E	2012E
营业净收入	242	355	469	80	C:核心资本充足率	6.84%	8.15%	10.15%	12.42%
营业费用	137	185	235	83	C:资本充足率	10.39%	11.02%	13.08%	9.61%
资产减值损失	24	35	38	50	C:权益/贷款	7.42%	10.46%	9.86%	8.20%
拨备前利润	129	206	273	327	C:权益/资产	4.02%	5.49%	7.04%	6.56%
税前利润	105	171	235	269	A:不良贷款率	1.25%	0.75%	0.83%	0.88%
净利润	76	128	167	201	A:拨备覆盖率	215.69%	315.69%	355.67%	373.40%
归属母公司所有者									
净利润	76	128	167	201	A:拨备/贷款余额	2.43%	2.35%	2.40%	2.50%
资产负债表(亿元)	2009A	2010A	2011E	2012E	E:净利差(SPREAD)	1.88%	2.10%	2.21%	2.30%
贷款总额	6,490	7,788	9,112	10,661	E:净息差(NIM)	1.98%	2.20%	2.43%	2.59%
存放央行款项	1,342	1,819	2,139	2,502	E:非利息收入比例	19.20%	14.29%	14.50%	14.50%
同业资产	2,309	2,471	2,656	3,065	E:成本收入比	39.30%	39.35%	35.47%	34.61%
债券投资	1,385	1,873	2,248	2,698	E:ROAE	18.79%	19.74%	22.59%	22.78%
生息资产	11,527	13,952	16,155	18,926	E:ROAA	0.75%	0.95%	1.20%	1.30%
资产总额	11,977	14,840	17,305	20,396	E:RORWA	1.13%	1.48%	1.99%	2.05%
各项存款	7,996	10,297	12,357	14,457	L:贷存比	81.16%	75.64%	73.74%	73.50%
发行债券	216	160	160	160	L:风险加权资产系数	56.47%	52.23%	51.86%	52.84%
付息负债	10,982	13,073	15,111	17,471	存贷款配置结构	2009A	2010A	2011E	2012E
非付息负债	513	952	1,296	1,350	企业贷款占比	71.22%	73.35%	73.35%	73.35%
负债总额	11,496	14,025	16,407	17,590	票据贴现占比	7.05%	1.77%	1.77%	1.77%
股本	334	404	404	404	个人贷款占比	21.73%	24.88%	24.88%	24.88%
归属于母公司所有者权益合计	481	814	1,230	1,347	活期存款占比	46.66%	45.31%	46.21%	45.76%
杜邦分析	2009A	2010A	2011E	2012E	定期存款占比	53.34%	54.69%	53.79%	54.24%
ROE	15.88%	15.70%	17.50%	21.20%	其他	2009A	2010A	2011E	2012E
杠杆比率	4.02%	5.49%	5.19%	5.50%	员工数量(人)	5,681	8,988	11,882	
ROA	0.64%	0.86%	1.12%	1.10%	网点数量(个)	169	267	353	

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数5%-10%之间
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度50%-100%之间
一般风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度20%-50%之间
低风险	未来6个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深300指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路1号金源中心19楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn