

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

同业业务收缩致息差降幅偏大

—光大银行（601818）12年3季报点评

证券研究报告-公司点评

增持（首次覆盖）

撰写日期: 2012年10月29日

报告关键要素:

公司三季报业绩增速放缓,主要原因是息差的下降以及3季度信贷成本的同比上升。公司3季度的息差计算值环比降幅偏大,除了存贷利差收窄的影响外,3季度债券资产对高收益同业资产的替代是另一个重要因素。3季度不良贷款净生成率高于1、2季度的水平,不良贷款呈现加速上升的态势。预计公司2012年、2013年的EPS分别为0.58元、0.61元,对应PE4.62倍、4.39倍,公司估值较低,但缺乏独特的业绩驱动因素,给予公司“增持”评级。

事件:

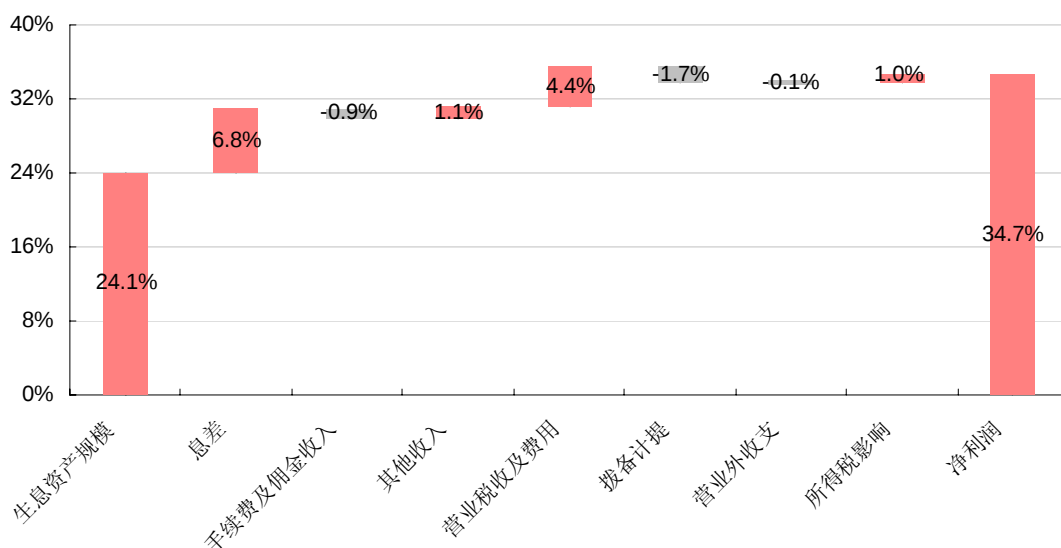
- 公司发布2012年3季报。前三季度营收同比增长31.1%,拨备前营业利润增长35.5%,营业利润增长33.8%,归属于母公司所有者的净利润增长34.7%。EPS0.47元。

点评:

● 业绩表现与财务指标

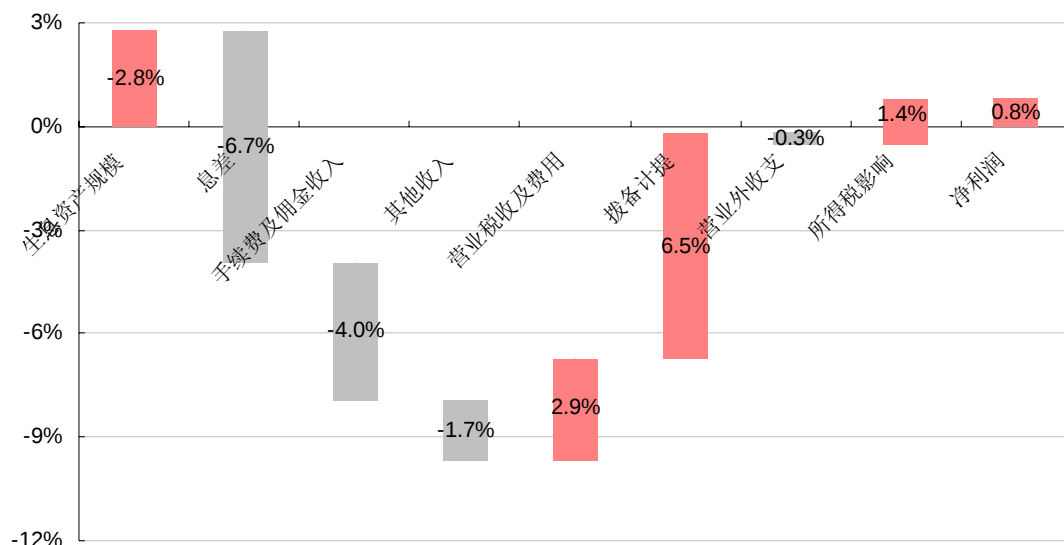
- **息差驱动减弱导致利润增速放缓。**公司前三季度净利润增长35%,主要的贡献因素是生息资产规模的增长、息差的提升以及成本收入比的降低,分别贡献了24个百分点、7个百分点以及4个百分点。3季报净利润增速较中报的40%低了5个百分点,主要原因有两点:首先是息差的驱动减弱,导致利息净收入增速下降;其次是去年3季度拨备接近零计提,今年3季度的计提则较为正常,导致信贷成本同比上升较快。环比看,3季度的营业收入较2季度下降了9.7%,其中由于息差的环比下降导致利息净收入下滑了3.9%,而中间业务收入则环比大幅下滑了29%。

图1: 公司2012年前三季度净利润变动影响因素分解(同比)



资料来源: 公司公告、中原证券

图2：公司2012年3季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **存款增速远超行业水平，同业资产继续收缩，债券资产大幅增长。**3季度末公司存款较年初增长20%，远高于12%的行业增速，从中报披露的情况看，结构性存款与保证金存款增长的贡献较大。3季度公司存款环比增长2.3%，也高出1.9%的行业增速。贷款方面，3季度末总额较年初增长12.1%，行业增速在12.5%，与行业增速基本持平；3季度环比增长2.5%，低于3.4%的行业增速。同业资产的规模在经历了2季度的收缩后，3季度再度负增长7.6%，主要是买入返售金融资产下降较快，债券资产的规模则环比大幅增长41.1%。买入返售金融资产的下降主要反映了目前票据资产出表的需求在减少，同时更严格的监管也对业务发展造成影响。
- **3季度息差环比降幅较大。**公司3季度净息差计算值为2.49%，较2季度的2.69%下降了20BP，降幅偏大。除了存贷利差收窄的影响外，3季度债券资产对高收益同业资产的替代我们认为是另一个重要因素。公司3季度末同业资产占生息资产的比重为23%，较上半年末下降了3个百分点，与此同时债券资产的占比较上半年末上升了4个百分点至15%。4季度公司的存贷利差仍将处于下降趋势中，息差对净利润同比增长的贡献作用将继续减弱。
- **中间业务收入同比增速趋缓，3季度环比负增长。**前三季度公司中间业务收入同比增长24.8%，较中报的29.9%有明显下降。环比看3季度则较2季度大幅负增长29.4%，从前两年的情况看，3季度均呈现环比负增长的状况，但今年的降幅也明显高于往年。前三季度中间业务收入占营业收入的比重为15%，较去年同期略微下降。
- **不良贷款呈加速上升的态势。**公司不良贷款余额69.8亿，较年初增长12.5亿，较上半年末增长7.3亿，3季度不良贷款净生成率0.07%（未年化），高于1、2季度的水平，不良贷款呈现加速上升的态势。3季度末不良贷款率0.70%，较年初上升0.06个百分点，拨备覆盖率341%，拨贷比2.39%。前三季度的信贷成本为0.47%（年化），较去年同期上升0.11个百分点。
- **资本充足率提升。**3季度末公司资本充足率11.21%，较年初提高0.64个百分点，核心资本充足率8.24%，较年初提高0.35个百分点。
- **给予公司“增持”评级。**预计公司2012年、2013年的EPS分别为0.58元、0.61元，对应PE4.62倍、4.39倍，公司估值较低，但缺乏独特的业绩驱动因素，给予公司“增持”评级。

- 风险提示：经济衰退的程度及持续时间超过预期，资产质量严重恶化。

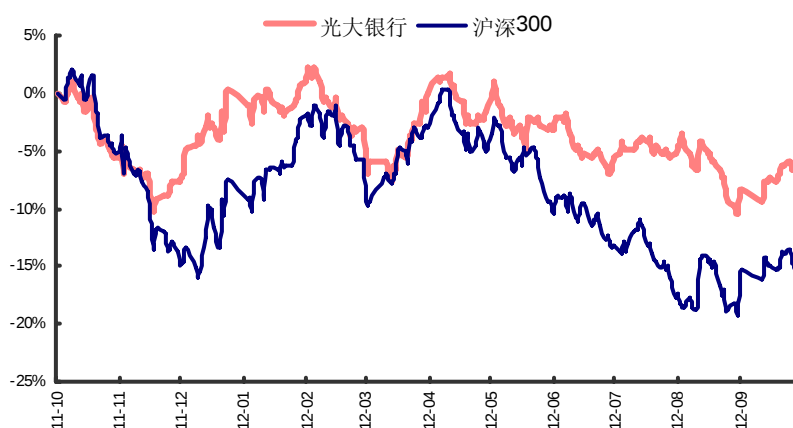
市场数据（2012年10月26日）

收盘价（元）	2.68
一年内最高（元）	3.14
一年内最低（元）	2.59
市净率（倍）	1.05
总市值（亿元）	1,083.65
A 股流通市值（亿元）	407.81

基础数据（2012年9月30日）

每股净资产（元）	2.72
总资产（亿元）	22,173.60
所有者权益（亿元）	1,098.68
净资产收益率（%）	18.33
总股本（亿股）	404.35
H 股股本（亿股）	0.00

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

财务预测

每股指标与估值	2010	2011	2012E	2013E
EPS (摊薄)	0.32	0.45	0.58	0.61
BVPS	2.01	2.38	2.81	3.29
P/E	8.47	6.00	4.62	4.39
P/B	1.33	1.13	0.96	0.81

盈利能力	2010	2011	2012E	2013E
ROAA	0.96%	1.13%	1.17%	1.01%
ROAE	19.76%	20.37%	22.36%	20.00%
净利差 (SPREAD)	2.23%	2.29%	2.40%	2.27%
净息差 (NIM)	2.38%	2.51%	2.52%	2.30%
信贷成本	0.49%	0.44%	0.46%	0.46%
成本收入比	35.44%	31.95%	31.11%	32.78%
所得税有效税率	25.23%	25.30%	24.80%	25.00%

利润表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
利息净收入	30,422	39,440	49,747	52,535
手续费净收入	4,709	6,973	8,712	11,374
其他非息收入	363	-400	-470	-536
营业收入	35,530	46,073	58,055	63,373
营业费用与税金	15,021	18,168	22,326	25,335
资产减值损失	3,491	3,698	4,451	5,119
营业利润	16,981	24,147	31,212	32,919
营业外收支净额	129	64	43	0
利润总额	17,111	24,211	31,255	32,919
所得税	4,317	6,126	7,750	8,230
少数股东利润	3	17	25	29
母公司所有者利润	12,790	18,068	23,480	24,661

资产负债表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	185,745	228,666	285,581	327,695
同业资产	247,145	393,949	484,131	555,525
证券投资	187,332	161,114	323,150	373,576
贷款总额	778,828	889,825	1,027,094	1,178,559
贷款损失准备	18,273	21,043	24,877	29,996
贷款净额	760,555	868,782	1,002,217	1,148,563
生息资产总额	1,399,050	1,673,554	2,119,956	2,435,355
总资产	1,482,669	1,732,065	2,283,466	2,614,475
同业负债	228,107	338,598	591,743	676,531
存款	1,029,711	1,178,800	1,456,974	1,671,833
应付债券	16,000	16,000	52,700	52,700
付息负债	1,273,818	1,533,398	2,101,417	2,401,064
总负债	1,402,488	1,637,196	2,169,903	2,481,182
少数股东权益	98	115	140	163
母公司所有者权益	81,364	96,034	113,424	133,129

资产质量	2010	2011	2012E	2013E
不良贷款率	0.75%	0.64%	0.72%	0.74%
不良贷款净生成率	-0.32%	-0.01%	0.17%	0.12%
拨备覆盖率	313.38%	367.43%	336.87%	344.28%
拨备/贷款总额	2.35%	2.36%	2.42%	2.55%

资本	2010	2011	2012E	2013E
资本充足率	11.02%	10.57%	11.16%	11.08%
核心资本充足率	8.15%	7.89%	8.25%	8.45%
杠杆倍数	18.20	18.01	20.08	19.58

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。