

光大银行（601818）：财富管理特色强化，集团生态协同显效

2021年9月15日

强烈推荐/维持

光大银行 公司报告

光大银行财富管理战略目标逐渐清晰。光大银行成立于1992年，1997年完成股份制改造。近年来，银行业处于业务转型期，轻资本且盈利模式弱周期化的财富管理业务正是转型的好赛道；叠加2010年光大银行上市以来，坚持稳健经营，不良包袱逐渐减轻，为业务转型提供了合适的空间。2018年公司即提出“打造一流财富管理银行”战略愿景。2019年，光大理财开业，系国内首家股份行理财子。同年，光大集团提出打造“六大 E-SBU 生态圈”的全新战略协同发展理念，其中财富 E-SBU 以光大银行为主阵地。可以看到光大银行财富管理战略目标逐步清晰，战术打法不断升级。

财富管理转型顺应行业趋势，助力银行轻型化、弱周期化。伴随经济转型和产业升级，近年来传统行业信贷需求增速放缓，新兴行业直接融资需求更加旺盛，银行业随之进入业务转型期。“大财富管理”融合传统财富管理、资产管理、投资银行等中间业务，能够充分发挥银行自身客户资源和渠道优势，更好地服务企业直接融资需求，成为银行业务转型的好赛道。大财富管理有助于银行实现中间业务多元化，提升中收占比、减少资本消耗，实现资产负债表轻型化；同时，其弱周期属性也有助于银行盈利模式弱周期化。

优化体制机制、坚持产品创新，财富管理特色逐渐凸显。明确财富管理银行战略以来，光大银行持续优化绩效考核和薪酬管理体系，完善财富管理人才队伍建设，为顺利完成财富管理转型奠定了基础。同时，公司多年深耕资产管理、坚持产品创新，对行业趋势和市场需求的敏锐度高，主动管理水平和技术研发能力强，有助于公司在财富管理的新细分领域抢占先机。理财子公司成立以来，公司建立完善了“七彩阳光”净值型产品体系，净值化转型稳步推进。此外，公司积极布局生活类场景，云缴费平台保持行业领先优势，沉淀存款助力存款成本稳定。近年来，光大银行零售客户数及 AUM 快速增长，财富管理中收贡献逐年提升，财富管理特色逐渐凸显。

集团协同联动效率提升，助力财富管理转型。大财富管理链接资金端和资产端，综合金融服务和产融结合是其中的重要环节。光大集团金融牌照齐全，兼具环保、旅游、健康等实业板块，为公司财富管理业务提供了肥沃土壤。为了提升各板块间业务协同效率，集团于2019年提出打造六大 E-SBU 生态圈的全新战略协同发展理念。其中，光大银行是财富 E-SBU 的核心，与集团金融子公司合作，满足客户综合化、多元化、复杂化金融服务需求。随着 E-SBU 生态圈的建设，客户迁徙、交叉销售、产品创新等方面协同不断突破，协同效率大幅提升，协同实现中收、营收占比逐步提升。看好集团高效协同下的财富管理业务空间。

盈利预测及投资评级：

光大银行财富管理战略转型以来，持续优化体制机制，坚持产品创新。阳光理财、云缴费等品牌优势逐步强化；零售客户数及 AUM 实现较快增长，财富管理业务中收贡献逐年提升，财富管理特色逐渐凸显。背靠集团金融全牌照、多产业优势，公司着力构建财富 E-SBU 生态圈，集团协同联动显著提升，看好集团高效协同下的财富管理业务空间。

预计 2021、2022 年归母净利润同比增长 16.8%、10.2%，对应 BVPS 分别为 6.91、7.79 元/股。看好公司财富管理转型带来的新增长点，以及财富 E-SBU 生态圈协同优势。给予公司 0.7 倍 2021 年 PB（当前可比股份行平均估值为 0.79 倍 2021 年 PB），对应目标价为 4.84 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	1328	1425	1522	1661	1809
增长率(%)	20.5	7.3	6.8	9.2	8.9

公司简介：

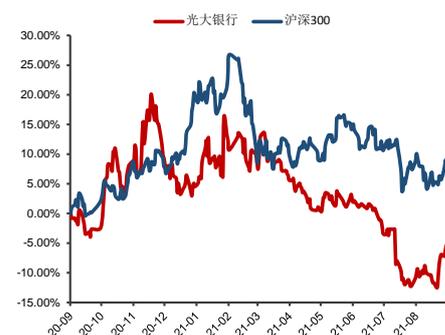
中国光大银行成立于1992年8月，是经国务院批复并经中国人民银行批准设立的全国性股份制商业银行，总部设在北京。中国光大银行于2010年8月在上交所挂牌上市、2013年12月在香港联交所挂牌上市。中国光大银行聚焦“一流财富管理银行”战略愿景，推进“敏捷、科技、生态”转型，通过综合化、特色化、轻型化、数字化发展，加快产品、渠道和服务模式的创新，在财富管理和金融科技等方面培育了较强的市场竞争优势，形成了各项业务均衡发展、风险管理逐步完善、创新能力日益增强的经营格局，逐步树立了一流财富管理银行的社会形象。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	4.36/3.28
总市值(亿元)	1,779.50
自由流通市值(亿元)	584.59
总股本/流通A股(万股)	5,403,192/4,135,318
流通B股/H股(万股)	/1,267,873.55
52周日均换手率	0.33

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

分析师：田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070003

净利润(亿元)	374	378	442	487	528
增长率(%)	11.0	1.3	16.8	10.2	8.5
净资产收益率(%)	12.42%	11.47%	12.31%	12.26%	11.82%
每股收益(元)	0.71	0.70	0.82	0.90	0.98
PE	5.00	5.09	4.35	3.95	3.64
PB	0.59	0.56	0.52	0.46	0.41

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 历史沿革及股权结构	4
2. 财富管理转型顺应行业趋势，助力银行轻型化、弱周期化	5
3. 财富管理特色突出，集团协同效应显著	7
3.1 财富管理战略地位提升，战术打法不断升级	7
3.2 优化体制机制、坚持产品创新，财富管理特色逐渐凸显	7
3.3 集团协同联动效率提升，助力财富管理业务	11
4. 盈利能力改善，资产质量夯实	13
5. 盈利预测及投资建议	16
6. 风险提示	16

插图目录

图 1：光大银行历史沿革	4
图 2：截至 6 月末光大银行总资产 5.77 万亿，居股份行第六	4
图 3：2018 年以来，光大银行资产规模增速逐步提升	4
图 4：光大银行股权结构	5
图 5：大财富管理业务链条	6
图 6：个人可投资资产规模及增速（招行口径）	6
图 7：我国居民金融资产配置占比逐步提升	6
图 8：2013-2018 年各股份行理财余额（亿元）变动情况	8
图 9：截至 21 年 6 月末 光大银行非保本理财余额 8771.4 亿	8
图 10：光大理财“七彩阳光”产品体系	9
图 11：便民缴费产业目前已发展至开放缴费平台阶段	9
图 12：光大云缴费平台接入缴费项目、用户数持续增长	10
图 13：光大云缴费平台实现中收及占比逐年提升	10
图 14：6 月末光大银行零售客户 1.31 亿，居股份行第三	10
图 15：6 月末光大银行财富客户突破 100 万户	10
图 16：6 月末光大银行私行客户 4.6 万户	11
图 17：光大银行个人财富管理中收贡献逐年提升	11
图 18：2021 年上半年光大银行手续费及佣金收入结构	11
图 19：光大集团业务版图及主要企业	12
图 20：光大集团 E-SBU 协同战略实施推进框架	12
图 21：1H21 光大银行协同营业收入占比提升至 7.4%	13
图 22：1H21 光大银行协同中收占比提升至 12.2%	13
图 23：1H21 光大银行年化 ROAE 为 11.06%	13
图 24：权益乘数已逐渐趋稳，ROAA 呈边际好转趋势	13
图 25：光大银行近年净息差整体低于可比股份行，但差距在逐步缩小	14
图 26：光大银行息差偏低主要是由于负债端成本偏高	14

