

光大银行(601818.SH)/中国光大银行(06818.HK)
调整整固初见成效，迈入新赛道

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	3.92 元/3.57 港元
合理价值	4.90 元/4.43 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-05-28

投资建议:

集团重组完成并重获光大银行控制权，新管理层有望协调集团深化业务协同。光大银行保持大企业公对公优势的同时资源向零售倾斜，资产结构的调整和云缴费/云支付带动的存款沉淀有望缓和资产定价低和高负债成本对息差的制约。信用卡收入贡献实现突破、资管理财经过调整率先踏入新赛道有望带动手续费收入增长再上新台阶。资产质量领先股份行同业，不良确认充分后续压力较小。资本短期无虞，若转债转股和优先股发行顺利资本充足率将得到有效提升。预计公司 2019/2020 年归母净利润增速分别为 7.42% 和 9.03%，EPS 分别为 0.66/0.72 元/股，当前股价对应 2019/2020 年 PE 分别为 5.93X/5.42X，PB 分别为 0.65X/0.60X。公司 2016 年以来动态估值中枢约 0.82 倍 PB，我们按 2019 年 0.82 倍 PB 估算合理价值约为 4.90 元/股，按照当前 AH 溢价比例，对应 H 股合理价值为 4.43 港币/股，维持买入评级。

风险提示：1.经济下行超预期，导致资产质量超预期下滑；2.存款增长不达预期。3.流动性超预期紧张导致市场资金价格快速上行。

核心观点:
● 积极加大资产结构调整，保持大企业公对公优势，信贷资源向倾斜零售

1.2018 年光大银行企业贷款占贷款余额的 55.39%，个人贷款占贷款余额的 44.61%；光大银行在保持原有的大企业客户对公优势的同时，将有限的信贷资源向零售贷款倾斜：新增贷款的 32.15%投向企业贷款，67.85%投向个人贷款。2.个人贷款结构来看，2018 年光大银行信用卡及消费贷款快速增长，增速分别高达 33.2%和 246.8%。

● 资产结构调整和云缴费带动存款沉淀助力息差改善

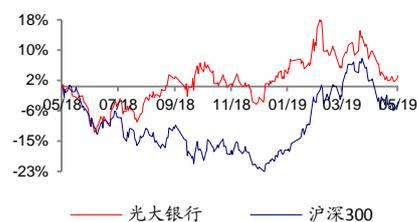
1.ROE 落后行业主要原因在于资产负债定价能力偏弱导致息差较低导致 ROA 偏低。2.未来随着资产结构调整（信贷向零售倾斜，零售向信用卡和消费贷款倾斜），个人贷款收益率提升有望带动资产收益率上升。3.光大银行活期存款占比偏低，存款端成本高于行业平均水平，随着云缴费、云支付模式的成熟将为光大银行存款的沉淀带来增量，缓解负债端压力。

● 信用卡收入贡献实现突破、资管及财富管理大有可为

回顾历史光大银行信用卡和理财业务对手续费收入贡献较为明显。银行卡业务手续费收入对营收贡献显著居股份行首位（占比 25.98%），卡均贷款余额合理意味着风险可控。2017-2018 年由于去杠杆政策、资管新规和理财新规的影响，光大银行率先主动控制理财规模增长，率先进行理财转型，随着理财子公司获批及资管转型的推进，光大银行将获得先发优势。

● 资产质量领先股份行同业，不良确认充分

1.不良率绝对水平（1.59%）显著好于股份行总体不良水平。2.不良认定标准严格，确认充分。自 16H2 开始，光大银行不良确认和处置明显加速，截止 2018 年底不良偏离度（逾期 90 天以上贷款/不良贷款）由 2016H1 的 147.72%降至 84.06%（降幅高达 63.66pcts），处于上市股份行较优水平。3.关注贷款率及逾期贷款率等前瞻性不良指标表现在股份行同业处于较好水平，且边际改善幅度领先股份行同业。4.2018 年公司不良生成率 1.59%，优于股份行同业，较 2017 年有所上行，主要是由于新管理层到任以后加速了整个不良出清的节奏，后续资产质量将更加扎实稳健。

相对市场表现

分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

光大银行(601818.SH)/中国	2019-04-29
光大银行(06818.HK):拨备前利润高速增长，风险抵御能力增强	

目录索引

一、集团重组完成并重获光大银行控制权，新管理层有望协调集团深化业务协同	5
二、保持大企业对公优势，信贷资源向零售倾斜	7
三、资产结构调整和云缴费带动存款沉淀助力息差改善	9
四、信用卡贡献实现突破，资管及财富管理大有可为	13
五、资产质量领先股份行同业，不良确认充分	16
六、资本短期无虞，若转债转股和优先股发行顺利资本充足率将得到有效提升	19
七、投资建议及风险提示	19

图表索引

图 1: 2018 年底光大集团合计持股光大银行 29.01%的股份	5
图 2: 2018 年底汇金公司合计持有光大银行 25.15%股份 (剔除通过光大股份间接持有部分)	5
图 3: 新任管理层 2018 年到任后, 光大银行营收改善明显, 并超越股份行同业 ..	6
图 4: 新任管理层 2018 年到任后, 光大银行 PPOP 改善明显, 并超越股份行同业	6
图 5: 新任管理层 2018 年到任后, 光大银行净利润指标也在 2018 年实现近六年来首次对股份行同业的超越	6
图 6: 2017-2018 年光大银行信用卡及消费贷款增速分别高达 33.2%和 246.8% ..	8
图 7: 光大银行云缴费系统预计 2019 年缴费项目达到 6000 个	12
图 8: 光大银行云缴费系统预计 2019 年缴费用户达到 3.5 亿户	12
图 9: 光大银行云缴费系统预计 2019 年缴费笔数达到 20 亿笔	12
图 10: 光大银行云缴费系统预计 2019 年缴费金额达到 3500 亿元	12
图 11: 光大银行不良率自 16Q1 起明显优于股份行同业总体不良率表现	16
图 12: 光大银行资本充足率排名股份行第三, 核心一级资本排名股份行第四	19

表 1: 光大银行成立以来重要事件及股权变动情况	5
表 2: 光大银行个人贷款占比处于持续提升的通道中	7
表 3: 光大银行新增贷款向零售贷款倾斜, 2018 年力度仅次于平安、民生和中信银行	7
表 4: 光大银行按揭贷款占比仅高于平安、华夏和民生银行, 信用卡贷款占比仅低于平安银行	8
表 5: 2018 年股份行杜邦分析对比	9
表 6: 2018 年光大银行净息差 1.74%, 处于股份行同业倒数第二位	10
表 7: 2018 年光大银行资产端定价的差距主要来自于个人贷款定价显著低于行业平均	10
表 8: 光大银行存款成本 2.15%, 处于行业较高水平	11
表 9: 光大银行活期存款占比偏低, 2018 年活期存款占比仅为 36.04%	11
表 10: 光大银行同业净融入规模在行业并不算大	11
表 11: 光大银行 2017-2018 年手续费收入中银行卡收入持续高增长, 理财手续费收入出现明显调整	13
表 12: 2012-2018 年光大银行银行卡手续费收入占营收的比重始终保持行业领先 (招行会计处理方式不同)	13
表 13: 光大银行信用卡卡均贷款余额处于股份行较低水平, 意味着其总体风险可控	14
表 14: 光大银行理财 15 年以前增长超过行业, 15 年以后出于对非标和监管的考	

虑，主动放缓增长节奏.....	14
表 15: 光大银行成为股份行第一家获批筹建理财子公司，资管业务或监管认可.....	15
表 16: 光大银行不良率绝对水平仅次于招商银行和兴业银行，处于股份行同业较优水平.....	16
表 17: 光大银行不良确认充分，不良偏离度（逾期 90 天以上贷款/不良贷款）处于行业领先水平.....	16
表 18: 2015-2018 年光大银行泛不良率指标（不良率+关注率）边际改善幅度股份行最大，不良状况改善明显.....	17
表 19: 光大银行逾期贷款率处于行业较低水平，2018 年底仅为 2.35%.....	17
表 20: 光大不良生成率仍处于行业较低水平，新管理层到任以后加快了不良的出清.....	17
表 21: 19Q1 光大银行拨备覆盖率 178.7%，处于股份行同业较优水平.....	18

一、集团重组完成并重获光大银行控制权，新管理层有望协调集团深化业务协同

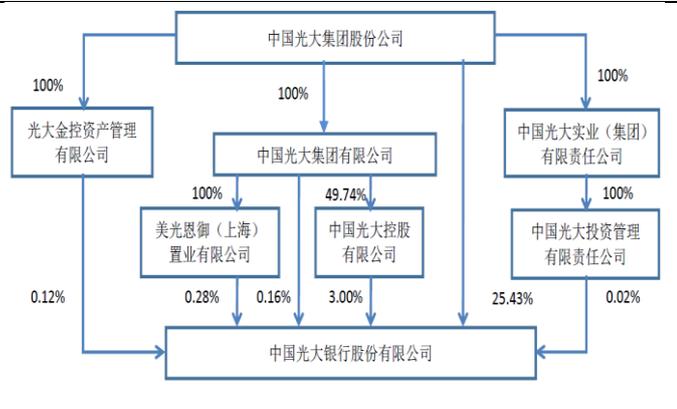
2015年5月光大集团重获光大银行控制权，集团协同有望深度推进。光大银行自1992年成立至今已发展27年，经过1992-1998年初创高速发展阶段、1999-2009年调整修复阶段、2010年至今平稳增长阶段。其中2007年11月由于集团战略考虑，引入汇金公司，失去光大银行控制权；2015年5月，财政部、汇金公司完成对光大集团的股份制改造后，汇金公司持有的90亿股光大银行变更至光大股份，光大集团重获光大银行控制权，预计后续光大银行和光大集团的业务协同将有望向更深领域扩展。

表1: 光大银行成立以来重要事件及股权变动情况

时间	光大银行发展过程中重要事件及股权变动情况
1992年6月	经国务院批复并经人民银行批准设立，光大集团总公司出资15亿元成立光大银行，并全资控股。
1997年1月	由光大集团总公司等131家股东共同发起，光大银行改制成全国性股份制商业银行，注册资本28亿元。
1999年3月	光大银行接收原中国投资银行，其高不良水平给光大银行带来沉重的历史包袱。
2007年11月	汇金公司注资等值于200亿元人民币的美元，完成后汇金公司直接持股70.88%，光大集团失去光大银行控制权（光大集团总公司+光大控股合计持股13.82%），注资完成后注册资本282.17亿元。
2009年8月	光大银行向中再集团、中国电力、中能集团等8家投资者启动新一轮再融资，完成后注册资本达到334.35亿元，完成后，汇金公司持股64.31%（直接持股59.82%，通过中再间接持股4.49%），光大集团总公司+光大控股合计持股11.66%。
2010年8月	A股IPO，股本增至404.35亿股，汇金公司持股52.00%（直接持股48.37%，通过中再间接持股3.63%），光大集团总公司+光大控股持股9.53%。
2013年12月	H股IPO，股本增至466.79亿股，汇金公司增持股份直接持股48.62%。
2014年12月	光大集团完成股份制改造，光大集团总公司改制为光大集团股份公司。
2015年5月	汇金持有光大银行90亿股股权变更至光大股份名下，光大股份直接持股23.96%+光大控股持股3.37%，合计持有27.33%，光大银行控制权重回光大集团；汇金公司直接持股21.96%+汇金资管持股1.35%+中国人寿再保险2.49%，合计持股25.80%。
2018年12月	截止2018年底，光大股份及其下属子公司合计持股29.01%，汇金公司持有25.25%（剔除通过光大股份间接持有部分）。

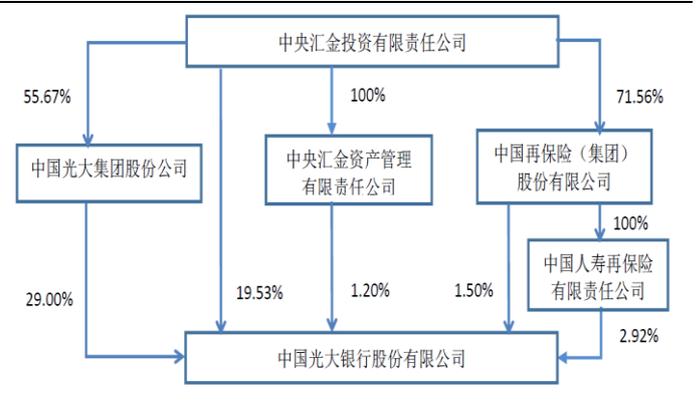
数据来源：光大银行招股说明书、财务报告，广发证券发展研究中心

图1: 2018年底光大集团合计持股光大银行29.01%的股份



数据来源：光大银行2018年财报，广发证券发展研究中心

图2: 2018年底汇金公司合计持有光大银行25.15%股份（剔除通过光大股份间接持有部分）

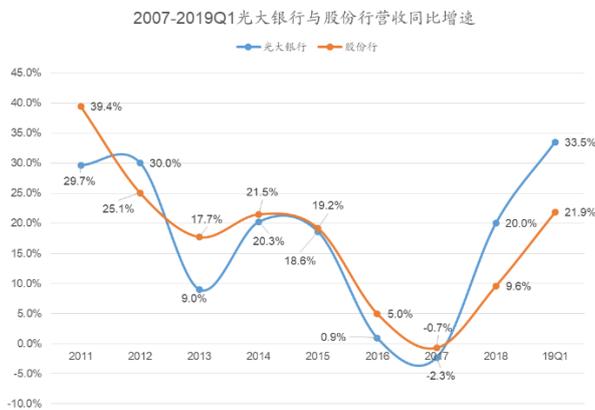


数据来源：光大银行2018年财报，广发证券发展研究中心

新任董事长具备大型银行和金融控股集团管理的丰富经验，到任伊始即启动新一轮改革转型，目标激动人心并取得初步成果。2017年12月，李晓鹏先生接替唐双宁先生出任光大集团董事长兼党委书记，并于2018年3月兼任光大银行董事长。与唐董事长主要的央行和银监会监管履历背景不同，李董事长曾任职工商银行副行长、招商局集团副董事长、总经理、招商银行副董事长，具备大中型银行和综合金控集团丰富的管理经验，上任伊始即提出，在集团内开展了“建言献策、同业对标、战略优化”的调研，确立了双一流发展战略目标：全球一流金控集团与国内一流股份制商业银行，同时对光大银行设定了10年的战略实施步骤，分三步实施战略，力图三年迈一步，五年上台阶，十年实现一流。

新任董事长到任一年以来，光大银行基本面也开始发生积极变化。2013-2017年这五年光大银行营收、PPOP、净利润增长基本未跑赢股份行同业，但2018年营收同比增长20%，PPOP同比增长25.3%，净利润同比增长6.7%，均高于上市股份行同业。

图3: 新任管理层2018年到任后，光大银行营收改善明显，并超越股份行同业



数据来源：光大银行财报，广发证券发展研究中心

图4: 新任管理层2018年到任后，光大银行PPOP改善明显，并超越股份行同业



数据来源：光大银行财报，广发证券发展研究中心

图5: 新任管理层2018年到任后，光大银行净利润指标也在2018年实现近六年来首次对股份行同业的超越



数据来源：光大银行财报，广发证券发展研究中心

二、保持大企业对公优势，信贷资源向零售倾斜

光大银行积极加大资产结构的调整，保持大企业对公优势，资源向零售倾斜。1.截止2018年，光大银行企业贷款占贷款余额的55.39%，个人贷款占贷款余额的44.61%；企业端保持光大银行传统的大企业对公的优势，虽然这在一定程度上导致对公定价优势不是那么突出，但在经济下行过程中有效地保证了其资产质量的稳定性。2.光大银行在保持原有的对公大企业客户优势的同时，将有限的信贷资源向零售贷款倾斜：增量贷款结构来看，新增贷款的32.15%投向企业贷款，67.85%投向个人贷款。经过近几年的发展，目前来看，光大银行零售业务已经成为股份行仅次于招商银行、平安银行第二梯队的领头羊，零售转型走在了传统对公优势股份行的前列。

表2：光大银行个人贷款占比处于持续提升的通道中

企业贷款占比	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	63.94%	63.58%	61.36%	56.57%	52.77%	49.92%	48.91%
兴业银行	75.60%	73.94%	75.77%	71.23%	63.91%	62.53%	60.25%
浦发银行	79.98%	77.71%	77.09%	73.85%	64.88%	61.12%	58.21%
中信银行	79.88%	77.30%	74.65%	73.56%	66.76%	61.48%	57.59%
民生银行	66.37%	61.54%	63.88%	64.45%	63.40%	60.57%	58.41%
光大银行	69.56%	66.44%	64.72%	65.31%	63.06%	59.15%	55.39%
平安银行	68.67%	61.57%	62.43%	63.73%	63.35%	50.18%	42.23%
华夏银行	86.02%	82.66%	81.41%	81.21%	79.81%	76.82%	73.23%
个人贷款占比	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	36.06%	36.42%	38.64%	43.43%	47.23%	50.08%	51.09%
兴业银行	24.40%	26.06%	24.23%	28.77%	36.09%	37.47%	39.75%
浦发银行	20.02%	22.29%	22.91%	26.15%	35.12%	38.88%	41.79%
中信银行	20.12%	22.70%	25.35%	26.44%	33.24%	38.52%	42.17%
民生银行	33.63%	38.46%	36.12%	35.55%	36.60%	39.43%	41.59%
光大银行	30.44%	33.56%	35.28%	34.69%	36.94%	40.85%	44.61%
平安银行	31.33%	38.43%	37.57%	36.27%	36.65%	49.82%	57.77%
华夏银行	13.98%	17.34%	18.59%	18.79%	20.19%	23.18%	26.77%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表3：光大银行新增贷款向零售贷款倾斜，2018年力度仅次于平安、民生和中信银行

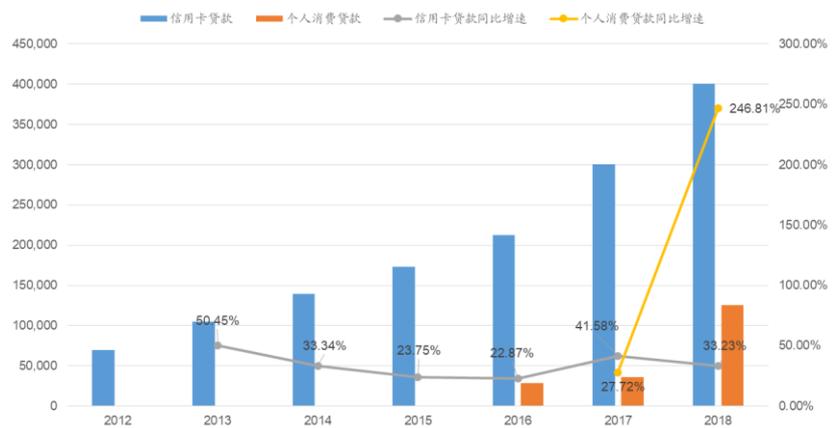
企业贷款增量占比	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	61.23%	46.00%	17.72%	28.24%	19.34%	39.12%
兴业银行	58.01%	86.32%	32.38%	20.56%	54.32%	49.23%
浦发银行	61.94%	72.88%	43.57%	25.98%	37.02%	32.01%
中信银行	61.94%	53.80%	66.54%	17.52%	13.79%	19.21%
民生银行	26.21%	79.38%	68.84%	58.19%	40.21%	19.08%
光大银行	44.16%	49.67%	68.87%	50.98%	29.52%	32.15%
平安银行	21.10%	66.56%	70.67%	61.56%	-34.87%	-3.98%
华夏银行	59.14%	72.62%	79.75%	69.66%	56.33%	50.46%
个人贷款增量占比	2013	2014	2015	2016	2017	2018

招商银行	38.77%	54.00%	82.28%	71.76%	80.66%	60.88%
兴业银行	41.99%	13.68%	67.62%	79.44%	45.68%	50.77%
浦发银行	38.06%	27.12%	56.43%	74.02%	62.98%	67.99%
中信银行	38.06%	46.20%	33.46%	82.48%	86.21%	78.22%
民生银行	73.79%	20.62%	31.16%	41.81%	59.79%	80.92%
光大银行	55.84%	50.33%	31.13%	49.02%	70.48%	67.85%
平安银行	78.90%	33.44%	29.33%	38.44%	134.87%	103.98%
华夏银行	40.86%	27.38%	20.25%	30.34%	43.67%	49.54%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

个人贷款结构来看，光大银行信用卡贷款及消费贷款快速扩张。根据我们测算，2018年光大银行信用卡及消费贷款增速分别高达33.2%和246.8%，占总贷款的比重由2016年的11.83%和1.58%提升至2018年的16.96%和5.31%。往后看，零售端的转型有望提升公司资产端收益和息差水平。

图6：2017-2018年光大银行信用卡及消费贷款增速分别高达33.2%和246.8%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（单位：百万元）

表4：光大银行按揭贷款占比仅高于平安、华夏和民生银行，信用卡贷款占比仅低于平安银行

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	个人住房贷款	17.63%	12.23%	13.09%	17.68%	22.33%	23.38%	23.61%
	信用卡贷款	5.59%	7.07%	8.75%	11.09%	12.55%	13.78%	14.63%
	个人经营性贷款/小微贷款	9.56%	14.55%	13.48%	11.00%	8.69%	8.77%	8.91%
	消费贷款及其他	3.28%	2.58%	3.32%	3.65%	3.67%	4.15%	3.93%
兴业银行	个人住房贷款	14.07%	13.64%	12.48%	16.76%	24.89%	24.81%	25.54%
	信用卡贷款	3.28%	4.45%	4.17%	4.38%	5.30%	7.66%	9.27%
	个人经营性贷款/小微贷款	-	-	-	-	-	-	-
	消费贷款及其他	7.05%	7.97%	7.58%	7.62%	5.90%	5.00%	4.94%
浦发银行	个人住房贷款	10.20%	10.56%	10.35%	11.60%	16.59%	15.81%	16.59%
	信用卡贷款	1.22%	1.86%	2.92%	4.95%	9.67%	13.10%	12.21%
	个人经营性贷款/小微贷款	2.08%	2.93%	2.92%	3.17%	3.16%	4.11%	6.21%
	消费贷款及其他	6.52%	6.95%	6.73%	6.43%	5.70%	5.86%	6.77%
中信银行	个人住房贷款	11.70%	11.35%	10.61%	10.63%	15.05%	15.81%	18.28%
	信用卡贷款	3.26%	4.46%	5.77%	6.95%	8.26%	10.44%	12.57%
	个人经营性贷款/小微贷款	0.00%	5.04%	4.98%	4.18%	3.89%	5.19%	5.53%

	消费贷款及其他	5.16%	1.85%	3.99%	4.67%	6.04%	7.09%	5.79%
民生银行	个人住房贷款	5.17%	3.94%	3.84%	5.58%	12.02%	12.52%	11.34%
	信用卡贷款	4.79%	7.20%	8.15%	8.35%	8.42%	10.48%	13.29%
	个人经营性贷款/小微贷款	22.93%	25.97%	22.63%	18.47%	13.61%	13.31%	14.05%
	消费贷款及其他	0.74%	7.20%	1.50%	3.15%	2.54%	3.12%	2.91%
光大银行	个人住房贷款	15.10%	15.17%	15.33%	15.71%	16.16%	18.09%	16.17%
	信用卡贷款	6.80%	8.98%	10.75%	11.42%	11.83%	14.79%	16.96%
	个人经营性贷款/小微贷款	4.08%	2.56%	7.33%	6.93%	7.37%	6.18%	6.16%
	消费贷款及其他	4.45%	6.84%	1.87%	0.63%	1.58%	1.78%	5.31%
平安银行	个人住房贷款	9.77%	7.67%	5.40%	3.78%	5.78%	8.97%	9.13%
	信用卡贷款	6.90%	10.25%	10.04%	12.15%	12.27%	17.82%	23.69%
	个人经营性贷款/小微贷款	7.66%	10.56%	11.41%	8.83%	6.61%	6.96%	-
	消费贷款及其他	7.01%	9.96%	10.72%	11.51%	12.00%	16.07%	24.95%
华夏银行	个人住房贷款	10.11%	11.83%	11.59%	10.41%	10.18%	10.79%	11.01%
	信用卡贷款	1.10%	2.24%	3.57%	4.95%	6.48%	8.46%	10.22%
	个人经营性贷款/小微贷款	-	-	-	-	-	-	-
	消费贷款及其他	2.77%	3.27%	3.43%	3.43%	3.53%	3.93%	5.54%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

三、资产结构调整和云缴费带动存款沉淀助力息差改善

光大银行ROE落后行业的主要原因在于资产负债定价能力偏弱导致息差水平较低导致ROA偏低。根据对股份行杜邦分析来看，光大银行权益倍数（杠杆率）居第四位，高于股份行同业均值，其ROE水平较低（倒数第二）主要是源于其较低的ROA水平（倒数第三）。进一步分拆来看，其净利息收入在行业排名靠后，这跟其息差表现相关，进一步分拆可以发现其资产负债两端表现均有压力（其中利息收入倒数第三，且与倒数第一第二差距不大；利息支出倒数第四）。净手续费收入和资产减值准备（资产质量）表现相对较好。

表5：2018年股份行杜邦分析对比

	招商银行	兴业银行	浦发银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行	华夏银行
营业收入	3.81%	2.41%	2.76%	2.81%	2.64%	2.61%	3.50%	2.78%
利息净收入	2.46%	1.46%	1.80%	1.78%	1.29%	1.45%	2.24%	1.99%
利息收入	4.15%	4.12%	4.31%	3.98%	3.96%	3.99%	4.89%	4.47%
利息支出	-1.69%	-2.66%	-2.50%	-2.20%	-2.67%	-2.55%	-2.64%	-2.49%
手续费及佣金净收入	1.02%	0.65%	0.63%	0.77%	0.81%	0.87%	0.94%	0.68%
净其他非息收入	0.30%	0.29%	0.32%	0.25%	0.50%	0.28%	0.32%	0.11%
营业支出	-2.18%	-1.38%	-1.71%	-1.88%	-1.64%	-1.64%	-2.53%	-1.76%
税金及附加	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
管理费用	-1.18%	-0.64%	-0.69%	-0.86%	-0.79%	-0.75%	-1.06%	-0.91%
PPOP（拨备前利润）	2.57%	1.74%	2.02%	1.91%	1.77%	1.82%	2.40%	1.84%
资产减值损失	-0.93%	-0.71%	-0.97%	-0.99%	-0.78%	-0.85%	-1.43%	-0.81%
税后利润	1.63%	1.04%	1.05%	0.93%	0.99%	0.97%	0.97%	1.03%
所得税	-0.39%	-0.10%	-0.14%	-0.15%	-0.14%	-0.17%	-0.22%	-0.22%

净利润	1.24%	0.93%	0.91%	0.77%	0.85%	0.80%	0.74%	0.81%
ROAA	1.24%	0.93%	0.91%	0.77%	0.85%	0.80%	0.74%	0.81%
权益乘数	12.41	14.20	13.15	13.39	13.91	13.51	14.24	12.26
ROAE	15.74%	13.68%	12.43%	10.49%	12.26%	10.74%	10.74%	10.81%

数据来源：2018 年公司财报，广发证券发展研究中心

表6：2018年光大银行净息差1.74%，处于股份行同业倒数第二位

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	3.06%	3.03%	2.82%	2.52%	2.77%	2.50%	2.43%	2.57%
兴业银行	2.42%	2.64%	2.44%	2.48%	2.45%	2.07%	1.73%	1.83%
浦发银行	2.60%	2.58%	2.46%	2.50%	2.45%	2.03%	1.86%	1.94%
中信银行	3.00%	2.81%	2.60%	2.40%	2.31%	2.00%	1.79%	1.94%
民生银行	3.14%	2.94%	2.49%	2.59%	2.26%	1.86%	1.50%	1.73%
光大银行	2.49%	2.54%	2.16%	2.30%	2.25%	1.78%	1.52%	1.74%
平安银行	2.53%	2.37%	2.31%	2.57%	2.81%	2.75%	2.37%	2.35%
华夏银行	2.69%	2.71%	2.67%	2.69%	2.56%	2.42%	2.01%	1.95%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

贷款端定价显著低于行业水平，主要差距源自于个人贷款定价水平偏低。光大银行对公企业端，大企业客户优势明显，企业贷款收益率定价与后续低信用成本吻合。但个人贷款收益率明显低于行业，仅高于兴业银行和华夏银行，未来随着零售端资产结构的调整，个人贷款收益率提升的空间较大。

表7：2018年光大银行资产端定价的差距主要来自于个人贷款定价显著低于行业平均

贷款收益率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	6.08%	6.55%	6.10%	6.07%	5.98%	4.92%	4.81%	5.13%
兴业银行	5.97%	6.76%	6.17%	6.52%	6.00%	4.99%	4.59%	4.69%
浦发银行	6.21%	6.89%	6.27%	6.27%	5.98%	4.81%	5.07%	5.34%
中信银行	6.12%	6.69%	6.18%	6.31%	5.85%	4.82%	4.61%	4.86%
民生银行	7.16%	7.53%	7.02%	6.87%	6.05%	4.98%	4.70%	5.18%
光大银行	6.00%	6.66%	6.26%	6.30%	5.80%	4.57%	4.44%	4.69%
平安银行	6.44%	6.87%	6.86%	7.66%	7.46%	6.40%	5.97%	6.45%
华夏银行	6.41%	6.83%		6.67%	6.04%	5.37%	4.97%	5.04%
公司贷款年化收益率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	5.94%	6.41%	5.76%	5.67%	5.26%	4.25%	3.99%	4.24%
兴业银行	6.55%	6.73%	5.72%	6.50%	5.97%	5.06%	4.72%	4.82%
浦发银行	6.23%	6.83%	6.33%	6.44%	5.95%	4.83%	4.51%	4.68%
中信银行	6.19%	6.76%	6.28%	6.39%	6.01%	4.98%	4.81%	5.07%
民生银行	7.16%	7.47%	6.93%	6.68%	5.71%	4.67%	4.53%	4.99%
光大银行	5.98%	6.78%		6.39%	5.97%	4.63%	4.55%	4.83%
平安银行	6.50%	6.69%	6.24%	6.55%	6.07%	4.92%	4.53%	4.73%
华夏银行	6.54%	6.92%		6.83%	6.31%	5.59%	5.19%	5.33%
个人贷款年化收益率	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	6.05%	6.78%	6.74%	6.79%	7.18%	6.06%	5.81%	6.03%

兴业银行	5.82%	6.26%	7.31%	6.59%	6.11%	4.82%	4.37%	4.48%
浦发银行		6.33%	6.17%	6.27%	5.96%	4.95%	6.04%	6.35%
中信银行	5.54%	6.21%	6.02%	6.28%	5.75%	4.64%	4.31%	4.58%
民生银行	7.15%	7.65%	7.19%	7.19%	6.66%	5.57%	4.98%	5.52%
光大银行	5.81%	6.27%		6.24%	5.75%	4.57%	4.31%	4.49%
平安银行	6.30%	7.23%	7.86%	9.38%	9.88%	9.05%	7.95%	7.86%
华夏银行	5.84%	5.82%		5.94%	5.34%	4.47%	4.20%	4.19%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

负债端来看，光大银行存款端成本高于行业平均水平，而主动性负债来看，同业净融入占总负债的比例并不高，由此可见存款端是负债端核心压力。从存款结构来看，光大银行活期存款占比偏低，2018年活期存款占比仅为36.04%，远低于行业平均，这也是未来可能的边际改善来源，未来随着云缴费、云支付模式的成熟将为光大银行存款的沉淀带来增量。

表8：光大银行存款成本2.15%，处于行业较高水平

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	1.64%	1.91%		2.10%	1.80%	1.27%	1.27%	1.45%
兴业银行	1.91%	2.13%	2.19%	2.43%	2.33%	1.70%	1.89%	2.19%
浦发银行		2.36%	2.38%	2.26%	2.25%	1.65%	1.59%	1.93%
中信银行	1.84%	2.25%	2.20%	2.43%	2.16%	1.68%	1.59%	1.88%
民生银行	2.08%	2.37%	2.30%	2.39%	2.27%	1.78%	1.76%	2.17%
光大银行	2.14%	2.47%	2.51%	2.73%	2.54%	1.98%	1.93%	2.15%
平安银行	2.19%	2.54%	2.39%	2.65%	2.57%	1.91%	1.98%	2.42%
华夏银行	1.93%	2.23%		2.30%	2.30%	1.69%	1.51%	1.70%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表9：光大银行活期存款占比偏低，2018年活期存款占比仅为36.04%

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	54.57%	52.22%	50.86%	48.98%	56.07%	62.94%	62.84%	65.34%
兴业银行	44.52%	41.27%	41.79%	41.82%	42.80%	43.97%	42.46%	37.99%
浦发银行	36.17%	34.01%	35.00%	33.53%	36.77%	45.84%	48.41%	45.37%
中信银行	44.65%	42.31%	40.21%	39.20%	42.95%	52.67%	55.17%	48.77%
民生银行	42.26%	37.87%	37.75%	34.71%	35.25%	42.46%	46.19%	40.78%
光大银行	44.13%	42.15%	33.58%	33.96%	33.18%	39.64%	40.45%	36.04%
平安银行		33.55%	31.25%	26.44%	31.64%	41.52%	37.87%	32.89%
华夏银行	41.01%	39.91%	40.53%	36.29%	44.44%	49.32%	51.67%	48.34%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表10：光大银行同业净融入规模在行业并不算大

同业净融入/总负债	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	1.78%	1.10%	7.72%	8.13%	12.92%	10.31%	9.17%	6.26%
兴业银行	-0.19%	-0.89%	2.86%	16.49%	37.95%	42.90%	35.65%	32.89%
浦发银行	-2.64%	-0.01%	8.91%	15.37%	25.34%	30.72%	34.08%	29.06%

中信银行	-5.79%	-2.09%	2.10%	12.28%	21.33%	16.46%	17.70%	19.22%
民生银行	-3.72%	-4.54%	-4.27%	1.72%	4.93%	23.79%	27.05%	23.10%
光大银行	-3.38%	9.76%	8.49%	6.61%	14.83%	23.72%	19.36%	19.28%
平安银行	11.60%	6.13%	7.79%	7.40%	9.66%	15.49%	17.68%	16.86%
华夏银行	-7.50%	-0.67%	-0.94%	9.53%	7.44%	15.88%	22.43%	22.83%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

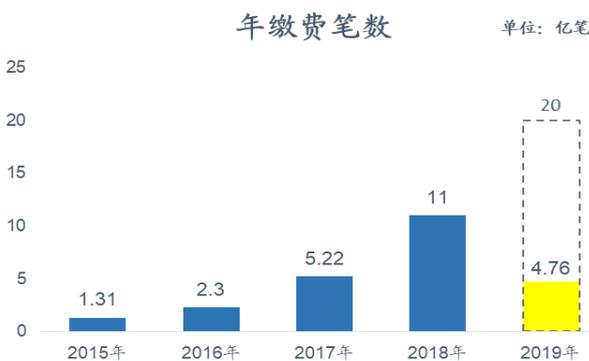
云缴费+云支付平台有望激活光大银行存款增长，带来稳定的沉淀存款。云缴费平台是光大银行便民服务和普惠金融的金融科技平台，经历了3年建设期、4年成长期、近年来的快速增长期，已成为中国最大的缴费平台，主要业务指标年复合增长率连续多年达100%以上。云缴费平台搭建了一个普惠金融体系，将中国各类缴费服务、各种缴费渠道、支付结算功能整合，让用户随时随地通过任何渠道，都可轻松缴费，目前已覆盖了水、电、燃、财政等17个大类，超5500个项目，覆盖370个城市、可服务10亿人群，预计2019年云缴费金额有望达到3500亿元，沉淀存款将为公司存款增长提供源源不断的动力。

图7：光大银行云缴费系统预计2019年缴费项目达到6000个



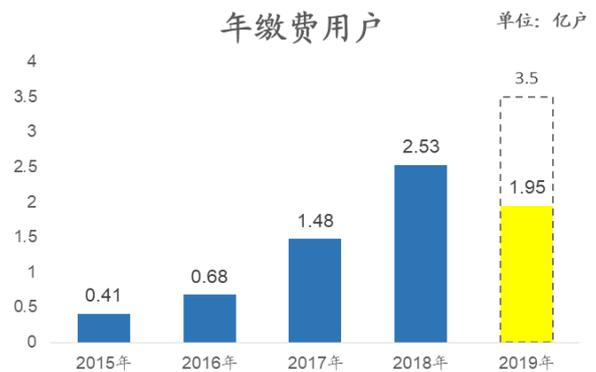
数据来源：2019年5月23日光大银行一季度业绩说明会暨云缴费业务开放日，广发证券发展研究中心

图9：光大银行云缴费系统预计2019年缴费笔数达到20亿笔



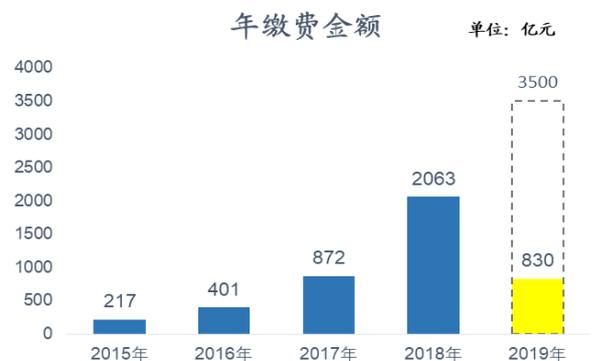
数据来源：2019年5月23日光大银行一季度业绩说明会暨云缴费业务开放日，广发证券发展研究中心

图8：光大银行云缴费系统预计2019年缴费用户达到3.5亿户



数据来源：2019年5月23日光大银行一季度业绩说明会暨云缴费业务开放日，广发证券发展研究中心

图10：光大银行云缴费系统预计2019年缴费金额达到3500亿元



数据来源：2019年5月23日光大银行一季度业绩说明会暨云缴费业务开放日，广发证券发展研究中心

四、信用卡贡献实现突破，资管及财富管理大有可为

回顾历史来看光大银行银行卡和理财业务对手续费收入的贡献较为明显。2018年，银行卡手续费收入286.44亿元，占手续费收入77.6%，且近三年呈现逐年快速提升态势。而理财手续费收入在2015-2016年占比达到高峰，占比分别为27.58%和26.58%，2017-2018年由于去杠杆政策、资管新规和理财新规的影响，光大银行率先主动控制理财规模增长，提前进行理财转型，受此影响，公司2018年理财服务手续费收入占营收的比重仅为2.37%，随着理财转型的推进，理财子公司获批筹建，光大银行资管业务率先买入新赛道，有望成为未来中间业务收入增长的发动机。

表11: 光大银行2017-2018年手续费收入中银行卡收入持续高增长，理财手续费收入出现明显调整

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
手续费及佣金收入	15,762	20,445	27,745	29,932	33,025	39,552
承销及咨询手续费	1,885	1,701	1,512	1,442	1,604	1,594
银行卡服务手续费	7,084	9,787	12,491	14,212	20,372	28,644
占比	47.38%	51.09%	47.49%	50.55%	66.20%	77.64%
结算与清算手续费	1,590	1,824	1,312	934	1,066	1,279
理财服务手续费	2,285	3,349	7,253	7,472	3,400	876
占比	15.28%	17.48%	27.58%	26.58%	11.05%	2.37%
承兑及担保手续费	901	1,134	1,078	828	861	1,120
代理业务手续费	787	847	1,169	1,854	2,665	2,734
托管及其他受托业务佣金	804	1,065	1,740	1,614	1,683	1,358
其他	426	738	1,190	1,576	1,374	1,947
手续费及佣金支出	-810	-1,288	-1,444	-1,820	-2,251	-2,658
手续费及佣金净收入	14,952	19,157	26,301	28,112	30,774	36,894

数据来源：光大银行 2013-2018 年度财务报告，广发证券发展研究中心（单位：百万元）

银行卡业务手续费收入对营收的贡献显著居股份行首位（占比25.98%），卡均贷款余额合理意味着风险可控。2018年光大银行银行卡手续费收入同比增长40.6%，占手续费收入的77.6%，占营收的25.98%，居大中型银行首位，对公司业绩贡献显著。同时我们观察到卡均信用卡贷款余额与信用卡贷款不良率基本正相关（剔除新增占比的因素），而光大银行信用卡卡均贷款余额仅为6,617元，较为合理，预计后续风险基本可控。

表12: 2012-2018年光大银行银行卡手续费收入占营收的比重始终保持行业领先（招行会计处理方式不同）

银行卡手续费收入占营收比重	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	5.07%	6.27%	7.77%	4.75%	5.28%	6.34%	6.73%
中信银行	4.25%	5.38%	6.70%	9.25%	12.56%	19.43%	19.81%
兴业银行	2.85%	4.34%	4.53%	4.13%	5.06%	9.45%	13.52%
民生银行	5.17%	7.43%	9.04%	9.89%	10.83%	15.25%	18.46%
浦发银行	1.54%	1.54%	2.51%	4.56%	7.88%	10.51%	13.64%
光大银行	5.61%	10.85%	12.46%	13.41%	15.11%	22.18%	25.98%
华夏银行	0.83%	1.07%	3.46%	5.26%	7.81%	12.40%	15.56%
平安银行	5.20%	9.57%	9.24%	9.57%	11.51%	17.50%	21.65%
银行卡手续费收入同比增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018

招商银行	44.63%	55.18%	-25.84%	15.91%	26.42%	19.38%
中信银行	48.05%	48.56%	60.55%	44.00%	57.59%	7.23%
兴业银行	89.91%	19.21%	12.79%	24.64%	66.45%	61.84%
民生银行	61.49%	42.20%	24.70%	10.09%	30.95%	31.52%
浦发银行	20.86%	100.58%	116.21%	89.59%	39.83%	32.02%
光大银行	110.83%	38.16%	27.63%	13.78%	43.34%	40.60%
华夏银行	47.12%	290.33%	63.26%	61.41%	64.61%	36.57%
平安银行	141.71%	35.71%	35.80%	34.69%	49.27%	36.49%

数据来源：公司财务报告，广发证券发展研究中心

表13：光大银行信用卡卡均贷款余额处于股份行较低水平，意味着其总体风险可控

18-信用卡	累计发卡量 (万张)	贷款余额 (百万元)	消费交易额 (百万元)	卡均贷款余额 (元)	卡均消费额 (元)	不良率
招商银行	8,430	575,490	3,793,836	6,826	45,002	1.11%
中信银行	6,706	442,493	2,081,583	6,599	31,042	1.85%
兴业银行	4,271	271,960	1,518,495	6,367	35,551	1.06%
民生银行	4,955	393,249	2,211,625	7,937	44,637	2.15%
浦发银行	5,651	433,470	1,806,570	7,671	31,972	1.81%
光大银行	6,053	400,504	2,288,675	6,617	37,812	
华夏银行		164,841				
平安银行	5,152	473,295	2,724,807	9,187	52,888	1.32%

数据来源：2018年公司财报，广发证券发展研究中心

光大银行理财业务起步早成长快，理财、资管风控严格同时恪守监管要求。光大银行2004年发行全国第一支人民币理财产品，此后一直保持高速增长，且规模一直处于股份行第一梯队（规模仅低于招商和兴业）。2015年开始，由于光大银行严格强化风控要求，对非标业务保持稳健增长，同时2017年按照监管要求率先压降同业理财，导致这段时期光大银行理财增长不如股份行同业。

表14：光大银行理财15年以前增长超过行业，15年以后出于对非标和监管的考虑，主动放缓增长节奏

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018
招商银行	6,981	9,081	18,207	23,758	21,779	20,522
兴业银行	5,006	8,351	14,386	13,831	16,500	18,158
浦发银行	3,978	6,451	10,840	16,003	16,196	14,429
中信银行	3,878	5,159	8,537	10,313	11,917	10,589
民生银行	3,316	4,772	10,585	14,278	11,535	14,406
光大银行	5,023	8,546	12,200	13,600	11,100	12,400
平安银行	1,973	3,231	7,418	9,264	8,480	10,540
华夏银行	2,428	3,736	4,672	7,455	7,670	5,767

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（单位：亿元）

严格按照资管新规和理财新规要求，积极推动净值化转型，第一家获批设立理财子公司的股份行。2018年资管新规和理财新规的出台，光大银行积极布局净值化转型，而公司前期严格非标的准入为后续转型赢得先机，非标资产的处置压力小于大部分股份行。光大银行积极推出的净值型理财产品体系，以阳光“红橙金碧青蓝紫”七种色彩，分别代表股票类、混合策略类、固定收益类、现金管理类、另类资

产、私募股权类、结构化投融资类等七种大类资产配置，符合资管新规和理财新规要求。同时公司资管子公司的发起设立也走在市场前列，2019年4月18日，光大银行成为第一家收到银保监会批复同意筹建理财子公司的股份行。我们相信光大银行率先踏入新的赛道，将赢得先机，在财富管理3.0模式的加持下，有望推动光大银行资管理财业务新一轮的快速增长，进而带动公司理财手续费收入和中间业务收入重新成为非息增长的动力。

表15: 光大银行成为股份行第一家获批筹建理财子公司，资管业务或监管认可

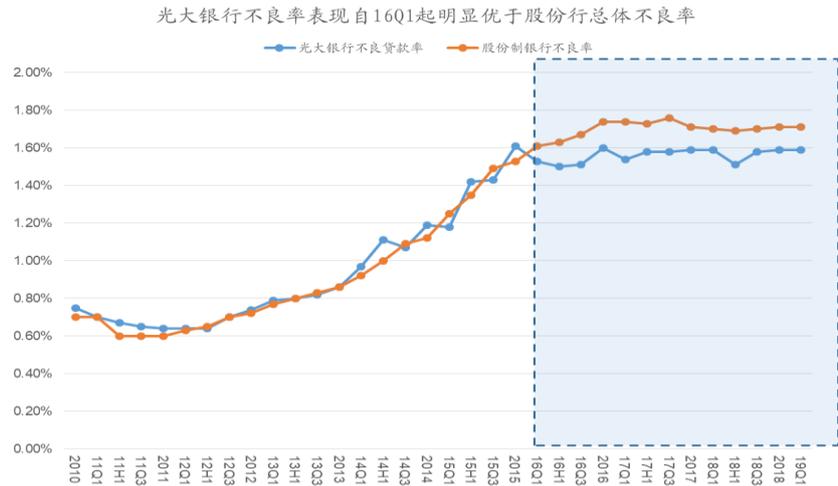
时间	理财子公司成立事项
2018年3月24日	招商银行拟出资人民币50亿元，全资发起设立招银资产管理有限责任公司。
2018年4月20日	华夏银行拟出资不超过50亿元，全资发起设立资产管理子公司。
2018年6月1日	交通银行拟出资不超过人民币80亿元，发起设立交银资产管理有限公司。
2018年6月2日	光大银行拟出资不超过50亿元全资设立资产管理子公司。
2018年6月7日	平安银行拟出资不超过人民币50亿元，设立全资平银资产管理有限责任公司。
2018年6月30日	民生银行拟现金出资50亿元人民币设立资产管理子公司。
2018年8月9日	兴业银行拟出资不超过人民币50亿元，全资发起设立兴银资产管理有限责任公司。
2018年8月30日	浦发银行拟全资发起设立浦银资产管理有限责任公司，注册资本不超过人民币100亿元。
2018年11月17日	建设银行拟设立建信理财有限责任公司，注册资本为不超过人民币150亿元。
2018年11月27日	工商银行拟出资不超过人民币160亿元发起设立工银理财有限责任公司。
2018年11月27日	农业银行拟设立农银理财有限责任公司，注册资本为不超过人民币120亿元。
2018年12月14日	中信银行拟设立信银理财有限责任公司，注册资本为不超过人民币50亿元。
2018年12月26日	银保监会官网公告，正式批准建设银行设立理财子公司。
2019年1月4日	银保监会官网公告，正式批准中国农业银行、交通银行设立理财子公司。
2019年2月15日	银保监会官网公告，正式批准中国工商银行设立理财子公司。
2019年4月18日	光大银行发布公告称，已收到银保监会批复同意筹建理财子公司。
2019年4月19日	招商银行发布公告称，已收到银保监会批复同意筹建理财子公司。
2019年5月22日	银保监会批准工银理财有限责任公司、建信理财有限责任公司开业。

数据来源：公司公告，银保监会，广发证券发展研究中心

五、资产质量领先股份行同业，不良确认充分

不良率绝对水平表现相对优质，显著好于股份行总体不良水平。2019Q1光大银行不良贷款余额399.95亿元，不良贷款率1.59%，在股份行同业中仅高于招商银行不良率（1.35%），与兴业银行（1.57%）相当，远优于股份行总体不良率水平（1.71%）。

图11：光大银行不良率自16Q1起明显优于股份行同业总体不良率表现



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表16：光大银行不良率绝对水平仅次于招商银行和兴业银行，处于股份行同业较优水平

不良贷款率	2013	2014	2015	2016	2017	18Q1	18H1	18Q3	2018	19Q1
招商银行	0.83%	1.11%	1.68%	1.87%	1.61%	1.48%	1.43%	1.42%	1.36%	1.35%
兴业银行	0.76%	1.10%	1.46%	1.65%	1.59%	1.58%	1.59%	1.61%	1.57%	1.57%
光大银行	0.86%	1.19%	1.61%	1.60%	1.59%	1.59%	1.51%	1.58%	1.59%	1.59%
中信银行	1.03%	1.30%	1.43%	1.69%	1.68%	1.70%	1.80%	1.79%	1.77%	1.72%
平安银行	0.89%	1.02%	1.45%	1.74%	1.70%	1.68%	1.68%	1.68%	1.75%	1.73%
民生银行	0.85%	1.17%	1.60%	1.68%	1.71%	1.71%	1.72%	1.75%	1.76%	1.75%
华夏银行	0.90%	1.09%	1.52%	1.67%	1.76%	1.76%	1.77%	1.77%	1.85%	1.85%
浦发银行	0.74%	1.06%	1.56%	1.89%	2.14%	2.13%	2.06%	1.97%	1.92%	1.88%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

不良认定标准严格，确认充分。自2016H2开始，光大银行不良确认和处置明显加速，截止2018年底不良偏离度（逾期90天以上贷款/不良贷款）由2016H1的147.72%降至84.06%（降幅高达63.66pcts），处于上市股份行较优水平，后续进一步确认压力小于行业平均。

表17：光大银行不良确认充分，不良偏离度（逾期90天以上贷款/不良贷款）处于行业领先水平

不良偏离度	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018
招商银行	94.86%	93.73%	78.32%	80.16%	79.59%	80.39%	78.86%
兴业银行	103.82%	121.60%	78.67%	87.56%	64.11%	76.59%	78.88%
光大银行	144.30%	147.72%	124.43%	111.03%	103.40%	89.80%	84.06%
浦发银行	129.42%	130.99%	120.54%	105.24%	86.47%	82.86%	84.61%

中信银行	105.14%	135.16%	118.80%	127.57%	109.38%	93.92%	92.41%
民生银行	148.36%	162.62%	151.37%	145.75%	135.86%	129.91%	96.65%
平安银行	192.83%	186.75%	157.70%	154.09%	142.97%	124.31%	97.32%
华夏银行	199.63%	251.22%	225.21%	248.27%	190.94%	198.74%	147.12%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

关注贷款率及逾期贷款率等前瞻性不良指标表现在股份行同业处于较好水平，且边际改善幅度领先股份行同业。2015-2018年光大银行泛不良率指标（不良率+关注率）下降2pcts，边际改善幅度股份行最大，不良状况改善明显。光大银行逾期贷款率处于行业较低水平，2018年底仅为2.35%，仅高于招商银行（1.58%）和兴业银行（2.02%）。

表18：2015-2018年光大银行泛不良率指标（不良率+关注率）边际改善幅度股份行最大，不良状况改善明显

不良率+关注率	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	2015-2018 变化
光大银行	4.42%	5.73%	6.00%	5.75%	5.38%	4.90%	4.56%	3.86%	4.00%	-2.00%
招商银行	2.97%	3.92%	4.29%	4.31%	3.96%	3.43%	3.21%	2.93%	2.87%	-1.42%
平安银行	4.63%	5.78%	5.60%	5.90%	5.85%	5.90%	5.40%	5.09%	4.48%	-1.12%
中信银行	4.42%	5.24%	5.00%	4.01%	4.34%	3.95%	3.82%	4.34%	4.12%	-0.88%
兴业银行	2.92%	4.02%	3.81%	4.53%	4.24%	4.47%	3.90%	3.92%	3.62%	-0.19%
民生银行	3.15%	4.78%	5.29%	5.68%	5.43%	5.36%	5.77%	5.44%	5.12%	-0.17%
浦发银行	3.18%	4.48%	4.44%	4.93%	5.71%	5.92%	5.43%	5.27%	4.87%	+0.43%
华夏银行	3.67%	5.65%	5.73%	5.82%	5.87%	6.12%	6.36%	6.37%	6.29%	+0.56%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表19：光大银行逾期贷款率处于行业较低水平，2018年底仅为2.35%

	2014	2015H1	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018
招商银行	2.10%	3.13%	2.85%	2.71%	2.14%	2.02%	1.74%	1.64%	1.58%
兴业银行	2.25%	3.37%	2.74%	3.08%	2.15%	2.08%	1.59%	2.12%	2.02%
光大银行	3.47%	4.11%	4.09%	3.51%	2.87%	2.53%	2.46%	2.29%	2.35%
浦发银行	1.91%	2.77%	2.64%	2.95%	2.98%	2.91%	2.80%	2.75%	2.41%
民生银行	2.74%	3.88%	3.94%	4.64%	3.50%	3.44%	3.18%	3.16%	2.57%
平安银行	4.49%	5.10%	4.72%	4.46%	4.11%	4.33%	3.54%	3.19%	2.60%
中信银行	3.47%	3.59%	2.96%	3.60%	3.26%	3.13%	2.86%	2.72%	2.67%
华夏银行	2.43%	4.71%	3.96%	5.16%	4.72%	4.82%	3.99%	4.44%	3.42%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

2018年公司不良生成率1.59%，优于股份行同业，较2017年有所上行，主要是由于新管理层到任以后加速了整个不良出清的节奏，后续资产质量将更加扎实稳健。

表20：光大不良生成率仍处于行业较低水平，新管理层到任以后加快了不良的出清

	2014	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018
招商银行	1.06%	1.95%	2.30%	1.72%	1.96%	0.56%	0.63%	0.48%	0.63%
华夏银行	0.87%	1.13%	1.16%	0.86%	1.12%	1.18%	1.20%	0.82%	1.21%
兴业银行	1.74%	1.84%	2.55%	1.71%	2.17%	0.68%	1.34%	1.05%	1.46%
光大银行	0.96%	1.44%	1.39%	1.34%	1.37%	0.89%	0.87%	1.61%	1.59%
中信银行	1.06%	1.41%	1.55%	1.77%	1.72%	1.50%	1.42%	2.37%	1.79%

浦发银行	1.09%	1.15%	1.48%	1.81%	2.12%	2.09%	2.45%	2.09%	1.91%
民生银行	1.49%	1.70%	1.32%	1.37%	1.28%	1.05%	1.01%	1.75%	2.30%
平安银行	1.29%	1.89%	3.00%	0.58%	3.61%	2.88%	2.91%	2.65%	3.07%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

拨备充足，拨备覆盖率高于股份行同业。2019Q1，光大银行拨备覆盖率178.7%，高于监管要求和股份行同业平均水平，风险抵御能力较强。

表21：19Q1光大银行拨备覆盖率178.7%，处于股份行同业较优水平

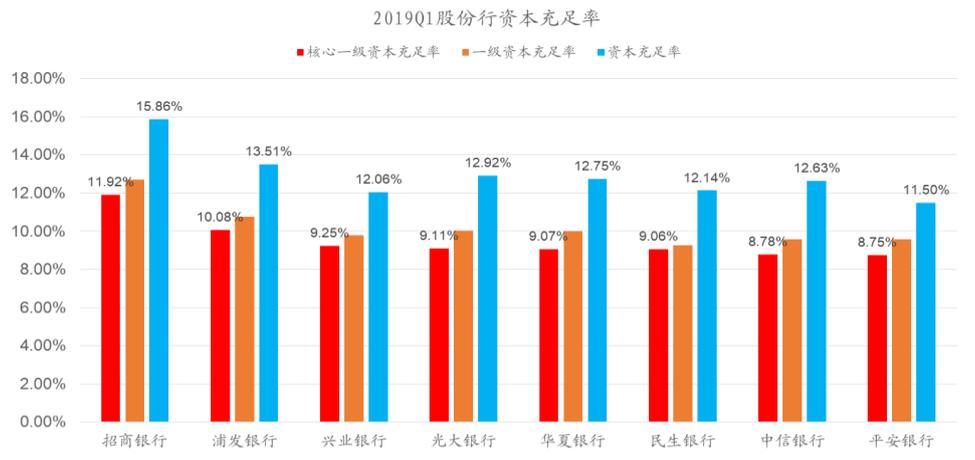
拨备覆盖率	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19Q1
招商银行	178.95%	189.11%	180.02%	224.69%	262.11%	316.08%	358.18%	363.17%
兴业银行	210.08%	218.78%	210.51%	222.51%	211.78%	209.55%	207.28%	206.34%
光大银行	156.39%	150.25%	152.02%	152.17%	158.18%	173.04%	176.16%	178.70%
平安银行	165.86%	160.82%	155.37%	161.32%	151.08%	175.81%	155.24%	170.59%
中信银行	167.81%	156.99%	155.50%	152.97%	169.44%	151.19%	157.98%	169.89%
浦发银行	211.40%	208.30%	169.13%	154.21%	132.44%	146.52%	154.88%	160.06%
华夏银行	167.12%	165.13%	158.73%	157.63%	156.51%	158.47%	158.59%	157.51%
民生银行	153.63%	152.55%	155.41%	153.33%	155.61%	162.74%	134.05%	137.82%
拨贷比	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19Q1
招商银行	3.00%	3.46%	3.37%	3.84%	4.22%	4.52%	4.87%	4.90%
兴业银行	3.07%	3.57%	3.48%	3.57%	3.37%	3.33%	3.25%	3.24%
浦发银行	3.30%	3.43%	3.19%	3.23%	2.84%	3.02%	2.97%	3.01%
平安银行	2.41%	2.51%	2.71%	2.84%	2.57%	2.95%	2.72%	2.95%
中信银行	2.98%	2.20%	2.62%	2.53%	2.84%	2.72%	2.80%	2.92%
华夏银行	2.55%	2.57%	2.65%	2.65%	2.75%	2.80%	2.93%	2.91%
光大银行	2.52%	2.52%	2.43%	2.41%	2.52%	2.61%	2.80%	2.84%
民生银行	2.46%	2.55%	2.62%	2.58%	2.66%	2.80%	2.36%	2.41%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

六、资本短期无虞，若转债转股和优先股发行顺利资本充足率将得到有效提升

截止2019Q1，光大银行资本充足率12.92%，居股份行同业第三位；核心一级资本充足率9.11%，居股份行第四位，考虑到公司发行公司2017年4月5日发行的300亿元可转债尚未转股，若全部转股，静态测算将有效提升公司核心一级资本充足率0.77pcts至9.88%；此外公司还获准非公开发行业350亿元优先股补充其他一级资本。若完成，公司核心一级资本充足率和资本充足率都将得到有效补充。

图12：光大银行资本充足率排名股份行第三，核心一级资本排名股份行第四



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

七、投资建议及风险提示

投资建议：集团重组完成并重获光大银行控制权，新管理层有望协调集团深化业务协同。光大银行保持大企业对公优势的同时资源向零售倾斜，资产结构的调整 and 云缴费/云支付带动的存款沉淀有望缓和资产定价低和高负债成本对息差的制约。信用卡收入贡献实现突破、资管理财经过调整率先踏入新赛道有望带动手续费收入增长再上新台阶。资产质量领先股份行同业，不良确认充分后续压力较小。资本短期无虞，若转债转股和优先股发行顺利资本充足率将得到有效提升。

预计公司2019/2020年归母净利润增速分别为7.42%和9.03%，EPS分别为0.66/0.72元/股，当前股价对应2019/2020年PE分别为5.93X/5.42X，PB分别为0.65X/0.60X。公司2016年以来动态估值中枢约0.82倍PB，我们按2019年0.82倍PB估算合理价值约为4.90元/股，按照当前AH溢价比例，对应H股合理价值为4.43港币/股，维持买入评级。

风险提示：1.经济下行超预期，导致资产质量超预期下滑；2.存款增长不达预期。3.流动性超预期紧张导致市场资金价格快速上行。

附表：光大银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
价值评估 (倍)							利润表						
P/E	6.22	6.13	6.43	5.93	5.42	4.93	净利息收入	65,288	60,950	61,043	64,227	68,960	73,821
P/B	0.83	0.76	0.72	0.65	0.60	0.55	利息收入	143,450	160,343	168,567	177,719	185,324	195,182
P/PPOP	3.75	3.00	2.85	3.36	2.69	2.39	利息支出	78,162	99,393	107,524	113,492	116,364	121,361
每股指标							净手续费收入	28,112	30,774	36,894	43,904	51,807	59,578
EPS	0.63	0.64	0.61	0.66	0.72	0.80	净其他非息收入	637	126	12,307	15,999	18,399	20,607
BVPS	4.72	5.14	5.46	5.99	6.54	7.13	营业收入	94,037	91,850	110,244	124,130	139,165	154,005
PPOPPS	1.37	1.17	1.46	1.64	1.85	2.05	营业支出	53,873	50,912	68,729	78,940	88,346	97,415
DPS	0.10	0.18	0.16	0.21	0.23	0.25	税金及附加	2,885	1,025	1,165	1,670	1,909	2,106
股息支付率	15.63%	28.28%	26.24%	30.00%	30.00%	30.00%	业务及管理费	27,057	29,317	31,736	35,377	39,105	43,121
股息收益率	2.50%	4.62%	4.11%	5.28%	5.76%	6.31%	营业利润	40,164	40,938	41,515	45,190	50,819	56,590
驱动性因素							营业外净收入	16	-292	-663	-1,505	-3,418	-7,761
贷款增长	18.61%	13.19%	19.51%	13.50%	12.00%	10.00%	拨备前利润	64,111	61,216	76,680	85,578	94,733	101,017
存款增长	6.37%	7.16%	13.17%	11.50%	10.00%	9.00%	资产减值损失	23,931	20,570	35,828	41,893	47,332	52,187
生息资产增长	25.84%	1.22%	7.63%	5.92%	7.24%	7.66%	利润总额	40,180	40,646	40,852	43,684	47,401	48,829
计息负债增长	28.08%	-0.19%	7.66%	5.52%	6.18%	6.07%	所得税	9,792	9,035	7,131	7,514	8,058	8,203
平均贷款收益率	4.70%	4.54%	4.71%	4.56%	4.45%	4.35%	净利润	30,388	31,611	33,721	36,171	39,343	40,626
平均生息资产收益率	4.08%	4.06%	4.09%	4.04%	3.95%	3.87%	归母净利润	30,329	31,545	33,659	36,112	39,288	40,575
平均存款付息率	2.01%	1.92%	2.11%	2.13%	2.15%	2.18%	资产负债表						
平均计息负债付息率	2.38%	2.70%	2.81%	2.79%	2.70%	2.65%	贷款总额	1,795,278	2,032,056	2,428,487	2,756,333	3,087,093	3,395,802
净息差 (NIM)	1.86%	1.55%	1.48%	1.46%	1.47%	1.47%	贷款减值准备	43,634	51,238	67,209	73,756	80,502	89,094
净利差 (Spread)	1.70%	1.37%	1.28%	1.25%	1.25%	1.22%	贷款净额	1,751,644	1,980,818	2,361,278	2,682,577	3,006,591	3,306,707
净手续费收入增速	6.89%	9.47%	19.89%	19.00%	18.00%	15.00%	投资类资产	1,318,143	1,297,936	1,301,080	1,301,080	1,288,069	1,326,711
净非息收入/营收	30.57%	33.64%	44.63%	48.26%	50.45%	52.07%	存放央行	381,620	353,703	366,439	344,128	378,541	412,610
成本收入比	28.77%	31.92%	28.79%	28.50%	28.10%	28.00%	同业资产	425,935	285,011	175,463	122,824	98,259	88,433
拨备支出/平均贷款	1.45%	1.07%	1.60%	1.64%	1.70%	1.72%	其他资产	142,700	170,775	153,072	161,861	97,990	104,061
实际所得税率	24.37%	22.23%	17.46%	17.20%	17.00%	16.80%	生息资产	3,920,976	3,968,706	4,271,469	4,524,365	4,851,962	5,223,556
业绩年增长率							资产合计	4,020,042	4,088,243	4,357,332	4,607,530	4,899,486	5,203,067
净利息收入	-1.76%	-6.64%	0.15%	5.22%	7.37%	7.05%	存款	2,120,887	2,272,665	2,571,961	2,867,737	3,154,510	3,438,416
净手续费收入	6.89%	9.47%	19.89%	19.00%	18.00%	15.00%	向央行借款	187,000	232,500	267,193	267,193	267,193	267,193
营业收入	0.94%	-2.33%	20.03%	12.60%	12.11%	10.66%	同业负债	967,050	729,826	682,539	614,285	577,428	554,331
营业支出	0.10%	-5.50%	34.83%	15.90%	13.98%	11.35%	发行债券	412,500	445,396	440,449	431,640	440,273	449,078
拨备前利润	5.08%	-4.52%	25.12%	12.62%	12.74%	10.83%	计息负债	3,687,437	3,680,387	3,962,142	4,180,855	4,439,404	4,709,018
利润总额	2.09%	1.16%	0.51%	7.08%	8.76%	9.36%	负债合计	3,768,974	3,782,807	4,034,859	4,257,586	4,520,880	4,795,443
净利润	2.74%	4.02%	6.67%	7.42%	9.02%	9.62%	股东权益合计	251,068	305,436	322,473	349,944	378,605	407,624
归母净利润	2.71%	4.01%	6.70%	7.42%	9.03%	9.63%	资产质量						
盈利能力							不良贷款余额	28,694	32,387	38,420	44,115	47,906	52,470
ROAA	0.85%	0.78%	0.80%	0.81%	0.83%	0.86%	不良贷款率	1.60%	1.59%	1.58%	1.60%	1.55%	1.55%
ROAE	13.80%	12.75%	11.55%	11.55%	11.55%	11.64%	不良净生成率	1.37%	0.87%	1.59%	1.69%	1.61%	1.56%
RORWA	1.25%	1.14%	1.12%	1.09%	1.10%	1.12%	拨备覆盖率	152%	158%	175%	173%	178%	179%
资本状况							拨贷比	2.43%	2.52%	2.77%	2.77%	2.77%	2.77%
资本充足率	10.80%	13.49%	13.01%	13.20%	13.45%	13.84%	流动性						
一级资本充足率	9.34%	10.61%	10.09%	10.05%	10.08%	10.21%	存贷比	84.65%	89.41%	94.42%	96.12%	97.86%	98.76%
核心一级资本充足率	8.21%	9.56%	9.15%	9.19%	9.28%	9.47%	贷款/总资产	44.66%	49.70%	55.73%	59.82%	63.01%	65.27%
加权风险资产	2,665,037	2,856,800	3,166,668	3,452,216	3,728,393	3,989,380	投资类资产/总资产	32.79%	31.75%	29.86%	28.24%	26.29%	25.50%
风险加权系数	66.29%	69.88%	72.67%	74.91%	76.08%	76.62%	同业资产/总资产	10.60%	6.97%	4.03%	2.67%	2.01%	1.70%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：联系人，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1)广发证券在过去12个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去12个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3)广发证券在过去12个月内与交通银行(601328)公司有投资银行业务关系。
- (4)广发证券在过去12个月内与兴业银行(601166)公司有投资银行业务关系。
- (5)广发证券在过去12个月内与交通银行(03328)公司有投资银行业务关系。
- (6)广发证券在过去12个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。
- (7)广发证券在过去12个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。