

资产质量优异，代理手续费高增

——招商银行 2020 中报点评

核心观点

- **招商 2020 上半年营业收入稳健，归母净利小幅下降。净利息收入同比+3.97%；代理手续费高增带来非息收入同比+12.94%，对净利润贡献较大。**公司 2020 上半年营收 1483.53 亿元，同比增长 7.27%；归母净利 497.88 亿元，同比下降 1.63%；ROE 15.77%，较去年同期降低 2.28%。报告期内，招行生息资产同比增长 8.6%，相较于一季度、去年末分别 13.6%、9.9% 的同比增速，二季度资产扩张放缓，主要是同业资产、贷款扩张较一季度放缓所致。手续费及佣金净收入同比增长 8.46%，受疫情影响，银行卡手续费收入同比下降 2.44%；受益于上半年基金发行代销、受托理财情况较好，公司代理手续费及托管佣金同比分别增长 32.35%、10.43%。
- **息差下行，主因在于资产收益率下滑，存款成本小幅上升。**公司 2020 上半年净息差 2.50%，较 2019 年底下降 9bps。上半年各项资产收益率均有下滑，贷款由于 LPR 下行幅度较大及高收益零售贷款投放放缓，收益率下降 12bps 至 5.05%。存款付息率较年初上行 3bps 至 1.61%，主要因为存款中成本率较高的结构性存款和大量存单增多；同时货币市场利率下行导致同业负债和应付债券付息率的下降对冲了存款成本的上升，总体带来息差下行。
- **资产质量优异，不良率及关注率改善，拨备水平上升，资本充足率有所下降。**上半年不良率较年初下降 2bps 至 1.14%；关注率环比 3 月末下降 28bps 至 0.99%。拨备水平较去年末提升 14.03 个百分点至 440.81%。资本充足率较上年末下降 0.64 个百分点。

财务预测与投资建议

- 用 PB 法对公司估值，考虑疫情及银行让利影响，对公司盈利预测作出调整。2020-2022 年 EPS 预测值 3.66、3.92、4.40 元（原 2020-2022 年 EPS 预测值为 4.11、4.67、5.43 元），BVPS 预测值 25.43、28.24、31.44 元。根据可比公司 2020 年平均一致预期 PB 值 1.00 倍，给予近 2 年平均 65% 的估值溢价，得到目标价 41.91 元，对应 2020 年 PB 为 1.65 倍，PE 为 11.5 倍，本次维持“增持”评级。

风险提示

- 同业竞争加剧致揽存难度增加、降息带来息差承压、经济下行造成风险增加。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	248,555	269,703	290,804	315,326	347,357
同比增长(%)	12.5%	8.5%	7.8%	8.4%	10.2%
营业利润(百万元)	106,608	117,047	116,250	124,720	139,814
同比增长(%)	17.7%	9.8%	-0.7%	7.3%	12.1%
归属母公司净利润(百万元)	80,560	92,867	92,231	98,987	111,026
同比增长(%)	14.8%	15.3%	-0.7%	7.3%	12.2%
每股收益(元)	3.19	3.68	3.66	3.92	4.40
总资产收益率(%)	1.2%	1.3%	1.2%	1.1%	1.2%
净资产收益率(%)	16.6%	16.8%	14.3%	13.9%	14.1%
市盈率	12.04	10.44	10.51	9.80	8.73
市净率	1.92	1.68	1.51	1.36	1.22
P/POP	5.79	5.44	5.07	4.69	4.27

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年09月01日)	37.42元
目标价格	41.91元
52周最高价/最低价	41.06/29.31元
总股本/流通A股(万股)	2,521,985/2,062,894
A股市值(百万元)	943,727
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2020年09月02日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.43	7.53	7.47	9.16
相对表现	-2.11	4.40	-14.46	-18.28
沪深300	1.68	3.13	21.93	27.44



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

证券分析师 张静娴
021-63325888*4311
zhangjingxian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080005

相关报告

业绩稳中有进，数字金融坚实推进：——招商 2020-03-23
商银行 2019 年报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 业绩增速放缓，不良稳健，减值损失增加拉低利润	4
2. 息差小幅下降，资产收益率下滑是主因，存款成本小幅上升	5
3. 盈利预测与投资建议	7
3.1. 盈利预测	7
3.2. 投资建议	8
4. 风险提示	10

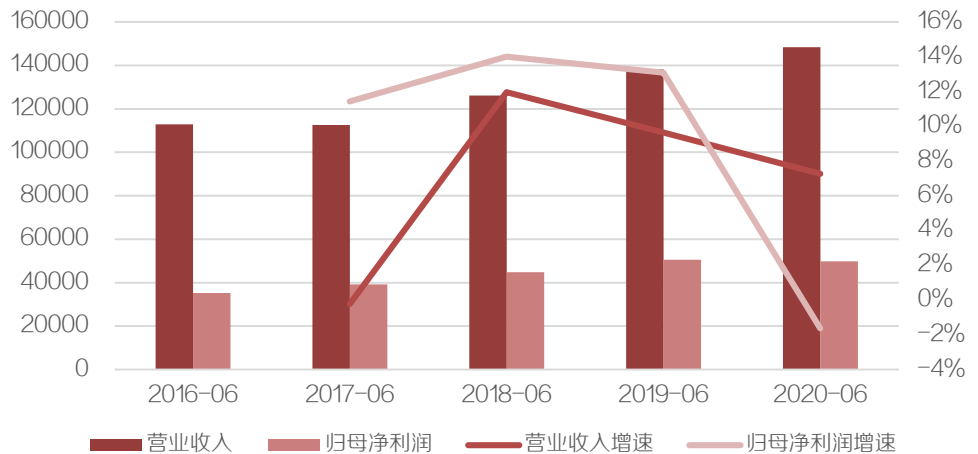
图表目录

图 1: 招商银行营业收入增速放缓、归母净利润下降（金额单位：百万元）	4
图 2: 招商银行不良率改善	5
图 3: 招商银行拨备覆盖率提升	5
图 4: 资产收益率下滑是造成招商银行净息差压力的主要原因	5
图 5: 招行存款成本率小幅提升，零售存款提升幅度更大	6
图 6: 招行同业负债、应付债券付息率下降幅度较大，对冲存款成本上升	6
图 7: 招行个人、公司贷款收益率均有所下行	6
图 8: 2019 年以来，招行同业资产、证券投资收益率整体下行	6
图 9: 2018 年 9 月以来招行平均估值溢价率约为 65%	10
表 1: 业务分类及资产质量核心假设	7
表 2: 收入分类预测表（金额：百万元）	8
表 1: 公司盈利预测结果与目标价	9
表 2: 同业一致预测情况	9

1. 业绩增速放缓，不良稳健，减值损失增加拉低利润

招商银行 2020 上半年营业收入同比小幅增长，但增速放缓；归母净利润首次出现下降情况。招商银行发布 2020 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 1483.53 亿元，同比增长 7.27%；归母净利润 497.88 亿元，首次出现下降情况，同比下降 1.63%；ROA 为 1.30%，较去年同期降低 0.16 个百分点；ROE 为 15.77%，较去年同期降低 2.28 个百分点。

