

经营业绩普遍向好

——银行业 2019 年一季报回顾暨二季度业绩前瞻

行业深度

◆ **一季度政策面暖风频吹，货币与财政双双发力。** 一季度广义信贷与货币双双反弹，存贷款增速差喇叭口有所收敛，银行体系流动性充裕，存贷比下降，“负债难、负债贵”问题阶段性缓解。年初以来的财政支出前置，配合和个税征管、增值税减税调整等影响，既促进了存款增长，也拉动了基建投资领域的配套信贷。

◆ **上市银行一季度收入高增，拨备差异带动盈利分化。** 一季度主要上市银行营收增长超过 15%，净利增长 6% 以上，年化 ROAA 较年初上升 0.12 个百分点至 1.10%，年化 ROAE 较年初上升 1.2 个百分点至 14.0%，整体业绩好于市场预期。收入端维持了较快增长，净利息收入同比增长 9.3%，非息收入受会计科目调整影响同比增长 27.3%；净息差环比持平，受益于资金面宽松、贷款定价粘性的银行 NIM 出现反弹；不良生成总体稳定，不良贷款率和拨备覆盖率分别为 1.52% 和 206%。多数上市银行能保持营收较快增长，用以增加计提充实拨备，资产质量短期内无明显恶化压力。

◆ **二季度经营“稳中有变”。** 外部环境上货币政策边际趋紧，政策进入观察期，流动性更加“中性”。内部运营上复杂因素开始增多：预计信贷增速将放缓至 13.3%；净息差受主动负债成本上扬、贷款定价下行和政策支持实体经济影响可能走窄，银行业将继续向零售业务转型；资产质量受政策“逆周期”调节将更显著，资产质量分类趋严，“以丰补歉”的监管思路将制约释放利润，未来“僵尸企业”出清也可能需要银行业分担损失。

◆ **二季度上市银行收入将有所放缓，盈利增速相对稳定。** 受资产增速放缓、负债成本上行、NIM 再度承压影响，银行业营收预计将有所放缓；虽然面临不良资产再确认压力，但 1Q 信用成本维持高位，不良偏离度下降，预计对于上市银行来说整体影响可控，部分股份行可能面临一定压力。行业 2Q 盈利增速可能相对稳定。

◆ 投资建议：

二季度，银行股业绩驱动因素存在趋缓压力，但基本面情况整体稳定，维持行业“买入”评级，投资上建议“抓两端”：1) 资产质量认定相对审慎的大型银行；2) 拥有浙江、江苏独特区位优势，良好中小企业和个人客户基础和风控能力，兼具高 ROE 和高成长性的常熟、宁波等小型银行。

◆ 风险提示：

宏观经济复苏态势未确认，银行资产质量再度承压

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)		ROAE (%)		PB (X)		投资评级
			19E	20E	19E	20E	19E	20E	
601166	兴业银行	19.13	3.31	3.75	14.8	15.2	0.77	0.70	买入
600036	招商银行	33.71	3.72	4.24	17.5	17.9	1.42	1.28	买入
002142	宁波银行	22.16	2.57	3.04	19.3	20.0	1.28	1.14	买入
600919	江苏银行	7.42	1.30	1.44	14.0	14.2	0.65	0.6	买入
601128	常熟银行	8.02	0.85	1.00	15.0	16.1	1.30	1.19	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 07 日

买入（维持）

分析师

王一峰

(执业证书编号：S0930519050002)

010-56513033

wangyf@ebsec.com

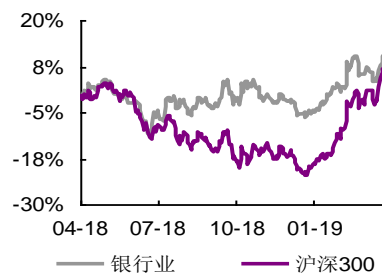
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

截止 2019 年 4 月末，主板上市银行均已披露一季报。一季度银行业整体业绩好于市场预期。二季度银行业业绩驱动因素存在趋缓压力，市场对银行业未来基本面走势存在分歧。

我们区别于市场的观点

一季度银行盈利高增，中小银行业绩表现尤其超出预期。受不良率下降、拨备率提升的双方面影响，市场对政策“逆周期”调节预判不足。我们提出随着政策针对银行资产质量分类趋严，“以丰补歉”的监管思路将制约银行释放利润，而未来“僵尸企业”出清也可能需要银行业分担损失；叠加受资产增速放缓、负债成本上行、NIM 再度承压影响，银行业二季度营收增速预计将有所放缓。然而，虽然面临不良资产再确认压力，但一季度信用成本维持高位，不良偏离度下降，不良再确认预计对于上市银行来说整体影响可控，仅部分股份行可能面临一定压力。因而预计行业 2Q 盈利增速可能相对稳定。

投资观点

二季度，银行股业绩驱动因素客观存在趋缓压力，但基本面情况整体稳定；结合当前宏观经济呈企稳态势，而板块当前估值仍处于低位，且股息率水平依然较高，我们认为银行股仍具备良好的长期投资价值，但需调整投资节奏。维持行业“买入”评级，投资上建议“抓两端”：1) 资产质量认定相对审慎的大型银行；2) 拥有浙江、江苏独特区位优势，良好中小企业和个人客户基础和风控能力，兼具高 ROE 和高成长性的常熟、宁波等小型银行。

目 录

1、 一季度政策面暖风频吹，货币与财政双发力	4
2、 一季度银行业财务情况总结	4
2.1、 收入维持高增长，盈利分化	4
2.2、 贷款投向房地产和基建，银行体系维持低风险偏好	5
2.3、 存款增贷款投向：大型商业银行主攻“铁公基”，中小行零售转型不停歇	6
2.4、 存款增长较快，增量存贷比下降，流动性管理难度减小	6
2.5、 资金面整体宽松，部分银行息差有所反弹	7
2.6、 中间业务收入同比大幅提升	7
2.7、 资产质量总体稳定，不良贷款偏离度进一步下降	8
2.8、 成本收入比小幅下降，科技和渠道投入加强	9
2.9、 银行资本补充提速，流动性达标压力消退	9
3、 二季度银行经营情况展望	10
3.1、 外部环境：货币政策边际趋紧，金融供给侧改革优化金融结构	10
3.2、 内部经营：“开门红”后复杂因素开始增多	11
3.3、 上市银行稳健运营基础仍存，收入增速将有所放缓	14
4、 投资建议	14
5、 盈利预测	15
5.1、 关键假设	15
5.2、 DDM 估值分析	16
6、 推荐标的	18
6.1、 兴业银行（601166.SH）	18
6.2、 招商银行（600036.SH）	20
6.3、 宁波银行（002142.SZ）	21
6.4、 江苏银行（600919.SH）	22
6.5、 常熟银行（601128.SH）	23
7、 风险分析	24

1、一季度政策面暖风频吹，货币与财政双发力

一季度随着“六稳”为代表的一系列政策的落地与实施，经济运行中稳定因素不断增多，尽管外部环境依旧复杂多变，但国内政策和市场环境均趋于好转。政策面暖风频吹，货币与财政政策双双发力。

货币政策方面：受央行连续定向/全面降准、影子银行收缩放缓影响，市场流动性相对充裕，DR 等利率中枢持续维持低位。银行体系流动性管理压力大减，主动负债成本下行，再叠加年初信贷“开门红”效应，一季度广义信贷与货币双双反弹，存贷款增速差喇叭口有所收敛，银行体系存贷比下降，过去两年一直困扰银行的“负债难、负债贵”问题阶段性缓解。4 月份，货币政策例会和政治局经济形势分析会均对 2019 年一季度以来的国内外经济金融形势传递出逐步改善的预期，货币政策释放出流动性预调微调信号，二季度货币政策进入“观察期”，逆周期调节力度和节奏将逐渐回归均衡，资金面宽松态势边际收敛。

财政政策方面：年初以来的财政支出前置，地方政府债券、专项债券发行量同比高增，信用债领域大量资金也流向了类地方政府平台，配合和个税征管、增值税减税调整等影响，既促进了一般性存款的增长，也对于基建投资领域产生明显的拉动作用。与之相对应，银行体系配套贷款维持较快增长。

2、一季度银行业财务情况总结

2.1、收入维持高增长，盈利分化

一季度，主要上市银行（包括五大行、八家上市股份行和北京、南京、宁波三家老牌城商行；以下简称：银行）营收同比增长 15.3%，归母净利润同比增长 6.0%，年化 ROAA 较年初上升 0.12 个百分点至 1.10%，年化 ROAE 较年初上升 1.2 个百分点至 14.0%，整体业绩好于市场预期。

其中，净利息收入同比增长 9.3%，非息收入受会计科目调整影响同比增长 27.3%；净息差环比基本持平，不良生成放缓，不良贷款率和拨备覆盖率分别环比下降 0.02 个百分点和上升 6 个百分点，为 1.52% 和 206%。多数上市银行能保持营收较快增长，用以增加计提、充实拨备，整体资产质量短期内无明显恶化压力。

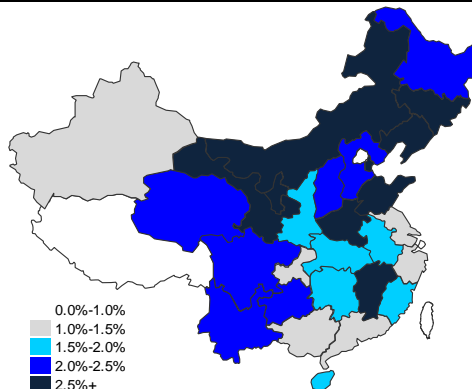
表 1：2019 年一季度银行盈利情况概览

	16 家银行	五大行	股份行	3 家城商行
营业收入同比增速	15.3%	12.3%	21.9%	25.2%
归母净利润同比增速	6.0%	4.2%	10.0%	13.5%
净利息收入同比增速	9.3%	4.6%	22.7%	11.5%
非息收入同比增速	27.3%	29.6%	20.6%	61.6%
年化 ROAE	14.0%	13.9%	14.1%	14.5%
年化 ROAE 较年初增速	1.2%	1.1%	1.5%	1.5%

资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

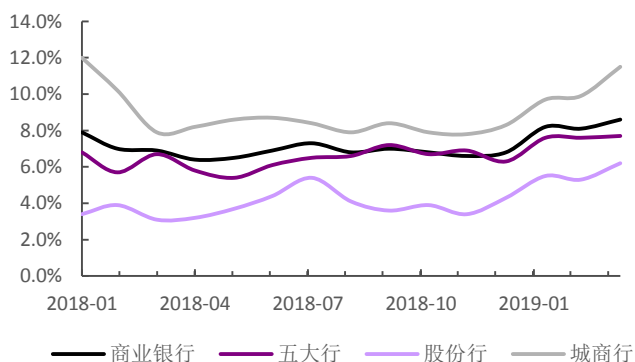
分银行结构上看，一季度五大行和股份行均较好实现利润持续增长，中小银行更加受益于新金融工具会计准则实施和市场利率下行背景。受地区经济表现差异影响，中小银行盈利出现一定程度分化，其中苏浙地区经济明显好于东北、华北和西南地区，此区域的上市银行盈利表现出了高速增长态势。

图 1：商业银行不良贷款率区域差异明显



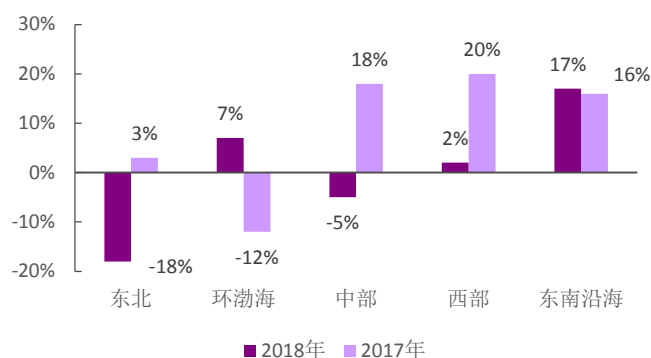
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：2019 年一季度，商业银行总资产规模月度同比增速显著回暖



资料来源：银监会，光大证券研究所整理

图 3：2018 年，上市城商行、农商行据地区划分，净利润增速显著分化



资料来源：各行年报，光大证券研究所整理；统计对象包括截止 2018 年末，主板及港股上市的 20 家城商行及农商行

2.2、贷款投向房地产和基建，银行体系维持低风险偏好

资产规模平稳增长，对公贷款有所回暖。一季度，银行总资产规模较年初增长 3.6%，同比增长 7.8%，较 2018 年全年 6.3% 的增速有所提高。其中贷款总额较年初增长 4.0%，同比增长 11.0%，同 2018 年全年增速接近；证券投资较年初增长 4.2%，同比增长 10.3%，较 2018 年一季度较年初 0.2% 的同期增速和 6.2% 的全年增速显著加快，其中又以股份行增速回升最为明显；同业资产较年初增长 12.3%，现金及存放央行则较年初下降 8.2%。

贷款投向房地产和基建，银行体系维持低风险偏好。从信贷结构上看，一季度金融数据和人民银行信贷投向报告显示，银行表内信贷资源主要投向地产、基建等项目；银行体系风险偏好仍低，政策性银行和大型商业银行在对公信贷上发挥了主力作用，短贷尤其是票据融资高增，中长期贷款和表外融资低

位回暖。零售贷款则在银行业向信用卡、消费贷和住房按揭为代表的零售业务整体转型的大背景下保持韧劲。也正是在调结构的带动下，银行一季度经营业绩迎来量价齐升的有利局面。

小微贷款可得性加大。一季度，金融支持民营小微企业政策效果进一步显现，普惠口径小微企业贷款高速增长，后者同比增长 19.1%，增速较年初提高 3.9 个百分点，显示金融机构对实体经济重点领域、薄弱环节的支持力度增强，小微企业资金可得性加大。

表 2：2019 年一季度银行资产规模较年初增长情况

	16 家银行	五大行	股份行	3 家城商行
总资产	3.6%	4.0%	2.5%	3.7%
贷款	4.0%	4.0%	3.8%	5.5%
证券投资	4.2%	4.2%	4.4%	2.0%
同业资产	12.3%	18.5%	-5.9%	20.7%
现金及存放央行	-8.2%	-6.8%	-13.3%	-10.6%

资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

2.3、存款增贷款投向：大型商业银行主攻“铁公基”，中小行零售转型不停歇

贷款投向房地产和基建，银行体系维持低风险偏好。从信贷结构上看，一季度金融数据和人民银行信贷投向报告显示，银行表内信贷资源主要投向地产、基建等项目，地方政府融资饥渴出现缓解，房地产企业融资困难也出现改善。房地产领域信贷增速仍然达到 18.7%，占同期各项贷款增量的 31.4%。但另一方面，银行体系风险偏好仍然较低，一季度对公（短期贷款+票据融资）较去年同期多增 236%，春节后企业复工积极，供应链资金流转向好，原来形成的资金拖欠、断流开始通过票据、流贷等手段得以恢复。零售贷款方面，银行业继续向信用卡、消费贷和住房按揭为代表的零售业务整体转型，中小银行转型力度尤其明显，个人金融业务保持了较强的韧性。也正是在调结构的带动下，银行一季度经营业绩迎来量价齐升的有利局面。

2.4、存款增长较快，增量存贷比下降，流动性管理难度减小

存款增长较快，增量存贷比下降，流动性管理难度减小。一季度，银行总负债规模较年初增长 3.5%；其中存款较年初增长 5.8%，股份制及城商行存款增速相对突出；由于一般性存款增长较好，对高成本存款增长有所控制，银行同业往来负债较年初收缩 5.1%，而应付债券则在宽松的资金市场环境下较年初顺势增长 3.3%。同样受存款增速影响，银行业存贷比较年初回落 1.3 个百分点，存贷稳定性提升，银行流动性管理难度有所减小。

表 3：2019 年一季度银行负债规模较年初增长情况

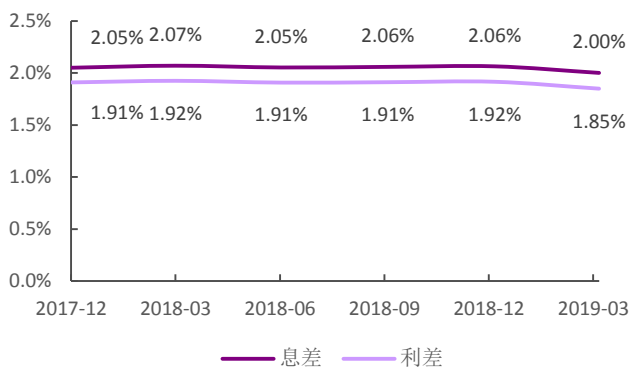
	16 家银行	五大行	股份行	3 家城商行
总负债	3.5%	4.0%	2.4%	3.7%
客户存款	5.8%	5.6%	5.8%	11.4%
同业往来负债	-5.1%	-4.8%	-4.8%	-11.8%
应付债券	3.3%	4.1%	3.9%	-3.8%

资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

2.5、资金面整体宽松，部分银行息差有所反弹

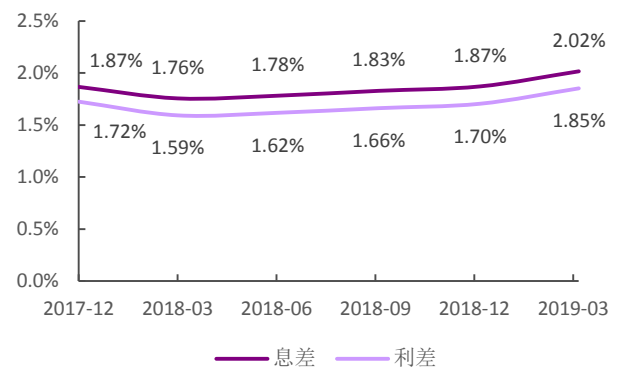
资金面整体宽松带动部分银行息差有所反弹。一季度，货币市场利率整体处于低谷，回购交易等资金利率低位运行，存单发行利率下行，对银行负债成本构成利好。再结合银行贷款定价的强粘性，一季度，银行整体息差表现较年初均大致持平，然而结构上却有所分化，部分银行息差出现反弹。五大行和城商行息差分别收窄 6 和 9 个 BP；股份息差则单季上行 15 个 BP。

图 4：五大行 2019 年一季度息差有所回落



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 5：股份行 2019 年一季度息差继续走阔



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

表 4：2019 年一季度银行息差变动情况

	16 家银行	五大行	股份行	3 家城商行
息差	-0.01%	-0.06%	0.15%	-0.09%
利差	-0.01%	-0.07%	0.14%	-0.09%
生息资产收益率	0.00%	0.01%	0.00%	-0.19%
付息负债付息率	0.01%	0.08%	-0.14%	-0.10%

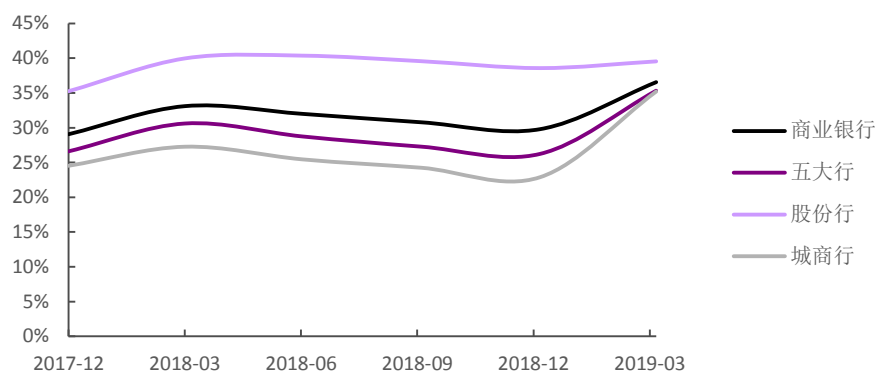
资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

2.6、中间业务收入同比大幅提升

中收同比大幅提升。一季度，银行手续费及佣金净收入主要受信用卡业务和三方支付业务拉抬，同比较快增长 13.1%；其他非息收入则主要受实施新金融工具准则会计科目调整对投资收益的影响，同比大幅增长 33.6%；银行中收占比则从 29.8% 大幅上行 6.8 个百分点至 36.5%。其中五大行和北京、南京、宁波三家城商行的中收占比近 35%，股份行中收占比近 40%。考虑到

新金融工具会计准则下，以公允价值计量的金融工具当期损益需直接计入投资收益，银行未来中收的波动性或将增强。

图 6：2019 年一季度，银行中收占比受科目调整影响大幅提升



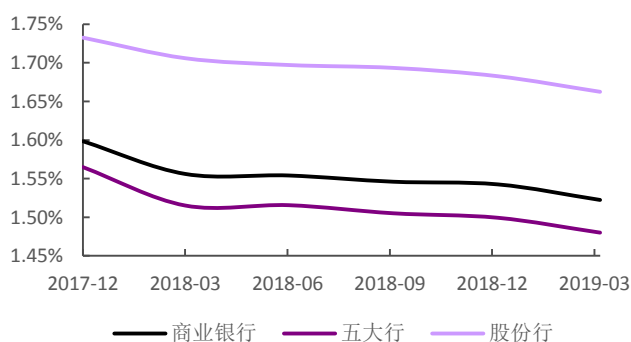
资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

此外，截止 4 月末，大中型商业银行中已有七家银行¹理财子公司获批筹建，并预计于半年内筹备开业。从银行一季报最新披露的进展看，银行理财子公司在未来一段时间内将有望与资产管理部交叉互补，“双轨”运行，逐步完成理财存量资产的非标转标。

2.7、资产质量总体稳定，不良贷款偏离度进一步下降

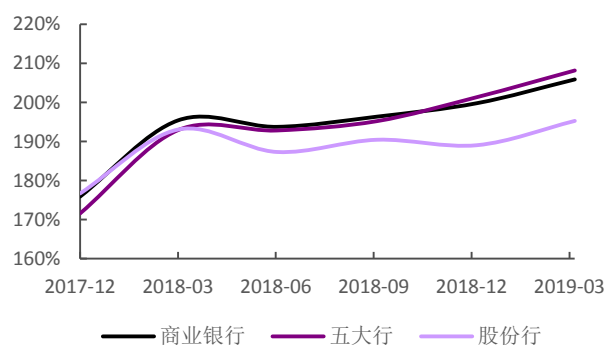
资产质量总体稳定，不良贷款偏离度进一步下降。一季度，银行不良贷款余额增长约 3.3 万亿，不良贷款率较年初下降 0.02 个百分点，其中五大行、股份行和城商行下降幅度接近。同时，银行一季度坏账计提同比大幅增长 41.9%，拨备覆盖率较年初上行 6 个百分点，达到 206%，结合银行当前不良生成率和不良贷款偏离度下降，银行业当前资产质量的主要问题仍在于存量不良确认，而较好的营收增长则构成进一步计提和充实拨备的有力保障。

图 7：一季度银行不良贷款率较年初继续下降



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 8：一季度银行拨备覆盖率较年初进一步上行



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

¹ 分别为工行、农行、中行、建行、交行、招行和光大银行

表 5：2019 年一季度主要上市银行资产质量指标

	不良贷款率	拨备率	拨贷率	信用成本
工商银行	1.51%	186%	2.80%	1.46%
建设银行	1.46%	214%	3.13%	1.23%
农业银行	1.53%	264%	4.03%	1.34%
中国银行	1.42%	185%	2.62%	0.89%
交通银行	1.47%	173%	2.56%	0.84%
招商银行	1.35%	363%	4.90%	1.63%
兴业银行	1.57%	205%	3.22%	1.99%
民生银行	1.75%	138%	2.41%	1.83%
浦发银行	1.88%	162%	3.05%	1.99%
中信银行	1.72%	169%	2.92%	2.05%
平安银行	1.73%	171%	2.94%	2.51%
光大银行	1.59%	179%	2.85%	2.07%
华夏银行	1.85%	158%	2.91%	2.10%
北京银行	1.40%	214%	3.00%	1.89%
江苏银行	0.89%	415%	3.70%	2.06%
宁波银行	0.78%	521%	4.06%	1.39%

资料来源：各行一季报，光大证券研究所整理

2.8、成本收入比小幅下降，科技和渠道投入加强

成本收入比同比虽小幅下降，科技和渠道投入并未减弱。一季度，银行年化成本收入比受营收较快增长影响，同比小幅下降 1.6 个百分点至 22.0%。然而，出于对科技和渠道结构调整的重视，银行在这些方面的投入力度并未实质减弱；随着人工智能、云计算、大数据等战略科技的研发深化和多元渠道体系带动银行新型网点转型升级，银行整体成本收入比将大体企稳略有反弹。

表 6：上市银行成本收入比（年化）变动情况

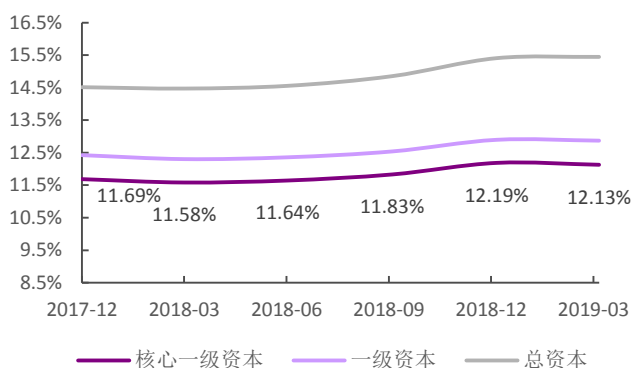
	2017-12	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03
上市银行合计	28.3%	23.6%	24.3%	25.3%	27.8%	22.0%
国有行合计	27.7%	22.2%	23.3%	24.5%	27.1%	21.1%
股份行合计	29.4%	26.8%	26.6%	27.3%	29.2%	24.1%

资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

2.9、银行资本补充提速，流动性达标压力消退

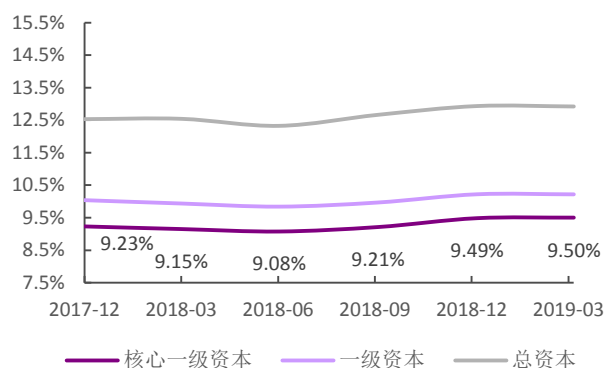
银行资本补充提速，资本工具发行量大增，流动性达标压力减小。一季度，银行核心一级资本较年初上升 0.01 个百分点；一级资本和总资本充足率分别则较年初下降 0.01 个百分点。随着 3 月份以来大中型银行逾千亿资本工具融资规划的有序推进，银行资本压力有望得到适度缓解。在流动性方面，银行一季度流动性覆盖率大幅上升至 134%，五大行和多数股份行流动性达标压力消退。

图 9：五大行 2019 年一季度资本充足率情况



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

图 10：股份行 2019 年一季度资本充足率情况



资料来源：各行财报，光大证券研究所整理

表 7：2018 年 12 月以来大中型银行资本补充实施和计划

银行	时间	状态	形式	资本补充规模
工商银行	2019 年 3 月/4 月	发行完毕	二级资本债	1100 亿
	2019 年 4 月	已核准	优先股	700 亿
农业银行	2019 年 3 月/4 月	发行完毕	二级资本债	1200 亿
中国银行	2018 年 12 月	赎回完毕	次级债	50 亿
	2019 年 1 月	发行完毕	永续债	400 亿
	2019 年 4 月	已核准	优先股	1000 亿
交通银行	2018 年 12 月	已核准	可转债	600 亿
招商银行	2019 年 12 月	赎回完毕	二级资本债	113 亿
兴业银行	2019 年 4 月	发行完毕	优先股	300 亿
民生银行	2019 年 3 月	发行完毕	二级资本债	400 亿
浦发银行	2018 年 12 月	已核准	可转债	500 亿
中信银行	2019 年 3 月	发行完毕	可转债	400 亿
	2018 年 12 月	预案阶段	优先股	400 亿
光大银行	2019 年 3 月	已核准	优先股	350 亿
平安银行	2019 年 2 月	发行完毕	可转债	260 亿
	2019 年 3 月/4 月	赎回完毕	二级资本债	150 亿
	2019 年 4 月	发行完毕	二级资本债	300 亿
北京银行	2019 年 3 月	预案阶段	优先股	400 亿
宁波银行	2019 年 4 月	预案阶段	定增	80 亿

资料来源：各行公告，光大证券研究所整理

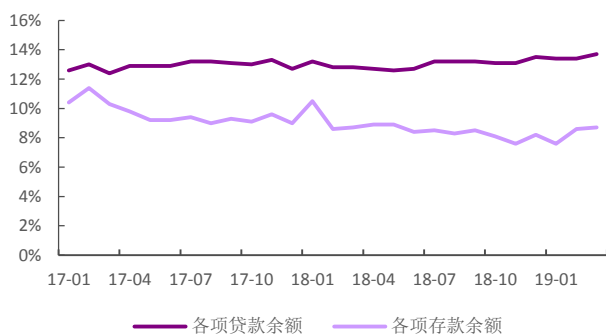
3、二季度银行经营情况展望

3.1、外部环境：货币政策边际趋紧，金融供给侧改革优化金融结构

二季度货币政策边际趋紧，流动性更加“中性”。在经历一季度相对宽松环境后，近期央行加强市场流动性调控的意图较为明显，逆周期政策力度和节奏回归均衡，货币政策在保持稳健基础上仍将维持适当定向调控力度。二季度，我们认为货币政策将处于观察期，市场利率预计在目前水平徘徊：

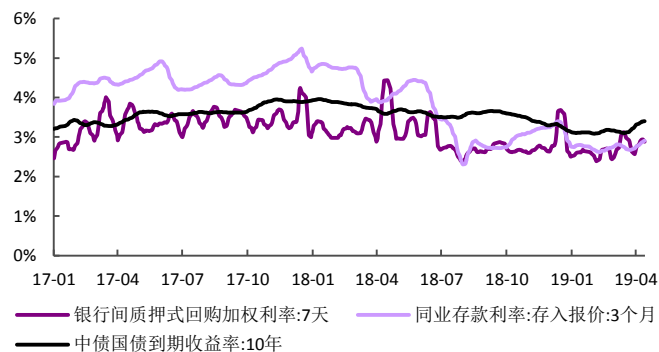
- **短端资金利率大概率将在目前水平徘徊。**4月以来,受季节性缴税、市场预期变化以及央行加强流动性管控等因素影响,DR007均值较一季度小幅上行10bp至2.62%。当前利率走廊形态运行良好,DR007依然围绕7天逆回购利率中枢上下波动,呈现“上有顶、下有底”的特点,DR007脱离利率中枢而出现单向变化的可能性较低。
- **存单价格有望在本轮高点延续震荡,价格中枢存在小幅抬升可能。**5月和6月存单到期量分别为1.45万亿和1.55万亿元,到期量均高于4月份。目前机构对于未来资金面边际趋紧预期依然存在,配置需求集中在短端。预计存单价格有望在本轮高点延续震荡,价格中枢存在小幅走高空间。
- **债市总体预计维持震荡格局。**债券市场在4月份经历大幅调整,收益率上行近30bp。目前,债市已充分反映对未来经济预期改善,市场对未来经济景气度预期较为平稳,债券市场上行动力已逐步趋弱,总体位于3.4%上下震荡,但考虑到二季度国债发行量约1万亿,规模为一季度的两倍,供给端压力对债券市场冲击依然存在。

图 11: 存贷款增速差有所收窄



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 市场利率触底反弹



资料来源: Wind, 光大证券研究所

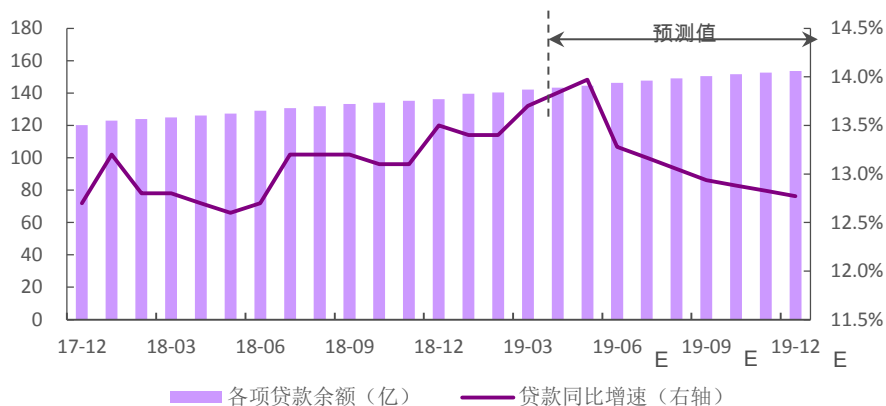
金融供给侧结构性改革带来新机遇与挑战。2月22日中央政治局会议首次提出了深化金融供给侧结构性改革,之后央行一季度货币政策例会指出“以金融体系结构调整优化为重点,优化融资结构与信贷结构,努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。”可以预估:金融业将在融资结构、机构体系、市场体系、产品体系方面进行完善,民营银行设立将常态化,科创板推出促进多层次资本市场健康发展,将带动银行业同业和投行业务发展;金融业双向开放进一步扩大,金融体系市场竞争将加强,需要进一步推动金融业综合化经营以适应国际竞争;金融领域“补短板”仍将继续,在小微、普惠、扶贫、绿金等方面,金融机构将更多追求经济效益和社会效益的统一;利率“两轨并一轨”的稳妥推进也可能对银行现行的定价体系形成影响。

3.2、内部经营：“开门红”后复杂因素开始增多

受货币政策影响,信贷投放或有所放缓。一季度金融机构人民币贷款增量达到5.8万亿,贷款增速抬高至13.7%。四月份以来,央行要求信贷投放均衡,减少波动,未来信贷规模管理和平滑节奏投放又将浮出水面。考虑到一季度末季节性冲高效应,我们对二季度整体信贷投放持中性态度,二季度内信贷

增速将平稳放缓，二季度新增人民币信贷大致在 4.2 万亿，与 2018 年相比大体相当，6 月末信贷增速回落至 13.3%，全年信贷增速预计落在 12.5%~13% 之间。

图 13：2019 年后期信贷增速预计有所放缓

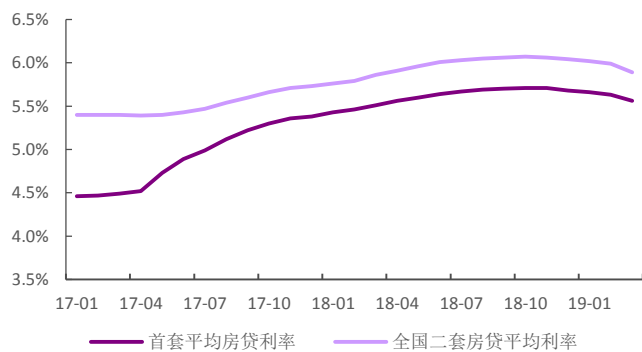


资料来源：Wind；注：2019 年 4 月起属于光大证券研究所预测值

贷款定价下行与负债紧缩或将导致 NIM 收窄。一季度银行业 NIM 反弹更多是依靠一般性贷款定价的粘性、银行端向高收益零售端转型、以及货币资金市场相对宽松的环境。进入二季度，以上情况将发生部分改变，进而对 NIM 再度形成挤压。

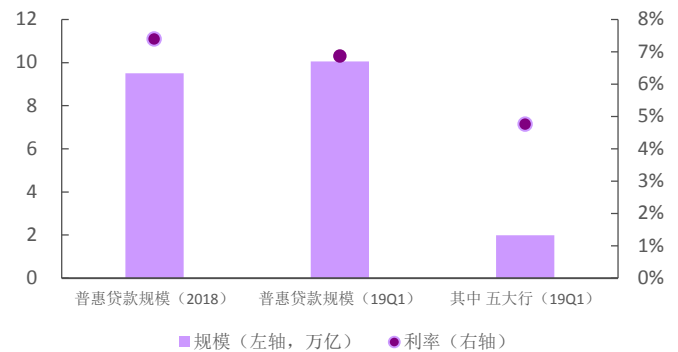
- 资金市场价格再度上行，并可能因为货币政策处于观察期而维持在偏高水平，叠加 2 季度通胀率持续高企，资金市场宽松环境不再，诱发同业存款、同业存单等市场化负债资金价格抬头，目前 6 个月 AAA 级 NCD 利率大致在 3.0% 左右，较 3 月份低点提高 10BP。
- 随着一季度之后银行体系优质资产投放的减少，在地产、基建等高溢价领域新增投放占比将趋于下降，高 RAROC 资产稀缺将造成信贷资源投放难度增加，信贷投放将更多向零售端倾斜用以获取更高回报。预计二季度零售端仍将是信贷资源倾斜的重点，在信用卡、消费金融和按揭贷款领域会产生持续支持的效力。目前可观测到消费金融、按揭贷款定价处于下行区间。
- 小微信贷可得性增加与定价下行同时发生。央行数据显示，2019 年 3 月末，普惠小微企业贷款的余额是 10 万亿元，同比增长了 19.1%，增速比上年同期高 10 个百分点。2019 年一季度新发放的普惠型小微企业贷款利率为 6.87%，比 2018 年全年该项利率 (7.39%) 低 0.52 个百分点，其中五大行一季度新发放的普惠型小微企业贷款利率是 4.76%，较去年四季度下降 0.13 个百分点。根据 4 月 17 日国务院常务会议要求，“确保今年小微企业贷款余额增长 30% 以上、小微企业信贷综合融资成本在去年基础上再降低 1 个百分点”。小微贷款定价下行会在一定程度上对银行体系资产定价形成挤压。

图 14：按揭贷款利率缓慢下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：小微贷款“量升价跌”



资料来源：Wind，光大证券研究所

监管对于资产质量分类认定趋严，“僵尸企业”面临一定出清压力。日前，银保监会刚刚发布了《商业银行金融资产风险分类暂行办法》：①提出了新的风险分类核心定义，将非信贷类资产纳入认定；②强调以债务人为中心的分类理念，要求“非零售债务人在本行债务有 5%以上分类为不良，则本行其他债务均应分类为不良”；③明确把逾期天数作为风险分类的客观指标，规定金融资产逾期后至少归为关注，逾期 90 天以上应归为不良；④细化了重组资产的风险分类要求，对重组资产分类标准引入“财务困难”和“合同调整”概念，将堵塞监管套利空间。1 季度末，上市银行不良偏离度（90 天以上逾期贷款/不良贷款）总体保持在 100%以下，其中六大行偏离度保持在 70~90%之间。该政策实施后，预计将造成非上市银行一定的不良资产上升压力，对于全行业“关注类”贷款的上行也应予以重视。更为重要的是，我们认为监管机构发布此《暂行办法》，更多反映了监管层对于当前我国经济金融形势的总体判断，以及“以丰补歉”的逆周期调节思路。

另一个需要关注的领域在于，去年 12 月，11 部委联合发布《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》后，“僵尸企业”处置进程偏慢，与文件要求的原则上在 2020 年底前完成处置工作进度还有一定距离。后续若政策推动“僵尸企业”加快出清，会进一步明确债务损失分担机制，不排除对银行业形成一定的信贷损失。目前，银行体系所面临的主要风险点可以分为以下三类：一是存量国有企业不良的确认退出问题；二是去年以来出险的民企、民营集团企业和实际控制人风险的处置；三是零售端短期消费类信贷风险持续上升的势头。我们认为总体看零售端风险仍可控，需重点关注前两个领域风险的持续释放与不良确认对银行经营和股价走势形成的扰动。

表 8：主要银行资产结构和资产质量概览

银行	贷款/总资产	应收款项投资/总资产	不良贷款率	不良资产率	贷款偏离度
时间	18 年末	17/18 年末*	19 年一季度	19 年一季度	18 年末
宁波银行	36.9%	1.1%	0.78%	0.30%	82.4%
工商银行	54.3%	2.1%	1.51%	0.82%	76.0%
建设银行	57.6%	3.1%	1.46%	0.86%	60.1%
农业银行	50.7%	2.1%	1.53%	0.81%	65.0%
中国银行	54.1%	4.3%	1.42%	0.80%	81.0%
交通银行	49.8%	9.1%	1.47%	0.76%	87.3%
招商银行	55.6%	20.7%	1.35%	0.82%	78.9%
兴业银行	42.3%	13.6%	1.57%	0.73%	75.0%
浦发银行	54.9%	16.5%	1.88%	1.04%	84.6%
民生银行	50.2%	9.4%	1.75%	0.89%	96.6%
中信银行	57.9%	12.6%	1.72%	1.03%	92.4%
光大银行	54.2%	11.5%	1.59%	0.88%	84.1%
平安银行	57.0%	8.7%	1.73%	1.00%	97.3%
华夏银行	58.4%	10.7%	1.85%	1.14%	147.1%
江苏银行	37.0%	19.5%	0.89%	0.35%	94.0%
杭州银行	36.6%	12.0%	1.40%	0.57%	74.1%
常熟银行	53.2%	7.0%	0.96%	0.53%	66.8%

资料来源：各行财报，光大证券研究所整理；注：兴业、华夏和四家城商行应收款项投资/总资产采用 18 年末数据，其他多数银行由于 18 年会计科目已做调整，故采用 17 年末数据

3.3、上市银行稳健运营基础仍存，收入增速将有所放缓

二季度上市银行收入将有所放缓，但盈利增速相对稳定。一季度上市银行营收同比增速达到 15.3%，受不良确认和拨备计提因素影响，上市银行利润增速为 6.0%。二季度，上市银行受资产增速放缓、负债成本上行、NIM 再度承压影响，营收预计将有所放缓；虽然二季度仍有不良资产再确认压力，但由于 1Q 全行业年化信用成本已达到 1.44%，不良贷款偏离度出现明显向好变化，预计对于不良资产的进一步确认对上市银行来说整体影响不大，部分股份行可能面临一定压力。2Q 上市银行盈利增速可能相对稳定。

4、投资建议

二季度，银行股业绩驱动因素客观存在趋缓压力，但基本面情况整体稳定；结合当前宏观经济呈企稳态势，而板块当前估值仍处于低位，且股息率水平依然较高，我们认为银行股仍具备良好的长期投资价值，但需调整投资节奏。维持行业“买入”评级，投资上建议“抓两端”：1) 资产质量认定相对审慎的大型银行；2) 拥有浙江、江苏独特区位优势，良好中小企业和个人客户基础和风控能力，兼具高 ROE 和高成长性的常熟、宁波等小型银行。

5、盈利预测

5.1、关键假设

利息收入部分：我们预计未来三年我国实体经济融资逐步走出紧信用环境。鉴于银行经营同质化，结合各家银行自身情况和历史表现，假设兴业、宁波、江苏和常熟银行 19-21 年贷款、存款增速和息差情况如下表：

表 9：兴业、宁波、江苏和常熟银行 19-21 年贷款、存款增速和息差假设

银行	增速	2019 年	2020 年	2021 年
兴业银行	贷款余额	20.0%	17.0%	14.0%
	存款余额	14.0%	12.0%	10.0%
宁波银行	贷款余额	19.0%	17.0%	15.0%
	存款余额	18.0%	16.0%	14.0%
江苏银行	贷款余额	18.0%	16.0%	14.0%
	存款余额	17.0%	15.0%	13.0%
常熟银行	贷款余额	18.0%	17.5%	17.0%
	存款余额	17.5%	17.0%	16.5%

资料来源：各行财报，光大证券研究所预测

非息收入部分：2018 年以来，银行业信用卡应偿余额持续高增，预计此后将阶段性带动交易量和相关手续费增速的高增长。结合各家银行包括是否实施新金融工具影响在内的自身情况和历史表现假设兴业、宁波、江苏和常熟银行 19-21 年非息收入情况如下表：

表 10：兴业、宁波、江苏和常熟银行 19-21 年非息收入增速假设

银行	增速	2019 年	2020 年	2021 年
兴业银行	非息收入	26.0%	12.0%	12.0%
宁波银行	非息收入	17.0%	12.0%	12.0%
江苏银行	非息收入	50.0%	13.0%	11.0%
常熟银行	非息收入	16.0%	12.0%	12.0%

资料来源：各行财报，光大证券研究所预测

资产质量部分：19-21 年，银行资产质量预计受到政策“逆周期”调节，资产质量分类趋严的影响。结合各家银行营收增长能为不良的计提处置提供保障的幅度，假设兴业、宁波、江苏和常熟银行 19-21 年不良率和拨备率情况如下表：

表 11：兴业、宁波、江苏和常熟银行 19-21 年不良率和拨备率假设

银行	增速	2019 年	2020 年	2021 年
兴业银行	不良贷款率	1.52%	1.50%	1.48%
	拨备覆盖率	222%	232%	242%
宁波银行	不良贷款率	0.77%	0.77%	0.76%
	拨备覆盖率	526%	526%	526%
江苏银行	不良贷款率	1.40%	1.40%	1.40%
	拨备覆盖率	214%	219%	219%
常熟银行	不良贷款率	0.99%	0.89%	0.85%
	拨备覆盖率	445%	480%	484%

资料来源：各行财报，光大证券研究所预测

5.2、DDM 估值分析

采用三阶段 DDM 估值，以 2019-2021 年三年作为第一阶段、2022-2031 年十年作为第二阶段，2032 年往后为第三阶段即永续阶段。

三阶段市场无风险利率和市场回报梯次下降，分红率梯次上升，其中第一阶段分红率依照各家银行最新披露的分红率。第二阶段和第三阶段分红率则分别取 30%和 50%；利润增速自 2021 年末后逐年递减至 2031 年。

基于上述假设，三阶段 DDM 折现得出兴业、宁波、江苏和常熟银行的合理估值如下表：

表 12：绝对估值关键性假设

关键性假设	数值	关键性假设	数值
第二阶段年数	10	$\beta(\beta_{levered})$	0.9
长期增长率	3.0%	税率	各行最新税率
无风险利率 Rf 第一阶段	3.0%	Rm-Rf 第一阶段	7.0%
无风险利率 Rf 第二阶段	2.5%	Rm-Rf 第二阶段	6.5%
无风险利率 Rf 第三阶段	2.0%	Rm-Rf 第三阶段	5.5%
Ke(levered) 第一阶段	9.3%	现金分红率第一阶段	10%
Ke(levered) 第二阶段	8.8%	现金分红率第二阶段	30%
Ke(levered) 第三阶段	7.8%	现金分红率第三阶段	50%

资料来源：光大证券研究所

表 12：兴业银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值 (亿)	价值百分比
第一阶段	429	7%
第二阶段	1928	31%
第三阶段 (终值)	3935	63%
企业价值 AEV	6292	
股本 (亿股)	208	
每股价值 (元)	30.29	

资料来源：光大证券研究所预测

表 13：宁波银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值 (亿)	价值百分比
第一阶段	68	4%
第二阶段	515	28%
第三阶段 (终值)	1276	69%
企业价值 AEV	1859	
股本 (亿股)	52	
每股价值 (元)	35.69	

资料来源：光大证券研究所预测

表 14：江苏银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值 (亿)	价值百分比
第一阶段	118	9%
第二阶段	391	28%
第三阶段 (终值)	873	63%
企业价值 AEV	1382	
股本 (亿股)	115	
每股价值 (元)	11.97	

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：常熟银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值 (亿)	价值百分比
第一阶段	16	7%
第二阶段	67	28%
第三阶段 (终值)	155	65%
企业价值 AEV	238	
股本 (亿股)	23	
每股价值 (元)	10.53	

资料来源：光大证券研究所预测

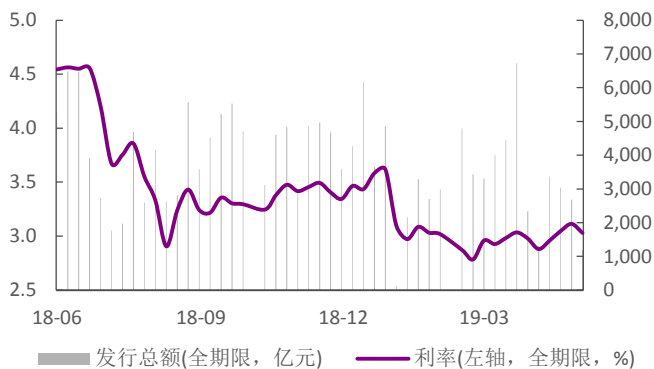
6、推荐标的

6.1、兴业银行 (601166.SH)

4月29日，兴业银行披露2018年年报及2019年一季报。2018年，兴业银行实现营业收入1582.9亿，同比增长13.1%；归母净利606.2亿，同比增长6%；2019年一季度实现营业收入476.2亿，同比增长34.8%，归母净利196.6亿，同比增长11.4%；年化ROAE同比持平于17.64%。综合看，兴业银行一季度盈利增速虽部分受益于实施新金融工具带来的一次性调整，但基本面向好幅度仍整体超出市场预期。

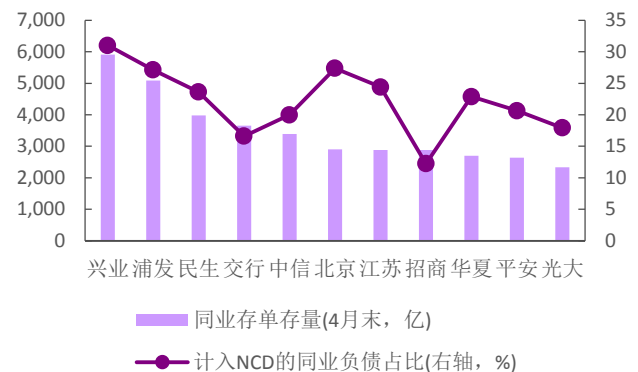
息差获益于有利的资金市场环境继续单季上扬。2019年一季度，货币市场利率低位运行，存单发行利率则在18年第三季度的基础上进一步下台阶，加权利率从年初的3.5%左右下降到2.9%附近，对兴业银行为代表的市场化负债占比重，期限长的部分股份行和城商行产生成本端的明显利好。

图 16：2019 年一季度存单发行利率进一步下行



资料来源：上海清算所，光大证券研究所整理

图 17：截止 4 月末，存单余额前 12 家银行中兴业银行仍首屈一指



资料来源：上海清算所；总负债数据采用2018年年报数据

资产大幅重构，不良认定审慎。兴业银行应收款项投资自2016年末以来已下降约7千亿至1.5万亿上下，贷款占总资产比例快速上行到46%，资产结构显著优化。与资产重构和实施新金融工具对应，兴业银行在增量资产质量良好，认定严格的背景下，一季度同比多增95亿计提以平衡拨备率，不良偏离度明显低于同业，19年资产质量卓有保障。

◆**盈利预测：**兴业银行负债端成本充分受益于货币市场较为宽松的流动性环境，审慎的不良认定为未来资产质量提供了坚实的保障。我们预计兴业银行2019-21年EPS分别为3.31、3.75和4.24元；ROAE分别为14.8%、15.2%和15.4%；现股价对应PB 0.77、0.70和0.63倍。根据DDM，给予公司目标价30.29元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，资金市场利率大幅反弹

表 16：兴业银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿)	1400	1583	2022	2156	2352
增长率	-10.9%	13.1%	27.7%	6.6%	9.1%
净利润 (亿)	583	617	688	779	880
增长率	6.7%	5.9%	11.5%	13.2%	13.0%
EPS (元)	2.75	2.92	3.31	3.75	4.24
ROAE	16.3%	16.2%	14.8%	15.2%	15.4%
P/E	7.24	6.82	5.77	5.10	4.51
P/B	0.99	0.89	0.77	0.70	0.63

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 07 日

6.2、招商银行（600036.SH）

4月30日，招行披露2019年一季度报。招商一季度实现营收687.4亿，同比增长12.14%，归母净利252.4亿，同比增长11.32%，息差和非息收入增速较年初有所上行，但营收和净利增速较2018年全年增速双双下滑；年化ROAE，也同比下降0.52个百分点至19.45%。综合看，招行一季度盈利能力保持高位但盈利增速有所放缓，单季经营业绩略低于市场预期；然而招行的长期基本面优势和抗周期性并未受到动摇：

招行零售更贴合银行业转型大势，具有难以复制的长期竞争力。招行、兴业、浦发、民生、中信五家股份行总资产均在6万亿左右，然而招行活期存款较其他四家股份行多出1万亿左右。存款结构的差异不仅使招行存款付息率更低，也使招行主动负债的需求更小，有利于招行建立起相对于同业股份行的息差优势和抗周期性；加之招行金融科技上一以贯之的高投入，招行零售端优势和盈利增速具备强可持续性，并有望在往后的利率市场化进程中牢牢占据先发和主动地位。

招行资产质量优异，且在持续改善。一季度，招行不良贷款率较年初小幅下降1个BP，拨备覆盖率较年初上升5个百分点，风险抵补能力进一步增强。截止1季度末，招行不良贷款率1.35%，单季不良生成率0.89%，拨备覆盖率363%；不良偏离度则在2018年末已下降至78.9%；各项资产质量指标均领跑同业股份行，并在持续高计提下不断得到夯实。

◆**盈利预测：**招行的长期基本面优势和抗周期性不易受到动摇，持续改善的资产质量叠加高拨备使其高ROE具有充分的可持续性。根据货币市场利率波动对银行息差及资产质量变动的的影响，小幅下调招行2019-21年EPS至3.72、4.24和4.85元；ROAE分别为17.5%、17.9%和18.3%；现价对应PB1.42、1.28和1.15倍。考虑到18年年中以来市场无风险收益率大幅下行，我们下调了股利折现率，客观上对冲了EPS小幅下调的影响。我们根据DDM模型小幅上调目标价至38.83元，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，业务管理成本增长过快

表 17：招商银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	2209	2486	2757	2986	3269
增长率	5.7%	12.5%	10.9%	8.3%	9.5%
净利润（亿）	721	827	939	1069	1222
增长率	15.6%	14.6%	13.6%	13.9%	14.3%
EPS（元）	2.78	3.19	3.72	4.24	4.85
ROAE	17.0%	18.2%	17.5%	17.9%	18.3%
P/E	12.39	10.80	9.05	7.95	6.95
P/B	1.81	1.61	1.42	1.28	1.15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年05月07日

6.3、宁波银行（002142.SZ）

4月25日，宁波银行披露2019年一季报。一季度，宁波银行实现营业收入81.2亿，同比增长23.43%，归母净利33.9亿，同比增长20.06%；年化ROAE受2018年末发行优先股影响，同比微降2个百分点至19.64%，年化ROAA则同比上升0.12个百分点至1.20%。综合看，宁波银行一季度业绩表现整体符合市场预期。

息差高位平稳，负债结构优化。宁波银行资产端高比重的个人消费和地区小微贷款使其息差长期领跑同业，对公司盈利构成有力支撑。一季度，宁波银行息差较年初收窄0.19个百分点至1.75%，但若还原切换会计准则的影响，息差实际较年初提升0.01个百分点至1.98%，整体保持平稳。与此同时，宁波银行负债端存款较年初大增15.6%，其中零售存款增速更是达到25.5%，存款占总负债比例大幅增加至近70%，负债稳定性大幅增强，结构明显优化。

资产质量平稳，资本储备充足。宁波银行精耕宁波当地企业和零售贷款，风控优异加之地区民企基数庞大，资产质量因而长期优于同业。一季度，宁波银行不良贷款率较年初持平于1.78%，关注类贷款率小幅波动，较年初小幅上升0.09个百分点至0.64%，拨备覆盖率稳定在逾500%的高位，资产质量整体平稳，风险抵御能力强。同时，宁波银行一季度资本充足率维持在14.8%的同业领先地位，核心一级资本和一级资本充足率受益于优先股发行，较年初分别上行0.22和0.12个百分点，资本金压力有所缓解。

◆**盈利预测：**宁波银行高度的市场化机制、优异的风控能力和良好的地区资源禀赋保障其贷款高溢价和低不良并行不悖。我们预计宁波银行2019-21年EPS分别为2.57、3.04和3.58元；ROAE分别为19.3%、20.0%和20.4%；现股价对应PB 1.28、1.14和1.01倍。根据DDM，给予公司目标价35.69元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，地区信贷风险集中暴露

表 18：宁波银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	253	289	336	373	412
增长率	7.1%	14.3%	16.2%	10.8%	10.5%
净利润（亿）	94	112	134	159	187
增长率	19.7%	19.9%	19.2%	18.4%	17.7%
EPS（元）	1.84	2.15	2.57	3.04	3.58
ROAE	19.6%	20.4%	19.3%	20.0%	20.4%
P/E	12.45	10.65	8.62	7.28	6.19
P/B	2.03	1.47	1.28	1.14	1.01

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年05月07日

6.4、江苏银行（600919.SH）

4月27日，江苏银行披露2018年年报及2019年一季报。2018年，江苏银行实现营业收入352.2亿，同比增长4.09%；归母净利130.7亿，同比增长10.0%；2019年一季度实现营业收入111.3亿，同比增长29.2%，归母净利37.7亿，同比增长14.4%；年化ROAE同比上升0.47个百分点至14.66%。综合看，江苏银行一季度盈利增速大幅超出市场预期。

息差显著提升，负债结构优化。江苏银行以往息差偏低。获益货币市场宽松的流动性环境和小微及消费贷主导的贷款结构大幅调整，一季度江苏银行息差显著上行，还原会计准则影响后较年初上升0.26个百分点至1.85%。与此同时，江苏银行主动加大负债端存款吸纳，一季度存款较年初增长11.2%；其中零售存款较年初增速达24.6%，存款占负债比例上升4个百分点至64.7%，负债结构进一步优化。

资产质量平稳，风险抵补能力增强。江苏银行18年四季度和19年一季度不良率均为1.39%，环比三季度持平；单季年化不良生成率环比分别下降0.26个百分点和上升0.67个百分点至一季度末的1.09%，但仍保持低位；拨备覆盖率环比分别上升18.8和6.9个百分点至211%，风险抵补能力增强。

◆**盈利预测：**江苏银行估值水平较低，通过零售转型和存量资产质量消化，江苏银行有望迎来业绩修复。我们预计江苏银行2019-21年EPS分别为1.30、1.44和1.58元；ROAE分别为14.0%、14.2%和14.2%；现股价对应PB 0.65、0.60和0.56倍。根据DDM，给予公司目标价11.97元，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，地区信贷风险集中暴露，资金市场利率大幅反弹

表 20：江苏银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿）	338	352	490	545	601
增长率	7.9%	4.1%	39.2%	11.2%	10.3%
净利润（亿）	120	133	150	167	183
增长率	14.0%	10.4%	13.0%	11.1%	9.6%
EPS（元）	1.03	1.13	1.30	1.44	1.58
ROAE	13.8%	14.3%	14.0%	14.2%	14.2%
P/E	7.20	6.57	5.71	5.14	4.69
P/B	0.77	0.70	0.65	0.60	0.56

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年05月07日

6.5、常熟银行 (601128.SH)

4月25日,常熟银行披露2018年年报及2019年一季报。2018年,常熟银行实现营业收入58亿,同比增长16.5%;归母净利15亿,同比增长17.5%。2019年一季度实现营业收入15亿,同比增长19.3%,归母净利4亿,同比增长21%;年化ROAE受可转债转股影响同比下降0.5个百分点至13.3%;年化ROAA则同比上升0.07个百分点至1.15%。综合看,常熟银行一季度盈利增速靓丽,业绩表现超出市场预期。

个人经营贷持续发力,存款占比比肩四大行。常熟银行是侧重零售业务的地区性农商行。2018年以来,常熟银行信贷结构进一步向零售,尤其是经营贷转型,截止18年末,常熟银行零售贷款占比达51%,其中个人经营贷同比大幅增长45.5%,占零售贷款比重同比提升16个百分点至72.3%,为银行资产端收益率提供了有力支撑。2019年一季度,常熟银行息差单季约回落0.16个百分点至3.28%,在小微贷款受政策影响限价的大背景下仍保持高位。与此同时,常熟银行继续加大存款吸收力度,一季度存款同比增长17.7%,存款占总负债比重已达83.5%,比肩四大行水平。

资产质量保持稳定,拨备充足。即便信贷结构侧重传统意义上高风险的经营贷,受益于良好风控和地区禀赋,常熟银行资产质量始终保持优异。一季度,常熟银行不良贷款率较年初下降0.03个百分点至0.96%;关注类贷款率较年初下降0.13个百分点至1.95%;拨备覆盖率则在实施新会计准则影响下,较年初提升14个百分点至459%,风险抵御能力进一步增强。

◆**盈利预测:**常熟银行是专注小微且具有良好风控能力,兼具高ROE,高成长的标杆性农商行。我们预计常熟银行2019-21年EPS分别为0.85、1.00和1.16元;ROAE分别为15.0%、16.1%和16.9%;现股价对应PB1.30、1.19和1.08倍。根据DDM,给予公司目标价10.53元,首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示:**宏观经济超预期下行,地区小微企业风险集中暴露

表 19: 常熟银行业绩预测和估值指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿)	50	58	62	71	80
增长率	11.7%	16.6%	6.8%	13.5%	13.4%
净利润(亿)	13	16	19	23	26
增长率	25.5%	20.1%	21.0%	17.3%	16.1%
EPS(元)	0.57	0.66	0.85	1.00	1.16
ROAE	13.0%	14.4%	15.0%	16.1%	16.9%
P/E	13.65	11.79	9.45	8.06	6.94
P/B	1.65	1.37	1.30	1.19	1.08

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年05月07日

7、风险分析

宏观经济复苏态势未确认：

如若宏观经济复苏弱于预期，银行规模增长将受到拖累，重点领域资产质量将承压，信用成本企稳下降的进程或放缓。

银行资产质量再度承压：

消费金融、小微领域坏账周期性波动可能使银行资产质量面临较为严峻的考验，银行或为此额外增加计提，影响净利润。

表 22：兴业银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	
损益表摘要 (RMB: 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	957	1,233	1,272	1,362	EPS (元)	2.92	3.31	3.75	4.24
非息收入	626	789	884	990	PPOPPS (元)	5.53	6.91	7.30	7.87
营业收入	1,583	2,022	2,156	2,352	BPS (元)	22.43	24.71	27.26	30.14
业务管理费及营业税	(435)	(588)	(641)	(719)	P/E	6.82	5.77	5.10	4.51
拨备前利润	1,150	1,436	1,517	1,635	P/PPOP	3.6	2.77	2.62	2.43
当期计提准备金	(464)	(656)	(643)	(647)	P/B	0.89	0.77	0.70	0.63
税前利润	686	781	875	989	股息派发率 (%)	23%	23%	23%	23%
净利润	617	688	779	880	股息收益率 (%)	3.46%	4.02%	4.55%	5.14%
资产负债表摘要 (RMB: 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	67,117	70,472	75,405	82,192	不良贷款率	1.57%	1.52%	1.50%	1.48%
贷款总额	29,341	35,209	41,195	46,962	关注+不良率	3.62%	-	-	-
其他生息资产	37,882	35,537	34,666	35,846	逾期90天以上/NPL	79.0%	-	-	-
总负债	62,391	65,264	69,658	75,835	不良生成率	1.46%	1.51%	1.26%	1.10%
存款余额	33,035	37,660	42,179	46,397	信用成本	1.42%	1.56%	1.30%	1.15%
其他付息负债	27,826	25,972	25,738	27,542	拨备覆盖率	207%	222%	232%	242%
股东权益	4,726	5,209	5,747	6,357	拨贷率	3.26%	3.38%	3.48%	3.59%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (
总资产增速	4.6%	5.0%	7.0%	9.0%	贷款/总资产	44%	50%	55%	57%
净息差 (NIM)	1.83%	1.79%	1.71%	1.68%	存款/总负债	53%	58%	61%	61%
净利差 (Spread)	1.54%	1.50%	1.43%	1.40%	贷款结构				
存贷利差	2.50%	2.35%	2.20%	2.13%	对公贷款	55%	50%	44%	38%
生息资产收益率	4.44%	4.42%	4.39%	4.39%	零售贷款	40%	44%	49%	55%
贷款收益率	4.69%	4.64%	4.59%	4.57%	票据贴现	5%	6%	7%	8%
付息负债付息率	2.90%	2.92%	2.96%	2.99%	存款结构				
存款付息率	2.19%	2.29%	2.39%	2.44%	企业活期	30%	29%	28%	26%
年增长率 (%)					企业定期	47%	49%	52%	56%
贷款余额	20.7%	20.0%	17.0%	14.0%	储蓄活期	8%	8%	8%	8%
存款余额	7.0%	14.0%	12.0%	10.0%	储蓄定期	8%	14%	12%	11%
净利息收入	8.2%	28.9%	3.2%	7.1%	非息收入占比	39.6%	39.0%	41.0%	42.1%
非息收入	21.6%	26.0%	12.0%	12.0%	成本收入比	26.6%	28.4%	29.1%	30.0%
营业收入	13.1%	27.7%	6.6%	9.1%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	11.2%	35.4%	8.9%	12.2%	贷存比	88.8%	93.5%	97.7%	101.2%
拨备前利润	14.1%	24.9%	5.7%	7.8%	流动性比例-RMB	67%	-	-	-
税前利润	5.0%	13.8%	12.0%	13.0%	流动性覆盖率	142%	-	-	-
净利润	5.9%	11.5%	13.2%	13.0%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%	核心一级资本充足率	9.3%	9.3%	9.1%	8.7%
非息收入	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	一级资本充足率	9.9%	9.8%	9.6%	9.1%
营业收入	2.4%	2.9%	3.0%	3.0%	资本充足率	12.2%	12.6%	12.3%	11.8%
业务管理费及营业税	-0.7%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	其它数据				
拨备前利润	1.8%	2.1%	2.1%	2.1%	分支机构数量 (个)	2,032	2,121	2,214	2,311
当期计提准备金	-0.7%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	员工总数 (人)	63,044	67,217	71,666	76,410
税前利润	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	贷款市场份额 (%)	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%
所得税	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	存款市场份额 (%)	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
ROAA	0.95%	1.00%	1.07%	1.12%	零售存款市场份额 (%)	0.7%	2.1%	2.4%	2.7%
X (平均总资产/净资产)	14.7	13.8	13.3	13.0	总股本 (亿)	208	208	208	208
ROAE	16.2%	14.8%	15.2%	15.4%	可转债	-	-	-	-

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测；盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

表 23: 招商银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	
损益表摘要 (RMB: 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	1,604	1,805	1,938	2,096	EPS (元)	3.19	3.72	4.24	4.85
非息收入	882	952	1,047	1,173	PPOPPS (元)	6.71	7.43	8.00	8.69
营业收入	2,486	2,757	2,986	3,269	BPS (元)	21.42	23.75	26.36	29.33
业务管理费及营业税	(792)	(887)	(973)	(1,082)	P/E	10.8	9.05	7.95	6.95
拨备前利润	1,692	1,873	2,017	2,190	P/PPOP	5.13	4.54	4.22	3.88
当期计提准备金	(608)	(665)	(635)	(607)	P/B	1.61	1.42	1.28	1.15
税前利润	1,084	1,208	1,382	1,584	股息派发率 (%)	29%	30%	30%	30%
净利润	827	939	1,069	1,222	股息收益率 (%)	2.73%	3.31%	3.77%	4.31%
资产负债表摘要 (RMB: 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	67,457	73,191	79,559	86,640	不良贷款率	1.36%	1.32%	1.28%	1.24%
贷款总额	39,330	43,460	47,806	52,348	关注+不良率	2.87%	-	-	-
其他生息资产	29,450	31,344	33,534	36,222	逾期90天以上/NPL	78.7%	-	-	-
总负债	62,021	67,162	72,869	79,197	不良生成率	0.63%	1.23%	1.23%	1.13%
存款余额	44,007	48,187	52,645	57,383	信用成本	1.58%	1.50%	1.30%	1.14%
其他付息负债	15,832	16,624	17,674	19,042	拨备覆盖率	358%	383%	395%	404%
股东权益	5,436	6,029	6,690	7,443	拨贷率	4.88%	5.06%	5.06%	5.01%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (
总资产增速	7.1%	8.5%	8.7%	8.9%	贷款/总资产	58%	59%	60%	60%
净息差 (NIM)	2.57%	2.51%	2.46%	2.44%	存款/总负债	71%	72%	72%	72%
净利差 (Spread)	2.44%	2.26%	2.22%	2.20%	贷款结构				
存贷利差	3.68%	3.56%	3.49%	3.45%	对公贷款	45%	42%	39%	35%
生息资产收益率	4.34%	4.18%	4.16%	4.15%	零售贷款	51%	54%	57%	60%
贷款收益率	5.13%	5.05%	5.01%	4.99%	票据贴现	4%	4%	4%	5%
付息负债付息率	1.90%	1.92%	1.94%	1.95%	存款结构				
存款付息率	1.45%	1.49%	1.52%	1.54%	企业活期	41%	45%	48%	52%
年增长率 (%)					企业定期	23%	21%	18%	16%
贷款余额	10.3%	10.5%	10.0%	9.5%	储蓄活期	24%	24%	25%	25%
存款余额	8.3%	9.5%	9.3%	9.0%	储蓄定期	11%	11%	9%	7%
净利息收入	10.7%	12.5%	7.4%	8.1%	非息收入占比	35.5%	34.5%	35.1%	35.9%
非息收入	16.0%	8.0%	10.0%	12.0%	成本收入比	31.0%	31.4%	31.9%	32.5%
营业收入	12.5%	10.9%	8.3%	9.5%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	15.0%	12.0%	9.6%	11.3%	贷存比	89.4%	90.2%	90.8%	91.2%
拨备前利润	11.2%	10.7%	7.7%	8.6%	流动性比例-RMB	45%	-	-	-
税前利润	17.6%	11.5%	14.3%	14.6%	流动性覆盖率	138%	-	-	-
净利润	14.6%	13.6%	13.9%	14.3%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%	核心一级资本充足率	11.8%	11.2%	10.7%	10.4%
非息收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	一级资本充足率	12.6%	11.9%	11.3%	10.9%
营业收入	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	资本充足率	15.7%	13.9%	13.3%	12.9%
业务管理费及营业税	-1.2%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	其它数据				
拨备前利润	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	分支机构数量 (个)	1,822	1,858	1,896	1,933
当期计提准备金	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.7%	员工总数 (人)	74,590	74,064	73,541	73,022
税前利润	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%	贷款市场份额 (%)	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
所得税	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	存款市场份额 (%)	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%
ROAA	1.28%	1.34%	1.40%	1.47%	零售存款市场份额 (%)	2.2%	3.3%	3.5%	3.7%
X (平均总资产/净资产)	12.7	12.3	12.0	11.8	总股本 (亿)	252	252	252	252
ROAE	18.2%	17.5%	17.9%	18.3%	可转债	-	-	-	-

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

表 24: 宁波银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	
损益表摘要 (RMB: 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	191	221	244	268	EPS (元)	2.15	2.57	3.04	3.58
非息收入	98	115	129	144	PPOPPS (元)	3.59	4.18	4.62	5.08
营业收入	289	336	373	412	BPS (元)	15.53	17.29	19.40	21.89
业务管理费及营业税	(102)	(118)	(132)	(147)	P/E	10.65	8.62	7.28	6.19
拨备前利润	187	218	241	265	P/PPOP	6.38	5.30	4.79	4.36
当期计提准备金	(72)	(70)	(71)	(65)	P/B	1.47	1.28	1.14	1.01
税前利润	115	148	170	199	股息派发率 (%)	18%	18%	18%	18%
净利润	112	134	159	187	股息收益率 (%)	1.75%	2.10%	2.48%	2.92%
资产负债表摘要 (RMB: 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	11,164	12,133	13,247	14,529	不良贷款率	0.78%	0.77%	0.77%	0.76%
贷款总额	4,291	5,106	5,974	6,870	关注+不良率	1.33%	-	-	-
其他生息资产	6,654	6,809	7,051	7,425	逾期90天以上/NPL	82.1%	-	-	-
总负债	10,352	11,222	12,205	13,294	不良生成率	0.48%	1.08%	0.90%	0.74%
存款余额	6,467	7,631	8,852	10,092	信用成本	1.02%	1.33%	1.14%	0.91%
其他付息负债	3,260	2,914	2,617	2,401	拨备覆盖率	522%	526%	526%	526%
股东权益	812	911	1,042	1,235	拨贷率	4.08%	4.05%	4.05%	4.00%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (
总资产增速	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	贷款/总资产	38%	42%	45%	47%
净息差 (NIM)	1.97%	1.94%	1.91%	1.91%	存款/总负债	62%	68%	73%	76%
净利差 (Spread)	3.98%	1.65%	1.66%	1.66%	贷款结构				
存贷利差	3.98%	3.73%	3.55%	3.39%	对公贷款	58%	58%	59%	60%
生息资产收益率	4.67%	4.18%	4.16%	4.12%	零售贷款	32%	31%	31%	31%
贷款收益率	5.78%	5.63%	5.53%	5.43%	票据贴现	10%	10%	10%	10%
付息负债付息率	2.47%	2.52%	2.49%	2.46%	存款结构				
存款付息率	1.80%	1.90%	1.98%	2.04%	企业活期	40%	41%	41%	42%
年增长率 (%)					企业定期	36%	37%	39%	41%
贷款余额	23.9%	19.0%	17.0%	15.0%	储蓄活期	6%	5%	5%	5%
存款余额	14.4%	18.0%	16.0%	14.0%	储蓄定期	13%	17%	15%	13%
净利息收入	16.7%	15.8%	10.2%	9.8%	非息收入占比	33.9%	34.1%	34.5%	35.0%
非息收入	9.9%	17.0%	12.0%	12.0%	成本收入比	34.5%	34.5%	34.8%	35.2%
营业收入	14.3%	16.2%	10.8%	10.5%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	12.8%	16.2%	11.5%	11.7%	贷存比	66.4%	66.9%	67.5%	68.1%
拨备前利润	14.9%	16.5%	10.4%	9.9%	流动性比例-RMB	57%	-	-	-
税前利润	13.1%	28.3%	15.2%	17.3%	流动性覆盖率	207%	-	-	-
净利润	19.9%	19.2%	18.4%	17.7%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	核心一级资本充足率	9.2%	8.9%	8.9%	9.2%
非息收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	一级资本充足率	11.2%	10.6%	10.3%	10.4%
营业收入	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%	资本充足率	14.9%	13.7%	13.6%	14.1%
业务管理费及营业税	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	其它数据				
拨备前利润	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	分支机构数量 (个)	338	358	379	401
当期计提准备金	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	员工总数 (人)	13,684	15,431	17,401	19,622
税前利润	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	贷款市场份额 (%)	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
所得税	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	存款市场份额 (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
ROAA	1.04%	1.15%	1.25%	1.34%	零售存款市场份额 (%)	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
X (平均总资产/净资产)	15.5	13.5	13.0	12.2	总股本 (亿)	52	52	52	52
ROAE	20.4%	19.3%	20.0%	20.4%	可转债	1,421	1,421	1,421	1,421

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

表 25: 江苏银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	
损益表摘要 (RMB: 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	254	344	380	417	EPS (元)	1.13	1.30	1.44	1.58
非息收入	98	147	166	184	PPOPPS (元)	2.13	2.85	3.14	3.43
营业收入	352	490	545	601	BPS (元)	10.62	11.43	12.34	13.35
业务管理费及营业税	(105)	(161)	(183)	(205)	P/E	6.57	5.71	5.14	4.69
拨备前利润	245	329	362	396	P/PPOP	3.48	2.60	2.36	2.16
当期计提准备金	(103)	(156)	(174)	(191)	P/B	0.7	0.65	0.60	0.56
税前利润	143	174	188	205	股息派发率 (%)	30%	30%	30%	30%
净利润	133	150	167	183	股息收益率 (%)	4.58%	5.25%	5.83%	6.40%
资产负债表摘要 (RMB: 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	19,258	21,569	23,942	26,336	不良贷款率	1.39%	1.40%	1.40%	1.40%
贷款总额	8,892	10,493	12,171	13,875	关注+不良率	3.64%	-	-	-
其他生息资产	10,201	10,923	11,624	12,314	逾期90天以上/NPL	86.3%	-	-	-
总负债	18,013	20,229	22,494	24,769	不良生成率	0.71%	1.21%	1.26%	1.31%
存款余额	10,933	12,792	14,711	16,623	信用成本	1.15%	1.29%	1.25%	1.20%
其他付息负债	6,640	6,943	7,234	7,541	拨备覆盖率	204%	214%	219%	219%
股东权益	1,245	1,341	1,448	1,567	拨贷率	2.84%	2.99%	3.06%	3.06%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (
总资产增速	8.8%	12.0%	11.0%	10.0%	贷款/总资产	46%	49%	51%	53%
净息差 (NIM)	1.35%	1.70%	1.62%	1.62%	存款/总负债	61%	63%	65%	67%
净利差 (Spread)	1.35%	1.45%	1.43%	1.42%	贷款结构				
存贷利差	0.00%	2.54%	2.46%	2.40%	对公贷款	60%	55%	49%	41%
生息资产收益率	4.50%	4.60%	4.59%	4.59%	零售贷款	30%	37%	44%	53%
贷款收益率	5.08%	5.06%	5.03%	5.02%	票据贴现	10%	9%	7%	6%
付息负债付息率	3.15%	3.15%	3.15%	3.17%	存款结构				
存款付息率	2.47%	2.52%	2.57%	2.62%	企业活期	31%	32%	32%	33%
车增长率 (%)					企业定期	35%	36%	38%	40%
贷款余额	19.0%	18.0%	16.0%	14.0%	储蓄活期	5%	6%	6%	6%
存款余额	8.5%	17.0%	15.0%	13.0%	储蓄定期	14%	26%	24%	21%
净利息收入	-8.5%	35.1%	10.5%	10.0%	非息收入占比	27.8%	29.9%	30.4%	30.6%
非息收入	62.3%	50.0%	13.0%	11.0%	成本收入比	28.7%	30.5%	31.3%	32.1%
营业收入	4.1%	39.2%	11.2%	10.3%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	4.2%	52.4%	13.7%	12.3%	贷存比	81.3%	82.0%	82.7%	83.5%
拨备前利润	3.4%	34.2%	10.0%	9.3%	流动性比例-RMB	52%	-	-	-
税前利润	3.5%	21.7%	8.2%	9.1%	流动性覆盖率	133%	-	-	-
净利润	10.4%	13.0%	11.1%	9.6%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	核心一级资本充足率	8.6%	8.1%	7.8%	7.6%
非息收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	一级资本充足率	10.3%	9.5%	9.0%	8.7%
营业收入	1.9%	2.4%	2.4%	2.4%	资本充足率	12.6%	11.3%	10.9%	10.6%
业务管理费及营业税	-0.6%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	其它数据				
拨备前利润	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	分支机构数量 (个)	543	544	545	546
当期计提准备金	-0.6%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	员工总数 (人)	15,026	15,323	15,627	15,936
税前利润	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	贷款市场份额 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
所得税	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	存款市场份额 (%)	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%
ROAA	0.71%	0.73%	0.73%	0.73%	零售存款市场份额 (%)	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%
X (平均总资产/净资产)	15.6	15.8	16.3	16.7	总股本 (亿)	115	115	115	115
ROAE	14.3%	14.0%	14.2%	14.2%	可转债	-	-	-	-

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

表 26: 常熟银行盈利预测表

	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E		2018 A	2019 E	2020 E	2021 E
损益表摘要 (RMB: 亿)					每股盈利及估值指标				
净利息收入	51	54	61	70	EPS (元)	0.66	0.85	1.00	1.16
非息收入	7	8	9	11	PPOPPS (元)	1.62	1.73	1.95	2.20
营业收入	58	62	71	80	BPS (元)	5.67	6.17	6.76	7.46
业务管理费及营业税	(22)	(23)	(27)	(30)	P/E	11.79	9.45	8.06	6.94
拨备前利润	37	39	44	50	P/PPOP	4.8	4.64	4.11	3.64
当期计提准备金	(17)	(15)	(16)	(17)	P/B	1.37	1.30	1.19	1.08
税前利润	20	24	28	33	股息派发率 (%)	30%	30%	30%	30%
净利润	16	19	23	26	股息收益率 (%)	2.31%	3.17%	3.72%	4.32%
资产负债表摘要 (RMB: 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	1,667	1,884	2,119	2,374	不良贷款率	0.99%	0.89%	0.85%	0.85%
贷款总额	928	1,095	1,287	1,505	关注+不良率	3.06%	-	-	-
其他生息资产	771	825	874	913	逾期90天以上/NPL	66.7%	-	-	-
总负债	1,532	1,737	1,958	2,196	不良生成率	0.73%	1.01%	1.01%	1.11%
存款余额	1,131	1,329	1,555	1,811	信用成本	1.81%	1.22%	1.10%	1.01%
其他付息负债	356	357	346	320	拨备覆盖率	445%	480%	484%	454%
股东权益	135	147	161	178	拨贷率	4.38%	4.27%	4.11%	3.86%
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (
总资产增速	14.3%	13.0%	12.5%	12.0%	贷款/总资产	56%	58%	61%	63%
净息差 (NIM)	3.00%	2.97%	2.90%	2.94%	存款/总负债	74%	77%	79%	82%
净利差 (Spread)	2.89%	2.66%	2.69%	2.73%	贷款结构				
存贷利差	4.76%	4.46%	4.36%	4.26%	对公贷款	42%	38%	32%	26%
生息资产收益率	5.36%	5.23%	5.25%	5.28%	零售贷款	51%	57%	63%	70%
贷款收益率	6.76%	6.56%	6.51%	6.46%	票据贴现	6%	6%	5%	4%
付息负债付息率	2.47%	2.57%	2.56%	2.55%	存款结构				
存款付息率	2.00%	2.10%	2.15%	2.20%	企业活期	26%	27%	27%	28%
年增长率 (%)					企业定期	13%	13%	14%	14%
贷款余额	19.3%	18.0%	17.5%	17.0%	储蓄活期	13%	14%	14%	14%
存款余额	14.2%	17.5%	17.0%	16.5%	储蓄定期	42%	46%	45%	44%
净利息收入	18.0%	5.5%	13.8%	13.6%	非息收入占比	12.4%	13.5%	13.3%	13.2%
非息收入	7.6%	16.0%	12.0%	12.0%	成本收入比	36.5%	36.4%	36.4%	36.6%
营业收入	16.6%	6.8%	13.5%	13.4%	流动性指标 (%)				
业务管理费及营业税	14.1%	7.3%	14.5%	14.2%	贷存比	82.1%	82.4%	82.7%	83.1%
拨备前利润	17.6%	6.9%	12.9%	12.8%	流动性比例-RMB	54%	-	-	-
税前利润	18.7%	21.4%	17.5%	15.9%	流动性覆盖率	146%	-	-	-
净利润	20.1%	21.0%	17.3%	16.1%	净稳定资金比例	-	-	-	-
盈利结构杜邦分析 (按平均总资产计 %)					资本 (%)				
净利息收入	3.3%	3.0%	3.1%	3.1%	核心一级资本充足率	10.5%	10.0%	9.6%	9.4%
非息收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	一级资本充足率	10.5%	10.0%	9.6%	9.4%
营业收入	3.7%	3.5%	3.5%	3.6%	资本充足率	15.1%	12.9%	12.4%	12.1%
业务管理费及营业税	-1.4%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	其它数据				
拨备前利润	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	分支机构数量 (个)	149	152	155	159
当期计提准备金	-1.1%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	员工总数 (人)	5,563	7,393	9,825	13,058
税前利润	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	贷款市场份额 (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	存款市场份额 (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
ROAA	1.00%	1.08%	1.13%	1.16%	零售存款市场份额 (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
X (平均总资产/净资产)	12.7	12.6	13.0	13.2	总股本 (亿)	23	23	23	23
ROAE	14.4%	15.0%	16.1%	16.9%	可转债	601	601	601	601

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 盈利预测暂不考虑可转债转股的影响

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