

2017年09月28日

# 贵阳银行 (601997)

## ——区域优势显著，高息差高成长

报告原因：首次覆盖

### 增持 (首次评级)

**市场数据：** 2017年09月27日

收盘价(元)	14.79
一年内最高/最低(元)	18.36/14.7
市净率	1.5
息率(分红/股价)	1.76
流通A股市值(百万元)	17860
上证指数/深证成指	3345.27/11036.78

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2017年06月30日

每股净资产(元)	9.69
资产负债率%	94.41
总股本/流通A股(百万)	2299/1208
流通B股/H股(百万)	-/-

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**
**证券分析师**

 毛可君 A0230517070003  
maokj@swsresearch.com

**联系人**

 郑庆明  
(8621)23297818×7597  
zhengqm@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **区位优势显著，驱动公司高速增长。**受益于国家西部发展战略政策的扶持，贵州 GDP 增速长期维持两位数，当地基建投资大兴。截至 2017 年 7 月末，贵州省 PPP 入库金额在全国占比为 10.3%，位居第一。贵阳银行在贵州银行业金融机构中规模领先，长期深耕于本地，高盈利和高成长表现亮眼，我们认为公司将持续受益于贵州尤其是贵阳基建投资的大力发展带来的大量优质项目资源与融资需求。17 年上半年，公司资产同比增长 45.4%，稳居上市城商行之首，规模扩张的大空间源自区域优势。
- **资产业务以对公信贷和类信贷非标为主，项目储备丰富。**截至 6 月末，公司的贷款占资产比重 25.5%、债券投资（交易性、可供出售、持有至到期）占比 35%，以类信贷非标为主的应收款项类投资占比 18.1%，同业资产占比 5.7%。17 年上半年，贵州基建投资同比增长 28.3%，基建投资增长有效刺激客户融资需求，上半年贵阳银行贷款总额同比增长 19.3%，而应收款项类投资（主要为资产管理计划和信托计划等非标）也较 16 年末增长 35.7%。当前金融去杠杆监管环境下，行业呈现表外转表内、表内回信贷的趋势。我们认为公司资产配置也或有一定调整，但基建驱动的融资需求将持续强力保障公司扩张空间。从贷款增量来看，上半年公司新增对公贷款占新增总贷款的 71.0%，符合行业趋势（我们测算老 16 家上市银行 17 年上半年新增对公贷款占新增贷款比重为 73.3%）。
- **存款基础扎实，低成本融资能力强。**从负债端来看，贵阳银行形成高存款占比（70%）的负债结构和高活期存款占比（66%）的存款结构，优于其他上市城商行。一方面，凭借与当地政府的良好关系，公司长期拥有低成本的社保、政府存款来源（如财政性存款、国库定期存款），另一方面，凭借与当地政府和企业的长期合作关系，公司对公信贷和类信贷非标为主的资产业务也有利于带来大量低成本对公存款的沉淀。上半年公司付息负债成本仅为 1.77%，远低于其他上市城商行。
- **高息差源自更强的资产议价能力和更低的融资成本。**公司净息差处于上市银行领先水平，高息差的绝对优势主要受益于：（1）深耕地方、聚焦小微，公司议价能力强。公司本地优势突出，与当地客户建立的长期合作关系，基建项目丰富客户融资需求大，公司贷款以中小微企业贷款为主，议价力强，资产收益率高；（2）存款优势突出，负债端融资成本低。尽管 17 年上半年中小银行普遍因为同业负债资金成本冲击而息差回落，公司息差环比 16 年末下降 24BP 至 2.64%，但公司息差依然高于所有上市城商行。考虑到公司的区位优势、服务地方和中小定位、融资能力的持续，公司高息差的领先优势有望维持。
- **不良率略高于同业，不良改善趋势显著，资产质量压力不大。**6 月末，贵阳银行不良率较 16 年末上升 4BP 至 1.46%，高于其他城商行，主要是公司以中小微企业贷款为主的结构导致受小微不良影响，加上中西部地区信贷风险暴露和修复进程晚于长三角地区。我们认为无需过于担忧公司未来资产质量压力，主要基于：（1）供给侧改革持续，推动企业资产负债表修复，进一步助力银行资产负债表修复。（2）贵州省较快的经济增速为其消化原有不良贷款包袱以及新增优质贷款提供了良好条件。（3）公司持续优化信贷结构。前期信贷风险暴露集中的“制造业+批发零售业+采矿业”的贷款占比较 16 年末继续降低 0.6 个百分点至 17.8%；（4）不良生成改善在上市城商行中最为显著，关注类贷款占比和逾期贷款占比也双双降低。公司拨备覆盖率在 17 年上半年回升至 251.5%，结束此前连续三年的下滑，拨备夯实，风险抵补能力增强。
- **首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计贵阳银行 2017-2019 年归母净利润同比增速分别为 19.1%、24.7%、27.6%，对应每股 EPS 分别为 1.89、2.36、3.01 元/股。目前公司 2017-2019 年 PB 分别为 1.37X/1.16X/0.96X，我们认为贵阳银行在次新城商行中应享有溢价，主要原因：（1）西部优质城商行，基建驱动规模扩张有空间；（2）息差保持高位；（3）不良修复空间较大，拨备较充足。绝对估值法下目标价 16.26 元，当前股价 14.79 元，对应 9.94% 的上行空间，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**区域经济增长乏力；资产质量修复不及预期。

**财务数据及盈利预测**

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,159	5,681	12,437	15,592	19,042
同比增长率(%)	31.85	29.99	23.07	26.52	23.22
净利润(百万元)	3,654	1,902	4,351	5,427	6,925
同比增长率(%)	13.42	23.26	19.05	24.74	27.61
每股收益(元/股)	1.59	0.83	1.89	2.36	3.01
ROE(%)	17.3	8.5	18.9	19.9	21.3
市盈率	9.3		7.8	6.3	4.9
市净率	1.6		1.4	1.2	1.0

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计贵阳银行 2017-2019 年的归母净利润增速分别为 19.1%、24.7%、27.6%，对应每股 EPS 分别为 1.89、2.36、3.01 元/股。当前股价为 14.79 元，对应 2017-2019 年 1.37X、1.16X、0.96XPB。绝对估值法下测算公司目标价为 16.26 元，对应 9.94% 的上行空间，首次覆盖给予“增持评级”。

### 关键假设点

我们分别从四个方面做出假设：**(1) 规模增速**：贵阳银行长期深耕于省内，在当地银行业中市场地位突出，与政府保持紧密合作。我们认为公司将持续受益于贵州尤其是贵阳基建投资的大力发展带来的大量优质项目资源与融资需求。预计 2017-2019 年贷款增速分别为 17.3%、15.1%、14.0%；存款增速稳定在 23% 左右；**(2) 净息差**：资产端较强的议价能力和负债端较低的融资成本造就公司高息差优势，息差有望尽早回升。预计 2017-2018 年全年息差边际降幅分别为 43BP、4BP，2019 年开始回升；**(3) 不良生成率**：考虑到信贷结构的持续优化以及不良先行指标的显著企稳，预计 2017-2019 年公司不良生成率分别为 2.1%、1.9%、1.6%；**(4) 信贷成本**：基于不良生成放缓、不良率企稳的假设，预计 2017 年信贷成本为 3.2%，18-19 年保持稳中有降趋势。

### 有别于大众的认识

**息差有望回升，高息差优势仍可持续**。上半年贵阳银行净息差有所下滑，但我们认为息差收窄主要受上半年同业利率走高的暂时性冲击。公司长期根植当地，与当地政府、优质客户建立的长期合作关系是不可比拟的优势，贷款议价能力更强；同时，高存款占比的负债结构和活期存款占比的存款结构是公司维持高息差更为主要的原因。从行业趋势来看，下半年银行整体信贷额度的趋紧将大概率推升贷款收益率走高；而在同业负债监管新规下，同业存单的发行利率也有望从高位回落。因此，无论从公司基本面还是行业趋势来看，我们认为公司息差水平仍将领先于可比同业。

**资产质量压力有望缓解**。由于中西部地区信贷风险暴露滞后于长三角地区，公司不良指标总体表现不及其他城商行。但我们可以认为：**(1)** 在供给侧改革持续推进下，推动企业资产负债表修复，进一步助力银行资产负债表修复。**(2)** 贵州省较快的经济增速将为其消化原有不良贷款包袱以及新增优质贷款提供良好条件。**(3)** 前期信贷风险暴露集中的“制造业+批发零售业+采矿业”的贷款占比较 16 年末降低 0.6 个百分点至 17.8%；**(4)** 上半年加回核销的不良生成率大幅降低，降幅位居上市城商行之首。而关注类贷款占比和逾期贷款占比较 2016 年末分别大幅降低 31BP、30BP。

### 股价表现的催化剂

西南基建投资持续发力；息差继续维持高位。

### 核心假设风险

区域经济增长乏力；资产质量修复不及预期。

## 目 录

<b>1. 贵阳银行：西南地区迅速崛起的城商行 .....</b>	<b>6</b>
1.1 城商行：依附于区域经济，正处于快速发展时期.....	6
1.2 受益于政策扶持，贵阳银行成为区域经济增长受益者.....	7
1.3 地方国有法人持股比例高，与政府建立长期合作关系.....	8
1.4 省内银行业领先地位突出，小微企业业务优势明显.....	10
<b>2. 资产受益基建驱动，存款基础尤为扎实 .....</b>	<b>11</b>
2.1 贷款占比降低，非标投资加大 .....	11
2.2 基建拉动信贷增长，信贷结构持续优化.....	12
2.3 存款基础优秀，同业负债压力不大.....	14
<b>3. 高息差优势显著 .....</b>	<b>16</b>
3.1 利息收入占主导，息差领先于可比同业.....	16
3.2 高息差源自更强的资产议价能力和更低的融资成本.....	18
<b>4. 不良生成显著放缓，资产质量有望持续修复 .....</b>	<b>19</b>
4.1 小微拖累资产质量，不良率高于城商行平均水平.....	19
4.2 不良先行指标继续改善，拨备计提压力不大 .....	21
<b>5. 首次覆盖给予“增持”评级 .....</b>	<b>23</b>
5.1 估值模型关键假设 .....	23
5.2 相对估值法下贵阳银行享有合理溢价 .....	24
5.3 合理目标价为 16.26 元，对应 9.94% 的上行空间.....	25

## 图表目录

图 1: 我国城商行资产规模呈现阶梯式上升.....	6
图 2: 自经济危机之后贵州 GDP 增速远超全国 GDP 增速, 目前依然保持双位数增长.....	7
图 3: 公司深耕贵州, 17 年上半年省内营业收入占比高达 98.3%.....	8
图 4: 与其他上市城商行相比, 贵阳银行地方国有法人持股比例较高 (2017 年 6 月).....	9
图 5: 贵阳银行小微贷款占比逐年提升 .....	10
图 6: 贵阳银行资产增速远高于其他上市城商行.....	11
图 7: 从资产结构来看, 公司主要以投资类科目为主, 贷款占比有所降低 .....	12
图 8: 贵州省固定资产投资以基建为主 (2016 年) .....	13
图 9: 17 年上半年贵州基建投资同比增长 28.3%, 依然处于较高水平.....	13
图 10: 公司对公信贷持续高增.....	13
图 11: 从个人贷款结构来看, 信用卡贷款占比提升趋势明显 .....	14
图 12: 从负债结构来看, 贵阳银行存款占比位居上市城商行之首 (2017 年 6 月末).....	15
图 13: 贵阳银行存款活期化特征明显, 活期存款占比位居 25 家上市银行第二..	16
图 14: 公司营业收入以净利息收入为主, 中收占比较低 .....	16
图 15: 上半年股份行、城商行等中小银行净息差持续收窄.....	17
图 16: 贵阳银行净息差水平稳居上市城商行之首.....	18
图 17: 与 2017 年中期相比, 城商行同业存单发行利率有所回落 .....	19
图 18: 对公贷款以中小微企业为主 (2015 年数据) .....	20
图 19: 公司不良贷款主要源自小微信贷 (2015 年数据) .....	20
图 20: 贵阳银行不良率远低于全省和全国平均水平 .....	20
图 21: 17 年上半年贵州省不良贷款增速仍处于历史较低水平.....	21
图 22: 贵阳银行制造业等信贷风险较集中的行业贷款占比不高, 优于上市农商行平均水平.....	21
图 23: 贵阳银行关注类、逾期贷款占比在 2015 年冲顶后开始回落.....	22
图 24: 从利润分解图来看, 17 年上半年拨备计提对净利润负贡献大幅缩小至 0.96%.....	23

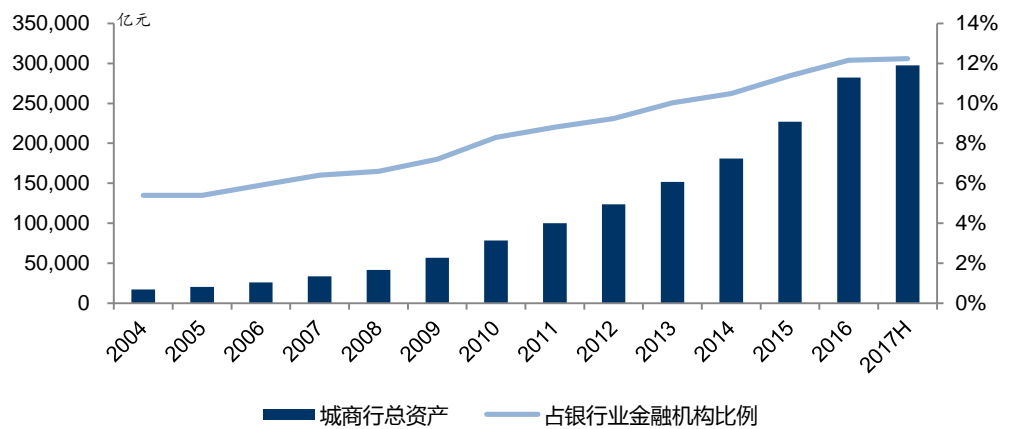
表 1: 贵阳银行体量虽小, 但规模和利润增速远超其他上市城商行 (2017 年中报数据)	6
表 2: 贵州省 PPP 入库项目与入库金额在全国都居于首位 (截止 2017 年 7 月 31 日)	8
表 3: 贵阳银行前十大股东中地方国有法人持股比例高达 31.3% (截至 2017 年 6 月末)	8
表 4: 贵州省大型商业银行与股份制银行资产规模相对较小 (2016 年末)	10
表 5: 贵阳银行“同业负债+同业存单”占比低于上市城商行的平均水平 (单位: 亿元)	14
表 6: 从上市城商行来看, 我们测算贵阳银行生息资产收益率最高, 而付息负债成本率最低	18
表 7: 上市城商行不良指标一览表, 贵阳银行不良生成显著放缓, 拨备覆盖率回升	22
表 8: 上市城商行相对估值表	24
表 9: CAPM 测算贴现率为 9.24%	25
表 10: 运用多阶段 DDM 测算贵阳银行的内在价值为 16.26 元	25

# 1. 贵阳银行：西南地区迅速崛起的城商行

## 1.1 城商行：依附于区域经济，正处于快速发展时期

城商行由当地城市信用社改组而来，规模快速扩张。1995年9月7日国务院发布《关于组建城市合作银行的通知》拉开了城市信用社改组的序幕，1998年3月13日城市合作银行统一更名为城市商业银行。历经数次增资扩股及跨区域扩张，城商行资产规模得以快速增长。截至2017年6月末，城商行总资产和总负债规模分别达到29.7和27.8万亿元，分别占银行业金融机构的12.2%和12.4%。

图1：我国城商行资产规模呈现阶梯式上升



资料来源：银监会，申万宏源研究

**贵阳银行成长快、盈利强。**贵阳银行最早于1997年4月15日由原25家城市信用社建而成，是我国西南地区最早成立的城商行之一。截至2017年6月，贵阳银行资产总额达4142亿元，在中西部城商行中规模领先。从扩张速度来看，贵阳银行17年上半年同比增速达到45.4%，位居A股上市城商行之首。从经营业绩来看，公司上半年归母净利润同比增长23.3%，远高于其他上市城商行，年化加权ROE水平为17.4%，彰显较强的盈利能力。

表1：贵阳银行体量虽小，但规模和利润增速远超其他上市城商行（2017年中报数据）

代码	上市城商行	上市时间	总资产 (亿元)	总资产增速 (YoY)	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速 (YoY)	年化加权 ROE
0416.HK	锦州银行	2015-12-07	6,440	52.4%	40	5.2%	19.8%
<b>601997.SH</b>	<b>贵阳银行</b>	<b>2016-08-16</b>	<b>4,142</b>	<b>45.4%</b>	<b>19</b>	<b>23.3%</b>	<b>17.4%</b>
3866.HK	青岛银行	2015-12-03	2,820	36.2%	13	1.1%	14.4%
600926.SH	杭州银行	2016-10-27	7,541	33.0%	25	7.9%	12.8%
6196.HK	郑州银行	2015-12-23	4,175	32.2%	23	7.1%	20.8%
600919.SH	江苏银行	2016-08-02	17,272	20.2%	62	10.1%	14.6%
1963.HK	重庆银行	2013-11-06	4,084	19.0%	22	10.8%	18.7%
1216.HK	中原银行	2017-07-19	4,580	18.5%	17	12.4%	9.6%
3698.HK	徽商银行	2013-11-12	8,127	17.0%	38	10.9%	16.0%
2066.HK	盛京银行	2014-12-29	9,387	16.4%	35	-3.0%	14.8%
6138.HK	哈尔滨银行	2014-03-31	5,469	14.4%	27	10.0%	14.1%



601169.SH	北京银行	2007-09-19	22,392	13.6%	111	4.3%	16.4%
002142.SZ	宁波银行	2007-07-19	9,385	12.6%	48	15.1%	20.3%
601009.SH	南京银行	2007-07-19	11,328	11.6%	51	17.0%	19.0%
1578.HK	天津银行	2016-03-30	6,599	8.1%	26	0.9%	12.4%
601229.SH	上海银行	2016-11-16	17,114	5.8%	78	6.6%	13.0%

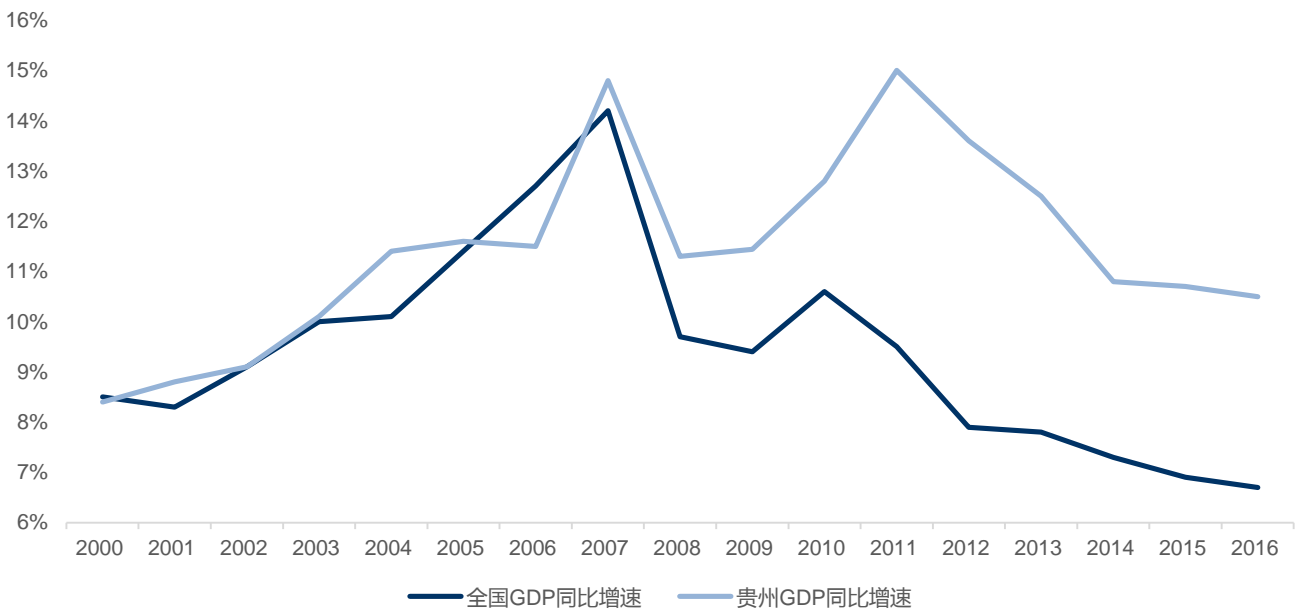
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：表 1 中上市城商行按资产增速排序。

## 1.2 受益于政策扶持，贵阳银行成为区域经济增长受益者

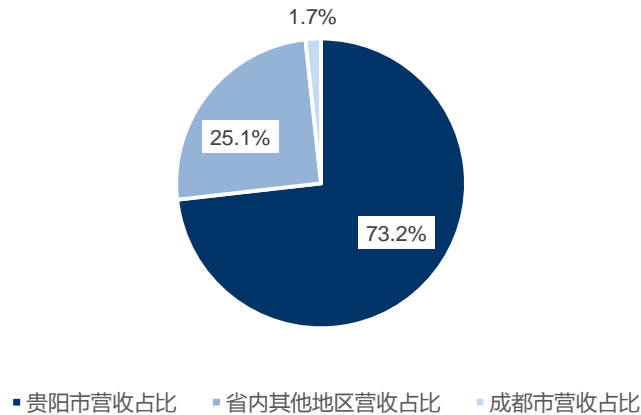
贵阳地处黔中经济区之腹，战略发展地位突出。由于先天经济基础薄弱，受益于国家西部发展政策的扶持，贵州经济增速长期维持两位数增长，2016 年贵州 GDP 同比增速高达 10.5%，远超全国平均水平 6.7%。而贵阳作为贵州的省会城市，为我国黔中经济区的核心。2017 年上半年贵阳市 GDP 同比增长 11.8%，经济总量占全省的 26%，财政收入占全省的 29%，在城市带动战略的新布局中发挥重要作用。伴随我国对西部大开发战略布局的持续推进，我们认为经济基础相对薄弱的贵州地区将迎来新一轮发展机遇，而贵阳银行作为唯一深耕贵州的上市城商行，17 年上半年省内营收占比高达 98.3%，未来必将成为区域经济发展的受益者。

图 2：自经济危机之后贵州 GDP 增速远超全国 GDP 增速，目前依然保持双位数增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：公司深耕贵州，17 年上半年省内营业收入占比高达 98.3%



资料来源：公司半年报，申万宏源研究

注：“省内其他地区”包括遵义、毕节、凯里、都匀、安顺、铜仁、兴义和六盘水。

贵州省基建投资带动 PPP 模式快速发展，对贵阳银行表内、表外业务发展影响巨大。中央政府的大力支持是贵州基建项目具备强大吸引力的主要原因。中央财政持续加大对交通、水利、教育等领域支持力度，有关部门专项建设资金提高了对贵州基建项目的投资补助标准和资本金注入比例。在基建投资如火如荼的背景下，省内 PPP 模式迎来高速发展时期。截至 2017 年 7 月末，贵州省 PPP 入库金额占全国比重为 10.3%，位居各省第一。基建投资的大力发展有望为贵阳银行带来更多优质的项目与信贷客户，持续推动贷款、应收款项类投资增长，刺激存款扩张。另一方面，PPP 模式也将为贵阳银行发展投行业务、资金托管等表外业务提供良好基础。

表 2：贵州省 PPP 入库项目与入库金额在全国都居于首位（截止 2017 年 7 月 31 日）

	入库项目数量(个)	入库项目金额(亿元)	入库金额在全国占比
贵州	1850	17044	10.3%
河南	1069	12371	7.5%
新疆	1276	11917	7.2%
四川	1051	11823	7.2%
全国	13599	165210	100%

资料来源：PPP 综合信息平台，申万宏源研究

### 1.3 地方国有法人持股比例高，与政府建立长期合作关系

贵阳银行股权结构分散，大股东多为国有法人背景。除了第一大股东贵阳国有资产投资管理公司以外，其余 9 大股东持股比例均远不足 10%。截至 2017 年 6 月，贵阳银行前十大股东中地方国有法人合计持股比例达到 31.3%，在城商行中居于首位。贵阳银行的地方国有法人股东层次鲜明，涵盖省政府、各地市政府和当地知名国企，为低成本揽储、获取优质客户资源、以及规模扩张创造了有利条件。

