

金融供给侧结构性改革下的银行混业经营

——银行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆混业经营是金融供给侧改革的组成部分

深化混业经营，为客户提供一站式、综合化金融服务，既是银行作为金融服务企业的天职，也是顺应金融脱媒、息差收窄、客户需求多元化行业趋势的发展需要。

◆海外银行业混业经营程度更深、效果更好

海外经验表明，随着监管制度的放松，银行业为适应经济增长模式转变需要，混业程度也在加深，尤其是对超大型银行来说，其所占市场份额和绩效表现均维持较高水平。20 世纪 90 年代以来，欧美大银行非息收入占比迅速上升，对盈利水平的提升贡献良多。在混业模式下，银行可以拓展更多的盈利来源，风险调整后的收益能力更强，有利于提升一国银行业的国际竞争力。

◆我国银行混业经营逐步深化

我国银行业混业经营已初见成效，牌照布局逐步拓展，银行控股公司模式初步成型。但目前银行的非银行业务板块对银行集团收入和利润贡献尚不明显。银行未来有必要进一步推动各子业态深度融合。

◆混业经营大势下的银行选择

混业经营大势下，拥有更多客户资源的银行有条件对客户进行更加综合化的开发，深化提升客户关系以及客户粘性，进而产生更大的综合收益水平。金融科技的发展则拓展了银行获客渠道的边界，为部分银行提供了弯道超车机遇，构建良好的金融生态圈重要性凸显。对于混业经营的银行来说，需要进一步推动内部协同和交叉销售，未来银行业将面临市场边界更加清晰的分层竞争。

◆下半年银行业经营展望，预计上市银行盈利增速平稳回落至 5% 附近

下半年，银行业规模扩张将稳中有落，资产端定价有下行压力，行业净息差有望保持一定韧性。“包商事件”可能驱动资金在不同银行间形成新的“量”“价”再平衡，市场“马太效应”突出，控制银行体系总成本尤为重要，行业风险定价体系则面临重塑。监管部门可能在资金供需双方同时推动优胜劣汰、并购重组和僵尸企业出清，而资产质量压力加大对需要较大的核销强度。

◆投资建议

建议关注受益于我国银行混业经营深化，兼具客户数量、资金成本优势和良好抗风险能力的工商银行和建设银行等；贴合银行业转型大势，拥有高质量客户基础和综合化经营禀赋的招商银行等。

◆风险分析：宏观经济复苏态势未确认，银行资产质量再度承压。

买入（维持）

分析师

王一峰(执业证书编号：S0930519050002)

010-58452066

wangyf@ebcn.com

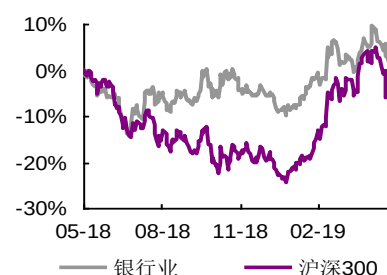
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

《经营业绩普遍向好——银行业 2019 年一季度回顾暨二季度业绩前瞻 (20190508)》

投资聚焦

研究背景

长期以来，我国金融体系由间接融资主导，金融结构相对单一，缺乏多层次、广覆盖、差异化的市场、产品和机构体系。但随着经济进入高质量发展阶段，迫切需要加快构建与实体经济相适应的金融链条。银行混业经营有利于推动银行从“以产品为中心”向“以客户为中心”进行转换，增加金融业内部竞争，实现优胜劣汰，也促进我国银行业更好融入国际竞争。

目前，我国银行业混业经营绩效整体一般，市场对于未来进一步推动混业经营存在预期差，对于混业经营的内在逻辑和如何评估混业效果存在疑惑。

创新之处

我们对银行业混业经营的内在逻辑进行了系统论述，系统对比了国内外银行业混业经营的利弊得失，给出了判断银行混业经营效果的指标，认为客群基础、科技水平、内部协同和交叉销售是混业经营取得成功的关键，大型银行因而占据优势。

针对下半年银行业经营，我们对于未来需要控制银行整体负债成本格外重视，并预计管理层会努力保证银行体系能够获得大体合意的收入水平，用来驱动银行业计提拨备、对抗风险、充实资本、支持扩张。

投资观点

大型银行负债来源更侧重居民存款，政策规范揽存乱象有利于大行负债成本的稳定；同时，大行对公客户质量较好，不良认定更为审慎，对于行业资产质量变化具有更强的抗压和抗风险能力，并有望在未来混业经营再度放开后率先受益。工行、建行等大型银行作为银行业混业经营的领头羊具有明显标杆意义。招行稳健经营战略和侧重零售的业务结构使其抗风险能力较强，高拨备则为资产质量波动预留了充足缓冲。

目 录

1、 混业经营是金融供给侧结构性改革的组成部分	4
1.1、 推动银行业向“以客户为中心”转型	4
1.2、 增加金融业内部优胜劣汰，促进社会总效用	6
1.3、 提升综合化竞争能力，更好融入国际竞争	6
2、 海外银行业混业经营程度更深、效果更好	7
2.1、 海外银行业监管体系再度支持混业经营	7
2.2、 海外银行业混业经营绩效表现	8
2.3、 海外典型大型银行的混业经营经验	10
3、 我国银行混业经营逐步深化	11
3.1、 我国银行业混业经营发展现状	11
3.2、 我国银行业综合化经营绩效评价	13
4、 混业经营大势下的银行选择	15
4.1、 得客户者得天下，混业提升客户粘性	15
4.2、 金融科技拓展获客渠道，构建金融生态圈尤为重要	17
4.3、 板块协同和综合服务能力是关键	18
4.4、 未来银行业面临市场分层竞争的格局	19
5、 下半年银行业经营展望	20
5.1、 “量”“价”面临结构性再平衡	21
5.2、 资产质量面临进一步下行压力	22
5.3、 行业收入增速放缓，盈利增速相对稳定	23
6、 盈利预测	24
6.1、 关键假设	24
6.2、 DDM 估值分析	25
7、 重点公司	27
7.1、 工商银行（601398.SH）	27
7.2、 建设银行（601939.SH）	29
7.3、 中国银行（601988.SH）	31
7.4、 农业银行（601288.SH）	33
7.5、 中信银行（601998.SH）	35
7.6、 招商银行（600036.SH）	37
8、 风险提示	38

1、混业经营是金融供给侧结构性改革的组成部分

长期以来，我国金融体系由间接融资主导，金融结构相对单一，缺乏多层次、广覆盖、差异化的市场、产品和机构体系。但随着经济进入高质量发展阶段，迫切需要加快构建与实体经济相适应的金融链条。今年2月份，金融供给侧结构性改革被首次提出，而进一步深化银行混业经营，为客户提供一站式、综合化的金融服务，既是银行作为金融服务企业的天职，也是顺应金融脱媒、息差收窄、客户服务需求多元化等行业趋势的需要。

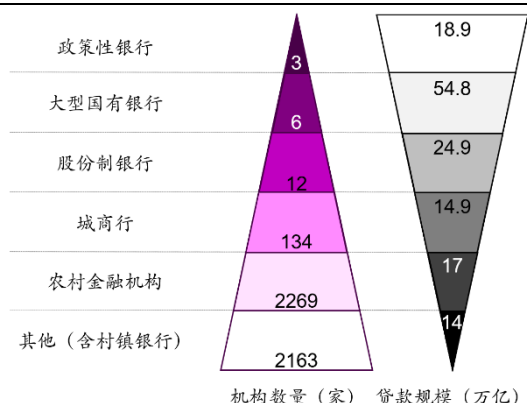
1.1、推动银行业向“以客户为中心”转型

我国经济转型发展要求银行服务方式转变。我国当前主体融资模式仍以银行业的信贷为主，融资模式具有风险偏好低、抵质押要求高，与中小企业存在严重信息不对称等特点，难以满足当前经济结构向创新驱动转型和企业部门去杠杆的需要。目前我国4000余家中小银行类金融机构仅占全部信贷总量的2成左右，短期内大幅度调节我国金融供给结构可操作性不高，因此进一步充实银行业功能，实行综合经营，有助于改变银行以往缺乏创新手段服务实体经济的局面，促进债务与股权融资相结合，**打通信贷市场与资本市场的分割界限，提升我国金融资源的整体配置效率，达到促进实体经济转型发展的最终目的。**

企业端融资需求精细化、定制化。企业端融资需求已不再局限于传统银行“存贷汇”业务，而是越来越需要银行围绕客户生命周期和行业价值链创造“一站式”金融解决方案，为企业生命周期每个阶段提供特定的金融服务。例如：在技术引进阶段提供外汇掉期业务、贸易融资和结算；在消化创新阶段提供银团贷款、无形资产抵押贷款、发行联合债券；在工业化阶段提供流动资金贷款、项目贷款和设备租赁；在扩张阶段提供现金管理和并购贷款；在IPO阶段提供投行服务等。

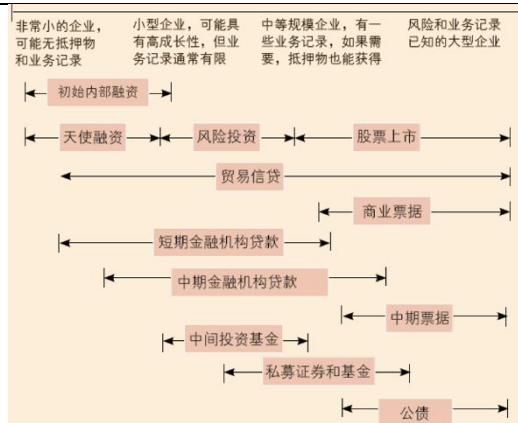
未来，商业运作的一个重要趋势是产业上下游的信息流、物流和资金流三者完全融合。因此，金融控股公司所提供的综合化金融服务可以针对客户产业链的整体解决方案锁定上下游客户群，从而保持长期稳定的客户关系。推动银行业从“以产品为中心”向“以客户为中心”进行转型。

图1：大中型银行主导我国现行金融体系，4000余家中小金融机构占信贷总量仅约2成（2018）



资料来源：银保监会，光大证券研究所

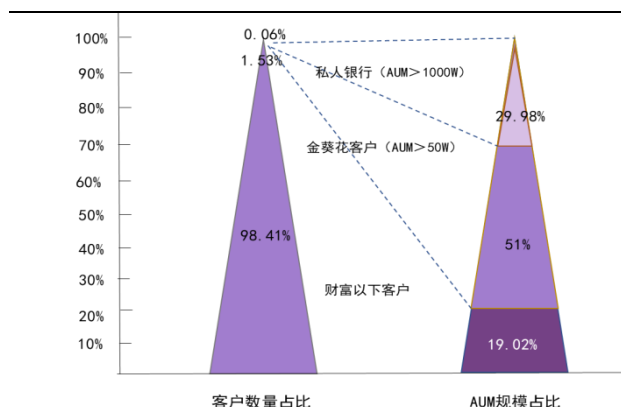
图2：银行信贷为主的融资结构与中小企业现实需求无法完全契合



资料来源：光大证券研究所整理

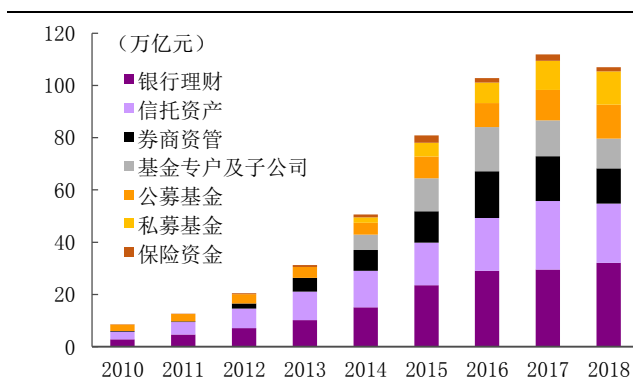
居民端金融需求总量增长、结构分层。一是居民的财富管理需求不断增大。随着居民收入水平的提高，居民储蓄存款余额快速增长，截至 2018 年底为人民币 71.6 万亿，比 2010 年增长了 2.36 倍。然而，随着金融创新的发展和居民财富管理意识的崛起，存款为主的金融资产配置将不可避免地多元化资产配置方向转变。根据人民银行统计，截至 2018 年末，我国资产管理市场 86.5 万亿，其中银行理财存续金额接近 33 万亿，与 2017 年底基本持平，但较 2010 年扩张了十倍。**二是居民持有金融资产分化，高端客群对金融服务复杂度要求更高。**目前商业银行对于零售客群按 AUM 规模进行分层管理，头部客群需要“一揽子”金融服务与之配合。根据招商银行 2018 年财报显示：其私人银行客户数量占比仅为 0.06%，但持有了近 3 成的金融资产；金葵花及以上等级客户数量占比 1.6%，约占有 8 成左右的金融资产。

图 3：招商银行零售客户结构与 AUM 规模占比（2018）



资料来源：招商银行财报，光大证券研究所

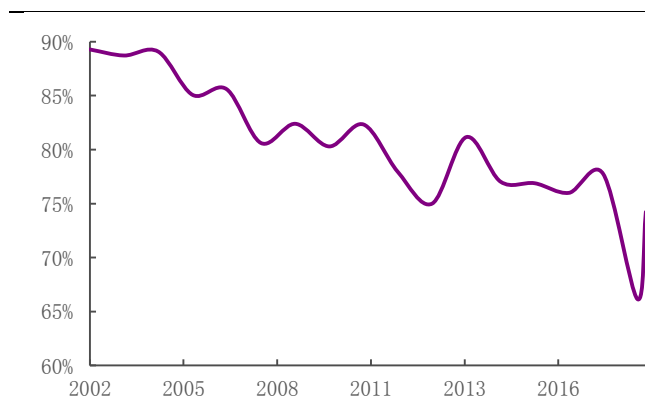
图 4：我国资产管理业近年来获得快速扩张



资料来源：Wind，光大证券研究所

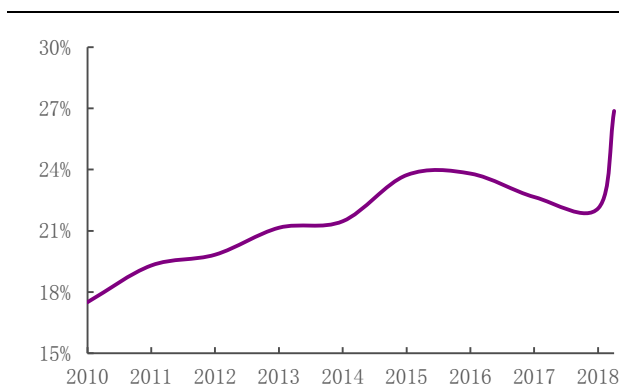
居民与企业融资选择日趋多元化，带动银行体系非息收入增加。2002 年末，我国社会融资总量中，间接融资占比近 90%，至 2019 年一季度已下降至近 75%。企业和居民客户愈发多元化的金融需求要求银行提供综合化金融服务来满足，反映在银行业的收入结构上，2010-2018 年间，银行非息收入占比从 17.5% 稳步上升至 25.8%，但是与国际银行业接近一半的占比相比，还有较大的空间。

图 5：我国社融间接融资占比逐步下降



资料来源：Wind，人民银行，光大证券研究所

图 6：我国商业银行非息收入占比逐步提升



资料来源：Wind，银保监会，光大证券研究所

1.2、增加金融业内部优胜劣汰，促进社会总效用

金融业作为竞争性行业，适当增加内部竞争有利于促进优胜劣汰。银行业自本世纪初股改上市以来，经过近 20 年的发展，全行业取得了长足的进步，行业资产规模超过 200 万亿，资本金规模达到 15 万亿，金融业占经济增加值比例指标从不足 4% 上升至 7~8% 左右。但目前我国金融业同样呈现出“总量过剩、结构失衡”的特点，社会舆论对于金融业占经济增加值过高也颇有微词。进一步推动银行混业经营，推动实现信息、客户和资本等资源的共享，能够产生规模经济、范围经济，进而摊薄经营成本，降低经营风险。通过混业经营、增加竞争，更能够推动金融业专注做好创造价值的活动。竞争则会将低费用、低风险带来的收益转移到社会融资成本中去，从而提高全社会的经济效益。

表 1：不同类型业务财务指标对比

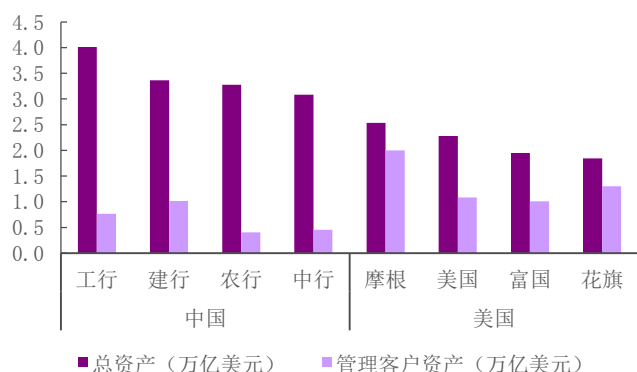
	净息差	中收占比	信用成本	成本收入比	资本占用	增加值
传统对公业务（低风险大企业）	低	低	低	低	低	低
传统对公业务（中型客户）	中	低	中	低	中	低
传统对公业务（高风险业务）	高	低	高	低	高	低
消费信贷	高	中	高	高	中	中
小企业贷款	高	中	高	高	低	高
非牌照类综合经营						
— 商行投行	低	高	低	高	低	高
— 交易银行	低	低	低	低	低	中
— 资产管理 私人银行 零售理财等	低	高	低	高	低	高
牌照类综合业务						
— 券商业务 保险业务 基金业务 信托业务	无	高	低	中	高	中

