

公司研究

银行业

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层

分析师：

饶明

投资咨询执业证书编号：

S1500510120016

010-63081255

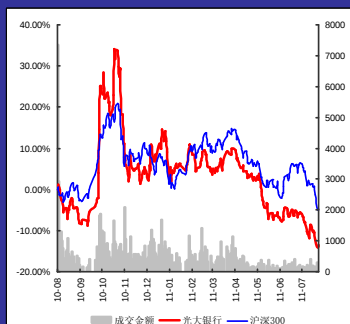
raoming@cindasc.com

最新价： 3.08 元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	2.98-5.04
最近一月涨跌幅(%)	-8.88
总股本(亿股)	404.35
流通 A 股比例(%)	0.10
总市值(亿元)	1245.39
每股净资产	2.14
总资产(亿元)	16621.27
十大流通股东(%)	0.99

最近一年市场表现



光大银行(601818)：拨贷比接近达标水平

公司研究中报点评报告

2011 年 08 月 9 日

投资要点：

- ◆ 上半年光大银行净利息收入同比增长 32.59%，主要源于净息差的提高和资产规模的增长。虽然公司的总资产较年初增长了 12.01%，但是 6 月末的资产余额却较 3 月末有所下降。从净息差看，由于今年以来货币政策的紧缩，公司的资产议价能力得到了提升，达到了 2.41%，较去年同期提高了 23 个基点。因此，我们认为，相对而言，净息差的提升对公司业绩增长的贡献更大。
- ◆ 上半年公司净手续费及佣金收入同比增长达到了 49.45%，其在营业收入中的占比保持稳定，维持在 16.60%的水平。
- ◆ 公司成本控制较好，成本收入比降至 29.45%。上半年公司新增营业网点 30 个，但是网均非员工费用却同比下降了 3.23%，从盈利能力看，网均净利润上升到了 1452.18 万元，同比增加了 184.25 万元。
- ◆ 拨备支出增加较多，拨贷比上升到 2.47%，接近监管要求。上半年公司不良贷款实现双降，不良率下降至 0.67%，拨备覆盖率提高到 358.61%。虽然根据监管要求，拨贷比达标还有几年的缓冲期，但是上半年公司拨备支出的大幅增加使得该指标已经接近监管要求，具有未雨绸缪的性质，这也减轻了后续大幅增加拨备支出的压力。
- ◆ 从估值上看公司目前具有较高的安全边际。以 2011 年 8 月 9 日收盘价 3.08 元计算，公司在 2011 年和 2012 年对应的 PE 分别为 7.45 倍和 5.67 倍，对应的 PB 为 1.13 倍和 1.06 倍。而且公司的拨贷比已经接近监管要求，后续拨备支出大幅增加的较小，我们维持对光大银行“买入”的投资评级。

财务摘要

百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	24,701.00	24,258.65	35,529.99	44,748.74	56,410.09
净利润	7,316.30	7,643.24	12,793.70	16,719.96	21,969.19
EPS	0.26	0.23	0.32	0.41	0.54
营业收入增长率	23.23%	-1.79%	46.46%	25.95%	26.06%
净利润增长率	45.19%	4.47%	67.39%	30.69%	31.40%
EPS 增长率	45.19%	-11.83%	38.41%	30.69%	31.40%
ROE	22.02%	15.88%	15.70%	15.16%	18.76%
每股净资产	1.18	1.44	2.01	2.73	2.90
PE	11.88	13.47	9.73	7.45	5.67
PB	2.62	2.14	1.53	1.13	1.06
成本收入比	33.61%	39.30%	35.44%	32.95%	32.42%

目录

一、上半年光大银行基本业绩	3
二、净息差上升成为推动净利息收入增长 32.6%的主要因素	3
（一）上半年资产规模同比增长 18.5%，但是 6 月末的资产余额较 3 月末略有下降	3
（二）在宏观货币环境紧缩的情况下，公司的资产议价能力有所提高，净息差同比提高了 23 个基点	3
三、净手续费及佣金收入保持稳定	4
四、网点扩张并未导致费用支出大幅上升，表现出较强的成本控制能力	4
（一）上半年新增营业网点 30 个，新增员工 699 人，在总体上，平均的网点盈利能力和人均盈利能力均有所提高	4
（二）成本收入比降至 29.45%，较年初下降约 6 个百分点	4
五、拨备支出超预期，拨贷比接近监管要求	5
（一）资产质量不断提高，不良贷款实现双降	5
（二）未雨绸缪增加拨备支出，拨贷比接近监管要求，拨备覆盖率继续提高 ..	5
六、盈利预测与投资建议	6
附录：财务预测表	7

图表目录

图 1：光大银行成本收入比的变化情况	5
图 2：光大银行不良贷款及拨备覆盖率变化情况	6

表格目录

表格 1 利润表	7
表格 2 主要财务比率	7
表格 3 资产负债表	8

一、上半年光大银行基本业绩

上半年光大银行集团的总资产为 16621.17 亿元，实现营业收入 229.04 亿元，同比增长 32.28%，净利息收入 188.78 亿元，同比增长 32.59%，实现净利润 92.21 亿元，同比增长 34.93%，实现每股收益 0.23 元。

二、净息差上升成为推动净利息收入增长 32.6%的主要因素

（一）上半年资产规模同比增长 18.5%，但是 6 月末的资产余额较 3 月末略有下降

2011 年 6 月末，光大银行的总资产和总负债的市场占有率均较 3 月末略有下降，而且绝对金额均在下降。在市场占有率方面，总资产的占有率由 3 月末的 1.69% 下降到了 1.61%，总负债的占有率也由 1.71% 下降到了 1.62%。

从生息资产在总资产中的占比看，6 月末较 3 月末下降了 1.78 个百分点，其中，除了贷款、存放同业资产、存放中央银行款项外，拆出资金、债券类投资和买入返售金融资产在总资产中的占比均较 3 月末有所下降。而付息负债在总负债中的占比却较 3 月末提高了 3 个百分点。

我们分析，这主要是由于人民银行连续的上调存款准备金率，冻结了公司可资运用的资金，进而限制了其资产规模的扩张。比如，不但超额存款准备金率下降到了 0.97%，比上年同期减少了 2.46 个百分点，而且债券类投资的占比也在下降。当然，公司高出监管要求仅一点点的资本充足率（10.82%）也限制了其资产规模的扩张。

（二）在宏观货币环境紧缩的情况下，公司的资产议价能力有所提高，净息差同比提高了 23 个基点

从公司的存贷款看，在 6 月末，公司的加权平均存款利率为 1.96%，仅比去年同期提高了 36 个基点，而加权平均贷款利率则较去年同期提高了 78 个基点。一般而言，票据贴现的收益率比较低，但是光大银行在上半年该收益率却高达 9.71%，充分体现其议价能力的提高。

我们按照可比口径计算的结果发现，与去年同期相比，各类生息资产的收益率均有所提高，而多类付息负债的成本率却并没有大幅提高，保持了相对平稳。因此，上半年光大银行的净息差上升到了 2.41%，较去年同期提高了 23 个基点。

总体而言，我们分析后认为，今年上半年光大银行的净利息收入实现 32.6% 的同比增长虽然是有资产规模增长和净息差提升共同推动，但主要是由于净息差的提升所推动。

三、净手续费及佣金收入保持稳定

今年上半年，光大银行实现净手续费及佣金收入 38.02 亿元，同比增长 49.45%。在营业收入中的占比为 16.60%，比 1 季度末略有下降。但较去年同期提高了 1.91 个百分点。其中，上半年银行卡手续费收入同比增长 3.65 亿元，同比增速为 91.02%。预计在 2011 年末，公司的净手续费和佣金收入在营业收入中的占比也将保持稳定。

四、网点扩张并未导致费用支出大幅上升，表现出较强的成本控制能力

（一）上半年新增营业网点 30 个，新增员工 699 人，在总体上，平均的网点盈利能力和人均盈利能力均有所提高

截止 2011 年 6 月末，光大银行的营业网点上升到 635 个，职工总数增加到 22966 人，但是从费用支出看，业务及管理费用同比只增长了 14.49%，大大低于营业收入的同比增速（32.28%）。分类别看，公司在网点扩张过程中，主要是员工费用支出的增长，全行人均费用同比增长了 33.18%，而网均非员工费用的支出却同比下降了 3.23%。

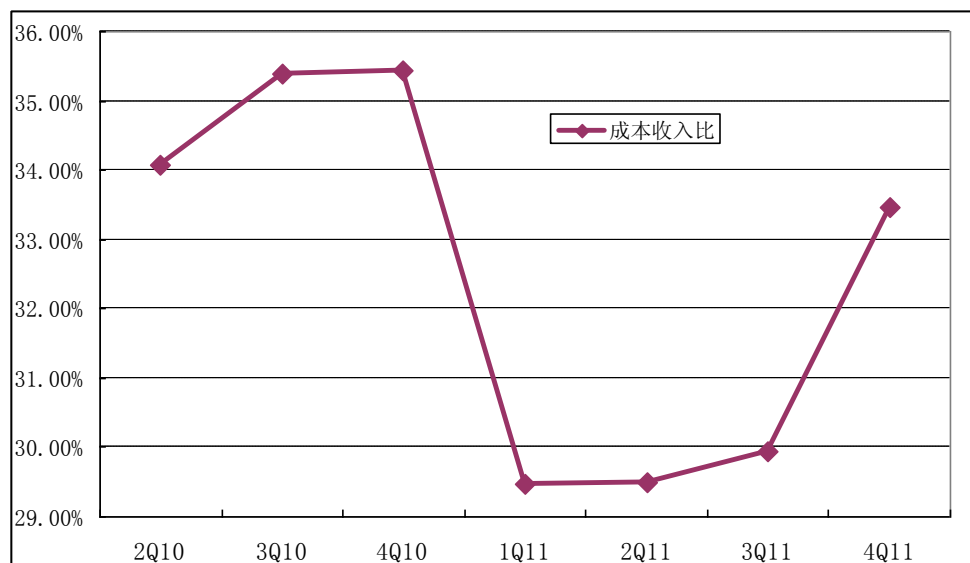
从网均工作人员的配置分析，与年初相比，光大银行平均每个营业网点的工作人员有所减少。但是每个员工的工作绩效却有所提高。反映在平均每个员工创造的净利润水平看，已经由去年同期的 31.94 万元提高到了 40.15 万元。

从营业网点的平均盈利能力分析，在 2009 年 6 月末，公司的网均净利润已经由去年同期的 1267.92 万元提高到了 1452.18 万元。一般而言，新设营业网点从投入到盈利有一个时间过程，可以推断，公司营业网点盈利能力的提高主要由年初已有的网点所贡献。

（二）成本收入比降至 29.45%，较年初下降约 6 个百分点

截止 2011 年 6 月末，光大银行发生的业务及管理费用为 67.54 亿元，同比增长 8.55 亿元，其同比增幅大大低于营业收入的同比增幅。因此，公司的成本收入比下降到了 29.45%，在股份制银行中处于低端。不过，我们分析，在下半年随着公司营业网点的继续扩张，公司的成本收入比将会有所反弹。

图 1：光大银行成本收入比的变化情况



数据来源：公司数据，信达证券

五、拨备支出超预期，拨贷比接近监管要求

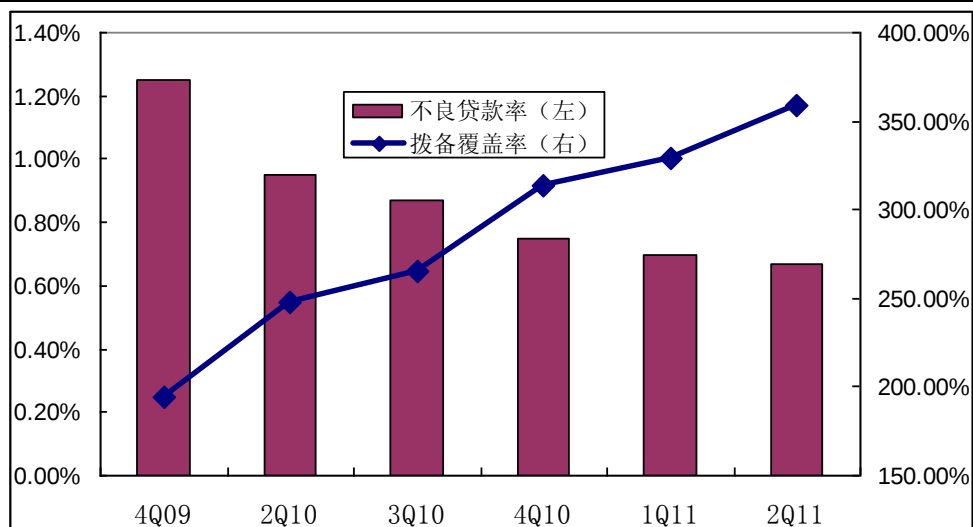
（一）资产质量不断提高，不良贷款实现双降

截止 2011 年 6 月末，光大银行的不良贷款余额为 57.13 亿元，较年初减少 1.18 亿元，不良贷款率降至 0.67%，较年初减少 0.08 个百分点。不良贷款的双降，主要得益于公司在信贷风险控制方面的管理能力的加强，表现在各类贷款的向下迁徙率上，关注类贷款、次级类贷款和可疑类贷款向下迁徙的比率，分别较年初减少了 0.02、6.63 和 6.02 个百分点。而公司在上半年对 1.05 亿元的不良贷款进行的核销对公司资产质量的改善亦有贡献。

（二）未雨绸缪增加拨备支出，拨贷比接近监管要求，拨备覆盖率继续提高

从拨备覆盖率看，虽然在今年 3 月末，该指标已经高达 329.52%，大大高出中国银监会的监管要求，增加拨备支出的压力很小。但是从 2.5% 的拨贷比监管要求看，当时只有 2.35%，离监管要求还有一定差距。尽管光大银行的拨贷比达标时间还有几年的缓冲期，但是，我们分析，由于拨贷比的分母每年都在增长，因此其分子也必须保持一定的增速。6 月末光大银行大幅增加拨备支出，拨备余额达到 204.86 亿元，具有未雨绸缪的性质。6 月末公司拨贷比上升到 2.47%，因此，后续增加拨备支出的压力便会减少。由于拨备余额的上升，6 月末该指标已经提高到了 358.61%，公司具有了更高的风险覆盖能力。

图 2: 光大银行不良贷款及拨备覆盖率变化情况



数据来源：公司数据，信达证券

六、盈利预测与投资建议

根据公司2011年中报提供的信息，我们对估值模型的有关参数进行了调整。我们预计，在2011年和2012年光大银行实现的净利润分别为167.20亿元和219.69亿元，同比增长30.69%和31.40%，以2011年6月末的股本数计算，实现每股收益为0.41元和0.54元。以2011年8月9日收盘价3.08元计算，公司在2011年和2012年对应的PE分别为7.45倍和5.67倍，对应的PB为1.13倍和1.06倍。在估值上，安全边际比较高，而且公司的拨贷比已经接近监管要求，后续拨备支出大幅增加的较小，我们维持对光大银行“买入”的投资评级。

风险提示：

关注地方融资平台贷款可能出现的风险。

附录：财务预测表

表格 1 利润表

利润表（百万元）	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	24,701	24,259	35,530	44,749	56,410
净利息收入	22,336	19,602	30,422	37,477	46,219
利息收入	43,105	37,424	54,156	70,086	84,988
利息支出	20,769	17,822	23,733	32,609	38,769
净手续费及佣金收入	2,174	3,157	4,709	6,825	9,627
手续费及佣金收入	2,607	3,533	5,081	7,161	10,155
手续费及佣金支出	(433)	(376)	(372)	(337)	(528)
其他净收入	168	1,467	363	447	564
投资净（亏损）收益	214	755	447	0	0
公允价值变动净收益	(322)	278	(466)	0	0
汇兑净收益	211	405	360	0	0
其他业务净收益	64	28	22	0	0
营业支出	(16,572)	(13,703)	(18,513)	(22,431)	(27,108)
营业税金及附加	(1,960)	(1,810)	(2,431)	(3,222)	(4,146)
管理费用	(8,301)	(9,533)	(12,590)	(14,744)	(18,289)
资产减值准备	(6,288)	(2,360)	(3,491)	(4,465)	(4,673)
营业利润	8,129	10,523	16,981	22,318	29,302
营业外净收入	(205)	(30)	129	(10)	(10)
拨备前经营利润	14,212	12,852	20,602	26,773	33,965
税前利润	7,924	10,493	17,111	22,308	29,292
所得税	(608)	(2,849)	(4,317)	(5,588)	(7,323)
净利润	7,316	7,643	12,794	16,720	21,969
EPS（元）	0.26	0.23	0.32	0.41	0.54

表格 2 主要财务比率

主要比率	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利息收入 +/- %	25.68%	-12.24%	55.20%	23.19%	23.33%
净手续费及佣金收入占比%	8.80%	13.01%	13.25%	15.25%	17.07%
净手续费及佣金收入%	82.77%	45.18%	49.16%	44.94%	41.06%
营业收入 %	23.23%	-1.79%	46.46%	25.95%	26.06%
成本收入比 %	33.61%	39.30%	35.44%	32.95%	32.42%

拨备前经营利润率%	57.53%	52.98%	57.98%	59.83%	60.21%
净利润率 %	29.62%	31.51%	36.01%	37.36%	38.95%
净利润 +/- %	45.19%	4.47%	67.39%	30.69%	31.40%
所得税率 %	7.67%	27.16%	25.23%	25.05%	25.00%
EPS	45.19%	-11.83%	38.41%	30.85%	31.32%
ROE %	22.02%	15.88%	15.70%	15.09%	18.77%
ROA%	0.92%	0.75%	0.95%	1.01%	1.10%
不良贷款率		1.25%	0.75%	0.67%	0.70%
拨备覆盖率%	150.11%	194.08%	313.38%	376.69%	372.38%
拨贷比		2.49%	2.40%	2.52%	2.61%

表格 3 资产负债表

资产负债(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
资产:	851,838	1,197,696	1,483,950	1,810,357	2,175,218
存放同业款项	59,405	100,583	53,275	81,466	108,761
拆出资金	19,552	9,061	23,833	45,259	45,680
存放中央银行款项	97,928	134,237	181,857	223,861	280,283
客户贷款及垫款	450,521	632,151	760,555	888,558	1,027,055
债券类投资	118,947	138,549	187,332	208,191	239,274
买入返售金融资产	49,582	121,295	170,037	235,346	239,274
其他资产	55,903	61,819	107,062	127,676	234,891
负债:	818,606	1,149,575	1,402,488	1,700,087	2,058,088
同业存放款项	121,694	231,260	197,214	255,013	329,294
拆入资金	3,099	23,091	18,214	15,301	41,162
吸收存款	605,170	799,644	1,029,711	1,240,877	1,472,162
应付债券	18,550	21,550	16,000	16,000	16,000
卖出回购金融资产	6,957	14,642	12,679	25,501	32,929
其他负债	63,135	59,389	128,670	147,395	166,541
所有者权益:	33,232	48,121	81,463	110,270	117,130
股本(百万股)	28,217	33,435	40,435	40,435	40,435

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师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当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102