

光大银行(601818)

缴费平台和财富管理成长标的

——价值重估系列：光大银行深度报告

✍ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
☎ 分析师：邱冠华 S1230520010003
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

经营底子已夯实，缴费平台和财富业务潜力巨大，有望驱动业绩超预期。

投资要点

□ 基本面稳健扎实的股份行，经营底子已经夯实

光大银行盈利能力较同业的差距持续收窄，经营底子夯实，体现在两大方面：

① 资产负债结构改善，息差差距收窄。② 资产质量夯实，减值优势扩大。

□ 缴费平台与财富管理发力，业绩有望超出预期

※ 作为国有股份行，市场对光大的印象停留在“稳定”、“中庸”。我们认为市场对其缴费平台和财富管理的潜力认知不足，两大增长极有望驱动业绩超预期。

1、缴费平台：市场对光大银行云缴费平台的优势和前景认知不足。我们认为光大作为 25 万亿缴费市场龙头，显著受益于市占率快速提升、机制活化开启。缴费用户到银行客户的价值挖掘空间广阔。

1) 市场：25 万亿市场规模。2020 年个人缴费规模约 13 万亿元，企业缴费规模约 12 万亿元，其中企业缴费行为线上化还有较大空间。

2) 优势：已经形成竞争壁垒。光大云缴费是国内最大开放缴费平台，截至 20 年底用户达 5.1 亿户，且近三年用户数复合增速达 43%。最重要的是光大云缴费已经形成了规模效应，平台市占率快速提升，其他竞争者难以快速模仿超越。

3) 催化：机制活化正在孕育。2021 年 6 月，云缴费科技公司并入光大银行，股权关系拉直，与云生活事业部协同更高效，平台运营更灵活和市场化。

4) 价值：掘金海量缴费用户。依托庞大客群，云缴费的变现来源包括：① 直接变现：手续费和活期存款。2020 年缴费手续费 4.1 亿元收入，同比+64%；缴费企业和机构沉淀活期资金。2020 年日均结算存款 684 亿元，同比+70%，假设 FTP 定价 3%，对应收入 21 亿元。② 间接变现：渠道引流赋能。以财富管理为例，通过加载财富管理业务（包括代销基金、理财等），将缴费用户转化为财富和理财客户，带来财富中收。假设光大银行通过转化云缴费用户，月活客户数增加 600 万户，测算可实现财富中收增量约 25 亿元，对净利润提升约为 3%。

展望未来，平台有望进一步升级。从基础的便民缴费平台，扩展教育培训、医院医保等跨界场景，再到加载信用卡、理财等金融板块形成“生活+金融”的综合性服务平台，拉动海量用户并且深度挖掘价值。

2、财富管理：市场对光大银行财富管理的能力和潜力认知不足。我们认为光大银行资管能力强，渠道建设潜力足，管理有望催化财富战略执行。

1) 资管能力强。① 沿袭创新基因。在理财行业发展各阶段均率先推出创新产品；② 业务轻装上阵。首家成立理财子行的股份行，2021H1 净值化比例较 2020A 提升 15pc，提升幅度排名全国性银行前列。③ 理财能力优异。光大理财是首批养老理财试点之一；根据普益标准，光大的理财收益能力排名全国性银行第三。

2) 渠道潜力大。① 客户资源丰富，2021H1 零售客户 1.3 亿户，股份行中仅次于招行、浦发，并且未来有望受益于云缴费平台带来的海量客户。② 渠道建设发力，对外完善客户经营体系，2020 年将私人银行升为一级部门，2021H1 私人客户同比实现 25% 的高增，增速较 2020A 提升 1pc。对内整合集团金融资源，2021H1 财富 E-SBU 贡献协同中收 18 亿，同比+21%；并依托缴费平台赋能。

3) 管理迎催化。新任行长付万军先生深耕行业 28 年，对银行经营管理的理解深刻、经验丰富，有望与李晓鹏董事长强强联合，催化战略执行。

□ 轻重资本业务应分部估值，加入重点推荐组合

将轻资本与重资本业务分部估值，测算光大银行 2020 年合理市值 3275 亿，对应 2020 年 PB 0.94x。假设 PB 估值不变，则 2021 年测算合理估值对应股价为 6.56 元/股。出于谨慎假设，维持目标价 5.60 元，对应 21 年 PB 0.79x。

1) 轻资本业务：PEG 估值。考虑云缴费沉淀存款无需资本投入，将中收和云

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥ 3.34

单季度业绩

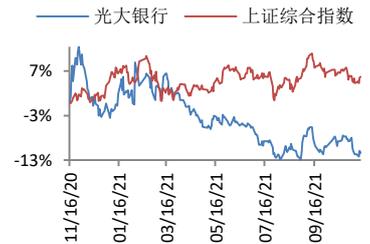
元/股

3Q/2021 0.24

2Q/2021 0.20

1Q/2021 0.21

4Q/2020 0.15



公司简介

公司成立于 1992 年 8 月，总部设在北京，为客户提供全面的商业银行产品与服务。

相关报告

- 1《中收增长加速，不良实现双降——光大银行 2021 年三季度报点评》2021.10.29
- 2《业绩超预期，大财富发力——光大银行 2021 年中报点评》2021.08.31
- 3《财富管理发力，资产质量向好——光大银行 2020 年报点评》2021.03.29
- 4《最佳性价比银行——光大银行 2020 年业绩快报点评》2021.01.21
- 5《利润增速提升，风险指标稳定——光大银行 2020 年三季度报点评》2020.11.01

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇/徐安妮

缴费对应 FTP 收入视为轻资本收入。财富战略和云缴费业务发力下，假设 15% 的中长期轻资本收入增速，给予 1x PEG 估值，对应 2020 年测算市值 1873 亿元。2) **重资本业务：PB 估值**。考虑到结算存款收入纳入轻资本业务中，对传统业务盈利能力进行调整，给予 0.43x PB 估值，对应 2020 年测算市值 1403 亿。

□ 盈利预测及估值

光大银行底子扎实，缴费平台和财富管理业务发力下，增长可期。预计 21-23 年归母净利润增速 18.2%/14.9%/15.4%，对应 BPS 7.06/7.73/8.52 元。维持目标价 5.60 元，对应 21 年 PB 0.79x，现价空间 68%，买入评级。

□ **风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。**

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	142,479	156,861	174,175	195,946
(+/-)	7.28%	10.09%	11.04%	12.50%
归母净利润	37,824	44,725	51,403	59,304
(+/-)	1.26%	18.24%	14.93%	15.37%
每股净资产(元)	6.45	7.06	7.73	8.52
P/B	0.52	0.47	0.43	0.39

正文目录

1. 底子夯实：盈利能力在追赶同业	5
1.1. 资产负债结构改善	6
1.2. 资产质量向好	7
2. 增长可期：缴费和财富孕育潜力	7
2.1. 云缴费平台	7
2.1.1. 市场：二十五万亿缴费规模	8
2.1.2. 优势：已经形成竞争性壁垒	9
2.1.3. 催化：机制活化正在孕育中	10
2.1.4. 价值：掘金海量云缴费用户	11
2.2. 大财富业务	12
2.2.1. 市场：财富管理业务方兴未艾	12
2.2.2. 优势：光大财富业务锐意进取	12
3. 分部估值：轻资本发展价值提升	18
3.1.1. 大财富业务的盈利性与估值	18
3.1.2. 云缴费平台的盈利性与估值	19
3.1.3. 光大银行整体分部估值结果	20
4. 投资建议与风险提示	20

图表目录

图 1: 2018 年以来, 光大银行盈利能力较同业的差距持续收窄	5
图 2: 2018 年以来, 光大银行息差相较同业差距持续收窄	6
图 3: 光大银行资产负债两端均较同业有所改善	6
图 4: 2016 年以来, 光大银行贷款(不含贴现)占比波动提升	6
图 5: 光大银行信用卡占零售贷款的比例提升	6
图 6: 2016 年以来, 光大银行存款占比波动提升	7
图 7: 20H1 以来, 光大银行存款成本下行	7
图 8: 2016 年以来, 光大银行资产质量持续向好	7
图 9: 光大银行拨备水平持续提升	7
图 10: 光大云缴费商业模式图	8
图 11: 中国缴费市场超 25 亿元	9
图 12: 企业线上缴费空间大	9
图 13: 光大云缴费平台合作机构	10
图 14: 云缴费缴费平台用户与直连客户快速增长	10
图 15: 云缴费平台手续费净收入和日均存款高速增长	10

