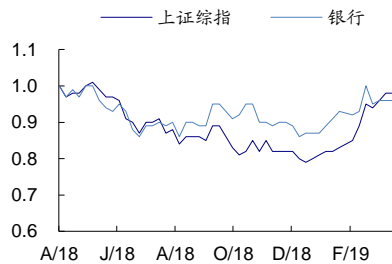


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《2019年4月银行业投资策略:继续精选紧密服务实体的个股》——2019-04-01
 《基于企业微观行为的分析:社融的真相与掣肘》——2019-03-10
 《2019年3月银行业投资策略:精选紧密服务实体的个股》——2019-03-04
 《2019年2月银行业投资策略:避险情绪下的首选板块》——2019-02-01
 《2019年1月银行业投资策略:景气度下行预期充分,维持超配评级》——2019-01-10

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师:陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

行业专题

低估值之谜

● 问题来源

我们的报告源自投资者的一个问题:为什么银行的 ROE 这么高, PB 却长期低于其他行业, 而且长期破净?

● 低估值之谜:高折现率

我们分析认为, 银行板块 PB 跟 ROE 长期不匹配, 主要原因是高杠杆高风险经营, 所以投资者给予了银行股更高的折现率。当前 ROE 虽然比较高, 但低于折现率, 导致其 PB 低于 1。

此外, 对中美两国银行股的估值以及 ROE、ROA、权益乘数进行对比后, 我们做出这样一个合理推断: 如果未来银行中国的银行能够一边降杠杆、一边提高 ROA, 即便 ROE 不变甚至下滑, 但 PB 中枢却有可能不下滑甚至修复到 1x 左右。

● ROA 与杠杆变化的历史回顾与展望

基于前述分析, 我们认为银行板块 PB 中枢永久性上移有两种途径: 一是直接提高 ROE, 二是 ROE 不变甚至小幅下降的情况下, ROA 提升、杠杆下降。

通过对杜邦分解后各个指标的分析, 我们认为: 目前看起来, 银行业 ROA 短期内在一些暂时性因素的影响下可能会有几个 bp 的上下波动, 但要想大幅提升比较难; 而杠杆方面, 未来倒是不太可能大幅下降。综合 ROA 与杠杆, 我们可以大致判断, 未来三到五年银行板块 ROE 很难上行, 也很难出现“杠杆下降、ROA 提升”的现象。因此我们认为, 板块估值中枢显著上移的概率不大。

当然, 考虑到 ROE 决定估值中枢, 而景气度的边际变化则导致了实际 PB 围绕中枢的上下波动, 因此虽然当前时点银行板块估值中枢持久性显著上移的概率不大, 但在行业景气度边际改善(不管是真实改善还是投资者预期改善)的情况下, 银行板块仍然可能出现阶段性的投资机会, 我们将紧密跟踪。

● 投资建议

考虑到 2019 年行业整体净息差增幅回落、资产质量面临一定下行压力, 我们预计未来一年板块收益仍以赚取 ROE 为主。我们维持行业“超配”评级, 在个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行, 和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行, 推荐工商银行、农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

● 风险提示

若经济因外部不利因素影响而失速, 将对银行资产质量产生负面影响; 数据计算过程中可能存在一些误差, 但我们认为其对主要结论的影响不大。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (十亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601398	工商银行	买入	5.73	1978	0.86	0.89	6.7	6.4
601288	农业银行	买入	3.74	1289	0.59	0.62	6.3	6.0
002142	宁波银行	买入	22.96	120	2.49	2.89	9.2	7.9
601128	常熟银行	增持	8.32	21	0.82	0.94	10.2	8.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

问题来源与主要结论	4
低估值之谜：高折现率	5
ROA 与杠杆变化的历史回顾与展望	8
ROE 历史数据回顾	8
ROA 历史数据回顾	10
未来展望	11
投资建议	13
风险提示	13

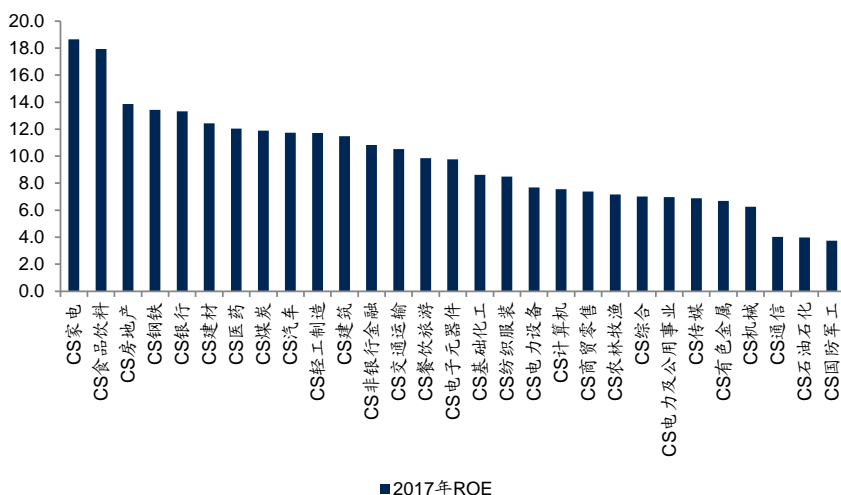
图表目录

图 1: 银行 ROE 在各行业中位居前列	4
图 2: 但银行 PB 却居于末位, 并且是唯一整体破净的板块	4
图 3: 银行板块杠杆明显高	6
图 4: 银行板块 ROA 非常低	6
图 5: 与 ROE 相比...	7
图 6: ...ROA 对 PB 的解释力度显然更强	7
图 7: 美国各板块 PB 与 ROE 相关性高于中国	7
图 8: ...但它们 ROA 对 PB 的解释力度也比 ROE 更强	7
图 9: 2007 年各板块 PB 与 ROE 相关性	7
图 10: ...不及 ROA 对 PB 的解释力度	7
图 11: 样本银行 ROE 在 2011 年达到顶峰	8
图 12: 期初期末平均杠杆变化	9
图 13: 期末杠杆变化	9
图 14: 样本银行平均一级资本充足率逐渐上升到 9.5% 左右 (最低标准为 8.5%)	9
图 15: 样本银行 ROA 在 2011-2013 年达到顶峰	10
图 16: 样本银行 ROA 在 2007-2011 年的变化	10
图 17: 样本银行 ROA 在 2001-2013 年的变化	11
图 18: 样本银行 ROA 在 2013-2017 年的变化	11
表 1: 怎样提高行业 ROA?	12
表 2: 银行资本已较充足, 杠杆很难大幅下降	12
表 3: 重点个股估值表	14

问题来源与主要结论

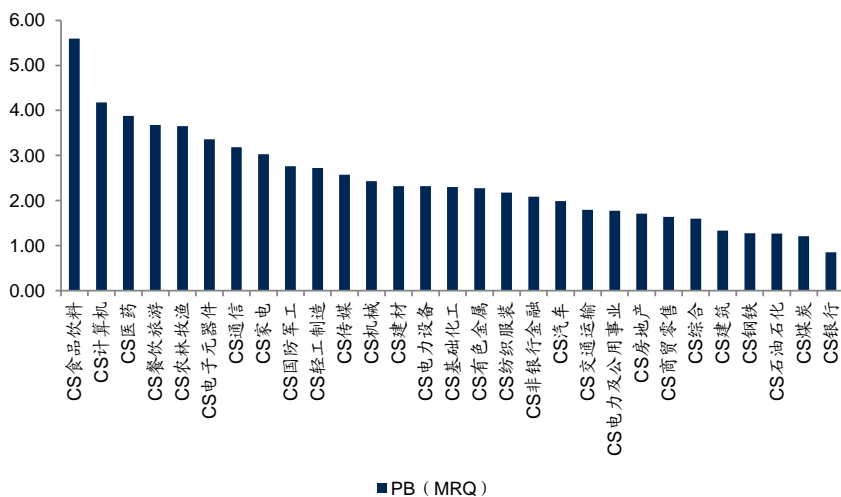
我们的报告源自投资者的一个问题：为什么银行的 ROE 这么高，PB 却长期低于其他行业，而且长期破净？

图 1：银行 ROE 在各行业中位居前列



资料来源：Wind, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：但银行 PB 却居于末位，并且是唯一整体破净的板块



资料来源：Wind, Wind, 国信证券经济研究所整理。数据基于 2019.3.24 收盘价。

我们后面的研究显示：

- 银行板块 ROE 居于各行业前列但 PB 居于后列，是因为行业高杠杆经营存在高风险，所以投资者给予其更高的折现率（更高的风险溢价），导致 PB 偏低；近年来折现率甚至高于 ROE，因此破净。
- PB 中枢永久性上移有两种途径：一是直接提高 ROE，二是 ROE 不变甚至小幅下降的情况下，ROA 提升、杠杆下降。中期来看，两种途径在未来

三到五年都很难实现，因此我们认为板块估值中枢上移概率不大。

- 最后我们认为，未来有望引起板块估值修复的潜在催化剂主要有如下几点：宏观经济复苏；资管、证券化业务快速发展；混业经营放开；行业出清、供给减少。

低估值之谜：高折现率

DDM 是理论上最好的估值方法，但对参数很敏感。虽然其实用性不强，但给我们提供了一种思考方式（PB 只不过是方便用来进行横向估值对比的一个比值而已，本身没有什么经济学意义）。根据 DDM 模型：

$$P=D/(r-g) \rightarrow P=BVPS*ROE*d/(r-g) \rightarrow PB=ROE*d/(r-g)$$

再在上式代入 $g=ROE(1-d)$ ，即不考虑补充资本的情况下，利润增长来自利润留存，可得：

$$PB = \frac{ROE \cdot d}{(r - ROE) + ROE \cdot d}$$

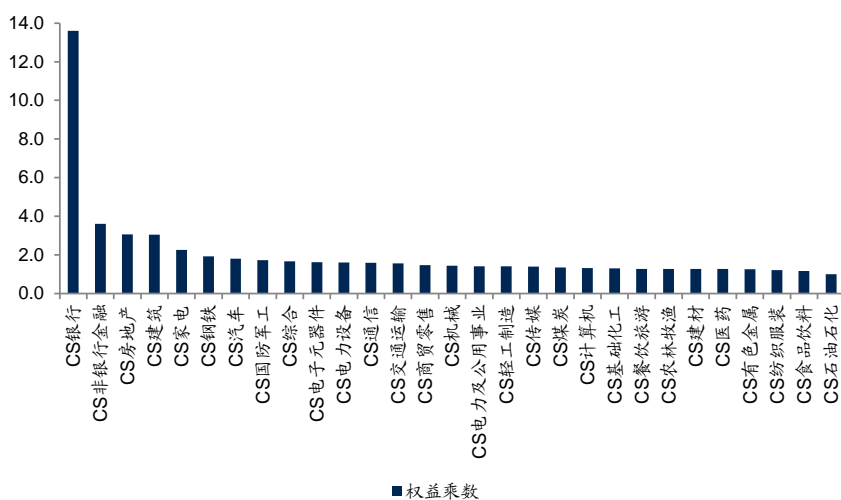
从数学上来讲，上述公式可以推出三个结论，但我们不关心数学上的推导，只在乎其经济学的含义：

- 一是其他条件相同的情况下，ROE 越高的公司 PB 越高，很容易理解；
- 二是当 $PB > 1$ 时分红率越低（即成长空间越大）估值越高，而 $PB < 1$ 时提高分红率则有助于提升估值；
- 三是其他条件相同的情况下，当 r 高过 ROE 时，PB 就会小于 1，也就是公司给股东带来的回报率不及折现率时，就会破净。而且同样情况下，折现率高也会导致 PB 偏低。

如前所述，银行的 ROE 在所有板块中位居前列，因此银行板块估值低不应该是 ROE 导致；由于银行板块整体破净，而其他板块很少破净，因此分红率对估值分化的影响不容易跨板块比较，我们暂时先不考虑。

最后根据第三个推论，银行板块低估值且长期破净只能用高折现率解释。从杠杆水平来看，银行板块的杠杆显然是各板块中最高的，所以银行面临的风险很大。我国建国后迄今为止只出现过一家银行破产案例（海南发展银行），但我们观察其他国家，会发现银行业的风险是非常大的。以美国为例，其经常出现银行大规模破产的现象，连花旗银行这种巨无霸在金融危机期间都差点倒闭。由于银行属于高杠杆经营的行业，所以投资者对其要求更高的回报率作为风险补偿，也是合理的。

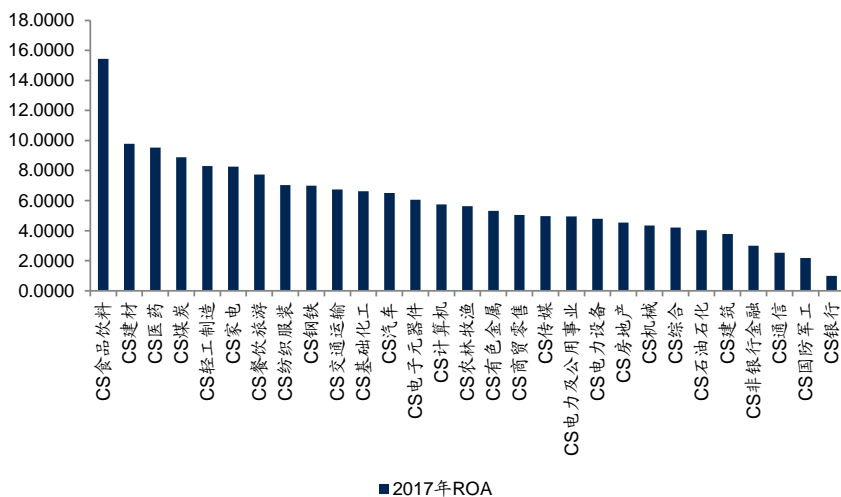
图 3: 银行板块杠杆明显高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们也可以换个角度进行验证。银行 ROE 很高，主要是通过加杠杆得到，虽然盈利能力强，但盈利质量差。考虑到 ROE 并未反映出企业真实的盈利能力，我们观察 ROA（理论上 ROIC 是更合适的指标，但我们用 ROA 代替，是为了方便日后的分析。其实使用 ROIC 得到的结论跟 ROA 差不多，这里不再赘述）。从 ROA 来看，银行板块的 ROA 是所有行业中最底的。

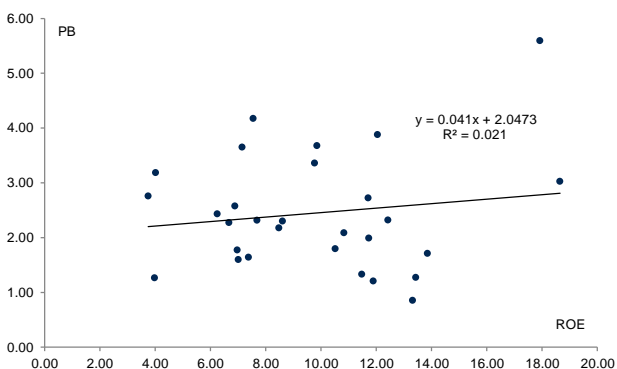
图 4: 银行板块 ROA 非常低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

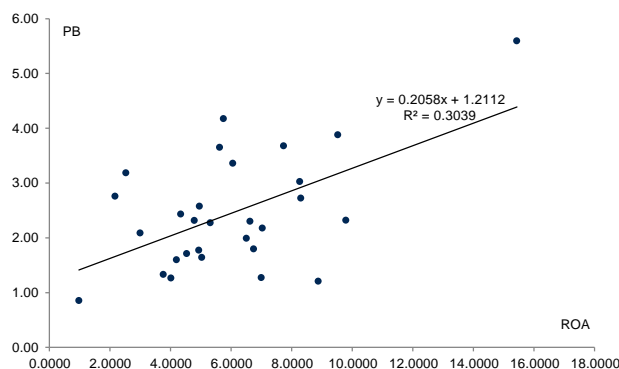
从 PBvsROE 以及 PBvsROA 来看，跨行业的比较，使用 ROA 明显更有解释力度。而且不光是中国这样，美国也是如此。

图 5: 与 ROE 相比...



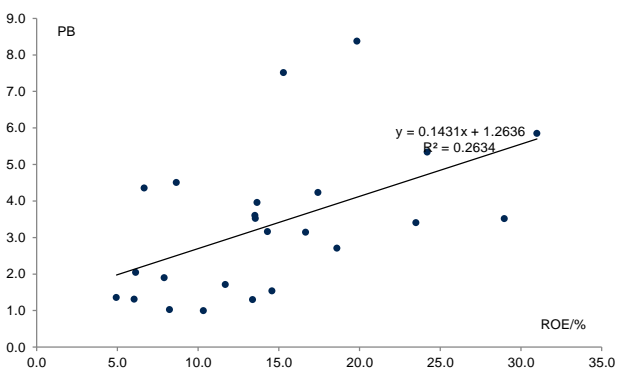
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: ...ROA 对 PB 的解释力度显然更强



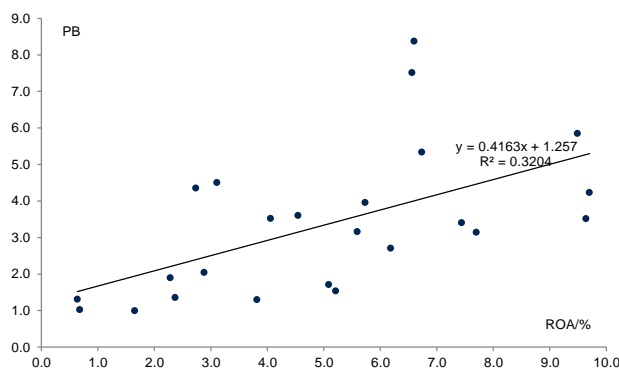
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 美国各板块 PB 与 ROE 相关性高于中国...



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

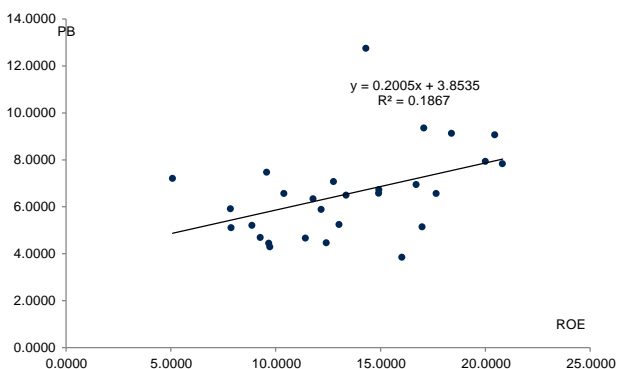
图 8: ...但它们 ROA 对 PB 的解释力度也比 ROE 更强



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

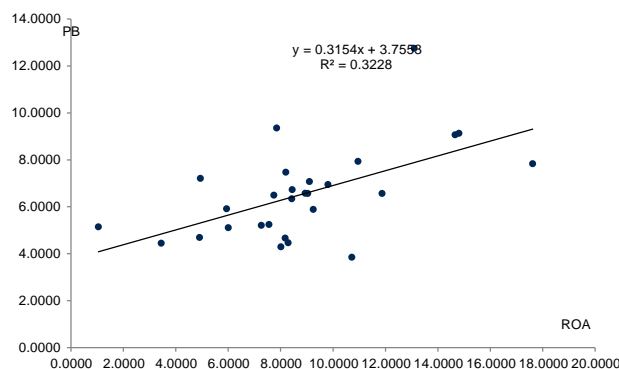
而且即使在 2007 年银行最风光的时候, 其 PB 虽然远高于现在, 但与当时的 ROE 也不匹配 (ROE 排名 7/28, PB 排名 21/28)。2007 年的时候, 从 PBvsROE 以及 PBvsROA 来看, 使用 ROA 也是更有解释力度。

图 9: 2007 年各板块 PB 与 ROE 相关性...



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: ...不及 ROA 对 PB 的解释力度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

所以我们认为: 银行板块 PB 跟 ROE 长期不匹配, 主要原因是其高杠杆高风险经营, 所以投资者给予了更高的折现率。当前 ROE 虽然比较高, 但低于折现率, 导致其 PB 低于 1。

对于银行股破净, 市场上还有一种比较流行的观点, 认为原因是银行真实净资产

产比账面净资产低，所以真实的 PB 是高于 1 的。这种解释的最大问题是难以验证所谓的真实不良率，因为我们观察美国的银行板块 PB 是长期高于 1 的，难道他们的银行账面不良就一直比我们的真实吗？此外，我们还观察到欧洲、日本的银行股估值也破净，我们就更难说全世界只有美国的银行不良率是真实的。我们认为核心原因在于美国银行业的杠杆较低——虽然其 ROE 低于中国（2017 年美国上市银行平均 9.5%vs 中国 15.0%），但 ROA 比中国高（美国平均 1.02%vs 中国 0.93%），权益乘数比中国低很多（美国平均 9x vs 中国 17x）。而且相比之下，日本和欧洲银行业的权益乘数也很高。

考虑到上面中美比较这一点，我们可以做出这样一个推断：如果未来银行中国的银行能够一边降杠杆、一边提高 ROA，即便 ROE 不变甚至下滑，但 PB 中枢却有可能不下滑甚至修复到 1x 左右。实际上，ROA 上升与杠杆下降，本质上是行业竞争格局优化，意味着行业粗放式发展的结束和高质量（即低风险）发展的到来，所以估值修复也是自然而然的事情。也可以换个角度理解，就是虽然行业盈利能力下降，但盈利中潜在的风险下降更快，估值就会有所修复。在金融供给侧改革的大主题下，我们隐约看到一丝希望。

ROA 与杠杆变化的历史回顾与展望

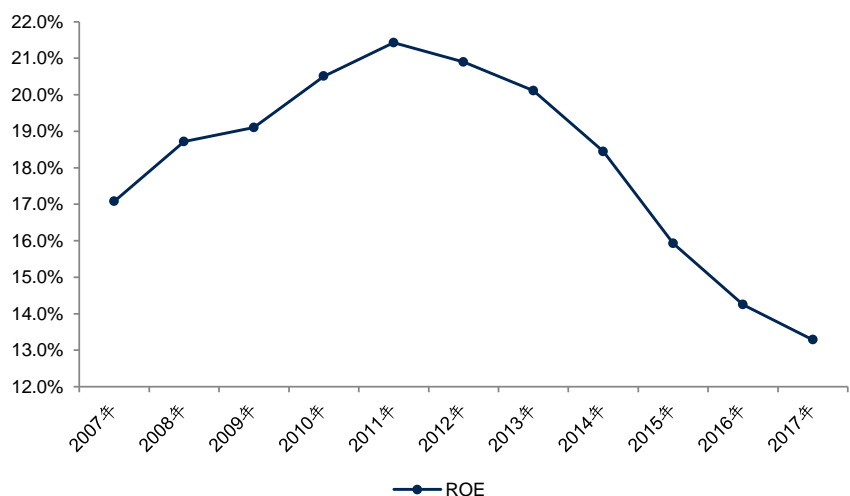
延续上述分析，估值中枢提升主要有两种方法：一是提高 ROE，二是 ROE 不变甚至小幅下降，但杠杆下降、ROA 提升。接下来我们思考这样两个问题：一是中期来看（比如说三到五年）银行板块的 ROE 会不会大幅提升，从而带来估值的上升？二是会不会出现杠杆下降、ROA 提升的情形，从而带来板块估值中枢上移？

在分析未来之前，我们先回顾历史，获得一些有益的见解。接下来使用的样本是 24 家能追溯到足够历史数据的 A 股上市银行，样本区间从 2007 年开始（再早的话更多大行净资产为负值，剔除后样本资产代表性会显著下降）。

ROE 历史数据回顾

先看 ROE。ROE 的变化非常明显，2011 年是历史高点，之前一路上升，之后一路下降。

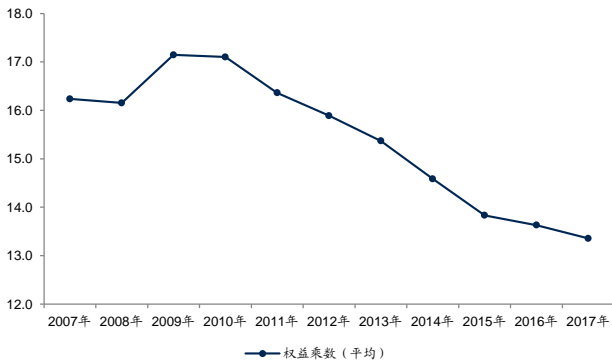
图 11：样本银行 ROE 在 2011 年达到顶峰



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

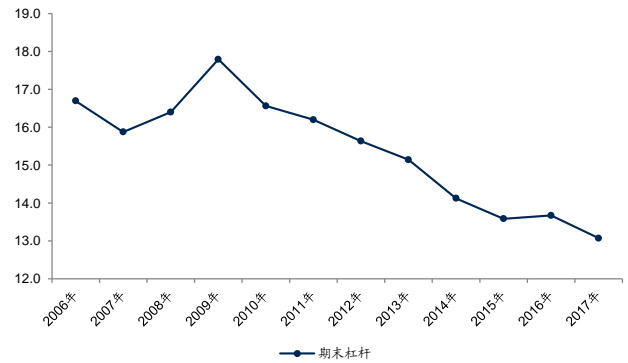
再看杠杆。2009 年杠杆短暂上升（降息时价跌量升，所以资产扩张非常快，杠杆上升），之后是一路下降的。2006 年之前很多股份行杠杆都超过 30 倍，现在看起来实在是非常吓人，之后银行的杠杆逐渐降了下来，尤其是 2012 年推出新的资本管理办法之后，银行杠杆逐步降低。

图 12: 期初期末平均杠杆变化



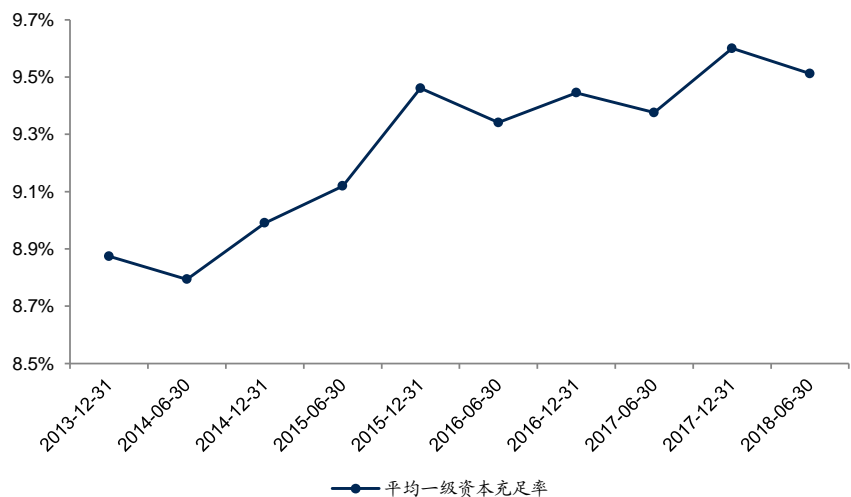
资料来源: Wind, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 期末杠杆变化



资料来源: Wind, Wind, 国信证券经济研究所整理

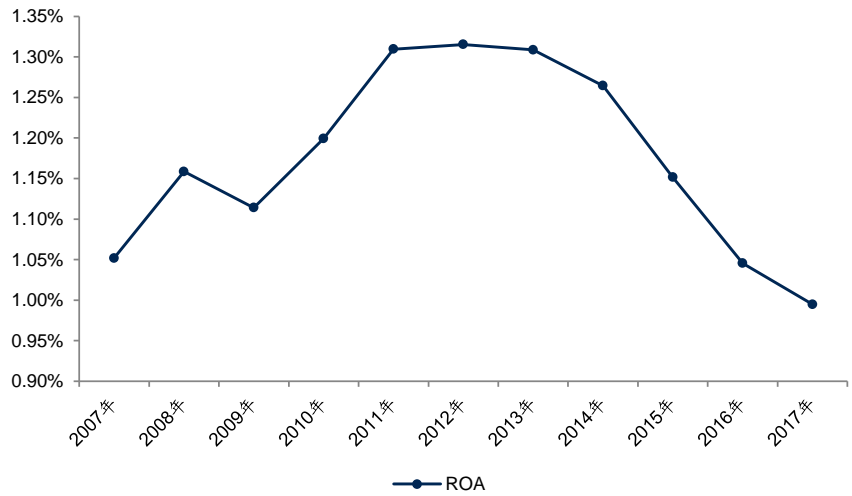
图 14: 样本银行平均一级资本充足率逐渐上升到 9.5% 左右 (最低标准为 8.5%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 此处仅选取采用权重法计算资本充足率的银行。

最后看 ROA。ROA 走势跟 ROE 差不多，只是 2009 年受降息影响略有下降，以及 ROA 在 2011-2013 年维持稳定，所以顶峰是 2011-2013 年而不是单一年份。此外，杠杆从 2011 年开始一路下降，ROA 居然也同步下降，说明银行业真的是不景气。接下来我们详细拆解 ROA，看一下银行业为什么这么惨？

图 15: 样本银行 ROA 在 2011-2013 年达到顶峰

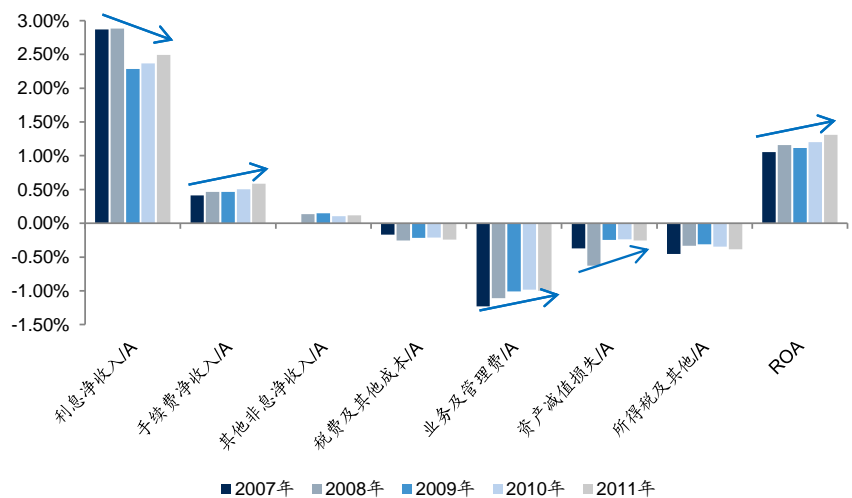


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

ROA 历史数据回顾

首先我们简单看一下为什么 2007-2011 年 ROA 能够上升。其中的原因比较杂乱，但大体看起来主要是三点：一是手续费净收入的增加，主要是银行积极开拓各种业务，比如银行卡、结算清算及现金管理、投资银行等业务；二是业务及管理费/平均资产下降，也就是管理效率有所提高；三是资产减值损失在 2007-2008 年比较多，后来有较大幅度的下降，对提高 ROA 也有帮助。这段时间因为降息导致的净息差下降对 ROA 有不利影响，但没有阻碍 ROA 趋势的改善。

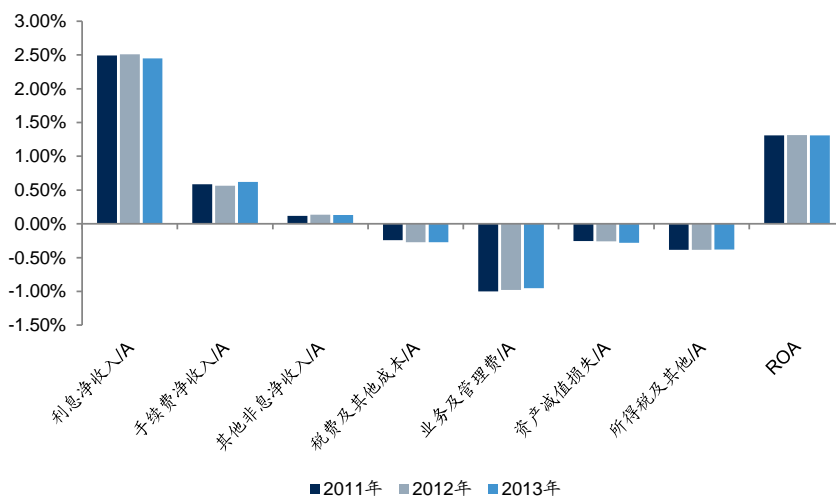
图 16: 样本银行 ROA 在 2007-2011 年的变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2011-2013 年各项指标变化不大，ROA 水平也保持不变。

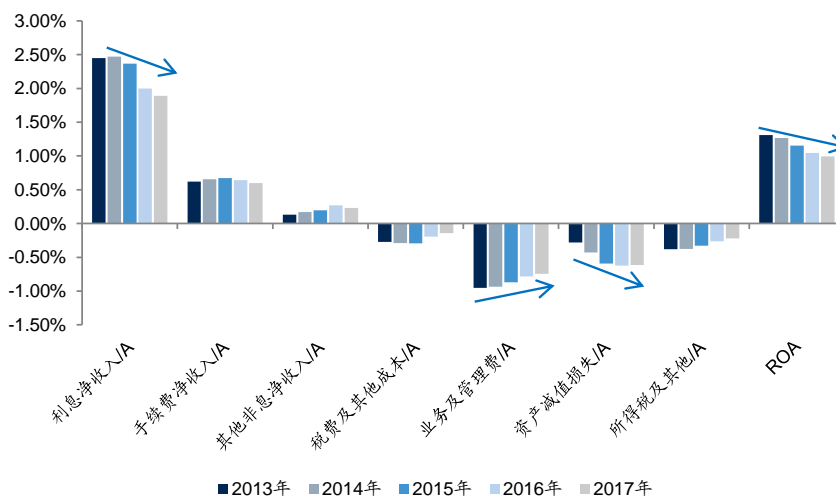
图 17: 样本银行 ROA 在 2001-2013 年的变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2013 年以来, 银行业 ROA 逐渐下降, 原因很简单: 经济下行导致资产减值损失/平均资产增加; 而为了应对经济下行, 央行货币宽松导致银行净息差大幅收窄, 雪上加霜。这期间银行通过紧衣缩食压降成本来维持盈利, 但效果有限。

图 18: 样本银行 ROA 在 2013-2017 年的变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

未来展望

我们接下来展望未来三到五年行业 ROE 的变化趋势, 以及分析行业是否会出现“ROA 上升、杠杆下降”的现象。

首先看 ROA。有了前面的分析, 我们现在可以更好地对行业 ROA 进行分析。以后银行想要提高 ROA, 有什么方法呢?

表 1: 怎样提高行业 ROA?

	怎样提高?
利息净收入/A	经济增长强劲, 央行加息
手续费净收入/A	开拓新的附加业务
其他非息净收入/A	波动性大, 我们不去关注
税费及其他成本/A	零星的成本, 一般不会有大的变化
业务及管理费/A	提高管理效率, 或者节约开支
资产减值损失/A	经济增长强劲, 资产质量大幅改善
所得税及其他/A	随 ROA 变化 (因为所得税等于税前利润乘上一个固定值)
ROA	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注 1: A 指平均资产。注 2: 我们将银行卡分析手续费、货币基金分红、计入投资收益的 FVPL 利息收入, 全都视为利息收入。

- 首先是提高利息净收入/平均资产, 需要依靠加息, 或者大幅度的市场利率上行。但是随着经济发展, 生产率提升速度必然下降, 利率长期大趋势是向下的, 因此市场利率大幅上升的概率较低;
- 其次是提高手续费净收入/平均资产, 需要开拓新的业务。从国外经验来看, 比较行得通的是大力发展资产管理业务, 或者大量从事资产证券化业务赚取手续费, 或者在混业经营放开的背景下从事投资银行业务, 中期看来前者可能性更大;
- 三是降低业务及管理费/平均资产, 可以从两方面入手: 一是节约开支, 但空间是有限; 二是提高管理效率, 但希望渺茫。因为未来的大趋势是加大科技投入, 这一指标增大的概率可能比下降的概率还要大, 因为靠投资拉动经济的时代已经一去不返, 以后资本会越来越不值钱, 但知识、技术及人力资源越来越值钱。所以我们看美国的银行, 他们的成本收入比远远高于我国。
- 四是降低资产减值损失/平均资产, 这一点要看宏观经济变化, 从近几年数据来看, 即便如 2016-2017 年宏观经济好转, 银行的资产质量也只是有所改善, 并没有大幅好转。所以展望未来几年, 这一指标出现大幅改善的几率比较低。

目前看起来, 我们认为银行业的 ROA 短期内在一些暂时性因素的影响下可能会有几个 bp 的上下波动, 但要想大幅提升比较难。

而杠杆方面, 未来倒是不太可能大幅下降。从几家披露资本规划数据的银行来看, 目前资本基本可以满足相关要求。考虑到我国银行普遍有做大规模的冲动, 在资本达标之后, 估计进一步降杠杆的动力不会很大。

表 2: 银行资本已较充足, 杠杆很难大幅下降

	2018 核心一级资本充足率	2019 或 2020 年核心一级资本充足率目标值	2018 一级资本充足率	2019 或 2020 年一级资本充足率目标值
招商银行	11.8%	9.5%	12.6%	10.5%
兴业银行	8.9% (3Q18)	8.0%	9.5% (3Q18)	9.0%
民生银行	8.9%	8.5%	9.2%	9.5%
平安银行	8.5%	7.8%	9.4%	8.8%
北京银行	8.8% (3Q18)	8.1%	9.7% (3Q18)	9.1%
宁波银行	9.2%	9.0%	11.2%	10.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合 ROA 与杠杆,我们可以大致判断,未来三到五年银行板块 ROE 很难上行,也很难出现“杠杆下降、ROA 提升”的现象。因此我们认为,板块估值中枢显著上移的概率不大。

综上,我们可以总结一些可能会引起行业估值变动的大催化剂,我们暂时能想到的是如下几个:

- 一是宏观经济复苏,将从净息差和资产质量两方面引起 ROA 和 ROE 提升,从而带来估值修复。这是平时大家关注最多的因素。甚至在复苏的背景下,投资者因情绪乐观,风险溢价下行,直接驱动了估值回升;
- 二是资管业务、证券化业务或者是混业方面放开,给银行带来较多的手续费收入(证券化业务也可能带来较多的转让价差收益),从而提高 ROA 和 ROE;
- 三是行业加速出清、供给减少,从而带来净息差和资产质量的改善(前期可能伴随阵痛),对提升板块估值有益。比如进行金融供给侧改革,将经营不好的银行出清(最为可能的方式是兼并重组)。

最后,我们在之前的一篇专题报告《为何我们看多银行股:基于行业景气度与估值的分析》中指出,“ROE 作为影响 PB 的最核心变量,基本上决定了估值中枢;而景气度的边际变化则导致了实际 PB 围绕中枢的上下波动。”因此我们认为,虽然当前时点银行板块估值中枢持久性显著上移的概率不大,但在行业景气度边际改善(不管是真实改善还是投资者预期改善)的情况下,银行板块仍然可能出现阶段性的投资机会,我们将紧密跟踪。

投资建议

考虑到 2019 年行业整体净息差增幅回落、资产质量面临一定下行压力,我们预计未来一年板块收益仍以赚取 ROE 为主。我们维持行业“超配”评级,在个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行,和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行,推荐工商银行、农业银行、宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

风险提示

目前宏观经济仍存在一定的不确定性,若经济因外部不利因素影响而失速下行,将对银行资产质量产生较大影响。

我们在对数据分析的过程中,部分数据比如 PB 等的计算是基于某一特定时点的收盘价计算。时间变化之后可能会对计算结果产生一定影响,比如 PB-ROE 回归的 R 方可能随着时间的变化而产生小幅变化,但我们认为这些变化对结论影响不大。

表 3: 重点个股估值表

收盘日: 2019/4/12	收盘价 (元)	ROE			归母净利润同比			PB			PE		
		2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E
601398.SH 工商银行	5.73	14.0%	13.4%	12.7%	2.8%	4.1%	3.9%	1.00	0.91	0.83	7.3	7.0	6.7
601288.SH 农业银行	3.74	14.0%	13.0%	12.1%	4.9%	5.1%	4.4%	0.97	0.82	0.75	6.9	6.6	6.3
601988.SH 中国银行	3.87	12.0%	11.8%	11.2%	4.8%	4.5%	3.9%	0.82	0.75	0.70	6.9	6.6	6.3
600036.SH 招商银行	34.80	16.3%	15.8%	16.0%	13.0%	14.8%	14.3%	1.97	1.73	1.53	12.5	11.1	9.7
601166.SH 兴业银行	18.98	14.5%	14.0%	13.5%	6.2%	8.7%	6.4%	1.01	0.90	0.81	7.1	6.5	6.1
600016.SH 民生银行	6.51	13.7%	12.3%	11.2%	4.1%	1.0%	0.2%	0.77	0.69	0.64	5.8	5.5	5.5
600000.SH 浦发银行	11.49	13.7%	12.5%	11.6%	2.2%	3.1%	2.5%	0.85	0.76	0.69	6.4	6.2	6.1
601998.SH 中信银行	6.32	10.8%	10.6%	10.1%	2.3%	4.6%	4.2%	0.85	0.77	0.71	7.5	7.2	6.9
000001.SZ 平安银行	13.42	10.9%	10.8%	10.5%	2.6%	7.0%	6.9%	1.14	1.05	0.95	10.3	9.6	9.0
601818.SH 光大银行	4.14	11.6%	10.8%	10.7%	4.0%	6.7%	6.0%	0.81	0.76	0.70	7.2	6.7	6.3
600015.SH 华夏银行	8.44	12.4%	11.4%	9.8%	0.7%	1.8%	2.1%	0.88	0.78	0.61	6.8	6.7	6.6
601169.SH 北京银行	6.33	12.2%	11.0%	10.9%	5.2%	7.4%	6.3%	0.85	0.78	0.72	7.4	6.9	6.5
601009.SH 南京银行	8.85	15.0%	15.2%	15.4%	17.0%	13.7%	11.8%	1.31	1.15	1.02	8.1	7.1	6.3
002142.SZ 宁波银行	22.96	17.5%	16.9%	15.3%	19.5%	19.9%	17.9%	2.37	1.85	1.58	13.1	10.9	9.2
600919.SH 江苏银行	7.22	13.0%	11.2%	11.2%	11.9%	10.6%	9.5%	0.91	0.82	0.73	7.0	6.3	5.8
601128.SH 常熟银行	8.32	12.3%	13.2%	14.5%	21.5%	22.3%	17.8%	1.77	1.59	1.43	14.6	12.0	10.2
平均		13.2%	12.6%	12.2%	7.4%	8.0%	7.1%	1.11	0.98	0.88	8.3	7.6	7.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032