资料来源：光大证券研究所整理

1.3、提升综合化竞争能力，更好融入国际竞争

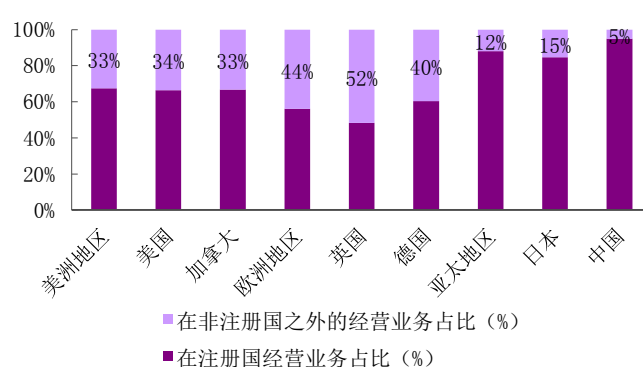
金融全球化时代，我国银行业与国外大型金融机构之间不再局限于单一业务的竞争，而是突出表现在以综合服务能力为基础的集团竞争。我国银行业混业经营的紧迫性部分来自于金融开放带来的国际竞争压力。目前我国银行业体量较大但内功不足，经营模式简单粗放，主要依靠外延性扩张；主要业务集中于本土，非注册国业务占比不足 5%，缺少国际竞争经验。考虑到未来我国金融业对外“双向开放”提速，和“一带一路”倡议得到更多响应，我国银行业将更加直面国际金融集团的竞争。因而，在金融双向开放正式实施之前，我们有理由培育优秀金融机构补齐综合化经营牌照，探索符合我国国情的综合经营模式，加快推动我国银行业转型升级，不断提高我国银行业的综合实力和国际竞争力。

图 7：我国四大行总资产远超美国四大行，管理客户资产规模却仍有明显短板



资料来源：各行财报；注：我国四大行采用 2018 年年报数据，美国四大行采用 2017 年年报数据

图 8：各国金融业境外业务占比，我国金融业非注册国之外经营业务占比仅为 5%（2017 年）



资料来源：《中国金融改革路线图》（径山报告），光大证券研究所整理

2、海外银行业混业经营程度更深、效果更好

海外经验表明，随着监管制度的放松，银行业为适应经济增长模式转变需要，混业程度也在加深，尤其是对超大型银行来说，其所占市场份额和绩效表现均维持较高水平。20 世纪 90 年代以来，欧美大银行非息收入占比迅速上升，对盈利水平的提升贡献良多。在混业模式下，银行可以拓展更多的盈利来源，风险调整后的收益能力更强，有利于提升一国银行业的国际竞争力。

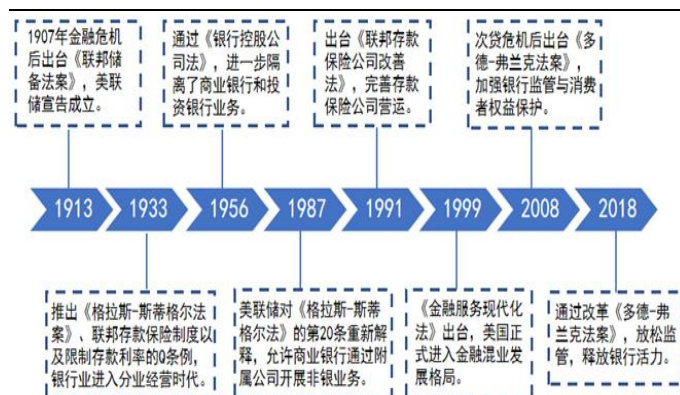
2.1、海外银行业监管体系再度支持混业经营

纵观美国银行业近百年的发展历程，从 1933 年的《格拉斯-斯蒂格尔法案》到 2018 年改革《多德-弗兰克法案》的各个阶段中，金融理论与实践都经历了从分业经营到混业经营的过渡，金融监管也随之趋于放松化，混业经营已成趋势。二十世纪 30 年代的大萧条之后，美国为改革银行体系通过了《格拉斯-斯蒂格尔法案》，标志着美国银行业正式跨入分业经营时代。到了 20 世纪 80 年代，随着新自由主义成为西方发达国家的主流思想，美国开始了新一轮的金融管制放松进程。最终，1999 年通过了《金融服务现代化法》，结束了美国长达 66 年之久的金融分业经营历史。而 2008 年次贷危机的爆发催生了《多德-弗兰克法案》，从防范系统性风险、弥补监管漏洞、强化对消费者的保护三个方面对美国金融业进行了全面监管改革，监管重心集中于对金融市场有着重要影响的大型复杂银行控股公司以及在金融市场扮演重要角色的区域性银行控股公司。之后的十年间，金融创新不断深化，加之英、德等发达国家实行混业经营，为顺应金融产业日益融合的趋势，特朗普政府于 2018 年再次改革《多德-弗兰克法案》，旨在减轻中小银行的监管压力，提升银行竞争力。

值得一提的是，分业经营虽有助于金融风险的跨业隔离，但不意味风险本身就被消除。事实上，分业经营限制了银行提供多元化服务的能力，弱化了后者应对风险的缓冲。上世纪 80 年代，美、日等主要国家在利率市场化环境下，金融行业利差收窄，倒逼信贷资源和房地产融资过度结合即为佐证。可见，分业经营的内在逻辑更多是在市场不均衡、监管经验不足的特定历史环

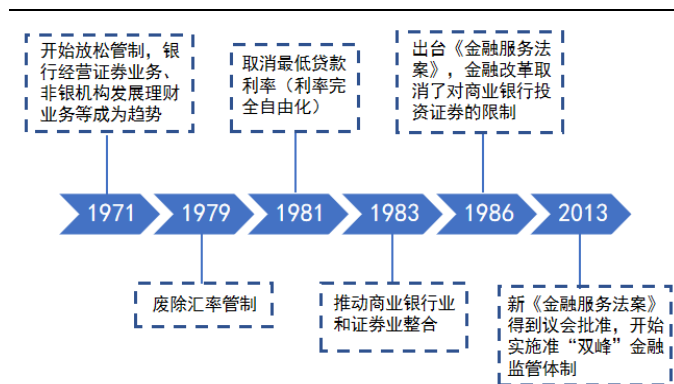
境下，避免监管对金融资源约束乏力的权宜手段。随着全球商品经济发展对金融服务交叉协作需求的增加，和数字化管理对内部协同效率和监管有效性的提升，对于金融混业经营、混业监管提供了更多保障。

图 9：美国银行业混业发展的历程



资料来源：光大证券研究所根据《美国金融制度》（张健华）等公开资料整理

图 10：英国银行业混业发展历程



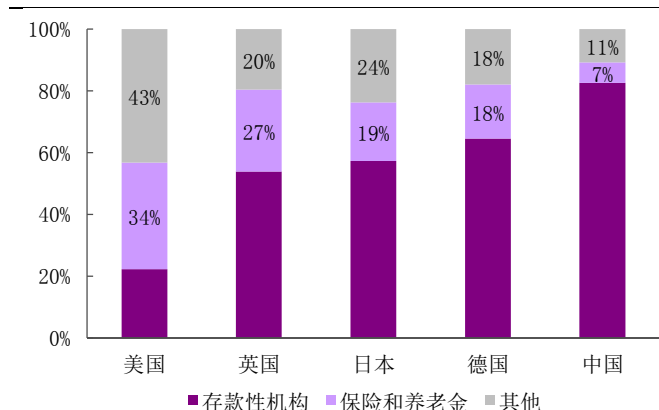
资料来源：光大证券研究所根据《英国金融制度》（吴国培）等公开资料整理

2.2、海外银行业混业经营绩效表现

2.2.1、海外市场导向型金融体系决定了拥有发达的资本市场

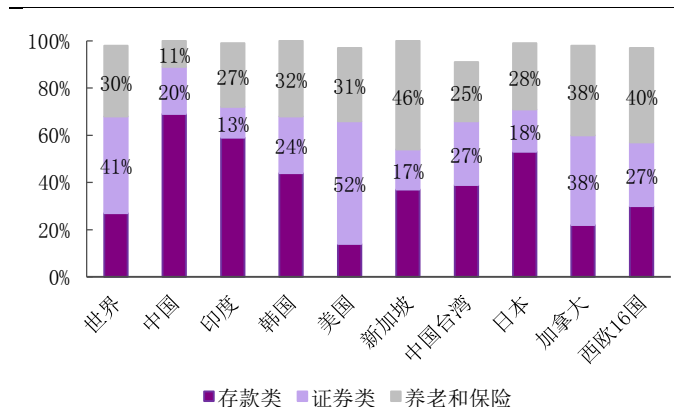
20 世纪 90 年代后期发达经济体纷纷推出的金融自由化政策，与其人口老龄化、第三产业快速发展不无关系。在大规模的动员储蓄转化为投资之后，经济进入服务业化的进程。“轻资产”的业务模式与传统银行业务不相适应，技术创新和现代服务业高度的不确定性又需要风险文化与之相匹配的金融业态来提供服务。海外市场导向型的金融体系因此拥有了更发达的资本市场，存款性金融机构占比较低，居民的资产结构也更多以保险和养老金形式贮藏。而保险和养老金是资本市场的重要投资者。

图 11：中外金融资产结构对比(2017)



资料来源：《中国金融改革路线图》（径山报告），CEIC，光大证券研究所整理

图 12：中外家庭金融资产配置结构（2017）

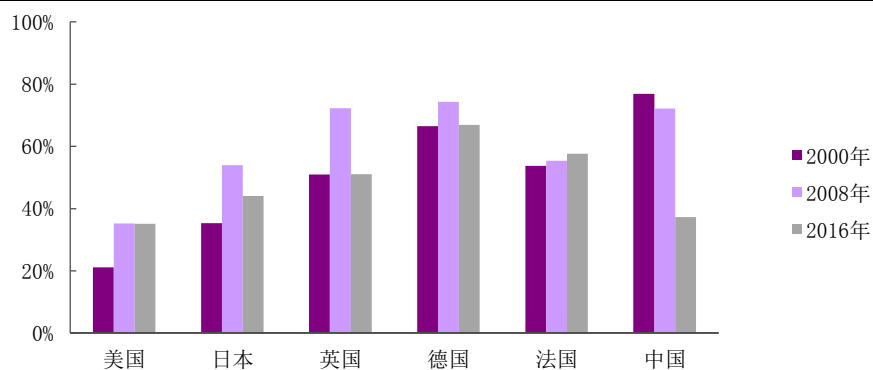


资料来源：《中国金融改革路线图》（径山报告），光大证券研究所整理

海外银行业市场多集中在能够提供全能银行业务的大型银行之中。与市场导向型金融体系相配套，银行控股公司（BHC）和全能银行提供了更多非银行机构业务。如果仅从商业银行的市场结构看，全球银行业中的主要 BHC 日

益占据主导地位，近年来集中度多数有所上升或保持在较高的集中度水平。对国际银行业而言，超大型银行拥有更强的国际市场抢占能力、更大的国内市场垄断力量。而我国银行业近 20 年来，市场集中度一直处于回落过程，缺少能够参与国际竞争的超级航母。

图 13：各国前三大商业银行占商业银行总资产比

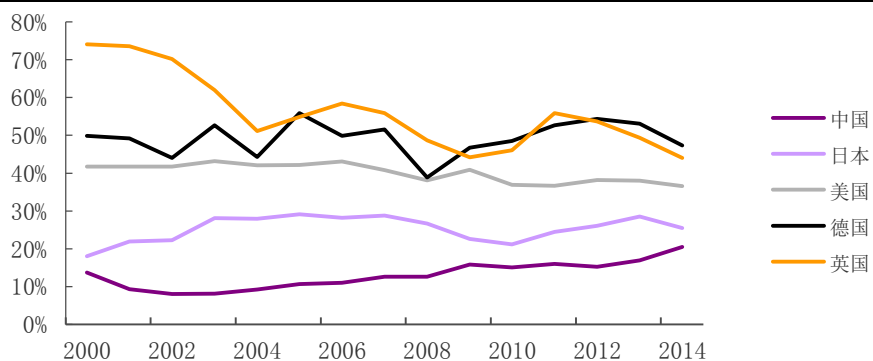


资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

2.2.2、银行业收入结构更加均衡，抗风险能力更强

一般来说，在以传统业务为主导的分业经营模式下，银行业发展相对稳健，但利润增长与经济周期关系更为紧密；涉及较多交易业务和中间业务的银行机构，经营波动较大，但往往能从业务组合中获取更多的风险收益。海外大型银行金融服务涵盖投行、财富管理和经纪业务等，收入结构更加均衡，抗经济周期能力也更强。

图 14：各国银行业非息收入占比（2000-2014）



资料来源：公司财报，世界银行，光大证券研究所

从非息收入的情况看，**美国银行业** 08 年危机之后，净利息收入和非息收入都呈现缓慢增长的趋势，并且利息收入增长略高于非息收入的增长。混业经营带动了资本节约、收入多元化和差异化竞争。**日本银行业** 面对低息的环境、更大的竞争强度（2015 年每万平方公里金融机构网点数量接近 3000 家，在主要发达国家中居首）和更高的资本监管压力，日本大型银行均将推行综合化经营、创新商业模式作为转型重点。按照“客户本位”理念，对银行、证券等网点进行复合式、便利化整合，大力推进产品交叉销售，提高非息收入水平。目前日本三菱日联、三井住友和瑞穗三大金融集团非息收入占比 6 成左右，非银行部门资产占比从危机后的不足 9% 上升至近 2 成。

2.3、海外典型大型银行的混业经营经验

从海外典型银行发展的经验看，海外银行业的业务布局高度关注客户需求，以客户为中心，采取机构隔离、产品整合的方式来实现协同发展。海外大型银行业务上尽可能多地涵盖客户的全生命周期和全价值链条，整合客户需求相关度最高的业务，增加交叉销售机会。

表 2：典型海外银行业务结构与收入结构（2018）

主要指标 单位：十亿美元	业务结构			收入结构	
	业务类别	营业收入	营业收入占比 (%)	收入类别	占比 (%)
德意志银行 (亿欧元)	企业与投资银行业务	130.46	51.53	净利息收入	52.11
	私人与商业银行业务	101.58	40.12	净非息收入	47.89
	资产管理业务	21.86	8.63	合计	100
	企业及其他收入	-0.73	-0.28	/	
	合计	253.17	100		
汇丰银行	零售银行及财富管理	21.94	40.67	净利息收入	56.53
	工商金融	14.89	27.60	净非息收入	43.47
	环球银行及资本市场	15.51	28.75	合计	100
	环球私人银行	1.79	3.31	/	
	企业中心	-0.18	-0.33		
	合计	53.95	100		
富国银行	社区银行业务	46.91	54.29	净利息收入	63.97
	批发银行业务	28.71	33.22	净非息收入	36.03
	财富管理与投资业务	16.38	18.96	合计	100
	其他业务	-5.59	-6.47	/	
	合计	86.41	100		
花旗银行	全球消费金融业务	33.78	46.36	净利息收入	72.93
	机构客户业务	36.99	50.78	净非息收入	27.07
	公司其他业务	2.08	2.86	合计	100
	合计	72.85	100	/	
摩根大通	消费者及社区银行	52.08	46.64	净利息收入	58.93
	企业及投资银行	36.45	32.64	净非息收入	41.07
	商业银行	9.06	8.11	合计	100
	资产与财富管理	14.08	12.61	/	
	合计	111.67	100		
美国银行	消费者银行业务	37.52	40.85	净利息收入	60.38
	全球财富与投资管理业务	19.34	21.06	净非息收入	39.62
	全球银行业务	19.64	21.38	合计	100
	全球市场业务	16.06	17.49	/	
	其他业务	-0.71	-0.78		
	合计	91.85	100		

资料来源：Bloomberg，各公司财报，光大证券研究所整理

例如，美国银行业零售业务收入占比一直较高，对私人银行客户和财富管理客户更多的关注，通过成立专门的大部门进行考核；建了全球交易银行（GTB）大板块，在此基础上进一步将公司金融部与投行部、资产管理部整合为“公司与投行”或“公司银行与资本市场”板块；将财富管理与保险业务整合为“财富管理与保险”板块等。富国银行在交叉销售领域是行业标杆，曾提出

“伟大的 8” (Gr-eight) 战略。从经营绩效看，海外大型银行非息收入占比好于行业平均水平。据 FDIC 数据显示，2018 年末美国银行业非息收入占比平均为 36%，但美国大型银行多数非息收入都高于该比例。

2008 年国际金融危机暴露出了投行在面对危机时流动性短缺以及业务模式、盈利模式单一的局限，**驱动独立投行拥抱金融控股公司**。08 年危机爆发时，以存款来源作为支撑的商业银行，特别是业务综合化经营的全能型银行抗风险能力明显更强。诸如，花旗集团、瑞银集团和汇丰集团等一些综合化经营的大型银行虽然在金融危机中也损失惨重，但基本上都涉险渡过了金融危机的难关并且得以稳健发展。随着美国大型独立投行陆续被并购、或破产倒闭、或被注资、或转型为银行控股公司，大型存款类银行将重新主导国际金融业的发展，混业经营的发展趋势将得到强化。

2008 年金融危机后，随着 Basel III 监管规则出台及金融监管环境的变化，金融业经营环境面临新的变化：“更高的资本要求，更低的盈利空间，更动态化的市场及客户，更发达的科技手段”。一些欧美大型银行又走上了“去杠杆化”、“归核化”进程，部分退出海外高风险业务线，隔离投行与传统商业银行业务、专注核心业务的道路。但“以客户为中心”的定位不会改变，大型银行仍然力图涵盖客户价值链终端到终端及全生命周期的核心需求，提供更广泛的服务。

3、我国银行混业经营逐步深化

我国银行业混业经营已初见成效，牌照布局逐步拓展，银行控股公司模式初步成型，但非银行业务板块对银行集团收入和利润贡献尚不明显。银行未来有必要进一步推动各子业态深度融合。

3.1、我国银行业混业经营发展现状

3.1.1、监管体制改革已为银行混业做出前提保障

我国银行业经历了从 2003 年之前的混业经营到分业经营的转变，为适应国际金融业混业经营的发展趋势，2006 年以来，我国商业银行再度开展综合化经营试点。2011 年“十二五”规划提出了“积极稳妥推进金融业综合经营试点”。2017 年，为适应金融机构的集团化、混业化趋势，我国金融监管体制改革实质性推进，金融委落地运行，银、保监会合并，宏观审慎监管职责划入央行。“一委一行两会”新框架正式落地，一定程度上意味着我国统一监管框架对于金融业混业经营形成了制度保障。

表 2：从五次金融工作会议角度审视我国金融监管体系的变迁

	会议	举措	结果
1997-98	第一次全国金融工作会议	撤销人民银行省级分行，次年设立保监会	保证金融调控权集中于中央
2002	第二次全国金融工作会议	撤销中央金融工委，成立银监会和国有银行改革领导小组	“一行三会”的分业监管格局正式确立
2007	第三次全国金融工作会议	由央行、财政部、发改委及银监会、证监会、保监会 6 部门组成的“3 3”协调监管框架的讨论热议	协调监管框架在会议中未得到确认
2012	第四次全国金融工作会议	要求银监会、证监会、保监会各司其职，完善分业监管制度	分业监管暴露更多不适应性
2017-18	第五次全国金融工作会议	成立金稳会，次年合并银、保监会，并将监管职责重新划分	“一委一行两会”格局落定

资料来源：中国政府网，光大证券研究所整理

3.1.2、综合化经营已被纳入大中型银行战略范畴

伴随着监管的松动，我国银行、证券和保险等主要金融业态纷纷通过并购和新设机构的方式向彼此领域渗透、整合，逐渐形成银行控股和金融控股两类国际上主流的混业经营模式。前者金融创新和风险防范能力较强，但混业深度和综合化收益相对偏低。考虑到五大行为代表的大中型商业银行现阶段在我国金融体系中的决定性地位，银行控股公司模式（BHCs）目前占据主流。

表 3：三种主流的混业经营模式的比较

	全能银行	金融控股公司	银行控股公司
典型金融集团	我国暂无	中信、光大、平安等	五大行等
信息流动效益	高：能实现信息的流动效益	介于二者之间	低：信息传递受限，各机构间的协同效应较差
银行决策权力	高：可直接持股，参与公司治理	介于二者之间	低：与产业资本关联度低
资本运作灵活度	低：银行掌握金融资源，金融市场发展受限	高	介于二者之间
利益冲突防范	低：各部门难免利益冲突，易产生道德风险	介于二者之间	高：对利益冲突的防范能力较强
金融风险防范	低：内设防火墙难度大，很难进行风险隔离	介于二者之间	高：法人主体独立核算，注重防火墙的建立

资料来源：光大证券研究所整理

截至 2018 年末，上市大型银行和股份制银行中，已有 14 家银行投资设立基金管理公司，11 家银行获准投资入股保险公司，14 家银行设立或投资入股金融租赁公司，8 家商业银行投资入股信托公司，4 家商业银行投资消费金融公司，10 家商业银行持有境外投资银行牌照，2 家商业银行持有境内投资银行牌照。其中，国有大行综合化布局相对完善，股份制银行综合化布局略有差异。五家国有大行全部涉足证券、保险、基金、租赁等领域，股份制银行在租赁、证券、基金业涉足较多。

表 4：五大行及股份行集团持牌情况一览

2018	银行	证券	期货	保险	基金	信托	租赁
工行	✓	✓		✓	✓		✓
建行	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
农行	✓	✓		✓	✓		✓
中行	✓	✓		✓	✓		✓
交行	✓	✓		✓	✓	✓	✓
招商	✓	✓		✓	✓		✓
兴业	✓	✓	✓		✓	✓	✓
浦发	✓				✓	✓	✓
民生	✓				✓		✓
中信	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
光大	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
平安	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
华夏	✓	✓					
广发*	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
浙商	✓	✓	✓	✓	✓		✓

资料来源：各行 2018 年年报；注：广发银行大股东为人寿集团

3.2、我国银行业综合化经营绩效评价

目前我国银行系混业经营子公司，与银行的协作多处于松散的渠道合作、小规模的介绍客户、项目等浅层次的合作模式，许多银行旗下的证券、基金、租赁以及信托等公司对集团公司的利润贡献较少。

3.2.1、银行系子公司利润贡献尚小，对母行资源依赖度高

除同样经营存贷业务的消费金融和租赁业务外，现阶段我国银行系其他子公司盈利能力普遍低于行业均值。以保险为例，截止 2018 年末，银行系保险保费规模都在行业 10 名开外，占行业净资产份额仅约 5%，平均净资产收益率更只有 5% 上下，和头部机构相去甚远，且有进一步分化的趋势。而在证券行业，我国大中型银行虽多领有证券牌照，但除中行子公司中银国际获内地证券承销牌照外，其他银行系证券公司的业务范围基本都在香港。

与此同时，银行系子公司现阶段还有过度依赖母行资源，独立经营能力偏弱的特点。商业银行在我国金融体系中的强势地位使得综合化单元更多依赖银行客户渠道开拓市场，而子公司在自身专业领域培育和拓展客户的能力还不够，过多依赖商业银行原有客户群。

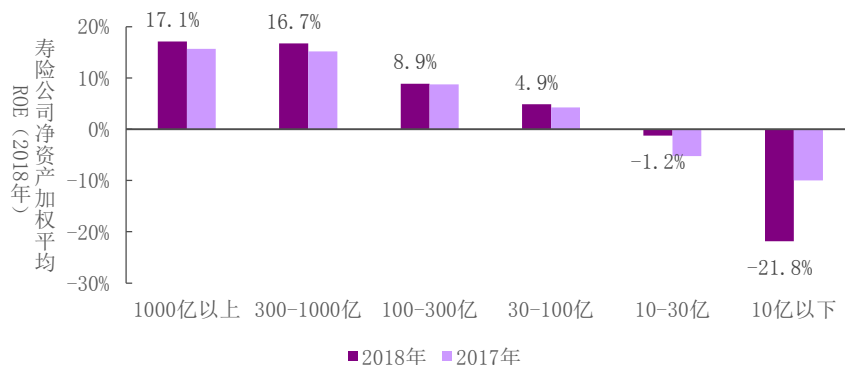
表 5：银行系保险规模和盈利能力与头部保险相去甚远

保险公司	净资产 (2018 年, 亿)	ROE (2018 年)	同比增长
中国人寿	3233	3.7%	-64%
平安寿险	1746	42.0%	111%
新华人寿	666	11.9%	47%
太保寿险	600	23.2%	34%
泰康人寿	423	39.6%	28%
太平人寿	359	16.3%	4%
六大寿险加权平均	2079	18.4%	27%
工银安盛	133	5.2%	12%
建信人寿	104	5.9%	55%
招商信诺	58	18.0%	56%
交银康联	58	5.6%	27%
农银人寿	50	2.8%	25%
招商局仁和	44	-9.3%	194%
光大永明	43	0.7%	50%
中银三星	13	2.6%	79%
银行系保险加权平均	83	4.9%	27%
保险业行业平均	-	12.6%	20%

资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

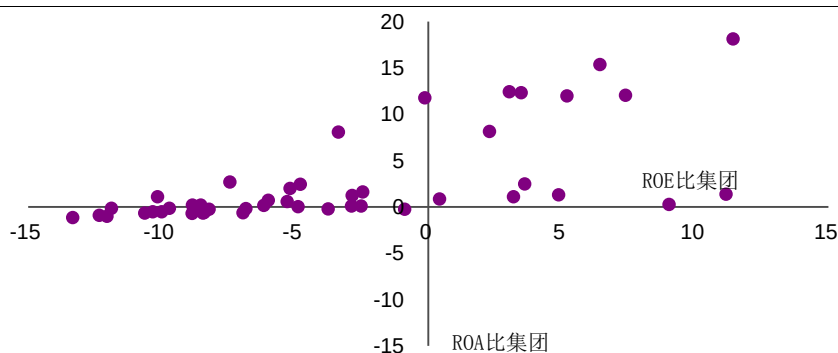
从投资回报率的角度看，除基金公司外，目前银行业多数多元化子公司股本回报率低于集团水平。主要是由于银行控股主体对客户综合开发能力不足，协同效用不高，难以形成规模效应。商业银行与投行、保险、基金等在行业文化、薪酬体系和发展重点上差异巨大，集团内部合作成本偏大，存在多头营销、内部争利、重复授信的情况，银行集团内部尚未建立起有效的协同模式、统一的管理信息系统、一体化的快速响应机制和合理的利益分配安排。“一站式金融服务”和多元化金融产品交叉销售仍有很大进步空间。

图 15：保险公司盈利能力和规模强相关



资料来源：银保监会，光大证券研究所整理

图 16：各银行子公司与集团 ROA 和 ROE 差异对比 (2018) (单位%)

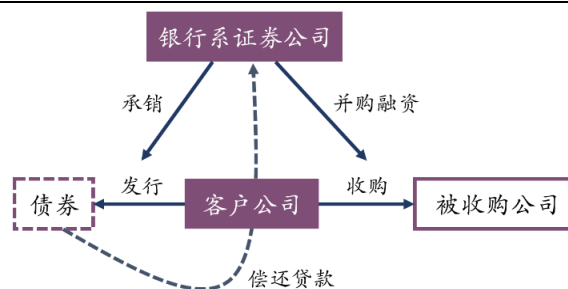


资料来源：各公司财报，光大证券研究所

3.2.2、开放混业后银行系子公司拥有较大发展潜力

银行系子公司的发展平平，主要与目前银行母体内部管理机制相关。随着时间的延长，银行业便有望通过兼并收购、深化协同整合和充分调动母行在渠道网点和资本实力方面的绝对优势，重塑非银行业的市场格局。以日本证券行业为例，日本 1999 年 10 月撤销对银行证券子公司的业务范围限制，银行业正式进入银证混业经营时代。日本的证券行业市场集中度很高，以混业为主的前 5 大金融集团所属券商占有很大市场份额，尤其是在机构业务和一级市场业务中占据绝对优势地位。

图 17：开放混业后，银行系证券公司较同业机构具有竞争优势



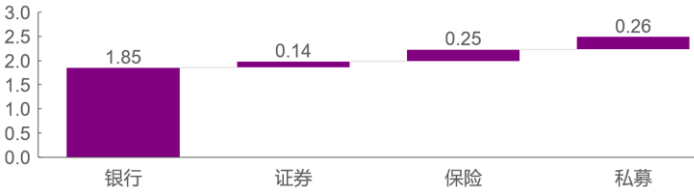
资料来源：光大证券研究所整理

变迁的主要原因我们认为如下：1) 开放混业后，银行有条件将业务重心转向非银业务；2) 银行系子公司能借助于母行并购注资，迅速做大规模，获得规模效应；3) 银行系子公司能借助母行提供信息、客户、零售渠道、多元化服务等手段同非银行系机构争夺市场份额。

未来，有理由认为我国银行业子公司同样可能借助母行资源进入发展的快车道，迅速改变银行的收入结构并重塑非银市场格局。

表 6：我国金融业主要业态规模、跨周期财务指标，行业格局和趋势一览

	总资产	ROE	PE	PB	g	股息率	业绩稳定性
银行	203 万亿	14.0%	6.6	0.9	4.6%	4.2%	经济顺周期，但高稳定
证券	7 万亿	10.9%	21.9	1.9	11.1%	1.9%	资本市场高度顺周期
保险	18 万亿	15.2%	18.2	2.2	16.9%	1.8%	资本市场顺周期
行业格局					行业趋势		
银行	中农工建四超多强，盈利能力和规模低相关				挑战：金融脱媒和利差长远下降		
证券	中信、中金等头部十家券商主导的多强格局，盈利能力和规模强相关				头部集中化；机遇：资本市场扩容；挑战：经纪业务降佣和银行介入竞争		
保险	平安、人寿两超格局，盈利能力和规模相关				头部集中化；机遇：保费深度和密度提高；挑战：利差长远下降		



金融业态利润分布 (万亿)

资料来源：Wind，光大证券研究所整理；财务指标统计标的包括截止 2019 年 5 月，主板及港股上市的全部内地银行、券商和保险公司在 15-18 年末加权平均数据，其中券商由于利润与资本市场高度顺周期，增长率 g 取 07-15 年末 CAGR 数据

4、混业经营大势下的银行选择

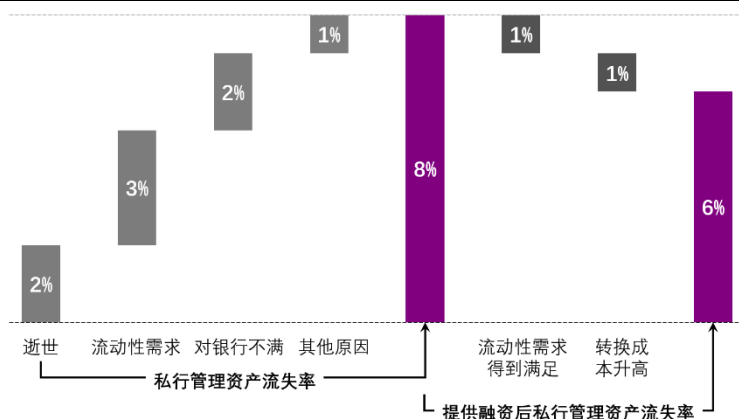
混业经营大势下，配合“以客户为尊、因客而变”的需求导向，使得拥有更多客户资源的银行能够更加综合化地对客户进行开发，深化客户关系和提升客户粘性，进而产生更高的综合收益水平。金融科技的发展拓展了获客渠道的边界，为部分银行提供了弯道超车机遇，构建良好的金融生态圈重要性凸显。对于混业经营的银行来说，能否获取超额收益，需要进一步推动内部协同和交叉销售，未来银行业将面临更加清晰的市场分层竞争。

4.1、得客户者得天下，混业提升客户粘性

在“以客户为中心”的运营模式下，银行金融服务的内容依照客户需求而变化。混业时代银行业之间、银行业与非银行金融业之间的竞争不再是简单的定价竞争，多元化金融服务的可得性、可靠性、服务体验、便利化程度和定制化程度都将提升客户迁徙成本，影响到客户对合作银行的选择。随着客户关系的深化、客户的忠诚度将进一步提高，混业经营将客户多元化业务需求将集中在集团内部，客户保有率和每单位客户创造的收入也会大幅增加，客户的迁徙成本也会大大增加。

这意味着拥有客户数量、质量先发优势的银行，一旦抢先孕育出成形的多元化服务，哪怕产品和服务相对后来者有些许瑕疵，依然有条件靠着客户的路径依赖，高筑起有利于自身的行业标准和品牌认同。辅以其它产品的交叉销售和增值服务，这一先发优势往往成为抵御后来者争夺市场份额的直接壁垒。

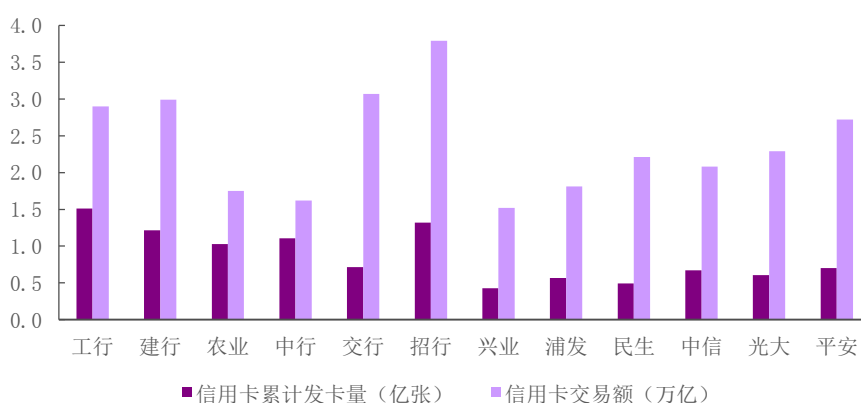
图 18：提供多元增值服务能有效提升客户的迁移成本



资料来源：OliverWyman2010 年关于欧洲私行的统计

以招行银行卡业务为例，自 1996 年前后国内银行卡业务方兴未艾之际，招行借由“一卡通”成功确立起细分市场龙头地位，其它大中型银行在后续十余年间，纷纷以银行卡为切入点加大零售投入，招行全国借记卡和信用卡的发卡量市占率从 2004 年前后接近 5% 和 13% 的高点，一度下降到 14 年前后 2% 和 7% 上下。然而，在真正反映实际业务价值的交易额指标上，招行依然能长期保持对同业的优势，且前期积累的大量优质客户至今都对招行的负债端优势贡献良多。

图 19：即便招行信用卡发卡量上的优势已不如以往，交易额仍领先



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

我们对大型银行和股份制银行客户结构进行分析，大型银行拥有更广泛的客群，更广域的物理网络，具有提供综合金融服务的先天优势，这一点也从其相对低廉的存款成本得到佐证。从银行业混业经营的牌照布局看，大型银行混业经营程度也相对更高。但从客群的质量和客户的综合开发情况相对一般，未来需要在客群深挖领域多做文章。股份制银行近两年向零售端转型态势非常明显，其零售端客户数量也快速增加，但客户平均购买金融产品数量相对不多，客户粘性有待提升。

表 7：客户数量反映大行具备混业经营环境下客户数量上的优势

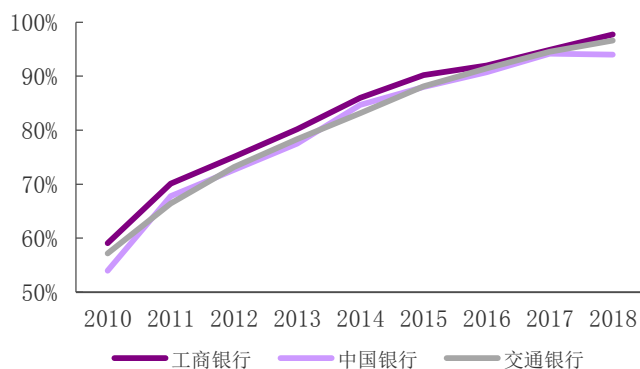
	对公客户数量 (万)	(2016~18) CAGR-3	零售客户数量 (亿)	(2016~18) CAGR-3	营业网点数 量 (个)
工行	832	9%	6.1	7%	16004
建行	945	18%	/	/	14977
农行	524	13%	/	/	23404
中行	389	11%	1.7	11%	11741
邮储	65	2%	5.8	3%	39719
招行	186	22%	1.3	23%	5071
兴业	70	14%	0.7	60%	/
浦发	152	10%	0.8	32%	1693
中信	63	4%	0.9	15%	1448
光大	53	17%	0.5	31%	1257
民生	117	19%	0.4	14%	2780
平安	/	/	0.8	23%	1057
华夏	53	28%	/	/	1022

资料来源：Wind，各公司财报，光大证券研究所；截至 2018 年末

4.2、金融科技拓展获客渠道，构建金融生态圈尤为重要

金融科技大发展拓展了获客渠道，不受物理网点所限，为部分机构提供了弯道超车的机会。当前，金融科技的应用已经渗透到包括资产端、资金端、过程风控、支付清算结算等全流程的各个环节，部分场景出现了重大变革。

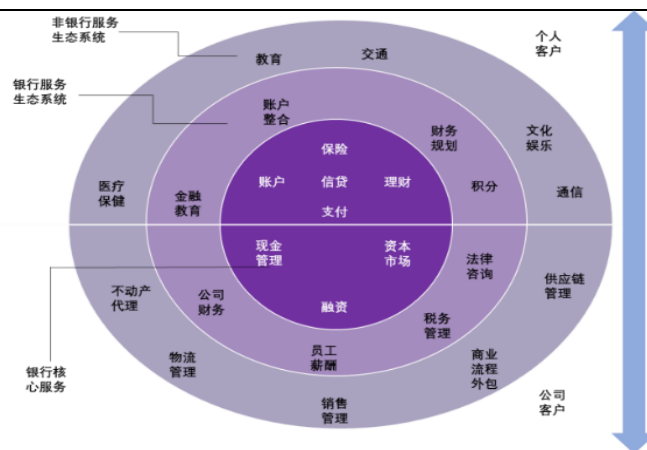
图 20：典型银行电子渠道业务迁徙率



资料来源：各公司财报，光大证券研究所

随着互联网金融生态的演进，客户的支付、理财等金融活动越来越脱离传统银行体系，减弱了银行与客户的物理接触，客户不再关注“平台”背后具体的服务提供方。这需要银行更好的融入更广泛的网络金融生态圈，自身积极拓展、或与第三方公司合作打造一套完整的金融生态系统。基于社交、购物等关键场景，在流量基础上探索场景化的金融服务，提供更加多元化的服务提升客户粘性、改善客户体验，通过全方位服务引导客户资金在金融集团内部循环。

图 21：领先银行业的金融生态圈



资料来源：各公司财报，光大证券研究所

表 8：商业银行体系智能化能力排名

排名	机构名称	零售客户电子化渗透率%	对公客户电子化渗透率%	柜面交易替代率%	金融科技投入占总营收比例%	II 类和 III 类银行账户总数 (万)	体系智能化得分
1	平安	70.8	90.6	98.3	3.0	2151	92.6
2	光大	97.2	89.2	97.0	2.7	277	91.7
3	招行	95.2	93.8	96.8	2.2	311	91.0
4	建行	58.9	89.8	99.2	2.2	9450	90.8
5	农行	50.3	98.5	97.2	2.2	5724	90.6
6	兴业	95.6	79.5	97.1	1.6	102	89.1
7	广发	81.8	61.7	99.2	1.8	715	89.0
8	浙商	65.2	94.8	97.0	2.2	149	89.0
9	中行	33.3	85.5	94.2	2.1	1057	88.1
10	交行	94.5	90.7	94.5	2.0	67	87.4

资料来源：《中国银行业杂志》2019 年增刊，光大证券研究所

4.3、板块协同和综合服务能力是关键

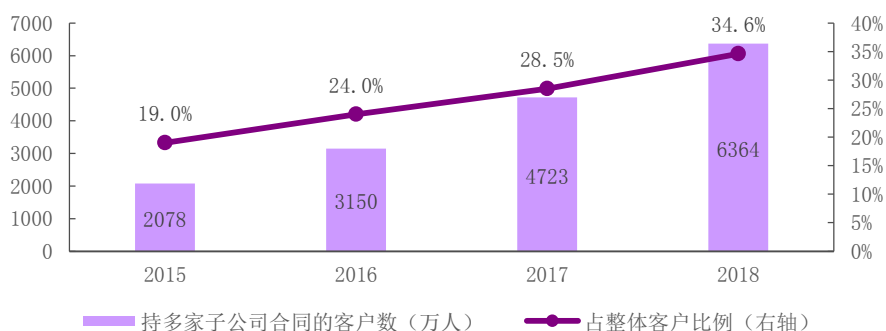
在混业经营环境下，银行各部门/子公司之间的目标客户多有重叠，因而控股集团往往可以通过增强前中后台协同，整合旗下客户、信贷、投行、同业及投资等多方面资源，打通项目、产品和销售三端，一站式满足对公客户的投融资需求，为零售客户提供多层次优质资产，包括：

1、共享客户资源，从而节省重复获客所须花费的各项成本。以平安银行为例，平安银行 2018 年综拓渠道迁徙新增获客约 300 万户，占零售整体新增客户的比例为 30%。

2、以客户需求为导向，交叉销售、提供一体化综合金融服务。银行业可以建立并优化银行多元化金融平台共同客户的识别、互荐，目标客群的综合服务机制、风险隔离于防控机制以及相关的激励约束机制等。通过“商行+投行+交易银行”、“融资+融智+融商”综合服务模式，可以为客户提供低成本，多维度的综合金融服务。

截至 18 年末，平安集团核心金融公司之间客户迁徙 3879 万人次，个人客户中同时持有多家子公司合同的人数占比较年初提升 6.1 个百分点至 34.6%；客均合同数 2.52 个，较年初增长 9.1%，且客户财富等级越高，持有合同数越多，价值越大；客均营运利润同比大幅增长 18.1%。

图 22：平安集团持有多家子公司合同的客户数和比例均快速增长



资料来源：中国平安年报，光大证券研究所

表 9：平安集团不同财富结构的客户数和客均合同数

	客户数 (万人)	客均合同数 (个)
高净值	19	11.3
富裕	5245	3.78
中产	7972	2.25
大众	5161	1.67
集团合计	18396	2.53

资料来源：中国平安年报，光大证券研究所；注：大众为年收入 10 万元以下客户、中产为 10 到 24 万元客户、富裕客户为 24 万元以上客户；高净值客户为个人资产达 1000 万元以上客户

表 10：平安集团通过代理人渠道交叉销售获得的新增保费收入及占比提升

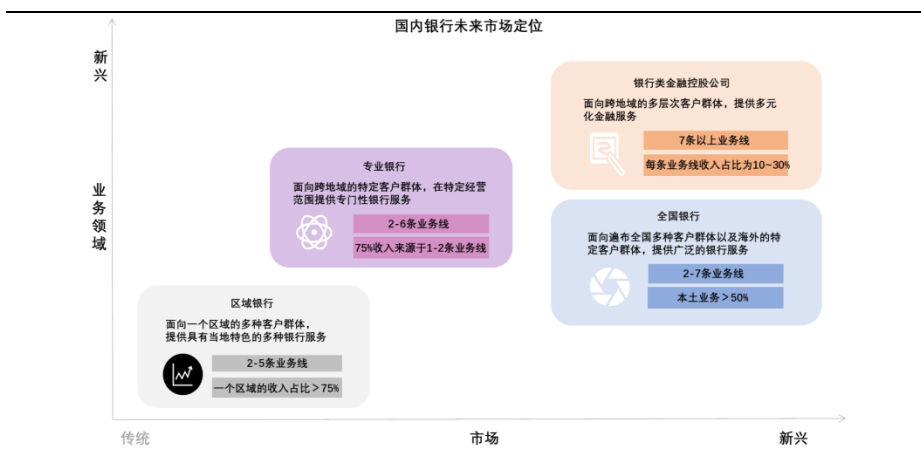
	2018		2017	
	金额 (亿)	占比 (%)	金额 (亿)	占比 (%)
平安产险	414	16.7	358	16.6
养老险团体短期险	79	45.9	67	45.7
平安健康险	21	56.6	8	35.1

资料来源：中国平安年报，光大证券研究所整理

4.4、未来银行业面临市场分层竞争的格局

综上考虑我国银行业发展现状以及现实监管环境，我们认为未来我国银行业分层竞争态势清晰，不同银行面临着不同的市场定位，混业经营的程度也有所不同：

图 23：未来银行业市场分层竞争



资料来源：IBM 商业价值研究院，光大证券研究所整理

- **大型国有商业银行客户、品牌、业务和协同上先天优势显著**，同时强调集团整体与客户的关系，在此基础上建立的大型银行控股集团具有难以撼动的整体竞争力，无论在平台还是在产品方面均可能表现出众，可能最终成为我国银行业参与全球竞争的重要抓手。
- **客群分层将带动银行业分层竞争**，在细分市场上建立龙头地位的银行有望围绕这一领域打造出独特的竞争力和客户粘度，构成“多强”。（例如美国以托管和资管业务闻名的梅隆银行、以消费金融为特色的第一资本投资；我国保险带动综合金融、综合金融反哺保险的平安集团、以开放银行为导向，把握银银合作传统优势的兴业银行等）
- **金融并购有望整合提速，带动市场集中度提升**。不仅包括银行和保险机构之间的相互合并，还潜在包括银银合并。部分既无资产规模、有无地区禀赋，抗风险能力弱的中小行经营压力将在金融混业和利率市场化浪潮中大为升高。借鉴 80、90 年代美国往来银行制，90 年代日本信用金库的先例，强势银行在经营决策中“事实兼并”弱势银行，和弱势银行之间相互合并，已成为我国银行业未来规模化和集中化发展的大势所趋，也是金融业供给侧结构性改革的重要组成部分。

5、下半年银行业经营展望

下半年，银行业重大事件依旧繁多：“资管新规”后续系列规范（标准化资产认定等）将陆续落地，银行系理财子公司正式开业，后资管时代迎来变革；包商事件可能驱动资金在不同银行间形成新的“量”“价”再平衡，市场马太效应突出，风险定价体系得以重塑；监管层更加注重资产质量的真实性，可能在资金供需双方推动优胜劣汰、并购重组、僵尸企业出清。下半年，银行业规模扩张将稳中有落，控制银行体系总成本显得尤为重要，无风险利率也存在向下的要求，行业息差（NIM）有望保持一定韧性，但资产质量压力的加大对应需要较大的核销强度。

5.1、“量”“价”面临结构性再平衡

下半年，行业信贷增速将有所放缓，银行规模与息差变化也面临一定的再平衡，受监管从严影响，大型银行和负债端成本稳定的银行将更加受益于资金运动态势。

5.1.1、规模扩张稳中有落

今年1~5月，人民币信贷增速为11.9%，较1季度增速回落9个百分点。分析今年以来的信贷投放形势，呈现出较明显的结构性冷热不均迹象。一方面大型金融机构积极在基建和小微领域“补短板”，中小银行则持续向零售端转型；另一方面，房地产、基建信贷仍然维持了较快增长，但其他传统对公行业信贷投放相对偏弱，主要以短期流贷为主。这反映出银行体系在低风险偏好下，市场有效需求相对不足。

下半年，我们预计信贷增速将回落至12.5%~13%之间，总体信贷增长保持中性。在货币政策难以出现大幅放水的情况下，面对经济金融环境变化，央行将更多以定向调控为主，概括下来货币政策基调预计为“以我为主、总量稳健、定向调控、小幅滴灌”。在此情形下，信贷增长也将保持相对平稳。结构方面，银行业向个人零售端转型的趋势具有确定性，个人按揭、信用卡和消费贷款料能够保持较好增长势头，预计推动个人杠杆率年末攀升至57%。

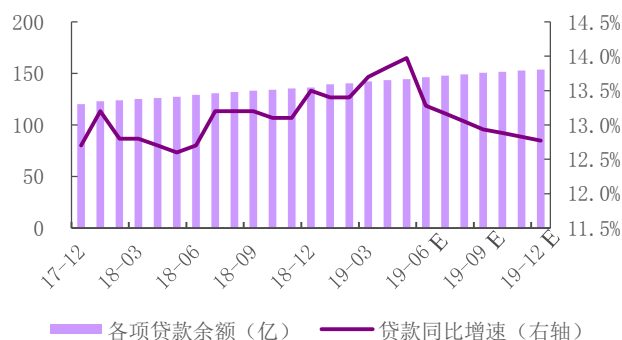
5.1.2、息差水平可能保有韧性

预计二季度息差将平稳回落，但进入下半年，不确定性将有所上升，虽然资产端定价仍有下行压力，但我们寄希望于政策端对于银行负债成本的控制政策显效。

贷款定价水平保持下行态势。从资产端定价水平，3月末一般贷款加权平均利率剔除季节性效应后较年初有所回落，根据融360公司统计显示，按揭贷款利率也已经出现连续6个月的环比回落。叠加资金需求端不振、政策引导支持加大小微企业支持力度，我们预计银行贷款端定价仍有下行压力，小微、普惠、消金、个人经营性贷款等方面压力大于一般对公。

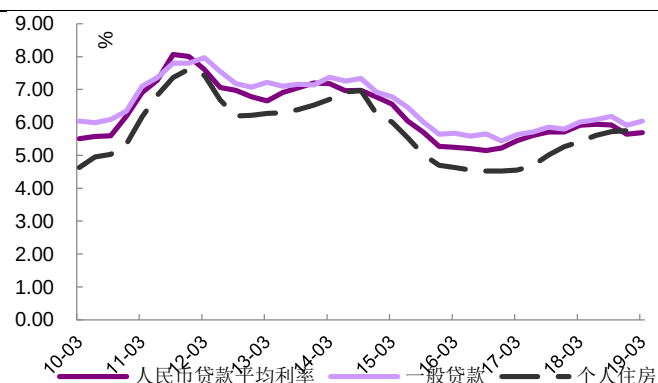
负债端成本控制可能发挥一定作用。预计2季度银行体系所面临的NIM收窄主要是由于负债成本上行所致。但进入下半年，银行端NIM是否面临继续收窄的压力仍需要观察，我们更加关注对于银行体系负债端成本控制手段的效果。银保监会《23号文》加强了对“假”结构性存款的检查、叫停了不合规的“智慧存款”，以及未来可能对影子银行体系现金管理类产品采取更严格的约束政策。我们倾向于认为，上述政策有利于约束银行负债端无序竞争，进而控制整个金融体系的成本。从其他可能的角度看，未来货币政策可能存在对冲LCR流动性管理压力抬头而定向降准置换MLF，以及顺应经济形势下调MLF操作利率也有利于降低银行负债成本。

图 24：银行业信贷增速预计稳中有落



资料来源：Wind，光大证券研究所预测；6 月起为光大证券研究所预测

图 25：贷款定价水平保持下行态势



资料来源：Wind，光大证券研究所

5.2、资产质量面临进一步下行压力

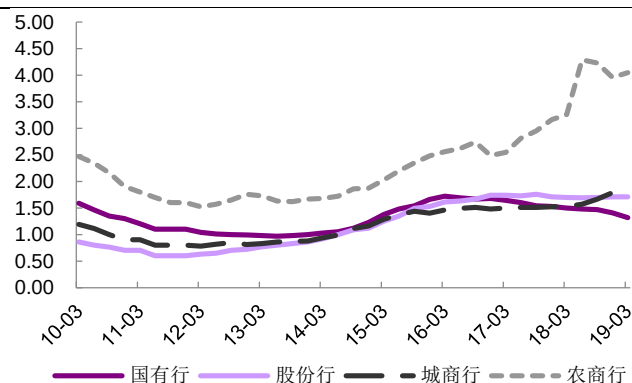
监管对于资产质量分类认定趋严，“以丰补歉”驱动风险暴露。下半年，待银保监会发布的《商业银行金融资产风险分类暂行办法》（征求意见稿）正式实施后，预计将造成非上市银行一定的不良资产上升压力，对于全行业“关注类”贷款的上行也应予以重视。受包商银行事件影响，市场一度担心部分其他银行无序违约。虽然监管明确短期内不太可能再出现其他银行机构被接管，“包商银行事件”应被视为孤立事件，但背后反映出的上市银行与非上市银行在资产质量端的巨大差异提醒市场应予以高度关注。《暂行办法》反映了监管层对于当前我国经济金融形势的总体判断，以及“以丰补歉”的逆周期调节思路。

“僵尸企业”面临一定出清压力。去年 12 月，11 部委联合发布《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》后，“僵尸企业”处置进程偏慢，与文件要求的原则上在 2020 年底前完成处置工作进度还有一定距离。后续若政策推动“僵尸企业”加快出清，会进一步明确债务损失分担机制，不排除银行业形成一定的信贷损失。

不同区域金融风险差异巨大，信用风险呈现区域性和行业性双集中特征。从金融风险的分布地图看，东北、华北、西南地区信用风险事件偏多，主要集中于传统行业，信用风险区域问题和行业问题呈现双集中特征，而长三角、珠三角地区经济活力相对较好，资产质量也相对较好。区域经济发展状况差异、资产质量差异直接造成银行在不同区域的运行绩效差异。

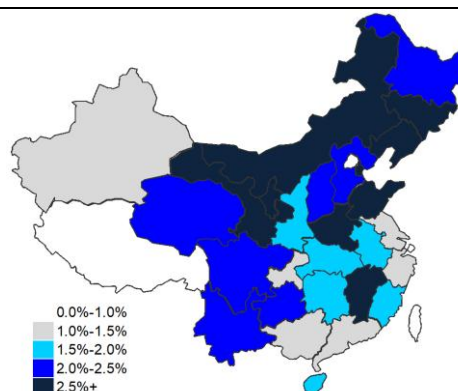
目前，银行体系所面临的主要风险点大致可以分为以下三类：一是存量国有企业不良的确认与退出；二是 2018 年以来出险的民企、民营集团企业和实际控制人风险的处置；三是零售端短期消费类信贷风险持续上升的势头。我们认为总体看零售端风险仍可控，需重点关注前两个领域风险的持续释放与不良确认对银行经营和股价走势形成的扰动。

图 26：不同商业银行资产不良率走势 (%)



资料来源：Wind，银保监会，光大证券研究所

图 27：银行业区域信用风险地图，不良率指标



资料来源：Wind，银保监会，光大证券研究所

5.3、行业收入增速放缓，盈利增速相对稳定

下半年上市银行收入和盈利增速预计将继续有所放缓，全年上市银行盈利增速为 5%。今年二季度，上市银行受资产增速放缓、负债成本上行、NIM 再度承压影响，营收预计将有所放缓，营收增速预估在 11%~13% 区间；虽然二季度仍有不良资产再确认压力，但由于 1Q 全行业信用成本已达到 1.44%，不良贷款偏离度出现明显向好变化，预计对于不良资产的进一步确认对上市银行来说整体影响不大，部分股份行可能面临一定压力。

进入下半年，监管推动银行业做实资产质量，以及推动资金供需主体同时面临优胜劣汰、并购重组、僵尸出清。资金运动可能形成较强的“马太效应”，大型金融机构因此受益，部分中小金融机构经营压力加大。初步预计 2019 年末上市银行盈利增速为 5%。未来，各类风险事件仍可能进一步发酵，信用风险压力不减，由此需要在投资端严加选择。我们更偏好大型银行和在江浙沪地区业务侧重较多的中小机构。

6、盈利预测

6.1、关键假设

利息收入部分：我们预计未来三年我国实体经济融资逐步走出紧信用环境。鉴于银行经营同质化，结合各家银行自身情况和历史表现，假设工商银行、建设银行、中国银行、农业银行和中信银行 19-21 年贷款、存款增速和息差情况如下表：

表 11：四大行和中信银行 19-21 年存贷增速和息差假设

银行	增速	2019 年	2020 年	2021 年
工商银行	贷款余额	9.0%	8.5%	8.0%
	存款余额	11.0%	10.5%	10.0%
建设银行	贷款余额	7.5%	7.0%	6.5%
	存款余额	7.0%	6.5%	6.0%
中国银行	贷款余额	9.0%	8.5%	8.0%
	存款余额	9.0%	8.5%	8.0%
农业银行	贷款余额	13.0%	12.5%	12.0%
	存款余额	10.0%	9.5%	9.0%
中信银行	贷款余额	13.0%	12.5%	12.0%
	存款余额	10.0%	9.5%	9.0%

资料来源：各行财报，光大证券研究所预测

非息收入部分：2018 年以来，银行业信用卡应偿余额持续高增，预计此后将阶段性带动交易量和相关手续费增速的高增长。结合各家银行包括是否受实施新金融工具影响在内的自身情况和历史表现假设四大行和中信银行 19-21 年非息收入情况如下表：

表 12：四大行和中信银行 19-21 年非息收入增速假设

银行	增速	2019 年	2020 年	2021 年
工商银行	非息收入	20%	10%	12%
建设银行	非息收入	10%	11%	12%
中国银行	非息收入	12%	6%	8%
农业银行	非息收入	30%	12%	10%
中信银行	非息收入	25%	12%	10%

资料来源：各行财报，光大证券研究所预测

表 13：四大行和中信银行 19-21 年不良率和拨备率假设

银行	增速	2019 年	2020 年	2021 年
工商银行	不良贷款率	1.50%	1.49%	1.49%
	拨备覆盖率	196%	206%	206%
建设银行	不良贷款率	1.43%	1.41%	1.39%
	拨备覆盖率	223%	233%	238%
中国银行	不良贷款率	1.41%	1.41%	1.40%
	拨备覆盖率	197%	207%	212%
农业银行	不良贷款率	1.52%	1.50%	1.50%
	拨备覆盖率	277%	285%	285%
中信银行	不良贷款率	1.69%	1.67%	1.66%
	拨备覆盖率	173%	183%	188%

资料来源：各行财报，光大证券研究所预测

资产质量部分：19-21 年，银行资产质量预计受到政策“逆周期”调节，资产质量分类趋严的影响。结合各家银行营收增长能为不良的计提处置提供保障的幅度，假设工商银行、建设银行、中国银行、农业银行和中信银行 19-21 年不良率和拨备率情况如上表。

6.2、DDM 估值分析

采用三阶段 DDM 估值，以 2019-2021 年三年作为第一阶段、2022-2031 年十年作为第二阶段，2032 年往后为第三阶段即永续阶段。三阶段市场无风险利率和市场回报梯次下降，分红率梯次上升，其中第一阶段分红率依照各家银行最新披露的分红率。第二阶段和第三阶段分红率则分别取 30%和 50%；利润增速自 2021 年末后逐年递减至 2031 年。基于上述假设，三阶段 DDM 折现得出工商、建设、中国、农业和中信银行的合理估值如下表：

表 12：绝对估值关键性假设

关键性假设	数值	关键性假设	数值
第二阶段年数	10	$\beta(\beta_{levered})^*$	0.9
长期增长率	3.0%	税率	23.5%
无风险利率 R_f 第一阶段	3.0%	$R_m - R_f$ 第一阶段	7.0%
无风险利率 R_f 第二阶段	2.5%	$R_m - R_f$ 第二阶段	6.5%
无风险利率 R_f 第三阶段	2.0%	$R_m - R_f$ 第三阶段	5.5%
$K_e(\text{levered})$ 第一阶段	9.3%	现金分红率第一阶段	各行最新披露数据
$K_e(\text{levered})$ 第二阶段	8.8%	现金分红率第二阶段	30%
$K_e(\text{levered})$ 第三阶段	7.8%	现金分红率第三阶段	50%

资料来源：光大证券研究所；注：银行同质化经营，市场对银行给出的折现率通常是接近的，较少因为四大行 β 值更小（接近 0.75）而大幅调对应折现率。故我们模型中四大行近似采用行业平均 β ：0.9；中信银行则采用其实际 β 约 0.95

表 14：工商银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值（亿）	价值百分比
第一阶段	2617	8%
第二阶段	10125	31%
第三阶段（终值）	20387	62%
企业价值 AEV	33129	
股本（亿股）	3564	
每股价值（元）	9.30	

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：建设银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值（亿）	价值百分比
第一阶段	2208	9%
第二阶段	7728	31%
第三阶段（终值）	15331	61%
企业价值 AEV	25268	
股本（亿股）	2500	
每股价值（元）	10.11	

资料来源：光大证券研究所预测

表 16：中国银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值 (亿)	价值百分比
第一阶段	1468	9%
第二阶段	5330	31%
第三阶段 (终值)	10360	60%
企业价值 AEV	17157	
股本 (亿股)	2944	
每股价值 (元)	5.83	

资料来源：光大证券研究所预测

表 17：农业银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值 (亿)	价值百分比
第一阶段	1728	10%
第二阶段	5319	31%
第三阶段 (终值)	10137	59%
企业价值 AEV	17184	
股本 (亿股)	3500	
每股价值 (元)	4.91	

资料来源：光大证券研究所预测

表 18：中信银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值 (亿)	价值百分比
第一阶段	203	7%
第二阶段	1033	34%
第三阶段 (终值)	1825	60%
企业价值 AEV	3061	
股本 (亿股)	489	
每股价值 (元)	6.26	

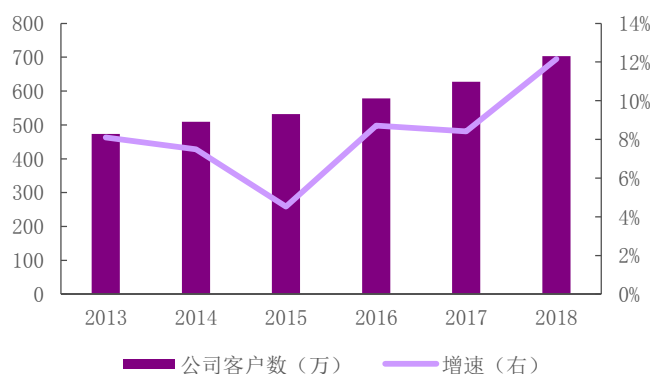
资料来源：光大证券研究所预测

7、重点公司

7.1、工商银行（601398.SH）

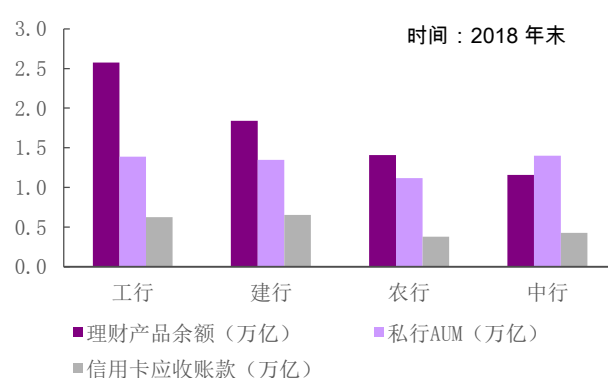
工行在综合化经营上拥有先天的规模优势和资源储备优势。作为我国同时也是全球资产规模最大，资本储备最雄厚的商业银行，截止 18 年末，工行已构建起覆盖基金、证券、租赁、保险、债转股和理财业务的综合化经营附属机构，集团协同效应逐步显现。相较其它三大行，工行在基金管理和租赁业务上处于领先地位，保险和海外投行业务则和中行相比仍有较大差距。然而，考虑到工行拥有四大行中最为丰富的对公业务资源和管理客户资产，国际化战略明确，专业化团队配套齐全；在未来银行开放混业的大环境下，工行发展银行控股公司在硬实力方面最有潜能。

图 28：工行拥有四大行中最为丰富的对公业务资源



资料来源：工行财报，光大证券研究所整理；注：18 年末，工行、建行和农行分别有约 700、400 和 500 万户对公客户

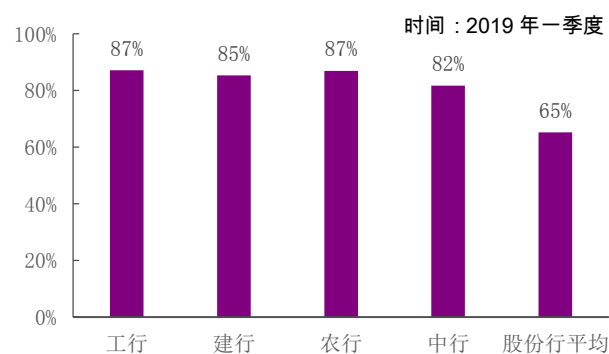
图 29：工行理财、私行和信用卡均处四大行第一梯队



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

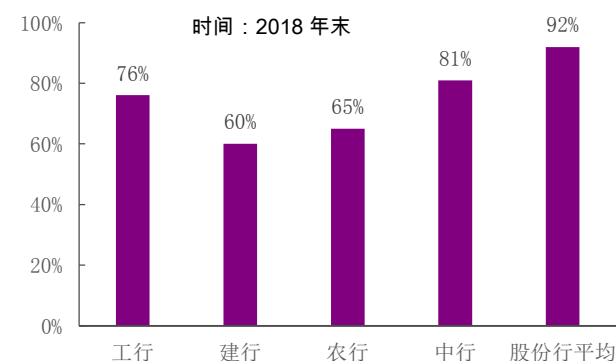
工行负债端存款占比重，资产质量认定整体审慎，基本面受不确定因素影响小。19 年二季度起，银行经营内外部不确定因素预计增多：一方面，央行货币政策预计边际趋紧，流动性更为“中性”。银行净息差受主动负债成本上扬、贷款定价下行和政策支持实体经济影响可能逐季走窄。工行负债端存款占比息负债比重自 18 年三季度起已上行 1.2 个百分点至 87%，在四大行中比例最高，负债端预将受到的成本压力最小。

图 30：工行负债端存款占比重，息差波动性小



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 31：工行不良偏离率 76%，资产质量认定整体审慎



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

另一方面，银行资产质量受政策“逆周期”调节预将更加显著，监管要求银行严格计提，以丰补歉的思路，将制约存量资产质量认定不够严的部分中小银行将营收增长足额转化为利润。工行作为国有大型商业银行，对公业务主要面向大中型企业和政府项目，资产质量的波动性较低，加之工行19年一季度不良偏离度仅76%，资产质量认定整体审慎，基本面受内外部不可控因素影响预计较小，盈利能力卓有保障。

◆**盈利预测、估值与评级：**从银行综合化经营角度看，工行拥有先天的规模优势和资源储备优势，发展银行控股公司在硬实力方面最有潜能。从基本面角度看，工行负债端存款比重大，资产质量认定严格，加之TLAC达标对四大行内生盈利有硬性需求，我们预计工行未来盈利能力卓有保障，2019-2021年EPS分别为1.07、1.19和1.33元；ROAE分别为16.0%、16.0%和16.1%；现股价对应PB 0.80、0.72和0.65倍。根据DDM，给予公司目标价9.30元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，利率市场化大幅提速

表 19：工商银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	7265	7738	8927	9672	10562
增长率	7.5%	6.5%	15.4%	8.3%	9.2%
净利润（亿）	3392	3469	3815	4246	4748
增长率	7.9%	2.3%	10.0%	11.3%	11.8%
EPS	0.80	0.84	1.07	1.19	1.33
ROAE	17.3%	16.8%	16.0%	16.0%	16.1%
P/E	7.26	6.92	5.40	4.85	4.34
P/B	0.97	0.89	0.80	0.72	0.65

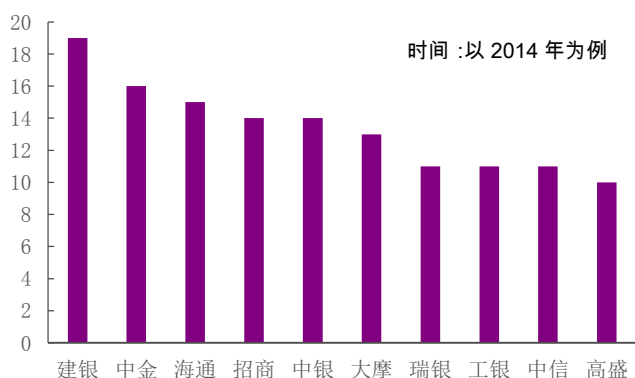
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月10日

7.2、建设银行（601939.SH）

建行在综合化经营上模式灵活且拥有全牌照优势。截止 18 年末，建行已建立四大行中唯一涵盖证券、期货、基金、保险、信托、租赁、债转股、养老和投资的全牌照综合化经营布局，在银保业务、基金管理、私募股权投资，尤其在中资企业跨境投融资上有不俗表现：

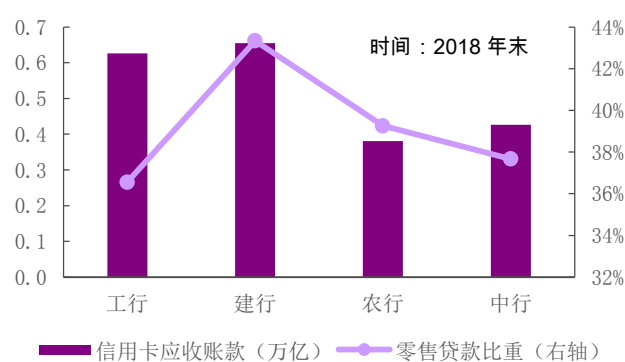
据全球权威投行业务评估机构 Dealogic 统计，2014-18 年，建行子公司建银国际累计参与香港大中型 IPO 项目数量已位居全球所有在港投行第一；连续七年完成中港地区并购项目数量同样位列中资银行系投行第一。考虑到建行拥有四大行中最为丰富的零售业务资源，和较强的集团战略协同能力，在未来银行开放混业的大环境下，建行在为客户提供综合化投融资方面最有可能取得先机。

图 32：建银国际在在港投行 IPO 融资项目中位列第一



资料来源：Dealogic，建银国际官网

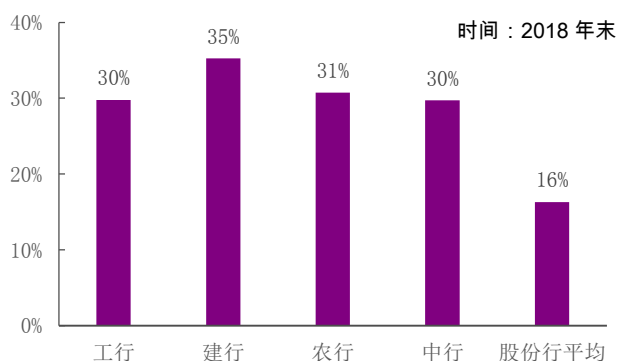
图 33：建行拥有四大行中最为丰富的零售业务资源



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

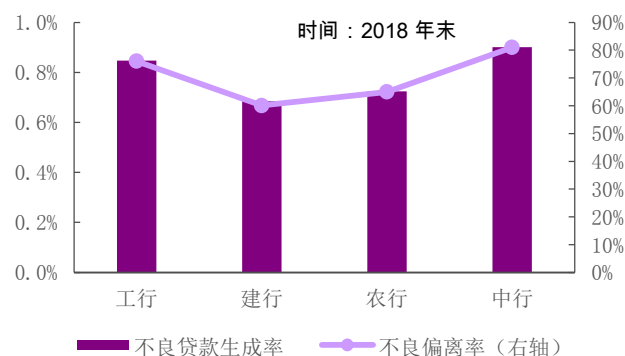
建行信贷投向和地产、基建领域关联度大，年初以来相关产业链和居民融资需求相对企稳。19 年 1-4 月份金融数据综合反映，年初以来，影子银行融资出现恢复迹象，房地产和平台融资明显缓解；居民信贷增长韧性较强，住房信贷需求相对景气，对贷款结构和相关领域结合最为紧密的建行构成利好。综合考虑建行拥有四大行中最低的不良贷款生成率和最为审慎的不良认定，预计建行业绩基本面拥有良好保障。

图 34：建行信贷结构中住房按揭比例最高



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 35：建行资产质量相对优异



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

◆**盈利预测、估值与评级：**从银行综合化经营角度看，建行模式灵活且拥有全牌照优势，为客户提供综合化投融资方面实力强劲。从基本面角度看，建行信贷投向与地产、基建关联度较大，在相关领域融资需求复苏阶段构成利好。我们预计建行未来盈利能力卓有保障，2019-2021 年 EPS 分别为 1.23、1.36 和 1.50 元；ROAE 分别为 15.4%、15.4%和 15.3%；现股价对应 PB 0.84、0.76 和 0.69 倍。根据 DDM，给予公司目标价 10.11 元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，住房按揭利率下行提速

表 20：建设银行业绩预测和估值指标

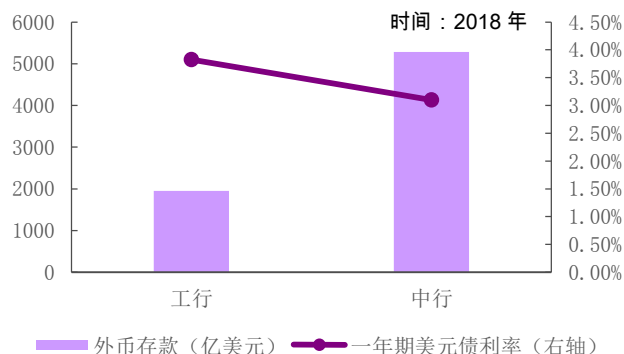
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	6217	6589	7432	7994	8614
增长率	2.7%	6.0%	12.8%	7.6%	7.8%
净利润（亿）	2748	2817	3079	3401	3760
增长率	-2.4%	2.5%	9.3%	10.5%	10.6%
EPS	0.97	1.02	1.23	1.36	1.50
ROAE	16.9%	16.3%	15.4%	15.4%	15.3%
P/E	7.67	7.29	5.91	5.35	4.84
P/B	1.04	0.94	0.84	0.76	0.69

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 11 日

7.3、中国银行（601988.SH）

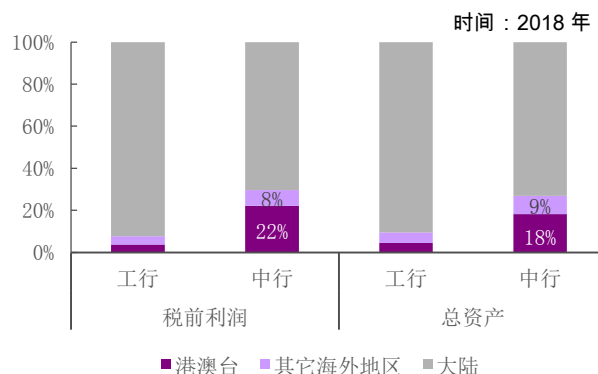
中行在综合化经营上拥有长期积累的跨境渠道和信誉优势。中行是四大行中唯一成立于建国前，拥有极高历史信誉的银行。自北洋政府时期民国至今，中行长期代行国家外贸和汇兑职能，境外机构数量、外汇存款余额，和海外代理结算业务量高居四大行榜首。围绕国家对外开放战略，中行在综合化经营上充分利用其汇兑职能和跨境网络优势，辅以跨周期资源投入，最终得以在保险、租赁，尤其是境外投行、私行和大宗商品期货领域打磨出龙头地位。

图 36：中行外币存底和海外发债成本均有明显优势



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

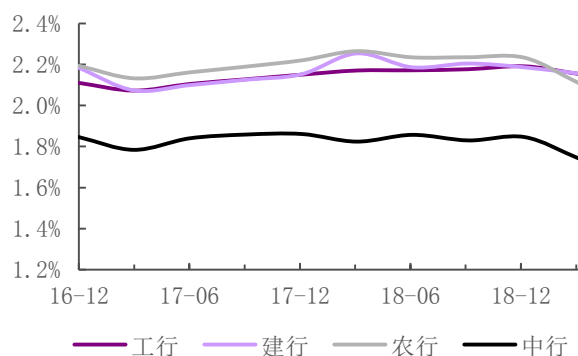
图 37：中行境外资产和利润占比远高于其它三大行



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

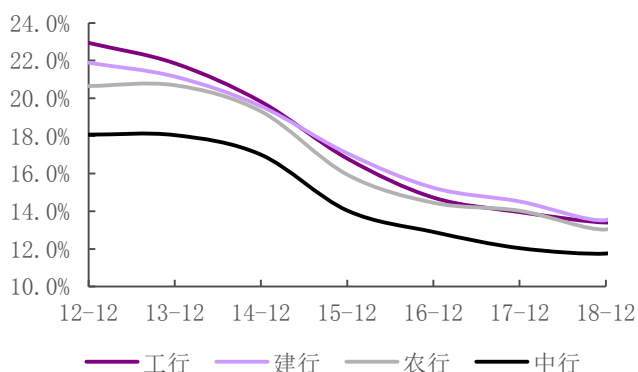
考虑到中行拥有四大行中最庞大的海外机构网络及压倒性的外币存底和人民币结算、清算地位；在未来银行开放混业的大环境下，中行最有资源实力借政策东风，搭上国家“一带一路”建设便车，成为中资企业“走出去”、外资企业“引进来”和沿线国家当地企业金融服务的主办行，把握住人民币国际化和资本市场双向开放带来的特殊红利。

图 38：中行息差和其他三大行存在差距



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 39：中行盈利能力和其他三大行的差距已有收敛



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

中行盈利能力和其他三大行的差距预计长远收敛。中行盈利能力和其他三大行之间的差距主要来源于其侧重于海外的资产和利润结构。截止18年末，中行利润近3成源于海外，息差和ROAE分别低其它三大行0.4和1.6个百分点。盈利能力差距带来估值的差距，以PB计，中行15年末以来对其他三大行长期保持约10%的折价。然而，考虑到我国社会投资回报率和

应均衡利率水平的下行，加之利率市场化进程对国内信贷息差的挤压，中行侧重于海外的资产和利润结构将对其息差和未来盈利能力构成长远保障。

◆**盈利预测、估值与评级：**从银行综合化经营角度看，中行拥有长期积累的跨境渠道和信誉优势，最有希望把握住人民币国际化和资本市场双向开放带来的特殊红利。从基本面角度看，中行侧重于海外的资产和利润结构在国内降息周期和利率市场化进程中对其息差构成保障，盈利能力和其他三大行的差距预计长远收敛。我们预计中行2019-2021年EPS分别为0.80、0.85和0.93元；ROAE分别为14.7%、14.2%和14.0%；现股价对应PB 0.62、0.57和0.52倍。根据DDM，给予公司目标价5.83元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，全球经济金融风险周期性释放

表 21：中国银行业绩预测和估值指标

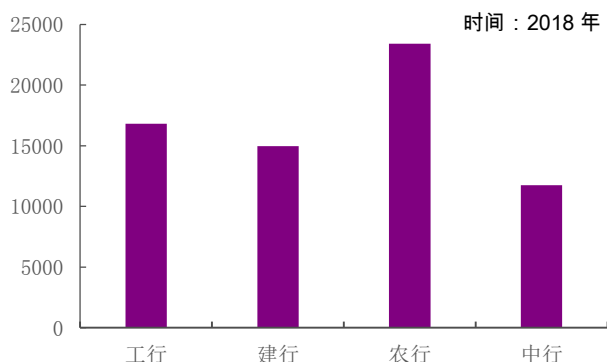
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	4833	5041	5608	6004	6474
增长率	-0.1%	4.3%	11.3%	7.1%	7.8%
净利润（亿）	2162	2224	2346	2505	2728
增长率	1.5%	2.9%	5.5%	6.8%	8.9%
EPS	0.59	0.61	0.80	0.85	0.93
ROAE	16.0%	15.7%	14.7%	14.2%	14.0%
P/E	6.32	6.11	4.69	4.39	4.04
P/B	0.73	0.68	0.62	0.57	0.52

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月11日

7.4、农业银行（601288.SH）

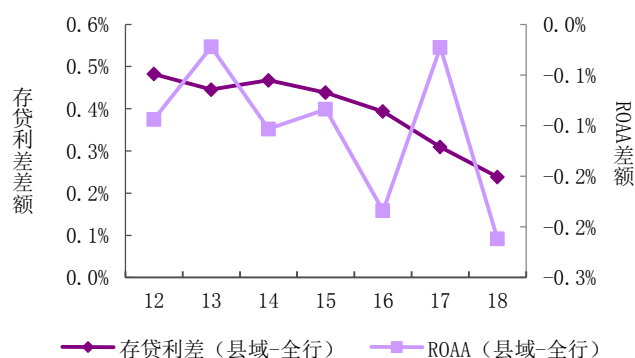
农行在综合化经营上相对大中型银行并无突出优势，但足以应对下沉性金融机构竞争。农行县级及以下营业网点数量众多，客户下沉度更高，和除邮储银行外的多数大中型银行实际构成错位竞争。然而自 2014 年以来，农村金融生态环境愈发不利于银行业务拓展，迫使农行收缩优化县域及以下网点；经营效益提高的同时，当地业务不可避免受到邮储、村镇银行和农信社等下沉性金融机构的挤压。然而在未来银行开放混业的大环境下，农行有条件借助多元化、全方位的金融服务重新构筑对低线银行的竞争优势，吸取更多存款，降低经营风险，掌握下沉市场的主动权。

图 40： 农行网点数量远超其他三家大行（个）



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

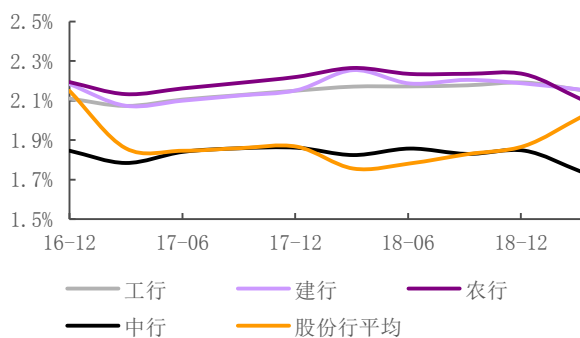
图 41： 农行县域金融的经营效率与全行越拉越远



资料来源：农行年报，光大证券研究所整理

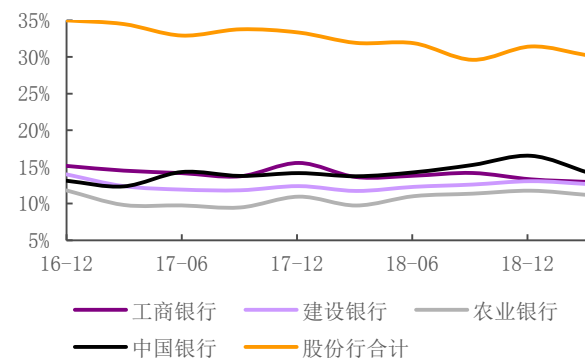
息差边际走势有望摆脱相对弱势，资产质量认定整体审慎。农行县级及以下网点数量遥遥领先除邮储外的其他银行，负债端吸收存款的成本优势明显。然而 18 年年中以来，资金价格大幅下行；由于农行负债端计入存单的同业类负债比重低，息差边际走势阶段性弱于同业。2019 年二季度往后，央行货币政策预计进入观察期，流动性水平进一步宽松化的可能性低，农行息差相对同业的表現或将逐步企稳。与此同时，农行不良偏离度在 18 年末已下降至 65%，拨备覆盖率 19 年一季度环比继续上行 12 个百分点至 264%，均处于同业领先水平；反映农行资产质量认定审慎，风险抵补能力强。

图 42： 农行负债端优势使其息差高于多数大中型银行



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 43： 农行同业类负债比重低，息差表现阶段性不利



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

◆**盈利预测、估值与评级：**从银行综合化经营角度看，农行有条件通过全方位的金融服务重新构筑对低线银行的竞争优势。从基本面角度看，农行二季度息差边际走势有望摆脱货币利率下行阶段的相对弱势，资产质量认定整体审慎。我们预计农行 2019-2021 年 EPS 分别为 0.69、0.76 和 0.82 元；ROAE 分别为 14.4%、14.5%和 14.1%；现股价对应 PB 0.73、0.66 和 0.61 倍。根据 DDM，给予公司目标价 4.91 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，县域金融风险集中释放

表 22：农业银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	5370	5986	6991	7612	8268
增长率	6.1%	11.5%	16.8%	8.9%	8.6%
净利润（亿）	2147	2216	2406	2658	2853
增长率	11.5%	3.2%	8.6%	10.5%	7.3%
EPS	0.59	0.58	0.69	0.76	0.82
ROAE	16.6%	15.7%	14.4%	14.5%	14.1%
P/E	6.37	6.48	5.51	4.99	4.65
P/B	0.86	0.79	0.73	0.66	0.61

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 11 日

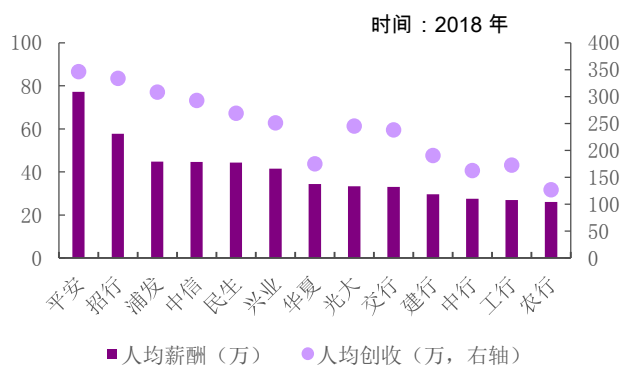
7.5、中信银行（601998.SH）

中信银行虽背靠集团“全牌照”和“金融+实业”优势，但综合化经营深度和同为金融控股集团的平安相比存在较大差距：

1) 中信金融创新力度和激励灵活性不及平安。银行综合化经营相比传统存贷业务，更依赖部门负责人综拓各方资源“平地起高楼”，并承担更多不确定性风险；这也意味着银行需在薪酬激励上予以相应补偿以吸引关键性人才和调动职工积极性。中信作为国资央企，受体制机制和“限薪令”影响¹，金融创新和薪酬激励的灵活性远不及平安。好比平安 2012 年便早早上线陆金所，在一片蓝海中率先实现民间借贷阳光化；而中信产业基金旗下的麻袋理财 2014 年末才上线，无异于赶了晚集。

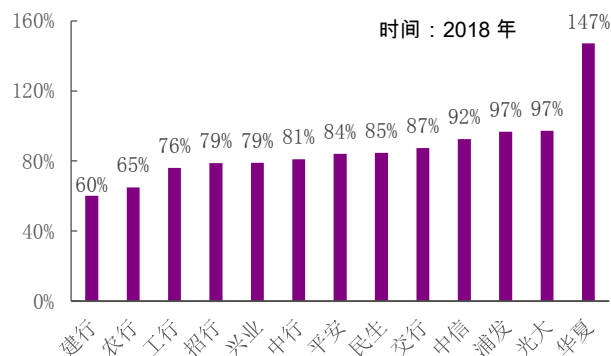
2) 中信对子公司的支援和协同整合力度不及平安。除了起步早，陆金所得以迅速做大规模，还有赖于平安通过旗下财险为陆金所产品提供了阶段性的全额和部分担保。相较之下，中信未给麻袋理财提供任何增信，出借人本息能否收回完全有赖于借款人是否能按时还款；最终在业务体量上无法和陆金所同日而语。高度协同的经营模式虽不能确保平安各领域布局都获成功²，但从结果上看，平安模式显然更有利于调动金融控股公司各板块资源，在综合化经营上迅速打开局面，取得先机³。落实到银行层面，平安集团、平安集团子公司和平安银行的协同效应同样突出。2018 年，平安银行从综拓渠道新增获客 300 万户，占零售整体新增客户的近 30%；其中私财客户数量和 AUM 综拓净增分别占到总体净增比例的约 40%；相较之下，中信银行从集团和集团子公司层面获得零售业务资源或相对较少，协同效应更多体现在对公战略合作的统一授信上⁴。

图 44：中信银行的薪酬激励显著不及平安银行



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 45：中信银行不良偏离度在大中型银行中相对较高



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

不良下行，拨备上升，但存量资产质量消化仍需时日。中信银行一季度不良贷款率 1.77%，较年初下降 5bps；拨备覆盖率 169%，较年初上升 11 个百分点。考虑到中信不良偏离度在大中型银行中仍然偏高，在监管分类趋严，“以丰补歉”的思路下，中信银行不良资产消化或仍需时日。

¹ 包括《中央管理企业负责人薪酬制度改革方案》、《商业银行稳健薪酬监管指引》等

² 例如平安橙子上线后始终业绩平平

³ 平安 2015 年整合信保事业部、直通贷款业务和原小额信贷业务组成平安普惠，并利用陆金所理财资金协助平安普惠业务体量领先于中信产业基金旗下的中腾信

⁴ 例如中信银行汇同中信信托以“总对总”模式向恒大多次提供授信

◆**盈利预测、估值与评级：**从银行综合化经营角度看，中信银行背靠全牌照集团综合化经营平台，但集团各板块内部协同整合能力弱于同为金融控股集团的平安，对银行零售获客帮助较少，板块协同更多体现在对公项目的统一授信上。从基本面角度看，中信银行一季度不良下行，拨备上升，但不良偏离度反映其存量资产在监管以丰补歉的思路下完全消化或仍需时日。我们预计中信 2019-2021 年 EPS 分别为 0.99、1.06 和 1.14 元；ROAE 分别为 11.4%、11.0%和 10.9%；现股价对应 PB 0.61、0.55 和 0.51 倍。根据 DDM，给予公司目标价 6.26 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，核心资本充足率面临瓶颈

表 23：中信银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	1567	1649	1956	2143	2342
增长率	1.9%	5.2%	18.7%	9.6%	9.3%
净利润（亿）	429	454	483	519	560
增长率	2.6%	5.8%	6.5%	7.4%	7.9%
EPS	0.87	0.91	0.99	1.06	1.14
ROAE	12.1%	11.8%	11.4%	11.0%	10.9%
P/E	7.23	6.91	6.00	5.58	5.18
P/B	0.77	0.71	0.61	0.55	0.51

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 06 月 11 日

7.6、招商银行（600036.SH）

4月30日，招行披露2019年一季度报。招商一季度实现营收687.4亿，同比增长12.14%，归母净利252.4亿，同比增长11.32%，息差和非息收入增速较年初有所上行，但营收和净利增速较2018年全年增速双双下滑；年化ROAE，也同比下降0.52个百分点至19.45%。综合看，招行一季度盈利能力保持高位但盈利增速有所放缓，单季经营业绩略低于市场预期；然而招行的长期基本面优势和抗周期性并未受到动摇：

招行零售更贴合银行业转型大势，具有难以复制的长期竞争力。招行、兴业、浦发、民生、中信五家股份行总资产均在6万亿左右，然而招行活期存款较其他四家股份行多出1万亿左右。存款结构的差异不仅使招行存款付息率更低，也使招行主动负债的需求更小，有利于招行建立起相对于同业股份行的息差优势和抗周期性；加之招行金融科技上一以贯之的高投入，招行零售端优势和盈利增速具备强可持续性，并有望在往后的利率市场化进程中牢牢占据先发和主动地位。

招行资产质量优异，且在持续改善。一季度，招行不良贷款率较年初小幅下降1个BP，拨备覆盖率较年初上升5个百分点，风险抵补能力进一步增强。截止1季度末，招行不良贷款率1.35%，单季不良生成率0.89%，拨备覆盖率363%；不良偏离度则在2018年末已下降至78.9%；各项资产质量指标均领跑同业股份行，并在持续高计提下不断得到夯实。

◆**盈利预测、估值与评级：**招行的长期基本面优势和抗周期性不易受到动摇，持续改善的资产质量叠加高拨备使其高ROE具有充分的可持续性。预计招行2019-21年EPS至3.72、4.24和4.85元；ROAE分别为17.5%、17.9%和18.3%；现股价对应PB 1.49、1.34和1.21倍。小幅上调目标价至39.18元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，业务管理成本增长过快

表 24：招商银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	2209	2486	2757	2986	3269
增长率	5.7%	12.5%	10.9%	8.3%	9.5%
净利润（亿）	721	827	939	1069	1222
增长率	15.6%	14.6%	13.6%	13.9%	14.3%
EPS（元）	2.78	3.19	3.72	4.24	4.85
ROAE	17.0%	18.2%	17.5%	17.9%	18.3%
P/E	12.39	10.80	9.51	8.35	7.31
P/B	1.81	1.61	1.49	1.34	1.21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月11日

8、风险提示

宏观经济复苏态势未确认：

如若宏观经济复苏弱于预期，银行规模增长将受到拖累，重点领域资产质量将在政策“逆周期”调节下承压，信用成本企稳下降的进程或放缓。

银行资产质量再度承压：

消费金融、小微领域坏账周期性波动和内外部市场不确定性因素均可能致使银行资产质量面临较严峻的考验，银行或为此收紧信用偏好，额外增加计提，影响到净利润。

图 46：工商银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E		2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
损益表摘要 (RMB : 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	5,725	6,511	7,015	7,586	EPS (元)	0.84	1.07	1.19	1.33
非息收入	2,013	2,415	2,657	2,976	PPOPPS (元)	1.63	1.85	1.98	2.14
营业收入	7,738	8,927	9,672	10,562	BPS (元)	6.54	7.26	8.05	8.94
业务管理费及营业税	(1,928)	(2,344)	(2,625)	(2,973)	P/E	6.92	5.41	4.86	4.35
拨备前利润	5,822	6,609	7,074	7,615	P/PPOP	3.56	3.12	2.92	2.71
当期计提准备金	(1,616)	(1,898)	(1,871)	(1,801)	P/B	0.89	0.80	0.72	0.65
税前利润	4,206	4,711	5,203	5,814	股息派发率 (%)	26%	26%	26%	26%
净利润	3,469	3,815	4,246	4,748	股息收益率 (%)	4.30%	4.76%	5.30%	5.92%
资产负债表摘要 (RMB : 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	276,995	303,310	330,608	358,710	不良贷款率	1.52%	1.50%	1.49%	1.49%
贷款总额	154,589	168,502	182,824	197,450	关注+不良率	4.45%	-	-	-
其他生息资产	121,665	134,297	147,438	160,856	逾期90天以上/NPL	76.3%	-	-	-
总负债	253,547	277,271	301,720	326,652	不良生成率	0.86%	0.91%	0.96%	1.01%
存款余额	214,089	237,639	262,591	288,850	信用成本	0.99%	1.10%	1.00%	0.89%
其他付息负债	32,890	32,450	31,315	29,341	拨备覆盖率	176%	196%	206%	206%
股东权益	23,449	26,039	28,887	32,058	拨贷率	2.68%	2.94%	3.07%	3.07%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (%)				
总资产增速	6.2%	9.5%	9.0%	8.5%	贷款/总资产	56%	56%	55%	55%
净息差 (NIM)	2.30%	2.25%	2.16%	2.15%	存款/总负债	84%	86%	87%	88%
净利差 (Spread)	2.93%	2.07%	2.04%	2.02%	贷款结构				
存贷利差	2.93%	2.86%	2.82%	2.79%	对公贷款	61%	59%	57%	54%
生息资产收益率	3.81%	3.72%	3.69%	3.66%	零售贷款	36%	39%	42%	45%
贷款收益率	4.38%	4.33%	4.30%	4.28%	票据贴现	2%	2%	2%	1%
付息负债付息率	1.65%	1.65%	1.65%	1.64%	存款结构				
存款付息率	1.45%	1.47%	1.48%	1.49%	企业活期	30%	31%	32%	32%
年增长率 (%)					企业定期	24%	24%	23%	23%
贷款余额	8.6%	9.0%	8.5%	8.0%	储蓄活期	18%	18%	17%	16%
存款余额	9.4%	11.0%	10.5%	10.0%	储蓄定期	26%	28%	28%	28%
净利息收入	9.7%	13.7%	7.7%	8.1%	非息收入占比	26.0%	27.1%	27.5%	28.2%
非息收入	-1.5%	20.0%	10.0%	12.0%	成本收入比	23.9%	25.4%	26.3%	27.4%
营业收入	6.5%	15.4%	8.3%	9.2%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	4.1%	21.6%	12.0%	13.3%	贷存比	72.2%	70.9%	69.6%	68.4%
拨备前利润	7.0%	13.5%	7.0%	7.6%	流动性比例-RMB	44%	-	-	-
税前利润	1.0%	12.0%	10.4%	11.8%	流动性覆盖率	127%	-	-	-
净利润	2.3%	10.0%	11.3%	11.8%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	核心一级资本充足率	13.0%	12.9%	12.9%	13.0%
非息收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	一级资本充足率	13.5%	13.3%	13.3%	13.3%
营业收入	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	资本充足率	15.4%	15.1%	15.1%	15.2%
业务管理费及营业税	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	其它数据				
拨备前利润	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	分支机构数量 (个)	16,820	16,600	16,383	16,168
当期计提准备金	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.5%	员工总数 (人)	449,296	443,752	438,277	432,869
税前利润	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	贷款市场份额 (%)	11.3%	11.0%	10.8%	10.6%
所得税	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	存款市场份额 (%)	12.1%	12.5%	12.9%	13.4%
ROAA	1.27%	1.31%	1.34%	1.38%	零售存款市场份额 (%)	13.0%	11.6%	12.6%	13.8%
X (平均总资产/净资产)	12.0	11.7	11.5	11.3	总股本 (亿)	3,564	3,564	3,564	3,564
ROAE	16.8%	16.0%	16.0%	16.1%	可转债	-	-	-	-

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

图 47：建设银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E		2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
损益表摘要 (RMB : 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	4,863	5,533	5,886	6,254	EPS (元)	1.02	1.23	1.36	1.50
非息收入	1,726	1,899	2,108	2,361	PPOPPS (元)	1.94	2.17	2.31	2.46
营业收入	6,589	7,432	7,994	8,614	BPS (元)	7.91	8.73	9.62	10.61
业务管理费及营业税	(1,733)	(2,028)	(2,239)	(2,483)	P/E	7.29	5.93	5.37	4.85
拨备前利润	4,852	5,420	5,771	6,148	P/PPOP	3.84	3.37	3.16	2.97
当期计提准备金	(1,510)	(1,711)	(1,694)	(1,647)	P/B	0.94	0.84	0.76	0.69
税前利润	3,342	3,709	4,077	4,501	股息派发率 (%)	27%	27%	27%	27%
净利润	2,817	3,079	3,401	3,760	股息收益率 (%)	4.17%	4.58%	5.06%	5.60%
资产负债表摘要 (RMB : 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	232,227	244,999	258,964	274,243	不良贷款率	1.46%	1.43%	1.41%	1.39%
贷款总额	137,463	147,772	158,116	168,394	关注+不良率	4.28%	-	-	-
其他生息资产	97,019	100,306	104,316	109,591	逾期90天以上/NPL	60.3%	-	-	-
总负债	212,311	223,021	234,731	247,520	不良生成率	1.26%	1.31%	1.31%	1.31%
存款余额	169,314	181,166	192,942	204,519	信用成本	1.07%	1.13%	1.04%	0.95%
其他付息负债	32,086	30,391	29,724	30,279	拨备覆盖率	208%	223%	233%	238%
股东权益	19,916	21,979	24,233	26,723	拨贷率	3.04%	3.19%	3.29%	3.31%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (%)				
总资产增速	5.0%	5.5%	5.7%	5.9%	贷款/总资产	59%	60%	61%	61%
净息差 (NIM)	2.31%	2.29%	2.29%	2.30%	存款/总负债	80%	81%	82%	83%
净利差 (Spread)	2.95%	2.05%	2.05%	2.05%	贷款结构				
存贷利差	2.95%	2.86%	2.83%	2.81%	对公贷款	54%	51%	47%	43%
生息资产收益率	3.82%	3.73%	3.74%	3.75%	零售贷款	43%	47%	51%	56%
贷款收益率	4.34%	4.29%	4.29%	4.29%	票据贴现	2%	2%	1%	1%
付息负债付息率	1.64%	1.68%	1.69%	1.70%	存款结构				
存款付息率	1.39%	1.43%	1.46%	1.47%	企业活期	35%	36%	38%	39%
年增长率 (%)					企业定期	18%	17%	16%	15%
贷款余额	6.5%	7.5%	7.0%	6.5%	储蓄活期	20%	20%	20%	20%
存款余额	3.5%	7.0%	6.5%	6.0%	储蓄定期	28%	27%	26%	26%
净利息收入	7.5%	13.8%	6.4%	6.2%	非息收入占比	26.2%	25.5%	26.4%	27.4%
非息收入	2.0%	10.0%	11.0%	12.0%	成本收入比	25.4%	26.5%	27.2%	28.1%
营业收入	6.0%	12.8%	7.6%	7.8%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	5.1%	17.0%	10.4%	10.9%	贷存比	81.2%	81.6%	82.0%	82.3%
拨备前利润	5.9%	11.7%	6.5%	6.5%	流动性比例-RMB	48%	-	-	-
税前利润	1.0%	11.0%	9.9%	10.4%	流动性覆盖率	141%	-	-	-
净利润	2.5%	9.3%	10.5%	10.6%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	核心一级资本充足率	13.8%	14.4%	15.0%	15.5%
非息收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	一级资本充足率	14.4%	15.0%	15.5%	16.0%
营业收入	2.9%	3.1%	3.2%	3.2%	资本充足率	17.2%	17.2%	17.8%	18.5%
业务管理费及营业税	-0.8%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	其它数据				
拨备前利润	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	分支机构数量 (个)	14,977	14,997	15,017	15,037
当期计提准备金	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%	员工总数 (人)	345,971	338,563	331,313	324,218
税前利润	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	贷款市场份额 (%)	10.1%	9.7%	9.3%	9.0%
所得税	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	存款市场份额 (%)	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
ROAA	1.23%	1.29%	1.35%	1.41%	零售存款市场份额 (%)	11.0%	10.7%	11.4%	12.1%
X (平均总资产/净资产)	12.0	11.4	10.9	10.5	总股本 (亿)	2,500	2,500	2,500	2,500
ROAE	16.3%	15.4%	15.4%	15.3%	可转债	-	-	-	-

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

图 48：中国银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E		2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
损益表摘要 (RMB : 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	3,597	3,991	4,290	4,623	EPS (元)	0.61	0.80	0.85	0.93
非息收入	1,444	1,617	1,714	1,851	PPOPPS (元)	1.22	1.35	1.43	1.53
营业收入	5,041	5,608	6,004	6,474	BPS (元)	5.48	6.05	6.65	7.30
业务管理费及营业税	(1,464)	(1,662)	(1,810)	(1,994)	P/E	6.11	4.72	4.42	4.06
拨备前利润	3,589	3,960	4,207	4,494	P/PPOP	3.06	2.80	2.63	2.46
当期计提准备金	(993)	(1,205)	(1,271)	(1,299)	P/B	0.68	0.62	0.57	0.52
税前利润	2,596	2,755	2,937	3,195	股息派发率 (%)	24%	24%	24%	24%
净利润	2,224	2,346	2,505	2,728	股息收益率 (%)	4.83%	5.16%	5.51%	6.00%
资产负债表摘要 (RMB : 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	212,673	227,560	243,944	261,996	不良贷款率	1.42%	1.41%	1.41%	1.40%
贷款总额	118,193	128,830	139,781	150,963	关注+不良率	4.32%	-	-	-
其他生息资产	90,946	95,276	100,705	107,417	逾期90天以上/NPL	81.0%	-	-	-
总负债	195,419	208,181	222,173	237,470	不良生成率	0.92%	0.77%	0.82%	0.87%
存款余额	148,836	162,231	176,021	190,103	信用成本	0.95%	0.89%	0.87%	0.82%
其他付息负债	40,331	39,288	39,043	39,769	拨备覆盖率	182%	197%	207%	212%
股东权益	17,254	19,379	21,771	24,526	拨贷率	2.58%	2.78%	2.92%	2.97%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (%)				
总资产增速	9.3%	7.0%	7.2%	7.4%	贷款/总资产	56%	57%	57%	58%
净息差 (NIM)	1.90%	1.84%	1.81%	1.82%	存款/总负债	76%	78%	79%	80%
净利差 (Spread)	2.59%	1.65%	1.65%	1.64%	贷款结构				
存贷利差	2.59%	2.49%	2.46%	2.43%	对公贷款	60%	58%	55%	52%
生息资产收益率	3.64%	3.57%	3.58%	3.58%	零售贷款	38%	40%	43%	47%
贷款收益率	4.22%	4.17%	4.17%	4.17%	票据贴现	2%	2%	1%	1%
付息负债付息率	1.85%	1.91%	1.93%	1.94%	存款结构				
存款付息率	1.63%	1.68%	1.71%	1.74%	企业活期	28%	29%	29%	30%
年增长率 (%)					企业定期	24%	23%	22%	21%
贷款余额	8.5%	9.0%	8.5%	8.0%	储蓄活期	20%	20%	21%	22%
存款余额	9.0%	9.0%	8.5%	8.0%	储蓄定期	21%	28%	28%	27%
净利息收入	6.3%	11.0%	7.5%	7.8%	非息收入占比	28.6%	28.8%	28.6%	28.6%
非息收入	-0.3%	12.0%	6.0%	8.0%	成本收入比	28.1%	28.8%	29.4%	30.1%
营业收入	4.3%	11.3%	7.1%	7.8%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	3.3%	13.6%	8.9%	10.1%	贷存比	79.4%	79.4%	79.4%	79.4%
拨备前利润	4.9%	10.3%	6.3%	6.8%	流动性比例-RMB	59%	-	-	-
税前利润	2.2%	6.1%	6.6%	8.8%	流动性覆盖率	140%	-	-	-
净利润	2.9%	5.5%	6.8%	8.9%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	核心一级资本充足率	11.4%	12.4%	13.4%	14.6%
非息收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	一级资本充足率	12.3%	13.1%	14.2%	15.3%
营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	资本充足率	15.0%	15.8%	17.2%	18.7%
业务管理费及营业税	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	其它数据				
拨备前利润	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	分支机构数量 (个)	11,741	11,777	11,814	11,850
当期计提准备金	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	员工总数 (人)	310,119	310,145	310,170	310,196
税前利润	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	贷款市场份额 (%)	8.7%	8.4%	8.2%	8.1%
所得税	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	存款市场份额 (%)	8.4%	8.5%	8.7%	8.8%
ROAA	1.09%	1.07%	1.06%	1.08%	零售存款市场份额 (%)	8.4%	8.2%	8.8%	9.4%
X (平均总资产/净资产)	12.3	12.0	11.5	10.9	总股本 (亿)	2,944	2,944	2,944	2,944
ROAE	15.7%	14.7%	14.2%	14.0%	可转债	-	-	-	-

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

图 49：农业银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E		2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
损益表摘要 (RMB : 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	4,778	5,420	5,852	6,333	EPS (元)	0.58	0.69	0.76	0.82
非息收入	1,208	1,571	1,759	1,935	PPOPPS (元)	1.16	1.35	1.46	1.57
营业收入	5,986	6,991	7,612	8,268	BPS (元)	4.77	5.23	5.73	6.28
业务管理费及营业税	(1,925)	(2,277)	(2,511)	(2,770)	P/E	6.48	5.54	5.02	4.67
拨备前利润	4,075	4,728	5,115	5,512	P/PPOP	3.24	2.82	2.61	2.42
当期计提准备金	(1,369)	(1,794)	(1,875)	(2,033)	P/B	0.79	0.73	0.66	0.61
税前利润	2,706	2,934	3,240	3,480	股息派发率 (%)	27%	27%	27%	27%
净利润	2,216	2,406	2,658	2,853	股息收益率 (%)	4.52%	4.96%	5.48%	5.88%
资产负债表摘要 (RMB : 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	226,095	246,443	269,116	294,413	不良贷款率	1.59%	1.52%	1.50%	1.50%
贷款总额	119,136	134,624	151,452	169,626	关注+不良率	4.33%	-	-	-
其他生息资产	110,769	116,752	123,335	131,160	逾期90天以上/NPL	65.4%	-	-	-
总负债	209,347	228,066	248,959	272,276	不良生成率	1.39%	1.29%	1.34%	1.39%
存款余额	171,456	188,602	206,519	225,106	信用成本	1.15%	1.26%	1.17%	1.13%
其他付息负债	29,488	30,341	32,481	36,279	拨备覆盖率	252%	277%	285%	285%
股东权益	16,748	18,378	20,157	22,137	拨贷率	4.02%	4.21%	4.28%	4.28%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (%)				
总资产增速	7.4%	9.0%	9.2%	9.4%	贷款/总资产	53%	55%	56%	58%
净息差 (NIM)	2.33%	2.25%	2.18%	2.16%	存款/总负债	82%	83%	83%	83%
净利差 (Spread)	3.01%	2.04%	2.00%	1.97%	贷款结构				
存贷利差	3.01%	2.89%	2.81%	2.75%	对公贷款	55%	55%	52%	48%
生息资产收益率	3.82%	3.72%	3.71%	3.71%	零售贷款	39%	43%	46%	50%
贷款收益率	4.40%	4.32%	4.27%	4.24%	票据贴现	3%	3%	2%	2%
付息负债付息率	1.62%	1.68%	1.71%	1.74%	存款结构				
存款付息率	1.39%	1.43%	1.47%	1.50%	企业活期	27%	29%	30%	31%
年增长率 (%)					企业定期	11%	11%	11%	10%
贷款余额	11.1%	13.0%	12.5%	12.0%	储蓄活期	31%	32%	33%	33%
存款余额	5.9%	10.0%	9.5%	9.0%	储蓄定期	26%	29%	27%	25%
净利息收入	8.1%	13.4%	8.0%	8.2%	非息收入占比	20.2%	22.5%	23.1%	23.4%
非息收入	27.0%	30.0%	12.0%	10.0%	成本收入比	31.3%	31.8%	32.3%	32.9%
营业收入	11.5%	16.8%	8.9%	8.6%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	5.8%	18.3%	10.3%	10.3%	贷存比	69.5%	71.4%	73.3%	75.4%
拨备前利润	13.5%	16.0%	8.2%	7.8%	流动性比例-RMB	55%	-	-	-
税前利润	3.7%	8.4%	10.5%	7.4%	流动性覆盖率	127%	-	-	-
净利润	3.2%	8.6%	10.5%	7.3%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%	核心一级资本充足率	11.6%	11.5%	11.5%	11.4%
非息收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	一级资本充足率	12.1%	12.0%	11.9%	11.8%
营业收入	2.7%	3.0%	3.0%	2.9%	资本充足率	15.1%	14.9%	14.8%	14.7%
业务管理费及营业税	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	其它数据				
拨备前利润	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	分支机构数量 (个)	23,381	23,285	23,190	23,096
当期计提准备金	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	员工总数 (人)	473,691	464,281	455,057	446,017
税前利润	1.2%	1.2%	1.3%	1.2%	贷款市场份额 (%)	8.7%	8.8%	8.9%	9.1%
所得税	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	存款市场份额 (%)	9.7%	9.9%	10.2%	10.5%
ROAA	1.01%	1.02%	1.03%	1.01%	零售存款市场份额 (%)	13.5%	10.1%	11.0%	12.0%
X (平均总资产/净资产)	14.1	13.5	13.4	13.3	总股本 (亿)	3,500	3,500	3,500	3,500
ROAE	15.7%	14.4%	14.5%	14.1%	可转债	-	-	-	-

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

图 50：中信银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E		2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
损益表摘要 (RMB : 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	1,048	1,205	1,302	1,417	EPS (元)	0.91	0.99	1.06	1.14
非息收入	601	751	841	925	PPOPPS (元)	2.30	2.71	2.95	3.20
营业收入	1,649	1,956	2,143	2,342	BPS (元)	8.92	9.85	10.84	11.63
业务管理费及营业税	(521)	(629)	(699)	(778)	P/E	6.91	6.06	5.64	5.23
拨备前利润	1,126	1,327	1,444	1,564	P/PPOP	2.73	2.20	2.03	1.87
当期计提准备金	(582)	(729)	(812)	(882)	P/B	0.71	0.61	0.55	0.51
税前利润	543	599	633	682	股息派发率 (%)	0%	0%	25%	25%
净利润	454	483	519	560	股息收益率 (%)	3.66%	0.00%	4.43%	4.78%
资产负债表摘要 (RMB : 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	60,667	66,734	73,541	81,189	不良贷款率	1.77%	1.69%	1.67%	1.66%
贷款总额	36,084	40,775	45,872	51,377	关注+不良率	4.13%	-	-	-
其他生息资产	25,115	26,717	28,592	30,888	逾期90天以上/NPL	92.7%	-	-	-
总负债	56,136	61,703	67,967	75,149	不良生成率	1.72%	1.67%	1.72%	1.77%
存款余额	36,164	39,781	43,560	47,480	信用成本	1.40%	1.58%	1.56%	1.52%
其他付息负债	18,569	20,379	22,708	25,790	拨备覆盖率	158%	173%	183%	188%
股东权益	4,531	5,031	5,574	6,040	拨贷率	2.80%	2.92%	3.06%	3.12%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (%)				
总资产增速	6.9%	10.0%	10.2%	10.4%	贷款/总资产	59%	61%	62%	63%
净息差 (NIM)	1.94%	1.87%	1.78%	1.76%	存款/总负债	64%	64%	64%	63%
净利差 (Spread)	2.98%	1.60%	1.55%	1.52%	贷款结构				
存贷利差	2.98%	2.81%	2.75%	2.72%	对公贷款	52%	44%	35%	24%
生息资产收益率	4.33%	4.18%	4.16%	4.16%	零售贷款	41%	48%	55%	64%
贷款收益率	4.86%	4.76%	4.72%	4.70%	票据贴现	7%	8%	10%	12%
付息负债付息率	2.48%	2.59%	2.61%	2.64%	存款结构				
存款付息率	1.88%	1.95%	1.97%	1.98%	企业活期	42%	44%	45%	47%
年增长率 (%)					企业定期	38%	36%	34%	32%
贷款余额	12.9%	13.0%	12.5%	12.0%	储蓄活期	7%	8%	9%	9%
存款余额	6.1%	10.0%	9.5%	9.0%	储蓄定期	12%	12%	12%	11%
净利息收入	5.2%	15.0%	8.1%	8.8%	非息收入占比	36.4%	38.4%	39.2%	39.5%
非息收入	5.3%	25.0%	12.0%	10.0%	成本收入比	30.6%	31.3%	31.8%	32.5%
营业收入	5.2%	18.7%	9.6%	9.3%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	7.3%	20.7%	11.2%	11.2%	贷存比	99.8%	102.5%	105.3%	108.2%
拨备前利润	4.2%	17.9%	8.8%	8.3%	流动性比例-RMB	51%	-	-	-
税前利润	3.9%	10.2%	5.6%	7.9%	流动性覆盖率	114%	-	-	-
净利润	5.8%	6.5%	7.4%	7.9%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%	核心一级资本充足率	8.6%	8.6%	8.6%	8.3%
非息收入	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	一级资本充足率	9.4%	9.3%	9.2%	8.9%
营业收入	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%	资本充足率	12.5%	11.9%	11.8%	11.5%
业务管理费及营业税	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	其它数据				
拨备前利润	1.9%	2.1%	2.1%	2.0%	分支机构数量 (个)	1,432	1,459	1,487	1,516
当期计提准备金	-1.0%	-1.1%	-1.2%	-1.1%	员工总数 (人)	56,415	58,765	61,212	63,761
税前利润	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	贷款市场份额 (%)	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%
所得税	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	存款市场份额 (%)	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%
ROAA	0.78%	0.76%	0.74%	0.72%	零售存款市场份额 (%)	1.0%	2.4%	2.8%	3.2%
X (平均总资产/净资产)	13.6	13.3	13.2	13.3	总股本 (亿)	489	489	489	489
ROAE	11.8%	11.4%	11.0%	10.9%	可转债	-	-	-	-

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

图 51: 招商银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E		2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
损益表摘要 (RMB : 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	1,604	1,805	1,938	2,096	EPS (元)	3.19	3.72	4.24	4.85
非息收入	882	952	1,047	1,173	PPOPPS (元)	6.71	7.43	8.00	8.69
营业收入	2,486	2,757	2,986	3,269	BPS (元)	21.42	23.75	26.36	29.33
业务管理费及营业税	(792)	(887)	(973)	(1,082)	P/E	10.8	9.49	8.33	7.29
拨备前利润	1,692	1,873	2,017	2,190	P/PPOP	5.13	4.76	4.42	4.07
当期计提准备金	(608)	(665)	(635)	(607)	P/B	1.61	1.49	1.34	1.20
税前利润	1,084	1,208	1,382	1,584	股息派发率 (%)	29%	30%	30%	30%
净利润	827	939	1,069	1,222	股息收益率 (%)	2.73%	3.16%	3.60%	4.12%
资产负债表摘要 (RMB : 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	67,457	73,191	79,559	86,640	不良贷款率	1.36%	1.32%	1.28%	1.24%
贷款总额	39,330	43,460	47,806	52,348	关注+不良率	2.87%	-	-	-
其他生息资产	29,450	31,344	33,534	36,222	逾期90天以上/NPL	78.7%	-	-	-
总负债	62,021	67,162	72,869	79,197	不良生成率	0.63%	1.23%	1.23%	1.13%
存款余额	44,007	48,187	52,645	57,383	信用成本	1.58%	1.50%	1.30%	1.14%
其他付息负债	15,832	16,624	17,674	19,042	拨备覆盖率	358%	383%	395%	404%
股东权益	5,436	6,029	6,690	7,443	拨贷率	4.88%	5.06%	5.06%	5.01%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (%)				
总资产增速	7.1%	8.5%	8.7%	8.9%	贷款/总资产	58%	59%	60%	60%
净息差 (NIM)	2.57%	2.51%	2.46%	2.44%	存款/总负债	71%	72%	72%	72%
净利差 (Spread)	2.44%	2.26%	2.22%	2.20%	贷款结构				
存贷利差	3.68%	3.56%	3.49%	3.45%	对公贷款	45%	42%	39%	35%
生息资产收益率	4.34%	4.18%	4.16%	4.15%	零售贷款	51%	54%	57%	60%
贷款收益率	5.13%	5.05%	5.01%	4.99%	票据贴现	4%	4%	4%	5%
付息负债付息率	1.90%	1.92%	1.94%	1.95%	存款结构				
存款付息率	1.45%	1.49%	1.52%	1.54%	企业活期	41%	45%	48%	52%
年增长率 (%)					企业定期	23%	21%	18%	16%
贷款余额	10.3%	10.5%	10.0%	9.5%	储蓄活期	24%	24%	25%	25%
存款余额	8.3%	9.5%	9.3%	9.0%	储蓄定期	11%	11%	9%	7%
净利息收入	10.7%	12.5%	7.4%	8.1%	非息收入占比	35.5%	34.5%	35.1%	35.9%
非息收入	16.0%	8.0%	10.0%	12.0%	成本收入比	31.0%	31.4%	31.9%	32.5%
营业收入	12.5%	10.9%	8.3%	9.5%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	15.0%	12.0%	9.6%	11.3%	贷存比	89.4%	90.2%	90.8%	91.2%
拨备前利润	11.2%	10.7%	7.7%	8.6%	流动性比例-RMB	45%	-	-	-
税前利润	17.6%	11.5%	14.3%	14.6%	流动性覆盖率	138%	-	-	-
净利润	14.6%	13.6%	13.9%	14.3%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	核心一级资本充足率	11.8%	11.2%	10.7%	10.4%
非息收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	一级资本充足率	12.6%	11.9%	11.3%	10.9%
营业收入	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	资本充足率	15.7%	13.9%	13.3%	12.9%
业务管理费及营业税	-1.2%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	其它数据				
拨备前利润	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	分支机构数量 (个)	1,822	1,858	1,896	1,933
当期计提准备金	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	员工总数 (人)	74,590	74,064	73,541	73,022
税前利润	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%	贷款市场份额 (%)	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
所得税	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	存款市场份额 (%)	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%
ROAA	1.28%	1.34%	1.40%	1.47%	零售存款市场份额 (%)	2.2%	3.3%	3.5%	3.7%
X (平均总资产/净资产)	12.7	12.3	12.0	11.8	总股本 (亿)	252	252	252	252
ROAE	18.2%	17.5%	17.9%	18.3%	可转债	-	-	-	-

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