



## 强于大市

# 银行业 2020 年度策略

## 配置为王，行稳致远

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
工商银行	601398.SH	5.84	买入
招商银行	600036.SH	37.50	买入
中信银行	601998.SH	6.22	增持
民生银行	600016.SH	6.32	中性
浦发银行	600000.SH	12.39	增持
光大银行	601818.SH	4.49	买入
平安银行	000001.SZ	16.50	买入
北京银行	601169.SH	5.70	增持
南京银行	601009.SH	8.78	增持
宁波银行	002142.SZ	27.90	买入
上海银行	601229.SH	9.40	增持
江苏银行	600919.SH	7.26	增持
杭州银行	600926.SH	9.25	增持
常熟银行	601128.SH	9.04	买入
长沙银行	601577.SH	9.11	增持

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年12月17日当地货币收市价为标准

### 相关研究报告

- 《结构性存款专题》20190313
- 《从包商事件看城农商行经营风险》20190531
- 《行业零售转型动态跟踪》20190625
- 《贷款利率并轨专题》20190725

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 银行

#### 励雅敏

(8621)20328568  
yamin.li@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

#### 林颖颖

(8621)20328595  
yingying.lin@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

2020年在资产端有效信贷需求相对匮乏、LPR等政策引导实体经济融资成本下降情况下，资产端定价能力以及资产质量表现成为各家银行比拼关键。负债端，预计2020年市场利率维持低位波动，大小行负债端成本率的变化趋势更趋一致。从基本面来看，在经济下行持续背景下，银行业基本面表现边际走弱，但在稳增长积极政策引导下，大幅恶化可能性低。此外，相较于其他行业，银行业的盈利情况更为稳定，看好板块相对配置价值。

### 支撑评级的要点

■ **资产端：经济下行信贷需求不足，价与质为核心竞争要素**

展望2020年，国内经济仍处于新旧动能转换阶段，预计下行压力持续，经济增速稳中微降（预计2019、2020年GDP增速约为6.1%、6%）。受宏观经济影响，银行业资产端面临着有效信贷需求不足以及当前风险偏好审慎的共同制约。同时，监管引导降低实体经济融资成本政策使得银行资产端收益率存在下行压力。因此，我们认为资产端定价能力以及资产质量表现成为各家银行2020年比拼关键。从业务结构来看，零售业务的量价质表现受经济波动影响更小；从区域角度来看，具备区位优势的地方性银行所面临的风控压力更小。根据上述结论，我们认为零售业务发展较快且综合化经营实力强的银行（包括大行、招商银行、光大银行、平安银行），以及地处经济发达区域的城商行（常熟银行、江苏银行、杭州银行、上海银行、宁波银行等）在2020年有更确定的业绩表现。

■ **负债端：资金面保持宽松，中小行改善放缓**

2019年以来银行负债端资金压力缓解，一方面同业负债降幅收窄，另一方面P2P暴雷事件频发、现金贷监管趋严下资金回流银行体系。此外，得益于市场利率中枢的下行，行业整体负债成本压力缓解，尤其是同业负债占比高的中小行，其负债端成本率下行更为显著。展望2020年，我们认为经济下行压力仍需要稳增长政策予以托底，因此货币政策将继续保持稳健、流动性维持适度宽松，市场资金利率将维持低位波动，同时考虑到监管对于高息揽储行为的约束，我们预计全年负债端成本率保持稳定。个体来看，中小行负债端成本的改善将放缓，大小行负债端成本变化趋势更趋一致。

■ **投资建议：基本面相对稳健，估值性价比突出**

2019年以来市场对经济的悲观预期抑制板块估值向上弹性，目前板块估值对应2020年PB仅0.8x，估值为所有板块最低水平。从2020年来看，虽然国内宏观经济下行压力持续，但在稳增长积极政策支持下，行业基本面大幅恶化可能性低。同时相较于其他行业，银行业的盈利情况更为稳定，叠加板块的低估值、高股息率特点，看好板块相对配置价值。另外，随着A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股方面，关注以光大银行为代表的边际改善的股份行，积极推动零售转型、盈利表现向好的低估值城商行（江苏银行、杭州银行、上海银行），以及长期基本面优异的大行和招商银行。

### 评级面临的主要风险

■ 经济下行导致资产质量恶化超预期、金融监管超预期。



## 目录

一、资产端：经济下行信贷需求不足，价与质为核心竞争要素 .....	6
二、负债端：市场利率低位波动，负债端分化减小 .....	16
三、基本面：基本面相对稳健，关注资产质量边际变化 .....	19
四、板块展望：看好相对配置价值，向上弹性待经济数据验证 .....	27
风险提示 .....	31
工商银行 .....	33
招商银行 .....	35
光大银行 .....	37
上海银行 .....	39
杭州银行 .....	41
江苏银行 .....	43



## 图表目录

图表 1. 2019 年 GDP 同比增速下行.....	6
图表 2. 2019 年 5-10 月 PMI 维持收窄区间.....	6
图表 3. 企业贷款需求转弱.....	7
图表 4. 2019 年下半年（截至 11 月）企业短贷表现不佳.....	7
图表 5. 经济下行压力持续加大.....	7
图表 6. 大部分上市银行的零售和票据占比提升.....	7
图表 7. 新旧 LPR 报价机制对比.....	8
图表 8. 3 季度一般贷款收益率较 2 季度上行.....	9
图表 9. LPR 的 1 年期和 5 年期表现（5 次报价）.....	9
图表 10. 监管要求 LPR 推进时间计划表.....	9
图表 11. 2019 年小微监管政策梳理.....	10
图表 12. 普惠小微贷款利率下降（2018vs2019H）.....	10
图表 13. 2019 年小微信贷投放力度加大.....	10
图表 14. 零售、对公贷款同比增速与经济走势相关性.....	11
图表 15. 行业零售贷款占比提升.....	11
图表 16. 零售与对公板块 ROA 比较（2019H）.....	11
图表 17. 考虑资本消耗，零售资产的回报率高于对公（2019H）.....	11
图表 18. 与零售相关的手续费收入占比较大（2019H）.....	12
图表 19. 主要上市银行手续费结构（2019H）.....	12
图表 20. 零售贷款资产质量优于对公.....	13
图表 21. 零售贷款风险调整后的回报率好于对公.....	13
图表 22. 传统小微贷款信贷投放过程中遇到的问题.....	13
图表 23. 2019 年以来城商行的不良率上行更为明显.....	13
图表 24. 东三省、中西部的城农商行不良率更高.....	14
图表 25. 国内大中型银行金融牌照布局.....	14
图表 26. 上市银行资产质量表现.....	15
图表 27. 同业负债压降趋缓.....	16
图表 28. 2019 年银行存款同比增速改善.....	16
图表 29. 2019 年大部分银行存款占比提升.....	16
图表 30. 2019 年以来货基收益率呈下行趋势.....	16
图表 31. 同业存单利率低位波动.....	17
图表 32. 中小行付息负债成本率改善明显.....	17
图表 33. 中小银行同业负债成本改善明显.....	17



图表 34. CPI 提升背景下, 无风险利率下行受制约 .....	17
图表 35. 结构性存款占比有所下降 .....	18
图表 36. 2019 年结构性存款发行利率情况 .....	18
图表 37. 2020 年预计新增信贷 18 万亿 .....	19
图表 38. 2020 年信贷结构预测 .....	19
图表 39. 2019 年以来信托和委托贷款稳步压降 .....	20
图表 40. 2020 年社融增量预计约 23 万亿 .....	20
图表 41. 2019 年以来行业规模增速整体回升 .....	21
图表 42. 2019 年 3 季度各家银行规模同比增速稳中趋缓 .....	21
图表 43. 贷款增速超表内广义信贷增速 .....	21
图表 44. 非信贷类增速明显放缓 .....	21
图表 45. 零售贷款比重不断提升 .....	22
图表 46. 按揭贷款占比略有下行 .....	22
图表 47. 基建投资增速回升 .....	22
图表 48. 银行对普惠小微的支持力度不断加大 .....	22
图表 49. 不同类型银行息差表现分化 .....	23
图表 50. 预计 2020 年行业息差将小幅收窄 .....	23
图表 51. 2019 年以来手续费收入改善 .....	23
图表 52. 预计 2020 年手续费收入同比增速约为 10% .....	23
图表 53. 2019 年 3 季度行业不良+关注贷款占比提升 .....	24
图表 54. 2019 年以来行业整体资产质量稳健 .....	24
图表 55. 银行体系 2013 年以来不良处置力度加大 .....	24
图表 56. 行业制造、批零的贷款占对公贷款比重下降 .....	24
图表 57. 预计 2020 年营收同比增速约为 8-9% .....	25
图表 58. 2019 年以来大部分银行信贷成本覆盖情况稳定 .....	25
图表 59. 2018 年以来城商行和农商行负面事件概要 .....	26
图表 60. A 股年初以来取得绝对收益, 跑输沪深 300 指数 .....	27
图表 61. A 股银行板块年初以来上涨 22.4%(截止 11 月 30 日) .....	27
图表 62. A 股银行涨跌幅 .....	28
图表 63. H 股主要内资银行年初以来涨跌幅 .....	28
图表 64. 银行板块估值对应动态 PB 约为 0.8x .....	28
图表 65. 银行估值对应隐含不良率 .....	28
图表 66. 银行板块股息率较实际利率溢价走阔 .....	29
图表 67. 银行股息率 vs 沪深 300 .....	29
图表 68. 板块收益率波动最小 .....	29



---

图表 69. 目前银行板块估值最低 .....	29
图表 70. 陆股通机构配置行业分布 .....	30
图表 71. 公募基金银行持仓位于低位 .....	30
附录图表 72. 报告中提及上市公司估值表 .....	32



## 一、资产端：经济下行信贷需求不足，价与质为核心竞争要素

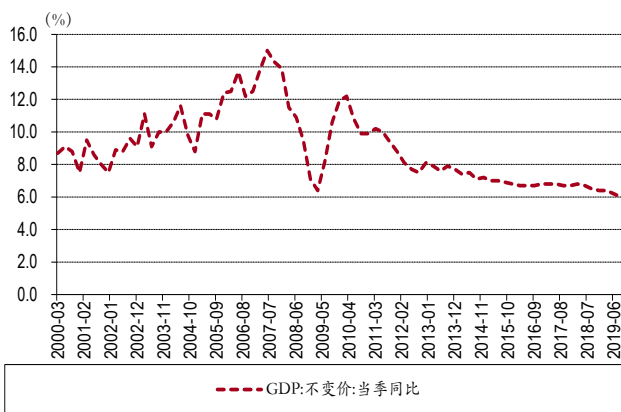
展望 2020 年，国内经济仍处于新旧动能转换阶段，预计下行压力持续，经济增速稳中微降（预计 2019、2020 年 GDP 增速约为 6.1%、6%）。受宏观经济影响，银行业资产端面临着有效信贷需求不足以及当前风险偏好审慎的共同制约。同时，在监管政策引导降低实体经济融资成本背景下，资产端收益率存在下行压力。因此，我们认为 2020 年资产端定价能力以及资产质量表现成为业绩稳健性的核心影响要素。从业务结构来看，相较于对公业务，零售业务的量、价、质受经济波动影响更小；从区域角度来看，具备区位优势的地方银行资产质量表现更优异，而处于东三省、天津、西部地区的区域性银行潜在更大的资产质量压力。根据上述结论，我们认为零售业务发展较快且综合化经营实力强的银行（包括大行、招行银行、光大银行、平安银行），以及地处经济发达区域的城商行（常熟银行、江苏银行、杭州银行、上海银行、宁波银行等）在 2020 年有更确定的业绩表现。

### 1.1 资产端有效需求匮乏，经济下行资产风险抬升

#### ■ 经济下行压力加大，有效信贷需求匮乏

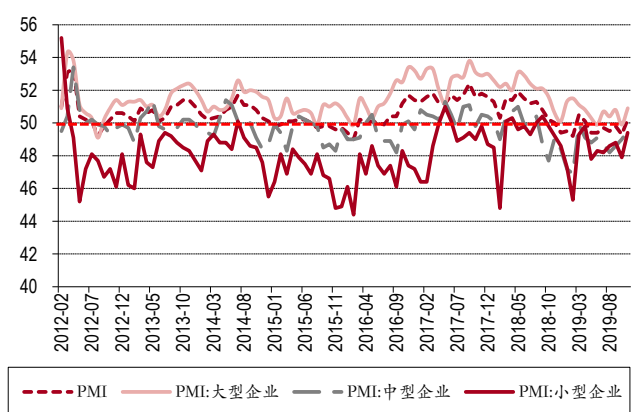
2020 年国内经济仍处于稳步下行通道，资产端有效信贷需求相对匮乏。2019 年以来国内经济呈下行趋势，尤其是进入 3 季度后，工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额等指标走弱，国内经济下行压力进一步加大。从数据来看，3 季度单季 GDP 同比增速降至 6%；3 季度 PMI 维持在收窄区间，主要依靠大型企业支撑，中小企业均向下偏离荣枯线（9 月分别为 48.6%和 48.8%）。从贷款需求指数来看，在 1 季度（70.4）信贷投放刺激效应减退之后走弱，2、3 季度该指数分别为 66.2、65.9。从反映企业经营活力的短贷来看，下半年以来企业短贷增量明显下降。各项经济指标均反映了经济活跃度与企业信心的不足。展望 2020 年，我们认为经济仍处于稳步下行通道，根据中银国际证券宏观组的预测，2019 年、2020 年国内 GDP 增速分别为 6.1%、6%左右。受宏观经济影响，相较于 2019 年，银行资产端的有效信贷需求更为匮乏。

