

商业银行/金融

光大银行 (601818)

中收稳定，拨备承压

——光大银行 2015 年三季度报点评

	邱冠华 (分析师)	张宇 (研究助理)	赵欣茹 (研究助理)
	021-38676912	021-38674875	021-38677369
	qiuguanhua@gtjas.com	zhangyu015777@gtjas.com	zhaoxinru@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880115080189	S0880114080038

本报告导读:

公司三季度中间业务收入保持稳定优于同业，预计后续将持续增长；资产质量风险不断释放，拨备水平持续承压。

投资要点:

● 投资建议：目标价 5.02 元，谨慎增持

因为实体经济下行，资产质量承压，下调光大银行 15/16 年净利润增速预测 -2.2pc/-6.5pc 至 2.8%/4.5%。调整后的盈利预测对应 15/16 年 EPS0.64/0.66 元，BVPS4.33/4.81 元，现价 6.26/5.99 倍 PE，0.92/0.83 倍 PB。考虑盈利预测下调，以及股灾过后估值中枢下移，将目标价由 6.65 元下调至 5.02 元，将评级由增持下调为谨慎增持。

● 业绩概述：基本符合市场预期

光大银行 2015 年 1-9 月实现拨备前利润 462.1 亿元，同比增长 26.1%；归属母行净利润 238.8 亿元，同比增长 2.4%，基本符合市场预期。

● 新的认识：预计中间收入将稳定增长，拨备水平则持续承压

1. 中间收入保持稳定，预计将持续增长。受股灾影响，大部分上市银行三季度手续费净收入环比出现明显负增长。公司三季度手续费净收入环比仅下降 2.9%，降幅显著小于同业。预计公司银行卡、理财等业务手续费收入将带动中收持续稳定增长。

2. 不良风险不断释放，拨备水平仍承压。三季度末不良贷款余额环比上升 4.4%，不良率环比上升 1bp 至 1.43%，资产质量风险不断释放。公司二季度末拨备覆盖率逼近 150% 监管红线，三季度加大拨备力度，拨备覆盖率环比上升 9.6pc 至 165%，但在上市银行中仍处于倒数第四低。拨备捉襟见肘后续仍将压低净利润增长空间。

风险提示：经济下行致资产质量恶化失速

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	65,147	78,402	85,838	97,393	103,266
(+/-) %	8.92%	20.35%	9.48%	13.46%	6.03%
拨备前利润	39,054	48,763	55,508	62,975	66,058
(+/-) %	4.46%	24.86%	13.83%	13.45%	4.90%
净利润	26,715	28,883	29,696	31,035	32,976
(+/-) %	13.24%	8.12%	2.82%	4.51%	6.26%
每股净收益 (元)	0.58	0.62	0.64	0.66	0.71
每股净资产 (元)	3.30	3.83	4.33	4.81	5.31
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净资产收益率 (%)	20.01%	17.41%	15.58%	14.55%	13.96%
总资产收益率 (%)	1.14%	1.12%	1.02%	0.95%	0.92%
风险加权资产收益率	1.61%	1.52%	1.46%	1.37%	1.32%
市盈率	6.89	6.43	6.26	5.99	5.63
市净率	1.21	1.04	0.92	0.83	0.75
股息率 (%)	4.32%	4.67%	4.80%	5.01%	5.32%

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 5.02

上次预测: 6.65

当前价格: 3.98

2015.11.03

交易数据

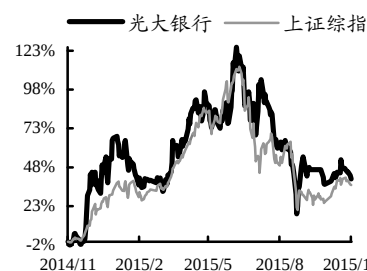
52 周内股价区间 (元)	2.80-6.50
总市值 (百万元)	185,783
总股本/流通 A 股 (百万股)	46,679/39,81
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/6,869
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	17232.41
日均成交值 (百万元)	711.25

资产负债表摘要 2014A

贷款总额 (百万元)	1,299,455
存款余额 (百万元)	1,785,337
股东权益 (百万元)	179,483
贷存比 (%)	70.10%

EPS(元)	2014A	2015E
Q1	0.17	0.18
Q2	0.16	0.17
Q3	0.16	0.16
Q4	0.12	0.12
全年	0.62	0.64

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-14%	41%
相对指数	-6%	-6%	5%

相关报告

- 《中间业务前景光明，资产质量压力较大》2015.05.04
- 《利息收入增长乏力，战略亮点尚不明晰》2014.03.31
- 《息差环比扩大，不良尚未企稳》2013.05.02
- 《光大银行投资者交流会议纪要》2013.01.29
- 《息差收窄，不良双升》2012.10.29

模型更新时间: 2015.11.03

股票研究

金融

商业银行

光大银行 (601818)

评级: **谨慎增持**

上次评级: 增持

目标价格: **5.02**

上次预测: 6.65

当前价格: **3.98**

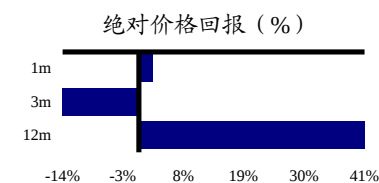
公司网址

www.cebbank.com

公司简介

公司是经国务院批复并经人民银行批准设立的金融企业,为客户提供全面的商业银行产品与服务。

截至2012年12月31日,公司资产总额2.28万亿元,负债总额2.16万亿元,全年实现营业收入599.16亿元,净利润236.2亿元。



52 周价格范围 2.80-6.50
市值 (百万) 185,783

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
利润表						
净利息收入	50,263	50,862	58,259	58,010	61,685	61,100
净手续费收入	9,479	14,952	19,157	27,778	34,722	41,666
其他非息收入	71	(667)	986	50	986	500
营业收入	59,813	65,147	78,402	85,838	97,393	103,266
税金及附加	(4,551)	(5,607)	(6,361)	(7,189)	(8,261)	(9,220)
业务及管理费	(17,956)	(20,622)	(23,416)	(23,176)	(26,296)	(28,088)
营业外净收入	79	136	138	35	138	100
拨备前利润	37,385	39,054	48,763	55,508	62,975	66,058
资产减值损失	(5,795)	(4,633)	(10,209)	(15,868)	(21,548)	(22,021)
税前利润	31,590	34,421	38,554	39,640	41,426	44,037
所得税	(7,970)	(7,667)	(9,626)	(9,897)	(10,343)	(11,009)
税后利润	23,620	26,754	28,928	29,743	31,083	33,027
归属母公司净利润	23,591	26,715	28,883	29,696	31,035	32,976
资产负债表						
存放央行	285,478	312,643	354,185	383,237	427,309	478,586
同业资产	413,724	360,626	459,731	500,860	546,933	590,348
贷款总额	1,023,187	1,166,310	1,299,455	1,494,373	1,666,226	1,832,849
贷款减值准备	(25,856)	(24,172)	(28,025)	(33,062)	(41,628)	(52,500)
贷款净额	997,331	1,142,138	1,271,430	1,461,311	1,624,598	1,780,349
证券投资	478,285	492,958	588,544	695,489	738,826	830,756
其他资产	104,477	106,721	63,120	71,784	78,789	86,871
资产合计	2,279,295	2,415,086	2,737,010	3,112,680	3,416,455	3,766,910
同业负债	625,051	552,585	625,743	666,524	713,977	768,307
存款余额	1,426,941	1,605,278	1,785,337	1,981,724	2,209,622	2,474,777
应付债券	52,700	42,247	89,676	197,067	197,067	197,067
其他负债	60,281	61,924	56,771	64,593	70,844	78,097
负债合计	2,164,973	2,262,034	2,557,527	2,909,908	3,191,510	3,518,248
股东权益合计	114,322	153,052	179,483	202,771	224,946	248,663
业绩增长						
净利息收入增速	27.44%	1.19%	14.54%	-0.43%	6.33%	-0.95%
净手续费增速	35.94%	57.74%	28.12%	45.00%	25.00%	20.00%
净非息收入增速	45.29%	49.58%	41.01%	38.15%	28.32%	18.09%
拨备前利润增速	33.95%	4.46%	24.86%	13.83%	13.45%	4.90%
归属母公司净利润增速	30.57%	13.24%	8.12%	2.82%	4.51%	6.26%
盈利能力						
ROAE	22.44%	20.01%	17.41%	15.58%	14.55%	13.96%
ROAA	1.18%	1.14%	1.02%	1.02%	0.95%	0.92%
RORWA	1.71%	1.61%	1.52%	1.46%	1.37%	1.32%
生息率	5.25%	5.12%	5.27%	4.87%	4.83%	4.73%
付息率	2.84%	3.09%	3.19%	3.09%	3.16%	3.26%
净利差	2.41%	2.03%	2.08%	1.78%	1.67%	1.47%
净息差	2.59%	2.24%	2.31%	2.01%	1.91%	1.72%
成本收入比	30.02%	31.65%	29.87%	27.00%	27.00%	27.20%
资本状况						
资本充足率	10.99%	10.57%	11.21%	12.59%	12.73%	12.71%
核心资本充足率	8.00%	9.11%	9.34%	10.22%	10.25%	10.20%
风险加权系数	60.70%	68.69%	69.35%	69.35%	69.35%	69.35%
股息支付率	9.94%	30.05%	30.06%	30.00%	30.00%	30.00%
资产质量						
不良贷款余额	7,613	10,029	15,525	18,428	18,405	21,612
不良贷款净生成率	0.31%	0.46%	0.82%	1.00%	0.80%	0.80%
不良贷款率	0.74%	0.86%	1.19%	1.23%	1.10%	1.18%
拨备覆盖率	340%	241%	181%	179%	226%	243%
拨贷比	2.53%	2.07%	2.16%	2.21%	2.50%	2.86%
流动性						
贷存比	71.70%	72.65%	72.78%	75.41%	75.41%	74.06%
贷款/总资产	44.89%	48.29%	47.48%	48.01%	48.77%	48.66%
平均生息资产/平均总资产	96.55%	96.57%	97.72%	98.74%	98.84%	99.00%
每股指标						
EPS	0.58	0.58	0.62	0.64	0.66	0.71
BVPS	2.82	3.30	3.83	4.33	4.81	5.31
每股股利	0.06	0.17	0.19	0.19	0.20	0.21
估值指标						
P/E	6.82	6.89	6.43	6.26	5.99	5.63
P/B	1.41	1.21	1.04	0.92	0.83	0.75
P/POPOP	4.30	4.72	3.81	3.35	2.95	2.81
股息收益率	1.46%	4.32%	4.67%	4.80%	5.01%	5.32%

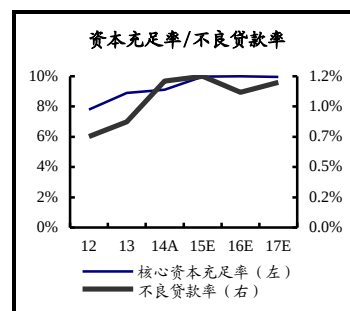
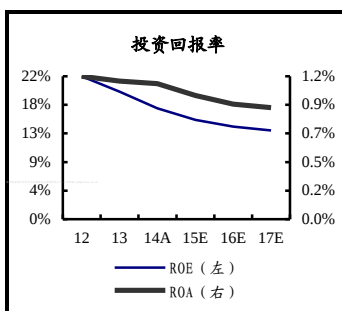
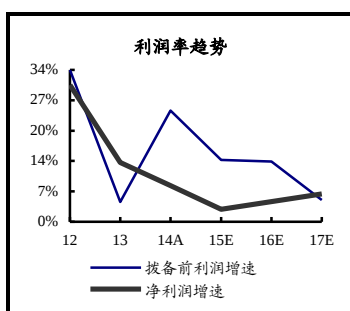
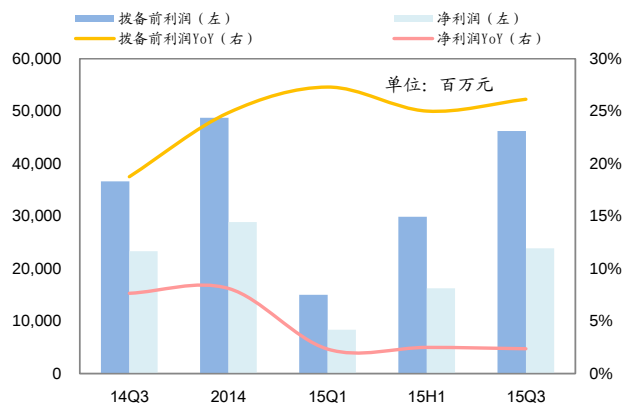


表 1: 光大银行 2015 年三季报数据概览

单位: 百万元	2014Q3	2015Q3	YoY(%)	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	QoQ(%)
拨备前利润	36,637	46,214	26.1%	12,126	15,010	14,867	16,337	9.9%
母公司净利润	23,322	23,875	2.4%	5,561	8,358	7,883	7,634	-3.2%
市场/国君预测			2.1%/2.1%					
EPS (未年化)	0.50	0.51		0.12	0.18	0.17	0.16	
BVPS (未年化)	3.70	4.21		3.83	4.02	4.03	4.21	
净利息收入	43,469	49,658	14.2%	14,790	15,574	16,531	17,553	6.2%
生息资产 (期初期末平均)	2,436,209	2,866,817	17.7%	2,620,898	2,763,403	2,888,113	2,991,527	3.6%
净息差 (期初期末口径)	2.38%	2.31%	-7bp	2.26%	2.25%	2.29%	2.35%	6bp
净息差 (日均余额口径)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	14,363	20,315	41.4%	5,780	6,663	6,718	6,934	3.2%
手续费净收入	13,443	20,261	50.7%	5,714	6,653	6,905	6,703	-2.9%
其他非息收入	920	54	-94.1%	66	10	(187)	231	223.5%
业务及管理费	16,578	18,519	11.7%	6,838	5,472	6,609	6,438	-2.6%
成本收入比	28.67%	26.47%	-2.2pc	33.24%	24.61%	28.43%	26.29%	-2.1pc
资产拨备支出	5,960	14,550	144.1%	4,249	3,991	4,396	6,163	40.2%
信贷拨备支出	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	7,314	7,748	5.9%	2,312	2,647	2,576	2,525	-2.0%
有效税率	23.84%	24.47%	0.6pc	29.35%	24.02%	24.60%	24.82%	0.2pc
规模指标:								
总资产	2,581,418	3,086,815	19.6%	2,737,010	2,868,543	3,000,336	3,086,815	2.9%
生息资产余额	2,539,880	3,031,718	19.4%	2,701,915	2,824,891	2,951,335	3,031,718	2.7%
其中: 贷款净额	1,245,370	1,433,869	15.1%	1,271,430	1,342,469	1,386,947	1,433,869	3.4%
同业资产	341,502	376,631	10.3%	459,731	440,182	344,234	376,631	9.4%
债券投资	575,968	835,491	45.1%	588,544	664,969	844,377	835,491	-1.1%
总负债	2,408,282	2,869,908	19.2%	2,557,527	2,680,474	2,791,880	2,869,908	2.8%
付息负债余额	2,350,523	2,797,357	19.0%	2,500,756	2,618,559	2,729,195	2,797,357	2.5%
其中: 吸收存款	1,728,279	1,958,935	13.3%	1,785,337	1,840,453	1,894,576	1,958,935	3.4%
同业负债	557,360	641,355	15.1%	625,743	647,188	677,395	641,355	-5.3%
发行债券	64,884	197,067	203.7%	89,676	130,918	157,224	197,067	25.3%
所有者权益	172,852	196,396	13.6%	178,975	187,547	187,960	196,396	4.5%
总股本	46,679	46,679	0.0%	46,679	46,679	46,679	46,679	0.0%
重点关注:								
不良贷款	13,591	21,034	54.8%	15,525	16,193	20,141	21,034	4.4%
关注贷款	n.a	n.a	n.a	42,018	n.a	61,058	n.a	n.a
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	45,145	n.a	58,245	n.a	n.a
不良贷款率	1.07%	1.43%	36bp	1.19%	1.18%	1.42%	1.43%	1bp
不良生成率	0.81%	0.88%	7bp	1.35%	1.00%	0.98%	0.56%	-42bp
不良核销率	46.99%	26.38%	-20.6pc	69.63%	66.57%	-14.77%	21.57%	36.3pc
拨备覆盖率	197.00%	164.75%	-32.3pc	180.52%	181.35%	155.18%	164.75%	9.6pc
拨贷比	2.10%	2.36%	26bp	2.16%	2.14%	2.20%	2.36%	16bp
资本充足率	11.48%	11.91%	43bp	11.21%	11.26%	11.92%	11.91%	-1bp
核心资本充足率	9.46%	10.18%	72bp	9.34%	9.43%	10.23%	10.18%	-5bp
ROAE	19.10%	16.96%	-2.1pc	12.64%	18.24%	16.79%	15.89%	-0.9pc

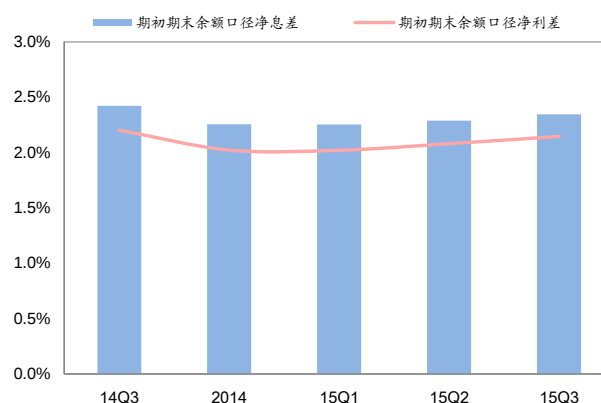
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 1: 15Q3 净利润同比增长 2.4%



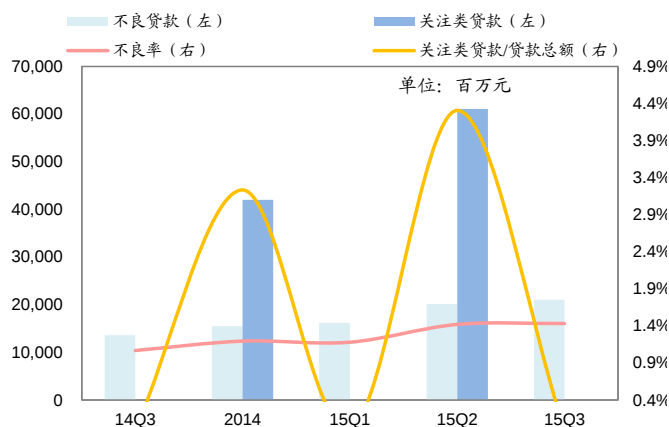
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 2: 15Q3 净息差环比上升 6bp 至 2.35%



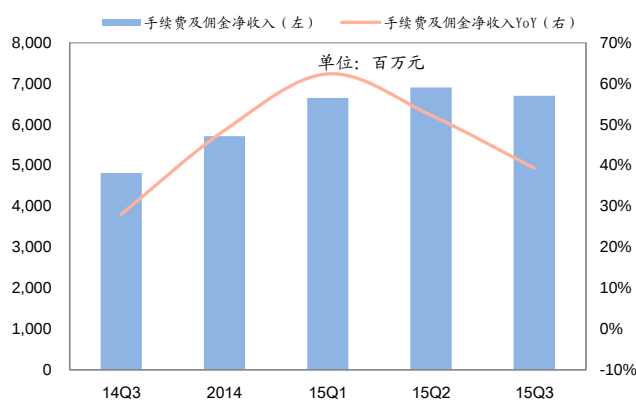
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 3: 15Q3 不良率上升 1bp 至 1.43%



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 4: 15Q3 单季手续费净收入同比增长 39.3%



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

表 2: 上市银行最新盈利预测及估值水平

	净利润增速		EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		评级	目标价	涨幅空间	收盘价
	15 年 E	16 年 E	15 年	16 年	15 年	16 年	15 年	16 年	15 年	16 年		(元)		(元)
兴业银行	7.5%	7.0%	2.66	2.85	16.37	18.61	5.66	5.29	0.92	0.81	增持	21.15	40%	15.06
民生银行	3.5%	5.0%	1.26	1.33	7.73	8.91	6.76	6.43	1.11	0.96	增持	12.34	44%	8.54
招商银行	6.0%	7.0%	2.35	2.51	14.15	15.96	7.62	7.12	1.27	1.12	增持	23.55	32%	17.90
中信银行	0.7%	4.0%	0.88	0.91	6.43	7.08	7.15	6.87	0.97	0.88	增持	8.53	36%	6.26
光大银行	2.8%	4.5%	0.64	0.66	4.33	4.81	6.26	5.99	0.92	0.83	增持	5.02	26%	3.98
股份制	5.8%	6.6%					6.53	6.11	1.01	0.90				
农业银行	0.8%	0.5%	0.56	0.56	3.67	4.04	5.51	5.48	0.84	0.76	谨慎增持	4.09	33%	3.07
中国银行	0.8%	0.4%	0.58	0.58	4.41	4.80	6.56	6.53	0.86	0.79	增持	5.08	33%	3.81
建设银行	1.0%	0.8%	0.92	0.93	5.57	6.20	5.80	5.76	0.96	0.86	增持	7.35	38%	5.34
国有行	0.9%	0.7%					6.09	6.05	0.89	0.81				
北京银行	8.2%	9.0%	1.33	1.45	8.64	9.87	6.57	6.03	1.01	0.89	增持	12.63	44%	8.77
南京银行	22.9%	19.8%	2.05	2.45	13.47	15.41	7.92	6.61	1.20	1.05	增持	23.88	47%	16.22
宁波银行	8.4%	11.7%	1.56	1.74	10.81	12.16	8.21	7.38	1.19	1.06	增持	18.69	45%	12.85
城商行	11.3%	12.0%					7.57	6.67	1.14	1.00				
上市行	2.3%	2.5%					6.59	6.20	1.00	0.89				

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 以 2015 年 11 月 3 日收盘价计算。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

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 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 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 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 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	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		