

## 光大银行 (601818.SH) 经营质地稳中向好，竞速财富管理新赛道

2024 年 02 月 01 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

liuchengxiang@kysec.cn

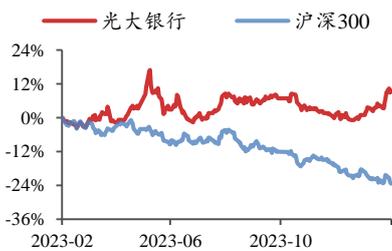
wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

日期	2024/1/31
当前股价(元)	3.15
一年最高最低(元)	3.72/2.83
总市值(亿元)	1,861.19
流通市值(亿元)	1,461.81
总股本(亿股)	590.86
流通股本(亿股)	464.07
近 3 个月换手率(%)	15.39

### 股价走势图



数据来源：聚源

#### ● 业绩拆分：盈利能力稳中有升，经营底子较为扎实

光大银行对公贷款发力基建+制造业，客户基础深厚，零售转型效能加速释放；资产质量稳中向好，财富管理战略坚定、品牌效应突出，未来中收增长势头可期。我们预计其 2023-2025 年归母净利润分别为 459/485/527 亿元，分别同比增长 2.53%/5.49%/8.69%；当前股价（2024-01-31）对应 2024 年 PB 为 0.3 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

#### ● 资产端对公优势稳固，负债端存款成本下降空间较大

**资产端：**第一大股东为光大集团，拥有齐全的金融牌照，为银行综合金融服务提供平台。2023 年上半年对公贷款增量为 2011 年至今最高水平，对公压舱石作用仍存，近年发力基建+制造业贷款。零售银行方面，2023 年上半年的营收、利息净收入、手续费及佣金净收入贡献度均已高于公司银行。

**负债端：**存款成本下降空间较大，有望缓释息差下行压力。近年对公核心存款占比显著上升至 89%，存款稳定性大幅提升。2023 年光大银行共 3 次下调存款挂牌利率，1Y/2Y/3Y/5Y 定期存款挂牌利率分别累计下降 20BP/50BP/65BP/65BP。我们测算光大银行存款成本率每下降 10BP，对于净息差的正向拉动约 7BP。

#### ● 资产质量：主动管控能力加强，拨备连续 6 个季度反哺利润

多种策略消化不良资产，2008 年得以卸下历史包袱。2020 年前后加大处置力度，不良率始终处于较低水平，资产质量的主动管控能力加强。2022Q2-2023Q3 拨备连续 6 个季度反哺利润，2023Q3 末拨备覆盖率约 175%。

#### ● 财富管理：勇开行业先河，财富管理战略坚定推进

“三大北极星”指标使得财富管理的考核导向更加清晰。(1) 零售金融：利用覆盖面广的线下网点+引流效果强的云缴费平台+光大理财齐全的产品货架，AUM 增长有支撑。(2) 集团协同：发挥 FPA “压舱石”作用，加快“商投私”一体化发展，截至 2023 年 6 月末 GMV 同比增长近 43%。

#### ● 风险提示：经济增速不及预期；政策落地不及预期；业务转型的风险等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	152,751	151,632	151,430	157,505	168,110
YOY(%)	7.14	-0.73	-0.13	4.01	6.73
归母净利润(百万元)	43,407	44,807	45,940	48,461	52,674
YOY(%)	14.73	3.23	2.53	5.49	8.69
拨备前利润(百万元)	107,736	106,575	105,688	111,533	118,853
YOY(%)	5.18	-1.08	-0.83	5.53	6.56
ROE(%)	10.64	10.27	9.80	9.35	9.27
EPS(摊薄/元)	0.80	0.83	0.78	0.82	0.89
P/E(倍)	3.92	3.80	4.05	3.84	3.53
P/B(倍)	0.35	0.34	0.33	0.31	0.28

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 业绩增长：盈利能力稳中向好 .....	4
1.1、 净利润驱动因子：规模增长>拨备>税收>非息>费用>净息差 .....	4
1.2、 规模增长：对公优势巩固，零售增长潜力较大 .....	5
1.2.1、 对公贷款发力基建+制造业贷款 .....	5
1.2.2、 零售贷款的修复空间仍较大 .....	7
2、 改善信号：负债成本+信用成本有望双降 .....	9
2.1、 拨备：对于利润的贡献由负转正 .....	9
2.1.1、 收购原投行：至 2008 年基本卸下历史包袱 .....	9
2.1.2、 开启新时期：资产质量的主动管控能力加强 .....	11
2.2、 息差：重点关注负债成本的下降 .....	13
2.2.1、 贷款：收益率较高，但重定价频繁 .....	13
2.2.2、 存款：定期占比高，“减负”空间较大 .....	15
2.3、 分红：维持高分红比例，彰显长期投资价值 .....	17
3、 增量可期：财富管理赛道先行者 .....	18
3.1、 勇开行业先河，“三大北极星”考核导向清晰 .....	18
3.2、 零售金融：零售双曲线助力 AUM 增长 .....	19
3.2.1、 客户：处于快速拓客期，户均 AUM 有上升空间 .....	19
3.2.2、 渠道：线下网点覆盖广+线上云缴费引流强 .....	20
3.2.3、 产品：光大理财品牌效应已基本树立 .....	23
3.3、 集团协同：以 FPA 和 GMV 为转型引擎 .....	25
4、 估值分析与投资建议 .....	26
4.1、 盈利预测 .....	26
4.2、 相对估值 .....	27
5、 风险提示 .....	27
附：财务预测摘要 .....	28

## 图表目录

图 1： 光大银行 ROA 边际上升，盈利有所改善 .....	4
图 2： 光大银行净利润增速维持稳定 .....	4
图 3： 拆解 2023H1 净利润 yoy，规模和拨备的正向贡献较大，净息差的拖累较大 .....	4
图 4： 2023H1 上市股份行 ROA 拆解来看，光大银行在费用、拨备、税收上的拖累较小 .....	5
图 5： 光大集团具有较为齐全的金融牌照（截至 2024-01-31 最新公示，持股光大银行比例为 2023Q3 末） .....	5
图 6： 2007-2013 年，公司银行业务营收贡献度超过 60% .....	6
图 7： 2008-2011 年，对公贷款占比超 70% .....	6
图 8： 2023 年上半年，对公贷款半年度增量为 2011 年以来最好水平 .....	7
图 9： 截至 2023 年 6 月末，对公贷款投向以基建类和制造业为主 .....	7
图 10： 营收、利息净收入、手续费及佣金净收入三项贡献度上，零售银行均已高于公司银行 .....	8
图 11： 2017 年起零售贷款余额占比超过 40% .....	8
图 12： 零售贷款增速一度高于对公贷款（亿元） .....	8
图 13： 个人经营贷占比仍在上升 .....	9
图 14： 普惠型小微企业贷款贡献度上升至 9.26% .....	9

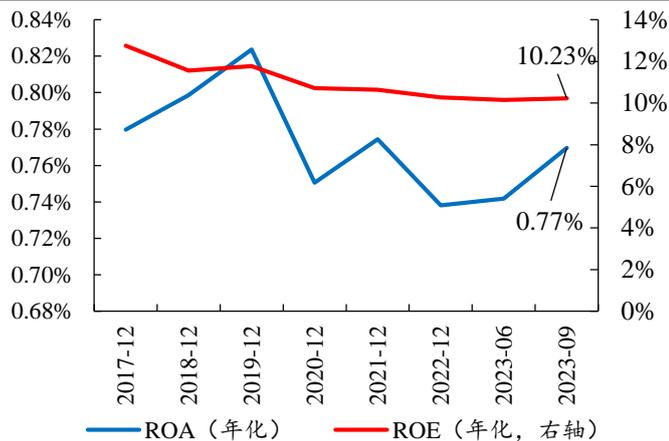
图 15: 2023Q3 末总资产同比增速稳中有升.....	9
图 16: 2023Q3 总资产为上市股份行第六高.....	9
图 17: 2005-2008 年, 不良率从 9.57%降至 2.00%, 资本充足率从-1.47%升至 9.1%.....	11
图 18: 光大银行不良生成小高峰分别为 2015 年和 2020 年前后, 但后者核销处置力度明显加强, 不良率有效压降 ....	12
图 19: 光大银行贷款客户集中度为上市银行中较低水平 (2023H1) .....	13
图 20: 正常类和关注类贷款迁徙率均边际回落.....	13
图 21: 2022Q2-2023Q3 拨备反哺利润作用明显 .....	13
图 22: 光大银行贷款收益率较同业较高 (2023H1) .....	14
图 23: 光大银行 3M 以内重定价的贷款占比, 为上市行中最高 (2023H1) .....	14
图 24: 光大银行 3M 以内重定价贷款占比持续处于高位 .....	15
图 25: 光大银行贷款收益率随同业平均水平下行.....	15
图 26: 光大银行对公定期存款比例处于较高水平 (平均余额口径, 2023H1) .....	15
图 27: 光大银行 2023H1 净息差为 1.82%.....	16
图 28: 2023 年上半年光大银行存款成本率仍较高.....	16
图 29: 对公核心存款占比显著上升 .....	16
图 30: 光大银行开国内银行多项业务之先河.....	18
图 31: “三大北极星”指标之间相互贯通.....	18
图 32: 光大银行全面推进零售金融 1245+C 战略, 近年个人财富管理手续费净收入增长较快 .....	19
图 33: 光大银行零售客户数为股份行第二高 (2023H1) .....	20
图 34: 光大银行零售户均 AUM 增长空间较大 (2023H1) .....	20
图 35: 光大银行 DSC 客群经营模式带动私行客户稳定增长, 但户均 AUM 较低.....	20
图 36: 光大银行的地区分行遍布中国各省市 (2023 年 6 月末) .....	21
图 37: 光大云缴费作为一站式全功能缴费平台, 搭建了海量数据库.....	22
图 38: 云缴费平台用户向直联客户转换比例不断提高.....	22
图 39: 数据资产价值取决于其广度、深度和频度.....	22
图 40: 2023H1 光大理财产品存续规模持续上升.....	23
图 41: 2023 年上半年光大理财的产品存续规模逆势增长.....	23
图 42: 光大理财“七彩阳光”产品货架齐全 (截至 2023 年 6 月末) .....	24
图 43: 光大理财收益能力位列全国性理财子第一 (分) .....	24
图 44: 光大理财 2023H1 的 ROE 为 20.76%.....	24
图 45: 光大银行 2021 年首次提出 FPA .....	25
图 46: 2023H1 光大银行 FPA 为 4.80 万亿元.....	25
图 47: 2023H1 光大银行合作的同业客户近 4000 家.....	25
图 48: 2019 年以来同业存款余额稳步上升.....	25
表 1: 光大银行第一大流通股股东为光大集团 (截至 2023 年 9 月末) .....	6
表 2: 现任董事长和行长具有丰富的监管背景和大行任职经历 (截至 2024-01-31 统计) .....	6
表 3: 光大银行 2008 年向三大 AMC 出售了账面余额约 142 亿元的不良资产 .....	10
表 4: 光大银行 2023 年共 3 次下调存款挂牌利率 (%) .....	16
表 5: 存款成本率每下降 10BP, 拉动净息差约 7BP.....	16
表 6: 光大银行现金分红比例维持高位, 目前股息率亦较高.....	17
表 7: 光大银行创新提出多支业内领先理财产品.....	23
表 8: 光大银行主要预测指标 .....	26
表 9: 可比公司的主要指标对比 .....	27

## 1、业绩增长：盈利能力稳中向好

### 1.1、净利润驱动因子：规模增长>拨备>税收>非息>费用>净息差

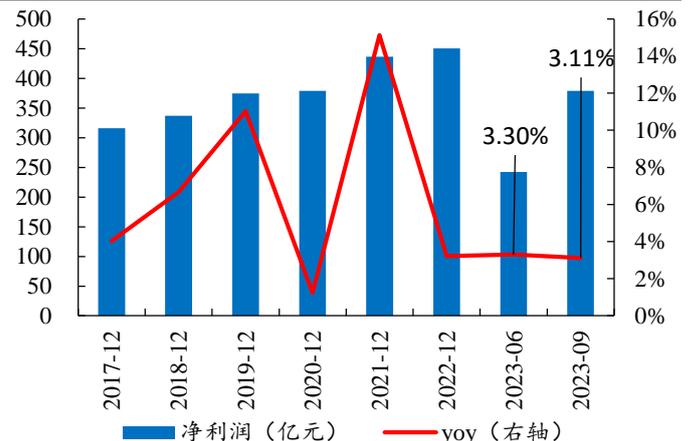
盈利能力稳中有升，经营底子较为扎实。2023 年前三季度光大银行年化 ROA 为 0.77%，较 2022 年全年有所上升；前三季度实现净利润 379 亿元，同比增速 3.11%，增速与 2022 年全年基本持平，在银行业整体经营承压的大环境下，保持了稳健的盈利能力，经营底子相对扎实。

图1：光大银行 ROA 边际上升，盈利有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

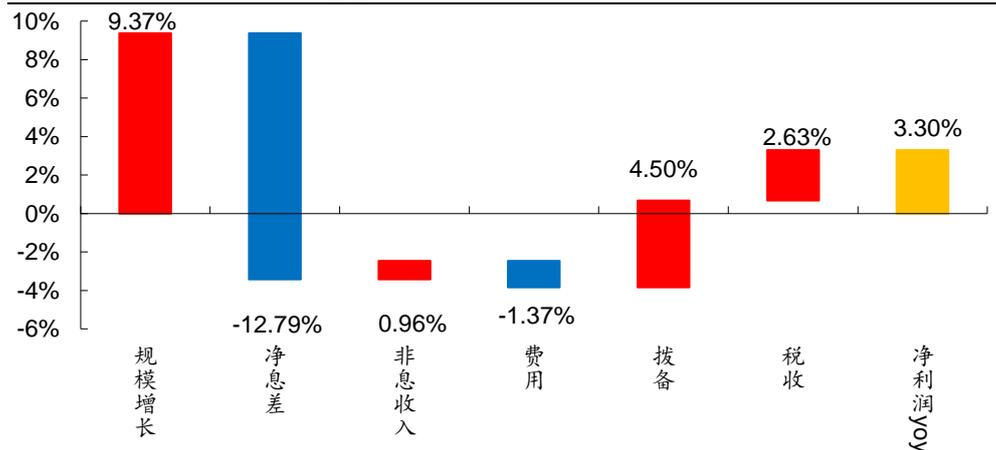
图2：光大银行净利润增速维持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

**拆解 2023 年上半年的净利润发现：**规模增长和拨备是最大的正向贡献因子，主要得益于表内资产稳步扩张，叠加不良资产加快出清，信用成本持续改善；而净息差是最大的负向贡献因子，我们认为一方面与 LPR 持续下降的行业背景有关，另一方面与光大银行贷款重定价节奏较快、定期存款占比较高有关。

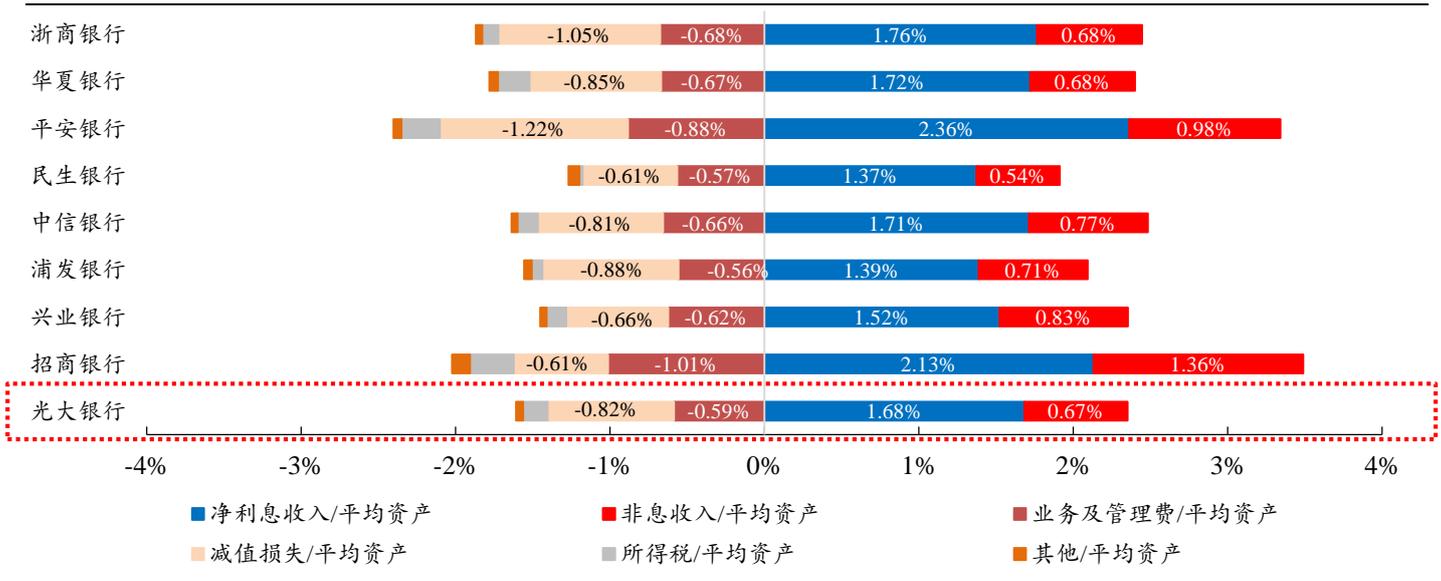
图3：拆解 2023H1 净利润 yoy，规模和拨备的正向贡献较大，净息差的拖累较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

