

分析师： 陈志华 (8621)68751569 chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120011

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

息差快速回升，关注 H 股融资进程

事件描述

2011 年前三季度光大银行利息净收入同比增长 31%，手续费净收入同比增长 44%，营业费用(扣除拨备)同比增长 14%，公司净利润 141 亿元，同比增长 40.51%。公司前三季度业绩快速增长归因于生息资产增长、息差回升、手续费收入高速增长和成本控制有效。公司息差回升较快，资产质量整体改善，拨备充足，但公司风险加权资产回报率较低，核心资本充足率尚待提高，若 H 股融资成功，基本能满足业务发展需要。

前三季度息差为 2.44%，同比大幅回升，其中第三季度息差为 2.52%，环比升幅较大。公司净息差回升较快主要是由于今年以来基准利率不断上调，银行议价能力提升，公司提高贷款在生息资产中的比重，存款占比上升和同业负债占比下行降低了负债成本。我们认为公司受到存贷比限制，未来贷款占比难以进一步提高，吸储困难在限制规模扩张的同时，也使得负债成本提升，预计息差未来一两季度持平或略有下滑，预计 2011 年息差为 2.41%。

三季度公司不良贷款余额和不良率较中期均略有下降，整体资产质量改善。预计未来经济软着陆，偿付风险可控，货币政策定向宽松有利于防止资金链断裂导致的流动性风险。公司拨贷比较高，拨备计提压力较小，但在宏观经济形势比较复杂的情况下，三季度大规模释放拨备的合理性值得商榷。

前三季度公司手续费净收入同比增长 44%。随着经济增长、经济金融化的深化，居民财富积累及消费意愿增强，公司中间业务将持续保持增长。但随着通胀下行，实际负利率缓解，行政监管加强，理财产品收益将回归稳定增长。

我们认为公司业务发展较快，业绩符合预期，预计未来业绩平稳较快增长。我们预计光大银行 2011 年和 2012 年盈利分别为 175 亿元和 224 亿元，对应 11 年动态市盈率为 7.01 倍，动态市净率为 1.29 倍，维持“推荐”评级。

事件评论

盈利归因分析

	2010Q3	2011Q3	同比	2011Q2	2011Q3	环比
平均生息资产	1,265,913	1,467,973	15.96%	1,568,733	1,555,330	-0.85%
净利息收入	22,180	28,984	30.68%	9,629	10,107	4.96%
净息差	2.20%	2.44%	10.91%	2.45%	2.52%	2.86%
非利息收入	4,205	4,880	16.07%	2,147	828	-61.44%
成本收入比	42.25%	37.57%	-11.08%	36.78%	39.51%	7.42%
资产减值拨备	1,837	2,251	22.58%	1,550	16	-98.98%
实际所得税率	24.91%	25.36%	1.80%	26.28%	25.74%	-2.05%
净利润	10,058	14,133	40.51%	4,348	4,922	13.21%

公司主要财务数据比较（同比）

单位：百万	2010Q3	2011Q3	同比	
贷款	718,652	844,973	17.58%	贷款较快增长
证券投资	180,580	161,454	-10.59%	市场利率走高，债券价值下降，减少交易性和可供出售金融资产
同业资产	333,106	331,526	-0.47%	
负债	1,411,087	1,579,057	11.90%	
存款	990,062	1,135,596	14.70%	存款平稳增长
同业负债	276,894	295,169	6.60%	
利息净收入	22,180	28,984	30.68%	息差和规模驱动
手续费净收入	3,719	5,350	43.84%	手续费收入大幅增长
营业费用（扣除拨备）	11,148	12,723	14.12%	成本控制有力
拨备	1,837	2,251	22.58%	稳健计提拨备
净利润	10,058	14,133	40.51%	归因于生息资产规模增长、息差回升、手续费收入增长和成本控制有效

公司主要财务数据比较（环比）

单位：百万	2011Q2	2011Q3	环比	
贷款	830,086	844,973	1.79%	贷款平稳增长
证券投资	177,675	161,454	-9.13%	市场利率走高，债券价值下降，减少交易性和可供出售金融资产
同业资产	334,784	331,526	-0.97%	
负债	1,575,384	1,579,057	0.23%	
存款	1,137,300	1,135,596	-0.15%	
同业负债	324,788	295,169	-9.12%	同业存款减少规模较大
利息净收入	9,629	10,107	4.96%	息差和规模驱动
手续费净收入	1,889	1,548	-18.03%	
营业费用（扣除拨备）	4,331	4,320	-0.26%	
拨备	1,550	16	-98.98%	资产质量提高，释放拨备
净利润	4,348	4,922	13.21%	

