

上市红利释放，盈利超预期

光大银行（601818）2010 年年报点评

事件：

公司发布2010 年年报，实现营业收入355.32 亿元，同比增长46.5%，归属于上市公司股东的净利润127.9 亿元，同比增长67.3%，EPS 为0.36 元/股，BVPS2.01 元/股。四季度实现净利润27.34 亿元，环比下降15.21%。利润分配预案是每10 股派现0.946 元。

投资要点：

- ◆ **净利润增长速度居上市银行首位。**公司年报显示，2010年公司实现营业收入355.3亿元，比上年增加112.7亿元，增长46.5%；发生营业支出185.5亿元，比上年增加48.1亿元，增长35.0%，低于营业收入增幅；实现税前利润171.1亿元，比上年增加66.2亿元，增长63.1%；净利润127.9亿元，比上年增加51.5亿元，增长67.4%。净利润增长速度在以公布年报的上市银行中居首位。
- ◆ **净利润的大幅提升贡献主要来自生息规模的增长、净息差的回升以及成本收入比下降。**从盈利驱动因素分解来看，生息资产规模增长对净利润的贡献最大，达到29%。其次是净息差的回升以及成本的节约。
- ◆ **全年净息差水平提升23个基点，但绝对水平在股份制银行中不高。**2010年公司净息差2.18%，比上年上升23个基点。第四季度净息差环比上升约4个基点。净息差水平的提升主要来源于资产负债结构的调整。从绝对水平来看，大幅低于民生、招商，未来仍然具备一定提升空间。
- ◆ **全年不良贷款余额和不良率实现双降，拨备充足，未来拨备达标压力小。**2010年期末不良贷款为58.31 亿元，较上年末下降22.96 亿元；不良贷款率为0.75%，较上年末下降0.5 个百分点。2010 年拨备覆盖率为313.38%，较2009 年提升119.39 个百分点。拨贷比达到2.34%，处于同业较高水平，后期拨备达标压力也进一步减小。
- ◆ **给予推荐级别。**光大银行2011年对应PE、PB分别为9.6和1.7倍，2012年对应PE、PB分别为6.7和1.2倍，估值已处于历史较低水平。给予谨慎推荐级别。

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2011 年 4 月 12 日

陈桂柳

SAC 执业证书编号：

S0340511010002

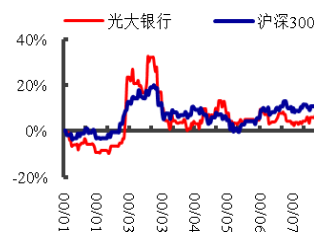
电话：0769-22119470

邮箱：dm3@dgzq.com.cn

主要数据 2011 年 4 月 12 日

收盘价(元)	3.97
总市值(亿元)	1,605.3
总股本(百万股)	40,434.8
流通股本(百万股)	4,000.00
ROE (TTM)	15.72%
12 月最高价(元)	5.04
12 月最低价(元)	3.32

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

1. 2010 年净利润增长 67.34%，高于预期

公司年报显示，2010 年公司实现营业收入 355.3 亿元，比上年增加 112.7 亿元，增长 46.5%；发生营业支出 185.5 亿元，比上年增加 48.1 亿元，增长 35.0%，低于营业收入增幅；实现税前利润 171.1 亿元，比上年增加 66.2 亿元，增长 63.1%；净利润 127.9 亿元，比上年增加 51.5 亿元，增长 67.4%。同时公司资产收益率比上年有所提升。公司 ROA 为 0.95%，比上年提高了 0.2 个百分点；ROE 为 20.99%，比上年上升了 1.56 个百分点。

