



601818.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.00

板块评级: 强于大市

股价表现



	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	8.1	(4.1)	8.1	3.4
相对上证指数	(15.7)	(5.3)	(15.7)	6.4
发行股数(百万)	52,489			
流通股(%)	89			
总市值(人民币百万)	186,717			
3个月日均交易额(人民币百万)	429			
资本充足率%(2018)	13.01			
主要股东(%)				
中国光大集团股份公司				
25.43%				

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年3月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S130051710003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

光大银行

营收及拨备前利润保持靓丽, 资产质量有待观察

光大银行 2018 年盈利增长符合预期, 营收表现靓丽, 不过资产质量边际走弱, 尤其是零售不良增长有所加快, 后续表现有待观察。公司在新董事长上任后, 零售转型脚步加快, 以信用卡为代表的特色业务增长迅猛, 期待竞争优势向零售负债端的迁徙。公司估值仍处于行业低位, 关注零售转型推进, 维持光大银行买入评级。

支撑评级的要点

■ 营收及拨备前利润保持高增, 拨备计提力度加大至净利润增速回落

光大银行 18 年净利润同比增 6.7%, 同比增速较前三季度回落 2.4 个百分点, 主要由拨备计提加大所致。从收入端来看, 18 年同比增速达到 20%, 主要改善因素来自: 1) 息差较 17 年提升 22BP 带动净利息收入快增; 2) 手续费收入在信用卡相关收入的拉动下增长迅速, 银行卡收入全年增长 41%, 使得手续费收入全年实现 20% 的增速。

■ 息差延续改善趋势, 资产端倾斜零售

光大银行全年净息差 1.74%, 同比提升 22BP, 我们按期初期末余额测算公司 4 季度单季净息差环比提升 4BP 至 1.64%。我们认为公司 18 年息差取得较大幅度改善源自两方面: 1) 资产端结构优化: 光大银行全年总资产同比增 6.6%, 其中贷款同比增速达到 19%, 结构明显向贷款倾斜, 而在新增信贷中 2/3 投向零售, 尤其是信用卡和消费贷, 同比增速分别达到 33% 和 247%, 拉动全年贷款收益率同比提升 25BP。2) 负债端受益资金利率下行, 同业负债成本较 6 月末下降 20BP 至 3.57%, 应付债券成本较半年末下降 22BP。不过需要关注的是, 公司全年存款成本较半年末提升 5BP 至 2.15%, 可见公司全年 13% 的存款增长主要依赖于高息负债, 活期存款全年仅增 0.8%, 基础存款表现有待提升。

■ 不良生成环比上升, 关注零售资产质量

公司 4 季度不良贷款率环比上行 1BP 至 1.59%, 账面不良整体稳定, 但我们测算公司 4 季度单季不良生成率 1.72%, 环比提升 64bps, 同时 4 季末关注类贷款占比较 2018H 提升 6BP 至 2.41%, 资产质量压力有所增加。拆分结构来看, 除对公持续主动出清, 零售不良贷款余额占比同比提升 2.48 个百分点, 预计是由于信用卡和消费类贷款的快速增长有关, 后续表现值得关注。截至 18 年 4 季度末, 光大银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比值为 84%。拨备方面, 光大银行的拨备覆盖率环比提升 3.51 个百分点至 176%, 拨备仍有进一步提升空间以提高风险防范的能力。

估值:

■ 考虑到公司 19 年息差修复空间受资产端整体定价下行的制约以及拨备计提力度的加大, 我们下调 19/20 年公司盈利增速至 6.2%/7.4% (原预测为 9.3%/8.9%)。目前股价对应 2019/20 年 PE 为 5.87x/5.47x, PB 为 0.67x/0.61x

评级面临的主要风险:

■ 资产质量下滑超预期、金融监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	91,427	109,719	119,069	127,723	137,035
变动(%)	-2.5%	20.0%	8.5%	7.3%	7.3%
净利润	31,545	33,659	35,749	38,401	40,835
变动(%)	4.0%	6.7%	6.2%	7.4%	6.3%
净资产收益率(%)	12.9%	12.1%	11.9%	11.7%	11.4%
每股收益	0.60	0.64	0.68	0.73	0.78
原先预测每股收益(人民币)			0.72	0.78	
变动(%)			(5.6)	(6.4)	
市盈率(倍)	6.66	6.24	5.87	5.47	5.14
市净率(倍)	0.78	0.73	0.67	0.61	0.56

