

光大银行 (601818)

银行

发布时间: 2020-09-30

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

构建 E-SBU 生态圈，鹏程万里

报告摘要:

1. 依托光大集团构建 E-SBU 生态圈，协同效果显著。 光大银行历经两次非常重要的股权结构变化，实际控制人为光大集团，依托光大集团金融全牌照优势，构建 E-SBU 生态圈，生态协同战略效果显著。通过集团内的业务联动及资源共享，光大银行可与集团及其多家子公司互联互通，开展业务深度合作，共享生态圈，发挥集团业务协同效应。

2. 可转债有望转股，补充资本实力。 300 亿可转债尚未转股，若转股可进一步提升公司资本充足率 80bp。能够为公司发展充足资本。

3. 生息资产端结构不断优化，净息差有韧性。 资产端光大银行提升贷款占比，负债端压降同业，存款比例提升。净息差经历波谷，在明年贷款重定价后，预计净息差将不断平稳。

4. 加大核销比例，不良确认标准提升。 2019 年核销比例为 95.71%，不良处置力度加大。用逾期贷款/不良贷款余额比值当做大光大银行不良贷款确认标准严厉程度，自 2014 年以后，该比值不断下降，不良确认标准不断严格，资产质量非常真实。

投资建议: 预测光大银行 2020-2022 年营收增速为 12%、13%、14%，归属母公司净利润增速-8%、-2%、12%，对应 EPS 分别为 0.66、0.64、0.72 元，对应 BVPS 为 7.79 元、8.24 元、8.74 元。2020 年 PB 目标估值 0.65 倍，对应股价为 5.06 元，给与“买入”评级。

风险提示: (1) 政策监管存在不确定性。(2) 经济形势变化，信用风险大量暴露

股票数据

2020/9/28

6 个月目标价 (元)	5.06
收盘价 (元)	3.63
12 个月股价区间 (元)	3.48 ~ 4.80
总市值 (百万元)	190,536
总股本 (百万股)	52,489
A 股 (百万股)	39,811
B 股/H 股 (百万股)	0/12,679
日均成交量 (百万股)	46

历史收益率曲线



相关报告

《银行周报第 30 期: 小贷公司融资上限 5 倍杠杆, 开启行业规范监管》

--20200921

《2020 年 8 月金融数据点评: 地方债放量, 社融结构继续向好》

--20200914

《银行周报第 29 期: 社融结构继续向好, 银行板块具有配置价值》

--20200914

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	110,244	132,812	148,749	168,087	191,619
(+/-)%	20.03	20.47	12.00	13.00	14.00
归属母公司净利润	33,659	37,354	34,366	33,678	37,720
(+/-)%	6.70	10.98	(8.00)	(2.00)	12.00
每股收益 (元)	0.64	0.71	0.66	0.64	0.72
市盈率	5.62	5.07	5.48	5.60	5.00
市净率	0.65	0.63	0.46	0.44	0.41
净资产收益率 (%)	10.74	10.57	8.68	8.26	8.99
股息收益率 (%)	4.20	5.59	5.48	5.37	6.02
总股本 (百万股)	52,489	52,489	52,489	52,489	52,489

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001
010-63210892 wangfh@nesc.cn

研究助理: 陈玉卢

执业证书编号: S0550119070037
010-68034575 chenylulu@nesc.cn

目 录

1.	发展概况及股权结构	4
1.1.	历史沿革：28 年发展史	4
1.2.	股权结构：国资背景雄厚，集团协同	4
1.3.	管理层到任，新的征途	5
2.	复盘 2016-2020 年银行行情	6
2.1.	个股分化较大，光大银行走势弱于银行指数	6
2.2.	银行股上涨的逻辑分析	6
2.3.	光大银行估值隐含不良率，价格被大幅低估	7
2.4.	光大银行与同业比较	8
2.5.	资本补充与可转债	9
3.	资产负债结构优化，净息差有韧性	11
3.1.	资产结构优化，零售有所发力	11
3.2.	负债结构：压降同业，提升存款占比	14
3.3.	净息差经历波谷，逐渐平稳	16
4.	资产质量分析：股份行中等偏上水平，不良确认标准严格	18
4.1.	历经两个阶段，资产质量向好趋势不变	18
4.2.	对公资产质量优异，零售资产质量处于中等水平	19
4.3.	加大核销力度，资产质量更为真实	20
5.	打造 E-SBU 生态圈，中间业务未来可期	22
5.1.	集团协同，提出 E-SBU 生态圈	22
5.2.	云缴费业务：光大银行靓丽名片	22
5.3.	理财子公司步入正轨，中间业务收入有望回升	24
6.	ROE 处于股份行中等水平	26
6.1.	全行业 ROE 趋势向下	26
6.2.	拆分 ROE：净息差、管理费用、信用成本、所得税率有优势	27
7.	盈利预测与投资建议	28
8.	风险提示	29

图表目录

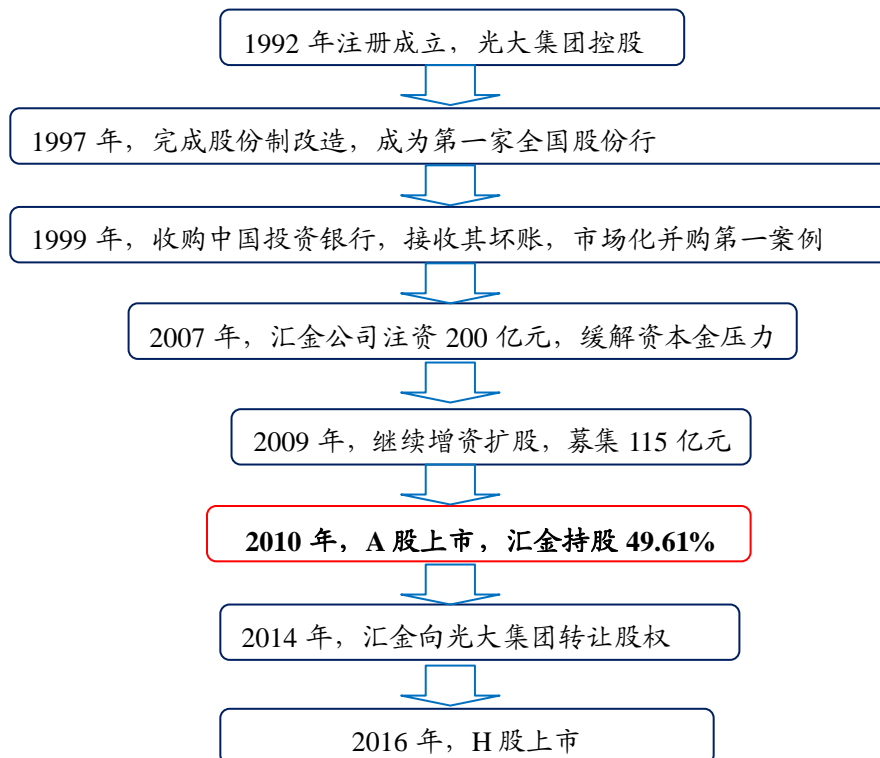
图 1: 光大银行历史沿革.....	4
图 2: 2020H1 光大银行股权结构分布.....	5
图 3: 光大银行与指数高度相关.....	6
图 4: 银行股上涨逻辑解析.....	7
图 5: 光大银行与银行（申万）指数估值差.....	8
图 6: 光大银行与股份行同业估值比较.....	8
图 7: 光大银行与股份行同业经营指标对比.....	9
图 8: 光大银行 2015-2020H1 生息资产结构.....	12
图 9: 光大银行 2010 年-2020 年中贷款结构.....	12
图 10: 2020 年中光大银行贷款投放地区分布.....	13
图 11: 对公贷款余额与个人贷款余额（亿）及增速.....	13
图 12: 2020 年中光大银行对公贷款行业分布.....	14
图 13: 2015-2020H1 光大银行负债结构.....	15
图 14: 股份行负债结构对比.....	15
图 15: 存款结构：居民存款 vs 企业存款.....	16
图 16: 存款结构：活期存款 vs 定期存款.....	16
图 17: 光大银行净息差经历波谷，逐渐平稳.....	17
图 18: 光大银行净息差 vs 股份行净息差：2019 年表现优异.....	17
图 19: 2010-2020H1 光大银行不良贷款率、逾期率和关注类变化.....	18
图 20: 2010-2020H1 光大银行不良贷款率、拨备覆盖率和拨贷比变化.....	19
图 21: 2020H1 股份行投放行业不良贷款率对比.....	20
图 22: 2010-2020H1 光大银行逾期贷款/不良贷款余额变化趋势.....	21
图 23: 2011-2020H1 核销金额与比例.....	21
图 24: E-SBU 生态圈图谱.....	22
图 25: 云缴费 APP 首页.....	23
图 26: 2014 至今云缴费交易额、接入项目数以及交易额增速.....	24
图 27: 中间业务收入占比.....	24
图 28: 净手续费及佣金收入及增速.....	25
图 29: 中间业务结构分析.....	25
图 30: 光大银行信用卡新增发卡量（万张）.....	26
图 31: 2019 年股份行 ROE 情况.....	27
表 1: 商业银行主要资本补充工具对比.....	10
表 2: 可转债发行情况.....	10
表 3: 永续债发行情况.....	11
表 4: 2020 年中光大银行个人贷款结构.....	14
表 5: 2020H1 股份行资产质量情况对比.....	19
表 6: 2020H1 对公和零售不良贷款率.....	20
表 7: 2019 年光大银行与股份行 ROE 拆分.....	28

1. 发展概况及股权结构

1.1. 历史沿革：28 年发展史

光大银行自 1992 年成立，至今已有 28 年历史。截至 2020H1，光大银行总资产规模达 5.4 万亿元，境内分支机构达 1290 家，机构网点辐射全国 146 个经济中心城市，覆盖全部省级行政区域，境外分支机构 4 家（分布在香港、首尔、卢森堡和悉尼）。

图 1: 光大银行历史沿革



数据来源：东北证券，公司年报

1.2. 股权结构：国资背景雄厚，集团协同

光大银行经历了两次非常重要的股权结构变化。

(1) 2010 年上市时，汇金对光大银行持股比例超过 40%，而光大集团持股比例低于 10%，光大集团对光大银行的控制力有限。2015 年，光大集团开始实施改制，汇金公司以持有光大银行的股份出资，发起设立光大集团，汇金持有的光大银行股份过户到光大集团下面，自此光大集团持股光大银行占比为 23.69%，成为光大银行第一大股东，光大银行股权关系、管理机制、人事任命才得以理顺。

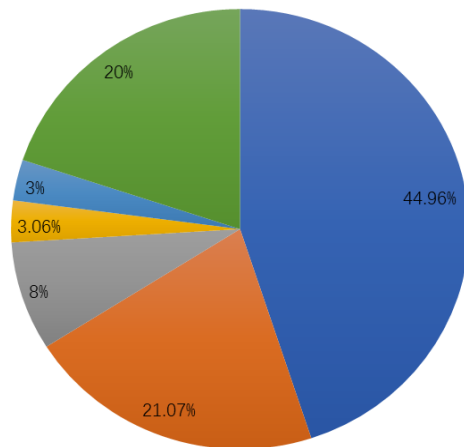
(2) 第二次股权结构变化在 2020 年，中央汇金向光大集团转让 102.51 亿股光大银行股份，自此，汇金公司不再直接持有光大银行股份，光大集团持股比例为 44.96%。光大集团对光大银行控制权进一步加大。

光大银行第一大股东是光大集团，光大集团背后的股东是财政部和中央汇金，2019

年财政部和中央汇金分别控股光大集团股份 39.9%和 55.67%。光大集团是大型国有集团，之前与中信集团并成为改革开放的“桥头堡”。**光大银行背靠光大集团雄厚的国资背景，政府合作业务独具优势。**光大银行是首家具备全面代理财政国库业务资格的银行；2019 年年末，光大银行云缴费项目突破 7000 项，政府接入项目大幅增长，全年政府类项目缴费笔数 5,447.20 万笔，其中阳光财政连续五年中标中央财政非税收缴代理，累计交易量名列前茅。

