

中国光大银行 - A (601818 CH)

云缴费——数字化转型助推器

概要：我们参加了光大银行的反向路演，其主题聚焦近期业绩表现、财富管理业务及科技发展战略。我们认为云缴费作为光大银行主要的数字化转型战略之一，将对该行的客群增长和盈利贡献起到助推作用。

- **云缴费助推战略实施。**发展零售业务及提升科技应用，对于光大银行实现“打造一流财富管理银行”的战略目标至关重要。云缴费是该行开展普惠金融和探索金融科技的主要措施之一。云缴费平台的用户数及交易额在过去几年呈现爆发式增长，2018年分别达到2.53亿户及2,060亿元人民币，令该平台成为中国最大的开放式缴费平台。
- **为手续费/存款/客户基础带来显著贡献。**云缴费为光大银行业务带来的贡献主要体现在以下三个方面：1) 相关手续费收入（包括代理费及平台接入费）2018年贡献1.6亿元人民币，同比增长159%，预计2019年将达到3亿元人民币；2) 缴费机构在光大银行开立结清算账户，带来相应存款；3) 可收集大量客户数据，并将平台客户转化为光大银行自有客户。
- **投资者关心的其他问题。**1) 光大银行在财富管理的转型上，特别是在产品设计和品牌建设上领先同业，目标成为第一家理财子公司正式开业成立的股份行；2) 信用卡业务仍然为战略重点，但发展节奏将趋稳，加强风控，如把控信用卡透支使用目的及调整客户结构等；3) 尽管光大银行在2018年已主动加强了不良确认及不良处置，管理层对2019年资产质量的展望依然保持谨慎。如将预期60天以上贷款全部纳入不良，可能会给资产质量带来一些压力；4) 2019年净息差趋势预计保持稳定，贷款利率可能进一步下滑，不过监管排查违规高息揽储，有望减缓存款成本上升压力；5) 管理层有信心该行在2017年发行的300亿元可转债将在可预见的未来转股。
- **首次覆盖光大银行-A，给予「买入」评级，目标价4.50元人民币。**光大银行-A目前估值相当于0.65倍2019年预测市帐率，较其历史平均的0.73倍低11%，同时也比A股上市同业的平均值0.76倍低14%。我们4.50元人民币的目标价是基于GGM模型下0.75倍的目标市帐率，以及2019年预测每股帐面值5.98元人民币。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	92,018	110,386	130,978	141,752	152,688
净利润(百万元人民币)	31,545	33,659	36,014	38,847	42,299
每股盈利(元人民币)	0.61	0.61	0.66	0.71	0.78
每股盈利变动(%)	(3.2)	1.1	7.3	8.2	9.2
市盈率(倍)	6.4	6.3	5.9	5.4	5.0
市帐率(倍)	0.71	0.71	0.65	0.59	0.54
股息率(%)	4.7	4.2	4.5	4.8	5.2
权益收益率(%)	12.3	11.6	11.5	11.4	11.3
不良贷款率(%)	1.59	1.59	1.62	1.69	1.75
拨备覆盖率(%)	158	176	203	229	248

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（首次覆盖）

目标价	RMB 4.50
潜在升幅	+16.3%
当前股价	RMB 3.87

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	193,463
3月平均流通量 (百万元人民币)	558.04
52周内股价高/低(元人民币)	4.62/3.44
总股本(百万)	39,811 (A) 12,679 (H)

资料来源：彭博

股东结构

中国光大集团股份有限公司	25.4%
中央汇金投资有限责任公司	19.5%
华侨城集团有限公司	8.0%

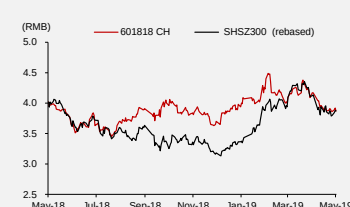
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.2%	1.5%
3-月	-7.3%	-7.4%
6-月	2.1%	-11.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

云缴费平台简介

中国最大的开放式缴费平台

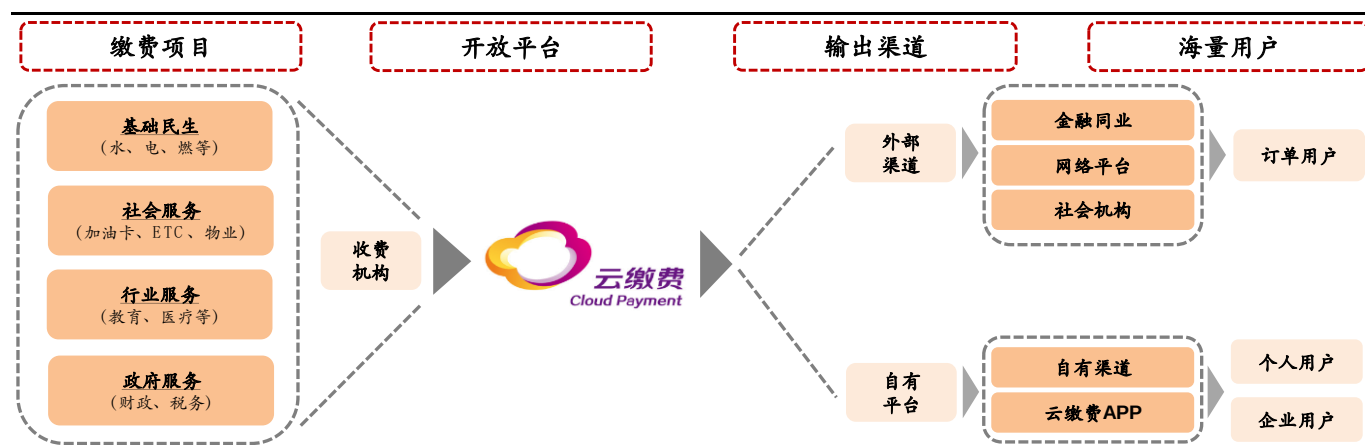
光大银行 2008 年设立云缴费平台，并将其作为该行开展普惠金融及探索金融科技的主要措施之一。以满足客户日常缴费需求为基础，以金融服务开放平台为核心，云缴费平台为用户提供标准化、一体化全流程的缴费服务，个人用户可以透过光大银行自有渠道及外部代理缴费平台与服务提供商进行对接。

2015 年至 2018 年，云缴费平台的用户数及交易金额均呈现爆发式增长，2018 年分别达到 2.53 亿户及 2,060 亿元人民币，令该平台成为中国最大的开放式缴费平台。截至 2019 年 5 月，该平台提供的缴费项目超过 5,500 个，覆盖全国逾 300 个城市。

为银行业务带来多元贡献

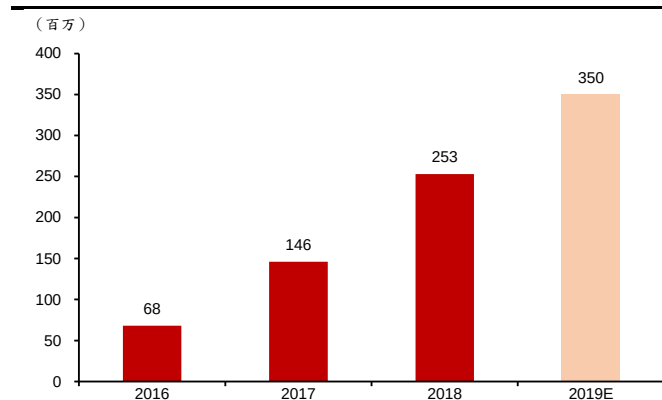
云缴费为光大银行业务带来的贡献主要体现在以下三个方面：1) 相关手续费收入（包括代理费及平台接入费）2018 年贡献 1.6 亿元人民币，同比增长 159%，预计 2019 年将达到 3 亿元人民币；2) 缴费机构在光大银行开立结清算账户，带来相应存款；3) 可收集大量客户数据，并将平台客户转化为光大银行自有客户。

图 1：云缴费业务模式



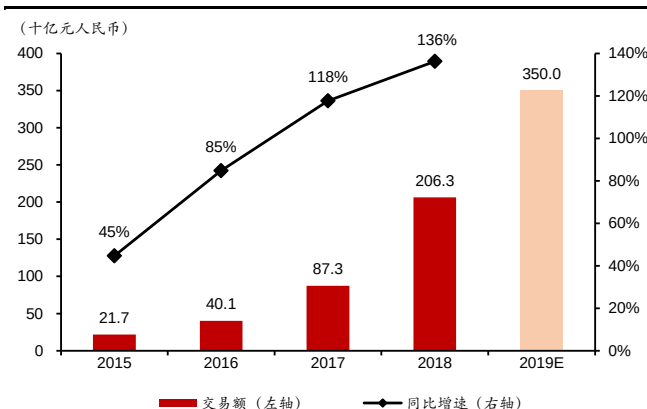
资料来源：公司及招银国际证券

图 2：云缴费平台用户数



资料来源：公司及招银国际证券

图 3：云缴费交易额



资料来源：公司及招银国际证券

投资者关心的主要问题

财富管理业务

光大银行在 2018 年确立了“打造一流财富管理银行”的战略目标。财富管理也是光大集团六大 E-SBU 企业生态系统中的一环。股份制银行在产品规模上难以与大型国有银行抗衡，因此他们更注重产品创新。2018 年初，光大银行推出了符合央行资管新规的净值型理财产品系列“七彩阳光”。光大银行也是首批获批成立理财子公司的两家股份行之一，并争取成为第一家理财子公司正式开业的股份行。

信用卡业务

信用卡一直是光大银行的战略重点业务，过去几年对营业收入的贡献达到 30% 以上。在经历了 2016 至 2018 年的快速扩张后，信用卡业务的发展速度将趋缓并将保持稳健，下一步具体的发展措施包括：1) 严格管控信用卡消费流向，以取代现金贷；2) 调整客户结构，向 80、90 后人群集中并改进产品设计；3) 加强与科技公司的合作，如小米、京东金融等。

资产质量展望

尽管光大银行在 2018 年已主动加强了不良确认及不良处置，管理层对 2019 年资产质量的展望依然保持谨慎。新生不良主要来自产能过剩行业，如制造业和批发零售业，这两大行业占公司贷款比重为 27%，但占公司不良贷款比重达到 57%。如将预期 60 天以上贷款全部纳入不良，可能会产生一定影响。不过，管理层仍然有信心保持资产质量整体稳定可控。

净息差展望

2019 年单季净息差预期将保持稳定。贷款利率可能进一步下滑，不过贷款结构的优化（如投放向零售贷款倾斜）将一定程度上缓解这一趋势。另一方面，资金成本下行空间有限，但监管加大对结构性存款和大额存单等高息揽储方式的排查，将有利于保持存款成本可控。

可转债进展

可转债不仅受资本市场欢迎和监管部门鼓励，对于银行而言，成本也相对低廉。光大银行 2017 年发行的 300 亿人民币可转债平均票面利率仅为 0.5%。管理层有信心可转债能够转股，因为良好的业绩表现将为估值的提升提供支持。管理层同时也表示将通过进一步加强与投资者间的交流来提升该行的市场认知度。

估值

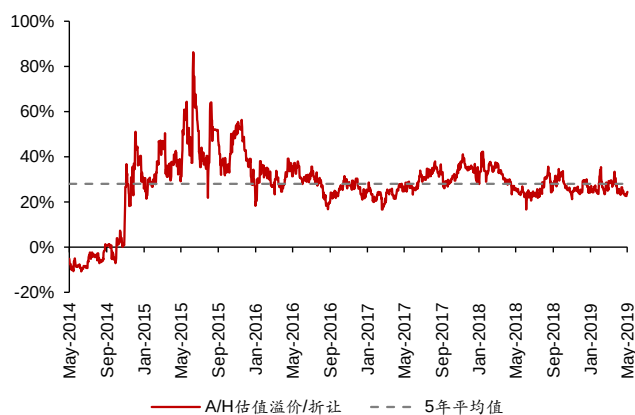
我们使用 GGM 对光大银行-A 进行估值，主要假设包括：1) 市场风险溢价 9.4%，2) 无风险收益率 3.0%，3) 可持续净资产收益率 11.2% 及 4) 长期增长率 3.0%。我们的目标价 4.50 元人民币是基于 2019 年预测每股帐面值 5.98 元人民币，对应 0.75 倍 2019 年预测市帐率。