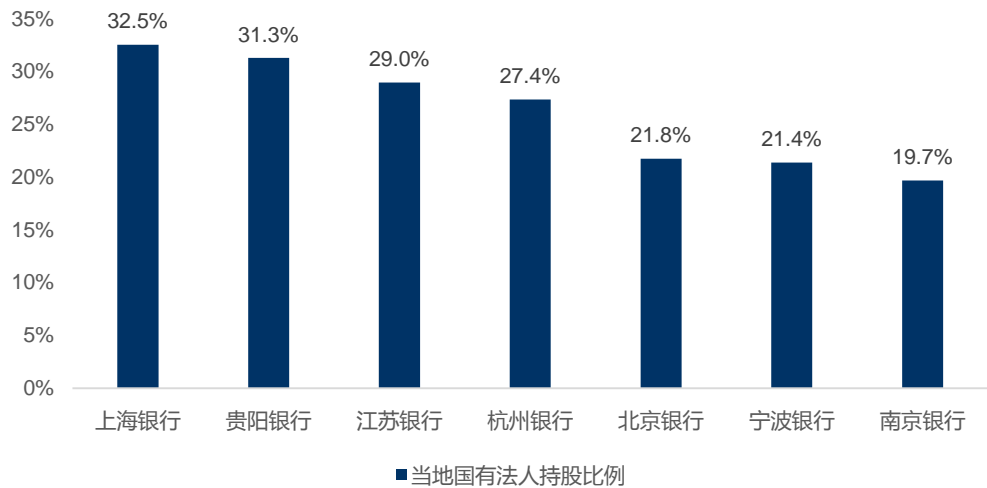
表 3：贵阳银行前十大股东中地方国有法人持股比例高达 31.3%（截至 2017 年 6 月末）



十大股东	持股比例	股东性质	背景
贵阳市国有资产投资管理公司	14.4%	国有法人	贵阳市财政局控股
贵州产业投资集团	6.2%	国有法人	贵州省国资委控股
遵义国有资产投融资经营管理公司	4.1%	国有法人	遵义市政府控股
贵州神奇投资有限公司	3.1%	非国有法人	
贵阳金阳建设投资集团	2.9%	国有法人	贵阳市政府控股
贵州燃气集团	2.3%	非国有法人	
新余汇禾投资管理有限公司	2.2%	非国有法人	
全国社保基金	2.2%	国家	
贵阳市工业投资集团	2.1%	国有法人	贵阳市政府控股
贵州茅台集团	1.7%	国有法人	贵州省国资委控股

资料来源：公司半年报，申万宏源研究

图 4：与其他上市城商行相比，贵阳银行地方国有法人持股比例较高（2017 年 6 月）



资料来源：公司半年报，申万宏源研究

**深耕细作，与地方政府紧密合作，机构优势突出。**贵阳银行在贵阳市社保代扣代缴、住房增量补贴兑付、各级财政统发工资和代理各项公用事业等代理收费中间业务中均占据了大部分市场份额(分别为 100%/100%/60%/70%)。此外，公司在地方支柱产业、优势行业都有一批长期合作的稳定客户，包括贵州省公路工程集团有限公司、国电贵州电力有限公司等大型优质客户。**受益于长期深耕贵阳以及与地方政府的良好关系，公司机构优势突出：**17 年上半年机构网点已下沉至全省 88 个县域，新增 2 家分支机构获得开业批复，省内共设有 9 家分行（不含总行营业部）和 273 家分支机构，而在四川省成都市设有 1 家分行和 7 家支行。受限于城商行设立异地分行的监管限制，我们认为未来贵阳银行的业务拓展依然以省内及西南地区为主，政府关系和区域经济发展将发挥重要作用。

## 1.4 省内银行业领先地位突出，小微企业业务优势明显

贵阳银行在本地金融市场地位突出，五大行股份行市场份额远低于全国水平。与全国平均水平相比，贵州省金融机构呈现“五大行与股份行资产比重小，城商行与小型农村金融机构资产比重大”的特点。截至 2016 年末，贵州省五大行的总资产占比约为 29.7%（全国：37.3%），股份行占比仅为 6.0%（全国：18.7%）。而贵阳银行 16 年资产规模已达 3723 亿元，高于当地五大行资产规模的平均水平，更是当地股份行资产规模的两倍。相对缓和的金融机构竞争局面赋予贵阳银行更大的发展空间，贷款议价能力有望进一步提升。

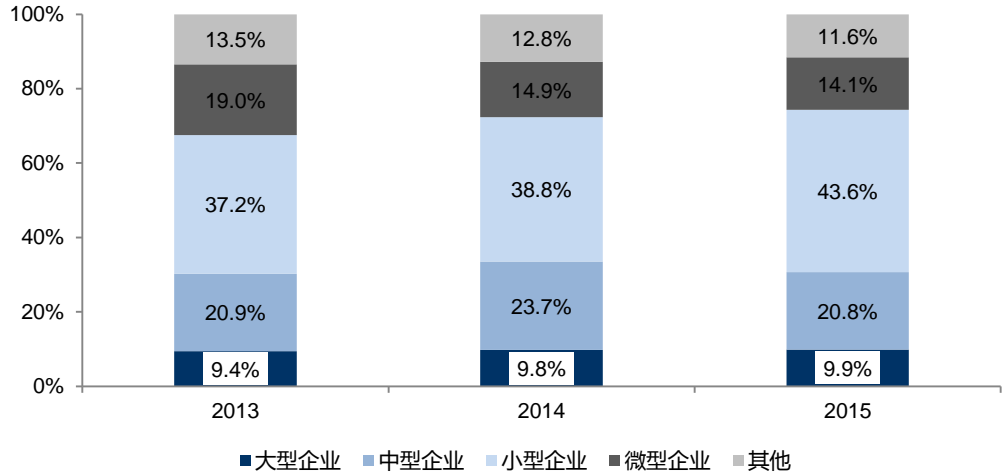
表 4：贵州省大型商业银行与股份制银行资产规模相对较小（2016 年末）

机构类别	营业网点		法人机构 (个)
	机构个数 (个)	资产总额 (亿元)	
大型商业银行	1094	9154	0
政策型银行	69	4311	0
股份制银行	118	1849	0
城商行	513	6131	2
小型农村金融机构	2333	7013	0
财务公司	5	748	84
信托公司	1	147	3
邮政储蓄	954	1051	1
外资银行	1	3	0
新型农村机构	167	333	53
其他	4	70	1
合计	5259	30810	144

资料来源：中国人民银行贵阳中心支行，申万宏源研究

贵阳银行以服务小微企业为主，差异化经营特色明显。2006 年贵阳银行与国开行签订《微小企业贷款项目合作协议》，成为西南地区首家在世界银行推动下与国开行开展微小企业贷款项目的城商行。贵阳银行定位于服务小微企业是发挥自身比较优势的必然选择，2015 年公司中小微企业贷款占总贷款比重将近 80%。中小微企业贷款一般采用关系型贷款模式，即在信息不对称的条件下，银行通过与企业接触，多渠道搜集和处理不易量化、较难处理的“软信息”来做出贷款决策。公司作为与地方政府关系密切的城商行，兼具管理体制扁平化、从业人员本土化等优势，能够更加高效地搜集与处理“软信息”。

图 5：贵阳银行中小微贷款占比逐年提升



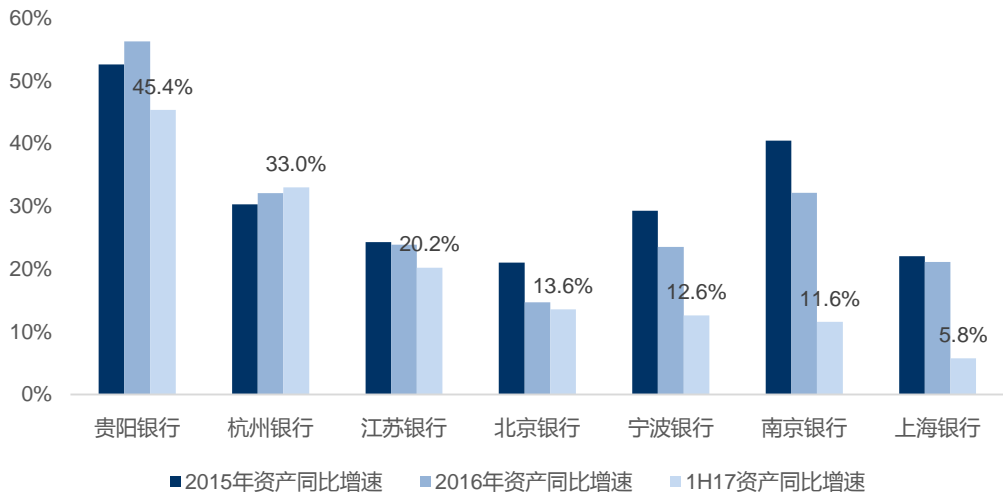
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 2. 资产受益基建驱动，存款基础尤为扎实

### 2.1 贷款占比降低，非标投资加大

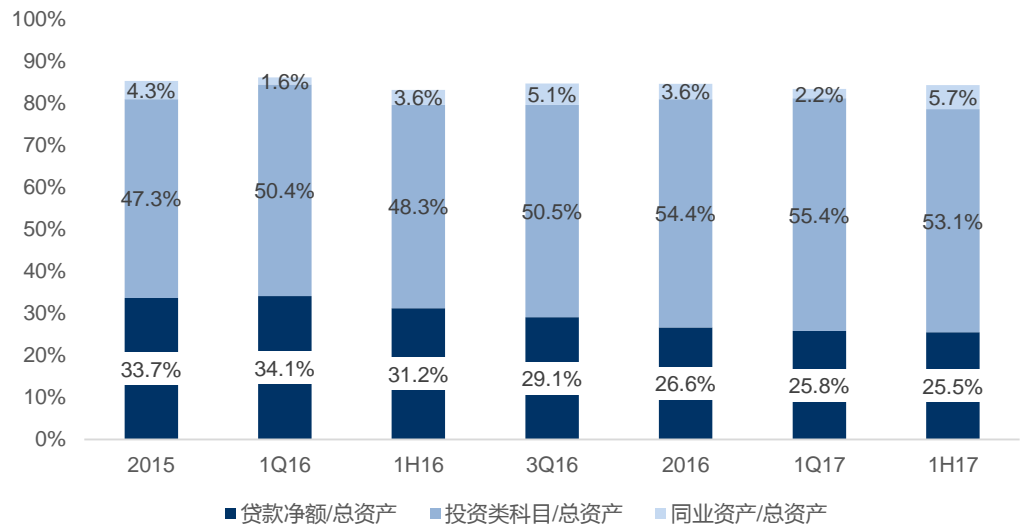
资产扩张领先于其他上市城商行，投资类科目占比显著增加。近两年贵阳银行资产同比增速均超过 50%，17 年上半年略有回落至 45.4%，但依然处于 A 股上市银行的最高水平。在 2015-2016 年经济低迷、企业信用风险持续暴露阶段，公司信贷投放的风险偏好有所降低，贷款占总资产比重由 15 年的 33.7% 下降至 17 年上半年的 25.5%。而自 2016 年以来，公司投资类科目占比维持在 50% 的高位(1H17:53.1%)，其中 16 年非标投资(主要为资产管理计划和信托计划)同比大幅增长 134.6%。截至 6 月末，公司的贷款占资产比重 25.5%、债券投资(交易性、可供出售、持有至到期)占比 35%，以类信贷非标为主的应收款项类投资占比 18.1%，同业资产占比 5.7%。

图 6：贵阳银行资产增速远高于其他上市城商行



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 7：从资产结构来看，公司主要以投资类科目为主，贷款占比有所降低



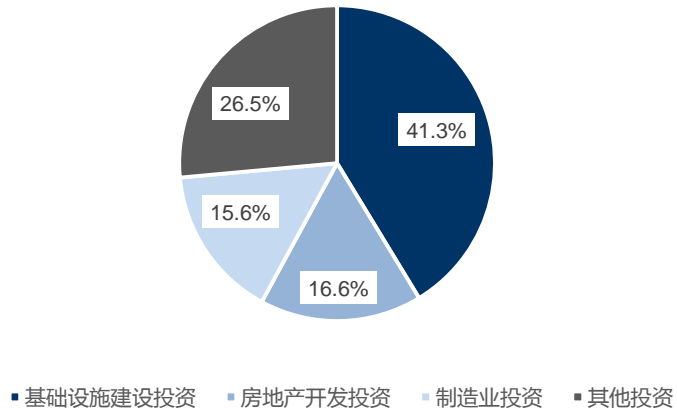
资料来源：公司年报，申万宏源研究

**公司加大非标投资和同业资产配置力度。**17年上半年，公司新增应收款项类投资占新增总资产的46.7%，而该比值在去年同期仅为19.7%，主要系当地基建投资增长激发融资需求，从而驱动资产管理计划和信托计划等非标投资所致；公司新增买入返售金融资产占新增总资产的26.7%，二季度单季新增占比为63.2%，主要系增配具备抵税和资本占用率低双重效应的国债和政策性金融债。

## 2.2 基建拉动信贷增长，信贷结构持续优化

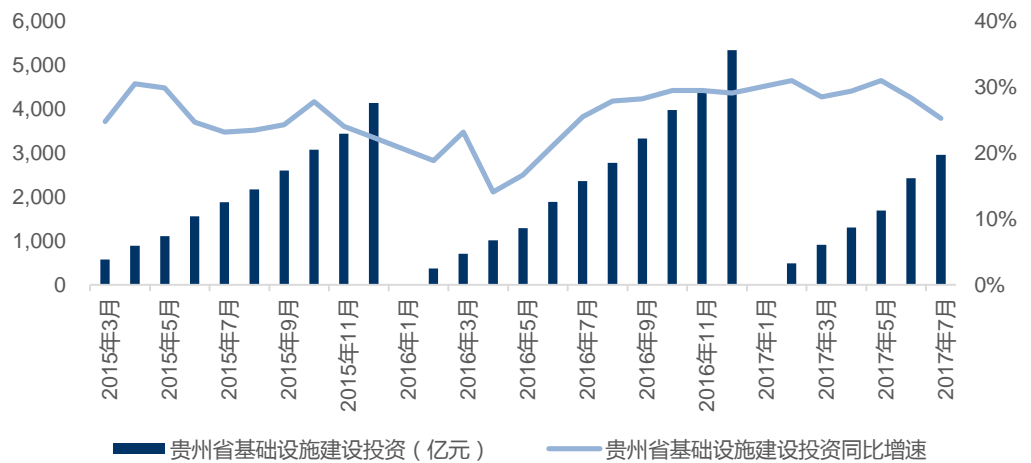
**基建拉动信贷增长，新增信贷以对公贷款为主。**上半年贵阳银行贷款总额同比增长19.3%，其中对公贷款同比增长21.3%。贵阳银行贷款主要以对公贷款为主(1H17:对公贷款占比为76.5%)，上半年新增对公贷款占新增总贷款的71.0%，我们认为这一方面离不开贵州基建投资的持续发力，另一方面则是行业趋势，上半年强监管环境下表外融资显著回归表内信贷，我们测算2016年之前上市的16家银行17年上半年新增对公贷款占新增贷款比重为73.3%。2016年贵州省基础设施建设投资占固定资产投资比重为41.3%，17年上半年基建投资同比增长28.3%，当地基建投资的发展有效刺激企业信贷需求，成为拉动公司信贷增长的主要动力。

图 8：贵州省固定资产投资以基建为主（2016 年）



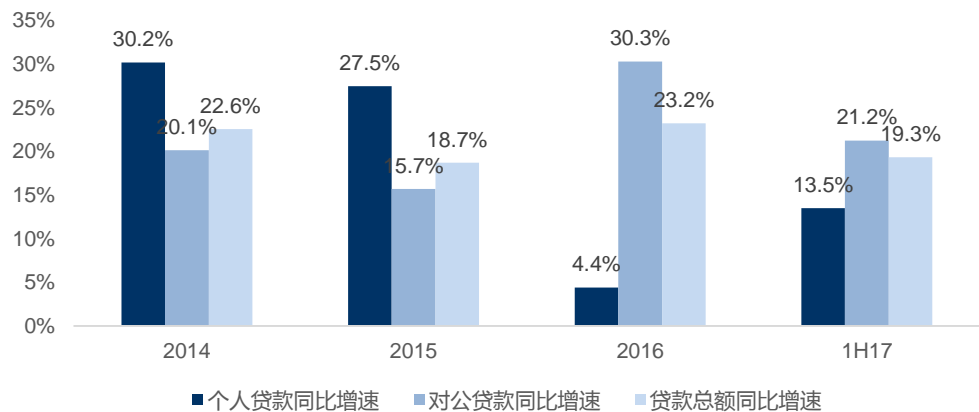
资料来源：贵州省统计局，申万宏源研究

图 9：17 年上半年贵州基建投资同比增长 28.3%，依然处于较高水平



资料来源：贵州省统计局，申万宏源研究

图 10：公司对公信贷持续高增

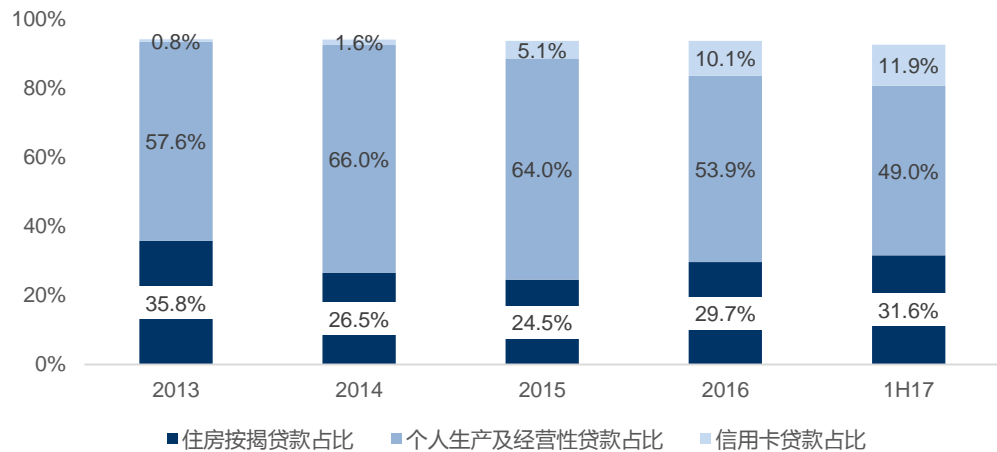


资料来源：招股说明书，公司半年报，申万宏源研究

注：图中贷款为扣除贷款损失准备前的贷款总额，非净额概念。

个贷逐步压降经营性贷款，发力信用卡贷款。上半年贵阳银行个人贷款占比较 16 年末小幅提升 0.4 个百分点至 23.6%。从个人贷款结构来看，经营性贷款占据半壁江山，但占比逐年降低，这主要与公司控风险、调结构有关。信用卡贷款高速增长，2016 年同比增长 105.4%，伴随贵州城市化进程加快，城乡基础设施建设持续发力，城镇化趋势使得住房按揭贷款占比也回归上升通道。

图 11：从个人贷款结构来看，信用卡贷款占比提升趋势明显



资料来源：招股说明书，公司半年报，申万宏源研究

## 2.3 存款基础优秀，同业负债压力不大

同业负债驱动规模扩张，监管压力不大。17 年上半年贵阳银行总负债同比增长 45.2%，主要系同业负债高增长所致：狭义口径下的同业负债同比大幅增长 282.3%，而应付债券下的同业存单亦由 16 年末的 439 亿元增长至 642 亿元。相比之下，存款增速由 2016 年末的 45.3% 显著放缓至 21.6%。在同业负债监管趋严环境下，我们认为同业业务驱动扩张的发展模式不可持续，目前行业整体同业负债规模已经开始收缩。我们根据 2017 年 6 月末贵阳银行同业存单的存续余额测算公司“同业负债+同业存单”占总负债比重为 27.9%，低于监管红线 33.3%。目前公司规模也尚不及 5000 亿元，不纳入 2018 年同业负债监管新规的考核范围，总体而言负债端监管调整压力较为有限。

表 5：贵阳银行“同业负债+同业存单”占比低于上市城商行的平均水平（单位：亿元）

银行	同业负债(2017 年中报)	同业存单存续余额(2017/6/30)	总负债(2017 年中报)	(同业负债+同业存单)/总负债
工商银行	24,970	14	234,834	10.6%
建设银行	17,368	126	200,475	8.7%
中国银行	20,108	362	178,981	11.4%
农业银行	13,490	101	192,151	7.1%
交通银行	18,411	426	82,824	22.7%
招商银行	7,707	2,399	57,779	17.5%
中信银行	12,056	3,067	52,585	28.8%
浦发银行	13,804	5,003	55,232	34.1%



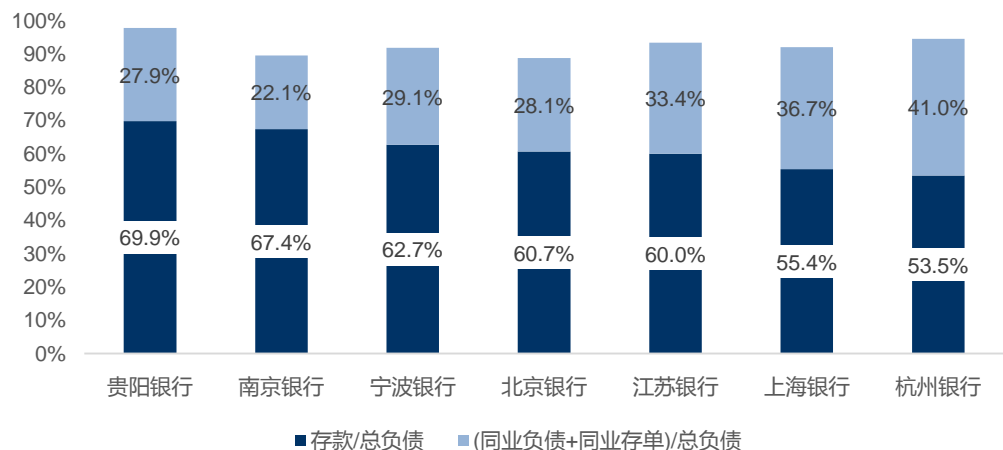
民生银行	12,633	4,072	53,927	31.0%
光大银行	6,552	4,095	37,674	28.3%
平安银行	4,620	3,247	28,807	27.3%
兴业银行	1,888	5,512	59,861	12.4%
华夏银行	4,087	2,449	22,635	28.9%
南京银行	630	1,729	10,681	22.1%
宁波银行	1,237	1,339	8,851	29.1%
北京银行	3,649	2,222	20,894	28.1%
上海银行	3,921	1,910	15,902	36.7%
江苏银行	3,498	1,978	16,398	33.4%
杭州银行	1,516	1,411	7,139	41.0%
<b>贵阳银行</b>	<b>437</b>	<b>654</b>	<b>3,911</b>	<b>27.9%</b>
常熟银行	105	179	1,300	21.8%
无锡银行	85	18	1,169	8.8%
江阴银行	138	17	958	16.2%
张家港行	168	18	899	20.7%
吴江银行	49	0	764	6.4%
五大行	94,347	1,029	889,266	10.7%
股份行	63,346	29,844	368,499	25.3%
<b>城商行</b>	<b>14,888</b>	<b>11,243</b>	<b>83,777</b>	<b>31.2%</b>
农商行	545	232	5,090	15.3%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：表中的同业存单余额为万得债券统计下口径，与各银行中报披露的数据存在些许差异

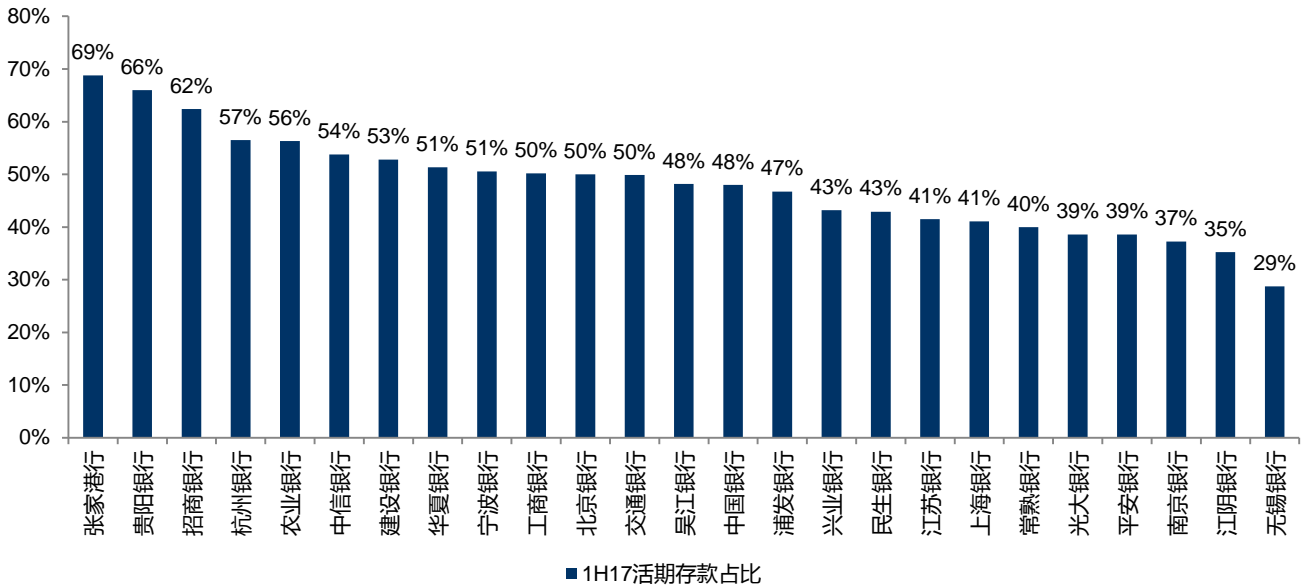
存款基础好，彰显“高存款占比、高活期存款占比”的鲜明特征。从负债端增量结构来看，虽然17年上半年公司主要增配同业负债，新增同业负债（含同业存单）占新增总负债的75.6%，而新增存款占新增总负债比重为25.1%。但我们可以看到：（1）贵阳银行存款占比高达70%，高于其他上市城商行；（2）存款以活期存款为主，上半年活期存款占比为66%，稳居上市城商行第一，在25家上市银行也处于较高水平。受益于近年来贵州省旺盛的投资需求，大量资金以用于交易的活期存款形式沉淀，贵阳银行的活期存款主要来自对公存款，对公活期存款占比高达56%。

图 12：从负债结构来看，贵阳银行存款占比位居上市城商行之首（2017年6月末）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：贵阳银行存款活期化特征明显，活期存款占比位居 25 家上市银行第二



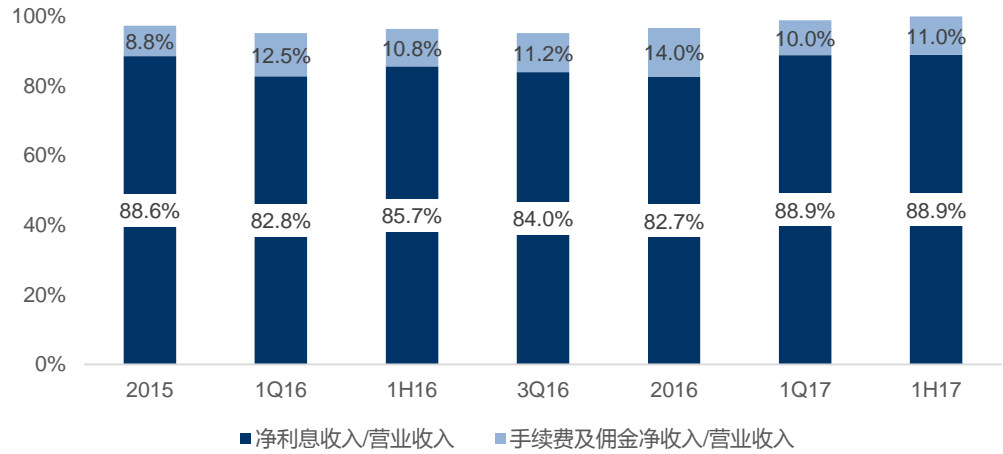
资料来源：Wind，申万宏源研究

### 3. 高息差优势显著

#### 3.1 利息收入占主导，息差领先于可比同业

贵阳银行净利息收入占比较高，息差贡献有望进一步提升。17年上半年公司归母净利润同比增长 23.3%，位居上市城商行第一。从营收结构来看，净利息收入占比高达 88.9%，手续费及佣金净收入虽然维持高增长(1H17:33%)，但占营收比重环比 16 年末下降 3 个百分点至 11.0%。我们认为高净利息收入占比的营收结构利于公司维持高息差优势，贡献业绩增长，我们测算上半年利差对利润增长的负贡献已大幅下降 17 个百分点至 17.7%。

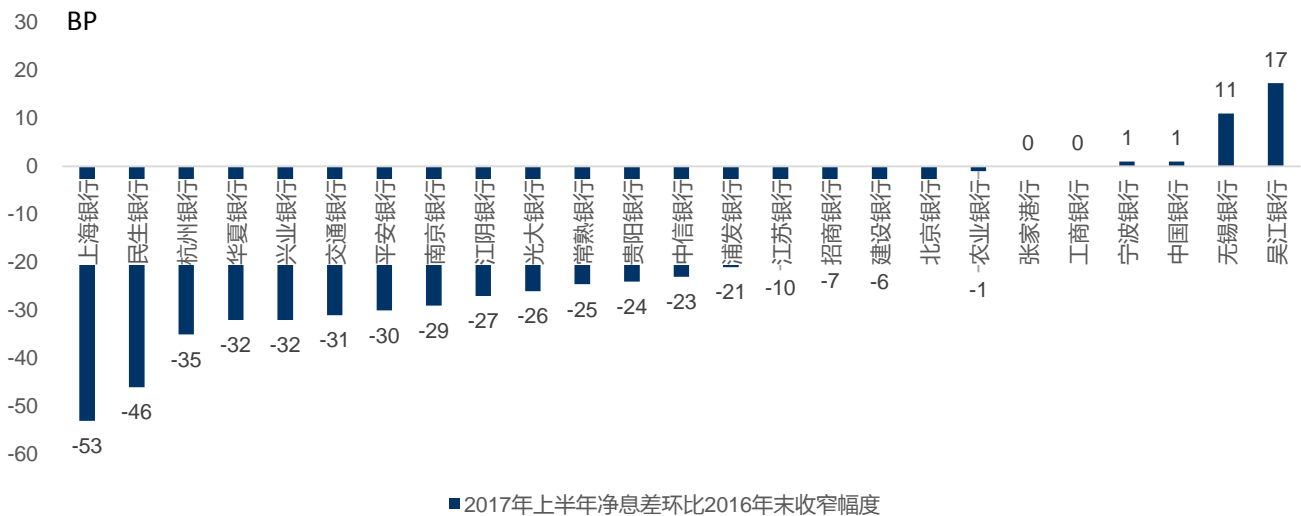
图 14：公司营业收入以净利息收入为主，中收占比较低



资料来源：Wind，申万宏源研究

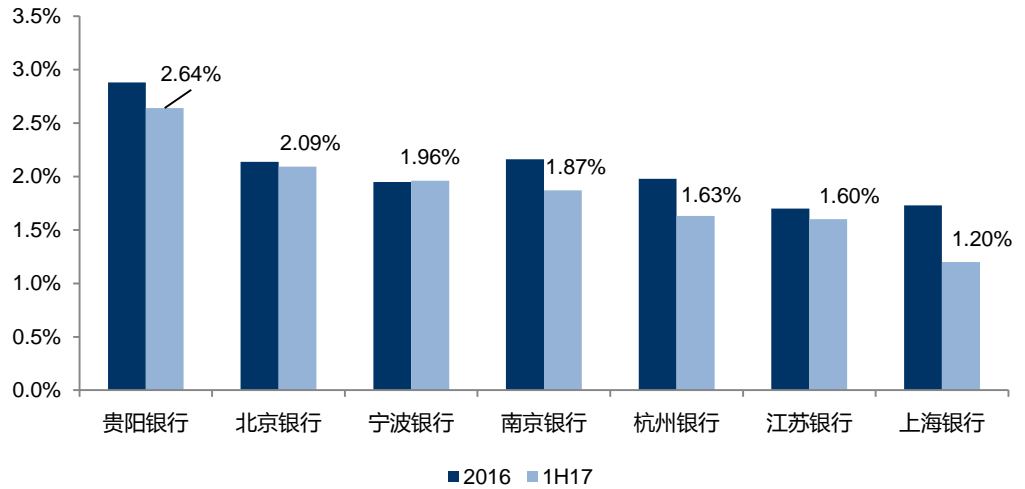
上半年行业息差整体继续收窄，贵阳银行净息差维持高位。受同业利率提升和“营改增”导致的价税分离影响，17年上半年中小银行净息差普遍继续回落。上半年贵阳银行净息差较16年末收窄24BP至2.64%，在A股25家上市银行中位居第三，显著领先于其他上市城商行。

图 15：上半年股份行、城商行等中小银行净息差持续收窄



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16: 贵阳银行净息差水平稳居上市城商行之首



资料来源: Wind, 申万宏源研究

### 3.2 高息差源自更强的资产议价能力和更低的融资成本

我们认为贵阳银行高息差的绝对优势主要受益于: (1) 资产端议价能力强; (2) 负债端融资成本低。从资产端来看, 公司本地优势突出, 与当地客户建立的长期合作关系, 基建项目丰富客户融资需求大, 而贵阳银行对公贷款占总贷款的 76.2%, 且多以中小微企业贷款为主, 议价力强, 资产收益率高; 从负债端来看, 高存款占比的负债结构使得融资成本更低。2017 年上半年贵阳银行存款占负债比重高达 70%, 而存款活期化更为显著 (活期存款占比为 66%)。此外, 凭借先天的区位优势, 贵阳银行长期拥有低成本的社保、政府存款来源 (如财政性存款、国库定期存款)。17 年上半年公司付息负债成本仅为 1.77%, 远低于其他上市城商行。

表 6: 从上市城商行来看, 我们测算贵阳银行生息资产收益率最高, 而付息负债成本率最低

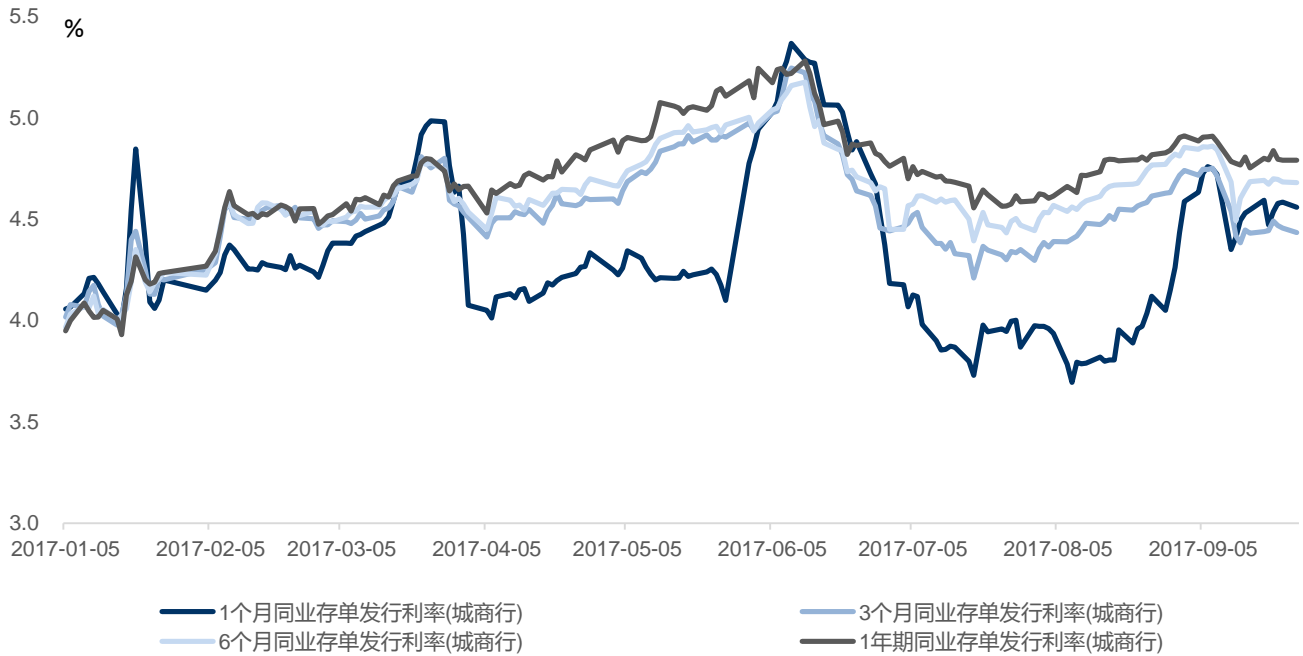
2017 年 6 月	南京银行	宁波银行	北京银行	贵阳银行	杭州银行	江苏银行	上海银行
贷款	4.99%	5.87%	4.42%	6.31%	4.61%	4.80%	4.28%
同业资产	3.64%	2.28%	3.41%	2.80%	3.67%	3.60%	3.00%
债券投资	4.26%	4.15%	4.22%	3.48%	4.02%	4.17%	3.93%
<b>生息资产合计</b>	<b>4.21%</b>	<b>4.28%</b>	<b>3.99%</b>	<b>4.62%</b>	<b>4.01%</b>	<b>4.18%</b>	<b>3.77%</b>
存款	1.98%	1.73%	1.55%	1.42%	1.72%	1.90%	1.83%
同业负债	2.96%	2.57%	3.54%	3.56%	3.06%	4.00%	2.93%
应付债券	3.89%	3.59%	3.80%	4.13%	3.61%	4.05%	3.64%
<b>付息负债合计</b>	<b>2.47%</b>	<b>2.23%</b>	<b>2.38%</b>	<b>2.09%</b>	<b>2.46%</b>	<b>2.72%</b>	<b>2.45%</b>

资料来源: 公司半年报, 申万宏源研究

在信贷趋紧、同业监管趋严环境下, 预计公司净息差将逐步回升, 继续领先于其他城商行。从行业环境来看, 下半年银行整体信贷额度的趋紧将大概率驱动贷款利率的提升。同时, 由于 MPA 考核对同业负债监管的显著趋严以及取消发行 1 年期以上同业存单的新规, 我们认为未来同业存单的发行量必将受到限制, 而贵阳银行的同业存单也将持续压缩,

同业存单的发行利率有望从高位回落。叠加公司的区位优势、服务地方和中小定位以及融资能力的持续，我们认为公司高息差的领先优势有望维持。

图 17: 与 2017 年中期相比, 城商行同业存单发行利率有所回落



资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 4. 不良生成显著放缓, 资产质量有望持续修复

目前贵阳银行不良率、关注类贷款占比、逾期贷款占比均处于上市城商行较高水平, 但我们关注到公司 17 年上半年不良生成大幅放缓, 整体资产质量的企稳速度远超其他上市城商行, 拨备水平仍较充足。展望未来, 我们认为贵阳银行作为西部优质上市城商行标的, 在西部资产质量修复相对东部滞后情形下, 未来在供给侧改革持续推进以及贵州发展受政策支持的进程中, 公司的资产质量改善的空间将尤为可观, 值得期待。

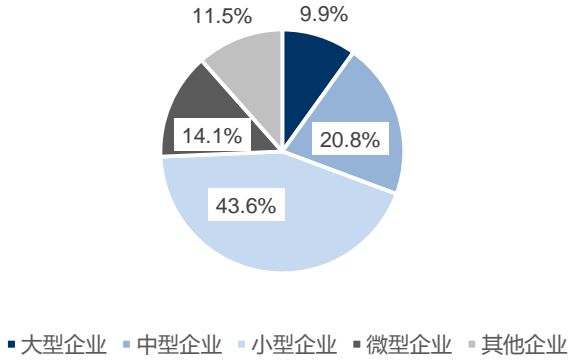
### 4.1 小微拖累资产质量, 不良率高于城商行平均水平

受区域因素和客群定位及产业结构影响, 公司不良高于其他城商行。截至 2017 年 6 月末, 贵阳银行不良率较 2016 年末上升 4BP 至 1.46%, 高于上市城商行的平均水平 1.21%, 也是上市城商行中唯一一家不良率上升的银行。我们认为, 公司资产质量的滞后修复主要基于以下两大原因: (1) 公司主要服务于中小微企业, 中小微企业贷款占总对公贷款比重约为 78.5%。而在经济下行周期中, 小微企业抗风险能力弱、经营状况恶化从而出现资金链断裂, 带来不良贷款的大幅增加, 导致公司此前不良率相对略高; 供给侧改革优先利于大中型企业资产负债表修复, 随后经济整体复苏方传导至中小微企业, 修复链条相对滞后;

(2) 从 A 股上市城商行的区位来看, 贵阳银行地处经济相对落后的中西部地区, 而其他上市城商行多位于经济发达的长三角地区。长三角地区信贷风险的早暴露、早处置使得整体资产质量在 2015 年末率先企稳。相比之下, 贵州省仍处于信贷风险持续暴露阶段, 2017

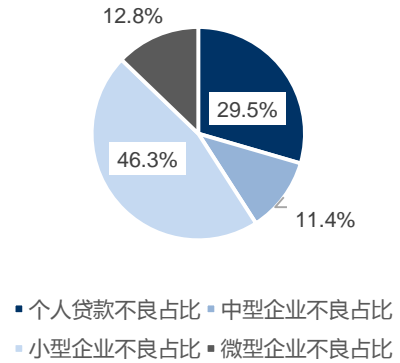
年上半年贵州银行业金融机构不良率上升至 2.11%，高于全国 1.74% 的不良率。同期，**贵阳银行 1.46% 的不良率，显著低于全国不良率(1.74%)，更显著低于全省银行业不良率(2.11%)，彰显公司较强的风控能力和优质的客户资源。**

图 18: 对公贷款以中小微企业为主 (2015 年数据)



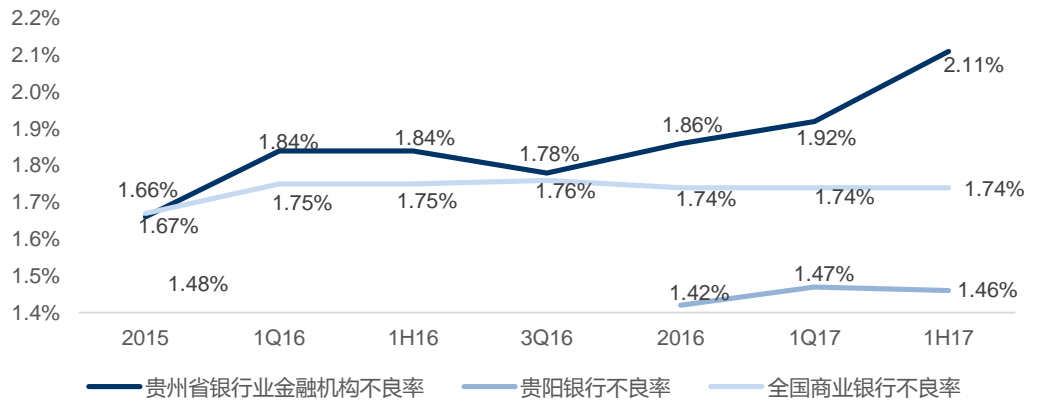
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 19: 公司不良贷款主要源自小微信贷 (2015 年数据)



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 20: 贵阳银行不良率远低于全省和全国平均水平

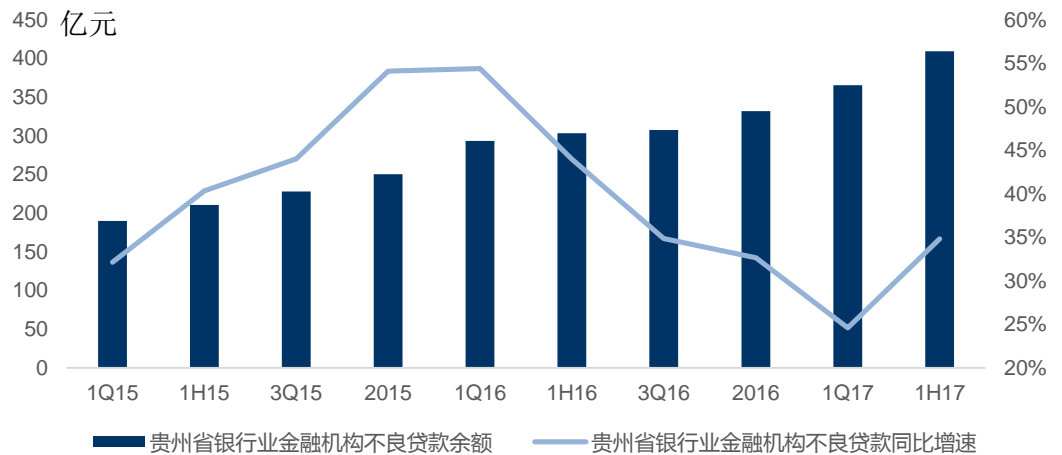


资料来源：银监会，申万宏源研究

注：由于数据披露有限，我们在此对比贵州省和全国不良率的口径有所差别，但不影响总体判断。



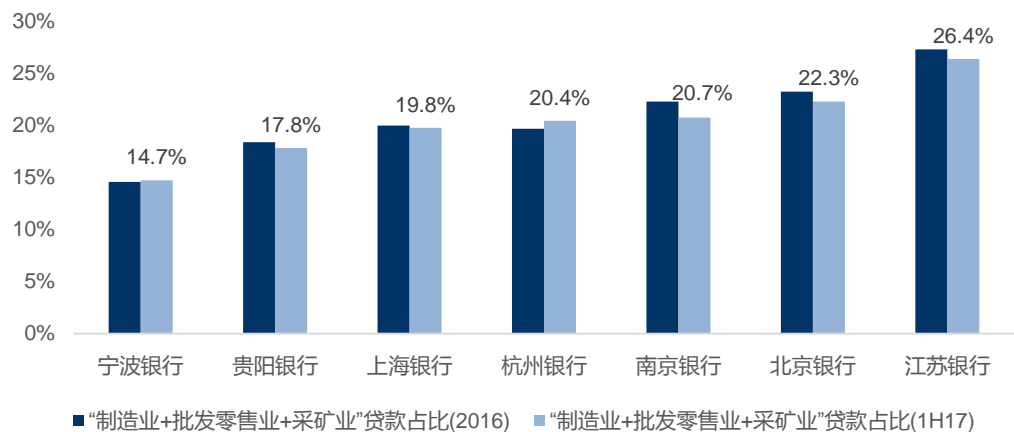
图 21：17 年上半年贵州省不良贷款增速仍处于历史较低水平



资料来源：银监会，申万宏源研究

我们认为公司不良率拐点有望尽早显现，主要原因在于：（1）区域资产质量改善趋势明确。在长三角地区资产质量率先企稳的背景下，伴随供给侧改革的持续深入，企业资产负债表将进一步修复，从而助力银行资产负债表修复。中西部地区的不良率也必将延续行业企稳趋势；（2）公司资产质量优于全省和全国的平均水平，不良率环比一季度已有下降；（3）贵州省较快的经济增速为其消化原有不良贷款包袱以及新增优质贷款提供了良好条件，而中小微企业对宏观经济走势敏感性较大，往往最先从底部中复苏，以中小微企业贷款为主的贵阳银行必将成为经济复苏进程中的受益者。（4）公司持续优化信贷结构，改善空间较大。前期信贷风险暴露集中的“制造业+批发零售业+采矿业”的贷款占总贷款比重较 16 年末降低 0.6 个百分点至 17.8%，在上市城商行中处于较低水平。

图 22：贵阳银行制造业等信贷风险较集中的行业贷款占比不高，优于上市农商行平均水平



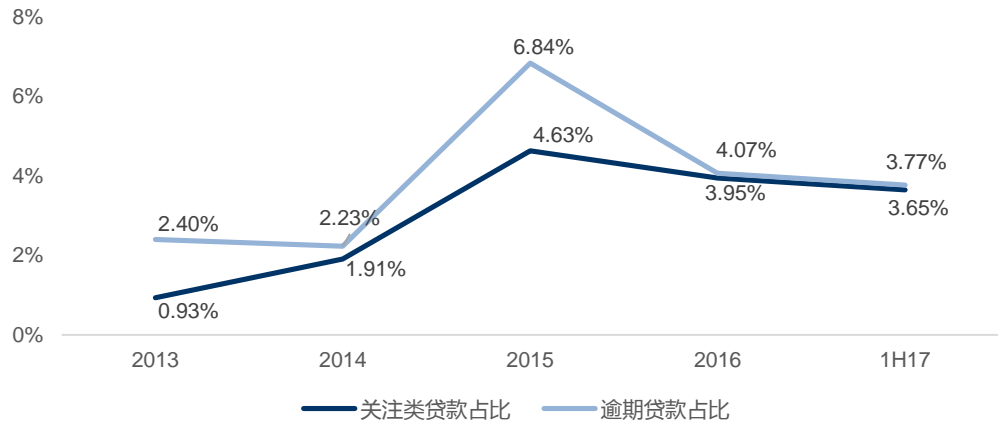
资料来源：公司年报，申万宏源研究

## 4.2 不良先行指标继续改善，拨备计提压力不大

不良生成放缓最为明显，关注类贷款占比和逾期贷款占比双双降低。我们测算公司 2017 年上半年加回核销的不良生成率由 2016 年末的 2.60% 显著降低至 1.18%，降幅位居上市城

商行之首。从不良先行指标来看，虽然贵阳银行的关注类贷款占比和逾期贷款占比仍处于上市城商行的较高水平，但较 2016 年末分别大幅降低 31BP、30BP。考虑到公司信贷结构更为优化，我们认为公司不良指标的改善将持续，资产质量修复空间依然较大。

图 23：贵阳银行关注类、逾期贷款占比在 2015 年冲顶后开始回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

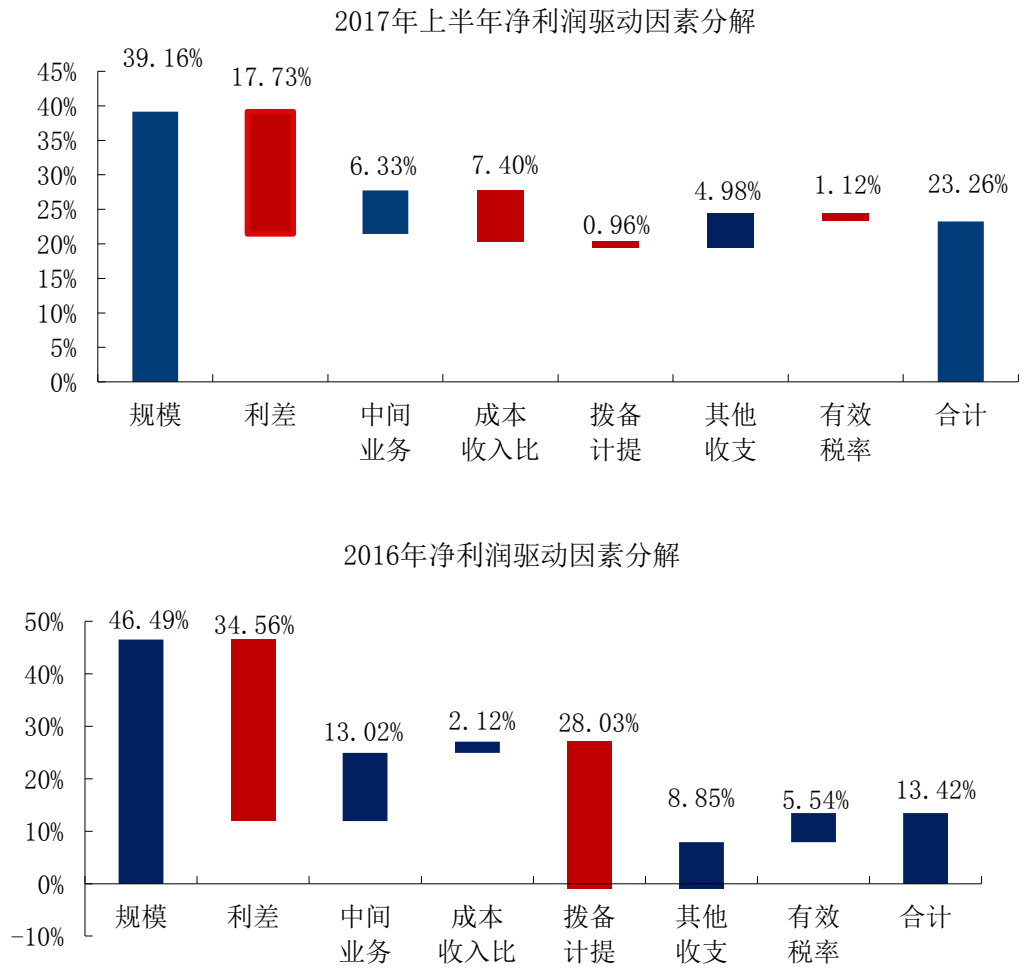
表 7：上市城商行不良指标一览表，贵阳银行不良生成显著放缓，拨备覆盖率回升

银行	不良贷款率			关注类贷款占比			逾期贷款占比			“不良+关注”贷款占比		
	2015	2016	1H17	2015	2016	1H17	2015	2016	1H17	2015	2016	1H17
南京银行	0.83%	0.87%	0.86%	1.92%	1.93%	1.82%	1.35%	1.70%	1.35%	2.75%	2.80%	2.69%
宁波银行	0.92%	0.91%	0.91%	1.77%	1.33%	0.77%	1.73%	1.15%	0.97%	2.69%	2.25%	1.24%
北京银行	1.12%	1.27%	1.18%	1.05%	1.46%	1.17%	1.51%	2.22%	1.78%	2.17%	2.72%	2.35%
江苏银行	1.43%	1.43%	1.43%	3.12%	3.01%	2.96%	2.69%	2.28%	1.94%	4.55%	4.44%	4.40%
<b>贵阳银行</b>	<b>1.48%</b>	<b>1.42%</b>	<b>1.46%</b>	<b>4.63%</b>	<b>3.95%</b>	<b>3.65%</b>	<b>6.84%</b>	<b>4.07%</b>	<b>3.77%</b>	<b>6.11%</b>	<b>5.37%</b>	<b>5.11%</b>
杭州银行	1.36%	1.62%	1.61%	4.97%	4.82%	3.61%	3.24%	3.12%	2.66%	6.33%	6.44%	5.23%
上海银行	1.19%	1.17%	1.16%	2.06%	2.16%	2.12%	1.58%	1.31%	1.25%	3.25%	3.33%	3.28%
上市城商行平均	1.18%	1.24%	1.21%	2.26%	2.30%	1.98%	2.08%	2.04%	1.73%	3.44%	3.54%	3.19%
银行	不良生成率			不良贷款/逾期90天以上贷款			拨贷比			拨备覆盖率		
	2015	2016	1H17	2015	2016	1H17	2015	2016	1H17	2015	2016	1H17
南京银行	1.48%	1.40%	0.77%	102.7%	83.4%	89.8%	3.57%	3.99%	3.89%	431.0%	457.3%	450.2%
宁波银行	1.04%	1.17%	0.86%	85.1%	121.3%	122.1%	2.85%	3.21%	3.62%	308.7%	351.4%	398.5%
北京银行	1.28%	0.71%	0.93%	107.9%	133.2%	90.1%	3.54%	3.55%	3.11%	278.4%	256.1%	237.0%
江苏银行	0.88%	1.02%	0.98%	65.2%	70.2%	89.5%	2.74%	2.59%	2.60%	192.1%	180.6%	181.3%
<b>贵阳银行</b>	<b>1.34%</b>	<b>2.60%</b>	<b>1.18%</b>	<b>74.6%</b>	<b>84.2%</b>	<b>74.1%</b>	<b>3.56%</b>	<b>3.33%</b>	<b>3.67%</b>	<b>240.0%</b>	<b>235.2%</b>	<b>251.5%</b>
杭州银行	1.17%	1.64%	1.11%	59.1%	60.7%	67.5%	2.64%	3.03%	2.98%	213.8%	186.8%	184.9%
上海银行	1.19%	0.68%	0.44%	112.3%	113.8%	117.6%	2.82%	3.00%	3.01%	237.7%	255.5%	259.1%
上市城商行平均	1.17%	1.02%	0.85%	84.6%	92.2%	91.2%	3.09%	3.21%	3.13%	271.6%	274.7%	280.4%

资料来源：各银行年报、招股说明书，申万宏源研究

拨备计提对利润增长的拖累幅度大幅降低。公司拨备覆盖率由 2013 年的 556.8% 持续降低至 2016 年的 235.2%，而在 2017 年上半年回升至 251.5%，结束此前连续三年的下滑，高盈利和不良改善趋势下，公司拨备得以夯实。从净利润分解来看，2017 年上半年拨备计提对净利润增长的净贡献由 2016 年末的 28.0% 显著降低至 1.0%。

图 24：从利润分解图来看，17 年上半年拨备计提对净利润贡献大幅缩小至 0.96%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：图中蓝色柱子表示该因子对净利润增速为正贡献，红色柱子则表示负贡献。

## 5. 首次覆盖给予“增持”评级

我们分别运用绝对估值法（股利贴现模型）和相对估值法（PB 估值）对公司进行盈利预测及估值。

### 5.1 估值模型关键假设

#### （1）规模增速假设

今年以来受 MPA 考核及行业监管趋严影响，公司规模扩张速度有所趋缓。17 年上半年贵阳银行总资产同比增长 45.4%(2016: YoY+56.3%)，其中贷款同比增长 18.7%(2016:YoY+23.5%)。但考虑到在国家政策扶持下贵州基建投资持续发力，地方经济维持两位数高增长，而公司长期根植于当地沉淀了大量客户资源，我们认为未来公司仍将保持平稳的规模增速。预计 17-19 年贷款增速分别为 17.3%/15.1%/14.0%，存款增速稳定在 23% 左右。

### (2) 净息差假设

上半年公司发行大量同业存单，受量价齐升影响，公司净息差较 16 年末收窄 24BP 至 2.64%，但依然处于上市城商行第一。从前文分析可以看到，贵阳银行资产端较强的议价能力以及高存款占比的负债结构、高活期存款占比的存款结构，共同造就了高息差优势。我们预计公司 17-18 年净息差边际降幅分别为 43BP/4BP，19 年开始回升。

### (3) 不良生成率及不良率假设

经济下行周期中中小微企业经营状况恶化更为明显，16 年公司加回核销的不良生成率为 2.63%。贵州省资产质量的修复滞后于长三角地区，上半年贵州省银行业金融机构不良贷款余额增速有所提升。但考虑到供给侧改革驱动公司信贷结构的优化以及 17 年上半年关注、逾期贷款指标的改善，我们认为公司资产质量压力将持续得以缓解。预计 17-19 年公司不良生成率分别为 2.1%/1.9%/1.6%，不良率分别为 1.45%/1.38%/1.27%。

### (4) 信贷成本假设

16 年公司信贷成本同比翻倍提高至 3.35%，处于历史高位。基于不良生成放缓、不良先行指标继续改善的假设，我们认为未来公司拨备计提压力不大，17 年上半年公司拨备覆盖率 251.5%。预计 2017 年信贷成本下降至 3.20%，未来整体保持稳中有降趋势。

根据上述假设，我们预计贵阳银行 2017-2019 年的归母净利润增速分别为 19.1%、24.7%、27.6%，对应每股 EPS 分别为 1.89、2.36、3.01 元/股。

## 5.2 相对估值法下贵阳银行享有合理溢价

我们选取了其他 6 家上市城商行作为可比公司，运用 PB 估值法进行估值。根据 2017 年 9 月 27 日收盘价，目前 6 家可比公司 2017-2019 年的平均 PB 分别为 1.18X/1.08X/0.98X。考虑到：（1）政府政策扶持当地经济发展，与政府建立的长期合作关系以及投资项目储备充裕为公司扩张提供了良好条件；（2）资产端议价能力更强，生息资产收益率高于其他上市城商行；负债端存款占比、活期存款占比均稳居上市城商行之首，融资成本最低；（3）不良生成率显著降低，不良先行指标继续改善，拨备水平仍较充足。贵阳银行作为资产质量修复相对滞后的投资标的，在经济复苏以及贵州信贷风险持续暴露的进程中，资产质量改善空间较大。与上市城商行平均估值水平相比，贵阳银行享受合理溢价。

表 8：上市城商行相对估值表

代码	可比公司	最新收盘价(9月27日, 元)	每股净资产(元)			动态PB(倍)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
601009.SH	南京银行	7.91	7.05	8.06	9.28	1.12	0.98	0.85
002142.SZ	宁波银行	15.88	11.37	13.10	15.17	1.40	1.21	1.05
601169.SH	北京银行	7.40	7.72	7.30	7.10	0.96	1.01	1.04
600926.SH	杭州银行	14.11	11.42	12.66	14.15	1.24	1.11	1.00
600919.SH	江苏银行	8.41	7.51	8.48	10.38	1.12	0.99	0.81
601229.SH	上海银行	17.82	16.58	18.53	20.01	1.07	0.96	0.89
	可比平均		9.39	10.28	11.43	1.18	1.08	0.98
<b>601997.SH</b>	<b>贵阳银行</b>	<b>14.79</b>	<b>10.83</b>	<b>12.85</b>	<b>15.44</b>	<b>1.37</b>	<b>1.15</b>	<b>0.96</b>

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：杭州银行、江苏银行、上海银行每股净资产采用万得一致预测。

### 5.3 合理目标价为 16.26 元，对应 9.94% 的上行空间

由于银行具备分红率高而稳的先天特性，适合用股利贴现模型进行估值。基于 5.1 节中规模、息差、不良率及信贷成本的关键假设，我们分别模型中其他关键参数做出以下定义（表 9、表 10 所示）：

表 9：CAPM 测算贴现率为 9.24%

CAPM		假设依据
无风险利率	3.59%	十年期国债到期收益率
市场风险溢价	5.00%	关键假设表
Beta	1.13	过去一年北京、宁波、南京三家银行的平均贝塔值
贴现率	9.24%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 10：运用多阶段 DDM 测算贵阳银行的内在价值为 16.26 元

DDM 估值	历史阶段			显性			二阶段		三阶段		永续阶段
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2029E	2030E	2034E	
净利润	2,436	3,222	3,654	4,351	5,427	6,925	7,618	17,962	18,501	20,823	21,240
现金分红率	8.9%	0.0%	16.4%	16.4%	18.0%	18.0%	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%	30.0%
现金分红	198	216	0	712	977	1,247	1,524	3,592	4,625	5,206	6,372
折现值				651	819	956	1,070	1,139	1,342	1,061	
各阶段现值				2,426			11,040		5,987		17,933
股权价值				37,386							
最新股本				2,299							
每股价值				16.26							

资料来源：Wind，申万宏源研究

根据多阶段股利贴现模型求得贵阳银行目前合理内在价值为 16.26 元/股，对应于 2017 年 1.37 倍 PB。展望未来，我们持续看好公司长期深耕贵阳赋予更强的议价能力和融资能力，而较大的资产质量改善空间也将充分驱动业绩增长。当前股价 14.79 元，对应 9.94% 的上行空间，首次覆盖给予“增持”评级。

**合并利润表**

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	10,296	13,146	17,649	22,103	26,658
利息支出	-3,470	-4,746	-7,526	-9,307	-10,967
<b>净利息收入</b>	<b>6,826</b>	<b>8,401</b>	<b>10,123</b>	<b>12,796</b>	<b>15,691</b>
手续费及佣金收入	736	1,518	2,125	2,763	3,592
手续费及佣金支出	-62	-98	-162	-267	-441
<b>净手续费及佣金收入</b>	<b>674</b>	<b>1,420</b>	<b>1,963</b>	<b>2,496</b>	<b>3,151</b>
<b>主营业务净收入</b>	<b>7,500</b>	<b>9,821</b>	<b>12,087</b>	<b>15,292</b>	<b>18,842</b>
其他营业净收入	197	336	350	300	200
<b>营业收入</b>	<b>7,697</b>	<b>10,157</b>	<b>12,437</b>	<b>15,592</b>	<b>19,042</b>
业务及营业费用	-2,036	-2,601	-3,234	-4,366	-5,332
营业税金及附加	-570	-246	-395	-497	-605
<b>营业利润</b>	<b>5,090</b>	<b>7,310</b>	<b>8,808</b>	<b>10,729</b>	<b>13,105</b>
营业外收支净额	32	55	50	30	30
<b>拨备前利润</b>	<b>5,123</b>	<b>7,365</b>	<b>8,858</b>	<b>10,759</b>	<b>13,135</b>
资产减值准备	-1,198	-3,113	-3,575	-4,180	-4,751
<b>税前净利润</b>	<b>3,925</b>	<b>4,252</b>	<b>5,283</b>	<b>6,579</b>	<b>8,385</b>
所得税	-685	-564	-898	-1,118	-1,425
<b>税后利润</b>	<b>3,240</b>	<b>3,689</b>	<b>4,385</b>	<b>5,461</b>	<b>6,959</b>
少数股东损益	18	34	34	34	34
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3,222</b>	<b>3,654</b>	<b>4,351</b>	<b>5,427</b>	<b>6,925</b>

资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：该表中的营业收入考虑了其他营业业务成本（即营业收入扣除了其他营业业务成本），故营业收入与年报数据略有差别。



银行财务指标汇总1

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>					
每股净利润	1.79	1.59	1.89	2.36	3.01
每股净利润(扣除优先股)	1.79	1.59	1.89	2.36	3.01
每股净资产	7.76	9.20	10.83	12.85	15.44
每股净资产(扣除优先股)	7.76	9.20	10.83	12.85	15.44
每股股利	0.12	0.00	0.26	0.34	0.42
股息派发率	0.00%	16.35%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>资产负债表(人民币百万元)</b>					
贷款余额(净额)	80,214	99,079	116,203	133,774	152,468
其他生息资产	152,502	259,057	366,554	463,404	569,911
总资产	238,197	372,253	492,610	609,366	737,121
存款余额	180,987	262,998	323,488	397,890	489,404
其他付息负债	39,011	81,757	136,698	171,620	198,093
总负债	224,063	350,254	467,720	579,832	701,639
总股本	1,799	2,299	2,299	2,299	2,299
股东权益	13,954	21,137	24,890	29,534	35,482
<b>利润表(人民币百万元)</b>					
净利息收入	6,826	8,401	10,123	12,796	15,691
手续费及佣金净收入	674	1,420	1,963	2,496	3,151
营业收入合计	7,697	10,157	12,437	15,592	19,042
营业费用	-2,036	-2,601	-3,234	-4,366	-5,332
拨备前利润	5,123	7,365	8,858	10,759	13,135
资产减值准备	-1,198	-3,113	-3,575	-4,180	-4,751
税前利润	3,925	4,252	5,283	6,579	8,385
净利润(归属母公司)	3,222	3,654	4,351	5,427	6,925
<b>资本状况(%)</b>					
核心一级资本充足率	10.7%	11.5%	176.0%	160.03%	180.73%
一级资本充足率	10.7%	11.5%	176.0%	160.03%	180.73%
资本充足率	13.5%	13.8%	11.6%	10.91%	12.91%
资产风险权重平均系数	55.4%	50.8%	51.0%	51.00%	51.00%
<b>资产质量(%)</b>					
正常	-	-	-	-	-
关注	-	-	-	-	-
次级	-	-	-	-	-
可疑	-	-	-	-	-
损失	-	-	-	-	-
不良贷款比例	1.5%	1.4%	1.4%	1.38%	1.27%
不良贷款余额(亿元)	1,234	1,452	1,748	1,930	2,043
逾期贷款比例	-	-	-	-	-
贷款减值准备覆盖率	240%	235%	271%	338%	434%
拨贷比	3.6%	3.3%	3.9%	4.65%	5.50%

银行财务指标汇总2

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率(毛额)	18.70%	23.23%	18.00%	16.00%	15.00%
生息资产增长率	53.30%	53.89%	34.80%	23.70%	20.97%
总资产增长率	52.59%	56.28%	32.33%	23.70%	20.97%
存款增长率	38.74%	45.31%	23.00%	23.00%	23.00%
付息负债增长率	53.83%	56.71%	33.48%	23.76%	20.72%
净利息收入增长率	30.86%	23.07%	20.51%	26.41%	22.62%
手续费及佣金净收入增长率	130.40%	110.64%	38.27%	27.11%	26.25%
营业收入增长率	36.15%	30.94%	23.07%	26.52%	23.22%
拨备前利润增长率	35.89%	43.77%	20.26%	21.47%	22.09%
税前利润增长率	30.97%	8.34%	24.23%	24.54%	27.44%
净利润增长率	32.27%	13.42%	19.05%	24.74%	27.61%
非息收入占比	11.32%	17.29%	18.60%	17.93%	17.60%
成本收入比	26.46%	25.61%	26.00%	28.00%	28.00%
信贷成本	1.56%	3.35%	3.20%	3.20%	3.15%
有效税率	18.33%	17.45%	17.00%	17.00%	17.00%
<b>盈利能力(%)</b>					
平均贷款收益率	7.89%	6.12%	6.55%	6.47%	6.39%
平均生息资产收益率	5.36%	4.45%	4.20%	4.09%	4.04%
平均存款付息率	1.76%	1.38%	1.35%	1.31%	1.31%
平均付息负债付息率	1.91%	1.68%	1.87%	1.81%	1.74%
存贷利差	6.13%	4.74%	5.20%	5.16%	5.08%
净利差	3.44%	2.77%	2.33%	2.29%	2.30%
净息差	3.55%	2.84%	2.41%	2.37%	2.38%
拨备前ROA	2.15%	1.98%	1.80%	1.77%	1.78%
拨备前ROE	36.71%	34.84%	35.59%	36.43%	37.02%
拨备前ROAA	2.60%	2.41%	2.05%	1.95%	1.95%
拨备前ROAE	41.81%	41.98%	38.49%	39.54%	40.41%
ROAA	1.63%	1.20%	1.01%	0.98%	1.03%
ROAE	26.30%	20.83%	18.90%	19.94%	21.30%
ROAA(扣除优先股)	1.63%	1.20%	1.01%	0.98%	1.03%
ROAE(扣除优先股)	26.30%	20.83%	18.90%	19.94%	21.30%
<b>流动性(%)</b>					
准备金率	16.29%	16.42%	16.42%	16.42%	16.42%
存贷比例(含贴现)	45.96%	38.97%	37.39%	35.26%	32.97%
贷款/总资产	33.68%	26.62%	23.59%	21.95%	20.68%
债券投资/总资产	47.30%	54.35%	59.56%	62.59%	64.68%

资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

附：估值比较表

		收盘价	EPS				每股净资产			
		2017/9/27	2015年A	2016年A	2017年E	2018年E	2015年A	2016年A	2017年E	2018年E
工商银行	601398	6.02	0.77	0.77	0.78	0.81	4.80	5.29	5.83	6.40
建设银行	601939	6.96	0.91	0.91	0.94	1.01	5.50	6.07	6.73	7.43
中国银行	601988	4.15	0.56	0.54	0.59	0.67	3.85	3.87	4.28	4.72
农业银行	601288	3.82	0.55	0.56	0.57	0.60	3.48	3.81	4.21	4.63
交通银行	601328	6.34	0.90	0.91	0.92	0.98	7.00	7.67	8.31	9.01
招商银行	600036	25.4	2.29	2.46	2.70	2.99	14.31	15.95	17.91	20.09
中信银行	601998	6.33	0.84	0.85	0.83	0.87	6.49	7.04	7.65	8.31
民生银行	600016	8.01	1.26	1.31	1.35	1.45	8.26	9.12	10.19	11.37
兴业银行	601166	17.38	2.59	2.77	2.69	2.99	15.10	17.01	17.68	20.04
浦发银行	600000	12.85	2.66	2.38	1.91	2.12	15.29	15.64	14.01	15.74
光大银行	601818	4.08	0.63	0.65	0.62	0.67	4.36	4.72	5.24	5.79
华夏银行	600015	9.27	1.77	1.76	1.48	1.57	11.01	12.37	11.64	13.06
平安银行	000001	10.93	1.53	1.32	1.30	1.39	11.29	10.61	11.75	12.98
北京银行	601169	7.4	1.33	1.17	0.95	0.89	8.81	8.17	7.72	7.30
南京银行	601009	7.91	2.08	1.36	1.10	1.29	14.01	8.59	7.05	8.06
宁波银行	002142	15.88	1.68	2.00	1.73	2.03	11.54	12.89	11.37	13.10
		投资评级	PE				PB			
			2015年A	2016年A	2017年E	2018年E	2015年A	2016年A	2017年E	2018年E
工商银行	601398	买入	7.81	7.84	7.76	7.42	1.25	1.14	1.03	0.94
建设银行	601939	买入	7.63	7.64	7.41	6.89	1.27	1.15	1.03	0.94
中国银行	601988	增持	7.35	7.66	7.01	6.15	1.08	1.07	0.97	0.88
农业银行	601288	增持	6.96	6.83	6.75	6.41	1.10	1.00	0.91	0.83
交通银行	601328	增持	7.08	7.01	6.90	6.45	0.91	0.83	0.76	0.70
招商银行	600036	买入	11.10	10.32	9.41	8.50	1.78	1.59	1.42	1.26
中信银行	601998	增持	7.53	7.44	7.59	7.27	0.97	0.90	0.83	0.76
民生银行	600016	增持	6.34	6.11	5.93	5.51	0.97	0.88	0.79	0.70
兴业银行	601166	增持	6.70	6.28	6.47	5.80	1.15	1.02	0.98	0.87
浦发银行	600000	增持	4.82	5.41	6.73	6.06	0.84	0.82	0.92	0.82
光大银行	601818	增持	6.45	6.28	6.61	6.09	0.94	0.86	0.78	0.70
华夏银行	600015	增持	5.25	5.26	6.25	5.90	0.84	0.75	0.80	0.71
平安银行	000001	增持	7.15	8.30	8.42	7.84	0.97	1.03	0.93	0.84
北京银行	601169	增持	5.57	6.32	7.80	8.34	0.84	0.91	0.96	1.01
南京银行	601009	增持	3.80	5.80	7.19	6.15	0.56	0.92	1.12	0.98
宁波银行	002142	增持	9.46	7.93	9.20	7.83	1.38	1.23	1.40	1.21
A股平均			6.94	7.03	7.34	6.79	1.05	1.01	0.98	0.89
国有银行			7.36	7.40	7.17	6.67	1.12	1.04	0.94	0.86
股份制银行			6.92	6.93	7.18	6.62	1.06	0.98	0.93	0.83
城商行			6.28	6.68	8.06	7.44	0.93	1.02	1.16	1.07

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：表中每股收益和每股净资产均不考虑优先股。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。