

评级：增持 首次评级

公司研究

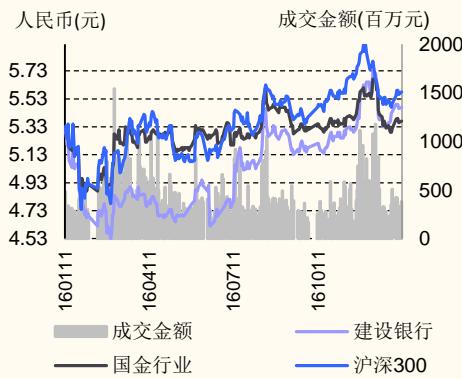
市场价格（人民币）：5.47元

高 ROE、高股息率，大行中的首选

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	9,593.66
流通港股(百万股)	240,417.32
总市值(百万元)	1,367,560.05
年内股价最高最低(元)	5.73/4.53
沪深 300 指数	3363.90
上证指数	3171.24
人民币(元)	
成交金额(百万元)	

**公司基本情况(人民币)**

(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	570470	605197	603676	668770	736831
(+/-)	12.2%	6.1%	-0.3%	10.8%	10.2%
净利润	227,830	228,145	228,747	231,538	238,506
(+/-)	6.1%	0.1%	0.3%	1.2%	3.0%
每股收益(元)	0.91	0.91	0.91	0.92	0.95
每股净资产(元)	4.97	5.66	6.30	6.95	7.61
P/E	6.00	5.99	6.00	5.93	5.76
P/B	1.10	0.97	0.87	0.79	0.72

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **盈利能力最强的大型商业银行。**截至 2016 年三季度末，按资产规模和净利润规模计公司都是我国中第二大商业银行。在五家大型商业银行中，公司的盈利能力最强。2015 年公司的 ROE 水平为 17%，ROA 为 1.30%，均位列大型银行之首。相比较其他大行，公司较强的盈利能力主要归因于较高的息差水平，2015 年公司的息差水平基本与农业银行持平。而较高的息差主要是来自负债端的付息成本相对较低，低成本的存款占比超过 80%，仅低于农业银行。
- **个人业务快速发展，利润贡献度提升明显。**公司个人业务的利润占比从 2013 年底的 23% 提升到 2015 年底的 39%，两年内提升了 16 个百分点；超过了工商银行的个人业务利润占比水平。公司的个人业务利润贡献的明显提升主要基于表内和表外业务的双轮驱动。表内：个人贷款规模占比持续提升，按揭贷款占到个人贷款的 80% 以上；表外：个人业务的手续费收入快速增长。2015 年个人零售业务的手续费收入同比增长 26%，2013 到 2015 年两年内个人业务的手续费净收入占比提升了 10 个百分点，占至半壁江山。
- **三季度末，不良双降、拨备低于监管水平。**2016 年三季度末公司的不良双降，但资产质量的压力还在。不良率较中期下降了 7BP，不良的双降主要是三季度公司核销了 256 亿不良资产，是二季度核销规模的一倍以上。不良生成率环比有提升，但从历史水平看已经远低于峰值。中期的关注类贷款以及逾期贷款的情况来看，公司的资产质量的压力还在。但鉴于公司不良生成率的改善，公司的资产质量未来将基本趋稳。由于三季度公司的大量核销以及拨备计提的下降，公司的拨备余额较中期下降 85 亿，期末拨备覆盖率下降至 150% 以下，为 148.8%。

盈利预测和估值

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母净利润同比分别增长 0.3%、1.2%。目前股价对应 2017 年 PB 为 0.79 倍，处于公司历史估值的低位。公司兼具高 ROE 和高股息率，目前价位的绝对收益可观。同时公司的资本充足率水平上市银行中最高。2017 年需积极关注公司资产的量价情况。我们暂给予公司增持的投资评级。

风险提示

- 经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等。

刘志平 分析师 SAC 执业编号：S1130516080004
 (8621)61038229
 liuzhiping@gjzq.com.cn

内容目录

盈利能力最强的大型商业银行	3
个人业务快速发展，利润贡献度提升明显	4
三季度末不良双降、拨备低于监管水平	5
盈利预测和投资建议	6
风险提示	6

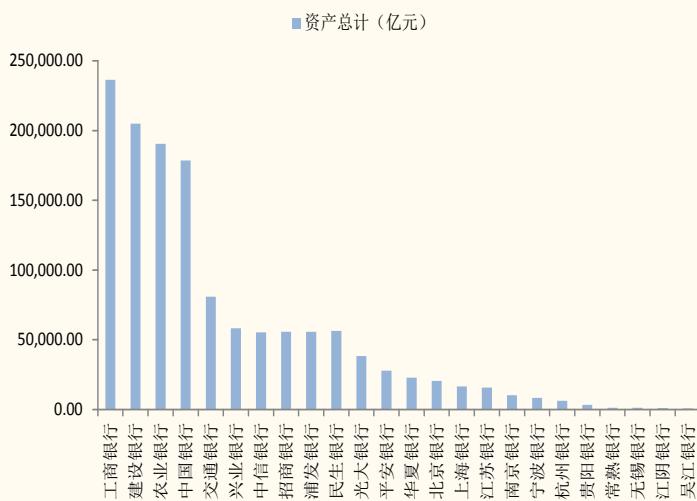
图表目录

图表 1：按资产规模计公司是我国第二大商业银行	3
图表 2：按净利润规模计公司是我国第二大商业银行	3
图表 3：2015 年公司的 ROE 水平大行中最高	3
图表 4：2015 年公司的息差水平基本与农业银行持平	3
图表 5：公司的负债结构中存款的占比较高	4
图表 6：公司的付息成本率水平相对较低	4
图表 7：公司的个人银行的利润贡献占比两年提升了 16 个百分点	4
图表 8：目前公司的个人银行利润贡献度超过工商银行	4
图表 9：公司的个人贷款占总贷款的比例最高	5
图表 10：公司的按揭贷款占零售贷款的 80%以上	5
图表 11：个人业务的手续费净收入快速增长	5
图表 12：2015 年个人业务的手续费净收入占半壁江山	5
图表 13：2016 年三季度关注类贷款占比下降	6
图表 14：2016 年三季度不良率企稳	6
图表 15：中期公司的逾期贷款比例继续上行	6
图表 16：公司的不良生成率已经远低于峰值水平	6

盈利能力最强的大型商业银行

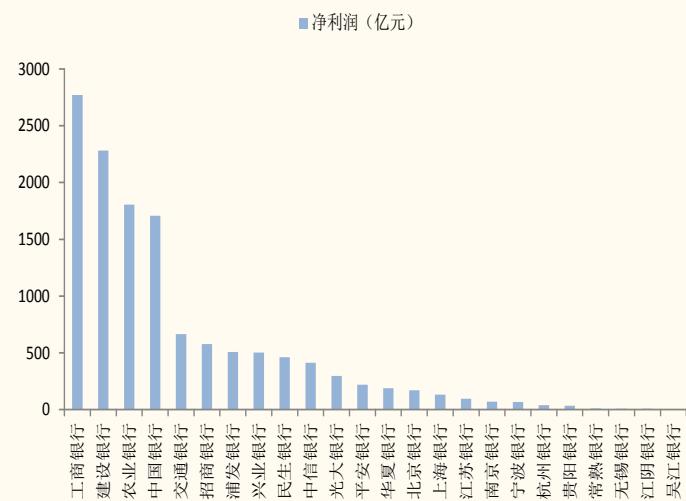
- 截至 2016 年三季度末，按资产规模和净利润规模计公司都是我国中第二大商业银行。2016 年中国银行业协会发布的 2016 年商业银行稳健发展能力“陀螺”评价体系中，公司位列全国性商业银行综合排名第三名，大行中位居第二。
- 在五家大型商业银行中，公司的盈利能力最强。2015 年公司的 ROE 水平为 17%，ROA 为 1.30%，均位列大型银行之首。相比较其他大行，公司较强的盈利水平主要归因于较高的息差水平，2015 年公司的息差水平基本与农业银行持平。而较高的息差主要是来自负债端的付息成本相对较低，低成本的存款占比超过 80%，仅低于农业银行。

图表 1：按资产规模计公司是我国第二大商业银行



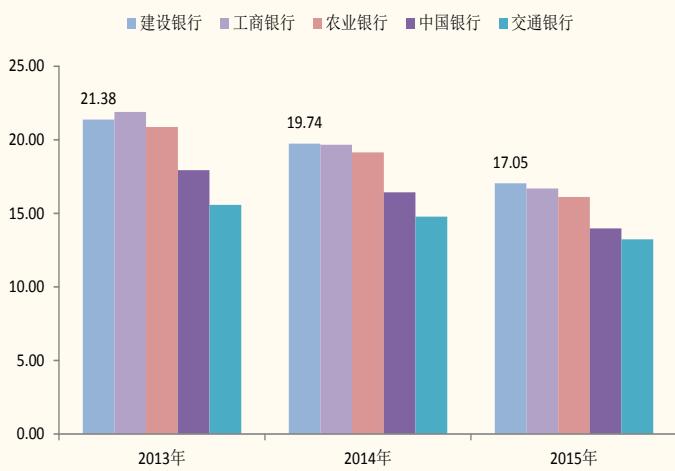
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 2：按净利润规模计公司是我国第二大商业银行



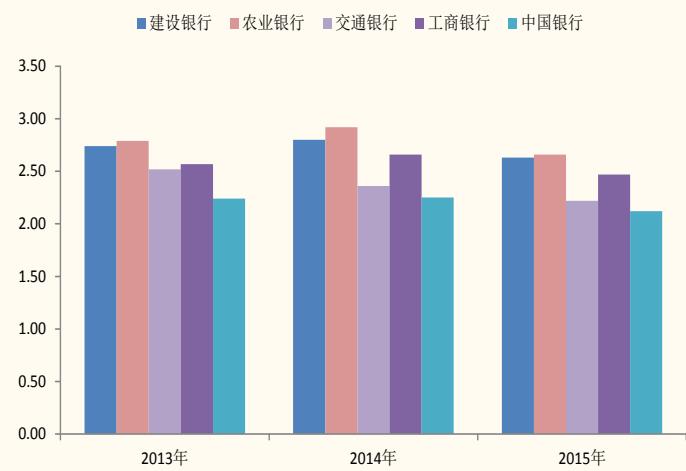
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 3：2015 年公司的 ROE 水平大行中最高



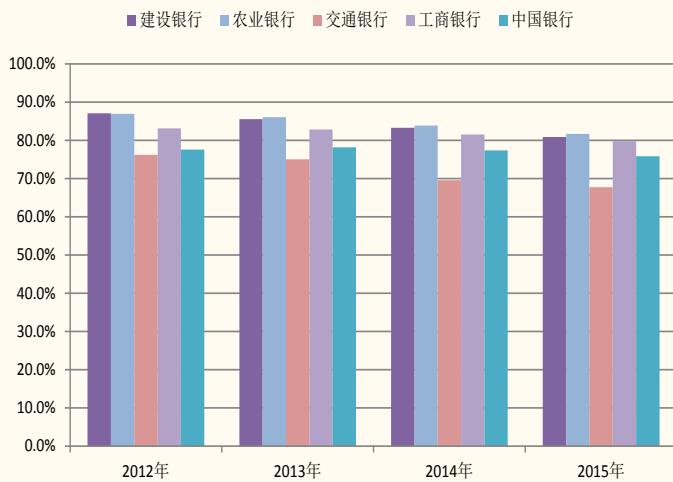
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 4：2015 年公司的息差水平基本与农业银行持平



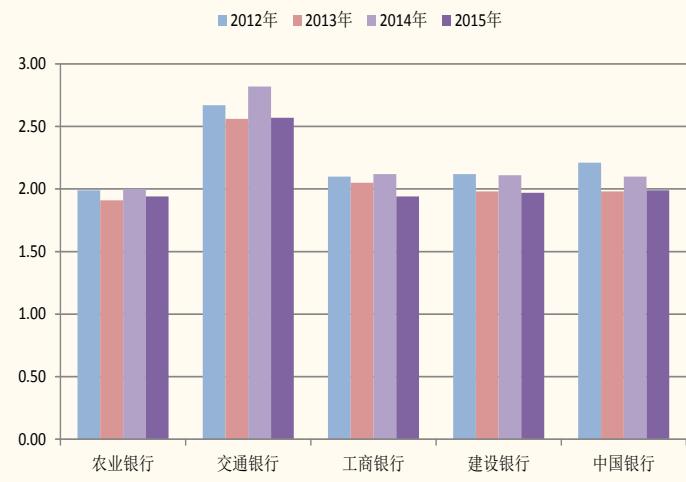
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 5：公司的负债结构中存款的占比较高



来源：国金证券研究所

图表 6：公司的付息成本率水平相对较低

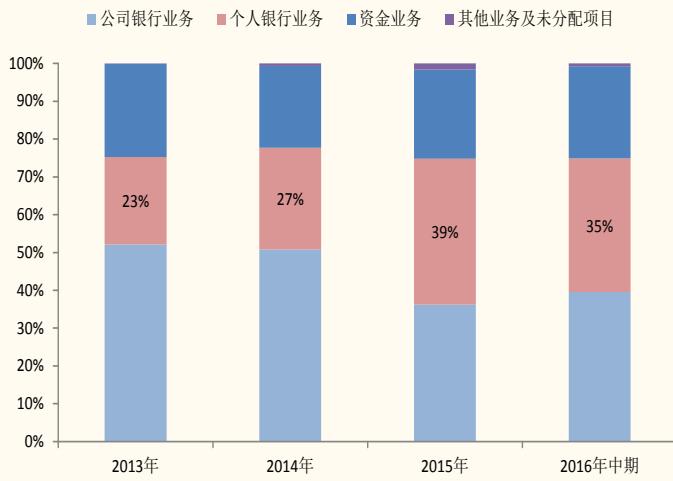


来源：国金证券研究所

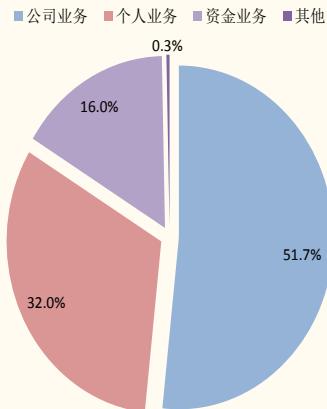
个人业务快速发展，利润贡献度提升明显

- 公司个人业务的利润贡献占比从 2013 年底的 23% 提升到 2015 年底的 39%，两年内提升了 16 个百分点；超过了工商银行的个人业务利润占比水平。
- 公司的个人业务利润贡献的明显提升主要基于表内和表外业务的双轮驱动。表内：个人贷款占比持续提升，按揭贷款占到个人贷款的 80%以上；表外：个人零售业务的手续费收入快速增长。2015 年个人零售业务的手续费收入同比增长 26%，2013 到 2015 年两年内个人业务的手续费净收入占比提升了 10 个百分点，占至半壁江山的水平。

图表 7：公司的个人银行的利润贡献占比两年提升了 16 个百分点
 图表 8：目前公司的个人银行利润贡献度超过工商银行

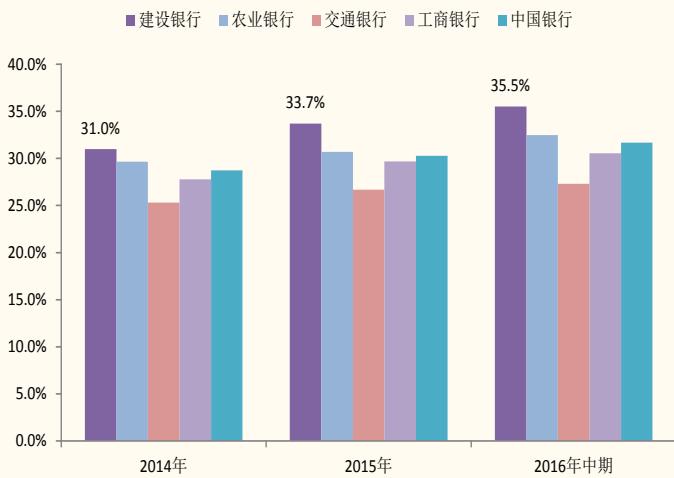


来源：WIND 资讯、国金证券研究所



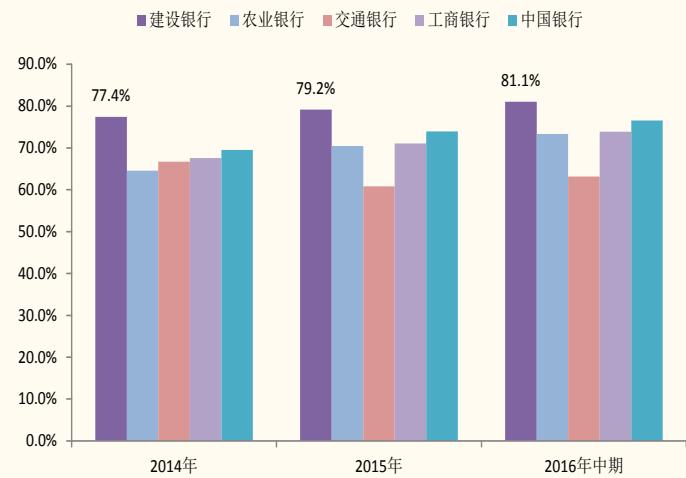
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 9：公司的个人贷款占总贷款的比例最高



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 10：公司的按揭贷款占零售贷款的 80%以上



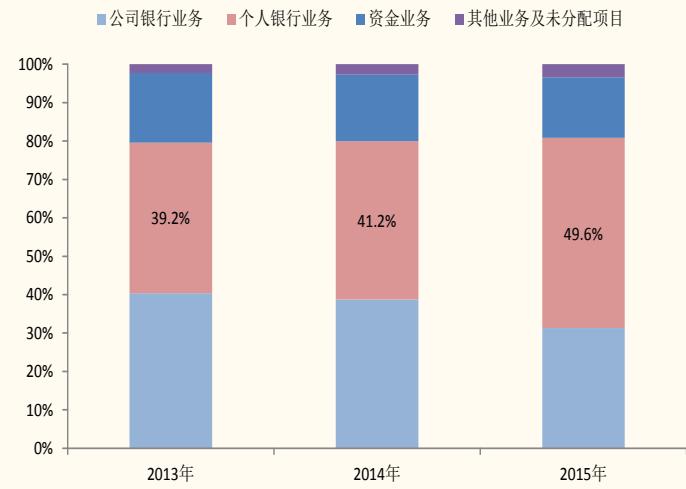
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 11：个人业务的手续费净收入快速增长



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 12：2015 年个人业务的手续费净收入占半壁江山

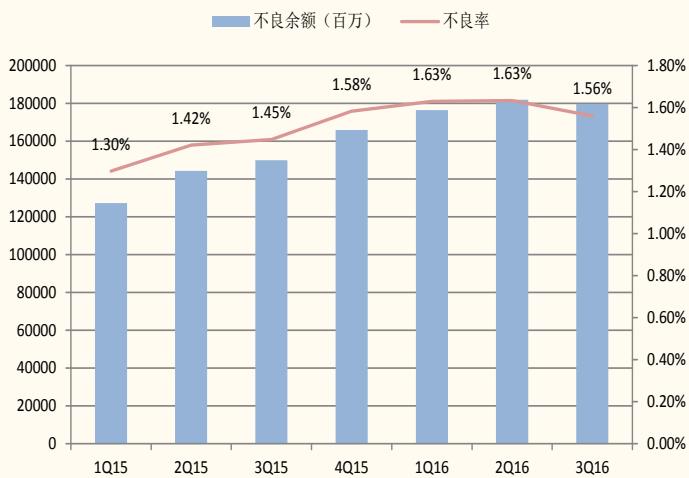


来源：WIND 资讯、国金证券研究所

三季度末不良双降、拨备低于监管水平

- 2016 年三季度末公司的不良双降，但资产质量的压力还在。不良率较中期下降了 7BP，不良的双降主要是三季度公司核销了 256 亿不良资产，是二季度核销规模的一倍以上。不良生成率环比有提升，但从历史水平看已经远低于峰值。中期的关注类贷款以及逾期贷款的情况来看，公司的资产质量的压力还在。但鉴于公司不良生成率的改善，公司的资产质量未来将基本趋稳。
- 由于三季度公司的大量核销以及拨备计提的下降，公司的拨备余额较中期下降 85 亿，期末拨备覆盖率下降至 150% 以下，为 148.8%。

图表 13: 2016 年三季度关注类贷款占比下降



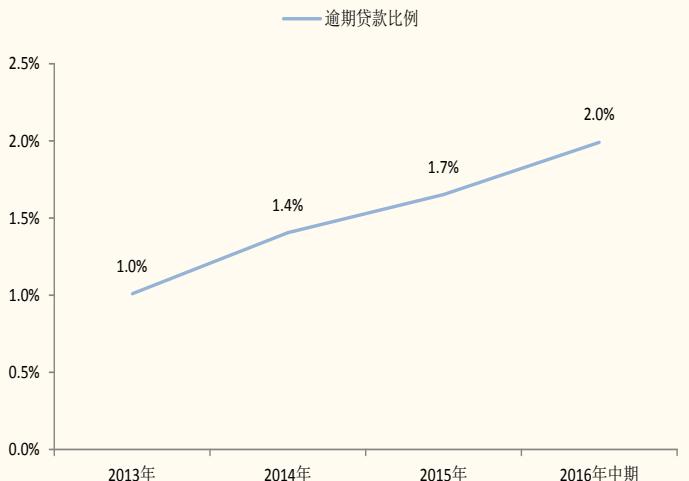
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 14: 2016 年三季度不良率企稳



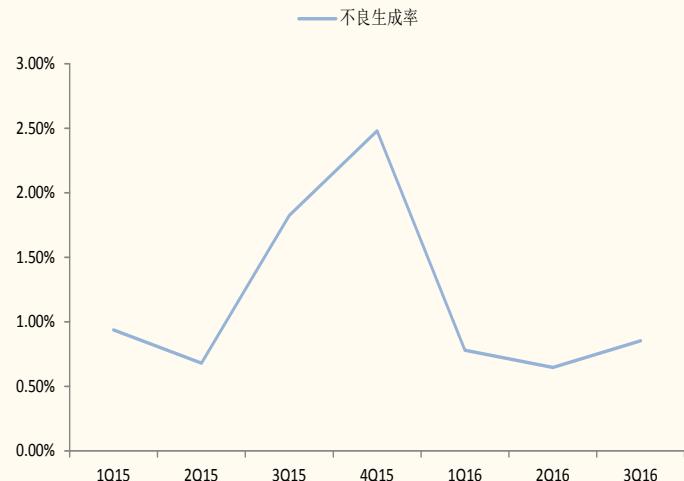
来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 15: 中期公司的逾期贷款比例继续上行



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 16: 公司的不良生成率已经远低于峰值水平



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母净利润同比分别增长 0.3%、1.2%。目前股价对应 2017 年 PB 为 0.79 倍，处于公司历史估值的低位。公司兼具高 ROE 和高股息率，目前价位的绝对收益可观。同时公司的资本充足率水平在上市银行中最高。2017 年需积极关注公司资产的量价情况。我们暂给予公司增持的投资评级。

风险提示

- 经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表数据						指标和估值					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元/元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
生息资产	15,862,305	17,314,683	18,961,024	20,811,304	22,825,730	ROAA (%)	1.42	1.30	1.19	1.10	1.04
净息差 (%)	2.80	2.63	2.39	2.44	2.48	ROAE (%)	19.75	17.05	15.11	13.82	12.97
利息收入	739,126	770,559	747,336	857,370	980,222	每股净资产	4.97	5.66	6.30	6.95	7.61
利息费用	301,728	312,807	303,200	359,447	425,091	EPS	0.91	0.91	0.91	0.92	0.95
净利息收入	437,398	457,752	444,136	497,923	555,131	股利	72125.0	68503.0	68683.9	69521.9	71613.9
贷款减值损失	42,666	59,264	92,610	88,714	126,488	DPS	0.29	0.27	0.27	0.28	0.29
非利息收入						股利分配率 (%)	32	30	30	30	30
佣金手续费净收入	108,517	113,530	125,626	136,932	147,785	股本	250011	250011	250011	250011	250011
交易性收入	7,525	12,712	12,712	12,712	12,712	业绩指标					
其他收入	17,030	21,203	21,203	21,203	21,203	增长率 (%)					
非利息收入合计	133,072	147,445	159,541	170,847	181,700	净利息收入	12.3	4.7	(3.0)	12.1	11.5
非利息费用						非利息收入	11.8	10.8	8.2	7.1	6.4
业务管理费	159,825	157,380	153,674	163,682	181,550	非利息费用	12.7	2.0	0.6	11.5	13.7
其他管理费用	16,504	21,785	27,231	36,762	45,953	净利润	6.1	0.1	0.3	1.2	3.0
营业税金及附加	34,983	36,303	35,904	41,392	47,497	生息资产	9.4	9.2	9.5	9.8	9.7
非利息费用合计	211,312	215,468	216,809	241,836	275,000	总付息负债	9.1	9.1	9.7	9.6	9.2
税前利润	299,086	298,497	300,561	302,853	314,055	风险加权资产	7.2	5.5	9.0	10.6	9.9
所得税	70,839	69,611	71,814	71,314	75,549	收入分解					
净利润	227,830	228,145	228,747	231,538	238,506	净利息收入/营业收入	76.7	75.6	73.6	74.5	75.3
资产负债表数据						手续费净收入/营业收入	19.0	18.8	20.8	20.5	20.1
总资产	16,744,093	18,349,489	20,108,023	22,016,893	24,021,784	效率 (%)					
客户贷款	9,474,510	10,485,140	11,532,523	12,798,428	14,185,727	成本收入比	28.0	26.0	25.5	24.5	24.6
客户存款	12,899,153	13,668,533	14,693,673	16,016,104	17,617,714	营业费用/总资产	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2
其他付息负债	1,910,916	2,486,711	3,022,683	3,407,775	3,602,866	流动性 (%)					
股东权益	1,241,510	1,434,020	1,593,984	1,756,001	1,922,893	客户贷款/生息资产	56.9	57.6	58.1	58.5	59.1
资产质量						存货比	71.9	75.1	77.6	79.2	80.2
不良贷款	113,171	165,980	191,255	223,868	263,185	资本信息 (%)					
不良贷款率	1.19	1.58	1.66	1.75	1.86	核心一级资本充足率	12.1	13.1	13.5	14.0	14.3
贷款拨备覆盖率	251,613	250,617	269,670	338,041	439,519	一级资本充足率	12.1	13.3	13.7	14.2	14.5
拨备覆盖率	222	151	141	151	167	资本充足率	14.9	15.4	15.3	15.9	16.4
拨备覆盖率/客户贷款	2.66	2.39	2.34	2.64	3.10						
信贷成本 (%)	0.66	0.93	0.81	1.04	1.11						

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD