

强于大市

银行业2020年中期策略

风物长宜放眼量，寻找盈利与让利的平衡

展望下半年，银行息差收窄趋势明确，但预计下半年收窄压力好于上半年。在经济逐步复苏、整体流动性宽裕背景下，货币政策呈现“总量宽松、边际收敛”趋势，预计全年新增信贷 20 万亿，对应信贷同比增速 13.2%，增速与上半年相近。考虑到经济对资产质量影响的滞后性以及疫情的反复性，我们认为下半年资产质量压力将有显现。目前板块估值对于 2020 年为 0.75x，仍处于历史较低水平，估值安全垫厚实，如果后续国内经济修复进程超市场预期，我们认为板块估值有望进一步修复。从中长期来看，板块具备低估值、高股息率(4.8%，2020 年)的特点，配置性价比凸显。个股方面，推荐基本面稳健、具备综合化优势的大行，基本面改善的低估值股份行(光大银行等)。

支撑评级的要点

■ 估值筑底，向上弹性关注经济改善进程

我们认为下半年货币政策呈现“总量宽松、边际收敛”趋势，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，全年新增信贷预计新增 20 万亿(对应 2020 年增速 13.2%，6 月末同比增 13.3%)。银行业资产质量压力在下半年或有显现，但系统性风险发生可能性低。从估值来看，目前银行板块动态 PB(2020 年)为 0.75x，仍处于历史较低水平，充分反映出市场对经济趋势、银行基本面走弱的悲观预期。我们认为国内经济渐进式复苏以及让利实体经济规模的明确有助于夯实银行板块估值底部，但疫情的反复性和外部经济的不确定性掣肘板块估值大幅修复的弹性，未来仍需关注经济修复进程。

■ 让利有度，以量补价

2020 年上市银行息差收窄趋势明确，考虑到企业经营的改善以及政策利率调降空间，我们认为下半年息差降幅趋缓，预计上市银行 2020 年息差较 2019 年收窄 10-15BP。规模方面，全年资产规模增速将呈现“先走高后企稳”趋势，预计生息资产规模同比增速较 2019 年(9%)提升至 10-11%，增速与上半年保持稳定。我们认为“以量补价”逻辑贯穿全年，但规模增速趋稳背景下，下半年规模扩张对收入的贡献将不及上半年，基于全年息差收窄 12.5BP 的假设，我们预计上市银行 2020 年营收增速较 2019 年(9.5%)收窄至 4.5%。考虑到资产质量压力，预计银行继续维持较大拨备计提力度，我们判断 2020 年信贷成本与 2019 年相近为 1.3%，预计 2020 年上市银行归母净利润增速较 2019 年(6.5%)下行至 2%-3%。

■ 个股筛选：精选优质个股，强者恒强

2019 年以来银行资本金补充加快，提升银行资产端扩张能力，但在经济下行周期，资产端优质资源成为各家银行比拼关键。我们认为两类银行有望脱颖而出：1) 综合性银行：例如大行，股份行中的光大银行、平安银行等，业务布局更为均衡，且综合服务能力强，在对公和零售业务均具备资源优势，风险把控严格、经营更加稳健；2) 精品银行：这类银行在零售或者对公领域具备独有优势，例如股份行中的招商银行，城商行的宁波银行、常熟银行。招商银行在零售市场建立护城河，早于市场布局零售业务，培育零售客户基础、提升客户粘性；宁波银行和常熟银行业务聚焦当地，有清晰、独特的客群定位，具备差异化竞争力。

■ 评级面临的主要风险：疫情反复使得经济超预期下行。

相关研究报告

《金融数据点评》20200712

《银行业零售专题报告》20200608

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

证券分析师：励雅敏
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

证券分析师：林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

目录

一、估值筑底，向上弹性关注经济复苏进程	5
1.1 银行板块走势回顾	5
1.2 下半年走势展望：估值筑底，关注经济复苏情况	9
二、让利有度，以量补价.....	14
2.1 息差：息差收窄持续，但压力减缓	14
2.2 规模：下半年规模扩张增速趋稳，信贷占比提升	16
2.3 手续费：疫情影响手续费收入表现，全年增速预计不及 2019 年	18
三、个股筛选：精选优质个股，强者恒强.....	20
3.1 资本实力充足，支持资产端的以量补价	20
3.2 资产端有效信贷需求以及资产质量表现决定盈利水平	20
工商银行	29
建设银行	31
招商银行	33
光大银行	35
平安银行	37
宁波银行	39
常熟银行	41

图表目录

图表 1. 2020 年上半年银行板块跑输沪深 300 指数	5
图表 2. 2020 年上半年银行板块涨跌幅排名 (27/29)	5
图表 3. 2 月 PMI 指数跌破荣枯线	6
图表 4. 2 月经济指标走弱	6
图表 5. 海外疫情新增患者情况	6
图表 6. 中美局势走向不定	7
图表 7. 疫情以来主要应对政策梳理	8
图表 8. 2020 以来 shibor 利率先降后升	9
图表 9. 4 月 -5 月中上旬逆回购操作暂停	9
图表 10. 2020 年预计新增信贷 20 万亿	10
图表 11. 2020 年信贷和社融同比增速预计超 2019 年	10
图表 12. 上市银行 1 季度不良生成率环比下行	10
图表 13. 银行行业 1 季度关注 + 不良率抬升	10
图表 14. 银行板块动态估值对应 2020 年 0.75x	11
图表 15. 上市银行估值对应隐含不良率约 12%	11
图表 16. 2014 年 GDP 增速下行	11
图表 17. 银行业 2014 年净利润增速显著下行	11
图表 18. 1 季度银行板块重仓占比下降	12
图表 19. 1 季度北向资金净流出	12
图表 20. 2 月以来 A 股银行股息率超理财收益率	13
图表 21. A 股银行股息率高于沪深 300 股息率	13
图表 22. 1 季度大行息差收窄更明显	14
图表 23. 预计 2020 年上市银行息差收窄 10-15BP	14
图表 24. 2020 年以来金融机构贷款收益率下行	15
图表 25. 2020 年以来 LPR 利率报价下行	15
图表 26. 中小微企业贷款增速	15
图表 27. 大行普惠贷款定价	15
图表 28. 中小银行同业负债成本改善明显	16
图表 29. 货基收益率下行	16
图表 30. 结构性存款占存款比重提升	16
图表 31. 5 月结构性存款发行平均利率为 3.67%	16
图表 32. 2019 年以来银行业 (全行业口径) 规模增速回升	17
图表 33. 1 季度大中型银行规模同比增速提升	17

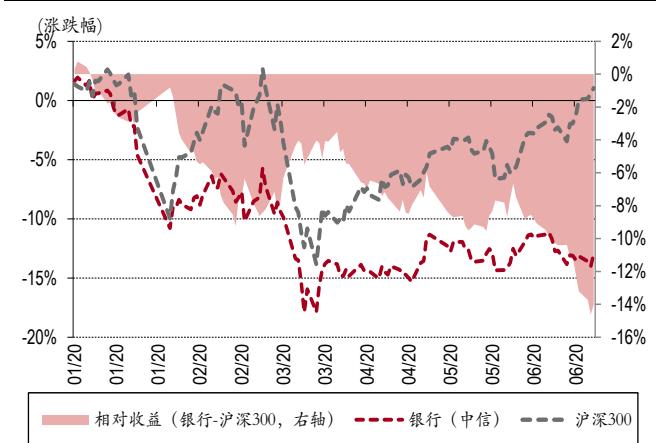
图表 34. 贷款增速超表内广义信贷增速	17
图表 35. 非信贷类资产投资增速放缓	17
图表 36. 2020 年 1-5 月居民信贷增量占比为 25%	18
图表 37. 2020 年零售信贷增速预计继续放缓	18
图表 38. 1 季度中小行手续费收入同比增速改善	18
图表 39. 2019 年银行卡、结算清算手续费收入占比提升	18
图表 40. 预计上市银行 2020 年营收同比增速约为 5-6%	19
图表 41. 预计上市银行 2020 年净利润同比增速约为 3-4%	19
图表 42. RWA 内生增速上限测算	20
图表 43. 上市银行 2019 年 RWA 实际增速 vs 内生增速	20
图表 44. GDP 增速下行	21
图表 45. 1 季度企业家信心指数明显下行	21
图表 46. 中国的消费贷/GDP 低于美国	22
图表 47. 居民杠杆率比较	22
图表 48. 大部分银行的零售贷款收益率高于对公	22
图表 49. 大部分银行的零售不良贷款率低于对公	22
图表 50. 上市银行零售贷款占比	23
图表 51. 上市银行零售条线营收占比	23
图表 52. 上市银行网点数量 (2019)	23
图表 53. 上市银行零售客户数 (2019 年)	23
图表 54. 上市银行金融牌照	24
图表 55. 2019 年银行个股涨跌幅表现	24
图表 56. 个股 ROE 及 PB 相关度	24
图表 57. 上市银行对公贷款占比 (2019)	25
图表 58. 上市银行对公贷款基建类贷款占比 (2019)	25
图表 59. 上市银行对公贷款存贷利差 (2019)	26
图表 60. 上市银行对公条线 ROA (2019)	26
图表 61. 城农商行不良贷款率 (2019)	26
图表 62. 城农商行拨备覆盖率水平 (2019)	26
附录图表 63. 报告中提及上市公司估值表	28

一、估值筑底，向上弹性关注经济复苏进程

1.1 银行板块走势回顾

银行板块 2020 年上半年（截至 6 月 30 日）下跌 13.0%，跑输沪深 300 指数 14 个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅在所有行业中排名 27/29。其中，在年报及 1 季报披露阶段，由于银行的业绩、基本面表现好于预期，银行指数短时间内小幅反弹，板块估值有所修复，但在经济下行压力持续、海外疫情蔓延等因素影响下，市场对银行股息差、资产质量的悲观预期仍主导板块走势，板块估值显著修复的弹性不足。

图表1. 2020年上半年银行板块跑输沪深300指数



资料来源：万得，中银证券

图表2. 2020年上半年银行板块涨跌幅排名（27/29）



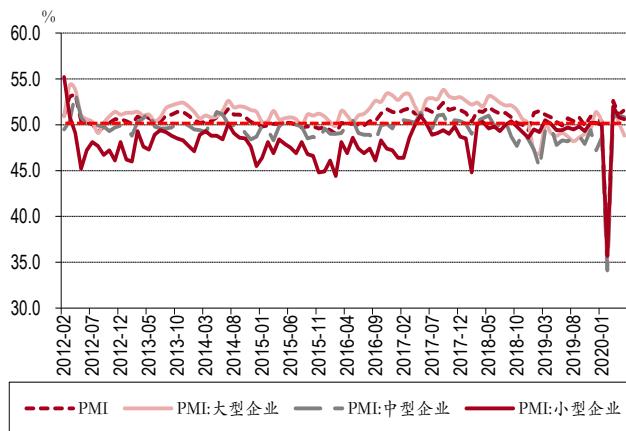
资料来源：万得，中银证券

我们认为银行板块上半年跑输大盘最重要的因素在于市场对内外部宏观经济的悲观预期，以及疫情应对政策下银行需让利实体经济，基本面边际走弱。从内部来看，1季度疫情对国内经济带来冲击，1季度GDP同比下行6.8%，无论是企业生产经营还是居民收入均受负面影响。从外部经济来看，海外疫情爆发时间晚于国内，但疫情持续时间以及疫情扩散程度较国内更甚，2020年海外经济衰退，因此市场也担忧海外经济疲弱对国内内需带来的挑战。此外，中美贸易也成为中长期问题，中美局势的不确定性加剧市场对国内经济的担忧。

（1）疫情对国内经济的冲击

从统计数据来看1季度国内经济运行不稳定，由于疫情给国内经济带来冲击，PMI、工业增加值和固定资产投资完成额等经济指标走弱，尤其在2月出现大幅波动。2月各类企业PMI跌破荣枯线，大型/中型/小型企业PMI明显下行至35.5、34.1、35.7；工业增加值/固定资产投资完成额累计同比下跌13.5%/24.5%。但随着企业复工复产推进，国内经济有望渐进式复苏，6月PMI为50.9，其中大型企业为52.1，中小型企业分别为50.2、48.9；工业增加值和固定资产投资累计值同比降幅自2月以来收窄，6月末分别同比下降2.8%、6.3%。

图表3.2月 PMI 指数跌破荣枯线



资料来源：统计局，中银证券

图表4.2月经济指标走弱

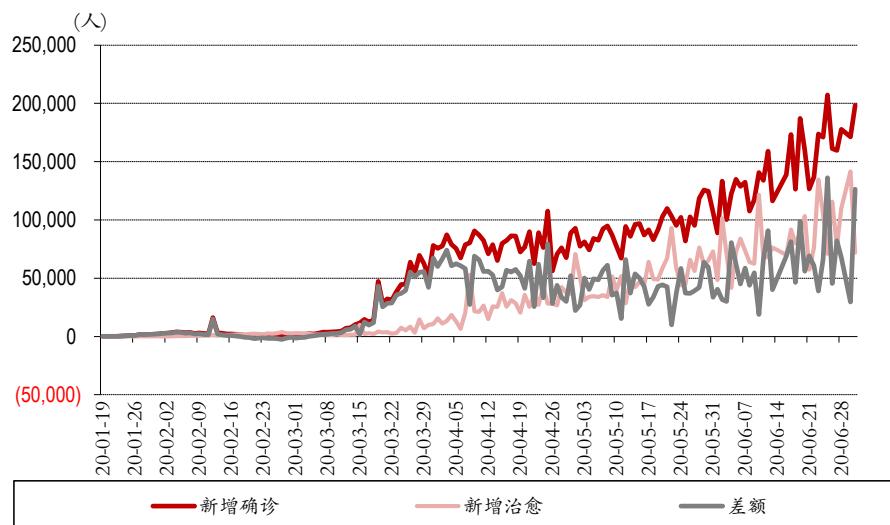


资料来源：统计局，中银证券

(2) 海外疫情蔓延，外部不确定性增加

海外疫情蔓延，尚未迎来拐点。海外疫情目前仍处于高发期，新增确诊病例数未出现明显下降。截至6月19日，海外累计确诊病例数为838.54万例，其中新增确诊病例为14.25万例，较前一周增长4.32%。总体来看海外疫情蔓延可以分为三个阶段，第一阶段为1月末至3月初的平稳增长期，第二阶段为3月上旬至4月的爆发期，第三阶段为4月以来的高速增长期。过去3个月中，海外新增病例数与新增治愈数呈平行增长态势，差额并未得到明显的缩减，加之“二次疫情”在拉美地区日益凸显，海外疫情形势愈发复杂，加大海外经济下行压力。

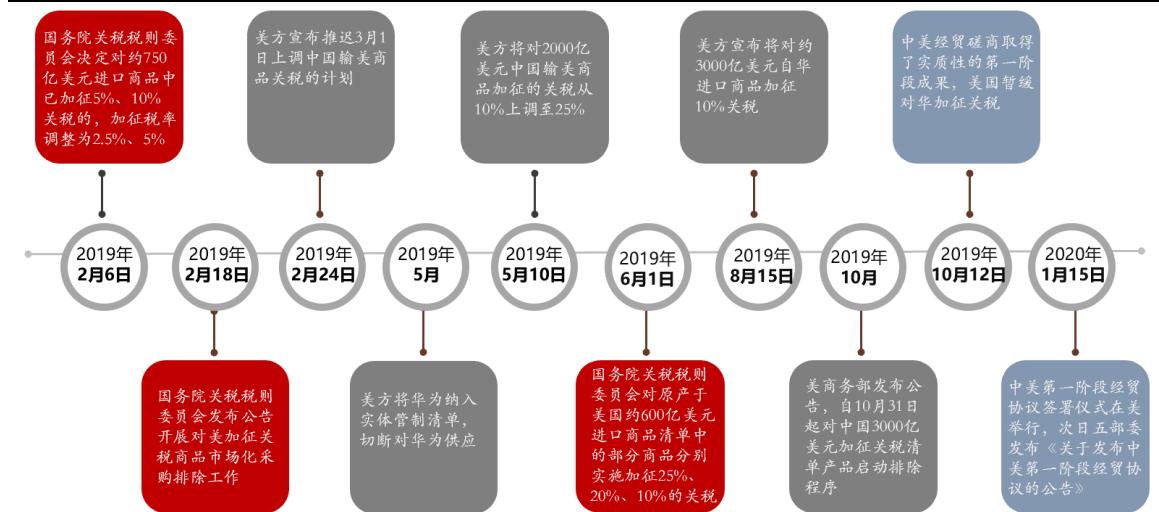
图表5. 海外疫情新增患者情况



资料来源：GitHub，中银证券

中美贸易局势不定。2019年中美贸易战持续拉锯，双方互相加征关税。2019年5月，美方对2000亿美元中国输美商品上调加征关税至25%，此外美国商务部还将华为及其附属公司纳入实体管制清单并切断相关核心零件的供应。对此，中方以加征部分美国进口商品关税作为回应，引起了美方进一步对自华进口商品进行关税加征。直至10月12日，中美达成第一阶段实质性贸易协议，加征关税暂缓。2020年6月，路透社报道美方将修改华为禁令，允许美国公司与华为联手研讨5G，贸易战暂时破冰，但我们认为中美贸易问题是长期问题，短期破冰并不代表不确定性的消除。在前期美方就中美贸易态度反复的基础上，中美双方的基础信任难破镜重圆，加之海外疫情形势严峻，疫情源头争论不休，未来中美贸易局势走向仍需进一步观察。

图表6. 中美局势走向不定



资料来源：证券时报，中银证券

(3) 政策引导银行让利实体经济，市场对银行基本面悲观持续

疫情对1季度经济带来冲击，为缓冲疫情影响，监管陆续出台积极措施。我们梳理疫情以来主要落地的政策，可以分为加大实体经济融资支持力度、降低实体经济融资成本，并且减轻暂时受疫情影响的企业债务偿还压力等方面。

从资金供给来看，疫情以来，央行3次降低存款准备金率，增加1.8万亿再贷款再贴现额度，创设直达实体经济的新型货币政策工具（普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划）来支持受疫情影响较大的中小企业。在积极的货币和财政政策支持下，上半年银行信贷积极投放，1-6月份人民币信贷（扣除非银）增量达12.3万亿，较2019年同期多增2.31万亿。

从价来看，2019年以来监管推进市场利率化改革，年初以来监管下调逆回购利率共30BP，政策利率的下行传导至贷款利率，降低实体经济融资成本。3月份金融机构一般贷款加权平均利率为5.48%，较年初下降26BP。另外，监管也下调再贷款再贴现利率为普惠小微提供优惠利率贷款。对于银行而言，资产端收益率的下行带来息差的收窄。

除了加大资金供给、降低融资成本，为减轻小微企业债务偿还压力，监管落地小微企业贷款延期还本付息、无还本续贷措施，易纲行长在陆家嘴论坛上表示，对于2020年底前到期的中小微企业贷款本金、2020年底前存续的中小微企业贷款应付利息，还本付息日期最长可延至2021年3月31日，要求金融机构对于普惠小微贷款实行应延尽延。加大对实体经济的资金支持、缓解债务偿还压力也有助于缓释银行自身资产质量风险。

整体来看，在金融机构让利实体经济的大背景下，尽管在疫情应对政策支持下银行资产端信贷积极投放，但实体融资成本的下降、部分利息确认的推迟使得银行收入端增速放缓，并且不良生成存在一定的滞后性，上半年市场对银行基本面的悲观预期持续。

图表7. 疫情以来主要应对政策梳理

政策分类	时间	监管机构	文件/政策	主要内容概括
量	2020/2/7	央行	电视电话会议部署专项再贷款支持疫情防控工作	设立3000亿元专项再贷款，向疫情防控重点企业提供支持，中央财政按企业获得贷款利率的50%进行贴息，实际利率低于1.6%
	2020/2/26	央行	电视电话会议部署金融支持中小微企业复工复产	新增5000亿元再贷款、再贴现额度，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷支持
	2020/3/13	央行	关于实施普惠金融定向降准的通知	央行决定3月16日实施普惠金融定向降准，并对符合条件股份行额外降准1pc，释放流动性5500亿元。
	2020/3/31	国务院	再贷款再贴现	增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元
	2020/4/3	央行	央行决定于2020年4月对中小银行定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率	对农村信用社、农商行、农合行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，共释放长期资金约4000亿元；将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%
	2020/5/6	国务院	推出和进一步完善相关政策加大稳企业保就业力度	提前下达1万亿元专项债新增限额
	2020/6/1	央行等	关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知	通过创新货币政策工具使用4000亿元再贷款专用额度，促进银行加大小微企业信用贷款投放，支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持
	2020/6/2	央行	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	五家大型国有商业银行普惠小微企业贷款增速高于40%。全国性银行要合理让利，确保小微企业贷款覆盖面明显扩大，综合融资成本明显下降；开发性、政策性银行要在2020年6月底前将3500亿元专项信贷额度落实到位，以优惠利率支持中小微企业复工复产；2020年力争新增再担保业务规模4000亿元
	2020/6/9	国务院	新增财政赤字和抗疫特别国债，确定新增财政资金直接惠企利民的特殊转移支付机制	新增财政赤字和抗疫特别国债共2万亿元资金直达市县
	2020/6/17	陆家嘴论坛	预计人民币贷款新增	央行行长易纲在陆家嘴论坛上表示，下半年货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近20万亿，社融规模增量将超过30万亿
价	2020/2/3	央行	公开市场业务交易公告[2020]第18号	开展1.2万亿元逆回购操作，操作利率降低10bp
	2020/2/15	国务院	联防联控机制新闻发布会	推动银行对小微贷款综合融资成本降低0.5个百分点以上
	2020/2/17	央行	公开市场业务交易公告[2020]第29号	开展2000亿元MLF操作，操作利率降低10bp
	2020/2/20	央行	2020年2月20日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率(LPR)公	1年期LPR为4.05%，较上月下降10bp。5年期LPR为4.75%，较上月下降5bp
	2020/2/26	央行	电视电话会议部署金融支持中小微企业复工复产	下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%
	2020/3/1	银保监会	关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的	地方法人银行积极配合政策性银行的新增信贷计划，以优惠利率向民营、中小微企业发放贷款
	2020/3/30	央行	公开市场业务交易公告[2020]第60号	央行将7天逆回购操作利率下降20bp至2.20%
	2020/4/20	央行	2020年4月20日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率(LPR)公	1年期LPR为3.85%，较此前的4.05%下调20个基点，5年期以上LPR为4.65%，较上次的4.75%调降10个基点
延期还本付息	2020/4/24	央行	公开市场业务交易公告[2020]第78号	央行开展561亿TMLF操作，操作利率2.95%，此前为3.15%
	2020/6/30	证券时报	再贷款再贴现利率下调	据多个信源称，央行近日发文决定于7月1日起下调再贷款、再贴现利率，支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率下调0.25个百分点至2%；此外，央行还下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%
	2020/3/1	银保监会	关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的	对于2020年1月25日以来到期的困难中小微企业，银行应给予临时性延期还本安排。还本日期最长可延至2020年6月30日
其他	2020/6/1	五部门联合印发	关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知	对于2020年年底前到期的普惠小微贷款本金、2020年年底前续存的普惠小微贷款应付利息，应给予一定期限的延期还本付息安排，最长可延至2021年3月31日，并免收罚息；给予地方法人银行办理的延期还本普惠小微贷款本金的1%作为激励
	2020/3/1	银保监会	关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的	努力提高小微企业信用贷款、中长期贷款占比和“首贷率”
	2020/6/19	银保监会	关于2020年推动小微企业金融服务“增量扩面、提质降本”有关工作的通知	五家国有大型银行力争普惠型小微企业贷款余额上半年同比增速不低于30%；邮储银行、股份制银行和地方性法人银行努力完成“两增”目标；开发银行、进出口银行要抓紧落实小微企业转贷款计划；截至2020年4月末，全国银行业普惠型小微企业贷款余额较年初增长9.62%，较各项贷款增速高3.71个百分点；有贷款余额的户数较年初增加133.42万户。2020年1-4月新发放的普惠型小微企业贷款利率6.07%，较2019年全年累计发放的普惠型小微企业贷款利率下降0.63个百分点。

资料来源：国务院、央行、银保监会，中银证券

1.2 下半年走势展望：估值筑底，关注经济复苏情况

展望下半年，我们认为在经济逐步复苏、整体流动性宽裕背景下，货币政策实行力度、操作节奏将较上半年有所收敛和放缓，呈现“总量宽松、边际收敛”趋势，监管将有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，全年金融机构新增信贷预计新增 20 万亿（对应 2020 年增速 13.2%，6 月末同比增 13.3%），全年信贷增速与上半年相近。对银行资产质量而言，考虑到经济对资产质量的滞后性，资产质量压力或有显现，预计不良生成速度和账面不良率将有上升，但发生系统性风险可能较低。在经济渐进式复苏、1.5 万亿让利实体的靴子落地情况下，市场对银行板块的悲观预期有所修复，目前板块估值对应 2020 年为 0.75x，但仍处于历史低位，如果后续国内经济修复进程超市场预期，我们认为板块估值有望进一步修复。从中长期来看，板块具备低估值、高股息率（4.8%，2020 年）的特点，配置性价比凸显，并且海外增量资金的流入有助于推动估值中枢的上行。

（1）政策定调积极，贷款和社融增速较 2019 年提升

1 季度市场资金利率下降，4 月以来货币政策边际收敛。受政策利率持续下降以及宽松资金面的影响，1 季度市场资金利率下行明显，显著低于 2019 年同期水平。但从 4 月以来，可以看到为遏制资金套利，央行对货币政策操作更趋谨慎，在 4 月暂停逆回购操作，直到 5 月 26 日才重启逆回购操作，但当日操作规模仅 100 亿元。从 5 月下旬开始，央行的公开市场操作回归常态化，我们认为这也表示央行有意将市场利率维持在合意区间，保持流动性的合理充裕。

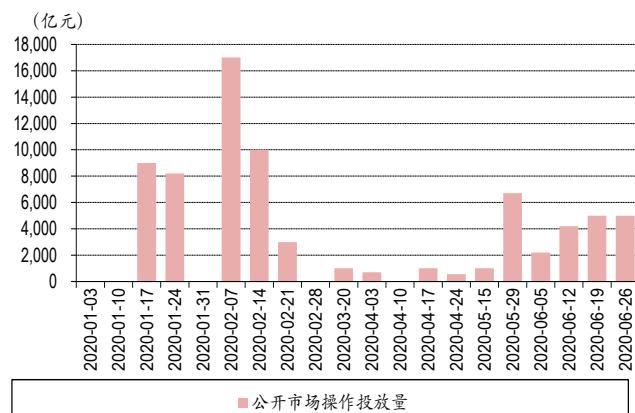
下半年货币政策保持流动性合理充裕，货币政策实行力度和操作节奏预计有所收敛和放缓。展望下半年，国内经济有望渐进式复苏，但外部经济形势依然复杂，疫情反复性和不确定性仍存，我们认为货币政策和财政政策会延续积极定调。年初以来宽松的货币政策也已显现成效，在经济逐步复苏、整体流动性充裕背景下，货币政策实行力度、操作节奏将较上半年有所收敛和放缓，将退出疫情防控特殊时期出台的超宽松货币政策，定调稳中求进以防范金融风险发生。从货币政策空间来看，我们预计下半年存在 0.5-1 个百分点的降准，以维护政府债和抗疫国债发行的市场流动性稳健；从政策利率来看，降幅将不及上半年，我们预计存在 10-15BP 的下行空间。

图表8. 2020 以来 shibor 利率先降后升



资料来源：万得，中银证券

图表9. 4 月-5 月中上旬逆回购操作暂停

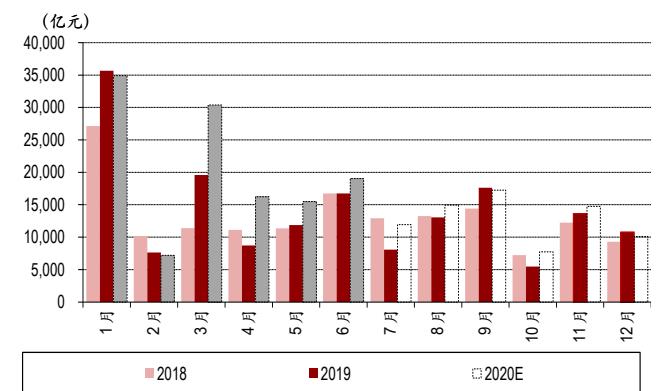


资料来源：万得，中银证券

2020 年信贷预计新增 20 万亿，对应增速为 13.2%，下半年呈现“总量宽松、边际收敛”趋势。信贷投放方面，在疫情冲击下，信贷对于托底经济的重要性凸显，监管推出了一系列强有力的货币政策以支持实体经济融资。展望下半年，我们认为“宽信用”局面将延续，但会呈现“总量宽松、边际收敛”趋势，货币政策更加注重“精准滴灌”。6 月 18 日，中国人民银行行长易纲在第十二届陆家嘴论坛上提到，2020 年全年新增人民币贷款规模约 20 万亿，与我们此前预测的基本一致，对应 2020 年同比增速为 13.2%，增速较 2019 年（12.5%）上行，但与 6 月（13.3%）保持稳定。

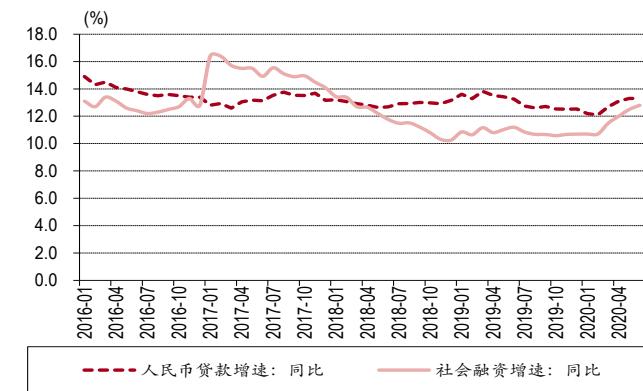
2020 年新增社融将超 30 万亿，增速不低于 11.9%。除了信贷，上半年企业债和地方债发行提速，带动 6 月社融同比增速提升至 12.8%，较去年同期增长 2.1 个百分点，创近两年新高。展望 2020 年，预计 2020 年社融增量超 30 万亿，同比增速不低于 11.9%，较 2019 年上行 1.2 个百分点。

图表10. 2020年预计新增信贷20万亿



资料来源：万得，中银证券

图表11. 2020年信贷和社融同比增速预计超2019年



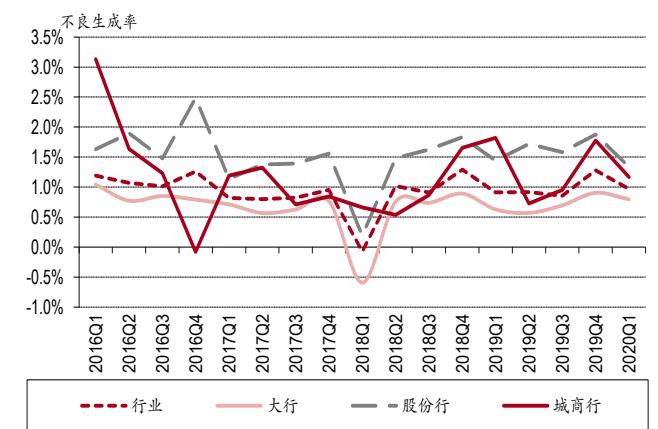
资料来源：万得，中银证券

(2) 行业资产质量压力或有显现，但系统性风险发生可能性低

1季度上市银行资产质量表现稳健。上市银行1季度不良率环比提升1BP；根据我们期初期末口径测算，上市银行1季度年化不良生成率环比2019年4季度下行29BP至1%。我们认为1季度上市银行资产质量总体平稳的主要因素在于监管对受疫情影响的企业、个人开展临时展期，同时疫情对资产质量的反映也存在滞后性。

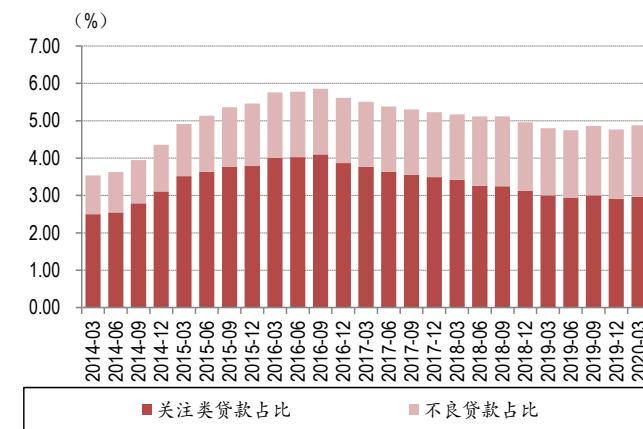
预计后续季度资产质量压力加大，不良生成速度有所提升。从前瞻性指标关注率来看，1季度商业行业（银保监会口径）的关注类贷款占比较2019年4季度提升6BP至2.97%，综合考虑关注类贷款占比以及疫情影响的滞后性，我们预计后续季度银行业资产质量压力加大，账面不良率和不良生成率均有抬升。我们判断2020年上市银行不良生成率较2019年上行15BP左右至1.15%，不良率从2019年的1.45%提升7BP至1.52%。尽管下半年行业资产质量压力将有显现，但大幅恶化的可能性比较低，主要的原因在于：1) 监管采取多种措施缓解中小企业资金压力，包括信贷积极政策、延期还本付息、创新性工具的创设等等；2) 银行在经历上一轮(2013-2014年)不良高发时期后，风险偏好收敛，同时也加强自身的风控能力和体系建设；3) 银行过去几年经营效益改善，不断夯实拨备基础加强风险抵御能力；因此，我们认为银行发生系统性风险的可能性低。

图表12. 上市银行1季度不良生成率环比下行



资料来源：公司财报，中银证券

图表13. 银行行业1季度关注+不良率抬升



资料来源：银保监会，中银证券

(3) 板块估值大幅修复弹性不足, 但高股息率配置价值凸显

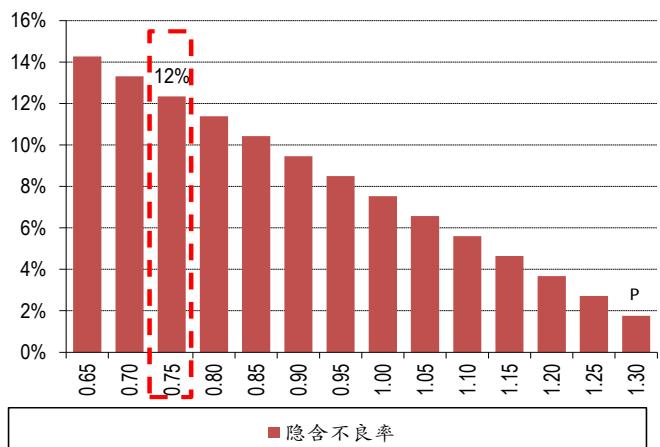
7月以来, 在国内经济渐进式复苏、1.5万亿让利实体的靴子落地情况下, 市场对银行板块的悲观预期有所修复, 目前板块估值对应动态PB为0.75x(2020年), 隐含不良率为12%, 板块估值仍处于历史较低水平。从银行板块2011年以来的动态估值表现来看, 估值明显低于0.7x的时间为2013年12月至2014年11月。回顾2014年, 国内宏观经济仍处于结构调整阶段, 国内GDP增长中枢下行。监管采取宽货币政策来刺激经济, 进行两次定向降准。但在国内经济下行背景下, 银行业基本面走弱, 资产规模扩张速度放缓以及不良资产的加速暴露使得板块净利润增速降至个位数。与2014年相比, 我们认为目前银行业绩的稳健性更强: 相较于2014年资产规模扩张增速下行, 我们认为在宽货币政策与实体融资支持政策引导下, 2020年银行资产端规模扩张速度快于2019年; 此外, 目前银行较2014年更为厚实的拨备基础也提升银行的风险抵御能力。因此, 同样在市场对经济、银行板块基本面存悲观预期情况下, 我们认为银行经营稳健性以及风险抵御能力的提升, 是目前板块动态估值高于2014年中枢水平的重要因素。展望2020年下半年, 宏观经济不确定性尚存, 且监管要求金融机构让利实体经济, 共同影响银行业基本面的走弱, 尽管7月以来板块估值有所修复, 但我们认为估值大幅修复弹性仍需观察经济复苏进展。银行板块近期监管明确了金融机构全年让利实体经济规模, 有助于释放市场悲观情绪、夯实板块估值底部。

图表14. 银行板块动态估值对应2020年0.75x



资料来源: 万得, 中银证券

图表15. 上市银行估值对应隐含不良率约12%



资料来源: 万得, 中银证券

图表16. 2014年GDP增速下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表17. 银行业2014年净利润增速显著下行



资料来源: 万得, 中银证券

6月18日国常会指出，要抓住合理让利这个关键，保市场主体，稳住经济基本盘。通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。市场对金融机构1.5万亿让利存在担忧，我们认为需要明确的是：

- 1) 此次对于让利的表态，再一次明确监管引导金融机构对于实际经济融资的支持的定力，短期内政策导向也不会改变；
- 2) 我们以社科院的杠杆率来倒推企业负债，2019年企业部分杠杆率为151.3%，名义GDP为89万亿，因此预计2019年企业部门负债规模为135万亿；从融资方式来看，企业贷款、企业债券融资、表外融资占比分别为70%、16%、14%。如果仅考虑银行部分让利，以贷款为主，预计让利规模为1万亿。此前市场对猜测让利部分直接体现在银行的营收/净利润，如果以让利1万亿来测算，商业银行2019年净利润规模约2万亿，利润减少1万亿意味着对2020年银行净利润增速负面影响50%；如果让利完全体现在营收，2019年36家上市银行净利润占商业银行净利润比重达82%，假设上市银行让利0.82万亿，对2020年上市银行营收增速的负面影响为17%（2019年上市银行营业收入达4.8万亿）。考虑到银行自身经营的稳健性以及对实体经济支持的可持续性，我们认为让利1万亿完全体现在营收或净利润的可能性低，让利除了通过实体融资成本下降来实现，还包括了延期还本付息、业务办理费用减免，以及体现在一定程度的风险暴露后银行处置不良资产对拨备的损耗。

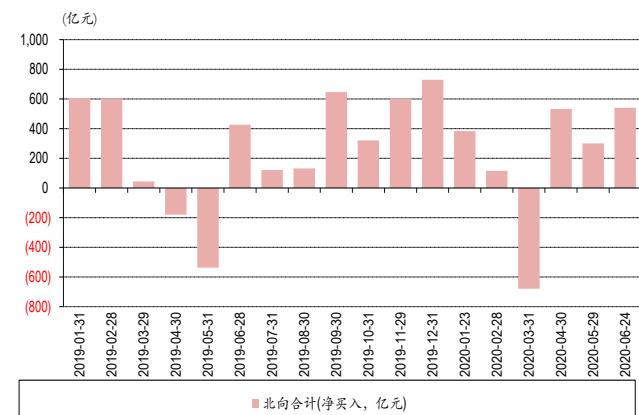
银行业1季度重仓持股比例明显低于标配。根据我们统计，2020年3月末银行板块的偏股型（偏股混合型、普通股票型）公募基金重仓比例为1.77%，低于标准配置（A股银行股流通市值占比约11%），并且较2019年末下降1.34个百分点。我们认为持仓占比下降的原因在于：1) 疫情发生后国内宏观经济承压，市场对经济走势和银行业资产质量预期偏悲观；2) 受境外流动性紧张的影响北向资金撤离A股市场，对银行股造成被动抛售。展望后续阶段，我们认为市场对银行基本面的负面预期较为充分，如果国内经济复苏进程好于预期，银行板块重仓比例有望低位提升。从海外增量资金来看，北向资金流入情况4月以来有所转好，我们认为中国的疫情防控、全年经济发展趋势均好于海外，相较于海外的负利率环境，A股股息率对海外资金存吸引力。银行作为低估值、高股息率的蓝筹股，从中长期来看，海外增量资金的流入利好板块估值修复。

图表18.1季度银行板块重仓占比下降



资料来源：万得，中银证券

图表19.1季度北向资金净流出

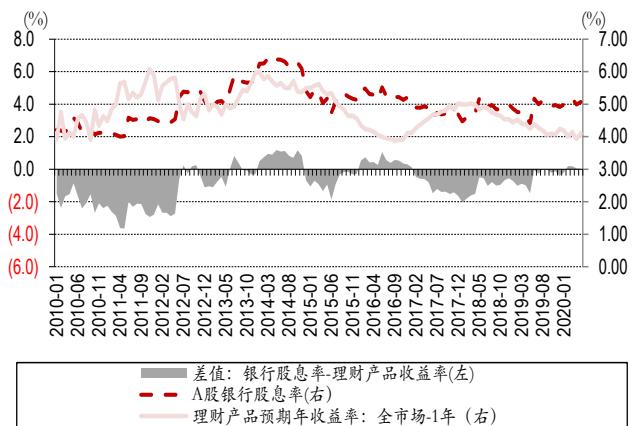


资料来源：万得，中银证券

银行股股息率重超理财收益率。在资管新规落地后，银行理财的期限错配、刚兑等问题受到监管，银行理财收益率呈现下行趋势，2020年5月1年期银行理财产品预期收益率较2019年12月继续下降13BP至4.10%，反观银行股的股息率保持相对平稳，2月以来银行股股息率（万得）已超理财收益率，5月末银行股股息率（万得）为4.13%。我们认为在期限错配监管以及流动性宽裕环境下，银行理财收益率难有大幅提升，银行股股息率的吸引力提升。

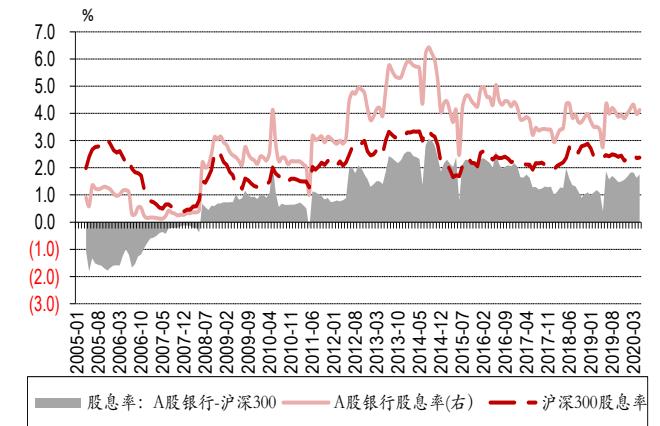
银行股股息率较沪深 300 收益率高 1.7 个百分点。相较沪深 300 股息率水平，2015 年下半年以来银行股股息率溢价一直处于 1% 以上的水平，截至 2020 年 5 月末，银行股息率（万得）为 4.13%，较沪深 300 股息率（2.37%）高出约 1.7 个百分点。

图表20.2月以来A股银行股息率超理财收益率



资料来源：万得，中银证券

图表21.A股银行股息率高于沪深300股息率



资料来源：万得，中银证券

二、让利有度，以量补价

2.1 息差：息差收窄持续，但压力减缓

2020年以来上市银行息差收窄，根据我们期初期末口径测算，1季度上市银行息差（利息净收入/生息资产日均余额）环比2019年4季度下行4BP至1.98%，其中资产端收益率（利息收入/生息资产日均余额）下行幅度（7BP）大于负债端成本率（利息支出/付息负债日均余额）的改善幅度（5BP）。从不同类型的银行来看，大行息差收窄更明显（5BP），股份行、城商行、农商行则分别收窄2BP、3BP、3BP。1季度出现息差收窄差异的原因主要在于负债端成本改善程度不同，同业负债占比更高的中小银行更受益于市场资金利率下行。

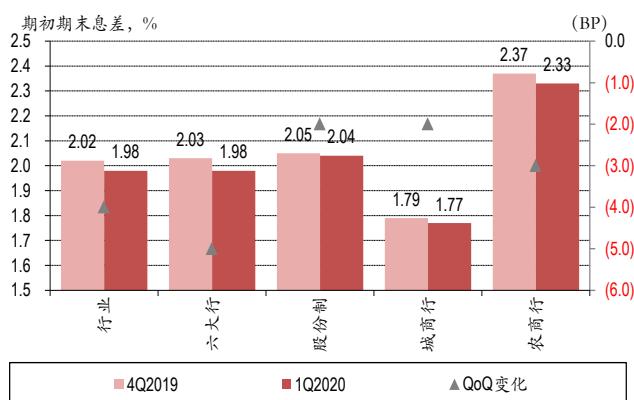
从下半年来看，在资产端收益率下行趋势明确背景下，我们认为行业息差将继续收窄，但下半年息差收窄压力较上半年将有减缓，预计上市银行2020年息差较2019年（2.02%）收窄10-15BP。尽管监管引导银行让利实体经济以共克时艰，但从银行自身经营的可持续角度来看，只有在相对稳健的盈利基础上才能够更好支持实体经济。上市银行1季度息差（期初期末口径）为1.98%，并不意味银行的息差依然存在大幅收窄空间。银行资产端的定价除了负债端资金成本，还需要考虑经营成本和风险成本。以银行1季度的息差为例，考虑到：

1季度上市银行的经营成本，用“业务管理费/生息资产”来衡量，为70BP；

1季度上市银行的风险成本：用“当期减值准备/生息资产”来衡量，为90BP；

上市银行1季度息差（期初期末口径，1.98%）在考虑了经营成本和风险成本后，息差收窄空间仅为40BP，收窄幅度有限（以上是基于1季度数据的静态测算，存在一定的偏差）。

图表22.1季度大行息差收窄更明显



资料来源：万得，中银证券

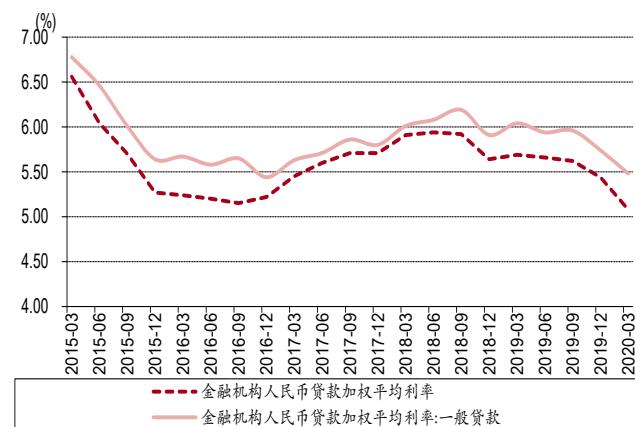
图表23. 预计2020年上市银行息差收窄10-15BP



资料来源：万得，中银证券

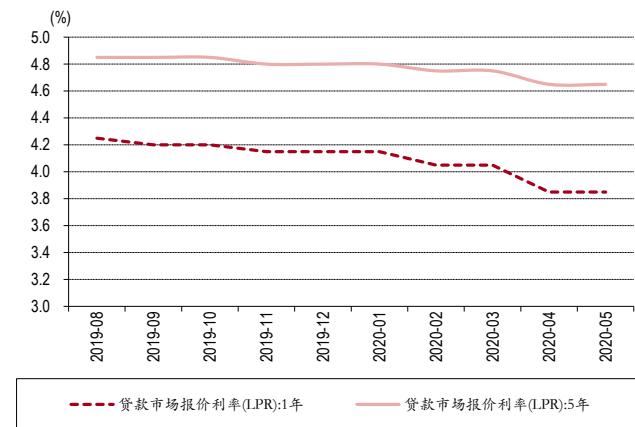
从资产端收益率来看，1季度宽货币政策接连落地，以及监管利率管控力度加大，实体经济融资成本已明显下行，1季度金融机构人民币贷款加权平均利率下降至5.08%（2019年为5.44%）。展望下半年，考虑到：1) 经济不确定性强，银行风险偏好难有提升；2) 利率市场化改革推进以及监管引导实体融资成本下降，上市银行资产端定价存在下行压力；3) 市场资金利率低位波动，非信贷类资产投资收益率下行；我们认为上市银行将通过资产结构调整或者投放期限较长的项目贷款来部分对冲资产端收益率下行的影响，但总体资产端收益率依然延续下行趋势。但趋势上看，随着经济逐步复苏以及监管更加注重经济复苏与金融风险防范的均衡，预计下半年政策利率调降幅度不及上半年，对资产端收益率带来的下行压力有所减小。

图表24. 2020年以来金融机构贷款收益率下行



资料来源：万得，中银证券

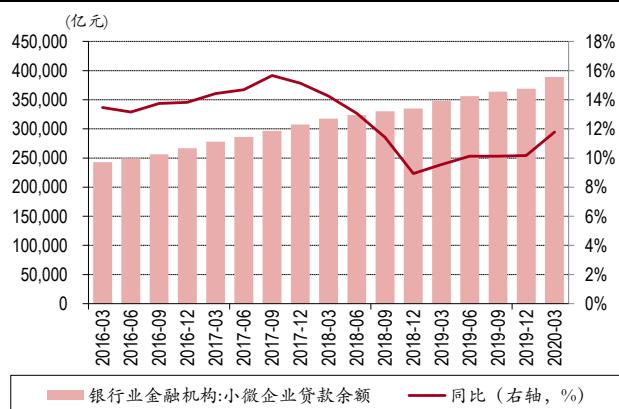
图表25. 2020年以来LPR利率报价下行



资料来源：万得，中银证券

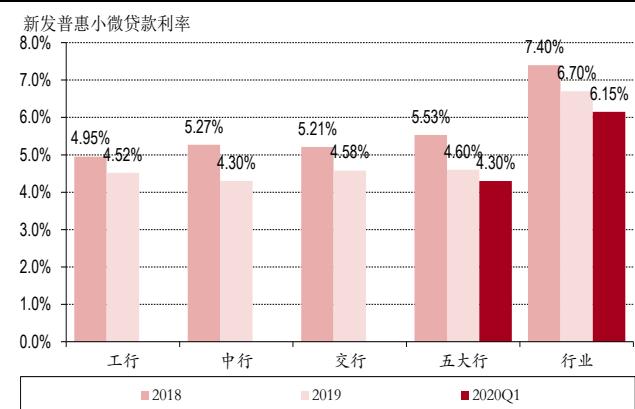
监管对银行普惠金融的考核将会持续，普惠贷款增速较2019年提升，定价下行幅度预计不及上半年。2019年以来包括普惠金融定向降准、“两增两控”目标设定、单户授信规模调整等措施的出台均旨在引导金融机构加大实体经济融资力度。2020年在疫情冲击下，监管对普惠金融的支持力度进一步加大，引导金融机构在小微企业贷款支持上实现量增、面扩、价降。其中，监管要求大行继续发挥头雁作用，2020年普惠型小微企业贷款增速要高于40%。实际上，2019年监管已要求国有大行普惠小微企业贷款增长30%以上，从最后结果来看，大行执行结果超监管要求，增速接近50%的水平。从2020年政策实行效果来看，1季度银行的小微信贷投放力度加大，1季度末小微企业信贷余额较年初增2万亿元，同比增速较2019年上行1.6个百分点至11.8%；定价方面，根据银保监会披露，1季度行业新发普惠贷款利率为6.15%，较2019年(6.70%)下行55BP；从五大行表现来看，1季度新发普惠贷款利率为4.30%，较2019年(4.60%)下行30BP。我们认为下半年普惠贷款定价将进一步下行，但考虑到普惠贷款潜在的资产质量风险、息差收窄对银行盈利带来的压力，我们认为下半年普惠定价降幅将不及上半年。

图表26. 中小微企业贷款增速



资料来源：万得，中银证券

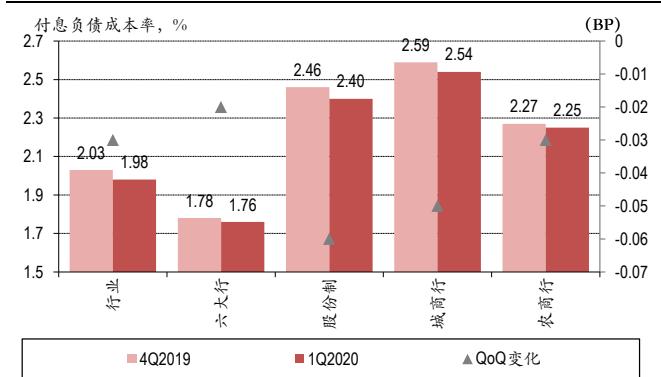
图表27. 大行普惠贷款定价



资料来源：万得，中银证券

从负债端来看，受益于市场资金利率的下行，1季度上市银行负债端成本率下降，尤其对于同业负债占比较高的中小行，其负债端成本率改善更为明显。展望下半年，宽资金面下市场资金利率预计维持低位，货基产品收益率的下降缓解银行市场化负债成本压力，此外高成本负债监管的出台也有助于上市银行负债端成本率的进一步改善。

图表28. 中小银行同业负债成本改善明显



资料来源：万得，中银证券

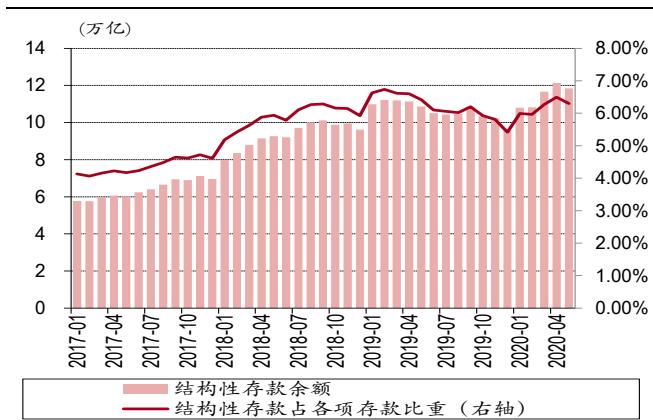
图表29. 货基收益率下行



资料来源：万得，中银证券

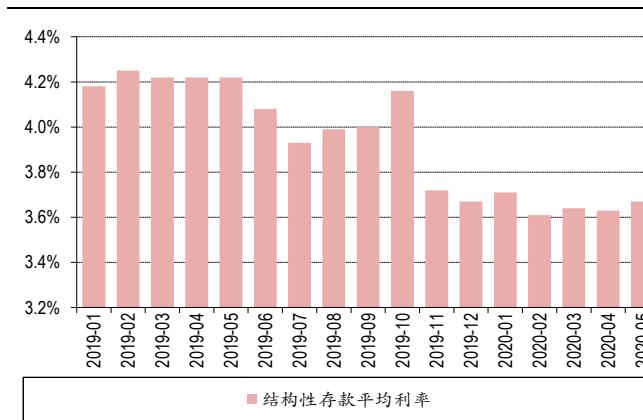
高成本存款产品监管力度加大缓解成本压力。2019年10月银保监会已下发《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，对结构性存款定义、银行发行结构性存款资格等进行约束，但银行结构性存款增速并未有明显放缓，2020年5月末结构性存款同比增9%，占存款比重较2019年末提升0.88个百分点至6.3%。近期北京银保监会正式发布《关于结构性存款业务风险提示的通知》，要求大型银行分行、股份行分行、城商行分行及辖内3家银行严控结构性存款总量及增速，逐月压降存款规模，并要求确保新发行的结构性存款切实杜绝“假结构”等问题。2020年在监管政策支持和引导下，实体经济融资成本已明显下降，甚至部分企业融资成本已低于结构性存款利率（根据融360，5月结构性存款发行的平均利率为3.67%），我们认为结构性存款监管趋严旨在打击资金套利行为；同时，存款结构中一般性存款占比的提升也有助于降低银行综合负债成本，缓解银行息差收窄压力以更好支持实体经济。

图表30. 结构性存款占存款比重提升



资料来源：万得，中银证券

图表31. 5月结构性存款发行平均利率为3.67%



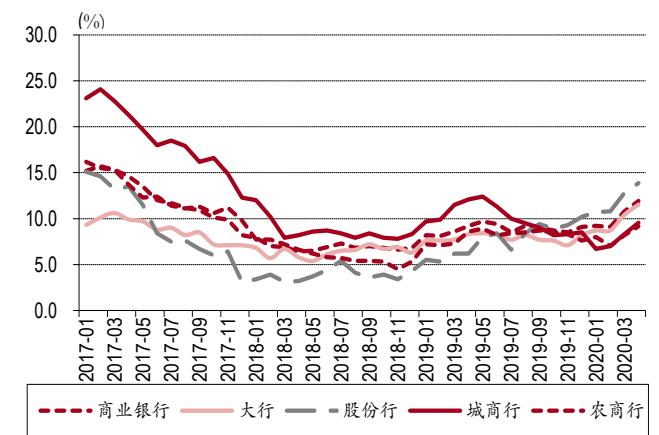
资料来源：万得，中银证券

2.2 规模：下半年规模扩张增速趋稳，信贷占比提升

在银行资金充裕、信贷积极投放情况下，1季度银行业规模扩张进一步提速。根据银保监会数据，1季度银行业（全行业口径）总资产规模同比增10.8%。其中，大行、股份行、农商行的同比增速较2019年提升2.2、2.6、0.6个百分点至10.4%、12.8%、8.2%；城商行同比增速小幅下行0.2个百分点至8.3%。展望2020年下半年，我们认为银行对实体经济融资支持力度不减，信贷会延续前五个月积极投放态势，在信贷拉动下，2020年资产规模扩张速度较2019年提升，我们预计上市银行资产规模同比增速较2019年9%提升至10-11%，全年规模扩张速度将呈现“先提升后趋稳”趋势。

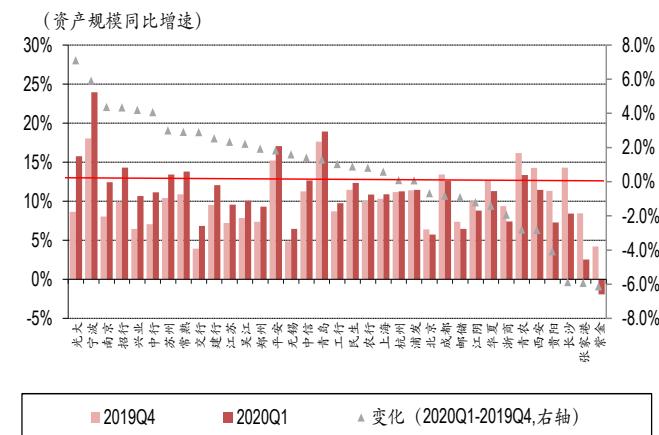


图表32. 2019年以来银行业（全行业口径）规模增速回升



资料来源：万得，中银证券

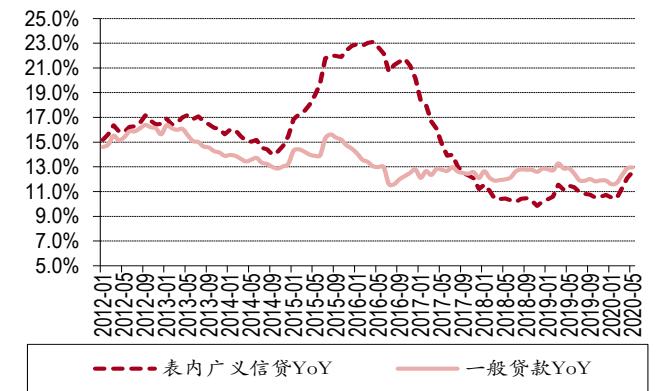
图表33.1 季度大中型银行规模同比增速提升



资料来源：万得，中银证券

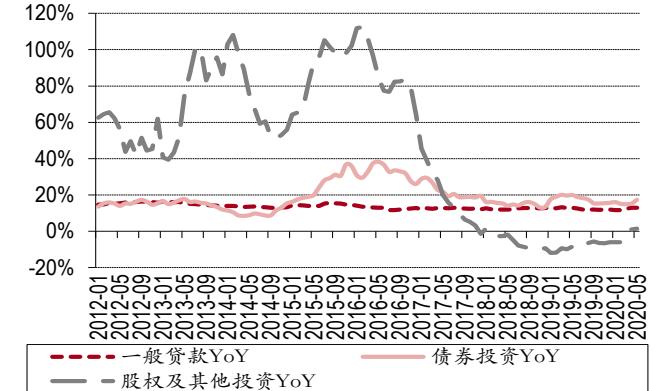
信贷是实体经济最主要的资金来源，并且在金融供给侧改革持续推进过程中，监管积极引导银行回归业务本源，预计信贷增速超广义信贷趋势将延续。考虑到信贷资源的重要性以及银行息差收窄压力下银行资产端结构的调整，我们预计2020年上市银行信贷规模扩张速度较2019年（11%）提升至（12-13%），且增速快于总资产规模，在资产配置中的比重会进一步提升。

图表34. 贷款增速超表内广义信贷增速



资料来源：万得，中银证券

图表35. 非信贷类资产投资增速放缓



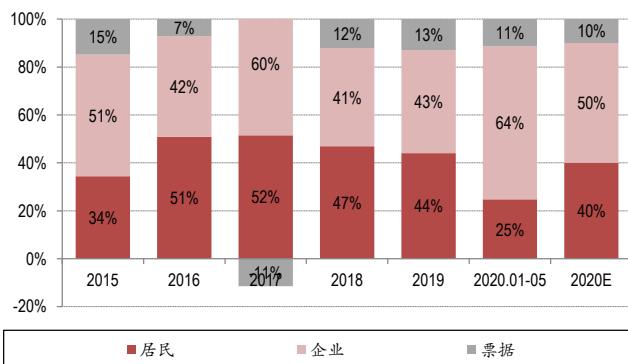
资料来源：万得，中银证券

从信贷结构上来看，预计2020年零售信贷增量占比（40%）不及2019年。1-5月新增人民币贷款（扣除非银）中，受疫情影响零售贷款占比仅为25%。展望2020年，我们认为随着线下业务开展情况的转好，后续零售信贷将有修复，但考虑到疫情对居民的收入预期和消费计划的影响，预计2020年新增零售信贷业务占比为40%，较2019年（43%）有所下降。从增速来看，5月末零售贷款（金融机构口径）同比增13.8%，基于全年零售信贷新增占比40%（8万亿）的假设，2020年全年零售信贷同比增14.5%，增速边际改善，但较2019年（15.5%）放缓。

从零售信贷结构上来看，我们认为按揭贷款占比有望进一步提升，主要的原因有：1) 按揭信贷资产质量较优：疫情对经济的冲击加大银行资产质量管控压力，而银行作为高杠杆行业，资产质量是影响银行盈利的重要因素，尤其在经济下行阶段，银行业务开展过程中更加重视资产投放的资产质量，因此按揭业务成为2020年银行零售业务优选；2) 非按揭类业务受疫情影响更大：1季度疫情对消费贷、信用卡业务带来冲击更为显著，尽管后续在经济渐进式复苏、消费刺激政策陆续出台下，相关业务有望转好，但疫情一定程度上影响企业、个人的收入预期以及消费习惯，预计2020年银行新增零售信贷中消费贷、信用卡贷款占比较2019年下降。



图表36. 2020年1-5月居民信贷增量占比为25%



资料来源：万得，中银证券

图表37. 2020年零售信贷增速预计继续放缓



资料来源：万得，中银证券

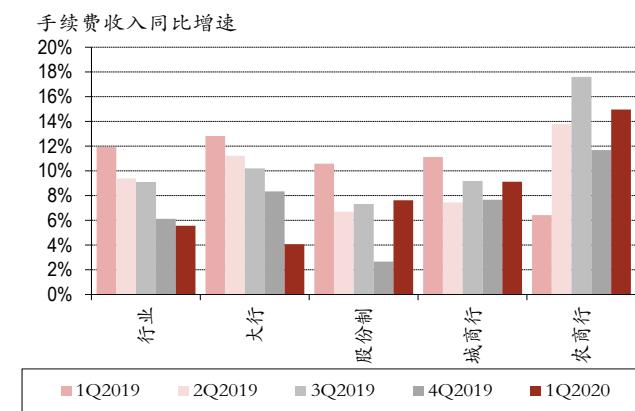
注：上述为金融机构口径

2.3 手续费：疫情影响手续费收入表现，全年增速预计不及2019年

1季度上市银行手续费净收入同比增5.6%，但不同类型银行表现存在差异，其中大行手续费收入同比增速较2019年放缓4.3个百分点至4.1%，但股份行、农商行和城商行手续费净收入同比增速较2019年提升5.0、3.3、1.5个百分点至7.6%、15.0%、9.1%。我们认为1季度大行手续费收入增速放缓主要因疫情对银行卡、结算清算手续费带来影响，而中小行手续费收入增速的改善预计受益于代销收入快增，以及理财业务调整逐步到位情况下、资管、投行等手续费收入表现改善。

展望后续季度，我们认为随着国内疫情管控成效的显现，银行卡、结算清算等业务收入增速较1季度将有提升，并且随着理财子公司的陆续展业，理财相关手续费收入有望继续修复，带动2020年手续费收入增速较1季度改善，预计2020年手续费收入增速约7-8%，但较2019年（9.4%）将有放缓。一方面，1季度疫情影响卡业务收入，预计2020年卡业务收入增速不及2019年；另一方面，疫情对企业经营的冲击也将影响企业结算业务相关收入，此外，监管已表态通过减少收费让利实体经济，2020年5月监管下发《关于进一步规范信贷融资收费，降低企业融资综合成本的通知》，积极推动有关部门和机构降低融资担保、抵押登记、信用评估等方面的服务收费。

图表38.1季度中小行手续费收入同比增速改善



资料来源：万得，中银证券

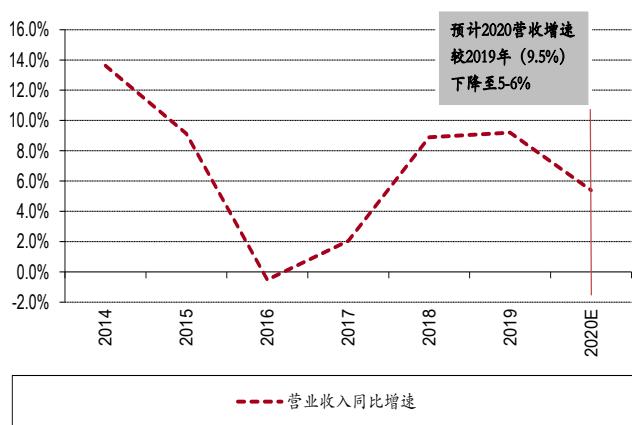
图表39. 2019年银行卡、结算清算手续费收入占比提升



资料来源：万得，中银证券

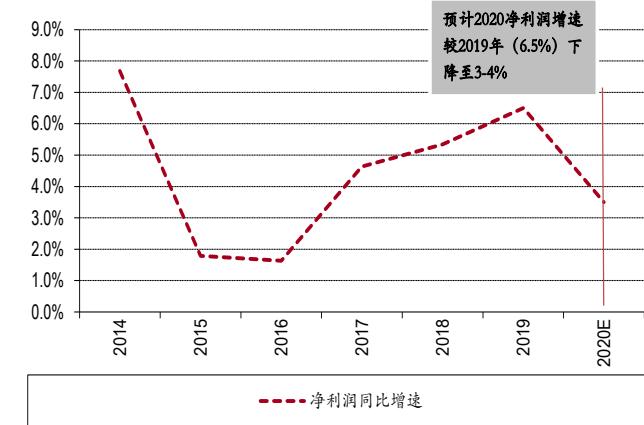
预计 2020 年营收同比增 4-5%，净利润同比增 2-3%。从银行业基本面来看，2020 年上市银行资产端扩张速度提升，预计同比增速在 10-11% (vs2019 年 9%)，结构上信贷占比进一步提升；息差受资产端收益率下行的影响，延续 1 季度收窄趋势，但下半年收窄速度较上半年放缓，预计上市银行 2020 年息差较 2019 年下行 10-15BP；疫情对 1 季度的卡业务、结算业务收入带来负面影响，预计后续季度手续费收入增速将有改善，但全年手续费增速较 2019 年 (9.4%) 放缓至 7-8%。资产质量方面，考虑到经济下行压力以及疫情的不确定性，预计下半年不良生成速度将有提升，判断全年不良生成率较 2019 年提升 15BP 至 115BP。如果假设 2020 年息差收窄 12.5BP，我们预计 2020 年上市银行营收增速较 2019 年 (9.5%) 收窄至 4-5%。考虑到 2020 年不良生成率上行压力，预计行业将维持较大拨备计提力度，我们判断 2020 年信贷成本与 2019 年相近为 1.3%，预计 2020 年上市银行归母净利润增速较 2019 年 (6.5%) 下行至 2-3%，其中大行/股份行/小行的净利润增速区间分别为 1-2%、4-5%、6-7%。

图表40. 预计上市银行 2020 年营收同比增速约为 5-6%



资料来源：万得，中银证券

图表41. 预计上市银行 2020 年净利润同比增速约为 3-4%



资料来源：万得，中银证券

三、个股筛选：精选优质个股，强者恒强

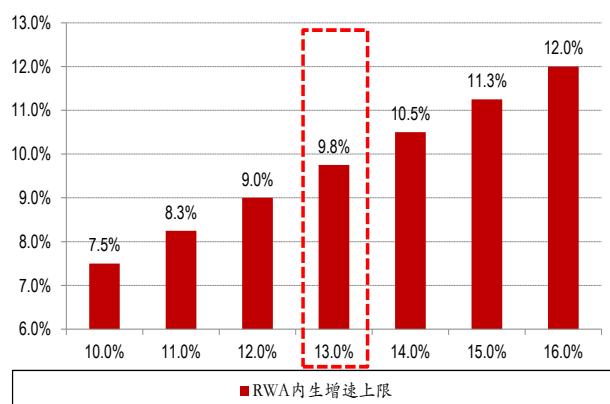
我们认为 2020 年下半年监管会继续引导银行让利实体经济，包括积极的融资支持、引导融资成本下降、减免业务费用等等，对于银行而言，需要在盈利和让利中寻找平衡以实现可持续发展。从个体表现来看，我们认为满足以下两个条线的银行能够在让利实体的大背景下实现更稳健的业绩增长：

3.1 资本实力充足，支持资产端的以量补价

2020 年行业息差收窄趋势明确，银行通过以量补价模式以保持营收端的相对稳定，但业务扩张加快对银行资本金要求提高。我们对目前 ROE 水平下的风险加权资产 (RWA) 增速上限进行了测算，考虑 25% 的分红率，2019 年行业 13% 的 ROE 能够支撑 9.8% 的规模增速同时使得资本充足率水平维持稳定。实际上，2019 年以来，上市银行已加快资本补充进程，行业整体资本充足率提升 (2019 年末为 14.64%)，实体经济融资支持能力进一步增强。

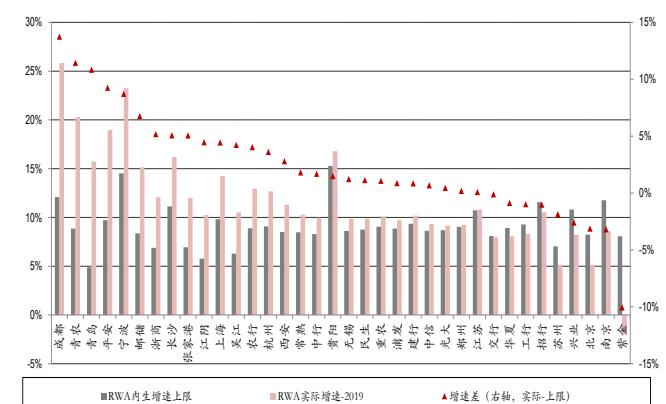
从各家上市银行的测算情况来看，内生增速明显高于实际 RWA 增速的银行中，除了次新股，主要有南京、北京、兴业、招行、工行。这五家银行 2019 年末的核心一级资本充足率为 8.9%、9.2%、9.5%、12.0%、13.2%，一定程度上也反映出上述银行未来资产端扩张速度提升的潜力较大；相反，实际增速较内生增速偏离度大的主要是中小行（包括成都、青岛、青农、平安等），结合核心一级资本充足率情况来看，上述中小行 2019 年末的核心一级资本充足率为 10.1%、8.4%、10.5%、9.1%，除了青岛银行相对接近监管要求 (7.5%)，我们认为其余银行的资本金短期内均能够支持资产端的扩张。

图表42. RWA 内生增速上限测算



资料来源：万得，中银证券

图表43. 上市银行 2019 年 RWA 实际增速 vs 内生增速

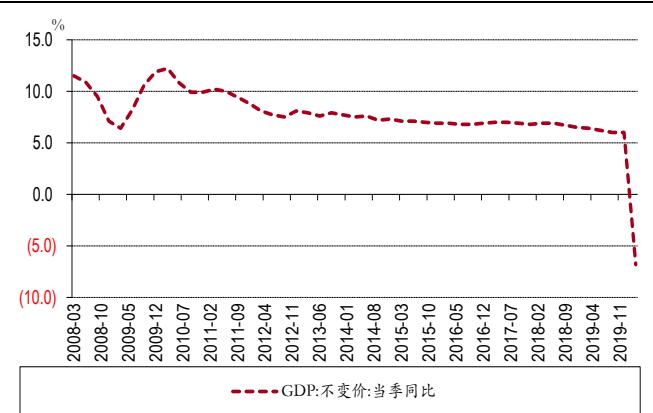


资料来源：万得，中银证券

3.2 资产端有效信贷需求以及资产质量表现决定盈利水平

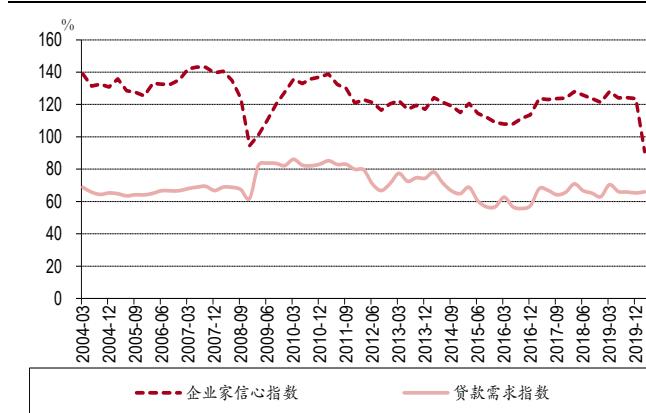
2020 年国内经济仍处于稳步下行通道，资产端有效信贷需求相对匮乏。2020 年 1 季度突如其来的疫情对国内经济带来冲击，1 季度 GDP 同比下跌 6.8%；从企业家信心指数来看，1 季度指数为 91%，较 2019 年 (123%) 明显下行，反映了经济活跃度与企业信心的不足。2020 年的经济增速较 2019 年放缓，根据中银国际证券宏观组的预测，2020 年国内 GDP 增速预计为 1.4%，2-4 季度的 GDP 增速预计分别为 2.4%、4.7%、5.2%。因此，相较于 2019 年，2020 年银行资产端的有效信贷需求更为匮乏。

图表44. GDP 增速下行



资料来源：万得，中银证券

图表45.1 季度企业家信心指数明显下行



资料来源：万得，中银证券

在资本金能够支撑资产端信贷扩张基础上，优质信贷资源成为各家银行比拼要素。我们分别从零售和对公信贷来选择存在相对优势的个股。从零售业务资源比较来看，我们更加看好客户资源禀赋以及综合化服务优势的银行。从对公资源来看，由于大行、股份行较城农商行的业务区域分布更加分散，区域特性不及城农商行，我们将对公资源比较进行分组分析。从对公信贷筛选角度，在2020年基建投资需求明确背景下，大中型银行我们看好在基建领域具备优势的银行；从政策支持的小微业务领域，考虑到资产质量对盈利的重要性，我们选择具备区域经济优势、资产质量表现优异的城农商行。

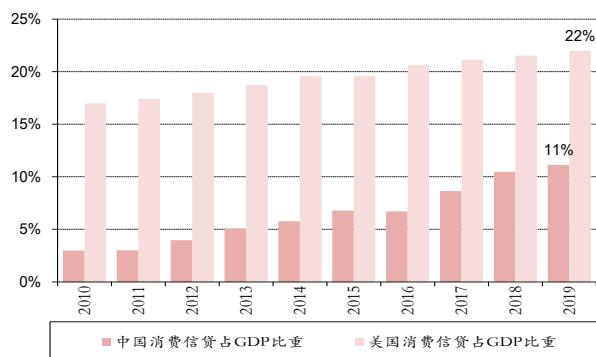
✓ 零售业务资源：

尽管1季度银行零售业务开展受疫情影响更为显著，但随着居民出行限制的放开、促消费政策的陆续落地、银行线下拓客的不断开展，预计2季度以来零售业务增速将有显著修复。并且从中长期来看，我们认为银行零售转型仍是大趋势，包括的原因有：

(1) 经济增速下行，对公信贷难有反转性增长。对公业务是传统银行业务的压舱石，对营收、利润的贡献占半壁江山，但过去几年，在经济下行压力加大，以及基建增速放缓、房地产调控持续背景下，对公业务增长放缓。从中长期来看，随着国内经济体量的不断增大，我们认为未来一段时间，国内经济将处于稳步下行阶段。而对公信贷需求与经济发展趋势的相关性强，同时国内经济仍存在结构性调整，部分产能过剩行业的信贷融资需求不足。在经济增速放缓以及去杠杆推进下，我们认为对公信贷难有反转性增长。

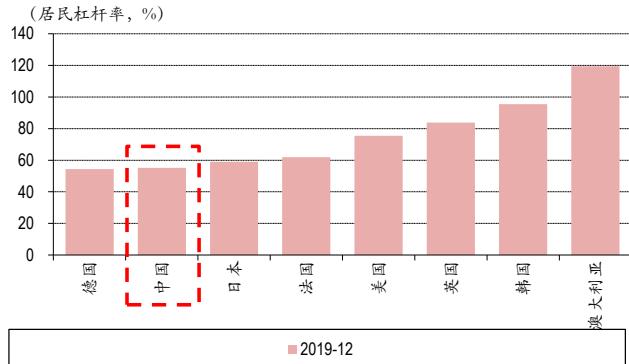
(2) 零售信贷仍存较大发展空间。反观零售业务，2014年以来国务院出台多项政策促进消费升级，为消费金融的发展带来了机遇。过去几年银行纷纷加入消费金融蓝海市场，消费贷、信用卡贷款市场竞争加剧。即使近几年我国消费贷市场快速发展，但截至2019年末，国内消费信贷在GDP中的占比仅为11%，和美国22%的占比水平依然存在较大差距。此外，虽然我国的居民杠杆率不断提升，2019年末BIS公布的我国居民杠杆率为55.2%，但还是低于日本(59.0%)、美国(75.4%)、英国(83.8%)等国家，上述对比数据也反映出国内消费贷款市场仍存在较大发展空间。

图表46. 中国的消费贷/GDP 低于美国



资料来源：万得，中银证券

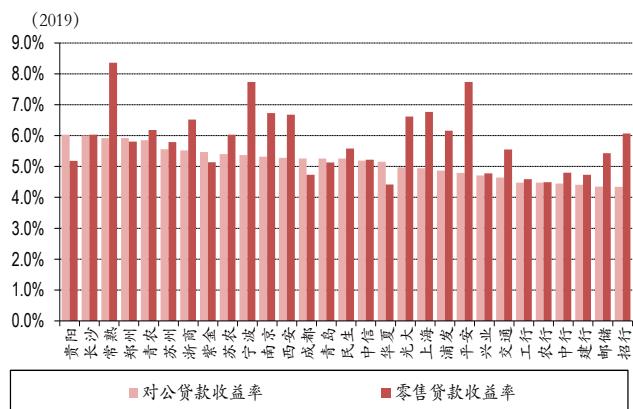
图表47. 居民杠杆率比较



资料来源：万得，中银证券

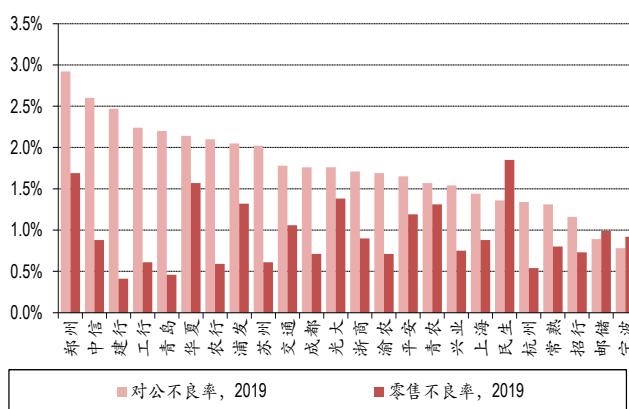
(3) 零售业务考虑资产质量后的回报率优于对公。一方面，零售信贷收益率水平高于对公，具备零售业务优势的银行，息差的收窄幅度和速度有望小于同业。另一方面。零售业务的资产质量表现优于对公。从上市银行表现来看，大部分银行的零售贷款不良率都明显低于对公。我们认为零售贷款的单户金额更低，关联度更低，因此风险也更加分散。我们通过测算发现，在扣除拨备以后，大部分银行的零售资产回报率高于对公。

图表48. 大部分银行的零售贷款收益率高于对公



资料来源：万得，中银证券

图表49. 大部分银行的零售不良贷款率低于对公



资料来源：万得，中银证券

从上市银行零售业务表现来看，大行以及股份行中的招行、平安、光大等银行，无论从零售贷款占比还是零售收入贡献度来看，均为行业靠前水平，并且零售客群数量大。我们认为上述银行的零售获客优势以及较强的综合化服务能力奠定了零售市场竞争优势。相对而言，城、农商行的零售转型起步晚、业务基础不及大中型银行，但以宁波银行、常熟银行为代表的中小银行，依靠本土品牌优势以及客户资源优势，业务聚焦当地，开辟出独具特色的小微零售发展路径。需要注意的是，零售业务客群培育和粘性培养需要时间，零售业务具备一定的护城河，因此具备零售业务先发优势的银行短期内难以被超越。

图表50. 上市银行零售贷款占比



资料来源：万得，中银证券

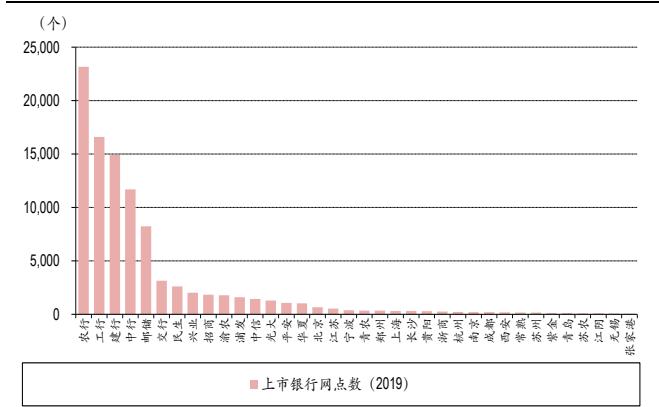
图表51. 上市银行零售条线营收占比



资料来源：万得，中银证券

(1) 从客户资源禀赋的角度来看：由于网点布局广，大行拥有更加庞大的线下客户基础。对于招行、平安、光大为代表的股份行，传统物理网点数量落后于大行是客观事实，短期内难以改变，因此，获客渠道的多元化成为中小行弥补短板的重要途径，这类银行能够通过集团资源优势、金融科技布局线上获客来实现客户的拓展。对于地方性银行而言，在物理网点数量、金融科技方面上均不占优势，但具备区域品牌优势以及当地客户信息优势，掌握区域核心优质客户资源。这类城、农商行在零售业务比拼中，需要形成差异化竞争优势，有清晰、独特的客群定位（例如宁波专注工薪稳定的高信用客群、常熟定位小额贷款客群），深耕当地市场来实现零售市场竞争力的提升。

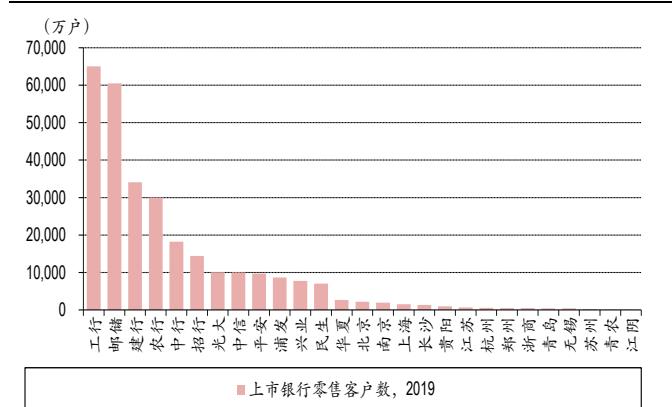
图表52. 上市银行网点数量 (2019)



资料来源：万得，中银证券

注：邮储为自营网点

图表53. 上市银行零售客户数 (2019年)



资料来源：万得，中银证券

注：仅部分银行公布零售客户数据

(2) 从客户综合化服务来看：金融牌照齐全的银行能够发挥协同效应，实现客户资源共享的同时加强客户粘性。大行均拥有证券、投行、保险、租赁、基金牌照；股份行中，光大、平安等银行的牌照较为齐全。多牌照的银行能够以客户为中心形成一体化账户，大幅提高便捷性和客户体验，增强客户粘性。

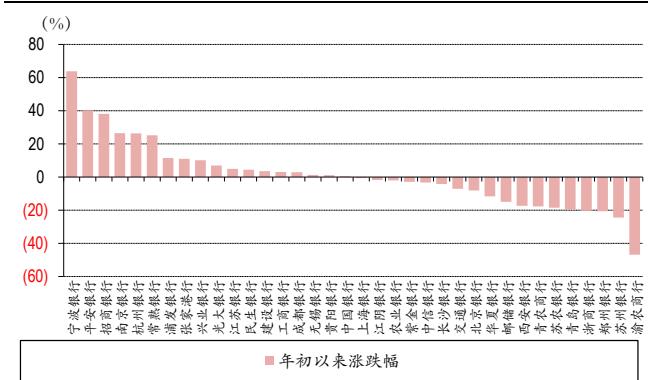
图表54. 上市银行金融牌照

证券		保险		基金		租赁		信托		投资		资管	
工行	工银国际	工银安盛人寿		工银瑞信基金		工银金融租赁				工银金融资产投资		工银理财	
		建信人寿											
建行	建银国际	建信养老		建信基金		建信租赁		建信信托		建信投资		建信理财	
		建信财险											
中行	中银国际控股/	中银保险		中银基金	中银航空租赁				中银集团投资			中银理财	
		中银集团保险			中银金融租赁				中银资产				
	中银国际证券	中银人寿	中银三星人寿										
农行	农银国际	农银人寿		农银汇理基金	农银金融租赁				农银金融资产投资		农银理财		
邮储											中邮理财		
交行	交银国际控股/	交银保险	交银施罗德基金	交银金融租赁		交银国际信托		交银金融资产投资		交银理财			
	华英证券	交银康联人寿											
招行	招银国际	招商信诺人寿		招商基金	招银金融租赁						招银理财		
中信						中信金融租赁			信银投资		信银理财		
民生	民银国际			民生加银基金	民生金融租赁								
兴业	华福证券	—间接		兴业基金	兴业金融租赁		兴业国际信托				兴银理财		
浦发	浦发国际控股				浦银金融租赁		上海信托						
光大					光大金融租赁			光银国际投资		光大理财			
华夏					华夏金融租赁								
平安					平安集团								
北京		中荷人寿保险		中加基金	北银金融租赁								
南京				鑫元基金	江苏金融租赁						南银理财		
宁波				永赢基金	永赢金融租赁						鑫汎资产管理		
上海	上银国际			上银基金							宁银理财		
江苏					苏银金融租赁						永赢资产管理		
杭州											上银国际资产管理		
青岛					青岛青银金融租赁						上银瑞金资本管理		
渝农					渝农商金融租赁						苏银理财		
											杭银理财		
											青银理财		
											渝农商理财		

资料来源：万得，上市公司公告及中银证券

从估值角度来看，零售标签银行存在一定的估值溢价。从个股涨跌幅表现来看，2019年以来涨幅最好的银行分别是宁波、平安、招行，2019年以来（截至2020年6月24日）股价分别上涨64%、40%、38%，这几家银行均在零售市场竞争中崭露头角。同时，市场对于具备零售特色的银行给予一定的估值溢价，通过PB-ROE相关图可以看到，宁波、招商、常熟、平安的估值溢价明显。我们认为这几家银行的估值溢价反映出市场对零售业务潜在发展空间的看好，以及对零售业务更高资产回报率的认可。

图表55. 2019年银行个股涨跌幅表现



✓ 对公业务资源：

尽管近年来银行业零售转型不断推进，但目前对于银行而言，对公业务仍然占据半壁江山，并且对公业务对存款的重要性不言而喻。银行在经历上一轮（2012-2015年）对公资产质量风险暴露周期后，主动调整对公信贷业务和结构，压降风险高发的制造业、批发零售业贷款。经过银行的积极调整，对公信贷资产质量包袱减轻。2019年以来，在基建加码、中小微企业支持下，银行对公信贷投放速度提升。2020年一季度金融机构新增企业信贷7.82万亿元，较去年同期多增2.5万亿元，并且新增企业信贷中，中长期信贷占比达53%。

展望2020年下半年，我们认为在国内经济下行压力仍存背景下，逆周期调节将会持续发力，财政政策将更加积极有为。今年政府工作报告中提到新增财政赤字规模和抗疫特别国债2万亿元，并强调刺激消费的同时扩大有效投资，重点将投向“两新一重”，带来了基建、先进制造业等相关领域机会。

从银行信贷结构来看，上市银行对公贷款占比均保持40%以上。不同类型来看，城农商行以对公业务为主、业务深耕当地，对公贷款占比较大行和股份行更高。考虑到业务区域分布特点以及客户特点差异，我们将对大行及股份行、城农商行进行分组来比较对公信贷资源优势。

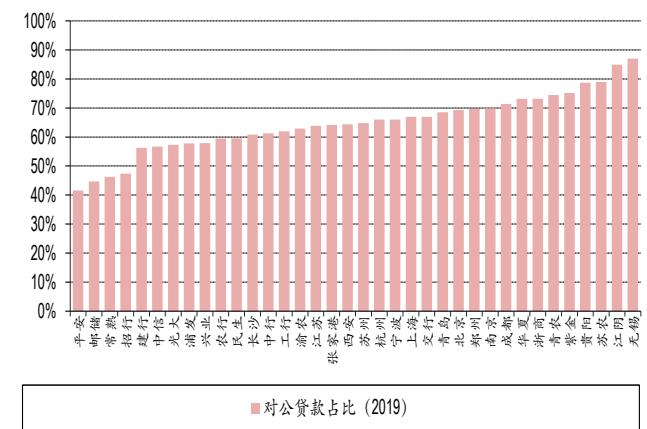
(1) 大行及股份行：

从大行以及股份行来看，其主要的对公客户以大中型国企为主，考虑到客户特点以及积极的财政政策带来的基建需求，我们主要从基建贷款占比以及对公业务回报率来比较对公业务优势。

从基建+租赁占对公信贷比重来看，大行中的工行、农行、建行占比较高，其对公贷款占比分别为62%/59%/56%，其中基建+租赁与商务服务贷款占比分别达33%/31%/26%，为国有大行中较高水平。股份行中的光大等银行占比较高，以光大为例，其对公贷款占比分别为57%，其中基建+租赁与商务服务贷款占比达21%。

从对公资产综合盈利能力来看，大行中的工行表现亮眼，其对公条线ROA高达1.55%，显著高于大行平均水平，放之整个同业也属于领先地位。工行的对公存贷利差达3.05%，是高ROA的重要贡献因素。股份行中，招行、民生等对公盈利能力较强，其对公ROA分别为1.46%/1.15%，位于可比银行前列。

图表57. 上市银行对公贷款占比（2019）



资料来源：万得，中银证券

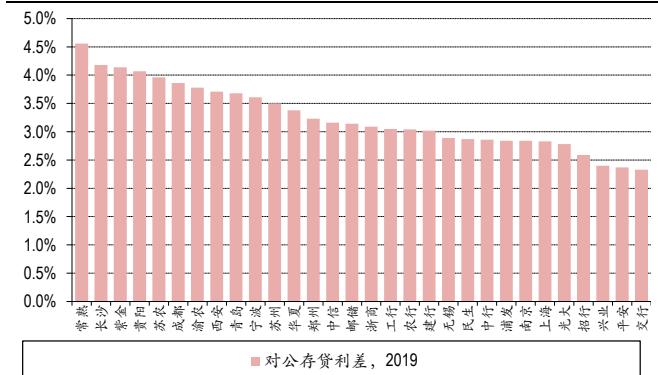
图表58. 上市银行对公贷款基建类贷款占比（2019）



资料来源：万得，中银证券

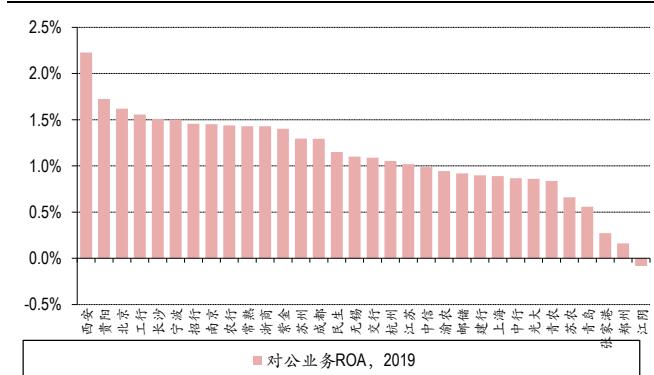


图表59. 上市银行对公贷款存贷利差 (2019)



资料来源：万得，中银证券

图表60. 上市银行对公条线 ROA (2019)



资料来源：万得，中银证券

(2) 城农商行:

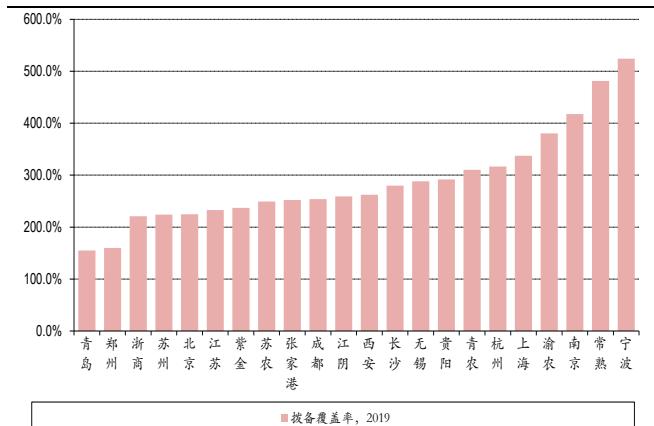
大多数城商行的对公贷款占比在 60%以上，从结构上来看基建类贷款占比大致在 25%左右。具体来看，成都银行和杭州银行的基建类贷款占对公贷款比重显著高于同业，分别为 40.4%/35.8%。另外，2019 年以来监管加大对小微业务的支持力度，作为服务地方实体经济的主力军，城农商行享受结构性的宽信用政策刺激，政策导向也为城农商行带来小微业务发展机遇。但是，小微企业存在自身现金流表现波动大、缺少政府信用背书、经营风险高等因素，尤其是在经济下行周期，小微企业经营受经济波动更为明显。尽管今年创设新型工具鼓励银行支持中小微企业、落地延长延期还本付息政策的截止日期缓解小微企业债务压力，但我们认为银行作为高杠杆行业，资产质量的把控是银行实现经营稳健的基础，相对而言，具备区域经济优势的城农商行，其小微业务资产质量表现相对优异。从城农商行的资产质量表现来看，宁波、南京、常熟的资产质量表现优异，不良率低于 1%。从拨备覆盖率来看，宁波、常熟、南京的拨备覆盖率均超 400%，也反映出这三家银行的风险抵御能力优于可比同业。

图表61. 城农商行不良贷款率 (2019)



资料来源：万得，中银证券

图表62. 城农商行拨备覆盖率水平 (2019)



资料来源：万得，中银证券

综合零售和对公业务来看，我们认为在2020年优质信贷资源竞争更加激烈的情况下，以下两类银行具备相对优势：

1) 综合性银行：以工行、建行为代表的大行，这类银行业务布局更为均衡，且综合服务能力强，在对公和零售业务均具备资源优势，风险把控严格、经营更加稳健，在银行零售转型过程中能够运用自身的客户、网点、金融科技优势来提升零售业务竞争力；在传统对公领域已积累优势，更加受益于财政政策发力。另外，以平安、光大等银行为代表的金控集团，能够借助集团多牌照优势和客群优势，实现零售与对公业务的互补。

2) 精品银行：在零售或者对公领域具备特色标签，例如股份行中的招行，城农商行中的宁波、常熟银行。近年来招行、宁波和常熟被视为可比同业中的“课代表”。例如招行的零售业务，先发优势奠定了客户基础，并且招行零售客户体验感佳、营销方式灵活、专业化服务能力强，有效增强客户粘性。再看宁波和常熟的小微业务，尽管处于东部地区的银行均具备区域经济优势，并且在当地客户信息获取上有各自的优势，但我们认为宁波、常熟之所以能够获得市场的认可，是由于两家银行有自己清晰、独特的客群定位（例如宁波专注工薪稳定的高信用客群、常熟定位小额贷款客群），具备差异化竞争力，在业务开展过程中更加注重精细化管理，才能够使得两家银行在发展小微业务过程中实现优异的资产质量表现。

风险提示：

疫情反复使得经济超预期下行。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。尽管目前国内疫情防控较好，但考虑到疫情的不确定性，如果疫情反复对经济再次带来冲击，经济超预期下行将影响银行业的业务开展情况以及资产质量表现，从而影响银行业的盈利能力。

附录图表 63. 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)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
601398.SH	工商银行	买入	5.21	1,857	0.88	0.90	0.75	0.69	7.18
601939.SH	建设银行	买入	6.50	1,625	1.07	1.10	0.78	0.70	8.79
601988.SH	中国银行	未有评级	3.69	1,086	0.64	0.66	0.66	0.61	5.81
601288.SH	农业银行	买入	3.35	1,172	0.61	0.63	0.67	0.62	5.20
601658.SH	邮储银行	增持	4.94	430	0.70	0.79	0.87	0.76	6.00
600036.SH	招商银行	买入	37.30	941	3.68	4.05	1.63	1.45	24.11
601998.SH	中信银行	增持	5.76	282	0.98	1.05	0.64	0.58	9.44
600016.SH	民生银行	增持	5.85	256	1.10	1.18	0.57	0.52	10.68
600000.SH	浦发银行	增持	11.66	342	2.01	2.14	0.70	0.63	17.47
601818.SH	光大银行	买入	4.14	217	0.71	0.79	0.69	0.63	6.23
000001.SZ	平安银行	买入	14.89	289	1.45	1.63	1.06	0.96	14.55
601169.SH	北京银行	增持	5.44	115	1.03	1.12	0.62	0.57	9.32
601009.SH	南京银行	增持	8.14	81	1.24	1.39	1.06	0.83	9.57
002142.SZ	宁波银行	买入	29.82	179	2.28	2.66	2.10	1.65	16.20
601229.SH	上海银行	增持	8.70	124	1.43	1.59	0.79	0.72	11.43
600919.SH	江苏银行	增持	6.43	74	1.27	1.50	0.67	0.59	9.98
601997.SH	贵阳银行	未有评级	8.16	26	2.13	2.39	0.77	0.67	11.09
600926.SH	杭州银行	增持	9.93	59	1.10	1.33	1.14	1.03	10.82
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.57	10	0.47	0.54	0.87	0.83	5.35
600908.SH	无锡银行	未有评级	6.33	12	0.68	0.75	1.06	0.95	6.22
601128.SH	常熟银行	买入	8.08	22	0.65	0.74	1.31	1.20	6.43
002839.SZ	张家港行	未有评级	6.86	12	0.52	0.58	1.23	1.15	5.87

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 7 月 13 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



601398.SH

买入

原评级: 买入

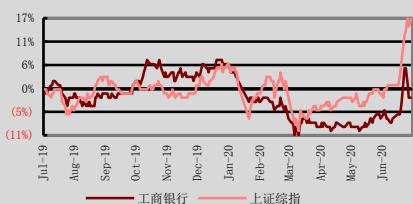
市场价格: 人民币 5.21

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 龙头大行, 综合化布局领先

股价表现



	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(8.1)	5.1	7.5	(2.4)
相对上证指数	(19.7)	(12.9)	(16.2)	(19.9)
发行股数(百万)	356,406			
流通股(%)	76			
总市值(人民币 百万)	1,856,877			
3个月日均交易额(人民币 百万)	987			
资本充足率%(2020Q1)	16.5			
主要股东(%)	35			
中央汇金投资有限责任公司				

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年7月13日收市价为标准

相关研究报告

《工商银行》 20200429

《工商银行》 20200329

《工商银行》 20181031

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

证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

工商银行

龙头大行, 综合化布局领先

工商银行作为国内龙头大行, 业务布局更为均衡, 持续深化大零售、大资管、大投行以及国际化和综合化战略。经过多年深耕, 在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势。公司基本面稳健, 盈利能力稳定, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **国内龙头大行, 综合化经营稳步推进。**工商银行作为国内龙头大行, 在综合化平台和科技方面较同业竞争优势明显, 目前在金融领域的布局已形成涵盖信托、证券、保险、基金、资管、租赁等多个金融子领域的金融控股集团, 协同效应逐渐凸显, 有利于业务轻型化转型及盈利能力的提升。2019年末公司非保本理财产品余额达2.64万亿, 为行业领先, 我们认为随着理财子公司的开业, 公司理财业务收入贡献有望进一步提升。
- **大零售布局积极推进, 零售业务收入占比提升。**公司积极推动“大零售”业务布局, 经过多年深耕, 在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势。零售条线对公司业绩贡献度进一步提升, 2019年零售金融业务收入/税前利润占比分别达40%/39%。2019年末, 零售金融资产总额达14.6万亿元, 零售存贷款分别同比增长11.0%/13.3%; 零售客户达6.50亿户, 增加4,329万户。公司打造“E-ICBC”互联网金融体系, 未来线下网点优势和线上拓展将进一步融合, 助力零售业务的发展。
- **风控到位, 资产质量稳健。**工行资产质量表现稳健, 2020年1季末不良率环比2019年末持平为1.43%。尽管1季度受疫情影响不良生成率环比上行24BP至1.15%, 但不良生成水平绝对仍优于行业平均。考虑到公司严格的风控、客户基础优异, 我们认为公司资产质量风险可控。

估值

- 考虑到资产端收益率下行压力以及宏观经济的不确定性, 我们小幅下调公司2020/2021年EPS至0.90/0.93元(原为0.91/0.96元), 对应净利润增速为2.4%/3.9%(原为4.9%/5.1%), 目前股价对应2020/2021年市净率为0.69/0.64x。考虑到工行综合化布局领先, 资产端零售和对公优质资源丰富, 资产质量稳健, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复使得资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	725,603	776,252	812,686	859,284	911,816
变动(%)	7.53	6.98	4.69	5.73	6.11
净利润	297,676	312,224	319,582	331,954	346,382
变动(%)	4.1	4.9	2.4	3.9	4.3
净资产收益率(%)	13.89	13.2	12.4	11.8	11.4
每股收益(元)	0.84	0.88	0.90	0.93	0.97
原预测			0.91	0.96	1.01
变动			(1.1)	(3.1)	(4.0)
市盈率(倍)	6.25	5.96	5.82	5.60	5.37
市净率(倍)	0.83	0.75	0.69	0.64	0.59

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.84	0.88	0.90	0.93	0.97
BVPS (摊薄/元)	6.30	6.93	7.57	8.22	8.90
每股股利	0.25	0.26	0.27	0.28	0.29
分红率(%)	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	15,459	16,805	18,402	20,150	22,064
证券投资	6,826	7,715	8,873	10,204	11,734
应收金融机构的款项	1,696	1,888	1,888	1,888	1,888
生息资产总额	26,941	29,247	32,193	35,491	39,171
资产合计	27,700	30,109	33,142	36,537	40,325
客户存款	21,409	22,978	24,816	26,801	28,945
计息负债总额	24,357	26,251	28,581	31,131	33,924
负债合计	25,355	27,417	30,221	33,383	36,927
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	2,330	2,676	2,903	3,135	3,378
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	572.52	606.93	634.02	669.08	709.25
净手续费及佣金收入	145.30	155.60	164.94	176.48	188.84
营业收入	725.60	776.25	812.69	859.28	911.82
营业税金及附加	(7.78)	(7.68)	(8.04)	(8.50)	(9.02)
拨备前利润	534.01	570.75	597.48	631.67	670.21
计提拨备	(161.59)	(178.96)	(196.46)	(215.12)	(235.56)
税前利润	372.41	391.79	401.02	416.55	434.65
净利润	297.68	312.22	319.58	331.95	346.38
资产质量					
NPL ratio(%)	1.52	1.43	1.50	1.50	1.50
NPLs	235.08	240.19	276.03	302.25	330.96
拨备覆盖率(%)	176	199	200	205	210
拨贷比(%)	2.67	2.85	3.00	3.08	3.15
一般准备/风险加权资(%)	2.40	2.57	2.69	2.74	2.78
不良贷款生成率(%)	0.69	0.73	0.90	0.90	0.90
不良贷款核销率(%)	(0.60)	(0.70)	(0.70)	(0.76)	(0.76)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	8.61	8.71	9.50	9.50	9.50
生息资产增长率	6.97	8.56	10.07	10.24	10.37
总资产增长率	6.18	8.70	10.07	10.24	10.37
存款增长率	11.35	7.33	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	8.22	7.78	8.87	8.92	8.97
净利息收入增长率	9.66	6.01	4.46	5.53	6.00
手续费及佣金净收入增长率	4.07	7.09	6.00	7.00	7.00
营业收入增长率	7.53	6.98	4.69	5.73	6.11
拨备前利润增长率	8.45	6.88	4.68	5.72	6.10
税前利润增长率	2.13	5.20	2.36	3.87	4.35
净利润增长率	4.06	4.89	2.36	3.87	4.35
非息收入占比	20.02	20.05	20.30	20.54	20.71
成本收入比	25.50	25.64	25.64	25.64	25.64
信贷成本	1.09	1.11	1.12	1.12	1.12
所得税率	19.79	20.02	20.02	20.02	20.02
盈利能力 (%)					
NIM	2.30	2.24	2.14	2.05	1.97
拨备前 ROAA	1.99	1.97	1.89	1.81	1.74
拨备前 ROAE	23.96	22.80	21.42	20.92	20.58
ROAA	1.11	1.08	1.01	0.95	0.90
ROAE	13.89	13.25	12.37	11.80	11.35
流动性 (%)					
分红率	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	72.21	73.14	74.15	75.18	76.23
贷款/总资产	55.81	55.81	55.52	55.15	54.72
债券投资/总资产	24.64	25.62	26.77	27.93	29.10
银行同业/总资产	6.12	6.27	5.70	5.17	4.68
资本状况					
核心一级资本充足率 2	12.98	13.20	13.03	12.85	12.61
资本充足率	15.39	16.77	16.26	15.78	15.26
加权风险资产-一般法	17.19	18,617	20,568	22,676	25,027
% RWA/总资产(%)	62.06	62.06	62.06	62.06	62.06

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



601939.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.5

板块评级: 强于大市

本报告要点

- ROE 保持大行领先, 有望受益财政发力

股价表现



	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.0)	6.6	7.6	(5.1)
相对上证指数	(18.6)	(11.3)	(16.1)	(22.6)
发行股数(百万)				250,011
流通股(%)				4
总市值(人民币百万)				1,625,071
3个月日均交易额(人民币百万)				564
资本充足率%(2020Q1)				17.2
主要股东(%)				
中央汇金投资有限责任公司				57

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年7月13日收市价为标准

相关研究报告

《建设银行》 20200329

《建设银行》 20190828

《建设银行》 20190430

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

证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

建设银行

ROE 保持大行领先, 有望受益财政发力

建行综合化布局领先同业, 积累了丰富的大型客户和政府资源, 较同业更容易获得低风险优质资产, 有望较其他银行更受益于2020年积极的财政政策。公司加大金融科技投入赋能业务发展, 并且充分运用金融科技服务实体经济。公司盈利能力强, 2019年ROE水平居大行首位。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 盈利能力大行领先, 综合化金融服务助力实体经济。建行在基金、租赁、信托、保险、期货、养老金、投行等多个行业拥有子公司, 综合化布局下, 2019年ROE为13.18%, 领先国内大行。公司扎实推进住房租赁、普惠金融、金融科技三大战略, 运用金融科技服务实体经济, 2019年普惠金融贷款余额9632亿, 较上年增3531; 创新“小微快贷”系列产品和平台化经营模式, 累计投放贷款超过1.7万亿, 覆盖小微企业103万户。
- 对公资源丰富, 有望受益于积极的财政政策。公司多年来积累丰富的对公资源, 并且较好的对公客户基础带来优质信贷资源。从对公信贷行业分布来看, 2019年交运、租赁和商务服务、水利等基建相关领域占比高(约26%)。2020年财政政策也更加积极, 地方政府专项债放量, 带来基建类贷款需求, 我们认为建行在对公传统领域积累的优势较其他银行更受益于积极财政政策。
- 金融科技赋能, 电子银行业务收入快增。公司不断加大金融科技投入, 2019年金融科技投入占营收比重为2.50%。公司对内打造协同进化型智慧金融, 促进数字化经营管理能力提升。公司对外构建G、B、C端伙伴式新生态, 以开放共享的理念对外赋能。2019年公司电子银行业务收入256.66亿元, 增幅38.10%, 主要受益于金融科技创新和应用的加强。

估值

- 考虑到资产端收益率下行压力以及宏观经济的不确定性, 我们小幅下调公司2020/2021年EPS至1.10/1.15元(原为1.12/1.17元), 对应净利润增速为3.2%/4.1%(原为4.6%/4.6%), 目前股价对应2020/2021年市净率为0.70/0.65x。建行盈利能力保持大行前列, 且对公客户优质, 在对公传统领域具备优势, 有望受益于财政政策发力, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复使得资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	632,842	676,262	713,220	757,356	808,281
变动(%)	7.18	6.86	5.47	6.19	6.72
净利润	254,655	266,733	275,336	286,613	298,851
变动(%)	5.1	4.7	3.2	4.1	4.3
净资产收益率(%)	14.16	13.4	12.5	11.9	11.4
每股收益(元)	1.02	1.07	1.10	1.15	1.20
原预测			1.12	1.17	1.22
变动			(1.8)	(1.7)	(1.6)
市盈率(倍)	6.38	6.09	5.90	5.67	5.44
市净率(倍)	0.86	0.78	0.70	0.65	0.60

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.02	1.07	1.10	1.15	1.20
BVPS (摊薄/元)	7.59	8.39	9.23	10.04	10.87
每股股利	0.31	0.32	0.33	0.34	0.36
分红率(%)	30.04	29.99	29.99	29.99	29.99
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	13,784	15,024	16,827	18,847	21,108
证券投资	5,766	6,248	6,873	7,560	8,316
应收金融机构的款项	1,039	1,509	1,584	1,663	1,746
生息资产总额	22,802	24,918	27,551	30,492	33,760
资产合计	23,223	25,436	28,124	31,126	34,462
客户存款	17,109	18,366	19,836	21,422	23,136
计息负债总额	20,317	22,301	24,028	25,895	27,914
负债合计	21,231	23,201	25,675	28,475	31,600
股本	250	250	250	250	250
股东权益合计	1,976	2,216	2,428	2,629	2,838
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	486.28	510.68	536.66	568.93	605.44
净手续费及佣金收入	123.04	137.28	148.27	160.13	174.54
营业收入	632.84	676.26	713.22	757.36	808.28
营业税金及附加	(6.13)	(6.78)	(7.15)	(7.59)	(8.10)
拨备前利润	459.15	489.60	520.28	552.50	589.67
计提拨备	(150.99)	(163.00)	(183.15)	(201.56)	(223.75)
税前利润	308.16	326.60	337.13	350.94	365.92
净利润	254.66	266.73	275.34	286.61	298.85
资产质量					
NPL ratio(%)	1.46	1.42	1.50	1.50	1.50
NPLs	200.88	212.47	252.41	282.70	316.62
拨备覆盖率(%)	208	228	223	225	225
拨贷比(%)	3.04	3.23	3.35	3.37	3.38
一般准备/风险加权资(%)	3.06	3.21	3.39	3.45	3.49
不良贷款生成率(%)	0.52	0.76	0.90	0.90	0.90
不良贷款核销率(%)	(0.46)	(0.68)	(0.65)	(0.73)	(0.73)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	6.82	9.00	12.00	12.00	12.00
生息资产增长率	5.88	9.28	10.57	10.67	10.72
总资产增长率	4.96	9.53	10.57	10.67	10.72
存款增长率	4.55	7.35	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	5.26	9.76	7.74	7.77	7.80
净利息收入增长率	7.48	5.02	5.09	6.01	6.42
手续费及佣金净收入增长率	4.45	11.58	8.00	8.00	9.00
营业收入增长率	7.18	6.86	5.47	6.19	6.72
拨备前利润增长率	7.49	6.63	6.27	6.19	6.73
税前利润增长率	2.79	5.98	3.23	4.10	4.27
净利润增长率	5.11	4.74	3.23	4.10	4.27
非息收入占比	19.44	20.30	20.79	21.14	21.59
成本收入比	26.42	26.55	26.00	26.00	26.00
信贷成本	1.13	1.13	1.15	1.13	1.12
所得税率	17.05	17.57	17.57	17.57	17.57
盈利能力 (%)					
NIM	2.31	2.26	2.16	2.07	1.99
拨备前 ROAA	2.03	2.01	1.94	1.86	1.80
拨备前 ROAE	24.45	23.35	22.41	21.85	21.57
ROAA	1.12	1.10	1.03	0.97	0.91
ROAE	14.16	13.36	12.50	11.90	11.43
流动性 (%)					
分红率	30.04	29.99	29.99	29.99	29.99
贷存比	80.57	81.80	84.83	87.98	91.23
贷款/总资产	59.36	59.07	59.83	60.55	61.25
债券投资/总资产	24.83	24.56	24.44	24.29	24.13
银行同业/总资产	4.47	5.93	5.63	5.34	5.07
资本状况					
核心一级资本充足率 2	13.83	13.88	13.72	13.48	13.20
资本充足率	17.19	17.52	17.01	16.45	15.89
加权风险资产-一般法	13.65	15,053	16,644	18,421	20,394
% RWA/总资产(%)	58.82	59.18	59.18	59.18	59.18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

600036.SH
买入
原评级: 买入
市场价格: 人民币 37.3
板块评级: 强于大市

本报告要点

- 零售银行标杆, 风险抵御能力强.

股价表现



	今年 至今	1	3	12
		个月	个月	个月
绝对	(1.1)	11.5	20.4	8.6
相对上证指数	(12.7)	(6.5)	(3.3)	(8.9)
发行股数(百万)	25,220			
流通股(%)	82			
总市值(人民币 百万)	940,700			
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,141			
资本充足率%(2020Q1)	15.5			
主要股东(%)	18			
香港中央结算(代理人)有限公司				

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年7月13日收市价为标准

相关研究报告

《招商银行》 20200322
《招商银行》 20200119
《招商银行》 20191030

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

证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

招商银行

零售银行标杆, 风险抵御能力强

招商银行作为零售银行的标杆, 零售优势领先, 前瞻性的战略布局以及坚定执行力积累客户基础, 产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性, 零售地位短期内难被超越。我们认为招行稳健审慎的经营风格, 且拨备厚实, 风险抵补能力优于同业, 厚实的拨备保证业绩的稳定性, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 零售优势不断巩固, 分红率提升彰显管理层信心。招行的零售布局存在先发优势, 在信用卡、财富管理领域已经积累了明显的优势, 短期内难以被赶超。公司零售业务贡献度不断加大, 2019年零售金融税前利润占比约57%。公司坚持“轻型银行”战略方向和“一体两翼”战略定位, 在巩固零售业务优势的同时, 促进批发业务、金融市场业务与零售业务的联动, 强化公司市场竞争力。公司2019分红率提升至33%, 反映出公司轻型化经营成效的显现以及管理层对公司未来发展的信心。
- 1季度手续费收入表现好于同业, 资管业务贡献度有望加大。1季度疫情影响卡业务收入带来冲击, 但招行仍凭借理财、代销业务, 实现手续费收入15%的同比增长, 体现出招行手续费收入的多元化。截至2019年末, 招行非保本理财规模达2.3万亿, 领先股份行, 并且招行理财子公司已正式开业, 我们认为理财子公司更专业的投研能力有助于提升资管能力以及增强客户粘性, 未来资管业务收入及贡献度有望进一步提升。
- 零售业务资产质量短期波动, 拨备领先同业、风险抵补能力强。公司资产质量表现继续位于同业领先水平, 不良生成率保持低位, 尽管1季度受疫情影响零售业务不良率有所抬升, 但我们认为招行不良认定严格、风险防控及时, 随着疫情形势转好, 零售不良压力有望减轻。公司1季末拨备覆盖率达451%, 拨贷比为5%, 拨备基础扎实, 风险抵补能力强, 领先同业的拨备覆盖率也保证了业绩的稳健性。

估值

- 考虑到疫情对零售业务的影响, 我们小幅下调招行2020/2021年EPS至4.05/4.44元(原为4.11/4.52元), 对应净利润增速为9.9%/9.8%(原为11.6%/10.0%), 对应2020/2021年市净率为1.45/1.29x。招行零售优势领先, 随着疫情形势转好, 基本面有望率先改善, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复零售资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	246,689	267,002	291,674	322,235	356,572
变动(%)	12.44	8.23	9.24	10.48	10.66
净利润	80,560	92,867	102,030	112,075	122,461
变动(%)	14.8	15.3	9.9	9.8	9.3
净资产收益率(%)	16.92	17.1	16.6	16.3	15.9
每股收益(元)	3.19	3.68	4.05	4.44	4.86
原预测			4.11	4.52	5.00
变动			(1.5)	(1.8)	(3.0)
市盈率(倍)	11.66	10.12	9.21	8.38	7.67
市净率(倍)	1.86	1.63	1.45	1.29	1.16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	3.19	3.68	4.05	4.44	4.86
BVPS (摊薄/元)	20.07	22.89	25.73	28.84	32.24
每股股利	0.94	1.20	1.21	1.33	1.46
分红率(%)	29.43	32.59	30.00	30.00	30.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	3,942	4,500	5,220	6,056	7,025
证券投资	1,706	1,829	2,012	2,213	2,434
应收金融机构的款项	613	523	523	523	523
生息资产总额	6,562	7,196	8,149	9,246	10,500
资产合计	6,746	7,417	8,400	9,530	10,823
客户存款	4,428	4,875	5,606	6,447	7,414
计息负债总额	6,011	6,597	7,472	8,473	9,618
负债合计	6,202	6,800	7,709	8,760	9,966
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	540	611	683	761	847
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	160.38	173.09	185.61	201.95	219.65
净手续费及佣金收入	66.48	71.49	83.65	97.87	114.50
营业收入	246.69	267.00	291.67	322.23	356.57
营业税金及附加	(2.13)	(2.35)	(2.92)	(3.22)	(3.57)
拨备前利润	167.33	178.20	194.30	214.65	237.52
计提拨备	(60.84)	(61.07)	(65.62)	(73.30)	(83.06)
税前利润	106.50	117.13	128.69	141.36	154.46
净利润	80.56	92.87	102.03	112.08	122.46
资产质量					
NPL ratio(%)	1.36	1.16	1.16	1.16	1.16
NPLs	53.61	52.28	60.56	70.25	81.49
拨备覆盖率(%)	358	427	426	421	423
拨贷比(%)	4.87	4.95	4.94	4.89	4.90
一般准备/风险加权资(%)	4.10	4.31	4.41	4.46	4.57
不良贷款生成率(%)	0.41	0.68	0.80	0.80	0.70
不良贷款核销率(%)	(0.51)	(0.71)	(0.63)	(0.63)	(0.53)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	10.57	14.17	16.00	16.00	16.00
生息资产增长率	7.35	9.67	13.24	13.45	13.57
总资产增长率	7.12	9.95	13.24	13.45	13.57
存款增长率	8.94	10.11	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	7.08	9.76	13.27	13.39	13.51
净利息收入增长率	10.72	7.92	7.23	8.80	8.76
手续费及佣金净收入增长率	3.85	7.54	17.00	17.00	17.00
营业收入增长率	12.44	8.23	9.24	10.48	10.66
拨备前利润增长率	11.11	6.49	9.04	10.47	10.65
税前利润增长率	17.44	9.99	9.87	9.85	9.27
净利润增长率	14.84	15.28	9.87	9.85	9.27
非息收入占比	26.95	26.78	28.68	30.37	32.11
成本收入比	31.26	32.41	32.41	32.41	32.41
信贷成本	1.62	1.45	1.35	1.30	1.27
所得税率	24.11	20.24	20.24	20.24	20.24
盈利能力 (%)					
NIM	2.57	2.59	2.49	2.39	2.29
拨备前 ROAA	2.57	2.52	2.46	2.39	2.33
拨备前 ROAE	32.80	30.95	30.02	29.72	29.53
ROAA	1.24	1.31	1.29	1.25	1.20
ROAE	16.92	17.15	16.64	16.29	15.90
流动性 (%)					
分红率	29.43	32.59	30.00	30.00	30.00
贷存比	89.03	92.32	93.12	93.93	94.75
贷款/总资产	58.44	60.67	62.15	63.55	64.91
债券投资/总资产	25.28	24.65	23.95	23.22	22.49
银行同业/总资产	9.09	7.04	6.22	5.48	4.83
资本状况					
核心一级资本充足率 2	11.78	11.95	10.62	10.54	10.42
资本充足率	13.06	13.02	12.72	12.39	12.05
加权风险资产-一般法	4,678	5,171	5,856	6,643	7,545
% RWA/总资产(%)	69.35	69.71	69.71	69.71	69.71

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



601818.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.14

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 发力财富管理, 配置性价比凸显

股价表现



	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1.4)	17.0	21.2	15.5
相对上证指数	(13.0)	(0.9)	(2.5)	(2.0)
发行股数(百万)				
流通股(%)	52,489			
总市值(人民币百万)				
3个月日均交易额(人民币百万)	76			
资本充足率(%) (2020Q1)	217,306			
主要股东(%)	584			
中国光大集团股份公司	13.1			
25				

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 7 月 13 日收市价为标准

相关研究报告

《光大银行》 20200429

《光大银行》 20200329

《光大银行》 20200122

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

证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

光大银行

发力财富管理, 配置性价比凸显

公司致力于打造一流财富管理银行, 依托光大集团综合金融平台, 大力推进财富 E-SBU 建设, 未来零售及财富管理发展的潜力值得关注。公司基本面改善优于同业, 资产质量风险整体可控。公司目前股价对应 2020 年估值较行业平均折价近 20%, 我们认为随着公司基本面的改善估值折价情况有望修复。叠加公司较高的股息率(对应 2020 年为 4.6%), 配置性价比高, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 致力于打造“一流财富管理银行”, 公司理财子发展潜力值得期待。公司在《中长期发展战略(2018-2027)》中, 确定了打造“一流财富管理银行”的战略愿景、以“综合化、特色化、轻型化、数字化”为转型方向, 积极推动公司、零售、资产管理三大板块协同发展。1 季末零售客户达到 1.05 亿户, 私人银行客户 3.37 万户, 分别环比增 4.1%、4.6%, 零售 AUM 达到 1.8 万亿元。公司 2019 年资管业务手续费收入同比增长 284%, 目前理财子公司已正式开业, 组建了专业的市场管理团队, 未来公司零售及财富管理的发展潜力值得关注。
- 推进金融科技建设, 加快数字化转型。公司成立云缴费事业中心, 全力打造“生活圈、经营圈、政务圈”三大场景, 云缴费项目接入保持快速增长, 2019 年末云缴费交易金额 3673 亿元, 同比增 78%; 缴费户数 3.78 亿户, 同比增 49%。公司明确“移动优先”策略, 推出新版手机银行, 在传统业务基础上将合作向大数据、云计算、互联网支付深入迈进。截至 2019 年末公司, 手机银行、阳光惠生活与云缴费三大 APP 累计用户 8,080.35 万户, 比上年末增长 41.41%。
- 信用卡业务具亮点, 业绩增速居同业前列。光大银行在信用卡业务领域深耕多年, 2019 年上半年新增发卡量 633.6 万张, 实现营业收入 232 亿, 同比增速达到 27%, 表现优于同业, 是公司手续费收入的中流砥柱。受益于公司基本面改善, 2019 年以来公司业绩增速保持同业较高水平, 1 季度净利润同比增 11%, 在股份行中仅低于平安银行。

估值

- 我们维持公司 2020/2021 年 EPS 为 0.79/0.87 元的预测, 对应净利润增速为 10.9%/9.7%, 目前股价对应 2020/2021 年 PB 为 0.63x/0.58x, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复零售资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	109,719	131,886	142,491	156,878	174,712
变动(%)	20.01	20.20	8.04	10.10	11.37
净利润	33,659	37,354	41,424	45,431	49,902
变动(%)	6.7	11.0	10.9	9.7	9.8
净资产收益率(%)	12.11	12.4	12.5	12.6	12.6
每股收益(元)	0.64	0.71	0.79	0.87	0.95
市盈率(倍)	6.46	5.82	5.25	4.78	4.35
市净率(倍)	0.76	0.69	0.63	0.58	0.53

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.64	0.71	0.79	0.87	0.95
BVPS (摊薄/元)	5.46	6.00	6.59	7.20	7.86
每股股利	0.16	0.21	0.24	0.26	0.29
分红率(%)	25.11	30.07	30.07	30.07	30.07
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	2,429	2,721	3,129	3,598	4,138
证券投资	1,316	1,447	1,592	1,751	1,926
应收金融机构的款项	175	98	98	98	98
生息资产总额	4,220	4,554	5,170	5,877	6,687
资产合计	4,357	4,733	5,374	6,108	6,950
客户存款	2,572	3,018	3,591	4,274	5,086
计息负债总额	3,962	4,251	4,867	5,595	6,454
负债合计	4,035	4,347	4,956	5,659	6,466
股本	52	52	52	52	52
股东权益合计	321	385	416	448	483
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	78.16	101.92	109.05	119.44	132.68
净手续费及佣金收入	19.77	23.17	26.64	30.64	35.24
营业收入	109.72	131.89	142.49	156.88	174.71
营业税金及附加	(1.17)	(1.40)	(1.51)	(1.67)	(1.85)
拨备前利润	76.68	94.13	101.71	111.99	124.74
计提拨备	(35.83)	(48.97)	(51.62)	(57.06)	(64.40)
税前利润	40.85	45.16	50.08	54.93	60.33
净利润	33.66	37.35	41.42	45.43	49.90
资产质量					
NPL ratio(%)	1.59	1.56	1.58	1.58	1.58
NPLs	38.42	42.21	49.44	56.85	65.38
拨备覆盖率(%)	176	182	168	153	138
拨贷比(%)	2.80	2.83	2.65	2.41	2.18
一般准备/风险加权资(%)	2.14	2.22	2.11	1.95	1.78
不良贷款生成率(%)	1.14	1.70	1.80	1.80	1.80
不良贷款核销率(%)	(0.87)	(1.55)	(1.55)	(1.58)	(1.58)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	19.53	12.02	15.00	15.00	15.00
生息资产增长率	7.59	7.93	13.52	13.67	13.78
总资产增长率	6.58	8.63	13.52	13.67	13.78
存款增长率	13.17	17.34	19.00	19.00	19.00
付息负债增长率	7.66	7.28	14.50	14.95	15.36
净利息收入增长率	28.24	30.39	7.00	9.53	11.08
手续费及佣金净收入增长率	(35.75)	17.17	15.00	15.00	15.00
营业收入增长率	20.01	20.20	8.04	10.10	11.37
拨备前利润增长率	25.40	22.75	8.05	10.11	11.38
税前利润增长率	0.67	10.55	10.90	9.67	9.84
净利润增长率	6.70	10.98	10.90	9.67	9.84
非息收入占比	18.02	17.57	18.70	19.53	20.17
成本收入比	28.92	27.46	27.46	27.46	27.46
信贷成本	1.61	1.90	1.77	1.70	1.67
所得税率	17.46	17.10	17.10	17.10	17.10
盈利能力 (%)					
NIM	1.74	2.31	2.23	2.15	2.10
拨备前 ROAA	1.82	2.07	2.01	1.95	1.91
拨备前 ROAE	24.49	26.65	25.40	25.93	26.81
ROAA	0.80	0.82	0.82	0.79	0.76
ROAE	12.11	12.42	12.54	12.56	12.63
流动性 (%)					
分红率	25.11	30.07	30.07	30.07	30.07
贷存比	94.44	90.16	87.13	84.20	81.37
贷款/总资产	55.74	57.48	58.23	58.91	59.54
债券投资/总资产	30.21	30.58	29.63	28.67	27.72
银行同业/总资产	4.03	2.08	1.83	1.61	1.42
资本状况					
核心一级资本充足率 2	9.15	9.20	8.84	8.49	8.15
资本充足率	13.01	13.47	12.60	11.80	11.06
加权风险资产-一般法	3,167	3,456	3,923	4,460	5,074
% RWA/总资产(%)	72.67	73.01	73.01	73.01	73.01

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



000001.SZ

买入

原评级: 买入

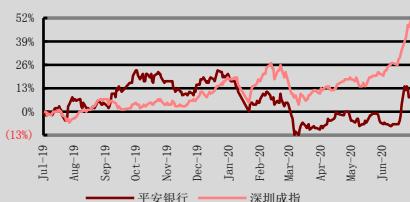
市场价格: 人民币 14.89

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 借力集团综合金融, 零售对公协同发展

股价表现



	今年 至今	1	3	12
		个月	个月	个月
绝对	(10.2)	14.6	20.3	7.3
相对深证成指	(43.2)	(11.1)	(18.1)	(46.3)
发行股数(百万)	19,406			
流通股(%)	100			
总市值(人民币百万)	288,954			
3个月日均交易额(人民币百万)	1,558			
资本充足率%(2020Q1)	14.3			
主要股东(%)				
中国平安保险(集团)股份有限公司-集团本级-自有资金	50			

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 7 月 13 日收市价为标准

相关研究报告

- 《平安银行》 20200420
- 《平安银行》 20200213
- 《平安银行》 20200114

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

证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

平安银行

借力集团综合金融, 零售对公协同发展

平安银行依托集团资源优势, 零售转型成效显现, 零售板块收入和税前利润贡献度已过半。同时随着公司对公业务调整逐步, 存量资产质量包袱减轻, 基本面改善明显, 业绩表现持续向好。公司 2019 年提出“对公做精”战略, 与集团综合金融平台形成的协同效应值得期待。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩表现向好, 资本充足率提升。** 随着零售业务持续发力以及对公业务调整的逐步到位, 公司基本面改善, 业绩持续向好, 2020 年 1 季度营收和净利润分别同比增 16.8%、14.8%。公司过去资本充足率偏低, 约束资产规模扩展速度。2019 年成功发行 260 亿可转债, 及时补充资本金并且加强资本精细化管理, 2020 年 1 季末核心一级资本补充率为 9.2%, 支持公司业务规模的稳健扩张。
- **零售转型突破, 对公协同发展。** 平安银行自确定零售转型的发展战略以来, 依托集团资源优势、广泛的分销网络、完备的综合金融产品体系和金融科技运用, 零售发展势头迅猛。2019 年零售业务对全行带来的收入和净利润贡献度已过半 (2019 年为 58%、69%)。公司 2019 年提出“对公做精”战略, 利用集团综合金融优势实现突破, 2019 年对公存、贷款规模分别较 2018 年末增长 11%、15%。
- **资产质量包袱减轻, 风险抵御能力增强。** 平安银行过去对不良占比比较高的对公业务进行了调整优化, 减少高风险行业敞口余额并且退出部分高违约率行业。随着公司的业务调整, 资产质量存量不良包袱减轻, 资产质量表现稳定, 公司 1 季度不良贷款率为 1.65%, 与 2019 年末持平; 关注类贷款占比较 2019 年末下降 0.08 个百分点至 1.93%。公司不断加强风险抵御能力, 1 季末逾期 60 天/90 天以上贷款拨备覆盖率为 210%/258%, 较 2019 年末增加 28.56/34.88 个百分点。

估值

- 考虑到疫情对零售业务的影响以及息差收窄压力, 我们小幅下调平安 2020/2021 年 EPS 至 1.63/1.83 元 (原为 1.66/1.90 元), 对应净利润增速为 12.5%/11.8% (原为 14.1%/14.6%), 目前股价对应 2020/2021 年市净率为 0.96/0.88x。平安银行具有集团资源优势, 业绩表现向好, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复零售资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	116,716	137,958	153,395	170,039	188,886
变动(%)	10.33	18.20	11.19	10.85	11.08
净利润	24,818	28,195	31,725	35,478	39,580
变动(%)	7.0	13.6	12.5	11.8	11.6
净资产收益率(%)	11.76	11.4	11.1	11.3	11.4
每股收益(元)	1.28	1.45	1.63	1.83	2.04
原预测			1.66	1.90	2.18
变动			(1.8)	(3.7)	(6.4)
市盈率(倍)	11.64	10.25	9.11	8.14	7.30
市净率(倍)	1.16	1.06	0.96	0.88	0.79

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.28	1.45	1.63	1.83	2.04
BVPS (摊薄/元)	12.82	14.07	15.46	17.01	18.75
每股股利	0.15	0.22	0.25	0.27	0.31
分红率(%)	10.03	15.00	15.00	15.00	15.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	2,004	2,329	2,725	3,189	3,731
证券投资	872	1,066	1,172	1,289	1,418
应收金融机构的款项	195	227	227	227	227
生息资产总额	3,295	3,804	4,327	4,935	5,642
资产合计	3,419	3,939	4,480	5,110	5,842
客户存款	2,149	2,460	2,804	3,197	3,644
计息负债总额	3,106	3,522	4,027	4,608	5,275
负债合计	3,179	3,626	4,110	4,710	5,408
股本	17	19	19	19	19
股东权益合计	240	313	370	400	434
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	74.75	89.96	99.89	110.19	121.75
净手续费及佣金收入	31.30	36.74	42.25	48.59	55.88
营业收入	116.72	137.96	153.39	170.04	188.89
营业税金及附加	(1.15)	(1.29)	(1.43)	(1.59)	(1.77)
拨备前利润	80.10	95.77	106.49	118.05	131.14
计提拨备	(47.87)	(59.53)	(65.71)	(72.45)	(80.27)
税前利润	32.23	36.24	40.78	45.60	50.87
净利润	24.82	28.20	31.72	35.48	39.58
资产质量					
NPL ratio(%)	1.75	1.65	1.70	1.70	1.70
NPLs	34.91	38.23	46.33	54.21	63.42
拨备覆盖率(%)	155	183	185	181	170
拨贷比(%)	2.72	3.02	3.14	3.07	2.89
一般准备/风险加权资(%)	2.32	2.51	2.71	2.71	2.61
不良贷款生成率(%)	2.34	2.17	2.30	2.30	2.30
不良贷款核销率(%)	(2.02)	(2.02)	(1.98)	(2.03)	(2.03)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	17.59	16.24	17.00	17.00	17.00
生息资产增长率	8.93	15.46	13.73	14.06	14.33
总资产增长率	5.24	15.22	13.73	14.06	14.33
存款增长率	7.43	14.45	14.00	14.00	14.00
付息负债增长率	5.69	13.38	14.35	14.42	14.49
净利息收入增长率	0.99	20.36	11.03	10.32	10.49
手续费及佣金净收入增长率	2.03	17.40	15.00	15.00	15.00
营业收入增长率	10.33	18.20	11.19	10.85	11.08
拨备前利润增长率	9.61	19.56	11.20	10.86	11.09
税前利润增长率	6.88	12.44	12.52	11.83	11.56
净利润增长率	7.02	13.61	12.52	11.83	11.56
非息收入占比	26.81	26.63	27.55	28.58	29.58
成本收入比	30.32	29.61	29.61	29.61	29.61
信贷成本	2.58	2.75	2.60	2.45	2.32
所得税率	23.00	22.20	22.20	22.20	22.20
盈利能力 (%)					
NIM	2.35	2.62	2.54	2.46	2.38
拨备前 ROAA	2.40	2.60	2.53	2.46	2.39
拨备前 ROAE	34.67	34.63	31.19	30.66	31.45
ROAA	0.74	0.77	0.75	0.74	0.72
ROAE	11.76	11.44	11.07	11.26	11.41
流动性 (%)					
分红率	10.03	15.00	15.00	15.00	15.00
贷存比	93.24	94.70	97.19	99.75	102.37
贷款/总资产	58.62	59.13	60.84	62.40	63.86
债券投资/总资产	25.50	27.05	26.17	25.23	24.28
银行同业/总资产	5.70	5.77	5.07	4.45	3.89
资本状况					
核心一级资本充足率 2	8.54	9.11	8.86	8.60	8.34
资本充足率	11.50	13.22	12.48	11.78	11.11
加权风险资产-一般法	2,340	2,784	3,167	3,612	4,129
% RWA/总资产(%)	68.46	70.69	70.69	70.69	70.69

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



002142.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 29.82

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 优质城商行, 基本面优异

股价表现



	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
绝对	4.1	15.2	32.1	32.7
相对深证成指	(28.9)	(10.5)	(6.3)	(20.9)
发行股数(百万)	6,008			
流通股 (%)	100			
总市值(人民币 百万)	179,159			
3 个月日均交易额(人民币 百万)	878			
资本充足率 %(2020Q1)	15.2			
主要股东(%)	19			
宁波开发投资集团有限公司				

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 7 月 13 日收市价为标准

相关研究报告

《宁波银行》 20200426

《宁波银行》 20200301

《宁波银行》 20191030

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

证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

宁波银行

优质城商行, 基本面优异

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, 公司资产质量优于可比同业, 拨备基础厚实、风险抵御能力强, 是城商行的标杆, 市场关注度和认可度高。公司 2020 年亿完成 80 亿元定增, 进一步增强资本实力。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 民营市场化基因, 务实深耕本地市场。宁波银行股权结构中民企股东与管理层持股比例明显高于上市银行同业, 为公司带来有别于其他银行的市场化基因。公司管理层稳定, 作风务实, 带领队伍深耕本地市场, 区域市占率明显优于同业, 为公司业绩的稳健增长夯实基础。
- 盈利能力居同业前列。宁波银行盈利稳定且 ROE 保持城商行前列, 2019 年 ROE 达 17.1%。1 季度在疫情影响下, 公司净利润依然实现 18.2% 的同比高增。我们认为公司优异的业绩表现一方面来自于公司较强的资产配置能力, 在信贷收益率下行背景下 1 季度加大信贷投放, 利息净收入同比增 19.5%; 另一方面受益于公司综合化布局带来非息收入的快增, 公司设立理财、基金、租赁子公司, 丰富收入多元化程度, 1 季度手续费收入实现 47.9% 的快增。
- 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(2019 年末逾期 90 天以上贷款/不良占比为 92%), 1 季末不良率为 0.78%, 环比 2019 年末持平, 不良贷款率继续保持行业低位。我们测算公司 1 季度加回核销的年化不良生成率约为 0.59%, 不良生成率表现优于行业且绝对值处于低位, 资产质量保持优异。公司拨备水平远高于行业平均, 1 季末拨备覆盖率进一步提升至 524%, 风险抵御能力强。

估值

- 考虑到息差收窄压力, 我们小幅下调宁波银行 2020/2021 年 EPS 至 2.66/3.10 元(原为 2.89/3.38 元), 对应净利润增速为 16.4%/16.6% (原为 18.7%/17.0%), 目前股价对应 2020/2021 年市净率为 1.65/1.45x。宁波银行深耕长三角区域, 为城商行的标杆, 公司小微业务独具特色, 市场认可度高, 且资产质量表现优异、拨备厚实风险抵御能力强, 这也是市场愿意给予溢价的重要因素, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 小微业务风险暴露超预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	28,917	35,046	42,045	49,756	59,752
变动 (%)	14.29	21.19	19.97	18.34	20.09
净利润	11,186	13,714	15,964	18,616	21,688
变动 (%)	19.9	22.6	16.4	16.6	16.5
净资产收益率(%)	19.45	18.3	16.5	16.1	16.4
每股收益(元)	1.86	2.28	2.66	3.10	3.61
原预测			2.89	3.38	3.95
变动			(8.0)	(8.3)	(8.6)
市盈率(倍)	16.02	13.06	11.22	9.62	8.26
市净率(倍)	2.40	2.10	1.65	1.45	1.27

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	1.86	2.28	2.66	3.10	3.61
BVPS (摊薄/元)	12.41	15.19	18.03	20.58	23.56
每股股利	0.41	0.50	0.55	0.64	0.74
分红率(%)	19.30	20.52	20.52	20.52	20.52
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	429	532	702	927	1,223
证券投资	576	650	747	859	988
应收金融机构的款项	15	36	40	44	48
生息资产总额	1,091	1,290	1,578	1,942	2,400
资产合计	1,116	1,318	1,604	1,982	2,434
客户存款	647	779	974	1,218	1,522
计息负债总额	973	1,157	1,381	1,660	2,006
负债合计	1,035	1,217	1,481	1,843	2,277
股本	5	6	6	6	6
股东权益合计	81	100	123	138	156
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	19.12	19.56	21.65	25.00	28.89
净手续费及佣金收入	5.79	7.78	10.90	15.26	21.36
营业收入	28.92	35.05	42.05	49.76	59.75
营业税金及附加	(0.20)	(0.26)	(0.31)	(0.37)	(0.44)
拨备前利润	18.70	22.68	27.29	32.30	38.79
计提拨备	(7.21)	(7.46)	(9.58)	(11.64)	(14.72)
税前利润	11.50	15.22	17.71	20.66	24.07
净利润	11.19	13.71	15.96	18.62	21.69
资产质量					
NPL ratio(%)	0.78	0.78	0.85	0.85	0.85
NPLs	3.35	4.14	5.97	7.88	10.40
拨备覆盖率(%)	522	524	462	429	408
拨贷比(%)	4.07	4.09	3.93	3.65	3.47
一般准备/风险加权资(%)	2.44	2.45	2.56	2.54	2.59
不良贷款生成率(%)	0.88	0.82	0.90	0.90	0.80
不良贷款核销率(%)	(0.75)	(0.65)	(0.60)	(0.67)	(0.57)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	23.94	23.92	32.00	32.00	32.00
生息资产增长率	8.26	18.21	22.39	23.04	23.57
总资产增长率	8.18	18.03	21.75	23.52	22.85
存款增长率	14.41	20.49	25.00	25.00	25.00
付息负债增长率	7.23	18.94	19.40	20.16	20.83
净利息收入增长率	16.67	2.32	10.65	15.49	15.57
手续费及佣金净收入增长率	(1.79)	34.34	40.00	40.00	40.00
营业收入增长率	14.29	21.19	19.97	18.34	20.09
拨备前利润增长率	14.96	21.25	20.35	18.34	20.09
税前利润增长率	13.13	32.36	16.41	16.61	16.50
净利润增长率	19.85	22.60	16.41	16.61	16.50
非息收入占比	20.04	22.21	25.92	30.66	35.74
成本收入比	34.46	34.35	34.35	34.35	34.35
信贷成本	1.86	1.55	1.55	1.43	1.37
所得税率	2.41	9.38	9.38	9.38	9.38
盈利能力 (%)					
NIM	1.97	1.84	1.69	1.59	1.49
拨备前 ROAA	1.74	1.86	1.87	1.80	1.76
拨备前 ROAE	27.11	25.03	24.43	24.70	26.32
ROAA	1.04	1.13	1.09	1.04	0.98
ROAE	19.45	18.27	16.47	16.05	16.36
流动性 (%)					
分红率	19.30	20.52	20.52	20.52	20.52
贷存比	66.35	68.24	72.06	76.10	80.36
贷款/总资产	38.43	40.35	43.75	46.75	50.24
债券投资/总资产	51.56	49.31	46.58	43.36	40.59
银行同业/总资产	1.38	2.75	2.49	2.21	1.98
资本状况					
核心一级资本充足率 2	9.16	9.62	9.08	8.46	7.94
资本充足率	14.86	15.57	13.96	12.42	11.16
加权风险资产-一般法	718	885	1,078	1,331	1,635
% RWA/总资产(%)	64.34	67.18	67.18	67.18	67.18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

601128.SH
买入
原评级: 买入
市场价格: 人民币 8.08
板块评级: 强于大市
本报告要点

- 小微业务独具特色, 异地经营布局加快

股价表现


	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(11.5)	10.4	20.1	1.1
相对上证指数	(23.1)	(7.6)	(3.7)	(16.4)
发行股数(百万)	2,741			
流通股(%)	94			
总市值(人民币百万)	22,146			
3个月日均交易额(人民币百万)	294			
资本充足率(%) (2020Q1)	14.6			
主要股东(%)	交通银行股份有限公司	9		

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年7月13日收市价为标准

相关研究报告
《常熟银行》 20200422
《常熟银行》 20200112
《常熟银行》 20191027

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
证券分析师: 励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

常熟银行

小微业务独具特色, 异地经营布局加快

常熟银行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。作为一家以小微业务为特色的农商行, 公司息差水平领先同业, 且逐步探索出一条独具特色的小微业务风控模式, 资产质量保持优异。在当前国家大力支持中小微融资背景下, 常熟银行小微业务经营模式有助于其在未来分享更多的发展政策红利。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **小微信贷独具特色, 有望受益政策红利。**常熟银行深耕当地, 在小微零售领域积累丰富的管理经验, 发展出独具特色的小微信贷工厂业务模式, 以个体工商户、夫妻店和三农为主要放款对象, 平均单户金额低于20万, 公司小微信贷占比超60%。2019年以来, 监管引导银行加大对小微企业的支持力度, 推出定向降准、创新型货币政策工具等, 我们认为在风险管控得当情况下, 常熟银行有望受益于政策红利。
- **具备异地业务扩张优势。**常熟银行较同业更具备异地扩张优势, 已设立7家省内异地农商行, 我们认为公司异地业务扩张潜力有助于维持较快的资产端规模扩张速度。公司6月公告拟出资10.5亿元认股镇江农商行股份, 进一步增强, 未来有望借助其在镇江的网点打开异地扩张空间。此外, 公司已获批筹建兴福村镇银行, 为“投资管理型村镇银行”, 能够在全国范围内开展村镇银行兼并收购。
- **资产质量居同业较优水平, 拨备充足无虞。**公司的小微信贷特点是小额、下沉, 有效分散风险, 加之区域经济优势, 公司资产质量表现优异。1季末公司不良率环比提升2bp至0.98%, 作为一家以小微业务为特色的农商行, 公司不良率绝对值在上市银行中仍处于低位, 资产质量保持优异。公司拨备水平居行业前列, 1季度拨备覆盖率/拨贷比分别为463%/4.52%。

估值

- 我们维持公司2020/2021年EPS为0.74、0.85元的预测, 对应净利润增速为14.3%/13.6%, 目前股价对应2020/2021年PB为1.20x/1.11x, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 小微业务发展不及预期; 资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	5,822	6,445	7,132	8,106	9,365
变动(%)	16.52	10.71	10.66	13.65	15.54
净利润	1,486	1,785	2,040	2,317	2,598
变动(%)	17.5	20.1	14.3	13.6	12.1
净资产收益率(%)	13.09	12.2	11.5	12.1	12.5
每股收益(元)	0.54	0.65	0.74	0.85	0.95
市盈率(倍)	14.90	12.41	10.86	9.56	8.52
市净率(倍)	1.42	1.31	1.20	1.11	1.03

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.54	0.65	0.74	0.85	0.95
BVPS (摊薄/元)	5.67	6.18	6.72	7.26	7.87
每股股利	0.22	0.20	0.23	0.26	0.29
分红率(%)	33.20	30.71	30.71	30.71	30.71
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	93	110	133	161	195
证券投资	54	55	63	72	83
应收金融机构的款项	2	4	4	4	4
生息资产总额	162	181	215	256	305
资产合计	167	185	220	261	311
客户存款	113	138	166	199	239
计息负债总额	149	165	193	228	269
负债合计	153	167	200	240	288
股本	2	3	3	3	3
股东权益合计	13	17	18	20	22
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	5.10	5.69	6.38	7.35	8.61
净手续费及佣金收入	0.37	0.32	0.32	0.32	0.32
营业收入	5.82	6.45	7.13	8.11	9.37
营业税金及附加	(0.04)	(0.04)	(0.04)	(0.05)	(0.06)
拨备前利润	3.66	3.94	4.23	4.81	5.56
计提拨备	(1.68)	(1.66)	(1.63)	(1.86)	(2.25)
税前利润	1.98	2.27	2.60	2.95	3.31
净利润	1.49	1.79	2.04	2.32	2.60
资产质量					
NPL ratio(%)	0.99	0.96	0.98	0.98	0.98
NPLs	0.91	1.06	1.31	1.58	1.91
拨备覆盖率(%)	445	481	454	431	411
拨贷比(%)	4.41	4.62	4.45	4.22	4.03
一般准备/风险加权资(%)	3.24	3.67	3.60	3.48	3.38
不良贷款生成率(%)	0.62	0.78	0.85	0.85	0.85
不良贷款核销率(%)	(0.59)	(0.64)	(0.64)	(0.66)	(0.66)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	19.26	18.87	21.00	21.00	21.00
生息资产增长率	14.21	11.78	18.76	18.94	19.03
总资产增长率	14.32	10.88	18.76	18.94	19.03
存款增长率	14.24	22.08	20.00	20.00	20.00
付息负债增长率	13.54	11.04	17.10	17.78	18.28
净利息收入增长率	17.93	11.59	12.08	15.27	17.13
手续费及佣金净收入增长率	(13.42)	(11.78)	0.00	0.00	0.00
营业收入增长率	16.52	10.71	10.66	13.65	15.54
拨备前利润增长率	17.50	7.67	7.49	13.66	15.55
税前利润增长率	18.52	14.99	14.27	13.59	12.12
净利润增长率	17.53	20.14	14.27	13.59	12.12
非息收入占比	6.30	5.02	4.54	3.99	3.46
成本收入比	36.51	38.24	40.00	40.00	40.00
信贷成本	1.97	1.64	1.34	1.26	1.26
所得税率	19.84	16.44	16.44	16.44	16.44
盈利能力 (%)					
NIM	3.39	3.41	3.31	3.21	3.16
拨备前 ROAA	2.34	2.24	2.09	2.00	1.94
拨备前 ROAE	31.37	26.45	23.94	25.09	26.79
ROAA	0.95	1.02	1.01	0.96	0.91
ROAE	13.09	12.24	11.54	12.09	12.53
流动性 (%)					
分红率	33.20	30.71	30.71	30.71	30.71
贷存比	82.05	79.88	80.55	81.22	81.90
贷款/总资产	55.66	59.67	60.80	61.85	62.88
债券投资/总资产	32.59	29.59	28.65	27.70	26.76
银行同业/总资产	1.47	2.12	1.79	1.50	1.26
资本状况					
核心一级资本充足率 2	10.49	12.44	11.33	10.35	9.46
资本充足率	15.12	15.10	13.58	12.23	11.05
加权风险资产-一般法	126	139	165	196	233
% RWA/总资产(%)	75.43	75.03	75.03	75.03	75.03

资料来源: 公司公告, 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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 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，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、意见及推測仅基于现状，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