**ROA 横向对比来看：**光大银行的净利息收入贡献度位于上市股份行中游水平，非息收入贡献度有待提升；费用、拨备、税收的负向贡献总体较小，降本增效方面较为出色。若不考虑权益乘数的差异，未来 ROE 的增长，有望从净利息收入、非息收入两块挖掘空间。

图4：2023H1 上市股份行 ROA 拆解来看，光大银行在费用、拨备、税收上的拖累较小



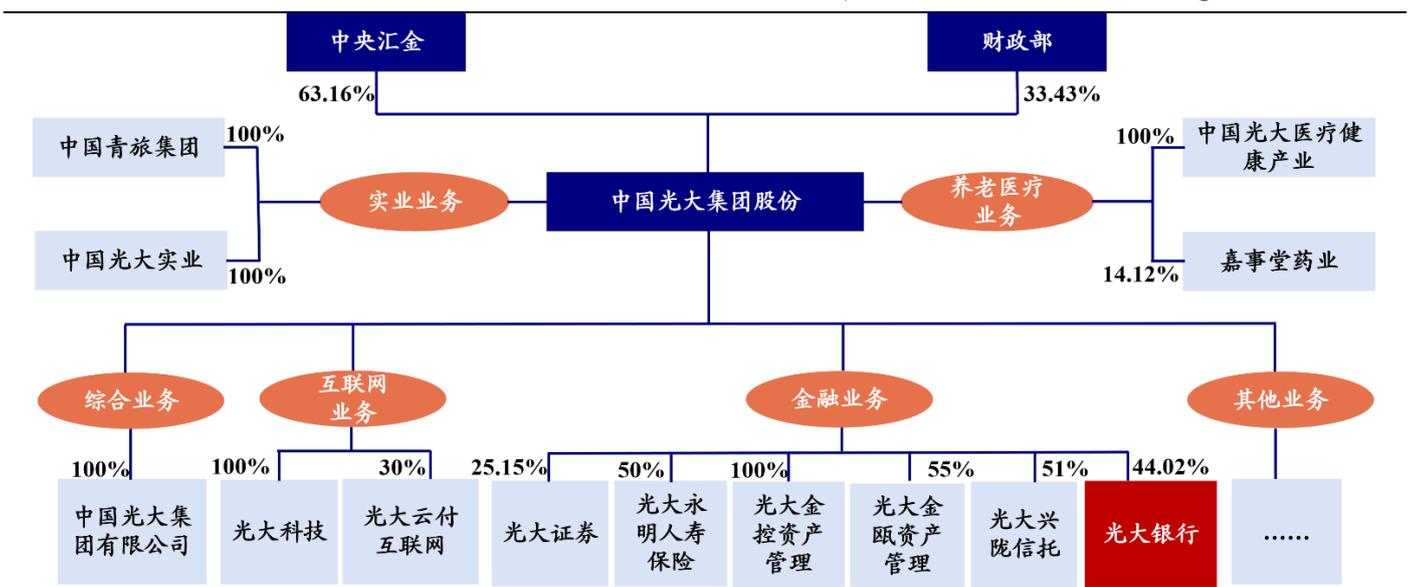
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、规模增长：对公优势巩固，零售增长潜力较大

### 1.2.1、对公贷款发力基建+制造业贷款

实控人为中央汇金，第一大股东为光大集团。截至 2023Q3 末，光大集团为光大银行第一大股东，持股占比 44.02%。光大集团由中央汇金和财政部发起设立，拥有齐全的金融牌照，可为光大银行开展综合金融服务和产融协同提供平台。其余前十大股东也多为国企，一方面有利于光大银行获得政信类业务增量，比如沉淀财政存款、成为代发工资主办行；另一方面也可接入包括政府、征信、运营商等各类数据，赋能客户引流。

图5：光大集团具有较为齐全的金融牌照（截至 2024-01-31 最新公示，持股光大银行比例为 2023Q3 末）



数据来源：企查查、开源证券研究所

表1: 光大银行第一大流通股股东为光大集团 (截至 2023 年 9 月末)

排名	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)	股东性质
1	中国光大集团股份公司	260.11	44.02	798.53	国有法人
2	香港中央结算(代理人)有限公司	52.38	8.87	160.82	境外法人
3	华侨城集团有限公司	42.00	7.11	128.94	国有法人
4	中国华融资产管理股份有限公司	41.85	7.08	128.47	国有法人
5	中国光大控股有限公司	15.73	2.66	48.28	境外法人
6	中国人寿再保险有限责任公司	15.30	2.59	46.98	国有法人
7	中国证券金融股份有限公司	9.89	1.67	30.37	国有法人
8	香港中央结算有限公司	9.69	1.64	29.76	境外法人
9	中国再保险(集团)股份有限公司	7.89	1.34	24.24	国有法人
10	申能(集团)有限公司	7.66	1.3	23.52	国有法人
	合计	462.51	78.28	1,419.91	-

数据来源: Wind、开源证券研究所

**核心管理层具有光大集团、大行等任职经历。**光大银行核心管理层多具备监管背景和大行任职经历,现任董事长吴利军曾在证监会以及深交所担任核心岗位,具有丰富的监管机构工作经验。现任党委书记兼行长王志恒曾在国有大行任职,积累了较多的银行管理经验。

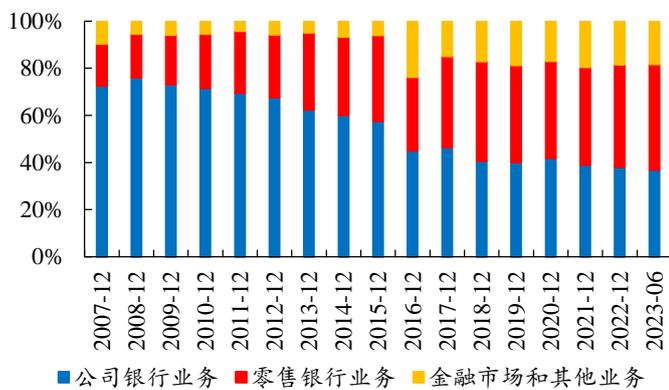
表2: 现任董事长和行长具有丰富的监管背景和大行任职经历 (截至 2024-01-31 统计)

姓名	职位	简介
吴利军	光大银行董事长	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾任国内贸易部国家物资储备调节中心副主任,中国证监会党委委员、主席助理,深交所理事、理事长、党委书记,光大集团党委副书记、副董事长、总经理。获经济学博士学位,高级经济师;</li> <li>曾任光大银行副董事长;现任光大集团党委书记兼董事长、光大银行董事长。</li> </ul>
王志恒	光大银行党委书记、行长	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾任中国银行总行公司业务部公司规划处副处长,在总行和广东省分行、青海省分行党委书记、北京市分行均有任职经历。获经济学硕士学位,经济师;</li> <li>现任光大银行党委书记兼行长。</li> </ul>

资料来源: 光大银行官网、光大未来公众号、中国证券报、21 世纪经济报道、开源证券研究所

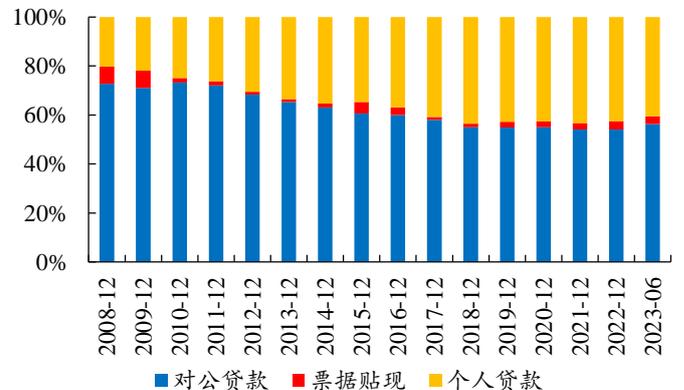
**对公业务为营收的主要支撑。**2014 年之前,光大银行公司银行业务营收贡献度超过 60%,同时对公贷款占比较大,2008-2011 年占比超 70%,近年占比稳定在 55% 上下。2023 年上半年,对公贷款增量为 2011 年至今最高水平(半年新增 1769.46 亿元),起到了信贷投放的压舱石作用。

图6: 2007-2013 年,公司银行业务营收贡献度超过 60%

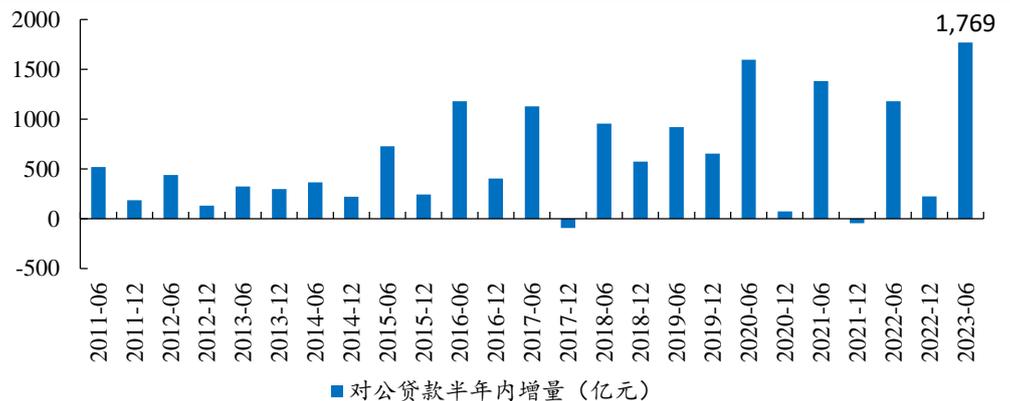


数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2008-2011 年,对公贷款占比超 70%

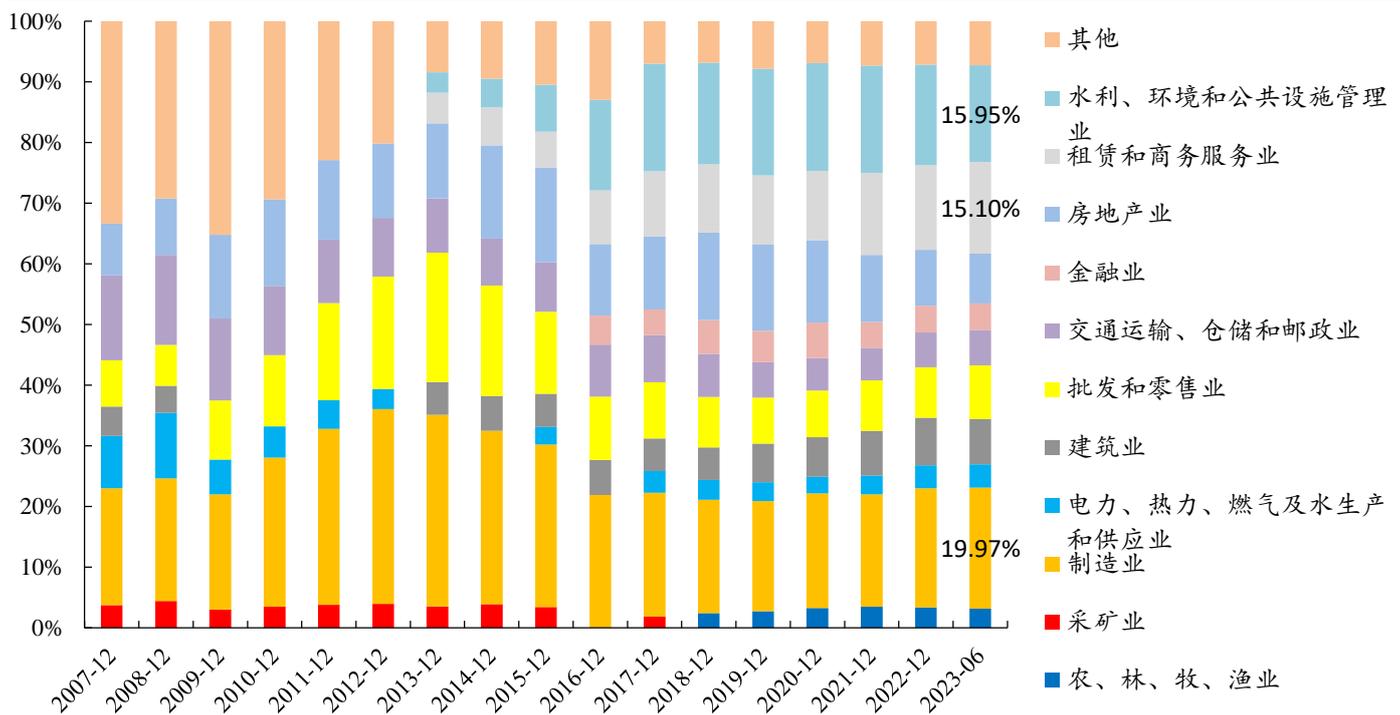


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图8：2023年上半年，对公贷款半年度增量为2011年以来最好水平**


数据来源：Wind、开源证券研究所

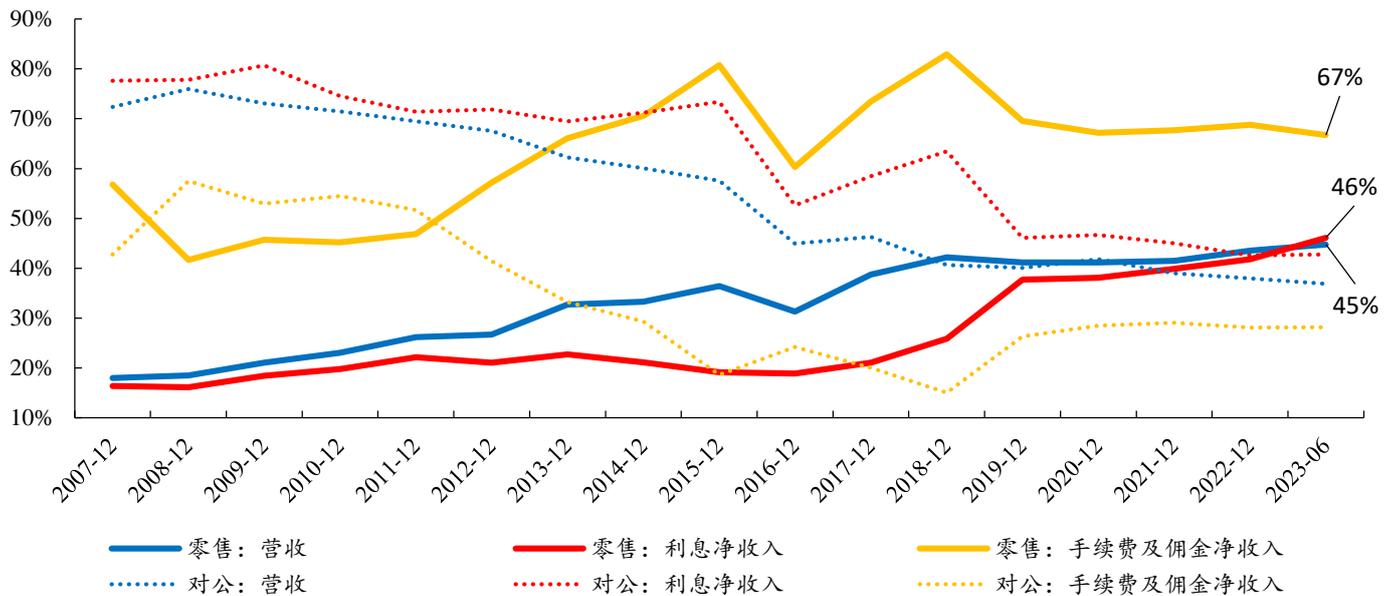
客户基础深厚，基建类和制造业是主要的对公贷款投向。受益于深厚的央国企客户基础，光大银行的租赁商服、水利类贷款维持较高占比（2023Q2末两者合计约31%），这些类别的贷款资产质量相对优质。随着房地产对公贷款占比显著下降，近年制造业贷款占比有所上升，对实体经济的支持力度有所加大，2023年末制造业仍为第一大对公贷款投向，占比约20%。

**图9：截至2023年6月末，对公贷款投向以基建类和制造业为主**


数据来源：Wind、开源证券研究所

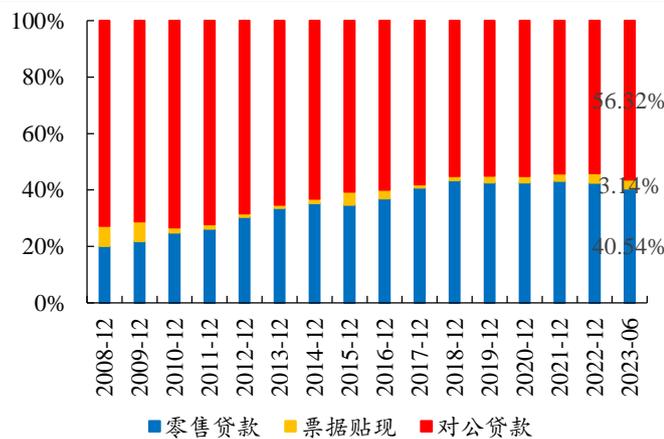
### 1.2.2、零售贷款的修复空间仍较大

零售的净利息收入、中收贡献度均已高于对公。2013年，光大银行提出“稳步发展对公业务、突出发展零售业务”，信贷资源逐渐向零售倾斜，2023年上半年，无论是净利息收入还是中收、营收，零售的贡献度均高于对公，零售转型效能加速释放。

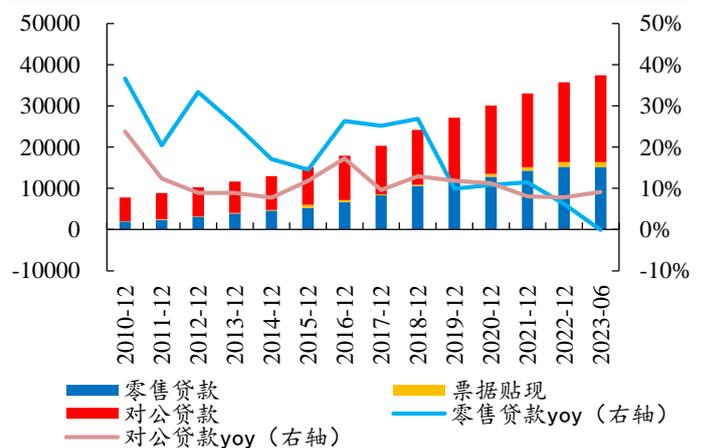
**图10：营收、利息净收入、手续费及佣金净收入三项贡献度上，零售银行均已高于公司银行**


数据来源：Wind、开源证券研究所

受行业多重因素影响，零售贷款增速边际转弱。2023年6月末，光大银行零售贷款占比边际微降至41%，主要是行业调整背景下零售需求尚未完全复苏所致，一方面，房地产市场调整下按揭贷款增速放缓，另一方面实体经济弱复苏下企业投资信心、个人收入预期有待修复，再加上“信用卡新规”的收束，零售端表内放量掣肘，光大银行2023年6月末零售贷款余额同比增速放缓至-0.08%。

**图11：2017年起零售贷款余额占比超过40%**


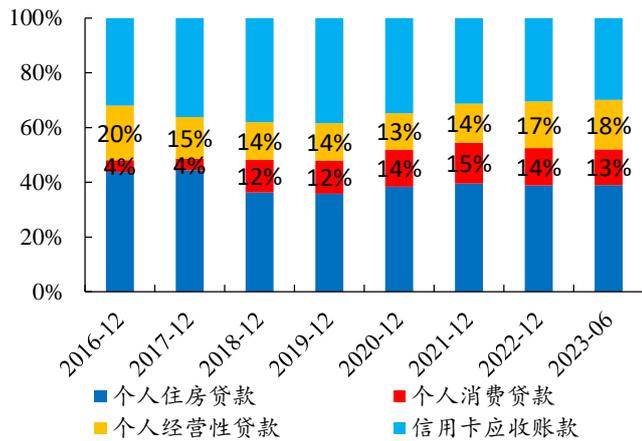
数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

**图12：零售贷款增速一度高于对公贷款（亿元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

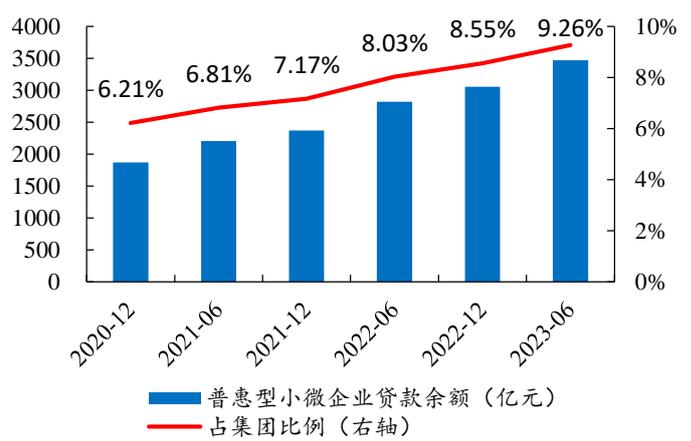
随着实体经济需求恢复，我们看好消费贷和经营贷的增量空间。光大银行2017年打造的“随心贷”线上消费贷产品，仅一年时间，2018年末余额便达到633.5亿元，占2018年消费贷总额超50%，随着经济转暖，消费贷的产品优势有望得以体现。近年通过线下拜访+线上推出新产品，普惠型小微企业贷款贡献度持续提升至9.26%，由于其目标客群与经营贷有一定重合，因此我们看好经营贷未来的增长，截至2023年6月末，光大银行的个人经营贷余额较2023年初增长6.93%，增速排名各类零售贷款第一。

图13：个人经营贷占比仍在上升



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

图14：普惠型小微企业贷款贡献度上升至9.26%



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

## 2、改善信号：负债成本+信用成本有望双降

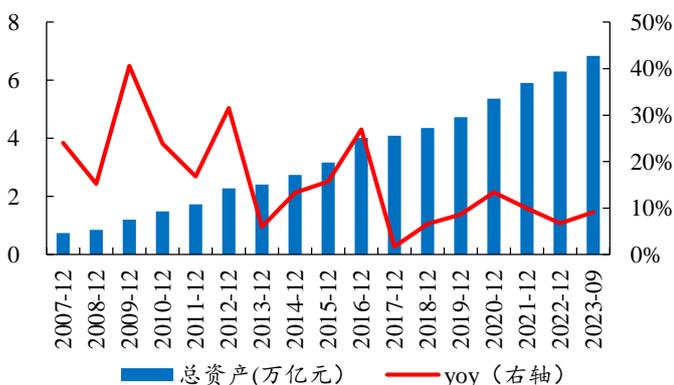
### 2.1、拨备：对于利润的贡献由负转正

#### 2.1.1、收购原投行：至2008年基本卸下历史包袱

成立后5年间，资产规模迅速扩大。1992年，光大银行成立，当时由光大集团总公司全资拥有，当年末总资产为26.8亿元。1997年1月改制为股份制商业银行，1998年末总资产迅速扩大至747亿元。

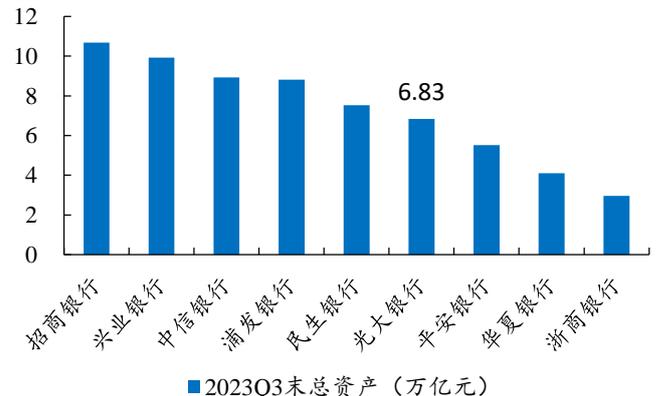
1999年收购原中国投资银行，资产规模翻一番。成立于1981年的中国投资银行，作为国家对外筹资的窗口，曾一直承担国际金融组织对中国的转贷款业务。1999年3月光大银行接手了原中国投资银行（“原投行”）合计654.29亿元的总资产及29个分支行的137家同城营业网点，这一收购使得光大银行的总资产翻番至1400亿元左右。

图15：2023Q3末总资产同比增速稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023Q3总资产为上市股份行第六高



数据来源：Wind、开源证券研究所

收购原投行，直接增加了光大银行不良资产历史包袱。光大银行收购原投行，尽管接手了其资产、负债、所有者权益及营业网点，实现了规模和网点数量的迅速扩张，但同时直接导致了光大银行不良资产率大幅提高。原投行被收购之时的不良资产总额275.35亿元，其中不良贷款259.39亿元。此外，企业欠息47.80亿元。为

了处置收购带来的不良资产，光大银行主要分四步进行：

**(1) 出表：**对原投行的外汇不良资产作一次性账面处理，把含有高比例不良贷款的世界银行转贷款部分作为表外科目代理财政部进行管理，由光大银行协助财政部催收；

**(2) 核销：**对人民币“两呆”贷款部分，将用收购过程中所获得的净资产和呆账准备金等冲抵；根据财政部财税[2002]198号，光大银行在2001年至2009年期间，可以用为原投行不良资产提取的144亿元专项准备金，核销原投行的呆账、处置不良资产；

**(3) 剥离：**剩余部分不良资产适当进行剥离，最大限度地回收资产和减少损失。比如光大银行于2008年4月以公开竞价出售方式将账面余额142.06亿元的不良资产无追索权地出售给中国信达 AMC、中国东方 AMC 和中国长城 AMC；

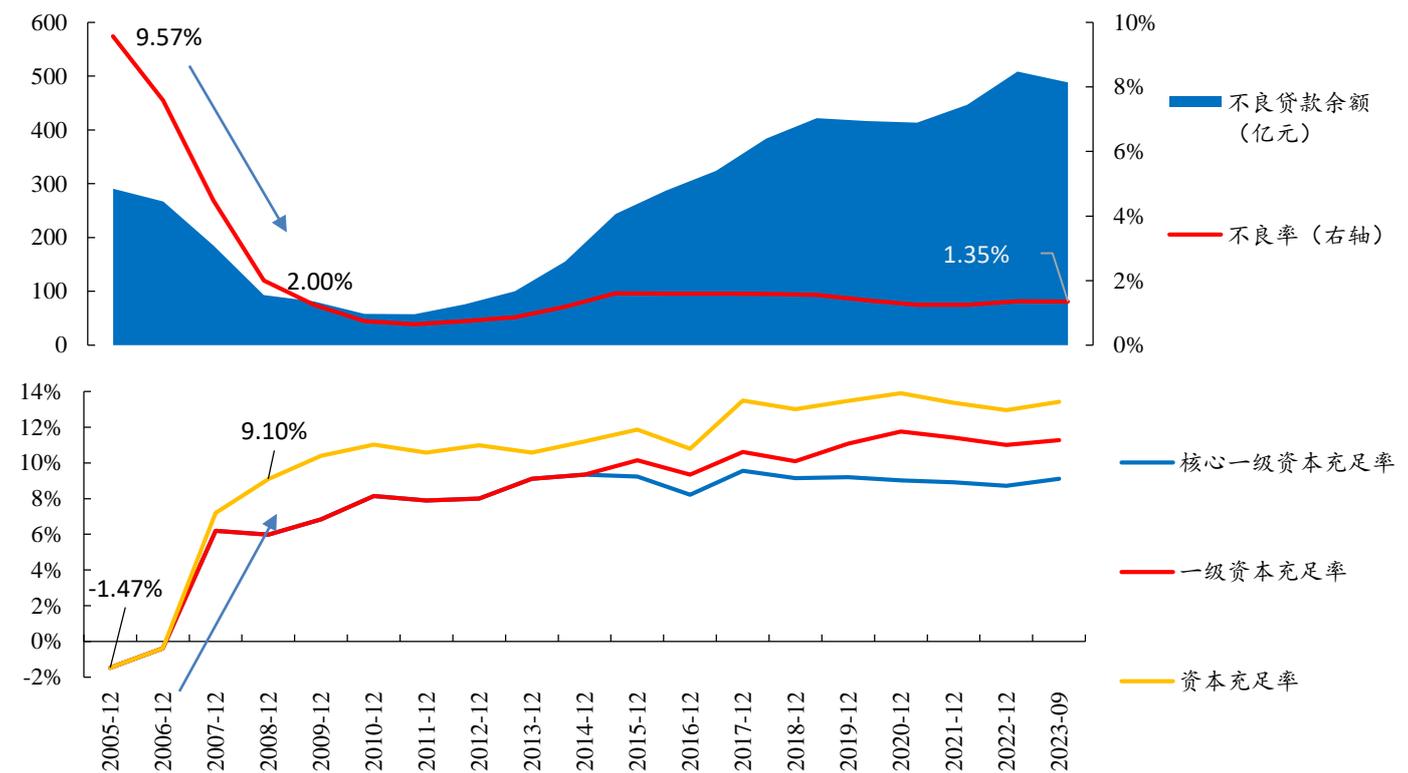
**(4) 逐步消化：**通过后续多年的经营业绩、资本实力、人员素质和经营管理水平，光大银行有条件通过业务发展来逐步化解和消化所承接的不良资产。

**表3：光大银行2008年向三大AMC出售了账面余额约142亿元的不良资产**

不良资产类别	账面余额（亿元）	原投行相关金额（亿元）	原投行所占比例
不良贷款	96.97	7.62	7.86%
催收类不良资产	16.65	5.81	34.89%
应收世行转贷款剥离差额	14.58	14.58	100.00%
抵债类资产	13.86	-	-
<b>不良资产合计</b>	<b>142.06（均已出售给AMC）</b>	<b>28.01</b>	<b>19.72%</b>

数据来源：光大银行招股书、开源证券研究所

**多种策略消化不良资产，2008年得以卸下历史包袱。**经过近十年的努力，于2008年末光大银行实现将不良贷款率降至2.00%，资本充足率升至9.10%，不良历史包袱基本得到解决。2009年开启轻装上阵的新时期，期间不良率、资本充足率均稳中向好，未出现大幅波动，再加上2023年中国华融入主，资本充足指标明显改善。

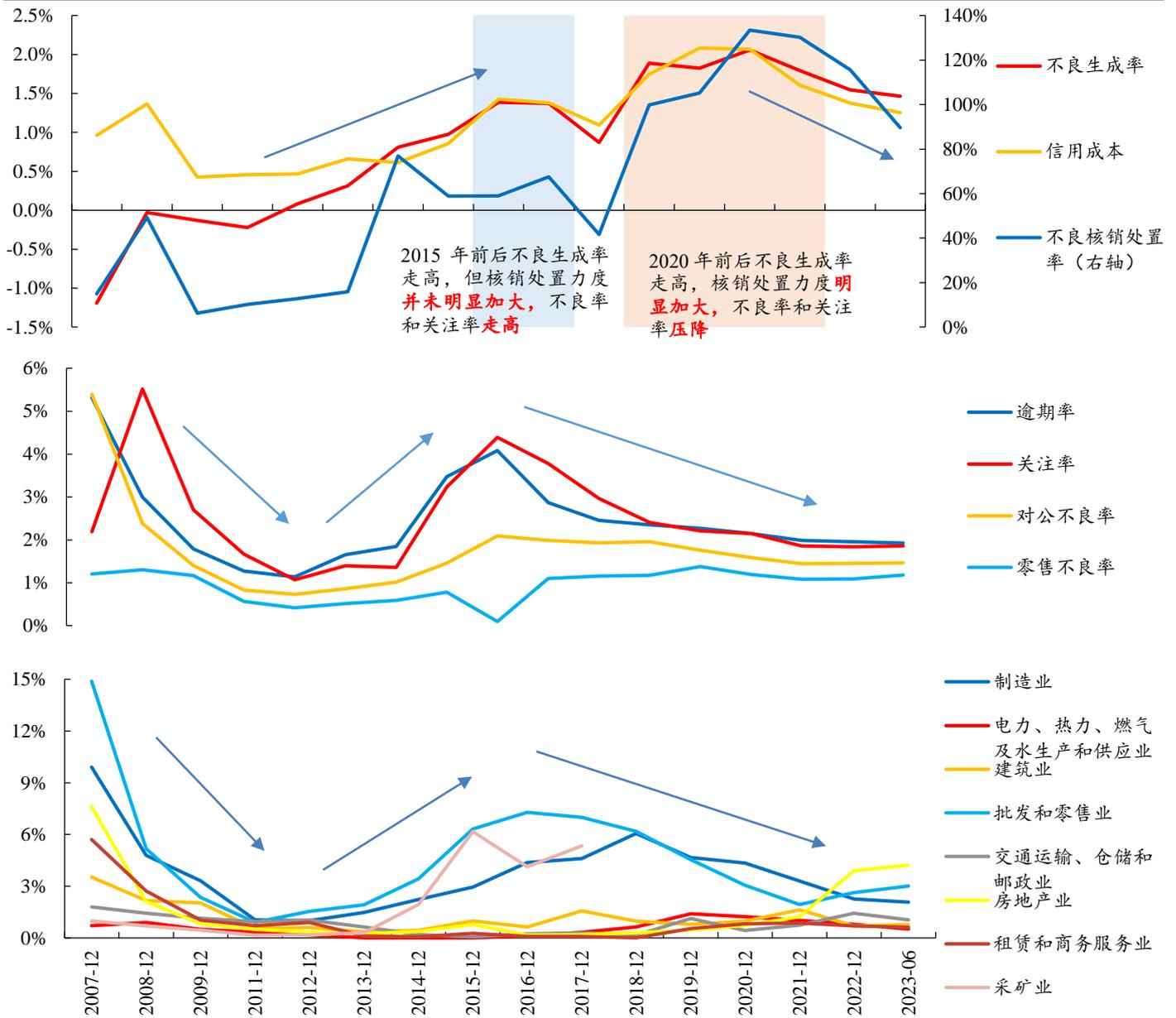
**图17：2005-2008年，不良率从9.57%降至2.00%，资本充足率从-1.47%升至9.1%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.1.2、开启新时期：资产质量的主动管控能力加强

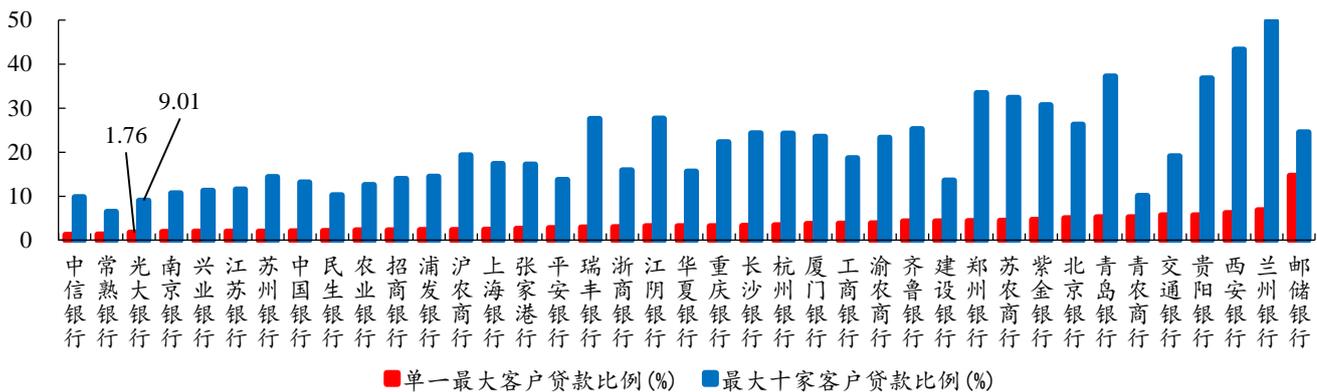
受过剩产能淘汰影响,2015年前后不良生成率走高,但处置力度并未明显加大。2008年卸下历史包袱后,光大银行资产质量轻装上阵,存量和新增不良贷款均处于历史较低水平。直到2015年,受到过剩产能出清的影响,以制造业、批零售业、采矿业为代表的对公贷款风险显著暴露,但受制于较低的拨备覆盖率水平,核销处置力度并未显著加大,导致不良率(主要是对公)有所反弹。

受疫情影响,2020年前后不良生产率亦有反弹,处置力度空前加大。彼时对公和零售贷款受到疫情影响,还款能力有所减弱,我们测算2020年不良生成率为2.06%,处于2007年至今最高水平。由于2018年开始核销处置力度便开始加大,再加上拨备安全边际较为充足,因此2020年前后加大了处置力度(2020年不良核销处置率达133%),通过清收现金、核销呆账、债权转让、债转股、资产证券化等多元化方式处置,使得不良率始终处于较低水平,资产质量的主动管控能力加强。

**图18: 光大银行不良生成小高峰分别为 2015 年和 2020 年前后, 但后者核销处置力度明显加强, 不良率有效压降**


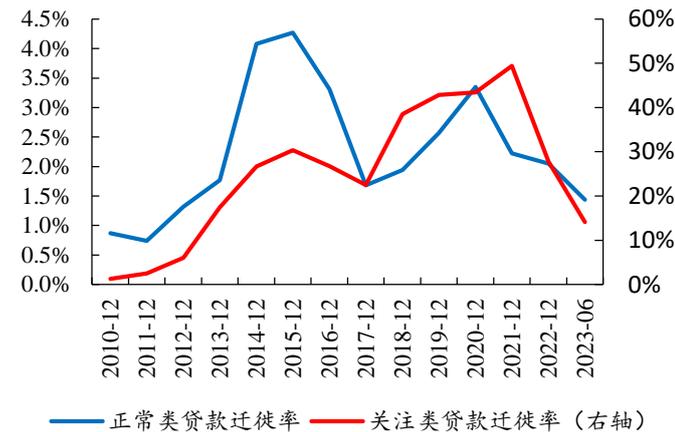
数据来源: Wind、光大银行财报、开源证券研究所

除了处置存量不良外, 对于新增贷款坚持稳健审慎的风控策略。一方面, 贷款集中度较低, 2023 年 6 月末, 光大银行单一最大客户贷款比例仅为 1.76%, 是上市银行中第三低; 最大十家客户贷款比例为 9.01%, 位列上市银行第二低。较低的贷款集中度有助于分散风险, 减少大额风险暴露的可能性。另一方面, 对重点领域有保有压, 2023 年, 光大银行对房地产、融资平台、账销案存和信用卡“四大风险资产”调整存量, 坚持有保有压, 继续对产能严重过剩行业贷款进行总量控制。

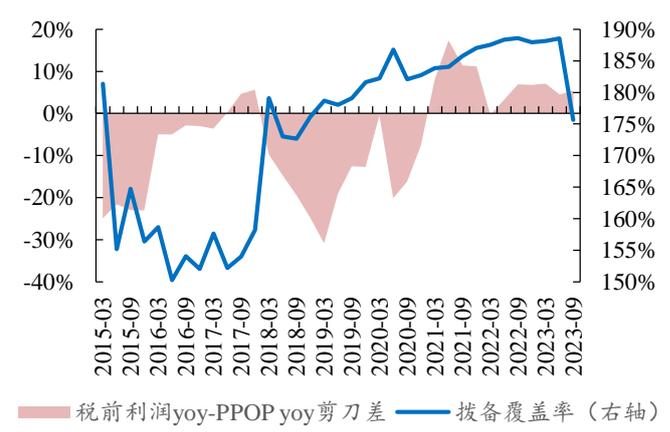
**图19：光大银行贷款客户集中度为上市银行中较低水平（2023H1）**


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（注：宁波银行、无锡银行和成都银行未披露）

未来不良生成压力或较小，拨备反哺利润仍存空间。2023年6月末正常类和关注类贷款迁徙率均边际回落，资产质量质地稳健，未来不良生成压力或较小。在不良贷款存量消化、增量减少的双重作用下，2022Q2-2023Q3 拨备反哺利润的现象较为明显，2023Q3 末拨备覆盖率约 175%。

**图20：正常类和关注类贷款迁徙率均边际回落**


数据来源：Wind、开源证券研究所

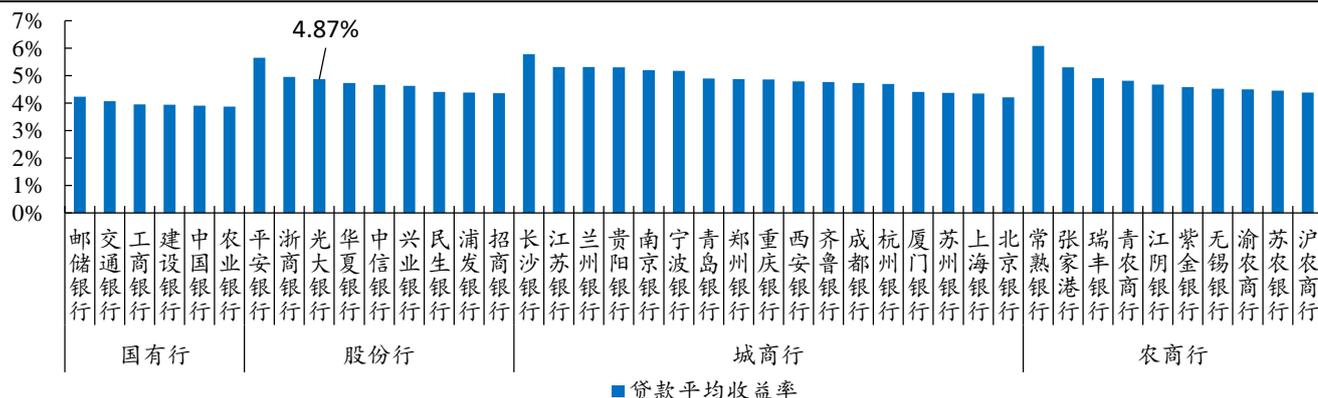
**图21：2022Q2-2023Q3 拨备反哺利润作用明显**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、息差：重点关注负债成本的下降

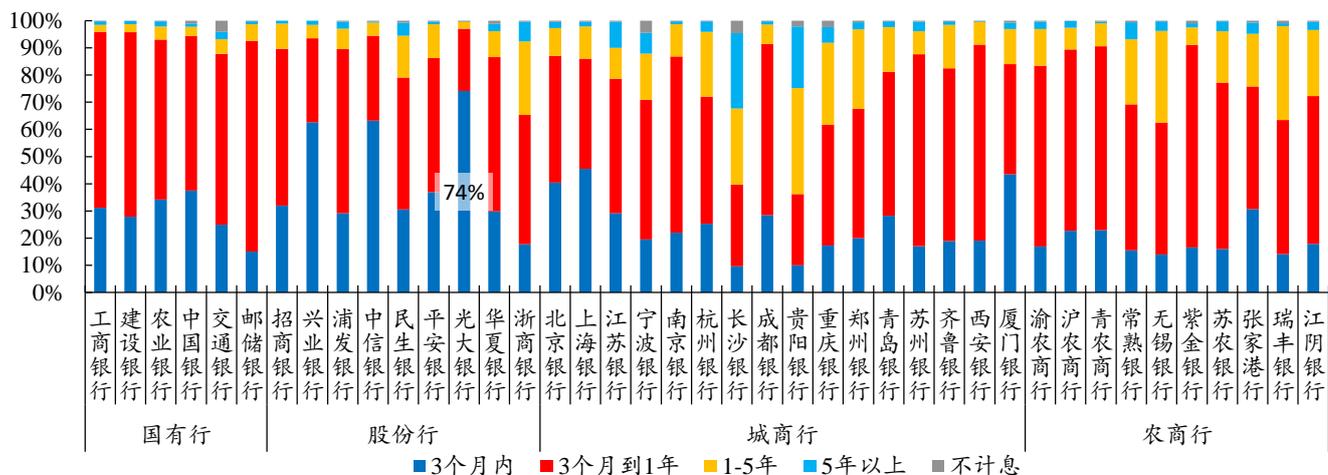
### 2.2.1、贷款：收益率较高，但重定价频繁

贷款平均收益率表现亮眼。截至 2023 年 9 月末，光大银行贷款余额为 3.76 万亿元 (YoY+5.52%)，规模稳步扩张的同时保持了较高的贷款收益率 (2023 年上半年为 4.87%)，排名上市股份行第三高，且高于六大国有行，仅次于平安银行和浙商银行。

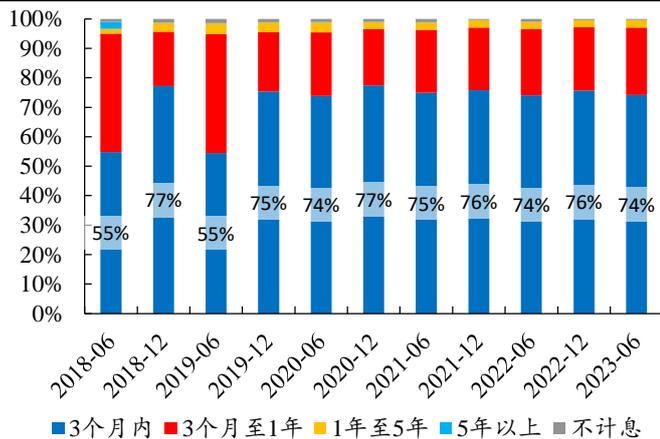
**图22：光大银行贷款收益率较同业较高（2023H1）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

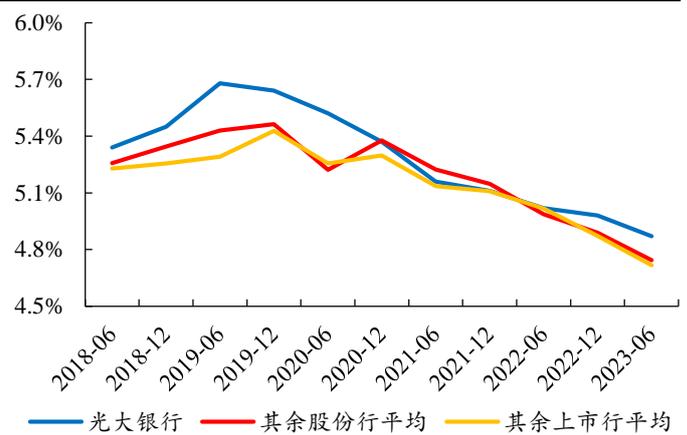
但其贷款重定价较频繁，息差具有一定下行压力。从贷款期限结构来看，光大银行的贷款重定价周期较短，以2023年6月30日为观测时点，有74%的贷款为3个月以内进行重定价，该比例为上市银行中最高。我们认为这主要受到信用卡分期付款手续费收入重分类后计入利息收入的影响，由于光大银行信用卡占比较高，且对公小微客户较多，因此贷款重定价较快，从而使得贷款收益率较同业的优势一度收窄，对息差造成一定下行压力。

**图23：光大银行3M以内重定价的贷款占比，为上市行中最高（2023H1）**


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（注：兰州银行披露口径略有差异，此处剔除）

**图24：光大银行 3M 以内重定价贷款占比持续处于高位**


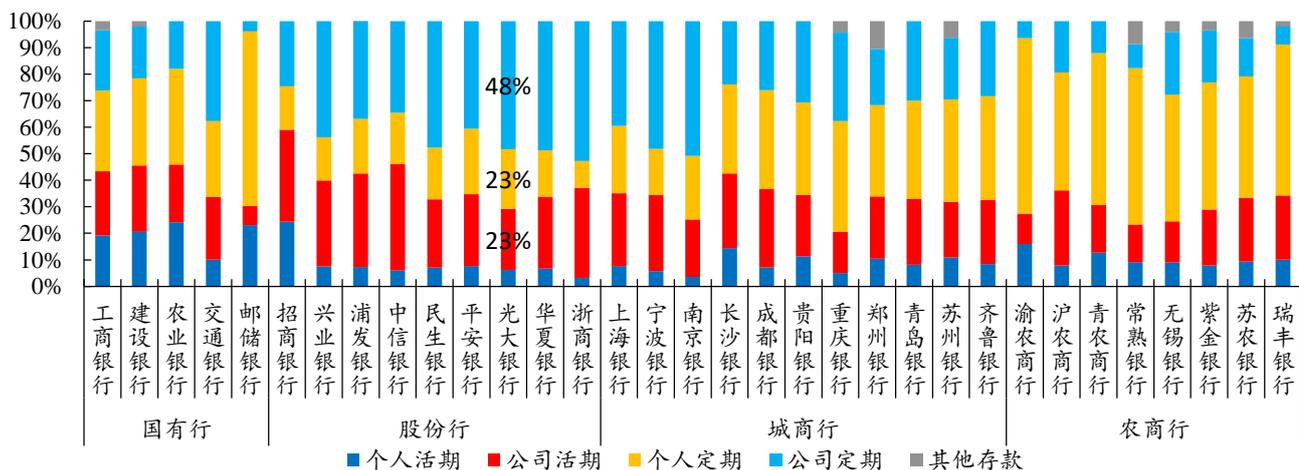
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

**图25：光大银行贷款收益率随同业平均水平下行**


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（注：2019 年及以后年份均为重述后的口径，将信用卡分期付款手续费收入及关支出重分类至利息收入和其他业务成本）

### 2.2.2、存款：定期占比高，“减负”空间较大

对公定期存款比例较高+近期个人存款定期化，存款成本进一步承压。2023 年 6 月末，光大银行平均余额口径的定期存款比例为 71%，位居披露数据的上市银行第二。其中对公定期存款占比 48%，是推升定期存款占比较高的主因。近年来股份行为加大揽储，聚焦战略客户等对公客户的存款营销，存在以高息定期存款吸引客户的现象。再加上近年居民风险偏好较低，个人存款定期化趋势明显，加剧了光大银行的存款成本压力。

**图26：光大银行对公定期存款比例处于较高水平（平均余额口径，2023H1）**


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：部分上市银行未披露平均余额口径，故剔除）

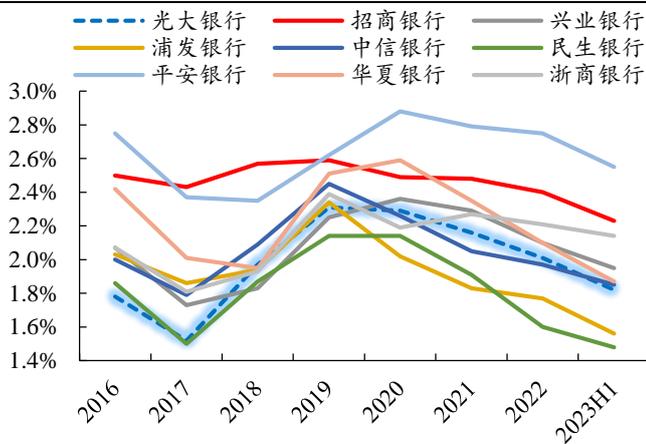
为顺应监管导向和行业趋势，存款成本的压降为大势所趋。我们认为光大银行的存款成本下降的空间尤为广阔，对于缓解净息差下行压力的作用更加明显。2023 年全年，光大银行共 3 次下调存款挂牌利率，1Y/2Y/3Y/5Y 定期存款累计降幅分别达 20BP/50BP/65BP/65BP，降幅大于活期和 1Y 以内存款，对于定期存款占比较高的光大银行来说，存款成本率的压降成效将更加显著。

**表4：光大银行 2023 年共 3 次下调存款挂牌利率（%）**

单位：%	活期	整存整取						通知存款		协定存款
		3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	1D	7D	
2023-12-25	0.20	1.20	1.45	1.65	1.80	2.00	2.05	0.25	0.80	0.70
2023-09-01	0.20	1.30	1.55	1.75	2.00	2.25	2.30	0.45	1.00	0.90
2023-06-12	0.20	1.30	1.55	1.85	2.20	2.50	2.55	0.45	1.00	0.90
2022-09-16	0.25	1.30	1.55	1.85	2.30	2.65	2.70	0.45	1.00	0.90
2015-10-31	0.30	1.40	1.65	1.95	2.41	2.75	3.00	0.55	1.10	1.00

数据来源：光大银行官网、开源证券研究所

我们测算，存款成本率每下降 10BP，对于净息差的正向拉动约 7BP。我们基于光大银行 2023 年 6 月末的存款平均余额和生息资产平均余额，对其存款平均成本率与净息差的关系进行敏感性分析，测算发现当存款成本率每下降 10BP，对于净息差的正向拉动约 7BP。

**图27：光大银行 2023H1 净息差为 1.82%**


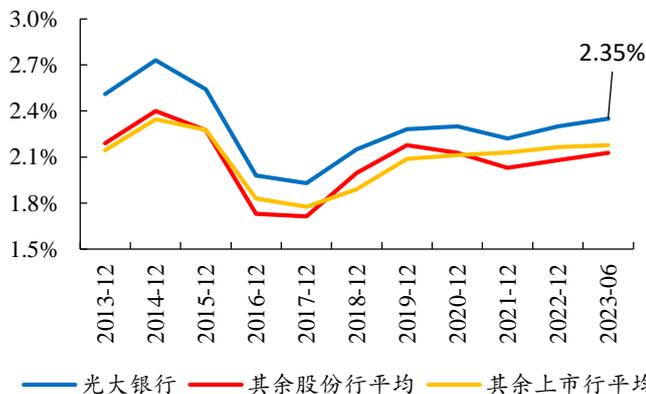
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2019 年及以后年份均为重述后的口径，将信用卡分期付款手续费收入及关支出重分类至利息收入和其他业务成本）

**表5：存款成本率每下降 10BP，拉动净息差约 7BP**

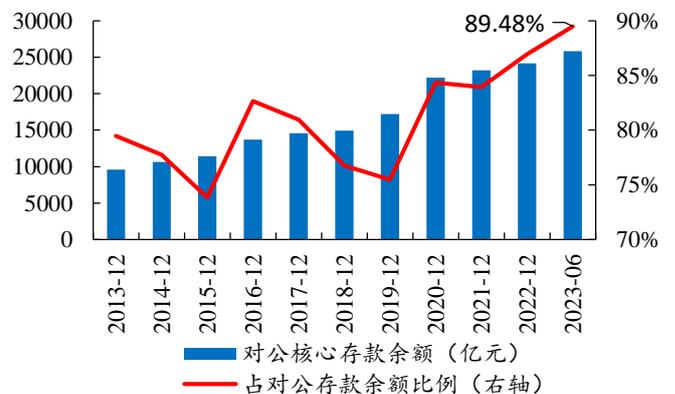
敏感性分析		
存款平均成本率变动	利息净收入变动 (亿元)	净息差
-0.01%	3.97	0.01%
-0.05%	19.86	0.03%
-0.10%	39.73	0.07%
-0.20%	79.46	0.13%
-0.30%	119.19	0.20%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：基于 2023H1 数据测算）

近年重视对公核心存款的沉淀，取得亮眼成效。为了获取低成本稳定的对公存款，近年光大银行重视核心存款的沉淀，主要聚焦交易型、结算型、平台型、源头型存款增长渠道。2023 年 6 月末，在对公存款平均余额增速放缓的情况下（YoY+1.40%），对公核心存款占比显著上升至 89%（占对公存款余额的比例），存款的稳定性大幅提升。

**图28：2023 年上半年光大银行存款成本率仍较高**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图29：对公核心存款占比显著上升**


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：“对公存款余额”含其他存款中的对公部分）

### 2.3、分红：维持高分红比例，彰显长期投资价值

2019-2022 年现金分红比例高于 28%，股息率高于国有行。光大银行 2019-2022 年现金分红比例维持在 28% 以上，为上市银行中较高水平。以 2024-01-31 收盘价为例，股息率为 6.07%，高于四大国有行（工农中建），居上市银行前列，同时具有高股息+低估值的特征。近年经营质地稳健，资产质量向好，稳定分红的概率较大。

表6：光大银行现金分红比例维持高位，目前股息率亦较高

上市银行		归属于母公司普通股股东的现金分红比例 (%)					股息率 (2019-2022 年取 12 月 31 日收盘价)				
		2018	2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022	2024-01-31
国有行	工商银行	30.47%	30.44%	30.87%	30.86%	31.29%	4.47%	5.33%	6.33%	6.99%	5.92%
	建设银行	30.51%	30.45%	30.71%	30.54%	30.46%	4.43%	5.19%	6.21%	6.91%	5.71%
	农业银行	30.71%	30.68%	31.39%	31.83%	32.15%	4.93%	5.89%	7.03%	7.64%	5.73%
	中国银行	31.26%	31.14%	32.07%	31.60%	31.91%	5.18%	6.19%	7.25%	7.34%	5.43%
	交通银行	31.37%	31.35%	31.86%	32.16%	32.72%	5.60%	7.08%	7.70%	7.87%	6.23%
	邮储银行	31.44%	31.29%	31.26%	32.24%	32.57%	3.59%	4.36%	4.85%	5.58%	5.49%
股份行	招商银行	30.05%	33.19%	33.02%	33.00%	33.01%	3.19%	2.85%	3.12%	4.66%	5.61%
	兴业银行	24.24%	24.59%	26.00%	27.42%	28.31%	3.85%	3.84%	5.44%	6.75%	7.59%
	浦发银行	18.96%	30.80%	25.50%	25.26%	20.50%	4.85%	4.96%	4.81%	4.40%	4.69%
	中信银行	26.06%	25.05%	27.04%	28.08%	28.11%	3.87%	4.97%	6.54%	6.61%	5.27%
	民生银行	30.35%	30.42%	30.11%	30.03%	30.07%	5.86%	4.10%	5.46%	6.20%	5.40%
	平安银行	10.03%	15.00%	12.08%	12.18%	12.15%	1.33%	0.93%	1.38%	2.17%	3.00%
	光大银行	26.24%	31.29%	31.87%	28.13%	28.07%	4.85%	5.26%	6.05%	6.19%	6.07%
	华夏银行	12.84%	20.03%	25.04%	25.06%	27.51%	3.25%	4.82%	6.04%	7.38%	6.29%
浙商银行	0.00%	39.49%	30.10%	0.00%	37.80%	5.02%	3.95%	0.00%	7.14%	7.81%	
城商行	北京银行	30.23%	31.15%	30.58%	30.03%	30.52%	5.37%	6.20%	6.87%	7.19%	6.14%
	上海银行	27.17%	29.51%	28.63%	27.06%	26.75%	4.21%	5.10%	5.61%	6.77%	6.30%
	江苏银行	30.04%	23.64%	33.28%	33.02%	32.29%	3.84%	5.79%	6.86%	6.73%	6.75%
	宁波银行	19.21%	23.18%	21.01%	17.57%	14.79%	1.78%	1.41%	1.31%	1.54%	2.31%
	南京银行	31.21%	32.60%	31.01%	30.84%	30.74%	4.47%	4.86%	5.15%	5.12%	6.46%
	杭州银行	26.22%	34.13%	31.37%	24.55%	21.82%	3.82%	2.35%	2.73%	3.06%	3.68%
	长沙银行	21.39%	21.55%	25.64%	23.51%	21.68%	3.53%	3.36%	4.48%	5.18%	4.89%
	成都银行	27.19%	27.33%	27.58%	30.17%	30.03%	4.63%	4.31%	5.25%	5.02%	6.18%
	贵阳银行	17.90%	18.02%	19.39%	18.98%	18.78%	3.24%	3.77%	4.61%	5.46%	5.64%
	重庆银行	13.92%	18.94%	31.48%	31.00%	30.06%	-	-	4.38%	5.83%	5.64%
	郑州银行	34.75%	21.36%	0.00%	0.00%	0.00%	2.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	青岛银行	59.37%	51.11%	42.79%	38.04%	36.20%	3.37%	3.04%	3.46%	4.76%	5.02%
	苏州银行	0.00%	26.96%	31.11%	30.04%	30.88%	1.96%	3.13%	4.14%	4.24%	4.76%
	齐鲁银行	31.55%	28.94%	34.12%	30.12%	25.57%	-	-	3.30%	4.46%	4.45%
	西安银行	30.02%	30.74%	30.63%	30.11%	30.25%	2.38%	3.42%	4.42%	4.69%	4.80%
厦门银行	26.61%	13.88%	26.06%	31.11%	32.08%	-	1.36%	3.62%	5.06%	5.63%	
兰州银行	0.00%	35.01%	20.60%	36.37%	39.42%	-	-	-	3.18%	4.60%	
农商行	渝农商行	22.08%	26.76%	30.01%	30.00%	30.47%	3.43%	4.93%	6.56%	7.69%	6.30%
	沪农商行	20.25%	18.64%	0.00%	55.69%	30.06%	-	0.00%	8.30%	5.82%	5.36%
	青农商行	33.75%	29.50%	28.16%	18.71%	0.00%	2.32%	2.95%	2.59%	0.00%	0.00%
	常熟银行	29.30%	30.71%	30.40%	25.05%	24.97%	2.20%	2.71%	3.03%	3.31%	3.62%
	无锡银行	31.50%	26.62%	25.55%	21.21%	21.50%	3.24%	2.96%	3.17%	3.80%	3.94%
	紫金银行	29.20%	25.83%	25.40%	24.16%	22.88%	1.78%	2.38%	2.99%	3.86%	3.85%
	苏农商行	20.03%	29.62%	28.43%	24.86%	20.41%	2.84%	3.02%	3.29%	3.62%	3.91%
	张家港行	33.88%	28.42%	28.91%	22.19%	25.80%	2.53%	2.62%	2.78%	4.34%	5.05%
	瑞丰银行	16.91%	15.70%	0.00%	21.37%	14.82%	-	0.00%	1.60%	2.38%	2.96%
	江阴银行	12.87%	38.61%	36.99%	30.70%	24.19%	3.86%	4.21%	4.68%	4.53%	4.90%

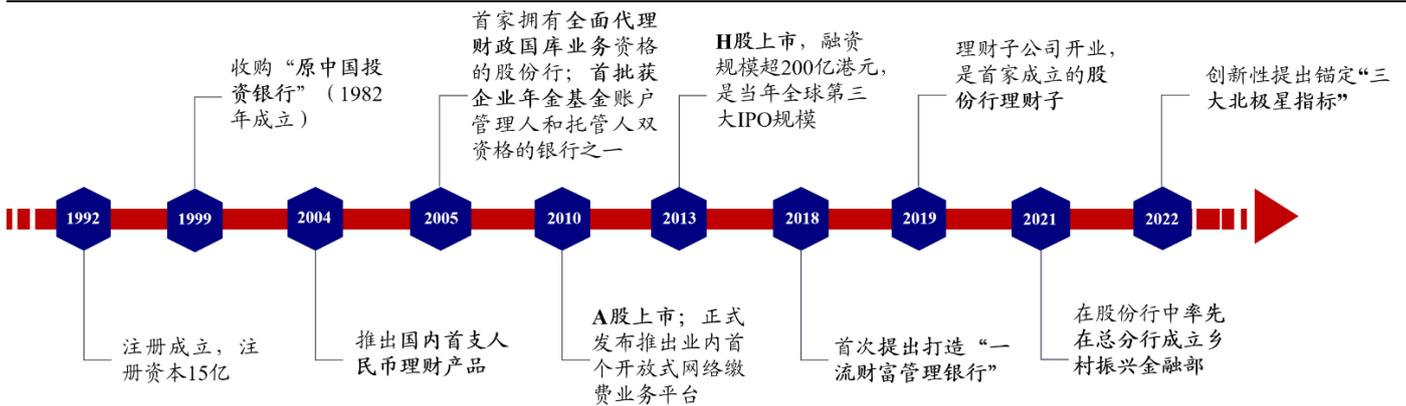
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

## 3、增量可期：财富管理赛道先行者

### 3.1、勇开行业先河，“三大北极星”考核导向清晰

在多项业务上开行业先河，为财富管理持续引流。光大银行自成立以来展现了优异的创新基因，2004年推出国内首支人民币理财产品，开启我国理财业务的序幕。2005年，成为全国首家拥有全面代理财政国库业务资格的股份行，也是首批获得企业年金基金账户管理人和托管人双资格的银行之一。2010年于A股上市之年，正式推出业内首个开放式网络缴费业务平台“云缴费”。

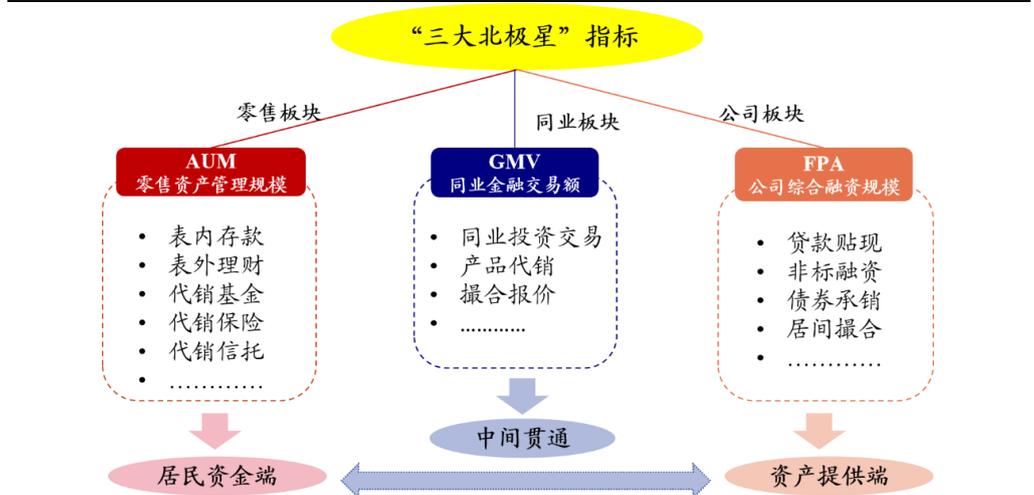
图30：光大银行开国内银行多项业务之先河



资料来源：光大银行招股书、光大银行财报、开源证券研究所

“三大北极星”的提出，使财富管理战略更加立体、考核导向更加清晰。自2015年提出“推动公司、零售、金融市场三大板块业务协调发展”以来，不断将其融入经营实践，2018年明确“打造一流财富管理银行”战略愿景，2022年更是提出锚定“三大北极星”指标（零售AUM、对公FPA、同业GMV），意味着各业务板块的联动已有清晰的考核导向。三个指标之间相互贯通，零售AUM作为投资的负债端，对公FPA作为资产提供端，同业GMV在中间架起桥梁。三者的贯通实现各类客户资金和资产的对接、投资和融资的对接，提升了光大银行的价值创造及财富管理能力。

图31：“三大北极星”指标之间相互贯通

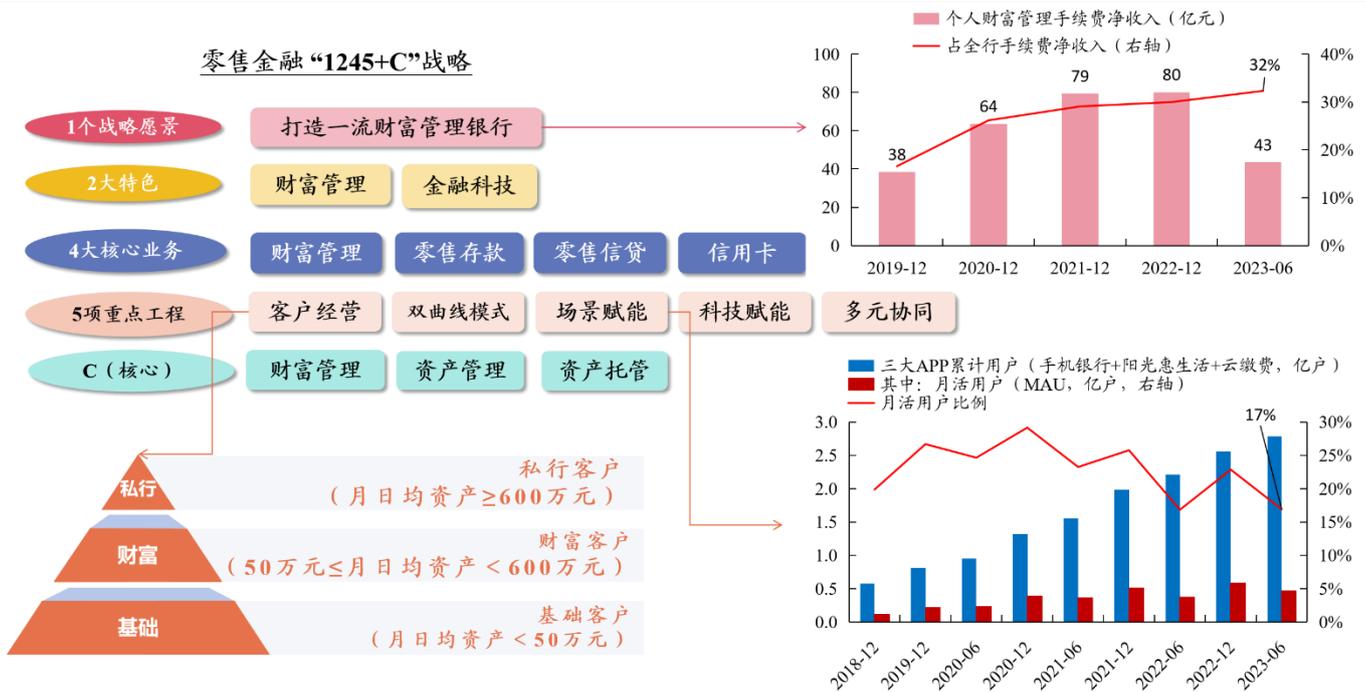


资料来源：光大银行财报、开源证券研究所

## 3.2、零售金融：零售双曲线助力 AUM 增长

个人财富管理中收已占全行中收 1/3。2019 年，光大银行提出“深化财富管理转型，推动个人客户财富 E-SBU（光大生态协同战略）生态链建设”；2022 年强调全面推进零售金融 1245+C 战略。落地成效十分亮眼，个人财富管理手续费净收入占全行的比例从 2019 年的 16.60% 翻番至 2023 年上半年的 32.33%，财富管理的底色更足、对营收的支撑更强。

图32：光大银行全面推进零售金融 1245+C 战略，近年个人财富管理手续费净收入增长较快

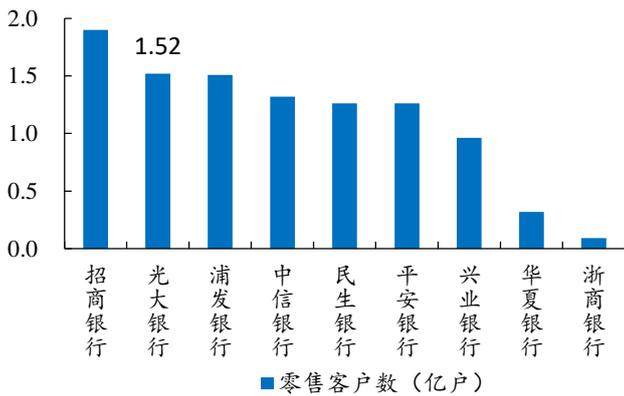


数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

### 3.2.1、客户：处于快速拓客期，户均 AUM 有上升空间

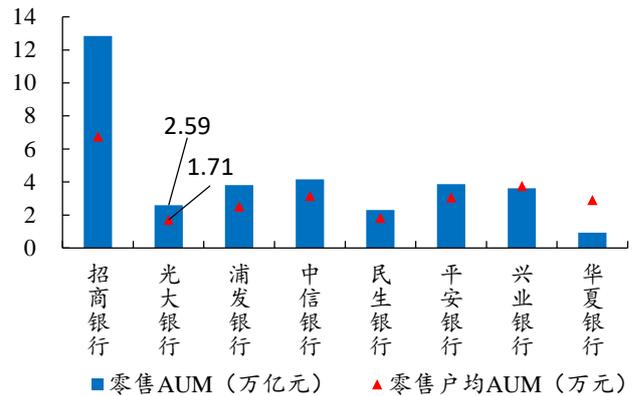
零售金融处于快速拓客期，客户基数较大但户均 AUM 较小。光大银行实施“分层分群、数据驱动、渠道协同、交易转化”的客户经营策略，进一步明晰“金字塔型”（基础客户+财富客户+私行客户）的分层经营脉络。2023 年 6 月末，零售客户总数突破 1.52 亿户，居上市股份行第二，仅次于招商银行；户均 AUM 为 1.71 万元，仍处于上市股份行中较低水平，上升空间较大。从零售客户数的逐年稳定增长走势来看，光大银行的零售拓客成效显著，后续通过产品和渠道、服务的深耕，有望实现客户数量和户均 AUM 的双提升。

图33：光大银行零售客户数为股份行第二高（2023H1）



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

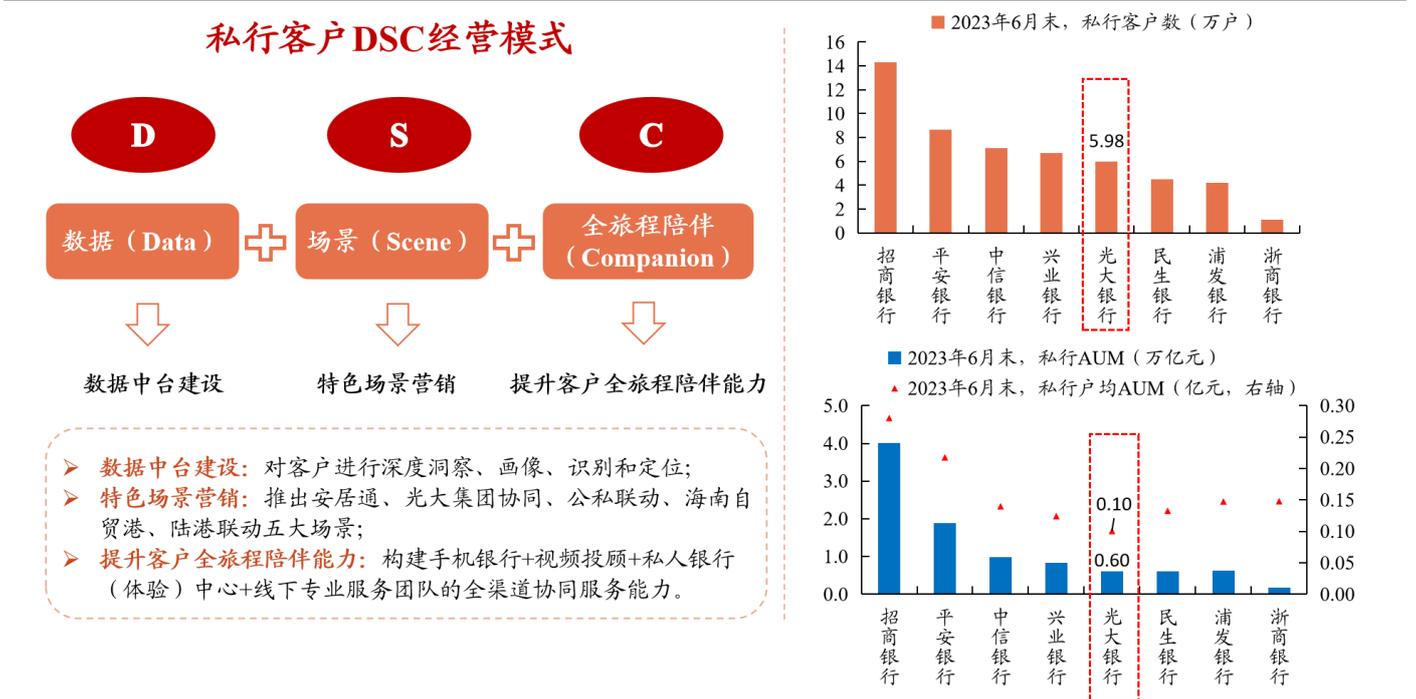
图34：光大银行零售户均 AUM 增长空间较大（2023H1）



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

私行客户是财务韧性最强的一类客户，光大银行近年发力私行价值挖掘。光大银行 2020 年成立私人银行部，聚焦高净值客群分层和价值挖掘，以“DSC 经营模式”贯穿了从产品销售驱动向客群经营驱动转型的全过程。2023 年 6 月末，手机银行私行专版月活客户 5.53 万户，比上年末增长 40.36%；私行客户数已接近 6 万户，居上市股份行中游，但户均 AUM 较低（约 1000 万元），客户粘性的提升空间较大。

图35：光大银行 DSC 客群经营模式带动私行客户稳定增长，但户均 AUM 较低



数据来源：Wind、银行财报、开源证券研究所

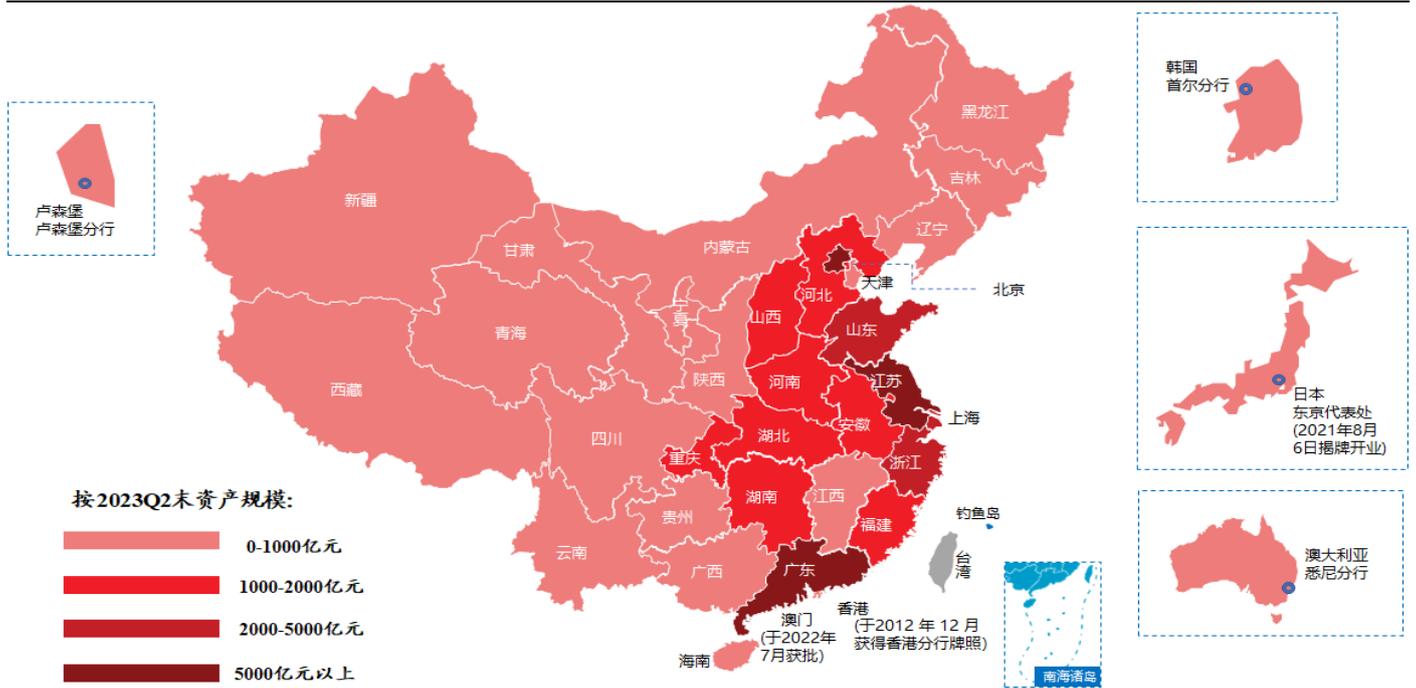
### 3.2.2、渠道：线下网点覆盖广+线上云缴费引流强

AUM 全面增长的两大抓手——覆盖面广的线下网点+引流效果强的线上平台。光大银行提出“零售双曲线”（线下+线上）提升全行 AUM，一方面，持续深耕线下“第一曲线”，充分发挥银行线下网点的传统渠道优势，推动“厅堂融合”，重塑网点运营模式；另一方面，稳步拓展“第二曲线”，搭建线上财富管理开放生态，围绕云缴费平台建设，提升线上客户综合经营能力。通过打造“双曲线”发展新模式，

客户基础更加坚实，零售中收更趋多元化，财富管理特色更加鲜明。

线下渠道重点布局主要的经济圈，实现 31 个省和直辖市全覆盖。受益于成立时间较早的优势，光大银行按照沿海、沿江 T 字发展战略，较快实现了机构的合理布局，截至 2023 年 6 月末网点已覆盖 31 个省和直辖市。在主要的发达经济圈重点布局，积极服务京津冀、长三角、大湾区、成渝四大重点区域协调发展。此外，光大银行致力于开拓国际业务，在韩国、日本、澳大利亚和卢森堡均有分行（或代表处），有力拓展了国外的业务范围。

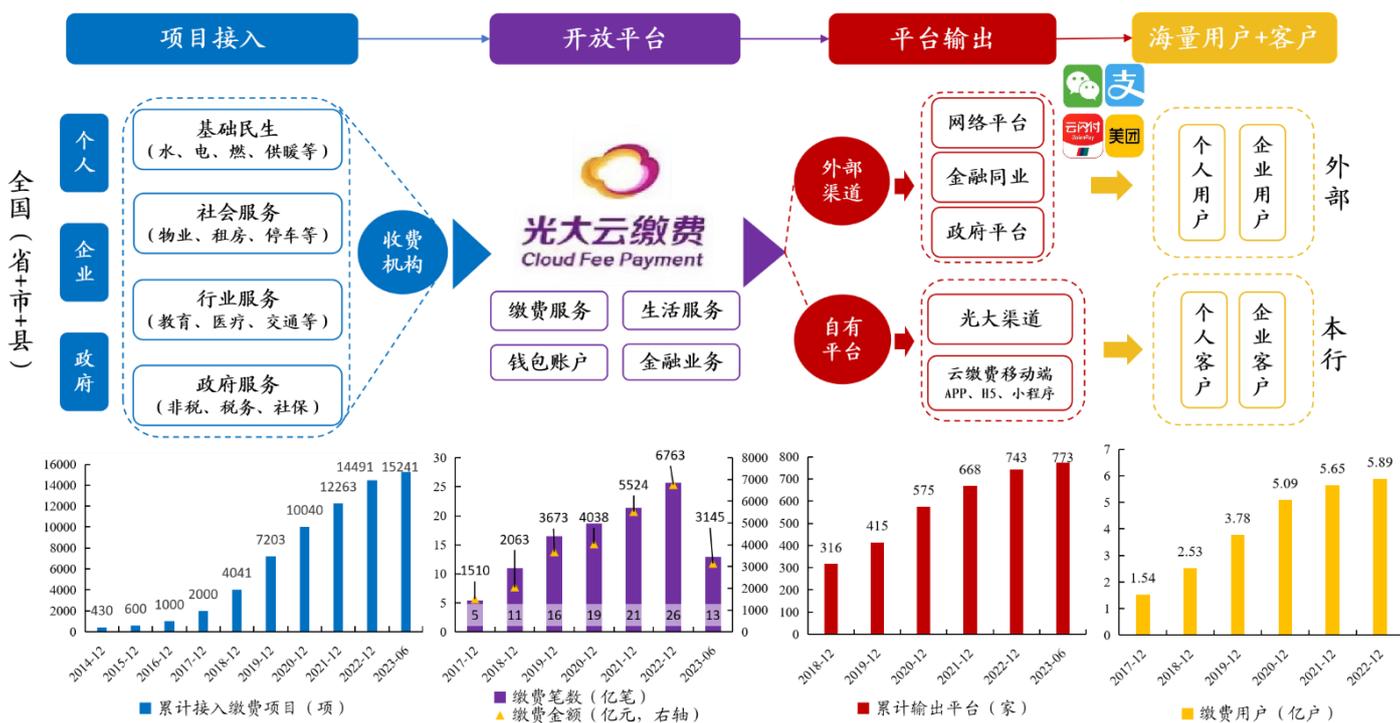
图36：光大银行的地区分行遍布中国各省市（2023年6月末）



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

线上渠道以云缴费为核心，向外触达 B 端和 C 端客群。光大云缴费平台成立于 2008 年，目前已成为中国最大的开放式便民缴费平台。2022 年末，云缴费全年缴费金额 6763 亿元，缴费笔数突破 25 亿笔，服务活跃用户达到 5.89 亿。截至 2023 年 6 月末，光大云缴费接入水、电、燃气等项目达 1.5 万项，输出至微信、支付宝、云闪付、美团等各大平台达 773 家，一头连接 B 端企业，一头连接 C 端客户。

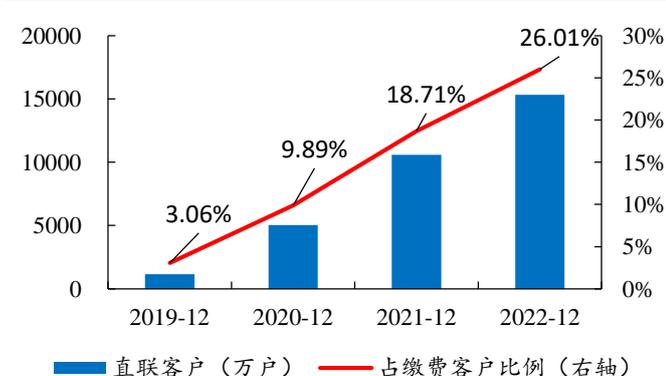
图37：光大云缴费作为一站式多功能缴费平台，搭建了海量数据库



资料来源：金融科技研究公众号、光大银行财报、开源证券研究所

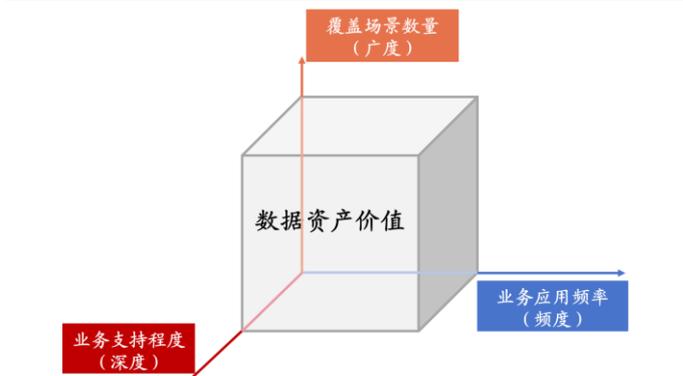
**云缴费引流的关键，是打通平台用户和直连用户的转换。**近年，云缴费平台不断加强自身渠道建设，致力于提高云缴费平台用户向直联客户（直接使用光大银行渠道进行缴费）的转换比例，该比例已从2019年末的3%提升至2022年末的26%。通过云缴费引流，可为银行存贷业务、财富管理业务输送粘性更强、数据更全的客群，带来不小的业务增量空间。此外，基于海量的场景，光大银行已积累了维度较全的客户数据，根据德勤《商业银行数据资产估值白皮书》提出的模型，数据资产价值与业务应用频率、业务支持程度和覆盖场景数量三个变量正相关，因此通过高频应用的云缴费向光大银行其他场景进行引流，将为存贷款、财富管理等业务源源不断输送增量客户，该模式的推进带来较大增量想象空间。

图38：云缴费平台用户向直联客户转换比例不断提高



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

图39：数据资产价值取决于其广度、深度和频度



数据来源：德勤《商业银行数据资产估值白皮书》、开源证券研究所

### 3.2.3、产品：光大理财品牌效应已基本树立

依托理财优势，将财富管理提升到新的战略高度。2015 年开始，供给侧改革、经济增速换挡等因素作用下，银行业告别狂飙突进的时代，转型升级是必由之路，光大银行依托理财业务的先发优势，将财富管理提升到新的高度，2018 年便首次提出“打造一流财富管理银行”。2019 年更是成立了全国首家开业的股份行理财子——光大理财。

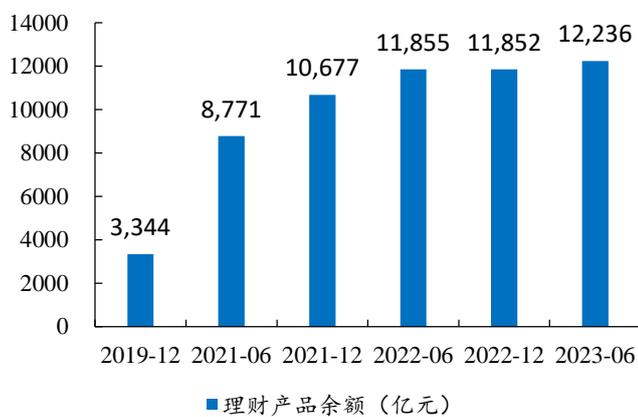
光大理财的品牌影响力较大，规模实现逆势增长。自 2004 年在国内率先推出首支个人外币理财产品“阳光理财 A 计划”和首支个人人民币理财产品“阳光理财 B 计划”以来，光大银行不断推进产品创新，率先推出多款不同类型的业内首支理财产品，成为银行理财行业的“先行者”。2019 年光大理财成为第一家开业的股份行理财子公司，2023 年 6 月末其理财产品余额为 1.22 万亿元，在全行业理财规模持续下降背景下实现逆势增长，反映了较大的品牌影响力。

表7：光大银行创新提出多支业内领先理财产品

时间	理财产品
2004 年	首支个人外币理财产品“阳光理财 A 计划”
	首支个人人民币理财产品“阳光理财 B 计划”
2005 年	首支人民币 Quanto 结构理财产品“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”
2006 年	首支信托理财产品“阳光理财 T 计划”
	首支基金投资组合理财产品 FOF
2007-2008 年	首支内嵌 CPPI 保本机制的 QDII 的理财产品
	首支主动管理型基金类固定收益产品“阳光稳健一号”
2009-2010 年	首支伞形基金类理财产品“阳光资产配置计划”
	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”
	首支量化投资基金理财产品
	首支夹层并购基金理财产品
2014-2016 年	首支银行系资产管理系统、量化产品“阳光量化集优组合 MOM”
2017-2019 年	首支完全符合资管新规的公募净值型理财产品“阳光金日添利 1 号”
2020 年	首支 1 分钱起售的理财产品“阳光碧乐活 1 号”
2021 年	首支数字人民币理财产品“阳光金客户专享 B002 号（数字货币专属）”
	首支基础设施公募 REITs 投资产品“阳光红基础设施公募 REITs 优选 1 号”

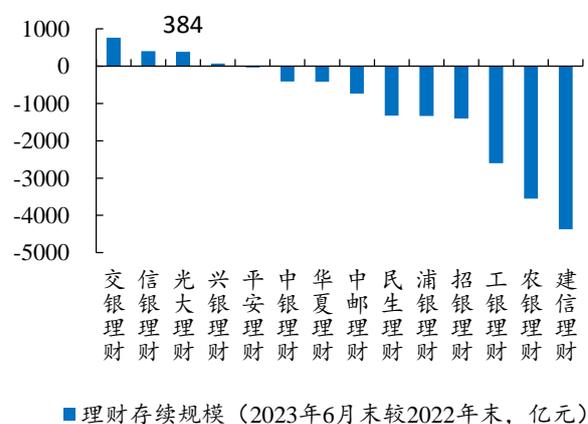
数据来源：光大理财公众号、开源证券研究所

图40：2023H1 光大理财产品存续规模持续上升



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

图41：2023 年上半年光大理财的产品存续规模逆势增长



数据来源：各银行财报、开源证券研究所

光大理财“七彩阳光”系列产品深入人心。2018年资管新规发布后，光大理财业务正式推出“七彩阳光净值型产品体系”，以阳光“红橙金碧青蓝紫”七种色彩为特征，分别对应不同种类理财产品，具有品类齐全、属性明确、风险等级清晰等同业独特优势。此外，光大理财还是4家首批获批养老理财试点的理财子公司之一，产品货架较为齐全，在固收、权益、混合等多资产配置上具有较为明显的先发优势。

**图42：光大理财“七彩阳光”产品货架齐全（截至2023年6月末）**

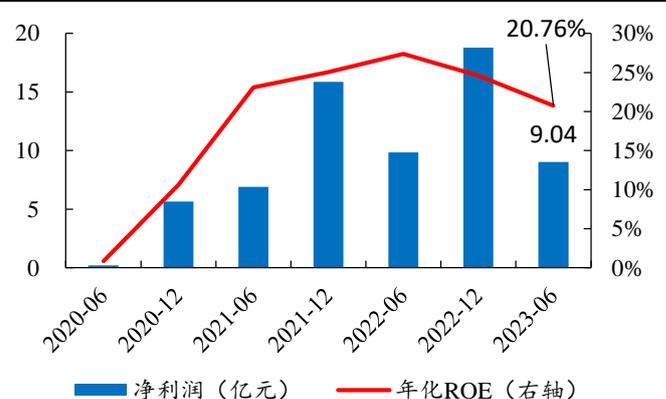
阳光红权益类										
主动管理						指数策略				
卫生安全		ESG行业精选			新能源		300红利增强			
阳光橙混合类										
FOF类-优选系列			多资产多策略-增盈系列				类固收-安盈系列			目标策略-颐享系列
优选科创	量化对冲	全明星FOF	增盈1号	增盈绝对收益策略	增盈稳健系列	抗通胀/双创进取	安盈1号	安盈季开系列	安盈增强系列	颐享养老
阳光金固定收益类										
纯债2星		固收+权益2/3星			封闭式固收/固收+2/3星		ABS/REITs+非标2/3星		存单存款策略1星	
同利系列	添利系列	增利系列			丰利系列		创利系列		安心计划系列	
阳光碧现金管理类										
光银现金A			阳光碧1号				乐活1/2号			
阳光青另类资产类										
挂钩衍生品										
智盈			睿盈				睿跃			
阳光蓝私募股权类										
未上市企业股权-智享系列										
阳光紫项目融资										
非标债权-尊享系列										

数据来源：光大理财公众号、开源证券研究所

光大理财收益能力位列全国性理财子第一。得益于良好的投研能力和风控能力，光大理财收益表现良好。根据普益标准公布的《2023年第三季度银行理财能力排名报告》，光大理财收益能力获得第一名，同时在综合理财能力、发行能力、产品研发能力、运营管理能力和信息披露规范性五个方面名列前五。2023上半年实现净利润9.04亿元，ROE（年化）20.76%。

**图43：光大理财收益能力位列全国性理财子第一（分）**


数据来源：普益标准、开源证券研究所

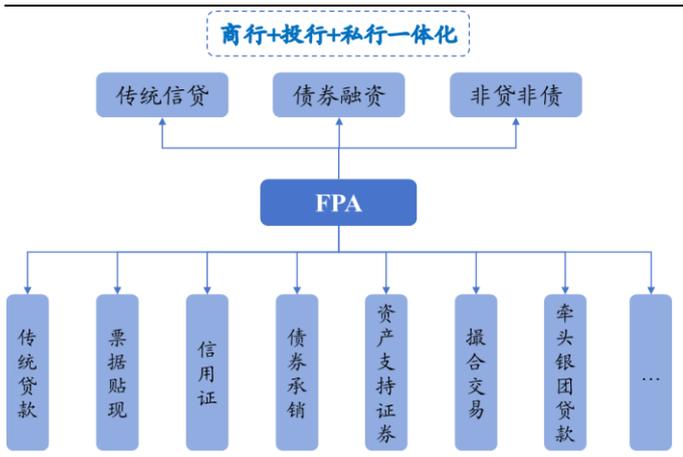
**图44：光大理财2023H1的ROE为20.76%**


数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

### 3.3、集团协同：以 FPA 和 GMV 为转型引擎

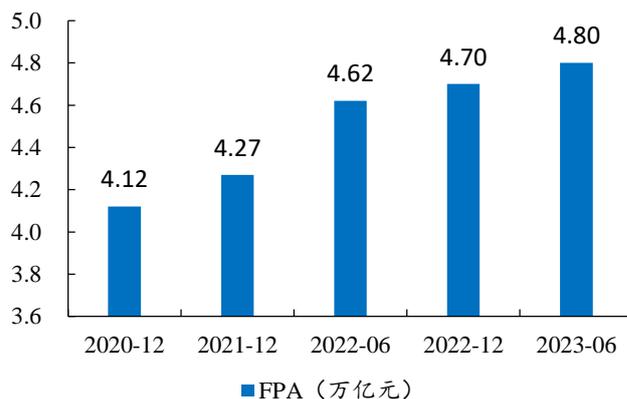
对公业务以 FPA 为转型引擎，2023 年 6 月末 FPA 为 4.8 万亿元。光大银行充分发挥 FPA “压舱石”作用，加快“商投私”一体化发展。具体来讲，FPA 是指从客户融资的需求端出发，衡量企业从一家商业银行所取得的包括传统贷款、票据贴现、债券承销等诸多表内外产品在内的全部融资支持。自 2021 年首次将 FPA 纳入考核，2023 年 6 月末光大银行 FPA 总量达 4.80 万亿元。

图45：光大银行 2021 年首次提出 FPA



数据来源：光大银行财报、中国基金报、开源证券研究所

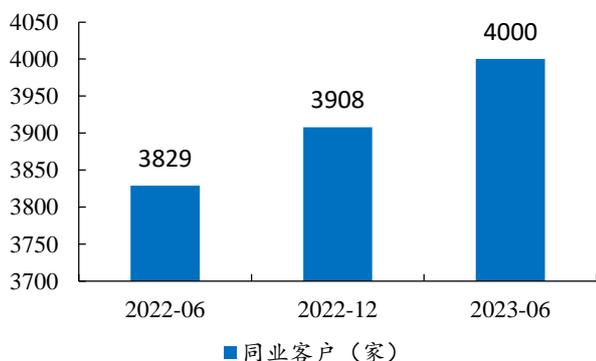
图46：2023H1 光大银行 FPA 为 4.80 万亿元



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

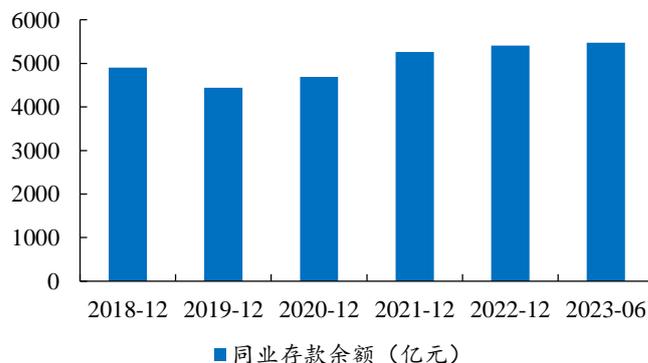
同业业务以 GMV 北极星指标为导向，同业客户生态圈有力拓展。GMV（同业客户资金交易额）除了包括金融同业市场中的投资和交易外，还包括代客撮合的规模等。2023 年，光大银行建设完成“同业机构数字化综合服务平台”，为同业客户提供产品代销、撮合报价、科技输出和资讯信息四大服务领域，促进同业生态圈建设，推动北极星指标 GMV 规模稳步增长。截至 2023 年 6 月末，已与近 4000 家同业客户开展业务合作，同业存款余额 5474.45 亿元，GMV 总量达 2.38 万亿元，同比增长 42.85%。

图47：2023H1 光大银行合作的同业客户近 4000 家



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

图48：2019 年以来同业存款余额稳步上升



数据来源：光大银行财报、开源证券研究所

## 4、估值分析与投资建议

### 4.1、盈利预测

**1、规模上：（1）贷款方面**，光大银行背靠光大集团，央国企、民企客户基础深厚，租赁商服、水利两大基建类贷款占比较高，制造业贷款占比有所上升。一方面，2023年特别国债、政府债的发行力度较大，有望撬动相应的基建类贷款；另一方面，2023年12月20日，国家金融监督管理总局等部门发布《制造业卓越质量工程实施意见》，提到“推动制造业加速向价值链中高端迈进”，再加上实体企业融资需求逐渐复苏，预计光大银行贷款增速整体稳中有增。故分别给予其2023-2025年6.30%/6.50%/6.70%的预计贷款增速；**（2）存款方面**，2007年末至2023年6月末，对公客户贡献60%以上的存款，其中作为银行负债中最稳定部分的对公核心存款上升势头明显。随着政府债的加码发行，财政存款有望增长较快；再加上基建类、制造业对公客户的粘性增强，或有效拉动光大银行的存款增长，故假设2023-2025年客户存款总额（含应计利息）增速分别为6.40%/6.20%/6.00%。

**2、利率上：（1）贷款方面**，由于2021-2022年贷款利率分别为5.11%、4.98%，2023年上半年边际下降至4.87%，我们认为随着实体融资需求回暖，新发放的贷款能更好实现量价平衡，继续下降的空间缩窄，故假设2023-2025年各季度贷款收益率在4.7%-4.9%；**（2）存款方面**，2021-2022年存款成本率分别为2.22%、2.30%，2023年上半年边际上升至2.35%，预计随着存款挂牌利率的调降，以及存量高利率的对公存款到期，光大银行存款成本率有望实现压降，故假设其2023-2025年的存款成本率在2.23%-2.25%。

**3、手续费和佣金净收入上**：光大银行于2022年提出“锚定三大北极星指标”，重点经营高净值客群，理财收益行业领先，财富管理增长空间较大。我们预计2023-2025年手续费及佣金净收入同比增速为0.64%/3.64%/5.87%。

基于以上假设，预计其2023-2025年归母净利润分别为459/485/527亿元，分别同比增长2.53%/5.49%/8.69%；期末摊薄股本EPS为0.78/0.82/0.89元，当前股价（2024-01-31）对应2024年PB为0.3倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表8：光大银行主要预测指标

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款余额	3,307,304	3,572,276	3,797,329	4,044,156	4,315,114
yoy	9.90%	8.01%	6.30%	6.50%	6.70%
存款余额	3,675,743	3,917,168	4,167,867	4,426,274	4,691,851
yoy	5.60%	6.57%	6.40%	6.20%	6.00%
营业收入	152,751	151,632	151,430	157,505	168,110
yoy	7.14%	-0.73%	-0.13%	4.01%	6.73%
净息差	2.16%	2.01%	1.82%	1.76%	1.73%
净利息收入	112,155	113,655	112,113	116,000	123,849
yoy	1.32%	1.34%	-1.36%	3.47%	6.77%
手续费及佣金净收入	27,314	26,744	26,914	27,893	29,531
yoy	11.90%	-2.09%	0.64%	3.64%	5.87%
归母净利润	43,407	44,807	45,940	48,461	52,674
yoy	14.73%	3.23%	2.53%	5.49%	8.69%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、相对估值

光大银行盈利能力稳中向好，资产质量边际改善，估值修复潜力较大。我们选取其余 8 家 A 股上市股份行作为对比，光大银行当前股价（2024-01-31）对应 2024 年 PB 为 0.3 倍，低于可比银行平均水平。光大银行对公客群基础扎实，有效打通资产端和负债端，近年进行高净值客户的精细化管理，对公优势有望继续保持；零售方面，线上线下相结合的“双曲线”发展新模式初见成效。首次覆盖，给予“增持”评级。

表9：可比公司的主要指标对比

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收 YoY (%)			归母净利润 YoY (%)			EPS (摊薄)			评级
		2024-01-31	2024E		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600036.SH	招商银行	0.8	0.7	17.38	4.08	-1.64	6.45	15.08	6.22	9.50	5.47	7.11	6.35	未评级
601166.SH	兴业银行	0.5	0.4	12.13	0.51	-2.58	5.27	10.52	-3.27	6.41	4.40	4.25	4.53	未评级
600000.SH	浦发银行	0.3	0.3	5.76	-1.24	-6.02	0.58	-3.46	-22.87	-0.09	1.74	1.34	1.34	未评级
601998.SH	中信银行	0.5	0.5	11.30	3.34	-0.17	3.04	11.61	5.04	9.56	1.27	1.33	1.46	买入
600016.SH	民生银行	0.3	0.3	7.55	-15.60	-1.40	3.16	2.58	-1.45	7.61	0.81	0.79	0.85	未评级
000001.SZ	平安银行	0.5	0.4	13.17	6.21	-4.82	2.78	25.26	7.14	10.07	2.35	2.51	2.76	未评级
600015.SH	华夏银行	0.4	-	7.55	-2.15	-	-	6.37	-	-	1.57	-	-	未评级
601916.SH	浙商银行	0.5	0.4	11.64	12.14	3.51	7.68	7.67	8.34	11.58	0.64	0.54	0.60	未评级
	可比公司平均	0.5	0.4	10.81	0.91	-1.87	4.14	9.45	-0.12	7.81	2.28	2.55	2.56	-
601818.SH	光大银行	0.4	0.3	10.23	-0.73	-0.13	4.01	3.23	2.53	5.49	0.83	0.78	0.82	增持

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除光大银行、中信银行，其余可比公司预测值均选用 Wind 一致预期（180 天），PB 已更新到 2024-01-31 收盘价；ROE 为年化的 2023 年前三季度加权平均净资产收益率；招商银行数据已按照 2023 年度业绩快报更新）

## 5、风险提示

**政策风险：**金融供给侧结构性改革，银行业监管政策趋严；政策落地不及预期，银行信贷的增量扩面不达预期。

**市场风险：**经济增速不及预期，企业和居民部门贷款需求疲弱，净利息收入增速下滑；资产端利率持续下滑，净息差持续承压等。

**经营风险：**业务转型带来的风险；资产质量的波动等。

**其他风险：**不可抗力带来的风险，日常业务开展受到限制，未来发展的不确定性增加等。

**附：财务预测摘要**

财务报表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利息收入	229,334	241,309	252,885	259,180	275,553
利息支出	117,179	127,654	140,772	143,180	151,704
净利息收入	112,155	113,655	112,113	116,000	123,849
手续费及佣金收入	30,131	30,077	30,325	31,396	33,342
手续费及佣金支出	2,817	3,333	3,411	3,503	3,812
手续费及佣金净收入	27,314	26,744	26,914	27,893	29,531
其他非息收入	13,282	11,233	12,403	13,612	14,730
净非利息收入	40,542	37,977	39,317	41,505	44,260
营业收入	152,751	151,632	151,430	157,505	168,110
税金及附加	1,620	1,766	1,785	1,791	1,953
业务及管理费	42,771	42,279	42,913	43,265	46,223
其他业务成本	891	992	987	991	1,080
营业外净收入	302	-20	-56	75	-0
拨备前利润	107,736	106,575	105,688	111,533	118,853
信用减值损失	54,772	50,600	49,982	52,598	54,492
利润总额	52,922	55,966	55,665	58,884	64,327
所得税费用	9,300	10,926	9,472	10,165	11,368
净利润	43,622	45,040	46,193	48,719	52,958
归母净利润	43,407	44,807	45,940	48,461	52,674
贷款总额	3,307,304	3,572,276	3,797,329	4,044,156	4,315,114
同业资产	220,702	162,080	204,342	243,445	281,511
总资产	5,902,069	6,300,510	6,894,087	7,493,209	8,167,889
吸收存款	3,675,743	3,917,168	4,167,867	4,426,274	4,691,851
其他计息负债	1,662,000	1,771,784	2,056,151	2,341,619	2,682,376
非计息负债	79,960	101,545	109,049	116,022	131,793
总负债	5,417,703	5,790,497	6,333,067	6,883,915	7,506,019
母公司所有者权益	482,489	507,883	558,655	606,670	658,962

资产负债结构(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产净额/总额	98.71	98.82	98.81	98.66	98.74
存放央行/生息资产	6.59	5.81	5.30	5.33	4.77
同业资产/生息资产	3.84	2.64	3.06	3.41	3.62
存放同业/生息资产	0.89	0.52	0.73	0.76	0.80
拆放同业/生息资产	2.41	2.12	1.90	2.33	2.54
买入返售/生息资产	0.54	0.00	0.42	0.32	0.28
贷款总额/生息资产	57.61	58.22	56.86	56.60	55.48
贷款净额/生息资产	56.42	57.03	55.52	55.33	54.27
投资/生息资产	31.96	33.33	34.77	34.67	36.13
计息负债/总负债	98.52	98.25	98.28	98.31	98.24
生息资产净额/计息负债	106.29	106.58	105.86	104.24	104.19
存款/计息负债	68.86	68.86	66.96	65.40	63.62
向央行借款/计息负债	1.90	1.11	2.61	1.82	1.77
同业负债/计息负债	14.73	14.45	15.59	16.49	17.85
同业存放/计息负债	9.86	9.50	10.67	11.05	11.98
拆入资金/计息负债	3.37	3.32	3.68	3.81	4.15
卖出回购/计息负债	1.51	1.63	1.23	1.62	1.73
发行债券/计息负债	14.31	15.40	17.28	17.96	18.38

主要指标增速(%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润增速	15.08	3.25	2.56	5.47	8.70
拨备前利润增速	5.18	-1.08	-0.83	5.53	6.56
税前利润增速	16.32	5.75	-0.54	5.78	9.24
营业收入增速	7.14	-0.73	-0.13	4.01	6.73
净利息收入增速	1.32	1.34	-1.36	3.47	6.77
手续费及佣金收入增速	11.56	-0.18	0.83	3.53	6.20
手续费及佣金支出增速	8.35	18.32	2.34	2.69	8.82
手续费及佣金净收入增速	11.90	-2.09	0.64	3.64	5.87
其他非息收入增速	78.07	-15.43	10.41	9.75	8.21
净非利息收入增速	27.56	-6.33	3.53	5.56	6.64
业务管理费用增速	13.79	-1.15	1.50	0.82	6.84
其他业务成本增速	13.07	11.34	-0.48	0.37	9.01
信用减值损失增速	-3.46	-7.62	-1.22	5.23	3.60
生息资产总额增速	10.44	6.88	8.83	7.00	8.85
贷款总额增速	9.90	8.01	6.30	6.50	6.70
同业资产增速	38.86	-26.56	26.07	19.14	15.64
贷款净额增速	10.09	8.02	5.96	6.63	6.75
计息负债增速	10.77	6.58	9.41	8.74	8.96
存款增速	5.60	6.57	6.40	6.20	6.00
同业负债增速	21.86	4.55	18.00	15.00	18.00
向央行借款增速	-58.04	-37.35	156.51	-24.42	6.46
归属母公司权益增速	6.40	5.26	10.00	8.59	8.62

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力(%)</b>					
ROAA	0.77	0.74	0.70	0.68	0.68
ROAE	10.64	10.27	9.80	9.35	9.27
拨备前利润率	70.53	70.29	69.79	70.81	70.70
<b>利率指标(%)</b>					
净息差(NIM)	2.16	2.01	1.82	1.76	1.73
净利差(SPREAD)	2.07	1.94	1.76	1.74	1.71
生息资产收益率	4.42	4.26	4.10	3.93	3.84
计息负债成本率	2.35	2.33	2.34	2.19	2.13
<b>资产质量(%)</b>					
不良贷款净生成率	1.79	1.55	1.39	1.23	1.13
不良贷款率	1.25	1.25	1.30	1.25	1.20
拨备覆盖率	187.02	187.93	175.65	181.60	180.15
拨贷比	2.34	2.35	2.35	2.23	2.19
<b>资本指标(%)</b>					
核心一级资本充足率	8.91	8.72	8.97	9.22	9.45
一级资本充足率	11.41	11.01	11.08	11.22	11.34
资本充足率	13.37	12.95	13.16	13.18	13.20
<b>每股指标(元)</b>					
EPS	0.80	0.83	0.78	0.82	0.89
PPOP	1.99	1.97	1.79	1.89	2.01
BVPS	8.93	9.40	9.45	10.27	11.15
<b>估值比率</b>					
P/E	3.92	3.80	4.05	3.84	3.53
P/PPOP	1.58	1.60	1.76	1.67	1.57
P/B	0.35	0.34	0.33	0.31	0.28

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn