

2020年08月29日

招商银行 (600036.SH)

## 如何客观看待招行中报

### ——招商银行 2020 中报点评

■ 招行 2020 上半年营业收入同比增长 7.3% (其中 Q2 增长 3.1%); 拨备前利润同比增长 5.5% (其中 Q2 下滑 0.1%), 归母净利润同比下滑 1.6% (其中 Q2 下滑 13.3%), 业绩表现符合预期。

受疫情影响, 银行业整体让利实体、做实拨备, 招行营收增速下滑、利润负增长已在预期之内。本文重点分析两个问题:

1. Q2 拨备前利润增速为何接近零增长?
2. Q2 为什么不良率上升、拨备覆盖率明显下降?

■ 经营情况分析: Q2 营收增速低迷主要受息差大幅收窄和净手续费收入增长不明显所致; 营收低增速下, 业务及管理费维持较高开支, 使得拨备前利润接近零增长; 在此基础上, 拨备计提力度有所加大, 最终归母净利润同比下滑 13.3%。具体分析如下:

- 1、受资产端拖累, 净息差环比显著收窄; Q2 招行净息差为 2.45%, 同比 -24bp, 环比 -11bp, 主要受生息资产收益率环比大幅下滑 19bp 拖累。
- 2、财富管理收入增速放缓, 手续费及佣金收入对营收贡献减弱。Q2 手续费及佣金收入同比增长 1.1%, 环比 Q1 增速下滑主要因为财富管理手续费收入增速放缓。

小结: Q2 招行拨备前利润同比接近零增长, 主要受息差收窄、财富管理类收入增速放缓所致。下半年, 预计息差同比收窄对营收的制约有望显著缓解, 银行卡及结算类手续费收入回暖将带动中收恢复性增长, 拨备前利润增速有望明显高于二季度。

■ 资产质量分析: Q2 招行不良率环比 Q1 上升 3bp 至 1.14%, 不良贷款余额增加 27.46 亿元, 拨备覆盖率环比 Q1 下降了 10.46pc。相较其他股份行, 招行不良率及拨备覆盖率的变动方向有所不同。进一步分析后可以得出:

- 1、新生成不良明显增加, 但不良处置和拨备计提力度并未显著提升;
- 2、不良认定从严, 新规则下部分关注类贷款下迁至不良
- 3、猜测 Q2 加大了零售不良的处置力度, 强化对公不良的认定条件

就后续资产质量将如何演化, 招行秉承一贯谨慎态度, 认为公司贷款方面风险表现有滞后性, 预计对公业务风险压力将会上升并可能持续较长时间, 零售贷款方面疫情冲击仍在释放过程中, 个人客户还款能力有所下降, 相关贷款质量仍将持续承压。但考虑招行二季度进一步强化不良认定、夯实拨备基础, 预计后续资产质量压力将好于同业。

■ 零售客群及财富管理业务: 上半年招行零售客群经营及财富管理业务表现突出, 金葵花及以上客户和私行客户上半年增速接近去年全年水平, 而零售 AUM、金葵花及以上客户 AUM、私行 AUM 的增速均已超过去年全年水平。

■ 投资建议: 我们预计公司 2020 年-2022 年的收入增速分别为 7.2%、9.3%、9.8%, 净利润增速分别为 -13.3%、16.3%、17.0%, 给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 44.2 元, 相当于 2020 年 1.8XPB。

## 公司动态分析

证券研究报告

股份制银行

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价: **44.2 元**  
股价 (2020-08-28) **38.45 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	969,703.06
流通市值 (百万元)	793,182.91
总股本 (百万股)	25,219.85
流通股本 (百万股)	20,628.94
12 个月价格区间	29.31/41.06 元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	4.19	-3.75	-3.55
绝对收益	9.64	15.84	14.08

张宇 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450519030001  
zhangyu6@essence.com.cn

李双 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450520070001  
lishuang1@essence.com.cn