第一，存贷比上升，存贷款市场份额环比下降

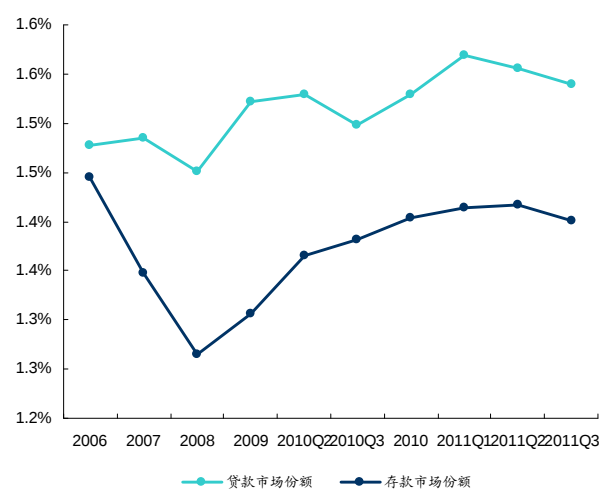
公司贷款同比增速较中期上升，存款同比增速较中期下降，存贷比较中期有所上升，存贷款市场份额环比下降。存款余额为 11356 亿元，同比增长 15%，存款市场份额为 1.40%，较中期下敬爱那个 2 个基点；贷款余额为 8450 亿元，同比增长 18%，贷款市场份额为 1.54%，环比下降 2 个基点。2011 年上半年自定义存贷比（含贴现）为 76.25%，较中期上升 1.46 个百分点。

图 1：存贷增长



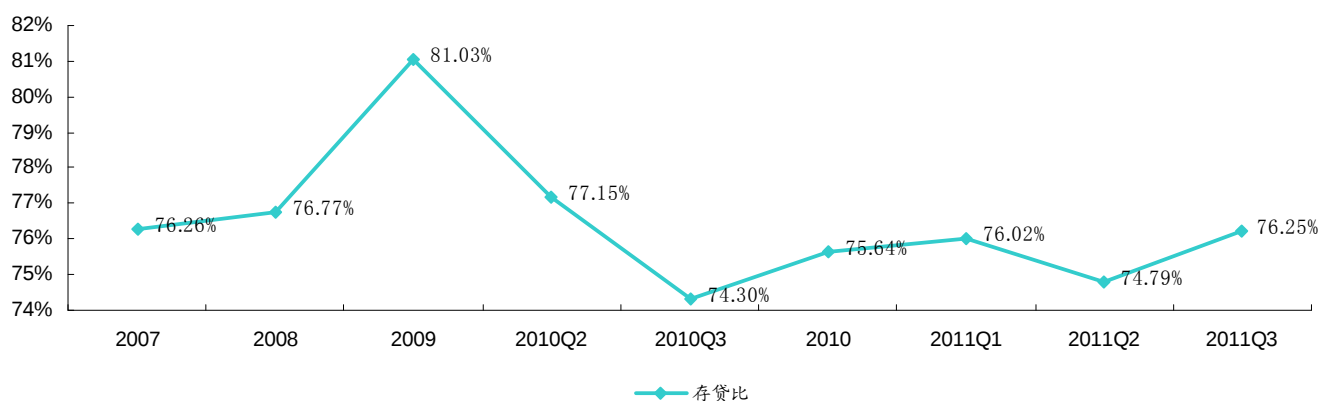
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：存贷市场份额



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：存贷比

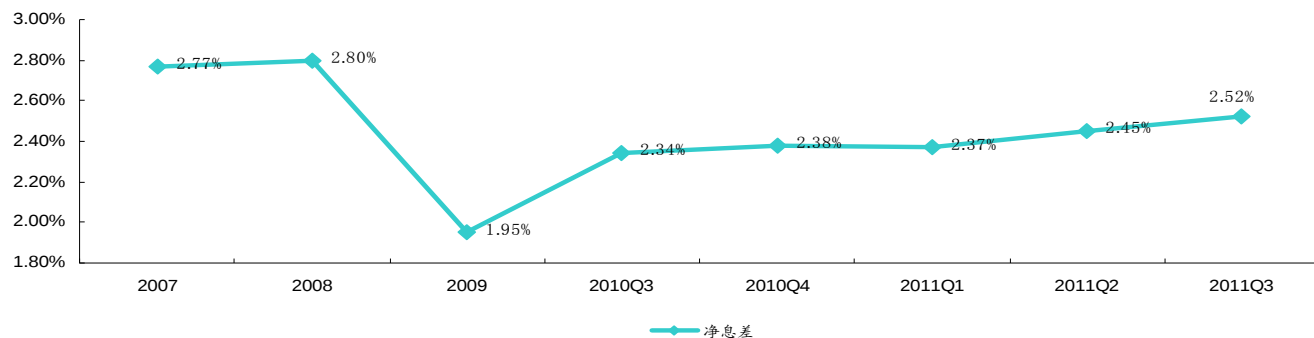


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二， 息差同比回升

公司 2011 年前三季度息差为 2.44%，同比回升 24bp。公司净息差回升主要是由于今年以来基准利率不断上调，银行议价能力提升，贷款在生息资产中占比提高，加速息差回升。我们认为公司息差基本达到年内高点，预计未来一两季度持平或略有下滑。公司第三季度息差为 2.52%，较二季度上升 7 个基点，预计 2011 年息差为 2.45%。

图 4：单季度息差变化情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三， 不良环比双降

不良贷款余额和不良率较二季度略有下降，不良贷款余额 55.99 亿，比二季度减少 1.12 亿元；不良率 0.65%，较二季度下降 2 个基点。公司拨贷比较高，资产质量转好，未来拨备计提压力较小。

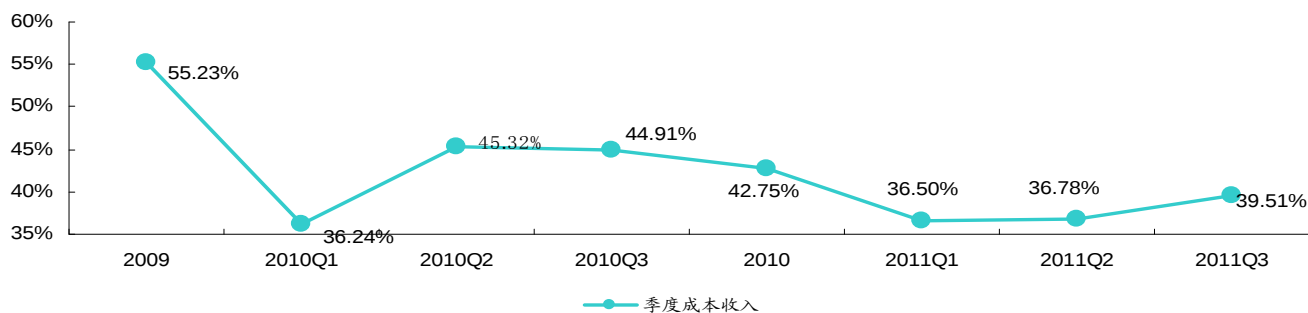
第四， 手续费净收入同比大幅增长

前三季度公司手续费净收入为 53.5 亿元，同比增长 44%。随着经济增长、经济金融化的深化，居民财富积累及消费意愿增强，公司中间业务将持续保持增长。但随着通胀下行，实际负利率缓解，行政监管加强，理财产品收益将回归稳定增长

第五， 前三季度成本控制良好

公司前三季度成本收入比 37.57%，同比下降 4.68%，第三季度成本收入比为 39.15%，环比上升 2.73%。公司员工和网点稳定扩张，未来可能进一步扩大规模，增加网点和员工数量，预计费用将保持稳定增长。(成本收入比=(营业税金及附加+业务及管理费+其他营业成本)/营业收入)

图 5：单季度成本收入比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

盈利与估值	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	-	0.92%	0.74%	0.95%	1.08%	1.17%
ROAE	-	25.21%	18.75%	19.67%	19.86%	21.61%
拨备前每股收益	0.43	0.43	0.39	0.51	0.71	0.88
每股收益	0.18	0.26	0.23	0.35	0.43	0.55
每股净资产	-	1.18	1.44	2.01	2.35	2.78
拨备前每股市盈率	7.05	7.05	7.87	6.00	4.26	3.46
市盈率	17.02	11.75	13.33	8.81	7.01	5.48
市净率	-	2.58	2.11	1.51	1.29	1.09
股息收益率	-	-	-	3.41%	4.28%	5.47%

利润表摘要	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利息收入	17,773	22,336	19,601	30,456	40,015	48,917
手续费净收入	1,190	2,174	3,157	4,723	6,768	8,967
其他非利息净收入	1,082	190	1,500	398	820	330
经营收入合计	20,045	24,700	24,258	35,577	47,604	58,215
营业费用	(7,879)	(10,284)	(11,344)	(15,080)	(18,721)	(22,671)
拨备前利润	12,166	14,416	12,914	20,496	28,882	35,544
当期提取各项准备金	(3,700)	(6,302)	(2,410)	(3,500)	(5,946)	(6,234)
税前利润	8,466	8,114	10,504	16,997	22,936	29,310
所得税	(3,350)	(608)	(2,849)	(4,249)	(5,390)	(6,888)
净利润	5,040	7,300	7,625	12,748	17,546	22,422

盈利驱动因素	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
贷款增长(毛额)	17.08%	12.68%	39.46%	20.20%	17.00%	16.00%
存款增长	7.51%	11.93%	32.14%	29.00%	18.00%	18.00%
平均生息资产增长	-	24.30%	26.24%	38.23%	19.62%	19.05%
贷存比(含贴现)	76.26%	76.77%	81.03%	75.50%	74.86%	73.59%
NIM	2.77%	2.80%	1.95%	2.19%	2.41%	2.47%
非利息收入占比	11.33%	9.57%	19.20%	14.39%	15.94%	15.97%
信用成本	0.91%	1.29%	0.39%	0.47%	0.68%	0.61%
成本收入比(含营业税)	39.31%	41.64%	46.76%	42.39%	39.33%	38.94%
有效税率	39.93%	7.68%	27.20%	25.00%	23.50%	23.50%

收入盈利增长	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
净利息收入增长	-	25.67%	-12.24%	55.38%	31.39%	22.25%
手续费收入增长	-	82.69%	45.22%	49.61%	43.30%	32.49%
营业收入增长	-	23.22%	-1.79%	46.66%	33.81%	22.29%
拨备前利润增长率	-	18.49%	-10.41%	58.71%	40.91%	23.07%
净利润增长率	-	44.84%	4.46%	67.18%	37.64%	27.79%

资产负债表摘要	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
总资产	739,186	851,838	1,197,696	1,481,640	1,770,031	2,057,417
贷款余额(毛额)	412,284	464,574	647,916	778,795	911,190	1,056,981
存放央行款	118,140	97,928	134,237	185,677	231,271	272,900
同业资产	80,678	128,539	230,939	266,695	369,936	421,770
债券投资	121,976	131,517	138,549	195,945	197,132	240,777
存款余额	540,661	605,170	799,644	1,031,541	1,217,218	1,436,317
同业负债	128,835	131,750	268,993	263,732	364,626	407,369
发行债券	5,550	18,550	21,550	16,000	16,000	16,000
拨备余额	17,003	14,040	15,608	18,222	22,868	27,801
股东权益	24,689	33,232	48,121	81,469	95,190	112,348
平均股东权益	-	28,961	40,677	64,795	88,329	103,769
平均生息资产	640,704	796,390	1,005,339	1,389,634	1,662,298	1,979,009
平均总资产	667,652	795,512	1,024,767	1,339,668	1,625,835	1,913,724

资产风险与经营杠杆	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款余额	18,747	9,362	8,123	5,822	6,251	9,122
不良贷款率	4.55%	2.02%	1.25%	0.75%	0.69%	0.86%
不良毛生成率	11.24%	-1.93%	-0.10%	-0.21%	0.09%	0.32%
贷款拨备覆盖率	90.70%	149.97%	192.15%	312.96%	365.81%	304.76%
贷款总额准备率	6.61%	3.02%	2.41%	2.34%	2.51%	2.63%
当年核销	(4,427)	(928)	(673)	(821)	(300)	(300)
资本充足率	7.19%	9.10%	10.39%	11.00%	10.56%	10.47%
核心资本充足率	6.20%	5.98%	6.84%	8.18%	8.00%	8.11%
风险加权资产系数	50.26%	56.01%	56.47%	62.90%	62.50%	62.50%
个人贷款占比	16.11%	19.49%	21.73%	24.88%	23.00%	23.00%
企业贷款占比	80.37%	73.40%	71.22%	73.35%	75.50%	75.00%
其中票据贴现	3.52%	7.11%	7.05%	1.77%	1.50%	2.00%
活期存款占比	51.01%	45.69%	43.55%	43.06%	41.60%	41.60%
其中对公活期	45.12%	40.37%	37.34%	37.33%	36.00%	36.00%
其中居民储蓄活期	5.89%	5.32%	6.21%	5.73%	5.60%	5.60%

其他数据	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
网点数	396	427	483	606		
员工数	15,179	16,987	19,217	22,267		
贷款余额市场份额	1.57%	1.53%	1.69%	1.64%	1.65%	
其中个人贷款	1.31%	1.59%	1.72%	1.72%		
存款余额市场份额	1.39%	1.30%	1.34%	1.44%	1.43%	
总股本	28,217	28,217	33,435	40,435		
其中流通股				4,000		

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有3年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江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：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。