

缓寻芳草 徐步前行

——银行业 2020 年投资策略

行业年度报告

◆经营生态：“促让利”与“控风险”的平衡

当前金融业增加值占 GDP 比重仍接近 8%，政策将继续驱动“促让利”服务实体经济，疏通货币政策传导机制，LPR 呈现“阶梯式”下行，消除银行服务大企业的超额利润。“控风险”作为另一政策抓手，落脚点在于防范区域性银行风险。两者统一于负债成本从严管控、以及进一步推动加大资本补充。受此影响，未来银行业竞争格局将呈现出“强者恒强”的特征。国股银行成为各类“补短板”政策的践行者，中小银行则面临持续的“去杠杆”压力，并由此带动实体经济“去产能”进程。

◆金融环境：逆周期调节力度加大

预计 2020 年货币政策在加大逆周期调节的同时，更加注重结构性调控，M2 增速保持在 8~8.5% 之间，人民币贷款增速落于 10.9~11.6% 之间；在影子银行不出现大幅收缩的情形下，全面降准幅度小于 150BP；更多使用定向性工具缓解结构性矛盾，PSL、再贷款等工具将发挥更大作用；MLF 存在多次下调可能，带动 LPR 下降“走小步、不停步”逐季下移。

◆2020 年上市银行经营料将“不温不火”

在政策驱动激励让利下，上市银行业信贷增速将稳中略降，重点投向“补短板、强基建、扩小微、控地产、稳零售”领域；净息差下行 7BP 左右；虽然信用成本有见顶迹象，但对资产质量不宜掉以轻心，行业不良率预计小幅反弹，化解资产质量压力需要更多资源投入。全行业营收与盈利增速将有所放缓，上市银行盈利增速降至 5% 一带。

◆投资建议

在“促让利”与“控风险”平衡之间，上市银行 ROE 大体平稳，以对冲风险、维持分红、补充资本、支持扩张。优质银行“护城河”主要在尾部银行抗风险的底线。经营特色鲜明的优质银行能够获得持续的 Alpha 收益。重点关注：大型零售银行邮储（H）、零售转型初见成效的平安、及传统优势行宁波、招商、常熟，关注资产重组、盈利进入向上拐点的兴业。

◆风险分析：

宏观经济大幅下行超出预期，银行业资产质量显著恶化。

买入（维持）

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

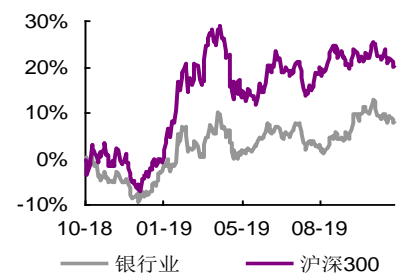
联系人

董文欣

010-56513030

dongwx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

一方面，市场担心各项政策不断挤压银行盈利，进而压制了估值表现；另一方面，今年前三季度银行盈利增速明显好于市场预期，从而导致 2019 年下半年银行股震荡表现，阶段性冲高。未来银行业经营状况如何，是否全行业会问题频发，我们对 2020 年银行业经营进行系统研判。

我们的创新之处

我们将银行业 2020 年经营的内在逻辑通过一手抓服务实体经济“促让利”，一手抓防范金融风险“控风险”联系起来，系统论述了两者之间的矛盾统一，论证银行业未来经营依然需要“稳中求进”。今后银行业经营过程中，从严控制负债成本、加大资本补充力度是大势所趋。文章亦指出了金融供给侧改革过程中，行业分层特征会愈发明显，优质银行有望“强者恒强”。

对 2020 年银行业核心经营要素进行研判，重点分析了信贷行业投向走势、LPR 改革后息差走势、区域性风险状况和资本补充压力。综合判断 2020 年银行业经营很可能处于“不温不火”的状态，上市银行 ROE 大体平稳，盈利增速略有下滑。

投资观点

在“促让利”与“控风险”平衡之间，优质银行具有持续的护城河，营收和盈利增长均高于行业均值。投资上可重点关注两类上市公司，一类是长期看具有鲜明特色的银行，此类银行风险隐患较小，自身经营具有弱周期性，各项业务可持续性更强，主要包括以零售银行为代表的**邮储 H 股**（2019/20 年 PB 分别为 0.8/0.7）、**平安**（PB 1.2/1.1）、**招行**（PB 1.6/1.5），以及地域特色鲜明，主要业务处于经济发达省份的**宁波**（PB 1.9/1.6）、**常熟**（PB 1.4/1.3）。另一类是传统银行转型升级过程中，原有问题局部出清，与市场判断存在预期差的银行，可主要关注**兴业银行**（PB 0.8/0.7）。

目 录

1、 2020 年银行业经营生态：“促让利”与“控风险”的平衡	4
1.1、 促让利——更好服务实体经济	4
1.2、 控风险——防范区域银行危机	6
1.3、 “促让利”与“控风险”统一于维持银行体系稳健性	7
1.4、 银行业的竞争格局：“强者恒强”	9
2、 2020 年银行业经营料将“不温不火”	9
2.1、 信贷增速稳中略降，货币增长维持平稳	10
2.2、 信贷投放结构：补短板、强基建、扩小微、控地产、稳零售	11
2.3、 净息差预计小幅收窄 7BP 左右	14
2.4、 资产质量以稳为主，化解风险需增加资源	15
2.5、 资本补充维持一定强度	16
2.6、 上市银行盈利增速料小幅放缓	17
3、 投资建议	18
4、 重点公司估值分析	19
4.1、 邮储银行（1658.HK）	19
4.2、 招商银行（600036.SH）	22
4.3、 兴业银行（601166.SH）	24
4.4、 平安银行（000001.SZ）	26
4.5、 宁波银行（002142.SZ）	28
4.6、 常熟银行（601128.SH）	30
5、 风险分析	31

1、2020 年银行业经营生态：“促让利”与“控风险”的平衡

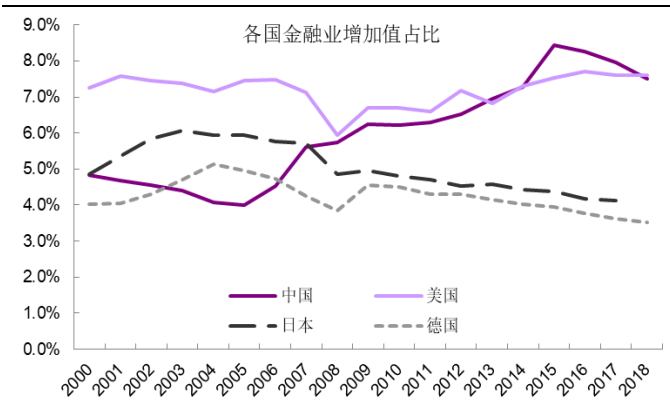
1.1、促让利——更好服务实体经济

1.1.1、金融业增加值占比仍高

近两年，商业银行努力探索自身经营特色，支持实体经济质效不断提高，为经济社会发展提供了契合度更高的专业金融服务。一系列“强监管”政策落地显效，金融体系持续“降杠杆”、“去通道”，清理影子银行。银行业总规模增速从 2107 年初的 14.4% 下降至目前的不足 8%，相应金融业增加值占 GDP 比重也在近两年有所下行，从 8.5% 高点降至 2018 年的 7.5%。另一方面，金融供给侧结构性改革继续深化，为打造与实体经济转型发展相适应的金融链条，银行不断强化“补短板”，重点支持制造业转型升级，本着保本微利原则经营小微业务，让利于实体经济。截至 9 月末，工业企业利息费用占利润比从年初的 23% 降至 19.3%，为实体经济增加让利。

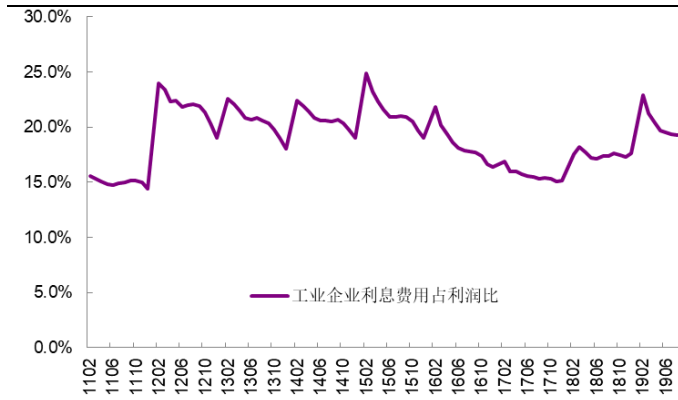
但从国际比较和当前我国经济形势观察，我国金融业增加值占 GDP 比重仍高于其他国家水平，金融机构获利能力较强，与实体经济的“唇齿相依”的关系还有进一步强化空间。2020 年，从大的政策环境看，仍会有诸多政策强化银行业竞争格局、疏通政策传导渠道，促进改善服务，更大力度的支持实体经济。

图 1：国际上看我国金融业增加值占比不低



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：工业企业利息费用占比略有下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 数据截至：2019 年 10 月

1.1.2、疏通货币政策传导机制，LPR 下行“走小步，不停步”

从国际经验和我国实践看，主要经济体在经济下行期间，银行业净息差水平会随着法定利率的下行而同步收窄。我国今年以来进行的贷款基准利率（LPR）改革也体现出政策的方向，原法定贷款基准利率被 LPR 替换后，LPR 走势除了反映市场供求，也很大程度上受到基准利率的影响。从政策初衷看，通过改革的机制疏通货币政策传导机制，LPR 改革带动定价体系下行，会消除银行对于大型企业的超额利润，以市场化的方式倒逼银行加强自身风险定价能力建设，更好地服务于小微民企经济等薄弱环节和重点领域。

LPR 作为定价基准执行以来，1 年期 LPR 价格已从 8 月份的 4.31% 下降至 11 月份的 4.15%，累计降幅 16BP；5 年期 LPR 为 4.8%。当前 1 年、5 年期 LPR 分别低于原贷款基准利率 20BP 和 10BP（以 5 年期以上贷款基准利率计算）。根据人民银行通报，银行新发放贷款中 LPR 运用的占比达到了 56%，9 月末利率低于 LPR-50BP 的贷款占全部贷款的 8%，占比较前期有所提高；9 月份企业贷款利率是 5.24%，比去年高点下降了 36 个基点；1Y 期 LPR 与超 AAA 短融中票价差为 90BP 左右，为今年低点。这表明，LPR 形成机制改革一定程度上起到了降低实体经济融资成本的效果。

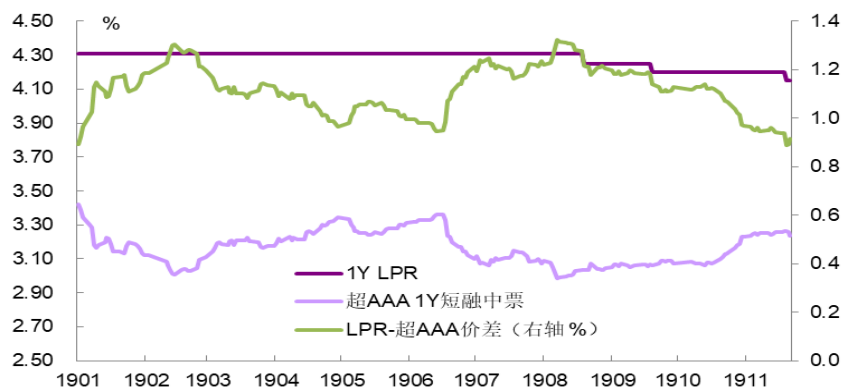
未来，LPR 下行仍将“走小步、不停步”，扩大对于实体经济让利空间。主要包括：

一是银行贷款定价体系仍处于较高水平。央行三季度《货币政策执行报告》显示，9 月份基于 LPR 加点的新发生贷款比例为 83%（假设执行 1Y LPR 4.25% 利率），而 6 月末法定贷款利率基准及上浮的贷款比例合计为 82%（假设执行 1Y 贷款基准利率 4.35% 利率）。从贷款上下浮动比例看，银行体系执行 LPR 后定价相对平稳。9 月份，一般贷款加权平均利率为 5.96%，比 6 月份上升 0.02 个百分点。虽然一般贷款定价提升有房地产融资成本上涨、个人非零售投放加大、贷款期限拉长等结构性影响，但我们也应注意到，三季度相较二季度，银行体系定价水平相对稳定。

二是随着 LPR 报价体系的运用的推广，也将促进贷款定价进一步下行。央行要求在新增贷款中，按照“358”的进度应用 LPR，即 9 月份新增贷款应用 LPR 的占比达到 30%，四季度达到 50%，明年一季度达到 80% 以上。新增贷款投放和贷款滚动到期将促使跟踪 LPR 产品增多。上市银行财报显示，国股银行近 4 成的贷款在一年以内滚动到期，截至明年年初，会有更大比例的贷款在明年年初跟踪新的定价基准。

三是存量贷款基准利率“换锚”也是题中之义。对于对公中长期 56 万亿存量贷款来说，央行表态“加紧研究存量贷款基准利率切换工作”，而中长期贷款的资金获取方主要为优质企业，贷款利率“换锚”将带动存量贷款定价下行。我们预计，存量贷款基准利率切换将分类开展，对公浮动利率贷款有可能率先“换锚”。

图 3：贷款定价与债券利率价差趋于收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2019 年 11 月末

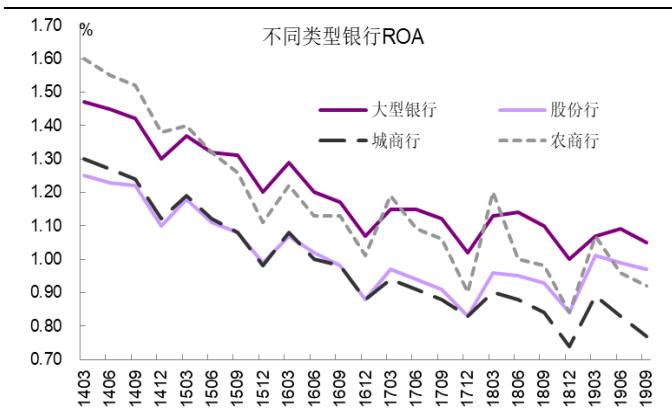
1.2、控风险——防范区域银行危机

当前银行经营内外部不确定性环境依然较多，历史遗留问题也随着经济减速“水落石出”，特别是在包商、锦州、恒丰银行事件之后，防范区域性、系统性金融风险的重要性被特别提高。而银行业让利实体经济能力的边界是在自身稳健经营的基础之上。

在商业银行体系中，大型银行和股份制银行由于客户基础更好、盈利能力更稳定、资本充足率更高，因此具有相对较好的资产质量。但城商行、农商行体系总体抗风险能力相对较弱。截至三季度末，大型银行、股份行、城商行、农商行的资产利润率水平分别为 1.05%、0.97%、0.77%和 0.92%，城商行和农商行资产利润率降幅较大。

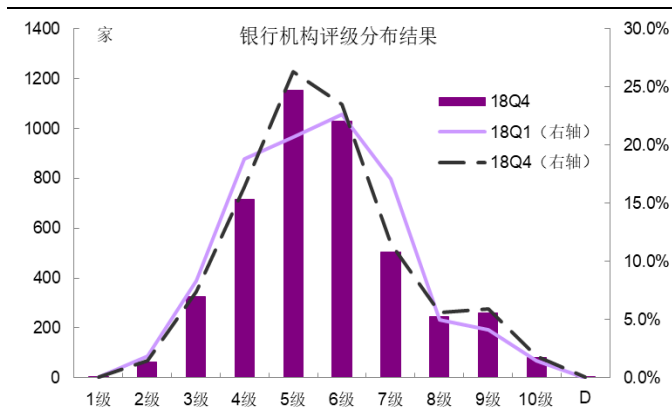
根据央行发布的《中国金融稳定报告》显示，2018 年 4 季度评测结果比 2018 年年初，在 4379 家银行业金融机构中，低评级（8-10 级）尾部银行数量有所增加，8-10 级共有 586 家、D 级（已倒闭或已接管）1 家，占比为 13.5%。相比 2018Q1 10.58% 的占比有所提升。这些低评级机构主要集中于农村信用社、农村合作银行、村镇银行和农村商业银行。农信、农合分别有 43.3% 和 32.7% 的机构分布于 8-10 级。

图 4：不同类型机构盈利出现分化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：低评级尾部银行占比有所抬升



资料来源：《中国金融稳定报告（2019）》，光大证券研究所

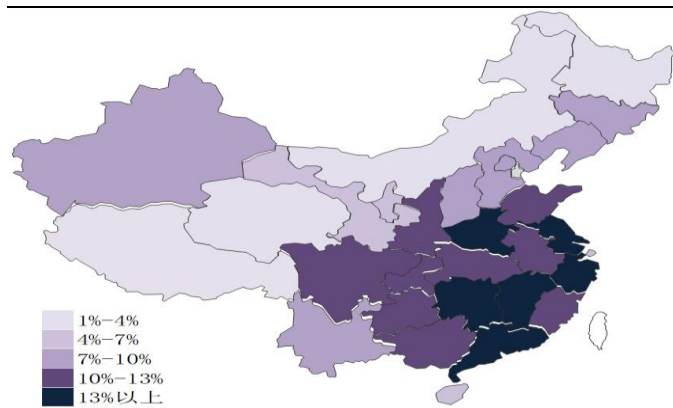
从信贷投放和资产质量的角度看，区域性风险不容忽视。今年前 10 月，金融机构人民币贷款增幅为 10.5%，但区域性投放分化突出。在东北、西北、西南和华北环京地区，旧经济与旧产业叠加，经济新旧动能切换难度较大，地区资产质量压力也更为突出，信贷投放分布规避风险区域。未来，需要防止陷入区域性“经济——金融”的收缩循环，信贷投放更需要加强逆周期调节，定向性的“再贷款”工具可能被投入使用。

从风险抵补能力看，机构分布上城商行、农商行压力更大。截至 3 季度末，大型银行、股份制、城商、农商不良率分别为 1.32%、1.63%、2.48%和 4%，今年以来城商行不良率出现跳升，大涨 69BP，且未来风险化解形势不容乐观。拨备覆盖率方面，以上四类机构 3 季度末覆盖率分别为 240%、199%、148%和 131%，城商、农商拨备率这两年以来的下滑态势也需要警惕。

从区域性银行经营的特征看，部分地区的“旧经济”结构导致本地金融机构丧失“造血”功能，而信用风险事件频繁发生给银行风控体系带来巨大压力，再叠加公司治理不完善、长期粗放经营、合规内控机制欠缺的固有问题，部

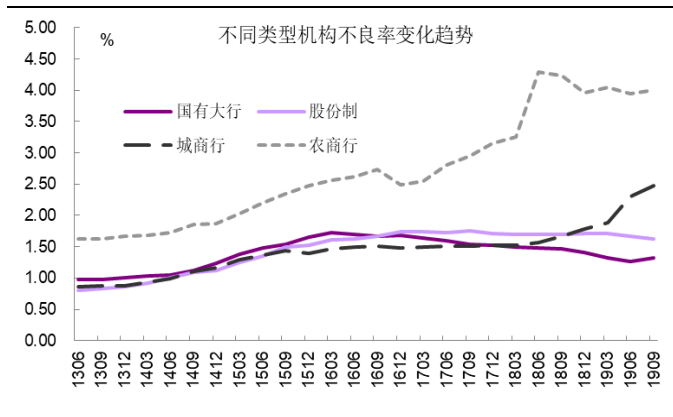
分机构持续运营在高风险区间，个别机构丧失持续经营能力，迫切需要外援性救助。

图 6：信贷投放区域地图（截至 2019 年 10 月）



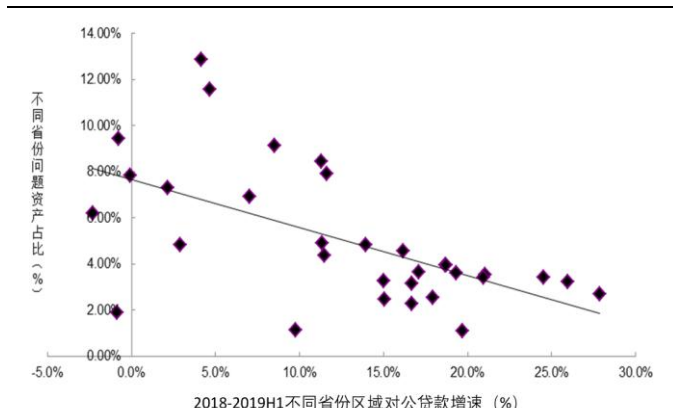
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：城商、农商行不良率明显走升



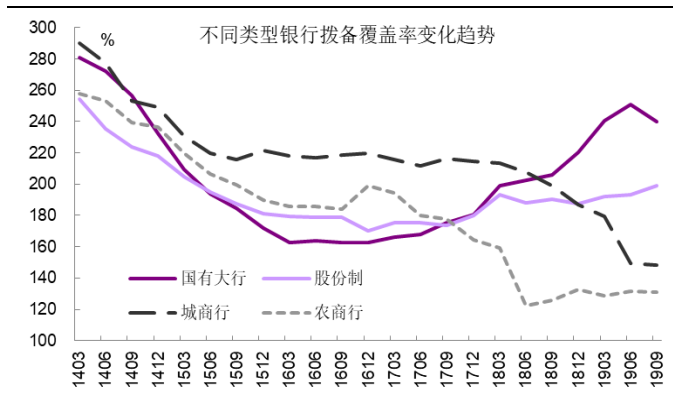
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：信贷投放区域性风险与贷款增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：城商、农商行拨备覆盖率下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、“促让利”与“控风险”统一于维持银行体系稳健性

今年前三季度，商业银行累计盈利达到 1.65 万亿，同时处置 1.4 万亿不良资产，主体银行经营稳定。银行业不断在支持实体经济和提升风险化解能力之间寻求平衡。展望 2020 年，“促让利”与“控风险”依旧作为矛盾统一体而存在，矛盾点在于银行体系为实体经济让利过多，可能影响其自身对抗风险的能力；而不对实体经济让利，既不符合国家政策导向，也将在一定程度上导致经营环境将更加恶化，防控风险难度加大。统一点在于当实体经济运行风险继续加大，实体经济发展和金融体系稳定需要“两全”，进一步加大负债成本管控、加大资本补充势在必行。

1.3.1、进一步加强负债成本管控

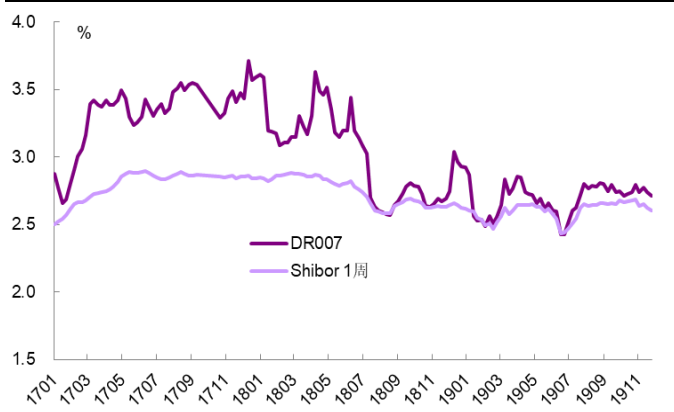
2020 年为加大对实体经济让利幅度，从严管控银行体系负债成本必不可少。在 LPR 各项成本组成中的，对优质企业来说资金成本占比超过 7 成，进一步降低实体经济融资成本需要有效控制银行体系负债成本。今年以来，LPR 的下调让利也更多是资金市场予以的支持，资金市场宽松使得银行体系综合

负债成本下降。以银行间质押式回购利率 DR007 来说，今年前三季度平均价格为 2.67%，较去年同期的 3.09% 下降了 42BP，较去年全年下降了 36BP。

今年，监管同样叫停了靠档计息的智慧存款，进一步明确发行结构性存款条件，均有利于规范存款竞争，防止变相突破 MPA 考核，维护银行体系成本大体稳定。可以预期，2020 年监管机构对于银行体系负债成本管理会继续强化，由此来减少市场非理性竞争，预计法定存款利率将持续存在一段时间，银行存款利率完全市场化仍有很长的路需要走。

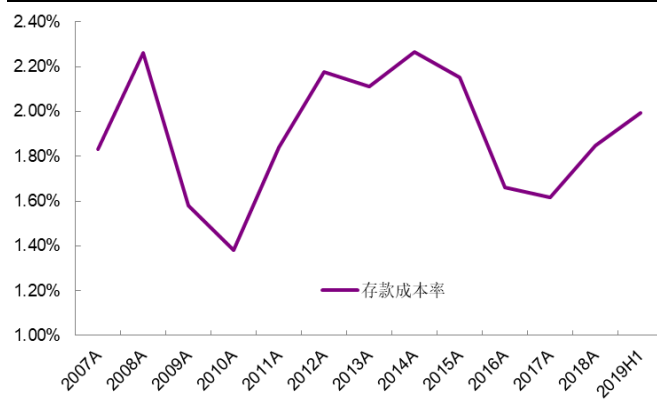
更长期限看，我们需要重新审视过往其他国家利率市场化过程中，竞争加剧推动的负债成本走高。在商业银行缺少自主风险定价能力、无法准确识别风险的情况下，或者在经济金融体系处于下行周期，基于个体理性的负债竞争，往往会造成整个金融体系的脆弱性增加。更为严格的负债成本控制某种程度上将是保证金融体系平稳运行的重要手段。

图 10：资金市场利率维持宽松有利于控制负债成本



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：一般性存款成本上行压力依然不小



资料来源：Wind，光大证券研究所

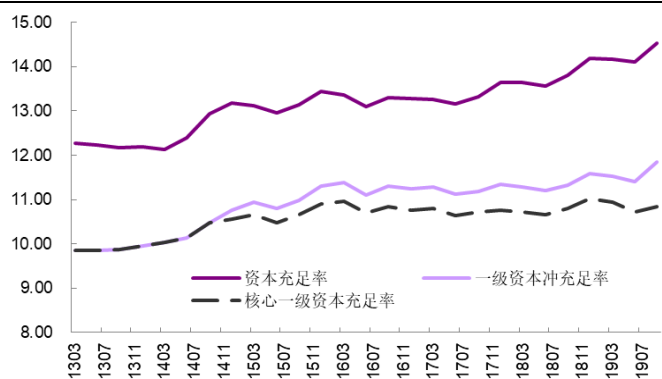
1.3.2、进一步加大资本补充力度

在 Basel III 框架下，资本既是对信贷投放的重要支撑，也是对抗风险最终手段。截至 2019 年 3 季度末，我国商业银行核心一级资本充足率为 10.85%、一级资本充足率为 11.84%、资本充足率为 14.54%。自《商业银行资本管理办法》(2012) 实施以来，商业银行一级核心资本充足率提升了 1 个百分点，一级核心资本净额增加了 9.3 万亿。未来，进一步加大资本补充的必要性增强，2020 年也仍将是各类资本补充的大年。

对于大型银行和股份制银行来说，我国四大行已经入选全球系统重要性银行 (G-SIBs)，需要从 2025 年起满足总损失吸收能力 (TLAC) 相关要求，国内系统重要性银行 (D-SIBs) 也在评估之中，预计 2020 年予以公布名单并推动实施，部分股份制银行存在资本缺口。

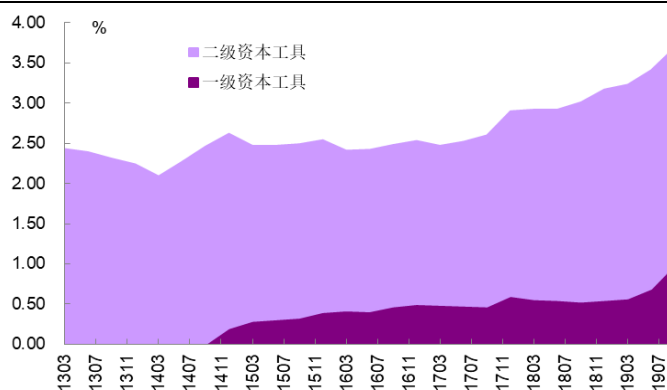
对于中小银行来说，央行在二季度《货币政策执行报告》中曾指出，“部分中小银行出现的局部性、结构性流动性风险，本质上是真实资本水平不足导致的市场选择结果。”近日金融委第 10 次会议也要求“多渠道增强商业银行特别是中小银行资本实力，完善防范、化解和处置风险的长效机制”。可以预计，未来将进一步推动中小银行补充资本，通过补充资本加强金融风险防基础能力，并促进中小银行恢复放贷能力。

图 12: 商业银行充足率水平稳步提升 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 各类资本工具占比变化



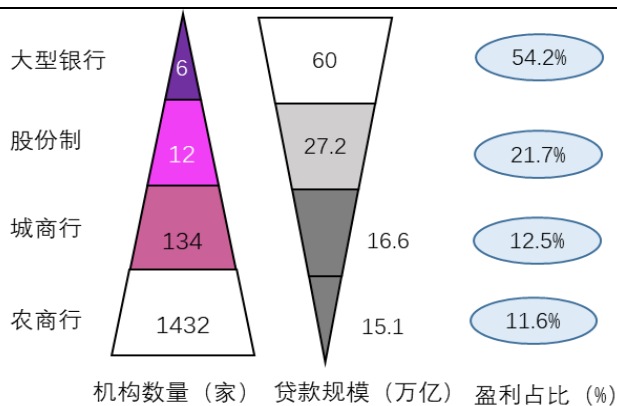
资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.4、银行业的竞争格局：“强者恒强”

由于“促让利”和“防风险”统一于负债成本和资本实力，那么在目前的行业经营态势下，未来银行业竞争格局很可能呈现出“强者恒强”的特征。成本的严格管控将弱化现有竞争格局，中小银行同时受到监管和风险约束，加大了稳存增存的难度。

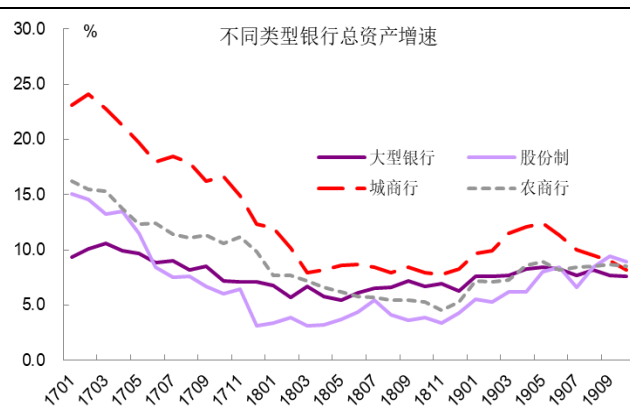
未来，国股银行成为各类“补短板”政策的践行者，而中小银行则面临持续的“去杠杆”压力，表内同业投资与表外“非标”压降，可能对实体融资形成结构性冲击。随着中小银行进一步回归本源、服务本地，将驱动以金融企业“去杠杆”带动实体经济“去产能”过程。未来，银行数量将逐步减少，行业分层特征更加明显，大型银行推动提升综合金融服务能力，尾部机构面临并购整合。

图 14: 主体金融机构维持稳定, 尾部机构面临并购整合



资料来源: Wind, 光大证券研究所 数据截至: 2019 年三季度末

图 15: 城商行规模增速显著放缓, 同业业务压缩



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、2020 年银行业经营料将“不温不火”

2020 年，在货币政策保持一定定力，监管政策驱动激励让利的情形下，银行业经营将继续“稳中有落”，更加追求服务实体经济与防范金融风险的平衡。各项指标上，银行业信贷增速将稳中略降；净息差下行 7BP 左右；虽然信用成本有见顶迹象，但对资产质量不宜掉以轻心，行业不良率预计小幅反弹，化解资产质量压力需要更多资源投入。全行业营收与盈利增速将放缓，

上市银行盈利增速降至 5% 左右，大型银行盈利增速回落至 3%，股份行回落至两位数以内。

2.1、信贷增速稳中略降，货币增长维持平稳

2020 年宏观经济下行压力依然存在，货币政策在加大逆周期调节的同时，更加注重结构层面调控，并推进改革与调控、短期与中长期、内部与外部均衡的有机结合，货币信贷形势有望保持平稳运行。

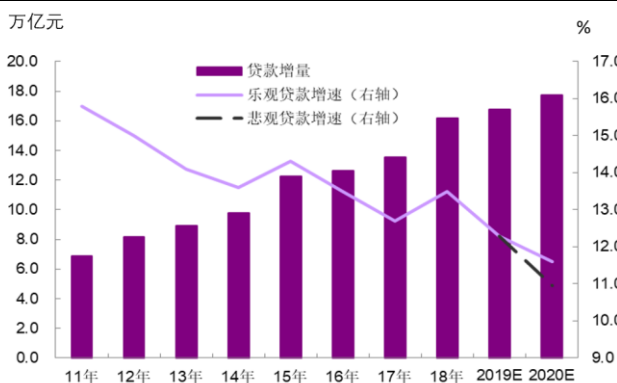
信贷增速稳中略降。2020 年，实体经济融资需求不足矛盾短期内难以得到有效改善，中美贸易摩擦依然存在较强不确定性，市场风险偏好普遍较低，局部信用体系收缩依然存在。在此基础上，信贷增长或更多依靠外生政策驱动，与基建领域投资配合的信贷投放将是承担托底实体经济和稳定信贷数据的重要抓手，制造业领域信贷结构性改善有望延续，大型金融机构将进一步发挥“头雁效应”。

社融增速保持双位数增长。2020 年是防范化解系统性金融风险的收官之年，金融监管有望加速“补短板”，但在监管力度和节奏上更加注重平衡好稳增长和防风险之间的关系，小微、民企等弱资质信用主体融资环境有望边际修复，但房地产调控稳中从紧趋势并未改变，房地产融资仍将受到一定抑制。同时，在“强基建”导向下，地方专项债发行有望进一步加速，将在一定程度上起到稳社融的作用。

货币增长维持平稳。2020 年，货币政策在总量上仍将保持松紧适度，确保 M2 增速与名义 GDP 增速的基本匹配。在经济下行压力和全社会信用体系呈现局部收缩态势下，随着结构性通胀压力的缓解，货币政策仍有一定降准空间，但频度和力度或弱于 2018-2019 年。在此情况下，2020 年市场流动性总体保持合理充裕状态，货币乘数提升有望进一步改善信用派生能力，商业银行稳存增存压力总体可控，货币增长料将维持平稳。

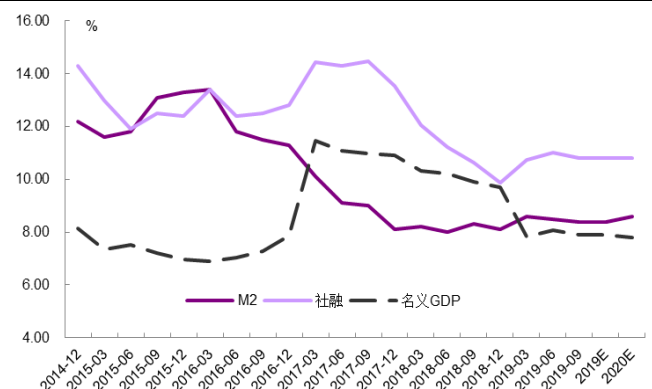
我们预计，2020 年人民币信贷增速 10.9~11.6%，新增信贷与今年持平或略高，保持在 16.6 万-17.6 万亿之间；M2 增速 8~8.5%，社融增速保持在 10%-10.6%。

图 16：信贷增速略有回落



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 17：货币增速料维持在 8% 以上



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2.2、信贷投放结构：补短板、强基建、扩小微、控地产、稳零售

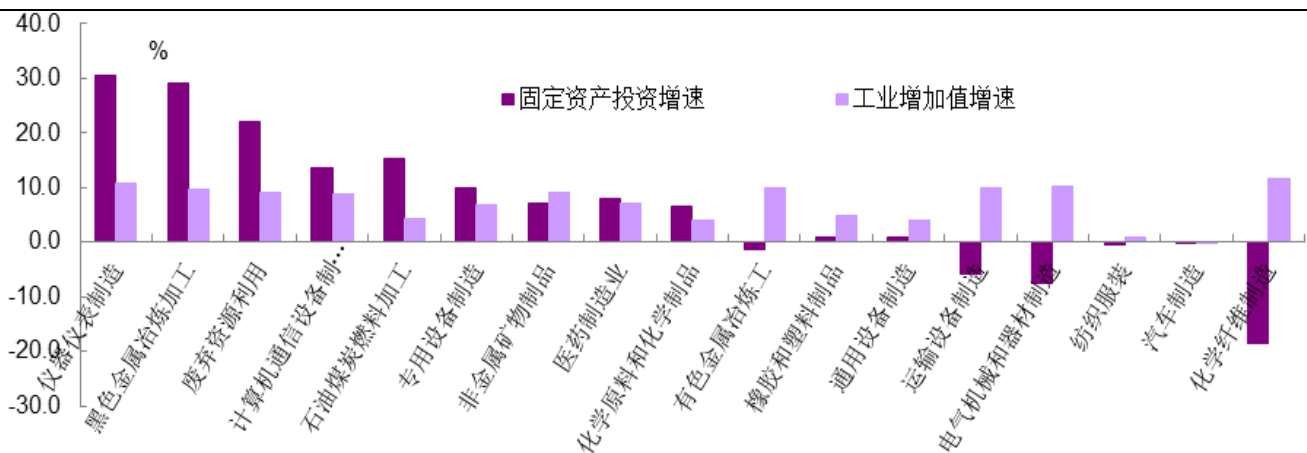
我们预计，2020年信贷投放结构将集中于以下领域，分别是：“补短板（制造业）、强基建、扩小微、控地产、稳零售”。

2.2.1、补短板：政策驱动加大制造业投放，制造业信贷结构性提速

今年以来，各级监管机构曾屡次要求商业银行加大制造业信贷支持力度，制造业贷款增速逐步回升、贷款结构不断优化、中长期贷款比重上升。截至9月末，制造业中长期贷款同比增速11%，前三季度累计增加3300亿，约占全部制造业贷款增量的一半。今年全年制造业贷款增速预计能够达到7%，政策性银行和大型银行发挥了稳定器作用。预计2020年政策驱动效力有望进一步加大，央行将通过窗口指导、完善MPA考核以及定向降准等方式，引导金融机构继续支持制造业信贷投放。

在信贷结构方面，计算机、通信、生物医药及高性能医疗器械等新兴产业以及现代供应链、电子商务等现代服务业将成为银行聚焦的热点领域，信贷配置呈现“高增长、低不良”特点，高技术制造业中长期贷款近两年持续快速增长，今年增速超过40%。而其他传统行业如钢铁、煤炭、炼焦、水泥等受困于“产能过剩”影响，企业固定资产投资意愿相对不足，在风险偏好依然较低的情况下，金融机构对这些领域的信贷投放也相对审慎。

图 18：固定资产投资和增加值较好的制造业面临更好的信贷环境（数据截至 2019 年 10 月）



资料来源：Wind，光大证券研究所

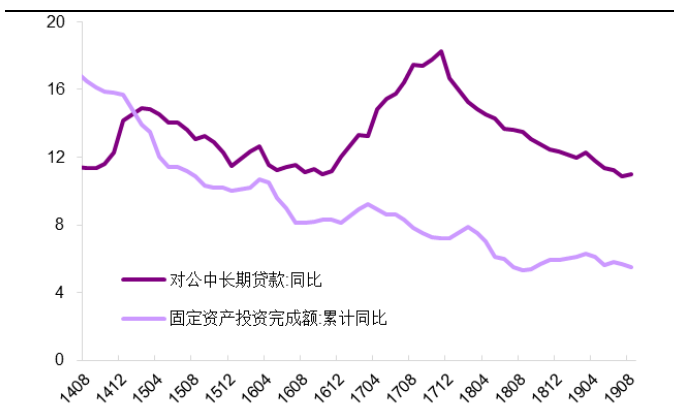
2.2.2、强基建：支持重大项目融资和地方政府专项债配套融资

在实体经济有效需求不足和风险偏好相对审慎的环境下，“强基建”有望起到托底实体经济和稳定金融数据的效果。截至9月末，狭义基础设施行业的中长期贷款同比增长8.9%，为年内高点。前三季度累计新增1.56万亿，占新增信贷的11%。近期，市场对于2020年财政政策加力的预期较高，中央重大项目投资加码、地方政府债务扩容、专项债项目标准调整等都有助于吸引更多信贷资源流入，由此驱动基建投资企稳反弹，并起到支持固定资产投资增长的作用。

我们预计，2020年基建领域信贷增长有望提速，基建领域新增信贷占比将超过今年。京津冀、长三角、粤港澳大湾区等国家重点战略领域重大项目将

成为金融机构业务布局的发力点，铁路、高速公路等交通运输业、生态环境业以及重大水利和公共资源领域信贷配置力度有望加大。

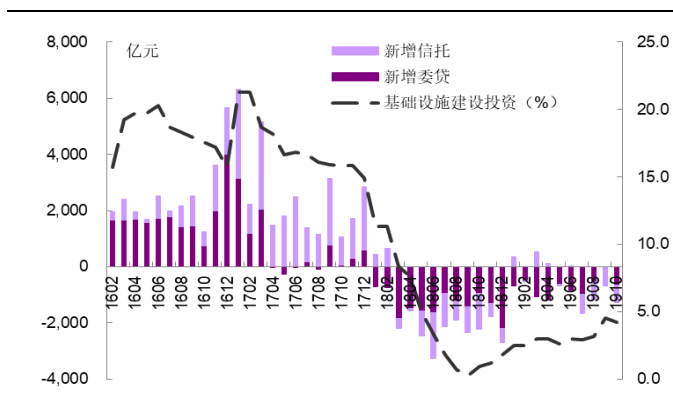
图 19：固定资产投资与中长期贷款增长相关度大



资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

图 20：基建投资增速出现触底企稳迹象



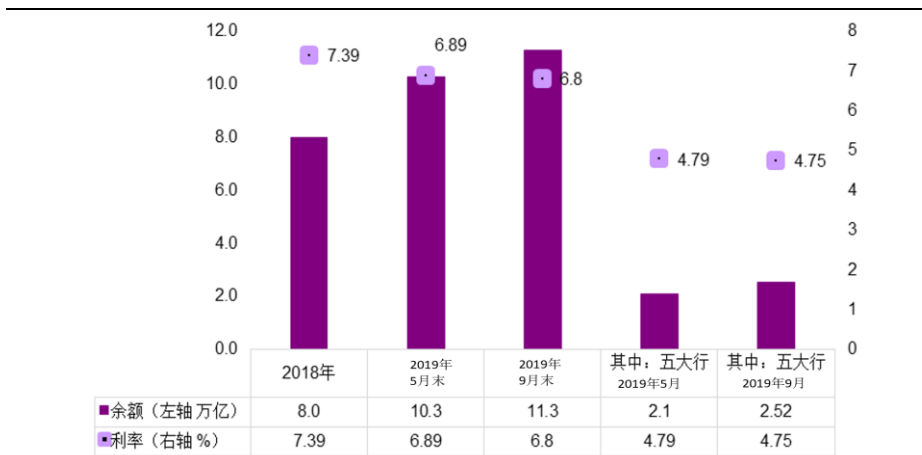
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2.3、扩小微：继续加大小微领域信贷支持，考核要求加码

今年以来，监管机构对于金融机构小微领域信贷投放的考核力度进一步加码，在原有“三个不低于”和“两增两控”指导意见的基础上，又通过MPA考核以及窗口指导等方式，在存量规模、增量占比、覆盖面等方面对普惠口径下的小微贷款投放作出相关要求。截至9月末普惠小微贷款余额是11.3万亿元，同比增长23.3%，平均贷款定价为6.8%，较年初下降59BP，小微企业贷款呈现“量增、价降、面扩”的格局。

2020年，监管方面可能出台针对小微企业金融服务的评价办法，从信贷投放、内部专业化体制机制建设、监管政策落实、产品及服务创新、监管检查方面进行管理。在定价方面，央行或将出台更多惠及小微企业的相关政策，例如定向降准、调降三年期大额存单上浮比例等方式，引导小微贷款利率下行。商业银行也将进一步加大小微贷款FTP授权幅度，将更多政策红利让利于小微贷款FTP定价。可以判断，明年对小微金融服务的监管要求，只会增强，不会减弱，小微企业金融服务可得性将进一步增加。

图 21：今年以来普惠小微贷款投放情况



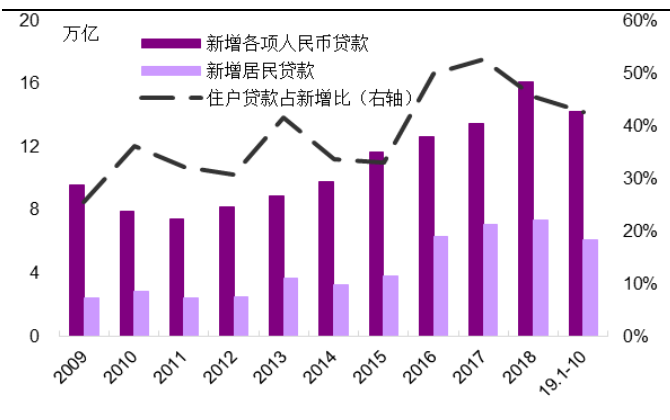
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2.4、控地产：房地产融资延续“稳中从紧”，但或有节奏变化

7月30日召开的政治局会议明确定调，“不以房地产作为短期刺激经济的手段”，今年下半年地产融资形势“稳中从紧”，房地产融资“价升量跌”，原有不合规的融资行为被极大约束。当前银行表内房地产贷款全部贷款比大致为27%左右，新增居民贷款占新增各项贷款比的43%，直接或间接与房地产相关的贷款占全部贷款比例超过40%。严防房地产“泡沫化”和防止“大起大落”是维护金融稳定的重要抓手。基于此，监管部门将进一步通过MPA考核加强对全口径房地产融资的管控，并设置存量规模、增量占比等考核指标引导商业银行控制房地产领域信贷投放，重点加强对商业银行通过腾挪、转道等方式违规输血房地产市场行为的监管。

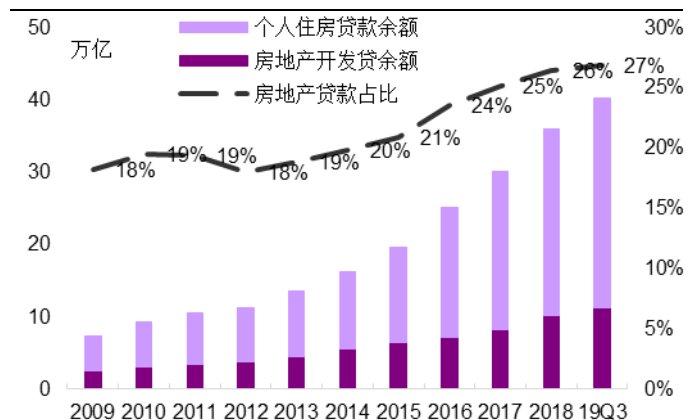
展望2020年，房地产融资仍将延续“稳中从紧”的整体定调，银行体系广义房地产融资增量在环比和同比增速上均可能出现下滑，增量占比仍将受到控制。但在调控的灵活性方面预计有所增加：“因城施策”使得调控更加差异化，个人按揭贷款需求与住房销售关联度较强，差异化调控政策会影响按揭贷款需求，银行对按揭需求的满足程度也会维持在高位。

图 22：新增居民贷款主要由按揭贷款贡献



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：主要银行房地产贷款占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

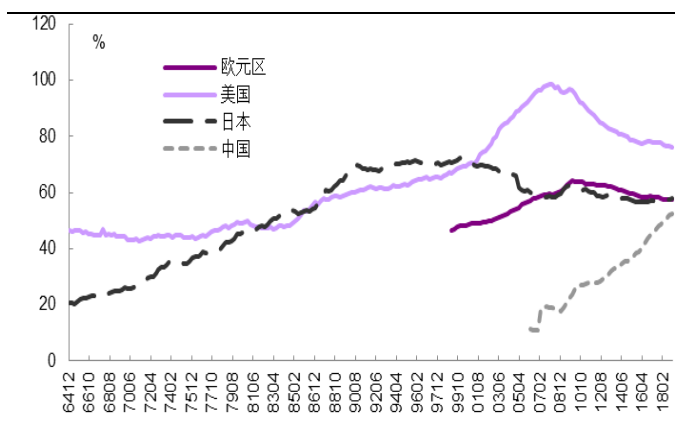
2.2.5、稳零售：商业银行仍将持续向零售信贷转型

在经济增速下行压力加大、对公项目储备不足以及出于稳净息差的诉求下，商业银行近两年持续向零售领域转型。消费贷、信用卡等具有场景化特点的信贷投放维持良好增长态势，今年前10个月，居民短期消费类贷款增速13.5%。

对于住房按揭贷款而言，虽然央行规定了首套/二套最低利率水平，现阶段发放的按揭贷款绝对利率难以下降，LPR点差主要通过目前不同区域的实际价格进行倒算。但从中长期来看，考虑到LPR的“阶梯式”下移，在可预见在利率下降周期，商业银行将加大低风险住房按揭贷款投放的力度，按揭贷款定价处于较为明确下行通道。

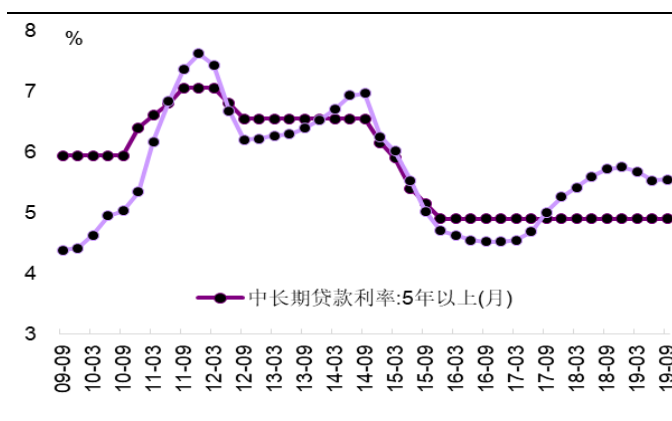
预计2020年，零售贷款增长将一如既往保持稳定，住房按揭贷款增量占比总体维持在25-30%，短期消费贷、信用卡增长态势较好。

图 24：我国居民杠杆率仍有提升空间



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 25：按揭贷款利率下行空间较大



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、净息差预计小幅收窄 7BP 左右

今年前三季度，受益于央行降准提供低成本资金及信贷结构优化，商业银行净息差连续环比微幅走阔，升至 2.19%。其中，中小行更是受益于资金市场低利率环境，推动了存量高成本同业负债置换，息差改善幅度更为明显。2020 年，我们预计银行体系净息差因“促让利”而趋于下行，并预计行业净息差收窄 7BP 左右。

2.3.1、贷款定价下行确定性强

2020 年，在进一步疏通货币政策传导机制的政策安排下，LPR 定价将继续“阶梯式”下行。LPR 下行动力一方面来自于其跟踪的 MLF 存在 10~25BP 的下行空间，另一方面来自于 MLF 加点点差的收窄。对于实际贷款定价而言，预计约有 38% 贷款会在 1Y 之内到期重定价，约有 32% 浮动利率对公贷款在 1Y 以内陆续重定价，若重新以 LPR 为锚，则：

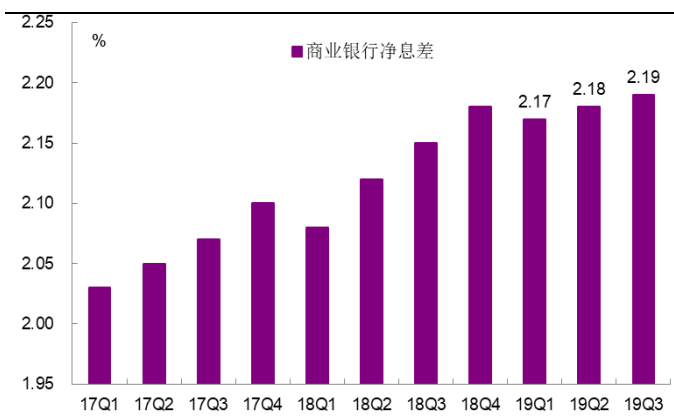
新发生贷款定价由于基准 LPR 下行而同步向下，明年年初由于贷款滚动到期较多，预计新发生业务重订价将对全部贷款收益产生下拉效应约 3BP，全年负面贡献 6BP。**存量浮动利率贷款定价**基准“换锚”将直接带动存量信贷业务定价直接下行。我们预估，存量对公浮动利率贷款切换定价基准将在 2020 年拉低贷款定价 4BP。同时，银行机构通过结构调整，提升贷款业务占比、布局高收益零售资产、注重综合服务能力提高定价粘性等手段可以在一定程度上对冲资产端定价下行压力。综合以上因素，预计 2020 年总体贷款定价下行 10BP 左右，拉低生息资产收益率 7BP 左右。

2.3.2、负债端定价预计保持稳定

2020 年，我们依然判断资金市场维持偏宽松格局，流动性保持合理充裕，资金市场的宽松有助于主动负债控制成本。首先，结构性存款平均久期为 4-6 个月，随着三季度以来结构性存款 FTP 的多次下调，资金到期续作将有助于负债成本的改善。其次，在流动性保持合理充裕的环境下，资金利率有望延续低位运行，银行同业存单在经历 5-6 月份高位后，价格逐步回落，在此期间吸收的 6-1Y 期资金将在 2020 年面临置换，也将起到降低市场类资金成本的作用。最后，监管部门的政策引导力度有望进一步加大，针对三年期大额存单价格上浮比例的管控措施有望出台，商业银行也将进一步加大高质量核心存款的吸收和考核力度，针对高成本负债在利率、规模、占比等方面设置

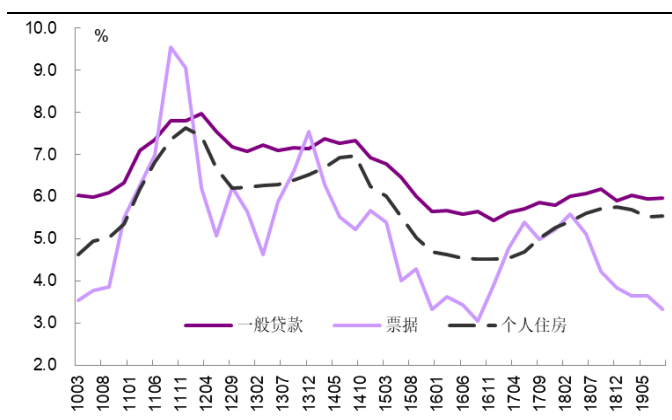
相应管理限额。我们预计负债端总成本率能够维持稳定，大型银行负债成本可能更加平稳，核心负债具有优势的银行能够获得持续的超额利润。

图 26：商业银行净息差走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 27：贷款定价具有下行空间



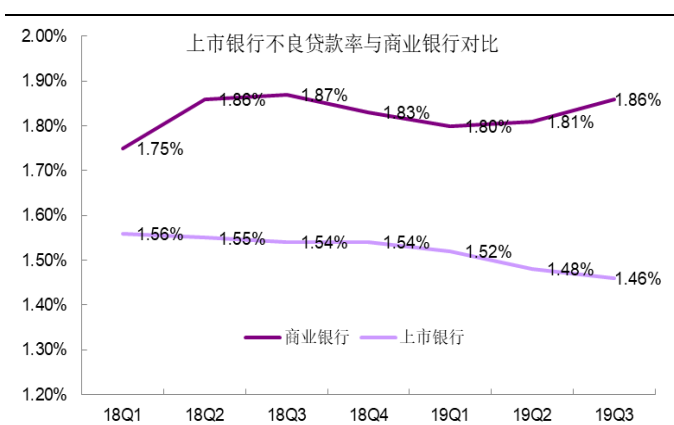
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.4、资产质量以稳为主，化解风险需增加资源

上市银行资产质量明显较优，拨备基础进一步夯实。虽然商业银行口径资产质量压力持续抬升，但对上市银行而言，我们观察到持续向好的变化。3 季度末上市银行不良率环比下降 1BP 至 1.51%，随着不良监管趋严、存量不良加速处置和出清，行业整体资产质量真实性提升；行业拨备覆盖率与拨贷比继续分别环比提升 4 个百分点、4BP 至 213%、3.19%。

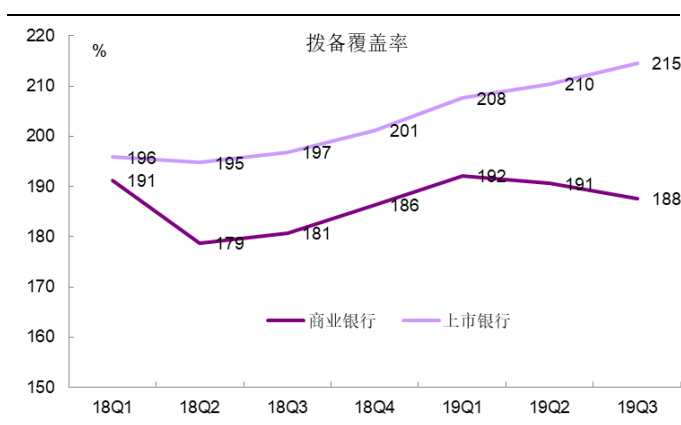
2020 年资产质量以稳为主，但不宜轻言信用成本见顶回落。2020 年，内外部经济形势仍存在不确定性，风险化解需要增加资源：（1）明年是三年防范金融风险攻坚战收官之年，“僵尸企业”出清推进速度将加快。（2）《金融资产分类管理办法》正式出台，新政提升问题资产认定标准，需对存量风险进行再确认。其中，交叉违约认定、非信贷资产拨备计提、展期重组贷款再分类都将明显影响现有问题资产评测体系。（3）区域性、行业性金融风险可能加速暴露，金融领域交叉金融风险传染仍需要重视。（4）零售银行领域风险上行势头预计仍将延续，不良生成的潜在压力值得关注。（5）明年也是“资管新规”过渡期结束之年，银行表外理财问题资产需要借助母行资源予以化解。

图 28：上市银行资产质量状况显著优于商业银行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：上市银行拨备覆盖率水平好于商业银行整体



资料来源：Wind，光大证券研究所

2.5、资本补充维持一定强度

促进银行业服务实体经济和防范金融风险的矛盾统一于银行资本补充需要，近期各类监管文件鼓励商业银行多渠道补充资本，预计 2020 年仍是各类资本工具发行的大年。

TLAC 对四大行提出新的要求。目前，我国四大行工、农、中、建均已纳入 G-SIBs 范畴。按照 TLAC 监管框架：正常情况下（即满足“加速条款”）需满足 2025 年资本充足率 $\geq 16\%$ 、杠杆率 $\geq 6\%$ 要求；2028 年资本充足率 $\geq 18\%$ 、杠杆率 $\geq 6.75\%$ 的监管要求。未来 5 年，若四大行若保持 5%左右的年均净利润增速，维持 RWA 保持 8%左右的增速，需年均补充约 1000 亿左右的 TLAC 工具。若四大行盈利能力下滑，净利润增速每降一个百分点，年均 TLAC 工具发行规模将多增 150-200 亿元。

表 1: G-SIBs 所面临的 TLAC 资本缺口

单位：亿元

	资本充足率 (2019Q3)	RWA (2019Q3)	资本净额 (2019Q3)	TLAC (2025)	TLAC 资本缺口	合格债务 工具缺口
工行	16.65%	186153	30994	17.50%	6649	5827
农行	16.10%	152782	24598	17.00%	6181	4018
中行	15.51%	140095	21729	17.50%	7812	4245
建行	17.30%	146572	25357	17.00%	2023	5174
合计	-	625602	102678	-	22666	19264

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

国内系统重要性银行 (D-SIBs) 评估提升部分股份制银行资本要求。我国央行已经发布了《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》，拟从实施附加资本要求、落实资本内在约束机制入手，强化流动性、大额风险暴露、风险数据加总和风险报告等方面的监管要求，提高系统重要性银行的经营稳健性。可以预期，纳入的 D-SIBs 的银行所受到的监管包括：（1）更高的资本充足率标准，分档提升附加资本要求（预计介于 0.5%~2%之间）和杠杆率约束，从而拉低银行体系 ROE 水平；（2）更严格的流动性约束，不排除提高 LCR、NSFR 指标最低达标标准。（3）更严格的大额风险敞口控制、定期压力测试、更多的信息披露等。根据政策评估节奏，预计 2020 年下半年出台 D-SIBs 评估结果并予以实施，其中，部分股份制银行预计受到影响，可能触发核心一级资本补充需要。

表 2: 预计纳入 D-SIBs 评估的上市股份行和城商行资本状况

单位：%

	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率	杠杆率
招行	11.90	12.66	15.44	6.43
浦发	10.10	11.39	14.01	6.37
华夏	9.01	11.69	13.77	--
兴业	9.45	10.57	13.43	6.26
光大	9.16	11.07	13.43	6.01
平安	9.75	10.54	13.36	5.81
民生	9.30	10.36	13.29	6.61
南京	8.68	9.83	12.88	5.47
北京	9.23	10.12	12.34	6.48
中信	8.76	9.51	11.82	6.19

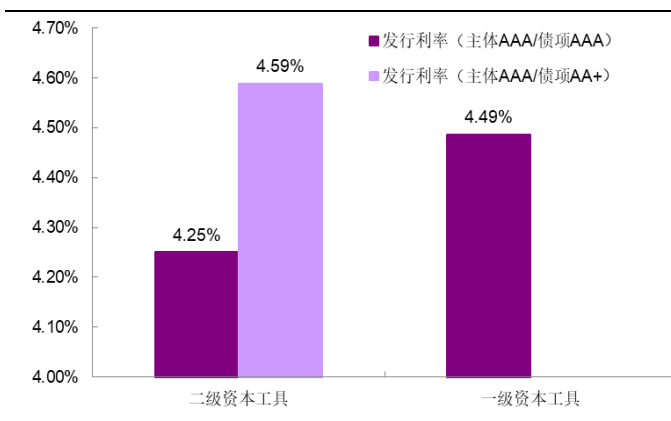
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2019 年三季度末

鼓励创新资本工具发行，未来银行业资本结构更加多元化。近日，监管机构发布了《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》，将权益类一级资本工具触发事件由“双触发”放松为“单触发”，能够降低一级资本工具的发行难度，节约发行成本，由此带动一级资本工具定价向二级资本工具收敛，提升银行一级资本补充能力。特别是对于相对优质的上市银行来说，一级资本工具成本将与二级资本工具更为接近；而对于中等规模的商业银行（债项评级AA+）来说，一级资本工具的融资成本降幅可能相对更大，这也为“永续债”发行主体下沉创造了条件。截至2019年三季度末，商业银行体系一级资本工具占比0.99%，较年初0.57%提升0.42个百分点，未来仍有提升空间。

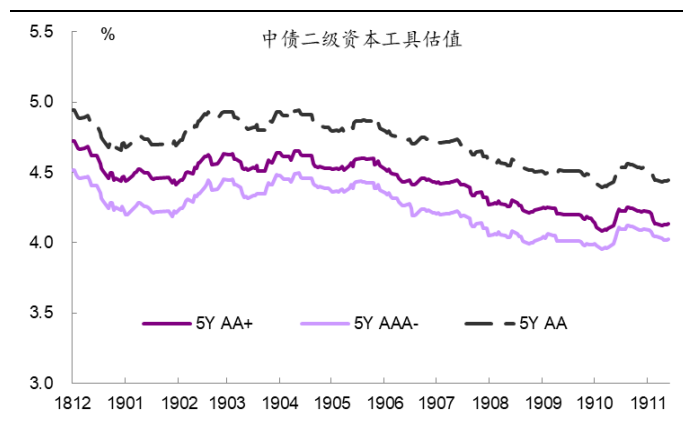
从更长时间轴观察，我国银行业资本结构将进一步优化，资本工具占比将进一步上行。从国际对比看，我国银行业普通股股权一直以来占资本比重较高，资本工具运用不足，未来政策在推动资本工具补充资本，推动参与国际竞争，平衡综合杠杆率水平方面，将发挥更多作用。

图 30：不同等级资本工具发行成本



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 31：中债不同信用等级二级资本工具收益率估值



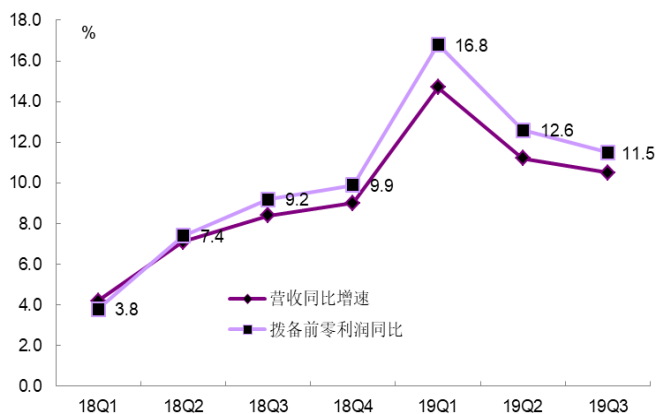
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.6、上市银行盈利增速料小幅放缓

前三季度上市银行业绩保持稳健，26家上市银行实现营业收入同比增长10.4%，拨备前利润同比增长11.4%，净利润同比7.1%，整体保持稳健；规模、息差和手续费为重要正贡献因素；存量不良包袱减轻，拨备基础进一步夯实，资产质量整体稳定。

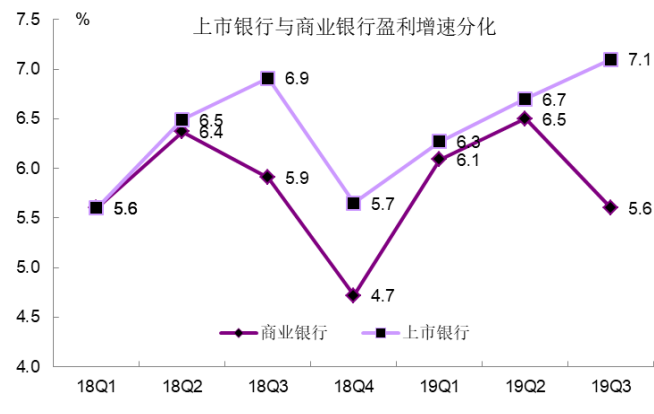
2020年上市银行营收与盈利增速料小幅放缓。在2019年高基数、对实体经济让利和监管政策挤压下，上市银行规模增长所带来的盈利正贡献将部分被NIM的收窄所抵消；非息收入占比将大体维持稳定；为应对潜在的资产质量压力风险，需要计提更多资源予以化解。2020年，上市银行业营收与盈利增速均放缓，预计大型银行盈利增速降至3%，股份制降至10%以内，行业盈利增速降至5%左右。

图 32：上市银行营收增速将有所放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 33：上市银行与商业银行盈利走势分化



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 3：上市银行分类型营收与盈利增长情况

银行	营业收入			拨备前利润			归母净利润		
	3Q2019	1H2019	1Q2019	3Q2019	1H2019	1Q2019	3Q2019	1H2019	1Q2019
整体	10.5%	11.2%	14.7%	11.5%	12.6%	16.8%	7.1%	6.7%	6.3%
国有行	6.9%	7.6%	10.5%	7.3%	8.1%	11.3%	5.0%	4.8%	4.2%
股份行	16.4%	17.3%	21.9%	18.5%	20.3%	26.7%	11.1%	10.4%	10.0%
城商行	20.5%	22.3%	27.5%	23.5%	25.5%	32.2%	14.7%	14.4%	14.5%
农商行	14.5%	15.0%	23.2%	16.0%	16.8%	26.2%	16.6%	14.7%	14.6%

资料来源：Wind，光大证券研究所

3、投资建议

在“促让利”与“控风险”平衡之间，上市银行 ROE 大体平稳，以对冲风险、维持分红、补充资本、支持扩张。其中优质银行的“护城河”主要在于尾部银行抗风险的底线。经营特色鲜明的优质银行能够获得持续的 Alpha 收益。

投资上可重点关注两类上市公司，一类是长期看具有鲜明特色的银行，此类银行风险隐患较小，自身经营具有弱周期性，各项业务可持续性更强，主要包括以零售银行为代表的邮储银行（H）、零售转型初见成效的平安、以及传统优势行宁波、招商、常熟。另一类是传统银行转型升级过程中，原有问题局部出清，与市场判断存在预期差的银行，可主要关注兴业银行。

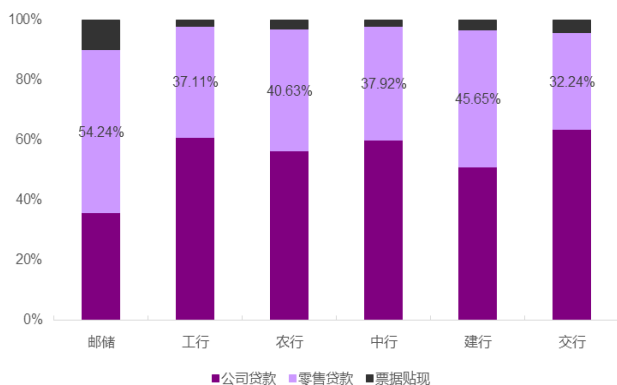
4、重点公司估值分析

4.1、邮储银行（1658.HK）

邮储银行是国内拥有网点最多的银行，也是零售贷款占比最高、客户下沉最深、股权结构更为多元的国有大型银行。近年来盈利能力保持稳健增长、资产质量显著优于国有行平均水平，2019年A股IPO受到资本市场高度关注。

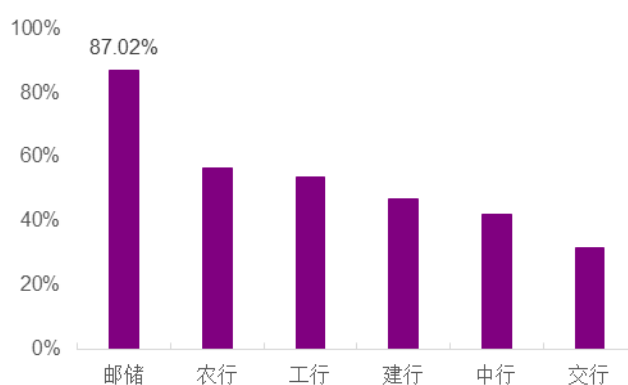
邮银合作模式下拥有广泛网点布局，独特的零售禀赋带来诸多竞争优势。邮储银行借助与邮政集团独特的合作体系，以“自营+代理”模式拥有3.97万网点（其中自营网点与代理网点占比约1:4）居银行业首位，覆盖中国所有城市和99%的县域地区。广泛的下沉式网点布局，一方面带来5.89亿的庞大个人客户基数，覆盖超过中国总人口的40%；另一方面，也提供了稳定的存款来源，存款占计息负债的比重达95%以上，且以稳定性强、成本低廉的个人存款为主（个人存款占存款总额87%）。平均存款成本率颇具竞争优势，个人存款平均付息率仅1.58%（2019年三季度末数据，考虑代理手续费后，综合成本将有所抬升）。此外，个人存款年复合增速近10%，处于行业领先水平。

图 34：邮储银行零售贷款占比高于 50%（19H1）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 35：邮储银行零售存款占比显著高于五大行（19H1）



资料来源：Wind，光大证券研究所

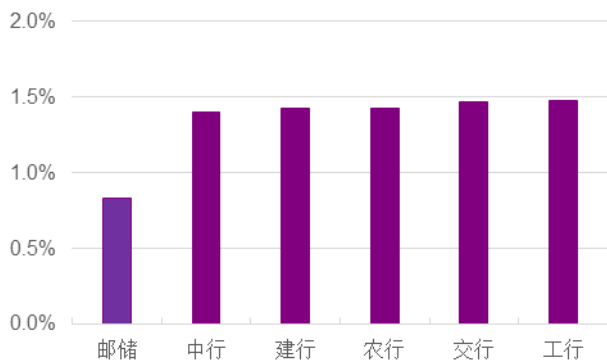
未来资产端盈利能力具有较大提升空间。邮储银行虽在负债端颇具竞争优势，但资产端整体盈利能力相对较低，这也导致邮储银行ROA低于国有行平均水平。我们认为未来资产端定价有较大提升空间，**信贷方面**，由于业务发展相对较短，叠加过去代理网点只能开展个人储蓄和简单中间业务，存贷比不足52%，显著低于国有行平均水平。当前已有6个省份试点代理网点辅助小额贷款业务，后续有望在全国推广、进一步释放资产业务潜能。

中间业务收入也有拓展空间，一是金融科技赋能业务发展，有望通过线上与线下相结合的方式，打造场景金融、提升服务效能。二是理财子公司已获批准筹建，未来借助理财子公司政策红利及灵活机制，发掘居民理财需求并做好客户下沉，有助于中间业务收入“补短板”。

资产质量优质，抗风险能力较强。截至2019年三季度末，邮储银行不良率仅0.83%，低于国有行1.32%的平均水平；同时，拨备覆盖率高达396.1%，高于国有行240.2%的平均水平，具有较强的抗风险能力。邮储银行资产质

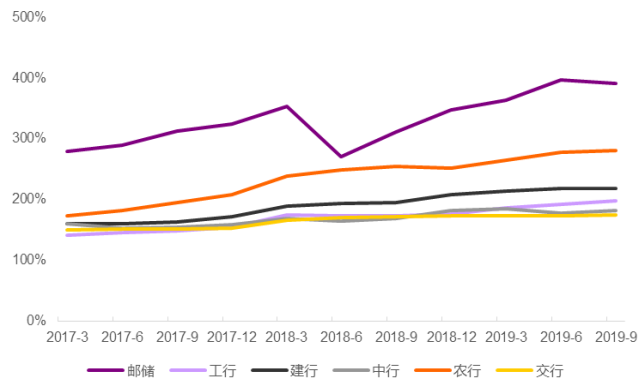
量优异，主要受益于信贷业务开展时间较晚且个人贷款占比高，产能过剩等行业公司贷款占比较低，存量历史包袱较轻。此外，邮储银行贯彻全面风险管理理念，建立了完善的风控体系，通过金融科技技术提升风控水平。

图 36: 邮储银行不良率显著低于五大行 (19H1)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 37: 邮储银行拨备覆盖率处于较高水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所

◆**回归 A 股助力估值提升。**日前，邮储 A 股 IPO 完成募集，发行定价 5.5 元人民币，各类基金认购踊跃，股价显著高于 H 股股价。邮储银行 A 股发行定价合理，战略配售数量占发行总量的 40% 并配合锁定期设置，叠加 43 亿绿鞋资金的机制设置，有望对上市后股价走势形成支撑。

◆**盈利预测、估值与评级：**邮储银行具有独一无二的网点优势及稳定的存款来源，资产质量显著优于国有行平均水平，作为零售特色鲜明的国有大行，未来资产端定价有较大的提升空间，进而为公司贡献盈利增长。我们预计邮储银行（H 股）2019-2021 年 EPS 分别为 0.70、0.78 和 0.85 元；ROAE 分别为 12.7%、12.8% 和 12.6%；现股价对应 PB 为 0.8、0.7 和 0.7 倍。根据 DDM 绝对估值，同时考虑到香港大型中资银行估值普遍水平，给予 H 股目标价 6.2 元港币，对应 2020/21 年 PB 0.9/0.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，全球经济金融风险周期性释放。

表 4: 邮储银行业绩预测和估值指标

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿)	2249	2612	2850	3047	3310
增长率	18.6%	16.2%	9.1%	6.9%	8.6%
归母净利润 (亿)	477	523	610	676	737
增长率	19.9%	9.7%	16.5%	10.9%	9.1%
EPS (元)	0.59	0.62	0.70	0.78	0.85
ROAE	13.2%	12.6%	12.7%	12.8%	12.6%
P/E	9.3	6.0	6.5	5.9	5.4
P/B	1.2	0.7	0.8	0.7	0.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 3 日

采用三阶段 DDM 估值，以 2019-2021 年三年作为第一阶段：贷款余额增速 16%，贷款占总资产比例提升；存款余额增速 8%/7%/7%；净息差受贷款占

比提升影响维持基本稳定；非息收入增长率为 15%/10%/10%；不良贷款率维持稳定；拨备覆盖率从 345%提升至 430%。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：

表 5：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	$\beta(\beta_{\text{levered}})^*$	0.8
长期增长率	3.0%	税率	23.5%
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	各行最新披露数据
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：光大证券研究所预测；注：银行同质化经营，市场对银行给出的折现率通常是接近的，较少因为四大行 β 值更小（接近 0.75）而大幅调对应折现率。故我们模型中四大行近似采用行业平均 β ：0.8；

表 6：邮储银行三阶段 DDM 估值拆分

三阶段 DDM 估值	折现值（亿）	价值百分比
第一阶段	510	9%
第二阶段	1599	27%
第三阶段（终值）	3737	64%
企业价值 AEV	5847	
股本（亿股）	870	
每股价值（元）	6.72	

资料来源：光大证券研究所测算

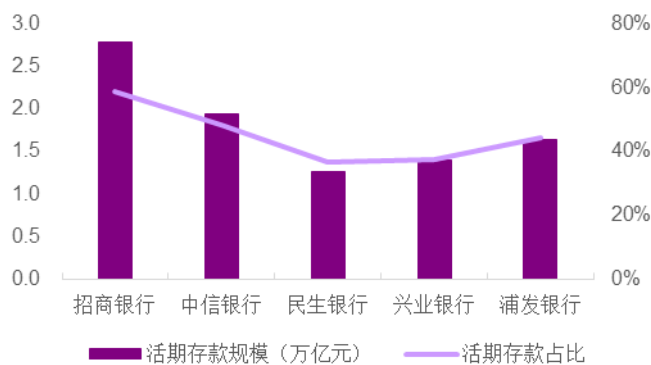
根据 DDM 估值，邮储银行内涵价值为 6.72 元人民币，折 7.47HKD。另一方面，从相对估值的角度看，H 股中资大型银行相比 A 股折价率为 15%~22% 之间，综合考虑 A/H 价差的平均水平，H 股邮储相对于 H 股四大行的估值优势，我们预计 H 股邮储较 A 股存在 15%~20% 左右的折价。

4.2、招商银行（600036.SH）

招商银行近年来盈利能力呈现较好增长势头，2016-2018年净利润增速分别为7.5%、13.2%和14.4%。2019年前三季度实现营业收入2077.3亿元，同比增长10.4%；实现净利润777亿，同比增长15%；营收和净利增速较中报有所回升。下半年以来，净息差边际收窄，但非息收入有所改善；年化ROAE同比增长0.12个百分点至19.19%，资产质量继续保持优异水平。综合看，招行的长期基本面优势突出，抗周期性明显。

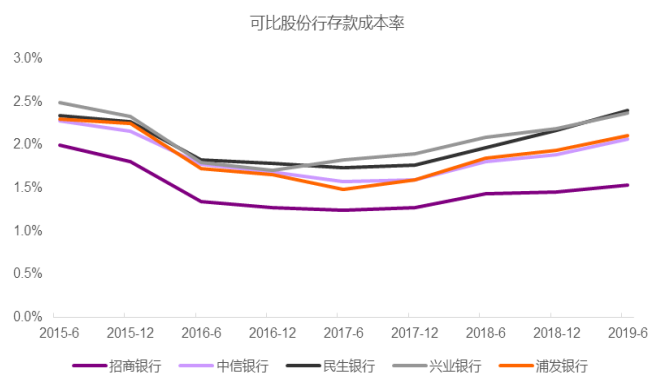
金融科技赋能零售金融 3.0 数字化转型，具有难以复制的长期竞争力。招行相比其他股份制银行，活期存款较可比银行多出1万亿左右。存款结构的差异不仅使招行存款付息率更低，也使招行对主动负债的需求有限，有利于招行建立起相对于同业股份行的息差优势和抗周期性，尤其是在监管对于负债端管理趋严之后，我们认为资金在银行间移动会有所放缓。加之招行持续加大科技资源投入，并着力打造“数字化、智能化、开放银行的3.0时代”，金融科技在强化零售优势、提升风控水平、降低运营成本等方面的应用逐步显效。招行零售端优势和盈利增速具备强可持续性，并有望在往后的利率市场化进程中牢牢占据先发和主动地位。

图 38：招行活期存款占比高于可比同业



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 39：招行存款成本率具有比较优势

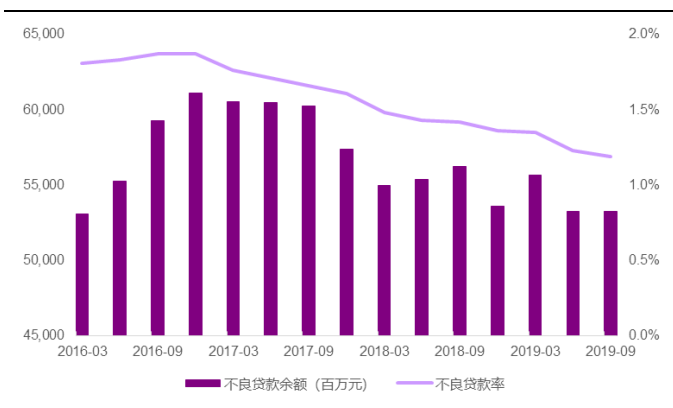


资料来源：Wind，光大证券研究所

理财子公司正式开业，资产管理规模及客群服务能力有望进一步提升。当前招行理财产品存续余额仅次于工行，随着2019年11月招银理财正式开业，瞄准六大客群的产品将相继发布。通过理财子公司化运营，招行理财业务的投研能力、金融科技能力、风控能力等有望随之提升，招银理财着重强调以零售为体，呼应了招行的整体战略和客群结构，未来招行资产管理规模及客群服务能力有望获得持续提升，进而增强财富及资产管理业务对母行的利润贡献。

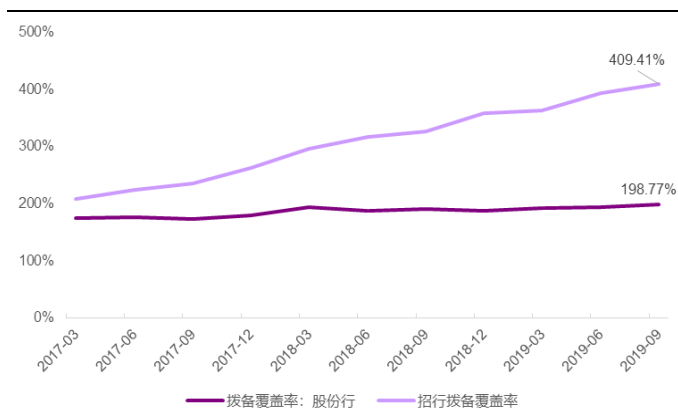
招行资产质量优异，且在持续改善。2019年三季度，招行不良贷款率、拨备覆盖率进一步改善，不良率环比下降4BP至1.19%，拨备覆盖率环比提升15.2个百分点至409.4%，风险抵补能力进一步增强。此外，不良新生成率环比下降17BP至0.63%，拨贷比环比上行2BP至4.87%。各项资产质量指标均领跑同业股份行，并在持续高计提下不断得到夯实。

图 40：招行不良贷款率稳中趋降



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 41：招行拨备覆盖率高于股份行平均水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆盈利预测、估值与评级：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。扣除优先股股息后，受加大核销、加强不良资产认定影响，小幅下调 2019-2021 年 EPS 分别为 3.65、4.14 和 4.77 元；ROAE 分别为 17.5%、17.6%和 17.9%；现股价对应 PB 1.6、1.5 和 1.3 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：零售信贷风险上行，公司核心负债成本压力加大。

表 7：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	2719	2979	3273
增长率	5.7%	12.5%	9.4%	9.5%	9.9%
归母净利润 (亿)	702	806	920	1044	1204
增长率	15.6%	14.8%	14.2%	13.5%	15.3%
EPS (元)	2.78	3.19	3.65	4.14	4.77
ROAE	16.3%	16.1%	17.5%	17.6%	17.9%
P/E	10.4	7.9	10.0	8.8	7.6
P/B	1.6	1.3	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 3 日

4.3、兴业银行 (601166.SH)

兴业银行经过两年多的资产结构优化，资产质量有效夯实，盈利能力呈现较好水平且可持续性增强。2019 年前三季度实现营业收入 1366.1 亿元，同比增速 19.2%；实现净利润 553.7 亿元，同比增速 8.6%。金融科技投入力度加大、“商行+投行”战略引领经营模式转变、理财子公司带动资管业务转型发展，有望进一步打开经营业绩提升空间。

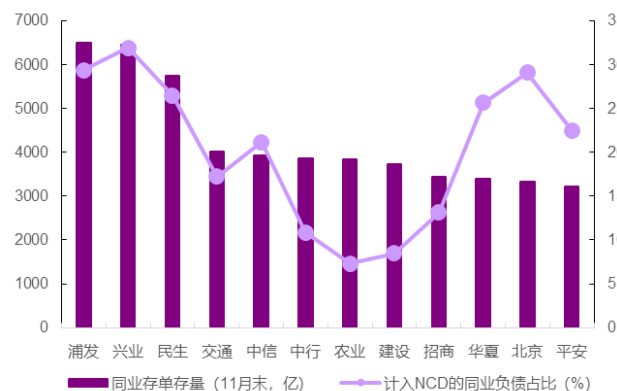
息差获益于有力的资金市场环境。2019 年以来，货币市场利率持续低位运行，存单发行利率则在 2018 年第三季度的基础上下台阶，对兴业银行为代表的市场化负债占比重、期限长的部分股份行和城商行产生成本端利好。

图 42：2019 年以来存单发行利率持续低位（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

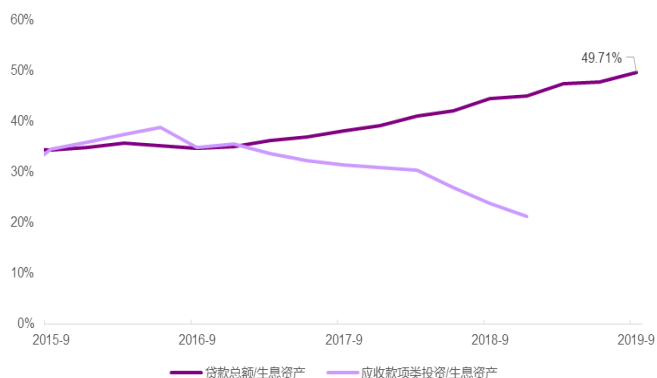
图 43：存单余额前 12 家银行中，兴业位列第二



资料来源：Wind，光大证券研究所

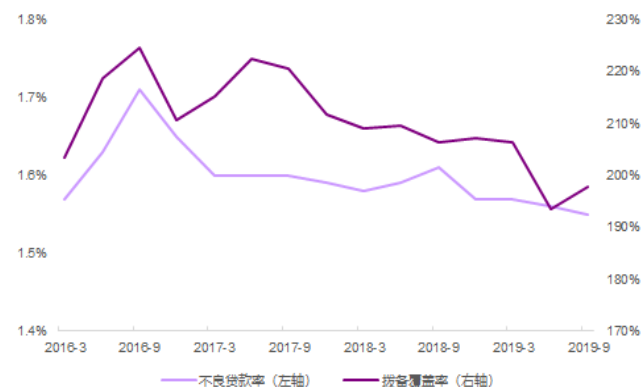
资产大幅重构、不良认定审慎，资产质量有效夯实。兴业银行应收账款项投资自 2016 年末以来已下降约 7 千亿至 1.5 万亿左右，贷款占总资产比例快速上行至 50%，资产结构显著优化。与资产重构和实施新金融工具准则对应，兴业银行在增量资产质量良好、认定严格的背景下，一季度同比多增 95 亿计提以平衡拨备率，不良偏离度明显低于同业；二季度通过对同业非信贷业务、逾期 60 天以上贷款计入不良、加大拨备计提力度等操作，主动暴露处置存量风险，资产质量进一步夯实。三季度不良净生成率高位环比下降，不良率环比下降 1BP 至 1.55%，拨备覆盖率环比提升 4.4 个百分点至 197.9%，拨贷比环比提升 5BP 至 3.07%，风险抵补能力有所增强。

图 44：兴业银行资产结构大幅重构



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 45：兴业银行风险抵补能力边际增强



资料来源：Wind，光大证券研究所

“商行+投行”战略引领综合化经营，有望进一步提升盈利空间。近年来，兴业银行以“商行+投行”为经营发展的主要抓手，并广泛应用于投行、私银、对公等业务条线。这种模式不仅有助于通过业务联动获取低成本一般性存款，更为重要的是，有望突破赚取利差的简单盈利模式，通过提供综合金融服务持续提升非息收入，打开新的利润增长空间。此外，公司成立金融科技子公司并持续加大科技投入力度，为持续赋能综合化发展与提升服务效能提供有力支撑；理财子公司也已获批筹建，未来财富与资管业务转型发展可期。

◆**盈利预测、估值与评级：**兴业银行负债端成本充分受益于货币市场相对宽松的流动性环境。同时，审慎的不良认定为未来资产质量提供了坚实保障。金融科技赋能“商行+投行”战略有望进一步打开盈利空间。我们预计兴业银行未来盈利能力卓有保障，但考虑到 I9 会计准则下非信贷类资产准备计提，公司进一步夯实资产质量原因，下调 2019-2021 年 EPS 分别为 3.15、3.47 和 3.98 元；ROAE 分别为 14.4%、14.3%和 14.9%；现股价对应 PB 为 0.8、0.7 和 0.6 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**非信贷类资产的资产质量大幅恶化。

表 8：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	1824	2030	2361
增长率	-10.9%	13.1%	15.2%	11.3%	16.3%
归母净利润 (亿)	572	606	654	720	828
增长率	6.7%	6.0%	7.9%	10.1%	15.0%
EPS (元)	2.75	2.92	3.15	3.47	3.98
ROAE	13.3%	13.1%	14.4%	14.3%	14.9%
P/E	6.2	5.1	6.1	5.5	4.8
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6

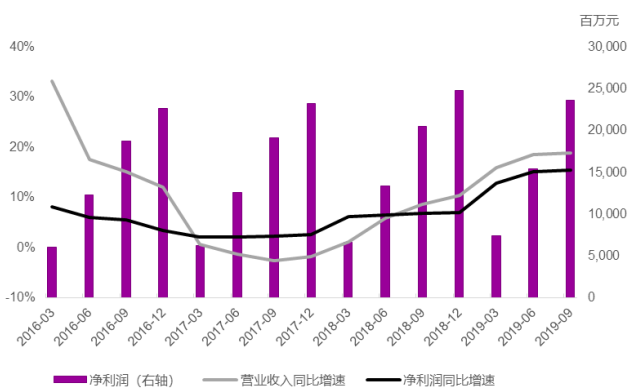
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 3 日

4.4、平安银行（000001.SZ）

平安银行自 2017 年以来业绩增速整体呈现边际走升。2019 年前三季度，营业收入和净利润分别同比增长 18.8% 和 15.5%，延续了较好的增长势头。此外，2019 年三季度拨备计提较多，拨备覆盖率及拨贷比均有所提升，抗风险能力增强。

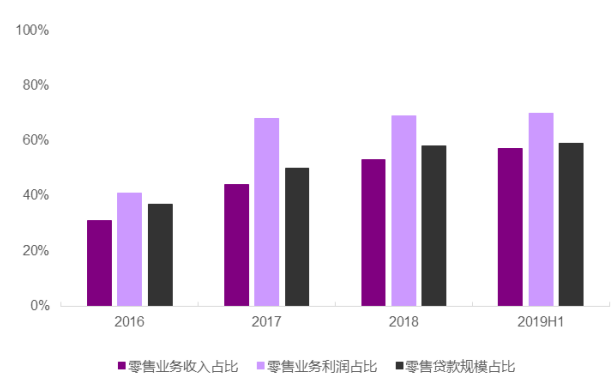
依托集团优势，零售业务转型持续推进。平安银行 2016 年以来大力推进零售转型并取得了明显效果，零售业务收入、利润贡献和贷款规模占比持续提升。2019 年以来，公司零售转型进入 2.0 阶段，融科技智慧，重点发力基础零售、消费金融与私行财富三大板块。从转型效果来看，零售业务业绩贡献持续提升，零售客户基础不断夯实，高端客群增长明显提速。截至 2019 年三季度末，零售客户 AUM 较上年末增长 32.1% 至 18721.78 亿元，私行达标客户 AUM 较上年末增速达 46.2%。与此同时，零售日均存款增速较好，但主要为日均定期存款增长，高成本负债占比有所提升。

图 46：平安银行盈利增速保持较好势头



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 47：平安银行零售转型持续推进

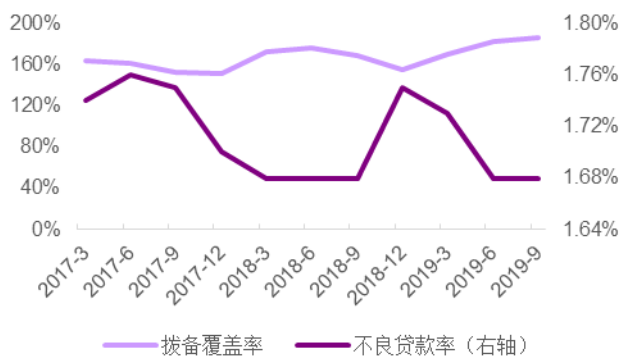


资料来源：Wind，光大证券研究所

对公业务再出发，着力打造集团综合金融的发动机。2016-2018 年，平安银行为优化结构，主动压降了对公业务规模。2019 年以来，平安银行提出充分运用集团“金融+科技”综合服务能力，聚焦行业银行、交易银行和综合金融三大业务支柱，做精做强对公业务。针对行业头部客户需求，打造了 30 余种具有平安特色的标杆模式。截至 2019 年三季度末，战略客户贷款较上年末增长 17.4%；围绕小微客群打造的口袋财务、小企业数字金融等模式也获得了较好的市场效果。后续对公或持续推动集团综合化金融的发展。

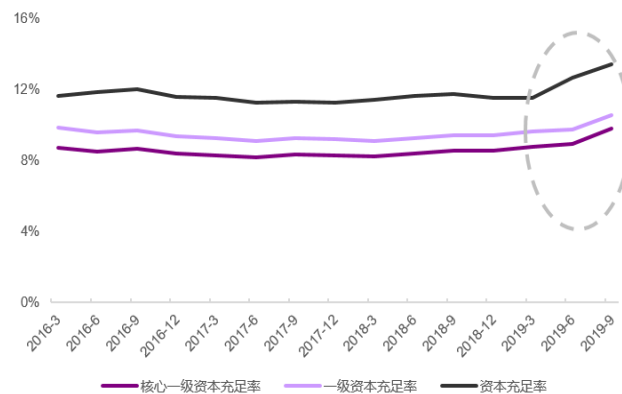
资产质量边际改善，资本充足率大幅提升，抗风险能力增强。资产质量方面，平安银行不良率自 2019 年以来明显压降，第二、三季度末已降至 1.68% 水平。同时，拨备覆盖率呈现稳中有升。2019 年三季度，拨备覆盖率较年初提升 30.94 个百分点至 186.18%，拨贷比较年初提升 0.43 个百分点至 3.13%。同时，平安银行 260 亿可转债在三季度触发强制赎回条款，推动整体资本充足率显著提升。截至 2019 年三季度末，平安银行核心一级资本充足率及资本充足率分别为 9.75% 和 13.36%。

图 48：平安银行资产质量进一步夯实



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 49：平安银行资本充足水平显著提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆ **盈利预测、估值与评级：**平安银行零售转型效果受到资本市场认可，零售业务构筑业绩护城河基础上，对公业务再出发，有助于打造集团综合金融服务能力，为股价提供有力支撑。我们预计平安银行未来盈利能力卓有保障，考虑到可转债转股摊薄因素影响，下调 2019-2021 年 EPS 分别为 1.48、1.71 和 2.00 元；ROAE 分别为 13.1%、14.3%和 14.9%；现股价对应 PB 为 1.15、1.0 和 0.9 倍，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济超预期下行，零售转型进展不畅。

表 9：平安银行业绩预测和估值指标

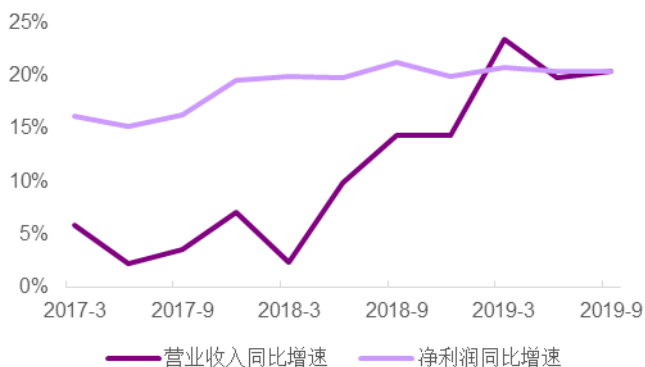
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿)	1058	1167	1357	1527	1702
增长率	-1.8%	10.3%	16.3%	12.5%	11.5%
归母净利润 (亿)	232	248	286	332	388
增长率	2.6%	7.0%	15.4%	15.9%	16.8%
EPS (元)	1.35	1.45	1.48	1.71	2.00
ROAE	12.1%	12.3%	13.1%	14.3%	14.9%
P/E	9.9	6.5	10.5	9.0	7.7
P/B	1.2	0.8	1.2	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 3 日

4.5、宁波银行（002142.SZ）

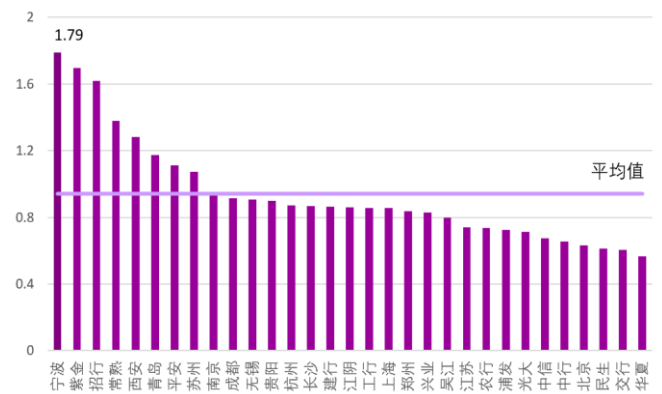
2019 年以来，宁波银行各报告期的营收与净利润增速均呈现出 20%左右的高速增长态势。前三季度实现营业收入 255.5 亿元，同比增速 20.4%；实现净利润 107.8 亿元，同比增速 20.4%。近年来，宁波银行整体经营业绩亮眼，盈利性、安全性与成长性均位列于国内银行前列，颇受资本市场青睐，估值水平也显著高于国内同业平均水平。

图 50：2019 年以来宁波银行呈现较快盈利增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 51：宁波银行 PB 水平居上市银行首位

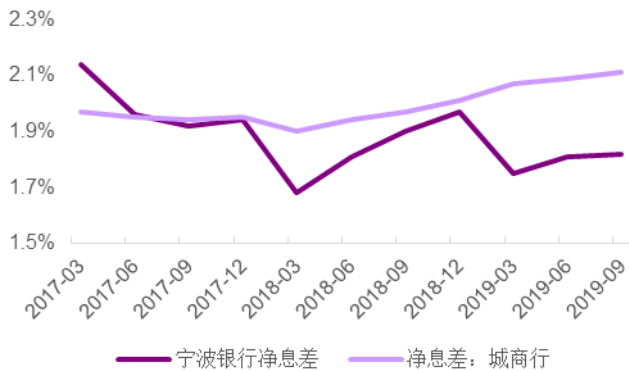


资料来源：Wind，光大证券研究所 数据为 2019 年 12 月 2 日

差异化战略定位构筑“高收益、低风险”的业务模式。区域定位方面，宁波银行扎根浙江等经济发达地区，深耕优质经营区域，43%贷款集中在宁波地区，此外 20%的贷款分布于浙江其他区域。日前，党中央、国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》称，将长三角建成最具影响力和带动力的强劲活跃增长极。作为根植于江浙等地的城商行，宁波银行有望借助国家政策利好及区域经济发展，进一步提升整体竞争优势。**业务布局方面**，宁波银行通过聚焦中小企业和消费贷获得高于行业平均水平的利差收入。一方面，中小企业为主使其对公贷款收益率高于以大中型客户为主的国股行；另一方面，个人消费类贷款占零售贷款的八成，使得宁波银行获得高达 7.8% 的个贷收益率（2019 半年报数据）。与此同时，宁波银行存款端呈现对公存款为主、定活各占一半的结构，对公定期存款平均利率也仅有 2.2% 左右，整体存款成本相对较低。在 LPR 改革引导贷款利率下行让利实体经济、明年银行业息差存在收窄压力的背景下，宁波银行的比较优势或进一步凸显。

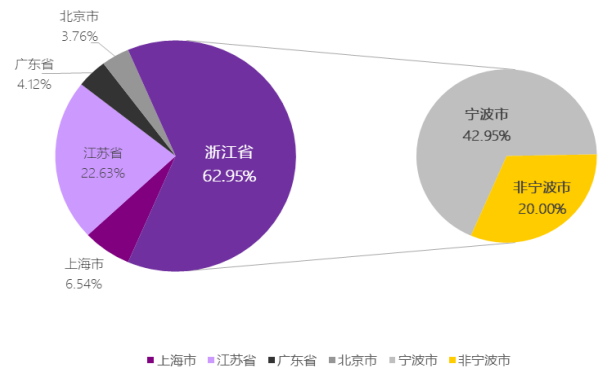
资产质量优势，高拨备覆盖率为业务经营铺就较厚安全垫。宁波银行资产质量优质，即使是 2014-2016 年银行不良暴露阶段，宁波银行的不良率也成功控制在 1% 以内。截至 2019 年三季度末，宁波银行的不良率仅为 0.78%（同期城商行平均不良率 2.48%）。同时，不良净生成率相对稳定，历史上不良认定也较为严格。宁波银行资产质量主要受益内外部两方面因素，即浙江省区域经济率先企稳的外部因素和宁波银行业务定位准确、风控体系完善的内部因素。此外，截至 2019 年三季度末，宁波银行拨备覆盖率环比上升 3.2 个百分点至 525.6%，位列上市银行首位；拨贷比环比上升 1BP 至 4.1%。宁波银行的高拨备覆盖率表明其业务经营拥有较厚的安全垫，同时，后续如有利润释放要求，也有较多的可操作空间。

图 52：宁波银行净息差高于城商行平均水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：宁波银行深耕浙江等经济发达地区



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆**盈利预测、估值与评级：**宁波银行深耕优质经营区域，以差异化战略打造“高收益、低风险”的业务模式，并具有较为完善的公司治理结构。考虑到可转债完成强制转股摊薄影响，2019-2021 年 EPS 将分别下调至 2.36、2.79 和 3.35 元；ROAE 分别为 17.5%、17.3%和 17.9%；现股价对应 PB 为 1.9、1.6 和 1.4 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**宏观经济超预期下行，重点区域金融风险集中释放。

表 10：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	330	373	427
增长率	7.1%	14.3%	14.2%	12.8%	14.7%
归母净利润 (亿)	93	112	133	157	189
增长率	19.6%	19.8%	18.5%	18.5%	20.0%
EPS (元)	1.84	2.15	2.36	2.79	3.35
ROAE	18.2%	17.7%	17.5%	17.3%	17.9%
P/E	9.7	7.6	11.3	9.5	7.9
P/B	1.8	1.4	1.9	1.6	1.4

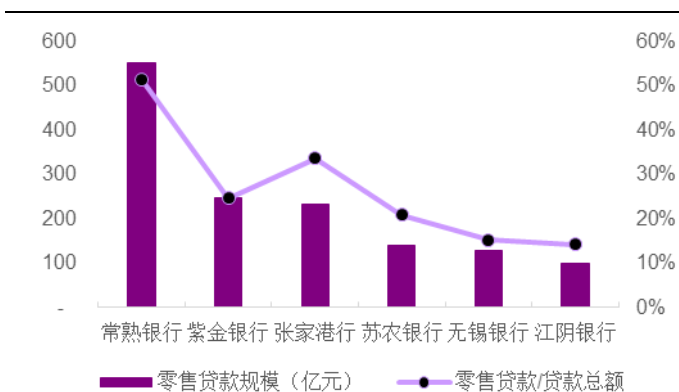
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 3 日

4.6、常熟银行（601128.SH）

作为小微业务的标杆银行，常熟银行近两年来规模增速及盈利能力均表现优异，净利润增速维持在 20% 上下，2019 年三季度净利润同比增长 21.52%。当前不良率已逐步压降至 1% 以内，拨备覆盖率自 2019 年以来始终稳于 450% 上方，资产质量整体较为优质。

资产结构持续优化，小微信贷业务或进一步受益监管导向。常熟银行零售信贷占比显著高于农商行整体水平且零售贷款收益率行业领先，深耕小微信贷（主要为对公贷款中的小微企业贷款和零售贷款中的个人经营贷款）十余年，构建了符合自身业务发展的特色小微信贷工厂模式，近年来小微信贷占比始终在 60% 以上。内部结构上，个人经营贷款占比随着零售转型深入推进而逐年提升。在金融供给侧改革背景下，常熟银行有望进一步受益央行定向降准、监管鼓励普惠金融等政策红利，并维持较好的净息差水平和盈利能力。

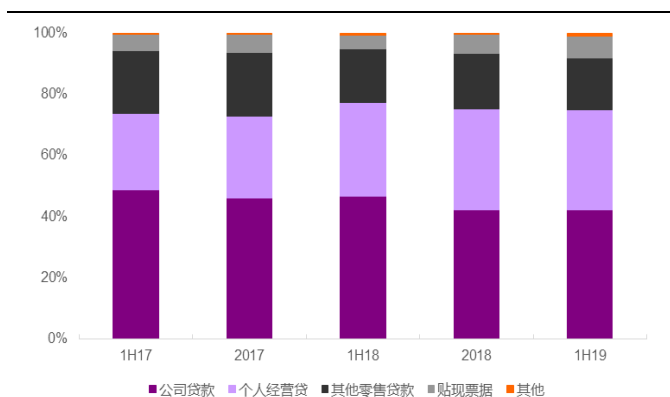
图 54：常熟银行零售信贷占比高于省内其他上市农商行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至：2019 年中报

图 55：常熟银行信贷结构分布情况



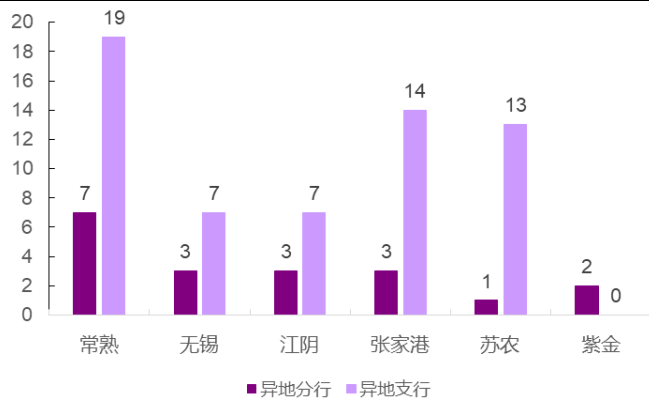
资料来源：Wind，光大证券研究所

地缘优势突出，省内异地扩张能力显著高于同业。常熟银行作为根植江苏地区的农商行，先后在南通、盐城等地设立 7 家省内异地分行，占江苏省内农商行异地分行的三分之一。当前农商行跨区域设立分行受制监管约束，但在政策允许下，已设立异地分行的机构仍可下设支行和网点。常熟银行有望借助早期对异地分行的大力布局，继续下沉服务范围，相较省内其他农商行具有明显先发优势。2019 年 4 月，常熟银行获得首张“投资管理型村镇银行”牌照，后续可以在全国范围内开展村镇银行兼并收购，进而批量化、流程化的复制其较为成熟的微贷模式，进一步打开利润空间。此外，同宁波银行类似，常熟银行也将受益于《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》颁布后，区域经济发展及居民财富积累。

风控体系护航，资产质量稳定。常熟银行 2014-2017 年对不良进行大力处置后，存量包袱基本出清，近年来不良率持续下降，截至 2019 年三季末，不良率已降至 0.96%，远低于农商行 4% 的平均水平。以往小微信贷业务在提供高收益的同时，通常伴有较高的信用风险。常熟银行在发展中通过差异化风控手段、客户经理工作机制、加大金融科技应用等多重维度控制信贷风险，

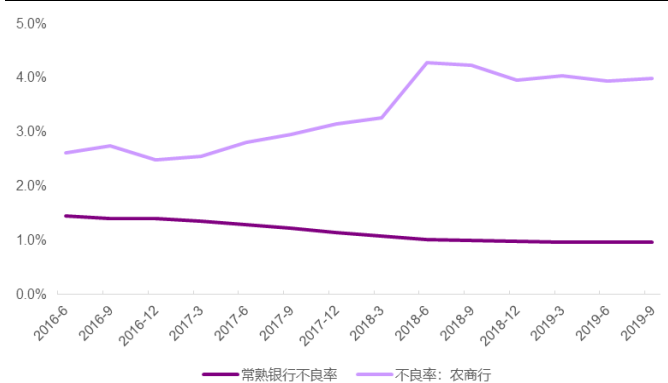
建立了较为完备的风控体系。此外，公司拨备覆盖率逐年提升，截至 2019 年三季度末为 467.03%，抗风险能力不断增强。

图 56: 常熟银行省内异地扩张能力高于同业(单位:家)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 57: 常熟银行不良率显著低于农商行平均水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所

◆**盈利预测、估值与评级:** 常熟银行深耕经济发达的江苏地区，独特的业务模式使具有较强盈利能力的同时，资产质量亦表现优异。同时，异地扩张能力显著高于同业，未来随着村镇银行业务拓展，较为成熟的微贷模式有望得到批量复制，支撑公司持续高质量发展。考虑到转股摊薄 EPS 影响，并预计公司年内增加准备计提，将常熟银行 2019 年 EPS 进行小幅下调，2019-2021 年 EPS 分别为 0.66、0.79 和 0.94 元；ROAE 分别为 12.6%、12.5%和 13.4%；现股价对应 PB 为 1.4、1.3 和 1.2 倍，维持“买入”评级。

◆**风险提示:** 宏观经济超预期下行，小微企业风险压力加大。

表 5: 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	66	76	87
增长率	11.7%	16.6%	13.2%	14.9%	14.6%
归母净利润(亿)	13	15	18	22	26
增长率	21.4%	17.6%	21.1%	19.6%	19.1%
EPS(元)	0.57	0.66	0.66	0.79	0.94
ROAE	12.3%	12.9%	12.6%	12.5%	13.4%
P/E	12.5	9.3	12.6	10.5	8.8
P/B	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 3 日

5、风险分析

经济下行压力加大，“促让利”程度加深。宏观经济大幅下行超出预期，市场融资需求恶化，导致 LPR 下行幅度加快，银行业被动让利幅度加大，导致净息差出现显著收窄。

区域性、系统性风险上升。传统经济旧动能增长乏力，部分地区出现系统性金融风险，部分中小银行难以持续经营，风险传染增强，银行业资产质量显著恶化，提升不良率水平，行业受拨备计提影响将明显降低盈利增长。

“去杠杆”进度超预期导致风险释放。受杠杆率上行影响，个人领域信用风险显著抬升，消费贷款不良压力逐步显现；企业端在“僵尸企业”出清安排下，银行对公端资产质量也将存在上行压力。同时，“资管新规”等政策执行产生流动性风险事件。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
1658.HK	邮储银行	4.56	0.62	0.70	0.78	6.0	6.5	5.9	0.7	0.8	0.7	买入	首次
600036	招商银行	41.59	3.19	3.65	4.14	7.9	10.0	8.8	1.3	1.6	1.5	买入	维持
601166	兴业银行	19.06	2.92	3.15	3.47	5.1	6.1	5.5	0.8	0.8	0.7	买入	维持
000001	平安银行	15.45	1.45	1.48	1.71	6.5	10.5	9.0	0.8	1.2	1.0	买入	维持
002142	宁波银行	26.59	2.15	2.36	2.79	7.6	11.3	9.5	1.4	1.9	1.6	买入	维持
601128	常熟银行	8.27	0.66	0.66	0.79	9.3	12.6	10.5	1.3	1.4	1.3	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 12 月 3 日, 邮储银行为 H 股折人民币, 12 月 3 日港币兑人民币即期汇率为 0.8999

盈利预测-邮储银行(1658.HK)

	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	2,341	2,538	2,704	2,932	EPS (元)	0.62	0.70	0.78	0.85
非息收入	271	312	343	377	PPOPPS (元)	1.31	1.47	1.59	1.77
营业收入	2,612	2,850	3,047	3,310	BPS (元)	5.26	5.71	6.20	6.74
业务管理费及营业税	(1,490)	(1,574)	(1,647)	(1,748)	P/E	6.00	6.50	5.86	5.37
拨备前利润	1,089	1,275	1,387	1,538	P/PPOP	2.84	3.11	2.86	2.58
当期计提准备金	(554)	(631)	(678)	(768)	P/B	0.71	0.80	0.73	0.68
税前利润	535	643	709	770	股息派发率 (%)	31%	30%	30%	30%
净利润	524	610	676	738	股息收益率 (%)	3.45%	4.62%	5.12%	5.58%
归母净利润	523	610	676	737					
资产负债表摘要 (RMB: 亿)					资产质量指标 (%)				
总资产	95,162	102,492	110,383	118,883	不良贷款率	0.86%	0.83%	0.83%	0.82%
贷款总额	42,769	49,612	57,549	66,757	关注+不良率	1.49%	-	-	-
其他生息资产	53,359	54,200	54,486	54,124	逾期90天以上/NPL	75.3%	-	-	-
总负债	90,409	97,027	104,462	112,418	信用成本	1.09%	1.19%	1.10%	1.08%
存款余额	86,274	93,176	99,699	105,681	拨备覆盖率	345%	395%	415%	430%
其他付息负债	3,251	2,880	3,719	5,614	拨贷率	2.98%	3.28%	3.45%	3.53%
股东权益	4,753	5,465	5,921	6,464					
主要驱动因素 (%)					资产、负债和盈利结构 (%)				
总资产增速	5.6%	7.7%	7.7%	7.7%	贷款/总资产	45%	48%	52%	56%
净息差 (NIM)	2.54%	2.55%	2.47%	2.46%	存款/总负债	95%	96%	95%	94%
存贷利差	3.55%	3.30%	3.20%	3.16%	贷款结构				
生息资产收益率	4.10%	3.98%	4.02%	4.09%	对公贷款	36%	35%	34%	32%
贷款收益率	4.96%	4.81%	4.79%	4.81%	零售贷款	54%	56%	58%	59%
付息负债付息率	1.46%	1.56%	1.64%	1.71%	票据贴现	9%	9%	9%	8%
存款付息率	1.41%	1.51%	1.59%	1.65%	存款结构				
年增长率 (%)					企业活期	9%	9%	8%	8%
贷款余额	17.8%	16.0%	16.0%	16.0%	企业定期	4%	4%	4%	4%
存款余额	7.0%	8.0%	7.0%	6.0%	储蓄活期	30%	30%	29%	28%
净利息收入	24.5%	8.4%	6.5%	8.5%	储蓄定期	56%	57%	58%	59%
非息收入	-26.2%	15.0%	10.0%	10.0%	非息收入占比	10.4%	10.9%	11.3%	11.4%
营业收入	16.2%	9.1%	6.9%	8.6%	成本收入比	56.3%	54.6%	53.4%	52.3%
业务管理费及营业税	6.5%	5.6%	4.6%	6.2%					
拨备前利润	39.9%	17.0%	8.8%	10.8%	资本 (%)				
税前利润	4.7%	20.3%	10.3%	8.5%	核心一级资本充足率	9.8%	10.6%	11.2%	11.8%
净利润	9.8%	16.4%	10.9%	9.1%	一级资本充足率	10.9%	11.6%	12.2%	12.7%
ROAA	0.57%	0.62%	0.64%	0.64%	资本充足率	13.8%	14.6%	15.3%	15.8%
X (平均总资产/净资产)	20.4	19.3	18.7	18.5	其它数据				
ROAE	12.6%	12.7%	12.8%	12.6%	分支机构数量 (个)	8,272	8,166	8,061	7,957
流动性指标 (%)					员工总数 (人)	170,809	171,349	171,890	172,433
贷存比	49.6%	53.2%	57.7%	63.2%	贷款市场份额 (%)	3.1%	3.2%	3.4%	3.6%
流动性比例-RMB	61%	-	-	-	存款市场份额 (%)	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
流动性覆盖率	225%	-	-	-	零售存款市场份额 (%)	10.4%	6.5%	6.5%	6.4%
					总股本 (亿)	810	870	870	870
					可转债	-	-	-	-

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测, 股价时间为2019年12月3日, H股折人民币, 12月3日港币兑人民币即期汇率为0.8999

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与, 不与, 也将不会与本报告中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见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