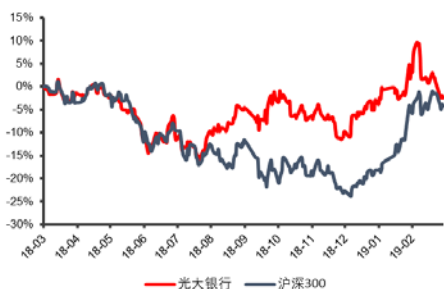


## 光大银行：调结构增效益，风险可控估值提升有空间

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	52,489/52,489
总市值/流通(百万元)	209,957/209,957
12个月最高/最低(元)	4.49/3.45

#### 相关研究报告:

光大银行(601818)《光大银行：收入端向好，  
渡过资产质量难关后便是雨过天晴》  
——2015/08/31

#### 证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516090002

#### 研究助理：支初蓉

电话：010-88695262

E-MAIL: zhicr@tpyzq.com

**事件:**3月28日,光大银行发布2018年年报,公司2018年实现营业收入1102亿元,同比+20.0%;实现归母净利润337亿元,同比+6.7%。

**投资净收益大幅增加拉动业绩。**光大银行2018年实现归母净利润337亿元,同比+6.7%,增速较前三季度下降2.4个百分点,较2017年上升2.7个百分点。其中,利息净收入、手续费净收入和其他非息收入对业绩增长的贡献率分别为0.3%、19.4%和38.6%。其他非息收入是业绩增长的主要原因。18年其他非息收入为123亿元,较前三季度增加26亿元,较2017年增加122亿元,占营收的比重从0.1%上升至11.2%。其中,投资净收益109亿元,较2017年增加111亿元,投资收益大幅增加主要因为2018年新金融工具会计准则要求将原在“利息收入”中核算的货币基金、债券基金等业务收入调整至“投资收益”等其他收入中核算。

**存贷款增速持续提升,息差显著改善。**2018年生息资产平均余额同比下滑1.3%,主要受投资及同业资产大幅下滑所致,投资平均余额同比-21.4%,同业资产同比-16.0%。贷款表现较好,余额同比+19.2%至2.36万亿,增速连续四个季度上升。存款端情况也比较乐观,存款余额2.57万亿,同比+13.2%,增速持续三个季度提升。需要警惕的是,光大银行存贷比较高(94.1%),但边际上已有所改善,较三季度末下降1.5个百分点。18年净息差为1.74%,较上半年上升11个BP。息差环比改善归因于贷款利率上升,同业负债付息率及已发行证券付息率下降。

**不良率小幅上升,逾期90天以上贷款同比减少。**2018年末不良率为1.59%,环比三季度上升1个BP,同比持平。不良贷款同比增速较高(18.6%),但关注贷款从2017年起同比下降,关注贷款率为2.41%,较上半年上升6个BP。逾期90天以上贷款为323亿元,同比-3.6%,占总贷款比重降至1.3%,不良贷款偏离度也有所下降(2018: 84.1%; 2017: 89.8%)。

**投资建议:**光大银行目前0.75倍PB估值处于同业中较低水平,资产质量预期改善有助于估值修复;资产结构调整改善息差,业绩确定性较强。预计19/20年归母净利润YOY分别为6.4%/6.2%,对应BVPS6.6/7.1元,现价0.61/0.56倍PB。2019年目标价4.6元,对应0.7倍PB,现价空间16%,给予“增持”评级。

**风险提示:**宏观经济下行的风险;严监管的政策风险;信用风险;市场风险。

### ■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	110244	121709	134188	147332
(+/-%)	20.03	10.40	10.25	9.80
净利润(百万元)	33659	35820	38030	40373
(+/-%)	6.70	6.42	6.17	6.16
摊薄每股收益(元)	0.64	0.68	0.72	0.77
市盈率(PE)	6.24	5.86	5.52	5.20

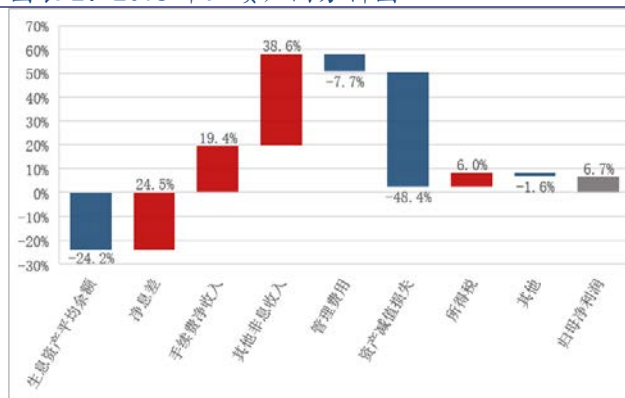
资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1：业绩归因分析表

单位：亿元	2017 年	2018 年	增加额	贡献率
生息资产平均余额	40,099	35,082	-76	-24.2%
净息差	1.52%	1.74%	77	24.5%
手续费净收入	308	369	61	19.4%
其他非息收入	1	123	122	38.6%
管理费用	-293	-317	-24	-7.7%
资产减值损失	-206	-358	-153	-48.4%
所得税	-90	-71	19	6.0%
其他	-14	-19	-5	-1.6%
归母净利润	315	337	21	6.7%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：2018 年业绩归因分析图



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：营业收入及增速



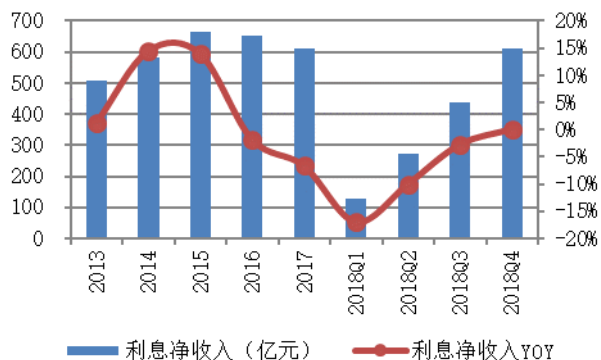
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：归母净利润及增速



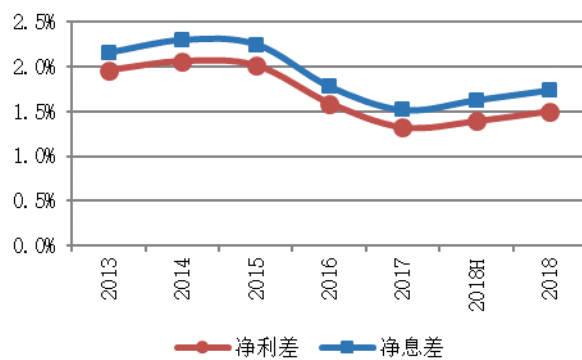
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：利息净收入及增速



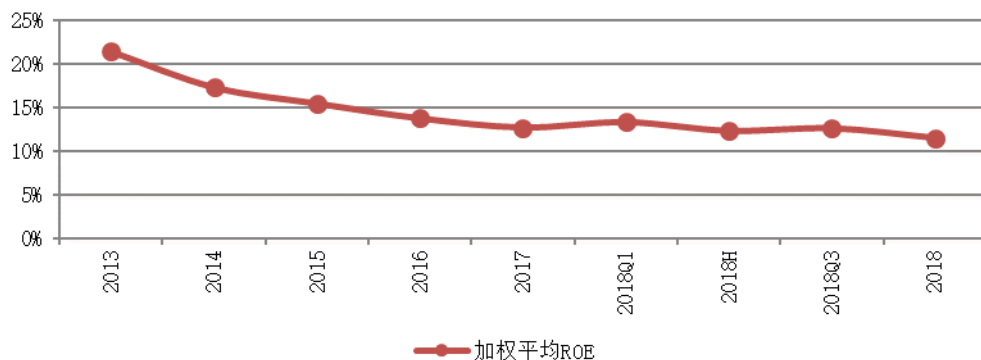
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：净息差、净利差



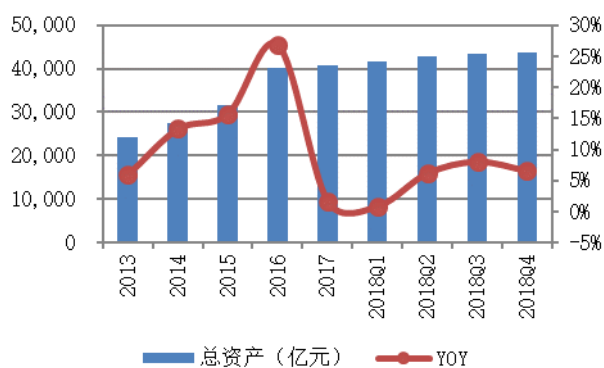
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：加权平均 ROE



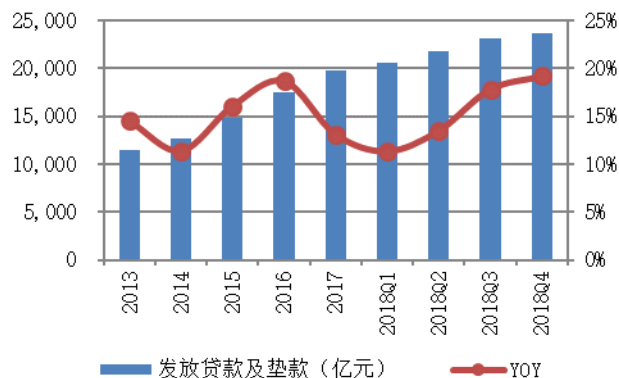
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：总资产及增速



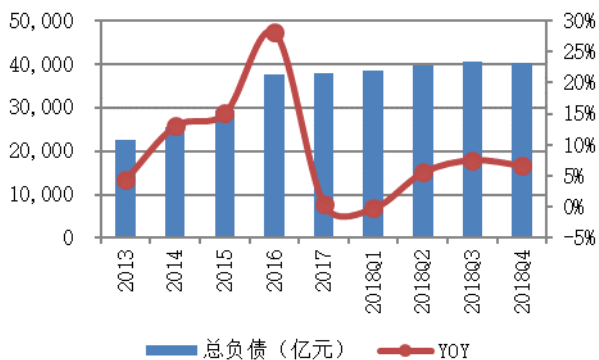
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：贷款余额及增速



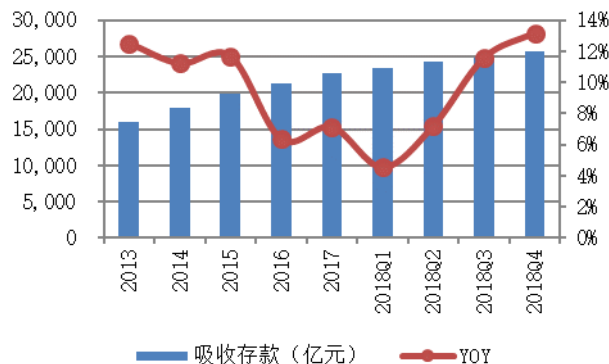
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：总负债及增速



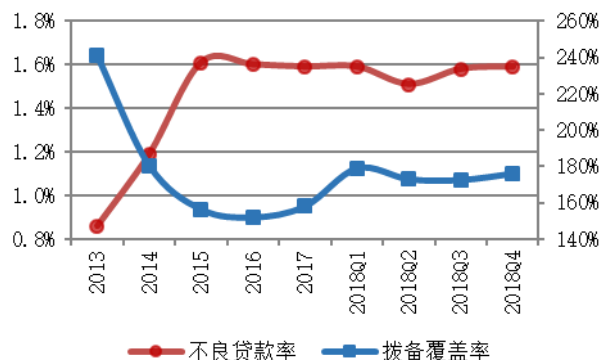
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：存款余额及增速



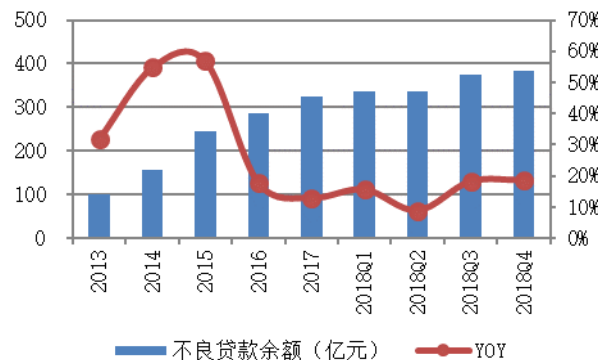
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：不良率及拨备覆盖率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：不良贷款余额及增速



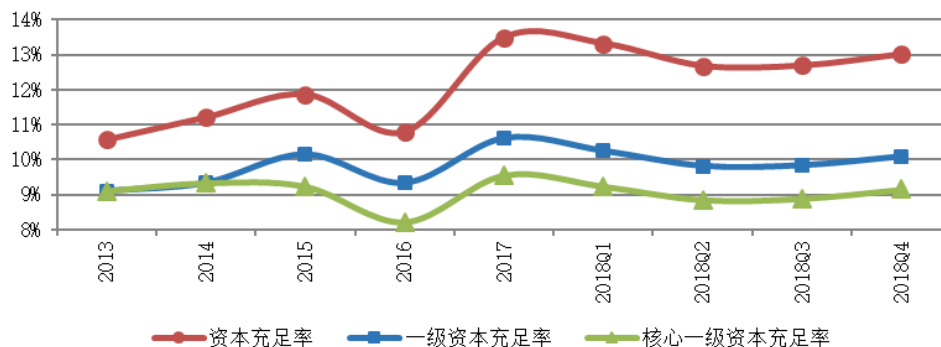
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：资产质量相关指标

单位：亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017H	2017	2018H	2018
不良率	0.74%	0.86%	1.19%	1.61%	1.60%	1.58%	1.59%	1.51%	1.59%
拨备覆盖率	340%	241%	181%	156%	152%	152%	158%	173%	176%
贷款总额	10,232	11,663	12,995	15,135	17,953	19,644	20,321	22,327	24,213
不良贷款余额	76	100	155	244	287	311	324	338	384
逾期 90 天以上贷款	70	85	185	352	357	345	335	303	323
逾期贷款	170	216	451	618	515	498	500	510	572
净资产	1,142	1,528	1,790	2,235	2,505	2,655	3,048	3,042	3,215
资产减值损失	58	46	102	217	239	100	206	146	358
归母净利润	236	267	289	295	303	169	315	181	337

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 15：资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**投资建议：**光大银行目前 0.75 倍 PB 估值处于同业中较低水平，资产质量预期优化有助于估值修复；资产结构调整改善息差，业绩确定性强。预计 19/20 年归母净利润 YOY 分别为 6.4%/6.2%，对应 BVPS6.6/7.1 元，现价 0.61/0.56 倍 PB。2019 年目标价 4.6 元，对应 0.7 倍 PB，现价空间 16%，给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济下行的风险；信用违约可能在节奏上超逾期；严监管的政策风险；信用风险；市场风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
发放贷款	1,980,818	2,361,278	2,715,470	3,095,635	3,498,068	营业收入	91,850	110,244	121,709	134,188	147,332
投资	285,011	175,463	144,633	124,000	108,038	利息净收入	60,950	61,043	67,587	74,655	81,845
存放同业	507,187	541,066	830,354	577,447	490,091	利息收入	160,343	168,567	177,213	186,302	195,858
拆出资金	148,816	96,685	77,348	65,746	55,884	利息支出	99,393	107,524	109,625	111,647	114,012
买入返售款项	91,441	37,773	28,330	21,247	16,998	手续费净收入	30,774	36,894	42,299	47,219	50,838
现金或存放央行	353,703	366,575	384,904	365,659	329,093	其他非息收入	126	12,307	11,822	12,314	14,648
其他资产	170,775	152,936	159,527	159,473	138,824	税金及附加	1,025	1,165	1,286	1,418	1,557
资产合计	4,088,243	4,357,332	4,640,559	4,918,992	5,189,537	业务及管理费	29,317	31,736	36,513	40,927	45,673
						资产减值损失	20,570	35,828	38,947	43,611	48,619
吸收存款	2,272,665	2,571,961	2,880,596	3,197,462	3,517,208	营业支出	51,269	69,254	77,270	86,482	96,374
已发行债券	445,396	440,449	436,045	414,242	393,530	营业利润	40,581	40,990	44,438	47,707	50,957
同业存放	577,447	490,091	416,577	374,920	337,428	利润总额	40,646	40,852	44,402	47,619	50,896
拆入资金	106,798	152,037	163,345	146,854	111,745	所得税	9,035	7,131	8,520	9,527	10,461
卖出回购金融资产款	45,581	40,411	38,390	34,551	31,096	净利润	31,611	33,721	35,882	38,092	40,435
向央行借款	232,500	267,193	280,553	294,580	309,309	少数股东损益	66	62	62	62	62
应交税费	4,932	5,666	6,034	6,396	6,748	归母净利润	31,545	33,659	35,820	38,030	40,373
其他负债	97,488	67,051	71,409	75,694	79,857						
负债合计	3,782,807	4,034,859	4,292,950	4,544,700	4,786,922						
股本	52,489	52,489	52,489	52,489	52,489	预测指标					
盈余公积	21,054	24,371	28,015	32,018	36,415		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
一般风险准备	52,257	54,036	56,080	58,324	60,760	贷款增长率	13.08%	19.21%	15.00%	14.00%	13.00%
未分配利润	92,164	100,296	119,682	140,056	161,483	存款增长率	7.16%	13.17%	12.00%	11.00%	10.00%
归属母公司股东权益合计	306,605	319,833	346,562	373,183	401,444	营业收入增速	-2.33%	20.03%	10.40%	10.25%	9.79%
少数股东权益	676	985	1,047	1,109	1,171	利息净收入增速	-6.64%	0.15%	10.72%	10.46%	9.63%
股东权益合计	305,436	322,473	347,609	374,292	402,615	归母净利润增速	4.01%	6.70%	6.42%	6.17%	6.16%
						ROE	12.75%	11.55%	10.77%	10.58%	10.44%
盈利能力						ROA	0.78%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	BPS(元)	5.14	5.46	6.60	7.11	7.65
生息资产收益率	4.00%	4.26%	4.08%	4.03%	3.99%	EPS(元)	0.59	0.64	0.68	0.72	0.77
付息负债成本率	2.68%	2.78%	2.68%	2.57%	2.49%	PE(X)	6.78	6.24	5.86	5.52	5.20
净息差	1.52%	1.74%	1.75%	1.76%	1.77%	PB(X)	0.78	0.73	0.61	0.56	0.52
成本收入比	31.92%	28.79%	30.00%	30.50%	31.00%	PPOP(元)	1.17	1.46	1.59	1.74	1.90
						P/PPOP(X)	3.43	2.74	2.52	2.30	2.11

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 银行团队介绍

**孙立金：**银行首席分析师，北京大学企业管理硕士；十年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券；对银行、非银有深入研究。2016 年金融界银行第 3 名，2017 年东方财富银行第 4 名；2018 年“天眼”最佳分析师银行第 2 名；“每市”组合 2018 年银行第 2 名。

**支初蓉：**银行行业研究助理，英国杜伦大学金融学硕士，2018 年加入太平洋证券，对商业银行有深入研究。



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com



华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。