图 27: 光大银行存款付息率高于股份行平均	15
图 28: 光大银行定期存款占比高于可比股份行	15
图 29: 光大银行不良率处于近 5 年最低，资产质量持续改善	15
图 30: 光大关注贷款率持续下行，潜在不良压力减小	15
图 31: 光大银行拨备覆盖率近年稳中有升，6 月末达 184.1%	15

表格目录

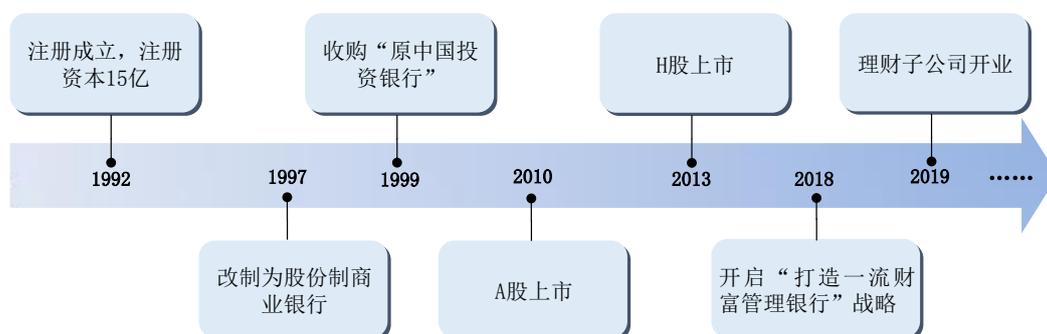
表 1: 近几年光大银行逐步确立财富管理银行战略，战术打法不断升级	7
表 2: 2004 年以来光大银行坚持产品创新、推出多支领先市场产品	8
表 3: 光大云缴费主要缴费项目	9
表 4: 光大银行零售客户数、AUM、营收数据一览	11
表 5: 股份行杜邦分析（2021 年上半年）	14
表 6: 可比股份行估值比较表	16

1. 历史沿革及股权结构

光大银行成立于1992年，并于1997年完成股份制改造，成为国内第一家全国股份制商业银行。1999年，光大银行收购原中国投资银行，吸收其网点和资产，实现了跨越式的规模扩张；但也带来了对应的不良资产包袱，随后几年光大银行积极化解不良，于2008年基本解决历史不良包袱。2010年、2013年，光大银行先后在上交所、港交所挂牌上市。

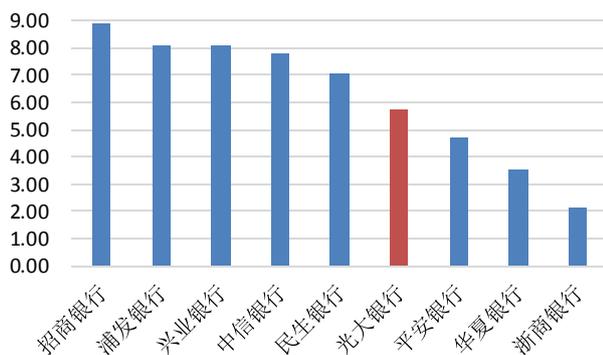
2018年公司确立“打造一流财富管理银行”的战略愿景，正式开始财富管理转型。2019年，光大理财开业；同年，光大集团提出打造“六大 E-SBU 生态圈”的全新战略协同发展理念，其中财富 E-SBU 是光大银行的主阵地。财富管理银行战略提出三年多以来，光大银行保持战略定力，不断升级战术打法，实现了规模加速增长、财富管理特色逐渐凸显。截至2021年6月末，光大银行资产规模为5.58万亿，位于9家上市股份行第6位。

图1：光大银行历史沿革



资料来源：公司公告、招股说明书，东兴证券研究所

图2：截至6月末光大银行总资产5.77万亿，居股份行第六



资料来源：WIND，东兴证券研究所

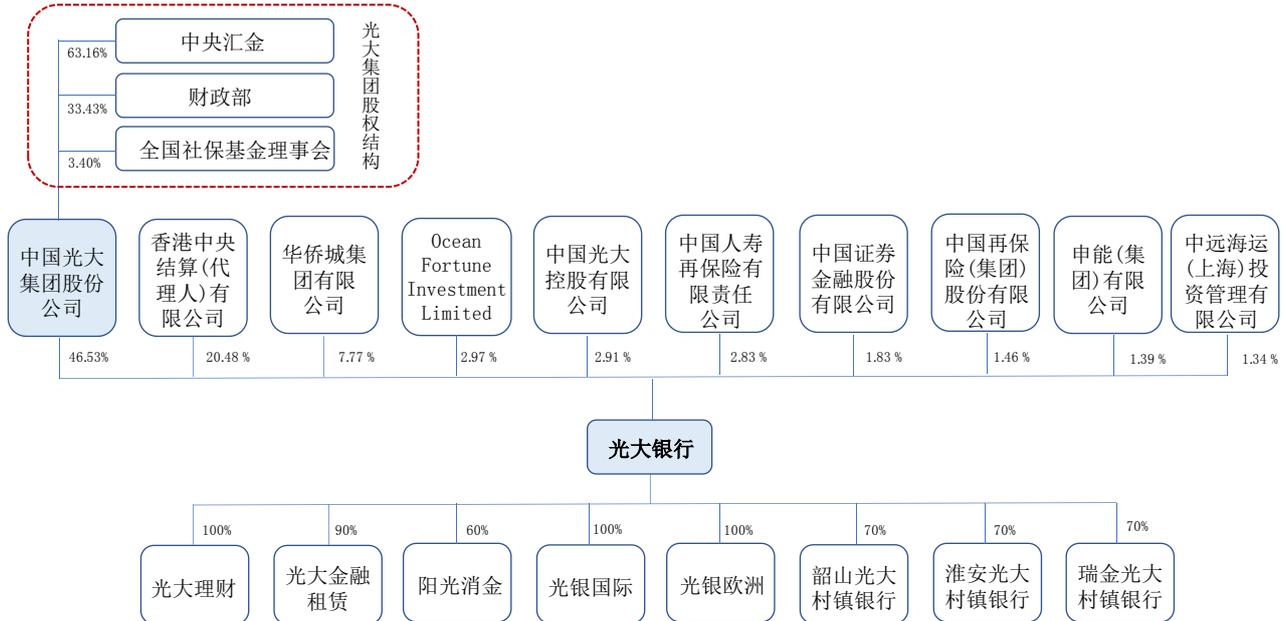
图3：2018年以来，光大银行资产规模增速逐步提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

股权关系：中央汇金-光大集团-光大银行垂直控股。光大银行股权结构变动主要围绕在光大集团、中央汇金两大股东。2010年A股上市时，光大银行第一大股东为中央汇金（49.6%），光大集团持股比例较低（5.3%）。

2015年，中央汇金将其持有的光大银行90亿股股份转让给光大集团，光大集团、中央汇金分别持股23.69%和21.96%，光大集团成为公司第一大股东。2020年4月29日，中央汇金将其持有的全部光大银行股份转让给光大集团，不再直接持有光大银行。截至2021年6月末，光大集团持股46.53%，为光大银行实际控制人；光大集团由中央汇金（持股占比63.16%）控股，财政部、社保基金分别持股33.43%、3.40%。垂直的股权关系更有助于公司与集团的业务协同，依托集团综合金融背景，为客户提供更加综合化的金融服务。

图4：光大银行股权结构


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2. 财富管理转型顺应行业趋势，助力银行轻型化、弱周期化

