

西安银行 (600928)

证券研究报告
2019年07月18日

净息差提升较快，零售转型推进迅速

政务资源较丰富

西安银行是陕西省地区政务类业务代理合作银行，与陕西省各政府部门（财政局、人社局）及事业单位建立了深度合作关系，在国库集中支付、社保资金管理等领域与当地保持有良好的合作关系。

核心一级资本充足率远高于监管要求

西安银行 18 年末核心一级充足率为 11.87%，高出监管红线 4.73 个百分点。19 年 A 股上市后，核心一级充足率升至 13.15%，超出监管要求 5.65 个百分点，在上市城商行中居首位，不会对其规模增长造成约束。

净息差 18 年、1Q19 提升较快

其 18 年 IAS 39 口径净息差为 2.23%，较 17 年上升 22 bp；1Q19 大约为 2.49%（测算值），在上市城商行里仅低于长沙银行和贵阳银行。拆解来看，主要是生息资产收益率抬升幅度高于计息负债成本率上升幅度。其 18 年生息资产收益率为 4.49%，较 17 年上升 37 bp；1Q19 上升至 4.75%，提升较快主要是其贷款占生息资产比重大幅提升且向零售贷款倾斜双重因素所致。

零售转型迅速推进且空间较大

其 18 年末对公贷款占总贷款比例为 68.71%，较 16 年末下降 12.66 个百分点。18 年末个人贷款占总贷款比例为 26.33%，较 16 年提升 15.26 个百分点；主要投向住房按揭（18 年末占总贷款比重为 10.19%）和消费贷（18 年末占总贷款比重为 11.84%，较 17 年末增长 6.38 个百分点）。

零售客户基础坚实且较具黏性。截至 1H18，个人零售客户约 808 万户，其中金融资产达到 100 万元以上的客户 8567 户。此外，西安银行将小微企业的业务发展目标定位为“地方小微企业成长的首选合作银行”，截至 1H18，西安银行小微贷款客户 3110 户。

投资建议：息差提升较快，零售转型推进迅速

西安银行 1Q19 ROE 为 13.48%，低于上市城商行平均水平，主要源于杠杆率较低。我们认为随着财税体制改革的完成，其存款有望恢复正常增速，且主动负债尚有提升空间，或能提升其杠杆率，其 ROE 有望上行；净息差提升是其近期盈利增长主因之一，零售转型态度坚决且推进迅速，这或为维持其净息差优势提供支撑。

西安银行于 19 年 3 月 1 日上市，当前 PB 为 1.57x（截至 7 月 16 日），因此其估值高出 A 股上市城商行较多。我们运用股利贴现法对西安银行进行估值，预测模型分为三个阶段：显性增长期，半显性增长期，永续增长率。假设无风险利率为十年期国债收益率 3.22%，市场风险溢价为 7.12%（10 年期沪深指数平均收益率）。我们测算出西安银行每股内在价值为 6.22~8.5 元，给予“增持”评级。

风险提示：资产质量大幅恶化；存款增长不及预期。

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 银行/银行 |
| 6 个月评级 | 增持（首次评级） |
| 当前价格 | 7.63 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 4,444.44 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 444.44 |
| A 股总市值(百万元) | 33,911.11 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,391.11 |
| 每股净资产(元) | 5.08 |
| 资产负债率(%) | 91.03 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.94/5.62 |

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

朱于歆 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090006
zhuyuxian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

| 财务数据和估值 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 49 | 60 | 73 | 80 | 88 |
| 增长率(%) | 9.0 | 21.3 | 22.1 | 9.5 | 9.8 |
| 归属母公司股东净利润(亿元) | 21 | 24 | 26 | 29 | 32 |
| 增长率(%) | 6.0 | 10.8 | 11.1 | 10.0 | 9.9 |
| 每股收益(元) | 0.53 | 0.59 | 0.59 | 0.65 | 0.71 |
| 市盈率(P/E) | 14.45 | 13.04 | 13.04 | 11.86 | 10.79 |
| 市净率(P/B) | 1.74 | 1.54 | 1.49 | 1.32 | 1.18 |

资料来源：iFinD，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 区域经济发展形势较好，政务资源较丰富 | 4 |
| 1.1. 西安地理位置优越，经济水平较高 | 4 |
| 1.2. 政务资源较丰富 | 4 |
| 2. 净利润增长依靠净息差提升 | 5 |
| 2.1. 净息差提升是盈利增长主因 | 5 |
| 2.2. 扩表受存款增速限制 | 7 |
| 3. 净息差提升较快，成本收入比持续下行 | 9 |
| 3.1. 净息差近年上升较快 | 9 |
| 3.2. 中收增速放缓，成本收入比持续下行 | 10 |
| 4. 资产质量较平稳，贷款结构改善空间大 | 11 |
| 4.1. 资产质量较平稳 | 11 |
| 4.2. 贷款结构优化空间大，零售转型扎实推进 | 13 |
| 5. 投资建议：息差提升较快，零售转型推进迅速 | 14 |
| 6. 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1：西安市 GDP 平稳较快增长且增速高于陕西省（亿元，%） | 4 |
| 图 2：陕西省增量社融规模在西部省份靠前（亿元，截至 18 年） | 4 |
| 图 3：西安银行前十大普通股股东结构（截至 1Q19） | 4 |
| 图 4：西安银行大部分贷款业务集中于西安市（截至 18 年末） | 5 |
| 图 5：西安银行营收快速增长（亿元） | 5 |
| 图 6：西安银行归母净利润增长较快（亿元） | 5 |
| 图 7：西安银行净息差扩大促盈利增长（截至 18 年末） | 6 |
| 图 8：西安银行 1Q19 ROE 处城商行末位 | 6 |
| 图 9：西安银行总资产规模增长放缓（亿元） | 7 |
| 图 10：西安银行 1Q19 总资产规模处于上市城商行末位（亿元，%） | 7 |
| 图 11：贷款增速持续提升 | 7 |
| 图 12：西安银行生息资产结构逐年优化 | 7 |
| 图 13：西安银行 1Q19 存款增速放缓（亿元） | 8 |
| 图 14：西安银行 18-1Q19 债券融资占比提升 | 8 |
| 图 15：西安银行发债融资增速提升 | 8 |
| 图 16：西安银行三项资本充足率持续回升 | 8 |
| 图 17：1Q19 城商行资本充足率 | 8 |
| 图 18：西安银行净息差处于上游水平（%，IAS 39 口径） | 9 |
| 图 19：西安银行计息负债成本率较低（%） | 9 |
| 图 20：西安银行存款占总负债比例处中上游水平（%） | 9 |
| 图 21：西安银行 18 年活期存款占比高（%） | 9 |
| 图 22：西安银行生息资产收益率提升较快（%，IAS39 口径） | 10 |

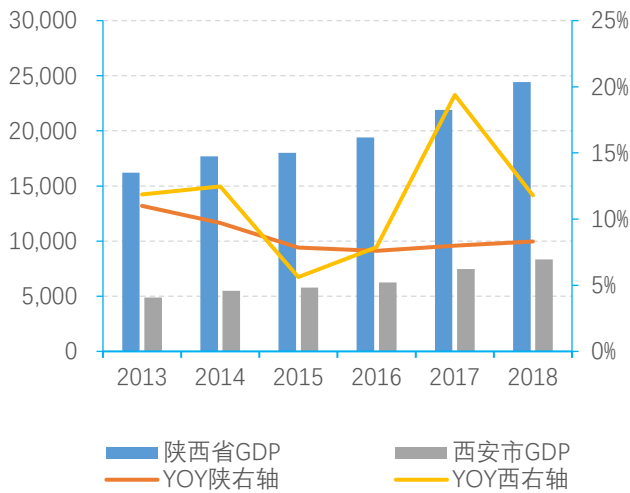
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 23: 西安银行应收款项类投资占证券投资比例较低..... | 10 |
| 图 24: 西安银行对公贷款收益率较低 (%)..... | 10 |
| 图 25: 西安银行对公司贷款中小微比重低..... | 10 |
| 图 26: 西安银行中收增速下滑 (百万)..... | 11 |
| 图 27: 代理和投行业务占中收比重高 (%)..... | 11 |
| 图 28: 西安银行成本收入居上市城商行中游水平 (%)..... | 11 |
| 图 29: 西安银行不良贷款率较低 (%)..... | 12 |
| 图 30: 西安银行拨备覆盖率持续上升 (%)..... | 12 |
| 图 31: 西安银行不良贷款净生成率 18 年升幅较大 (%)..... | 12 |
| 图 32: 西安银行 2018 年加快不良贷款暴露 (%)..... | 12 |
| 图 33: 西安银行关注贷款率近年来有所上涨 (%)..... | 13 |
| 图 34: 西安银行逾期贷款率逐年下降 (%)..... | 13 |
| 图 35: 西安银行贷款投向政府平台较多, 且不断优化..... | 13 |
| 图 36: 西安银行消费贷占总贷款比例提升..... | 14 |
| | |
| 表 1: 股利支付率及增长率预测..... | 14 |

