

光大银行 (6818 HK)

盈利趋势持续向好；上调至「买入」评级

- ❖ **大幅计提拨备情况下，2019年一季度业绩仍超出预期。**光大银行2019年首季净利润同比增长7.5%，达到97亿元（人民币，下同），占我们/市场预期全年盈利预测的27.1%/28.1%。一季度净利润增速高于2018年全年的6.7%，也高于市场预期对全年盈利增速2.9%的预期。拨备前利润同比增速大大超出同业水平，达到36.9%，源自于净利息收入（同比增长51.2%）和净手续费佣金收入（同比增长24.9%）的强劲增长。收入端的持续向好也令光大银行有更多空间积极计提拨备，减值拨备同比增长86.2%。
- ❖ **业绩正面因素：**1) **净息差**环比扩张36个基点/56个基点至2.28%，部分由于信用卡费用重新分类至利息收入，不过，我们相信光大银行的息差扩张同样受惠于较低的同业融资成本，而在货币政策保持相对宽松的情况下，未来几个季度仍有扩张空间。2) **净手续费收入**同比增长24.9%，相信主要是由结算、银行卡及理财业务等驱动；4月19日，光大银行也成为第一批获批理财子公司的股份制银行；3) **经营效率提升**，成本收入比同比下降1.8个百分点至27%；4) **存款**环比增速达到10.5%，远超3.6%的贷款增长，因此贷存比环比下降6.1个百分点至88.3%；5) **资产质量**保持稳定，不良贷款率保持在1.59%，环比持平，拨备覆盖率则小幅提升2.5个百分点至179%。
- ❖ **业绩负面因素：**1) **证券投资收益**同比下降33.7%，完全抵消了汇兑收益的正面影响；2) **资本充足率**小幅下滑，核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别环比下降3个/7个/9个基点至9.11%/10.03%/12.92%，主要由于风险加权资产加速增长（环比增长4.0%）。光大银行计划发行350亿元优先股及400亿元永续债（仍待监管批准）。
- ❖ **上调至「买入」评级，目标价4.60港元。**光大银行目前的估值为0.55倍2019年预测市帐率，较行业平均值低26%。我们认为目前的估值并没有完全反映其优于同业的盈利增长潜力，而未来持续向好的息差扩张和手续费增长，也可弥补其稍显薄弱的拨备情况。此外，我们认为管理层也有动力在2019年保持一个稳健的经营业绩，以推动该行300亿元可转债的转股工作（转股后可提升核心一级资本充足率90个基点）。我们将中期ROE假设由10.2%提升至11.2%，并将目标价由3.70港元提升至4.60港元，由「持有」上调至「买入」评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	92,018	110,386	130,978	141,752	152,688
净利润	31,545	33,659	36,014	38,847	42,299
每股盈利(元人民币)	0.61	0.61	0.66	0.71	0.78
每股盈利变动(%)	(3.2)	1.1	7.3	8.2	9.2
市帐率(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
权益收益率(%)	12.3	11.6	11.5	11.4	11.3
不良贷款率(%)	1.59	1.59	1.62	1.69	1.75
拨备覆盖率(%)	158.2	176.2	202.9	229.4	247.7

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（上调）

目标价	HK\$4.60
(此前目标价)	HK\$3.70
潜在升幅	+19.5%
当前股价	HK\$3.85

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836
邮件：terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775
邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	238,462
3月平均流通量(百万港元)	45.12
52周内股价高/低(港元)	4.10/3.14
总股本(百万)	12,678.7

资料来源：彭博

股东结构

中国光大集团股份有限公司	25.43%
中央汇金投资有限责任公司	19.53%
华侨城集团有限公司	8.00%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.9%	-0.6%
3-月	3.5%	-3.4%
6-月	12.0%	-5.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.cebbank.com

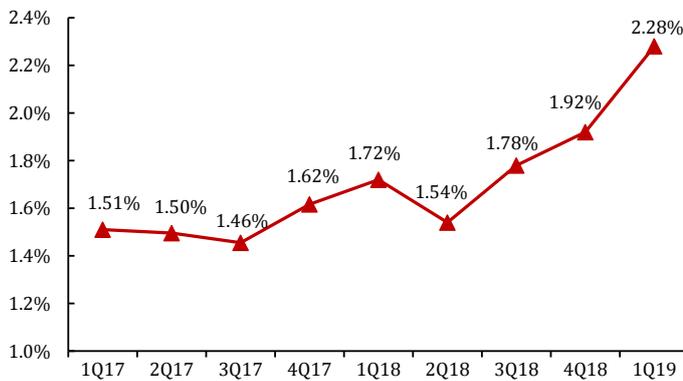
图1：光大银行2019年一季度业绩概要

(百万元人民币)					
损益表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
净利息收入	17,157	24,233	41.2%	16,025	51.2%
净手续费及佣金收入	9,173	6,955	-24.2%	5,577	24.7%
营业收入	28,959	33,876	17.0%	25,378	33.5%
营业支出	(8,536)	(9,143)	7.1%	(7,318)	24.9%
拨备前利润	20,423	24,733	21.1%	18,060	36.9%
减值拨备	(12,462)	(12,958)	4.0%	(6,960)	86.2%
经营利润	7,961	11,775	47.9%	11,100	6.1%
所得税	(2,053)	(2,024)	-1.4%	(2,029)	-0.2%
净利润	5,899	9,733	65.0%	9,051	7.5%
资产负债表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
贷款总额	2,428,487	2,509,669	3.3%	2,118,237	18.5%
客户存款	2,571,961	2,842,135	10.5%	2,345,911	21.2%
总资产	4,357,332	4,520,309	3.7%	4,163,187	8.6%
不良贷款余额	38,421	42,667	11.1%	33,755	26.4%
主要比率	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
净息差	1.92%	2.28%	36bp	1.72%	56bp
净资产回报率	8.3%	13.4%	5.0ppt	13.4%	0.0ppt
不良贷款率	1.59%	1.59%	0bp	1.59%	0bp
拨备覆盖率	176.2%	178.7%	2.5ppt	179.1%	-0.4ppt
贷存比	94.4%	88.3%	-6.1ppt	90.3%	-2.0ppt
核心一级资本充足率	9.1%	9.1%	-3bp	9.2%	-12bp

资料来源：公司、招银国际证券

注：由于利息收入重分类，2018年一季度净息差为重述值

图2：光大银行单季净息差走势



资料来源：公司、招银国际证券

注：2018年二季度至四季度净息差未根据2019年一季度的调整进行重述

图3：光大银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



资料来源：公司、招银国际证券

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	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)
净利息收入	60,950	61,043	86,187	93,481	100,656
净手续费及佣金收入	30,774	36,894	42,428	45,822	49,488
其他净收益和收入	294	12,449	2,362	2,449	2,544
营业收入	92,018	110,386	130,978	141,752	152,688
营业费用	(30,802)	(33,706)	(40,631)	(45,208)	(50,217)
扣除减值损失前的营业利润	61,216	76,680	90,346	96,544	102,472
资产减值损失	(20,570)	(35,828)	(46,641)	(49,407)	(51,153)
营业利润	40,646	40,852	43,705	47,137	51,319
联营企业及合营企业投资净收益	0	0	0	0	0
税前利润	40,646	40,852	43,705	47,137	51,319
所得税费用	(9,035)	(7,131)	(7,629)	(8,228)	(8,958)
年度利润	31,611	33,721	36,076	38,909	42,361
非控制性权益	(66)	(62)	(62)	(62)	(62)
净利润	31,545	33,659	36,014	38,847	42,299

资料来源：公司及招银国际证券预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
存放中央银行款项	348,119	361,854	389,522	421,131	453,905
同业资产	285,011	175,463	161,694	167,890	174,396
金融投资	1,297,936	1,301,080	1,391,472	1,476,627	1,556,529
贷款和垫款净额	1,980,818	2,361,278	2,595,147	2,798,896	3,022,326
其他资产	176,359	157,657	172,250	198,348	235,470
总资产	4,088,243	4,357,332	4,710,084	5,062,893	5,442,625
向中央银行借款	232,500	267,193	293,912	308,608	324,038
同业负债	1,024,283	958,144	1,036,137	1,107,114	1,183,334
客户存款	2,272,665	2,571,961	2,777,718	2,999,935	3,239,930
已发行债券	150,939	164,844	174,844	184,844	194,844
其他负债	102,420	72,717	77,436	82,550	88,092
总负债	3,782,807	4,034,859	4,360,047	4,683,051	5,030,239
本行股东应享权益	304,760	321,488	349,052	378,857	411,402
非控制性权益	676	985	985	985	985
总权益	305,436	322,473	350,037	379,842	412,387

资料来源：公司及招银国际证券预测

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

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼及 46 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。