

光大银行(601818.SS): 增长/资本金前景好转，上调至中性评级

最新调整

我们将光大银行的评级从卖出上调至中性，因该行在进行了去杠杆和补充资本金的努力后，其增长/资本金前景改善：(1) 光大银行在维持符合行业水平的贷款增速（三季度同比增长 12%）的同时削减了同业资产，从而在 2014 年显著降低了资产扩张速度（三季度同比增长 4%，而同业平均为 11%），同时该行更加侧重通过降低制造业贷款占比并持续增加资产质量稳定的消费贷款的方式来改善贷款结构和收益率；(2) 提前在 2014 年增加拨备（前 9 个月同比上升 81%）的做法有助于降低 2015/16 年的拨备压力；(3) H 股 IPO 后资本金状况改善，而且我们预计即将进行的优先股发售（预计将在年中完成）应该足以覆盖非标资产可能带来的额外拨备/资本金计提，从而为中期增长和派息上升提供空间；(4) 中国光大集团股份整合可能带来积极的协同效应。我们基于剩余收益模型计算的最新 12 个月目标价人民币 4.2 元隐含 2% 的上行空间，风险回报前景均衡。

自从我们于 2012 年 10 月 11 日将光大银行下调至卖出评级以来，该股累计上涨了 52.4%，表现较沪深 300 指数领先 3%，主要是因为 2014 年 11 月 7 日母公司光大集团宣布了旨在转型为一家金融综合控股公司的重组改革计划，市场猜测光大银行将从中受益，因而推动股价大涨（在随后 20 个交易日里上涨了 46%）。我们认为母公司整合对光大银行基本面的影响仍然有限。

当前观点

我们将 2014 年预期税后净利润上调了 5%，以计入 2014 年前 9 个月净息差/非净利息收入改善抵消拨备计提增加和资产增速放缓的趋势。我们还将 2015/16 年预期税后净利润提高了 5%/3%，主要因为该行提前在 2014 年增加拨备之后 2015/16 年的拨备计提将有所减少。尽管如此，我们认为短期内光大银行不良贷款和拨备的压力仍将高于同业，因为该行关注类贷款/不良贷款率高于同业，而且拨备覆盖率低于同业。我们预计光大银行 2014/15/16 年预期税后净利润增速为 9%/6%/6%，而行业均值为 10%/8%/9%。

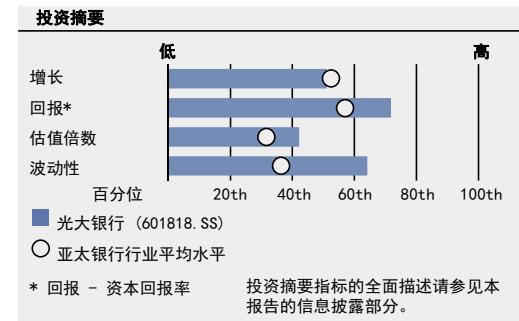
估值

我们将基于剩余收益模型的 12 个月目标价从人民币 2.2 元上调至 4.2 元，对应 1.0 倍的 2015 年预期目标市净率。我们将目标价上调 91% 受到以下因素的推动：(1) 将估值基础延展至 2015 年预期账面价值（为目标价上调贡献了 18 个百分点）；(2) 中期内资产增速和派息率上升（贡献 38 个百分点）；(3) 对通过剩余收益模型直接得出的 0.82 倍的基本目标市净率应用 22% 的流动性溢价（贡献 34 个百分点）。光大银行当前股价对应 0.98 倍的 2015 年预期市净率和 16.8% 的 2015 年预期净资产回报率，符合 A 股中小银行股的平均市净率-净资产回报率（平均对应 1.03 倍的市净率和 17.9% 的净资产回报率）。

主要风险

上行风险：资产质量/净息差好于预期。

下行风险：手续费和资产质量差于预期，宏观经济硬着陆。



主要数据

	当前			
股价 (Rmb)	4.10			
12 个月目标价格 (Rmb)	4.20			
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	191,383.9 / 30,662.6			
外资持股比例 (%)	--			
12/13	12/14E	12/15E	12/16E	
每股盈利 (Rmb)	0.58	0.63	0.66	0.70
每股盈利增长 (%)	(1.0)	8.1	5.8	5.7
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.58	0.63	0.66	0.70
每股基本盈利 (Rmb)	0.58	0.63	0.66	0.70
市盈率 (X)	5.2	6.6	6.2	5.9
市净率 (X)	0.9	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA (X)	NM	NM	NM	NM
股息收益率 (%)	5.8	3.3	3.5	3.8
净资产回报率 (%)	20.0	17.9	16.8	15.4
CROCI (%)	NM	NM	NM	NM



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	33.1	48.6	58.9
相对于沪深300指数	(0.8)	2.3	5.8

资料来源：公司数据，高盛研究预测，FactSet (股价为2/11/2015收盘价)

光大银行：财务数据概要

损益表(Rmb mn)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净利息收入	50,862.0	58,911.1	63,104.9	69,484.8
非利息收入	14,421.0	19,292.7	22,469.1	25,465.1
营业收入	65,283.0	78,203.8	85,574.0	94,949.8
非利息费用	(26,229.0)	(30,514.3)	(34,051.5)	(37,809.2)
拨备前营业利润	39,054.0	47,689.5	51,522.6	57,140.6
总拨备支出	(4,633.0)	(9,339.0)	(10,362.9)	(13,628.9)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	34,421.0	38,350.6	41,159.7	43,511.7
税金	(7,667.0)	(9,293.9)	(10,289.9)	(10,877.9)
少数股东损益	--	--	--	--
净利润	26,754.0	29,056.7	30,869.8	32,633.8
股息	(7,959.6)	(6,392.5)	(6,791.3)	(7,179.4)
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
盈利增长动力(%)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净息差	2.19	2.32	2.24	2.20
拨备支出/总贷款	0.41	0.73	0.72	0.85
同比增长(%)				
客户存款	12.5	11.3	12.3	12.3
贷款	14.5	11.8	12.1	11.9
净利息收入	1.2	15.8	7.1	10.1
手续费及佣金收入	57.7	21.2	18.5	14.0
非利息收入	49.8	33.8	16.5	13.3
营业收入	9.0	19.8	9.4	11.0
营业费用	(16.5)	(16.3)	(11.6)	(11.0)
拨备前营业利润	4.5	22.1	8.0	10.9
拨备支出	(20.1)	101.6	11.0	31.5
税前利润	9.0	11.4	7.3	5.7
净利润	13.3	8.6	6.2	5.7
每股盈利	(1.0)	8.1	5.8	5.7
每股股息	196.6	(20.4)	6.2	5.7
市场规模				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
机构数量	553.0	553.0	553.0	553.0
员工数量(000)	--	--	--	--
每员工创造收入(US\$)	NM	NM	NM	NM
每员工创造净利(US\$)	NM	NM	NM	NM
杜邦分析(%)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净资产回报率	20.0	17.9	16.8	15.4
× 杠杆比率	5.7	6.4	6.5	6.6
=总资产回报率	1.14	1.14	1.09	1.02
占资产比例				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净利息收入	2.17	2.31	2.22	2.18
手续费及佣金收入	0.64	0.71	0.75	0.77
非利息收入	0.61	0.76	0.79	0.80
营业收入	2.78	3.07	3.01	2.98
营业费用	1.12	1.20	1.20	1.19
拨备前营业利润	1.66	1.87	1.81	1.79
贷款损失拨备	0.20	0.37	0.36	0.43
税前利润	1.47	1.50	1.45	1.36
税金	0.33	0.36	0.36	0.34

资产负债表(Rmb mn)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
总贷款	1,166,310.0	1,306,795.4	1,465,800.2	1,644,015.9
不良贷款	10,029.0	16,355.6	21,126.5	26,868.6
贷款损失准备	24,172.0	29,402.9	34,006.6	41,429.2
总生息资产	2,300,657.0	2,597,278.1	2,917,856.2	3,274,046.6
其它无息资产	114,429.0	84,634.8	89,719.8	99,534.0
资产合计	2,415,086.0	2,681,912.9	3,007,576.0	3,373,580.6
客户存款	1,605,278.0	1,787,300.6	2,006,602.4	2,252,812.5
总计息负债	2,200,110.0	2,436,305.7	2,715,553.1	3,023,805.8
股东权益合计	153,052.0	171,753.2	195,831.6	228,465.4
CAMEL比率(%)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
C: 核心资本充足率	9.1	9.2	9.3	9.3
C: 权益贷款比	13.4	13.4	13.7	14.3
C: 权益资产比	6.3	6.4	6.5	6.8
A: 不良贷款率	0.9	1.3	1.4	1.6
A: 贷款损失准备/不良贷款	241.0	179.8	161.0	154.2
E: 净息差	2.19	2.32	2.24	2.20
E: 非利息收入/营业收入	22.09	24.67	26.26	26.82
E: 费用收入比	40.2	39.0	39.8	39.8
E: 平均总资产回报率	1.14	1.14	1.09	1.02
L: 贷存比率	71.1	71.5	71.4	71.1
贷款结构(%)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
商业/企业贷款	65.3	63.5	62.4	61.4
个人住房贷款	15.2	14.8	13.2	11.7
消费贷款	33.6	35.4	36.5	37.6
估值(当前股价计算)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
基本市盈率(X)	5.2	6.6	6.2	5.9
市净率(X)	0.90	1.11	0.98	0.84
股价/拨备前营业利润	4.9	4.0	3.7	3.3
股息收益率(%)	5.8	3.3	3.5	3.8
每股基本盈利(Rmb)	0.58	0.63	0.66	0.70
每股摊薄盈利(Rmb)	0.58	0.63	0.66	0.70
每股基本盈利增长(%)	(1.0)	8.1	5.8	5.7
每股摊薄盈利增长(%)	(1.0)	8.1	5.8	5.7
每股净资产(Rmb)	3.30	3.68	4.20	4.89
每股股息(Rmb)	0.17	0.14	0.15	0.15

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测