刘源 报告联系人  
liuyuan2@essence.com.cn

### 相关报告

招商银行: 性价比凸显:  
17%ROE, 1.2 倍 PB——  
招商银行 2019 年报点评/  
张宇 2020-03-22

■风险提示：息差持续大幅收窄；中收增速继续放缓。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	246,689	267,095	286,302	312,836	343,577
(+/-) %	12.44%	8.27%	7.19%	9.27%	9.83%
拨备前利润	167,334	178,291	187,896	207,238	229,778
(+/-) %	11.11%	6.55%	5.39%	10.29%	10.88%
净利润	80,560	92,867	80,512	93,643	109,548
(+/-) %	14.84%	15.28%	-13.30%	16.31%	16.98%
每股净收益 (元)	3.19	3.68	3.19	3.71	4.34
每股净资产 (元)	20.07	22.89	24.96	27.72	30.95

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净资产收益率 (%)	16.92%	17.15%	13.34%	14.10%	14.81%
总资产收益率 (%)	1.24%	1.31%	1.03%	1.08%	1.12%
风险加权资产收益率 (%)	1.97%	2.02%	1.65%	1.72%	1.80%
市盈率	9.72	8.43	12.04	10.36	8.85
市净率	1.55	1.36	1.54	1.39	1.24
股息率 (%)	3.03%	3.87%	2.49%	2.90%	3.39%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

招行 2020 上半年营业收入同比增长 7.3% (其中 Q2 增长 3.1%); 拨备前利润同比增长 5.5% (其中 Q2 下滑 0.1%), 归母净利润同比下滑 1.6% (其中 Q2 下滑 13.3%), 业绩表现符合预期。

受疫情影响, 银行业整体让利实体、做实拨备, 招行营收增速下滑、利润负增长已在预期之内。本文重点分析两个问题:

1. Q2 拨备前利润增速为何接近零增长?
2. Q2 为什么不良率上升、拨备覆盖率明显下降?

### 一、经营情况分析

首先进行单季业绩的具体拆分以及 Q2 净利润增速的归因分析。Q2 营收增速低迷主要受息差大幅收窄和净手续费收入增长不明显所致; 营收低增速下, 业务及管理费维持较高开支, 使得拨备前利润接近零增长; 在此基础上, 拨备计提力度有所加大, 最终归母净利润同比下滑 13.3%。

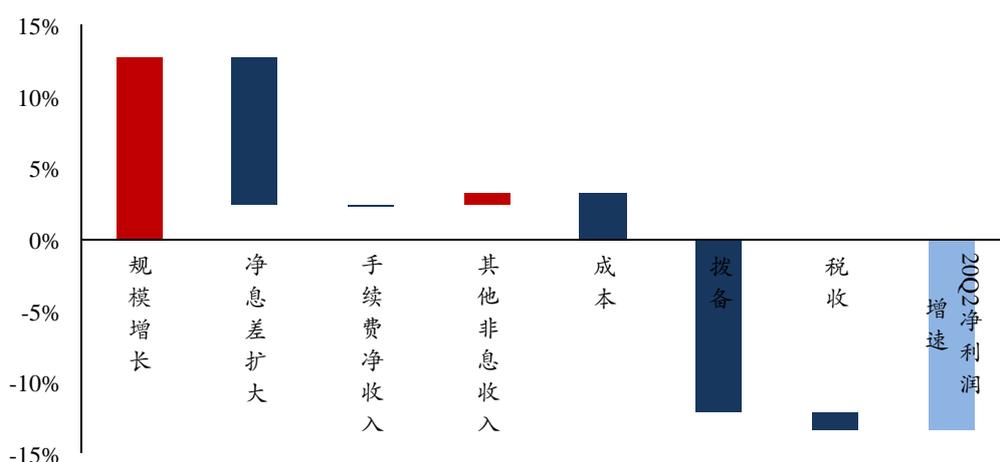
考虑到招行的金融科技战略, 维持成本高投入在预期之内, 上半年 (公司口径) 信息科技投入 39.22 亿元, 同比增长 7.95%, 占营收的 2.87%。

表 1: 招行 2020 上半年单季业绩增速拆分

单季同比增速	2020Q1	2020Q2	2020H
营业收入	11.4%	3.1%	7.3%
净利息收入	5.5%	2.5%	4.0%
生息资产日均余额	11.1%	12.8%	12.0%
净息差	2.56%	2.45%	2.50%
净息差同比变化	-16 bp	-24 bp	-20 bp
净手续费及佣金收入	15.2%	2.0%	8.5%
净其他非息收入	41.4%	12.5%	27.6%
业务及管理费支出	9.99%	9.45%	9.70%
拨备前利润	10.8%	-0.1%	5.5%
信用减值损失同比多提 (百万元)	3,544	3,835	7,379
归母净利润	10.1%	-13.3%	-1.6%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 1：2020Q2 招行净利润增速拆分



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 1、受资产端拖累，净息差环比显著收窄

Q2 招行净息差为 2.45%，同比下降 24bp，环比下降 11bp，主要受生息资产收益率环比大幅下滑 19bp 拖累。受疫情影响，一方面 LPR 多次下调，特别是 3 月 20 日 LPR\_1Y 下调 20bp 在二季度得以充分反应；另一方面收益率相对较高的零售贷款投放恢复进度较为缓慢，截至 6 月末高收益的信用卡贷款余额较年初仍有 187.56 亿元的缺口。

Q2 计息负债成本率环比下降了 12bp，一方面存款运行量增质优，存款总额环比增长 5.7%，在计息负债中的占比较 Q1 提升了 1.1pc。结构方面，一是活期存款占比提升，企业活期和零售活期存款占比较 Q1 分别提升了 3.4pc 和 1.5pc（公司口径，期末时点数据）；二是高成本存款量价得到有效管控，结构性存款规模较年初下降 4.02%，占存款比重由年初的 10.6% 降至 9.1%。另一方面，Q2 招行适度做大同业负债规模置换其他高息资金，享受同业负债成本显著下行的市场红利。但由于负债端成本率下行幅度小于资产端，以及 Q2 招行适度加大了以公允价值计量的金融资产投资，收入归为净其他非息收入，导致净息差降幅显著。

展望下半年，随着实体经济持续复苏，资产端贷款利率下行斜率有望明显趋缓，且高收益零售贷款的恢复性增长也有助于通过结构优化对冲利率下行。同时，负债端同业负债成本下行红利消退、存款结构改善空间减小，负债端成本可能较为刚性。综合来看，预计下半年净息差仍将边际收窄，但降幅将显著好于上半年。此外，考虑到招行去年息差逐季下行，且幅度不断加大，下半年息差同比收窄对营收的制约将显著缓解。

表 2：招行单季净息差分析（日均余额口径）

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
净息差	2.72%	2.69%	2.56%	2.40%	2.56%	2.45%
生息资产收益率	4.48%	4.46%	4.37%	4.22%	4.33%	4.14%
贷款收益率	5.35%	5.27%	5.15%	4.95%	5.15%	4.96%
计息负债成本率	1.89%	1.88%	1.92%	1.92%	1.87%	1.75%
存款付息率	1.51%	1.55%	1.64%	1.63%	1.63%	1.59%
存款/计息负债	73.6%	73.6%	73.6%	73.7%	74.6%	75.7%
同业负债付息率	2.36%	2.33%	2.17%	2.20%	1.87%	1.51%
同业负债/计息负债	13.3%	14.0%	13.4%	12.9%	12.1%	13.4%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 3：招行贷款结构变化及较年初增速（期末余额口径）

贷款结构	2019A	2020H	较年初增速
公司贷款	42.4%	42.7%	8.9%
票据贴现	5.0%	6.1%	31.2%
零售贷款	52.6%	51.2%	5.1%
其中：小微贷款	9.0%	9.2%	10.0%
个人住房贷款	24.7%	24.7%	8.3%
信用卡贷款	14.9%	13.5%	-2.8%
其他	4.0%	3.8%	4.1%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 4：招行各类贷款收益率变化

贷款收益率	2019H1	2019H2	2020H1
公司贷款	4.40%	4.32%	4.14%
零售贷款	6.28%	5.93%	6.10%
票据贴现	3.49%	3.17%	2.69%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 5：招行存款结构变化（公司口径，期末余额口径）

	2019A	2020Q1	2020Q2
企业活期存款	35.9%	35.2%	38.5%
企业定期存款	27.9%	29.5%	26.0%
零售活期存款	24.2%	22.6%	24.1%
零售定期存款	11.9%	12.7%	11.3%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2、财富管理收入增速放缓，手续费及佣金收入对营收贡献减弱

**Q2 手续费及佣金收入同比增长 1.1%，环比 Q1 增速下滑主要因为财富管理手续费收入增速放缓。**Q2 财富管理手续费收入同比增长 26.0%，大幅低于 Q1 的 68.5%，集中体现在受托理财收入和代理基金收入增速下滑，主要原因或有三点：①受托理财收入去年 Q1 基数较低，Q2 基数因素消退，导致同比增速下滑；②考虑到年终奖发放时间，Q1 居民可用于投资的资金量更为充沛；③二季度资本市场波动率加大，或使居民基金投资热情有所降温。

下半年，财富管理类收入增速有望保持平稳，但银行卡收入和结算清算收入将持续恢复，综合来看中收增速有望高于二季度。

表 6：上半年招行财富管理手续费及佣金收入的同比变化情况

单位：百万元	2020Q1	同比增速	2020Q2	同比增速
手续费及佣金收入（集团口径）	23,768	13.7%	23,550	1.1%
手续费及佣金收入（公司口径）	22,336	16.3%	23,070	2.7%
--财富管理收入占集团中收百分比	42.0%		38.2%	
财富管理手续费及佣金收入	9,973	68.5%	8,374	26.0%
受托理财收入	3,062	755.3%	2,589	18.7%
代理基金收入	2,582	132.4%	2,226	80.4%

代理信托收入	1,817	3.7%	1,839	3.4%
代理保险收入	2,417	-9.3%	1,642	16.3%
代理贵金属收入	95	196.9%	51	155.0%
除财富管理外的其他手续费收入	13,795	-7.9%	15,176	-8.8%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

说明：假设2019Q1代理贵金属收入同比小幅增长（2018Q1为30），倒推出受托理财收入。

**小结：Q2 招行拨备前利润同比接近零增长，主要受息差收窄、财富管理类收入增速放缓所致。下半年，预计息差同比收窄对营收的制约有望显著缓解，银行卡及结算类手续费收入回暖将带动中收恢复性增长，拨备前利润增速有望明显高于二季度。**

## 二、资产质量分析

再来分析第二个问题，Q2 招行不良率环比 Q1 上升 3bp 至 1.14%，不良贷款余额增加 27.46 亿元，拨备覆盖率环比 Q1 下降了 10.46pc。相较其他股份行，招行不良率及拨备覆盖率的变动方向有所不同。

基于数据的可得性，接下来的分析我们基于公司口径展开。

### 1、新生成不良明显增加，但不良处置和拨备计提力度并未显著提升

根据半年报披露，招行 Q2 新生成不良贷款 188.31 亿元，同比增加 76.22 亿元；上半年不良生成率年化后为 1.29%，同比上升 9 bp。但同时，Q2 招行信用减值损失计提 198.40 亿元，同比仅多增 40.61 亿元；上半年共处置不良 251.91 亿元，同比仅增加 15.30 亿元。即在招行新生成不良明显多增的同时，损失计提与不良处置并未同幅度跟进，所以账面上才会表现出不良率上升、拨备覆盖率下降。

表 7：招行上半年不良贷款新生成情况

百万元	2020Q1	较去年同期	2020Q2	较去年同期
新生成不良	9,101	(2,749)	18,831	7,622
公司贷款	1,043	(5,661)	6,906	1,936
零售贷款	8,058	2,912	11,925	5,686
信用卡	6,629	2,691	9,269	4,881
其他零售贷款	1,429	221	2,656	805

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 2、不良认定从严，新规则下部分关注类贷款下迁至不良

从各类贷款明细来看，Q2 仅公司贷款、零售贷款里的消费贷款和其他零售贷款的不良率环比上升，其他类别贷款的不良率环比下降。而所有贷款的关注率、逾期率都是明显下降的，所以相较风险大幅暴露，更有可能的是招行进一步强化不良认定、压实家底，将相当一部分原来的关注贷款认定为不良贷款。

表 8：2020Q2 招行各类贷款资产质量边际变化（公司口径）

	不良率			关注率			逾期率		
	19A	20Q1	20Q2	19A	20Q1	20Q2	19A	20Q1	20Q2
公司贷款	2.05%	1.72%	1.87%	1.31%	1.17%	0.97%	2.03%	1.74%	1.69%
票据贴现	0.01%			0.24%	0.10%				

零售贷款	0.73%	0.87%	0.83%	1.18%	1.51%	1.14%	1.20%	1.80%	1.37%
小微贷款	0.81%	0.80%	0.62%	0.33%	0.83%	0.45%	0.85%	1.47%	0.81%
个人住房贷款	0.25%	0.26%	0.25%	0.12%	0.37%	0.19%	0.33%	0.60%	0.35%
信用卡贷款	1.35%	1.89%	1.85%	3.60%	4.20%	3.47%	2.73%	4.13%	3.50%
消费贷款	1.18%	1.35%	1.44%	0.45%	0.81%	0.59%	1.50%	2.02%	1.08%
其他零售贷款	1.79%	1.94%	1.80%	0.43%	0.71%	0.58%	1.99%	2.54%	2.15%
贷款总额	1.21%	1.16%	1.19%	1.18%	1.28%	1.00%	1.46%	1.66%	1.41%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

对此，可用（不良+关注类）贷款的拨备覆盖率进行佐证：Q2 末招行不良贷款余额上升 25.85 亿元，但不良+关注类贷款余额下降了 86.31 亿元，（不良+关注类）贷款的拨备覆盖率环比上升了 25.6pc 至 241.2%。

表 9：招行上半年拨备覆盖率测算

公司口径（百万元）	2019	2020Q1	2020Q2	环比
不良贷款	50,450	50,828	53,413	2,585
关注类贷款	49,299	56,328	45,112	(11,216)
不良+关注	99,749	107,156	98,525	(8,631)
贷款减值准备	216,943	230,980	237,632	6,652
不良贷款的拨备覆盖率	430.0%	454.4%	444.9%	-9.5%
（不良+关注类）贷款的拨备覆盖率	217.5%	215.6%	241.2%	25.6%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 3、猜测 Q2 加大了零售不良的处置力度，强化对公不良的认定条件

在不良认定从严的基础上，Q2 零售贷款整体及小微、按揭、信用卡的不良率均环比下降，而公司贷款不良率上升 15bp，猜测 Q2 招行加大了对零售不良贷款的处置力度，并未雨绸缪，主要强化了公司贷款的不良认定。

就后续资产质量将如何演化，招行秉承一贯谨慎态度，认为公司贷款方面风险表现有滞后性，预计对公业务风险压力将会上升并可能持续较长时间，零售贷款方面疫情冲击仍在释放过程中，个人客户还款能力有所下降，相关贷款质量仍将持续承压。但考虑招行二季度进一步强化不良认定、夯实拨备基础，预计后续资产质量压力将好于同业。

### 三、零售客群及财富管理业务经营

上半年招行零售客群经营及财富管理业务表现突出，金葵花及以上客户和私行客户上半年增速接近去年全年水平，而零售 AUM、金葵花及以上客户 AUM、私行 AUM 的增速均已超过去年全年水平。

表 10：招行上半年零售客群经营及财富管理业务

公司口径（百万元）	2019	2020Q1	2020H
零售客户数（万户）	14,400	14,600	15,100
较年初增长	14.8%	1.39%	4.86%
零售客户 AUM（亿元）	74,940	64,066	82,632
较年初增长	10.2%	5.3%	10.3%
金葵花及以上客户（万户）	265	279	292

较年初增长	12.1%	5.3%	10.2%
金葵花及以上客户 AUM (亿元)	60,852	78,842	67,550
较年初增长	10.5%	5.2%	<b>11.0%</b>
私行客户数 (户)	81,674	86,188	91,034
较年初增长	12.0%	5.5%	11.5%
私行客户 AUM (亿元)	22,311	23,441	24,974
较年初增长	9.4%	5.1%	<b>11.9%</b>
私行客均 AUM (万元)	2,732	2,720	2,743

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

**风险提示：**息差持续大幅收窄；中收增速继续放缓。

## 财务报表预测和估值数据汇总

财务预测(单位:百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>利润表</b>						
净利息收入	144,852	160,384	173,090	189,090	209,446	233,517
净手续费收入	64,018	66,480	71,493	77,212	83,389	90,061
其他非息收入	10,520	19,825	22,512	20,000	20,000	20,000
<b>营业收入</b>	<b>219,390</b>	<b>246,689</b>	<b>267,095</b>	<b>286,302</b>	<b>312,836</b>	<b>343,577</b>
税金及附加	(2,152)	(2,132)	(2,348)	(6,354)	(6,216)	(5,673)
业务及管理费	(66,772)	(77,112)	(86,541)	(91,903)	(99,482)	(108,227)
营业外净收入	140	(111)	85	(150)	100	100
<b>拨备前利润</b>	<b>150,606</b>	<b>167,334</b>	<b>178,291</b>	<b>187,896</b>	<b>207,238</b>	<b>229,778</b>
资产减值损失	(59,926)	(60,837)	(61,159)	(85,731)	(88,410)	(90,767)
<b>税前利润</b>	<b>90,680</b>	<b>106,497</b>	<b>117,132</b>	<b>102,165</b>	<b>118,828</b>	<b>139,011</b>
所得税	(20,042)	(25,678)	(23,709)	(21,455)	(24,954)	(29,192)
<b>税后利润</b>	<b>70,638</b>	<b>80,819</b>	<b>93,423</b>	<b>80,710</b>	<b>93,874</b>	<b>109,818</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>70,150</b>	<b>80,560</b>	<b>92,867</b>	<b>80,512</b>	<b>93,643</b>	<b>109,548</b>
<b>资产负债表</b>						
存放央行	616,419	493,382	567,896	497,943	557,696	624,619
同业资产	484,096	612,957	522,507	636,774	691,904	751,822
贷款总额	3,565,044	3,933,034	4,490,650	4,939,715	5,433,687	5,977,055
贷款减值准备	(150,432)	(191,895)	(223,097)	(256,720)	(289,587)	(324,762)
贷款净额	3,414,612	3,749,949	4,277,300	4,682,995	5,144,099	5,652,293
证券投资	1,578,356	1,671,399	1,804,437	2,083,094	2,466,474	2,894,801
其他资产	204,155	218,042	245,100	301,255	337,835	378,380
<b>资产合计</b>	<b>6,297,638</b>	<b>6,745,729</b>	<b>7,417,240</b>	<b>8,202,060</b>	<b>9,198,008</b>	<b>10,301,916</b>
同业负债	1,252,310	1,158,231	1,143,910	1,340,332	1,474,365	1,621,801
存款余额	4,064,345	4,427,566	4,874,981	5,508,729	6,169,776	6,910,149
应付债券	296,477	424,926	578,191	462,399	562,399	662,399
其他负债	201,114	191,401	202,451	254,420	285,567	319,940
<b>负债合计</b>	<b>5,814,246</b>	<b>6,202,124</b>	<b>6,799,533</b>	<b>7,565,879</b>	<b>8,492,106</b>	<b>9,514,289</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>449,327</b>	<b>509,540</b>	<b>583,642</b>	<b>636,180</b>	<b>705,901</b>	<b>787,627</b>
<b>业绩增长</b>						
净利息收入增速	7.62%	10.72%	7.92%	9.24%	10.77%	11.49%
净手续费增速	5.18%	3.85%	7.54%	8.00%	8.00%	8.00%
净非息收入增速	0.48%	15.79%	8.92%	3.41%	6.35%	6.45%
拨备前利润增速	3.78%	11.11%	6.55%	5.39%	10.29%	10.88%
归属母公司净利润增速	13.00%	14.84%	15.28%	-13.30%	16.31%	16.98%
<b>盈利能力</b>						
ROAE	16.54%	16.92%	17.15%	13.34%	14.10%	14.81%
ROAA	1.15%	1.24%	1.31%	1.03%	1.08%	1.12%
RORWA	1.99%	1.97%	2.02%	1.65%	1.72%	1.80%
生息率	3.99%	4.23%	4.16%	4.08%	4.05%	4.03%
付息率	1.76%	1.93%	1.91%	1.84%	1.81%	1.80%
净利差	2.22%	2.30%	2.25%	2.24%	2.23%	2.22%
净息差	2.39%	2.48%	2.46%	2.43%	2.42%	2.41%
成本收入比	30.44%	31.26%	32.40%	32.10%	31.80%	31.50%
<b>资本状况</b>						
资本充足率	15.48%	15.68%	15.54%	15.21%	14.91%	14.72%
核心资本充足率	13.02%	12.62%	12.69%	12.34%	12.21%	12.18%
风险加权系数	56.06%	60.67%	62.11%	62.49%	62.49%	62.49%
股息支付率	30.20%	29.43%	32.62%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>资产质量</b>						
不良贷款余额	57,393	53,605	52,275	57,607	59,601	61,087
不良贷款净生成率	0.63%	0.63%	0.78%	1.05%	0.95%	0.85%
不良贷款率	1.61%	1.36%	1.16%	1.17%	1.10%	1.02%

拨备覆盖率	264%	358%	427%	446%	486%	532%
拨贷比	4.22%	4.88%	4.97%	5.20%	5.33%	5.43%
<b>流动性</b>						
贷存比	87.72%	88.83%	92.12%	89.67%	88.07%	86.50%
贷款/总资产	56.61%	58.30%	60.54%	60.23%	59.07%	58.02%
平均生息资产/平均总资产	99.15%	99.32%	99.53%	99.51%	99.47%	99.48%
<b>每股指标</b>						
EPS	2.78	3.19	3.68	3.19	3.71	4.34
BVPS	17.69	20.07	22.89	24.96	27.72	30.95
每股股利	0.84	0.94	1.20	0.96	1.11	1.30
<b>估值指标</b>						
P/E	11.16	9.72	8.43	12.04	10.36	8.85
P/B	1.75	1.55	1.36	1.54	1.39	1.24
P/PPOP	5.20	4.68	4.39	5.16	4.68	4.22
股息收益率	2.71%	3.03%	3.87%	2.49%	2.90%	3.39%

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

张宇、李双声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
		张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
		温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn	
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
深圳联系人	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn	
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn	
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn	
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn	
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn	

## 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034