2010 年分配方案是每 10 股派发 0.946 元，全年派息率约为 30%，在股份制银行中处于前列。

净利润增长高于预期的原因主要是成本收入比略低于预期。

表 1：银行板块市场表现（2011/4/11）

银行简称	收盘价	流通	估值水平 wind				净利润（亿元）		同比增长	市场预期增长率
		市值（亿元）	2010PE	2011PE	2010PB	2011PB	2009A	2010A		
工商银行	4.59	12,036	9.88	7.95	1.94	1.68	1,285.99	1,651.56	28.43%	26.06%
建设银行	5.13	492	9.66	7.93	1.89	1.60	1,067.56	1,348.44	26.31%	24.36%
中国银行	3.38	6,609	9.27	7.66	1.45	1.28	808.19	1,044.18	29.20%	25.96%
交通银行	5.99	1,781	8.74	7.08	1.51	1.30	300.75	390.42	29.82%	28.16%
招商银行	14.98	2,646	12.44	9.86	2.37	2.02	182.35	257.69	41.32%	42.48%
中信银行	5.68	1,501	11.20	9.06	1.85	1.56	143.20	215.09	50.20%	38.19%
民生银行	5.92	1,337	10.00	7.33	1.53	1.28	121.04	175.81	45.25%	30.62%
浦发银行	14.53	1,668	11.37	8.63	1.64	1.51	132.17	191.77	45.10%	38.77%
兴业银行	30.42	1,823	10.63	8.07	1.99	1.68	132.82	185.21	39.44%	29.16%
华夏银行	13.47	510	11.54	8.76	1.90	1.48	37.60	59.90	59.29%	54.96%
深发展 A	17.03	529	9.54	7.75	1.79	1.48	50.31	62.84	24.91%	23.67%
北京银行	12.20	760	10.41	8.43	1.73	1.49	56.34	68.03	20.75%	29.49%
南京银行	11.33	336	14.57	11.34	1.78	1.54	15.44			49.56%
宁波银行	13.58	336	17.35	13.43	2.50	2.17	14.57			54.87%
农业银行	2.87	440	10.05	7.58	1.70	1.46	649.92	948.73	45.98%	42.73%
光大银行	3.97	159	13.41	10.13	2.03	1.77	76.43	127.90	67.34%	56.57%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2、多方面因素驱动净利润大幅增长

从公司盈利驱动因素的分解来看，净利润大幅提升的贡献主要来自生息资产规模的增长、净息差的回升和成本收入比的下降。

表 2：光大银行盈利驱动分解

	2009	2010Q4 环比	2010
生息资产规模	45.3%	2.2%	29.0%
净息差	-65.5%	1.8%	25.8%
手续费净收入	7.2%	-2.5%	7.9%
其他业务收入	9.6%	-0.6%	-5.6%
成本收入比	-17.5%	5.1%	13.1%

营业税率	1.4%	-0.3%	2.1%
资产减值准备	49.6%	-19.2%	-10.8%
营业外收入	2.2%	3.0%	1.5%
所得税	-28.0%	-4.8%	4.3%
净利润	4.5%	-15.2%	67.4%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2010 年公司资产总额达 14,839.5 亿元，比上年末增加 2,862.5 亿元，增长 23.9%；生息资产增长同比增长 21.03%，其中贷款和垫款总额为 7,795.2 亿元，比上年末增加 1,305.5 亿元，增长 20.1%；贷款和垫款净值在资产总额中占比为 51.3%，比上年末下降增长 1.6 个百分点，占比下降的主要原因是：一方面是同业业务的增长，另一方面央行 6 次提高存款准备金率，存放央行存款规模大幅提高。拆放同业增长 163%。

2010 年公司负债总额达到 14,024.9 亿元，比上年末增加 2,529.2 亿元，增长 22.0%，主要是由于客户存款的增长。客户存款总额达 10,631.8 亿元，比上年末增加 2,554.8 亿元，增长 31.6%。存款增长幅度同比超过贷款增幅 10 个基点。2010 年公司股东权益达到 813.6 亿元，比上年末增长了 332.5 亿元。大幅增长一方面是因为当期 IPO 募集资金净额合计 213.2 亿元，另一方面是当期实现归属母公司股东净利润 127.9 亿元。

