

光大銀行 (6818 HK)

盈利趨勢持續向好；上調至「買入」評級

- ❖ **大幅計提撥備情況下，2019年一季度業績仍超出預期。**光大銀行2019年首季淨利潤同比增長7.5%，達到97億元（人民幣，下同），佔我們/市場一致預期全年盈利預測的27.1%/28.1%。一季度淨利潤增速高於2018年全年的6.7%，也高於市場一致預期對全年盈利增速2.9%的預期。撥備前利潤同比增速大大超出同業水準，達到36.9%，源自於淨利息收入（同比增長51.2%）和淨手續費佣金收入（同比增長24.9%）的強勁增長。收入端的持續向好也令光大銀行有更多空間積極計提撥備，減值撥備同比增長86.2%。
- ❖ **業績正面因素：**1) 淨息差環比擴張36個基點/56個基點至2.28%，部分由於信用卡費用重新分類至利息收入，不過，我們相信光大銀行的息差擴張同樣受惠於較低的同業融資成本，而在貨幣政策保持相對寬鬆的情況下，未來幾個季度仍有擴張空間。2) 淨手續費收入同比增長24.9%，相信主要是由結算、銀行卡及理財業務等驅動；4月19日，光大銀行也成為第一批獲批理財子公司的股份制銀行；3) 經營效率提升，成本收入比同比下降1.8個百分點至27%；4) 存款環比增速達到10.5%，遠超3.6%的貸款增長，因此貸存比環比下降6.1個百分點至88.3%；5) 資產質量保持穩定，不良貸款率保持在1.59%，環比持平，撥備覆蓋率則小幅提升2.5個百分點至179%。
- ❖ **業績負面因素：**1) 證券投資收益同比下降33.7%，完全抵消了匯兌收益的正面影響；2) 資本充足率小幅下滑，核心一級資本充足率/一級資本充足率/資本充足率分別環比下降3個/7個/9個基點至9.11%/10.03%/12.92%，主要由於風險加權資產加速增長（環比增長4.0%）。光大銀行計畫發行350億元優先股及400億元永續債（仍待監管批准）。
- ❖ **上調至「買入」評級，目標價4.60港元。**光大銀行目前的估值為0.55倍2019年預測市帳率，較行業平均值低26%。我們認為目前的估值並沒有完全反映其優於同業的盈利增長潛力，而未來持續向好的息差擴張和手續費增長，也可彌補其稍顯薄弱的撥備情況。此外，我們認為管理層也有動力在2019年保持一個穩健的經營業績，以推動該行300億元可轉債的轉股工作（轉股後可提升核心一級資本充足率90個基點）。我們將中期ROE假設由10.2%提升至11.2%，並將目標價由3.70港元提升至4.60港元，由「持有」上調至「買入」評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	92,018	110,386	130,978	141,752	152,688
淨利潤	31,545	33,659	36,014	38,847	42,299
每股盈利(元人民幣)	0.61	0.61	0.66	0.71	0.78
每股盈利變動(%)	(3.2)	1.1	7.3	8.2	9.2
市帳率(x)	0.61	0.61	0.55	0.51	0.46
市盈率(x)	5.5	5.4	5.0	4.6	4.3
股息率(%)	5.5	4.9	5.2	5.6	6.1
權益收益率(%)	12.3	11.6	11.5	11.4	11.3
不良貸款率(%)	1.59	1.59	1.62	1.69	1.75
撥備覆蓋率(%)	158.2	176.2	202.9	229.4	247.7

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（上調）

目標價	HK\$4.60
(此前目標價)	HK\$3.70
潛在升幅	+19.5%
當前股價	HK\$3.85

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836
郵件：terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775
郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬元)	238,462
3月平均流通量(百萬元)	45.12
52周內股價高/低(港元)	4.10/3.14
總股本(百萬元)	12,678.7

資料來源：彭博

股東結構

中國光大集團股份有限公司	25.43%
中央匯金投資有限責任公司	19.53%
華僑城集團有限公司	8.00%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.9%	-0.6%
3-月	3.5%	-3.4%
6-月	12.0%	-5.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.cebbank.com

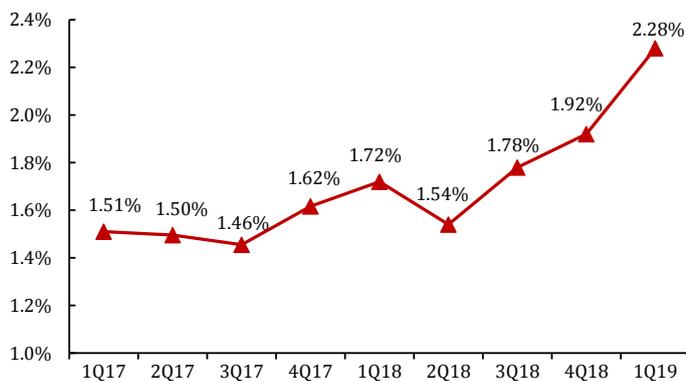
圖 1：光大銀行 2019 年一季度業績概要

(百萬元人民幣)					
損益表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
淨利息收入	17,157	24,233	41.2%	16,025	51.2%
淨手續費及佣金收入	9,173	6,955	-24.2%	5,577	24.7%
營業收入	28,959	33,876	17.0%	25,378	33.5%
營業支出	(8,536)	(9,143)	7.1%	(7,318)	24.9%
撥備前利潤	20,423	24,733	21.1%	18,060	36.9%
減值撥備	(12,462)	(12,958)	4.0%	(6,960)	86.2%
經營利潤	7,961	11,775	47.9%	11,100	6.1%
所得稅	(2,053)	(2,024)	-1.4%	(2,029)	-0.2%
淨利潤	5,899	9,733	65.0%	9,051	7.5%
資產負債表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
貸款總額	2,428,487	2,509,669	3.3%	2,118,237	18.5%
客戶存款	2,571,961	2,842,135	10.5%	2,345,911	21.2%
總資產	4,357,332	4,520,309	3.7%	4,163,187	8.6%
不良貸款餘額	38,421	42,667	11.1%	33,755	26.4%
主要比率	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
淨息差	1.92%	2.28%	36bp	1.72%	56bp
淨資產回報率	8.3%	13.4%	5.0ppt	13.4%	0.0ppt
不良貸款率	1.59%	1.59%	0bp	1.59%	0bp
撥備覆蓋率	176.2%	178.7%	2.5ppt	179.1%	-0.4ppt
貸存比	94.4%	88.3%	-6.1ppt	90.3%	-2.0ppt
核心一級資本充足率	9.1%	9.1%	-3bp	9.2%	-12bp

資料來源：公司、招銀國際證券

注：由於利息收入重分類，2018 年一季度淨息差為重述值

圖 2：光大銀行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

注：2018 年二季度至四季度淨息差未根據 2019 年一季度的調整進行重述

圖 3：光大銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利息收入	160,343	168,567	200,344	216,302	232,292
利息支出	(99,393)	(107,524)	(114,157)	(122,821)	(131,636)
淨利息收入	60,950	61,043	86,187	93,481	100,656
淨手續費及佣金收入	30,774	36,894	42,428	45,822	49,488
其他淨收益和收入	294	12,449	2,362	2,449	2,544
營業收入	92,018	110,386	130,978	141,752	152,688
營業費用	(30,802)	(33,706)	(40,631)	(45,208)	(50,217)
扣除減值損失前的營業利潤	61,216	76,680	90,346	96,544	102,472
資產減值損失	(20,570)	(35,828)	(46,641)	(49,407)	(51,153)
營業利潤	40,646	40,852	43,705	47,137	51,319
聯營企業及合營企業投資淨收益	0	0	0	0	0
稅前利潤	40,646	40,852	43,705	47,137	51,319
所得稅費用	(9,035)	(7,131)	(7,629)	(8,228)	(8,958)
年度利潤	31,611	33,721	36,076	38,909	42,361
非控制性權益	(66)	(62)	(62)	(62)	(62)
淨利潤	31,545	33,659	36,014	38,847	42,299

資料來源：公司及招銀國際證券預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
存放中央銀行款項	348,119	361,854	389,522	421,131	453,905
同業資產	285,011	175,463	161,694	167,890	174,396
金融投資	1,297,936	1,301,080	1,391,472	1,476,627	1,556,529
貸款和墊款淨額	1,980,818	2,361,278	2,595,147	2,798,896	3,022,326
其他資產	176,359	157,657	172,250	198,348	235,470
總資產	4,088,243	4,357,332	4,710,084	5,062,893	5,442,625
向中央銀行借款	232,500	267,193	293,912	308,608	324,038
同業負債	1,024,283	958,144	1,036,137	1,107,114	1,183,334
客戶存款	2,272,665	2,571,961	2,777,718	2,999,935	3,239,930
已發行債券	150,939	164,844	174,844	184,844	194,844
其他負債	102,420	72,717	77,436	82,550	88,092
總負債	3,782,807	4,034,859	4,360,047	4,683,051	5,030,239
本行股東應享權益	304,760	321,488	349,052	378,857	411,402
非控制性權益	676	985	985	985	985
總權益	305,436	322,473	350,037	379,842	412,387

資料來源：公司及招銀國際證券預測

主要比率

年结：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入结构					
净利息收入	66.2%	55.3%	65.8%	65.9%	65.9%
净手续费及佣金收入	33.4%	33.4%	32.4%	32.3%	32.4%
其他净收益和收入	0.3%	11.3%	1.8%	1.7%	1.7%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
净利息收入	-6.6%	0.2%	41.2%	8.5%	7.7%
净手续费及佣金收入	9.5%	19.9%	15.0%	8.0%	8.0%
营业收入	-2.5%	20.0%	18.7%	8.2%	7.7%
营业费用	1.8%	9.4%	20.5%	11.3%	11.1%
拨备前利润	-4.5%	25.3%	17.8%	6.9%	6.1%
净利润	4.0%	6.7%	7.0%	7.9%	8.9%
资产质量					
不良贷款率	1.59%	1.59%	1.62%	1.69%	1.75%
不良贷款拨备覆盖率	158.18%	176.16%	202.94%	229.39%	247.74%
拨贷比	2.52%	2.78%	3.29%	3.87%	4.33%
信贷成本	1.03%	1.54%	1.79%	1.73%	1.65%
资本充足率					
核心一级资本充足率	9.56%	9.15%	10.07%	10.26%	10.45%
一级资本充足率	10.61%	10.09%	11.20%	11.31%	11.43%
资本充足率	13.49%	13.01%	12.94%	12.93%	12.94%
回报率					
平均净资产收益率	12.28%	11.59%	11.52%	11.37%	11.35%
平均总资产收益率	0.74%	0.76%	0.76%	0.77%	0.78%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.61	0.61	0.66	0.71	0.78
每股股息（元人民币）	0.181	0.161	0.172	0.186	0.202
每股账面值（元人民币）	5.44	5.46	5.98	6.55	7.17

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓及 46 樓 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。