图 4: A 股上市银行估值比较

		市值	3 个月日均成交额	收市价	市帐率 (倍)		市盈率 (倍)		股息率 (%)		权益收益率 (%)	
公司	股票代码	(百万美元)	(百万美元)	(元人民币)	FY19E	FY20E	FY19E	FY20E	FY19E	FY20E	FY19E	FY20E
国有银行及全国性股份制银行												
工商银行	601398 CH	281.6	191.3	5.65	0.81	0.74	6.5	6.2	4.7	5.0	13.0	12.5
建设银行	601939 CH	198.0	122.8	6.96	0.83	0.76	6.5	6.1	4.7	4.9	13.2	12.8
农业银行	601288 CH	183.1	170.2	3.68	0.73	0.67	6.0	5.7	5.1	5.4	12.7	12.3
中国银行	601988 CH	151.3	94.9	3.84	0.69	0.64	6.2	5.9	5.0	5.2	11.4	11.0
交通银行	601328 CH	60.9	108.7	5.97	0.62	0.58	5.9	5.6	5.2	5.5	10.9	10.7
招商银行	600036 CH	124.4	254.5	34.25	1.50	1.32	9.6	8.5	3.1	3.6	16.4	16.4
中信银行	601998 CH	36.9	46.6	5.80	0.65	0.60	6.2	5.9	4.3	4.6	10.7	10.4
民生银行	600016 CH	37.3	110.4	6.13	0.59	0.55	5.1	4.9	4.2	4.4	12.2	11.5
平安银行	000001 CH	30.8	195.7	12.40	0.85	0.77	7.9	7.0	1.4	1.6	11.3	11.5
浦发银行	600000 CH	47.2	74.8	11.12	0.65	0.59	5.7	5.4	2.8	3.1	12.0	11.4
兴业银行	601166 CH	53.2	255.0	17.68	0.74	0.67	5.6	5.2	4.2	4.5	13.5	13.4
华夏银行	600015 CH	16.7	51.2	7.50	0.51	0.46	5.2	4.9	3.2	3.7	10.3	9.7
平均					0.76	0.69	6.4	5.9	4.0	4.3	12.3	12.0
城市商业银行及农村商业银行												
北京银行	601169 CH	17.9	52.4	5.85	0.64	0.59	5.8	5.4	4.9	5.2	11.3	11.2
上海银行	601229 CH	18.0	56.5	11.38	0.79	0.74	6.7	5.8	3.6	4.2	12.3	12.6
南京银行	601009 CH	10.2	91.0	8.30	0.91	0.79	5.9	5.0	4.4	5.3	15.5	15.8
宁波银行	002142 CH	17.7	60.2	23.45	1.58	1.35	9.3	7.9	2.1	2.5	16.6	17.1
江苏银行	600919 CH	12.2	54.0	7.28	0.69	0.63	5.9	5.2	4.1	4.5	12.2	12.3
贵阳银行	601997 CH	4.3	47.2	12.95	0.86	0.74	5.1	4.5	3.2	3.6	17.8	17.0
杭州银行	600926 CH	6.1	40.8	8.26	0.81	0.73	7.2	6.1	3.5	4.1	10.9	11.4
成都银行	601838 CH	4.5	37.0	8.60	0.94	0.82	5.5	4.6	4.1	4.8	17.6	17.8
江苏江阴农商行	002807 CH	1.5	18.0	4.70	0.86	0.80	9.7	8.8	2.3	2.6	9.1	9.4
无锡农商行	600908 CH	1.6	15.1	5.86	0.96	0.88	9.0	8.1	2.7	3.0	11.3	11.4
江苏常熟农商行	601128 CH	2.9	48.2	7.37	1.21	1.07	9.9	8.4	3.1	3.7	13.3	13.7
苏州农商行	603323 CH	1.5	33.9	6.13	0.90	0.85	10.0	9.3	2.1	2.4	9.9	10.4
江苏张家港农商行	002839 CH	1.5	36.0	5.74	1.04	0.97	11.4	10.2	2.1	2.3	9.5	9.9
平均					0.94	0.84	7.8	6.9	3.3	3.7	12.9	13.1

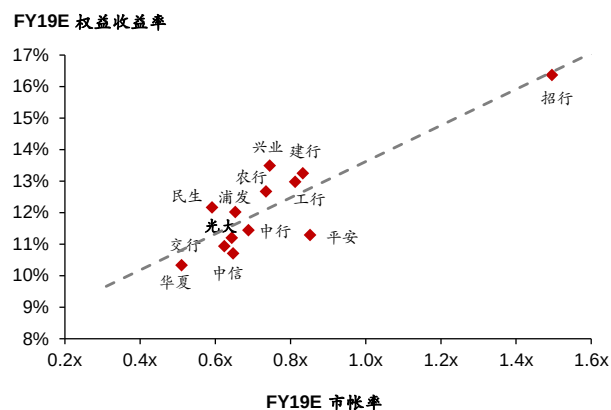
资料来源：彭博，招银国际证券

图 5: 光大银行 A/H 估值溢价/折让



资料来源：彭博，招银国际证券

图 6: A 股上市银行市帐率-权益收益率



资料来源：彭博，招银国际证券

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	160,343	168,567	200,344	216,302	232,292
利息支出	(99,393)	(107,524)	(114,157)	(122,821)	(131,636)
净利息收入	60,950	61,043	86,187	93,481	100,656
净手续费及佣金收入	30,774	36,894	42,428	45,822	49,488
其他	294	12,449	2,362	2,449	2,544
经营收入	92,018	110,386	130,978	141,752	152,688
经营支出	(30,802)	(33,706)	(40,631)	(45,208)	(50,217)
拨备前利润	61,216	76,680	90,346	96,544	102,472
资产减值损失	(20,570)	(35,828)	(46,641)	(49,407)	(51,153)
经营利润	40,646	40,852	43,705	47,137	51,319
非经营收入	-	-	-	-	-
税前利润	40,646	40,852	43,705	47,137	51,319
所得税费用	(9,035)	(7,131)	(7,629)	(8,228)	(8,958)
少数股东权益	(66)	(62)	(62)	(62)	(62)
净利润	31,545	33,659	36,014	38,847	42,299

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	348,119	361,854	389,522	421,131	453,905
同业资产	285,011	175,463	161,694	167,890	174,396
金融投资	1,297,936	1,301,080	1,391,472	1,476,627	1,556,529
贷款总额	2,032,056	2,428,487	2,683,478	2,911,574	3,159,058
减: 贷款减值准备	51,238	67,209	88,331	112,677	136,732
其他资产	176,359	157,657	212,250	238,348	275,470
总资产	4,088,243	4,357,332	4,750,084	5,102,893	5,482,625
向中央银行借款	232,500	267,193	293,912	308,608	324,038
同业负债	1,024,283	958,144	1,036,137	1,107,114	1,183,334
存款总额	2,272,665	2,571,961	2,777,718	2,999,935	3,239,930
已发行债券	150,939	164,844	174,844	184,844	194,844
其他负债	102,420	72,717	77,436	82,550	88,092
总负债	3,782,807	4,034,859	4,360,047	4,683,051	5,030,239
股东总权益	304,760	321,488	389,052	418,857	451,402
其中: 永续债	-	-	40,000	40,000	40,000
其中: 优先股	35,108	35,108	35,108	35,108	35,108
少数股东权益	676	985	985	985	985
总权益	305,436	322,473	390,037	419,842	452,387

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	66%	55%	66%	66%	66%
净手续费及佣金收入	33%	33%	32%	32%	32%
其他	0%	11%	2%	2%	2%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	-6.6%	0.2%	41.2%	8.5%	7.7%
净手续费及佣金收入	9.5%	19.9%	15.0%	8.0%	8.0%
营业收入	-2.5%	20.0%	18.7%	8.2%	7.7%
拨备前利润	-4.5%	25.3%	17.8%	6.9%	6.1%
净利润	4.0%	6.7%	7.0%	7.9%	8.9%
贷款总额	13.2%	19.5%	10.5%	8.5%	8.5%
存款总额	7.2%	13.2%	8.0%	8.0%	8.0%
经营效率					
成本收入比	32.4%	29.5%	29.8%	30.6%	31.6%
资产质量					
不良贷款率	1.59%	1.59%	1.62%	1.69%	1.75%
拨备覆盖率	158%	176%	203%	229%	248%
拨贷比	2.52%	2.78%	3.29%	3.87%	4.33%
信贷成本	1.03%	1.54%	1.79%	1.73%	1.65%
资本充足率					
核心一级资本充足率	9.6%	9.1%	10.0%	10.2%	10.4%
一级资本充足率	10.6%	10.1%	11.1%	11.2%	11.3%
资本充足率	13.5%	13.0%	12.8%	12.8%	12.8%
盈利能力					
净息差	1.52%	1.74%	1.84%	1.85%	1.85%
平均权益回报率	12.3%	11.6%	11.5%	11.4%	11.3%
平均资产回报率	0.74%	0.76%	0.76%	0.76%	0.77%
平均风险资产回报率	1.09%	1.07%	1.10%	1.15%	1.17%
每股数据 (元人民币)					
每股净利润	0.61	0.61	0.66	0.71	0.78
每股股息	0.18	0.16	0.17	0.19	0.20
每股帐面值	5.44	5.46	5.98	6.55	7.17

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及/或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。