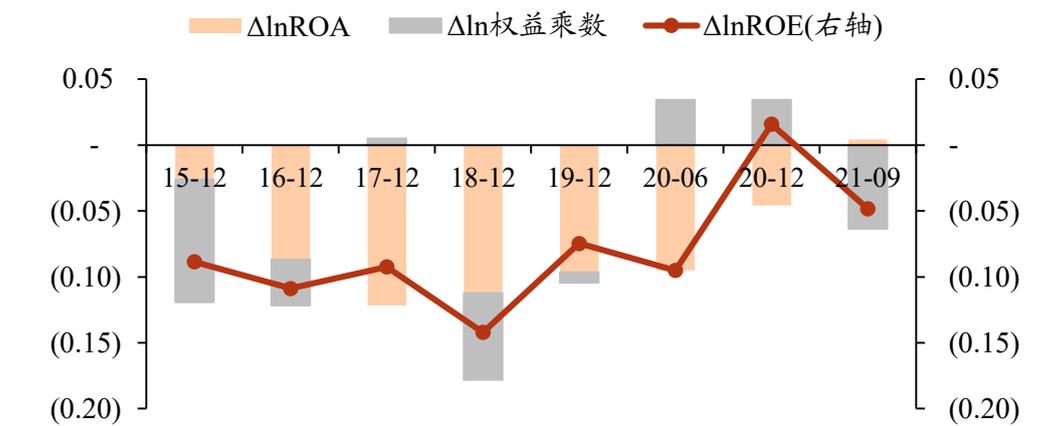
图 16: 光大云缴费平台为银行创造核心经营价值	11
图 17: 资管新规后, 银行理财产品增速迅速由负转正	12
图 18: 中国资产规模将保持 12-14%的年化复合增速.....	12
图 19: 21H1 光大银行理财净值化比例处于全国性银行中位, 环比提升幅度排名全国性银行前列	13
图 20: 光大理财子组织架构图	15
图 21: 光大银行零售客户数居于股份行前列	16
图 22: 光大银行客户数维持较快增长	16
图 23: 光大银行非存款 AUM 较快增长	16
图 24: 光大银行财富中收较快增长	16
表 1: 光大银行杜邦分解	5
表 2: 光大理财组织架构变更及各时间段特色产品	12
表 3: 光大理财“七彩阳光”系列产品收益率基本领先市场同类型主流产品	14
表 4: 光大理财“七彩阳光”系列产品	14
表 5: 光大银行发力基金销售	16
表 6: 光大银行高管简历	17
表 7: 大财富业务盈利情况及未来空间	18
表 8: 云缴费平台的盈利性及空间	19
表 9: 大财富业务和云缴费平台业绩贡献汇总	19
表 10: 光大银行分部估值——将云缴费平台收入纳入轻资本业务	20
表附录: 报表预测值	21

光大银行作为国有股份行，市场对其印象停留在“稳定”、“中庸”，但我们认为市场没有认识到光大缴费和财富业务的潜力，这两大增长极将驱动光大银行经营质效超预期。

1. 底子夯实：盈利能力在追赶同业

盈利能力不断追赶同业。2018 年以来，光大银行盈利能力较同业的差距持续收窄。2020 年以来，ROE 已基本回到股份行平均。其中，2018 年以来，ROA 差距持续收窄，2021Q1-3 已反超对标行平均水平。背后归因经营底子的逐步夯实。具体来看，主要体现在：①资产负债结构改善，带动息差差距收窄；②资产质量夯实，支撑减值优势扩大。

图 1：2018 年以来，光大银行盈利能力较同业的差距持续收窄



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：此处 Δln 各项指标=ln（光大银行指标）-ln（对标行指标平均），对标行为其他 A 股上市股份行。光大 21Q3 数据变更，历史数据未重述。

表 1：光大银行杜邦分解

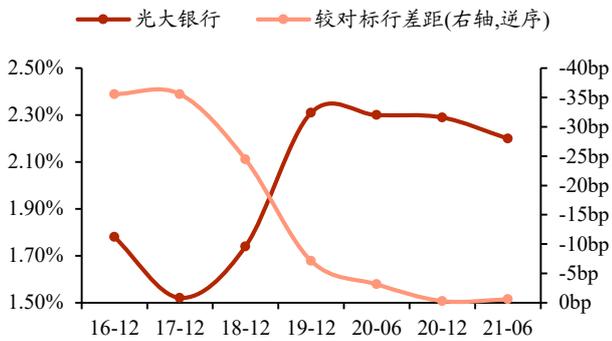
	2016	2017	2018	2019	2020	21Q1-3	2016	2017	2018	2019	2020	21Q1-3
营业收入	2.62%	2.27%	2.61%	2.92%	2.82%	2.82%	-37bp	-44bp	-20bp	-4bp	-2bp	4bp
利息净收入+中收	2.60%	2.26%	2.32%	2.75%	2.67%	2.55%	-25bp	-27bp	-15bp	12bp	10bp	9bp
利息净收入	1.82%	1.50%	1.45%	2.24%	2.19%	2.03%	-24bp	-27bp	-35bp	8bp	9bp	5bp
利息收入	3.99%	3.96%	3.99%	4.62%	4.38%	4.13%	-5bp	-8bp	-25bp	18bp	20bp	13bp
利息支出	-2.17%	-2.45%	-2.55%	-2.38%	-2.19%	-2.10%	-20bp	-18bp	-10bp	-11bp	-10bp	-8bp
净非利息收入	0.80%	0.76%	1.17%	0.68%	0.63%	0.79%	-13bp	-17bp	15bp	-12bp	-12bp	-1bp
净手续费收入	0.78%	0.76%	0.87%	0.51%	0.48%	0.52%	-1bp	-1bp	20bp	4bp	1bp	4bp
其他非息收入	0.02%	0.00%	0.29%	0.17%	0.15%	0.27%	-12bp	-16bp	-5bp	-16bp	-12bp	-5bp
营业费用和税费	-0.84%	-0.76%	-0.79%	-0.84%	-0.79%	-0.74%	8bp	8bp	8bp	2bp	3bp	1bp
税金及附加	-0.08%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	0bp	0bp	0bp	0bp	0bp	0bp
业务及管理费	-0.75%	-0.72%	-0.75%	-0.80%	-0.74%	-0.70%	9bp	8bp	8bp	2bp	3bp	1bp
其他业务成本	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.02%	-0.02%	0bp	0bp	0bp	0bp	0bp	0bp
拨备前利润	1.78%	1.51%	1.82%	2.08%	2.03%	2.08%	-28bp	-35bp	-12bp	-2bp	1bp	6bp
资产减值损失	-0.67%	-0.51%	-0.85%	-1.09%	-1.13%	-1.05%	22bp	26bp	1bp	-6bp	-2bp	-2bp
税前利润	1.12%	1.00%	0.97%	0.99%	0.90%	1.03%	-6bp	-9bp	-11bp	-8bp	-1bp	3bp
所得税	-0.27%	-0.22%	-0.17%	-0.17%	-0.15%	-0.18%	-2bp	-1bp	2bp	0bp	-2bp	-3bp
税后利润	0.85%	0.78%	0.80%	0.82%	0.75%	0.85%	-8bp	-10bp	-9bp	-8bp	-3bp	0bp

资料来源：公司官网，浙商证券研究所。注：2019 年数据口径变更，光大 21Q3 数据口径变更，历史数据未重述。样本不含平安银行，底纹越红，代表指标越优。

1.1. 资产负债结构改善

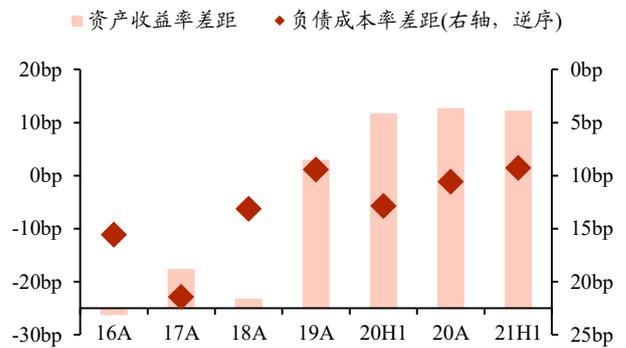
息差劣势持续改善。自2017年以来，光大银行息差较同业的差距持续收窄。光大银行2016年息差较对标行低36bp，而2021H1与行业平均基本持平。归因于资产负债两端较同业的差距均有改善。①资产端收益率由2016年的较同业平均低26bp，大幅改善至2021H1的高12bp；②负债端成本率由2017年的较同业平均高21bp，改善至2021H1的高9bp。

图 2：2018 年以来，光大银行息差相较同业差距持续收窄



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：19年以前的息差口径未包含信用卡分期手续费，样本不包含平安银行，下同。

图 3：光大银行资产负债两端均较同业有所改善

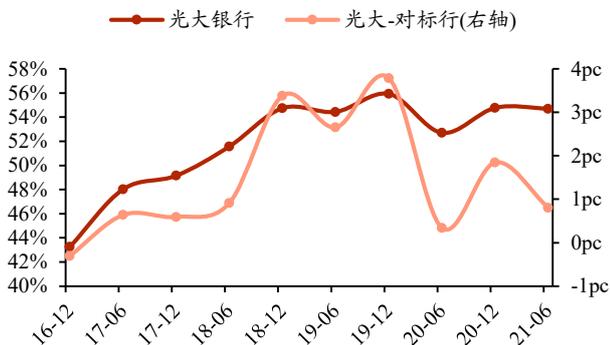


资料来源：wind，浙商证券研究所。数据均为光大银行-对标行数据。

息差劣势改善，背后核心是资产负债结构向好。具体来看：

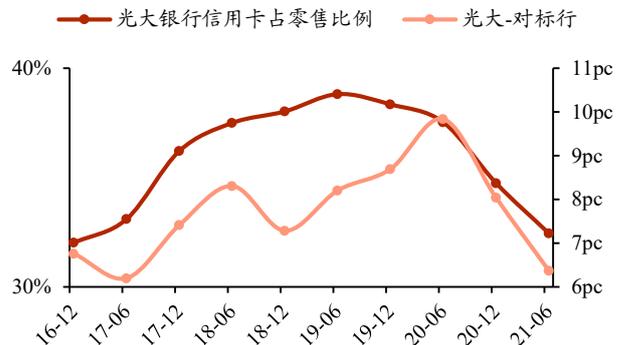
- **资产端，贷款占比提升，信用卡投放发力。**2016年以来，光大银行贷款占比波动提升。较高收益的贷款（不含贴现）占比由16A末的43%提升至21H1末的55%。较对标行差距由2016年末的落后1pc提升至2021H1末的领先3pc。而贷款中，光大银行发力较高收益的信用卡投放。信用卡占零售贷款比例较对标行由2016年的高7pc，波动提升至20H1的高10pc。2020H1后，因疫情影响，主动收紧信用卡投放力度，信用卡占比差距回落至较对标行高6pc，导致收益率优势小幅回落。

图 4：2016 年以来，光大银行贷款（不含贴现）占比波动提升



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图 5：光大银行信用卡占零售贷款的比例提升



资料来源：wind，浙商证券研究所。样本不包含浙商。

- **负债端，负债端结构持续优化。**2016年以来，光大银行存款占比波动提升，存款基础显著夯实。自2016年到2021Q3，光大银行存款占比由56%提升至69%，较对标行差距，由2016年末的落后2pc到2021Q3的领先7pc。注意到。2020H1以来，

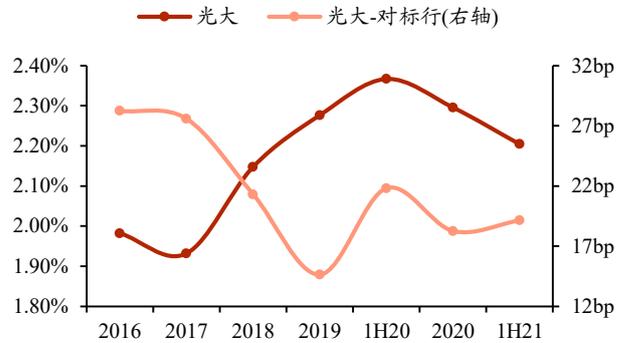
光大银行存款占比下行, 归因主动压降高成本存款, 负债端结构仍持续优化。2020H1以来, 光大银行存款成本累计下降 17bp。

图 6: 2016 年以来, 光大银行存款占比波动提升



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图 7: 2016 年以来, 光大银行存款成本下行

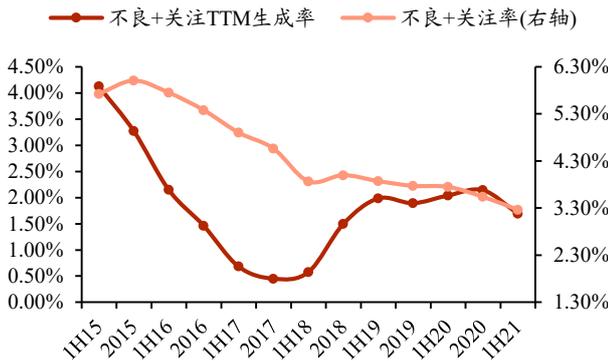


资料来源: wind, 浙商证券研究所。样本不包含平安银行。数据均为光大银行-对标行数据。

1.2. 资产质量向好

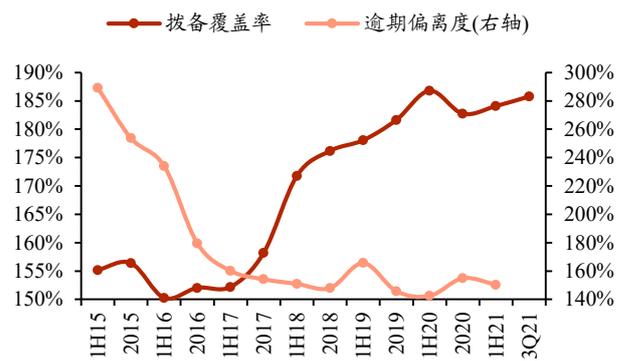
光大银行资产质量向好。①存量指标方面, 2021H1 光大银行真实不良率(不良+关注) 3.26%, 下降至 2015 年以来最优水平; 逾期偏离度来看, 2015 年至 2021H1, 光大银行逾期偏离度由 289% 大幅下降至 150%, 资产质量显著夯实。②动态指标方面, 2021H1 真实不良生成率较 20A 下降 44bp 至 1.70%, 创 2019 年以来最优水平。③风险抵补能力方面, 2016 年以来, 光大银行拨备厚度波动提升, 由 150% 的低点提升至 2021Q3 的 186%。

图 8: 2016 年以来, 光大银行资产质量持续向好



资料来源: wind, 浙商证券研究所。因数据可及性, 样本不包含浙商银行。

图 9: 光大银行拨备水平持续提升



资料来源: wind, 浙商证券研究所。样本不包含浙商银行。

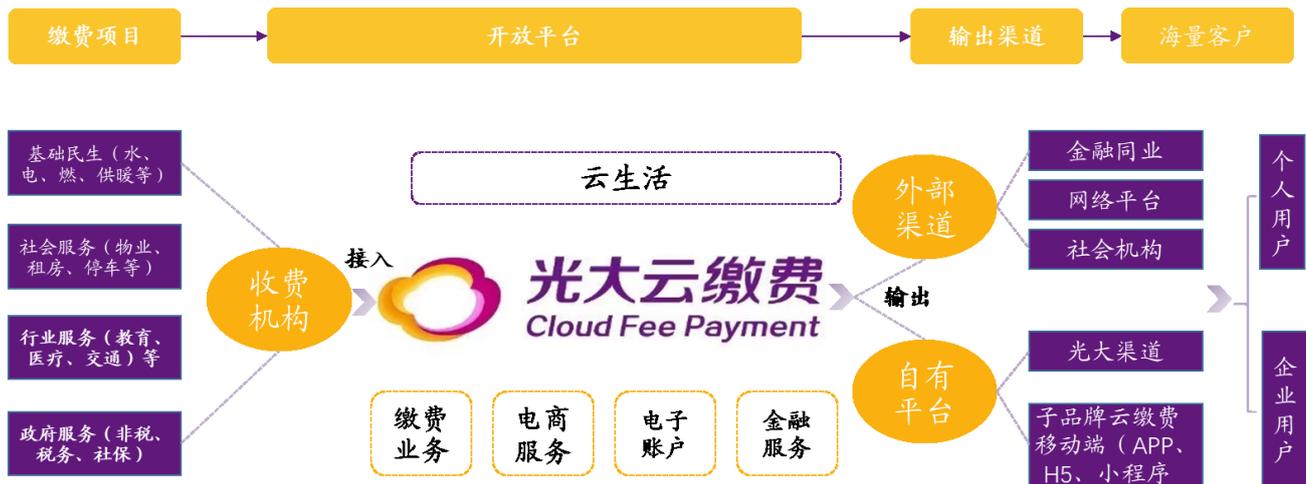
2. 增长可期: 缴费和财富孕育潜力

云缴费平台业务和财富管理业务两大增长极有望驱动光大银行经营质效超预期。

2.1. 云缴费平台

光大云缴费平台是国内最大的开放缴费平台，以缴费场景切入，对接 B 端、C 端庞大客群。①B 端：对接收费单位，整合各类缴费服务，包括基础民生类（水、电、燃、供暖等）、社会服务类（物业、租房、停车等）、行业服务类（教育、医疗、交通等）、政府服务类（非税、税务、社保等）。；②C 端：对接缴费客户，通过自建渠道或对接外部渠道（如支付宝、微信等互联网平台，交行、招行等金融机构平台，国家政务平台）服务客户。

图 10：光大云缴费商业模式图



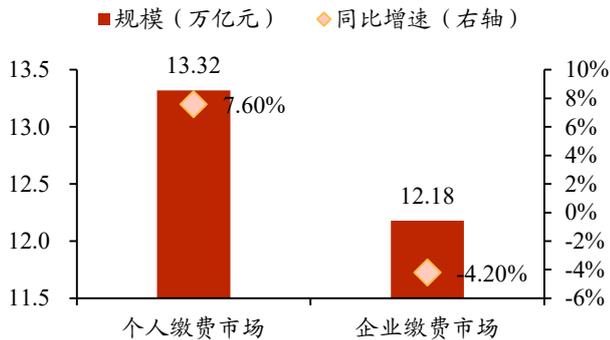
资料来源：公司云缴费宣传材料，浙商证券研究所。

2.1.1. 市场：二十五万亿缴费规模

缴费市场规模巨大，近 25 万亿。根据《2021 年中国便民缴费产业报告》，缴费业务主要分为两类：①居民缴费，包括日常生活、出行、政府服务、消费、教育等，2020 年对应规模约为 13 万亿元，其中线上缴费规模 9.9 万亿元；②企业缴费，包括水电费、燃气费、房租物业费、员工社保公积金代缴等，2020 年规模约为 12 万亿元。

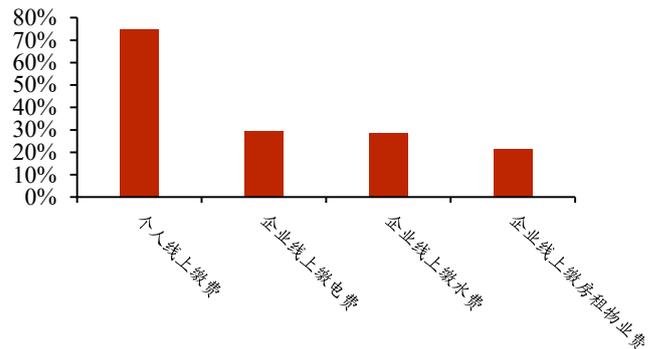
企业线上缴费市场发展空间广。①符合政策的支持方向。国办发【2020】43 号文提出要提升一网通办能力，加快缴费等业务全程网上办，在 2021 年两会报告中也提到对于涉及企业、人民群众经常要办的政府服务要做到“网上办、掌上办、一次办”。线上缴费符合国家政策支持方向。②企业线上缴费空间广。企业线上缴纳电费、水费和房租物业费的企业占比仅 30%、28%和 21%，较居民线上缴费占比（约 76%）仍有较大空间。

图 11：中国缴费市场超 25 亿元



资料来源：《2021 年中国便民缴费产业报告》，浙商证券研究所。

图 12：企业线上缴费空间大



资料来源：《2021 年中国便民缴费产业报告》，浙商证券研究所。

2.1.2. 优势：已经形成竞争性壁垒

光大云缴费已经发展成为国内最大的开放缴费平台，竞争优势突出。光大银行 2014 年推出云缴费平台，截至 2020 年底，缴费用户达到 5.1 亿户，2018-2020 年年化复合增长率达到 43%。快速的户增长，得益于核心竞争优势已经形成。

- **B 端：核心优势在于规模优势。**缴费服务同质化且更换缴费服务的业务成本高，一旦形成良好服务效果，企业用户粘性很强，叠加缴费业务的 B 端客户分散，推广成本高，因此一旦形成规模优势，其他竞争者很难短时间内抢占市场。

光大银行云缴费平台覆盖的缴费品种全、项目多、地域广，已经形成规模优势。

①**品种全**：光大银行云缴费平台已覆盖 30 大类、220 小类缴费服务；②**项目多**：截至 2021 年 10 月，云缴费平台接入缴费项目 11600 多项；③**地域广**：电力服务实现了全国全覆盖；通话费地级市全覆盖；供暖费实现北方地区全覆盖；水费服务地级市覆盖率达 74%；燃气费服务地级市覆盖率 72%。

- **C 端：核心优势在于开放融合。**云缴费平台采用开放运营模式。以缴费渠道为例，云缴费平台不仅支持本行卡，还支持交通银行、招商银行等 87 家他行卡，同时还支持微信、支付宝、美团等多家第三方支付平台，接入 12 个省级政务平台和 28 个市级平台。开放融合的运营模式使云缴费平台得以高效触达 C 端客户，叠加完善的缴费服务支撑，形成扎实客群基础。

2.1.4. 价值：掘金海量云缴费用户

掘金海量云缴费用户。金融脱媒背景下，商业银行最为关注的是如何以场景吸引和留存客户，积累客户流量，从而实现流量变现。而云缴费平台，凭借缴费场景的竞争优势，已经积累了海量客户流量，流量变现的潜力广阔。主要有两大方向：①**直接变现：手续费和存款**；②**间接变现：销售渠道赋能。**

- **直接变现：手续费和存款。**①**手续费收入。**2020年云缴费平台实现手续费净收入4.1亿元（包含缴费、代销、平台输出等业务收入），同比增长64%。②**活期存款沉淀。**缴费业务合作下，企业/政府在光大银行开立存款账户，并通过缴费活动沉淀活期结算存款。2020年云缴费平台为光大银行带来日均活期存款684亿元，同比增长70%，若日均存款FTP定价按3%计算，可实现收入20.5亿元。
- **间接变现：销售渠道赋能。**云缴费平台上沉淀的海量客户，赋能银行各类业务的，尤其是基础零售和财富管理的渠道能力，实现间接变现。

①**基础零售**，依托云缴费平台，搭建了客户分层引流模式。通过特色服务（如社保缴费），将外部客户转化为直联客户（直接使用云缴费APP或小程序的客户），再利用银行服务，将直联客户转化为银行客户，最终通过银行服务创收。截至2020年底云缴费平台直连用户达到5030万户，2018-2020年的年化复合增长率达到340%。根据光大银行测算，600万云缴费用户有望转换为光大客户。

②**财富管理**，云缴费平台有望通过加载财富管理业务（包括代销基金、理财等），进一步将缴费用户转化为光大银行的财富和理财客户，带来财富中收。假设光大银行通过转化云缴费用户，月活客户数增加600万户，测算可实现财富中收增量约25亿元，对净利润提升约为3%。

图 16：光大云缴费平台为银行创造核心经营价值



资料来源：光大财富开放日云缴费宣传材料，浙商证券研究所。

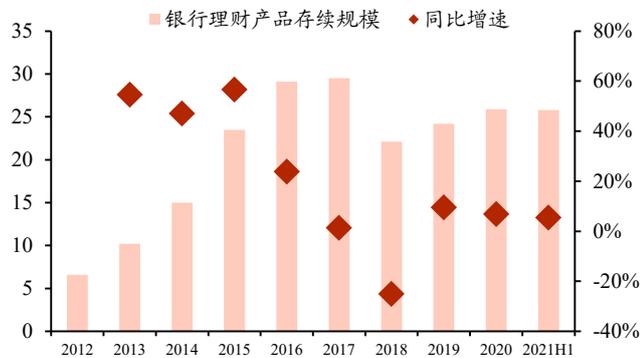
2.2. 大财富业务

光大银行以“打造一流财富管理银行”为战略。财富管理作为未来银行业经营大趋势，赛道空间广阔。光大银行的财富管理业务竞争优势明显，产品能力强、渠道潜力大、管理迎催化，提升空间大，有望驱动经营超预期。

2.2.1. 市场：财富管理业务方兴未艾

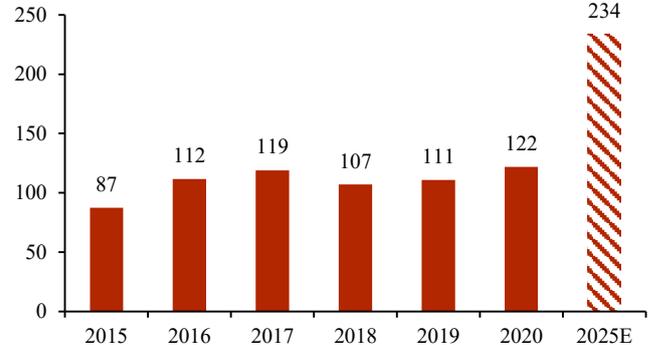
资管新规到期打破刚兑，财富市场蓬勃发展。(1)从规模来看：截至2020年底，中国个人财富资产已达205万亿元人民币，创下历史新高。麦肯锡《中国金融业CEO季刊》预计到2025年，中国财富管理市场仍将维持10%左右年复合增长率，市场规模有望突破330万亿。(2)从结构来看，据央行统计，2019年中国居民的住房资产占总资产的59%，而金融资产占比仅为20%左右；与美国的24%、71%相比，中国居民的金融资产配置仍存优化空间，占比有望提高。(3)银行理财转型较快，增速已经由负转正，资管新规过渡期即将到期，净值化转型压力逐渐消退，银行理财产品有望恢复快速增长。

图 17：资管新规后，银行理财产品增速迅速由负转正



资料来源：公司公告，浙商证券研究所。单位：万亿元/%。

图 18：中国资产规模将保持 12-14% 的年化复合增速



资料来源：BCG 中国资产管理市场 2020，浙商证券研究所。单位：万亿元。虚线为预测值

2.2.2. 优势：光大财富业务锐意进取

光大银行财富管理的资管能力强、渠道潜力大、管理迎催化。

1) 光大银行资管能力强，体现在三大方面：①沿袭创新基因；②业务轻装上阵；③理财能力优异。

➢ 沿袭创新基因。光大银行资管业务，尤其是理财业务，持续走在行业前沿。2004年光大银行即发行首个理财产品，是国内首家发行人民币理财产品的银行，且在各个阶段均有引领银行创新的理财产品推出，例如首支信托理财产品、首支股票直投理财等。通过十六年的耕耘，光大有丰富的资管经验，创新基因浓厚。

表 2：光大理财组织架构变更及各时间段特色产品

时间	组织架构变更	产品
2004	-	国内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	光大银行成立负责理财业务的单独二级部门——财富管理中心。	首家开展理财产品客户风险评估的银行、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 计划等。
2011-2013	光大银行在原财富管理中心基础上成立了负责理财业务的一级部门——资产管理部。	首个银行系 TA 系统、首支主动管理型养老基金理财产品、首支夹层并购基金理财产品等。
2014-2016	光大银行资产管理部进一步转型为资产管理事业部；光大银行董事会同意设立理财业务独立法人机构。	首个银行系资产管理系统、首支量化产品--阳光量化集优组合（MOM）、推出基金宝“同利”浮动收益型理财产品、推出“活期盈”机构+零售理财产品等。
2017-2018	光大银行股东大会同意全资设立资产管理子公司，初始注册资本金不超过 50 亿元人民币。	推出分段计息“活期盈”、“光银现金”、“七彩阳光”系列产品。
2019-至今	光大银行正式向中国银保监会递交理财子公司筹建及开业申请材料，并获得中国银保监会批准，为股份行首家成立的理财子公司。	推出聚焦科创板——“阳光橙优选科创”FOF 产品、“阳光橙安盈”混合系列、“阳光金增利”固收增强系列产品；推出理财子首款股票直投理财、首款股票指数理财。

资料来源：公司官网，浙商证券研究所。

- **业务轻装上阵。**光大银行的理财业务资管新规转型时间较早，存量消化压力小，业务轻装上阵。光大理财子 2019 年 9 月即成立，是股份行中首家。成立后，光大理财净值型产品规模和净值化比例持续提升。截至 2021H1 末，光大银行净值型理财产品近 6700 亿元，较年初高增 32%，净值化比例已经从 18 年底 22%，上升 33pc 至 21H1 末 76%，其中，21H1 较 20A 提升 15pc，提升幅度排名全国性银行前列。

图 19：21H1 光大银行理财净值化比例处于全国性银行中位，环比提升幅度排名全国性银行前列



资料来源：wind，浙商证券研究所。

- **理财能力优异。**光大综合理财能力突出。①外部评价来看，根据普益标准，2021年三季度，光大综合理财能力排名全国性银行第四，其中理财收益能力排名全国性银行第三。②管理业绩来看，光大理财产品表现优于市场主流资管产品。同时，光大理财成为首批开展养老理财试点的四家理财子之一，说明监管对光大银行理财能力较为认可。

表 3：光大理财“七彩阳光”系列产品收益率基本领先市场同类型主流产品

系列	产品	七日年化	产品	七日年化
阳光碧现金管理系列	阳光碧乐活 1 号	3.01%	余额宝	1.95%
	阳光碧乐活 2 号 A	2.97%	微信零钱通	2.07%
系列	产品	近一年涨跌幅	产品	近一年涨跌幅
阳光红权益系列	阳光红 ESG 行业精选	36.45%	招商中证白酒指数	7.06%
阳光橙混合系列	阳光橙优选科创	6.75%	易方达蓝筹精选混合	0.84%
阳光金固收系列	阳光金季添利 1 号	3.21%	财通资管鸿福短债	3.15%
系列	产品	成立以来涨跌幅	产品	近一年涨跌幅
阳光青另类及衍生品系列	阳光青睿盈 4 号 (6M 定开黄金联动区间震荡)	1.17%	华安黄金易 ETF	-3.72%

资料来源:公司公告, 南财理财通, 浙商证券研究所, 所对比产品除余额宝、微信零钱通外, 其余选取天天基金网各类产品中规模最大的产品, 截至 11 月 14 日。底纹标粉表示同类对比中, 收益率更高。

光大银行强大的综合理财优势背后, 得益于全面的产品体系和投研团队的持续增强。具体来看:

①**产品体系上**, 光大银行打造“七彩阳光”净值型系列产品, 涵盖股票类、混合策略类、固定收益类等七类资产配置, 来满足客户不同的风险收益偏好。同时, 养老理财试点有望帮助光大理财进一步充实产品体系, 保持竞争优势。

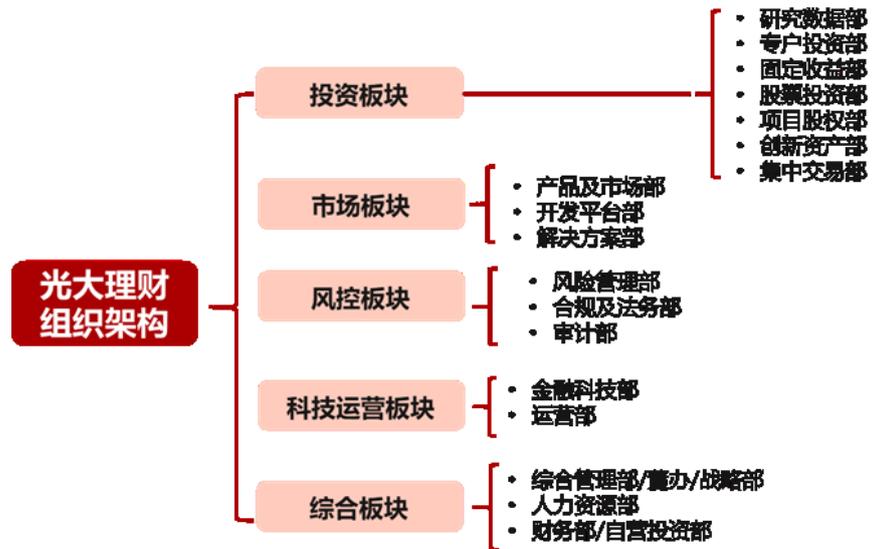
表 4：光大理财“七彩阳光”系列产品

序号	产品系列	产品类型
1	阳光红系列, 主要投资股票类资产	主动管理类、指数策略类
2	阳光橙系列, 主要投资混合策略资产	FOF 类、多资产多策略专户、类固收、目标策略
3	阳光金系列, 主要投资债权类资产	ABS/REITS+非标、债券+权益、纯债
4	阳光碧系列, 主要投资现金类资产	货币 (包括摊余成本法、市值法)
5	阳光青系列, 主要投资另类资产	挂钩衍生品、商品
6	阳光蓝系列, 主要投资私募股权类资产	成长基金、并购基金、夹层基金、Pre-IPO 投资
7	阳光紫系列, 主要投资结构化融资类资产	债券融资、基础设施、供应链金融、类资产证券化

资料来源:公司公告, 浙商证券研究所。

②**投研团队上**, 光大理财投研能力逐步提升。光大理财董事长张旭阳先生 2004 年即负责首个理财产品的开发与管理, 历任光大资管部总经理、度小满金融副总裁, 资管经验丰富, 能力出众。同时, 据光大银行理财开放日披露, 光大理财的投研人员占员工人数的 40%, 其中来自公募基金、券商、保险等其他资管机构占比 33%, 投研队伍的专业能力突出。

图 20：光大理财子组织架构图



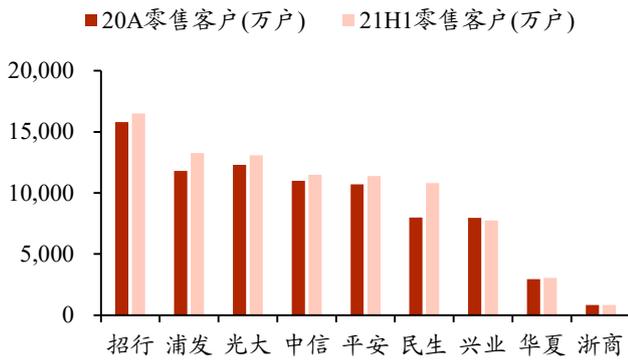
资料来源：光大理财发布会，公司公告，浙商证券研究所。

2) 光大银行渠道潜力广阔。光大银行客户资源丰富，同时在财富管理渠道建设上面持续发力，叠加集团赋能，财富管理的渠道增长潜力广阔。

- 从客户数量来看，截至 2021H1，光大银行拥有 1.31 亿零售客户，零售客户数在股份行中次于招行、浦发，财富渠道的潜在客户资源丰富。
- 从渠道建设来看，光大银行对外完善客户经营体系，对内通过 E-SBU 整合集团内部资源。①客户经营体系完善。以私行为例，2020 年，光大银行私人银行升级为一级部门，私行客户经营体系进一步完善。②集团综合资源赋能。光大集团构建 6 大 E-SBU 生态场景（财富、投行、投资、健康、环保、旅游），协同各子公司金融资源协同。凭借 E-SBU 协同体系，光大银行借力集团优势，为客户提供多元化的产品和服务，客户服务能力和财富创收能力提升。根据财报，21H1 财富 E-SBU 已经贡献协同营收 57 亿，其中贡献中收 18 亿，同比增长 21%。③借力缴费平台资源。光大银行将云缴费平台打造为财富管理销售渠道之一。云缴费平台 5.1 亿庞大客群支撑下，光大银行财富管理的渠道能力有望提升。

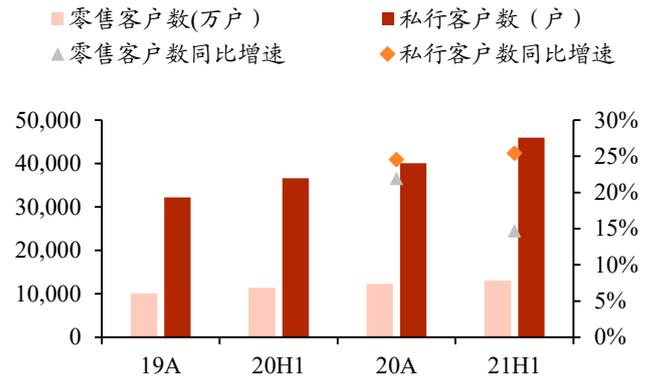
光大银行的渠道建设快速推进。①客户增长：2021H1 光大银行零售客户同比增长 15%。其中，私行客户同比+25%，增速较 2020A+1pc。②AUM：AUM 可以综合反映零售财富管理的客户基础情况。2021H1 光大银行零售非存款 AUM 11,787 亿元，同比+13%，增速较年初提升 2pc。③代理收入：21H1 光大银行财富中收 44 亿元，同比+15%，其中代理基金收入同比+42%，代理信托同比增长 17%。光大银行发力基金代销，从基金保有量数据可以看到，光大银行股票+混合公募基金保有规模环比增速快于行业平均，21Q3 光大银行股票+混合基金环比 4.7%，较行业前 100 家平均增速快 4.7pc。

图 21：光大银行零售客户数居于股份行前列



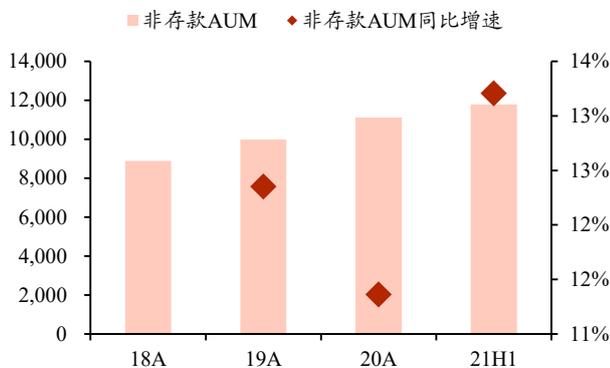
资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

图 22：光大银行客户数维持较快增长



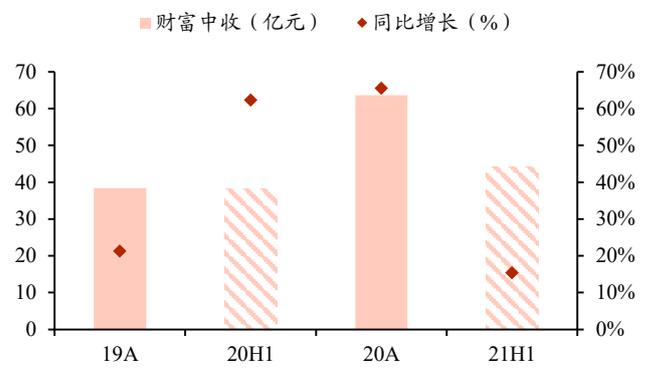
资料来源：wind，浙商证券研究所。

图 23：光大银行非存款 AUM 较快增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所。单位：亿元/%。

图 24：光大银行财富中收较快增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所。单位：亿元/%。斜纹代表半年度累计数据。

表 5：光大银行发力基金销售

排名	机构名称	21Q3 基金保有规模 (亿元)		股票+混合公募基金保有规模		非货币市场公募基金保有规模	
		股票+混合公募	非货币市场公募	21Q3 环比增速	21Q2 环比增速	21Q3 环比增速	21Q2 环比增速
1	招商银行	7,307	7,810	-3.0%	12.3%	-1.9%	12.5%
2	蚂蚁基金	6,810	11,954	3.4%	15.1%	12.8%	19.0%
3	工商银行	5,207	5,667	-4.8%	9.6%	-3.5%	9.5%
4	天天基金	4,841	5,783	9.6%	17.7%	14.0%	17.4%
5	建设银行	3,948	4,313	-4.0%	8.4%	-3.0%	8.4%
6	中国银行	3,270	4,860	-1.9%	9.4%	0.2%	6.1%
7	交通银行	2,651	2,840	8.9%	2.3%	4.8%	9.1%
8	农业银行	2,162	2,220	-12.4%	8.8%	-19.3%	11.5%
9	浦发银行	1,690	1,736	-2.8%	5.0%	-2.9%	4.6%
10	民生银行	1,648	1,701	1.1%	7.8%	1.2%	7.3%
11	兴业银行	1,407	1,523	0.8%	1.2%	2.1%	3.5%
12	中信银行	1,210	1,402	1.3%	16.0%	-1.5%	6.0%
13	平安银行	1,176	1,425	6.9%	20.9%	8.0%	26.9%
14	中信证券	1,095	1,135	-7.5%	-8.8%	-7.0%	-7.1%
15	光大银行	998	1,115	4.7%	20.2%	-0.2%	29.3%
16	邮储银行	912	1,147	16.2%	11.7%	7.7%	-5.6%

17	腾安基金	883	1,604	10.4%	26.4%	18.1%	30.6%
18	华泰证券	823	910	-23.7%	98.0%	-19.2%	89.6%
19	广发证券	736	830	-6.2%	5.9%	-1.3%	6.9%
20	宁波银行	599	727	-0.5%	7.1%	5.7%	16.2%

资料来源：公司官网，wind，浙商证券研究所。

3) 光大银行管理迎来催化。新行长的到任，有望与李董事长强强联合，催化战略执行。光大银行董事长李晓鹏具有多年大行经验，在2018年提出E-SBU战略，对财富管理战略的理解和把握能力突出。2021年6月新到任的付万军行长任深耕银行业28年，在国有行的地方分行、总行，及信贷、市场营销等多部门均有任职经验，对银行经营理解深刻。

表 6：光大银行高管简历

职位	姓名	出生年份	履历
董事长	李晓鹏	1959	经济学博士学位，高级经济师。现任中国光大集团股份公司党委书记、董事长。历任中国工商银行河南省分行党组成员、副行长，中国工商银行总行营业部总经理，中国工商银行四川省分行党委书记、行长，中国华融资产管理公司党委委员、副总裁，中国工商银行党委委员、行长助理兼北京市分行党委书记、行长，中国工商银行党委委员、执行董事、副行长，中国投资有限责任公司党委副书记、监事长，招商局集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理。
行长	付万军	1968	工商管理硕士学位，高级经济师。自2021年6月起任光大银行行长，2021年4月起任光大银行党委副书记，2021年2月起任光大银行董事。现任中国光大集团股份公司党委委员、执行董事。曾任交通银行乌鲁木齐分行信贷二部副经理、市场营销二部副经理、经理、行长助理、副行长、党委委员，银川分行党委书记、行长，新疆区(乌鲁木齐)分行党委书记、行长，重庆市分行党委书记、行长，总行公司业务部总经理(省分行正职级)、业务总监(公司与机构业务板块)；中国光大集团股份公司副总经理。
党委委员(副行长级)、工会委员会主席	伍崇宽	1963	工学学士，工程师。现任光大银行工会委员会主席、机关工会主席，中国光大集团股份公司工会委员会副主席。
党委委员、纪委书记(副行长级)	董铁峰	-	经济学博士学位，高级经济师。自2020年12月起任光大银行党委委员、纪委书记(副行长级)。
副行长	曲亮	1966	法学硕士学位，高级经济师。自2021年2月起任光大银行执行董事、2020年3月起任光大银行副行长，2018年9月起任本行党委委员。
副行长	齐晔	1970	工商管理硕士，经济师。现任光大银行党委委员、副行长。
副行长	杨兵兵	1971	工商管理硕士学位，高级经济师。现任光大银行党委委员、副行长。
副行长	赵陵	-	管理学博士学位。现任光大银行党委委员、副行长，兼任本行首席业务总监、金融市场部总经理，代为履行光大银行董事会秘书职责。

资料来源：公司官网，wind，浙商证券研究所。

3. 分部估值：轻资本发展价值提升

3.1.1. 大财富业务的盈利性与估值

光大银行财富管理的收入主要来自产品端的产品管理费，以及渠道端的代销金融产品手续费收入。根据测算结果，21H1 光大银行财富管理净利润为 27 亿元，占全行净利润比重 12%，较 20A 占比提升 3pc。

(1) 财富管理：21H1 光大银行财富中收实现 44 亿元，同比增 15%，假设成本收入比为 40%，测算财富中收净利润为 20 亿元，同比增 15%。20A 光大银行人均 AUM 为 1.6 万元，假设光大银行人均 AUM 提升至 3-6 万元(20A 股份行加权人均 AUM 为 2.9 万元，招行人均 AUM 为 5.7 万元)，费率不变的情况下，财富中收可从 20A 的 64 亿元提升至 119-239 亿元，静态测算，可提升 2020A 税后中收(假设 25%税率) 22.9%-72.0%，提升 2020A ROE 0.71pc-2.23pc。

(2) 资产管理：20A 光大理财管理资产规模 5041 亿元，实现净利润 6 亿元，同年成立的招银理财管理规模为 24500 亿元，实现净利润 25 亿元。21H1 光大理财 7 亿元，已超去年全年净利润水平，理财子公司盈利能力快速提升，净利润有望向发展较快的银行理财看齐。假设光大理财净利润达到 14-25 亿元，静态测算，可提升 2020A 税后中收(假设 25%税率) 7.6%-17.7%，提升 2020A ROE 0.24-0.55pc。

表 7：大财富业务盈利情况及未来空间

大财富业务收入来源	数据口径	20A	21H1	
产品管理费	光大理财子净利润(亿元)	5.64	6.91	
代销产品手续费收入	财富中收(亿元)	63.67	44.15	
	手续费净利润(净利润=财富中收*(1-成本收入比 40%)*(1-企业所得税 25%)，亿元)	28.65	19.87	
大财富业务净利润	理财子净利润+手续费净利润(亿元)	34.29	26.78	
	净利润占比	9.05%	11.94%	
大财富业务空间测算	测算思路	20A	目标区间	
产品管理费	光大理财子净利润提升(亿元)	5.64	14.00	25.00
	提升税后中收(假设 25%税率)		7.64%	17.69%
	提升 ROE(以 2020 年加权平均净资产测算)		0.24pc	0.55pc
代销产品手续费收入	人均 AUM(万元)	1.60	3.00	6.00
	财富中收(亿元)	63.67	119.38	239.76
	手续费净利润(净利润=财富中收*(1-成本收入比 40%)*(1-企业所得税 25%)，亿元)	28.65	53.72	107.44
	提升税后中收(假设 25%税率)		22.90%	71.99%
	提升 ROE(以 2020 年加权平均净资产测算)		0.71pc	2.23pc
大财富业务净利润空间	理财子净利润+手续费净利润(亿元)	34.29	67.72	132.44
	合计提升税后中收(假设 25%税率)		30.54%	89.67%
	合计提升 ROE(以 2020 年加权平均净资产测算)		0.94pc	2.77pc

资料来源：公司公告，财富开放日材料，浙商证券研究所。

3.1.2. 云缴费平台的盈利性与估值

根据 2021 年光大发展目标测算，①**手续费收入**，2021 年缴费手续费净收入有望达到 6 亿元；②**结算存款收入**，假设 2021 年日均结算存款为 1000 亿元，FTP 定价按 3% 计算，测算可实现云缴费收入 30 亿元；③**代销产品收入**，云缴费平台可代销理财产品，实现理财中收，假设光大银行通过转化云缴费用户，月活客户数增加 600 万户，测算可实现财富中收增量约 25 亿元。**云缴费平台各项收入扣除费用和所得税后，对应可提振 ROE 0.56pc。**

表 8：云缴费平台的盈利性及空间

云缴费业务收入来源	测算口径	20A	目标空间
缴费手续费收入	云缴费手续费净收入	4.10	6.00
	云缴费手续费净利润（扣税）	3.08	4.50
沉淀结算存款内部转移定价收入	日均结算存款（亿元）	684	1000
	结算存款 FTP 收入（FTP 按 3% 测算）	20.52	30.00
	结算存款转移定价净利润（扣税）	15.39	22.50
代销理财产品中收	月活增量（万户）		600
	AUM 增量（亿元，假设 AUM 与月活数比例不变）		4413.29
	财富中收（亿元，假设费率不变）		25.27
	财富净利润（亿元，假设费率不变）		11.37
云缴费业务净利润合计	云缴费手续费收入+结算存款 FTP 收入	18.47	38.37
	提升 ROE（以 2020 年加权平均净资产测算）		0.56pc

资料来源：公司公告，财富开放日材料，浙商证券研究所。

表 9：大财富业务和云缴费平台业绩贡献汇总

	盈利模式	测算假设	提升净利润	提升 ROE
大财富业务业绩贡献	产品管理费（亿元）	假设达到 20A 招银理财盈利规模	2.21%-5.11%	0.24-0.55pc
	代销理财产品财富中收（亿元）	人均 AUM 提升至 3-6 万元，达到股份行平均水平和招行水平	6.61%-20.79%	0.71-2.33pc
云缴费平台业绩贡献	缴费手续费（亿元）	根据光大云缴费宣传材料测算，手续费随着缴费总频次增加而增加	0.38%	0.04pc
	结算存款内部转移定价收入（亿元）	存款日均余额根据光大云缴费宣传材料测算，FTP 转移定价按 3%	1.88%	0.20pc
	代销理财产品中收（亿元）	根据光大云缴费用户预计有 600 万转化为光大银行个人客户，假设可增加光大银行月活数 600 万户，银行月活数和 AUM 比例保持不变	3.00%	0.32pc
合计			14.07%-31.15%	1.51pc-3.44pc

资料来源：公司公告，财富开放日材料，浙商证券研究所。

3.1.3. 光大银行整体分部估值结果

光大银行财富管理战略成效凸显，云缴费平台潜力巨大，我们认为可将其轻重业务进行分部估值：①轻资本业务：PEG 估值。考虑云缴费沉淀存款无需资本投入，将中收和云缴费对应的 FTP 收入视为轻资本收入。考虑在财富战略和云缴费业务共同发力下，光大银行轻资本业务贡献收入有望保持较快增长，假设中长期来看，光大银行轻资本收入维持 15% 的增速（与 21H1 财富中收增速相近），给予 1x PEG 估值，对应 PE 估值 15x，2020 年测算市值 1873 亿元。②重资本业务：PB 估值。考虑到结算存款收入纳入轻资本业务中，对传统业务盈利能力进行调整，给予 0.43x PB 估值，对应 2020 年测算市值 1403 亿。

表 10：光大银行分部估值——将云缴费平台收入纳入轻资本业务

轻资本业务		重资本业务		分部估值	
中收	243	真实不良	1,064	测算 2020 年总市值	3,275
成本收入比/税率	40%/25%	拨备水平	761	测算 2020 年 PB	0.94
云缴费结算存款利润	15	税率	25%	2021 年预测 BPS	7
中间业务净利润（还原云缴费收入）	124	风险调整后的净资产	3,258	测算估值对应目标价	6.56
估值（15x PE）	1,873	估值（0.43x PB）	1,403	当前我们的目标价	5.60

资料来源：wind，浙商证券研究所。单位：亿元、%。估值方法：①轻资本业务 PE 估值。将除信用卡分期业务外的 2020 年中收作为营业收入。假定税率为 25%、成本率 40%；由于云缴费通过缴费业务积累的结算存款，基本不需要额外的资本投入，因此可将结算存款 FTP 收入调整到轻资本业务中。轻型业务中收对应利润=不含信用卡分期手续费的中收*(1-40%)*(1-25%)+云缴费结算存款 FTP 收入*(1-25%)。2020 年结算存款 FTP 收入=日均存款 684*FTP 定价按 3% 测算=25 亿元。②重资本业务 PB 估值。使用风险调整后净资产=2020 年净资产+2020 年（拨备-不良-关注）*(1-25%) 作为风险调整后净资产，考虑到结算存款 FTP 收入纳入轻资本业务中，对传统盈利能力 ROE 进行调整，在 6xPE 不变的情况下，给予 0.43x PB 估值。分部估值法结果高于我们目标价，保守起见我们维持原有的目标估值。

4. 投资建议与风险提示

光大银行底子扎实，云缴费平台和财富管理业务发力下，增长可期。预计 21-23 年归母净利润增速 18.2%/14.9%/15.4%，对应 BPS 7.06/7.73/8.52 元。出于保守考虑，维持现有目标价 5.60 元，对应 21 年 PB 0.79x，现价空间 68%，买入评级。

风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	360,287	394,997	442,397	495,484	净利息收入	110,697	114,458	125,961	141,121
同业资产	158,941	174,835	192,319	211,550	净手续费收入	24,323	27,485	31,058	35,096
贷款总额	3,009,482	3,370,620	3,808,800	4,303,944	其他非息收入	7,459	14,918	17,156	19,729
贷款减值准备	-75,533	-81,947	-100,498	-116,350	营业收入	142,479	156,861	174,175	195,946
贷款净额	2,942,435	3,288,673	3,708,302	4,187,594	税金及附加	-1,483	-10,836	-12,150	-13,729
证券投资	1,670,415	1,785,996	1,941,717	2,119,940	业务及管理费	-37,589	-38,431	-42,673	-48,007
其他资产	236,085	258,209	287,430	320,721	营业外净收入	-190	0	0	0
资产合计	5,368,163	6,013,577	6,694,118	7,469,439	拨备前利润	102,429	106,653	118,308	133,035
同业负债	886,516	913,111	940,505	968,720	资产减值损失	-56,932	-52,723	-56,324	-61,524
存款余额	3,437,197	3,780,917	4,234,627	4,742,782	税前利润	45,497	53,931	61,984	71,510
应付债券	440,870	665,649	809,100	983,466	所得税	-7,592	-8,999	-10,343	-11,933
其他负债	148,540	165,763	185,079	207,061	税后利润	37,905	44,931	51,641	59,577
负债合计	4,913,123	5,525,440	6,169,311	6,902,029	归属母公司净利润	37,824	44,725	51,403	59,304
股东权益合计	455,040	488,137	524,807	567,410	归属母公司普通股股东净利润	35,605	42,506	49,184	57,085
主要财务比率					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	8.61%	3.40%	10.05%	12.04%	不良贷款余额	41,666	39,216	47,740	54,288
手续费净增速	4.98%	13.00%	13.00%	13.00%	不良贷款净生成率	1.97%	1.40%	1.30%	1.30%
非息净收入增速	2.87%	33.42%	13.70%	13.71%	不良贷款率	1.38%	1.16%	1.25%	1.26%
拨备前利润增速	8.38%	4.12%	10.93%	12.45%	拨备覆盖率	183%	209%	211%	214%
归属母公司净利润增速	1.26%	18.24%	14.93%	15.37%	拨贷比	2.53%	2.43%	2.64%	2.70%
盈利能力					流动性				
ROAE	10.80%	11.78%	12.44%	13.13%	贷存比	87.56%	89.15%	89.94%	90.75%
ROAA	0.75%	0.79%	0.81%	0.84%	贷款/总资产	56.06%	56.05%	56.90%	57.62%
RORWA	1.04%	1.10%	1.13%	1.17%	平均生息资产/平均总资产	98.92%	97.85%	97.14%	97.24%
生息率	4.27%	4.14%	4.16%	4.17%	每股指标(元)				
付息率	2.36%	2.31%	2.30%	2.30%	EPS	0.68	0.79	0.91	1.06
净利差	1.92%	1.83%	1.86%	1.87%	BVPS	6.45	7.06	7.73	8.52
净息差	2.14%	2.06%	2.04%	2.05%	每股股利	0.21	0.24	0.27	0.32
成本收入比	26.38%	24.50%	24.50%	24.50%	估值指标				
资本状况					P/E	4.95	4.25	3.67	3.16
资本充足率	13.90%	13.33%	12.95%	12.58%	P/B	0.52	0.47	0.43	0.39
核心资本充足率	11.75%	11.26%	10.88%	10.55%	P/POP	1.76	1.69	1.53	1.36
风险加权系数	71.49%	71.50%	71.50%	71.50%	股息收益率	6.41%	7.07%	8.18%	9.49%
股息支付率	30.00%	28.51%	28.70%	28.88%					

资料来源：wind，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>