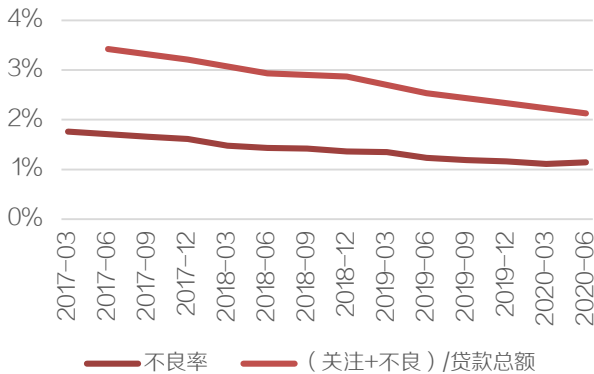
图 1：招商银行营业收入增速放缓、归母净利润下降（金额单位：百万元）



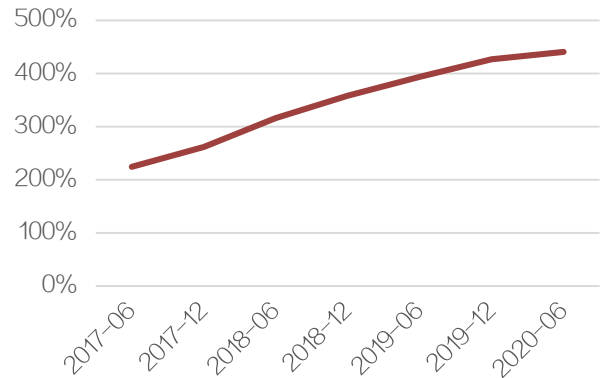
数据来源：wind，东方证券研究所

利息净收入同比小幅增长 3.97%，息差小幅下行，生息资产扩张对冲息差下行。代理基金收入、受托理财收入及投资收益大幅增长，带来非利息收入同比增长 12.94%，对净利润贡献较大。截至 6 月底，招商银行净息差 2.50%，较 2019 年末收窄 9bps，主要是由于政策持续让利实体经济挤压了资产端收益率，但招商银行资产首次超过 8 万亿，生息资产总额达 7.54 万亿，同比增长 8.6%，对冲了收益率的下降。手续费及佣金净收入达 422.69 亿元，同比增长 8.46%，其中银行卡手续费收入 94.18 亿元，同比下降 2.44%；代理基金收入增加使得代理服务手续费收入同比增长 32.35%，受托理财收入增加带来托管佣金同比增长 10.43%。此外，报告期内由于基金投资分红增加、票据及债券价差增加，使得投资收益达 115.30 亿元，同比增长 44.70%。

增厚拨备、压实不良也是公司净利润下降的重要原因。本期资产质量优异，不良率较去年末小幅下降，关注率改善，拨备水平上升，资本充足率有所下降。招商银行 2020 年 6 月末不良率为 1.14%，较上年末下降 2bps，环比 3 月末上升 3bps。关注类贷款金额 480.88 亿元，较上年末减少 45.02 亿元，关注率环比 3 月末下降 28bps 至 0.99%；关注类与不良贷款占比达 2.13%，较年初下降 21bps，前瞻风险指标显著改善。截至 6 月底公司拨备覆盖率 440.81%，较去年末上升 14.03 个百分点，拨备水平较高。增厚拨备、压实不良也是公司净利润下降的重要原因，报告期计提贷款减值损失 2438.91 亿元，较上年末增加 207.94 亿元。本期资本充足率 14.90%、一级资本充足率 11.99%、核心一级资本充足率 11.31%，分别较上年末下降了 0.64、0.70、0.64 个百分点。

图 2：招商银行不良率改善


数据来源：wind，东方证券研究所

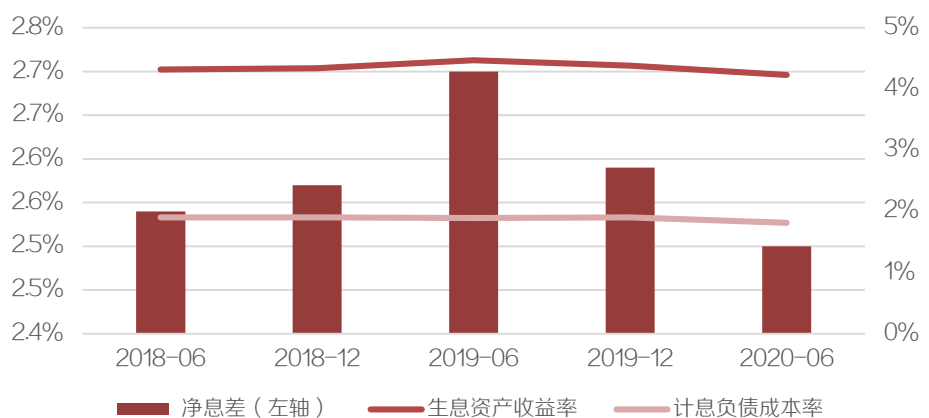
图 3：招商银行拨备覆盖率提升


数据来源：wind，东方证券研究所

App 获客能力佳、用户韧性强，零售金融数字化成效显著。截至报告期末，招商银行 App 累计用户数达 1.29 亿户，借记卡数字化获客占比 19.71%；掌上生活 App 累计用户数达 9842.37 万户，信用卡数字化获客占比达 62.48%。在疫情冲击下，两大 App 月活跃用户保持较强韧性，较 2019 年末微降 2.81% 至 9891.50 万户。同时招商银行 App 的理财投资销售金额 4.70 万亿元，同比增长 20.20%，占全行理财投资销售金额的 78.41%。零售金融数字化成效显著。

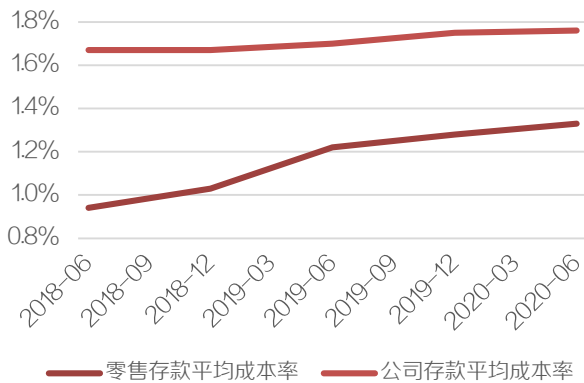
2. 息差小幅下降，资产收益率下滑是主因，存款成本小幅上升

公司净利差和净息差小幅下降。当期净利差为 2.42%，较 2019 年底下降 3bps；净息差为 2.50%，较 2019 年底下降 9bps，下降主要原因在于生息资产收益率下滑。与 2019 年底 2.59% 的净息差相比，本期净息差下降 9bps。从资产收益率和负债付息率上分析，资产收益率环比下降 15bps，是造成净息差环比下滑的主要因素。而负债付息率环比下降 9bps，下降幅度略小于资产收益率。

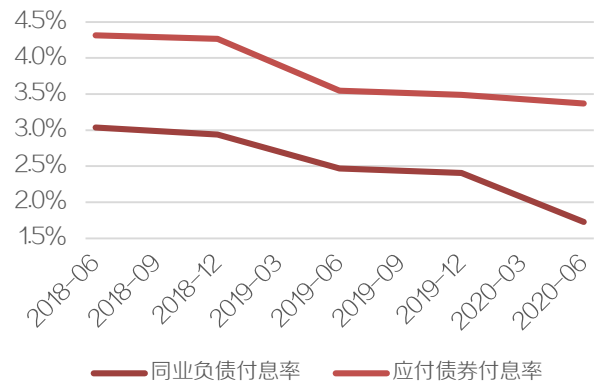
图 4：资产收益率下滑是造成招商银行净息差压力的主要原因


数据来源：公司公告，东方证券研究所

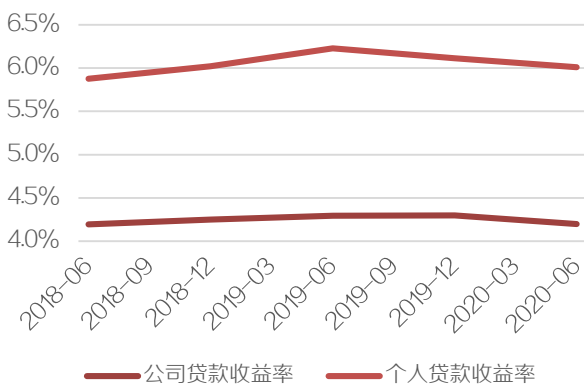
具体来看，存款成本上升，主要 2019 年下半年为承接资管新规后原部分客户理财需求，结构性存款、大额存单供应有所增加；同时由于货币市场利率下行，同业负债、应付债券下降幅度较大，对冲了存款成本上升。资产端，上半年 LPR 下行幅度较大，且高收益零售资产投放进度放缓，贷款收益率有所下降；同时，货币市场流动性宽松，同业资产、证券投资收益率也明显下降。计息负债付息率中，存款成本上升 3bps 至 1.61%，主要由于 2019 年下半年开始公司增加了结构性存款、大额存单等成本率较高的产品。而同业负债成本率大幅下降 0.68 个百分点，主要由于上半年流动性投放充裕，货币市场流动性整体宽松，导致了市场利率下行。而生息资产收益率下降较快且金额占比较大的主要为贷款和同业资产。贷款收益率下行与 LPR 年内降幅较大叠加 LPR 今年 3 月起挂钩存量贷款有关，其中公司贷款和个人贷款收益率下降幅度相近，均在 10bps 左右，但受疫情冲击，收益率相对较高的零售贷款投放进度明显放缓，高收益资产占比下降。

图 5：招行存款成本率小幅提升，零售存款提升幅度更大


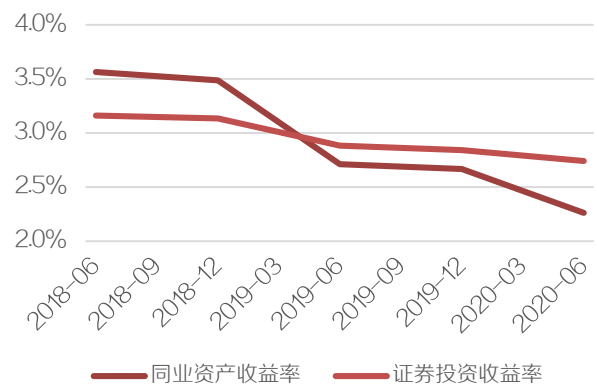
数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：招行同业负债、应付债券付息率下降幅度较大，对冲存款成本上升


数据来源：wind，东方证券研究所

图 7：招行个人、公司贷款收益率均有所下行


数据来源：wind，东方证券研究所

图 8：2019 年以来，招行同业资产、证券投资收益率整体下行


数据来源：wind，东方证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 贷款增速：为对冲经济下行，今年扩张性财政政策和货币政策将陆续推进，叠加多项措施提振内需、扶持民营中小微企业，预计贷款增速将维持较高水平。但由于招行贷款占比已经较高，预计 2022 年贷款增速或较 2020 年及 2021 年放缓。2020-2022 年分别给予贷款 12%、12%和 11%的增速假设。
- 2) 存款增速：当前存款付息率仍低于其他类型负债，招商银行仍有较大动力揽储，预计存款增速保持相对较高水平。但从近几个季度情况来看，招商银行在揽存上付息率有所提升，这将对存款增速造成一定影响。现假设公司 2020-2022 年存款增速为 15%、14%、13%。
- 3) 净息差：由于未来三年货币市场流动性大概率较为充裕，预计资产收益率总体仍将有所下行，2022 年随着宏观调控逐步见效，利率有可能逐渐趋稳，结合各项资产负债利率走势，最终预计公司 2020-2022 年净息差为 2.42%、2.34%、2.31%。
- 4) 手续费及佣金净收入：2020-2022 年随着理财子公司成立、理财净值化转型完成、科技银行转型成果逐步显现，预计压制中收的风险因素逐渐出清，2020-2022 年手续费及佣金净收入预计可以保持较高水平，统一给予 9%的增速假设。
- 5) 不良贷款：宏观经济下行压力仍大，推进普惠金融力度仍在增强，预计未来三年不良贷款生成率将会小幅上行，不良生成率分别为 1.30%、1.31%和 1.32%。未来三年不良贷款率则为 1.14%、1.15%和 1.15%，拨备覆盖率预计仍维持较高水平，2020-2022 年假设为 430%、420%、410%。

表 1：业务分类及资产质量核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息业务					
贷款总额增速	10.32%	14.18%	12.00%	12.00%	11.00%
存款增速	8.94%	10.11%	15.00%	14.00%	13.00%
计息负债增速	7.08%	9.76%	11.00%	11.00%	11.00%
生息资产增速	7.13%	9.87%	9.50%	10.00%	10.00%
净息差	2.57%	2.59%	2.42%	2.34%	2.31%
净利差	2.44%	2.48%	2.28%	2.22%	2.21%
非息业务					
手续费及佣金收入增速	3.85%	7.54%	9.00%	9.00%	9.00%
非息收入增速	15.95%	9.57%	13.16%	12.16%	12.38%
资产质量					
不良贷款率	1.36%	1.16%	1.14%	1.15%	1.15%
不良贷款生成率	1.01%	1.13%	1.30%	1.31%	1.32%
信用成本率（贷款）	1.56%	1.27%	1.40%	1.37%	1.30%

信用成本率（生息资产）	0.89%	0.76%	0.85%	0.85%	0.82%
其他					
费用增速	15.49%	12.23%	8.24%	8.87%	10.57%

数据来源：东方证券研究所

表 2：收入分类预测表（金额：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	160384	173090	181476	192705	209556
利息收入	270911	292994	308210	331288	360844
利息支出	110527	119904	126734	138583	151288
手续费及佣金净收入	66480	71493	77927	84941	92586
手续费及佣金收入	73046	79047	86161	93916	102368
手续费及佣金支出	6566	7554	8234	8975	9783
其他非息收入	21691	25120	31400	37680	45216
营业收入	248555	269703	290804	315326	347357

同比

净利息收入	7.92%	4.85%	6.19%	8.74%
利息收入	8.15%	5.19%	7.49%	8.92%
利息支出	8.48%	5.70%	9.35%	9.17%
手续费及佣金净收入	7.54%	9.00%	9.00%	9.00%
手续费及佣金收入	8.22%	9.00%	9.00%	9.00%
手续费及佣金支出	15.05%	9.00%	9.00%	9.00%
其他非息收入	15.81%	25.00%	20.00%	20.00%
营业收入	8.51%	7.82%	8.43%	10.16%

占比

净利息收入	64.53%	64.18%	62.41%	61.11%	60.33%
手续费及佣金净收入	26.75%	26.51%	26.80%	26.94%	26.65%
其他非息收入	8.73%	9.31%	10.80%	11.95%	13.02%
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：东方证券研究所

3.2. 投资建议

我们采用 PB 估值法对招商银行进行估值，得到公司 2020-2022 年 EPS 预测值 3.66、3.92、4.40 元，BVPS 预测值 25.43、28.24、31.44 元（原 2020-2022 年 EPS 预测值为 4.11、4.67、5.43 元，BVPS 预测值为 25.88、29.29、33.28 元）。由于 2020 上半年 LPR 下行较快，且 3 月起应用于存量贷款，公司息差受到一定影响，且 2020 年受疫情影响，银行让利程度较大，故各年盈利预测值低于 2019 年报点评。根据可比公司 2020 年平均一致预期 PB 调整值 1.00 倍（去掉最大值与最小值平均），参考 2018 年 9 月 1 日（取近 2 年值）以来招行相对同业的平均估值溢价

65%，得到 2020 年 PB 1.65 倍，按照此 PB 得到招商银行对应目标价为 41.91 元，对应 2020 年 PE 为 11.5 倍，维持“增持”评级。

表 3：公司盈利预测结果与目标价

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	3.68	3.66	3.92	4.40
BVPS	22.89	25.43	28.24	31.44
前收盘价	37.42			
前收盘价对应 PE	10.16 倍	10.23 倍	9.53 倍	8.50 倍
前收盘价对应 PB	1.63 倍	1.47 倍	1.33 倍	1.19 倍
每股股利	1.20	1.19	1.28	1.43
股息率	3.21%	3.18%	3.42%	3.83%
目标价-相对估值	41.91			
目标价对应 PE	11.4 倍	11.5 倍	10.7 倍	9.5 倍
目标价对应 PB	1.8 倍	1.65 倍	1.5 倍	1.3 倍

数据来源：东方证券研究所，数据截至 2020/9/1 收盘

表 4：同业一致预测情况

	一致预测净利润增速			一致预测 ROE			一致预测 PB		
	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
建设银行	4.7%	4.2%	4.8%	12.7%	12.2%	11.8%	0.74	0.68	0.62
邮储银行	16.5%	8.4%	9.8%	12.0%	12.3%	12.2%	0.81	0.73	0.67
平安银行	13.6%	-3.4%	12.6%	10.2%	9.0%	9.3%	1.08	0.98	0.89
宁波银行	22.6%	15.4%	17.5%	15.1%	15.7%	16.0%	2.43	2.00	1.74
常熟银行	20.1%	6.3%	13.2%	12.0%	10.7%	11.1%	1.40	1.29	1.18
调整平均	16.7%	6.3%	11.8%	12.2%	11.7%	11.7%	1.09	1.00	0.91

数据来源：wind，东方证券研究所，数据截至 2020/3/23 收盘

估值溢价确定：招行估值长期高于同业平均水平。主要由于招行零售业务表现突出，息差、资产质量及中间业务收入均具有明显竞争优势。2014 年招行提出“一体两翼”战略后，强调零售的主体地位，加强对公及同业业务建设，提升非息业务占比。2017 年以后，零售业务成效愈加显著，息差显著提升，资产质量良好，非息收入稳步提升，估值显著高于行业均值。近 2 年以来公司估值溢价率约为 65%。

同时，零售 3.0 阶段中，金融科技运用取得明显进展，可强化当前关键的竞争要素，1) 零售银行的核心要素在于其获客能力和客户粘性，金融科技有望打破公司获客能力的天花板，使其不再受限于网点数量及网点的区域分布；2) 金融科技为提升客户粘性打开了新局面，大规模的定制化服务和为客户提供的跨平台、综合解决方案成为可能，零售业务增长空间进一步打开，将支撑公司估值溢价。

图 9：2018 年 9 月以来招行平均估值溢价率约为 65%



数据来源：wind，东方证券研究所

4. 风险提示

同业竞争加剧，招行零售业务竞争优势则会相对降低，揽存难度增加。

宏观经济下行压力加大，资产质量压力增大。

若央行继续降息，由于招行贷款占比较高，净息差压力将增加。

附表：财务报表预测与比率分析

利润表						主要财务指标					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息收入	270,911	292,994	308,210	331,288	360,844	核心假设					
利息支出	110,527	119,904	126,734	138,583	151,288	贷款净额增速	10.32%	14.18%	12.00%	12.00%	11.00%
净利息收入	160,384	173,090	181,476	192,705	209,556	存款增速	8.94%	10.11%	15.00%	14.00%	13.00%
手续费和佣金净收入	66,480	71,493	77,927	84,941	92,586	计息负债增速	7.08%	9.76%	11.00%	11.00%	11.00%
营业收入	248,555	269,703	290,804	315,326	347,357	生息资产增速	7.13%	9.87%	9.50%	10.00%	10.00%
营业税金及附加	2,132	2,348	2,510	2,729	3,000	净息差	2.57%	2.59%	2.42%	2.34%	2.31%
业务及管理费	77,112	86,541	93,669	101,974	112,751	净利差	2.44%	2.48%	2.28%	2.22%	2.21%
资产减值损失	60,829	61,066	75,159	82,074	87,232	手续费及佣金收入增速	3.85%	7.54%	9.00%	9.00%	9.00%
营业支出	141,947	152,656	174,554	190,606	207,543	非息收入增速	15.95%	9.57%	13.16%	12.16%	12.38%
营业利润	106,608	117,047	116,250	124,720	139,814	费用增速	15.49%	12.23%	8.24%	8.87%	10.57%
利润总额	106,497	117,132	116,335	124,805	139,899	信用成本率（贷款）	1.56%	1.27%	1.40%	1.37%	1.30%
所得税	25,678	23,709	23,548	25,262	28,317	信用成本率（生息资产）	0.89%	0.76%	0.85%	0.85%	0.82%
归属母公司股东净利润	80,560	92,867	92,231	98,987	111,026	有效税率	24.11%	20.24%	20.24%	20.24%	20.24%
每股收益（元）	3.19	3.68	3.66	3.92	4.40	每股拨备前利润	6.64	7.06	7.59	8.20	9.00
						每股净利润	3.19	3.68	3.66	3.92	4.40
资产负债表						CAMEL 分析					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及存放央行	493,382	567,896	721,907	738,875	819,906	C:核心资本充足率	15.68%	15.54%	14.61%	14.52%	14.48%
存放同业	100,160	106,113	111,419	116,990	122,839	C:资本充足率	15.68%	15.54%	14.61%	14.52%	14.48%
拆出资金	313,411	307,433	322,805	338,945	355,892	C:权益/贷款	14.50%	14.44%	14.25%	14.04%	13.99%
买入返售金融资产	199,386	108,961	114,409	120,130	126,136	C:权益/资产	7.91%	8.21%	8.25%	8.22%	8.20%
发放贷款和垫款	3,749,949	4,277,300	4,782,981	5,360,994	5,957,894	C:财务杠杆率	12.64	12.18	12.13	12.16	12.20
交易性金融资产	330,302	398,276	397,291	433,254	467,940	A:不良贷款比率	1.36%	1.16%	1.14%	1.15%	1.15%
证券投资-可供出售金融资产	425,085	484,933	483,733	527,522	569,755	A:拨备覆盖率	358.18%	426.78%	430.00%	420.00%	410.00%
证券投资-持有至到期投资	916,012	921,228	918,949	1,002,134	1,082,364	A:拨备充足率	597.64%	679.65%	679.65%	679.65%	679.65%
资产合计	6,745,729	7,417,240	8,268,799	9,179,504	10,172,604	A:拨贷比	4.88%	4.97%	4.90%	4.83%	4.72%
同业及其他金融机构存放	470,826	555,581	622,251	672,031	725,793	A:不良资产/（权益+拨备）	7.29%	6.22%	6.18%	6.32%	6.37%
拆入资金	203,950	165,921	185,832	200,698	216,754	E:ROA	1.19%	1.25%	1.12%	1.08%	1.09%
交易性金融负债	44,144	43,434	43,434	43,434	43,434	E:ROAA	1.24%	1.32%	1.18%	1.14%	1.15%
卖出回购	78,141	63,233	70,821	76,487	82,606	E:ROE	14.92%	15.19%	13.66%	13.26%	13.42%
客户存款	4,427,566	4,874,981	5,606,228	6,391,100	7,221,943	E:ROAE	16.57%	16.84%	14.35%	13.88%	14.07%
负债合计	6,202,124	6,799,533	7,587,102	8,426,853	9,339,163	E:RoRWA	1.97%	2.02%	1.80%	1.74%	1.76%
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	E:成本收入比	31.02%	32.09%	32.21%	32.34%	32.46%
资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523	E:手续费和佣金收入占比	26.75%	26.51%	26.80%	26.94%	26.65%
盈余公积	53,682	62,291	70,841	80,017	90,310	E:股利分配比例	29.43%	32.59%	32.59%	32.59%	32.59%
未分配利润	274,361	321,610	361,805	407,492	460,395	L:存贷比	84.70%	87.74%	85.32%	83.88%	82.50%
少数股东权益	3,487	6,406	6,406	6,406	6,406	L:贷款/生息资产	57.45%	59.64%	60.90%	62.06%	62.70%
股东权益合计	543,605	617,707	681,697	752,651	833,441	L:存款/计息负债	73.66%	73.90%	76.56%	78.63%	80.04%
负债合股东权益总计	6,745,729	7,417,240	8,268,799	9,179,504	10,172,604						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

