

光大银行 (6818 HK / 601818 CH)

盈利由资产负债表增长支持

- 强劲的资产负债表增长和稳定的净息差支持光大银行的盈利增长
- 持续较快的增长将增加光大银行的资本需求，预计光大银行将更积极探索长期资本来源
- 2019年四季度不良贷款率出现小幅反弹，预期20E会继续面临温和上升压力
- 给予光大银行-H买入评级及光大银行-A持有评级。我们的戈登增长模型H/A股目标价相当于20E市净率的0.52倍/0.57倍

资产负债表扩张令盈利增长提速。光大银行2019年净利润同比增长10.98%，主要由资产负债表增长所带动，其总资产和总负债同比增12.12%及7.75%。另一方面，随着平均贷款收益率同比上升19个基点至5.64%，光大银行的平均生息资产收益率同比上升7个基点至4.76%。加上负债成本同比下降20个基点至2.58%，光大银行的2019年净息差报2.31%，同比增长34个基点，或意味着其19年四季度净息差环比下降6个基点。值得注意的是，其净息差和净手续费收入增长率与我们预测上的差异主要由光大银行重新分类信用卡分期付款手续费至净利息收入所致。预期光大银行的资产负债表将继续以较快速度增长，总资产和总负债的复合年增长率在2019A-21E期间将为9.3%和9.5%，带动光大银行净息差在20E/21E期间稳定于2.31%/2.25%。我们估计光大银行的净利润在2019A-21E的复合年增长率为5.9%。

快速增长加大资本压力。尽管如此，光大银行强劲的资产负债表增长率将不可避免地导致更高的资本需求。截至2019年12月末，光大银行核心一级资本充足率和资本充足率分别为9.2%和13.47%。根据我们对资产负债表增长的假设，我们预测光大银行的核心一级资本充足率和资本充足率在21E将逐步下降至9.07%和12.63%。尽管光大银行现时的资本状况仍足够应对监管要求，我们预期该行将需要更加积极探索资本补充方案以支持长期增长。

资产质量略有反弹。虽然光大银行的不良贷款率在2019年12月末同比下降3个基点至1.56%，其2019年4季度不良贷款率却环比微升2个基点。考虑到当前的宏观不确定因素，我们预期光大银行在20E资产质量上的压力势将加大，光大银行的不良贷款率将在20E/21E同比上升5个基点/7个基点至21E年末的1.68%。假设没有大幅增加拨备规模的情况下，光大银行的拨备率和拨备覆盖率到21E年末将分别维持在3.0%和178.57%的水平。

买入光大银行-H，持有光大银行-A。目前其H/A股的估值为0.43倍/0.56倍20年市净率。我们的戈登增长模型的H/A股目标价相当于20E市净率的0.52倍/0.57倍。维持光大银行-H买入评级，并给予光大银行-A持有评级。

财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	92,018	110,386	132,939	142,087	153,022
同比 (%)	(2.5)	20.0	20.4	6.9	7.7
净利润 (人民币百万元)	31,545	33,659	37,354	39,012	41,890
同比 (%)	4.0	6.7	11.0	4.4	7.4
每股收益 (人民币)	0.61	0.61	0.68	0.72	0.77
同比 (%)	-3.2	1.1	11.5	4.6	7.7
每股净值 (人民币)	5.14	5.55	6.00	6.52	7.09
同比 (%)	8.8	8.0	8.1	8.7	8.6
市盈率 (x) - H股	4.63	4.58	4.10	3.92	3.64
市净率 (x) - H股	0.55	0.51	0.47	0.43	0.40
市盈率 (x) - A股	5.98	5.92	5.31	5.07	4.71
市净率 (x) - A股	0.71	0.65	0.61	0.56	0.51
净资产收益率 (%)	11.36	10.75	10.57	9.78	9.80
总资产收益率 (%)	0.78	0.80	0.82	0.79	0.77
每股股息 (人民币)	0.21	0.19	0.24	0.25	0.27
股息收益率 (%) - H股	7.43	6.72	8.61	8.92	9.51
股息收益率 (%) - A股	5.75	5.20	6.66	6.90	7.36

净利润=归属于公司股东的净利润；港元/人民币=1.0898

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

评级 (H): 买入
评级 (A): 持有
目标价 (H): HK\$ 3.71
目标价 (A): RMB 3.70

分析员: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
johannesau@abci.com.hk

价格 (H/A 股)	HK\$ 3.06/ RMB 3.63
预期股价回报 (H/A 股)	21.2%/1.9%
预期股息收益率 (H/A 股)	8.92%/6.90%
预期总回报 (H/A 股)	30.12%/ 8.80%
上次评级及目标价 (H/A 股)	买入, HK\$4.26/ 审查中, RMB4.13
上次报告日期	12/3/2020

来源：彭博、农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低 (HK\$) (H 股)	3.93/2.65
52 周高/低 (RMB) (A 股)	4.74/3.48
已发行股份总数 (百万股)	52,489.3
H 股 (百万股)	12,678.7
A 股 (百万股)	39,810.6
市值 (百万港元)	195,541.4
H 股 (百万港元)	38,543.4
A 股 (百万港元)	156,998.0
3 个月 H 股平均每日成交金额 (百万港元)	24.27
3 个月 A 股平均每日成交金额 (人民币百万元)	428.11
主要股东 (%):	
光大集团	25.43
汇金	19.53

来源：彭博、农银国际证券

风险因素: 1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2)来自非银行及外资金融机构的竞争加剧; 3)特定区域的资产质量快速严重恶化; 4)贷款需求急剧下降; 5)对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高; 6)新冠肺炎疫情持续爆发。

图表 1: 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	65,253	101,918	56.19
净手续费收入	44,082	23,169	(47.44)
营业收入	122,698	132,939	8.35
营业费用	(37,113)	(38,429)	3.55
减值损失	(43,021)	(49,347)	14.70
除税前溢利	42,564	45,163	6.11
所得税	(7,023)	(7,722)	9.95
股东应占净利润	35,471	37,354	5.31
主要指标 (%)			差别(百分点)
净息差	1.56	2.31	0.75
净利差	1.52	2.18	0.66
成本收入比	30.25	28.91	(1.34)
平均总资产收益率	0.77	0.82	0.05
平均净资产收益率	10.59	10.57	(0.02)
派息比率	25.00	30.07	5.07
核心一级资本充足率	9.15	9.20	0.05
资本充足率	12.59	13.47	0.88
不良贷款率	1.62	1.56	(0.06)
拨备率	2.90	2.83	(0.07)
拨备覆盖率	179.01	181.62	2.61

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	70,952	108,137	52.41	净利息收入	79,055	115,446	46.03
净手续费收入	51,209	26,861	(47.55)	净手续费收入	58,355	30,803	(47.21)
营业收入	136,411	142,087	4.16	营业收入	152,618	153,022	0.26
营业费用	(40,546)	(43,605)	7.54	营业费用	(43,804)	(48,829)	11.47
减值损失	(50,185)	(51,359)	2.34	减值损失	(59,377)	(53,585)	(9.75)
除税前溢利	45,680	47,123	3.16	除税前溢利	49,437	50,608	2.37
所得税费用	(7,537)	(8,011)	6.29	所得税费用	(8,057)	(8,603)	6.78
股东应占净利润	38,066	39,012	2.49	股东应占净利润	41,195	41,890	1.69
主要指标 (%)			变化 (百分点)	主要指标 (%)			变化 (百分点)
净息差	1.57	2.31	0.74	净息差	1.59	2.25	0.66
净利差	1.54	2.14	0.60	净利差	1.59	2.03	0.44
成本收入比	29.72	30.69	0.97	成本收入比	28.70	31.91	3.21
平均总资产收益率	0.74	0.79	0.05	平均总资产收益率	0.73	0.77	0.04
平均净资产收益率	10.50	9.78	(0.72)	平均净资产收益率	10.49	9.80	(0.69)
派息比率	25.00	30.00	5.00	派息比率	25.00	30.00	5.00
核心一级资本充足率	9.03	9.12	0.09	核心一级资本充足率	9.34	9.07	(0.27)
资本充足率	12.27	12.85	0.58	资本充足率	12.53	12.63	0.10
不良贷款率	1.69	1.61	(0.08)	不良贷款率	1.74	1.68	(0.06)
拨备率	2.98	2.90	(0.08)	拨备率	3.05	3.00	(0.05)
拨备覆盖率	176.33	180.12	3.79	拨备覆盖率	175.29	178.57	3.28

来源: 公司、农银国际证券预测

**图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化**

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	4.26	3.71	4.13	3.70	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	9.51	9.45	9.51	9.45	
股本成本(%)	12.50	13.00	11.86	12.43	
目标 20E 市净率 (x)	0.57	0.52	0.63	0.57	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.15	0.90	1.07	0.85	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	8.00	11.50	8.00	11.50	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	5.50	5.90	5.50	5.90	

来源: 公司、农银国际证券预测



财务报表

光大银行 (6818HK/601818CH)

综合损益表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	60,950	78,164	101,918	108,137	115,446
非利息收入	31,068	32,222	31,021	33,950	37,576
其中: 手续费和佣金收入	30,774	19,773	23,169	26,861	30,803
营业收入	92,018	110,386	132,939	142,087	153,022
营业费用	(30,802)	(33,706)	(38,429)	(43,605)	(48,829)
拨备前营业利润	61,216	76,680	94,510	98,482	104,193
减值贷款损失	(20,570)	(35,828)	(49,347)	(51,359)	(53,585)
除税前溢利	40,646	40,852	45,163	47,123	50,608
所得税	(9,035)	(7,131)	(7,722)	(8,011)	(8,603)
少数股东权益	(66)	(62)	(87)	(100)	(115)
股东应占净利润	31,545	33,659	37,354	39,012	41,890
优先股股息	1,450	1,450	1,450	1,450	1,450
归属于普通股股东的净利润	30,095	32,209	35,904	37,562	40,440
增长 (%)					
净利息收入	(6.6)	28.2	30.4	6.1	6.8
非利息收入	6.8	3.7	(3.7)	9.4	10.7
其中: 手续费和佣金收入	9.5	(35.7)	17.2	15.9	14.7
营业收入	(2.5)	20.0	20.4	6.9	7.7
营业费用	1.8	9.4	14.0	13.5	12.0
拨备前营业利润	(4.5)	25.3	23.3	4.2	5.8
减值贷款损失	(14.0)	74.2	37.7	4.1	4.3
除税前溢利	1.2	0.5	10.6	4.3	7.4
所得税	(7.7)	(21.1)	8.3	3.7	7.4
少数股东权益	11.9	(6.1)	40.3	15.0	15.0
股东应占净利润	4.0	6.7	11.0	4.4	7.4
优先股股息	36.8	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	2.8	7.0	11.5	4.6	7.7
每股 (人民币)					
每股收益	0.61	0.61	0.68	0.72	0.77
每股净值	5.14	5.55	6.00	6.52	7.09
每股股息	0.21	0.19	0.24	0.25	0.27
主要财务指标 (%)					
净息差	1.52	1.97	2.31	2.31	2.25
净利差	1.32	1.91	2.18	2.14	2.03
成本收入比	33.47	30.53	28.91	30.69	31.91
平均总资产收益率	0.78	0.80	0.82	0.79	0.77
平均净资产收益率	11.36	10.75	10.57	9.78	9.80
平均税率	22.23	17.46	17.10	17.00	17.00
派息率	30.12	25.11	30.07	30.00	30.00

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司、农银国际证券预测

**光大银行 (6818HK/601818CH)
综合资产负债表(2017A-2021E)**

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	353,703	366,575	364,340	398,372	438,801
银行同业资产	285,011	175,463	98,463	77,735	67,435
投资证券	1,302,449	1,316,292	1,447,351	1,577,613	1,703,822
贷款和垫款净额	1,980,818	2,354,120	2,635,976	2,899,179	3,174,229
计息资产总额	3,921,981	4,212,450	4,546,130	4,952,898	5,384,286
物业及设备	14,929	18,241	19,342	20,503	21,733
其他非利息收入资产	151,333	126,641	167,959	205,399	248,737
总资产	4,088,243	4,357,332	4,733,431	5,178,800	5,654,755
客户存款	2,272,665	2,571,961	3,017,558	3,468,760	3,941,892
银行同业负债	684,245	642,128	610,545	549,491	494,541
次级债务	445,396	440,449	371,904	409,094	450,004
计息负债总额	3,402,306	3,654,538	4,000,007	4,427,344	4,886,438
所得税项	4,932	5,666	9,322	10,720	12,221
其他负债	375,569	374,655	338,048	327,028	312,659
总负债	3,782,807	4,034,859	4,347,377	4,765,092	5,211,318
股本	87,597	87,597	122,556	122,556	122,556
储备金	217,163	233,891	262,426	289,972	319,584
少数股东权益	676	985	1,072	1,179	1,297
股东权益	305,436	322,473	386,054	413,707	443,437
增长 (%)					
现金及等价物	(7.3)	3.6	(0.6)	9.3	10.1
银行同业资产	(33.1)	(38.4)	(43.9)	(21.1)	(13.3)
投资证券	(1.6)	1.1	10.0	9.0	8.0
贷款和垫款净额	13.1	18.8	12.0	10.0	9.5
计息资产总额	1.0	7.4	7.9	8.9	8.7
物业及设备	4.9	22.2	6.0	6.0	6.0
其他非利息收入资产	22.5	(16.3)	32.6	22.3	21.1
总资产	1.7	6.6	8.6	9.4	9.2
客户存款	7.2	13.2	17.3	15.0	13.6
银行同业负债	(29.2)	(6.2)	(4.9)	(10.0)	(10.0)
次级债务	8.0	(1.1)	(15.6)	10.0	10.0
计息负债总额	(2.8)	7.4	9.5	10.7	10.4
所得税项	9.6	14.9	64.5	15.0	14.0
其他负债	42.2	(0.2)	(9.8)	(3.3)	(4.4)
总负债	0.4	6.7	7.7	9.6	9.4
股本	14.3	0.0	39.9	0.0	0.0
储备金	24.9	7.7	12.2	10.5	10.2
少数股东权益	10.3	45.7	8.8	10.0	10.0
股东权益	21.7	5.6	19.7	7.2	7.2
主要财务指标 (%)					
核心一级资本充足率	9.56	9.15	9.20	9.12	9.07
资本充足率	13.49	13.01	13.47	12.85	12.63
不良贷款率	1.59	1.59	1.56	1.61	1.68
拨备率	2.52	2.80	2.83	2.90	3.00
拨备覆盖率	158.18	176.16	181.62	180.12	178.57

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不

来源: 公司、农银国际证券预测

权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863