图 2: 2020H1 光大银行股权结构分布

■光大集团 ■H股 ■华侨城 ■Ocean Fortune Investment Limited ■光大控股 ■其他



数据来源：东北证券，公司年报

依托光大集团金融全牌照优势，生态协同战略效果显著。当前，光大集团产融结合优势明显，具备银行、证券、保险、基金、资管、期货、信托及金融租赁等金融业务资质，同时涉足实业投资业务（涵盖物业、展览、文旅、医药、环保等多个领域）。通过集团内的业务联动及资源共享，光大银行可与集团及其多家子公司互联互通，开展业务深度合作，共享生态圈，发挥集团业务协同效应。公司预计与广证、信托、中青旅等协同效应越来越强。例如，光大银行依托集团综合金融平台助推进财富 E-SBU 协同生态圈的构建，实现集团内客户跨平台迁徙（19 年新增光大证券股份有限公司三方存管户 4.4 万户，数字金融业务通过开放服务引入新增零售客户 255.8 万户），交叉销售发展良好（代销光大集团企业各类金融产品总额 638 亿，其中代销光大兴陇信托有限责任公司产品超过 400 亿，实现中间业务收入 2.4 亿；代销光大永明人寿保险有限公司产品实现保费 20 亿，其中价值型期交保费 8 亿，创双方合作以来最高纪录）。

1.3. 管理层到任，新的征途

光大集团现任董事长为李晓鹏，同时也是光大银行董事长，具有银行基层工作经验，和非银金融机构任职履历，也曾任招商局副董事长、总经理，是一位既懂业务，又懂公司管理的优秀银行家。2017 年 12 月，李董事长到任后，光大集团迎来新气象，光大银行战略规划也更为清晰，提出“争取用 10 年时间，重振雄风，打造中国一流股份制商业银行”。

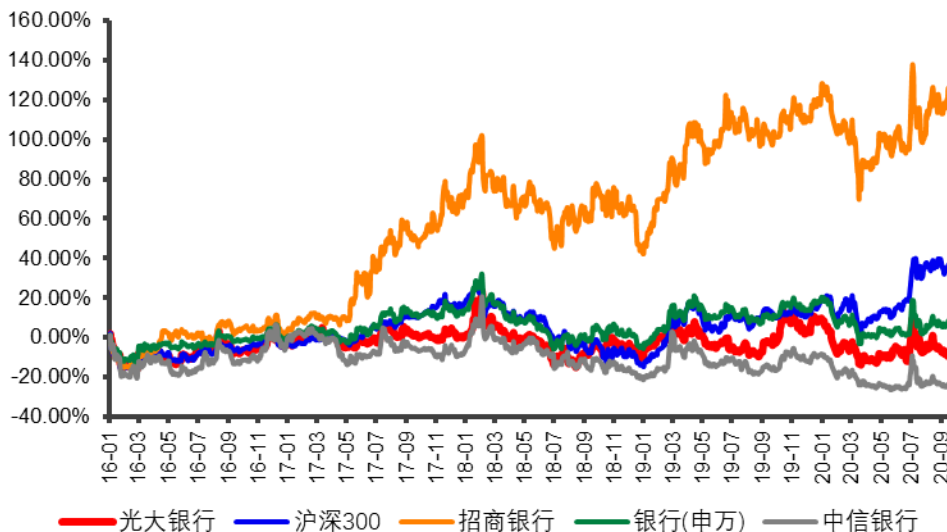
光大银行现任行长为刘金，刘金行长具有多年银行从业经验，于 2019 年底正式履职，虽然任职只有半年多时间，但经历了百年难遇的疫情以及全银行业向实体经济让利的事件，在其带领下，光大银行各项指标均保持稳健态势。

2. 复盘 2016-2020 年银行行情

2.1. 个股分化较大，光大银行走势弱于银行指数

2016 年以来银行板块总体稳健，个股出现分化，光大银行走势弱于指数。自 2016 年以来，随着严监管和宏观审慎框架的成型，难以通过监管套利实现发展上的弯道超车，行业发展回归本源，经营较好的银行脱颖而出，银行板块出现个股分化行情，招商银行、宁波银行等走出独立性行情，光大银行走势与指数高度相关，但弱于指数。

图 3: 光大银行与指数高度相关



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 银行股上涨的逻辑分析

复盘银行股上涨逻辑，影响银行股上涨的因素主要有：宏观经济、银行基本面、货币政策、流动性资金等因素。

宏观经济：受疫情冲击，2020 年经济发展面临压力。监管鼓励银行向实体经济让利 1.5 万亿，助力经济的复苏发展。

货币政策和流动性：今年上半年，货币政策较为宽松，流动性充裕，社融规模和增速都较为超预期。下半年，虽然货币政策宽松程度有所收敛，但是整体来看，依旧较为稳健。

银行基本面：LPR 利率市场化改革进入深入区，存量贷款全部转换为 LPR 利率形式，在让利背景下，对公贷款利率下行较多，对净息差造成拖累。银行加大了不良贷款

处置，全行业净利润增速出现负增长。理财子公司步入正轨，上半年，银行中间业务收入受影响较大，下半年有所回暖。2020年，是金融防风险的收官之年，银行作为经营风险的行业，随着风险不断暴露，估值有望进一步提升。

图 4：银行股上涨逻辑解析

催化剂	经济	基本面	资金	流动性	货币政策
2006.08.07-2007.11.01 H股、A股、银行IPO	经济持续增长	经营能力表现好	热钱、储蓄搬家	06年中-08年中共 提准10个百分点	06年中-07年末， 加息7次
2008.10.27-2009.07.31 四万亿计划出台	经济指标回升	息差、资产质量有改善 预期	公募持仓升至高位	宽松、前期降准4 次	前期降息5次
2012.11.21-2013.02.04	对经济悲观预期的 边际改善。经济企稳， 价格指数向上	业绩预增略高于预期	QFII额度增加	前期降准2次	前期降息2次
2013.07.29-2013.09.12 低估值	经济增长保下限 存在预期	中报业绩超预期		流动性负面因素 消除	
2014.10.27-2015.06.08	宏观经济承压， 存改革预期	不良、息差承压	公募募集资金增加、 杠杆资金进场	14-15年降准	14-15年降息5次
2017.05.05-2018.02.07	供给侧改革，推 进下PPI持续走高	息差有改善预期，资产 质量处改善通道	A股纳入MSCI	紧平衡	变相加息
2019.01.02-2019.04.17	一季度经济基本 面好于预期	净利润回升，息差和 不良改善		保持流动性合理 充裕	“稳预期”是阶段 性目标
2019.08.30-2019.11.05	银行信贷发力	净息差上升	鼓励银行发行永 续债补充资本	保持流动性合理 充裕	货币政策强调逆周 期调节
2020.7.1-2020.7.7 银行收购券商 牌照	受疫情冲击，经 济不断企稳	差承压，资产质量 边际好转	热钱、公募爆款基 金	保持流动性合理 充裕	货币政策较为宽 胸

数据来源：东北证券，Wind

2.3. 光大银行估值隐含不良率，价格被大幅低估

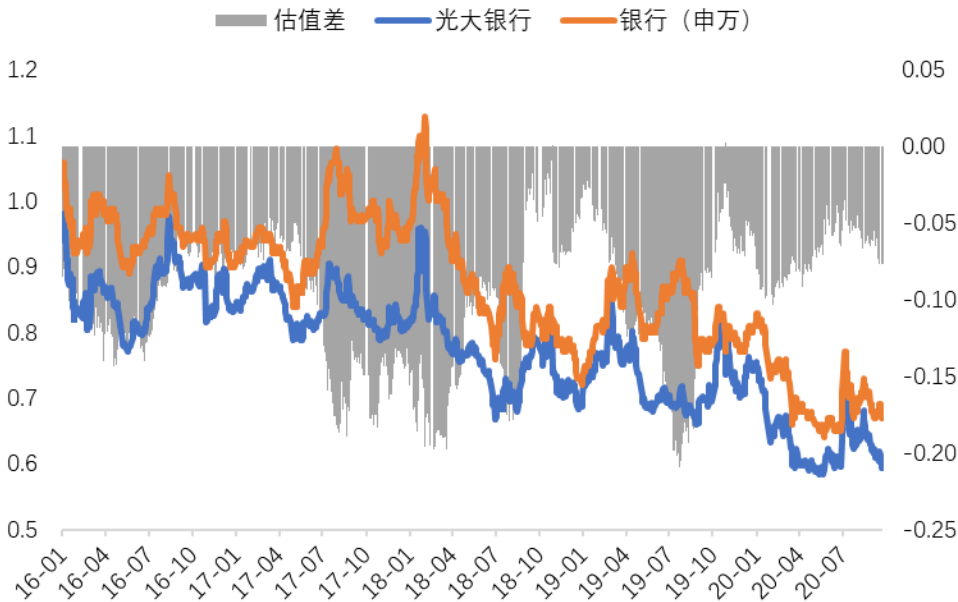
将光大银行的估值水平与银行指数比较，主要分为三个阶段。

- (1) 2016年1月-2017年6月，光大银行PB估值低于银行（申万）指数，估值在0.8XPB以上波动，估值价差较小
- (2) 2017年7月-2018年8月，光大银行PB估值低于银行（申万）指数，估值价差在不断拉大。
- (3) 2018年8月至今，光大银行PB估值虽仍低于银行（申万）指数，但估值价差有所缩小，光大银行战略转型取得一些成效，已反映在估值上。

光大银行的估值不断下探，目前只有0.59PB，已经处于历史最低水平。利用隐含不良贷款率公式计算，得出隐含的不良贷款率超过10%，与光大银行现有的资产质量情况严重不匹配，价值被大幅低估。

$$\text{隐含不良贷款率} = \frac{\text{不良贷款余额} + \text{拨备余额} + \text{银行净利润} + \text{银行 PB 折价额}}{\text{贷款余额}}$$

图 5: 光大银行与银行（申万）指数估值差



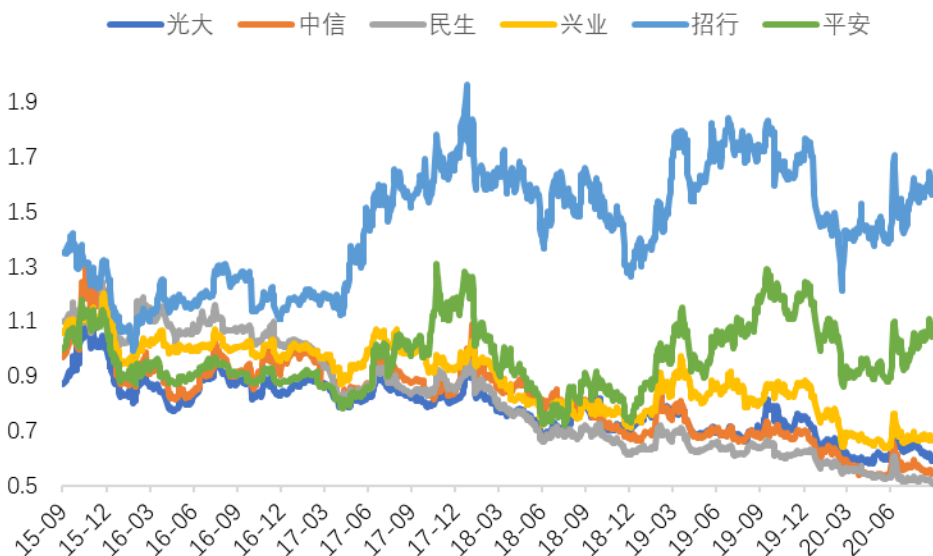
数据来源：东北证券，Wind

注：估值差为光大银行 PB 估值-银行（申万）PB 估值

2.4. 光大银行与同业比较

光大银行作为股份行，与其他股份行比较才更具有参考意义。将光大银行与招商银行、平安银行、兴业银行、中信银行、民生银行进行比较，光大银行估值与招商银行、平安银行有所差距，估值水平位于股份行中间位置。

图 6: 光大银行与股份行同业估值比较



数据来源：东北证券，Wind

从多项指标来分析光大银行与其他同业:

- (1) **营收增速方面**, 2018年、2019年营收增速超过20%, 优于同业。2020年上半年, 营收增速9.03%, 处于股份行中等水平。
- (2) **利润增速方面**, 光大银行与其他银行类似, 今年上半年大幅度计提拨备, 处置不良贷款, 导致利润增速负增长。
- (3) **净息差方面**, 光大银行的净息差水平处于同业中等水平, 低于招商银行、平安银行, 优于兴业银行、民生银行、中信银行。
- (4) **资产质量方面**, 光大银行不良贷款率较低, 处于股份行中等偏上水平。拨备覆盖率也较为夯实。
- (5) **ROE(加权)方面**, 光大银行ROE < 招商银行/兴业银行, 与其他股份行较为接近。

图 7: 光大银行与股份行同业经营指标对比

		营收增速	利润增速	净息差	不良贷款率	拨备覆盖率	ROE(摊薄)/年化
华夏银行	2018	8.80%	5.22%	1.95%	1.85%	158.59%	9.60%
	2019	27.32%	5.04%	2.24%	1.83%	141.92%	8.19%
	2020H1	19.56%	-1.44%	2.35%	1.88%	143.24%	6.92%
中信银行	2018	5.20%	4.57%	1.94%	1.77%	157.98%	10.19%
	2019	13.79%	7.87%	2.12%	1.65%	175.25%	9.28%
	2020H1	9.51%	-6.77%	1.99%	1.83%	175.72%	9.62%
平安银行	2018	10.33%	7.02%	2.35%	1.75%	155.24%	10.88%
	2019	18.20%	13.61%	2.62%	1.65%	183.12%	10.01%
	2020H1	15.48%	-1.20%	2.59%	1.65%	214.93%	9.10%
浦发银行	2018	1.73%	3.05%	1.94%	1.92%	154.88%	12.27%
	2019	11.60%	5.36%	2.08%	2.05%	133.73%	11.58%
	2020H1	3.90%	-5.81%	1.86%	1.92%	145.96%	11.14%
民生银行	2018	8.66%	1.03%	1.73%	1.76%	134.05%	11.98%
	2019	15.10%	6.94%	2.11%	1.56%	155.50%	10.37%
	2020H1	11.16%	-16.02%	2.11%	1.69%	152.25%	10.78%
渤海银行	2018	-8.08%	4.83%	1.54%	1.84%	186.96%	12.68%
	2019	22.27%	15.71%	2.21%	1.78%	187.73%	9.91%
	2020H1	4.13%	2.52%	2.41%	1.78%	187.98%	11.54%
光大银行	2018	20.03%	6.70%	1.74%	1.59%	176.16%	11.05%
	2019	20.47%	10.98%	2.31%	1.56%	181.62%	11.22%
	2020H1	9.03%	-16.18%	2.30%	1.55%	186.77%	10.16%
浙商银行	2018	13.80%	4.94%	1.93%	1.20%	270.37%	11.39%
	2019	19.06%	12.48%	2.34%	1.37%	220.80%	10.24%
	2020H1	11.52%	-10.00%	2.25%	1.40%	208.76%	10.66%
兴业银行	2018	13.08%	5.98%	1.83%	1.57%	207.28%	13.01%
	2019	14.54%	8.66%	1.94%	1.54%	199.13%	12.17%
	2020H1	11.24%	-5.17%	1.93%	1.47%	214.97%	11.78%
招商银行	2018	12.52%	14.84%	2.57%	1.36%	358.18%	14.92%
	2019	8.51%	15.28%	2.59%	1.16%	426.78%	15.19%
	2020H1	7.27%	-8.63%	2.50%	1.14%	440.81%	15.74%

数据来源: 东北证券, Wind

2.5. 资本补充与可转债

2013年1月1日实施的《商业银行资本管理办法(试行)》, 商业银行总资本包括核心一级资本、其它一级资本和二级资本。核心一级资本的外部补充渠道, 主要有IPO、增资扩股(定增)、发行可转债。

IPO/定增发行需要满足发行价格高于最近一期净资产, 光大银行当前估值低于1倍PB, 当前的市场环境下不满足其采取IPO/定增的条件。

表 1: 商业银行主要资本补充工具对比

资本金类别	补充工具	优点	劣势
核心一级资本	利润留存	直接补充核心一级资本	与当期分红率息息相关
	定增/IPO	可在短期内实现较快的资本补充、直接补充核心一级资本;	摊薄 EPS 和 ROE; 能否发行受监管政策影响大; 发行价格需高于最近一期净资产
	可转债	发行较为便利; 转股后可补充核心一级资本	摊薄 EPS 和 ROE; 需要业绩和股价支撑, 只有顺利转股后才能补充核心一级资本金
其他一级资本	优先股	兼有债券和普通股双重特点, 发行较为便利; 持有者不参与公司的经营决策	有定期的股利支付; 无法补充核心一级资本
	永续债	发行较为便利, 与普通中票发行流程基本一致	支付利息, 无法补充核心一级资本
二级资本	二级资本债	发行较为便利	计入二级资本的金额按比例逐年递减; 无法补充核心一级资本

数据来源: 东北证券, 公司公告

可转债能够兼顾发行人和投资者的诉求, 是匹配度较好的一个品种。对于投资人而言, 优质上市银行的可转债既有股票的属性, 又有债券的防御功能, 是属于稀缺优质标的。对于上市银行, 发行可转债首先能够补充资本, 其次, 如果顺利转股, 更可以补充核心一级资本充足率。

表 2: 可转债发行情况

银行名称	发行规模	发行周期
招商银行	65 亿元	2004.02.18—2004.11.10 (9 个月)
民生银行	150 亿元	2008.01.30—2008.11.04 (10 个月)
中国银行	400 亿元	2010.01.22—2010.06.11 (5 个月)
工商银行	250 亿元	2010.03.25—2010.08.31 (5 个月)
宁波银行	100 亿元	2016.01.18—2017.12.05 (23 个月)
光大银行	300 亿元	2016.06.06—2017.03.17 (9 个月)
中信银行	400 亿元	2016.08.25—2019.03.04 (30 个月)
常熟银行	30 亿元	2017.03.30—2018.01.19 (10 个月)
江阴银行	20 亿元	2017.03—2018.01.31 (10 个月)
无锡银行	30 亿元	2017—2018.01.25
平安银行	260 亿元	2017.07.28—2019.01.16 (近 18 个月)
浦发银行	500 亿元	2017.10.28—2019.10.25 (24 个月)
江苏银行	200 亿元	2018.02.02—2019.03.11 (13 个月)

数据来源: 东北证券, 公司公告

其他一级资本补充, 主要有两个渠道, 分别是优先股和永续债。优先股 2014 年首单问世, 目前仍然主要面对上市银行。永续债 2019 年 1 月发行首单, 截止目前, 多家银行已经发行永续债, 主要包括六大行、股份制和部分城商行, 发行较快, 一般几个月就能发行成功。永续债或将成为中小行补充资本的主要渠道。

二级资本的外部补充渠道主要是二级资本债, 二级资本债是传统品种, 发行范围广, 已经是银行补充资本的重要组成渠道。

表 3: 永续债发行情况

银行名称	发行时间	发行规模	前五年利率
中国银行	2018.06—2019.01.25 (7个月)	400 亿元	4.50%
中国工商银行	2019.04.03—2019.07.26 (4个月)	800 亿元	4.45%
中国建设银行	2019.04.29—2019.11.13 (6个多月)	400 亿元	4.22%
中国农业银行	2019.03.29—2019.08.16 (4个半月)	850 亿元	4.39%
	2019.03.29—2019.09.03 (5个月)	350 亿元	4.20%
交通银行	2019.09.18	400 亿元	4.20%
招商银行	2019.06.03—至今 (已过去 5 个月)	500 亿元	
中信银行	2019.03.06—2019.12.11 (9个月)	400 亿元	4.20%
浦发银行	2019.07.12	300 亿元	4.73%
	2019.08.23—至今 (已过去 4 个月)	500 亿元	
兴业银行 (兰州分行)	2019.03.14	5 亿元	5.5%
民生银行	2019.05.30	400 亿元	4.85%
中国邮政储蓄	2019.08.20—至今 (已过去 4 个月)	800 亿元	
光大银行	2019.03.29—2020 上半年 (至少 10 个月)	400 亿元	
广发银行	2019.09.25	450 亿元	4.50%
平安银行	2019.04.23—至今 (已过去 8 个月)	500 亿元	
华夏银行	2019.03.01—2019.06.26 (4个月)	400 亿元	
渤海银行	2019.09.16	200 亿元	4.75%

数据来源: 东北证券, 公司公告

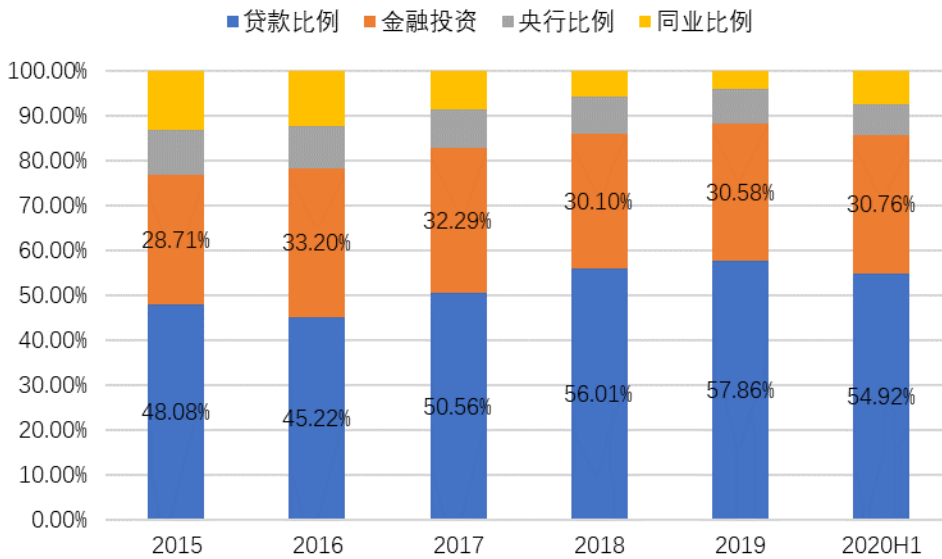
300 亿可转债尚未转股, 若转股可进一步提升公司资本充足率 80bp。2020H1, 光大银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 12.74%、10.43%、8.68%。资本充足率面临较大压力, 截止 2020 年 9 月底, 光大银行有 300 亿可转债尚未转股, 如果未来可转债能够转股, 光大银行资本充足率将会提升 80bp, 能够为公司发展充足资本。

3. 资产负债结构优化, 净息差有韧性

3.1. 资产结构优化, 零售有所发力

光大银行生息资产端结构不断优化, 贷款占生息资产的比例提升较大。近几年, 光大银行资产结构发生了较大变化, 不断压缩同业, 贷款和金融投资占比均有所提升。贷款作为优质资产, 收益率水平较高, 能够提升光大银行生息资产的盈利能力。

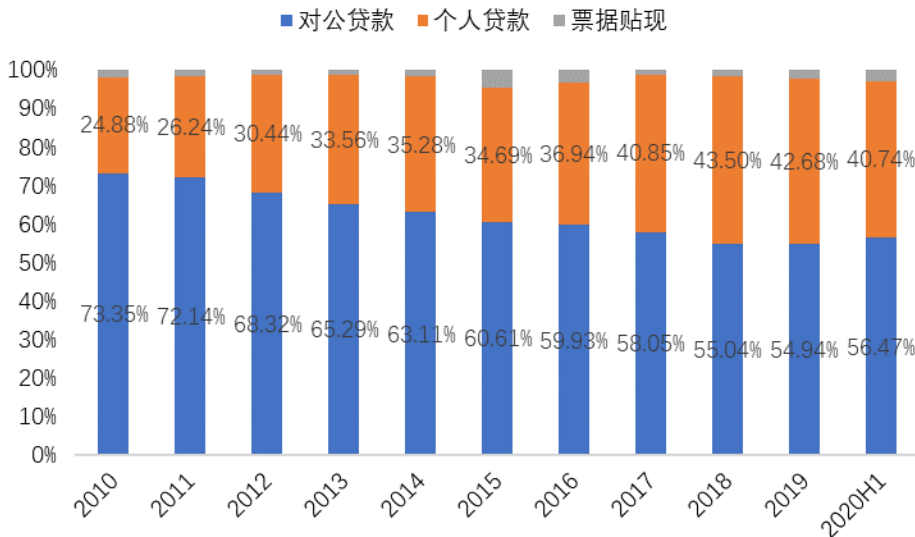
图 8: 光大银行 2015-2020H1 生息资产结构



数据来源: 东北证券, 公司年报

贷款结构: 对公贷款往零售贷款转移。光大银行对公贷款占贷款业务比重逐步降低, 由 2010 年的 73.35% 降至 2020 年的 56.47%; 个人贷款占比由 2010 年的 24.88% 提高至 2020 年的 40.74%, 贷款结构发生了显著变化, 对公和零售几乎各占半壁江山。

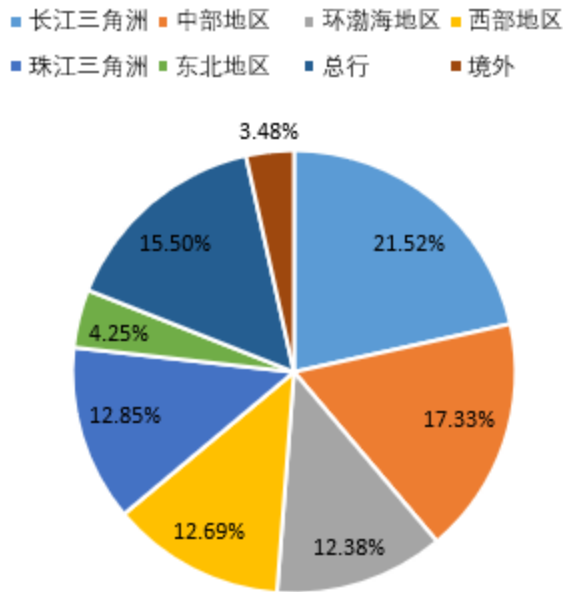
图 9: 光大银行 2010 年-2020 年中贷款结构



数据来源: 东北证券, 公司年报

贷款区域结构较为稳定, 高风险区域贷款投放有所压降。光大银行贷款投放主要分布在长江三角洲地区与中部地区, 环渤海地区占比 12.38%, 近几年, 环渤海地区的风险有所暴露, 光大银行对贷款投放也进行了调整, 2019 年环渤海地区贷款投放占比下降 1.22%。另外, 2020H1 东北地区、西北地区贷款占比分别为 4.25%、12.69%, 较前两年, 有所压降。

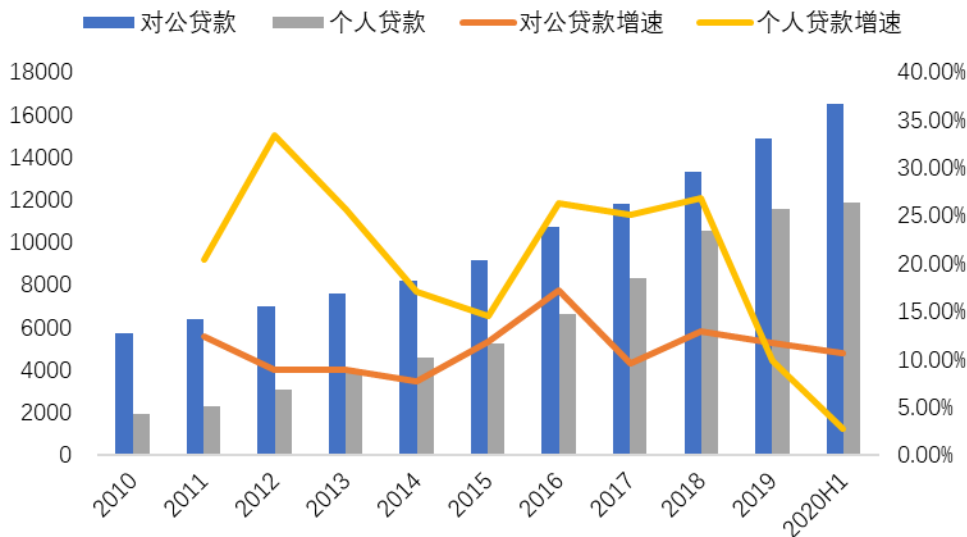
图 10: 2020H1 光大银行贷款投放地区分布



数据来源: 东北证券, 公司年报

2019 年之前, 零售贷款增速高于对公贷款增速, 尤其是 2018 年, 个贷增速为 26.89%, 远高于对公贷款增速。2019 年, 对公贷款和零售贷款增速较为平稳。今年上半年, 受疫情冲击, 居民消费意愿薄弱, 零售贷款增速较为缓慢, 预计后续将会有所改善。截至 2020H1, 对公贷款余额为 1.65 万亿元, 零售贷款余额 1.19 万亿。

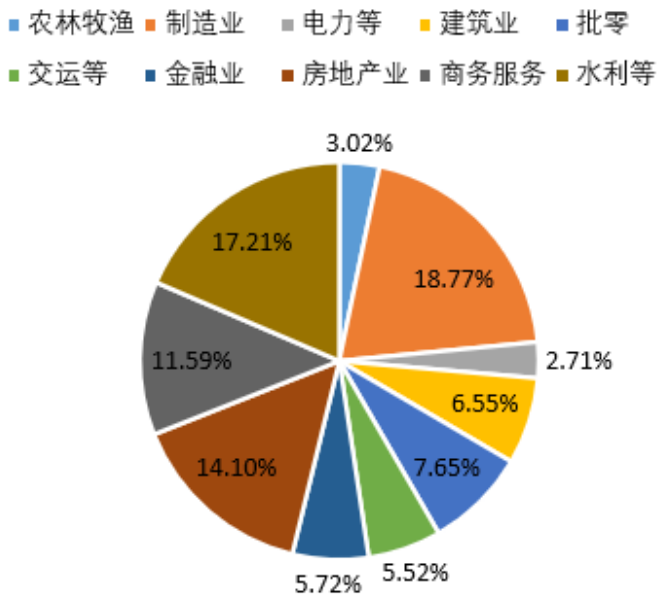
图 11: 对公贷款余额与个人贷款余额 (亿) 及增速



数据来源: 东北证券, 公司年报

贷款行业投放: 房地产和基建项目占比较高。对公贷款主要集中在“制造业”、“水利、环境和公共设施管理业”、“房地产业”以及“租赁和商务服务业”, 分别占比 18.77%、17.21%、14.10%与 11.59%, 这些行业作为贷款投放的核心, 尤其是基建项目, 资产质量优异, 银行竞争较为激烈。

图 12: 2020 年中光大银行对公贷款行业分布



数据来源: 东北证券, 公司年报

2020 年上半年受疫情冲击较大, 2019 年个贷余额 (不含信用卡) 7,136.27 亿元, 比上年末增长 9.33%, 零售收益率 5.54% (不含信用卡), 同比提高 41bp。

表 4: 2020 年中光大银行个人贷款结构

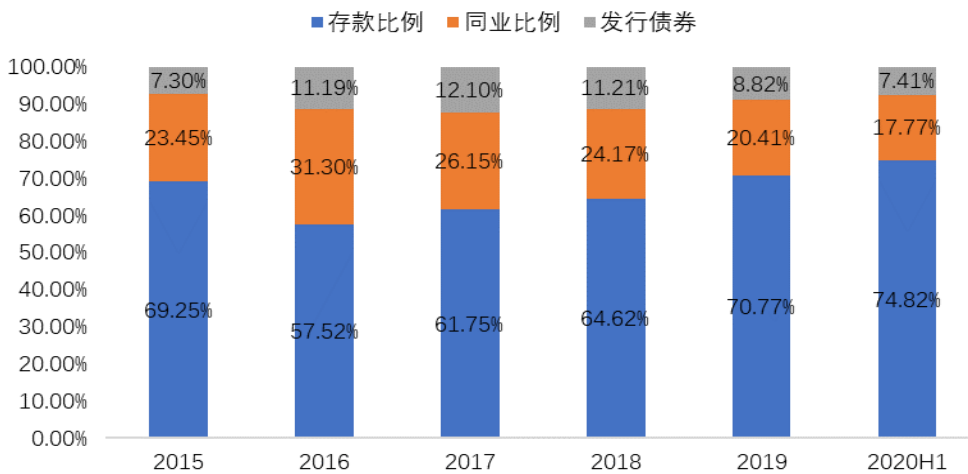
	2018 年占比	2019 年占比	2020H1 占比	贷款余额 (百万元)
个人住房贷款	36.25%	35.78%	37.04%	440833
个人消费贷款	11.91%	12.14%	11.93%	142023
个人经营贷款	13.82%	13.73%	13.50%	160648
信用卡	38.03%	38.35%	37.53%	446692

数据来源: 东北证券, 公司年报

3.2. 负债结构: 压降同业, 提升存款占比

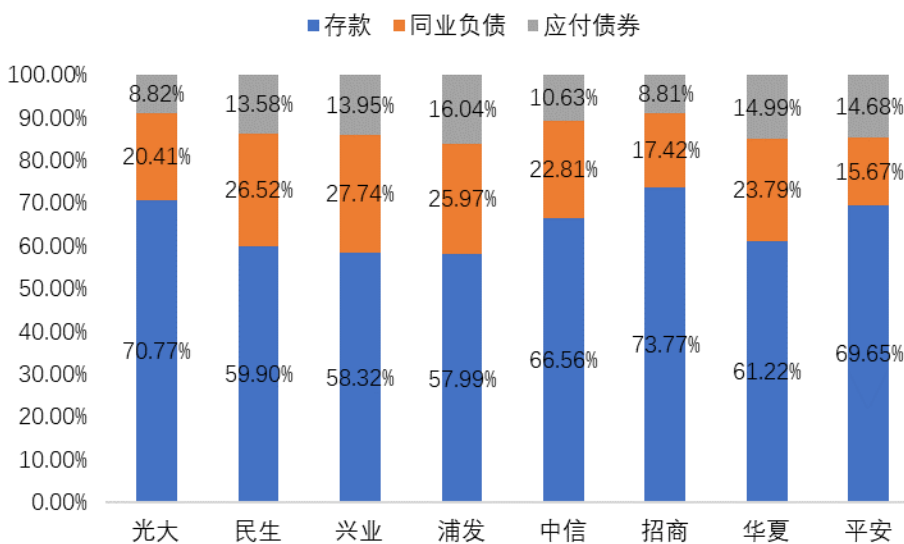
负债结构: 压降同业, 存款占比不断提升。近几年来, 光大银行不断压降同业占比, 提升存款占比。同业对比来看, 光大银行的存款占比仅次于招商银行, 占比较高, 负债端成本控制良好。

图 13: 2015-2020H1 光大银行负债结构



数据来源: 东北证券, 公司年报

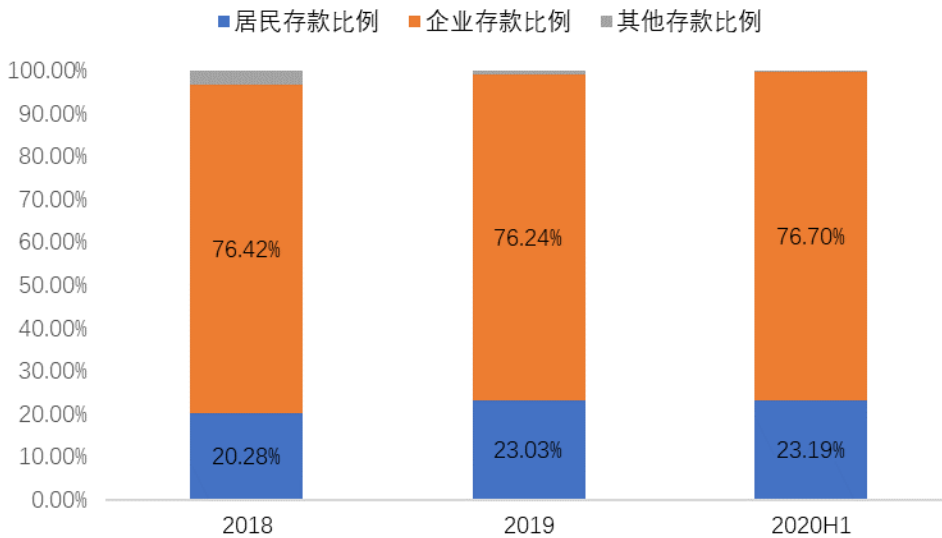
图 14: 股份行负债结构对比



数据来源: 东北证券, 公司年报

光大银行逐步优化了存款期限结构, 定期存款的占比有所抬升, 活期存款占比降到比较低的水平。定期存款的提高一定程度上抬升了银行的付息压力, 但从流动性安全的角度来看, 定期存款是贷款供给的核心来源, 它使银行可以更从容地制定放贷方案, 量度自身的流动性安全边界, 从而降低银行的风险水平。

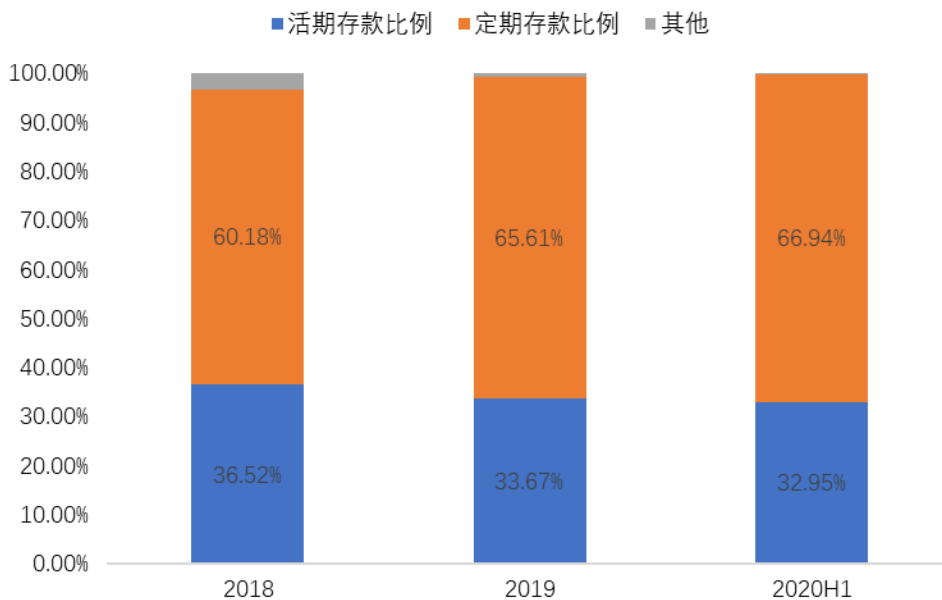
图 15: 存款结构: 居民存款 vs 企业存款



数据来源: 东北证券, Wind

存款来源方面: 企业存款占据了绝对优势, 企业存款规模相对较大, 企业对于存款的利用具有一定的规律性, 银行可以高效利用这些规律以及企业存款带来的在途资金获取收益。此外, 企业对于银行的选择黏性较高, 他们更愿意选择熟悉的银行存放资金, 高忠诚度带来的是高度稳定的资金来源, 有利于银行长期运营发展。

图 16: 存款结构: 活期存款 vs 定期存款

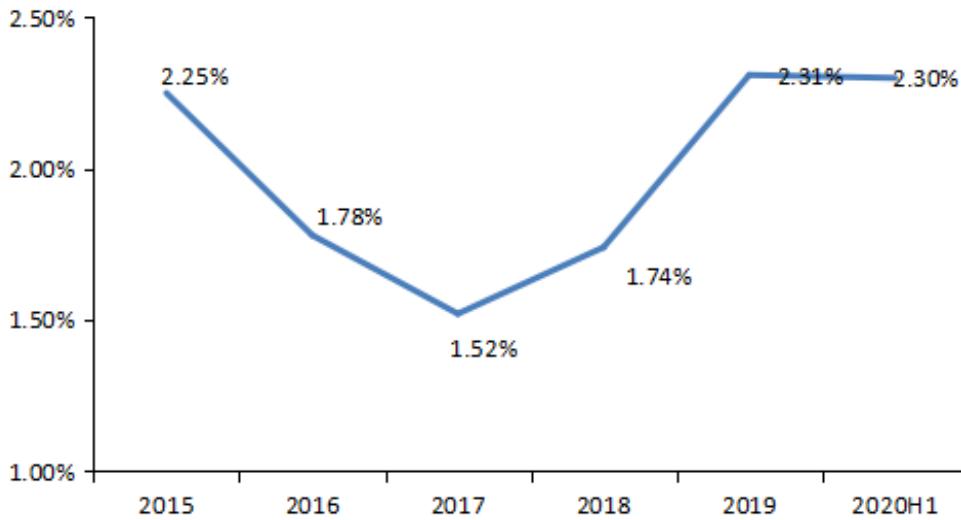


数据来源: 东北证券, 公司年报

3.3. 净息差经历波谷, 逐渐平稳

2020H1, 光大银行净息差为 2.30%, 较 2019 年下降 1bp, 主要是因为 LPR 利率下行, 带动资产端收益率下行, 拖累净息差有所收敛。

图 17: 光大银行净息差经历波谷, 逐渐平稳



数据来源: 东北证券, 公司年报

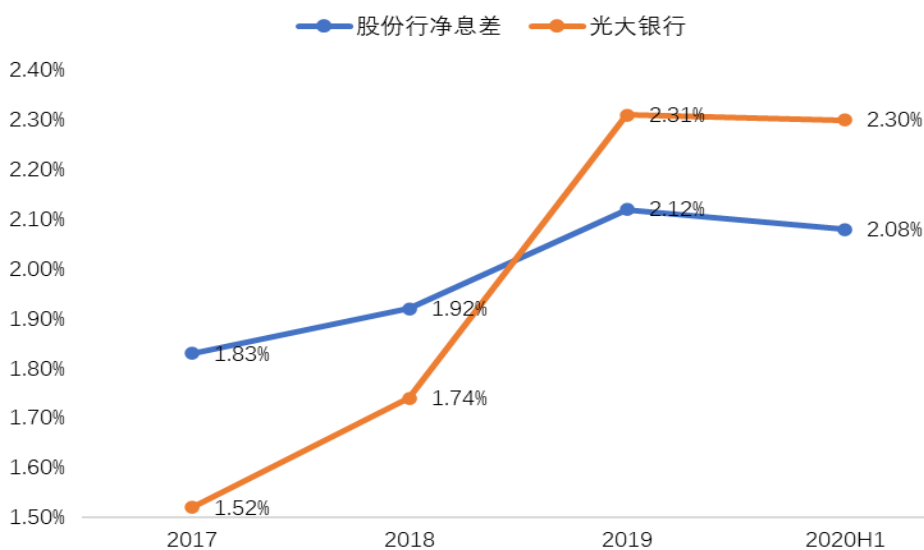
自 2015 年以来, 光大银行净息差经历了三个阶段。

第一阶段: 2015-2017 年, 光大银行净息差自 2.25% 下降 73bp 至 1.52%。下降的原因: 这个阶段, 处于降息周期, 监管不断下调贷款利率, 在降息和重定价影响下, 净息差不断收窄。

第二阶段: 2017-2019 年, 光大银行净息差不断走阔, 从 1.52% 抬升 79bp 至 2.31%。这个阶段, 光大银行资产负债结构不断优化, 零售贷款占比提升对净息差正贡献。在 2019 年之前, 光大银行净息差低于股份行净息差, 经过资产负债结构优化, 2019 年, 光大银行净息差 (2.31%) 超过股份行净息差 (2.12%)。

第三阶段, 2019.7-至今, 金融行业面临 LPR 利率改革推进, 利率不断市场化。在让利背景下, LPR 利率处于下行趋势, 对净息差造成压力。股份行净息差自 2019 年的 2.12% 下行 4bp 至 2.08%。光大银行净息差非常有韧性, 只下行 1bp。

图 18: 光大银行净息差 vs 股份行净息差: 2019 年表现优异



数据来源: 东北证券, 公司年报

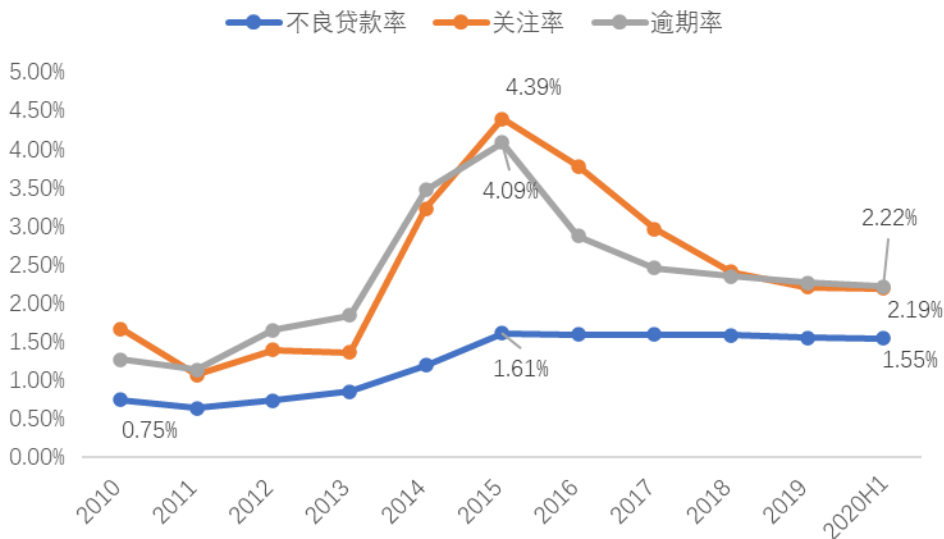
展望未来，利率市场化会继续推进，LPR 利率存在下行可能。2020 年 8 月，存量贷款完成 LPR 利率转换，2021 年，存量贷款面临重定价，2021Q1 面临净息差压力。预计后续净息差将不断平稳。

4. 资产质量分析：股份行中等偏上水平，不良确认标准严格

4.1. 历经两个阶段，资产质量向好趋势不变

十年历经两个阶段，当前资产质量改善明显。自 2010-2020H1 近十年时间，光大银行不良贷款率经历了先升后降，不良贷款率、逾期率、关注率在 2015 年达到顶峰，之后不断下降。不良贷款率近五年来比较平稳，逾期率和关注率下降较多，说明资产质量改善明显。2020H1 光大银行不良贷款率为 1.55%，贷款关注率为 2.19%，逾期率为 2.22%，分别较 2019 年末下降 1bp、2bp 和 5bp，总体不良压力可控。虽然疫情对资产质量有短期冲击，但仍不改其向好的趋势。

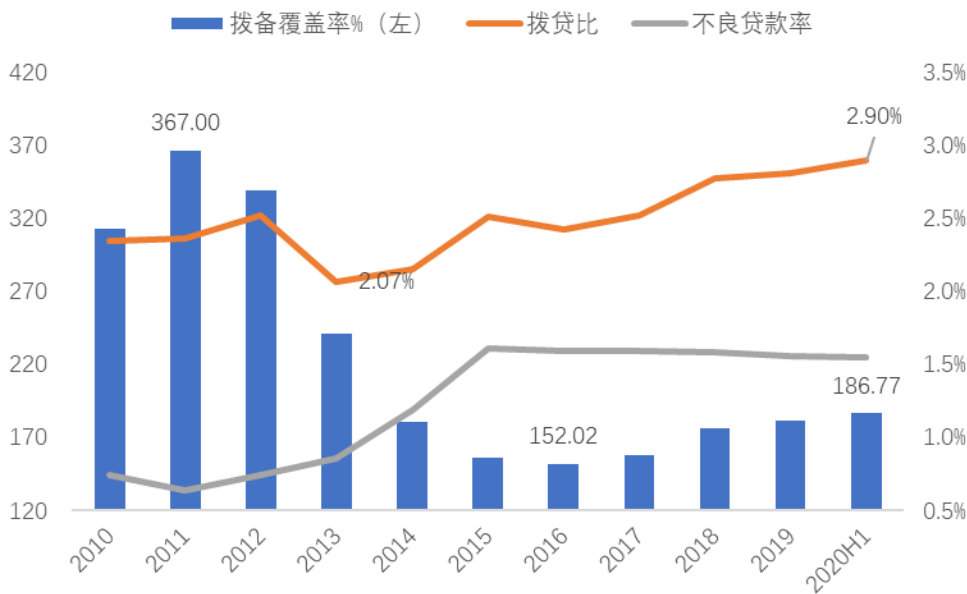
图 19：2010-2020H1 光大银行不良贷款率、逾期率和关注类变化



数据来源：东北证券，公司年报

拨备覆盖率近年来较为稳定。光大银行拨备覆盖率 2011 年达到 367%，是历史最高水平。之后因为信用风险不断暴露，2012 年到 2015 年拨备覆盖率出现了大幅度的下降，2015 年之后基本保持平稳，2019 年和 2020H1 的拨备覆盖率分别为 181.62% 和 186.77%。

图 20: 2010-2020H1 光大银行不良贷款率、拨备覆盖率和拨贷比变化



数据来源: 东北证券, 公司年报

与其他股份行比较: 光大银行资产质量处于中等偏上水平。具体体现在: 正常类贷款略高于行业平均水平 (96.19%), 关注类贷款与行业平均水平持平, 不良率低于行业平均水平 1.63%。

表 5: 2020H1 股份行资产质量情况对比

	正常类占比	关注类占比	不良占比
招商银行	97.87%	0.99%	1.14%
民生银行	95.18%	3.13%	1.69%
兴业银行	96.86%	1.67%	1.47%
浦发银行	95.28%	2.80%	1.01%
中信银行	95.62%	2.55%	1.83%
光大银行	96.26%	2.19%	1.55%
华夏银行	94.62%	3.50%	1.88%
平安银行	96.49%	1.86%	1.65%
浙商银行	96.15%	2.15%	1.40%
股份行	96.04% (平均值)	2.32% (平均值)	1.63% (监管数据)

数据来源: 东北证券, 公司年报

4.2. 对公资产质量优异, 零售资产质量处于中等水平

从公司端和零售端来看, 对公不良率较低, 资产质量优异。零售不良率处于中等水平。2020H1, 光大银行对公贷款存量为 1.65 万亿, 个人贷款存量 1.19 万亿, 其对公贷款不良率较低, 2020H1 为 1.79%, 比较优异。但光大银行零售贷款不良率为 1.34%, 与招行有所差距, 优于民生银行、浦发银行、平安银行。因疫情影响, 零售端资产质量承压, 预计后续将会缓解。

表 6: 2020H1 对公和零售不良贷款率

	招商银行	民生银行	兴业银行	浦发银行	中信银行	光大银行	平安银行	浙商银行
对公不良率	1.70%	1.49%	2.03%	2.43%	2.71%	1.79%	2.01%	1.72%
零售不良率	0.81%	2.00%	0.99%	1.61%	1.18%	1.34%	1.56%	1.07%
不良贷款率	1.14%	1.69%	1.47%	1.92%	1.83%	1.55%	1.65%	1.40%

数据来源: 东北证券, 公司年报

光大银行对公贷款行业分布近几年趋于合理, 信贷结构调整优化。制造业和批发零售业等属于不良贷款高发的行业, 近几年在光大银行的贷款占比下降, 由 2014 年末的 66.30% 降至 2019 年末的 42.04%, 行业分布趋于合理, 资产质量大为改观, 资产质量与经济周期的关系弱化。从行业不良率对比来看, 光大银行批发零售业资产质量控制的较好, 优于大部分股份行。

图 21: 2020H1 股份行投放行业不良贷款率对比

	招商银行	民生银行	兴业银行	浦发银行	中信银行	光大银行	华夏银行	平安银行	浙商银行
按行业贷款不良率									
农、林、牧、渔业		2.26%	1.10%	6.53%				0.30%	
制造业	4.68%	4.43%	3.27%	4.40%	5.45%	4.37%	7.00%	4.72%	4.34%
建筑业	0.99%	0.88%	1.35%	1.12%	2.90%	0.91%	2.40%	1.87%	1.46%
采掘业	3.08%	6.11%	1.98%	5.80%			6.94%	12.24%	-
房地产业	0.34%	0.25%	0.76%	4.40%	1.23%	0.41%	0.25%	0.32%	0.23%
交通运输、仓储和邮政业	0.86%	2.29%	0.51%	1.43%	1.09%	1.15%	3.53%	2.11%	1.17%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.39%	0.58%	0.59%	1.22%	1.03%	0.86%	0.50%	0.85%	3.56%
金融业	0.33%	0.26%	5.12%	0.35%					-
批发和零售业	3.59%	2.70%	6.24%	6.23%	10.47%	3.77%	5.69%	7.65%	2.15%
租赁和商务服务业	3.55%	0.36%	0.56%	0.83%	0.79%	1.34%	0.30%		0.82%
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)		1.91%	0.72%						0.97%
信息传输、计算机服务和软件	2.01%		1.93%	1.77%					
科研、技术服务和地质勘查业			1.86%	4.69%					
水利、环境和公共设施管理业	0.16%	-	0.58%	1.12%	0.45%		0.43%		
居民服务和其他服务业			0.90%						
卫生、社会保障和社会服务业		-	2.62%	0.01%	2.27%			0.49%	
文化教育、体育和娱乐业			1.31%	1.47%					
投资管理									
综合性企业									
其它	1.03%	1.00%		2.46%	3.56%	0.70%	1.20%	0.03%	7.43%

数据来源: 东北证券, 公司年报

4.3. 加大核销力度, 资产质量更为真实

不良贷款确认标准不断严格, 资产质量非常真实。用逾期贷款/不良贷款余额比值当做光大银行不良贷款确认标准严厉程度, 可以看到 2010-2014 年这个阶段, 随着信用风险不断暴露, 不良确认标准相对较低。自 2014 年以后, 逾期贷款/不良贷款比值不断下降, 不良确认标准不断严格。截止到 2020H1, 逾期贷款/不良贷款比值仅为 1.43%, 光大银行资产质量非常真实。

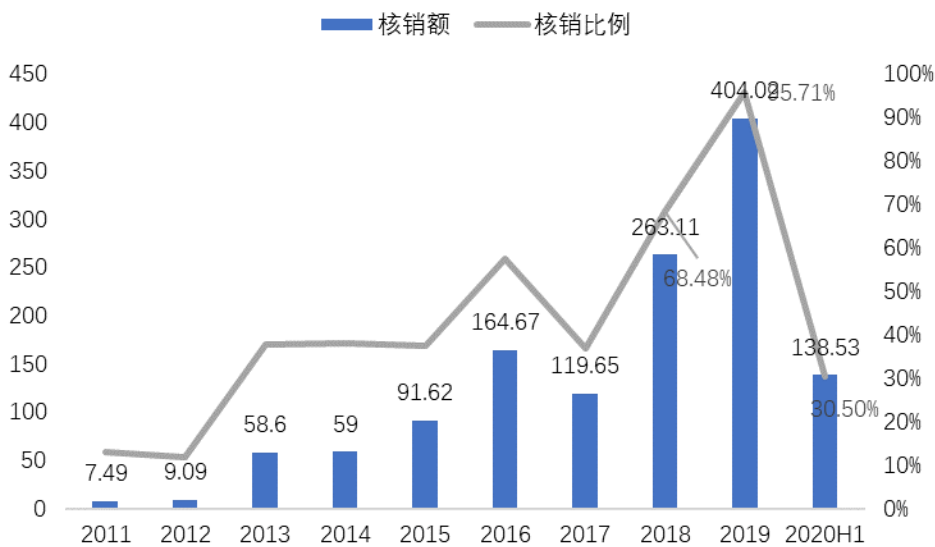
图 22: 2010-2020H1 光大银行逾期贷款/不良贷款余额变化趋势



数据来源: 东北证券, 公司年报

光大银行最大限度挖掘不良资产价值, 不良贷款处置能力上升。2019 年, 光大银行共处置不良贷款 448.05 亿元, 同比增加 152.29 亿元, 其中, 核销呆账 227.76 亿元, 债权转让 115.56 亿元, 债转股 55.96 亿元, 资产证券化 48.77 亿元。此外, 通过保全清收先进 109.97 亿元。不良贷款核销额呈上升趋势, 不良核销转出率自 2011 年来波动较大, 但呈上行趋势, 光大银行不良处置力度有所提高。

图 23: 2011-2020H1 核销金额与比例



数据来源: 东北证券, 公司年报

继续加大不良处置力度, 资产质量更为真实。展望 2020 下半年和明年, 预计光大银行会继续加大不良处置力度, 积极的出清风险, 为长远发展打下坚实基础。预计不良贷款率将会比较平稳, 但资产质量更为真实。

5. 打造 E-SBU 生态圈，中间业务未来可期

5.1. 集团协同，提出 E-SBU 生态圈

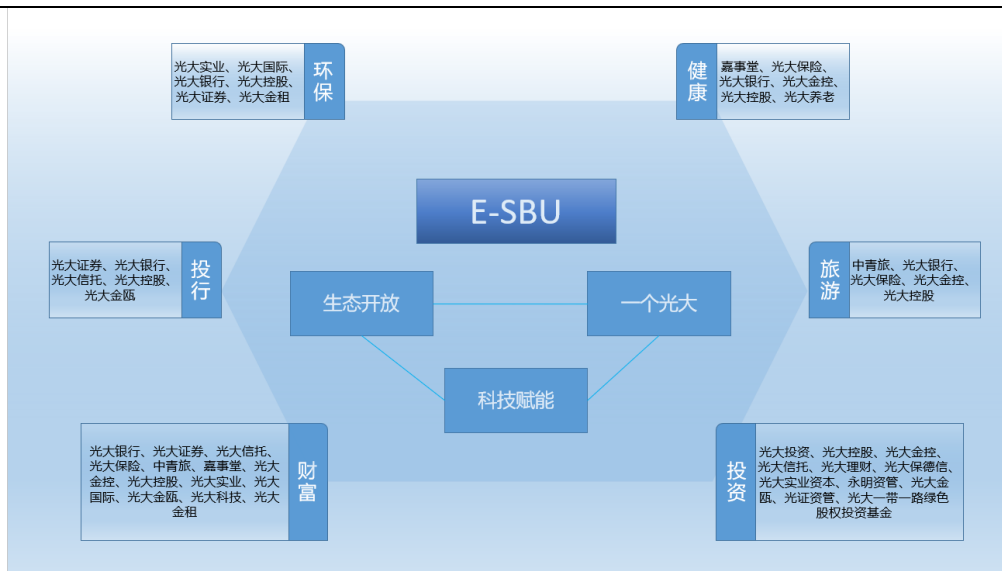
依托集团协同优势，积极发展财富 E-SBU 生态圈。2019 年光大集团提出构建六大 E-SBU 协同生态圈，“E”指 Ecosphere（生态圈化）、Electronic（数字化）、Everbright（光大一家）；“SBU”指 Strategic Business Unit（战略业务单元）。这六大战略业务单元分别指投行、投资、财富、旅游、健康、环保。光大银行作为集团财富 E-SBU 发展主力军，积极推动金融科技创新，主动协同集团企业发展财富 E-SBU。

财富 E-SBU 的构建为客户提供了全方位、多元复杂的产品，满足财富管理顾客定制化金融服务需求。按客户维度，财富 E-SBU 共设置了三大客户圈子：对公圈、个人圈和云生活圈。对公圈服务 25 家财富客户，提供综合性服务，19 年对净收入贡献超 16 亿元；个人圈受益于协同服务模式，业务规模增速明显；云生活圈由于“云缴费”综合服务能力的提升，贡献了高增长的手续费收入。

财富管理方面，E-SBU 协同效应不断增强。截止 2020H1，客户迁徙上，迁入零售类客户 58.30 万户（高净值客户 449 户），带动新增 AUM159.80 亿元。交叉销售上，合集销售光大集团内信托、保险、证券类产品 380 多亿元。业务协同上，实现协同营收 48.8 亿元，同比增长 77.30%，实现协同中收 15.1 亿元，同比增长 67.8%。

科技赋能。2020 年光大银行公布科技创新年度目标：科技投入占当年营收的 3%，科技人员占总员工比例 4%。光大银行设立了金融科技创新的专项经费，初期具有 5 亿元的规模。

图 24: E-SBU 生态圈图谱



数据来源：东北证券，公司年报

5.2. 云缴费业务：光大银行靓丽名片

云缴费业务，自 2014 年被光大银行推出，目前已经发展成为国内最大的开放式缴

费平台。2018 年光大银行成立云缴费事业中心，统筹便民缴费业务发展。2019 年成为光大银行一级部门。

目前，该业务已经成为北京市金融科技与专业服务创新示范区的重点扶持项目。2019 年成立云生活事业部，新增非说云、社保云、物业云、医疗云、教育云 5 大便民缴费平台；在云缴费客户端上线 8 大板块，包括理财、保险、证券、医疗、旅游、出国、家政、优惠券等。缴费类别分为 17 大类，5500 个法人收费主体，350 个对外输出平台，覆盖了 95% 微信缴费交易和 40% 的支付宝缴费交易。另外，还和银联云闪付、运营商、电商平台等多个渠道合作。

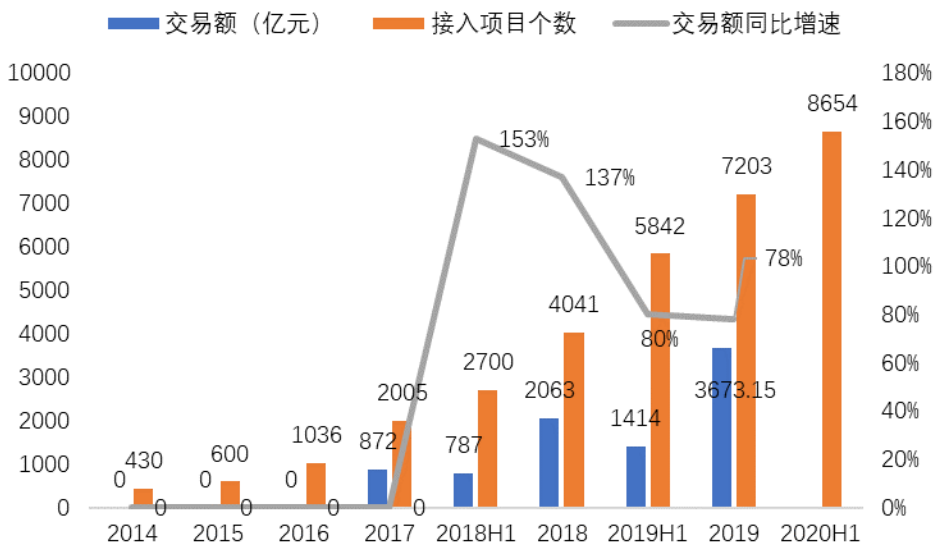
光大银行坚持云缴费“CEG”战略，加速扩大“生活圈(C)、经营圈(E)、政务圈(G)”三大场景服务规模。政务圈中，目前已覆盖 21 个省财政项目，比如税费缴付，未来力争把自然人纳税纳入体系。经营圈包括医疗、教育和交通。生活圈包括电费、税费、有线电视和供暖，目前已经实现了电费 100% 覆盖，水费 50%+ 覆盖。缴费时间从“小时”缩至“分钟”；疫情为“云缴费”带来正向贡献，平台用户大幅提升。截至 2020 年上半年，“云缴费”直联客户 1,982.34 万户，比上年末增长 71.59%；直联客户月活用户 254.02 万户，同比增长 253.37%；累计接入项目 8654 项，比上年末增长 20.14%，缴费笔数 8.21 亿笔，同比增长 14.63%，带来中间业务收入 2.74 亿元。

图 25: 云缴费 APP 首页



数据来源：东北证券，云缴费 APP

图 26: 2014 至今云缴费交易额、接入项目数以及交易额增速

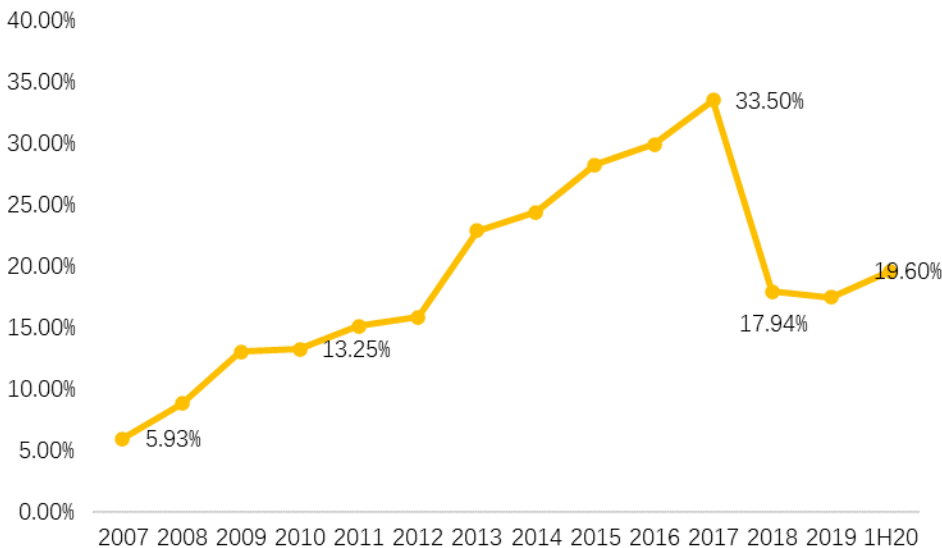


数据来源: 东北证券, 公司年报

5.3. 理财子公司步入正轨, 中间业务收入有望回升

复盘 2007 至今光大银行中间业务的发展, 从收入结构上来看, 自 2007-2017 年, 光大银行中间业务收入占比不断提升, 2017 年达到顶部, 占比为 33.5%。这是光大银行中间业务非常辉煌的时代, 相比同业非常具有优势。

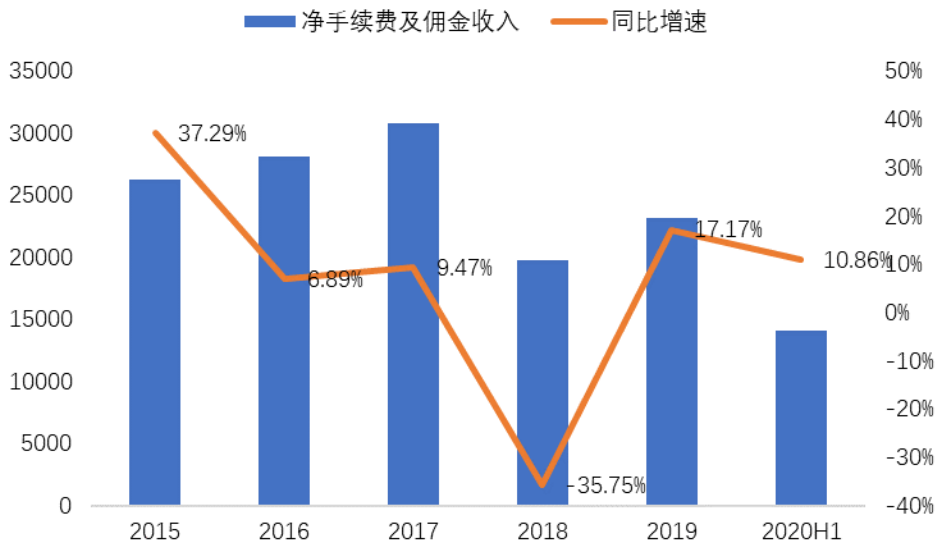
图 27: 中间业务收入占比



数据来源: 东北证券, 公司年报

自 2016 年金融严监管以来, 中间业务开始加强监管, 光大银行中间业务收入增速已经出现缓慢增长的态势。2018 年发布资管新规后, 2018 年中间业务收入下滑 35.75%, 占比也大幅下降, 对中间业务负面影响颇大。经历三年左右的整顿, 资管行业已经非常规范, 中间业务收入占比开始企稳回升。

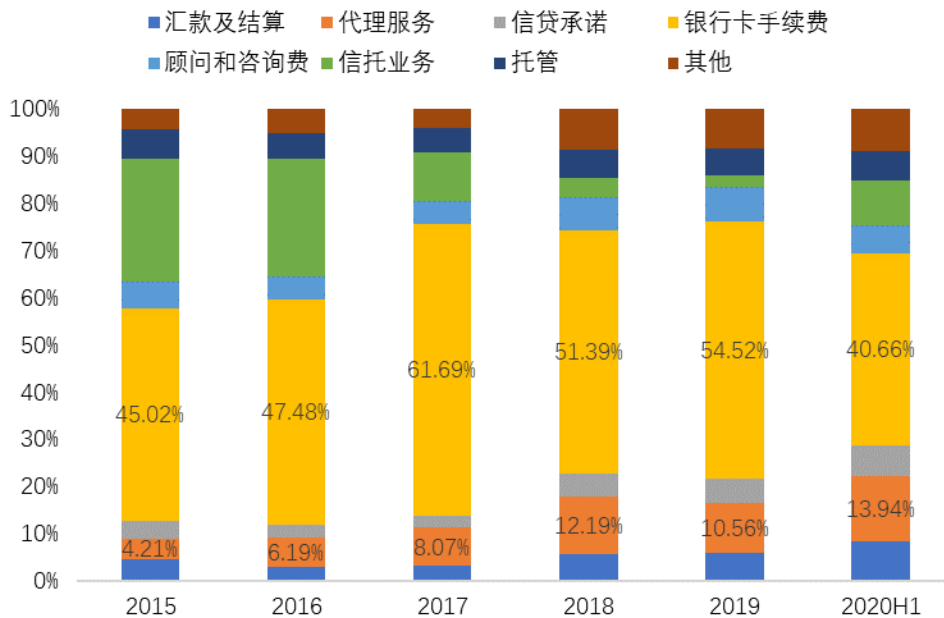
图 28: 净手续费及佣金收入及增速



数据来源: 东北证券, 公司年报

信用卡和理财业务是光大银行中间业务的主力。对光大银行中间业务结构进行分析, 占比最大的业务是银行卡手续费, 目前占比已经超过 40%。其次是代理业务, 占比超过 10%。这两项业务占据中间业务的半壁江山。

图 29: 中间业务结构分析

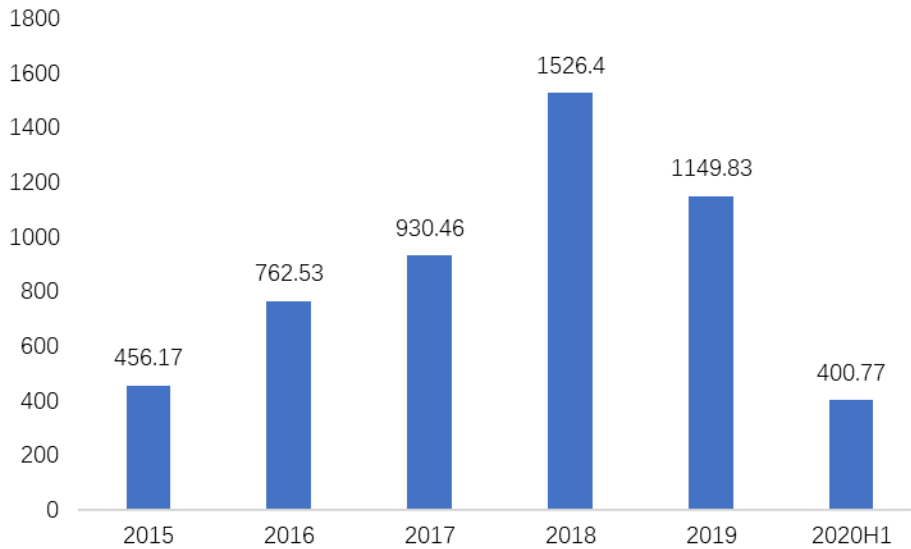


数据来源: 东北证券, 公司年报

信用卡: 受疫情影响, 信用卡业务受到短暂影响, 目前已经恢复常态。2018 年信用卡共债风险有所暴露, 2019 年、2020 年新增发卡比较保守。2020 年上半年, 光大银行发布阳光惠生活 APP5.0 版本, 月活用户 1053.80 万户, 稳居市场前列。同时, 构建“阳光智能风控”体系, 基于数据整合和 AI 算法的应用, 提升风险管控智能化水平。2020H1 信用卡交易金额 1.32 万亿元, 同比增长 2.62%; 实现业务收入 233.50

亿元，同比增长 0.71%。今年受疫情影响，信用卡业务受到短暂影响，目前已经恢复常态。

图 30: 光大银行信用卡新增发卡量 (万张)



数据来源: 东北证券, 公司年报

理财业务: 光大银行明星业务, 打造一流的财富管理银行。2004 年, 光大银行发行首款理财产品, 拉开国内商业银行理财业务序幕。2018 年, 光大银行提出把财富管理作为公司战略发展重点。

2019 年, 光大理财有限责任公司正式挂牌成立, 成为国内首家开业的股份制商业银行理财子公司。光大结合财富 E-SBU 生态圈的协同效应, 积极推动财富管理转型, 围绕高净值客户打造私行生态链, 满足客户多元的产品需求。在落实资管新规要求的同时, 公司积极推动个人理财业务转型, 19 年末转型类理财产品规模同比增长 113.51%, 个人财富管理手续费净收入 38.45 亿元, 同比增长 21.36%。**理财子公司业务规划:**

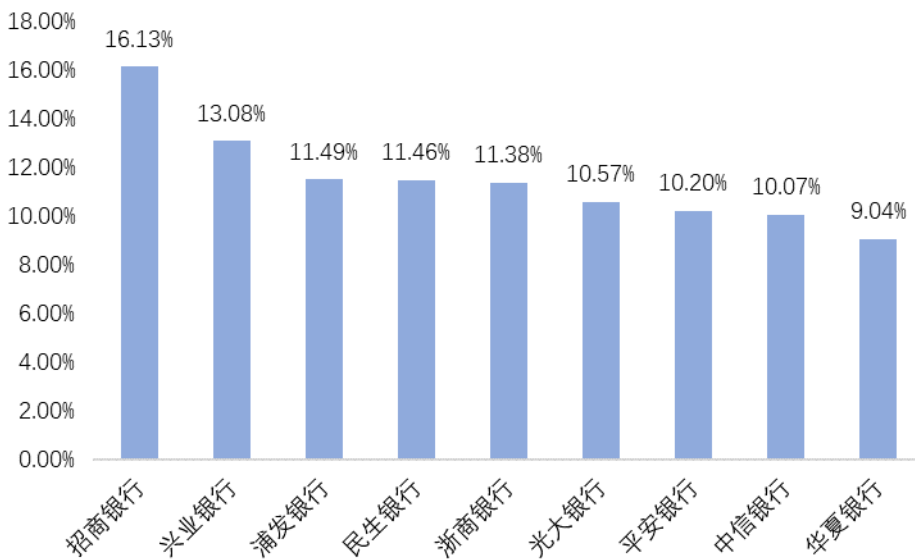
- (1) 从客户端: 做大现金管理类产品, 做优标杆性产品; 提前布局养老理财、智能投顾等关键领域。
- (2) 从投资端: 搭建全天候、多策略投资平台。
- (3) 风险管理: 在“组合+分散”原则上, 从宏观、地区/行业、企业/项目、模式四个层次优化风险管控。

6. ROE 处于股份行中等水平

6.1. 全行业 ROE 趋势向下

光大银行 2019 年 ROE 为 10.57%, 在股份行中处于中等水平。光大银行 ROE 高于平安银行、中信银行、华夏银行, 低于招商银行、兴业银行等行。近些年, 银行业面临较大的监管压力, 再叠加 LPR 利率改革, 利率趋势向下, 全行业 ROE 呈下降趋势。

图 31: 2019 年股份行 ROE 情况



数据来源：东北证券，公司年报

6.2. 拆分 ROE: 净息差、管理费用、信用成本、所得税率有优势

拆分光大银行的 ROE，对比其他股份行，发现有优势的包括：净利息收入、管理费用、资产减值损失、所得税率。

(1) 净利息收入优于同业，反映出光大银行净息差在股份行中处于中等偏上水平，无论是资产端收益率还是负债端成本，都存在较大优势。

(2) 成本管控能力强。成本收入比持续低于同业，成本控制能力较好。

(3) 实际税率低。公司投资的金融资产中免税品种较多，使得所得税实际税负低于同业。

(4) 信用成本小。由于光大银行不断调整资产负债结构，资产质量优异，使得光大银行确认的信用减值损失较少。

在 ROE 拆分因素中，弱于同业的指标主要有非息净收入，集中体现在手续费及佣金净收入，这说明光大银行中间业务相对较为薄弱，未来随着理财子公司步入正轨，疫情影响消退，光大银行中间业务将会得到较快发展。

表 7: 2019 年光大银行与股份行 ROE 拆分

	兴业	平安	浦发	华夏	民生	招商	光大	中信
利息净收入	1.44%	2.28%	1.84%	2.14%	1.47%	2.33%	2.15%	1.89%
利息收入	3.77%	4.51%	4.03%	4.25%	3.75%	3.95%	4.44%	3.98%
利息支出	-2.33%	-2.22%	-2.19%	-2.11%	-2.29%	-1.62%	-2.28%	-2.09%
非息净收入	1.10%	1.22%	0.88%	0.67%	1.23%	1.30%	0.65%	0.89%
手续费及佣金净收入	0.70%	0.93%	0.58%	0.60%	0.78%	0.96%	0.49%	0.69%
净其他非息收入	0.40%	0.29%	0.31%	0.07%	0.45%	0.34%	0.16%	0.21%
营业收入	2.54%	3.50%	2.72%	2.81%	2.70%	3.64%	2.81%	2.78%
税金及附加	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
管理费用	-0.65%	-1.04%	-0.61%	-0.86%	-0.72%	-1.17%	-0.77%	-0.77%
资产减值损失	-0.81%	-1.48%	-1.07%	-1.00%	-0.94%	-0.82%	-1.03%	-1.14%
所得税	-0.11%	-0.20%	-0.15%	-0.18%	-0.15%	-0.32%	-0.16%	-0.11%
ROA	0.92%	0.72%	0.84%	0.73%	0.81%	1.25%	0.79%	0.71%
权益乘数	13.00	12.59	12.49	11.22	12.59	12.01	12.26	12.68
ROE	11.98%	9.01%	10.50%	8.13%	10.14%	15.03%	9.68%	9.02%

数据来源: 东北证券, 公司年报

7. 盈利预测与投资建议

结合以上分析进行盈利预测:

- (1) 资产负债结构持续优化。其中资产端提高贷款配置占比, 预测 2020-2022 年贷款占总资产比例分别为 58.1%、59.4%、60.8%, 对应贷款增速为 17%、13%、13%。存款在计息负债中占比继续提升, 2020-2022 年存款占比为 70.0%、70.7%、71.4%, 对应存款增速为 14%、12%、12%。
- (2) 中间业务: 银行卡业务和投行业务持续发力, 手续费及佣金收入占比提升, 预测 2020-2022 年手续费及佣金收入在总收入中占比为 17.60%、19.47%、20.49%。
- (3) 银行业资产和负债两端收益率整体均呈下降趋势。由于光大银行资产负债结构特点, 预测净息差收窄幅度低于同业, 预测 2020-2022 年净息差水平分别为 2.12%、2.11%、2.20%。
- (4) 光大银行在管理费用、营业税金等成本控制方面持续由于同业, 成本收入比进一步压降, 预测 2020-2022 年分别为 27.0%、26.0%、25.8%。
- (5) 光大银行资产质量优异, 不良贷款率和拨备覆盖率在股份制银行中处于中等偏上水平, 结合宏观经济形势分析, 预测 2020-2022 年不良贷款率分别为 1.59%、1.58%、1.57%。

综合以上假设, 预测光大银行 2020-2022 年营收增速为 12%、13%、14%, 归属母公司净利润增速-8%、-2%、12%, 对应 EPS 分别为 0.66、0.64、0.72 元, 对应 BVPS 为 7.79 元、8.24 元、8.74 元。2020 年 PB 目标估值 0.65 倍, 对应股价为 5.06 元,

有 40% 左右上涨空间，给与“买入”评级。

8. 风险提示

- (1) 政策监管存在不确定性
- (2) 经济形势变化，信用风险大量暴露

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表(百万元)					主要指标(百万, %)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
现金及存放央行款项	364,340	375,270	386,528	398,124	业绩增长				
存放同业和其它金融机构款项	31,358	26,654	27,454	28,278	利息净收入增速	30.39	10.00	10.00	15.00
拆出资金	60,270	54,243	56,955	59,803	其它业务收入增速	(3.70)	18.60	22.18	11.25
发放贷款及垫款	2,644,136	3,093,639	3,495,812	3,950,268	拨备前利润增速	23.25	14.72	14.55	14.31
交易性金融资产	211,406	232,547	253,476	276,289	归母净利润增速	10.98	(8.00)	(2.00)	12.00
债权投资	180,005	192,605	206,088	220,514	盈利能力				
其他债权投资	623	698	781	875	ROE	10.57	8.68	8.26	8.99
其他权益工具投资	1,041,512	1,062,342	1,083,589	1,105,261	ROA	0.82	0.69	0.63	0.67
长期股权投资					生息资产	4,687,921	5,282,509	5,839,526	6,457,878
其他资产	199,781	287,111	373,563	462,681	生息资产占比	99.04	99.20	99.24	99.32
资产总计	4,733,431	5,325,110	5,884,246	6,502,092	计息负债	4,217,91	4,767,469	5,286,873	5,860,345
同业和其它金融机构	444,320	466,536	489,863	514,356	计息负债占比	97.02	97.00	97.00	97.00
存放款项					生息资产收益率	4.76	4.61	4.52	4.55
向央行借款	224,838	258,564	284,420	312,862	计息负债成本率	2.58	2.43	2.35	2.29
拆入资金	166,225	169,550	172,940	176,399	净利差	2.18	2.19	2.20	2.30
卖出回购金融资产款	25,603	23,043	20,738	18,665	净息差	2.31	2.12	2.11	2.20
吸收存款	3,017,888	3,440,392	3,853,239	4,315,628	利息净收入占比	76.74	75.37	73.37	74.01
应付债券	371,904	364,466	400,913	461,049	手续费收入占比	17.44	17.60	19.47	20.49
其他负债	96,599	192,367	228,270	242,634	成本收入比	28.32	27.00	26.00	25.80
负债合计	4,347,377	4,914,917	5,450,384	6,041,593	资本状况				
归母股东权益合计	384,982	409,014	432,565	458,943	资本充足率	13.47	13.28	12.95	12.84
少数股东权益	1072	1,179	1,297	1,557	一级资本充足率	11.08	10.92	10.84	10.82
负债和股东权益总计	4,733,431	5,325,110	5,884,246	6,502,092	核心一级资本充足	9.2	9.13	9.03	8.97
					股息率	5.59	5.48	5.37	6.02
					资产质量				
					不良贷款余额	42,212	49,189	55,234	62,019
					不良贷款率	1.56	1.59	1.58	1.57
					拨备覆盖率	181.62	188.46	189.12	186.35
					拨贷比	2.81	3.00	2.99	2.93
					流动性				
					存贷款比率	87.62	89.92	90.72	91.53
					贷款/总资产	55.86	58.10	59.41	60.75
					每股指标				
					EPS (元)	0.71	0.66	0.64	0.72
					BVPS (元)	7.33	7.79	8.24	8.74
					每股股利 (元)	0.21	0.20	0.19	0.22
					估值指标				
					P/E (倍)	6.21	5.48	5.60	5.00
					P/B (倍)	0.60	0.46	0.44	0.41
					分红比例	30.07	30.07	30.07	30.07

利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	132,812	148,749	168,087	191,619
利息净收入	101,918	112,110	123,321	141,819
手续费及佣金净收入	23,169	26,181	32,726	39,271
公允价值变动净收益	(2,612)	1,232	2,167	360
投资净收益	7,689	9,227	9,873	10,169
营业成本	87,509	106,651	125,826	144,335
营业税金及附加	1,400	1,339	1,513	1,725
资产/信用减值损失	49,347	66,488	82,123	94,897
管理费用	36,218	38,824	42,190	47,713
营业利润	45,303	42,099	42,261	47,284
营业外收支净额	(140)	(80)	(50)	(20)
利润总额	45,163	42,019	42,211	47,264
所得税	7,722	7,563	8,442	9,453
净利润	37,441	34,455	33,769	37,811
归属于母公司净利润	37,354	34,366	33,678	37,720
少数股东损益	87	90	90	91

资料来源：东北证券

分析师简介:

王风华: 东北证券非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业22年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商行业有深入的研究。

陈玉卢: 南开大学企业管理硕士，南开大学工商管理本科，现任东北证券银行组研究助理，2016年开始从事银行研究，2019年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn