

2020年03月29日

量价齐升营收高增长，表内风险加速出清

光大银行(601818)

事件概述

光大银行公布 2019 年度财务报告：2019 年末总资产 4.73 万亿元 (8.63% YoY)，存贷款分别同比增长 17.3%、12%；实现营业收入 1328.12 亿元，同比增长 20.5%；实现归母净利润 373.54 亿元，同比增长 11%；净息差为 2.31%，同比提升 34BP；不良率 1.56% (-3bps YoY/-2bps QoQ)，拨备覆盖率 181.6% (+5.46pct YoY/+2.52pct QoQ)；加权平均 ROE 为 11.77% (+22bps YoY)；核心一级资本充足率和资本充足率分别为 9.2% (+5bps YoY)、13.47% (+46bps YoY)。

2019 年度拟派发股利每股 0.214 元 (含税)。

分析判断：

整体上，公司的业绩表现超出我们的预期，1) 一方面量价提升驱动营收高增长，息差的提升幅度显著超出预期，一方面公司非核心负债占比相对较高的负债结构在流动性宽松的背景下显著受益，完全对冲了核心负债利息支出的提升；另一方面，公司资产结构上继续压缩低收益的同业资产，高收益的贷款和投资类资产的占比同比提升 2 个百分点，资产配置策略提升收益率水平的稳定性。2) 公司财富战略在 2019 年的建设元年下成效显著，公司“云缴费”等线上平台用户数为 3.78 亿户，未来是公司用户经营的强大平台，财富管理战略的推进值得期待。

► 2019 年经营情况：营收延续高增长，量价齐升驱动业绩增速提升

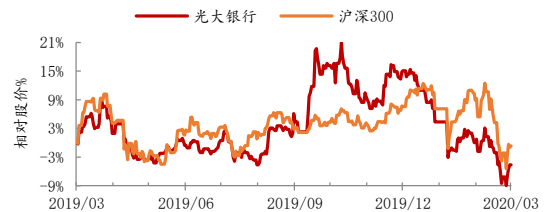
2019 年公司实现归母净利润同比增长 11%，增速同比提升 4.3 个百分点，一方面营收端增速保持在高位保证了业绩增长的基础；另一方面受资产质量改善的影响拨备计提放缓，增速较去年下降近一半，对利润的消耗下降。营收的高增速主要来自量价齐升的净利息收入的贡献，首先生息资产同比增长 11.5% (2018 年同比下降 1.3%)，其次净息差同比提升 34BP，提升幅度超出预期，主要是由于负债端成本率的明显下行。从业绩增速来看，营业收入和归母净利润增速均为 14 年以来的最高。从业绩贡献分析来看，息差、规模、手续费收入依次为前三大正贡献因子。

► 表内风险加速出清，缓解后续资产质量压力

2019 年末公司的不良率为 1.56%，同比和环比分别下降 3BP、2BP，不良贷款增速也明显回落；从其他指标来看，关注类贷款同比下降 20BP 至 2.21%，逾期率同比下降 8BP 至 2.27%；从

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
最新收盘价：	3.67
股票代码：	601818
52 周最高价/最低价：	4.67/3.5
总市值(亿)	1,926.36
自由流通市值(亿)	1,461.05
自由流通股数(百万)	39,810.60



分析师：刘志平
邮箱：liuzp1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520020001

不良确认情况来看，90 天以上逾期/不良的比例同比下降 4 个百分点，不良确认更加严格。在营收高增长的背景下加速出清表内风险，减轻后续信用成本的压力。零售业务的不良率同比提升 21BP，从零售业务的结构来看，2019 年公司加大了住房按揭等低风险资产的投放，信用卡和其他消费类贷款的增速同比均有明显回落。受资产质量改善的影响，2019 年末公司的拨备覆盖率提升至 181.6%，同比略有提升。

投资建议：息差表现亮眼，未来看用户经营效率

2018 年开始，公司对资产结构进行调整，稳定资产端收益率，同时利用“云缴费”等线上财富管理模式以及集团等优势加大核心存款的增长；另外加大表内风险资产的出清，缓解后面的压力。展望 2020 年，我们认为在行业整体息差收窄等趋势下公司的资产端收益率仍有压力，但负债端在流动性宽松的背景下还将继续受益但边际下降，预计整体息差将跟随行业趋势下降。同时资产质量在存量风险加速出清下整体压力不大，信用成本有望开始企稳下降。

我们预计 2020、2021 年公司的营业收入分别为 1397.6 亿元、1519.9 亿元，同比增长 5.2%、8.7%；归母净利润分别为 406.7 亿元、447.2 亿元，同比增长 8.9%、10%。一方面，公司目前股价对应 2020 年 PB 为 0.58 倍（假设 2020 年可转债能够实现转股），目前估值水平历史低位，对应股息率为 5.8%左右，另一方面，考虑到公司财富管理战略的持续落地以及未来数字金融的深入转型推进，将增强客户转化率以及提升中间业务收入的增长，提升未来的成长空间，首次覆盖我们给予公司“增持”的投资评级。

风险提示

- 1) 经济未来可能大幅下滑；
- 2) 公司经营层面的重大风险。

盈利预测与估值

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	110,244	132,812	139,760	151,987	168,669
YoY (%)	20.0	20.5	5.2	8.7	11.0
归母净利润	33,658	37,353	40,673	44,722	50,248
YoY (%)	6.7	11.0	8.9	10.0	12.4
每股收益(元)	0.61	0.69	0.66	0.73	0.82
每股净资产(元)	0.61	0.69	0.66	0.73	0.82
ROE (%)	12.11	12.42	11.75	11.39	11.82
市净率	0.67	0.61	0.58	0.54	0.50

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 2019 年经营情况：营收延续高增长，量价齐升驱动业绩增速提升.....	4
2. 年报经营看点：数字银行转型成效显著；表内风险加速出清.....	5
3. 投资建议：息差表现亮眼，未来看用户经营效率	7
4. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 2019 年公司营收增速保持在高位.....	5
图 2 2019 年存款增速超过贷款增速.....	5
图 3 公司的非核心负债占比相对较高.....	5
图 4 2019 年贷款收益率延续上行.....	5
图 5 2019 年公司的不良贷款增速明显回落.....	6
图 6 2019 年公司的不良率同环比均下降.....	6
图 7 2019 年关注类和逾期类贷款占比持续下降.....	7
图 8 18 年开始加大不良处置信用成本率持续提升.....	7
表 1 主要指标和假设.....	7

1. 2019 年经营情况：营收延续高增长，量价齐升驱动业绩增速提升

光大银行公布 2019 年度财务报告：2019 年末总资产 4.73 万亿元 (8.63% YoY)，存贷款分别同比增长 17.3%、12%；实现营业收入 1328.12 亿元，同比增长 20.5%；实现归母净利润 373.54 亿元，同比增长 11%；净息差为 2.31%，同比提升 34BP；加权平均 ROE 为 11.77% (+22bps YoY)；核心一级资本充足率和资本充足率分别为 9.2% (+5bps YoY)、13.47% (+46bps YoY)。

2019 年公司实现归母净利润同比增长 11%，增速同比提升 4.3 个百分点，一方面营收端增速保持在高位保证了业绩增长的基础，同比增长 20.5%，增速与去年基本持平；另一方面受资产质量改善的影响拨备计提放缓，同比增长 37.7%，增速较去年下降近一半，对利润的消耗下降。具体看营收端，营收的高增速主要来自量价齐升的净利息收入的贡献，净利息收入同比增长 30.4%，继 2018 年高速增长后延续提升，首先生息资产同比增长 11.5% (2018 年同比下降 1.3%)，其次净息差同比提升 34BP。从业绩增速来看，营业收入和归母净利润增速均为 14 年以来的最高。

从业绩贡献分析来看，息差、规模、手续费收入依次为前三大正贡献因子；拨备和成本收入比仍是负贡献因子。

首先息差方面，公司的 2019 年的净息差为 2.31%，同比提升 34BP，提升幅度超出预期，具体来看息差的提升主要是由于负债端成本率的明显下行，有几个方面需要关注：

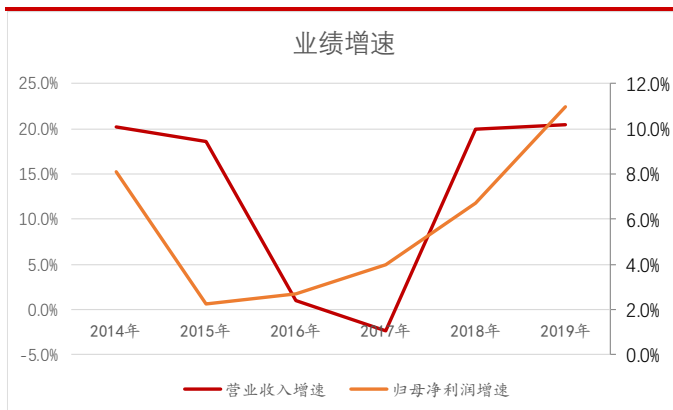
1) 生息资产付息成本率同比下降 27BP，逆势而行，主要是公司占比较高的非核心负债 (2018 年末占比超过 36%) 的成本率在流动性宽松下明显的下降，同业负债和应付债券的成本率分别同比下降 87BP、62BP，对利息支出的节省基本覆盖了存款利息支出的增量；

2) 生息资产收益率同比提升 7BP。结构上，公司 2019 年继续压缩低收益的同业资产，高收益的贷款和投资类资产的占比同比提升 2 个百分点。其中，2019 年公司的自营投资规模同比增长 10% (2018 年同比增长 1.1%)。

3) 存贷利差同比提升 7BP，主要是贷款端的收益率明显提升，同比提升 19BP，其中公司贷款和零售贷款的收益率分别同比提升 14BP、31BP，但从结构和规模上，业务分部的贷款的结构占比基本没有明显的变化，公司贷款的增速还高于高收益的零售贷款增速 2 个百分点，预计是期限结构调整或者结构上加大了部分高收益的贷款产品的投放。另一方面存款端成本控制下，付息率提升幅度低于贷款 (同比提升 13BP)。

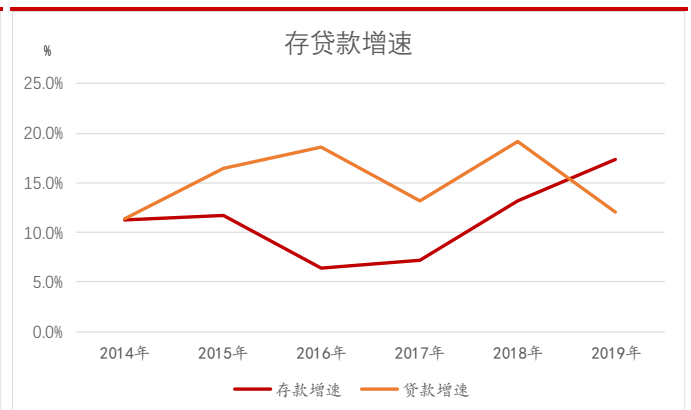
其次规模扩张方面，2019 年末公司的总资产规模为 4.73 万亿元，同比增长 8.6%，增速同比提升 2 个百分点，负债端主要是存款增速明显提升 (增速达到 17.3%)，延续 2017 年以来的回升态势，14 年以来也首次超过贷款增速；从存款结构上看，主要是企业定期存款的增长较快，同比增长 23.6%，增速同比提升近 9 个百分点，期末定期存款的占比同比提升近 4 个百分点。资产端生息资产规模同比增长 11.5%，但由于结构上信贷增速同比回落以及压缩了同业资产，总体生息资产增速低于加权风险资产增速。

图 1 2019 年公司营收增速保持在高位



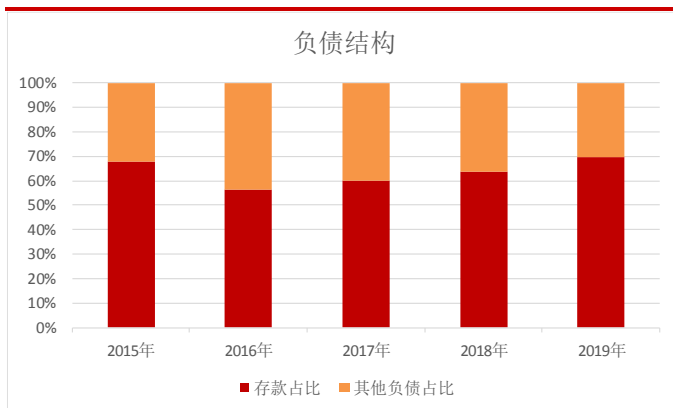
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2019 年存款增速超过贷款增速



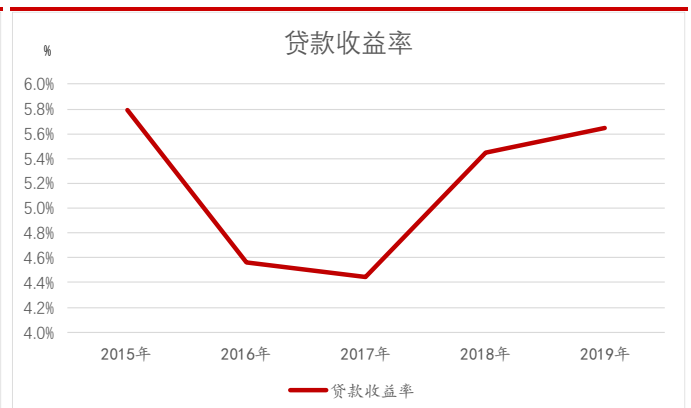
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司的非核心负债占比相对较高



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2019 年贷款收益率延续上行



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 年报经营看点：数字银行转型成效显著；表内风险加速出清

首先：2019 年公司财富战略建设元年，成效显著

2019 年是公司财富 E-SBU (“SBU”即 Strategic Business Unit, 战略业务单元。“E”有三个概念，一是 Ecosphere, 生态圈化；二是 Electronic, 数字化；三是 Everbright, 光大一家) 建设元年，各方面成效显著：

- 1) 零售用户突破 4 亿户，其中云缴费项目缴费时间从“小时”缩至“分钟”，用户达 3.78 亿户；管理 AUM1.71 亿元，同比增长 15%；
- 2) 手机银行、阳光惠生活和云缴费三大 APP 累计用户 8080.35 万户，同比增长 90%；

- 3) 信用卡 APP 月活用户数 1,045.32 万户，比上年末增长 83.45%，在信用卡类 APP 中排名第四；
- 4) 集团协同上，与光大集团企业业务协同总额超过 1.3 万亿。

其次：表内风险加速出清，缓解后续压力

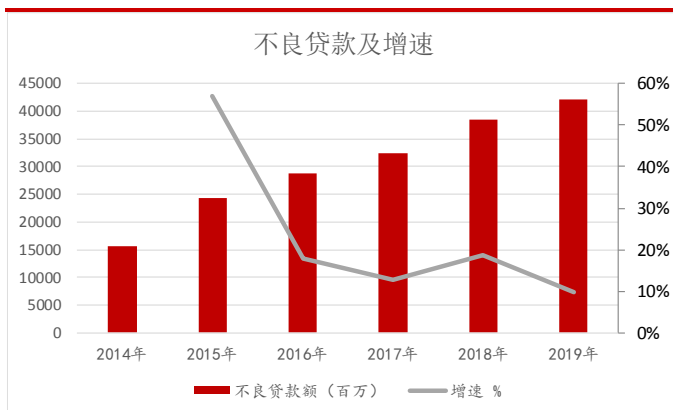
2019 年末公司的不良率为 1.56%，同比和环比分别下降 3BP、2BP，不良贷款增速也明显回落；从其他指标来看，关注类贷款同比下降 20BP 至 2.21%，逾期率同比下降 8BP 至 2.27%；从不良确认情况来看，90 天以上逾期/不良的比例同比下降 4 个百分点，不良确认更加严格。

不良的下降以及潜在指标的改善主要是公司加大了风险资产的处置力度，在营收高增长的背景下加速出清表内风险，减轻后续信用成本的压力，我们预计 2019 年公司共处置、核销等风险资产 400 亿元左右，同比增长 50% 以上。受此影响公司的信用成本率同比提升 20BP。

具体业务的资产质量来看，公司类贷款的不良率同比下降 20BP，零售业务不良率同比提升 21BP，从零售业务的结构来看，2019 年公司加大了住房按揭等低风险资产的投放，信用卡和其他消费类贷款的增速同比均有明显回落。

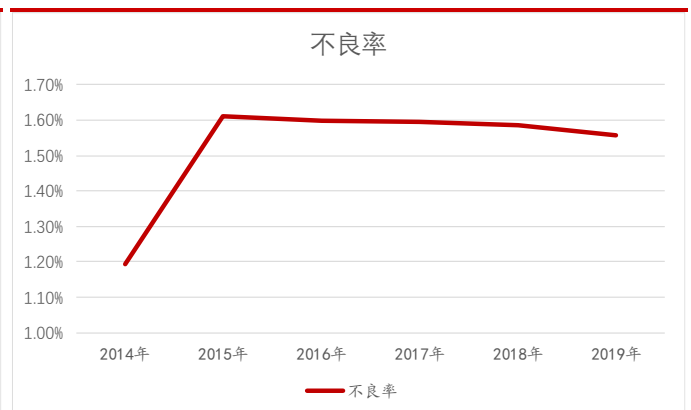
受资产质量改善的影响，2019 年末公司的拨备覆盖率提升至 181.6%，同比略有提升。

图 5 2019 年公司的不良贷款增速明显回落



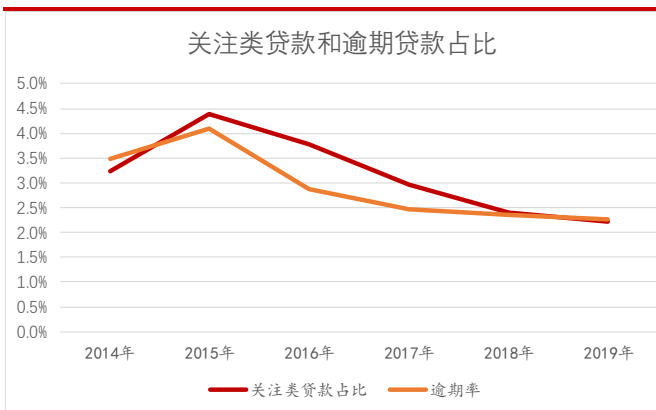
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2019 年公司的不良率同环比均下降



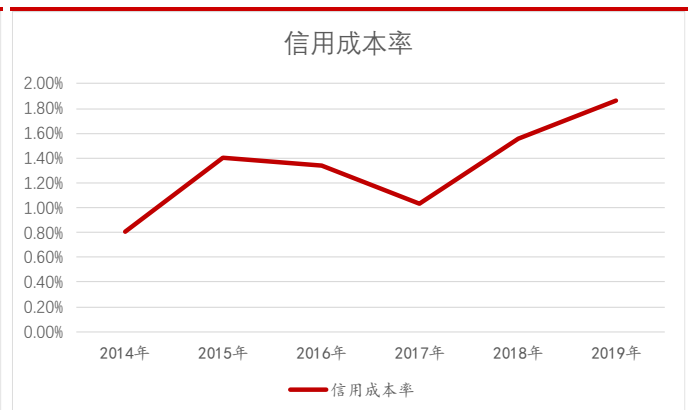
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 2019 年关注类和逾期类贷款占比持续下降



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 18 年开始加大不良处置信用成本率持续提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 投资建议：息差表现亮眼，未来看用户经营效率

整体上，公司的业绩表现超出我们的预期，1) 量价提升驱动营收高增长，息差的提升幅度显著超出预期，一方面公司非核心负债占比相对较高的负债结构在流动性宽松的背景下显著受益，完全对冲了核心负债利息支出的提升；另一方面，公司资产结构上继续压缩低收益的同业资产，高收益的贷款和投资类资产的占比同比提升 2 个百分点，资产配置策略提升收益率水平的稳定性。2) 公司财富战略在 2019 年的建设元年下成效显著，公司的“云缴费”等线上平台的用户数为 3.78 亿户，未来是公司用户经营的强大的平台，财富管理战略的经营落地值得期待。

2018 年开始，公司对资产结构进行调整，稳定资产端收益率，同时利用“云缴费”等线上财富管理模式以及集团等优势加大核心存款的增长；另外加大表内风险资产的出清，缓解后面的压力。展望 2020 年，我们认为在行业整体息差收窄等趋势下公司的资产端收益率仍有压力，但负债端在流动性宽松的背景下还将继续受益但边际下降，预计整体息差跟随行业趋势下降。同时资产质量在存量风险加速出清下整体压力不大，信用成本有望开始企稳下降。

我们预计 2020、2021 年公司的营业收入分别为 1397.6 亿元、1519.9 亿元，同比增长 5.2%、8.7%；归母净利润分别为 406.7 亿元、447.2 亿元，同比增长 8.9%、10%。一方面，公司目前股价对应 2020 年 PB 为 0.58 倍（假设 2020 年可转债能够实现转股），目前估值水平历史低位，对应股息率为 5.8% 左右，另一方面，考虑到公司财富管理战略的持续落地以及未来数字金融的深入转型推进，将增强客户转化率以及提升中间业务收入的增长，提升未来的成长空间，首次覆盖我们给予公司“增持”的投资评级。

表 1 主要指标和假设

(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
息差 (%)	1.97	2.31	2.24	2.18	2.14
平均生息资产	3,959,636	4,415,397	4,741,447	5,226,878	5,838,883
增速	-1.3%	11.5%	7.4%	10.2%	11.7%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

营业收入	110,244	132,812	139,760	151,987	168,669
增速	20.0%	20.5%	5.2%	8.7%	11.0%
信用成本	1.56%	1.86%	1.71%	1.62%	1.49%
归母净利润	33,658	37,353	40,673	44,722	50,248
增速	6.7%	11.0%	8.9%	10.0%	12.4%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 风险提示

1) 经济未来可能大幅下滑的风险：受国内疫情以及全球疫情影响，未来经济增速可能大幅下滑，带来信用成本的上升等风险。

2) 公司经营层面的重大风险：公司在经营过程中可能出现重大的操作和经营风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表数据						每股指标					
百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	百万元/元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
生息资产	3959636	4415397	4741447	5226878	5838883	ROAA (%)	0.80	0.82	0.82	0.83	0.85
净息差 (%)	1.97	2.31	2.24	2.18	2.14	ROAE (%)	12.11	12.42	11.75	11.39	11.82
利息收入	185688	210044	222851	247331	281329	每股净资产	5.46	6.00	6.29	6.80	7.37
利息费用	107524	108126	116765	133572	156260	EPS	0.61	0.69	0.66	0.73	0.82
净利息收入	78164	101918	106086	113758	125068	股利	8451	11233	11912	13130	14792
贷款减值损失	34714	47786	48923	51230	52667	DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
非利息收入						股利分配率 (%)	25	30	30	30	30
佣金手续费净收入	19773	23169	25949	29842	35213	股本	52489	52489	60046	60046	60046
汇兑收益	724	1339	1339	2001	2002	业绩指标					
交易性收入	10941	5527	5527	5527	5527	增长率 (%)					
其他收入	642	859	859	859	859	净利息收入	28.2	30.4	4.1	7.2	9.9
非利息收入合计	32080	30894	33674	38229	43601	非利息收入	3.8	-3.7	9.0	13.5	14.1
非利息费用						净利润	6.7	11.0	8.9	10.0	12.4
业务管理费	31736	36218	38279	42494	48481	生息资产	-1.3	11.5	7.4	10.2	11.7
营业税金及附加	1165	1400	1297	1492	1761	总付息负债	7.2	9.0	8.6	10.2	10.7
非利息费用合计	33426	38162	40147	44614	50964	风险加权资产	10.8	9.1	10.7	10.0	10.8
税前利润	40852	45163	49550	54803	62899	收入分解					
所得税	7131	7722	8876	10081	12651	净利息收入/营业收入	70.9	76.7	75.9	74.8	74.1
归母净利润	33658	37353	40673	44722	50248	手续费净收入/营业收入	17.9	17.4	18.6	19.6	20.9
资产负债表数据						效率 (%)					
总资产	4357332	4733431	5141128	5616417	6167841	成本收入比	28.8	27.3	27.4	28.0	28.7
客户贷款	2421329	2712204	3004686	3337237	3725206	流动性 (%)					
客户存款	2571961	3017888	3349856	3751838	4194555	客户贷款/生息资产	56.2	58.1	60.3	60.7	60.5
股东权益	321488	384982	447546	478078	512474	贷存比	91.9	91.8	89.8	89.3	88.9
资产质量						资本信息 (%)					
不良贷款	38421	42212	47344	51592	55275	核心一级资本充足率	9.1	9.2	9.7	9.6	9.4
不良贷款率	1.59	1.56	1.58	1.55	1.48	一级资本充足率	10.1	11.1	11.4	11.1	10.8
贷款拨备覆盖	67209	76666	89006	113502	148138	资本充足率	13.0	13.5	13.8	13.6	13.6
拨备覆盖率	174.9	181.6	188.0	220.0	268.0						
拨贷比	2.8	2.8	3.0	3.4	4.0						
信贷成本 (%)	1.6	1.9	1.7	1.6	1.5						

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。