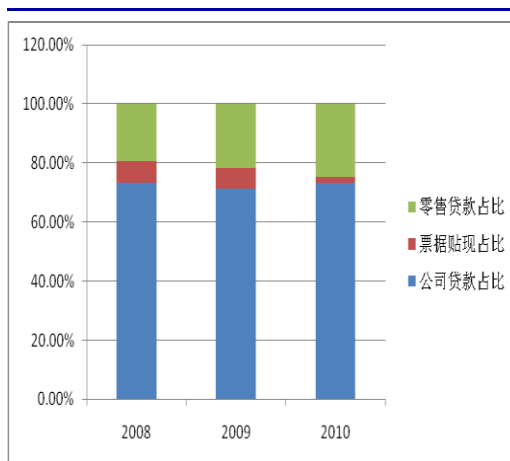
2010 年公司净利息收入大幅增长，净利息收入为 304.2 亿元，比上年增加 108.2 亿元，增长 55.2%，主要是由于业务规模增长和净利息收益率扩大。通过对净利息利息收入的分解，其中由于规模增长导致的利息收入增长 8642 亿元，由于利率因素变动导致的利息收入增长 2179 亿元。从盈利驱动分解看，第四季度净利润环比出现下降主要是拨备这一块支出的增加，属于正常情况。

2010 年公司净利差 2.08%，比上年上升了 23 个基点，主要是公司生息资产平均收益率由上年的 3.71%提高至 3.87%，提高了 16 个基点，同时计息负债平均成本水平由上年的 1.86%下降至 1.79%，下降了 7 个基点。

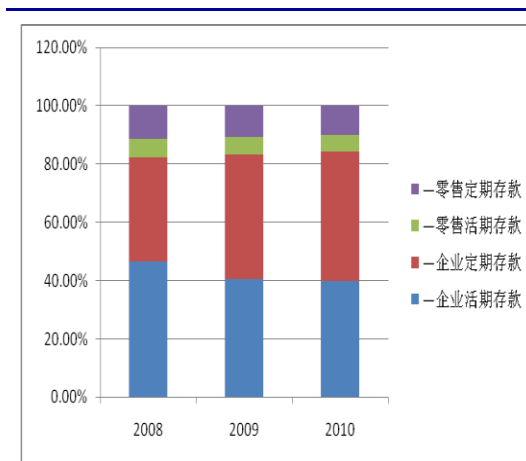
2010 年公司净息差 2.18%，比上年上升 23 个基点。第四季度净息差环比上升约 4 个基点。净息差上升的主要原因在于：一是结构优化，收益率较高的一般贷款占比提高，压缩票据规模，票据贴现占比从 7.05%下降到 1.77%，而收益率较高公司贷款和零售贷款比重均上升；二是 2008 年降息延续效应和期限结构变化，负债成本下降，其中吸收存款成本约下降了 35 个基点。

相比股份制上市银行，公司净息差绝对水平不高，大副低于民生银行、招商银行等，但从季度环比看，上升水平还算理想，在加息周期和信贷偏紧的大环境下，未来具备一定的上升空间。

图 1：光大银行存款、贷款结构

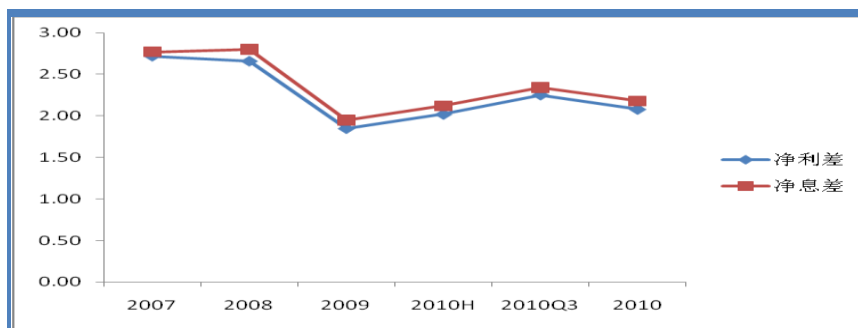


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯



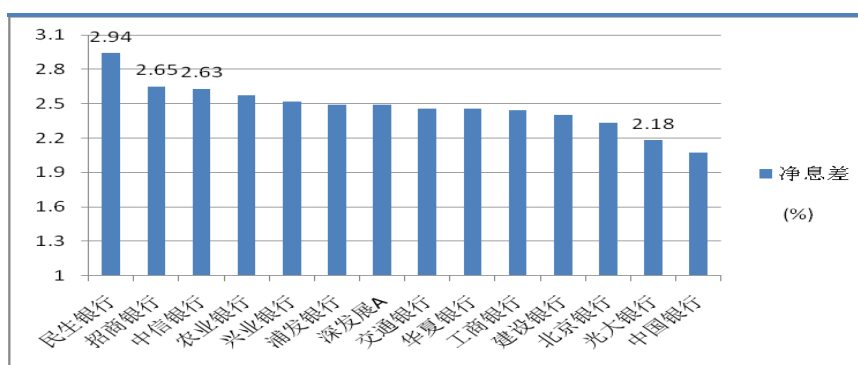
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：光大银行净利差、净息差变化趋势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：2010 年上市银行净息差水平对比



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司 2010 年手续费和佣金收入比 2009 年增加 47.1 亿元，增幅 49.2%，主要是理财服务手续费、银行卡服务手续费、结算与清算手续费和承销及咨询手续费增加。

公司 2010 年业务及管理费为 125.9 亿元，比上年增加 30.6 亿元，增长 32.1%，成本收入比为 35.44%，比上年下降 3.86 个百分点。

3、不良“双降”，拨备计提力度加大

按照五级分类标准，2010 年期末不良贷款为 58.31 亿元，较上年末下降 22.96 亿元；不良贷款率为 0.75%，较上年末下降 0.5 个百分点。

第四季度拨备计提 12.63 亿，环比增长 92.5%，计提力度明显增加，全年计提 32.53 亿元，同比增长 47.9%。当期信用成本为 0.47%，处于行业平均水平。

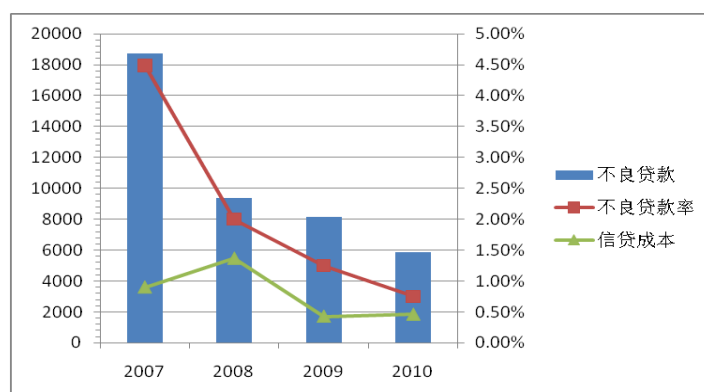
2010 年拨备覆盖率为 313.38%，较 2009 年提升 119.39 个百分点。当前总贷款拨备率达到 2.34%，处于同业较高水平，后期拨备达标压力也进一步减小。

表 3：光大银行贷款五级分类

	2008		2009		2010	
	金额(百万)	占比	金额(百万)	占比	金额(百万)	占比
正常	429371	92.42%	622261	96.04%	759981	97.58%
关注	25840	5.56%	17533	2.71%	13006	1.67%
次级	1834	0.39%	1010	0.16%	467	0.06%
可疑	4800	1.03%	3523	0.54%	2336	0.30%
损失	2728	0.59%	3590	0.55%	3037	0.39%
合计	464573	100.00%	647917	100.00%	778,828	100.00%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：光大银行不良贷款情况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

4、给予谨慎推荐级别

光大银行 2010 年成功实现 A 股 IPO，由于资产规模扩张、息差回升、手续费增长快和成本有效控制，实现净利润同比增长 67.4%。最新通过的 H 股发行后进一步提升资本充足率，摊薄 EPS，但增厚净资产，降低 PB，使得估值具有吸引力。

光大银行 2011 年对应 PE、PB 分别为 9.6 和 1.7 倍，2012 年对应 PE、PB 分别为 6.7 和 1.2 倍，估值已处于历史较低水平。目前我们认为银行业估值修复机会逐渐来临，给予谨慎推荐级别。

表 4：光大银行财务报表预测与比例分析

每股指标与估值	2009A	2010A	2011E	2012E	增长动力	2009A	2010A	2011E	2012E
每股盈余(元)	0.23	0.32	0.42	0.56	贷款增长	38.52%	20.01%	17.00%	17.00%
每股净资产(元)	1.44	2.01	2.22	2.56	存款增长	32.14%	28.77%	20.00%	17.00%
每股拨备前收益(元)	0.38	0.51	0.68	0.75	净利息收入增长	-12.24%	37.16%	32.87%	28.50%
P/E		12.55	9.64	6.72	手续费净收入增长	45.18%	26.60%	29.35%	26.04%
P/B		1.97	1.69	1.42	拨备前利润增长	-9.56%	58.91%	32.61%	28.00%
					净利润增长	4.47%	67.40%	30.05%	20.00%
利润表(亿元)					生息资产增长	39.47%	21.03%	15.79%	17.15%
净利息收入	196	304	404	575	付息负债增长	41.50%	19.03%	15.59%	15.62%
利息收入	374	542	635	789	生息资产收益率	3.78%	3.92%	4.01%	4.10%
利息支出	178	237	231	214	付息负债付息率	1.90%	1.82%	1.80%	1.80%
手续费净收入	32	47	61	79	有效所得税率	27.16%	17.41%	17.59%	17.59%
非利息收入	46	51	65	80	CAMEL 分析				
营业净收入	242	355	469	80	C:核心资本充足率	6.84%	8.15%	10.15%	12.42%
营业费用	137	185	235	83	C:资本充足率	10.39%	11.02%	13.08%	9.61%
资产减值损失	24	35	38	50	C:权益/贷款	7.42%	10.46%	9.86%	8.20%
拨备前利润	129	206	273	327	C:权益/资产	4.02%	5.49%	7.04%	6.56%
税前利润	105	171	235	269	A:不良贷款率	1.25%	0.75%	0.83%	0.88%
净利润	76	128	167	201	A:拨备覆盖率	215.69%	315.69%	355.67%	373.40%
归属母公司所有者									
净利润	76	128	167	201	A:拨备/贷款余额	2.43%	2.35%	2.40%	2.50%
资产负债表(亿元)					E:净利差(SPREAD)	1.88%	2.10%	2.21%	2.30%
贷款总额	6,490	7,788	9,112	10,661	E:净息差(NIM)	1.98%	2.20%	2.43%	2.59%
存放央行款项	1,342	1,819	2,139	2,502	E:非利息收入比例	19.20%	14.29%	14.50%	14.50%
同业资产	2,309	2,471	2,656	3,065	E:成本收入比	39.30%	39.35%	35.47%	34.61%
债券投资	1,385	1,873	2,248	2,698	E:ROAE	18.79%	19.74%	22.59%	22.78%
生息资产	11,527	13,952	16,155	18,926	E:ROAA	0.75%	0.95%	1.20%	1.30%
资产总额	11,977	14,840	17,305	20,396	E:RORWA	1.13%	1.48%	1.99%	2.05%
各项存款	7,996	10,297	12,357	14,457	L:贷存比	81.16%	75.64%	73.74%	73.50%
发行债券	216	160	160	160	L:风险加权资产系数	56.47%	52.23%	51.86%	52.84%
付息负债	10,982	13,073	15,111	17,471	存贷款配置结构				
非付息负债	513	952	1,296	1,350	企业贷款占比	71.22%	73.35%	73.35%	73.35%
负债总额	11,496	14,025	16,407	17,590	票据贴现占比	7.05%	1.77%	1.77%	1.77%
股本	334	404	404	404	个人贷款占比	21.73%	24.88%	24.88%	24.88%
归属于母公司所有									
者权益合计	481	814	1,230	1,347	活期存款占比	46.66%	45.31%	46.21%	45.76%
杜邦分析					定期存款占比	53.34%	54.69%	53.79%	54.24%
ROE	15.88%	15.70%	17.50%	21.20%	其他				
杠杆比率	4.02%	5.49%	5.19%	5.50%	员工数量(人)	5,681	8,988	11,882	
ROA	0.64%	0.86%	1.12%	1.10%	网点数量(个)	169	267	353	

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn