

### 银行 III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 张中阳

S0960110080064

0755-82026914

zhangzhongyang@cjis.cn

6-12 个月目标价: 4.57 元

当前股价: 4.44 元

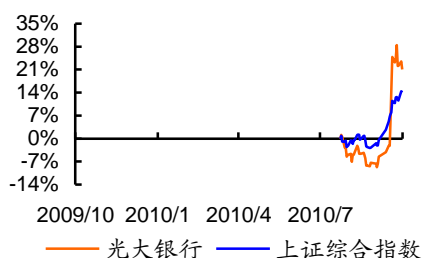
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2997.05
总股本(百万)	40435
流通股本(百万)	2450
流通市值(亿)	109
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.19
资产负债率	96.0%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
光大银行	31.36	0.00	0.00
上证综合指数	14.04	16.37	3.06



### 相关报告

《光大银行-甩掉历史包袱, 有望步入快速增长通道》2010-10-14

## 光大银行

601818

推荐

### 净息差快速提升 净利润高速增长

光大银行 2010 年前三季度拨备前利润 152.32 亿, 同比增长 51.83%, 净利润 100.59 亿, 同比增长 71.35%。每股收益 0.25 元, 每股净资产 1.98 元。

#### 投资要点:

- **决定业绩增长的正面因素:** 净息差的快速提升, 从 2009 年的 1.98% 上升 33bp 至 2.31%; 手续费及佣金净收入的同比快速增长 43.77%; 成本的有效控制, 成本收入比从年初的 39.30% 下降到 35.39%。
- **影响业绩增长的负面因素:** 投资收益同比下降 43.52%、公允价值变动收益同比下降 189.75%, 导致其他非利息收入同比下降 69.72%。
- **贷款增长明显低于存款, 贷存比显著下降。** 贷款比年初仅增长 13.36%, 存款增长较快, 比年初增长 26.83%。生息资产中贷款占比下降至 52.18%, 付息负债中存款占比回升至 77.77%, 贷存比从 09 年底的 80.35% 显著下降至 71.81%。
- **净息差快速提升。** 从 09 年的 1.98% 回升 33bp 至 10 年前三季度的 2.31%, 可能由于同业资产收益率得提高和贷款议价能力的提升。三季度提升势头有所减缓, 原因可能是吸收了较多成本较高的结构性存款。
- **资产质量继续改善, IPO 后资本充足率显著提高。** 不良保持双降, 不良贷款率降至 0.87%, 拨备覆盖率达到 265.49%, 拨备比贷款余额达到 2.31%。资本充足率 11.94%, 核心资本充足率为 8.99%。
- **光大银行显示了其高增长性, 维持推荐评级。** 我们预测光大银行 10-12 年 EPS 为 0.32、0.42 和 0.53 元, 每股净资产为 2.02、2.39 和 2.86 元。维持“推荐”的投资评级, 目标价 4.57 元。

**风险提示:** 房地产调控政策; 监管政策变化; 宏观经济和利率市场化风险。

#### 主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	24,701	24,259	33,553	40,859	50,933
同比增长	23.23%	-1.79%	38.32%	21.77%	24.66%
净利润(百万元)	7,316	7,643	12,880	16,912	21,417
同比增长	45.19%	4.47%	68.52%	31.31%	26.63%
ROAE	25.26%	18.79%	19.83%	18.94%	20.17%
每股收益(元)	0.26	0.23	0.32	0.42	0.53
每股净资产(元)	1.18	1.44	2.02	2.39	2.86
市盈率	17.1	19.4	13.9	10.6	8.4
市净率	3.8	3.1	2.2	1.9	1.6

资料来源: 中投证券研究所

## 一、净息差快速提升，净利润同比增长 71.35%

光大银行 10 年前三季度拨备前利润 152.32 亿，同比增长 51.83%，净利润 100.59 亿，同比增长 71.35%，每股收益 0.25 元，每股净资产 1.98 元。业绩的高增长主要源于净息差的提升、手续费及佣金净收入的增长以及成本的有效控制。

决定业绩增长的正面因素：

- 1、净息差的快速提升，从 09 年的 1.98% 回升 33bp 至 2.31%。
- 3、手续费及佣金净收入的同比快速增长 43.77%。
- 4、成本的有效控制，成本收入比从年初的 39.30% 下降到 35.39%。

影响业绩增长的负面因素：

- 1、投资收益同比下降 43.52%、公允价值变动收益同比下降 189.75%，导致其他非利息收入同比下降 69.72%
- 2、生息资产规模的增长较慢，比年初增长 22.42%，其中贷款比年初仅增长 13.36%，低于预期。

表格 1 光大银行净利息收入、净利润同比分别增长 61.10% 和 71.35%

利润表（百万）	2007	2008	2009Q1-3	2009	2010H	2010Q1-3	2010Q3
净利息收入	17,772	22,336	13,768	19,602	14,237	22,180	7,943
手续费及佣金净收入	1,190	2,174	2,587	3,157	2,544	3,719	1,175
其他非息收入	1,082	191	1,603	1,500	534	485	(48)
营业收入	20,044	24,701	17,958	24,259	17,315	26,385	9,070
业务及管理费	6,377	8,301	6,523	9,533	5,899	9,336	3,438
拨备前利润	12,089	14,212	10,032	12,852	10,224	15,232	5,008
资产减值损失	3,700	6,288	2,140	2,360	977	1,837	860
税前利润	8,389	7,924	7,892	10,493	9,247	13,395	4,148
所得税率	39.93%	7.67%	25.61%	27.16%	26.10%	24.91%	22.25%
净利润	5,039	7,316	5,871	7,643	6,834	10,059	3,225
成本收入比（不含营业税）	31.81%	33.61%	36.33%	39.30%	34.07%	35.39%	37.90%
同比增长（%）	2007	2008	2009Q1-3	2009	2010H	2010Q1-3	2010Q3
净利息收入	37.24%	25.68%	n.a.	-12.24%	n.a.	61.10%	n.a.
手续费及佣金净收入	100.83%	82.77%	n.a.	45.18%	n.a.	43.77%	n.a.
其他非息收入	330.36%	-82.36%	n.a.	685.55%	n.a.	-69.72%	n.a.
营业收入	45.32%	23.23%	n.a.	-1.79%	n.a.	46.92%	n.a.
业务及管理费	17.42%	30.17%	n.a.	14.84%	n.a.	43.12%	n.a.
拨备前利润	66.10%	17.56%	n.a.	-9.56%	n.a.	51.83%	n.a.
资产减值损失	28.38%	69.96%	n.a.	-62.47%	n.a.	-14.19%	n.a.
税前利润	90.82%	-5.55%	n.a.	32.42%	n.a.	69.74%	n.a.
所得税率	0.21%	-32.26%	n.a.	19.49%	n.a.	-0.71%	n.a.
净利润	90.17%	45.19%	n.a.	4.47%	n.a.	71.35%	n.a.
成本收入比（不含营业税）	-7.56%	1.79%	n.a.	5.69%	n.a.	-0.94%	n.a.

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、贷款增长明显低于存款，贷存比显著下降

贷款比年初仅增长 13.36%，生息资产规模比年初增长 22.42%，主要依靠同业资产的增长带动，同业资产比年初增长 44.24%，存款增长较快，比年初增长 26.83%。生息资产中贷款占比下降至 52.18%，付息负债中存款占比回升至 77.77%，贷存比显著下降，从 09 年底的 80.35% 降至 71.81%。

表格 2 贷款增长明显低于存款，贷存比显著下降

资产负债表 (百万)	2007	2008	2009	2010H	2010Q3
贷款	417,567	468,487	648,969	725,855	735,663
同业往来款项	80,678	128,540	230,939	313,402	333,106
投资	116,863	127,568	137,498	157,977	180,580
生息资产总额	733,247	822,523	1,151,643	1,339,998	1,409,824
总资产	739,186	851,838	1,197,696	1,426,236	1,481,126
存款	560,703	625,853	807,703	951,369	1,024,426
付息负债总额	695,087	776,153	1,098,245	1,287,958	1,317,321
贷存比	74.47%	74.86%	80.35%	76.30%	71.81%
比年初增长 (%)	2007	2008	2009	2010H	2010Q3
贷款	18.58%	12.19%	38.52%	11.85%	13.36%
同业往来款项	18.80%	59.32%	79.66%	35.71%	44.24%
投资	-1.54%	9.16%	7.78%	14.89%	31.33%
生息资产总额	23.29%	12.18%	40.01%	16.36%	22.42%
总资产	24.00%	15.24%	40.60%	19.08%	24.49%
存款	6.68%	11.62%	29.06%	17.79%	26.83%
付息负债总额	18.70%	11.66%	41.50%	17.27%	19.95%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 3 生息资产结构中贷款占比下降至 52.18%

