



股票代码	601818 CH	6818 HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 3.84	港币 3.50
目标价	人民币 4.03	港币 3.83
原目标价	人民币 5.96	港币 5.59
上/下浮比例	+5%	+9%
目标价格基础	0.95 倍 2015 年市净率	0.74 倍 2015 年市净率
板块评级	净率	净率
	中立	中立

股价表现—A股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年8月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

魏涛, CPA*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080004

*张耀冈、袁琳为本报告重要贡献者

光大银行

15年2季度业绩略低于预期

光大银行15年上半年股东归属净利润同比增长2.5%至162亿人民币，略低于我们的预期，主要原因是手续费收入低于预期。15年2季度净利润同比增长2.7%至79亿人民币。拨备水平相对较低以及持续上升的关注类贷款占比限制其估值。我们维持对A股和H股的持有评级，并在市场调整之后下调了目标价。

支撑评级的要点

- 资产质量风险上升。**不良贷款余额环比上升24.4%，不良贷款率环比上升24个基点至1.42%。我们估算15年上半年该行年化不良资产形成率约为1.67%，高于14年下半年的0.96%，在同业中处于相对较高水平。我们对该行的主要担忧在于拨备相对不足（不良资产覆盖率环比下滑26个基点至155%，在股份制银行同业中处于较低水平）。关注类贷款率（环比上升108个基点至4.3%）等资产质量领先指标预示下半年不良贷款形成率和拨备压力将持续上升。新增不良贷款主要出现在中西部地区。
- 得益于理财和银行卡业务，手续费收入大涨。**由于理财服务收入（15年上半年同比增长275%）和银行卡业务收入（15年上半年同比增长47%）十分理想，15年2季度该行净佣金收入同比大涨52.3%。非利息收入占到15年上半年经营收入的29.5%，比14年下半年高出3.1个百分点。展望未来，自6月底以来A股市场的调整可能拖累15年下半年手续费收入增长速度。
- 净息差稳定。**我们测算15年2季度净息差环比上升4个基点至2.3%，主要由于生息资产结构改善（用高收益应收款项类投资取代低收益同业资产）。

评级面临的主要风险

- 经济快速下滑导致资产质量严重恶化。

估值

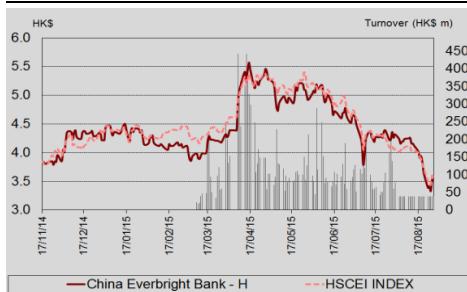
- 光大银行H股和A股当前股份分别相当于0.68倍和0.90倍2015年预期市净率。由于市场调整，我们将目标价下调。H股由于估值较低相对更具备吸引力。

投资摘要—A股

年结日: 12月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	65,527	78,771	91,412	98,052	107,022
变动(%)	9.1	20.2	16.0	7.3	9.1
净利润(人民币 百万)	26,715	28,883	28,579	27,110	25,140
全面摊薄每股收益(人民币)	0.66	0.62	0.61	0.58	0.54
变动(%)	12.5	(5.7)	(1.1)	(5.1)	(7.3)
市场预期每股收益(人民币)			0.643	0.693	0.776
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.61	0.59	0.56
调整幅度(%)	-	-		(2)	(4)
全面摊薄市盈率(倍)	5.8	6.2	6.3	6.6	7.1
每股现金流量(人民币)	3.30	3.83	4.26	4.67	5.05
价格/每股现金流量(倍)	1.16	1.00	0.90	0.82	0.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.0	17.4	15.1	13.0	11.1
每股股息(人民币)	0.17	0.19	0.18	0.17	0.16
股息率(%)	4.5	4.8	4.8	4.5	4.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



(% 绝对)	今年 至今 1 月 3 月 12 月 期 间			
	1 月 期 间	3 月 期 间	12 月 期 间	NA
绝对	(17.1)	(17.3)	(29.9)	NA
相对恒生中国企业指数	1.6	(4.5)	1.4	NA
发行股数(百万)				46,679
流通股(%)	100			
流通股市值(港币 百万)	134,677			
3个月日均交易额(港币 百万)	104			
主要股东(%)	24			
光大集团				

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年8月28日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	65,527	78,771	91,412	98,052	107,022
变动(%)	9.1	20.2	16.0	7.3	9.1
净利润(人民币 百万)	26,715	28,883	28,579	27,110	25,140
全面摊薄每股收益(人民币)	0.66	0.62	0.61	0.58	0.54
变动(%)	12.5	(5.7)	(1.1)	(5.1)	(7.3)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.657	0.692	0.722
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.61	0.59	0.56
调整幅度(%)	-	-	-	(2)	(4)
全面摊薄市盈率(倍)	4.4	4.7	4.7	5.0	5.4
每股现金流量(人民币)	3.30	3.83	4.26	4.67	5.05
价格/每股现金流量(倍)	0.87	0.75	0.68	0.62	0.57
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.0	17.4	15.1	13.0	11.1
每股股息(人民币)	0.17	0.19	0.18	0.17	0.16
股息率(%)	6.0	6.4	6.4	6.1	5.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表1. 15年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	15年上半年	14年上半年	同比(%)	环比(%)
净利息收入	32,105	27,838	15.3	6.1
手续费收入	13,558	8,632	57.1	3.8
其他非息收入	(125)	990	(112.6)	(404.9)
经营收入	45,538	37,460	21.6	4.3
经营费用	(12,133)	(10,547)	15.0	19.8
拨备前利润	33,405	26,913	24.1	(0.8)
拨备费用	(8,387)	(3,200)	162.1	10.1
经营利润	25,018	23,713	5.5	(4.2)
营业税	(3,543)	(3,002)	18.0	1.4
非经常性收入/亏损	15	60	(75.0)	NA
税前利润	21,490	20,771	3.5	(5.0)
所得税	(5,223)	(4,899)	6.6	(2.7)
净利润	16,267	15,872	2.5	(5.7)
少数股东权益	(26)	(27)	(3.7)	(14.3)
归属净利润	16,241	15,845	2.5	(5.7)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表2. 15年上半年业绩 vs. 中银国际预测

(人民币, 百万)	实际	预测	差异(%)
净利息收入	32,105	31,637	1.5
手续费收入	13,558	15,043	(9.9)
其他非息收入	(125)	134	(193.1)
经营收入	45,538	46,814	(2.7)
经营费用	(12,133)	(12,581)	(3.6)
拨备前利润	33,405	34,233	(2.4)
拨备费用	(8,387)	(8,598)	(2.5)
经营利润	25,018	25,635	(2.4)
营业税	(3,543)	(3,733)	(5.1)
非经常性收益/亏损	15	0	NA
税前利润	21,490	21,902	(1.9)
所得税	(5,223)	(5,261)	(0.7)
净利润	16,267	16,641	(2.2)
少数股东权益	(26)	0	NA
归属净利润	16,241	16,641	(2.4)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

损益表 - A/H 股 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润收入	50,862	58,259	64,611	65,845	68,140
净手续费及佣金	14,952	19,157	25,314	30,571	37,083
其他非息收入	(287)	1,355	1,487	1,636	1,800
经营收入	65,527	78,771	91,412	98,052	107,022
经营费用	(26,473)	(30,008)	(34,907)	(38,179)	(41,996)
拨备前经营利润	39,054	48,763	56,505	59,873	65,026
贷款损失拨备	(4,633)	(10,209)	(18,002)	(22,454)	(30,015)
经营利润	34,421	38,554	38,503	37,418	35,011
营业税	0	0	0	0	119
非经常性项目	34,421	38,554	38,503	37,418	35,131
税前利润	(7,667)	(9,626)	(9,353)	(8,934)	(8,341)
所得税	26,754	28,928	29,150	28,484	26,790
税后利润	(39)	(45)	(41)	(50)	(60)
净利润	26,715	28,883	29,109	28,435	26,730
优先股股息	0	0	(530)	(1,325)	(1,590)
可归属于普通股股东的	26,715	28,883	28,579	27,110	25,140
净利润					
变动 (%)	13	8	(1)	(5)	(7)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A/H 股 (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	34,421	38,554	38,503	37,418	35,131
非现金项目	(1,282)	2,260	3,536	7,152	13,788
其他变化	2,619	1,268	6,357	8,146	8,141
流动资金的变动	(36,764)	(7,157)	94,745	64,569	50,915
经营活动产生的净现金流	(1,006)	34,925	143,141	117,285	107,975
投资活动产生的净现金流	(22,720)	(92,527)	(426,204)	(106,243)	(117,205)
融资活动产生的净现金流	2,634	38,782	76,343	(7,545)	(17,218)
现金增/(减)	(21,092)	(18,820)	(206,720)	3,498	(26,448)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A/H 股

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
生息资产收益率	5.3	5.3	4.9	4.6	4.5
资金成本	3.2	3.2	3.0	2.9	2.9
利差	2.1	2.1	1.9	1.7	1.6
净息差	2.3	2.3	2.2	2.0	2.0
其他收入总收入	22.4	26.0	29.3	32.8	36.3
成本收入比	40.4	38.1	38.2	38.9	39.2
有效税率	22.3	25.0	24.3	23.9	23.7
增长率					
贷款增长率	14.0	11.4	13.4	7.9	7.5
存款增长率	12.5	11.2	9.6	6.5	6.1
资产增长率	6.0	13.3	15.2	7.3	6.8
可持续增长率	18.2	20.0	20.5	15.6	13.9
流动性					
贷存比	72.6	70.1	72.6	73.5	74.4
贷款资金比	70.8	69.3	69.5	70.8	72.0
贷款资产比	48.3	47.5	46.7	47.0	47.3
核心负债/总负债	58.9	59.6	59.3	73.1	72.4
资产质量					
不良贷款率	0.9	1.2	1.7	2.4	3.0
总拨备覆盖率	241.0	180.5	155.0	137.1	139.9
贷款拨备率	2.1	2.2	2.6	3.2	4.1
新增不良贷款形成率	0.8	0.8	1.3	1.5	1.5
信用成本	0.4	0.8	1.3	1.5	1.8
资本充足率					
权益资产比率	6.3	6.6	6.3	6.5	6.5
核心一级资本充足率	9.7	10.0	8.9	8.9	9.3
一级资本充足率	9.7	10.0	9.8	10.2	10.5
总资本充足率	11.3	12.0	12.4	12.9	13.5
回报率					
资产回报率	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
股本回报率	20.0	17.4	15.1	13.0	11.1
已运用资本收益率	20.0	17.4	15.4	13.6	11.8
风险加权资产回报率	1.8	1.7	1.4	1.2	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371