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 2018 年年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2017	2018	同比 (%)
营业收入	91,850	110,244	20.03
利息净收入	60,950	61,043	0.15
利息收入	160,343	168,567	5.13
减：利息支出	99,393	107,524	8.18
手续费及佣金净收入	30,774	36,894	19.89
手续费及佣金收入	33,025	39,552	19.76
减：手续费及佣金支出	2,251	2,658	18.08
其他业务收入	494	518	4.86
税金及附加	1,025	1,165	13.66
管理费用	29,317	31,736	8.25
资产减值损失	20,570	84	74.18
其他业务成本	357	525	47.06
营业利润	40,581	40,990	1.01
利润总额	40,646	40,852	0.51
减：所得税	9,035	7,131	(21.07)
归属于母公司所有者的净利润	31,545	33,659	6.70

资料来源：公司公告，中银国际证券

事项：

光大银行公布 2018 年年报，2018 年净利润同比+6.70%。总资产 4.36 万亿元(+6.58%, YoY/+0.04%, QoQ)。其中贷款+19.21%YoY/+2.15%QoQ；存款+13.17%YoY/+3.50%QoQ。营业收入同比+20.03%，净息差 1.74% (+22bp, YoY)，利息净收入同比+0.15%，手续费净收入同比+19.89%。成本收入比 28.79%(-3.13pct, YoY)。不良贷款率 1.59% (+1bp, QoQ)。拨备覆盖率 176.16% (+3.51pct, QoQ)。公司年化 ROA 0.80% (+2bp, YoY)；年化 ROE 11.55% (-1.20pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 9.15%，资本充足率 13.01%，现金分红率 25.11%。

营收及拨备前利润保持高增，拨备计提力度加大至净利润增速回落

光大银行 18 年净利润同比增 6.7%，同比增速较前三季度回落 2.4 个百分点，主要由拨备计提加大所致，全年拨备计提同比大增 74%，导致净利润增速收窄。从收入端来看，18 年全年保持高增，同比增速达到 20%，主要改善因素来自：1) 息差较 17 年提升 22BP 带动净利息收入快增（由于 I9 准则切换，部分净利息收入反映在投资收益中）；2) 手续费收入在信用卡相关收入的拉动下增长迅速，银行卡收入全年增长 41%，使得手续费收入在资管板块受新规调整抑制的情况下，全年依然实现 20% 的增速。

息差延续改善趋势，资产端倾斜零售

光大银行全年净息差 1.74%，同比提升 22BP，我们按期初期末余额测算公司 4 季度单季净息差环比提升 4BP 至 1.64%，全年逐季回升。我们认为公司 18 年息差取得较大幅度改善的原因来自两方面：1) 资产端结构优化：光大银行全年总资产同比增 6.6%，其中贷款同比增速达到 19%，结构明显向贷款倾斜，而在新增信贷中 2/3 投向零售，尤其是信用卡和消费贷，同比增速分别达到 33% 和 247%，拉动全年贷款收益率同比提升 25BP。2) 负债端受益资金利率下行，同业负债成本较 6 月末下降 20BP 至 3.57%，应付债券成本较半年末下降 22BP。不过需要关注的是，公司全年存款成本较半年末提升 5BP 至 2.15%，可见公司全年 13% 的存款增长主要依赖于高息负债，活期存款全年仅增 0.8%，拖累活期存款占比全年下降 4.5 个百分点，基础存款表现有待提升。

不良生成环比上升，关注零售资产质量

光大银行4季度不良贷款率环比上行1BP至1.59%，账面不良整体保持稳定，但我们测算公司4季度单季不良生成率1.72%，环比3季度提升64bp，同时光大银行4季末关注类贷款占比较2018H提升6BP至2.41%，资产质量压力有所增加。拆分结构来看，除对公持续主动出清，零售不良贷款余额占比同比提升2.48个百分点，生成速度有所加快，预计是由于信用卡和消费类贷款的快速增长有关，后续表现值得关注。截止18年4季度末，光大银行逾期90天以上贷款/不良贷款的比值为84%，较2018H进一步下行(89.8%)，不良认定较为严格。拨备方面，光大银行的拨备覆盖率环比提升3.51个百分点至176%，拨贷比2.80%，较2018H提升18BP，拨备仍有进一步提升空间以提高风险防范的能力。

投资建议

光大银行2018年盈利增长符合预期，营收表现靓丽，不过资产质量边际走弱，尤其是零售不良增长有所加快，后续表现有待观察。公司在新董事长上任后，零售转型脚步加快，以信用卡为代表的特色业务增长迅猛，期待竞争优势向零售负债端的迁徙。考虑到公司19年息差修复空间受资产端整体定价下行的制约以及拨备计提力度的加大，我们下调19/20年公司盈利增速至6.2%/7.4%（原预测为9.3%/8.9%）。目前股价对应2019/20年PE为5.87x/5.47x，PB为0.67x/0.61x，公司估值仍处于行业低位，关注零售转型推进，维持光大银行买入评级。

风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。
- 2、中美贸易摩擦进一步升级。**中美贸易摩擦发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.60	0.64	0.68	0.73	0.78
BVPS (摊薄/元)	5.14	5.46	5.97	6.51	7.10
每股股利	0.18	0.16	0.17	0.18	0.20
分红率(%)	30.12	25.11	25.11	25.11	25.11
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	2,032	2,429	2,745	3,102	3,505
证券投资	1,389	1,316	1,356	1,356	1,356
应收金融机构的款项	198	175	175	175	175
生息资产总额	3,922	4,220	4,573	4,932	5,338
资产合计	4,088	4,357	4,722	5,093	5,513
客户存款	2,273	2,572	2,675	2,782	2,893
计息负债总额	3,680	3,962	4,157	4,362	4,579
负债合计	3,783	4,035	4,373	4,715	5,104
股本	52	52	52	52	52
股东权益合计	305	321	348	377	408
利润表(Rmb bn)					
净利润收入	60.95	61.04	67.44	72.91	78.78
净手续费及佣金收入	30.77	36.89	39.85	43.03	46.48
营业收入	91.43	109.72	119.07	127.72	137.04
营业税金及附加	(1.03)	(1.17)	(1.26)	(1.36)	(1.46)
拨备前利润	61.15	76.68	83.23	89.29	95.80
计提拨备	(20.57)	(35.83)	(39.84)	(42.68)	(46.24)
税前利润	40.58	40.85	43.39	46.61	49.56
净利润	31.55	33.66	35.75	38.40	40.83
资产质量					
NPL ratio(%)	1.59	1.59	1.58	1.57	1.57
NPLs	32.39	38.42	43.37	48.69	55.02
拨备覆盖率(%)	158	176	194	199	200
拨贷比(%)	2.52	2.80	3.06	3.13	3.14
一般准备/风险加权资(%)	1.79	2.14	2.45	2.62	2.74
不良贷款生成率(%)	0.87	1.14	1.10	1.20	1.20
不良贷款核销率(%)	(0.68)	(0.87)	(0.91)	(1.02)	(1.01)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	13.19	19.53	13.00	13.00	13.00
生息资产增长率	1.02	7.59	8.38	7.85	8.23
总资产增长率	1.70	6.58	8.38	7.85	8.23
存款增长率	7.16	13.17	4.00	4.00	4.00
付息负债增长率	(0.19)	7.66	4.91	4.94	4.97
净利息收入增长率	(6.64)	0.15	10.48	8.11	8.05
手续费及佣金净收入增长率	9.47	19.89	8.00	8.00	8.00
营业收入增长率	(2.54)	20.01	8.52	7.27	7.29
拨备前利润增长率	(4.62)	25.40	8.54	7.28	7.30
税前利润增长率	1.00	0.67	6.21	7.42	6.34
净利润增长率	4.01	6.70	6.21	7.42	6.34
非息收入占比	33.66	33.63	33.46	33.69	33.92
成本收入比	32.07	28.92	28.92	28.92	28.92
信贷成本	1.07	1.61	1.54	1.46	1.40
所得税率	22.26	17.46	17.46	17.46	17.46
盈利能力 (%)					
NIM	1.52	1.74	1.78	1.78	1.78
拨备前 ROAA	1.51	1.82	1.83	1.82	1.81
拨备前 ROAE	22.03	24.49	24.85	24.62	24.42
ROAA	0.78	0.80	0.79	0.78	0.77
ROAE	12.87	12.11	11.93	11.72	11.43
流动性 (%)					
分红率	30.12	25.11	25.11	25.11	25.11
贷存比	89.41	94.44	102.61	111.49	121.14
贷款/总资产	49.70	55.74	58.12	60.89	63.58
债券投资/总资产	33.98	30.21	28.71	26.62	24.59
银行同业/总资产	4.85	4.03	3.72	3.44	3.18
资本状况					
核心一级资本充足率 2	9.56	9.15	9.22	9.33	9.38
资本充足率	13.49	13.01	12.79	12.63	12.43
加权风险资产-一般法	2,857	3,167	3,432	3,702	4,006
% RWA/总资产(%)	69.88	72.67	72.67	72.67	72.67

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371