生息资产结构 (%)	2007	2008	2009	2010H	2010Q3
贷款	56.75%	56.79%	56.20%	54.17%	52.18%
债券投资	15.88%	15.47%	11.91%	11.79%	12.81%
存放中央银行款项	16.40%	12.16%	11.90%	10.65%	11.38%
存放同业款项	2.09%	7.20%	8.71%	4.03%	6.47%
拆出资金与买入返售	8.88%	8.38%	11.29%	19.36%	17.15%
合计	100%	100%	100 %	100%	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 4 付息负债结构中存款占比回升至 77.77%

付息负债结构 (%)	2007	2008	2009	2010H	2010Q3
存款	80.67%	80.64%	73.54%	73.87%	77.77%
同业存放	12.91%	15.68%	21.06%	20.76%	17.78%
拆入资金及卖出回购	5.63%	1.30%	3.44%	4.13%	3.24%
应付次级债	0.80%	2.39%	1.96%	1.24%	1.21%
合计	100%	100 %	100%	100%	100%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、净息差快速提升

光大银行净息差的快速提升，从 09 年的 1.98% 回升 33bp 至 10 年前三季度的 2.31%（按期初期末平均余额计算），主要原因是生息资产收益率提升较快，可能源于货币市场利率上行同业资产收益率提高和贷款议价能力的提升。第三季度提升势头延续，但由于付息负债成本率的上升，而有所减缓，原因可能是吸收了较多成本较高的结构性存款。

表格 5 生息资产收益率回升，净息差快速扩大

净息差 (%)	2007	2008	2009	2010H	2010Q1-3	2010Q3
平均生息资产生息率	4.67%	5.52%	3.78%	4.10%	4.14%	4.22%
平均付息负债付息率	2.08%	2.82%	1.90%	1.86%	1.93%	1.96%
净息差	2.67%	2.86%	1.98%	2.30%	2.31%	2.33%
净利差	2.59%	2.70%	1.88%	2.23%	2.21%	2.26%

资料来源：公司公告、中投证券研究所 注：按期初期末平均余额计算值，可能与公告值不同

### 四、不良双降、资产质量继续改善

光大银行资产质量继续改善，不良保持双降，不良贷款余额 64.07 亿，比年初减少 17.16 亿，不良贷款率从 09 年底的 1.25% 下降至 0.87%，下降 0.38%。拨备覆盖率比年初提高 71.41% 达到 265.49%，拨备比贷款余额达到 2.31%。

表格 6 不良双降、拨备覆盖率继续提升，资产质量继续改善

贷款质量 (百万, %)	2007	2008	2009	2010H	2010Q3
正常类	389,695	433,284	623,313	705,490	729,255
关注类	9,125	25,840	17,533	13,496	n.a.
次级类	1,228	1,834	1,010	763	n.a.
可疑类	12,248	4,800	3,523	2,873	n.a.
损失类	5,271	2,728	3,590	3,234	n.a.
不良贷款余额	18,747	9,362	8,123	6,870	6,407
不良贷款率	4.49%	2.00%	1.25%	0.95%	0.87%
贷款减值准备	17,180	14,053	15,765	16,360	17,010
不良贷款覆盖率	91.64%	150.11%	194.08%	238.14%	265.49%
贷款减值准备/贷款余额	4.11%	3.00%	2.43%	2.25%	2.31%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 五、IPO 补充核心资本，资本充足率显著提高

受益于 8 月的 IPO，光大银行三季度末资本充足率 11.94%，比年初增加 1.55%，核心资本充足率为 8.99%，比年初增加 2.15%。

表格 7 IPO 之后资本充足率显著提高

资本状况 (百万, %)	2007	2008	2009	2010H	2010Q3
资本充足率	7.19%	9.10%	10.39%	9.36%	11.94%
核心资本率	6.20%	5.98%	6.84%	6.40%	8.99%
加权风险总资产	371,501	477,143	676,284	831,282	n.a.
加权风险资产/总资产	50.26%	56.01%	56.47%	58.29%	n.a.

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

## 六、维持推荐评级

考虑到光大银行的净息差的快速提升和加息的因素, 我们上调了盈利预测, 预测光大银行 10-12 年 EPS 为 0.32、0.42 和 0.53 元, 每股净资产为 2.02、2.39 和 2.86 元。按目前的 4.44 元的股价计算对应的 10 年 PE 为 13.88 倍, 10 年 PB 为 2.12 倍, 维持“推荐”的投资评级, 目标价 4.57 元。

## 附：财务预测表

损益表 (百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	22,336	19,602	28,543	33,831	41,552
非利息收入	2,365	4,657	5,010	7,028	9,381
营业收入	24,701	24,259	33,553	40,859	50,933
营业税金及附加	(1,960)	(1,810)	(2,644)	(1,757)	(2,190)
营业费用	(8,301)	(9,533)	(11,644)	(14,242)	(17,443)
拨备前营业利润	14,417	12,882	19,232	24,827	31,268
当期拨备	(6,288)	(2,360)	(2,059)	(2,277)	(2,712)
税前利润	8,129	10,523	17,173	22,550	28,556
所得税	(608)	(2,849)	(4,293)	(5,637)	(7,139)
净利润	7,316	7,643	12,880	16,912	21,417
资产负债表 (百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	851,838	1,197,696	1,622,208	2,104,449	2,682,093
总生息资产	822,523	1,151,643	1,561,763	2,025,116	2,580,476
贷款	468,487	648,969	775,660	950,444	1,158,859
总负债	818,606	1,149,575	1,540,397	2,007,640	2,566,588
存款	625,853	807,703	1,058,483	1,319,664	1,582,497
其他付息负债	150,301	290,542	408,562	592,374	861,872
股东权益	33,232	48,121	81,810	96,809	115,505
增长驱动 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
存款增长	11.6%	29.1%	31.0%	24.7%	19.9%
贷款增长	12.2%	38.5%	19.5%	22.5%	21.9%
生息资产增长	12.2%	40.0%	35.6%	29.7%	27.4%
生息资产平均生息率	5.42%	3.77%	4.26%	4.39%	4.53%
付息负债平均付息率	2.72%	1.89%	2.14%	2.34%	2.47%
净息差(NIM)	2.87%	1.99%	2.10%	1.89%	1.80%
非利息收入/营业收入	8.80%	13.01%	14.34%	16.71%	18.03%
成本收入比	34%	39%	35%	35%	34%
当年拨备/平均贷款	1.37%	0.43%	0.29%	0.26%	0.26%
盈利增长率 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	25.7%	-12.2%	45.6%	18.5%	22.8%
手续费及佣金净收入	82.8%	45.2%	52.4%	41.9%	34.5%
营业收入	23.2%	-1.8%	38.3%	21.8%	24.7%
拨备前利润	18.5%	-10.6%	49.3%	29.1%	25.9%
税前利润	-5.5%	32.4%	63.7%	31.3%	26.6%
净利润	45.2%	4.5%	68.5%	31.3%	26.6%

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

资本	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核心资本充足率	6.0%	6.8%	8.4%	7.6%	7.2%
资本充足率	9.1%	10.4%	11.4%	10.2%	9.4%
盈利能力 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ROAE (拨备前)	49.8%	31.7%	29.6%	27.8%	29.5%
ROAE	25.3%	18.8%	19.8%	18.9%	20.2%
ROAA	0.92%	0.75%	0.91%	0.91%	0.89%
资产质量 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
不良贷款比例	2.00%	1.25%	1.06%	0.92%	0.84%
拨备覆盖率	150.1%	194.1%	208.0%	213.5%	213.4%
拨备余额/贷款余额	3.00%	2.43%	2.21%	1.97%	1.78%
资产负债结构 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股东权益/总资产	3.9%	4.0%	5.0%	4.6%	4.3%
生息资产/总资产	96.6%	96.2%	96.3%	96.2%	96.2%
贷款/总资产	55.0%	54.2%	47.8%	45.2%	43.2%
贷存比	74.9%	80.3%	73.3%	72.0%	73.2%
存款/负债总额	76.5%	70.3%	68.7%	65.7%	61.7%
存款结构 (占存款余额)					
活期存款	44.2%	43.1%	42.8%	42.9%	42.9%
定期存款	39.5%	43.9%	45.3%	46.1%	47.0%
公司存款	69.0%	70.6%	72.7%	74.3%	75.9%
零售存款	14.7%	16.3%	15.4%	14.7%	14.0%
贷款结构 (占贷款余额)					
公司贷款	72.8%	71.1%	72.5%	73.4%	73.5%
个人贷款	20.2%	21.9%	21.9%	22.3%	22.8%
贴现	7.0%	7.0%	5.6%	4.3%	3.7%
每股指标与估值	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	0.26	0.23	0.32	0.42	0.53
每股拨备前利润	0.46	0.58	0.61	0.77	0.31
每股净资产	1.18	1.44	2.02	2.39	2.86
市盈率 (PE)	17.1	19.4	13.9	10.6	8.4
P/PPOP	9.7	7.7	7.2	5.7	14.6
PB	3.8	3.1	2.2	1.9	1.6
其他数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
分支机构数量 (个)	427	483			
员工数 (人)	16,987	19,217			

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

张中阳: 中投证券研究所银行业分析师, 中南财经政法大学金融学学士、硕士。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434