



强于大市

长三角城农商行深度报告

区域经济企稳，关注潜在压力

受益于 2015 年以来长三角地区经济的回暖，区域上市城农商行资产质量企稳向好。经过前期的集中风险暴露，主要风险出清，存量不良贷款逐步消化。展望 2019 年，区域经济不确定性增强，主要的风险点包括了实体经济融资问题以及中美贸易摩擦，需要关注潜在压力。

支撑评级的要点

- **区域经济回溯：产业结构调整显成效，区域经济企稳。**2013-2015 年，随着房地产调控政策的出台、基建项目落地放缓以及出口需求走弱，区域经济发展速度明显放缓，产能过剩问题凸显。2015 年后，随着区域产业结构的调整升级，以服务业为代表的第三产业成为经济增长新动能，同时传统产业进行落后产能的去化、高新产业发展的支持力度加大，叠加“十三五”以来基建项目加速落地、外围经济逐步复苏情况下国内进出口贸易市场表现向好，区域经济发展呈企稳态势。2017 年两省一市各项经济指标均较 2014-2015 年明显改善。经过前期的集中风险暴露，主要风险逐步出清。
- **区域经济展望：不确定性增强，关注外部风险。**展望区域经济发展趋势，我们认为不确定性仍存，需要关注的风险点包括了中美贸易摩擦、实体经济融资问题。分区域来看，长三角地区进出口贸易活跃，从之前美国关税征收内容来看，重点产业包括通信、电子、机械设备、汽车，均为江浙的支柱产业，因此中美贸易摩擦如果升级，将对区域经济带带来一定影响，需要重点关注的地市包括苏州、常熟、张家港、宁波、杭州。在企业融资问题方面，2018 年以来国内经济运行“稳中有变”，部分企业经营困难增加。银行在经历上一轮危机后风险偏好较低，尤其对中小企业的信贷投放谨慎，叠加债市、股市表现低迷，企业融资难度加大。但可以看到，下半年以来，监管陆续出台政策意在改善企业流行性困境。我们认为随着信贷政策传导机制的逐步疏通以及未来民营企业融资支持政策的陆续落地，实体经济融资情况将有改善。
- **区域银行业分析：存量不良逐步出清，关注中小行资产质量潜在压力。**受益于地方经济的企稳以及银行对信贷结构、对公信贷投放领域的调整，区域上市城农商行存量不良逐步出清，资产质量表现改善。上市城商行、农商行 2018 年 3 季末的不良率分别较 2016 年末下降 6BP、18BP 至 1.22%、1.14%；从不良生成指标来看，2016-2017 年区域上市城农商行的不良生成率明显放缓。同时我们也关注到 2018 年 2 季度以来不良生成有所提速，预计受银行不良认定趋严的影响，但在区域经济不确定性增强背景下，潜在压力值得关注。

投资建议

- 随着长三角经济的回暖，区域上市城农商行资产质量表现向好，存量不良逐步出清。展望 2019 年，受中美贸易摩擦等因素影响，区域经济不确定性增强。但在经历 2014-2015 年经济下行周期后，留存的企业抗风险能力提升，且银行信贷投放相对谨慎，风控能力亦有增强。目前银行板块估值对应 18 年 0.84xPB，从中长期来看，在行业业绩稳健背景下，绝对收益确定性依然较强，后续仍需关注国内外经济形势变化。个股方面，我们推荐基本面边际改善的上海银行和光大银行，继续看好大行和招商银行。

风险提示：

- 经济下行导致资产质量恶化超预期、中美贸易摩擦升级。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

*林颖颖为本报告重要贡献者



目录

一、区域经济回溯：转型见成效，区域经济企稳	6
二、区域经济展望：不确定性增加，关注外部冲击影响	11
三、区域银行业分析：存量不良逐步出清，关注部分中小行资产质量潜在压力	16
投资建议	21
风险提示	22
宁波银行	23
上海银行	25
南京银行	27
杭州银行	29
常熟银行	31
无锡银行	33
吴江银行	35



图表目录

图表 1. 两省一市经济体量大.....	5
图表 2. 长三角 16 城人均 GDP 超全国平均水平.....	5
图表 3. 房地产调整政策陆续出台.....	6
图表 4. 2014-2015 年房价上涨势头受控制.....	7
图表 5. 2013 年以来商品房成交量增速下行.....	7
图表 6. 投资总额增速下滑.....	7
图表 7. 国内出口增速下滑.....	7
图表 8. 长三角区域经济增长速下滑.....	8
图表 9. 钢材需求低迷, 产量下行.....	8
图表 10. 钢材价格下滑.....	8
图表 11. 长三角钢材产量占全国比重高.....	8
图表 12. 15-16 年江浙消费品零售额同比增速提升.....	9
图表 13. 长三角地区消费对经济拉动作用提升.....	9
图表 14. 江苏与浙江第三产业同比增速高于全国.....	9
图表 15. 江浙地区 2016 年开始第三产业占比超 50%.....	9
图表 16. 长三角区域固定资产投资增速企稳.....	9
图表 17. 2016 年以来长三角区域 PPI 同比增速止跌回升.....	9
图表 18. 2016 年人民币贬值.....	10
图表 19. 长三角区域进出口增速回升.....	10
图表 20. 长三角区域 2018 年经济下行压力初显.....	11
图表 21. 中美贸易摩擦对进出口影响尚未有显著体现.....	11
图表 22. 2018 年以来表外融资规模压降.....	12
图表 23. 2018 年以来社融增速下行.....	12
图表 24. 小微企业贷款增速下行.....	12
图表 25. 2018 年票据规模高增.....	12
图表 26. 中小企业融资支持政策梳理.....	13
图表 27. 上海进出口净额占 GDP 比重较江浙低.....	14
图表 28. 上海对美进出口净额占 GDP 比重较低.....	14
图表 29. 江苏工业总产值结构 (2017 年).....	14
图表 30. 浙江工业总产值结构 (2017 年).....	14
图表 31. 对美进出口贸易情况 (2017).....	14
图表 32. 地方平台偿债能力情况 (2017 年).....	15
图表 33. 长三角地区贷款同比增速.....	16

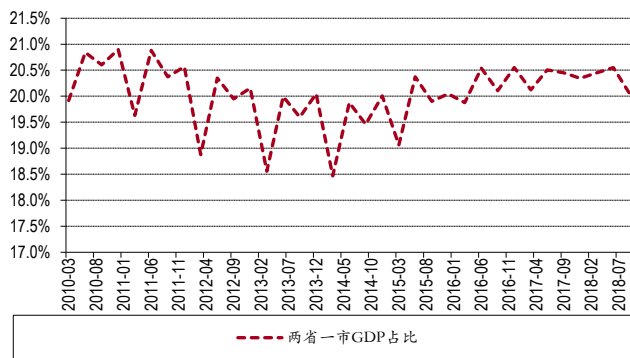


图表 34. 长三角地区存款同比增速.....	16
图表 35. 2016 年长三角地区银行业不良贷款率下行.....	17
图表 36. 2016 年长三角地区城商行不良贷款率企稳.....	17
图表 37. 城农商行对公贷款占比下降.....	17
图表 38. 制造业、交运及批发零售占比下降.....	17
图表 39. 区域上市城农商行不良率下降.....	18
图表 40. 区域上市城农商行不良生成速度放缓.....	18
图表 41. 2017 年上市城农商行不良率均下降.....	18
图表 42. 区域上市城农商行不良率 (2018Q3).....	18
图表 43. 区域上市城农商行关注类贷款占比下降.....	18
图表 44. 区域上市城农商行不良认定严格.....	18
图表 45. 2017 年大部分上市城农商行不良生成率放缓.....	19
图表 46. 区域上市城农商行不良生成率 (2018Q3).....	19
图表 47. 非标占比.....	20
附录图表 48. 报告中提及上市公司估值表.....	22

长三角一带作为最具经济活力、开放程度最高、创新能力最强的区域之一，是国内经济重心。2017年上海、江苏、浙江的经济体量占比达20%，其中长三角16城的经济总量占全国的比重约17%，且长三角老16城的人均GDP基本上高于10万元/年，远超国内平均水平（约6万元/年），长三角区域的民营经济也更为活跃，对经济的敏感性更高，因此区域经济发展趋势具备重要的参考意义。

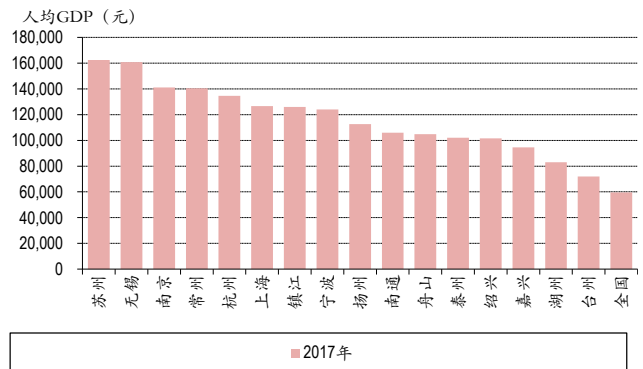
目前大部分上市城、农商行扎根于长三角一带经济较发达的地市。我们在这篇报告对长三角经济发展回溯并且对区域未来的经济发展进行展望。随着2015年以来长三角区域经济的回暖，上市城、农商行资产质量表现企稳向好，目前区域的主要风险已出清，存量不良贷款逐步消化。展望2019年，区域经济不确定性提升，主要的风险点包括了中美贸易摩擦、实体经济融资问题，需要关注潜在压力。

图表1. 两省一市经济体量大



资料来源：万得，中银证券

图表2. 长三角16城人均GDP超全国平均水平



资料来源：万得，中银证券

一、区域经济回溯：转型见成效，区域经济企稳

长三角区域经济企稳。2013-2015年，随着房地产调控政策的出台、基建项目落地放缓以及出口需求走弱，区域经济发展明显放缓。但随着区域经济结构的调整，以现代服务业为主导的第三产业已成为区域经济增长新引擎。同时，“十三五”期间，基建项目的加速上马，供给侧改革下市场供需关系改善，以及外围经济逐步复苏情况下国内进出口贸易表现向好。经济转型见效以及投资、出口共同拉动下，长三角区域经济发展呈企稳态势，2017年两省一市各项经济指标均较2014-2015年明显转好。

我们对长三角2013-2017年的经济发展趋势分两阶段考虑：第一阶段为2013-2015年，区域经济发展明显放缓，产能过剩问题凸显；第二阶段为2016-2017年，为供给侧改革开始阶段，也是“十三五”计划的开端。

第一阶段：互保圈信贷陷多米诺困局，抵押物监管不当引发钢贸危机

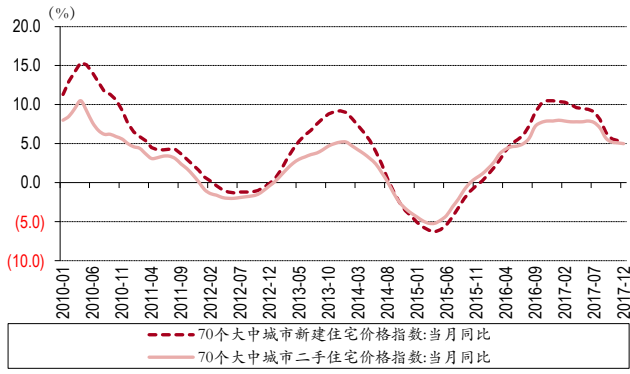
房地产调控政策出台遏止房价过快上涨。2009年12月国务院出台“国四条”，明确要求运用土地、金融、税收等手段来控制部分城市房价的过快上涨。此后房地产调控政策陆续出台，包括2010年4月的首套房限贷政策、2011年6月提高二套房首付比例并限定贷款基准利率。2013年2月“国五条”出台，国内房地产调控政策再次收紧，房地产行业表现低迷，商品房销售面积的同比增速从2013年2月的55%下滑至2014年末的-9%，2014-2015年期间房价快速上涨势头受遏制。

图表3. 房地产调整政策陆续出台

时间	颁发机关	文件/政策	主要内容
2009年12月	国务院	国四条	增加普通商品住房的有效供给；继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房；加强市场监管；继续大规模推进保障性安居工程建设。力争到2012年末，基本解决1540万户低收入住房困难家庭的住房问题。
2010年1月	国务院	国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知	增加保障性住房和普通商品住房有效供给；合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求；加强风险防范和市场监管；加快推进保障性安居工程建设；落实地方各级人民政府责任。
2010年4月	国务院	国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知	各地区、各有关部门要切实履行稳定房价和住房保障职责；实行更为严格的差别化住房信贷政策；发挥税收政策对住房消费和房地产收益的调节作用；增加居住用地有效供应；调整住房供应结构；确保完成2010年建设保障性住房300万套、各类棚户区改造住房280万套的工作任务；加强对房地产开发企业购地和融资的监管；加大交易秩序监管力度；完善房地产市场信息披露制度。
2010年9月	国务院	929新政	房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数。差别化的住房信贷政策。调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策。切实增加住房有效供给。各地要加大对各地2010年住房建设计划和用地供应计划实际完成情况的督察考核力度，切实落实中小套型普通商品住房和保障性住房建设计划和供地计划。加大住房交易市场检查力度。
2011年1月	国务院	新国八条	进一步落实地方政府责任；加大保障性安居工程建设力度；调整完善相关税收政策，加强税收征管；强化差别化住房信贷政策；严格住房用地供应管理；合理引导住房需求；落实住房保障和稳定房价工作的约谈问责机制；坚持和强化舆论引导。
2013年2月	国务院	国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知	完善稳定房价工作责任制；坚决抑制投机投资性购房；增加普通商品住房及用地供应；加快保障性安居工程规划建设；加强市场监管和预期管理；加快建立和完善引导房地产市场健康发展的长效机制。

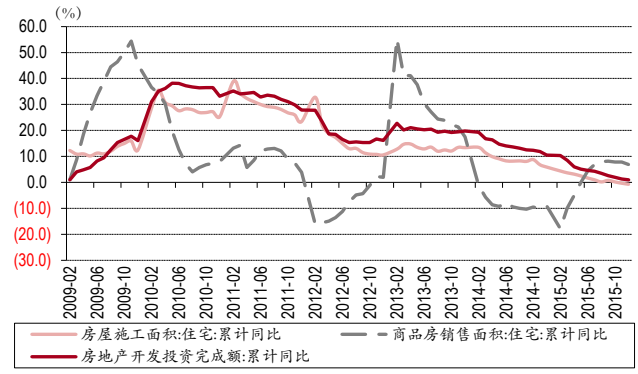
资料来源：央行、银保监会、财政部，中银证券

图表4. 2014-2015 年房价上涨势头受控制



资料来源：万得，中银证券

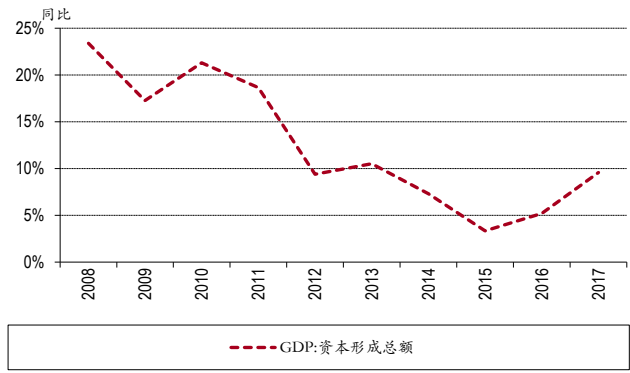
图表5. 2013 年以来商品房成交量增速下行



资料来源：万得，中银证券

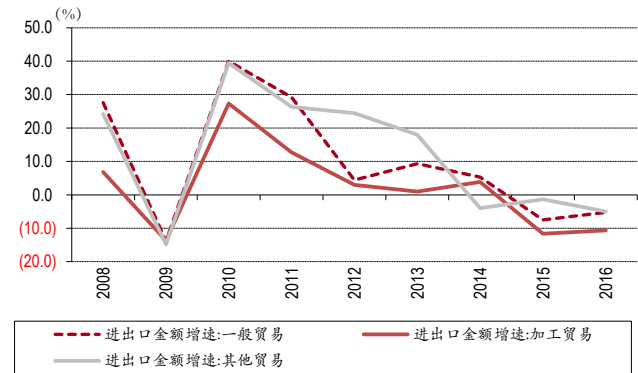
随着“四万亿”刺激效果的逐步消退，国内投资增速放缓，并且在外围经济低迷情况下，国内出口需求疲软，企业再投资需求走弱，国内经济增长压力加大，2013-2015 年国内 GDP 增速明显下降。

图表6. 投资总额增速下滑



资料来源：万得，中银证券

图表7. 国内出口增速下滑

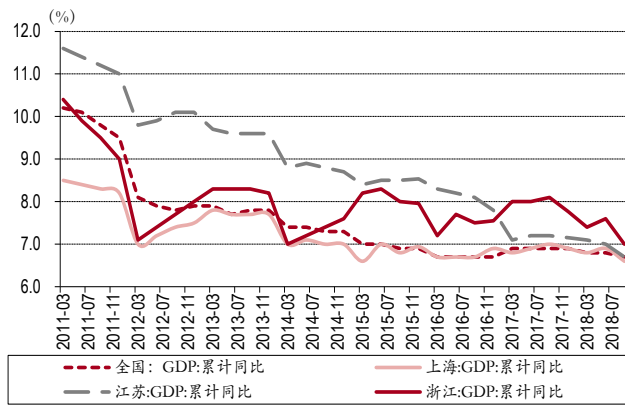


资料来源：万得，中银证券

互保联保圈信贷陷多米诺困局。“四万亿”计划实行后国内经济步入上行周期，民营企业存在着强烈的融资需求和狭窄融资渠道之间的矛盾，尤其是长三角地区（以浙江为代表）的民营企业更为活跃，矛盾也更为明显。在此背景下，互保联保创新融资模式有效解决民营企业因缺乏抵押物而融资难问题，叠加当时银行较为宽松的信贷标准，民营企业通过该模式获得大量信贷资金，但由于互保联保模式缺乏抵押物，对民营企业的信贷投放无形中堆积了信用风险。2013 年长三角地区经济增长承压，企业经营难度加大面临资金流紧张问题，同时银行在发放互保联保贷款时，对借款主体的审核以及总体授信额度的控制也趋于严格，自身经营不济加上银行收贷抽贷使得部分企业无法进行债务偿还，担保企业代偿风险集中爆发，资金链的断裂风险沿着担保链条危及圈内其他贸易商，最后引发区域风险。

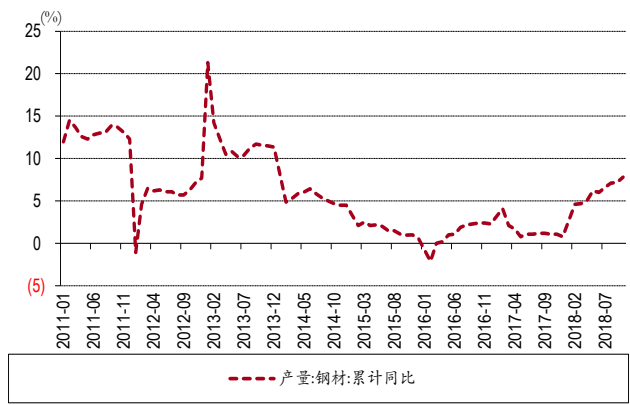
除了互保圈发生的信贷危机，银行对抵押物监管的不当引发钢贸危机。2013 年宏观经济下行叠加房地产调控等一系列政策的出台，钢材需求低迷，钢材行业形成了严重的产能过剩，去库存压力大，同时供需失衡使得钢材价格不断走低。上海、江苏、浙江的钢材产量占比接近 20%，因此钢材行业的低迷影响钢贸经营情况。而引燃钢贸危机的主要原因在于贷款抵押物的多次抵押。由于银行无法有效监管钢贸企业抵押物，钢贸企业能够通过抵押物的多次抵押获得不同银行的贷款资金，因此当企业出现经营危机无法同时偿还多家银行贷款时，企业资金链断裂，银行的不良资产加速暴露。

图表8. 长三角区域经济增长速下滑



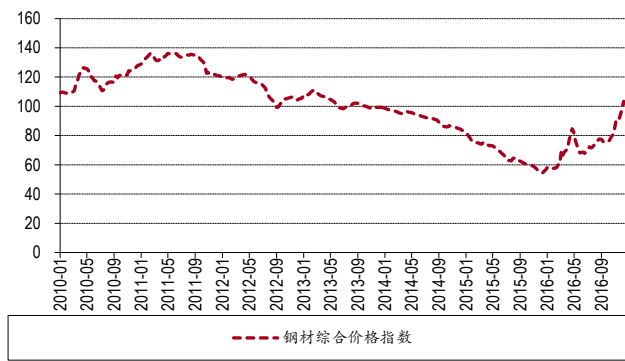
资料来源: 万得, 中银证券

图表9. 钢材需求低迷, 产量下行



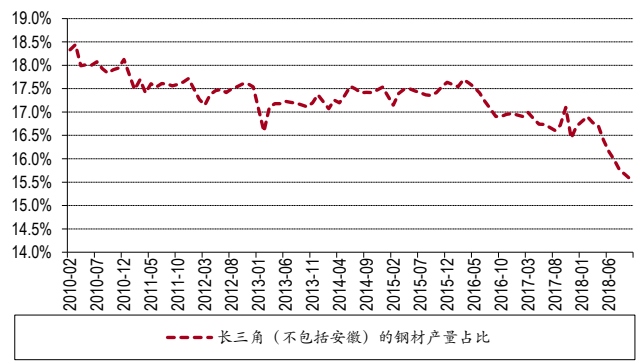
资料来源: 万得, 中银证券

图表10. 钢材价格下滑



资料来源: 万得, 中银证券

图表11. 长三角钢材产量占全国比重高



资料来源: 万得, 中银证券

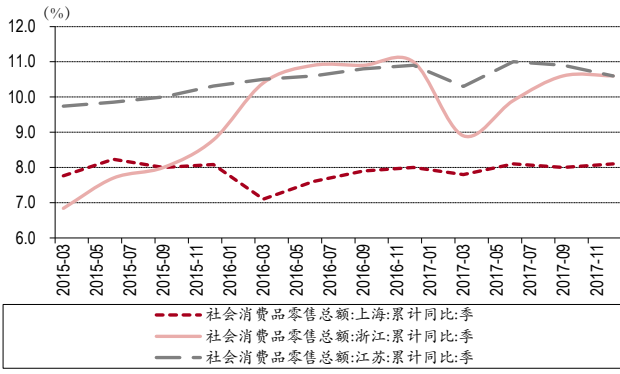
第二阶段: 经济转型显成效, 投资与出口修复共促经济企稳

长三角地区长期以来的经济发展模式无论在需求还是供给上, 都存在结构性矛盾。从需求结构来看, 原先长三角地区“出口导向经济发展模式”面临着内需与外需失衡、投资与消费需求关系不协调问题, 区域经济对投资需求依赖度高, 消费对经济增长贡献度低; 从供给结构来看, 低附加值产业产值占比高, 区域产业创新能力不足, 产业链条不完整, 随着周边市场的不断崛起, 长三角地区劳动密集型产业的竞争优势不明显。这些结构性矛盾也在国内经济下行周期中更为突出, 因此长三角区域传统经济发展模式亟待升级。

长三角老 16 城的人均可支配收入远高于全国平均水平, 区域消费需求旺盛, 金融、地产、旅游、教育等业务均具备挖掘潜能, 存在较大增长空间, 以服务业为代表的第三产业逐步成为区域经济增长新动能。过去长三角区域经济以传统制造业为主, 第二产业在生产总值中占比较高, 但随着区域产业结构逐渐调整转型, 长三角地区的经济发展模式由“投资、出口”拉动为主转向“消费、投资、出口”协同发展。从需求来看, 江苏、浙江地区消费品零售额同比增速明显提升, 带动区域经济的快速增长, 2017 年末江苏、浙江的消费支出占 GDP 比重较 2015 年末提升至 37%、35%。从产业结构来看, 以服务业为代表的第三产业的贡献度提升, 尤其是浙江与江苏地区, 2016 年开始服务业占比超 50%。

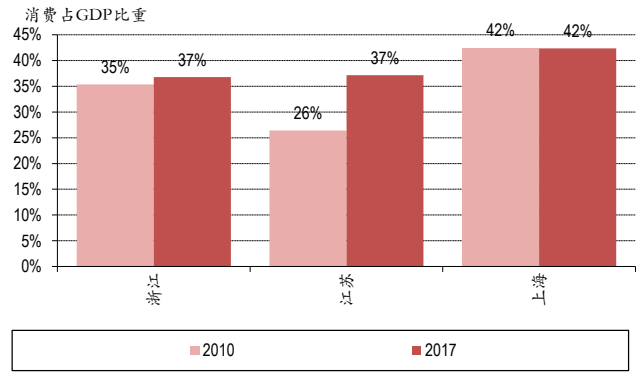
从供给端来看, 长三角区域的工业也从原先的低附加值制造业逐步向高新技术产业转型, 对传统支柱产业进行调整, 转移技术含量较低的产业, 同时保留对技术要求较高的核心产业并且加大支持力度。以江苏为例, 江苏将产业结构调整瞄准了对技术和资金要求较高的电子装配、软件外包和大型设备制造等行业, 高新技术产业发展增速提升, 高新技术产业产值占规模以上工业总产值比重则逐年上升, 2017 年江苏省高新技术产业产值占全省规模以上工业产值比重为 42.7%, 较 2011 年提高 7.4 个百分点。

图表12. 15-16年江浙消费品零售额同比增速提升



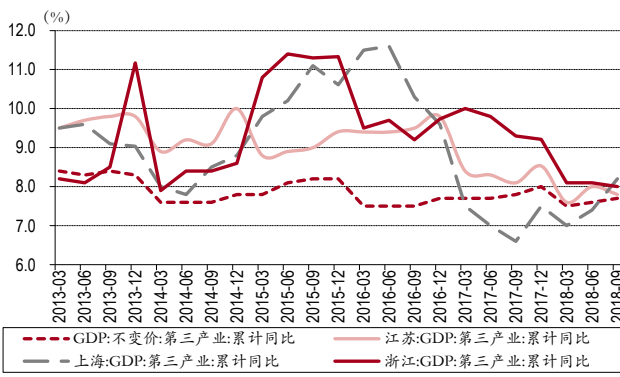
资料来源: 万得, 中银证券

图表13. 长三角地区消费对经济拉动作用提升



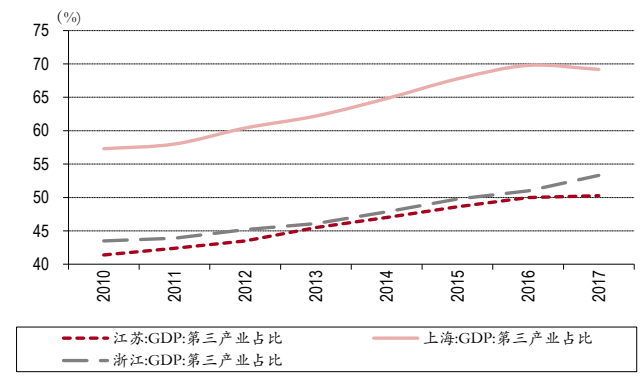
资料来源: 万得, 中银证券

图表14. 江苏与浙江第三产业同比增速高于全国



资料来源: 万得, 中银证券

图表15. 江浙地区2016年开始第三产业占比超50%

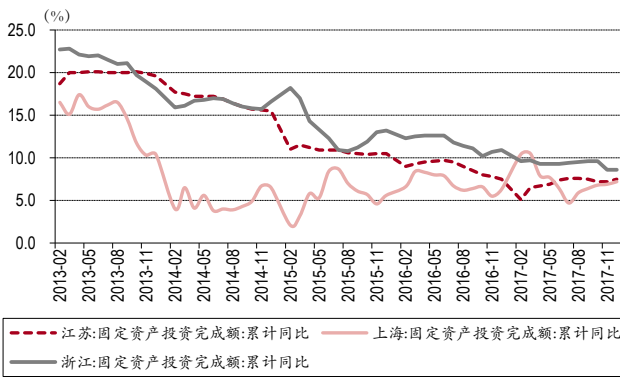


资料来源: 万得, 中银证券

此外, 2016年以来, 随着基础设施建设项目加速上马、长江经济带战略稳步推进, 下游产业需求回暖; 同时在供给侧改革的不断推进下, 上游产业被动去库存改善了供求关系, 产品价格回升, 企业盈利情况改善再投资意愿走强。出口方面, 在全球经济的逐步复苏背景下, 2016年以来中国的主要贸易伙伴美国、欧盟、东盟、日本等国家的经济增速均经历了不同程度的上涨, 叠加人民币的贬值外需回暖, 对国内出口拉动作用加强, 长三角区域的出口增速从2016年开始止跌回升, 2017年转负为正。由于长三角地区出口依赖度较高, 出口拉动也成为区域经济企稳的重要动力。

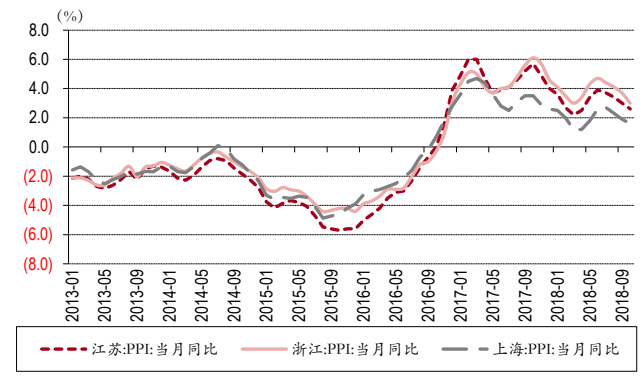
在产业结构调整升级以及政策的扶持背景下, 2016-2017年长三角区域经济回暖增速, 各项经济指标较2014-2015年相比均呈转好态势, 区域主要的风险逐步出清。

图表16. 长三角区域固定资产投资增速企稳



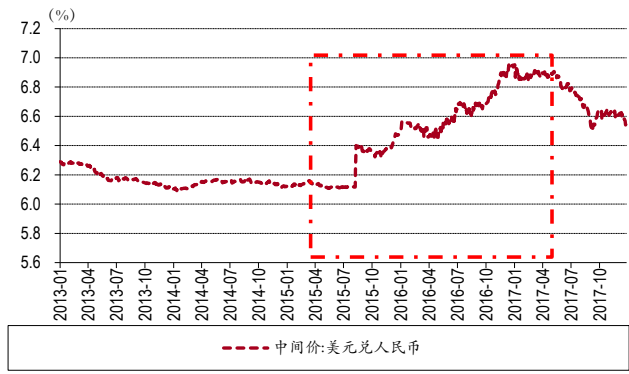
资料来源: 万得, 中银证券

图表17. 2016年以来长三角区域PPI同比增速止跌回升



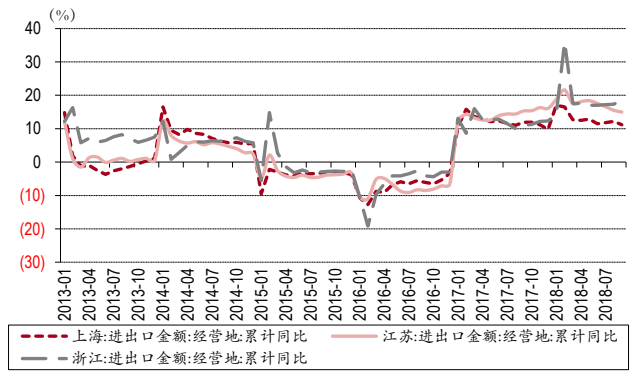
资料来源: 万得, 中银证券

图表18. 2016年人民币贬值



资料来源: 万得, 中银证券

图表19. 长三角区域进出口增速回升

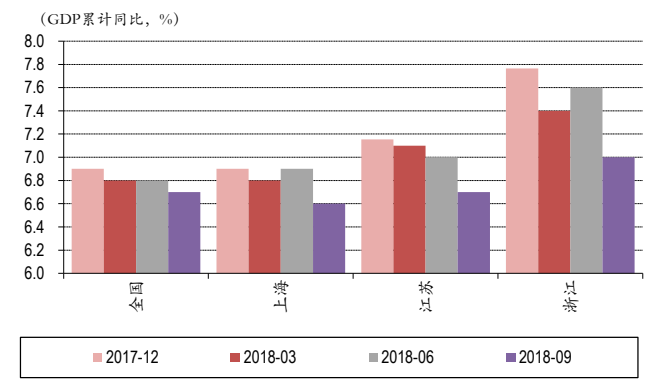


资料来源: 万得, 中银证券

二、区域经济展望：不确定性增加，关注外部冲击影响

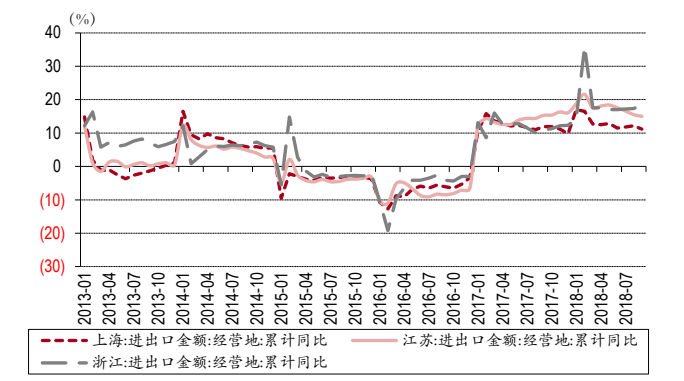
在产业结构调整升级以及投资与出口共同拉动下，长三角区域经济逐步回暖，经济增速企稳。经过前期的风险释放，目前主要风险已出清，存量不良处置压力不大，资产质量风险暴露的最艰难时期已过。2018年下半年以来，国内经济下行压力初显。前三季度全国 GDP 累计同比增 6.7%，较上半年下降 0.1 个百分点；长三角地区经济敏感度更高，下行幅度高于全国平均水平，上海、江苏、浙江分别下降 0.3、0.3、0.6 个百分点至 6.6%、6.7%、7.0%。展望长三角地区 2019 年经济发展趋势，我们认为不确定性提升，需要关注的风险点主要包括了实体经济融资问题、中美贸易摩擦。

图表20. 长三角区域 2018 年经济下行压力初显



资料来源：万得，中银证券

图表21. 中美贸易摩擦对进出口影响尚未有显著体现



资料来源：万得，中银证券

2.1 中小企业信用风险：民营企业债券违约频发，政策出台纾解融资难题

今年以来，多起民营企业（包括浙江春和集团、浙江新光控股、上海华信能源等）债券违约事件频发，截至 2018 年 11 月 20 日，今年以来共发生债券违约 108 只，涉及规模达 1216 亿，其中民营企业债券违约规模达 903 亿，反映了实体流动性的紧张。另外在股市表现不佳情况下，股票价格的下跌使得不少公司质押出现预警，部分民企由于一时的流动性困难无法及时进行补充质押，出现了股权质押平仓风险。我们认为引发债券违约事件以及股权质押平仓风险的发生主要由以下两方面共同造成：

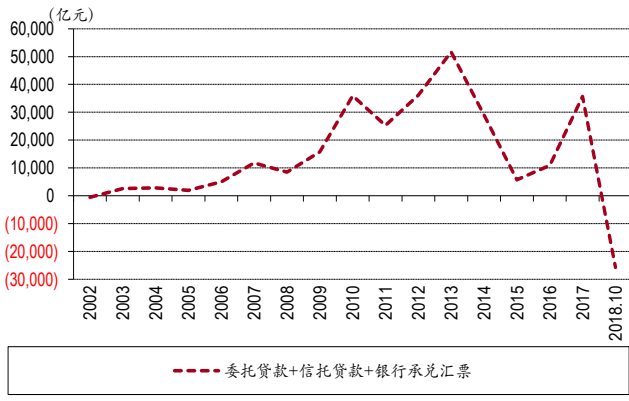
(1) 经济稳中有变，企业经营难度加大

2018 年以来经济不确定性增强。出口贸易在外部需求降低，且中美贸易摩擦不断情况下，对经济的拉动作用减弱；内部需求方面，在经历过去两三年房价高涨时期后，已出现了收缩迹象，固定资产投资增速下行，出现阶段性低点，整体经济稳中有变。在此背景下，部分企业经营困难，长期积累的风险隐患暴露有所提速。

(2) 金融去杠杆推进，企业表外融资受限

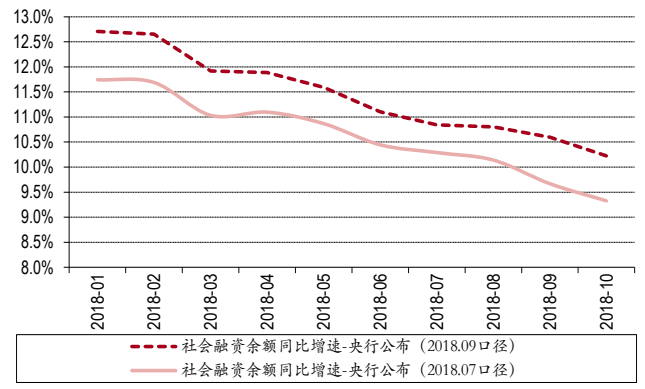
2018 年以来，在金融去杠杆背景下，以信托贷款为代表的表外融资渠道受限，2018 年前 10 个月委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票规模下降 2.57 万亿，而 2017 年同期新增规模为 3.04 万亿。表外融资规模的压降拖累社融表现，2018 年 10 月末增速较 2017 年末下降 3.2 个百分点至 10.2%。在银行信贷投放额度有限情况下，表外融资是资质相对差的中小企业重要资金获得方式，因此表外融资受阻使得中小企业的流动性问题逐步显露。

图表22. 2018年以来表外融资规模压降



资料来源: 万得, 中银证券

图表23. 2018年以来社融增速下行

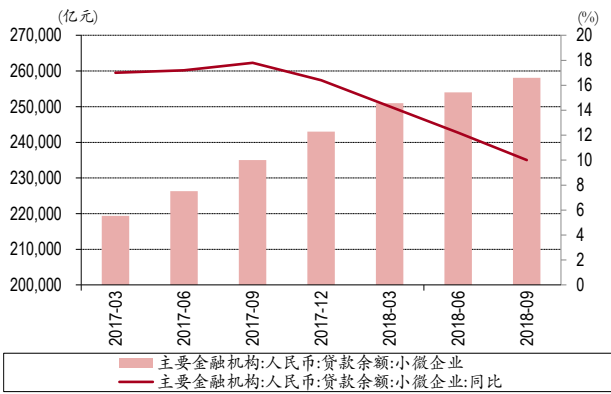


资料来源: 万得, 中银证券

(3) 银行风险偏好低, 中小企业信贷投放谨慎

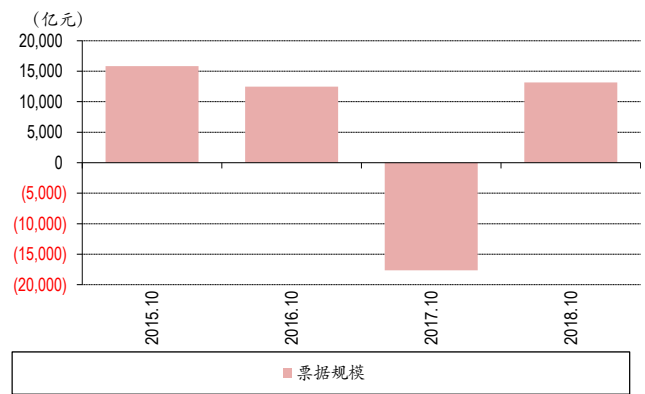
银行在经历过上一轮的风险暴露周期后风险偏好仍较低, 尤其对抗风险能力较差的小微企业放贷意愿弱。从小微企业贷款余额来看, 2018年以来增速明显放缓, 2018年3季末小微企业贷款同比增10.0%, 较2017年末下降6.4个百分点; 从企业信贷投放结构来看, 票据今年以来维持高增, 前10个月新增票据1.32万亿, 明显高于2017年同期规模(-1.76万亿), 也反映出银行对企业信贷投放意愿较弱。中小企业信贷融资难度加大加剧了实体经济整体流动性问题。

图表24. 小微企业贷款增速下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表25. 2018年票据规模高增



资料来源: 万得, 中银证券

在股市、债市表现低迷情况下, 中小企业的融资问题凸显, 但我们认为实体经济融资问题有望得到缓解。下半年以来, 监管陆续出台政策意在改善企业流动性困境, 包括了减小中小企业税负、扩大中小企业融资担保、设立民营企业债券融资支持工具、化解股权质押风险、引导银行加大民营企业信贷投放力度等方式以纾解中小企业融资困境。随着信贷政策传导机制的逐步疏通以及未来民营企业融资支持政策的陆续落地, 预计实体经济融资情况将有改善, 因此无需过度担忧系统性风险的发生。

图表26. 中小企业融资支持政策梳理

政策方向	时间	监管机构	会议名称/文件名称/政策内容	主要内容概括
减税	2018/7/11	财政部 税务总局	《关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》	自2018年1月1日至2020年12月31日,将小型微利企业的年应纳税所得额上限由50万元提高至100万元,对年应纳税所得额低于100万元(含100万元)的小型微利企业,其所得减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税
	2018/9/5	财政部	《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	自2018年9月1日至2020年12月31日,对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入,免征增值税。
	2018/11/19	国家税务总局	《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》	提出26条措施,进一步支持和服务民营经济发展,包括减税降负、优化营商环境、精准帮扶、严格规范税收执法、加强组织实施五个方面。
融资担保	2018/10/15	财政部 工业和信息化部	《关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》	中央财政在2018-2020年每年安排资金30亿元,采用奖补结合的方式,对扩大小微企业融资担保业务规模、降低小微企业融资担保费率等政策性引导较强的地方进行奖补。
	2018/11/9	国务院	李克强主持召开国务院常务会议	要求加大金融支持缓解民营企业特别是小微企业融资难融资贵,决定开展专项行动,解决拖欠民营企业账款问题,部署有效发挥政府性融资担保作用支持小微企业和“三农”发展。
债券融资	2018/10/22	国务院	李克强主持召开国务院常务会议	部署根据督查发现和企业关切的问题进一步推动优化营商环境政策落实,决定设立民营企业债券融资支持工具,以市场化方式帮助缓解企业融资难,确定建设国家“互联网+监管”系统,促进政府监管规范化精准化智能化。
	2018/10/23	央行	央行发力改善民企融资环境	设立民企债券融资支持工具、增加再贷款和再贴现额度
股权融资	2018/10/26	银保监会	《保险资金投资股权管理办法(征求意见稿)》	取消保险资金开展股权投资的行业范围限制,通过“负面清单+正面引导”机制提升保险资金服务实体经济能力。
	2018/11/2	证监会	《关于支持证券基金经营机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》	对符合条件的资产管理计划实行备案绿色通道,切实支持证券行业以实际行动纾解上市公司股票质押风险
信贷	2018/10/29	国务院	《国务院办公厅关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》	人民银行要牵头会同有关部门疏通货币信贷政策传导机制。银保监会要抓紧制定出台鼓励银行业金融机构对民营企业加大信贷支持力度;建立绩效考核与小微信贷投放挂钩的激励机制。
	2018/11/7	央行	“一二五”目标	在新增的公司类贷款中,大型银行对民营企业的贷款不低于1/3,中小型银行不低于2/3,争取三年以后,银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%
	2018/11/9	央行营管部	北京地区民营企业融资座谈会	增加民营企业信贷投放,将政策优惠传导至民营企业,支持符合条件的民营企业发行债券,加强民营企业股权融资支持
综合	2018/11/15	央行	金融机构货币信贷形势分析座谈会	通过信贷、债券、股权“三支箭”,有力支持实体经济,进一步加大对民营和小微企业的金融支持,并保持其商业可持续性。
	将要出台	国家发改委	国家发改委将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施	拓展民营企业融资渠道,积极支持优质民营企业发债融资,协调推进民营企业违约债券处置

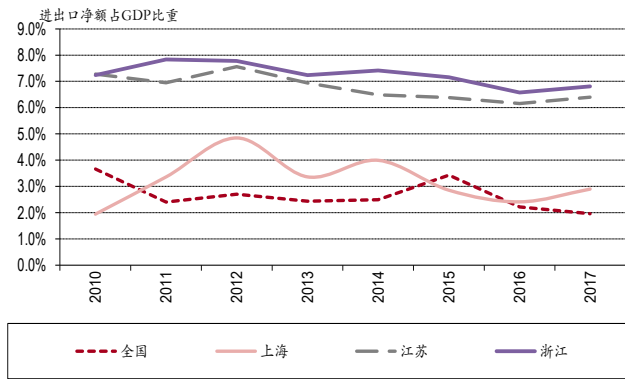
资料来源:央行、银保监会、财政部,中银证券

2.2 中美贸易摩擦的影响: 区域经济不确定性增强

中美贸易摩擦对国内进出口影响在2018年还未有显著体现,而中美贸易问题无疑是影响国内经济发展的重要因素。但我们认为,随着国内产业结构的调整,第三产业对经济的贡献已超第二产业,且国内产业链条不断完善,经济增长具备一定的韧性,因此中美贸易对国内GDP增长带来的冲击有限。

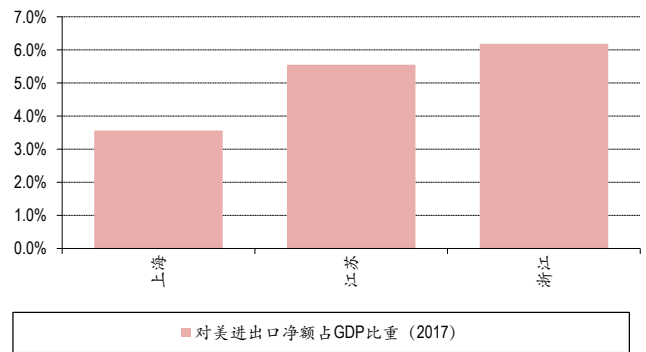
长三角地区进出口贸易较活跃,从2017年进出口贸易净额占GDP比重来看,江苏、浙江、上海的比重均高于全国平均(2%),因此如果中美贸易摩擦升级,对长三角地区影响大于内陆城市,但对两省一市的影响程度有所不同。从进出口净额占GDP比重来看,上海的比值(3%)接近全国平均(2%),远低于江苏(6%)和浙江(7%);从对美进出口净额占GDP比重来看,上海(4%)也较江苏(6%)、浙江(6%)低,因此贸易战对上海经济的影响较小。

图表27. 上海进出口净额占 GDP 比重较江浙低



资料来源：万得，中银证券

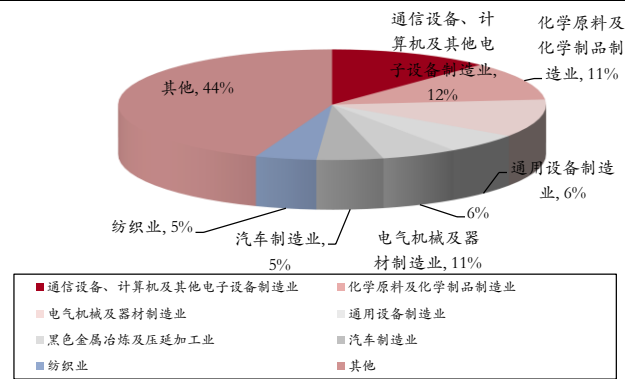
图表28. 上海对美进出口净额占 GDP 比重较低



资料来源：万得，中银证券

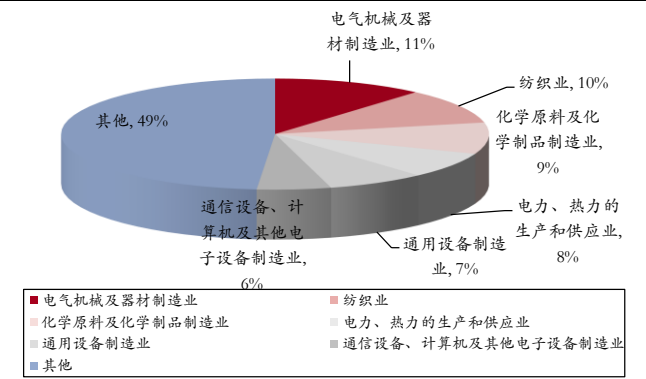
对于江浙而言，考虑到较高的对美出口贸易占比以及产业结构特点，我们认为关税的加征将对两省经济带来一定影响。从美国加征关税对象来看，通信、电子、机械设备、汽车是加税重点。2017 年江浙的产业结构相近（江、浙第二产业占比分别为 40%、38%），但从工业总产值结构来看，江苏省的通信、电子、机械设备、汽车的占比（34%）高于浙江（24%）。因此中美贸易摩擦对江苏的经济带来的影响较浙江更为明显。

图表29. 江苏工业总产值结构（2017 年）



资料来源：万得，中银证券

图表30. 浙江工业总产值结构（2017 年）



资料来源：万得，中银证券

尽管中美贸易对江浙地区带来一定影响，但不同上市城农商行所处的地市受影响程度不一。从公布对美进出口数据的城市比较来看，受关税征收影响较大的为苏州市、常熟市以及宁波市，2017 年对美进出口总额占城市 GDP 比重超 10%。进一步从三个城市的产业结构来看，苏州和常熟相近，通信、电子、机械、钢铁、汽车零部件制造为支柱产业；对于宁波而言，纺织、家电、输变电设备制造、汽车零部件制造为支柱产业。结合对美进出口依赖度以及产业结构来看，我们认为苏州、常熟、宁波地区将受中美贸易较大影响。

图表31. 对美进出口贸易情况（2017）

2017, 亿元	对美进出口总额占 GDP 比重	对美出口总额占 GDP 比重	对美进出口总额 (亿元)	对美出口总额 (亿元)	GDP (亿元)
苏州市	>21%	21%	NA	3,685	17,300
常熟市	17%	14%	378	330	2,280
宁波市	14%	NA	1,379	NA	9,847
南京市	5%	4%	622	498	11,715
无锡市	6%	5%	653	529	10,512
张家港市	NA	NA	NA	NA	2,606
杭州市	NA	NA	NA	NA	12,556
江阴市	NA	NA	NA	NA	3,488

资料来源：国民经济和社会发展统计公报及中银证券

对于缺乏具体对美进出口数据的杭州市、张家港市以及江阴市，从出口依赖度以及产业结构来看需要关注张家港和杭州地区。首先，张家港出口贸易更为活跃，从出口额/GDP 比值来看，2017 年江阴、杭州、张家港的占比为 18%、28%、42%。从出口的产品来看，杭州机电产品出口规模大，占出口总额比重达 42%，机电产品也是贸易战征税重点，预计贸易战对杭州地区将有一定影响。从产业结构来看，张家港的支柱产业包括了冶金、纺织、机械装备（包括汽配）和化工；江阴的重要支柱产业包括了冶金、新能源、装备制造、石化新材料，相对而言张家港的支柱产业与贸易战征税条目的匹配度更高。整体来看，张家港和杭州将受一定影响。

总的来看，如果中美贸易摩擦升级，将对江浙地区经济发展带来一定影响，区域来看需要重点关注对苏州、常熟、张家港、宁波、杭州地区的影响。

2.3 地方平台债务偿还问题：风险去化稳步推进

今年以来地方政府平台债务监管升级，7 月份一轮由多部门参与的地方政府隐性债务排查启动，重点检查 PPP 等重大项目负债、资金流情况；近期相关规范隐形债务的文件也已经下发，对隐形债务进行规范和监管，因此地方政府隐性债务潜在风险成为市场另一担忧点。

从长三角来看，根据我们测算，截至 2017 年末，上海、江苏、浙江三地政府平台的平均资产负债率为 54%、60%、60%，其中上海的资产负债率低于全国平均值 5 个百分点；江苏与浙江均高于全国平均 1 个百分点。我们从平台债务的现金流覆盖率以及现金流覆盖债务利息比例去评价三地平台债务偿还能力。从现金流覆盖债务本息比例来看，上海的全覆盖及基本覆盖比例（69%）高于全国平均（60%），而江苏（54%）和浙江（48%）相对低；从现金流覆盖债务利息比例来看，上海和江苏地区平台利息偿付能力整体较优。

但需要注意的是，长三角区域企业经营较中西部更为灵活、融资方式更为多元化、区域经济也更有活力，因此企业抗风险能力也相对强。同时考虑到区域经济重要性，平台债务监管更可能让步于经济发展，长三角区域平台债务风险发生的可能性相对低。

我们认为平台隐性债务处置是长期问题，并且在处置过程中监管存底线思维，尤其当前国内经济存下行压力情况下，监管更可能给予平台合理的过渡期以平稳化解债务问题。如果采取“一刀切”的方式极有可能引发信用系统风险。

图表32. 地方平台偿债能力情况（2017 年）

		上海	江苏	浙江	全国
资产负债率		54%	60%	60%	59%
现金流覆盖债务本息比例					
全覆盖	>100%	67%	39%	40%	49%
基本覆盖	(70%,100%]	2%	16%	8%	11%
半覆盖	(30%,70%]	24%	22%	23%	17%
无覆盖	<=30%	7%	22%	29%	21%
其他		0%	1%	1%	2%
现金流覆盖债务利息比例					
	>=100%	98%	82%	72%	79%
	<100%	2%	18%	28%	21%

资料来源：万得，中银证券

注：其他为有息负债为 0 的城投平台

(1) 现金流覆盖债务本息比例= (货币资金+经营活动产生净现金流) / (短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+需支付利息); (2) 现金流覆盖债务利息比例= (货币资金+经营活动产生净现金流) / 需支付利息

三、区域银行业分析：存量不良逐步出清，关注部分中小行资产质量潜在压力

银行业的发展趋势与宏观经济表现高度相关，且存在一定的滞后性。受益于2016-2017年区域经济的修复，区域银行经营情况也随之改善。但从2018年4季度、2019年来看，区域经济受中美贸易、平台债务风险去化的影响不一，银行个体发展也存差异。我们在这部分将对区域银行业以及对经济敏感度更高的城农商行发展现状进行分析，并对其未来发展趋势做出判断。

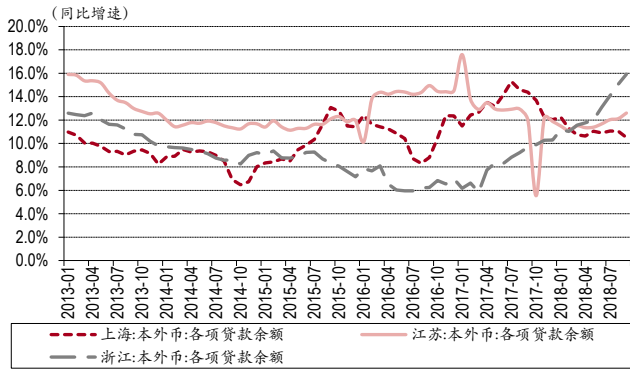
3.1 区域金融运行：金融市场运行稳步修复

随着长三角区域经济的企稳，2016-2017年区域金融市场逐步修复。在政策支持下房地产和基础设施领域融资需求走强，且经济环境转好背景下居民消费升级态势明显，共同促进贷款需求的回暖；同时信贷资产证券化推进以及地方政府债务置换等因素影响下，商业银行信贷供给能力提升，因此2016年以来贷款同比高增，带动存款增速的提升。

2017年下半年以来，从信贷需求来看，房地产调控政策趋严使得居民中长期贷款需求走弱，且监管对地方政府违规举债融资行为进行约束，叠加PPP新规项目入库标准趋严，基建项目落地速度有所放缓，上海和江苏的信贷需求有所走弱。从投放端来看，一行三会金融监管的全面强化引导银行规模理性扩张，银行负债端资金来源由于同业负债考核存在压力，使得银行信贷投放速度亦有放缓。2018年以来，在非标监管持续情况下，部分表外融资需求转向表内，贷款增速维持相对稳定。

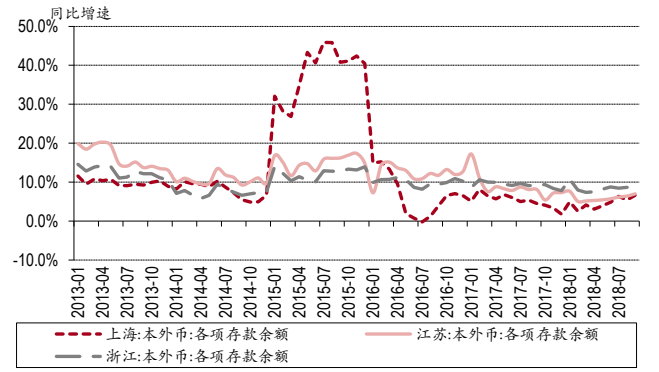
存款端变化趋势与贷款相近，2016年受益于贷款需求的改善存款端增速提升，在2017年金融去杠杆影响企业存款派生以及理财分流居民存款影响下，存款增速有所下行。但2018年以来银行加大揽储力度，叠加股市整体表现不佳部分居民资金回流至银行，带来存款增速的微升。

图表33. 长三角地区贷款同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表34. 长三角地区存款同比增速

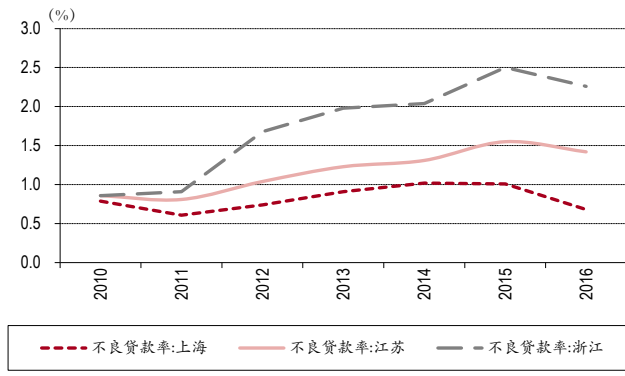


资料来源：万得，中银证券

区域银行资产质量表现：经济回暖促进资产质量表现企稳向好

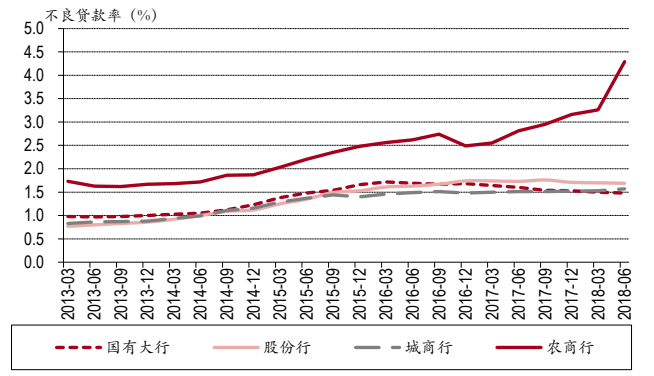
我们进一步对长三角区域银行业以及上市城农商行的资产质量表现进行分析。整体来看，随着区域经济的修复，2016年银行业整体不良贷款率已呈下行趋势。从银行业整体来看，2016年以来，大行、股份行及城商行的不良贷款率均企稳。随着区域不良的逐步出清，银行业资产质量较2013-2015年有明显的改善。另外，经历过风险爆发期的企业大多具备较强的市场竞争力，抗风险能力也较之前提升。

图表35. 2016年长三角地区银行业不良贷款率下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表36. 2016年长三角地区城商行不良贷款率企稳

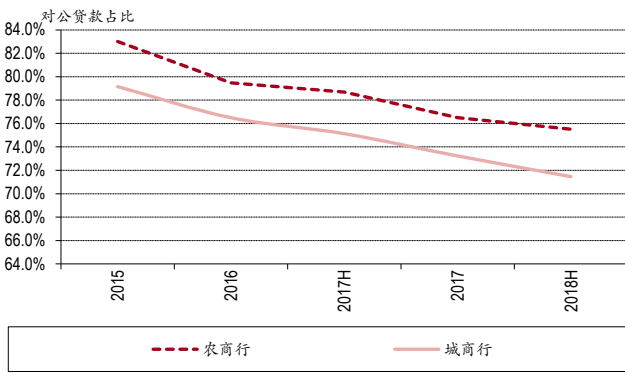


资料来源: 万得, 中银证券

我们对扎根于长三角区域的上市城、农商行资产质量进行分析, 过去3年, 上市银行通过信贷结构以及对公贷款投放领域的调整, 无论是从不良率、不良生成率还是资产质量前瞻指标来看都有明显改善。

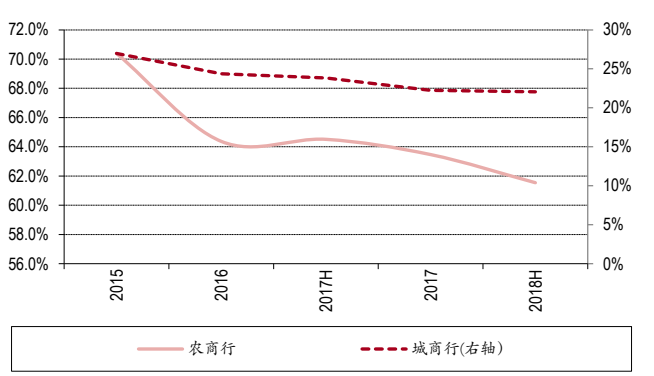
在信贷结构调整方面, 2015年以来10家上市城、农商行的对公贷款占比下行, 区域上市城商行、农商行2018年半年末较2015年底下降7个百分点、8个百分点至83%、79%。在对公贷款投向上也进行相应调整, 减少不良率高发的制造业、交运以及批发零售业信贷投放比重, 5家城商行、5家农商行2018年半年末制造业、交运、批发零售业的贷款占贷款总额比重分别较2015年底下降5个百分点、8个百分点至22%、62%。

图表37. 城农商行对公贷款占比下降



资料来源: 万得, 中银证券

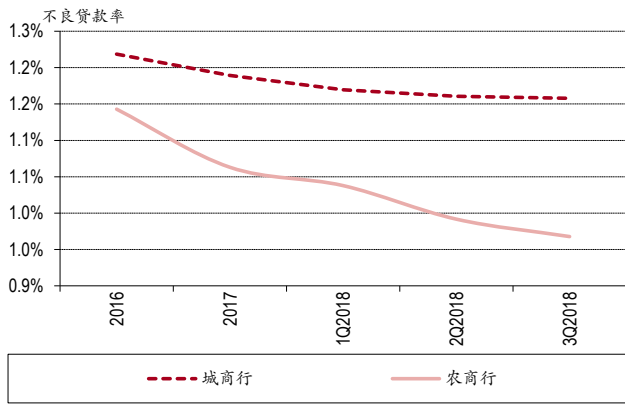
图表38. 制造业、交运及批发零售占比下降



资料来源: 万得, 中银证券

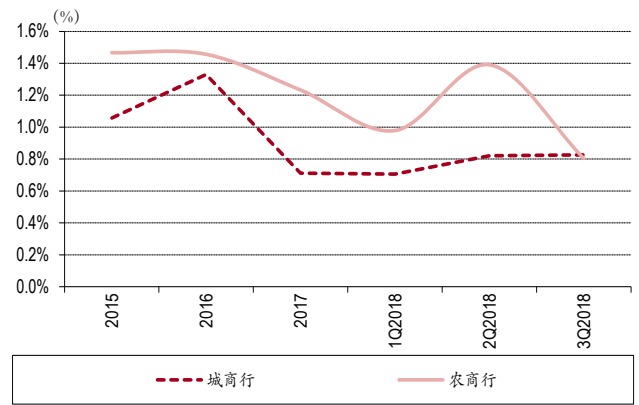
2016年以来长三角地区的上市城、农商行不良贷款率步入下行区间。截至2018Q3, 区域上市的城商行、农商行的不良率分别较2016年末下降6BP、18BP至1.22%、1.14%; 从不良生成指标来看, 2016-2017年区域上市城农商行的不良生成率明显放缓, 但在2018年2季度不良生成率有所提升, 我们认为主要因银行不良认定趋严, 但在宏观经济不确定性增强背景下, 需要关注未来资产质量潜在压力。

图表39. 区域上市城农商行不良率下降



资料来源：万得，中银证券

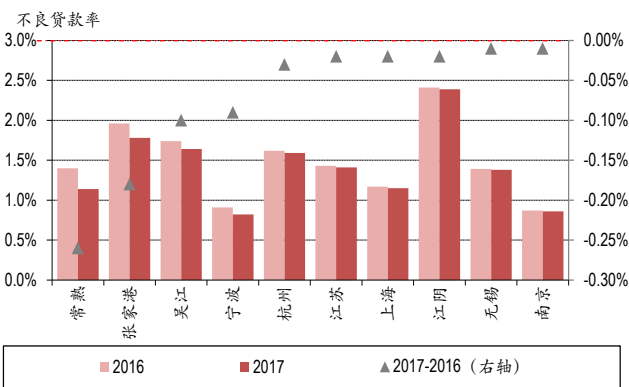
图表40. 区域上市城农商行不良生成速度放缓



资料来源：万得，中银证券

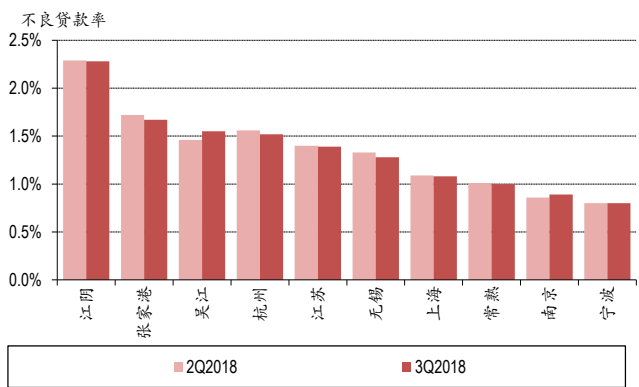
个体来看，2017年上海、江苏及浙江上市城、农商行的不良贷款率均较2016年下降，从2018Q3来看，不良贷款率相对较高的是江阴银行（2.28%）、张家港行（1.67%）以及吴江银行（1.55%）。

图表41. 2017年上市城农商行不良率均下降



资料来源：万得，中银证券

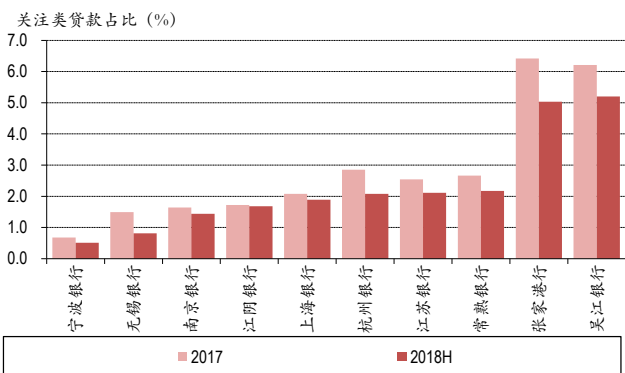
图表42. 区域上市城农商行不良率 (2018Q3)



资料来源：万得，中银证券

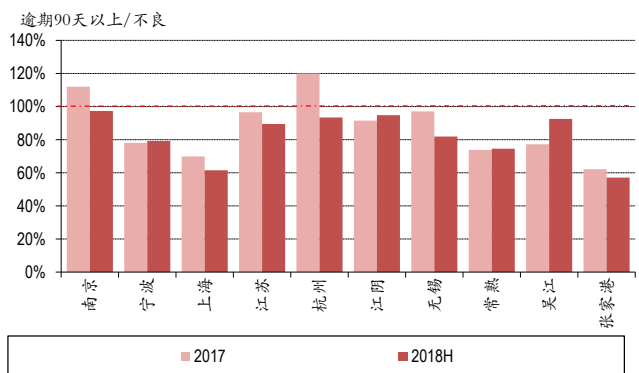
我们对10家银行不良前瞻性指标关注类贷款占比以及不良认定进行分析，10家银行2018年半年末的关注类贷款占比均下降，但从绝对值来看，张家港行和吴江银行的关注类贷款占比较高；从不良认定来看，2018年上半年10家银行不良认定趋严，整体资产质量表现较真实。

图表43. 区域上市城农商行关注类贷款占比下降



资料来源：万得，中银证券

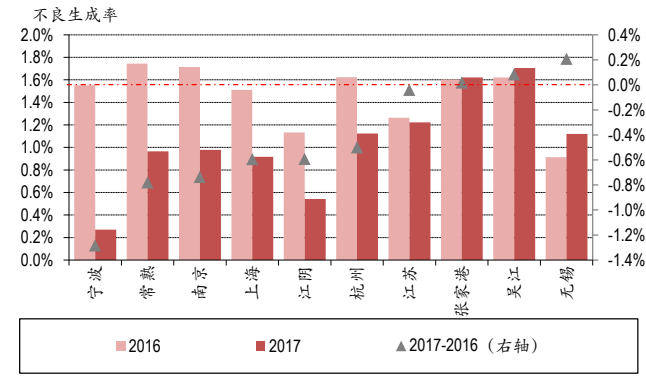
图表44. 区域上市城农商行不良认定严格



资料来源：万得，中银证券

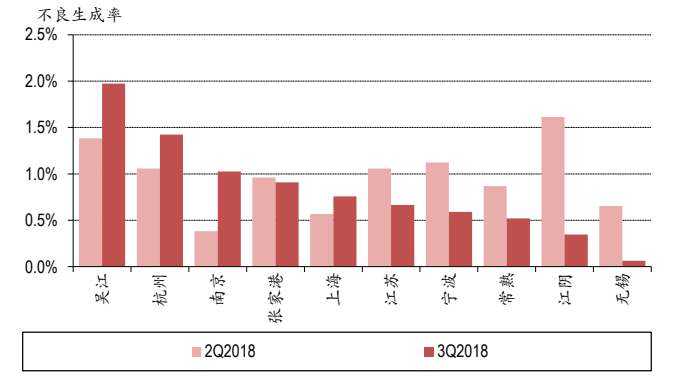
从不良生成率来看，大部分银行 2017 年的不良生成率较 2016 年放缓，反映了在区域经济回暖背景下城农商行的资产质量改善。区域比较来看上海、浙江的银行表现优于江苏地区，除了吴江银行、无锡银行 2017 年的不良生成率较 2016 年提升 0.1/0.2 个百分点，其余银行均呈现稳中有降趋势。从 2018Q3 的不良生成绝对值来看，相对较高的是吴江银行、杭州银行以及南京银行，3 季度年化不良生成率为 2.0%、1.4%、1.0%，且较 2 季度有所提升。

图表45. 2017 年大部分上市城农商行不良生成率放缓



资料来源：万得，中银证券

图表46. 区域上市城农商行不良生成率 (2018Q3)



资料来源：万得，中银证券

3.2 区域银行资产质量展望：关注部分中小行潜在压力

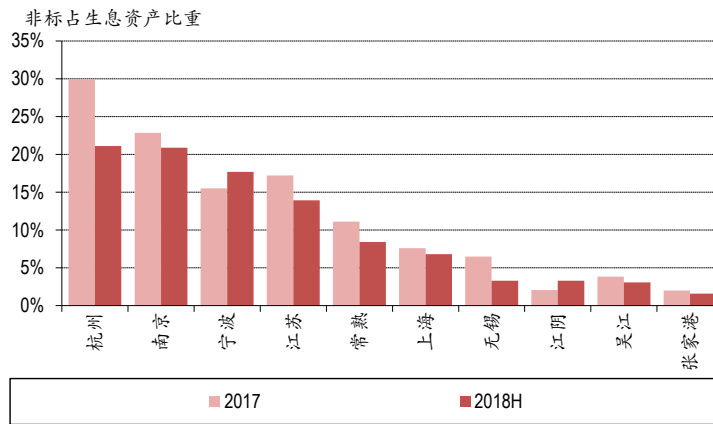
城农商行的业务主要布局当地市场，因此城农商行的资产质量与当地经济发展趋势紧密相关。展望长三角区域经济，2018 年下半年以来经济下行压力初显，2019 年来看经济不确定性增强，主要的担忧点包括了中美贸易摩擦、企业流动性困境。

就中美贸易的影响来看，江浙地区由于进出口贸易更为活跃，区域经济更受关税加征的影响。从地市来看，考虑对美出口依赖度（对美进出口净额/GDP 指标）以及区域支柱产业与美国关税加征条目（重点征税产业为通信、电子、机械设备、汽车）的匹配度，我们认为需要关注的区域有江苏的苏州、常熟、张家港，浙江的宁波、杭州。

另外，金融去杠杆背景下中小企业表外融资受限，叠加银行对中小企业信贷投放偏谨慎，企业间接融资渠道受阻，流动性问题也随之逐步凸显，债券违约事件频发。债券市场表现低迷以及企业短期流动性瓶颈引发股权质押平仓风险，企业无法通过直接融资方式缓解流动性问题，企业融资陷入恶性循环。尤其是长三角区域，民营企业较为活跃，今年以来债券违约事件多发。但可以看到下半年以来，多项政策陆续出台，直指中小企业融资难贵问题，意在改善企业直接、间接融资环境。我们认为随着纾困资金的逐步到位以及信贷政策传导机制的疏通，实体经济融资环境将有改善，因此引发系统性风险的可能性较低。

从地方政府债务平台风险来看，江浙地区的平台债务偿还能力相对弱，无论是现金流覆盖率以及现金流覆盖债务利息指标来看，表现低于全国平均。从区域城、农商行资产端非标投向来看，杭州银行、南京银行、宁波银行、江苏银行 2018 年半年末的非标占生息资产比重超 10%，地方政府隐性债务监管趋严下部分县域平台融资难度加大，后续仍需跟踪平台企业经营动态。但需要注意的是，江浙地区的经济更有活力、企业经营更为灵活，同时区域经济重要性不言而喻，因此我们认为监管层将会平衡“监管”与“经济稳增长”，区域的地方政府债务监管将平稳过渡而非采用“一刀切”方式以防经济风险的爆发。

图表47. 非标占比



资料来源：万得，中银证券

尽管 2019 年经济不确定性增强，但经过上一轮不良的出清，留存企业整体抗风险能力提升；对于银行而言，过去几年在信贷投向上对产能过剩、高风险行业进行摸底排查以及退出，并且对授信模式作出调整（例如退出了过去激进的联保联贷、担保圈的授信模式），对中小企业的信贷投放也更为谨慎，因此银行的风控能力亦有提升。考虑到地区之间的产业结构差异以及银行的资产摆布差异，我们认为需要关注部分中小银行资产质量潜在压力。



投资建议

随着长三角经济的回暖，区域上市城农商行资产质量表现向好，存量不良逐步出清。展望 2019 年，受中美贸易摩擦等因素影响，区域经济不确定性增强。但在经历 2014-2015 年经济下行周期后，留存的企业抗风险能力提升，且银行信贷投放相对谨慎，风控能力亦有增强。目前银行板块估值对应 18 年 0.84xPB，从中长期来看，在行业业绩稳健背景下，绝对收益确定性依然较强，后续仍需关注国内外经济形势变化。个股方面，我们推荐基本面边际改善的上海银行和光大银行，继续看好大行和招商银行。

风险提示

1、经济下行导致资产质量恶化超预期。

银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而对银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

2、中美贸易摩擦进一步升级。

中美贸易谈判摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

附录图表 48. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
601398.SH	工商银行	买入	5.33	1,900	0.80	0.86	0.93	0.84	6.12
601988.SH	中国银行	未有评级	3.61	1,063	0.59	0.63	0.76	0.70	5.02
601288.SH	农业银行	买入	3.57	1,249	0.55	0.59	0.93	0.75	4.43
600036.SH	招商银行	买入	28.55	720	2.78	3.21	1.61	1.43	19.49
601998.SH	中信银行	未有评级	5.67	277	0.87	0.93	0.76	0.70	7.95
600016.SH	民生银行	中性	6.10	267	1.14	1.21	0.72	0.63	9.17
600000.SH	浦发银行	增持	10.71	314	1.85	1.91	0.79	0.70	14.49
601818.SH	光大银行	买入	3.85	202	0.60	0.66	0.75	0.69	5.32
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.79	100	1.55	1.59	0.67	0.60	12.55
601169.SH	北京银行	增持	5.93	125	0.89	0.96	0.80	0.73	8.02
601009.SH	南京银行	增持	6.98	59	1.14	1.32	1.03	0.94	7.64
002142.SZ	宁波银行	增持	16.91	88	1.79	2.17	1.75	1.39	11.78
601229.SH	上海银行	增持	11.47	125	1.40	1.72	0.99	0.90	12.62
600919.SH	江苏银行	未有评级	6.38	74	1.03	1.10	0.81	0.73	8.63
600926.SH	杭州银行	增持	7.72	40	0.89	1.04	0.95	0.86	8.94
002807.SZ	江阴银行	未有评级	5.34	9	0.46	0.48	1.03	0.96	5.41
600908.SH	无锡银行	增持	5.60	10	0.54	0.61	1.12	1.03	5.38
601128.SH	常熟银行	买入	6.73	15	0.57	0.71	1.43	1.31	5.17
603323.SH	吴江银行	增持	6.32	9	0.50	0.59	1.09	1.03	6.16
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.90	11	0.42	0.49	1.29	1.19	4.95
601838.SH	成都银行	中性	8.36	30	1.08	1.28	1.21	1.05	8.28

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日11月30日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期



002142.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 16.91

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.3)	(3.9)	2.2	(5.7)
相对深证成指	25.0	(8.1)	12.4	24.1

发行股数(百万)	5,209
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	78,304
3个月日均交易额(人民币 百万)	322
净负债比率(%) (2018E)	347
主要股东(%)	
宁波开发投资集团有限公司	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖为本报重要贡献者

宁波银行

盈利能力居同业前列, 资产扩张有望提速

宁波银行盈利能力保持优异, 业绩增速以及 ROE 水平均维持行业前列, 公司已完成优先股发行, 资本补充后规模扩张空间再度打开。公司资产质量表现处于同业较优水平, 我们认为这是公司估值较行业中枢水平存在溢价的重要因素, 但由于公司地处以外向型经济为主导的宁波, 后续需要关注中美贸易摩擦对区域资产质量带来的影响。我们维持**增持**评级。

支撑评级的要点

- **盈利能力居同业。**宁波银行前三季度净利润同比增速较上半年提升 1.5pct 至 21.1%, 继续在行业中保持前列; 营收同比增 14.1%, 较上半年 (9.8%, YoY) 提升 4.3 个百分点。公司盈利增速的提升受益于息差的走阔, 根据我们测算公司 3 季度期初期末口径净息差环比提升 20BP, 其中资产端收益率的提升 (31BP) 高于负债端成本率 (11BP)。
- **资产质量保持优异, 拨备水平领先同业。**宁波银行不良认定严格 (半年末逾期 90 天以上贷款/不良占比为 74.1%), 3 季末不良率环比持平于 0.80%; 关注类贷款占比环比微升 5bps 至 0.56%, 我们测算公司 3 季度加回核销的年化不良生成率约为 0.31%, 环比下降 14BP, 不良生成绝对值处于低位, 因此公司整体资产质量保持优异。公司拨备水平远高于行业平均, 3 季末拨备覆盖率进一步提升至 503%。
- **优先股完成发行补充资本, 打开资产扩张空间。**公司公告完成 100 亿优先股发行, 按照静态测算, 完成发行后公司一级资本充足率与资本充足率将在 3 季末基础上均提升 1.44 个百分点至 11.1% 与 14.8%, 资本得到进一步补充。优先股发行的完成解决公司资本隐忧, 为公司未来规模的扩张保驾护航。

评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

估值

- 我们预计宁波银行 18/19 年净利润增速为 21.1%/20.6% 的预测, 目前公司股价对应 18/19 年 PE7.94x/6.59x, PB1.41x/1.20x, 维持**增持**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	23,627	25,302	28,201	31,384	34,853
变动 (%)	21.18	7.09	11.46	11.28	11.05
净利润	7,810	9,334	11,300	13,622	16,258
变动 (%)	19.34	19.51	21.07	20.55	19.35
净资产收益率 (%)	16.39	19.48	19.81	19.71	20.08
每股收益	1.54	1.79	2.17	2.62	3.12
市盈率 (倍)	11.18	9.62	7.94	6.59	5.52
市净率 (倍)	1.48	1.73	1.41	1.20	1.03

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.54	1.79	2.17	2.62	3.12
BVPS (摊薄/元)	11.66	9.94	12.24	14.31	16.78
每股股利	0.45	0.40	0.54	0.65	0.78
分红率(%)	22.47	21.73	25.00	25.00	25.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	301	346	402	462	531
证券投资	442	553	652	750	863
应收金融机构的款项	43	33	34	36	38
生息资产总额	871	1,008	1,170	1,337	1,530
资产合计	885	1,032	1,193	1,362	1,557
客户存款	511	565	633	709	794
计息负债总额	792	907	1,040	1,152	1,280
负债合计	835	975	1,123	1,281	1,464
股本	4	5	5	5	5
股东权益合计	50	57	70	81	94
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	17.06	16.39	18.99	21.87	25.01
净手续费及佣金收入	5.41	5.90	6.19	6.50	6.83
营业收入	23.63	25.30	28.20	31.38	34.85
营业税金及附加	(0.56)	(0.25)	(0.28)	(0.31)	(0.34)
拨备前利润	14.96	16.27	18.14	20.19	22.42
计提拨备	(5.32)	(6.11)	(5.83)	(5.35)	(4.72)
税前利润	9.64	10.16	12.30	14.83	17.70
净利润	7.81	9.33	11.30	13.62	16.26
资产质量					
NPL ratio(%)	0.91	0.82	0.80	0.80	0.80
NPLs	2.36	2.84	3.21	3.69	4.25
拨备覆盖率(%)	351	493	598	646	654
拨贷比(%)	3.19	4.04	4.78	5.17	5.24
一般准备/风险加权资(%)	1.87	2.32	2.75	3.00	3.05
不良贷款生成率(%)	1.55	0.27	0.27	0.27	0.27
不良贷款核销率(%)	(1.55)	(0.12)	(0.17)	(0.16)	(0.16)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	17.75	14.99	16.00	15.00	15.00
生息资产增长率	23.61	15.66	16.09	14.29	14.45
总资产增长率	23.53	16.61	15.56	14.22	14.33
存款增长率	43.78	10.53	12.00	12.00	12.00
付息负债增长率	24.42	14.50	14.64	10.79	11.09
净利息收入增长率	9.25	(3.94)	15.89	15.12	14.38
手续费及佣金净收入增长率	35.57	9.08	5.00	5.00	5.00
营业收入增长率	21.18	7.09	11.46	11.28	11.05
拨备前利润增长率	26.82	8.77	11.47	11.29	11.06
税前利润增长率	20.26	5.44	21.07	20.55	19.35
净利润增长率	19.34	19.51	21.07	20.55	19.35
非息收入占比	22.89	23.32	21.97	20.73	19.60
成本收入比	34.29	34.65	34.65	34.65	34.65
信贷成本	1.91	1.89	1.56	1.24	0.95
所得税率	18.97	7.95	7.95	7.95	7.95
盈利能力(%)					
NIM	1.95	1.94	1.94	1.94	1.94
拨备前 ROAA	1.87	1.70	1.63	1.58	1.54
拨备前 ROAE	31.40	30.31	28.55	26.78	25.71
ROAA	0.98	0.97	1.02	1.07	1.11
ROAE	16.39	19.48	19.81	19.71	20.08
流动性(%)					
分红率	22.47	21.73	25.00	25.00	25.00
贷存比	58.87	61.25	63.43	65.13	66.88
贷款/总资产	34.02	33.55	33.67	33.90	34.10
债券投资/总资产	49.91	53.56	54.69	55.06	55.38
银行同业/总资产	4.91	3.17	2.88	2.65	2.43
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	9.03	8.61	8.67	8.87	9.10
资本充足率	13.29	13.58	12.97	12.64	12.39
加权风险资产-一般法	443	604	698	797	911
% RWA/总资产(%)	50.01	58.50	58.50	58.50	58.50

资料来源: 公司数据及中银证券预测



601229.SH

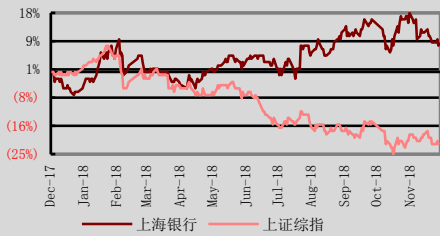
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 11.47

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.3	(6.7)	(0.9)	9.9
相对上证指数	38.1	(7.5)	4.6	31.8

发行股数(百万)	10,928
流通股(%)	48
流通股市值(人民币 百万)	59,593
3个月日均交易额(人民币 百万)	248
净负债比率(%) (2018E)	513
主要股东(%)	
西班牙桑坦德银行有限公司 (BANCOSANTANDER,S.A.)	6

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖颖为本报告重要贡献者

上海银行

量价齐升, 资产质量表现优于同业

上海银行积极进行资产负债结构调整, 2018年以来加大贷款投放, 且公司加强贷款定价管理, 促进资产端收益的上行, 同时金融市场资金利率的平稳下行缓释公司负债端成本压力, 资产负债两端的积极变化推动公司盈利表现向好。公司资产质量表现良好, 不良率维持低位, 拨备计提充分。维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- **信贷量价齐升, 资产端收益率继续上行。**上海银行3季度加大对于信贷资产的倾斜, 同时严格控制新发放贷款的定价与到期贷款的重定价, 带动资产端量价齐升。根据我们测算, 3季度生息资产收益率环比改善9BP。展望2018年4季度, 我们认为受益于结构优化及定价上行拉动, 预计全年资产端收益率的改善幅度将在30-40BP。
- **负债结构优化, 成本抬升压力缓释。**在2017年同业监管趋严、市场资金利率攀升背景下, 上海银行的负债端面临结构调整以及成本上行压力, 导致息差大幅收窄。2018年随着公司同业负债调整的逐步到位, 监管调整压力减退; 同时3季度以来金融市场利率下行, 缓解公司同业负债成本压力, 我们测算公司3季度初期末口径负债端成本率环比下行11BP。
- **资产质量表现优于同业。**受益于长三角经济的企稳复苏, 公司资产质量呈现改善趋势, 3季度不良贷款率环比下降1BP至1.08%, 关注类贷款占比环比下行8bps至1.81%。我们测算的公司3季度加回核销的年化不良生成率约为0.76%, 较2季度(0.57%)略有提升, 但资产质量整体可控。公司3季度拨备覆盖率为321%, 在行业中处于较高水平, 环比提升16.5%, 拨备夯实无忧。

评级面临的主要风险

- **经济下行超预期、金融严监管超预期。**

估值

- 我们维持上海银行2018/19年净利润增速22.5%/15.8%的预测, 目前股价对应2018/19年PE为6.74倍/5.82倍, PB为0.91倍/0.82倍, 维持增持评级。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	34,380	33,106	41,222	45,473	49,539
变动(%)	3.74	(3.71)	24.52	10.31	8.94
净利润	14,308	15,328	18,781	21,739	24,191
变动(%)	10.04	7.13	22.52	15.75	11.28
净资产收益率(%)	13.75	12.63	14.10	14.77	14.74
每股收益	1.83	1.40	1.72	1.99	2.21
市盈率(倍)	6.32	8.26	6.74	5.82	5.23
市净率(倍)	0.60	0.71	0.91	0.82	0.73

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.83	1.40	1.72	1.99	2.21
BVPS (摊薄/元)	19.28	16.27	12.75	14.19	15.84
每股股利	0.48	0.50	0.34	0.40	0.44
分红率(%)	20.00	25.46	20.00	20.00	20.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	554	664	830	955	1,069
证券投资	918	834	876	920	966
应收金融机构的款项	135	162	178	187	196
生息资产总额	1,727	1,775	2,003	2,186	2,362
资产合计	1,755	1,808	2,040	2,226	2,406
客户存款	849	924	988	1,057	1,131
计息负债总额	1,613	1,632	1,732	1,839	1,952
负债合计	1,639	1,660	1,880	2,051	2,212
股本	6	8	11	11	11
股东权益合计	116	147	159	175	193
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	26.00	19.12	26.92	30.84	34.56
净手续费及佣金收入	6.16	6.26	6.57	6.90	7.24
营业收入	34.38	33.11	41.22	45.47	49.54
营业税金及附加	(0.71)	(0.34)	(0.41)	(0.45)	(0.50)
拨备前利润	25.90	24.75	30.81	33.98	37.01
计提拨备	(9.58)	(8.67)	(9.94)	(9.82)	(10.12)
税前利润	16.32	16.08	20.88	24.17	26.89
净利润	14.31	15.33	18.78	21.74	24.19
资产质量					
NPL ratio(%)	1.17	1.15	1.07	1.05	1.00
NPLs	6.50	7.64	8.88	10.02	10.69
拨备覆盖率(%)	256	273	293	307	332
拨贷比(%)	2.82	2.82	3.14	3.22	3.32
一般准备/风险加权资(%)	1.60	1.76	1.94	2.10	2.25
不良贷款生成率(%)	1.51	0.92	0.80	0.70	0.60
不良贷款核销率(%)	(1.49)	(0.73)	(0.63)	(0.57)	(0.53)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	3.26	19.86	25.00	15.00	12.00
生息资产增长率	21.11	2.79	12.86	9.12	8.05
总资产增长率	21.13	2.98	12.86	9.12	8.05
存款增长率	7.11	8.78	7.00	7.00	7.00
付息负债增长率	21.13	1.17	6.13	6.14	6.15
净利息收入增长率	(2.56)	(26.47)	40.82	14.57	12.06
手续费及佣金净收入增长率	11.77	1.61	5.00	5.00	5.00
营业收入增长率	3.74	(3.71)	24.52	10.31	8.94
拨备前利润增长率	8.41	(4.41)	24.48	10.28	8.92
税前利润增长率	1.67	(1.45)	29.82	15.75	11.28
净利润增长率	10.04	7.13	22.52	15.75	11.28
非息收入占比	17.91	18.90	15.93	15.17	14.62
成本收入比	22.91	24.48	24.48	24.48	24.48
信贷成本	1.76	1.42	1.33	1.10	1.00
所得税率	12.22	4.64	10.00	10.00	10.00
盈利能力(%)					
NIM	1.73	1.25	1.50	1.55	1.60
拨备前 ROAA	1.62	1.39	1.60	1.59	1.60
拨备前 ROAE	24.88	18.84	20.12	20.33	20.11
ROAA	0.89	0.86	0.98	1.02	1.04
ROAE	13.75	12.63	14.10	14.77	14.74
流动性(%)					
分红率	20.00	25.46	20.00	20.00	20.00
贷存比	65.25	71.90	83.99	90.27	94.49
贷款/总资产	31.56	36.73	40.68	42.88	44.44
债券投资/总资产	52.27	46.14	42.92	41.30	40.14
银行同业/总资产	7.69	8.95	8.72	8.39	8.16
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	11.17	10.69	10.60	10.90	11.31
资本充足率	12.65	14.33	13.82	13.86	14.05
加权风险资产-一般法	1,038	1,186	1,338	1,460	1,578
% RWA/总资产(%)	59.13	65.60	65.60	65.60	65.60

资料来源: 公司数据及中银证券预测



601009.SH

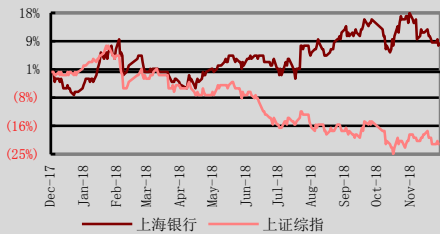
增持

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.98

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.3)	(7.8)	(4.5)	(10.4)
相对上证指数	16.4	(8.6)	1.0	11.6

发行股数(百万)	8,482
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	59,206
3个月日均交易额(人民币 百万)	341
净负债比率(%) (2018E)	308
主要股东(%)	
法国巴黎银行	15

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖颖为本报告重要贡献者

南京银行

轻型化转型坚实推进, 关注资产质量变化

南京银行战略转型脚步坚定, 结构逐步轻资本化。但结构调整所带来的负债压力显现, 3季度存款增长承压, 影响公司息差表现; 另外公司资本金接近监管红线, 规模扩张短期也将受一定制约, 我们下调公司评级(原为买入评级)至增持评级。

支撑评级的要点

- **同业资金利率上行冲击消退, 收入增速保持平稳。**南京银行作为在金融同业业务领域具有传统优势的银行, 2017年盈利能力受资金利率上行冲击, 随着2018年下半年同业资金利率的下行, 负面影响逐步消退。公司营收表现稳健, 前三季度同比增8.8%, 增速与上半年基本持平, 其中净利息收入较上半年提升0.8个百分点至5.1%; 手续费收入增速较上半年下行0.6个百分点至2.8%。
- **转型积极推进, 阵痛在所难免。**公司延续17年下半年以来控量提质的转型思路, 3季度资产规模环比小幅增长2%, 其中贷款快速扩张, 环比增长7%, 其中零售贷款增长快于对公, 较年初分别增长36%和17%, 结构逐步轻资本化。不过规模增速的放缓和信贷结构的调整对存款增长带来一定压力, 存款规模环比基本持平, 且存款成本上活期存款较年初下降17%, 导致存款成本有所抬升。因此公司3季度息差表现逊于同业, 我们测算公司3季度单季净息差为1.8%, 环比下行1BP。
- **不良率小幅上行, 资产质量认定趋严。**南京银行3季度不良率环比上行3BP至0.89%, 我们测算公司3季度单季年化不良生成率为1.03%, 环比上升64BP。我们判断公司3季度不良的上行主要源自主动暴露的加快, 从前瞻指标来看, 公司关注类贷款环比下降2BP至1.42%, 预计公司不良确认的审慎程度也有进一步趋严。但绝对不良水平仍位于行业低位, 未来整体资产质量压力可控。考虑到内外部经济的不确定性, 后续仍需关注资产质量变化。

评级面临的主要风险

- **经济下行超预期、金融严监管超预期。**

估值

- 我们维持南京银行18/19年净利润增速为15.6%/15.0%的预测, 目前公司股价对应18/19年PE5.35x/4.65x, PB0.95x/0.86x。考虑到公司转型对息差影响以及资本金约束规模扩张, 下调公司评级至**增持**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	26,565	24,770	26,675	29,061	31,380
变动(%)	16.60	(6.75)	7.69	8.94	7.98
净利润	8,262	9,668	11,175	12,848	14,234
变动(%)	18.01	17.02	15.58	14.97	10.79
净资产收益率(%)	14.50	17.65	18.57	19.43	19.46
每股收益	0.97	1.14	1.32	1.51	1.68
市盈率(倍)	7.24	6.19	5.35	4.65	4.20
市净率(倍)	0.82	1.04	0.95	0.86	0.78

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.97	1.14	1.32	1.51	1.68
BVPS (摊薄/元)	8.59	6.78	7.41	8.18	9.07
每股股利	0.26	0.34	0.40	0.46	0.51
分红率(%)	19.06	30.26	30.26	30.26	30.26
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	332	389	455	532	623
证券投资	527	562	590	607	626
应收金融机构的款项	105	73	73	73	73
生息资产总额	1,044	1,114	1,217	1,321	1,441
资产合计	1,064	1,141	1,247	1,353	1,476
客户存款	655	723	795	866	944
计息负债总额	977	1,041	1,132	1,216	1,307
负债合计	1,002	1,073	1,173	1,273	1,388
股本	6	8	8	8	8
股东权益合计	62	67	73	79	87
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	21.23	20.09	21.94	24.14	26.27
净手续费及佣金收入	4.33	3.49	3.66	3.85	4.04
营业收入	26.56	24.77	26.67	29.06	31.38
营业税金及附加	(0.99)	(0.31)	(0.34)	(0.37)	(0.40)
拨备前利润	18.97	17.19	18.80	20.48	22.12
计提拨备	(8.46)	(5.30)	(5.06)	(4.69)	(4.62)
税前利润	10.51	11.88	13.74	15.79	17.50
净利润	8.26	9.67	11.17	12.85	14.23
资产质量					
NPL ratio(%)	0.87	0.86	0.85	0.85	0.85
NPLs	2.90	3.35	3.87	4.53	5.30
拨备覆盖率(%)	457	463	446	412	367
拨贷比(%)	3.98	3.98	3.79	3.50	3.12
一般准备/风险加权资(%)	2.09	2.16	2.21	2.20	2.10
不良贷款生成率(%)	1.71	0.98	0.90	0.80	0.80
不良贷款核销率(%)	(1.44)	(0.85)	(0.78)	(0.67)	(0.67)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	32.08	17.23	17.00	17.00	17.00
生息资产增长率	32.42	6.77	9.25	8.56	9.04
总资产增长率	32.16	7.26	9.25	8.56	9.04
存款增长率	29.95	10.29	10.00	9.00	9.00
付息负债增长率	34.25	6.64	8.66	7.44	7.49
净利息收入增长率	12.75	(5.37)	9.20	10.04	8.81
手续费及佣金净收入增长率	33.16	(19.46)	5.00	5.00	5.00
营业收入增长率	16.60	(6.75)	7.69	8.94	7.98
拨备前利润增长率	21.36	(9.39)	9.38	8.95	7.98
税前利润增长率	16.56	13.04	15.58	14.97	10.79
净利润增长率	18.01	17.02	15.58	14.97	10.79
非息收入占比	16.31	14.08	13.73	13.24	12.87
成本收入比	24.85	29.28	28.20	28.20	28.20
信贷成本	2.90	1.47	1.20	0.95	0.80
所得税率	20.61	17.87	17.87	17.87	17.87
盈利能力(%)					
NIM	2.16	1.87	1.89	1.91	1.91
拨备前 ROAA	2.03	1.56	1.57	1.58	1.56
拨备前 ROAE	33.30	26.60	26.85	26.96	26.65
ROAA	0.88	0.88	0.94	0.99	1.01
ROAE	14.50	17.65	18.57	19.43	19.46
流动性(%)					
分红率	19.06	30.26	30.26	30.26	30.26
贷存比	50.64	53.83	57.25	61.45	65.96
贷款/总资产	31.19	34.08	36.50	39.34	42.21
债券投资/总资产	49.49	49.21	47.29	44.87	42.39
银行同业/总资产	9.90	6.39	5.85	5.39	4.94
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	8.21	7.99	8.32	8.72	9.08
资本充足率	13.71	12.93	12.85	12.90	12.90
加权风险资产-一般法	634	715	780	847	923
% RWA/总资产(%)	62.56	62.56	62.56	62.56	62.56

资料来源: 公司数据及中银证券预测



600926.SH

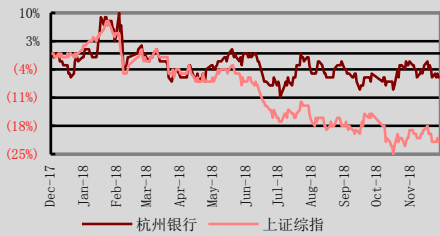
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 7.72

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.6)	(4.0)	(2.8)	(7.7)
相对上证指数	18.1	(4.8)	2.7	14.3

发行股数(百万)	5,130
流通股(%)	41
流通股市值(人民币 百万)	16,070
3个月日均交易额(人民币 百万)	132
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
杭州市财政局	11

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖为本报重要贡献者

杭州银行

区域发展前景可期, 息差表现优于同业

杭州银行深耕浙江地区, 拥有深厚的区域业务基础, 存、贷规模在杭州中小行中位居前列。在区域经济企稳背景下, 公司盈利能力改善, 同时资产质量企稳向好。我们看好公司未来区域发展优势, 首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **深耕江浙本地, 区域经济回暖带动盈利能力提升。**杭州银行深耕长三角地区, 2017年公司超80%的营收和利润来自于浙江省。受益于浙江省产业结构的不断优化以及区域经济的企稳向好, 公司盈利能力提升, 2018年前三季度净利润同比增20.4%, 较上半年提升1.1个百分点, 增速居上市城商行前列, 看好公司未来区域发展优势。
- **贷款维持快增, 息差进一步走阔。**公司3季度贷款规模保持较快增长, 环比增长11.0%, 占资产比重较半年末提升3.3个百分点。由于公司资产配置结构的优化以及定价管理的加强, 3季度息差有所走阔。据我们测算公司3季度期初期末口径息差环比提升12BP至1.76%。公司同业负债占比居同业较高水平, 3季度以来市场资金利率的下行缓解负债端成本压力。
- **定位小微服务, 资产质量改善。**公司坚持小微金融战略定位不动摇, 在经济下行过程中小微风险暴露更为明显, 影响公司资产质量。随着区域经济回暖以及公司贷款投放审慎, 公司存量不良不断化解。3季度公司不良环比下降4bps至1.52%; 关注率环比下降63bp至1.44%, 资产质量呈改善趋势, 未来资产质量压力有所减轻。公司3季度加回核销的不良生成率环比上行30BP至1.40%, 预计受不良认定趋严影响, 后续需关注资产质量动态变化。

评级面临的主要风险

- **经济下行超预期、金融严监管超预期。**

估值

- 我们预计杭州银行18/19年净利润增速为17.0%/14.8%, 目前公司股价对应18/19年PE7.44x/6.48x, PB0.86x/0.78x, 首次覆盖给予公司**增持**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	13,703	14,118	17,818	19,082	20,624
变动(%)	10.57	3.03	26.21	7.10	8.08
净利润	4,021	4,550	5,323	6,109	6,731
变动(%)	8.54	13.17	16.97	14.77	10.19
净资产收益率(%)	11.42	11.32	12.09	12.62	12.66
每股收益	1.10	0.89	1.04	1.19	1.31
市盈率(倍)	7.04	8.70	7.44	6.48	5.88
市净率(倍)	1.03	0.95	0.86	0.78	0.71

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.10	0.89	1.04	1.19	1.31
BVPS (摊薄/元)	7.52	8.16	9.00	9.87	10.86
每股股利	0.30	0.30	0.21	0.24	0.26
分红率(%)	19.53	24.15	20.00	20.00	20.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	247	284	324	369	421
证券投资	349	431	431	452	475
应收金融机构的款项	56	44	48	48	48
生息资产总额	713	822	874	947	1,028
资产合计	720	833	885	960	1,041
客户存款	368	449	516	583	647
计息负债总额	655	743	796	869	939
负债合计	682	782	829	899	976
股本	3	4	5	5	5
股东权益合计	39	52	56	61	66
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	11.70	12.27	15.19	16.31	17.69
净手续费及佣金收入	2.06	1.62	1.46	1.60	1.76
营业收入	13.70	14.12	17.82	19.08	20.62
营业税金及附加	(0.35)	(0.12)	(0.18)	(0.19)	(0.21)
拨备前利润	9.20	9.53	11.87	12.71	13.84
计提拨备	(4.48)	(4.53)	(6.01)	(5.99)	(6.43)
税前利润	4.73	5.00	5.85	6.72	7.40
净利润	4.02	4.55	5.32	6.11	6.73
资产质量					
NPL ratio(%)	1.62	1.59	1.55	1.50	1.48
NPLs	4.00	4.52	5.02	5.53	6.22
拨备覆盖率(%)	187	211	271	320	354
拨贷比(%)	3.03	3.36	4.21	4.80	5.25
一般准备/风险加权资(%)	1.93	1.98	2.67	3.20	3.67
不良贷款生成率(%)	1.62	1.12	0.80	0.70	0.70
不良贷款核销率(%)	(1.16)	(0.93)	(0.64)	(0.55)	(0.53)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	14.56	15.10	14.00	14.00	14.00
生息资产增长率	32.47	15.36	6.21	8.45	8.49
总资产增长率	32.11	15.67	6.21	8.45	8.49
存款增长率	18.03	21.81	15.00	13.00	11.00
付息负债增长率	35.12	13.37	7.18	9.12	8.05
净利息收入增长率	5.97	4.88	23.85	7.36	8.47
手续费及佣金净收入增长率	73.48	(21.64)	(10.00)	10.00	10.00
营业收入增长率	10.57	3.03	26.21	7.10	8.08
拨备前利润增长率	20.53	3.54	24.52	7.08	8.88
税前利润增长率	4.23	5.90	16.97	14.77	10.19
净利润增长率	8.54	13.17	16.97	14.77	10.19
非息收入占比	15.06	11.45	8.17	8.39	8.54
成本收入比	30.29	31.75	32.50	32.50	32.00
信贷成本	1.94	1.71	1.98	1.73	1.63
所得税率	15.63	9.07	9.07	9.07	9.07
盈利能力(%)					
NIM	1.98	1.65	1.85	1.85	1.85
拨备前 ROAA	1.45	1.23	1.38	1.38	1.38
拨备前 ROAE	26.15	21.09	21.97	21.76	21.91
ROAA	0.64	0.59	0.62	0.66	0.67
ROAE	11.42	11.32	12.09	12.62	12.66
流动性(%)					
分红率	19.53	24.15	20.00	20.00	20.00
贷存比	66.96	63.27	62.72	63.27	64.98
贷款/总资产	34.23	34.06	36.56	38.43	40.38
债券投资/总资产	48.38	51.68	48.65	47.11	45.59
银行同业/总资产	7.83	5.25	5.43	5.01	4.62
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	9.95	8.69	9.01	9.19	9.37
资本充足率	11.88	14.30	14.30	14.07	13.87
加权风险资产-一般法	387	480	510	553	600
% RWA/总资产(%)	53.66	57.66	57.66	57.66	57.66

资料来源: 公司数据及中银证券预测



601128.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 6.73

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.9)	1.4	12.4	(7.3)
相对上证指数	18.8	0.6	17.8	14.7

发行股数(百万)	2,223
流通股(%)	45
流通股市值(人民币 百万)	6,711
3个月日均交易额(人民币 百万)	143
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
交通银行股份有限公司	9

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖颖为本报重要贡献者

常熟银行

专注“三农两小”，存款优势凸显

公司率先引进战略投资者，经营管理水平较为领先，且公司股权结构均衡，经营灵活。近年来公司加速大零售战略布局，个人存贷规模增长稳健。公司吸储优势有利于应对存款市场竞争。随着区域经济表现的向好，公司资产质量持续改善，拨备水平保持较高水平，盈利能力有望进一步改善。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **率先引入战略投资者，股权结构均衡。**常熟银行是全国首批试点成立的农商行，公司于2007年引入交通银行作为战略投资者，与交行的全面战略合作，奠定了公司零售转型布局基础。公司股权结构均衡，截至半年末，前十大股东中，公司战略投资者、国资委持股占比为9%、7%，当地民营企业持股占比近13%，有助于公司灵活经营。
- **零售布局加速，存款优势凸显。**常熟银行深耕当地，坚持服务“三农两小”，在小微零售领域积累丰富的管理经验，并且常熟当地市场存贷份额稳定。近几年公司加快零售布局，个人存贷款占比不断提升。2018年3季末，个人贷款占贷款比重较年初(47.8%)进一步提升至49.2%；个人存款占总存款比重为52.76%，居上市农商行较高水平。公司吸储能力强，3季度存款规模环比增15.8%，低成本存款占比的进一步提升(75.4%，2018Q3)有助于维持负债端成本的相对稳定。
- **资产质量居同业较优水平，拨备充足无虞。**公司3季末不良贷款率/关注类贷款率分别较年初下降1BP/5bps至1.00%/2.12%，3季度加回核销的年化不良生成率环比下行35BP至0.52%，资产质量表现优于同业。受益于资产质量的改善，3季末拨备覆盖率/拨贷比环比提升21pct/17BP至407%/4.07%，拨备水平居行业前列。

评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

估值

- 我们预计常熟银行18/19年净利润同比增速为25.3%/20.8%，当前股价对应18/19年PE9.71x/8.04x，PB1.35x/1.22x，首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	4,475	4,996	5,505	6,141	6,849
变动(%)	28.59	11.64	10.19	11.56	11.52
净利润	1,041	1,264	1,584	1,912	2,280
变动(%)	7.71	21.51	25.26	20.75	19.23
净资产收益率(%)	11.61	12.44	14.48	15.94	17.17
每股收益	0.47	0.57	0.71	0.86	1.03
市盈率(倍)	14.78	12.17	9.71	8.04	6.75
市净率(倍)	1.56	1.47	1.35	1.22	1.10

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS(摊薄/元)	0.47	0.57	0.71	0.86	1.03
BVPS(摊薄/元)	4.43	4.71	5.13	5.66	6.29
每股股利	0.18	0.18	0.23	0.27	0.32
分红率(%)	38.45	31.65	31.65	31.65	31.65
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	66	78	89	100	113
证券投资	41	48	54	61	68
应收金融机构的款项	7	3	3	4	4
生息资产总额	126	142	160	180	202
资产合计	130	146	165	185	208
客户存款	89	99	110	122	135
计息负债总额	116	131	146	164	184
负债合计	120	135	153	172	193
股本	2	2	2	2	2
股东权益合计	10	10	11	13	14
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	4.01	4.32	4.71	5.20	5.74
净手续费及佣金收入	0.30	0.42	0.55	0.69	0.86
营业收入	4.48	5.00	5.51	6.14	6.85
营业税金及附加	(0.07)	(0.04)	(0.04)	(0.05)	(0.05)
拨备前利润	2.76	3.11	3.43	3.82	4.26
计提拨备	(1.44)	(1.44)	(1.36)	(1.32)	(1.28)
税前利润	1.31	1.67	2.07	2.50	2.98
净利润	1.04	1.26	1.58	1.91	2.28
资产质量					
NPL ratio(%)	1.40	1.14	1.08	1.00	1.00
NPLs	0.93	0.89	0.96	1.00	1.13
拨备覆盖率(%)	235	326	367	396	384
拨贷比(%)	3.29	3.72	3.96	3.96	3.84
一般准备/风险加权资(%)	2.38	2.66	2.87	2.88	2.81
不良贷款生成率(%)	1.75	0.96	0.96	0.96	0.96
不良贷款核销率(%)	(1.51)	(1.03)	(0.88)	(0.92)	(0.84)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	15.54	17.15	14.00	13.00	13.00
生息资产增长率	19.63	12.40	12.97	12.27	12.36
总资产增长率	19.79	12.19	12.97	12.27	12.36
存款增长率	7.92	11.48	11.00	11.00	11.00
付息负债增长率	19.54	12.51	11.87	12.00	12.14
净利息收入增长率	26.71	7.73	8.83	10.59	10.28
手续费及佣金净收入增长率	484.16	42.16	30.00	25.00	25.00
营业收入增长率	28.59	11.64	10.19	11.56	11.52
拨备前利润增长率	29.35	12.91	10.15	11.52	11.49
税前利润增长率	7.62	27.19	24.08	20.75	19.23
净利润增长率	7.71	21.51	25.26	20.75	19.23
非息收入占比	6.66	8.49	10.01	11.22	12.57
成本收入比	37.40	37.14	37.14	37.14	37.14
信贷成本	2.33	2.00	1.63	1.40	1.20
所得税率	19.58	20.75	20.00	20.00	20.00
盈利能力(%)					
NIM	3.22	2.91	2.81	2.76	2.71
拨备前ROAA	2.31	2.26	2.21	2.19	2.17
拨备前ROAE	30.73	30.62	31.32	31.86	32.09
ROAA	0.87	0.92	1.02	1.09	1.16
ROAE	11.61	12.44	14.48	15.94	17.17
流动性(%)					
分红率	38.45	31.65	31.65	31.65	31.65
贷存比	74.79	78.59	80.72	82.17	83.65
贷款/总资产	51.10	53.36	53.85	54.20	54.51
债券投资/总资产	31.73	33.05	33.06	32.98	32.88
银行同业/总资产	5.14	2.28	2.12	1.98	1.85
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	10.90	9.88	9.63	9.52	9.48
资本充足率	13.22	12.97	12.37	11.97	11.66
加权风险资产-一般法	92	109	123	138	155
% RWA/总资产(%)	70.69	74.44	74.44	74.44	74.44

资料来源: 公司数据及中银证券预测



600908.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 5.6

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(27.7)	(1.2)	(3.1)	(30.2)
相对上证指数	(5.0)	(2.0)	2.4	(8.3)

发行股数(百万)	1,848
流通股(%)	44
流通股市值(人民币 百万)	4,505
3个月日均交易额(人民币 百万)	63
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
国联信托股份有限公司	9

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*林颖为本报重要贡献者

无锡银行

区域经济环境优, 资产质量管控到位

无锡银行地处经济强省强市, 公司享受区域政策利好以及区位优势, 发展前景广阔。公司基本面稳健, 在资本充裕情况下, 规模扩张有所提速。公司风险偏好较低, 在经济下行压力加大环境下, 加配债券资产以保障资产质量表现, 不良生成水平远低于其他农商行。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **扎根经济强市, 发展前景广阔。**无锡市位于江苏省南部, 是长三角重要的中心城市之一, 区域经济发展水平在省内保持前列。公司享受政策利好及区位优势, 发展前景广阔。公司3季末资本充足率为17.1%, 为上市农商行最高水平, 为公司规模扩张提供充裕空间, 公司3季度资产规模环比增4%, 扩张速度提升。
- **息差环比持平, 负债端受益同业资金利率下行。**根据我们测算, 公司3季度期初期末口径息差与2季度基本保持稳定, 其中生息资产收益率的环比下行幅度(14BP)与付息成本率相近。我们认为生息资产端收益率的下行部分原因在于资产配置的调整(加大债券配置力度), 而负债端成本率的下降一方面得益于结构优势(3季末低成本存款占总负债比重为85%), 另一方面受益于市场资金利率的下行。公司整体经营稳健, 前三季度净利润同比增速(11.7%)基本与上半年相近。
- **风控能力强, 资产质量表现优于同业。**无锡银行整体经营风险偏好较低, 2018年以来在经济下行压力情况下增配利率债以及高评级信用债, 以保障公司资产质量表现。2018年3季末公司不良率为1.28%, 环比下降5bps; 单季年化不良生成率不及0.1%, 远低于其他上市农商行, 公司资产质量表现优异。公司的拨备基础进一步夯实, 3季末拨备覆盖率/拨贷比分别环比增加22个百分点/18BP至229%/2.93%, 风险抵御能力增强。

评级面临的主要风险

- **经济下行超预期、金融严监管超预期。**

估值

- 我们预计无锡银行18/19年净利润增速为13.0%/14.0%, 目前股价对应18/19年PE为9.49x/8.32x, PB为1.07x/0.98x, 首次覆盖给予**增持**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	2,520	2,850	3,190	3,609	4,077
变动(%)	5.22	13.09	11.92	13.14	12.97
净利润	893	995	1,124	1,281	1,457
变动(%)	7.13	11.45	12.98	13.99	13.69
净资产收益率(%)	11.17	11.04	11.67	12.29	12.85
每股收益	0.48	0.54	0.61	0.69	0.79
市盈率(倍)	11.94	10.72	9.49	8.32	7.32
市净率(倍)	1.22	1.15	1.07	0.98	0.90

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.48	0.54	0.61	0.69	0.79
BVPS (摊薄/元)	4.75	5.01	5.41	5.87	6.40
每股股利	0.15	0.15	0.17	0.19	0.22
分红率(%)	31.05	27.86	27.86	27.86	27.86
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	60	66	74	83	93
证券投资	41	47	56	65	74
应收金融机构的款项	6	7	7	7	8
生息资产总额	122	134	152	171	193
资产合计	125	137	155	175	197
客户存款	95	107	120	134	150
计息负债总额	111	123	136	150	166
负债合计	116	128	145	164	185
股本	2	2	2	2	2
股东权益合计	9	9	10	11	12
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	2.31	2.69	3.00	3.39	3.82
净手续费及佣金收入	0.18	0.16	0.19	0.22	0.25
营业收入	2.52	2.85	3.19	3.61	4.08
营业税金及附加	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.04)	(0.04)
拨备前利润	1.64	1.94	2.13	2.41	2.73
计提拨备	(0.54)	(0.71)	(0.74)	(0.83)	(0.93)
税前利润	1.09	1.23	1.39	1.58	1.79
净利润	0.89	0.99	1.12	1.28	1.46
资产质量					
NPL ratio(%)	1.39	1.38	1.32	1.28	1.28
NPLs	0.84	0.91	0.98	1.06	1.19
拨备覆盖率(%)	201	194	206	217	224
拨贷比(%)	2.79	2.67	2.72	2.78	2.86
一般准备/风险加权资(%)	1.98	1.90	2.26	2.29	2.34
不良贷款生成率(%)	0.91	1.12	0.80	0.80	0.80
不良贷款核销率(%)	(0.58)	(1.01)	(0.71)	(0.69)	(0.66)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	8.56	9.65	12.00	12.00	12.00
生息资产增长率	8.04	10.02	13.19	12.76	12.79
总资产增长率	7.92	10.02	13.19	12.76	12.79
存款增长率	9.46	11.91	12.00	12.00	12.00
付息负债增长率	7.19	10.72	10.23	10.53	10.78
净利息收入增长率	6.98	16.03	11.68	12.96	12.78
手续费及佣金净收入增长率	12.11	(9.19)	16.00	16.00	16.00
营业收入增长率	5.22	13.09	11.92	13.14	12.97
拨备前利润增长率	16.54	18.51	9.62	13.30	13.10
税前利润增长率	6.76	12.07	12.98	13.99	13.69
净利润增长率	7.13	11.45	12.98	13.99	13.69
非息收入占比	7.13	5.73	5.94	6.09	6.25
成本收入比	32.42	29.99	31.50	31.50	31.50
信贷成本	0.94	1.13	1.06	1.06	1.06
所得税率	19.23	19.00	19.00	19.00	19.00
盈利能力(%)					
NIM	2.00	2.15	2.15	2.15	2.15
拨备前 ROAA	1.36	1.48	1.46	1.46	1.46
拨备前 ROAE	20.49	21.53	22.10	23.11	24.04
ROAA	0.74	0.76	0.77	0.78	0.78
ROAE	11.17	11.04	11.67	12.29	12.85
流动性(%)					
分红率	31.05	27.86	27.86	27.86	27.86
贷存比	63.12	61.85	61.85	61.85	61.85
贷款/总资产	48.35	48.19	47.68	47.36	47.02
债券投资/总资产	33.20	34.14	36.19	36.91	37.64
银行同业/总资产	5.17	4.80	4.46	4.15	3.86
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	10.28	9.93	11.26	10.90	10.60
资本充足率	12.65	14.12	15.63	14.78	14.03
加权风险资产-一般法	85	93	89	101	113
% RWA/总资产(%)	57.44	57.44	57.44	57.44	57.44

资料来源: 公司数据及中银证券预测



603323.SH

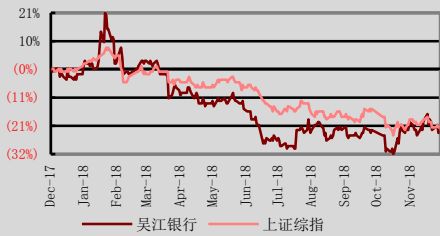
增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 6.32

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(22.2)	(1.7)	(1.6)	(26.9)
相对上证指数	0.5	(2.5)	3.9	(5.0)

发行股数(百万)	1,448
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	3,836
3个月日均交易额(人民币 百万)	92
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
江苏新恒通投资集团有限公司	8

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年11月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100001

*林颖为本报重要贡献者

吴江银行

息差高于同业平均, 不良有所抬头

吴江银行地处经济活跃的长三角区域, 民营经济发达, 公司依托当地布局以及品牌优势, 具备较强的市场竞争力。公司深耕当地, 建立稳固的客户基础, 形成明显的存款优势, 使得公司息差水平优于同业。需要注意的是, 由于苏州经济对外依赖度高且支柱产业受中美贸易影响较大, 未来需要关注公司资产质量压力。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **区域经济活跃, 重点服务中小企业。** 吴江银行地处经济活跃的苏南地区, 毗邻浙江、上海, 地理位置优越。以中小型企业为主体的民营经济是区域经济发展的主力军, 吴江银行深耕当地市场, 广泛的营业网点布局和“吴江人民自己的银行”的品牌优势在市场竞争中充分显现, 成为独具竞争优势的中小企业银行。截至2018年6月30日, 吴江银行企业贷款占贷款总额比重达84%。
- **息差高于同业, 存款优势明显。** 根据我们期初期末口径测算, 公司3季度息差为2.66%, 环比提升14BP。公司较高的息差水平受益于存贷利差优势, 公司上半年存贷利差为4.3%, 高于同业平均。公司存款结构优, 3季末活期存款占比达48%, 高于常熟(40%)、江阴(38%)与无锡(32%)。考虑到公司的当地品牌优势以及扎实的客户基础, 我们认为公司存款优势有望继续保持。公司经营稳健, 前三季度营收、净利润同比增速分别为11.5%、16.2%, 基本与上半年相近。
- **不良率有所抬头, 关注中美贸易影响。** 公司3季末不良率环比提升9BP至1.55%, 根据我们测算的3季度加回核销的年化不良生产率为2.0%, 环比提升60BP。公司半年末的逾期90天以上贷款/不良贷款占比较年初提升12.8个百分点至92.6%, 不良认定有所放松。考虑到苏州进出口贸易活跃, 且电子、通信制造业较为发达, 相关产业是此次美国关税加征的重点, 我们认为吴江银行的资产质量存在一定压力, 需要关注中美贸易影响。

评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

估值

- 我们预计吴江银行18/19年净利润同比增速为16.9%/16.1%, 当前股价对应18/19年PE 11.1x/9.54x, PB 1.06/0.98x, 首次覆盖给予**增持**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	2,306	2,726	3,093	3,434	3,799
变动(%)	(2.64)	18.22	13.48	10.99	10.65
净利润	650	731	854	992	1,112
变动(%)	7.58	12.43	16.87	16.05	12.11
净资产收益率(%)	9.07	9.06	9.89	10.70	11.07
每股收益	0.45	0.50	0.59	0.68	0.77
市盈率(倍)	14.54	12.93	11.07	9.54	8.51
市净率(倍)	0.94	1.13	1.06	0.98	0.90

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS(摊薄/元)	0.45	0.50	0.59	0.68	0.77
BVPS(摊薄/元)	6.98	5.78	6.15	6.65	7.22
每股股利	0.06	0.15	0.12	0.14	0.15
分红率(%)	10.28	29.71	20.00	20.00	20.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	45	49	54	58	64
证券投资	16	25	28	33	37
应收金融机构的款项	6	8	9	9	10
生息资产总额	78	92	102	112	124
资产合计	81	95	106	117	128
客户存款	65	71	79	86	95
计息负债总额	72	85	93	103	114
负债合计	73	87	97	107	118
股本	1	1	1	1	1
股东权益合计	8	8	9	10	10
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	2.14	2.53	2.87	3.18	3.50
净手续费及佣金收入	0.06	0.07	0.08	0.08	0.09
营业收入	2.31	2.73	3.09	3.43	3.80
营业税金及附加	(0.04)	(0.02)	(0.03)	(0.03)	(0.04)
拨备前利润	1.49	1.82	2.11	2.37	2.62
计提拨备	(0.69)	(0.95)	(1.03)	(1.12)	(1.22)
税前利润	0.80	0.86	1.08	1.25	1.40
净利润	0.65	0.73	0.85	0.99	1.11
资产质量					
NPL ratio(%)	1.74	1.64	1.60	1.55	1.55
NPLs	0.76	0.81	0.86	0.90	0.99
拨备覆盖率(%)	187	202	225	250	268
拨贷比(%)	3.26	3.30	3.61	3.87	4.16
一般准备/风险加权资(%)	2.42	2.47	2.64	2.81	2.99
不良贷款生成率(%)	1.62	1.70	1.50	1.50	1.50
不良贷款核销率(%)	(1.62)	(1.62)	(1.40)	(1.41)	(1.37)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理(%)					
贷款增长率	10.65	8.21	9.00	9.00	9.00
生息资产增长率	13.98	16.89	11.08	10.11	10.21
总资产增长率	13.85	17.11	11.08	10.11	10.21
存款增长率	14.34	9.29	10.00	10.00	10.00
付息负债增长率	13.50	18.30	9.58	10.52	10.54
净利息收入增长率	(4.22)	17.83	13.76	10.57	10.16
手续费及佣金净收入增长率	19.94	9.92	10.00	10.00	10.00
营业收入增长率	(2.64)	18.22	13.48	10.99	10.65
拨备前利润增长率	(2.33)	22.06	15.95	12.62	10.64
税前利润增长率	5.70	7.91	25.24	16.05	12.11
净利润增长率	7.58	12.43	16.87	16.05	12.11
非息收入占比	2.73	2.54	2.46	2.44	2.43
成本收入比	34.03	32.55	31.00	30.00	30.00
信贷成本	1.60	2.02	2.00	2.00	2.00
所得税率	17.49	14.27	20.00	20.00	20.00
盈利能力(%)					
NIM	2.93	2.96	2.96	2.96	2.96
拨备前ROAA	1.95	2.06	2.09	2.13	2.14
拨备前ROAE	20.75	22.50	24.37	25.58	26.13
ROAA	0.85	0.83	0.85	0.89	0.91
ROAE	9.07	9.06	9.89	10.70	11.07
流动性(%)					
分红率	10.28	29.71	20.00	20.00	20.00
贷存比	69.37	68.68	68.06	67.44	66.83
贷款/总资产	55.76	51.52	50.56	50.05	49.50
债券投资/总资产	19.15	25.83	26.74	27.93	29.14
银行同业/总资产	7.47	8.26	8.56	8.00	7.48
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	13.03	12.27	11.98	11.87	11.77
资本充足率	14.18	13.42	13.02	12.81	12.63
加权风险资产-一般法	59	66	73	80	89
% RWA/总资产(%)	72.72	68.95	68.95	68.95	68.95

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371