1. 区域经济发展形势较好，政务资源较丰富

1.1. 西安地理位置优越，经济水平较高

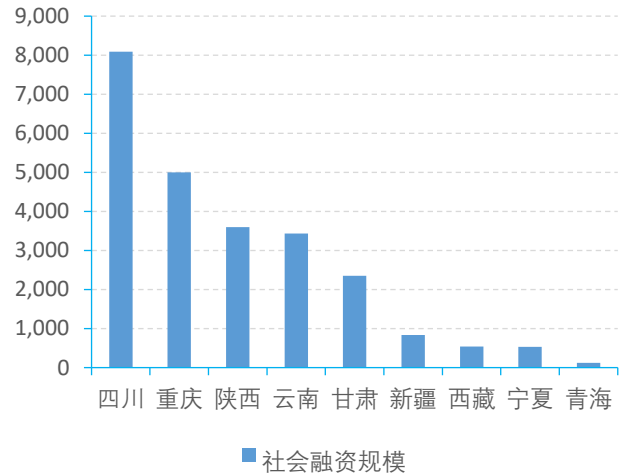
陕西及西安市经济发展趋势向好。2018 年陕西省 GDP 增速为 8.30%，高于全国平均水平；西安市 18 年增速为 11.78%，并且 GDP 总量成功突破 8000 亿元。2016-2018 年，西安市的 GDP 在陕西省占比分别为 32.25%、34.11%和 34.17%，省会城市经济集中度呈现上升趋势。

图 1：西安市 GDP 平稳较快增长且增速高于陕西省（亿元，%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 2：陕西省增量社融规模在西部省份靠前（亿元，截至 18 年）



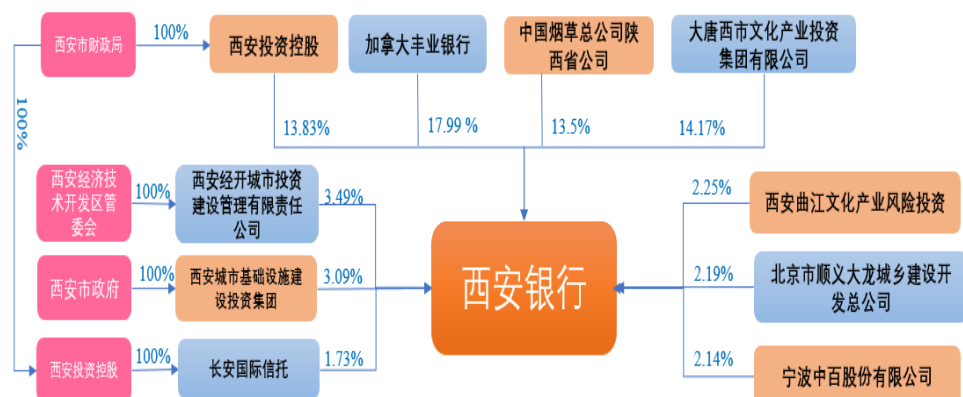
资料来源：iFinD，天风证券研究所

陕西社融规模在西北五省居首，西安市区位优势显著。陕西省 18 年社融规模为 3599 亿元，居于西北五省首位，这为当地银行发展提供了较为旺盛的融资需求。西安市经济总量和人口总量位列西北各大城市榜首位，是路上丝绸之路经济带的交通枢纽、商贸物流枢纽、金融信息中心、文化旅游中心、科技教育中心、先进制造业中心及现代农业中心。

1.2. 政务资源较丰富

西安市政府为其实际控制人。除西安市政府外，丰业银行 1Q19 持股 17.99%，为西安银行第一大直接股东。作为战略投资者，丰业银行通过向西安银行派驻高级管理人员和进行技术转移以及配套培训等形式，提升公司治理效率和促进相关业务发展。例如，通过和丰业银行的合作，西安银行积极拓展国际业务，包括本外币互存、信用证融资、进口代付、内保外贷等涵盖本外币资金及贸易融资在内的多个业务品种。

图 3：西安银行前十大普通股股东结构（截至 1Q19）

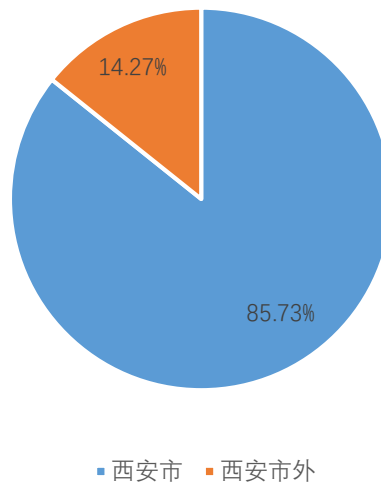


资料来源：公司财报，天风证券研究所

政务资源较丰富。西安银行是陕西省地区政务类业务代理合作银行，与陕西省各政府部门（财政局、人社局）及事业单位建立了深度合作关系，在国库集中支付、社保资金管理等领域与当地政府保持良好的合作关系。

不断优化客户结构，与陕西省内众多大型集团、行业龙头企业、金融机构建立了全面深入的合作关系。截至 1H18，西安银行拥有对公存款客户（不含同业）约 10.5 万户，对公贷款客户 1290 户。其中，在西安银行存款余额超过 5000 万元的对公存款客户 324 家，合计金额 763.27 亿元；存款余额超过 1 亿元的对公存款客户 185 家，合计金额 669.97 亿元。**西安银行 85.73% 贷款集中于西安市（截至 18 年末），集中度较高。**

图 4：西安银行大部分贷款业务集中于西安市（截至 18 年末）



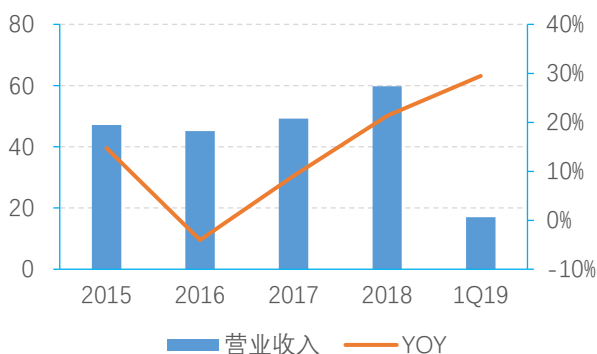
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 净利润增长依靠净息差提升

2.1. 净息差提升是盈利增长主因

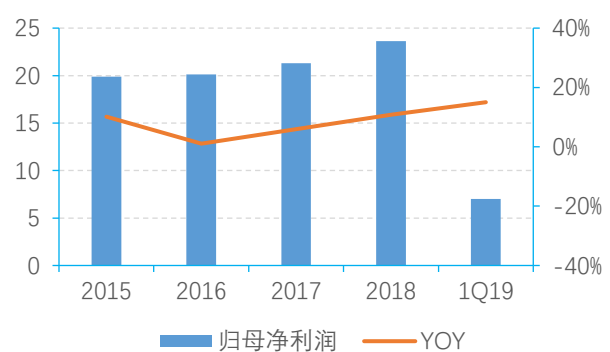
营收与净利润较快增长。18 年营收 59.76 亿元，yoy + 21.32%，较 17 年上升 12.3 个百分点，1Q19 营收 yoy+ 29.47%。18 年净利润 23.62 亿元，yoy +10.82%，1Q19 净利润 yoy +15.02%。

图 5：西安银行营收快速增长（亿元）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

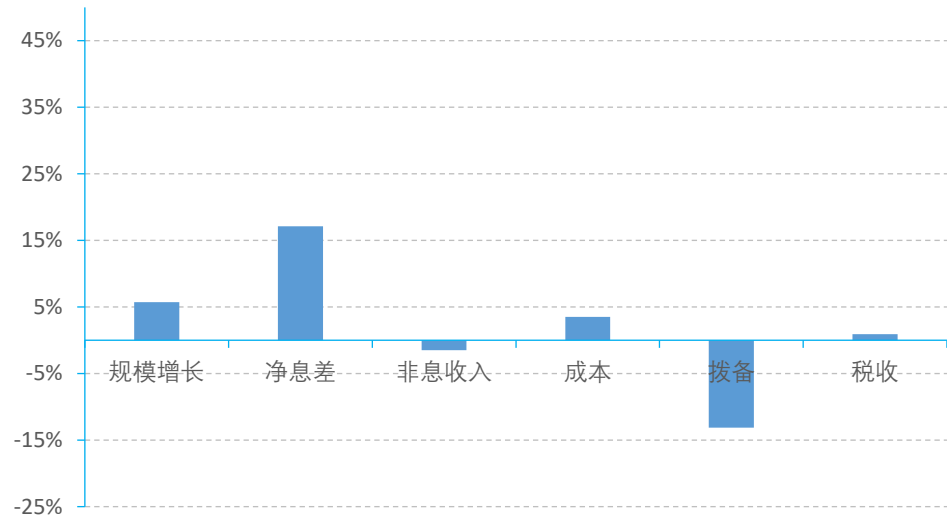
图 6：西安银行归母净利润增长较快（亿元）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

净息差走阔是盈利增长主因。通过对 18-1Q19 业绩增长因子拆解，我们发现净息差扩张是其利润增长的主因，18 年贡献了 17.1 个百分点，拨备对业绩形成较大拖累。

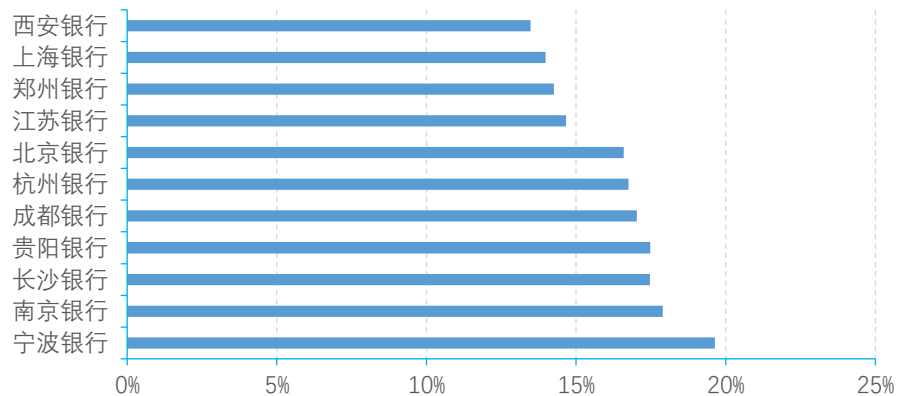
图 7：西安银行净息差扩大促盈利增长（截至 18 年末）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

西安银行 ROE 较低。其 1Q19 ROE 为 13.48%（年化），处于上市城商行中末位。通过杜邦分解可以发现，主要是杠杆率较低所致，18 年末杠杆率为 12.15，低于其他上市城商行。

图 8：西安银行 1Q19 ROE 处城商行末位



资料来源：iFinD，天风证券研究所

表 1：西安银行及对比行 18 年末杜邦分解

| | 西安银行 | 郑州银行 | 成都银行 | 长沙银行 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 利息收入 | 4.29% | 4.21% | 4.03% | 4.49% |
| 利息支出 | 2.16% | 2.74% | 1.94% | 2.17% |
| 利息净收入 | 2.14% | 1.47% | 2.09% | 2.32% |
| 手续费及佣金净收入 | 0.33% | 0.42% | 0.07% | 0.32% |
| 净其他非息收入 | 0.03% | 0.59% | 0.35% | 0.16% |
| 净非利息收入 | 0.36% | 1.00% | 0.41% | 0.48% |
| 营业收入 | 2.50% | 2.47% | 2.50% | 2.80% |
| 营业税金及附加 | 0.03% | 0.02% | 0.02% | 0.03% |
| 管理费用 | 0.70% | 0.69% | 0.64% | 0.95% |
| 营业成本 | 0.72% | 0.71% | 0.66% | 0.98% |

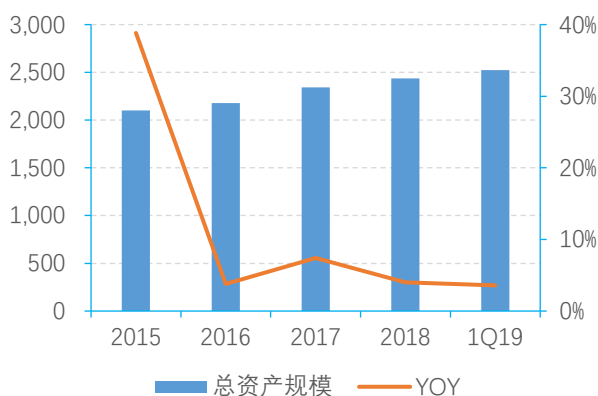
| | | | | |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 营业外净收入 | 0.00% | 0.01% | 0.00% | -0.01% |
| 拨备前利润 | 1.78% | 1.77% | 1.84% | 1.81% |
| 资产减值损失 | 0.56% | 0.92% | 0.74% | 0.68% |
| 税前利润 | 1.22% | 0.84% | 1.10% | 1.12% |
| 所得税 | 0.23% | 0.16% | 0.09% | 0.21% |
| 净利润 | 0.99% | 0.69% | 1.00% | 0.92% |
| 权益乘数 | 12.15 | 12.31 | 15.74 | 16.57 |

资料来源：iFinD，天风证券研究所

2.2. 扩表受存款增速限制

资产规模增长放缓。西安银行 18 年末总资产规模为 2435 亿元，排名上市城商行末位；yoy + 4.0%，增速较 17 年末下滑 3.41 个百分点，1Q19 规模较年初增长 3.58%，未来规模扩张主要看一般性存款增长情况。

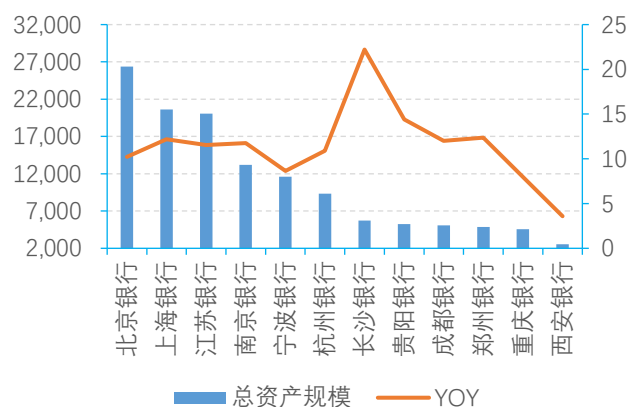
图 9：西安银行总资产规模增长放缓（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

注：1Q19 为环比增速

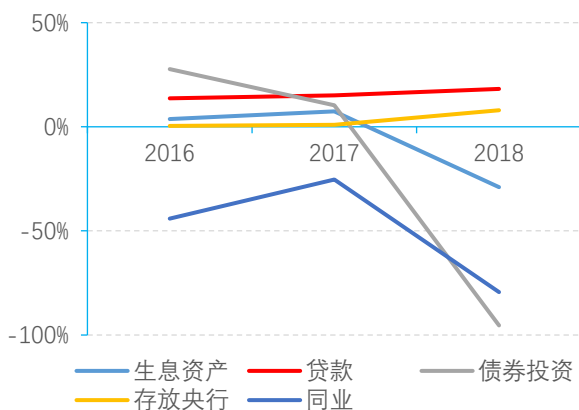
图 10：西安银行 1Q19 总资产规模处于上市城商行末位（亿元，%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

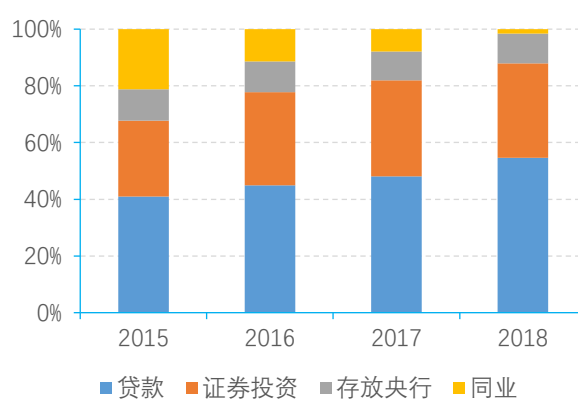
贷款占比生息资产比重逐年上升。18 年末贷款占生息资产比例为 54.60%，较 17 年末上升 6.5 个百分点；17、18 年贷款增速依次为 15.12%，18.19%，呈扩大之势。**受流动性新规之影响，压缩的主要为同业资产。**

图 11：贷款增速持续提升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 12：西安银行生息资产结构逐年优化

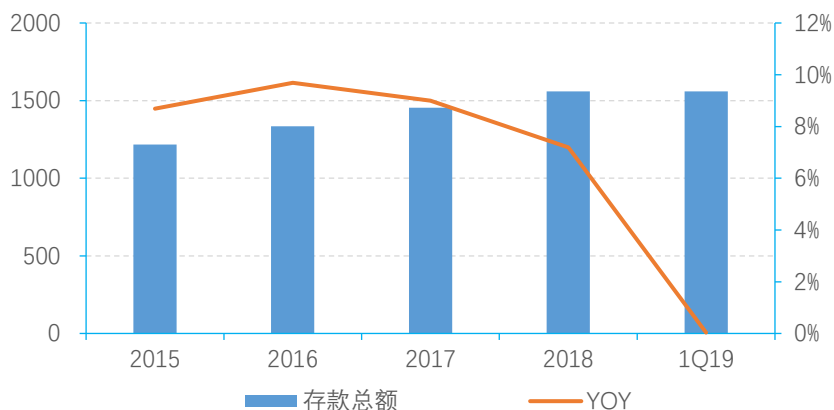


资料来源：iFinD，天风证券研究所

1Q19 存款增速放缓。18 年末存款增速为 7.19%，1Q19 存款同比增速为 0.03%，或是受到

地方融资平台清理和财税体制改革的压力，随着财税体制改革（国税地税合并）的推进及完成，预计未来会恢复正常增长。

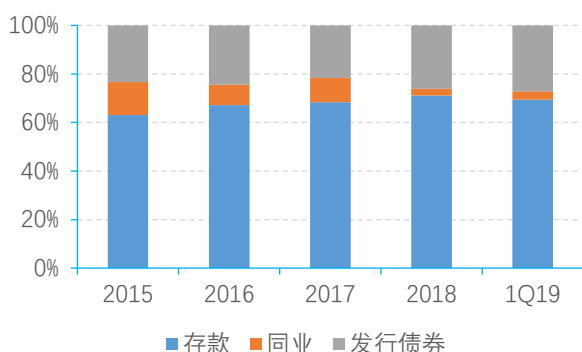
图 13：西安银行 1Q19 存款增速放缓（亿元）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

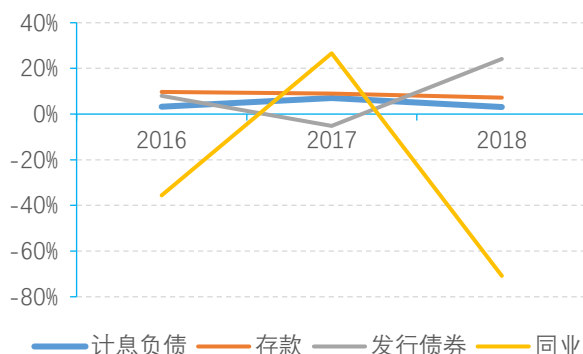
发债占计息负债比重提升。18 年债券发行增速较快，为 24.13%；同业负债增速为 -70.85%。受存款增速放缓影响，18 年发债占计息负债比重为 26.09%，较 17 年上升 5.53 个百分点；1Q19 上升至 27.2%。

图 14：西安银行 18-1Q19 债券融资占比提升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 15：西安银行发债融资增速提升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

核心一级资本充足率远高于监管要求。西安银行 18 年末核心一级充足率为 11.87%，高出监管红线 4.73 个百分点。19 年 A 股上市后，核心一级充足率升至 13.15%，超出监管要求 5.65 个百分点，在上市城商行中居首位，不会对其规模增长造成约束。

图 16：西安银行三项资本充足率持续回升

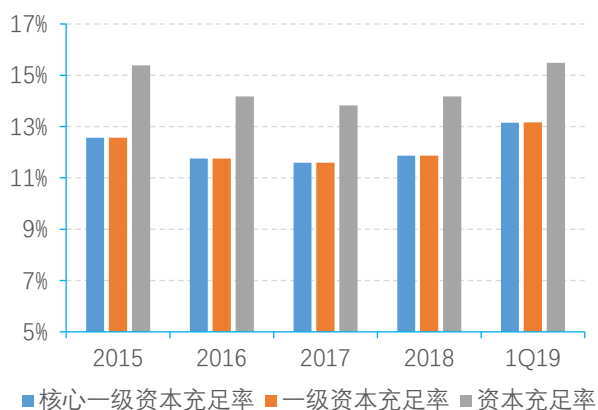
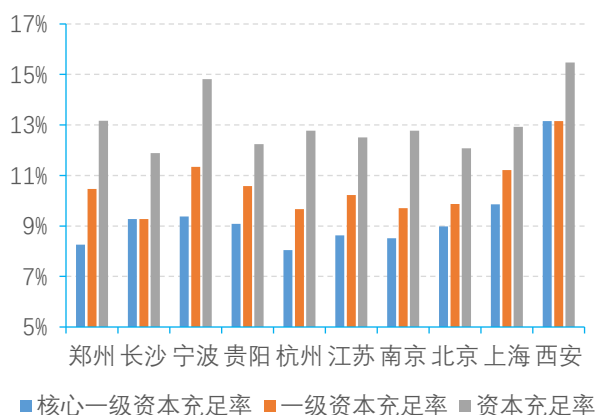


图 17：1Q19 城商行资本充足率



资料来源：iFIND，天风证券研究所

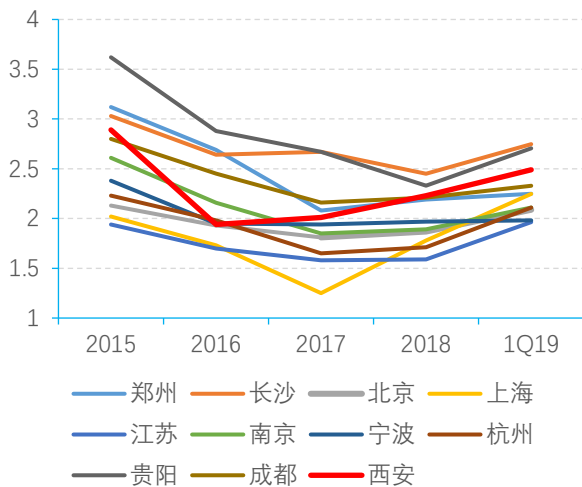
资料来源：iFIND，天风证券研究所

3. 净息差提升较快，成本收入比持续下行

3.1. 净息差近年上升较快

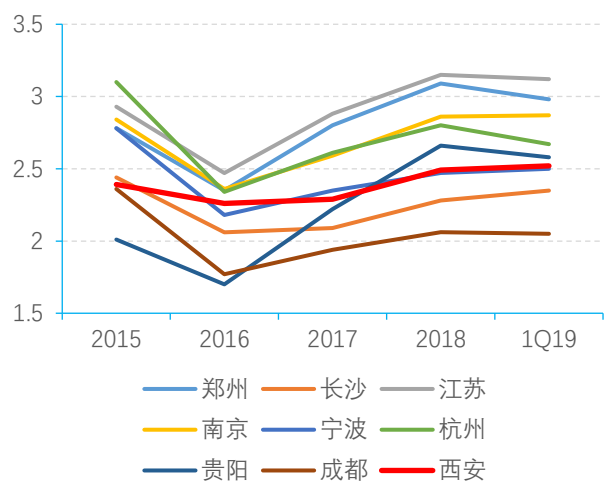
净息差在城商行里处于中上游水平。其 18 年 IAS 39 口径净息差为 2.23%，较 17 年上升 22 bp；1Q19 大约为 2.49%（测算值），在上市城商行里仅低于长沙银行和贵阳银行。拆解来看，主要是生息资产收益率抬升幅度高于计息负债成本率上升幅度。其 18 年计息负债成本率为 2.49%（1Q19 为 2.52%），较 17 年末上升 20bp，主要是受发债融资占比提升影响，近年来低于选取上市城商行平均水平。

图 18：西安银行净息差处于上游水平（%，IAS 39 口径）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

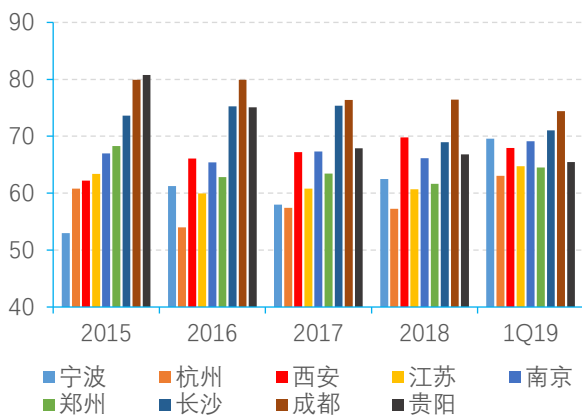
图 19：西安银行计息负债成本率较低（%）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

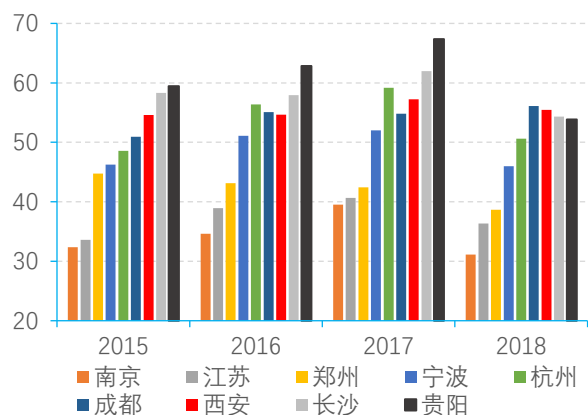
存款占负债比重处于上市城商行中游。其 18-1Q19 存款占计息负债成本率比重分别为 69.79%、67.96%；18 年活期存款占总存款比重分别为 55.47%，仅低于成都银行。

图 20：西安银行存款占总负债比例处中上游水平（%）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

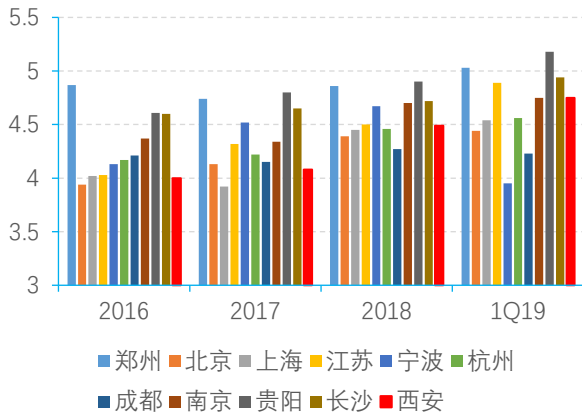
图 21：西安银行 18 年活期存款占比高（%）



资料来源：iFIND，天风证券研究所

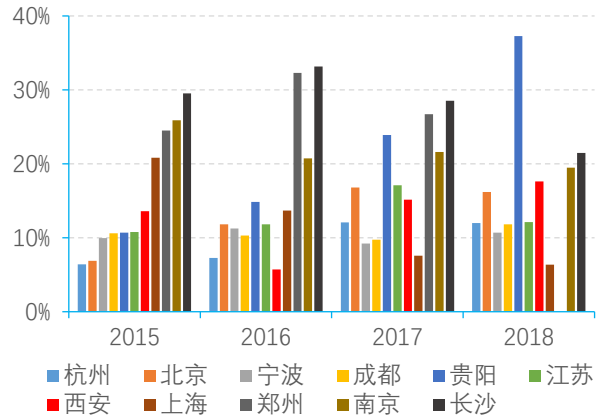
生息资产收益率 18 年-1Q19 提升较快。其 18 年末生息资产收益率为 4.49%，较 17 年末上升 37 bp；1Q19 上升至 4.75%，提升较快主要是其贷款占生息资产比重大幅提升且向零售贷款倾斜双重因素所致。其生息资产收益率处于在上市城商行里中游水平，原因之一是高收益的非标类资产投资占比不高，17-18 年西安银行应收账款占投资类资产比重分别为 15.13%、17.63%，在上市城商行里位于中游水平。

图 22: 西安银行生息资产收益率提升较快(%, IAS39 口径)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

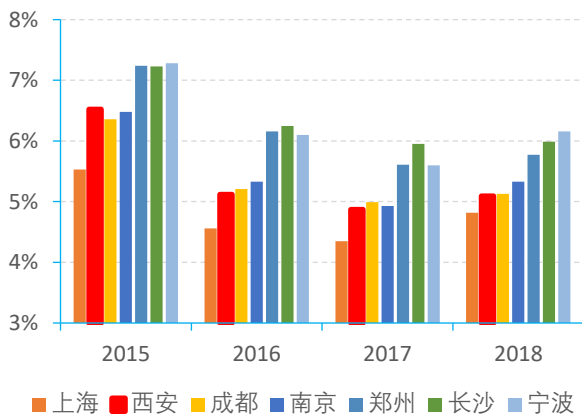
图 23: 西安银行应收款项类投资占证券投资比例较低



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

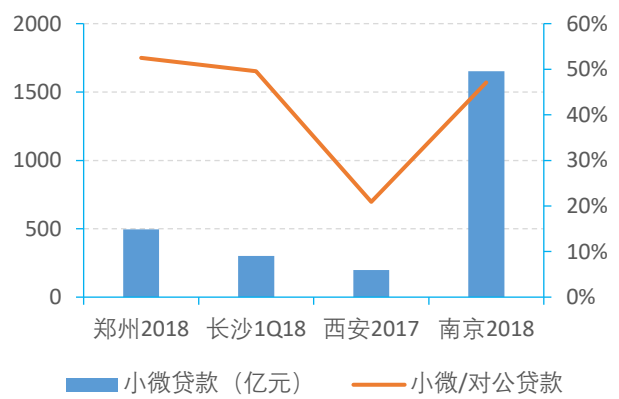
对公贷款收益率较低。西安银行对公贷款占总贷款比例自 16 年后逐年下降, 但是比重仍然较高, 1Q19 占比 67.68%, 较 18 年末下降 1.02 个百分点。个人贷款逐年上升, 1Q19 占比 27.78%, 较 18 年末增长 1.45 个百分点。**对公贷款收益率处于上市城商行下游水平, 主要是小微贷款占对公贷款比重较低。**

图 24: 西安银行对公贷款收益率较低(%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

图 25: 西安银行对公司贷款中小微比重低



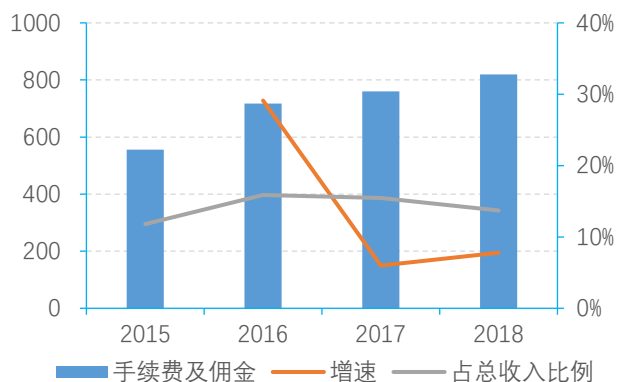
资料来源: iFinD, 天风证券研究所

净息差未来或承压。因存款竞争越来越激烈, 计息负债成本率未来易上难下; 而贷款利率自 18Q4 以来开始逐渐下行, 生息资产收益率能否维持取决于其零售转型进展, 我们预计其净息差未来或平稳下行。

3.2. 中收增速放缓, 成本收入比持续下行

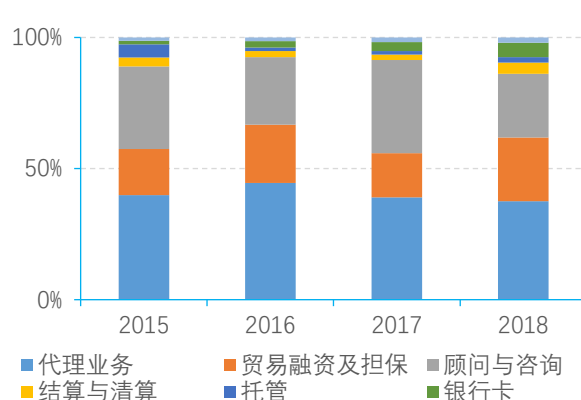
中收增速放缓。17 年中收增速下滑较多, 18 年中收 yoy + 7.77%, 较 17 年有所回升。中收增速放缓主要是受资管新规影响, 压降理财规模, 从而导致理财类业务手续费收入下降。随着理财转型的推进, 政策影响或逐渐消退, 利于其理财类手续费收入企稳。

图 26: 西安银行中收增速下滑 (百万元)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

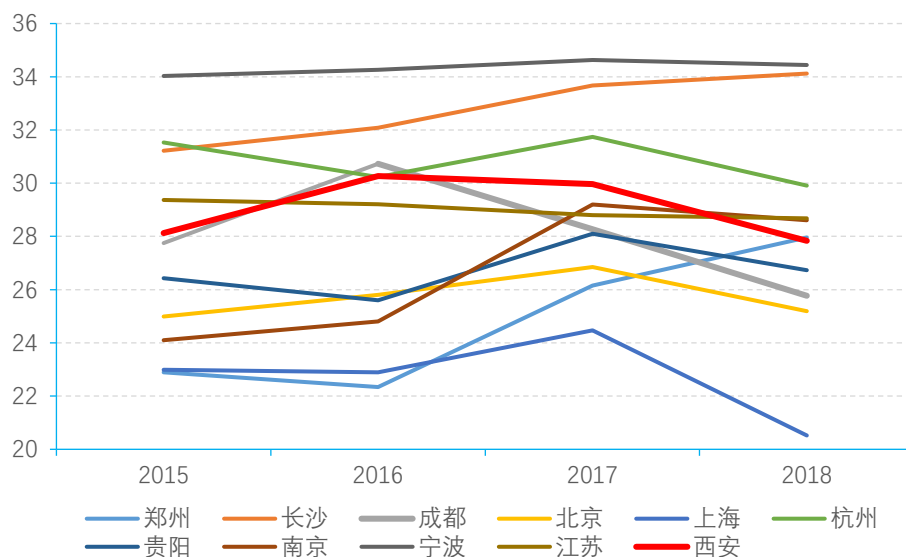
图 27: 代理和投行业务占中收比重高 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

成本收入比近年持续下行。其 18 年末成本收入比为 27.84%，较 17 年末降低 2.14 个百分点，处于上市城商行中游水平，主要受营收快速增长所致。

图 28: 西安银行成本收入居上市城商行中游水平 (%)



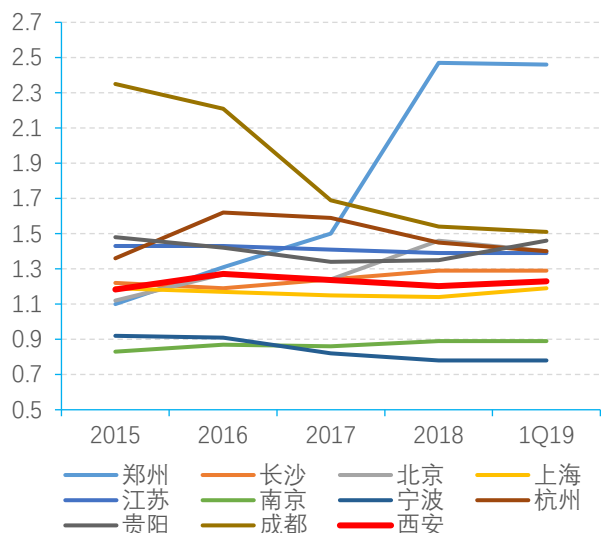
资料来源: iFinD, 天风证券研究所

4. 资产质量较平稳，贷款结构改善空间大

4.1. 资产质量较平稳

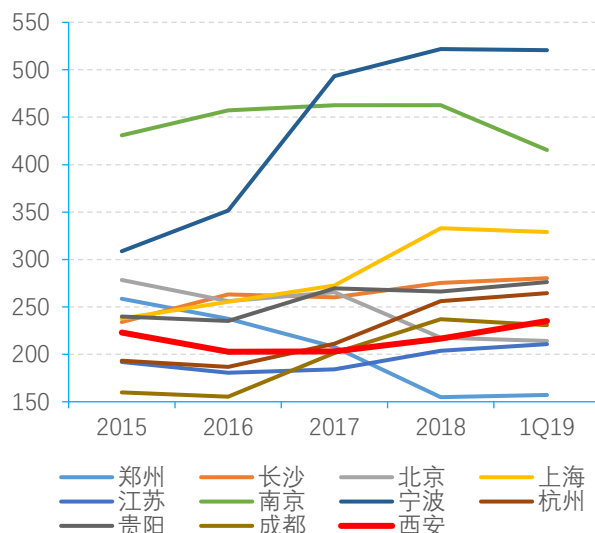
不良贷款率较低，拨备覆盖率有所上升。18 年末不良贷款率为 1.20%，较 17 年末下降 4bp，1Q19 微涨 3 bp 至 1.23%，低于上市城商行平均水平。其拨备覆盖率 18 年末为 216.53%，较 17 年末上升 13.36 个百分点，1Q19 上升至 235.11%，处于城商行中下游水平。

图 29: 西安银行不良贷款率较低 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

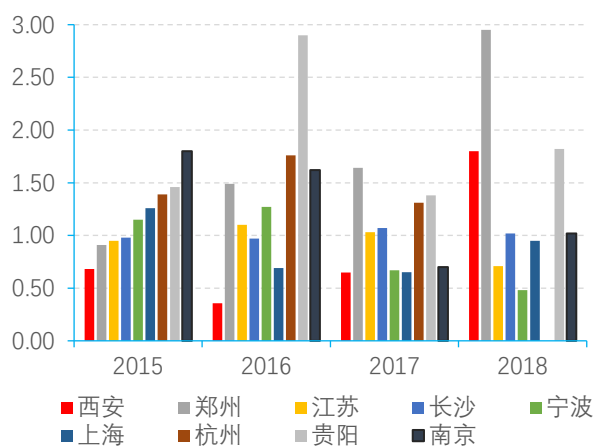
图 30: 西安银行拨备覆盖率持续上升 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

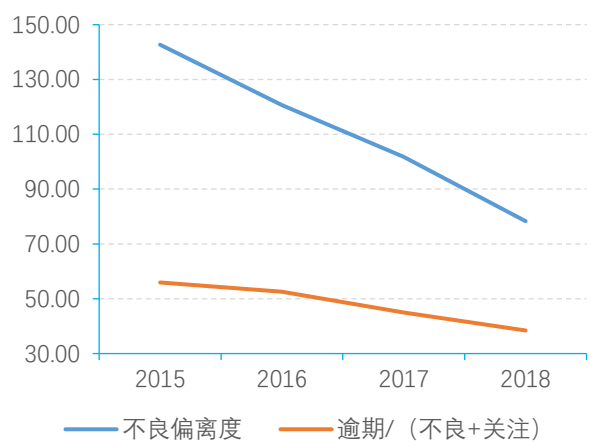
近年来不良净生成率(加回核销)升幅较多主要源于加大不良贷款暴露力度。18 年监管要求逾期 90 天的贷款全部计入不良, 西安银行在 15 年末不良贷款偏离度为 142.7%, 但 18 年末已降至 78.30%。此外, 其 18 年末加回核销不良贷款净生成率为 1.80%, 较 17 年末上升 1.15 个百分点。在暴露完成后, 我们预计其不良净生成率未来或能维持平稳。

图 31: 西安银行不良贷款净生成率 18 年升幅较大 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

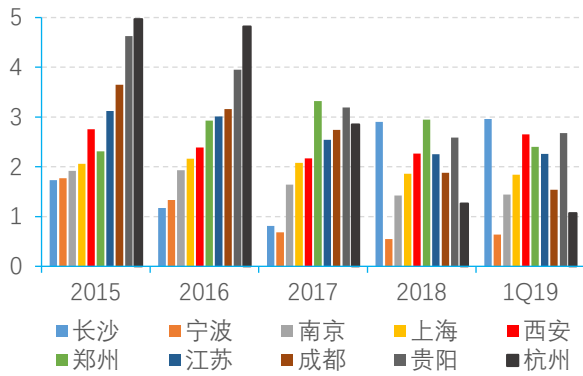
图 32: 西安银行 2018 年加快不良贷款暴露 (%)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

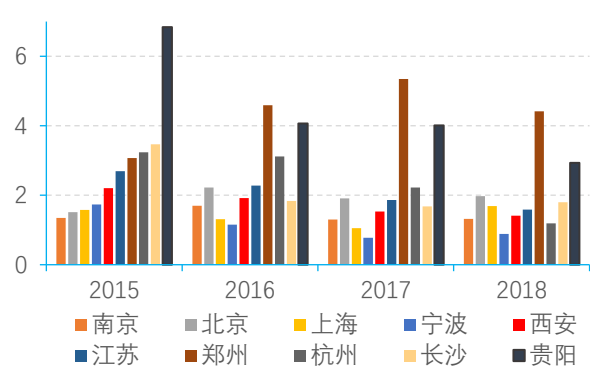
关注类贷款率近来有所上升, 逾期贷款率逐年下降。18 年末关注贷款率为 2.27%, 较 17 年末上涨 10 bp, 1Q19 再升 38 bp 至 2.65%, 主要是关注类贷款确认更加审慎。逾期贷款率 18 年末为 1.42%, 较 17 年下降 11 bp, 逾期贷款指标逐年下降, 优于上市城商行平均水平。

图 33：西安银行关注贷款率近年来有所上涨（%）



资料来源：IFIND，天风证券研究所

图 34：西安银行逾期贷款率逐年下降（%）

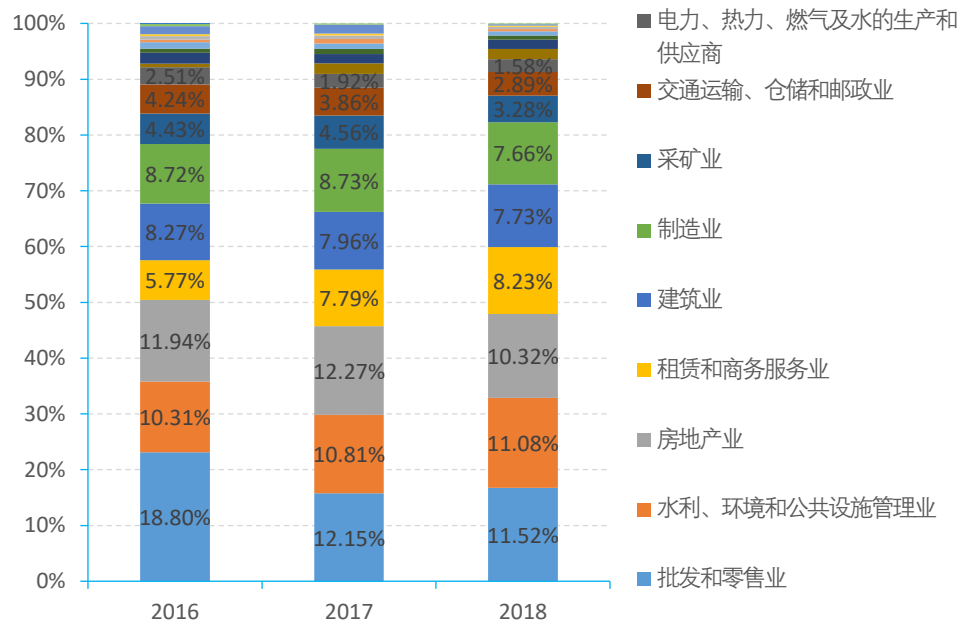


资料来源：IFIND，天风证券研究所

4.2. 贷款结构优化空间大，零售转型扎实推进

贷款结构持续优化。其 18 年末对公贷款占总贷款比例为 68.71%，较 16 年末下降 12.66 个百分点；其中 18 年制造业占比 7.66%，较 15 年末下降 3.01 个百分点；18 年批发零售占比为 11.51%，较 16 年末下降 7.29 个百分点。其对公贷款有一部分投向政府平台（水利、环境和公共设施管理业、交通运输、仓储邮政业等）。

图 35：西安银行贷款投向政府平台较多，且不断优化

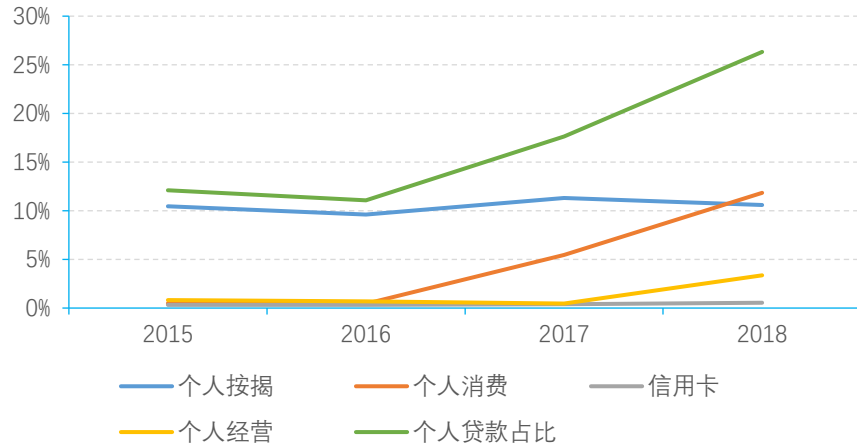


资料来源：iFinD，天风证券研究所

零售转型迅速推进。18 年末个人贷款占总贷款比例为 26.33%，较 16 年提升 15.26 个百分点；主要投向住房按揭（18 年末占总贷款比重为 10.19%，较 17 年末小幅下降 0.73 个百分点）和消费贷（18 年末占总贷款比重为 11.84%，较 17 年末增长 6.38 个百分点）。其消费贷业务主要依靠线上渠道和联合贷款的方式进行。

零售客户基础坚实且较具黏性。截至 1H18，个人零售客户约 808 万户，其中金融资产达到 100 万元以上的客户 8567 户。此外，西安银行将小微企业的业务发展目标定位为“地方小微企业成长的首选合作银行”，截至 1H18，西安银行小微贷款客户 3110 户。

图 36：西安银行消费贷占总贷款比例提升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

5. 投资建议：息差提升较快，零售转型推进迅速

我们认为：(1) 截至 1Q19，西安银行各项资本充足率依次为 13.15%、13.16%、15.48%，远高于监管规定和其他上市城商行，这将其资产规模扩张提供强劲的支撑。

(2) 其 1Q19 ROE 为 13.48%，低于上市城商行平均水平，主要源于杠杆率较低。我们预计随着财税体制改革的完成，其存款有望恢复正常增速，且主动负债尚有提升空间，或能提升其杠杆率，叠加零售转型推进，进而提升 ROE。

(3) 西安银行净息差从 16 年的 1.94% 上升至 1Q19 的 2.49% (测算值)，是其盈利增长主因之一；随着其生息资产结构的优化，其息差或能持续优于上市城商行平均水平。

(4) 18 年末个人贷款占总贷款比例为 26.33%，较 16 年提升 15.26 个百分点，零售转型态度坚决且推进迅速，这或为维持其净息差优势提供支撑。

西安银行于 19 年 3 月 1 日上市，当前 PB 为 1.57x (截至 7 月 16 日)，因此其估值高出 A 股上市城商行较多。截至 7 月 16 日我们运用股利贴现法对西安银行进行估值，预测模型分为三个阶段：显性增长期，半显性增长期，永续增长率。假设无风险利率为十年期国债收益率 3.22%，市场风险溢价为 7.12% (10 年期沪深指数平均收益率)。外加下述列表假设增长率，测算出西安银行每股内在价值约为 6.22~8.5 元，给予“增持”评级。

表 1：股利支付率及增长率预测

| | 显性预测期 | 半显性增长期 | 永续增长率 |
|-------|-----------|-----------|-------|
| | 2018-2021 | 2022-2029 | 2030- |
| 股利支付率 | 28% | 33% | 35% |
| 增长率 | 10%~20% | 5.3%~6.5% | 2%~4% |

资料来源：天风证券研究所

6. 风险提示

资产质量大幅恶化；存款增长不及预期。

财务预测摘要

| 人民币亿元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表 | | | | | | 收入增长 | | | | | |
| 净利息收入 | 42 | 51 | 56 | 60 | 65 | 净利润增速 | 6.0% | 10.8% | 11.1% | 10.0% | 9.9% |
| 手续费及佣金 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 拨备前利润增速 | 12.4% | 24.9% | 26.4% | 10.1% | 10.4% |
| 其他收入 | 0 | 1 | 9 | 11 | 14 | 税前利润增速 | -4.9% | 11.7% | 17.4% | 8.0% | 8.3% |
| 营业收入 | 49 | 60 | 73 | 80 | 88 | 营业收入增速 | 9.0% | 21.3% | 22.1% | 9.5% | 9.8% |
| 营业税及附加 | (0) | (1) | (0) | (0) | (1) | 净利息收入增速 | 12.0% | 22.8% | 8.8% | 7.8% | 8.0% |
| 业务管理费 | (15) | (17) | (19) | (20) | (22) | 手续费及佣金增速 | 6.0% | 3.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 拨备前利润 | 34 | 43 | 54 | 59 | 65 | 营业费用增速 | 8.0% | 12.7% | 13.0% | 8.0% | 8.0% |
| 计提拨备 | (8) | (13) | (20) | (22) | (25) | 规模增长 | | | | | |
| 税前利润 | 26 | 29 | 34 | 37 | 40 | 生息资产增速 | 7.4% | 4.1% | 8.7% | 8.9% | 9.1% |
| 所得税 | (5) | (5) | (8) | (8) | (8) | 贷款增速 | 15.1% | 18.2% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 净利润 | 21 | 24 | 26 | 29 | 32 | 同业资产增速 | -25.3% | -79.4% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 证券投资增速 | 10.3% | 2.5% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 贷款总额 | 1123 | 1327 | 1500 | 1694 | 1915 | 其他资产增速 | 11.7% | 11.6% | 96.9% | 83.3% | 50.4% |
| 同业资产 | 185 | 38 | 40 | 42 | 44 | 计息负债增速 | 7.0% | 3.1% | 9.5% | 10.8% | 10.9% |
| 证券投资 | 790 | 809 | 834 | 859 | 885 | 存款增速 | 9.0% | 7.2% | 6.0% | 9.0% | 9.0% |
| 生息资产 | 2335 | 2431 | 2642 | 2878 | 3140 | 同业负债增速 | -14.7% | -72.5% | -10.0% | 5.0% | 5.0% |
| 非生息资产 | 35 | 39 | 76 | 140 | 210 | 股东权益增速 | 10.9% | 13.1% | 15.2% | 12.4% | 12.1% |
| 总资产 | 2341 | 2435 | 2679 | 2971 | 3297 | 存款结构 | | | | | |
| 客户存款 | 1455 | 1560 | 1653 | 1802 | 1964 | 活期 | 57.2% | 57.22% | 57.22% | 57.22% | 57.22% |
| 其他计息负债 | 674 | 634 | 750 | 860 | 987 | 定期 | 35.9% | 35.94% | 35.94% | 35.94% | 35.94% |
| 非计息负债 | 35 | 41 | 45 | 49 | 54 | 其他 | 6.8% | 6.84% | 6.84% | 6.84% | 6.84% |
| 总负债 | 2164 | 2235 | 2448 | 2712 | 3006 | 贷款结构 | | | | | |
| 股东权益 | 177 | 200 | 231 | 260 | 291 | 企业贷款(不含贴现) | 77.0% | 73.00% | 73.00% | 73.00% | 73.00% |
| 每股指标 | | | | | | 个人贷款 | 17.6% | 22.62% | 22.62% | 22.62% | 22.62% |
| 每股净利润(元) | 0.53 | 0.59 | 0.59 | 0.65 | 0.71 | 资产质量 | | | | | |
| 每股拨备前利润(元) | 0.85 | 1.06 | 1.21 | 1.33 | 1.47 | 不良贷款率 | 1.24% | 1.20% | 1.32% | 1.37% | 1.38% |
| 每股净资产(元) | 4.42 | 5.00 | 5.18 | 5.83 | 6.54 | 正常 | 96.60% | 97.88% | 97.93% | 97.98% | 98.03% |
| 每股总资产(元) | 58.53 | 60.87 | 60.28 | 66.86 | 74.18 | 关注 | 2.17% | 2.12% | 2.07% | 2.02% | 1.97% |
| P/E | 14.45 | 13.04 | 13.04 | 11.86 | 10.79 | 次级 | 0.67% | | | | |
| P/PPOP | 9.05 | 7.24 | 6.37 | 5.78 | 5.24 | 可疑 | 0.47% | | | | |
| P/B | 1.74 | 1.54 | 1.49 | 1.32 | 1.18 | 损失 | 0.09% | | | | |
| P/A | 0.13 | 0.13 | 0.13 | 0.12 | 0.10 | 拨备覆盖率 | 203.18% | 216.53% | 201.31% | 200.85% | 202.18% |
| 利率指标 | | | | | | 资本状况 | | | | | |
| 净息差(NIM) | 2.01% | 2.23% | 2.19% | 2.17% | 2.15% | 资本充足率 | 13.83% | 14.17% | 14.29% | 14.40% | 14.50% |
| 净利差(Spread) | 1.79% | 2.00% | 1.85% | 1.75% | 1.65% | 核心资本充足率 | 11.59% | 11.87% | 12.20% | 12.50% | 12.77% |
| 贷款利率 | 0.00% | 0.00% | -0.10% | -0.15% | -0.20% | 资产负债率 | 92.43% | 91.79% | 91.38% | 91.26% | 91.17% |
| 存款利率 | 0.00% | 0.00% | 0.06% | 0.10% | 0.14% | 其他数据 | | | | | |
| 生息资产收益率 | 4.08% | 4.49% | 4.39% | 4.33% | 4.27% | 总股本(亿) | 40.00 | 40.00 | 44.44 | 44.44 | 44.44 |
| 计息负债成本率 | 2.29% | 2.49% | 2.54% | 2.58% | 2.62% | | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | | | | | | | |
| ROAA | 0.93% | 0.99% | 1.03% | 1.02% | 1.01% | | | | | | |
| ROAE | 12.69% | 12.54% | 12.19% | 11.79% | 11.54% | | | | | | |
| 拨备前利润率 | 1.51% | 1.78% | 2.10% | 2.09% | 2.08% | | | | | | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 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 |