

2010年10月28日

# 光大银行

## 增长和小市值溢价

**买入**

**A**

601818.SS - 人民币 4.44

目标价格: 人民币 5.03

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	31	-	-
相对新华富时	-	14	-	-
A50 指数 (%)				

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	40,435
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	17,953
3个月日均交易额(人民币 百万)	831
主要股东(%)	
汇金集团	48.51

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**

光大银行宣布1-9月的净利达到101亿，同比增长71.3%，1-9月份业绩占我们预期的84.8%。鉴于对光大净息差和未来盈利增长的乐观看法，我们给予2.27倍的合理市净率，基于11年净资产值得到的目标价格5.03元，首次评级买入。

### 季报要点

- 光大3季度实现净利32亿，三季度净利略高于我们预期的主要原因是净利息收入超预期。我们同时看到公司的不良贷款率已下降到0.87%，拨备/总贷款的比率也达到2.31%。未来拨备压力较小。
- 光大的净息差过去一直低于股份制银行平均水平，贷款收益率不高和资金运用效率低是主要原因，目前情况已有所改善。展望未来，预计光大的贷款收益在银行重视和明年趋紧的货币政策下有望减少和同业的差距，而货币市场利率上升也有利于光大生息资产收益率的上升。净息差有望从今年的2.31%上升为2.36%。
- 光大银行在业务创新方面有一定的优势，从而在零售业务和中间业务相比招行外其他股份制银行具有相对优势；未来中间业务有望保持较快增长。
- 主要风险：网下配售新股11月18日上市，未来央行非对称加息以及大幅提高存款准备金率，定价能力无法提高，占比较高的中长期贷款重新定价慢。

### 估值

- 光大银行按照2010年预测值计算的市盈率和市净率分别为14.56倍和2.31倍，高于股份制银行平均12.6倍和1.9倍的水平，我们认为溢价的主要原因是未来增长前景看好以及低流通市值带来的溢价。未来随着部分网下配售股的上市，流通市值溢价将有所减弱，但增长溢价仍将存在。我们对其给予5.03的目标价，首次评级买入。

### 图表1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净息收入(人民币 百万)	24,700	24,259	35,425	43,345	52,629
净利润(人民币 百万元)	7,316	7,643	12,327	15,931	17,169
完全摊薄每股收益(人民币 元)	0.26	0.23	0.30	0.39	0.42
变动(%)	45	(12)	33	29	8
市盈率(倍)	17.12	19.42	14.56	11.27	10.46
每股净资产值(人民币 元)	1.18	1.44	1.93	2.22	2.54
市净率(倍)	3.77	3.09	2.31	2.00	1.75
净资产收益率(%)	25.26	18.79	19.57	19.00	17.84
每股股息(人民币 元)	0.08	0.04	0.08	0.10	0.11

资料来源：公司数据及中银国际研究预测，10年预测基于增发后

中银国际研究可在彭博BOCR<GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站([www.bociresearch.com](http://www.bociresearch.com))上获取

买入(买入)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(卖出)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(持有)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 前9个月净利略超市场预期

光大银行宣布1-9月的净利达到101亿，同比增长71.3%，1-9月份业绩占我们预期的84.8%。其中3季度实现净利32亿，三季度净利略高于我们预期的主要原因是净利息收入超预期。

### 季报亮点：

#### 1. 净息差持续恢复。

光大3季度的净息差达到2.32%，高于上半年2.29%的水平，考虑到公司中长期贷款占比比较高，贷款调价的速度略慢，我们估计未来贷款收益率随着中长期贷款定价的提高仍有上升的空间，此外，公司的同业资金运用收益率也有望随着货币市场利率的提高而上升。我们预计11年的净利差将继续上升。

2. 资产质量改善。公司的不良贷款率已下降到0.87%，拨备/总贷款的比率也达到2.31%。未来拨备压力较小。
3. 贷存比继续下降。三季度存款环比上升了5.4%，贷款仅环比上升1.5%，贷存比由中期的77%下降到三季末的74%。

图表2. 2010年1-9月业绩摘要

(人民币，百万)	2009年1-9月	2010年1-9月	同比变动(%)
净利息收入	13,768	22,181	61.1
手续费收入	2,587	3,719	43.8
其他非息收入	1,603	485	(69.7)
营业收入	17,958	26,385	46.9
营业费用	(6,547)	(9,361)	43.0
拨备前营业利润	11,411	17,024	49.2
拨备费用	(2,140)	(1,837)	(14.2)
营业利润	9,271	15,187	63.8
营业税	(1,349)	(1,787)	32.5
非营业收入	(30)	(5)	(83.3)
税前利润	7,892	13,395	69.7
所得税	(2,021)	(3,336)	65.1
净利润	5,871	10,059	71.3
少数股东权益	0	(1)	na
归属于母公司的净利润	5,871	10,058	71.3

资料来源：公司数据

## 盈利预测

1. 长远看好息差扩大。鉴于预期光大上市后将有望加强定价能力的管理，而明年紧缩的货币政策有利于其提高定价，因此未来贷款收益仍有望提高。此外，货币市场利率的上升也有利于净息差的扩大，因此我们对光大11和12年的利润持更正面的看法。
2. 信用风险成本压力下，我们预期未来拨备可能受拨贷率的制约，但光大截至三季度的拨贷率已达到2.31%，即便要求2.5%的拨贷率也只需追加拨备14.7亿的拨备，占10年净利润的比率只有9%，如果分三年计提，影响也只有3%。

综合以上拨备和利差的正面因素，我们预计2011和12年的每股收益将分别达到0.39和0.42元。

## 估值享受小市值溢价和增长溢价

光大银行按照10年预测值计算的市盈率和市净率分别为14.98倍和2.31倍，高于股份制银行平均12.6倍和1.9倍的水平，我们认为溢价的主要原因是未来增长前景看好以及低流通市值带来的溢价。尽管未来随着部分网下配售股的上市，流通市值溢价将有所减弱，但增长溢价仍将存在。给予5.03的目标价，首次评级买入。

图表3. 股份制银行估值表

	收盘价 (人民币 /港币)	目标价 (人民币 /港币)	上升/ 下降 空间	目标市 净率	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			每股收益 (人民币)			每股净资产 (人民币)			净资产收益率 (%)			
					2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
股份制银行																				
民生	买入	5.57	6.97	25.18	1.65	9.51	10.28	10.02	1.41	1.48	1.32	0.59	0.54	0.56	3.95	3.76	4.23	17.06	15.37	13.91
招商	买入	14.76	16.37	10.91	2.27	15.48	12.84	12.29	3.04	2.37	2.05	0.95	1.15	1.20	4.85	6.24	7.21	21.17	21.83	17.87
浦发	持有	14.43	14.46	0.20	1.43	9.64	12.47	10.78	1.88	1.62	1.43	1.50	1.16	1.34	7.70	8.91	10.1	24.11	16.68	14.07
华夏	持有	13.31	13.51	1.48	1.53	17.66	15.74	14.10	2.20	1.64	1.51	0.75	0.85	0.94	6.06	8.10	8.84	13.04	13.51	11.14
深发展	卖出	18.56	17.97	(3.19)	1.35	11.45	11.40	12.61	2.82	1.99	1.39	1.62	1.63	1.47	6.59	9.3	13.3	27.29	21.41	14.95
兴业	持有	27.97	29.57	5.73	1.69	10.53	10.73	10.20	2.35	1.85	1.60	2.66	2.61	2.74	11.92	15.1	17.5	24.46	20.79	16.82
中信	卖出	5.84	5.34	(8.49)	1.61	15.92	12.51	14.36	2.19	1.94	1.76	0.37	0.47	0.41	2.67	3.02	3.32	12.82	16.44	14.04
光大	买入	4.44	5.03	13.39	2.27	19.42	14.56	11.27	3.09	2.31	2.00	0.23	0.30	0.39	1.44	1.93	2.22	18.79	19.57	19.00
平均						13.70	12.57	11.95	2.37	1.90	1.63	1.08	1.09	1.13	5.65	7.05	8.35	19.84	18.20	15.22

资料来源：公司数据

## 短期内网下配售上市

光大银行网下资金申购的 15.5 亿股，将在 11 月 18 日上市，光大银行的流通市值将增加 63%，这可能在短期内对影响股价的表现。但即便加上以上股份，光大的流通市值也在银行中仅大于中信银行(601998.SS/人民币 5.84, 卖出; 0998.HK/港币 5.61, 持有)，因此我们认为其仍有一定的小流通市值溢价。

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	22,336	19,602	29,941	36,944	45,132
其他收入	2,364	4,657	5,485	6,401	7,497
经营收入	24,700	24,259	35,425	43,345	52,629
经营费用	(8,322)	(9,567)	(13,315)	(16,062)	(19,041)
拨备前经营利润	16,378	14,692	22,111	27,283	33,588
拨备	(6,288)	(2,360)	(3,216)	(2,889)	(6,550)
经营利润	10,090	12,332	18,894	24,395	27,038
营业税金	(1,960)	(1,810)	(2,381)	(2,945)	(3,606)
营业外收入	(206)	(30)	(32)	(33)	(35)
税前利润	7,924	10,492	16,482	21,417	23,398
所得税	(608)	(2,849)	(4,155)	(5,485)	(6,228)
税后利润	7,316	7,643	12,327	15,931	17,169
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>净利润</b>	<b>7,316</b>	<b>7,643</b>	<b>12,327</b>	<b>15,931</b>	<b>17,169</b>
变动(%)	45	4	61	29	8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月 31 日	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
税前利润	7,924	10,492	16,482	21,417	23,398
非现金项目及非核心业务	9,302	4,355	5,029	4,333	8,122
其他变动	0	0	100	100	100
交易活动产生的现金	17,226	14,847	21,610	25,850	31,620
运营资本变动	11,136	13,852	121,412	54,050	60,173
经营产生的现金流	28,362	28,699	143,023	79,900	91,793
投资及融资回报	(331)	(940)	(939)	(800)	(800)
支付税金	(2,311)	(4,193)	(3,740)	(4,941)	(5,610)
<b>总现金流</b>	<b>25,720</b>	<b>23,566</b>	<b>138,344</b>	<b>74,158</b>	<b>85,383</b>
投资	(12,530)	(12,238)	(31,730)	(34,897)	(42,068)
<b>自由现金流</b>	<b>13,190</b>	<b>11,328</b>	<b>106,615</b>	<b>39,261</b>	<b>43,315</b>
收购	0	0	0	0	0
投资者可用现金	13,190	11,328	106,615	39,261	43,315
融资活动产生的净现金	12,979	12,312	11,894	(3,983)	(4,292)
汇率变动对现金及现金等价物的影响	(1,092)	(19)	(874)	(961)	(865)
<b>现金增(减)</b>	<b>25,077</b>	<b>23,621</b>	<b>117,635</b>	<b>34,318</b>	<b>38,158</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>					
现金及等价物	100,284	137,372	178,366	227,047	270,773
同业和央行存放	128,539	230,939	318,480	347,317	379,201
交易性资产	3,759	2,585	2,844	3,128	3,441
客户贷款总额	464,574	647,916	772,659	919,736	1,099,091
减: 拨备	(14,053)	(15,765)	(18,981)	(21,870)	(28,420)
投资	131,517	138,549	168,990	202,788	243,345
联营公司权益	8,022	8,827	10,116	11,215	12,725
净固定资产	0	0	(565)	(1,121)	(1,800)
其他资产	29,196	47,273	51,885	56,946	62,495
<b>总资产</b>	<b>851,838</b>	<b>1,197,696</b>	<b>1,483,793</b>	<b>1,745,185</b>	<b>2,040,851</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	605,170	799,644	1,030,212	1,242,887	1,485,258
同业资金	131,750	268,993	295,892	325,482	358,030
其他借款	18,550	21,550	16,000	16,000	16,000
总借款	755,470	1,090,187	1,342,105	1,584,369	1,859,287
其他负债	63,136	59,388	63,797	70,976	78,846
总负债	818,606	1,149,575	1,405,901	1,655,345	1,938,134
普通股股本(面值)	28,217	33,435	40,435	40,435	40,435
准备金(包括股本溢价)	2,162	1,595	5,968	13,137	20,863
留存收益	2,853	13,076	31,474	36,253	41,404
总股东权益	33,232	48,106	77,877	89,825	102,702
少数股东权益	0	15	15	15	15
已运用资本	33,232	48,121	77,892	89,841	102,717
<b>总负债及权益</b>	<b>851,838</b>	<b>1,197,696</b>	<b>1,483,793</b>	<b>1,745,185</b>	<b>2,040,851</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 主要比率 (%)

年结日: 12月 31 日	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	5.54	3.79	4.20	4.41	4.57
资金成本	2.73	1.93	2.02	2.21	2.28
利差	2.81	1.86	2.18	2.20	2.28
净息差	2.87	1.99	2.31	2.36	2.45
其他收入总收入	9.6	19.2	15.5	14.8	14.2
成本收入比	33.7	39.4	37.6	37.1	36.2
有效税率	26.0	37.9	34.7	34.6	36.4
<b>增长率</b>					
贷款增长率	12.7	39.5	19.3	19.0	19.5
存款增长率	11.9	32.1	28.8	20.6	19.5
资产增长率	15.2	40.6	23.9	17.6	16.9
可持续增长率	40.2	31.5	28.6	46.0	27.2
<b>流动性</b>					
贷存比	76.8	81.0	75.0	74.0	74.0
贷款资金比	74.5	78.9	73.9	73.1	73.2
贷款资产比	54.5	54.1	52.1	52.7	53.9
速动比率	61.4	57.1	59.0	60.3	61.4
流动比率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产质量</b>					
5级口径不良贷款率	2.0	1.3	1.3	1.4	1.6
非应计资产(逾期 90 天或以上)	1.6	1.1	0.7	0.8	1.0
拨备/总不良贷款(5级口径)	150.1	194.1	188.6	171.2	163.6
拨备/总贷款	3.0	2.4	2.5	2.4	2.6
总拨备覆盖率	188.3	227.8	223.8	202.0	196.5
信用成本	1.3	0.4	0.4	0.3	0.6
需特别关注贷款比例	5.6	2.7	3.5	4.4	5.2
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	3.9	4.0	5.2	5.1	5.0
盈余资本	1.1	2.4	3.7	3.4	3.1
总资本充足率	6.0	6.8	8.8	8.7	8.5
一级资本充足率	9.1	10.4	11.7	11.4	11.1
<b>回报率</b>					
资产收益率	0.92	0.75	0.92	0.99	0.91
净资产收益率	25.3	18.8	19.6	19.0	17.8
已运用资本收益率	25.3	18.8	19.6	19.0	17.8
结构性已运用资本收益率	21.5	16.5	19.9	21.0	19.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 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