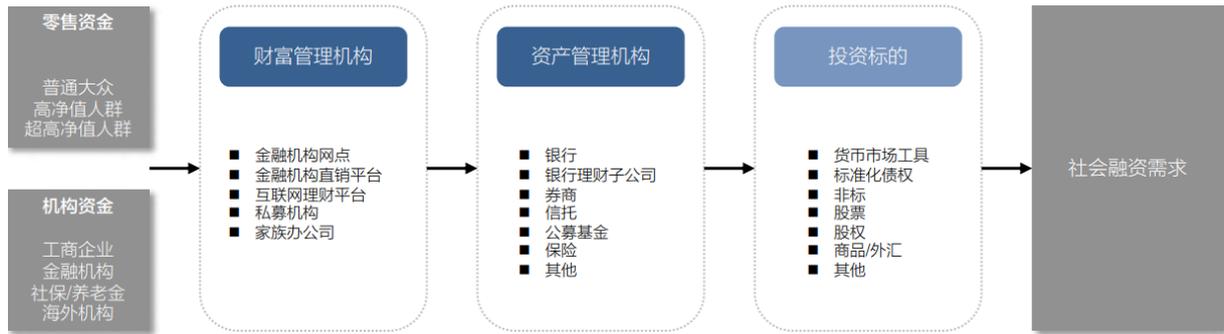
伴随经济转型、产业升级，传统信贷融资需求增速放缓。传统商业银行主要提供间接融资服务，偏好向现金流稳定、可提供合格抵质押物的企业放贷，侧重制造业、建筑业、房地产等重资产行业。在过去经济依托制造业出口、地产、基建飞速增长的阶段，银行契合经济和产业发展需求，实现了规模驱动下的高速增长。而随着近几年生产要素成本的提升和居民需求的升级，我国正在经历一轮经济结构转型和产业升级，低端制造业、高能耗落后行业逐渐被转移、淘汰。传统行业增速下滑、风险暴露，信贷需求增速逐渐放缓。

企业直接融资需求、综合金融服务需求提升，财富管理是银行依托自身禀赋和行业趋势的战略选择。伴随产业升级，新兴行业逐渐成为市场主力军，融资需求持续增长。银行信贷投放重心也逐步转向先进制造业、信息技术、新能源汽车等领域，寻求新领域的投放机会、支持产业升级转型。由于初创期的科技企业往往现金流不稳定、没有合格抵质押物，较难满足银行信贷准入条件，因此更适合直接融资。“大财富管理”融合了传统财富管理、资产管理、投资银行等中间业务，能够充分发挥银行自身客户资源和渠道优势，更好地服务企业直接融资需求，是银行依托自身禀赋和行业趋势的战略选择。

大财富管理融合财富管理、资产管理、投资银行业务。“财富管理”为客户、投资者提供投资顾问服务，并进行各类产品销售；一般由财富管理部、私人银行部承担，发挥银行客户及渠道优势。“资产管理”负责管理客户募集资金，按约定规则制定投资策略、选取投资标的、监测调整仓位、实现投资收益；主要涉及理财

子公司、银行资管部门。资管新规以来银行理财产品创设更加规范，产品体系也更加完善。“投资银行”为有融资需求的企业设计融资方案，创设投资标的；主要是投资银行部门参与。

图5：大财富管理业务链条



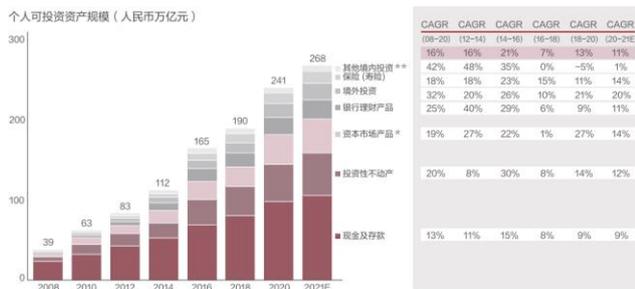
资料来源：小米金融科技研究中心，《中国零售财富管理行业研究报告》，东兴证券研究所

大财富管理有助于银行实现资产负债表轻型化、盈利模式弱周期化。财富管理能调动商业银行诸多表外业务，而表内信贷、类信贷资产投放较少；有助于减少银行资本消耗、提升中间业务收入占比；同时，有助于提升客户粘性、交叉销售效率，沉淀更多低成本存款，实现资产负债表轻型化。此外，相较传统信贷业务，财富管理需求受宏观经济波动的影响较小，业绩贡献更加稳定。财富管理天然的弱周期属性有助于银行盈利模式弱周期化。

我国财富管理赛道具有较大发展空间。从行业角度来看，居民财富积累、财富管理意识增强、以及资本市场的发展将驱动财富管理行业进入快速发展阶段。

- **需求端：**居民财富管理需求不断提升。近年来我国 GDP 保持稳定较快增长，居民财富持续积累。根据招行《2021 年中国私人财富报告》的数据，2020 年中国个人持有的可投资资产总体规模达 241 万亿，2018-2020 年年均复合增长率为 13%，重回两位数增长。其中，高净值人群规模及其可投资资产增速有望持续上升。同时，居民储蓄意愿降低，财富管理需求不断提升，金融资产配置比例逐步提升。据社科院数据，2019 年末居民金融资产配置比例已升至 57%。
- **供给端：**资本市场金融产品供给日趋丰富。随着国内资本市场的发展和金融开放的推进，金融产品日渐丰富。供需两端将共同推动财富管理行业将进入快速发展阶段。

图6：个人可投资资产规模及增速（招行口径）

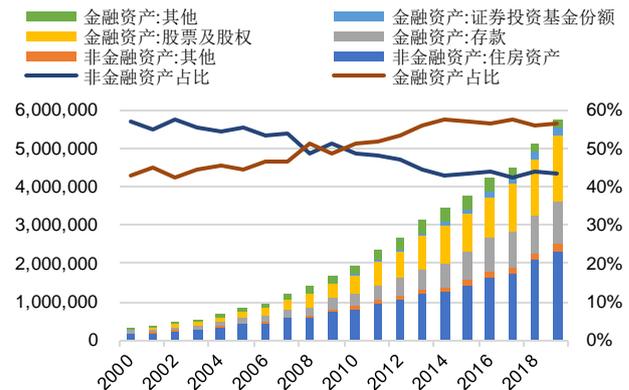


来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型

注：“资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券
注**：“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股权投资、黄金、私募股权等

资料来源：招商银行《2021 年中国私人银行财富报告》，东兴证券研究所

图7：我国居民金融资产配置占比逐步提升



资料来源：wind、社科院，东兴证券研究所

3. 财富管理特色突出，集团协同效应显著

3.1 财富管理战略地位提升，战术打法不断升级

光大银行财富管理业务的战略地位持续提升。近年来，光大银行不断突出财富管理特色，并于 2018 年确定了“打造一流财富管理银行”的战略愿景，开启财富管理转型。2019 年，光大理财正式开业，成为国内首家股份制银行理财子公司；同年，光大集团提出打造“六大 E-SBU 生态圈”的全新战略协同发展理念，其中财富 E-SBU 以光大银行为主阵地。财富管理银行战略提出三年多来，光大银行保持战略定力，不断升级战术打法，财富管理特色逐渐凸显。

表1：近几年光大银行逐步确立财富管理银行战略，战术打法不断升级

年报	财富管理战略地位
2015 年	稳健推进交易类、代理类和财富管理业务，满足业务综合化发展要求。
2016 年	公司、零售、金融市场三大板块协调发展；以中高端客户为战略定位，加快财富管理和私人银行建设。
2017 年	加快战略转型，突出财富管理特色。
2018 年	明确“打造一流财富管理银行”的战略愿景，积极推进财富管理 3.0 建设。突出“财富管理”的三大特点，一是“大”，财富管理的客户更加广泛、产品更加多元，包括个人客户、公司客户、机构客户、政府客户；二是“真”，回归财富管理的本源，坚持产品创设发行真实、投资管理真实、风险收益真实；三是“新”，适应金融科技的发展趋势，顺应数字化、智能化的时代要求。
2019 年	坚持“打造一流财富管理银行”战略愿景，加强光大集团协同，构建财富 E-SBU 生态圈，巩固和突出财富管理特色。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3.2 优化体制机制、坚持产品创新，财富管理特色逐渐凸显

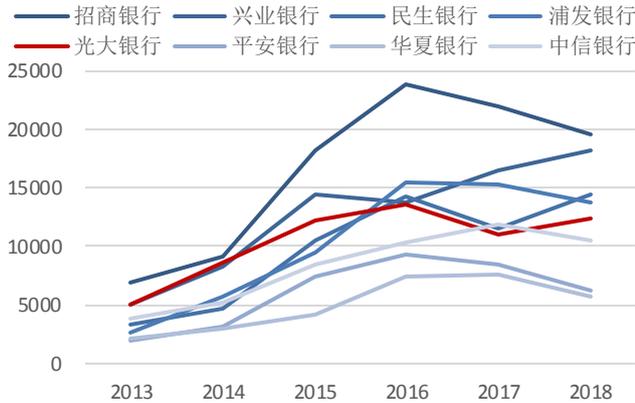
（1）体制机制层面：在明确了战略方向之后，商业银行对重点业务的资源投入力度更为重要，将直接决定战略执行效果。光大银行明确财富管理银行战略以来，持续优化绩效考核和薪酬管理体系，完善财富管理人才队伍建设，为顺利完成财富管理转型奠定了基础。

（2）产品层面：理财产品创新能力较强，阳光理财、云缴费品牌优势巩固。

持续的产品创新有助于公司在细分领域抢占先机。光大银行作为中型股份行，在客户体量、渠道销售等方面不及国有大行；因此通过业务创新、产品创新满足客户多元化的需求就更加重要。良好的产品创新反映了公司对行业趋势和市场需求的敏锐度、主动管理水平、以及技术研发能力，有助于公司在财富管理的新细分领域抢占先机。

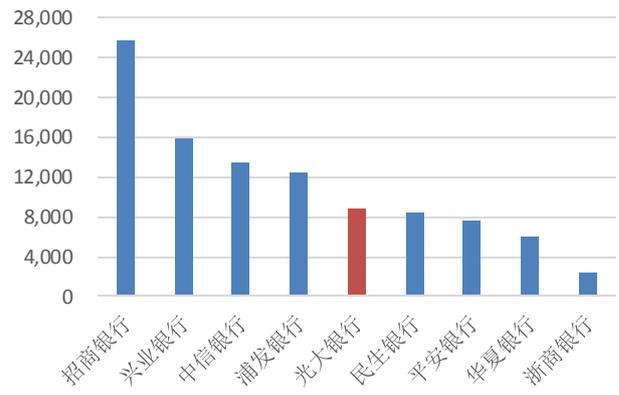
光大银行多年深耕资产管理，产品运营经验丰富；坚持产品创新，理财余额稳健增长。2004 年，光大银行推出全市场首支银行人民币理财产品“阳光理财 B 计划”，凭借先发优势和持续的产品创新，光大银行理财业务保持较快增长，理财余额位居股份行前列。2016 年，公司强化风险控制、严格非标准入，理财余额增速有所放缓；2017 年，同业理财监管趋严，公司主动压降同业理财，理财余额同比下降。2018 年资管新规、理财新规出台后，公司积极布局产品净值化转型，推出国内首只全面符合“资管新规”的净值化理财产品，抢占市场先机。2019 年，光大理财子公司获准开业，成为财富管理战略转型的重要发力点。截至 2021 年 6 月末，光大银行非保本理财余额 8771.4 亿，规模位居上市股份行中游。

图8：2013-2018年各股份行理财余额（亿元）变动情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图9：截至21年6月末光大银行非保本理财余额8771.4亿



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表2：2004年以来光大银行坚持产品创新、推出多支领先市场产品

2004年	首支外汇结构性理财产品“阳光理财A计划” 首支银行人民币理财产品“阳光理财B计划”
2005-2006年	首支人民币Quanto结构化理财产品“阳光理财A+计划” 首支人民币信用联结理财产品“阳光理财C计划” 首支信托理财产品“阳光理财T计划”
2007-2008年	首支基金投资组合理财产品Fund of Fund 首支内嵌CPPI保本机制的QDII理财产品 首支内嵌资产总收益互换的结构化产品
2009-2010年	首支银行系私募基金理财产品“阳光私募基金宝” 首支银行系货币市场类理财产品“活期宝”
2011-2013年	首支主动管理型养老基金理财产品“颐享阳光” 首支夹层并购基金理财产品
2014-2016年	首支量化产品“阳光量化集优组合(MOM)”
2018年	首支符合资管新规的净值化产品“阳光金日添利1号”

资料来源：公司官网、光大理财公众号、东兴证券研究所

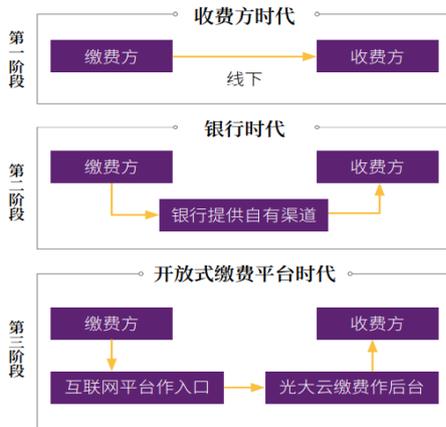
光大理财产品体系逐步完善，净值化转型稳步推进。光大银行建立了“七彩阳光”净值型产品体系，以阳光“红橙金碧青蓝紫”七种色彩，分别代表股票类、混合策略类、固定收益类、现金管理类、另类资产、私募股权类、结构化投融资类等七种大类资产配置，符合资管新规和理财新规要求。“阳光理财”产品体系资产属性明确、风险等级清晰、客户理解直观，通过多元化的产品种类和专业化的资产配置，为投资者提供了全方位的资产增值服务。截至6月末，“七彩阳光”净值型产品规模达6639.20亿，占比75.69%、较2020年末提升15.5pct；净值化转型稳步推进。

图10：光大理财“七彩阳光”产品体系

阳光红权益系列						
FOF/MOM			指数及量化			
风格	行业	主题	QDII/港股	宽基	行业	Smart Beta
阳光橙混合系列						
偏债混合	偏股混合	平衡混合	灵活配置	打新策略	主题发现	
阳光金固收系列						
纯债策略			“固收+”策略			
货币增强	开放/封闭纯债	债券FOF	固收增强	QDII		
阳光绿现金管理系列						
货币（摊余成本法）			货币（市值法）			
阳光青另类及衍生品系列						
结构化理财	FOHF	大宗商品	实物资产			
阳光蓝私募股权系列						
成长基金	并购基金	夹层基金	困境基金	Pre-IPO投资		
阳光紫结构化融资系列						
债权融资	基础设施	供应链金融	类资产证券化			

资料来源：光大理财公众号，东兴证券研究所

持续拓宽生活类场景，云缴费保持行业领先优势。除金融类场景，光大银行还积极布局生活类场景。2014年公司推出“云缴费”品牌，目前已成为国内最大的开放式便民缴费平台。云缴费平台一端联通收费单位，一端输出各大渠道。银行将自有金融服务开放给第三方合作伙伴，提供后台业务支持，负责各公用事业缴费的系统连接和账务处理；用户不需成为光大银行客户也能通过第三方平台完成缴费。目前光大云缴费已覆盖了水、电、燃、财政等 20 个大类，220 个小类的缴费业务，缴费项目已突破 1.1 万项。光大云缴费服务已输出至微信、支付宝、京东、银联、爱奇艺、美团等大型互联网平台，全国性股份制商业银行、城商行、农商行、民营银行，以及“国家政务服务平台”等，覆盖国内主流服务平台，形成全面开放格局。

图11：便民缴费产业目前已发展至开放缴费平台阶段


资料来源：《2020年中国便民缴费产业白皮书》，东兴证券研究所

表3：光大云缴费主要缴费项目

类别	缴费项目
公用事业	电费、水费、燃气费、供暖费、有线电视、手机充值、通讯费
交通出行	交通罚款、停车费
生活服务	养老、房租、物业费
党团公益	捐款、党费、工会费、团费
政务服务	社保医保、非税代收
教育考试	学费、住宿费等

资料来源：光大云缴费 app，东兴证券研究所

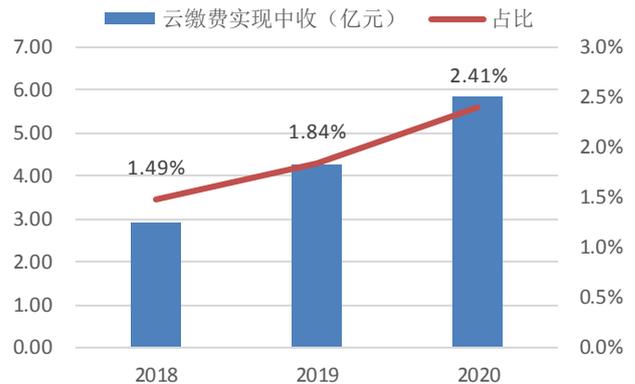
光大云缴费平台用户数快速增长，实现中收占比逐年提升。2020年光大云缴费服务活跃用户数达 5.09 亿，同比增 34.67%；缴费笔数 18.65 亿笔，同比增 13.37%；实现中间业务收入 5.85 亿，同比增 37%，占比已增至 2.41%。此外，云缴费平台能为公司沉淀低成本存款，也有助于存款成本的稳定。

图12：光大云缴费平台接入缴费项目、用户数持续增长



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图13：光大云缴费平台实现中收及占比逐年提升

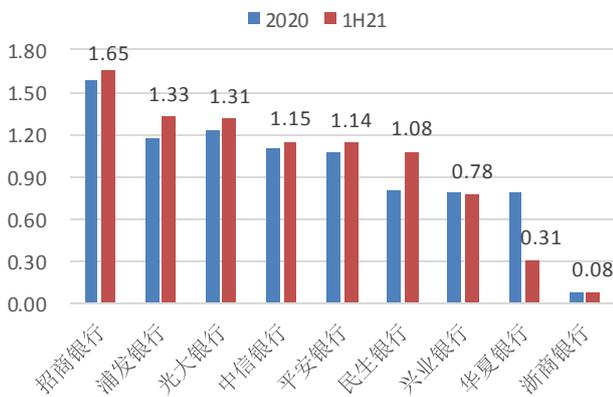


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

（3）零售客户数及 AUM 快速增长，财富管理中收贡献逐年提升

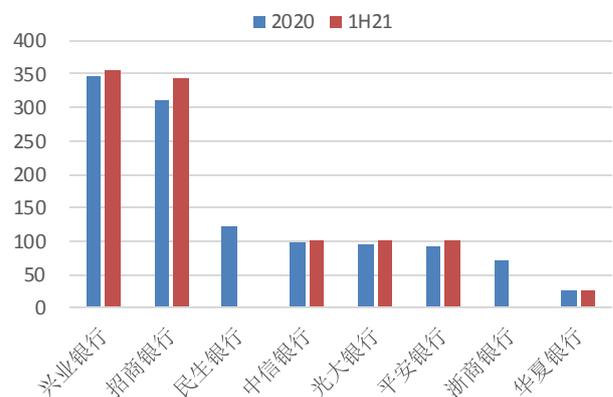
财富管理转型取得积极进展，零售客户数及 AUM 实现较快增长。6 月末光大银行零售客户数已达 1.31 亿户，位居股份行第三位；较 2018 年末增 44.8%。其中，财富客户突破 100 万户，较 2018 年末增 50%；私人银行客户 4.6 万户，较 2018 年末增 64.45%。零售客户数实现较快增长，客户结构持续优化，私行客户占比有所提升。同时，零售客户 AUM 实现平稳增长，6 月末零售客户 AUM 达 2.02 万亿元，较去年末增长 5.34%。上半年零售银行业务实现营业收入 319.68 亿，占比 41.50%。

图14：6 月末光大银行零售客户 1.31 亿,居股份行第三

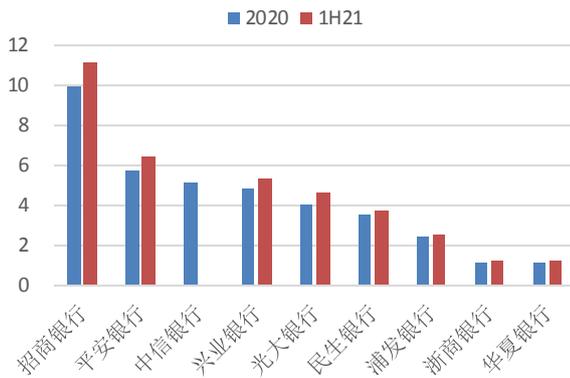


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图15：6 月末光大银行财富客户突破 100 万户



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图16：6月末光大银行私行客户4.6万户


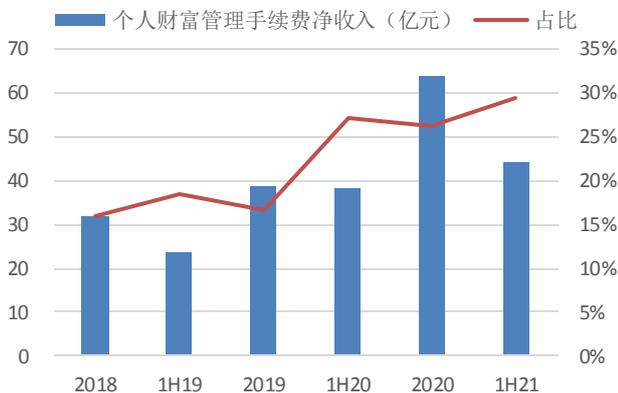
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表4：光大银行零售客户数、AUM、营收数据一览

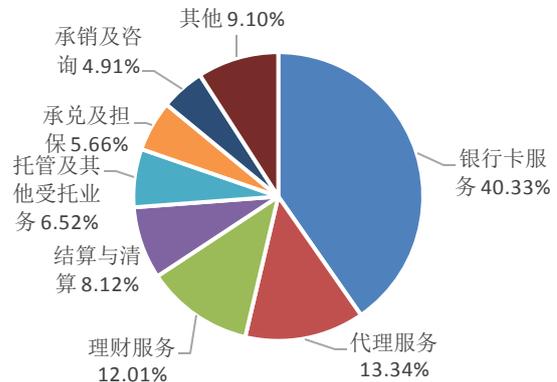
项目	2018	2019	2020	1H21	较去年末增
零售客户(亿户)	0.90	1.01	1.23	1.31	6.50%
零售客户 AUM(万亿)	1.48	1.71	1.92	2.02	5.21%
财富客户(万户)	66.67	77.51	95	100	5.26%
私行客户(万户)	2.80	3.22	4.01	4.60	14.61%
零售业务实现营收(亿)	465	547	587	319.68	-
零售营收占比	42.19%	41.17%	41.17%	41.50%	-

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

财富管理业务实现中收占比逐年提升。2021年上半年，光大银行实现个人财富管理手续费净收入44.15亿元，同比增长15.42%，占手续费及佣金净收入的29.42%，较2020年末提升3.25pct。其中，代理基金收入同比增长42.40%，代理信托收入同比增长17.04%。

图17：光大银行个人财富管理中收贡献逐年提升


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图18：2021年上半年光大银行手续费及佣金收入结构


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

3.3 集团协同联动效率提升，助力财富管理业务

大财富管理链接资金端和资产端，面向资金端为客户提供金融及非金融服务，资产端为企业设计融资方案、创设投资标的。因此综合金融服务和产融结合成为财富管理的重要环节，齐全的金融牌照和丰富的实业板块能为财富管理业务提供肥沃土壤。

光大集团构建六大 E-SBU 生态圈，提升各板块业务协同效率。光大集团金融牌照齐全，兼具环保、旅游、健康等实业板块，为了提升各板块间业务协同效率，2019年集团提出打造六大 E-SBU 生态圈的全新战略协同发展理念。“SBU”指 Strategic Business Unit(战略业务单元)；“E”指 Ecosphere(生态圈化)、Electronic(数字化)、Everbright(光大一家)；六大战略业务单元分别是财富、投行、投资、旅游、健康、环保。通过集团内的业务联动及资源共享，公司可与集团及其子公司开展业务深度合作，提升集团业务协同效率。例如，近期光大理财获批开展养老理财产品试点，串联集团大健康平台生态圈的相关企业，包括光大养老的养

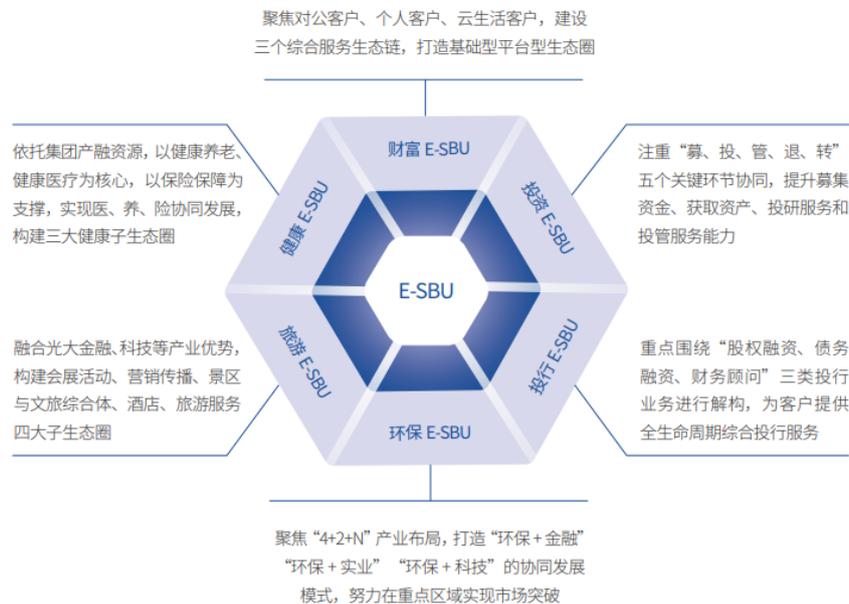
老社区，云缴费的便民缴费，光大永明的养老保险，中青旅的夕阳红旅游等，提供金融、康养和医疗全链条服务。

图19：光大集团业务版图及主要企业



资料来源：光大集团官网，东兴证券研究所

图20：光大集团 E-SBU 协同战略实施推进框架

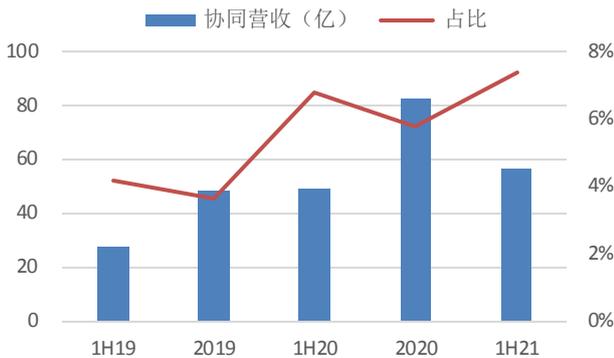


资料来源：光大集团官网，东兴证券研究所

光大银行着力财富 E-SBU 生态圈建设，业务协同不断突破。光大银行是财富 E-SBU 的核心，与集团金融子公司合作，满足客户综合化、多元化、复杂化金融服务需求。公司不断完善财富 E-SBU 的“个人圈、对公圈、云生活圈”建设，实现了客户迁徙、交叉销售、产品创新等方面协同的突破。截至6月末，实现协同

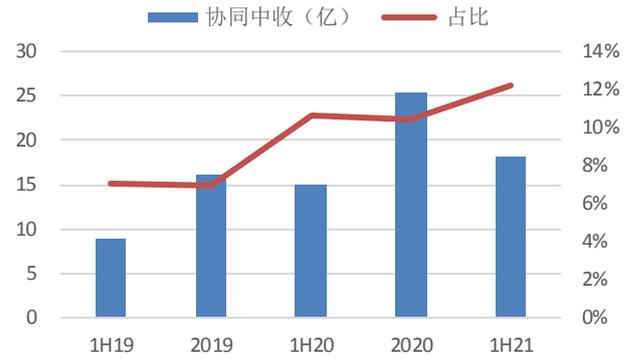
总额 1.62 万亿, 同比增长 1.89%; 1H21 协同营业收入 56.80 亿, 同比增长 16.39%, 占比提升至 7.4%; 协同中间业务收入 18.30 亿, 同比增长 21.19%, 占比提升至 12.2%。

图21: 1H21 光大银行协同营业收入占比提升至 7.4%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图22: 1H21 光大银行协同中收占比提升至 12.2%

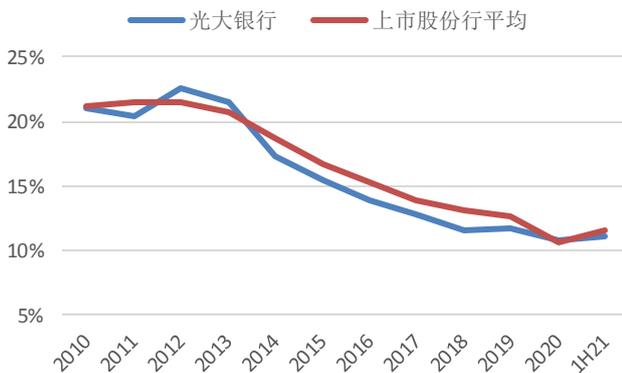


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

4. 盈利能力改善, 资产质量夯实

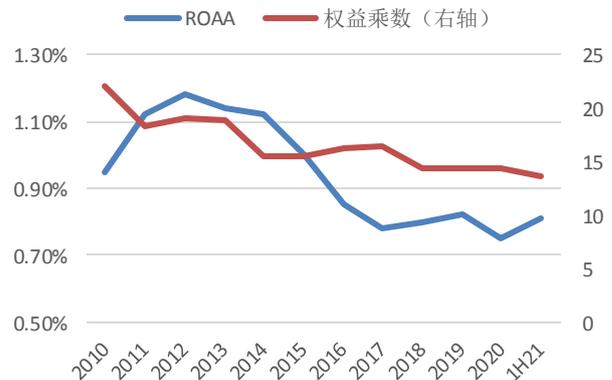
当前光大银行盈利能力处于股份行中等水平。2013-2018 年, 光大银行 ROAE 随行业趋势下降; 拆分来看, ROA 及权益乘数均有所下行。2019 年起, 权益乘数趋稳, ROAA 边际改善, 光大银行 ROAE 与行业平均的差距逐渐缩小。2020 年光大银行 ROAE 为 10.71%, 为股份行中等水平, 上市股份行均值为 10.56%。1H21 年化 ROAE 较 2020 年环比提高 0.35pct 至 11.06%, 位居股份行第四位, 略低于股份行平均水平。

图23: 1H21 光大银行年化 ROAE 为 11.06%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图24: 权益乘数已逐渐趋稳, ROAA 呈边际好转趋势



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

拆解 2021 年上半年 ROA 来看, 目前光大银行负债端成本偏高, 利息支出为主要拖累。杜邦分析表来看, 光大银行 1H21 年化 ROE 略低于股份行平均, 主要是由于 ROA 低于均值, 杠杆率并不低。进一步分解来看, 主要是收入端偏弱, 净利息收入在股份行中偏弱, 与负债端成本较高有关; 中收处于股份行平均水平。管理费用方面, 与同业基本相当; 此外, 公司资产质量情况整体较好, 减值计提压力不大, 对盈利贡献较大。

展望未来, 负债成本、中收方面有提升空间。随着存款利率定价机制改革, 中长期存款成本有望下行, 叠加公司负债结构逐渐改善, 预计负债成本率将有所下降; 财富管理转型有望带动中间业务收入较快增长。

表5：股份行杜邦分析（2021年上半年）

2021/06/30	招商银行	中信银行	浦发银行	民生银行	兴业银行	华夏银行	平安银行	浙商银行	光大银行	股份行均值
营业收入	3.91%	2.76%	2.42%	2.50%	2.72%	2.78%	3.68%	2.47%	2.77%	2.89%
利息净收入	2.30%	1.93%	1.68%	1.88%	1.80%	2.34%	2.58%	1.94%	2.01%	2.05%
利息收入	3.69%	3.98%	3.72%	4.02%	3.86%	4.42%	4.56%	4.30%	4.06%	4.07%
利息支出	-1.39%	-2.04%	-2.03%	-2.14%	-2.06%	-2.08%	-1.98%	-2.36%	-2.05%	-2.02%
手续费及佣金净收入	1.21%	0.50%	0.38%	0.36%	0.55%	0.29%	0.76%	0.19%	0.54%	0.53%
净其他非息收入	0.40%	0.32%	0.36%	0.27%	0.38%	0.15%	0.34%	0.34%	0.22%	0.31%
营业支出	-2.15%	-1.84%	-1.56%	-1.67%	-1.57%	-1.93%	-2.71%	-1.69%	-1.79%	-1.88%
营业税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.04%	-0.04%	-0.03%	-0.03%
管理费用	-1.09%	-0.63%	-0.58%	-0.55%	-0.58%	-0.75%	-1.01%	-0.62%	-0.72%	-0.73%
拨备前利润	2.79%	2.09%	1.82%	1.92%	2.12%	2.00%	2.64%	1.81%	2.02%	2.13%
资产减值损失	-1.51%	-2.17%	-1.98%	-2.70%	-1.89%	-2.34%	-3.06%	-1.92%	-2.04%	-2.18%
税前利润	1.77%	0.91%	0.86%	0.83%	1.16%	0.85%	0.97%	0.78%	0.98%	1.01%
所得税	-0.34%	-0.14%	-0.11%	-0.06%	-0.14%	-0.21%	-0.21%	-0.11%	-0.17%	-0.17%
ROAA	1.42%	0.78%	0.76%	0.76%	1.02%	0.64%	0.77%	1.34%	0.81%	0.92%
权益乘数	11.42	12.76	12.32	12.18	12.54	12.14	12.18	15.80	12.04	12.22
ROAE	18.06%	12.10%	10.72%	10.43%	13.58%	7.28%	10.74%	10.12%	11.06%	11.57%

资料来源：各行财报、wind，东兴证券研究所

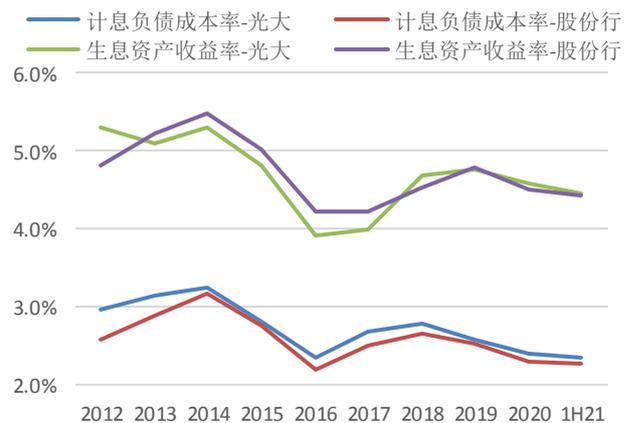
负债成本偏高，息差有改善空间。历史数据来看，光大银行近年净息差整体低于可比股份行，主要是由于其负债成本率偏高，资产端定价与同业基本相当。从负债结构来看，光大银行存款占比不低；负债成本高，主要是由于存款定价较高。由于定期存款占比偏高，存款付息率明显高于可比股份行。预计存款利率定价机制改革后，中长期存款成本有望逐步下降，叠加公司负债结构逐渐改善，预计负债成本率将有所下降，息差有改善空间。

图25：光大银行近年净息差整体低于可比股份行，但差距在逐步缩小

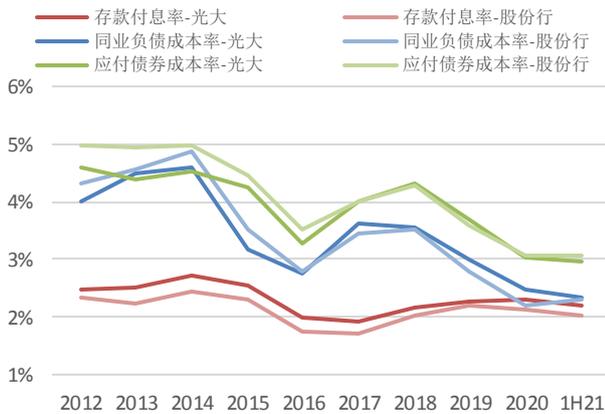


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

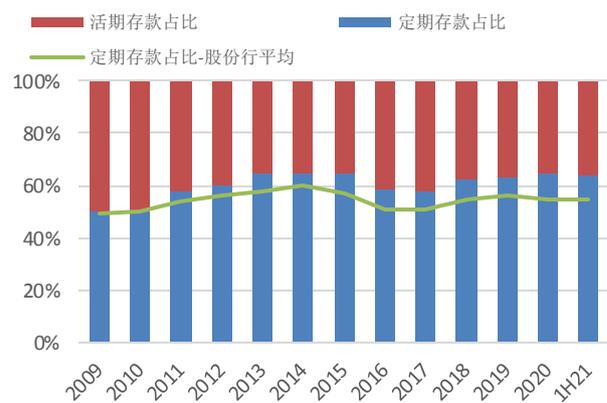
图26：光大银行息差偏低主要是由于负债端成本偏高



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

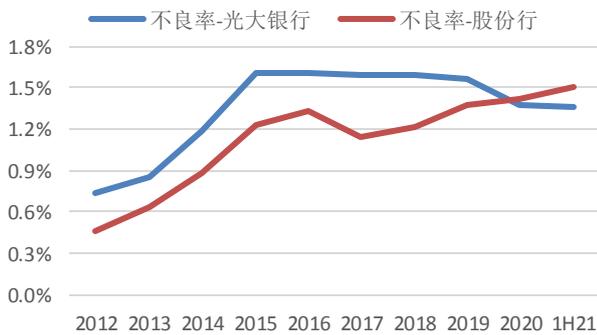
图27：光大银行存款付息率高于股份行平均


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

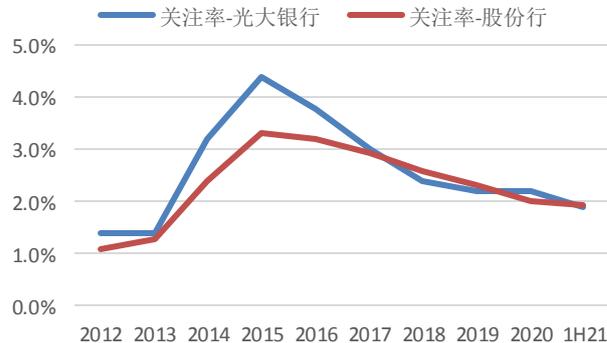
图28：光大银行定期存款占比高于可比股份行


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

资产质量整体改善，不良率低于股份行平均。截至21年6月末，光大银行不良贷款率1.36%，较年初下降2BP，存量不良持续出清。测算上半年不良生成率为1.8%，较2020年下降0.26pct，新生成不良改善。关注贷款率1.9%，较年初下降25BP，潜在不良压力减小。不良率和关注率均为近5年最低，且低于股份行平均水平，资产质量整体呈改善趋势。

图29：光大银行不良率处于近5年最低，资产质量持续改善


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图30：光大关注贷款率持续下行，潜在不良压力减小


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

拨备覆盖率稳中有升，风险抵御能力逐步增强。光大银行拨备覆盖率略低于股份行平均水平，近几年稳中有升，截至6月末拨备覆盖率184.1%，环比提高0.7pct，整体拨备水平较为充足，风险抵补能力有所增强。

图31：光大银行拨备覆盖率近年稳中有升，6月末达184.1%


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

光大银行财富管理战略转型以来，持续优化体制机制，坚持产品创新。阳光理财、云缴费等品牌优势逐步强化；零售客户数及 AUM 实现较快增长，财富管理业务中收贡献逐年提升，财富管理特色逐渐凸显。背靠集团金融全牌照、多产业优势，公司着力构建财富 E-SBU 生态圈，集团协同联动显著提升，看好集团高效协同下的财富管理业务空间。

预计 2021、2022 年归母净利润同比增长 16.8%、10.2%，对应 BVPS 分别为 6.91、7.79 元/股。看好公司财富管理转型带来的新增长点，以及财富 E-SBU 生态圈协同优势。给予公司 0.7 倍 2021 年 PB（当前可比股份行平均估值为 0.79 倍 2021 年 PB），对应目标价为 4.84 元，维持“强烈推荐”评级。

表6：可比股份行估值比较表

证券代码	证券简称	加权平均净资产收益率（1H21）	PB(LF)	PB（2021E）	PB（2022E）	PB（2023E）
600036.SH	招商银行	18.06%	1.96	1.80	1.58	1.41
601166.SH	兴业银行	13.58%	0.72	0.68	0.62	0.56
601998.SH	中信银行	12.10%	0.48	0.45	0.42	0.39
000001.SZ	平安银行	10.74%	1.20	1.10	0.99	0.89
600000.SH	浦发银行	10.72%	0.51	0.47	0.43	0.40
601916.SH	浙商银行	10.12%	0.65	0.61	0.55	0.51
600015.SH	华夏银行	7.28%	0.39	0.38	0.37	0.35
	均值	11.80%	0.84	0.79	0.71	0.64
601818.SH	光大银行	11.06%	0.54	0.51	0.46	0.42

资料来源：wind，东兴证券研究所

2021-2023 年 PB 估值为 Wind 一致预期，截至 2021 年 9 月 9 日

6. 风险提示

经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

附表: 公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表 (亿元)											
净利息收入	1019	1107	1175	1276	1382	收入增长					
手续费及佣金	232	243	255	268	282	净利润增速	11.0%	1.3%	16.8%	10.2%	8.5%
其他收入	77	75	91	116	145	拨备前利润增速	23.1%	8.6%	8.1%	11.0%	10.9%
营业收入	1328	1425	1522	1661	1809	税前利润增速	10.6%	0.7%	16.8%	10.2%	8.5%
营业税及附加	(14)	(15)	(9)	(10)	(11)	营业收入增速	20.5%	7.3%	6.8%	9.2%	8.9%
业务管理费	(362)	(376)	(395)	(410)	(423)	净利息收入增速	30.4%	8.6%	6.2%	8.6%	8.3%
拨备前利润	952	1034	1118	1240	1375	手续费及佣金增速	17.2%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(493)	(569)	(576)	(644)	(728)	营业费用增速	14.1%	3.8%	5.0%	4.0%	3.0%
税前利润	452	455	532	586	636						
所得税	(77)	(76)	(89)	(98)	(106)	规模增长					
归母净利润	374	378	442	487	528	生息资产增速	8.1%	12.8%	7.5%	7.7%	7.9%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	27122	30095	33405	37080	41159	贷款增速	12.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
同业资产	985	1589	1589	1589	1589	同业资产增速	-43.9%	61.4%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资	14335	16704	17205	17721	18253	证券投资增速	10.2%	16.5%	3.0%	3.0%	3.0%
生息资产	46042	51947	55866	60167	64890	其他资产增速	24.6%	21.2%	137.4%	73.1%	50.1%
非生息资产	2055	2490	5911	10233	15357	其他负债增速	7.4%	13.0%	13.9%	14.0%	14.1%
总资产	47334	53681	60893	69334	79026	存款增速	17.6%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
客户存款	29850	34372	39528	45457	52276	同业负债增速	-6.8%	1.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他计息负债	12329	13274	14740	16418	18343	股东权益增速	19.7%	17.9%	6.4%	9.9%	9.8%
非计息负债	1295	1485	1782	2138	2566						
总负债	43474	49131	56050	64014	73185	存款结构					
股东权益	3861	4550	4843	5320	5841	活期	33.6%	32.7%	32.71%	32.71%	32.71%
每股指标											
每股净利润(元)	0.71	0.70	0.82	0.90	0.98	定期	57.9%	59.9%	59.86%	59.86%	59.86%
每股拨备前利润(元)	1.81	1.91	2.07	2.30	2.54	其他	8.5%	7.4%	7.42%	7.42%	7.42%
每股净资产(元)	6.00	6.37	6.91	7.79	8.75	贷款结构					
每股总资产(元)	90.18	99.35	112.70	128.32	146.26	企业贷款 不含贴现	54.9%	55.1%	55.07%	55.07%	55.07%
P/E	5.0	5.1	4.4	4.0	3.6	个人贷款	42.7%	42.6%	42.64%	42.64%	42.64%
P/PPOP	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4	贷款质量					
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	不良贷款率	1.56%	1.38%	1.37%	1.49%	1.51%
利率指标											
净息差(NIM)	2.31%	2.29%	2.18%	2.20%	2.21%	正常	96.23%	96.46%	97.90%	97.95%	98.00%
净利差(Spread)	2.18%	2.20%	2.30%	2.40%	2.50%	关注	2.21%	2.15%	2.10%	2.05%	2.00%
贷款利率	5.64%	5.37%	5.52%	5.67%	5.82%	次级	0.87%	0.66%			
存款利率	2.28%	2.30%	2.35%	2.40%	2.45%	可疑	0.44%	0.39%			
生息资产收益率	4.76%	4.59%	4.74%	4.89%	5.04%	损失	0.25%	0.34%			
计息负债成本率	2.58%	2.39%	2.44%	2.49%	2.54%	拨备覆盖率	180.58%	181.28	193.21	192.72%	196.84%
盈利能力											
ROAA	0.82%	0.75%	0.77%	0.75%	0.71%	资本状况					
ROAE	12.42%	11.47%	12.31%	12.26%	11.82%	资本充足率	13.47%	13.90%	13.72%	13.57%	13.44%
拨备前利润率	2.09%	2.05%	1.95%	1.91%	1.85%	核心一级资本充足	9.20%	9.02%	9.17%	9.32%	9.48%
其他数据											
						资产负债率	91.84%	91.52%	92.05%	92.33%	92.61%
						总股本(亿)	524.89	540.32	540.32	540.32	540.32

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526