

资产质量暂好，NIM 反弹

中性维持

目标价格：3.20 元

投资要点：

- 不良双降，逾期贷款下降
- 净息差虽反弹，但弹性不足
- 其他收益亏损

事件：光大银行发布 2011 年年报，实现归属于母公司股东的净利润 180.68 亿元，同比增长 41.3%，每股收益 0.45 元。四季度实现净利润 39.37 亿元，环比下降 20.09%。

点评：

- **业绩增长驱动因子分析：**生息资产增长 19.68%推动业绩增长 20.9 个百分点；手续费增长 48.1%推动业绩增长 7.63 个百分点；拨备支出增加 5.92%导致业绩下降 1.21 个百分点；费用比下降 3.48 个百分点推动业绩增长 9.36 个百分点；全年其他收益亏损 4 个亿导致业绩下降 2.57 个百分点。四季度业绩环比下降主要是费用比提高和拨备支出大幅增长所致。
- **净息差反弹。**期初期末数据计算的 NIM 为 2.60%（日均余额计算数据为 2.49%），提高 19 个 BP，推动业绩增长 9.50 个百分点。四季度 NIM 年化为 2.63%，环比提高 1 个 BP，导致业绩提高 0.31 个百分点。
- **不良双降，逾期贷款下降。**年末不良贷款额为 57.27 亿元，下降 1.02 亿元，不良率下降至 0.64%，降低了 11 个 BP。和中报比，逾期贷款下降 13.35%，主要是抵押贷款类逾期下降 33.3%。期限上看，逾期 1 年到 3 年贷款下降最快。
- **投资建议：**我们预计光大银行 2012 年业绩增长 28.5%，达到 232 亿元，每股收益 0.57 元，BVPS2.83 元，目前股价对应的 PE 和 PB 分别为 5.08X 和 1.03X，中性评级。

(百万元,元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	24226	35494	46013	62063	65920
净利润	7644	12794	18085	23243	25584
摊薄 EPS	0.23	0.36	0.45	0.57	0.63
BVPS	1.44	2.01	2.38	2.83	3.27
PE(X)	12.77	9.23	6.53	5.08	4.62
PB(X)	2.03	1.45	1.23	1.03	0.89

银行行业研究组

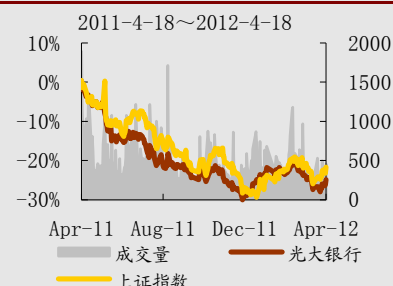
分析师：

张继袖 (S1180511010006)

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	404.35
总市值 (亿元)	1181
控股股东	汇金公司
持股比例 (%)	48.37

数据来源：wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*光大银行：拨备比环比下降——三季报点评*601818*银行*张继袖》，2011.10
- 2 《宏源证券*公司研究*光大银行：拨备支出大幅上升——中报点评*601818*银行*张继袖》，2011.8
- 3 《宏源证券*公司研究*光大银行：支出环比大幅增加——业绩快报点评*601818*银行*张继袖》，2011.7
- 4 《宏源证券*公司研究*光大银行：量价齐升——年报点评*银行*601818*张继袖》，2011.4

表 1: 净利润环比增长归因分析

	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
生息资产规模	2.22	8.64	5.41	-0.86	2.88
NIM	1.75	6.89	-1.63	5.99	0.31
手续费净收入	-2.47	14.25	-0.24	-3.66	0.69
其他收支	-0.55	1.25	2.57	-10.50	7.75
费用收入比	5.08	18.48	-0.07	-3.48	-10.76
营业税率	-0.27	0.18	-0.37	-1.57	0.48
拨备支出	-19.17	26.10	-13.50	26.02	-21.59
营业外收支	2.97	-3.28	-0.15	0.45	-0.14
所得税率	-4.78	5.50	-2.58	0.77	0.31
净利润增长率	-15.21	78.01	-10.56	13.16	-20.09

资料来源: 宏源证券

表 2: 净利润同比增长归因分析

	2009	2010	2011H	2011Q1-3	2011Q3	2011Q4	2011
生息资产规模	45.29	29.04	17.53	15.28	15.32	19.90	20.90
NIM	-65.45	25.80	12.18	14.08	13.44	14.26	9.50
手续费净收入	7.24	7.87	8.05	7.04	4.96	9.78	7.63
其他收支	9.58	-5.59	-1.87	-4.19	-9.04	3.23	-2.57
费用收入比	-17.47	13.12	11.43	13.43	17.24	-5.29	9.36
营业税率	1.43	2.11	-0.95	-1.55	-2.93	-2.39	-1.74
拨备支出	49.57	-10.78	-13.61	-3.10	20.35	5.60	-1.21
营业外收支	2.21	1.52	0.33	0.37	0.45	-3.07	-0.38
所得税率	-27.95	4.31	1.85	-0.71	-7.03	1.95	-0.14
净利润增长率	4.47	67.39	34.93	40.65	52.76	43.98	41.36

资料来源: 宏源证券

表 3: 盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2010	2011	2012E	2013E		2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	185745	228666	198955	225694	净利息收入	30422	39440	55040	57555
存放同业和其它	53275	105263	91586	103895	手续费及佣金净收入	4709	6973	8409	10614
拆出资金	23833	81746	71124	80683	其他净收入	363	-400	-1386	-2249
证券投资	187332	161114	285517	334692	营业收入合计	35494	46013	62063	65920
买入返售金融资产	170037	206941	180052	204251	营业税金及附加	2431	3448	4651	4940
衍生金融资产	3025	2262	3836	4335	业务及管理费	12590	14720	21722	21753
发放贷款及垫款	760555	868782	994339	1109163	资产减值损失	3491	3698	4637	5176
固定资产	10141	10810	9680	10317	营业支出合计	18513	21866	31010	31870
递延所得税资产	1306	1857	3149	3559	营业利润	16981	24147	31053	34050
无形资产	392	530	609	732	营业外收支净额	129	64	63	62
其他资产合计	88309	65375	118942	134815	拨备前利润	20473	27845	35690	39226
资产合计	1483950	1733346	1958681	2213309	利润总额	17111	24211	31116	34112
同业和其它金融机构存放	197214	270627	288501	326006	减: 所得税	4317	6126	7873	8528
拆入资金	18214	27362	24042	27167	净利润	12794	18085	23243	25584
卖出回购金融资产款	12679	40609	67153	78613	归属于母公司的净利润	12790	18068	23221	25560
吸收存款	1029711	1178800	1332044	1505210	少数股东损益	3	17	22	24
应付债券	16000	16000	21000	21000	基本每股收益	0.32	0.45	0.57	0.63
其他负债合计	128670	103798	111506	122736	稀释每股收益	0.32	0.45	0.57	0.63
负债合计	1402488	1637196	1844246	2080732	财务指标				
股本	40435	40435	40435	40435	成长性				
资本公积金	19901	20328	20748	20914	营收增长率	46.5%	29.6%	34.9%	6.2%
盈余公积金	2434	4226	6548	9104	EBIT 增长率	72.7%	39.4%	27.4%	8.6%
未分配利润	6963	17169	32690	48086	净利润增长率	67.3%	41.3%	28.5%	10.1%
一般风险准备	11632	13877	13877	13877	盈利性				
少数股东权益	98	115	138	162	ROA	0.9%	1.0%	1.2%	1.2%
股东权益合计	81364	96034	114297	132415	ROE	15.7%	18.8%	20.3%	19.3%
现金流量表					EBIT 率	51.0%	54.9%	51.8%	53.0%
净利润	12790	18068	23221	25560	净息差	2.18%	2.49%	2.95%	2.78%
EBIT	18117	25250	32161	34914	成本收入比	35.5%	32.0%	35.0%	33.0%
NOPLAT	13546	18861	24024	26185	估值倍数				
资产准备	3491	3698	4637	5176	PE	9.23	6.53	5.08	4.62
折旧与摊销	877	1276	2071	2282	P/S	3.33	2.57	1.90	1.79
来源	252913	234708	207050	236486	P/B	1.45	1.23	1.03	0.89
运用	286255	249395	225335	254628	股息收益率	0.99%	3.24%	4.55%	6.44%
自由现金流	-18920	5450	7810	10325	EV/EBITDA	7.06	5.05	4.06	3.74

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8 年资本市场研究经验, 今日投资 2009 年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。