

银行

证券研究报告
2020年10月21日

透视恒生银行-香港零售银行标杆

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

廖志明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517070001

liaozhiming@tfzq.com

邵春雨

联系人

shaochunyu@tfzq.com

恒生银行是香港的标杆银行之一，成立于 1933 年，历经 80 年峥嵘岁月，不仅成长为香港本土银行中的领导者，也因香港股市“风向标”——恒生指数而闻名于世。恒生银行在香港有 290 个网点，服务超过 350 万人，约一半的香港成年人。

恒生银行特色鲜明：汇丰集团成员、深耕香港、“保守派”等

汇丰银行拥有恒生 62% 的股权。1965 年 1 月，香港爆发了有史以来第一次大型的银行挤提危机。汇丰以收购方式成为恒生第一大股东。恒生银行深耕香港，具有良好经营环境。恒生的营收依赖于香港和中国内地市场，1H20 香港地区贡献 94.5% 的营收。香港较为全球化的经济环境，为恒生银行开展综合性金融服务创造条件。恒生经营风格稳健，是坚定的“保守派”。作为香港最大的本地注册上市公司之一，恒生银行经营稳健，在 08 年金融危机受影响较小。

恒生银行估值较高，高分红与高 ROE 并存

复盘来看，恒生银行估值持续高于同业。截至 20 年 10 月 17 日，恒生银行 PB 估值为 1.32 倍，同期汇丰控股为 0.48 倍，中银香港为 0.73 倍，渣打集团为 0.33 倍，东亚银行为 0.45 倍。

(1) 恒生银行零售业务出众，息差较高，成本收入比较低，成就较高 ROE。19 年恒生银行净息差 2.17%，显著高于香港主要上市银行。20 年受疫情影响，恒生银行仍然维持 2% 的高息差水平。30% 的成本收入比在香港十大银行中处于较低水平。恒生银行 ROE 高于香港同业。恒生银行深耕香港零售银行业务，零售板块贡献近 64% 的营业收入，同时关注中小企业需求，恒生银行盈利能力较强，19 年 ROE 为 15.4%，显著高于同期香港其他主要大行。一般而言，银行的 ROE 与估值成正相关，恒生银行高于香港同业的 ROE 水平使其拥有较高估值。

(2) 恒生高估值的另一个原因来自其高分红率。相对于内地普遍 30% 的分红率，港行普遍更高，而汇丰银行也一直以高分红著称，其子公司恒生银行也继承了这一特点，绝大多数年份的分红率在 60% 以上，19 年分红率为 63%，1H20 分红率为 71%。

投资建议：低估值与经济复苏共振，银行股有望否极泰来

国内经济稳步复苏，让利压力缓解，叠加业绩低基数，未来一年上市行业绩增速有望反转。低估值与经济复苏共振，银行股有望否极泰来，四季度估值切换值得重视。个股我们主推具备长逻辑的零售银行龙头-平安银行，关注招行、常熟、张家港行，兴业、光大等。此外我们特别提示投资者关注全国性银行 H 股之机会。

风险提示：经济失速，资产质量大幅恶化；金融让利，息差大幅收窄等。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:怎么看待 9 月社融同比大增?》2020-10-14
- 《银行-行业研究简报:10 月策略:否极泰来,积极看多》2020-10-14
- 《银行-行业研究简报:预测:9 月社融有多高?》2020-10-11

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2020-10-20	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000001.SZ	平安银行	17.54	买入	1.45	1.24	1.52	1.89	12.10	14.15	11.54	9.28
600036.SH	招商银行	39.97	增持	3.68	3.48	3.98	4.42	10.86	11.49	10.04	9.04
601818.SH	光大银行	4.02	买入	0.71	0.63	0.76	0.90	5.66	6.38	5.29	4.47
002839.SZ	张家港行	6.09	买入	0.53	0.54	0.60	0.71	11.49	11.28	10.15	8.58
601166.SH	兴业银行	17.80	买入	3.17	2.84	3.39	4.21	5.62	6.27	5.25	4.23

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 深耕香港的稳健型银行.....	4
1.1. 浓厚历史色彩的恒生发展史	4
1.2. 恒生控股权益手汇丰	5
1.3. 深耕香港市场	5
1.4. 稳健管理风格，“保守派”的不平凡.....	6
2. 恒生高估值：高分红与高 ROE 并存	7
2.1. 恒生银行估值显著高于同业	7
2.2. 高 ROE 与高分红	8
3. 本土零售银行标杆，零售及财富管理业务贡献大.....	11
3.1. 零售银行及财富管理业务：收入占比 64%.....	12
3.1.1. 保险业务是财富管理业务的重心	12
3.1.2. 零售按揭及无抵押贷款保持领导地位	14
3.1.3. 零售银行业务采用数码技术提升客户体验	15
3.2. 商业银行业务：关注中小企业需求	16
3.2.1. 恒生关注满足中小企业需求	17
3.2.2. 商业银行板块逐渐被零售业务拉开差距	17
3.3. 环球银行及资本市场业务	19
4. 投资建议：低估值与经济复苏共振，银行股有望否极泰来.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：恒生银行的发展伴随着近现代历史更迭	4
图 2：19 年恒生银行净利润 248 亿港元，恒生银行净利息收入增长迅速（亿港元）	6
图 3：恒生银行盈利情况较好，营业溢利（利润）较为稳定（亿港元）	6
图 4：港行资本充足率较高，恒生银行资本充足率较高且保持平稳（%）	7
图 5：恒生银行 PB 估值显著高于香港同业（倍）	8
图 6：恒生银行零售业务领先，净息差较高（%）	8
图 7：17 年香港银行业净息差在 1.55%（%）	8
图 8：恒生银行的成本收入比较低，19 年为 30%.....	9
图 9：恒生银行 ROE 较高，显著高于香港同业	10
图 10：恒生银行的分红率很高（%）	10
图 11：1H20 恒生银行总营业收入情况.....	11
图 12：2019 恒生银行总营收情况.....	11
图 13：近 20 年的恒生银行、汇丰、中银香港的营业溢利（利润）增速情况	12
图 14：19 年恒生银行投资业务收入构成	13
图 15：恒生银行的财富管理板块中，保险业务收入增长较快（百万港元）	14
图 16：恒生智能助理 HARO 是运用了人工智能及自然语言处理技术的聊天机器人	15
图 17：HARO 初始聊天界面	16

图 18: HARO 助理服务范围	16
图 19: 恒生是香港首家应用 NFC 技术, 可以用手机提款的银行	16
图 20: 恒生银行各业务板块历年营业利润增速情况, 商业银行业务板块 13 年之前增速很高	18
图 21: 近 10 年商业银行板块的营业利润、净收入、净利息收入情况 (百万港元)	18
图 22: 恒生银行的商业智能助理「BERI」	19
图 23: 恒生 One Collect 收款服务一机兼容多种付款方式	19
图 24: 19 年环球银行及资本市场业务的营业利润为 49.60 亿港元, 有所下降 (亿港元)	20
表 1: 汇丰银行自 2003 年开始稳定持股 62.14%, 也是恒生银行唯一大股东	5
表 2: 恒生银行深耕香港, 香港地区贡献绝大多数营收 (亿港元)	6
表 3: 分模块看, 19 年恒生营业支出占收入比重中, 员工成本、一般行政支出等均低于同业 (百万港元)	9
表 4: 近 5 年恒生银行总营业收入分业务情况 (亿港元)	11
表 5: 恒生银行财富管理业务的保险业务收入增长较快 (百万港元)	12
表 6: 恒生银行贷款情况, 按揭贷款约占贷款总额的 25.3%	14
表 7: 疫情之下, 零售银行和财富管理业务板块收入受影响, 1H20 同比下降 22.8% (亿港元)	14
表 8: 恒生银行参与提供九成信贷担保产品贷款, 由政府提供担保额, 最高 5 年贷款 ..	17

1. 深耕香港的稳健型银行

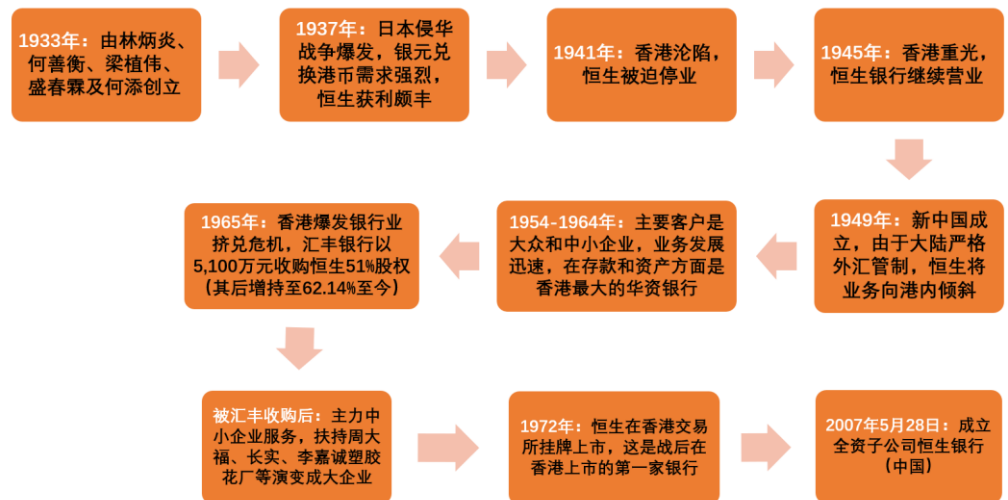
恒生银行是香港的标杆银行之一。恒生银行的“恒生”二字含有“永恒生长”之意，其成立于1933年，历经80年峥嵘岁月，不仅成长为香港本土银行中的领导者，也因香港股市“风向标”——恒生指数而闻名于世。截至2020年6月末，公司市值为2487亿港元。恒生银行在香港有290个网点，服务超过350万人，约一半的香港成年人。

恒生银行在2007年5月成立之全资附属公司恒生银行（中国）有限公司，总部设于上海浦东，并在珠三角、长三角、环渤海区域及中西部地区设有网点。恒生在澳门及新加坡设有分行，也在台北设有代表处。

1.1. 浓厚历史色彩的恒生发展史

恒生银行的发展有着浓厚历史色彩，与近现代香港乃至中国的命运紧密联结。恒生银行于1933年在香港创立，彼时中国局势风雨飘摇，中共发表“停止内战，一致抗日”的宣言，希特勒刚被任命为德国总理，美国正式承认苏联政府，话剧《雷雨》被曹禺创作出来。而后，恒生银行经历了1937年开始的日本侵华战争，大陆富商纷纷南下，急于把银元兑换成港币，恒生发了一笔兑换财。1941年12月，香港总督杨慕琦向日军投降，香港沦陷，恒生被迫停业。1945年日本无条件投降，香港光复，恒生重新开业。恒生银行从仅11人的恒生银号发展为香港最重要的银行之一，曾经扶持的中小企业如周大福、长实（长江实业）、李嘉诚初创企业等，现已经成为具有影响力的大企业，与恒生保持深厚关系。可以说恒生银行的发展史，有着浓厚的近现代历史色彩。

图 1：恒生银行的发展伴随着近现代历史更迭



资料来源：恒生银行官网，天风证券研究所

初创时期：规模较小、人员较少的恒生银号，主要经营买卖黄金，汇兑及找换的业务。1933年3月3日，林炳炎、何善衡、梁植伟、盛春霖及何添创立恒生银号。恒生银号最初设于一幢旧建筑物内，面积只有800平方呎。当时全银号职员仅11人，规模较小。初期主要经营买卖黄金，汇兑及找换的业务。开业首年，获利10,389港元。恒生银号以香港为基地，其后业务扩张至广州、上海等大城市。

日本侵华时期：早期大陆港币兑换需求的增多，恒生获利颇丰；伴随香港光复，规模做大。1937年，日本发动侵华战争，大陆富户纷纷南下，急于把银元兑成港币。由于恒生已在中国大陆遍设业务网络，生意滔滔不绝。中国国民政府急需外汇以资军费，恒生更独家代理政府的兑换业务，从中抽佣，获利甚丰。1941年，香港沦陷，恒生被迫停业。林炳炎、何善衡等人带同资金及18位员工往澳门暂避。由于当时澳门已有由区荣谔创办了同名的恒生银号，他们遂改名“永华银号”继续经营。1945年，香港光复后，他们返港，自置物业重新开业，新店规模较以前大。1946年，利国伟应邀加入，主理海外黄金买卖。

战后初期：大陆严格外汇管理，恒生将业务重心倾斜港内。1949年10月，中华人民共和国成立，于中国大陆实行一连串严格的外汇管制。至朝鲜战争时期，联合国对中国大陆实行经济封锁，这既打击了海外对中国大陆的投资信心，也对原先拥有大陆网络的银行业务不利。此外，战后香港经济起飞，制造业及地产业崛起，借贷需求增加。

1953年，恒生全面开展商业银行的业务。1953年恒生也开始了业务转型。1952年12月5日，恒生注册为香港的私人有限公司，注册资本1,000万港元，实收资本500万港元，并成立新的董事局。当时，林炳炎已去世，由何善衡出任董事长，梁植伟任副董事长，何添任总经理。1953年，恒生迁入一幢5层高的自置物业，全面开展商业银行的业务。

战后初期恒生主要客户是个人客户及中小企业。恒生主要客户是市民大众及中小型企业。何善衡为职员订下了一系列服务守则，规定员工必须以诚待客，深得社会大众欢迎。至于中小企客户，主要为广东籍的制衣、玩具、电子、塑胶、五金的厂商。他们希望得到信贷，但却没有公司资产负债表及支持他们取得信贷的足够条件。由于恒生早已了解他们的背景，故不介意批出信贷。这些小公司，后来也发展成大公司、大集团，并成为恒生的长期客户。

从1954年至1964年：恒生资本账户扩张，并在存款和资产方面是香港最大的华资银行。这十年恒生的资本帐户从630万港元增至5,250万港元，存款从2,100万港元增至7.2亿港元；总资产从3,200万港元增至7.61亿港元。**在1965年香港股灾发生前，恒生在存款和资产方面是香港最大的华资银行，并在银行零售业务方面逐渐成为香港上海汇丰银行的主要竞争对手。**1959年10月，恒生将注册资本增至3,000万港元，实收资本1,500万港元左右。1960年2月7日，恒生改组为香港的公共有限公司，正式改名为“恒生银行”。同年，在九龙油麻地及旺角成立两间分行，积极开拓港九的分行网络。1962年圣诞节，新总行大厦恒生大厦落成启用，楼高22层，是当时香港最高的建筑物。

1.2. 恒生控股权易手汇丰

1965年1月，香港爆发了有史以来第一次大型的银行挤兑危机。事缘在1月23日，明德银号发出的约值700万港元的美元支票遭拒付。消息传出后，许多存户纷纷拥至提取现金，由于银号一时间无法支付数额庞大的提款，最后1月27日，香港政府正式接管明德银号。其后，挤兑蔓延至其他华资银行，恒生银行更是首当其冲。4月5日，恒生银行一日之内失去了8,000万港元存款，占银行存款总额的六分之一，至4月上旬共失去了2亿港元。

1965年汇丰得到恒生51%的股权。应对危机，恒生想出了三个解决方案：1、接受美国大通银行的援助；2、停业并由政府接管；3、向香港上海汇丰银行求协助。最后决定采取第三个方案。最终汇丰于4月12日以5,100万元收购恒生51%股权(其后增持至62.14%至今)。

汇丰认为恒生银行的成功在于华人管理层，收购后未多加干预。汇丰却无疑成了大赢家，汇丰不单以低廉的价钱买入最宝贵的资产，也除去了香港银行业最具威胁的对手，奠定了其在香港银行零售业的垄断优势。在收购后，汇丰只派出4位代表加入董事局，并继续保持原来的华人管理层，何善衡等人也得以留任，这是汇丰的远识卓见。当时，香港上海汇丰银行总经理桑达士认为，恒生银行的成功在于其华人的管理层，所以汇丰不必插手。

表 1：汇丰银行自 2003 年开始稳定持股 62.14%，也是恒生银行唯一大股东

股东名称	持股合计(亿股)	持股市值(亿股, 1H20)	占总股数比例(%)
汇丰银行有限公司	11.88	1,545.66	62.14

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 深耕香港市场

恒生银行的营收依赖于香港和中国内地市场，1H20 香港地区贡献 94.5%的营收。财报显示，上半年总营业收入 272.59 亿港元，其中香港地区贡献 257.53 亿港元，内地市场贡献 13.90 亿港元；除税前溢利 106.19 亿港元，其中香港地区为 100.07 亿港元，内地市场为 5.22 亿

元。香港较为全球化的经济环境，为恒生银行开展综合性金融服务创造条件，恒生银行除了传统银行业务，在证券经纪、保险、资产管理、私人银行、贵金属、外汇业务等方面都很活跃。

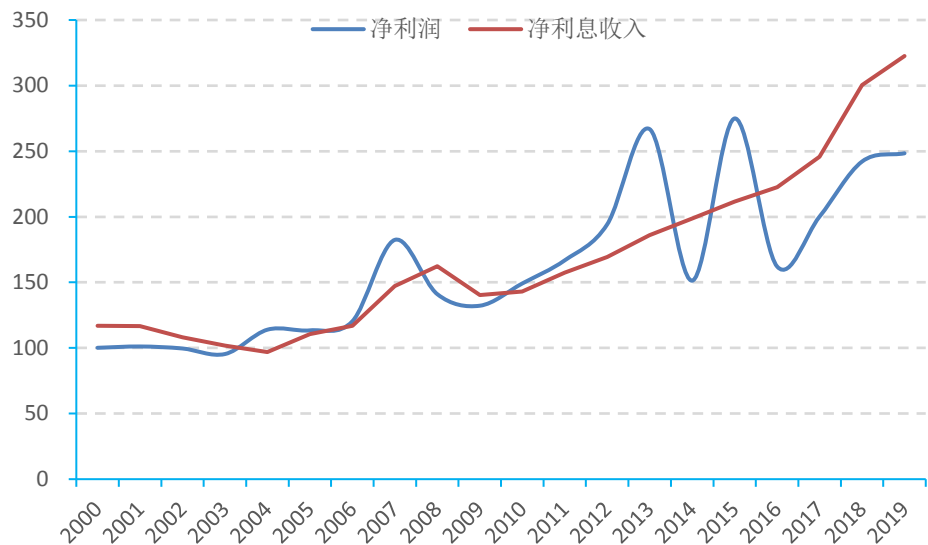
表 2：恒生银行深耕香港，香港地区贡献绝大多数营收（亿港元）

	1H20	2019	2018	2017	2016	2015	2014
中国香港	258	605	530	479	418	418	407
中国大陆及其他	15	29	25	22	24	23	23
总计	273	633	554	501	441	440	429

资料来源：WIND，天风证券研究所

值得一提的是，恒生银行的银团贷款保持活跃，位居香港第一。据恒生（中国）行长林伟中说，恒生银行母行深耕香港市场，恒生和中资行的香港子公司之间也会形成合作，包括银团合作等。19 年恒生银行在参与银团贷款市场加大力度，令信贷融通服务费收入上升 12%，部分抵销了商业银行业务的非利息收入下跌 16% 的不利影响。以宗数计，恒生银行在香港及澳门的银团贷款，位居牵头行的第三位。截至 20 年 6 月底，恒生银行在银团贷款市场维持活跃，以宗数计算，恒生银行在香港及澳门的银团贷款，位居牵头行的第一位。

图 2：19 年恒生银行净利润 248 亿港元，恒生银行净利息收入增长迅速（亿港元）

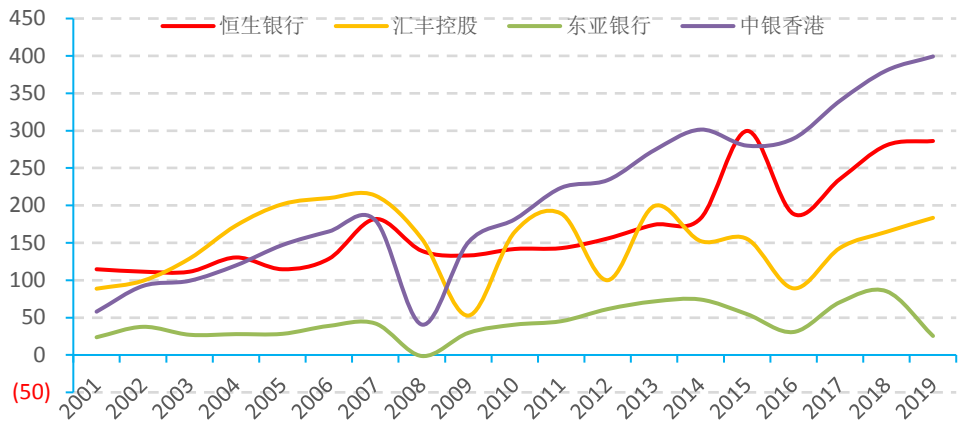


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.4. 稳健管理风格，“保守派”的不平凡

对于银行业而言，任何一次危机都有可能对其造成致命的打击，然而恒生银行在 80 多年的历程中，经历了数次金融危机却仍然能够实现如此优秀的增长，这一点离不开恒生银行本身稳健的风格以及较高的风险管控能力。作为香港最大的本地注册上市公司之一，恒生银行在 2008 年次贷危机中受创较小。不少采取多元化经营战略的大型银行受到重创，而恒生银行则由于经营策略有效保持稳扎稳打的风格，使其当年业绩并未受太大冲击，往后即回升至较高水平。

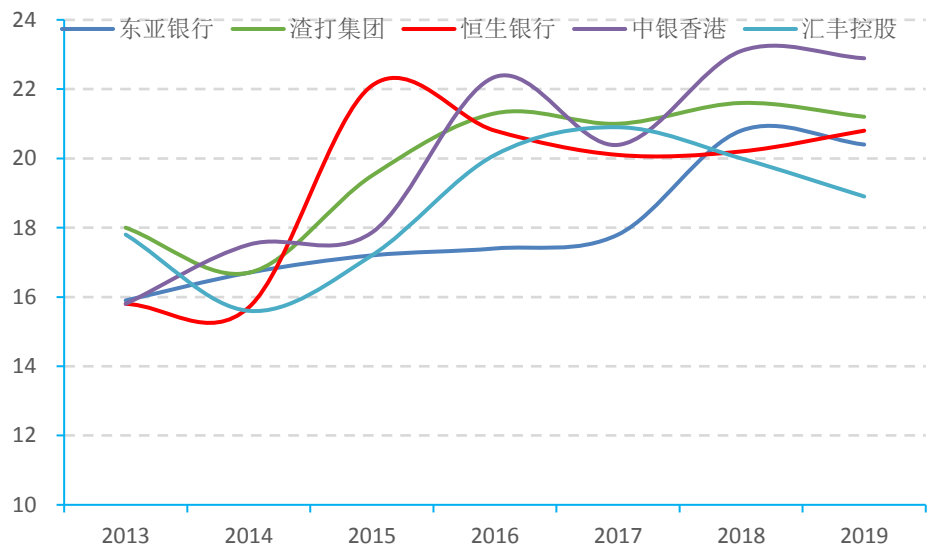
图 3：恒生银行盈利情况较好，营业溢利（利润）较为稳定（亿港元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

在 1998 年至 2003 年期间，即使金融危机席卷亚洲，恒生银行的业绩也只是略有下滑，到 2004 年，恒生银行的净利润已经基本恢复到历史最高的水平。与此同时，呆坏账并没有出现大幅恶化，相反却保持在非常平稳的水平。可见，恒生银行的经营杠杆很低，让其资本充足率始终保持在 11% 以上。19 年资本充足率为 20.8%。鉴于深耕本地市场以及保守经营方式，恒生银行一直在香港市场享有较高的估值。

图 4：港行资本充足率较高，恒生银行资本充足率较高且保持平稳（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 恒生高估值：高分红与高 ROE 并存

鉴于深耕本地市场以及保守经营方式，恒生银行在经营方面较为稳健，恒生银行一直在香港市场享有较高的估值，也是香港人钟情的股票之一，有笑称香港人发了工资就去买恒生银行股票，可见恒生银行股票的价值性。恒生银行估值较高，截至 20 年 10 月 17 日，恒生银行 PB 估值为 1.32 倍，高于其他香港大行，主要是由于零售业务出众，高分红与高 ROE 并存。

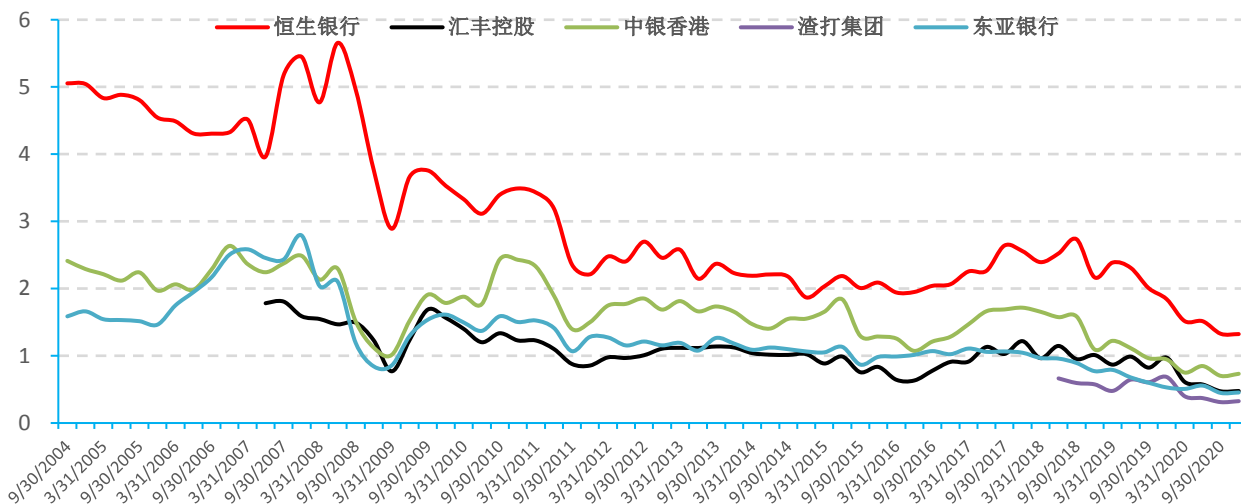
2.1. 恒生银行估值显著高于同业

恒生银行的高估值一直很出名，持续高于香港同业，即使 20 年疫情期间 PB 估值也在 1.3 倍以上。恒生银行为何值得市场给予这么高估值，这主要来源于恒生的高分红率和高 ROE。

复盘来看，恒生银行估值持续高于同业。截至 20 年 10 月 17 日，恒生银行 PB 估值为 1.32

倍，同期汇丰控股为 0.48 倍，中银香港为 0.73 倍，渣打集团为 0.33 倍，东亚银行为 0.45 倍。受疫情影响，香港主要银行估值均在 1 倍 PB 以下，而恒生银行依然保持 1.32 倍高估值，也超过绝大多数内地 A 股银行估值。疫情前，恒生银行 PB 估值保持 2 倍以上，如 17 年 9 月末为 2.64 倍 PB，18 年 9 月末为 2.73 倍 PB，19 年 9 月末为 2.01 倍 PB。

图 5：恒生银行 PB 估值显著高于香港同业（倍）

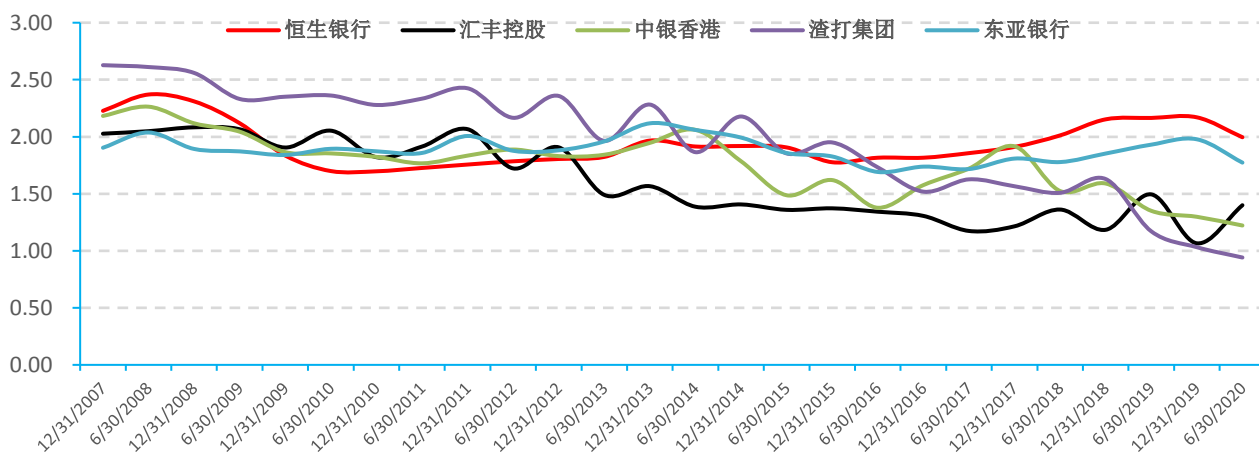


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2.2. 高 ROE 与高分红

恒生银行零售业务出众，息差较高。19 年恒生银行净息差 2.17%，同期汇丰银行 1.07%，中银香港 1.30%，渣打集团 1.03%，东亚银行 1.98%，恒生高于香港主要上市银行。20 年受疫情影响，1H20 息差普遍下降，恒生银行仍然维持 2% 的高息差水平，而同期汇丰、中银香港、渣打、东亚分别为 1.40%/1.22%/0.94%/1.77%。

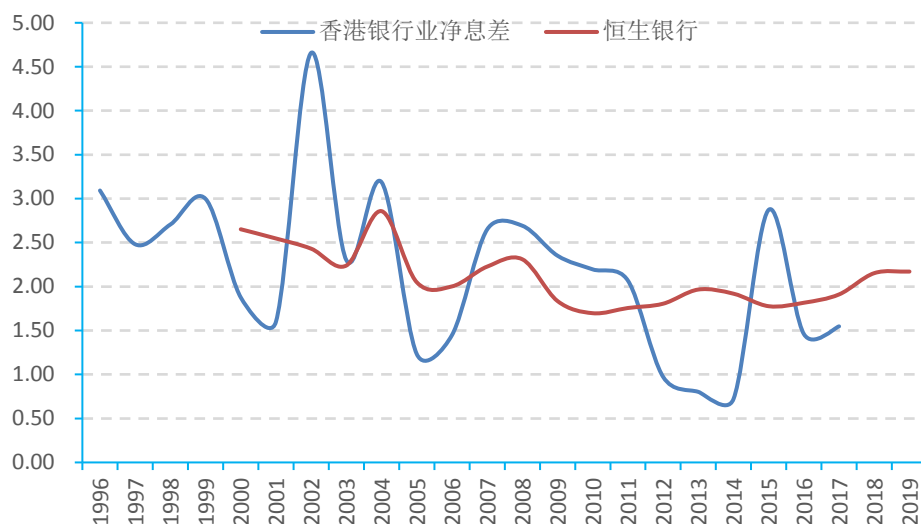
图 6：恒生银行零售业务领先，净息差较高（%）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

与香港银行业均值相比，恒生银行息差也处于较高水平。恒生银行经营稳健，息差较为平稳，据 FRED 数据，17 年香港银行业净息差为 1.55%，而恒生为 1.91%，且有上升趋势，恒生高于香港银行业息差平均水平，息差优势主要来源其零售业务优势。

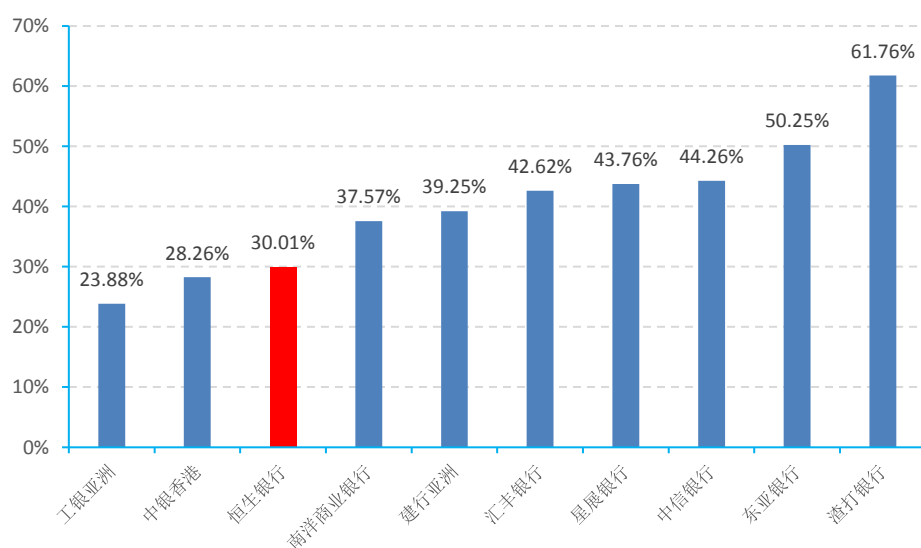
图 7：17 年香港银行业净息差在 1.55%（%）



资料来源：FRED，天风证券研究所

恒生银行成本收入比低。据《毕马威 2020 香港银行业报告》，香港十大银行之间进行比较（19 年末香港注册持牌银行中资产最高的十家银行），19 年工银亚洲的成本收入比最低，为 24%，渣打银行最高，为 62%。恒生银行零售业务占比较高，成本收入比为 30%，处于十大银行的较低水平。渣打银行成本收入比率超过 60%，尽管其大部分经营支出都投资于零售银行业务，但是在所有业务类别中，私人银行业务的成本收入比率最高，高达 79%，拉高了整体水平。

图 8：恒生银行的成本收入比较低，19 年为 30%



资料来源：《毕马威 2020 香港银行业报告》，天风证券研究所

恒生银行成本收入比较低源于较低的员工成本和租金。恒生 30% 的成本收入比低于同业，分类别看，一般行政支出占营收净额的 11%，员工成本占 14%，折旧摊销占 5%，与东亚银行和渣打相比，员工成本占比最低，一般行政支出相对渣打较低。由于员工成本主要由薪资构成，其占营收比重仅为 14%，而渣打占比为 46%，截至 19 年末，恒生银行员工数 10331 人次，渣打 85402 人次，东亚银行 9846 人次，恒生员工数与东亚银行可比，可以推测与渣打、东亚银行相比，恒生银行的员工平均待遇并不算高。恒生银行的一般行政支出较低，其主要包括租金、设备费用、广告等，其中 19 年租金支出仅 0.82 亿港元，不到营收的 0.2%，主要是因为恒生银行早年购入自用的物业多，自持产业较多，租金相对同业较低。

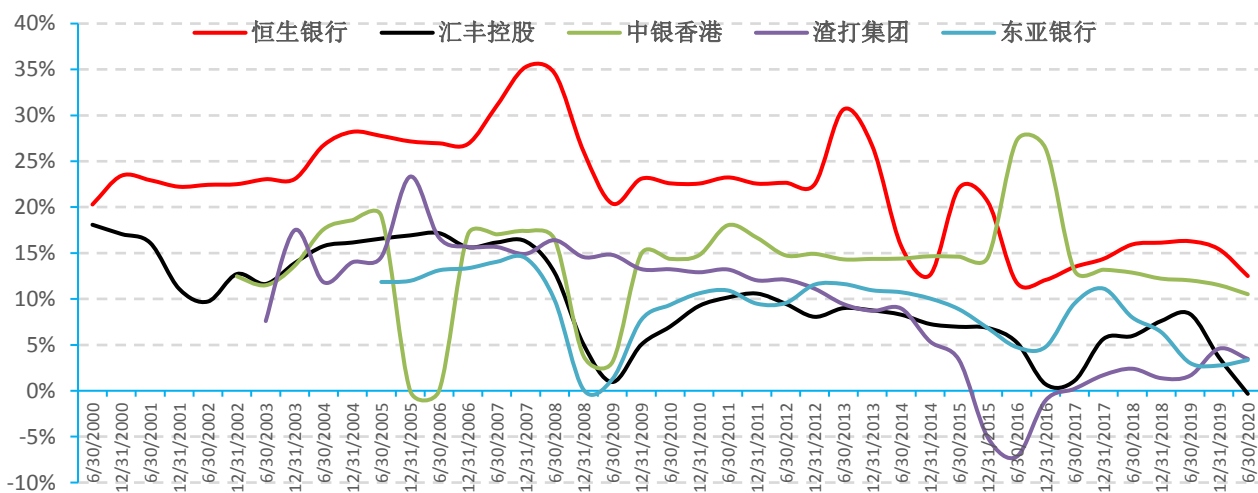
表 3：分模块看，19 年恒生营业支出占收入比重中，员工成本、一般行政支出等均低于同业（百万港元）

恒生银行		占营收比重	东亚银行		占营收比重	渣打集团		占营收比重
一般行政支出	4692	11%	一般行政支出	622	3%	一般行政支出	2211	14%
员工成本	6229	14%	员工成本	5224	27%	员工成本	7122	46%
折旧及摊销	2136	5%	折旧及摊销	941	5%	折旧及摊销	1180	8%
其他	0	0%	其他	3104	16%	其他	420	3%
营业收入净额	43514		营业收入净额	19684		营业收入净额	15417	

资料来源：恒生银行 19 年报，东亚银行 19 年报，渣打集团 19 年报，天风证券研究所

高息差和较低的成本收入比率成就较高 ROE，恒生银行 ROE 高于香港同业。深耕香港零售银行业务，恒生银行零售板块贡献近 64% 的营业收入，同时关注中小企业需求，恒生银行盈利能力较强，净资产收益率较高，19 年 ROE 15.4%，显著高于同期香港其他主要大行，汇丰银行 ROE 为 3.7%，中银香港为 11.5%，渣打集团为 4.6%，东亚银行为 2.8%。即使疫情期间，1H20 汇丰银行的年化 ROE 已经跌至 -0.3%，恒生银行 ROE 仍保持 12.5% 的高 ROE。一般而言，银行的 ROE 与估值成正相关，恒生银行高于香港同业的 ROE 水平使得其拥有较估值。

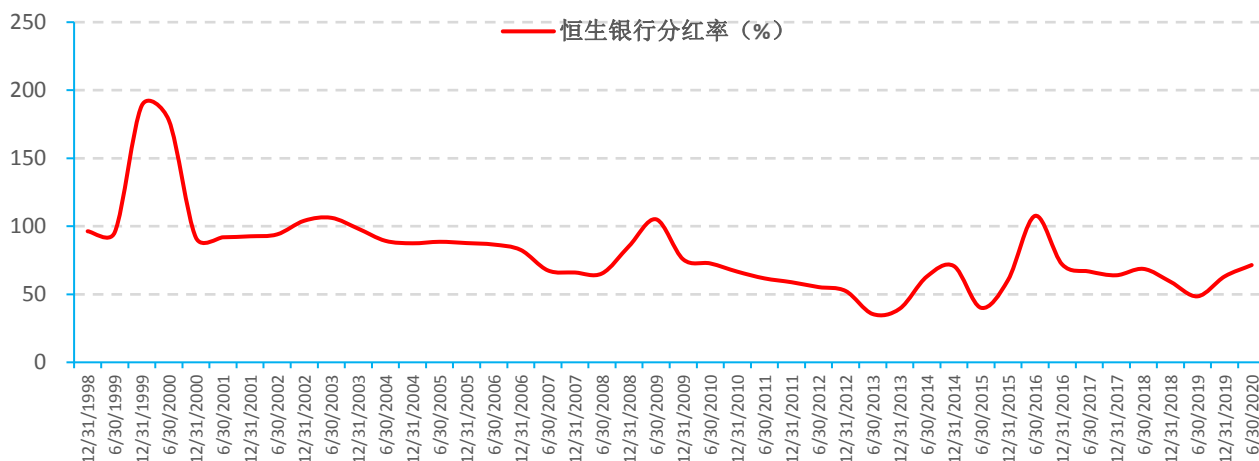
图 9：恒生银行 ROE 较高，显著高于香港同业



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

恒生高估值的另一个原因来自其高分红率。相对于内地普遍 30% 的分红率，港行普遍较高，而汇丰银行也一直以高分红著称，其子公司恒生银行也继承了这一特点，绝大多数年份的分红率在 60% 以上，19 年分红率为 63%，1H20 分红率为 71%，而香港其他大行的分红率相比之下要低很多，如中银香港 19 年分红率为 48%，东亚银行 19 年分红率为 52%，渣打银行 19 年分红率为 43%。

图 10：恒生银行的分红率很高 (%)

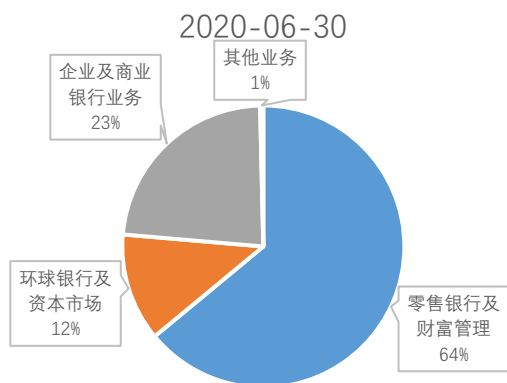


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

3. 本土零售银行标杆，零售及财富管理业务贡献大

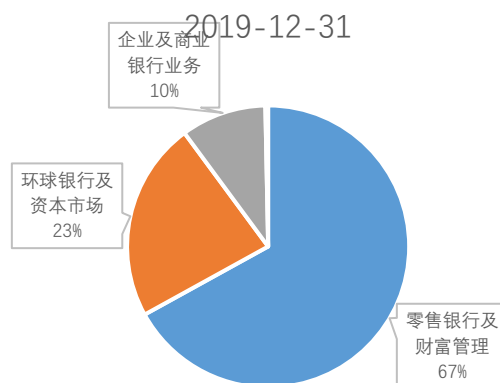
恒生银行有三大业务板块，包括零售银行及财富管理业务，商业银行业务，以及环球银行及资本市场业务。1H20 恒生银行总营业收入 273 亿港元，其中约 64%是零售银行及财富管理业务，12%的环球银行及资本市场业务，和 23%的商业银行业务。

图 11：1H20 恒生银行总营业收入情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：2019 恒生银行总营收情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

零售银行和财富管理业务是恒生银行的最大收入和利润来源，19 年约占 67%的营业收入，53%的营业利润。19 年零售银行及财富管理业务的营业利润为港币 151.99 亿元，同比增长 6%。虽然市场竞争激烈，恒生银行与客户的稳固关系助力其把握吸纳新存款的机会，恒生银行存款同比增长 3%，贷款则增长 8%，带动净利息收入增长。净利息收入为港币 177.17 亿元，同比增长 7%；非利息收入增加 13%，为港币 63.42 亿元，财富管理业务收入亦增长 10%。

环球银行及资本市场业务和商业银行业务收入差距不大。营业收入方面，1H20 零售银行及财富管理业务贡献 176 亿港元的营业收入，占总收入的 64.5%；环球银行及资本市场业务贡献 34 亿港元收入；商业银行业务贡献 64 亿港元收入。从近 5 年的情况看，零售和财富管理占据绝对重心，而环球银行及资本市场业务和商业银行业务收入没有绝对的孰高孰低，例如 15-18 年商业银行业务收入高于环球业务收入，而 19 年环球银行及资本市场业务收入增长迅速，达到 145 亿港元，超过商业银行业务，但 20 年中期，环球业务受疫情影响较大，1H20 该业务总收入仅 34 亿港元。

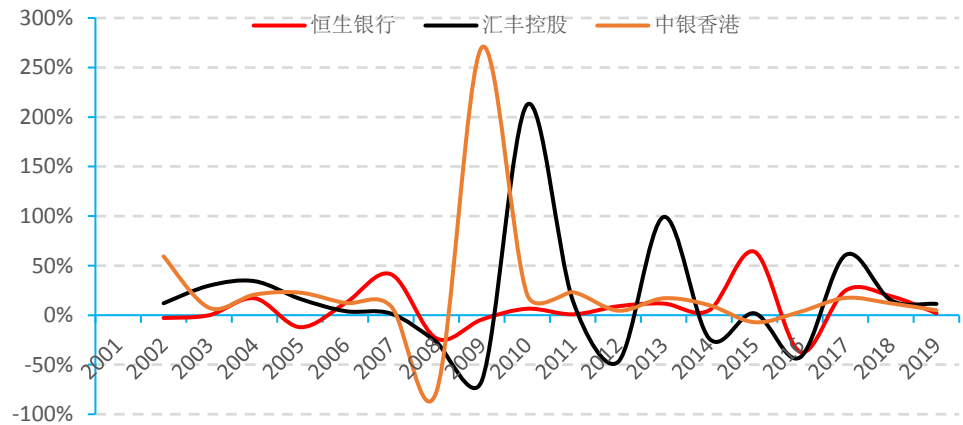
表 4：近 5 年恒生银行总营业收入分业务情况（亿港元）

	1H20	2019	2018	2017	2016	2015
零售银行及财富管理	176	424	355	336	289	289
环球银行及资本市场	34	145	64	57	57	54
企业及商业银行业务	64	62	132	102	88	86
其他业务	-1	2	3	6	7	11
总计	273	633	554	501	441	440

资料来源：WIND，天风证券研究所

金融危机期间，相较香港其他主要银行，恒生银行盈利保持稳定。汇丰银行、恒生银行、中银香港对比来看，营业利润（溢利）方面，恒生银行的利润增速相对平稳，特别是金融危机期间，汇丰银行 08 和 09 年营业利润增速分别为 -27% 和 -66%，中银香港营业利润增速分别为 -77% 和 270%，宛如过山车般的利润增速变化，恒生银行 08 和 09 年营业利润增速分别为 -23% 和 -4%。回溯过去 20 年，恒生银行的利润增速相对稳定，除了 08、09 和 16 年外，利润增速基本为正，业务稳定发展。

图 13：近 20 年的恒生银行、汇丰、中银香港的营业溢利（利润）增速情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

3.1. 零售银行及财富管理业务：收入占比 64%

零售银行及财富管理业务指的是为个人客户提供消费贷款及财富管理服务等，包括往来储蓄账户、定期存款、按揭及私人贷款、信用卡、保险及财富管理。恒生三大业务板块中，1H20 恒生银行总营业收入 273 亿港元，其中约 64% 是零售银行及财富管理业务。

恒生银行是综合金融服务提供者，其零售银行及财富管理业务涉及范围较广，除了内地普遍的零售和财富管理业务，如信用卡、一般贷款、按揭、存款、付款转账以及理财等，还包括证券、基金、外汇投资等。

零售银行及财富管理业务有两部分组成，19 年零售银行业务总营业收入为 327.63 亿港元，财富管理业务总营业收入为 95.97 亿港元，由于恒生可以混业经营，非息业务收入中有很大一部分是保险、证券经纪及交易收入，财富管理业务占比约占 23%。

3.1.1. 保险业务是财富管理业务的重心

保险业务收入占财富管理业务的 65%。财富管理业务主要由投资服务和保险业务构成，投资服务包括零售投资基金、结构性投资产品、证券经纪及相关服务、孖展交易（保证金交易）等，19 年投资服务收入 33.39 亿港元，约占财富管理业务收入的 35%；保险业务收入主要是人寿保险，19 年保险业务收入 62.58 亿港元，约占财富管理业务收入的 65%。

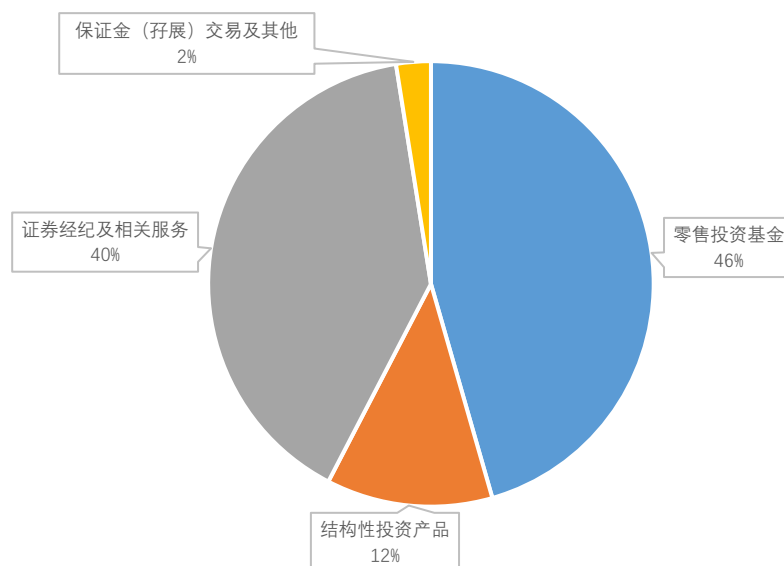
表 5：恒生银行财富管理业务的保险业务收入增长较快（百万港元）

	2019	2018	2017	2016
投资服务收入：				
—零售投资基金	1521	1670	1765	1458
—结构性投资产品	403	504	543	454
—证券经纪及相关服务	1331	1665	1638	1143
—保证金（孖展）交易及其他	84	89	92	103
	3339	3928	4038	3158
保险业务收入：				
人寿保险：				
—净利息收入及服务费收入	3907	3777	3664	3582
—人寿保险基金投资回报	1704	(605)	1761	(239)
—保费收入净额	15652	14530	12817	11059
—已付保险索偿等	(19827)	(14217)	(14719)	(13534)
—有效保单现值变动	4559	1324	910	2233
	5995	4809	4433	3101
非人寿保险及其他	263	269	298	355
	6258	5078	4640	3456
合计	9597	9006	8769	6614

资料来源：恒生银行历年年报，天风证券研究所

投资服务方面，投资服务收入增长相对较慢，恒生对客户分层管理，利用机器学习加强数据分析。恒生银行优化客户分层策略，并利用机器学习加强数据分析，藉此更深入了解客户的财务目标。19 年恒生银行的优越尊尚理财客户数目同比增加 9%。个人客户证券投资方面，恒生银行新推出数码服务例如“恒生投资快”股票买卖交易应用程序，提供外汇限价指示及外汇到价提示，有助客户在市场中迅速把握投资机会。19 年全球金融市场持续波动，削弱投资者对证券及投资基金的投资意欲，恒生银行配合客户投资风险承受能力下降，提供多元化的固定收益及保本产品，协助客户把握可提高收益的机会。投资服务收入整体减少 15%。

图 14：19 年恒生银行投资业务收入构成

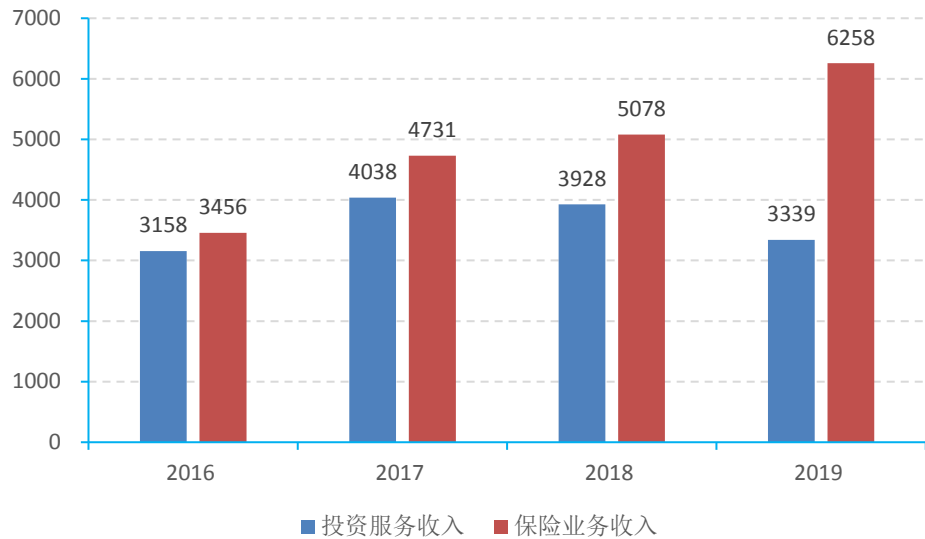


资料来源：19 年恒生银行年报，天风证券研究所

保险业务方面，保险业务收入增长较快，恒生投资策略较为审慎。19 年恒生银行采取审慎投资策略，人寿保险投资组合有较高回报，保险业务收入增加 23.2%。恒生银行亦优化退休计划及医疗保障方案，推出包括让客户能受惠于香港政府最新的税务宽减措施的新产品。

经优化的人寿保险方案，提供更多选择及保障，进一步强化人寿保险产品组合，带动保险分销业务收入增加。

图 15：恒生银行的财富管理板块中，保险业务收入增长较快（百万港元）



资料来源：恒生银行历年年报，天风证券研究所

3.1.2. 零售按揭及无抵押贷款保持领导地位

恒生银行零售按揭销售能力较强，19 年末，以新做住宅楼宇按揭宗数计算，恒生银行的市场占有率为 16%，位居香港市场三甲。19 年末恒生银行的按揭贷款余额同比增长 11%。恒生银行的贷款结构中，19 年商业贷款 4047 亿港元，约占贷款总额的 38%；消费贷款 3060 亿港元，约占 32%，其中住宅贷款 2461 亿港元，约占贷款总额 25%。

1H20 按揭方面，恒生银行凭借庞大的分行网络，专注服务目标分层的客户，香港的按揭贷款余额较 19 年底增加 2%，继续保持市场领导地位。恒生银行的新做按揭业务市场占有率为 13%，继续于香港位居三甲。

无抵押贷款方面，恒生银行有效利用数据分析，配合适当的市场推广活动，令无抵押贷款保持良好的业务势头。1H20 无抵押贷款方面，恒生银行依然保持领导地位。

表 6：恒生银行贷款情况，按揭贷款约占贷款总额的 25.3%

单位：百万 HKD	2015	2016	2017	2018	2019
总商业贷款	262,979	289,134	345,317	382,235	404,677
总消费贷款	220,440	226,377	250,231	280,571	306,089
信用卡贷款	25,982	27,019	29,229	29,793	29,137
1-4 户住宅贷款	174,721	178,973	196,114	220,503	246,138
其他消费贷款	19,737	20,385	24,888	30,275	30,814
其他贷款	207,142	185,340	212,622	214,328	235,677
总贷款	690,561	700,851	808,170	877,134	946,443

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

疫情之下，零售银行和财富管理业务板块收入受影响，1H20 同比下降 22.8%。营业利润方面，1H20 零售银行及财富管理业务营业利润为 55.57 亿港元，同比减少 33%，营业收入 176 亿港元，亦同比减少 22.8%。主要受疫情影响零售业务收入有所下降，财富管理方面，2020 年上半年，优越及优进理财客户数目较去年同期增长 13%。

表 7：疫情之下，零售银行和财富管理业务板块收入受影响，1H20 同比下降 22.8%（亿港元）

	2020-06-30	2019-12-31	2019/6/30
零售银行及财富管理	176	424	228
环球银行及资本市场	34	145	30
企业及商业银行业务	64	62	78
其他业务	-1	2	1
总营业收入	273	633	338

资料来源：WIND，天风证券研究所

3.1.3. 零售银行业务采用数码技术提升客户体验

恒生银行专门为零售客户设立了人工智能 HARO，这也是香港首个零售银行人工智能聊天机器人，可以通过恒生官网、APP 以及 WhatsApp 进行体验，这是恒生银行较为特色的服务机器人。功能方面，HARO 可以协助客户透过个人 e-Banking 管理个人财务，其连接快速支付系统“转数快”，可经过对话界面为客户进行 P2P 小额转账。HARO 还可以协助客户缴交公用服务、税项和信用卡帐单，并解答一般银行产品和服务的查询。同时 HARO 采用“自然语言处理”技术，能以中文和英文与客户沟通，并能理解广东话及中英文混合模式。

图 16：恒生智能助理 HARO 是运用了人工智能及自然语言处理技术的聊天机器人

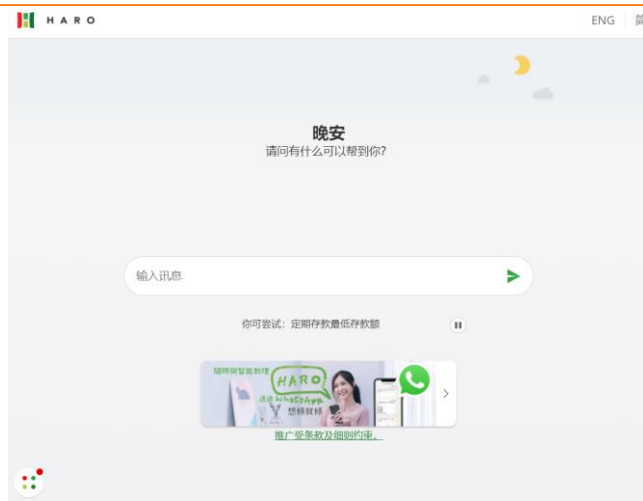
於WhatsApp+與你對話	HARO WhatsApp 定時提供外幣資訊及市場展望，讓你緊貼市場走勢。你亦可利用WhatsApp位置分享功能，找出最近的分行及提款機，節省時間。
聊天機械人 (Chatbot)	恒生智能助理 HARO —— 具備人工智能的聊天機械人 (Chatbot)。能以互動對話形式全天候解答銀行服務查詢，讓你體驗最佳的銀行服務。立即透過恒生網站、個人理財App或WhatsApp體驗。
自然語言處理技術	HARO 運用自然語言處理技術，能理解廣東話、英文甚至中英夾雜的問題。
了解你的喜好	按你的喜好提供不同產品或服務的資料，明白你的需要。
對話中提供評估計算#	提供即時按揭評估及貸款計算#，助你計劃心中預算。
圖像化你的戶口結餘	HARO 能將你的信用卡及綜合戶口結餘以圖像形式表達，並設置結餘及限額提示，讓你一目了然。
以對話即時轉賬、繳費、還款及外幣兌換^*	HARO 轉賬以「轉數快」為基礎，讓你即時輕鬆進行本地跨行小額轉賬； HARO 繳費讓你即時以港元繳交公用機構，水務局及稅務局費用； HARO 還款讓你即時清還信用卡卡數。 HARO 外幣兌換讓你即時轉換外幣。

资料来源：恒生银行官网，天风证券研究所

恒生银行的 HARO 是具备人工智能的聊天机器人，能以互动对话形式全天候解答银行服务查询，其使用感类似手机的 Siri，可以通过聊天的方式识别客户需求，识别精度和响应速度较快，服务范围包括外币兑换、定期存款、理财、账单缴费、信用卡、按揭、私人贷款、保险、医疗以及其他银行服务等，可以提升客户的使用体验。

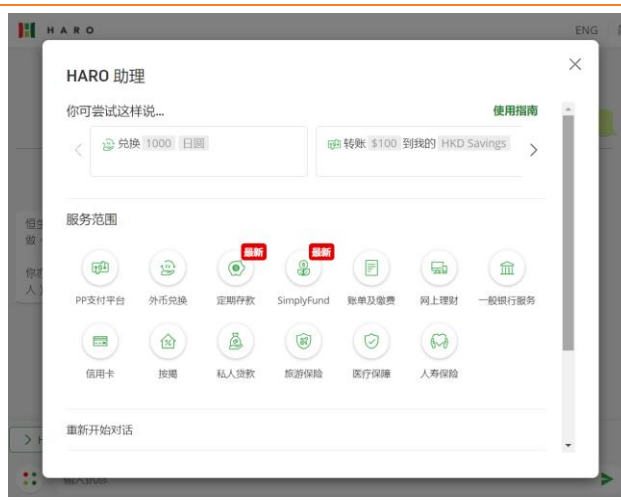
19 年恒生银行提升支付服务功能，包括零售银行智能助理“HARO”加入转账功能，带动“恒生 P.P 支付平台”的使用率有强劲增长，登记使用“转数快”服务的客户数目增加 91%。同年恒生银行扩展“HARO”的服务范围，以及推出“在线通讯”客户支持服务，客户可透过网上对话平台与客户联络中心专业团队实时联络，提升服务效率。19 年个人网上银行客户数目同比增加 8%，而流动理财服务的活跃用户人数则同比增加 38%。

图 17: HARO 初始聊天界面



资料来源: 恒生银行官网, 天风证券研究所

图 18: HARO 助理服务范围



资料来源: 恒生银行官网, 天风证券研究所

恒生是香港首家应用 NFC 技术, 可以用手机提款的银行。恒生银行善用二维码及近场通讯技术, 于自动柜员机推出手机提款服务, 以及为所有客户而设的“柜位手机取票服务”等创新服务, 令客户能够交替使用线上及线下服务渠道。

恒生银行重视数码科技服务, 全面融合线上线下的银行体验。恒生银行致力提供全面融合的线上和线下银行服务体验, 包括于实体服务点推出创新的服务概念, 并已于年内引入香港理工大学分行。该分行采用开放式设计, 同时设有数码服务柜台, 将科技与专业团队亲身服务的不同优势互相结合, 提升金融服务体验。

图 19: 恒生是香港首家应用 NFC 技术, 可以用手机提款的银行



资料来源: 恒生银行官网, 天风证券研究所

恒生银行在信用卡、理财、证券投资等零售业务方面, 着力提升客户体验。零售理财方面, 恒生银行提升流动理财及个人网上银行平台的用户接口, 提供更多个人化选项并简化交易流程, 以配合日趋普及的互联网生活模式。信用卡方面, 恒生银行以“流动优先”的数码服务策略、提供崭新娱乐消费优惠的 MPOWER 信用卡, 以及较低的网络投资门槛, 藉此吸引更多年轻人接受恒生品牌, **恒生银行的年轻客户群数目因此增长 74%。**

3.2. 商业银行业务: 关注中小企业需求

商业银行的服务对象是商业客户。有别于零售银行业务, 商业银行的服务对象是商业客户, 而非个人客户, 也就是 A 股常说的对公客户, 主要为大企业、商业及中小企业客户提供全面的产品和服务, 包括企业贷款、贸易及应收账款融资、支付及现金管理、财资及外汇、非人寿保险、要员保险、投资服务及企业财富管理。

恒生银行三大业务板块中, 1H20 恒生银行总营业收入 273 亿港元, 其中约 23%为商业银行

业务，这一比例在 19 年为 10%。

3.2.1. 恒生关注满足中小企业需求

恒生银行的对公客户主要是中小企业客户，恒生一直坚持扶持中小企业，上世纪 40 年代战后初期何善衡为职员订下了一系列服务守则，规定员工必须以诚待客，深得社会大众欢迎。至于中小企客户，主要为广东籍的制衣、玩具、电子、塑胶、五金的厂商。他们希望得到信贷，但却没有公司资产负债表及支持他们取得信贷的足够条件。由于恒生早已了解他们的背景，故不介意批出信贷。这些小公司，后来也发展成大公司、大集团，并成为恒生的长期客户。

恒生银行积极支持香港本地中小企业，与香港按揭证券公司深入合作。凭借深厚的客户关系，恒生银行于 19 年内处理的中小型企业贷款申请，成功获得审批的比率超过 90%。19 年为支持经营历史相对较短的中小型企业，恒生银行参与香港按揭证券有限公司的中小企业融资担保计划，提供全新「九成信贷担保产品」。

香港按揭证券有限公司设立「九成信贷担保产品」。此产品旨在协助一些规模较小、经营经验尚浅的企业，或有意独立执业的专业人士取得融资。「九成信贷担保产品」由香港政府提供 330 亿港元信贷保证承担额，每家企业的最高贷款额为 600 万港元，为有期贷款，最长担保期为五年，而担保费率与现有的「八成信贷担保产品」一样。

表 8：恒生银行参与提供九成信贷担保产品贷款，由政府提供担保额，最高 5 年贷款

	八成信贷担保产品	九成信贷担保产品	百分百担保特惠贷款
最高贷款额	HKD18,000,000	HKD8,000,000	HKD5,000,000
最长贷款担保期	7 年	5 年	5 年

资料来源：恒生银行官网，天风证券研究所

专属优惠香港科技园生态圈的企业，19 年底，恒生银行在香港科学园园区公司的渗透率达 17%。恒生亦透过与香港科技园公司的战略合作，开发并推出切合所需的银行服务及融资方案「Inno Booster」，为合格的创科公司提供预先批核贷款及其他银行服务优惠。香港科技园生态圈内任何已成功参加创新科技署「研究人才库」之培育公司及租户，均可获恒生优先批核「创科贷款」，贷款优惠如下：

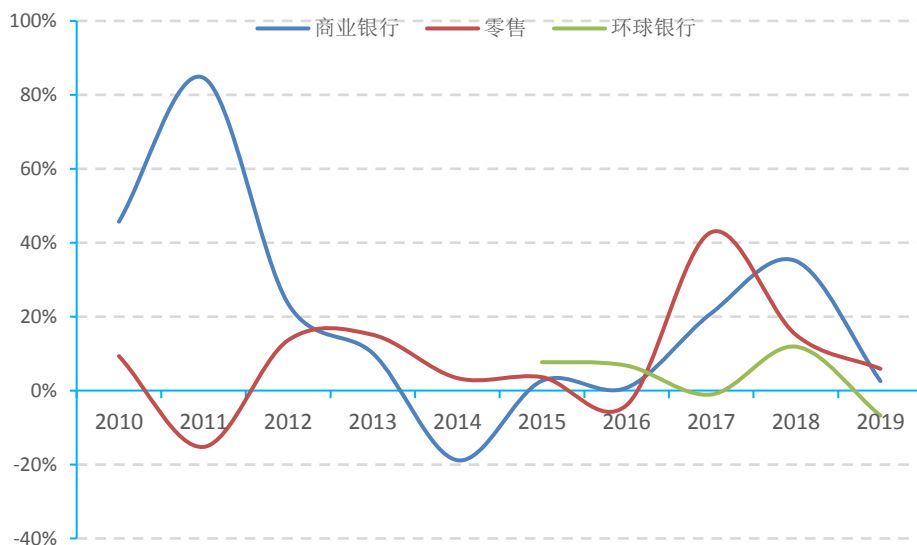
- 1、优先批核，定额贷款 HKD500,000
- 2、申请简易，无需资产抵押品，亦无需提供财务报表/结单
- 3、全期 0 利息，以加借方式缴付一次手续费 HKD22,000
- 4、还款期 24 个月

恒生商业银行作为香港创科企业的重要伙伴，率先与香港科技园联手，为其生态圈内的企业度身打造 Inno Booster@HKSTP 营商方案。创科产业是推动未来经济发展的重要动力之一，恒生提供的优惠贷款有助于这些初创科技企业拓展经营，恒生这一做法具有高瞻远瞩的眼光。

3.2.2. 商业银行板块逐渐被零售业务拉开差距

商业银行业务板块在 13 年以前发展迅速，后期被零售板块拉开差距。营业利润方面，19 年商业银行业务的营业利润为 87.95 亿港元，同比增加 3%，相对零售业务板块的 5.9% 并不算太高。但在 13 年之前，商业银行业务快速发展，10-13 年的营业利润增速为 45.7%/84.6%/23.5%/10.1%，业务快速发展。2013 年，商业银行板块 6257 亿港元的营业利润与零售板块的 8485 亿港元差距不算太大，而 2019 年商业银行板块 8795 亿港元远低于零售板块的 15199 亿港元。受疫情影响，1H20 商业银行业务为 32.27 亿港元，同比减少 35%。

图 20: 恒生银行各业务板块历年营业利润增速情况, 商业银行业务板块 13 年之前增速很高

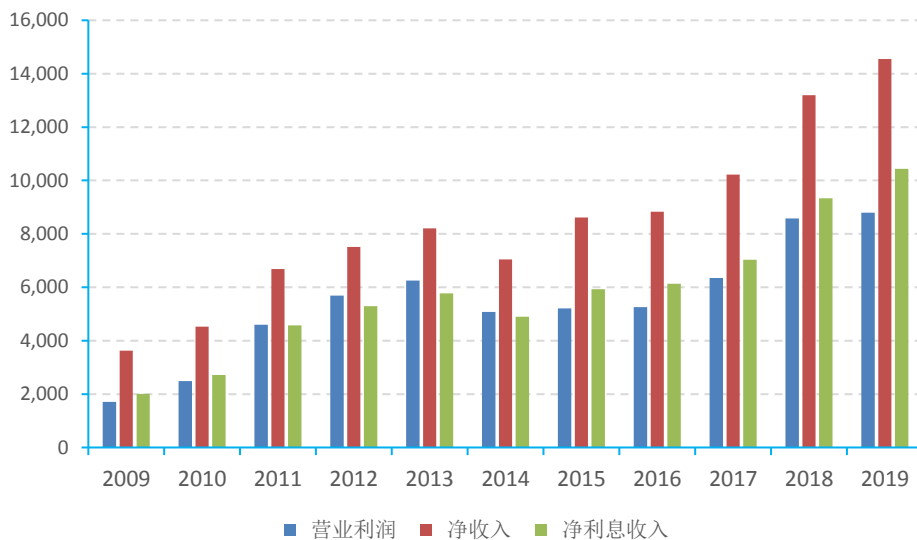


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

疫情之下, 1H20 环球银行及资本市场业务占比减少, 商业银行业务占比增加。营业收入方面, 1H20 零售银行及财富管理业务贡献 176 亿港元的营业收入, 占总收入的 64.5%; 环球银行及资本市场业务贡献 34 亿港元收入, 约占 12.5%, 较 19 年下降 10.5 个百分点; 商业银行业务贡献 64 亿港元收入, 占 23.4%, 较 19 年上升 13.6 个百分点。

近 5 年商业银行业务的净利息收入快速增长。19 年恒生银行商业银行业务的净利息收入上升 12%, 为 104.39 亿港元, 主要由于贷款稳健增长以及存款收益轻微改善。恒生银行审慎管理信贷风险, 整体信贷风险维持良好。

图 21: 近 10 年商业银行业务板块的营业利润、净收入、净利息收入情况 (百万港元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

商业银行业务板块方面, 恒生银行通过智能助理、屏幕共享技术服务对公客户。恒生银行优化商业网上银行平台以缩短导览时间, 令客户更轻松地找到切合所需的产品和服务。恒生银行利用「Linkscreen」屏幕共享技术, 可以通过在线客户支持, 协助客户完成中小企业贷款及商务卡申请程序。客户可以透过恒生银行的商业智能助理「BERI」, 以图表方式呈列账户概况。「BERI」经优化后之功能, 除能进行外汇买卖外, 亦提供全面的外汇服务, 例如提供市场信息以及即时汇率。

恒生银行新推出的恒生 HSBCnet 追踪付款服务，可以让客户快捷、简单地实时追踪具透明度的端对端跨境付款。恒生银行已将屡获殊荣的综合零售终端机「恒生 One Collect」收款服务扩展至网上商户，并同时支持「转数快」服务。

恒生银行与香港科技园公司达成战略合作，致力支持本地初创企业及其他企业，包括推出「Inno Booster」营商方案，为创新及科技公司提供一系列优惠银行服务。恒生银行专注开发切合所需之服务方案，以推动新业务发展。截至 2019 年底，恒生银行于香港科学园园区公司的渗透率达 17%。

图 22: 恒生银行的商业智能助理「BERI」



资料来源：恒生银行年报，天风证券研究所

图 23: 恒生 One Collect 收款服务一机兼容多种付款方式



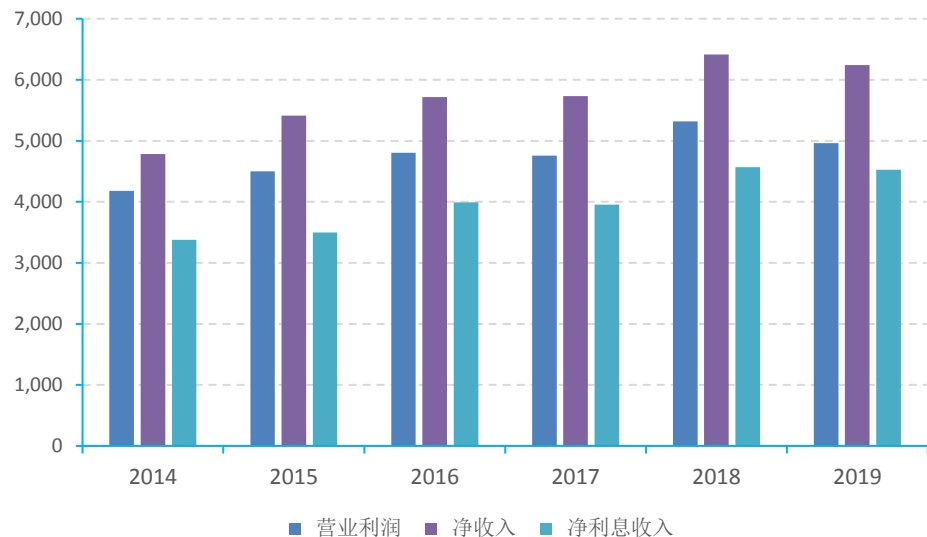
资料来源：恒生银行年报，天风证券研究所

3.3. 环球银行及资本市场业务

环球银行及资本市场服务为大型企业和机构客户提供专门设计的财务解决方案。这类长期以客为本的业务包括一般银行服务、企业信贷、利率、外汇、货币市场、结构性产品及衍生工具等。同时也管理恒生银行的流动资金状况以及其他由银行业务衍生的市场风险。恒生银行三大业务板块中，1H20 恒生银行总营业收入 273 亿港元，其中约 12%为商业银行业务，这一比例在 19 年为 23%。

19 年环球银行及资本市场业务的营业利润为 49.60 亿港元，同比减少 7%。1H20 环球资本市场业务的营业利润为港币 16.52 亿元，同比增加 27%。

图 24：19 年环球银行及资本市场业务的营业利润为 49.60 亿港元，有所下降（亿港元）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

恒生银行的环球银行及资本市场板块有两部分组成，分别为环球银行业务，19 年贡献该板块利润的 44%，以及环球资本市场业务，贡献利润的 56%。

环球银行业务方面，19 年环球银行业务的营业利润增加 4%，为港币 21.93 亿元。恒生银行致力优化贷款组合，净利息收入为港币 25.25 亿元，同比增加 9%。

贷款方面，恒生银行采取更稳健的资产优化策略，加强流程管理、银团贷款业务的能力，并进一步整合在岸-离岸之共同决策程序。恒生银行加强为客户提供充份切合所需的产品及服务，包括为特定行业而设，并以数码及应用程序编程接口为基础的方案，藉此吸纳新存款。此等措施带来良好成效，存款因此增长 32%，而贷款结余则增加 11%。

非利息收入为港币 3.54 亿元，同比增加 11%，主要由于贷款稳健增长，令信贷融通服务费收入有所增加。恒生银行继续提供贷款及融资，协助客户推动业务持续发展。

环球资本市场业务方面，19 年环球资本市场业务的营业利润为港币 27.67 亿元，同比减少 14%。净利息收入减少 11%，为港币 20.02 亿元。非利息收入减少 11%，为港币 13.59 亿元。受到不利市场情况影响，来自销售及交易活动的非利息收入因此减少。恒生银行加强跨业务部门之合作，致力增加环球资本市场产品于行内客户的渗透率，并推出新措施进一步将收入基础多元化，包括成立回购交易部门。

4. 投资建议：低估值与经济复苏共振，银行股有望否极泰来

恒生银行是香港的标杆银行之一，成立于 1933 年，历经 80 年峥嵘岁月，不仅成长为香港本土银行中的领导者，也因香港股市“风向标”——恒生指数而闻名于世。恒生银行在香港有 290 个网点，服务超过 350 万人，约一半的香港成年人。

恒生银行特色鲜明：汇丰集团成员、深耕香港、“保守派”等

汇丰银行拥有恒生 62% 的股权。1965 年 1 月，香港爆发了有史以来第一次大型的银行挤提危机。汇丰以收购方式成为恒生第一大股东。

恒生银行深耕香港，具有良好经营环境。恒生的营收依赖于香港和中国内地市场，1H20 香港地区贡献 94.5% 的营收。香港较为全球化的经济环境，为恒生银行开展综合性金融服务创造条件。

恒生经营风格稳健，是坚定的“保守派”。作为香港最大的本地注册上市公司之一，恒生银行在 08 年次贷危机中业绩并未受太大冲击，往后即回升至较高水平。

恒生银行估值较高，高分红与高 ROE 并存

复盘来看，恒生银行估值持续高于同业。截至 20 年 10 月 17 日，恒生银行 PB 估值为 1.32 倍，同期汇丰控股为 0.48 倍，中银香港为 0.73 倍，渣打集团为 0.33 倍，东亚银行为 0.45 倍。

(1) 恒生银行零售业务出众，息差较高，成本收入比较低，成就较高 ROE。19 年恒生银行净息差 2.17%，显著高于香港主要上市银行。20 年受疫情影响，1H20 息差普遍下降，恒生银行仍然维持 2% 的高息差水平。恒生银行 ROE 高于香港同业。深耕香港零售，恒生银行零售板块贡献近 64% 的营业收入，同时关注中小企业需求，恒生银行盈利能力较强，19 年 ROE 为 15.4%，显著高于同期香港其他主要大行。一般而言，银行的 ROE 与估值成正比相关，恒生银行高于香港同业的 ROE 水平使其拥有较高估值。

(2) 恒生高估值的另一个原因来自其高分红率。相对于内地普遍 30% 的分红率，港行普遍更高，而汇丰银行也一直以高分红著称，其子公司恒生银行也继承了这一特点，绝大多数年份的分红率在 60% 以上，19 年分红率为 63%，1H20 分红率为 71%。

国内经济稳步复苏，让利压力缓解，叠加业绩低基数，未来一年上市行业绩增速有望反转。低估值与经济复苏共振，银行股有望否极泰来，四季度估值切换值得重视。个股我们主推具备长逻辑的零售银行龙头-平安银行，关注招行、常熟、张家港行，兴业、光大等。此外我们特别提示投资者关注全国性银行 H 股之机会。

5. 风险提示

经济失速，资产质量大幅恶化；金融让利，息差大幅收窄等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com