图表1.2019 年 GDP 同比增速下行



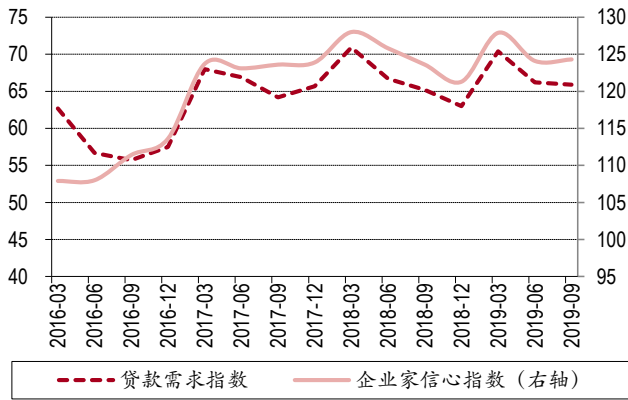
资料来源：万得，中银国际证券

图表2.2019 年 5-10 月 PMI 维持收窄区间



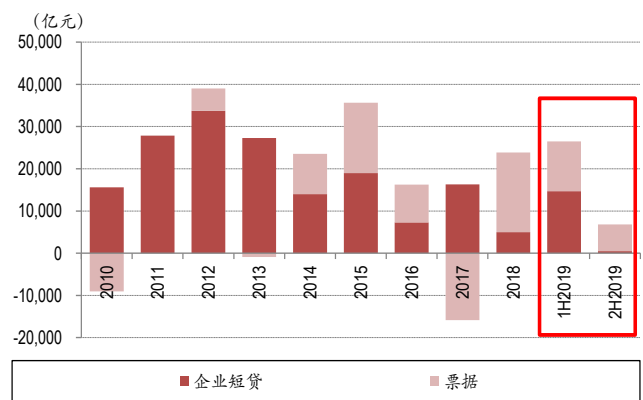
资料来源：万得，中银国际证券

图表3.企业贷款需求转弱



资料来源：万得，中银国际证券

图表4.2019年下半年（截至11月）企业短贷表现不佳



资料来源：万得，中银国际证券

注：2H2019为2019年7-11月口径

### ■ 供需均偏弱，银行风险偏好审慎

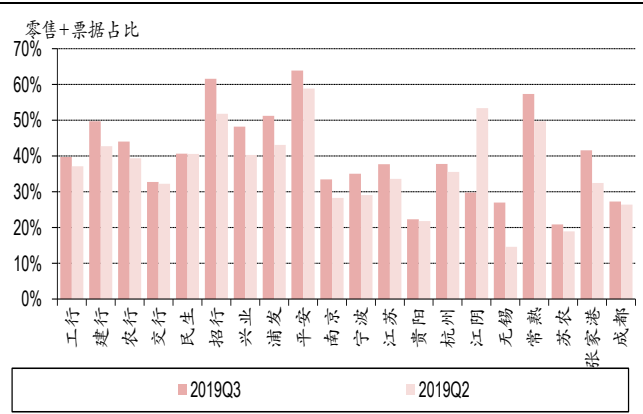
经济是决定银行信贷表现的最重要因素，不仅是因为经济影响企业信贷需求，经济预期亦是影响银行风险偏好的关键。在经历上一轮不良高发后，银行在经济下行周期的风险偏好收敛。2020年银行资产端有效信贷需求更为匮乏的同时，资产端资源投放将更趋审慎。实际上，供需偏弱的情形在2019年已有反映，从信贷结构来看，2019年以来大部分上市银行的零售和票据的占比进一步提升。

图表5.经济下行压力持续加大

季度	季度报告表述
2018Q1	中国经济开局良好，总供求更加平衡，转型升级稳步推进，工业生产总体平稳，第三产业增加值占比继续提高。
2018Q2	中国经济延续总体平稳、稳中向好的发展态势，结构调整深入推进，供求总体平衡，增长动力加快转换，质量效益稳步提升。就业稳中向好，消费价格温和上涨。
2018Q3	中国经济总体保持平稳增长，结构调整继续推进，供求总体平衡。但受外部环境发生明显变化及需求端“几碰头”等因素影响，经济下行压力有所加大。
2018Q4	2018年以来外部环境发生明显变化，不确定因素增多。中国经济保持较强韧性，但在新旧动能转换阶段，长期积累的风险隐患暴露增多，小微企业、民营企业融资难问题较为突出，经济面临下行压力。
2019Q1	中国经济运行总体平稳，好于预期，新旧动能转换步伐加快，经济增长保持韧性。但外部环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出。
2019Q2	中国经济增长保持韧性，继续运行在合理区间，延续总体平稳、稳中有进的发展态势。但内外部不确定不稳定因素有所增加，经济仍存在下行压力。
2019Q3	2019年第三季度以来，中国经济运行总体平稳，结构调整扎实推进，投资稳中趋稳，消费、就业总体稳定，物价上涨结构性特征明显，同时国内外形势复杂严峻，困难挑战增多，经济下行压力持续加大。

资料来源：万得，中银国际证券

图表6.大部分上市银行的零售和票据占比提升



资料来源：万得，中银国际证券

## 1.2 政策引导实体经济融资成本下降，资产端收益率存下行压力

从政策层面来看，我们认为LPR机制的深入推进以及监管引导金融机构加大实体经济融资支持力度将会对银行资产端定价带来一定压力。其中，LPR改革后贷款定价将对市场利率变化更为敏感，8月以来1年期LPR和5年期LPR已分别下行10BP、5BP。另外，小微企业融资问题依然是2020年监管关注重点，我们认为在覆盖风险的基础上，2020年小微业务定价的溢价空间有限，将更加考验银行资产端定价能力。



■ LPR 推行引导贷款利率下行

原先的 LPR 报价机制与市场利率变动“脱节”，影响货币政策的及时性和有效性。回顾我国银行业贷款利率市场化改革进程，从 1998 年开始国内银行逐步扩大贷款利率的浮动上限，到 2013 年 7 月全面放开贷款利率定价的上下限浮动限制，我国贷款利率已实现完全自由浮动，但仍存在央行制定的基准利率以作为各家银行贷款定价参考。为完善市场基准利率体系，央行在 2013 年 10 月设立了贷款基准利率集中报价和发布机制，以确立贷款基础利率 (LPR)。但这种贷款定价模式的不足之一在于和市场利率变动“脱节”，“货币政策利率的变动→市场利率→信贷利率”的路径并不畅通，影响央行通过货币政策调控的及时性和有效性。

2019 年 8 月新 LPR 报价机制正式落地，与原有的 LPR 方式相比，主要差异表现在机构扩容、定价挂钩 MLF、丰富期限结构以及公布频率调整。通过比较可以看出，新 LPR 机制带来的影响有以下几方面：

- 1) 波动性增大：由于 MLF 利率调整较央行基准更加频繁，LPR 未来的变动将更加灵活，波动将增加；
- 2) 代表性增强：新增的 8 家报价行基本均为区域中小银行，因此 LPR 报价代表性将更强；
- 3) LPR 报价真实性提升：新机制明确要求银行在新合同中由市场化的 LPR 替代原有的央行基准利率作为定价基础，并列入 MPA 考核，因此银行在 LPR 报送时将更加认真对待，计算 LPR 报价时将更加市场化和真实；
- 4) LPR 机制对银行定价能力提出更高要求：新机制下，在 LPR 利率基础上加多少固定点数，以及如何调整将更加考验银行贷款定价能力。

图表7.新旧 LPR 报价机制对比

项目	新 LPR 报价机制	旧 LPR 报价机制
报价时间	每月 20 日 9 时 30 分公布	每个交易日 11:30 对外发布
公布机构	全国银行间同业拆借中心	全国银行间同业拆借中心
报价机构	18 家银行：10 家全国性银行+2 家城市商业银行+2 家农村商业银行+2 家外资银行+2 家民营银行	10 家全国性银行
LPR 品种	1 年期、5 年期以上两个品种	1 年期 LPR
LPR 计算方式	1) LPR=公开市场操作利率+固定点数 (公开市场操作利率主要为 MLF, 固定点数银行自行决定) 2) 去掉最高、最低报价后算术平均	1) 银行自主决定 LPR 后上报 2) 去掉最高、最低报价后加权平均
报价频率	每月一次	每个交易日一次
实施方式	新老划断。新发放贷款主要参考贷款市场报价利率作为定价基础；浮动合同中采用 LPR 替代原央行基准利率	
实施时间	2019 年 8 月 20 日正式施行	2013 年 10 月 25 日实施至今

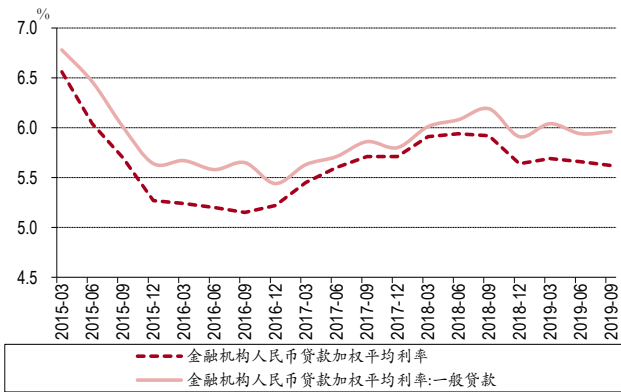
资料来源：万得，中银国际证券

LPR 机制改革也意味着利率市场化推进更加深入，LPR 改革首先疏通利率传导机制，促使银行贷款定价对市场利率变化予以更多反映，央行未来能够通过公开市场操作方式更高效得引导实体经济融资成本下行。截至 2019 年 12 月 20 日，新机制落地以来已经进行 5 次报价，从改革后的 5 次报价情况来看，整体下降幅度较温和，其中 1 年期 LPR 共下降 10BP、5 年期下降 5BP。

展望 2020 年，在市场利率中枢保持低位背景下，我们认为 LPR 机制的深入推进将对银行资产端定价带来下行压力。LPR 改革后，监管针对银行在新发放贷款中应用 LPR 的考核主要有两方面内容：一是设定了三个考核时点和“358”目标，具体来说，截至 2019 年 9 月末，全国性银行业金融机构新发放贷款中，以 LPR 作为定价基准的比例不少于 30%；截至 12 月末，上述占比要不少于 50%；截至 2020 年 3 月末，上述占比不少于 80%；二是将贷款利率竞争行为纳入 MPA 考核，所有银行业金融机构不得通过协同设定贷款利率隐性下限，否则在 MPA 考核中实行“一票否决”。但需要注意的是，由于银行在 LPR 报价基础上还有一定的自我调节空间，同时银行参考 LPR 定价还在过渡调整阶段，因此 2019 年行业贷款利率还未受到新机制的明显影响，3 季度一般贷款利率较 2 季度上行 2BP。在 2020 年货币政策保持适度宽松背景下，我们认为 LPR 改革的影响将逐步显现，对银行资产端定价带来下行压力。

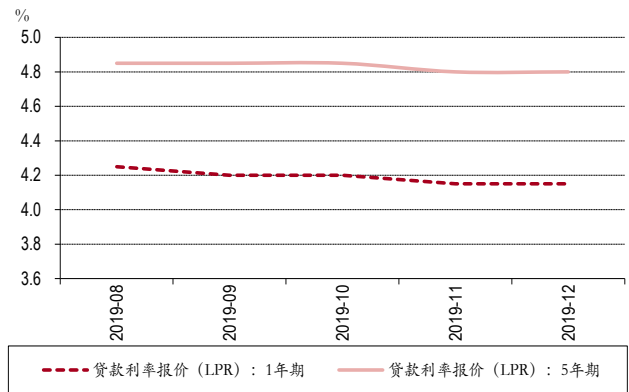


图表8.3 季度一般贷款收益率较2季度上行



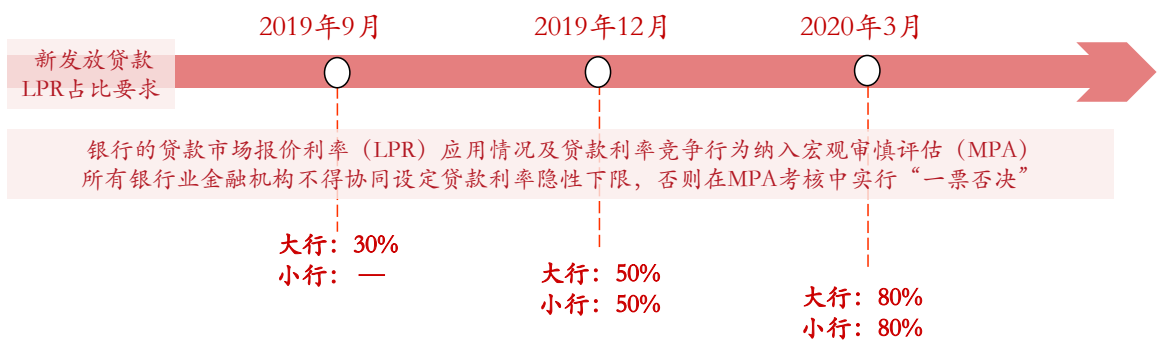
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表9.LPR的1年期和5年期表现(5次报价)



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表10.监管要求LPR推进时间计划表



资料来源: 央行, 中银国际证券

### ■ 监管引导实体经济融资成本下行

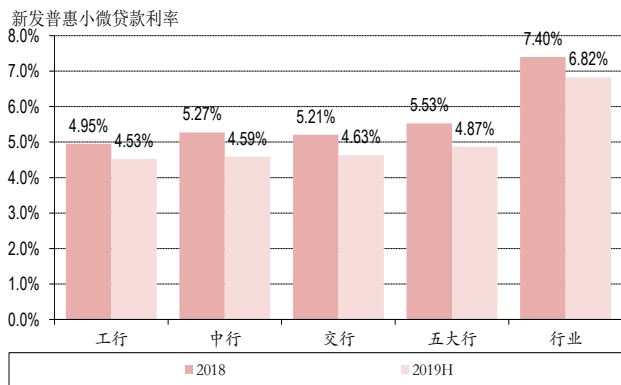
在2020年经济下行压力持续背景下, 预计监管对银行普惠金融的考核将会持续, 小微企业信贷延续“保本微利”状态, 普惠贷款定价将继续受限制。小微企业融资难贵问题2018年以来一直是监管关注重点, 小微企业在信贷资金获取方面存在天生劣势, 由于自身现金流表现波动大、缺少政府信用背书、经营风险高等因素, 在信贷资金争夺上不及大型企业、地方政府扶持的项目。尤其是在经济下行周期, 由于小微企业经营受经济波动更为明显, 银行出于风险与收益的平衡, 在小微企业信贷投放过程中更为审慎。2019年以来包括普惠金融定向降准、“两增两控”目标设定、单户授信规模调整等措施的出台均旨在引导金融机构加大实体经济融资力度。从政策实行效果来看, 规模方面, 2019年银行的小微信贷投放力度加大, 前三季度小微企业信贷余额较年初增2.9万亿元, 同比增速较2018年上行1.2个百分点至10.1%; 定价方面, 根据银保监会披露, 2019年上半年新发普惠贷款利率为6.82%, 较2018年(7.40%)下行58BP; 从五大行表现来看, 上半年新发普惠贷款利率为4.87%, 较2018年(5.53%)下行66BP。

图表11.2019年小微监管政策梳理

时间	监管机构	文件/政策	主要内容概括
2019/1/2	央行	调整普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准	中国人民银行决定,自2019年起,将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”。
2019/1/4	央行	降准	下调金融机构存款准备金率1个百分点,其中,2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时,2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。
2019/1/25	央行	普惠金融定向降准动态考核	达到普惠金融定向降准标准,可分别享受0.5个或1.5个百分点的存款准备金率优惠。此次动态考核净释放长期资金约2500亿元
2019/3/13	银保监会	关于2019年进一步提升小微企业金融服务质效的通知	对于单户授信总额1000万元及以下小微企业贷款要努力完成“两增两控”目标,但对于5大行要求普惠小微贷款余额同比增长30%;保本微利;提出将不良率控制在不超过各项贷款不良率3个百分点以内。
2019/5/15	央行	对中小银行实行较低的存款准备金率	从2019年5月5日开始,对仅在本县行政区域内经营,或是在其他县级行政区域设有分支机构,但资产规模小于100亿元的农村商业银行,执行存款准备金率8%的档次。释放长期资金约2800亿元,全部用于发放民营和小微企业贷款。
2019/7/31	央行	增加支小再贷款额度	人民银行决定增加支小再贷款额度500亿元,重点支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放,引导降低社会融资成本。本次增加额度后,全国支小再贷款额度为3695亿元。
2019/8/17	央行	完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制	LPR报价采取MLF+固定点数的模式,以发挥好LPR对贷款利率的引导作用,推动降低实体经济融资成本
2019/9/6	央行	降准	从2019年9月16日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点
2019/9/20	国家发改委、银保监会	关于深入开展“信易贷”支持中小微企业融资的通知	从信息归集共享、信用评价体系、“信易贷”产品创新、风险处置机制、地方支持政策、管理考核激励等方面提出具体措施,破解银企信息不对称难题,督促和引导金融机构加大对中小微企业信用贷款的支持力度,缓解中小微企业融资难融资贵问题。
2019/11/6	国家税务总局、银保监会	关于深化和规范“银税互动”工作的通知	税务、银保监部门和银行合作,帮助企业将纳税信用转化为融资信用,缓解民营和小微企业融资难题

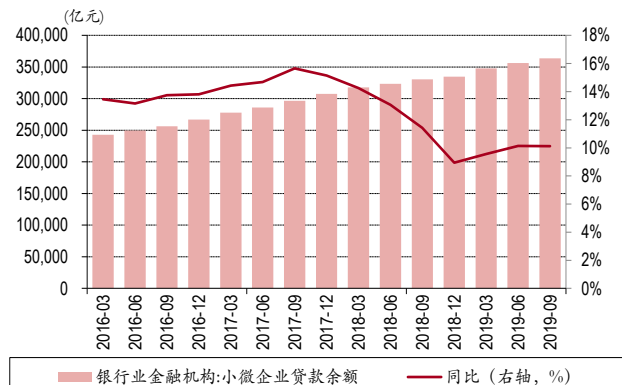
资料来源:央行,银保监会,发改委,中银国际证券

图表12.普惠小微贷款利率下降(2018vs2019H)



资料来源:银保监会,上市银行财报,中银国际证券

图表13.2019年小微信贷投放力度加大



资料来源:万得,中银国际证券

### 1.3 资产定价能力及资产质量表现成为银行取胜关键

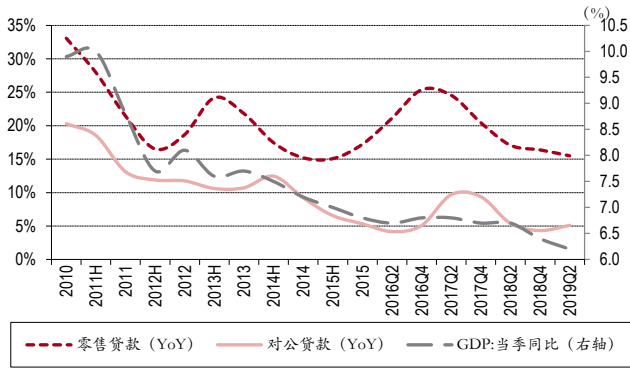
在资产端有效信贷需求相对匮乏以及政策引导实体经济融资成本下行的综合背景下,2020年资产端定价能力以及资产质量表现成为各家银行比拼的核心要素。我们认为各家银行的业务结构、业务分布的区域经济环境差异决定其业绩的稳定性。从业务结构来看,我们认为零售贷款资产质量表现优于对公,同时考虑风险后的收益水平高于对公;从业务分布来看,主要业务分布在经济发达地区的银行资产质量表现更优,在经济下行压力持续背景下风控难度相对低。因此,零售业务发展快速且综合化经营实力强的银行(包括大行、招行银行、平安银行、光大银行),以及具备区位优势的地方性银行(常熟银行、江苏银行、杭州银行、上海银行、宁波银行等)有望在2020年各家银行的竞争中脱颖而出。

(1) 业务结构影响银行资产端定价能力

■ 零售信贷需求受经济波动影响较对公小

从业务结构特点来看，对公业务与经济相关性更为紧密，而零售业务的稳定性更强，因而在经济下行阶段，零售信贷需求以及资产质量表现受经济波动影响更小。从上市银行的信贷结构来看，2015年之后在经济增速放缓背景下，零售业务发展好于对公，尤其是2018年以来，各家银行加快零售市场布局，对公信贷与零售信贷增速差距进一步拉大，整体来看，行业的零售信贷占比从2015年的31%进一步提升到2019年半年末的40%。

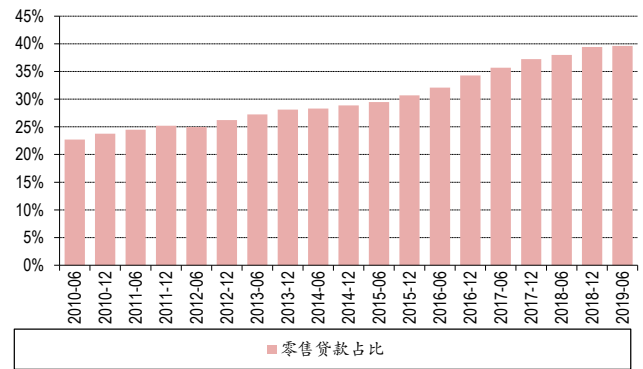
图表14.零售、对公贷款同比增速与经济走势相关性



资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 以上为老16家银行口径

图表15.行业零售贷款占比提升

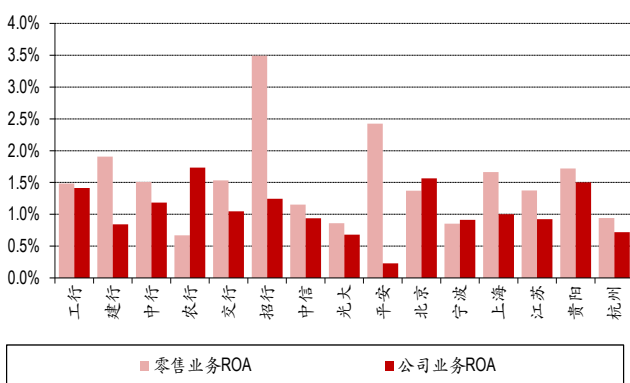


资料来源: 万得, 中银国际证券

■ 零售业务的资产回报率高于对公

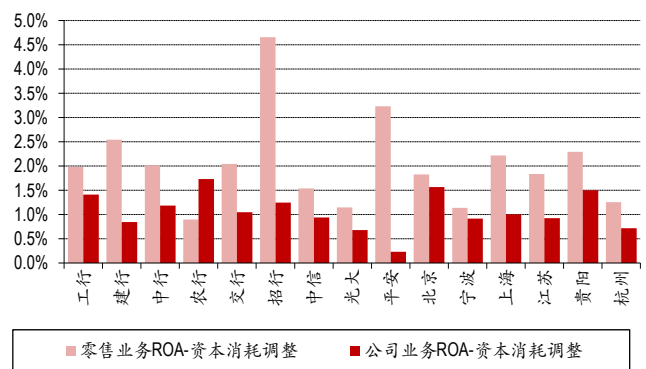
零售业务的ROA高于对公，考虑资本占用后优势更为明显。根据2012年颁布的《商业银行资本管理办法（试行）》中的要求，目前信贷类资产中，风险权重相对较低的主要有小微贷款（75%）、个人非按揭贷款（75%）以及按揭贷款（50%）。因此，加大对于小微及零售业务的拓展力度有利于银行降低银行风险资产对于资本金的消耗。我们对各家上市银行2019年上半年零售及对公板块的ROA水平进行了比较（由于各家银行在披露分部报表时并没有披露分板块净利润数据，因此在ROA计算过程中我们用税前利润代替净利润作为分母，所有银行均做相同处理，结果依然具备可比性）。从结果来看，零售业务整体表现好于对公板块，15家样本银行中有12家银行零售业务的资产收益率表现好于对公。进一步，如果我们将资本占用因素考虑在内，保守给予零售资产以75%的风险权重（考虑到目前各家银行零售业务大部分均以按揭为主，因此实际的风险加权权重可能更低），对公资产依旧维持100%的权重，调整后14家银行资产回报率高于对公，且收益率差距进一步扩大。

图表16.零售与对公板块ROA比较 (2019H)



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表17.考虑资本消耗,零售资产的回报率高于对公(2019H)



资料来源: 万得, 中银国际证券

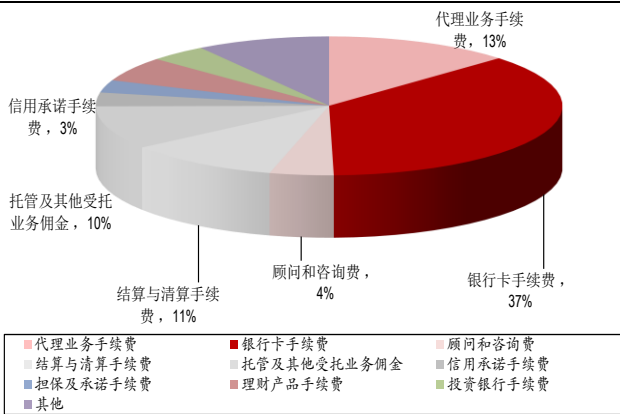
■ **零售信贷占比高的银行受 LPR 监管影响小**

从政策影响来看，LPR 的影响首先将在企业信贷定价方面得以体现，对零售信贷占比高的银行影响更为缓和。在市场利率中枢维持低位的情况下，议价能力更强的大型企业的信贷盈利空间会被进一步压缩。而个人客户、小微客户对于信贷价格敏感度相对低、议价能力较弱，受 LPR 改革影响较大。因此，从 2020 年来看，我们认为零售客群基础扎实、零售业务占比较高或者零售业务发展较快的银行在信贷定价方面的压力更小。

■ **零售业务对于非息收入的派生作用显著**

零售业务对于非息收入派生作用显著，利率市场化背景下有助于提升银行盈利能力及综合竞争实力。从中长期来看，利率市场化的推进将对银行差异化竞争能力带来考验。当下银行服务和产品的同质化现象普遍，但包括 LPR 改革在内的利率市场化对银行资产定价能力带来挑战，也就意味着未来银行需要发展非息收入、丰富收入结构来提升综合盈利水平。我们通过拆分行业手续费收入结构发现，大部分收入构成和零售业务联系更加密切。例如在手续费收入中占比排名第一的银行卡手续费收入（37%），主要由个人业务贡献；占比第二的代理业务手续费收入（13%），主要由零售渠道的保险、基金、理财代销贡献，以及结算清算等和零售相关的手续费收入，合计对中收的贡献超过 50%。因此零售业务的发展有利于中收业务的稳定增长，促进银行实现多点开花，增强自身的综合竞争实力。

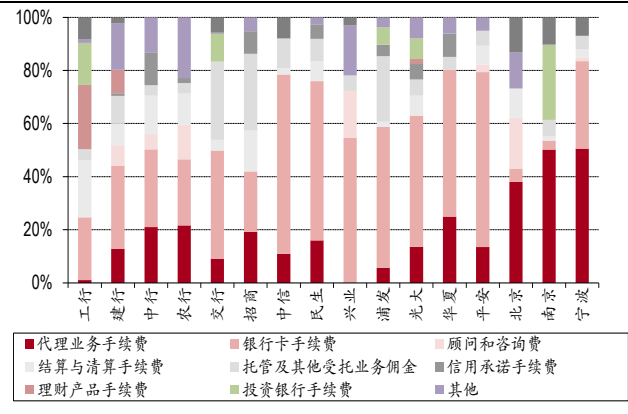
图表18.与零售相关的手续费收入占比较大（2019H）



资料来源：万得，中银国际证券

注：以上为老 16 家银行口径

图表19.主要上市银行手续费结构（2019H）



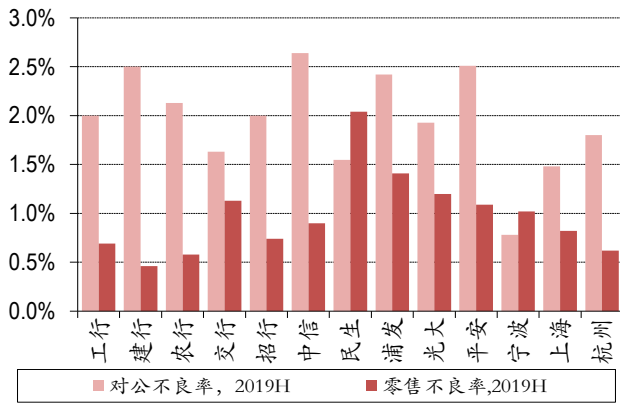
资料来源：万得，中银国际证券

(2) **业务结构和区域环境决定银行的资产质量表现**

■ **业务结构特点：零售信贷资产质量表现优于对公**

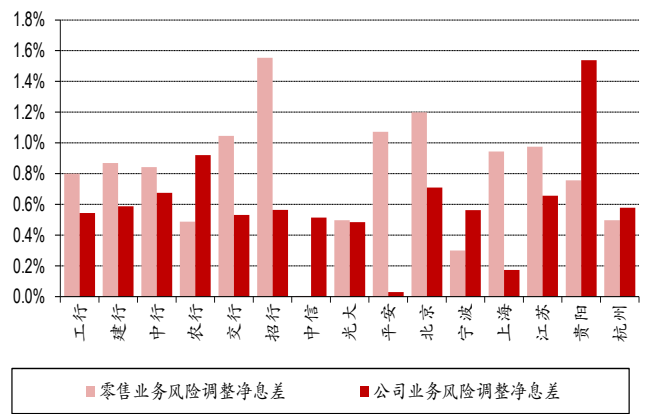
零售整体的资产质量表现优于对公，零售业务占比高的银行在经济下行压力加大环境下风控压力相对小，并且考虑风险后的零售业务回报率高于对公。从上市银行表现来看，大部分银行的零售不良都明显低于对公（除了民生银行，零售口径中包含小微），我们认为相对而言，零售贷款的单户金额更低，关联度更低，因此风险也更加分散。我们进一步测算考虑风险计提后的零售资产回报率，在扣除拨备以后，大部分银行零售业务的净息差高于对公。因此，在考虑资产质量维度以后，零售业务的回报率水平更为优异。

图表20.零售贷款资产质量优于对公



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表21.零售贷款风险调整后的回报率好于对公

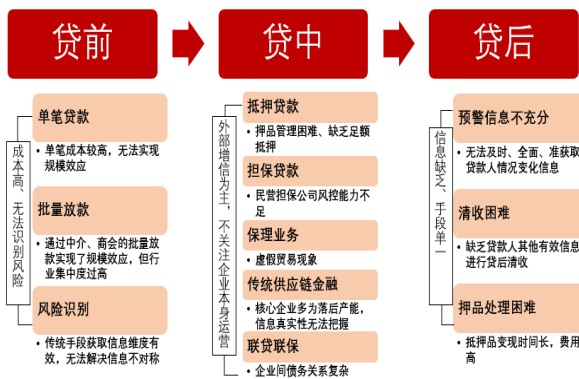


资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 调整后净息差 = (板块业务利息收入 - 拨备计提) / 资产总额

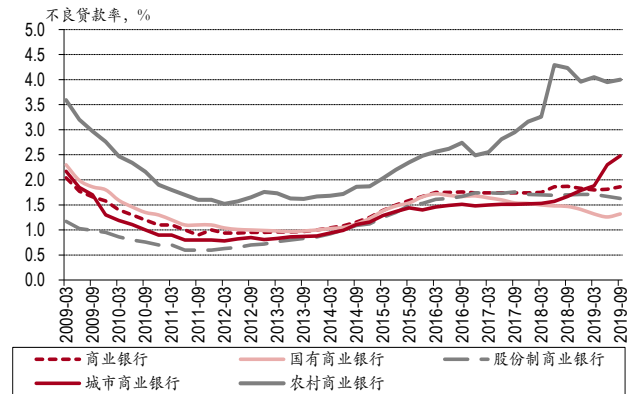
**小微业务对银行提出更高风控要求。**由于民生银行的零售统计口径中包括了小微客群, 因此, 不同于其他银行, 民生银行的零售贷款不良率高于对公。以民生银行的小微业务发展史为鉴, 我们认为小微企业由于自身经营风险高、抵押品缺失、财务信息不规范等问题, 对银行的资产质量带来一定挑战。2008年-2011年, 民生银行的小微业务高歌猛进, 但从2013年开始, 随着经济增速的放缓, 此前联保互保、互助基金等弱担保业务风险持续暴露, 小微业务风险抬头。在LPR推行和政策引导下, 如何做好小微业务风险控制是银行也是必须面对的一个问题。2020年来看, 业务分布在经济下行压力较大区域、专注小微企业且风控能力有待提升的中小银行可能面临着更大的资产质量压力。

图表22.传统小微贷款信贷投放过程中遇到的问题



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表23.2019年以来城商行的不良率上行更为明显



资料来源: 万得, 中银国际证券

■ 区域风险分化加剧, 经济发达地区的地方银行资产质量表现更优

除了业务结构差异, 业务的区域分布是影响银行资产质量表现的另一重要因素, 相对而言, 主要业务集中在经济发达区域的地方银行资产质量表现更优。我们根据披露半年报数据的银行, 筛选出不良贷款率超2.5%的银行(包括未上市银行), 从结果来看, 这部分城农商行基本上分布在东三省、中西部。





图表24.东三省、中西部的城农商行不良率更高

公司名称	银行类型	所属地	不良贷款比例 (%)	拨备覆盖率 (%)
江西都昌农村商业银行股份有限公司	农商行	江西	15.21	37
锦州银行股份有限公司	城商行	辽宁	6.88	106
鞍山银行股份有限公司	城商行	辽宁	4.52	109
景德镇农村商业银行股份有限公司	农商行	江西	3.96	145
安徽庐江农村商业银行股份有限公司	农商行	安徽	3.87	164
龙江银行股份有限公司	城商行	黑龙江	3.23	136
甘肃银行股份有限公司	城商行	甘肃	2.97	130
乐山市商业银行股份有限公司	城商行	四川	2.91	142
吉林银行股份有限公司	城商行	吉林	2.86	151
青海西宁农村商业银行股份有限公司	农商行	青海	2.83	171
湖南宁乡农村商业银行股份有限公司	农商行	湖南	2.72	224
邯郸银行股份有限公司	城商行	河北	2.69	216
河北邢台农村商业银行股份有限公司	农商行	河北	2.67	218
河北唐山农村商业银行股份有限公司	农商行	河北	2.62	154
新疆昌吉农村商业银行股份有限公司	农商行	新疆	2.58	195
山西长治黎都农村商业银行股份有限公司	农商行	山西	2.51	176
吉林榆树农村商业银行股份有限公司	农商行	吉林	2.50	168
南昌农村商业银行股份有限公司	农商行	江西	2.50	166

资料来源：万得，中银国际证券

根据上述分析要点，我们对上市银行进行筛选，我们认为2020年零售业务发展快速且综合化经营实力强的银行（包括大行、招行银行、平安银行、光大银行），以及具备区位优势的地方性银行（常熟银行、江苏银行、杭州银行、上海银行、宁波银行等）有望在2020年各家银行的竞争中脱颖而出。

从业务结构筛选角度来看，零售客群的拓展和巩固是零售业务发展基础，从线下拓客角度，网点数量占优的大行、招行具备天然优势；而金融科技发展领先的银行（例如工行、招行、平安等）在线上获客方面表现出色。除此之外，我们认为具备综合化经营实力强的银行不仅能够提升零售业务的综合贡献度，在零售客群的拓展上也存在更大的潜力。

图表25.国内大中型银行金融牌照布局

	证券	保险	基金	租赁	信托	投资	资管
工行	工银国际	工银安盛	工银瑞信基金	工银金融租赁		工银金融资产投资	工银理财
建行	建银国际	建信人寿 建信养老 建信财险	建信基金	建信租赁	建信信托	建信金融资产投资	建银理财
中行	中银国际控股/ 中银国际证券	中银保险	中银基金	中银航空租赁		中银金融资产投资 中银集团投资	中银理财
农行	农银国际	农银人寿	农银汇理基金	农银金融租赁		农银金融资产投资	农银理财
交行	交银国际/ 华英证券	交银保险/交银康联	交银施罗德基金	交银租赁	交银国信	交银金融资产投资	交银理财
招行	招银国际	招商信诺	招商基金	招商金融租赁			招银理财
中信				中信集团			
民生		民生金融租赁	民生加银基金				
兴业	华福证券- 间接		兴业基金	兴业租赁	兴业信托		兴银理财 兴业国信
浦发	浦发国际		浦银安盛	浦银金融租赁	上海国际信托		
光大				光大集团			光大理财
华夏				华夏金融租赁			
平安				平安集团			
北京		中荷人寿保险	中加基金	北银金融租赁			
南京			鑫元基金	江苏金融租赁			鑫沅资产管理
宁波			永赢基金	永赢金融租赁			永赢资产管理
上海	上银国际		上银基金				上银瑞金资本
江苏				苏银金融租赁			

资料来源：公司年报，中银国际证券



从上市银行的资产质量指标来看，可以发现具备区位优势的区域性银行各项资产质量指标表现更为优异，不良率及不良生成率相对低，例如宁波银行、南京银行、常熟银行、无锡银行、上海银行、杭州银行、江苏银行，且拨备基础扎实。我们认为除了区域经济因素，另一方面，受历史因素影响，大部分的城农商行业务主要集中在当地，区域分布较大中型银行更为单一，因此城农商行深耕地方经济，对本土的客户信息掌握更为齐全，信息动态跟踪也更为及时，减小个体信息不对称风险。

图表26.上市银行资产质量表现

(%)	零售贷款 占比 (2018)	零售贷款 占比 (2019H)	不良 贷款率 (2019H)	拨备 覆盖率 (2019H)	逾期 90 天以上 贷款 /不良 (2019H)	年化 不良生成率 (2019H)
工行	37	37	1.48	192	77	0.59
建行	43	43	1.43	218	67	0.85
中行	38	38	1.40	178	74	0.58
农行	39	39	1.43	278	66	0.61
交行	34	32	1.47	174	86	1.08
招行	51	52	1.23	394	80	0.33
中信	41	43	1.72	165	89	1.34
民生	40	41	1.75	142	95	1.47
兴业	40	40	1.56	194	83	1.01
浦发	42	43	1.83	158	80	1.76
光大	43	43	1.57	178	89	1.46
华夏	27	26	1.84	145	96	1.35
平安	58	59	1.68	183	94	2.24
北京	29	30	1.45	213	79	0.53
南京	27	28	0.89	416	96	0.49
宁波	32	29	0.78	522	96	0.30
上海	33	31	1.18	334	92	1.38
江苏	30	34	1.39	218	91	0.88
贵阳	23	22	1.50	261	71	1.98
杭州	36	36	1.38	282	75	0.78
江阴	12	13	1.91	265	90	2.10
无锡	14	15	1.11	286	75	0.22
常熟	51	50	0.96	454	58	0.35
苏农	18	19	1.26	267	64	3.37
张家港	29	32	1.43	233	27	0.38
成都	26	26	1.46	238	75	0.20

资料来源：公司年报，中银国际证券

注：零售贷款占比=零售贷款/贷款总额（不包含应计利息）

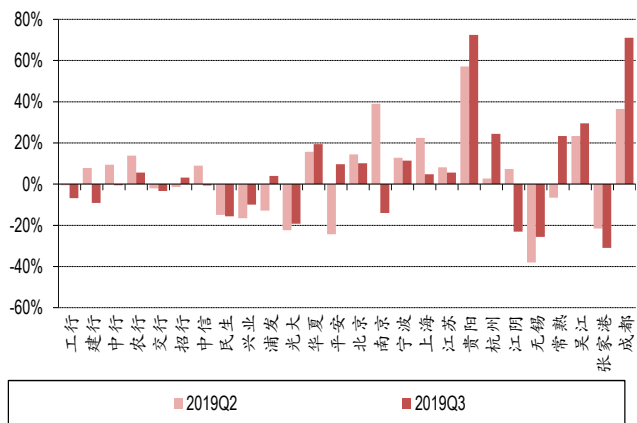
## 二、负债端：市场利率低位波动，负债端分化减小

2019年银行负债端资金压力缓解，一方面同业业务降幅收窄，另一方面P2P暴雷事件频发、现金贷监管趋严下资金回流银行体系。从负债端成本率来看，2019年前三季度呈现先降后升趋势，在同业负债成本改善幅度减弱，以及存款成本率相对刚性情况下，3季度行业整体负债端成本率（期初期末口径）环比2季度上行。展望2020年，我们认为经济下行压力仍需要稳增长政策予以托底，因此货币政策将继续保持稳健、流动性维持适度宽松，市场资金利率将维持低位波动，同时考虑到监管对于高息揽储行为的约束，我们预计全年负债端成本率保持稳定。个体来看，中小行负债端成本的改善将放缓，大小行负债端成本变化趋势更趋一致。

### ■ 负债端资金压力缓解

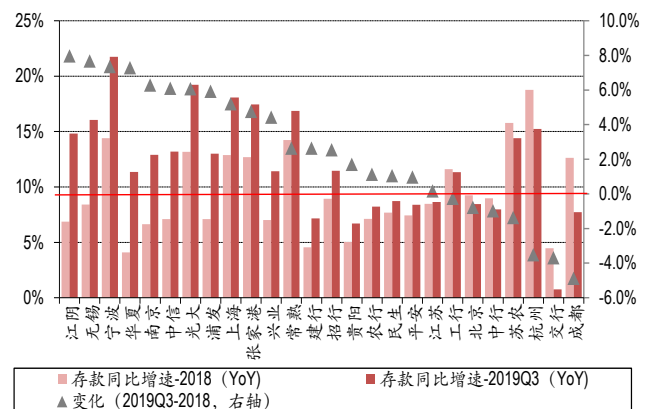
同业负债压降趋缓，叠加资金回流银行存款，银行负债端资金压力缓解。2019年以来银行业整体负债端资金压力缓解，一方面，随着银行同业业务调整的逐步到位，负债端同业负债压降趋缓；另一方面，在P2P暴雷、现金贷监管趋严背景下，资金回流银行存款，大部分银行的存款同比增速呈现改善趋势，负债端存款占比进一步提升。展望2020年，我们认为行业存款将保持稳定增长，在2020年流动性整体宽松背景下，货基资金回流存款现象将会延续。

图表27. 同业负债压降趋缓



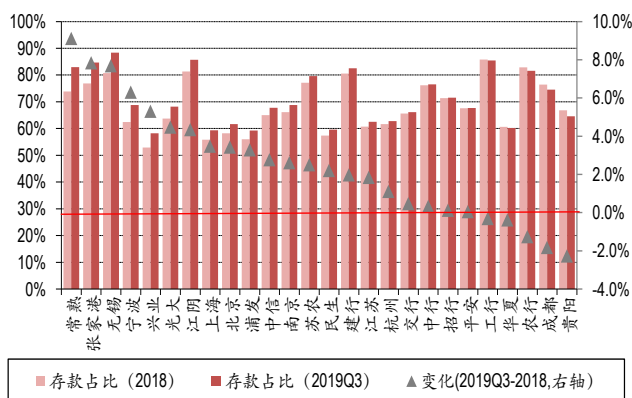
资料来源：万得，中银国际证券

图表28. 2019年银行存款同比增速改善



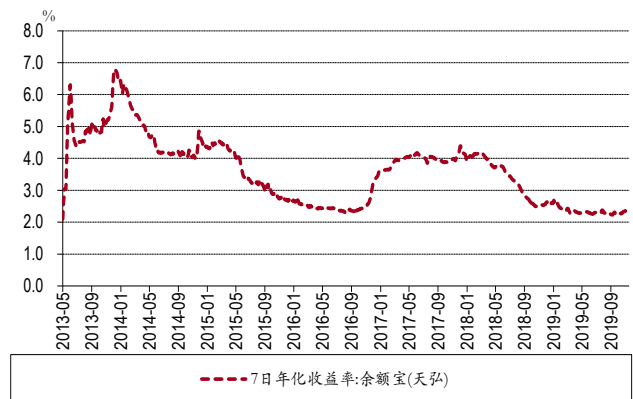
资料来源：万得，中银国际证券

图表29. 2019年大部分银行存款占比提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表30. 2019年以来货基收益率呈下行趋势

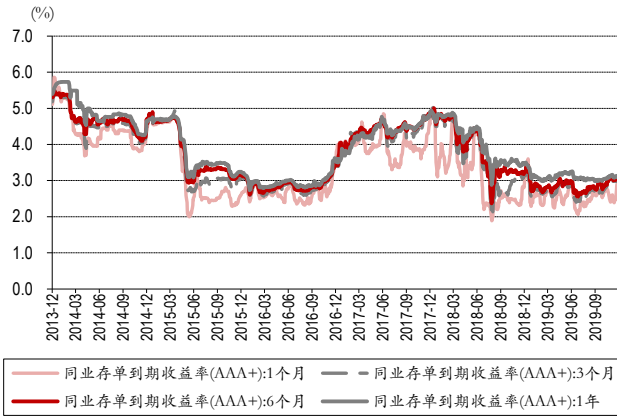


资料来源：万得，中银国际证券

### ■ 负债端成本率先降后升

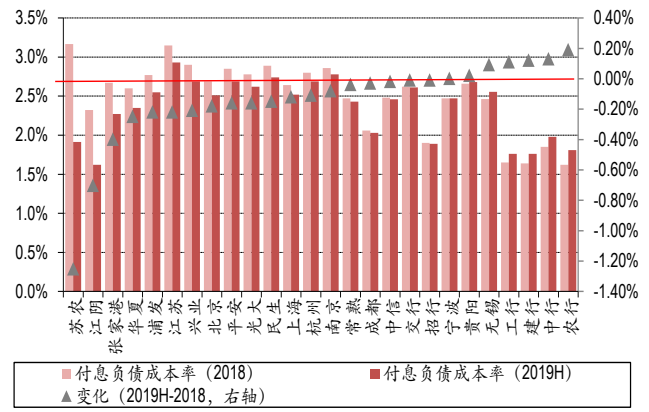
2019年以来，行业整体负债端成本率呈现先降后升态势。2019年上半年，得益于市场资金利率中枢的下行，行业整体负债端成本率下降，尤其对于同业负债占比较高的中小行，其负债端成本率改善更为明显。但从3季度来看，根据我们测算，期初期末口径的付息负债成本率环比2季度提升2BP，我们认为一方面是由于存款成本保持相对刚性；另一方面，市场利率维持低位情况下，同业负债成本改善幅度放缓。

图表31. 同业存单利率低位波动



资料来源：万得，中银国际证券

图表32. 中小行付息负债成本率改善明显



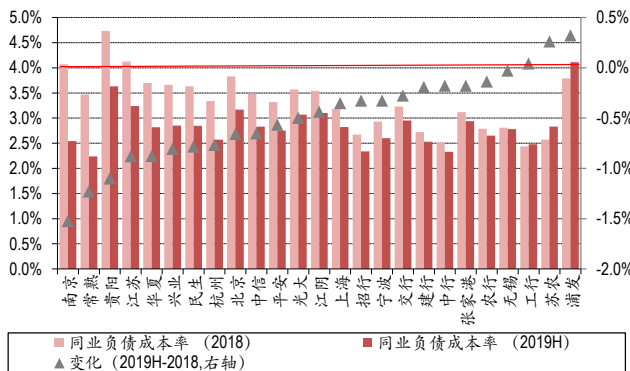
资料来源：万得，中银国际证券

### ■ 宽资金面下市场利率预计维持低位，监管出台约束高成本负债

展望2020年，我们认为经济下行压力仍需要稳增长政策予以托底，因此货币政策将继续保持稳健、流动性维持适度宽松，市场资金利率将维持低位波动，同时考虑到监管对于高息揽储行为的约束，我们预计行业负债端成本率整体保持稳定。个体来看，中小行负债端成本的改善将放缓，大小行负债端成本变化趋势更趋一致。

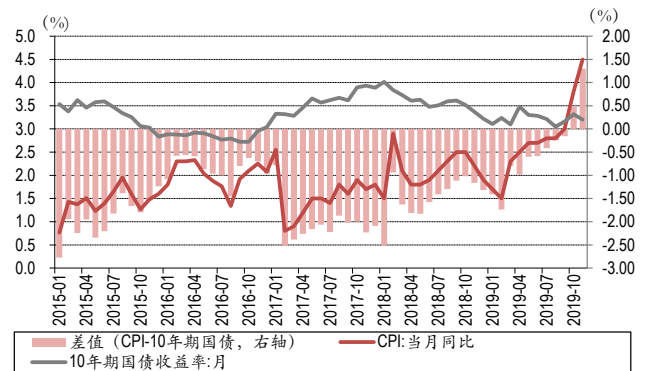
预计2020年市场资金利率低位波动，中小行负债端成本改善放缓，大小行负债端成本变化更趋一致。近期政治局会议表示2020年“宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底”，我们认为2020年货币政策的重点在于稳定预期，需要兼顾逆周期调节和通胀预期，在经济下行压力持续背景下预计流动性环境保持适度宽松，但与此同时，通胀预期也约束无风险利率下行空间，整体来看预计2020年市场资金利率低位波动，主动负债成本改善空间有限，对于负债端成本贡献度减弱。个体来看，中小行负债端成本的改善将放缓，大小行负债端成本变化趋势更趋一致。

图表33. 中小银行同业负债成本改善明显



资料来源：万得，中银国际证券

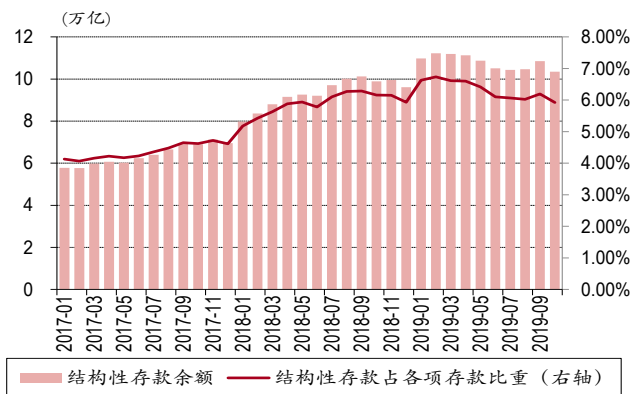
图表34. CPI提升背景下，无风险利率下行受制约



资料来源：融360，中银国际证券

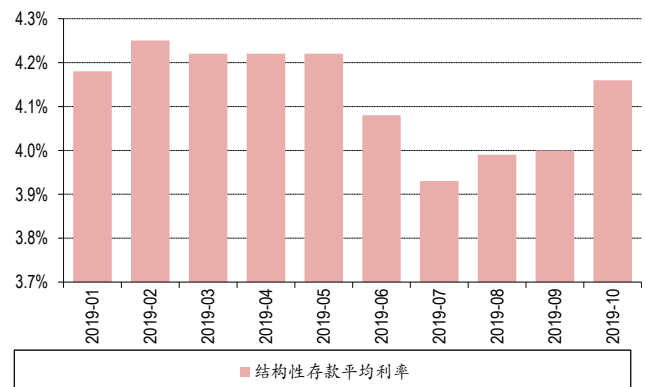
结构性存款文件出台规范产品发行资格，促进银行存款回归理性竞争，有助于改善银行高息揽储现象。在负债端同业负债监管趋严、资管新规后原有的保本理财资金承接需求的背景下，2017年下半年以来结构性理财规模增长迅速，无论是大行还是中小行的结构性存款占负债比重均有所提升。由于原先结构性存款并未有专门的监管文件，诸多细则有待明确，包括产品风险、结构设计尚不清晰，处于监管“模糊地带”，给银行在产品设计上提供较大空间，例如承诺投资者较高的保底收益率、没有衍生品资格的银行发行结构性存款等等。针对上述问题，10月银保监会下发《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，对结构性存款定义、银行发行结构性存款资格等进行约束。我们认为结构性存款监管文件的出台有助于银行存款回归理性竞争，未来银行高息揽储现象将有改善，有助于缓解银行存款成本上行压力。从结构性存款发行情况来看，2019年下半年在结构性存款监管力度加大背景下，行业结构性存款发行速度放缓，截至10月末结构性存款占存款比重为5.92%，较1月末下降了0.7个百分点；同时在流动性保持宽松环境下，根据融360统计，3季度以来结构性存款发行利率明显低于上半年。

图表35.结构性存款占比有所下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表36.2019年结构性存款发行利率情况



资料来源：融360，中银国际证券



### 三、基本面：基本面相对稳健，关注资产质量边际变化

展望 2020 年，考虑到信贷对于托底经济的重要作用，我们预计 2020 年信贷增量较 2019 年（17 万亿）小幅多增，预计增量为 18 万亿，对应增速约 12%，较 2019 年（12.5%）小幅下行。从基本面来看，尽管较 2019 年边际走弱，但在经济下行压力持续背景下，相较于其他行业，银行业基本面表现相对稳健。具体来看，行业资产端扩张增速稳中趋缓，结构上继续优化向信贷倾斜；息差在资产端收益率下行背景下，将结束阶段性扩张趋势，我们预计全年息差下行 2-3BP；在经济下行持续环境下，预计行业整体不良生成速度小幅提升，全年不良生成率为 100BP 左右，但考虑到稳增长积极政策的支持，以及银行经历上一轮不良高发时期后风险偏好更趋审慎，我们认为发生系统性风险可能性低。

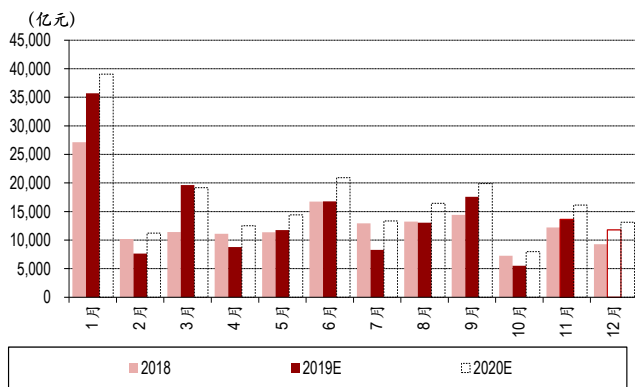
#### 3.1 预计 2020 年新增信贷 18 万亿，对应增速约为 12%

##### ■ 信贷：预计全年新增 18 万亿，增速较 2019 年小幅下行

考虑信贷对于托底经济的重要作用，预计 2020 年新增人民币贷款约 18 万亿。2019 年 1-11 月新增人民币信贷（不包括非银）增量为 14.5 万亿，预计全年约为 17 万亿，增速为 12.5%。展望 2020 年，货币政策需要兼顾逆周期调节和稳定通胀预期，预计货币政策保持稳健，同时考虑到非标回表以及对制造业中长期贷款、小微融资的支持，预计全年信贷增量约为 18 万亿，较 2019 年增 1 万亿，对应增速约为 12%，增速较 2019 年（12.5%）略有下行。

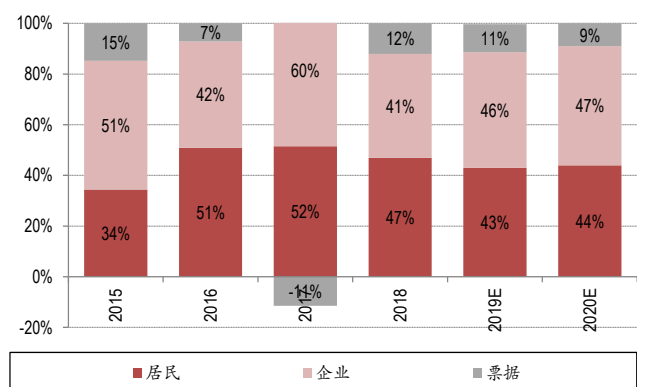
结构上来看，2019 年前 11 个月居民贷款、企业贷款和票据贴现的占比分别为 43%、46%、11%。展望 2020 年，考虑到票据监管趋严以及市场资金利率低位运行，预计 2020 年占比将有下降为 9% 左右。对公信贷来看，中央经济工作会议上强调 2020 年要“增加制造业中长期融资”，我们预计 2020 年对公信贷占比较 2019 年提升至 47%；零售方面，2019 年银行继续推进零售转型，但在信用卡、消费贷风险抬头下各家银行适度控制业务发展规模，综合考虑互联网平台风险暴露后一部分短贷需求回流银行，预计 2020 年零售贷款占比较 2019 年（43%）小幅提升至 44%。

图表37.2020年预计新增信贷18万亿



资料来源：万得，中银国际证券

图表38.2020年信贷结构预测

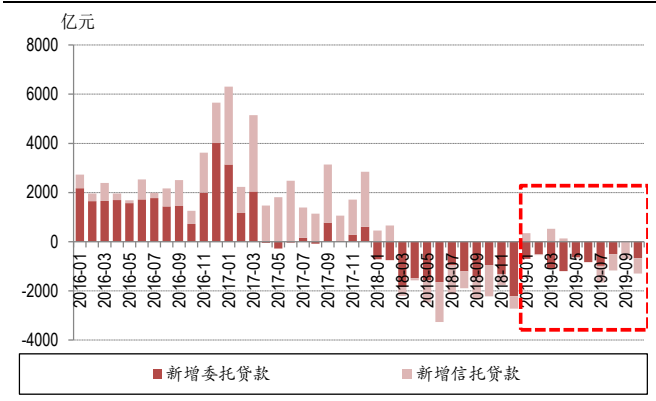


资料来源：万得，中银国际证券

■ 社融：表外融资压降持续，专项债继续发力

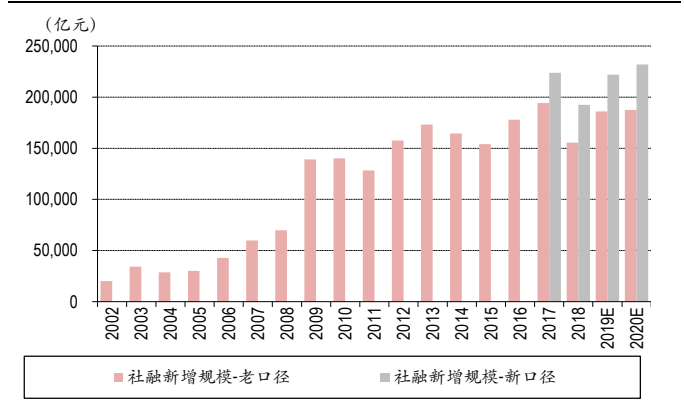
预计 2020 年社融增量为 23 万亿，对应增速约 10%，其中 2020 年为资管新规过渡期最后一年，表外融资压降持续，基建重要性提升背景下专项债将继续发力。2019 年前 11 个月社融新增 20 万亿，我们预计 2019 年新口径的社融新增规模为 22 万亿，增速为 10.8%。展望 2020 年，考虑到资管新规过渡期将结束，我们预计表外非标继续稳步压降，我们预计委托、信托和未贴现承兑汇票压降规模较 2019 年小幅增长预计在 2 万亿左右（2019 年前 11 个月为 1.6 万亿）。专项债方面，我们认为 2020 年发行规模较 2019 年将有提升，主要的原因在于：基建投资是支持经济稳步发展的重要抓手，同时 2019 年以来地方政府隐性债务监管趋严背景下，专项债融资渠道对于基建投资的重要性进一步提升。目前监管已提前下发 1 万亿的 2020 年专项债额度，我们预计 2020 年专项债额度较 2019 年（2.15 万亿）提升至 3 万亿左右。整体来看，我们预计 2020 年的新口径社融在 23 万亿左右（2019 年约 22 万亿），对应新口径社融增速约 10%。

图表39.2019年以来信托和委托贷款稳步压降



资料来源：万得，中银国际证券

图表40.2020年社融增量预计约23万亿



资料来源：万得，中银国际证券

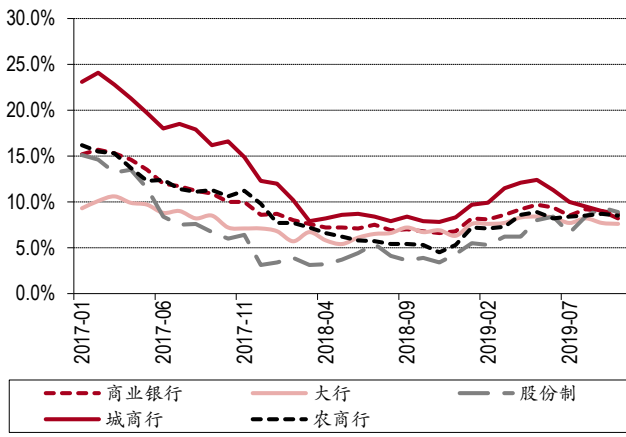
3.2 银行基本面相对稳健，关注资产质量边际变化

■ 量：预计 2020 年行业规模增速稳中微降

2019 年以来在银行表内加大信贷投放力度，同时表外业务监管要求适度放宽的背景下，行业规模增速呈回升态势，截至 10 月末商业银行规模同比增 8.7%，较 1 月提升 0.5 个百分点。从个体来看，中小行规模增速修复显著，股份行/农商行规模增速较 1 月分别提升 3.4/1.3 个百分点至 8.9%/8.5%。我们认为源于监管压力的边际缓释和资产负债结构调整的逐步到位，以及资本补充到位后规模扩张能力修复。

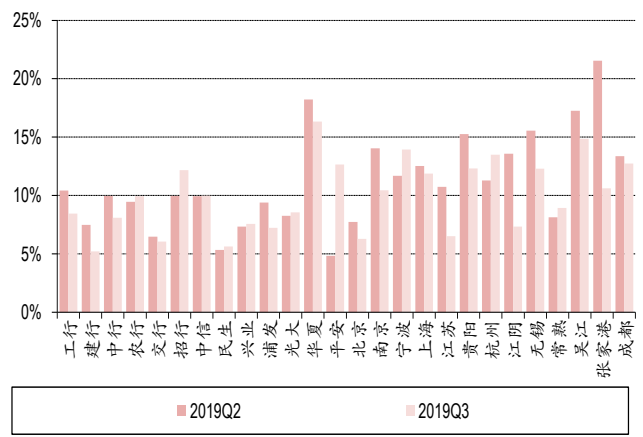
就 2019 年而言，我们判断行业整体资产规模增速将较 2018 年提升 2 个百分点左右，增速基本与 3 季末相近为 9%左右。展望 2020 年，宏观经济仍存下行压力，逆周期调节势在必行，在宽松货币环境下，我们认为行业整体规模扩张速度保持稳定，但同时考虑有效信贷需求较 2019 年相对匮乏以及银行自身资产投放更趋谨慎，预计行业规模增速较 2019 年小幅下降至 8-9% 区间。

图表41.2019年以来行业规模增速整体回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表42.2019年3季度各家银行规模同比增速稳中趋缓



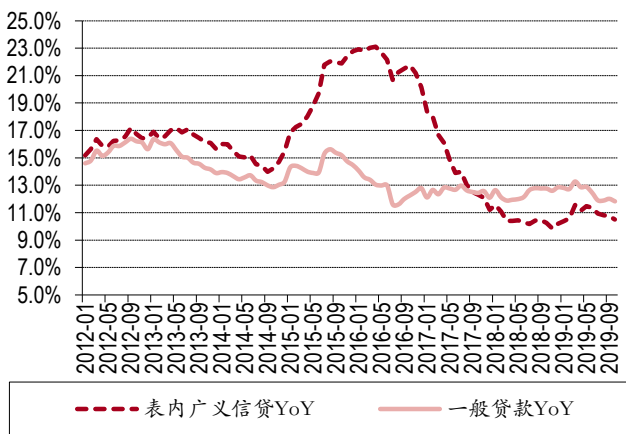
资料来源：万得，中银国际证券

■ 结构：资产配置继续向信贷倾斜，零售信贷占比有望进一步提升

在金融供给侧改革持续推进，监管积极引导银行回归业务本源、加大信贷投放的大背景下，我们认为2020年信贷在资产配置中的比重会进一步提升。从资产配置结构来看，我们对2020年的判断如下：

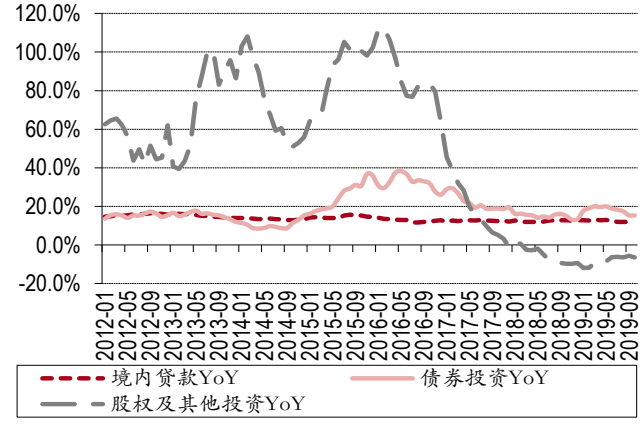
- **信贷增速超广义信贷将延续。**2020年是资管新规过渡期结束正式落地之年，10月出台的《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》对非标的认定标准依然严格，因此预计2020年非标规模仍将稳步有序压降，预计一般贷款增速继续高于广义信贷增长。
- **零售信贷占比继续提升，按揭贷款表现平稳。**在经济增长承压，优质对公资源稀缺的背景下，我们预计2020年行业零售转型趋势不改，零售贷款占比将继续提升。结构上，在“房住不炒”政策导向下，按揭贷款占比总体将保持平稳，非住房类信贷（信用卡、消费贷）由于信用风险的提升和金融监管趋严的影响，增速在前期高基数基础上可能有小幅回落。
- **对公基建成发力要点，信贷资源持续向小微民企倾斜。**2019年底中央政治局会议召开定调2020年经济工作重点，再次强调“加强基础设施建设”，体现了基建在2020年逆周期调节政策中的重要地位。在地方专项债可作为重大项目资本金的调整下，我们预计基建将是2020年重点投放领域。同时，监管引导银行支持实体经济政策导向不变，2020年银行对先进制造业、普惠金融的支持力度不减。

图表43.贷款增速超表内广义信贷增速



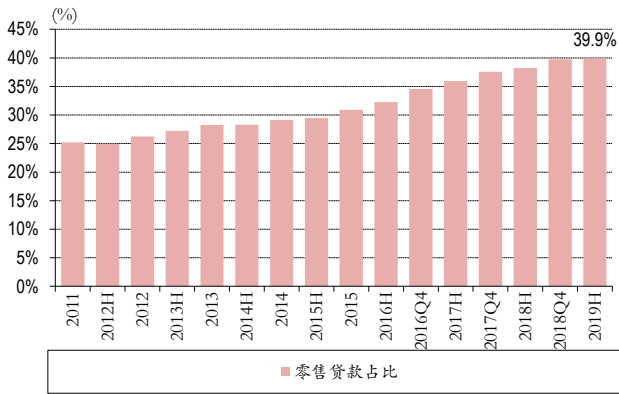
资料来源：万得，中银国际证券

图表44.非信贷类增速明显放缓



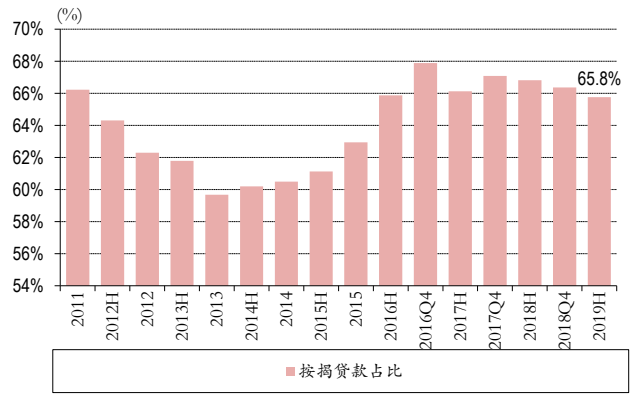
资料来源：万得，中银国际证券

图表45.零售贷款比重不断提升



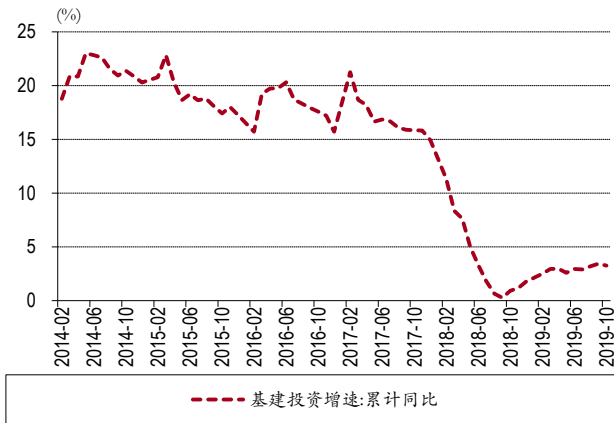
资料来源：万得、中银国际证券

图表46.按揭贷款占比略有下行



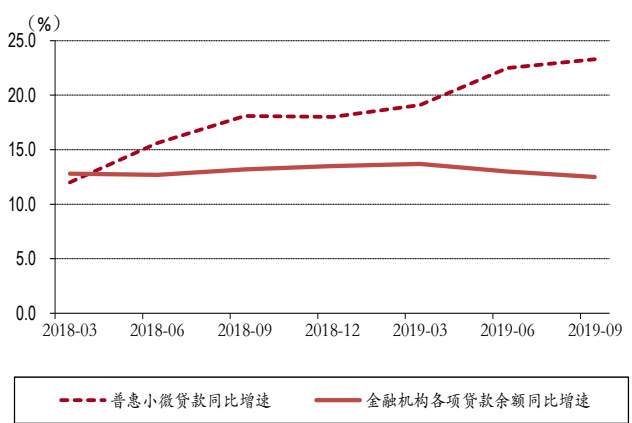
资料来源：万得、中银国际证券

图表47.基建投资增速回升



资料来源：万得、中银国际证券

图表48.银行对普惠小微的支持力度不断加大



资料来源：万得、中银国际证券

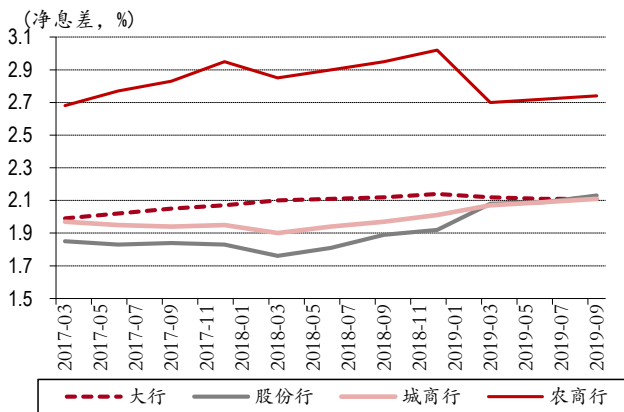
■ 价：息差结束阶段性扩张趋势，预计 2020 年小幅收窄 2-3BP

2019 年以来行业整体息差走阔，但个体表现分化，其中大行息差小幅收窄，而中小行的息差改善明显。背后的原因我们在前文的分析中已有提及，2019 年以来市场利率中枢较 2018 年下行，由于中小行的同业负债占比较高，更受益于主动负债成本率的下降，其负债端成本改善幅度也更为显著。

展望 2020 年，我们认为行业息差将结束阶段性扩张趋势，预计 2020 年行业整体息差较 2019 年小幅收窄 2-3BP，同时，有别于 2019 年息差分化形势，2020 年个体的息差变化趋势更趋一致，无论是大行还是中小行的息差均存在收窄压力，只有个别银行（受益于资产负债结构的明显改善等因素）可能出现息差的小幅改善，我们的判断逻辑如下：

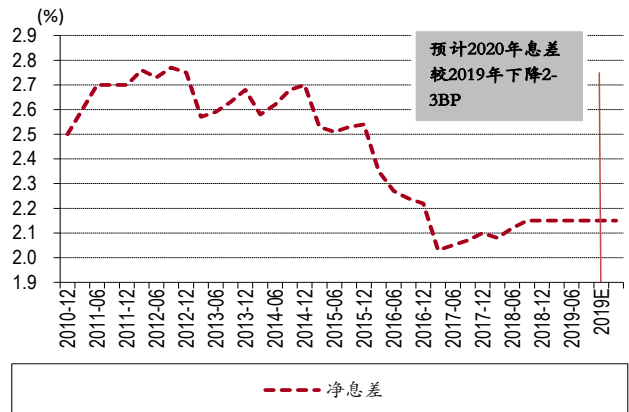
从资产端收益率来看，考虑到：1) 经济增速稳中趋降、企业再投资需求未有明显改善背景下，银行信用风险偏好难有提升；2) LPR 政策推行下资产端定价存在下行压力；3) 市场资金利率仍将维持低位影响同业投资收益；我们认为尽管银行可通过资产结构调整或者投放期限较长的项目贷款来部分对冲影响，但预计总体资产端收益率小幅下行。从负债端来看，市场利率维持低位有助于同业负债成本率保持较低水平，但与此同时负债端存款成本相对刚性，因此 2020 年负债端成本率预计保持相对稳定，并且中小行的改善幅度将有放缓。

图表49.不同类型银行息差表现分化



资料来源: 万得、中银国际证券

图表50.预计2020年行业息差将小幅收窄

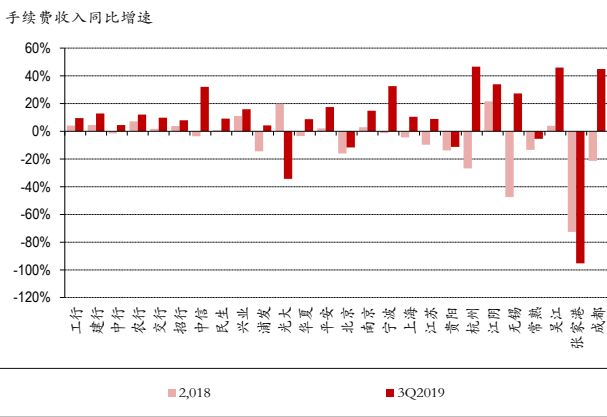


资料来源: 万得、中银国际证券

■ 手续费收入: 保持10%左右的稳定增长, 理财业务贡献加大

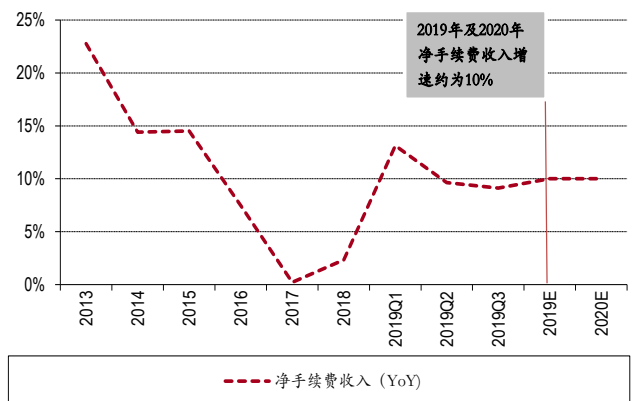
2019年行业净手续费收入增速在监管力度趋缓, 逐步调整到位的背景下有所修复。展望2020年, 随着各家银行的理财子公司逐步获批, 预计将会有两位数以上的理财子公司正式营业。银行系理财子公司较原银行理财部门的业务经营范围更广、投资门槛更低、市场化程度更高, 相信能在2020年逐步发力, 银行理财对于手续费收入的贡献将有加大。信用卡业务方面, 由于过去高增长带来的风险累积和信用卡业务监管趋严, 预计2020年业务发展速度有所放缓, 使得银行卡手续费收入增速稳中微降。综合来看, 预计2020年手续费收入预计保持10%左右的增速(与2019年相近), 手续费收入结构中理财相关业务贡献度加大, 信用卡业务收入占比保持相对稳定。

图表51.2019年以来手续费收入改善



资料来源: 万得、中银国际证券

图表52.预计2020年手续费收入同比增速约为10%



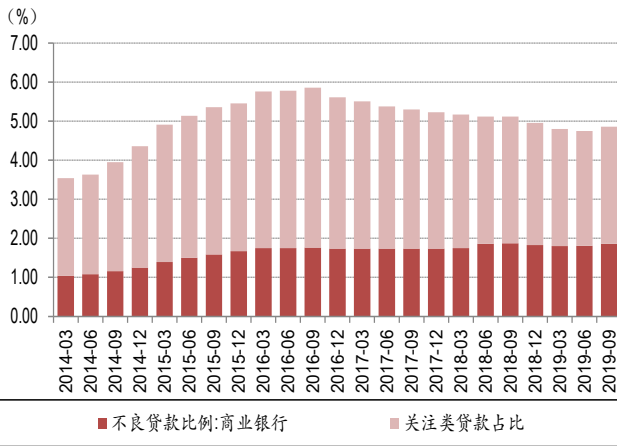
资料来源: 万得、中银国际证券

■ 资产质量: 预计不良生成速度有所加快, 但系统性风险发生可能性低

2019年上半年银行业资产质量总体保持稳定, 但3季度不良+关注类贷款占比较2季度环比上行11BP, 一定程度上反映出国内经济下行压力的增大。展望2020年, 经济下行压力持续下预计行业不良生成速度将有提升, 预计全年不良生成率在100BP左右。但考虑到银行在经过上一轮信贷不良风险暴露周期后, 总体风险偏好谨慎, 积极调整自身的信贷结构, 减小不良高发行业的信贷投放力度(批发零售业和制造业), 我们认为2020年行业资产质量总体仍将保持稳健, 系统性风险发生可能性低, 后续需关注经济走势以及资产质量的动态变化趋势。

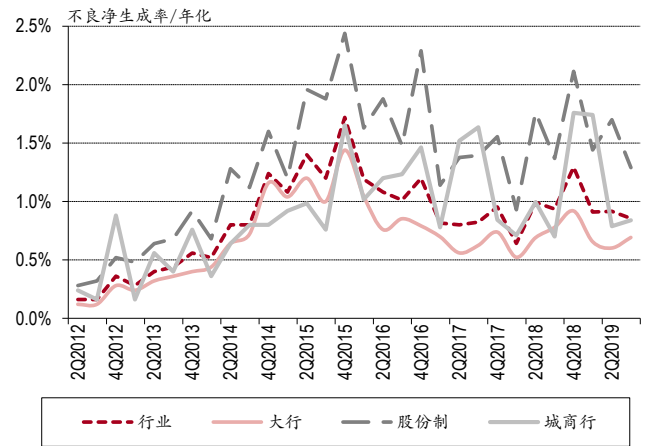


图表53. 2019年3季度行业不良+关注贷款占比提升



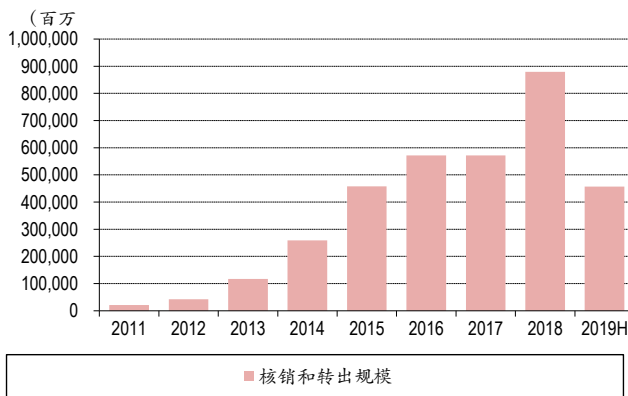
资料来源: 万得、中银国际证券

图表54. 2019年以来行业整体资产质量稳健



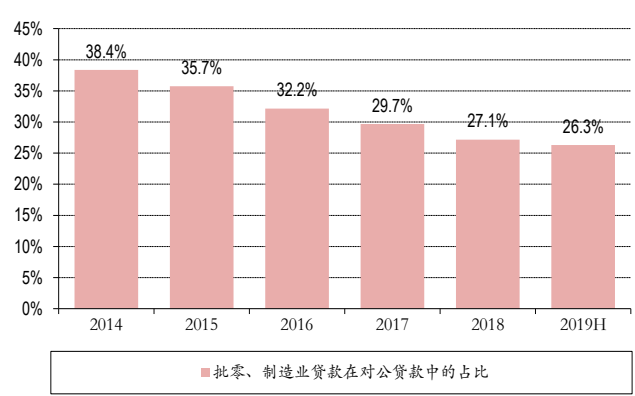
资料来源: 万得、中银国际证券

图表55. 银行体系 2013年以来不良处置力度加大



资料来源: 万得、中银国际证券

图表56. 行业制造、批零的贷款占对公贷款比重下降

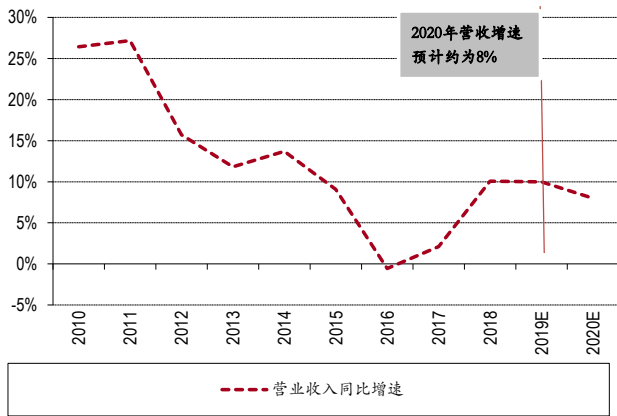


资料来源: 万得、中银国际证券

■ 业绩预测: 预计2020年营收同比增8-9%, 净利润同比增6.5-7%

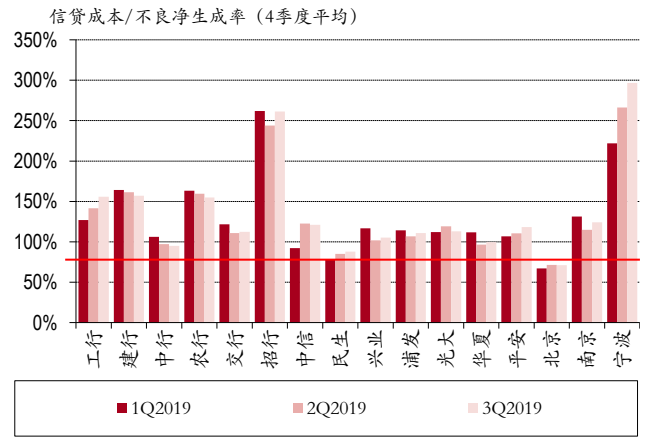
从银行基本面来看, 2020年行业资产端扩张增速稳中趋缓, 预计同比增速在8-9% (vs2019年约9%), 结构上继续优化向信贷倾斜; 息差在资产端收益率下行背景下, 将结束阶段性扩张趋势, 我们预计2020年息差较2019年下行2-3BP; 手续费受益于理财业务收入增速的修复以及银行卡业务的稳步发展, 预计增速与2019年相近约为10%。资产质量方面, 在经济下行持续环境下, 预计行业整体不良生成速度小幅提升, 全年不良生成率为100BP左右。整体来看, 我们预计2020年营收增速较2019年(9.5%左右)有所收窄, 约为8-9%。另外, 考虑到2020年不良生成率上行压力, 预计核销和处置的仍需维持较大力度, 我们判断2020年信贷成本与2019年相近为1.3%。综合来看, 预计2020年行业归母净利润增速较2019年(7%)小幅下行, 为6.5%-7%。

图表57. 预计2020年营收同比增速约为8-9%



资料来源：万得、中银国际证券

图表58. 2019年以来大部分银行信贷成本覆盖情况稳定



资料来源：万得、中银国际证券

■ 潜在的风险点：谨防类包商事件发生，关注供改个体风险

2019年5月银保监会宣布接管包商银行引起市场广泛关注，尽管包商事件具备自身经营风格冒进以及股权结构问题，但一定程度上也反映出部分中小银行现有发展模式中所蕴藏的问题。包商事件是金融供给侧改革过程中的一个插曲，但依然可以看出，监管对于防范流动性风险、挤出无效金融供给的态度明确，需要关注供改过程中的个体风险。实际上，随着银行在庞大金融体系中重要性凸显，保证银行业稳健、可持续发展至关重要。金融供给侧改革过程中，我们认为个体表现分化趋势将更为明显，对于部分管理体系存漏洞、风险偏好过高、资本配置低效、所处区域经济发展疲弱的中小银行来说，经营压力将逐步凸显，在金融供改过程中可能面临重组、并购。但考虑到地方政府对城、农商行经营的扶持，以及城、农商行体量在银行业金融机构中的占比相对低，我们认为其经营风险对整个金融市场带来的影响有限，带来金融系统风险发生的可能性低。

图表59.2018年以来城商行和农商行负面事件概要

企业名称	评级机构	评级调整日	评级类型	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次评级	上次展望	地区	企业性质
长春农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	AA-	稳定	2018-11-30	AA	稳定	吉林省	地方国有企业
长春发展农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	A+	稳定	2018-07-30	AA-	负面	吉林省	地方国有企业
长春发展农村商业银行	中诚信国际	2018-07-30	长期信用评级	AA-	负面	2017-07-20	AA-	稳定	吉林省	地方国有企业
烟台农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	AA-	负面	2018-02-09	AA-	稳定	山东省	民营企业
铜陵农村商业银行	中诚信国际	2018-11-19	长期信用评级	A	稳定	2018-07-27	A+	稳定	安徽省	地方国有企业
山西运城农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	A+	负面	2018-07-31	A+	稳定	山西省	地方国有企业
山西平遥农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	A	稳定	2017-11-10	A+	稳定	山西省	地方国有企业
山东邹平农村商业银行	东方金诚国际	2018-07-09	长期信用评级	A+	负面	2018-02-08	AA-		山东省	民营企业
山东鄒城农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	A+	稳定	2018-07-25	AA-	稳定	山东省	
山东五莲农村商业银行	中诚信国际	2018-01-05	长期信用评级	A+	负面	2017-10-13	A+	稳定	山东省	民营企业
山东威海农村商业银行	中诚信国际	2018-07-24	长期信用评级	A+	稳定	2017-12-18	AA-	负面	山东省	民营企业
山东寿光农村商业银行	上海新世纪	2018-07-31	长期信用评级	A+	稳定	2017-10-19	AA-	稳定	山东省	地方国有企业
山东莒县农村商业银行	东方金诚国际	2019-07-30	长期信用评级	A+	稳定	2018-07-25	AA-	稳定	山东省	民营企业
山东广饶农村商业银行	东方金诚国际	2018-05-04	长期信用评级	A+	负面	2017-07-27	AA-	稳定	山东省	地方国有企业
景德镇农村商业银行	中诚信国际	2018-07-27	长期信用评级	AA-	负面	2017-07-28	AA-	稳定	江西省	地方国有企业
江苏建湖农村商业银行	中诚信国际	2018-09-13	长期信用评级	A+	稳定	2018-02-07	AA-		江苏省	地方国有企业
吉林双阳农村商业银行	中诚信国际	2019-04-04	长期信用评级	A	稳定	2017-03-06	A+		吉林省	地方国有企业
吉林蛟河农村商业银行	上海新世纪	2019-07-30	长期信用评级	BBB+	负面	2018-07-31	A-	负面	吉林省	民营企业
吉林蛟河农村商业银行	上海新世纪	2018-07-31	长期信用评级	A-	负面	2018-02-08	A		吉林省	民营企业
吉林蛟河农村商业银行	上海新世纪	2018-02-08	长期信用评级	A		2017-07-28	A+	稳定	吉林省	民营企业
淮南通商农村商业银行	中诚信国际	2018-07-05	长期信用评级	A+	稳定	2017-07-05	AA-	稳定	安徽省	地方国有企业
河南伊川农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	A+	稳定	2018-11-29	AA-	负面	河南省	地方国有企业
河南伊川农村商业银行	中诚信国际	2018-11-29	长期信用评级	AA-	负面	2018-07-25	AA-	稳定	河南省	地方国有企业
贵州乌当农村商业银行	联合资信评估	2019-07-26	长期信用评级	A-	稳定	2018-07-26	A	负面	贵州省	地方国有企业
贵州乌当农村商业银行	联合资信评估	2018-07-26	长期信用评级	A	负面	2017-07-05	A+	负面	贵州省	地方国有企业
贵州仁怀茅台农村商业银行	中诚信国际	2019-09-10	长期信用评级	A		2019-09-09	A+		贵州省	地方国有企业
贵州仁怀茅台农村商业银行	中诚信国际	2019-07-31	长期信用评级	A	稳定	2018-07-30	A+	稳定	贵州省	地方国有企业
贵阳农村商业银行	中诚信国际	2018-06-29	长期信用评级	A+	稳定	2017-11-07	AA-	稳定	贵州省	地方国有企业
丹东银行	联合资信评估	2018-03-23	长期信用评级	A+		2017-07-25	AA-	稳定	辽宁省	地方国有企业
安徽桐城农村商业银行	中诚信国际	2019-01-25	长期信用评级	A	稳定	2017-07-25	A+	稳定	安徽省	地方国有企业

资料来源：万得，中银国际证券

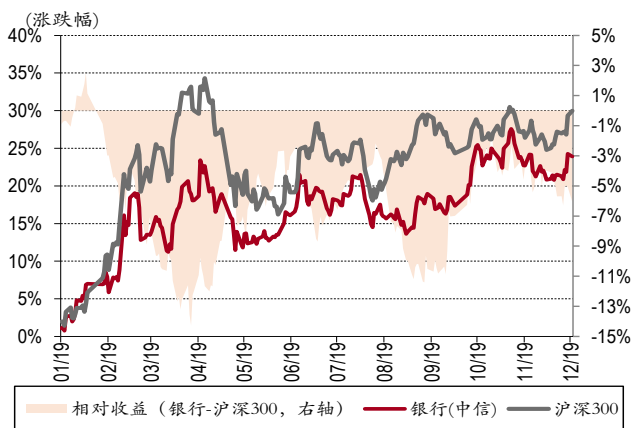
## 四、板块展望：看好相对配置价值，向上弹性待经济数据验证

2019年以来经济下行压力加大抑制板块估值向上弹性，目前板块估值对应2020年PB仅0.8x，估值为所有板块最低水平。虽然国内宏观经济下行压力持续，但在稳增长积极政策支持下，行业基本面大幅恶化可能性低。同时相较于其他行业，银行业的盈利情况更为稳定，叠加板块的低估值、高股息率特点，看好板块相对配置价值。另外，随着A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期确定性配置价值。个股方面，关注以光大银行为代表的边际改善的股份行，积极推动零售转型、盈利表现向好的低估值城商行（江苏银行、杭州银行、上海银行），以及长期基本面优异的大行和招商银行。

### 4.1 板块走势回顾

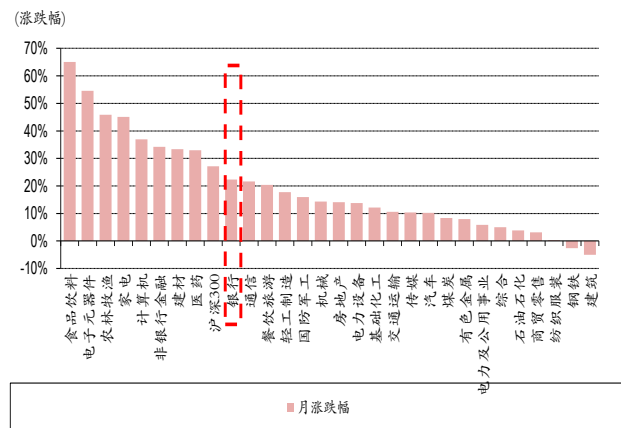
2019年以来银行板块上涨22.4%（截至11月30日），同期沪深300上涨27.2%，银行板块跑输大盘4.8个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅在所有行业中排名9/29。具体来看，1季度板块上涨16%，但在市场情绪回暖下银行板块滞涨于市场，跑输沪深300指数约12个百分点；2季度在市场对经济担忧重现背景下，市场表现相对疲弱，弱市环境中银行板块防御性凸显，上涨3个百分点，跑赢沪深300指数4个百分点；3季度以来（截至11月30日），由于银行业绩表现好于市场预期，在经济下行压力持续加大背景下，银行板块厚实的估值安全垫以及稳健的基本面支持板块跑出绝对和相对收益（银行板块上涨2%，跑赢沪深300指数2个百分点）。

图表60.A 股年初以来取得绝对收益，跑输沪深300指数



资料来源：万得、中银国际证券

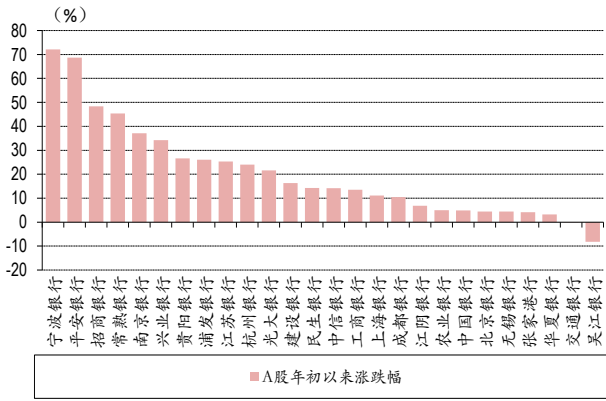
图表61.A 股银行板块年初以来上涨22.4%(截止11月30日)



资料来源：万得、中银国际证券

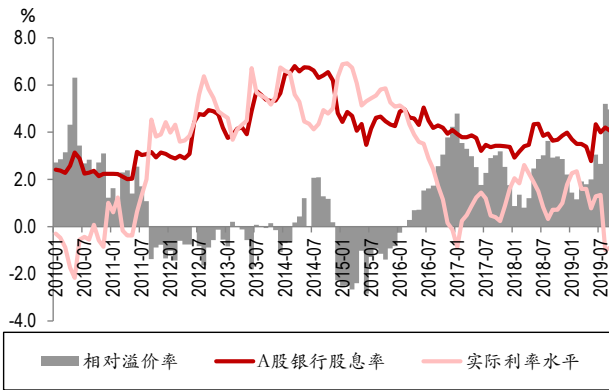
从个股来看（不考虑2019年新上市银行），2019年（截至11月30日）涨幅排名前三的有宁波银行、平安银行和招商银行，分别上涨66.7%/65.7%/46.8%，这三家银行表现较好的原因在于：1) 三家均为零售见长的银行，由于零售业务具备高收益低风险的特点，市场愿意给予零售特色银行一定的估值溢价；2) 宁波银行和招商银行的基本面表现优异，资产质量稳健，盈利能力保持同业靠前水平，具有厚实拨备基础、风险抵御能力强；3) 平安银行体制灵活，经过前两年对公业务的调整基本面改善明显，并且公司零售转型已显成效，依托集团综合金融平台未来发展值得期待。可以看出市场更加青睐具备业务特色的绩优银行股。整体而言，2019年中小银行涨幅更靠前，我们认为主要原因在于：1) 较高的同业负债占比在市场资金利率下行时负债端成本率改善更明显，息差提升空间更大；2) 金融严监管态势趋缓，中小银行的业务逐步调整到位，对业绩的负面影响减弱。

图表62.A股银行涨跌幅



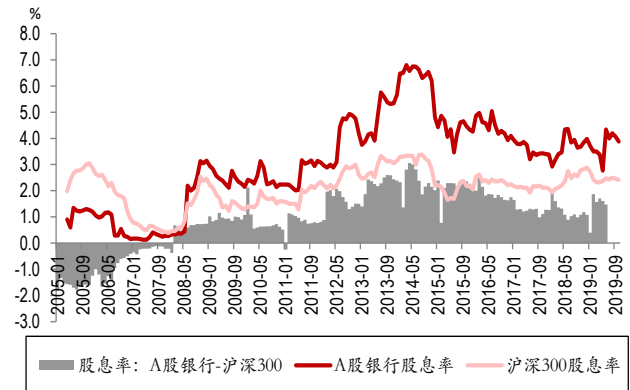


图表66. 银行板块股息率较实际利率溢价走阔



资料来源：万得、中银国际证券

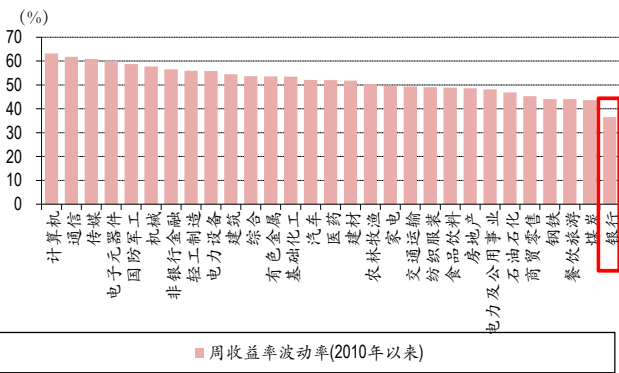
图表67. 银行股息率 vs 沪深 300



资料来源：万得、中银国际证券

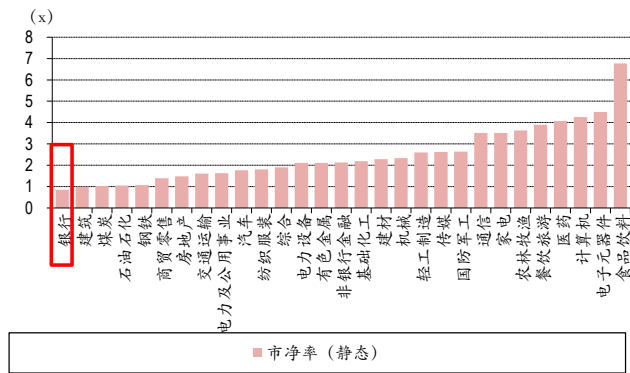
目前银行板块估值水平居 29 个中信一级行业中最底，同时从板块收益率波动情况来看，2010 年以来，银行板块的周收益率波动幅度最小。我们认为国内经济稳步放缓阶段，银行板块较其他行业具备更加稳定的业绩表现，叠加目前低估值、高股息率特点，看好板块 2020 年的相对配置价值。

图表68. 板块收益率波动最小



资料来源：万得、中银国际证券

图表69. 目前银行板块估值最低

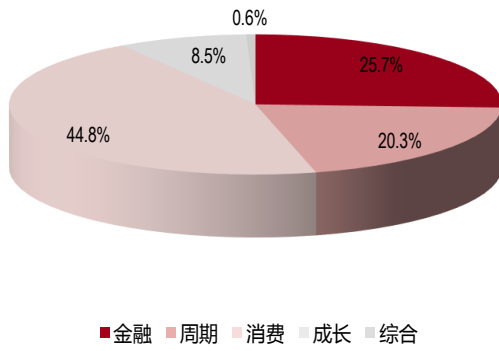


资料来源：万得、中银国际证券

### 4.3 外资流入背景下，重视银行板块长期配置价值

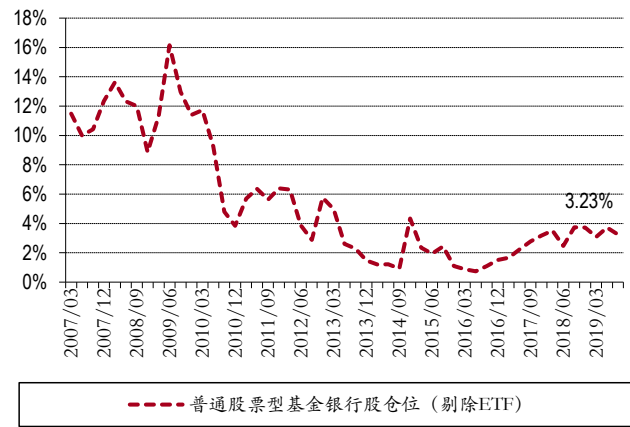
近年来随着 A 股国际化脚步提速，外资入市节奏加快。展望 2020 年，富时在 3 月完成将 A 股纳入 40% 的计划，同时证监会未来也会正式推出包括 QFII、RQFII 制度改革新规，预计将进一步推进 A 股国际化进程，为 A 股带来更多海外增量资金。此外，海外资金流入有助于优化目前 A 股市场投资者结构，加大投资风格更为稳健的机构投资者比例。考虑到外资更偏向于蓝筹配置，银行有望因此受益，板块长期配置价值值得重视 (vs3 季末公募基金对银行的配置仅 3.23%)。

图表70.陆股通机构配置行业分布



资料来源：万得，中银国际证券

图表71.公募基金银行持仓位于低位



资料来源：万得，中银国际证券



## 风险提示

**1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

**2、金融监管超预期。**2017年以来银行业严监管持续，已实现对银行表内外业务监管的全覆盖，行业规模增长放缓、“去杠杆”进程提速。2019年步入监管政策消化阶段，监管强调对前期治理成果进行巩固。如果后续监管超预期趋严，行业的业务发展可能受限，从而影响净利润增速。



附录图表 72. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市净率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
601398.SH	工商银行	买入	5.84	2,081	0.84	0.88	0.93	0.79	6.79
601939.SH	建设银行	买入	7.23	1,808	1.02	1.07	0.95	0.87	8.23
601988.SH	中国银行	未有评级	3.68	1,083	0.61	0.64	0.72	0.66	5.53
600036.SH	招商银行	买入	37.50	946	3.19	3.63	1.87	1.65	22.30
601998.SH	中信银行	增持	6.22	304	0.91	1.01	0.76	0.69	8.84
600000.SH	浦发银行	增持	12.39	364	1.90	2.12	0.82	0.74	16.36
601818.SH	光大银行	买入	4.49	236	0.64	0.73	0.82	0.75	5.89
600015.SH	华夏银行	未有评级	7.65	118	1.36	1.41	0.60	0.54	13.09
000001.SZ	平安银行	买入	16.50	320	1.28	1.48	1.45	1.17	13.82
601169.SH	北京银行	增持	5.70	121	0.95	1.03	0.70	0.65	8.78
601009.SH	南京银行	增持	8.78	74	1.31	1.52	1.10	1.00	8.80
002142.SZ	宁波银行	买入	27.90	157	1.99	2.36	2.43	1.85	14.67
601229.SH	上海银行	增持	9.40	134	1.27	1.46	0.94	0.84	10.79
600919.SH	江苏银行	增持	7.26	84	1.13	1.31	0.82	0.75	9.38
601997.SH	贵阳银行	增持	9.67	31	1.84	2.13	1.04	0.91	10.18
600926.SH	杭州银行	增持	9.25	47	1.05	1.27	1.01	0.92	10.04
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.65	10	0.39	0.43	1.00	0.96	5.05
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.53	10	0.59	0.67	1.00	0.93	5.79
601128.SH	常熟银行	买入	9.04	25	0.54	0.66	2.03	1.53	5.91
002839.SZ	张家港行	未有评级	5.84	11	0.46	0.52	1.11	1.04	5.46

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 12 月 17 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



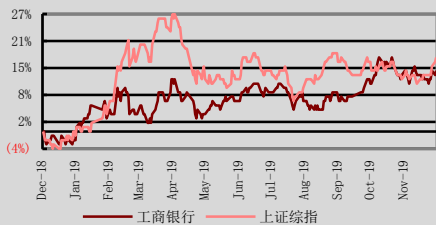
601398.SH

买入

市场价格：人民币 5.84

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.2	0.9	6.0	13.5
相对上证指数	(5.4)	(3.7)	4.5	(2.8)

发行股数(百万)	357,596
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	2,088,362
3个月日均交易额(人民币 百万)	735
资本充足率(%) (2019Q3)	16.7
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	35

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年12月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

## 工商银行

### 龙头大行具综合金融优势，基本面保持稳健

工商银行作为国内龙头大行，持续深化大零售、大资管、大投行以及国际化和综合化战略，有利于业务轻型化转型及盈利能力的提升。此外，公司积极推动“大零售”业务布局，经过多年深耕，在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势。整体来看，公司基本面稳健，盈利能力稳定，属于高ROE高股息率标的，目前估值安全边际高，维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **综合化经营稳步推进，多年来积累机构客户资源并且不断开拓零售客户。**工商银行作为国内龙头大行，在综合化平台和科技方面较同业竞争优势明显，目前在金融领域的布局已形成涵盖信托、证券、保险、基金、资管、租赁等多个金融子领域的金融控股集团，协同效应逐渐凸显，有利于业务轻型化转型及盈利能力的提升。此外，公司积极推动“大零售”业务布局，经过多年深耕，在零售贷款、理财业务、信用卡贷款等众多领域形成优势，并且打造“E-ICBC”互联网金融体系，未来线下网点优势和线上拓展将进一步融合，助力零售业务的发展。
- **资产负债结构稳健，盈利能力稳定。**工行资产负债结构稳健，资产和负债规模始终保持平稳增长，负债端低成本存款占比较高，受市场利率的波动影响较小，有利于公司息差保持稳健。叠加理财新规影响减弱，手续费收入恢复性增长，公司整体营收较2018年改善。展望2020年，我们认为公司零售业务发展以及理财子公司开业有助于公司盈利水平保持相对稳定。
- **风控到位，资产质量稳健。**工行资产质量表现稳健，根据我们测算，公司3季度单季年化不良生成率为0.6%，不良生成绝对值保持低位并且居大行较低水平。公司风控到位，2019H对公贷款不良率较年初下降7BP至2.00%，在行业零售不良抬头背景下，公司2019H的零售信贷不良率较年初下降2BP至0.69%。公司3季末拨备覆盖率进一步提升至198%，风险抵御能力进一步增强。我们认为在2020年经济下行压力加大背景下，公司严格的风控以及厚实的拨备基础使其资产质量表现优于行业平均。

#### 估值

- 我们预计工行2019/2020年EPS为0.88/0.92元/股，对应净利润同比增速5.0%/4.9%，当前股价对应2019/2020年PE 6.66x/6.35x，PB 0.84/0.77x，工行盈利稳定（2019年前三季度年化ROE为14.3%），股息率（对应2020年4.7%）水平高，维持买入评级。

#### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

#### 投资摘要

年结日：12月31日(人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	674,799	725,603	778,223	847,123	931,362
变动(%)	5.32	7.53	7.25	8.85	9.94
净利润	286,049	297,676	312,679	327,942	344,267
变动(%)	2.80	4.06	5.04	4.88	4.98
净资产收益率(%)	14.58	13.89	13.25	12.66	12.18
每股收益(元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97
市盈率(倍)	7.28	6.99	6.66	6.35	6.05
市净率(倍)	1.02	0.93	0.84	0.77	0.71

资料来源：公司公告，中银国际证券预测



**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.80	0.84	0.88	0.92	0.97
BVPS (摊薄/元)	5.73	6.30	6.95	7.59	8.27
每股股利	0.24	0.25	0.26	0.28	0.29
分红率(%)	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	14,233	15,459	16,773	18,115	19,564
证券投资	5,846	6,826	7,850	9,027	10,382
应收金融机构的款项	1,834	1,696	1,951	2,244	2,580
生息资产总额	25,187	26,941	29,774	32,834	36,223
资产合计	26,087	27,700	30,612	33,758	37,243
客户存款	19,226	21,409	23,336	25,436	27,725
计息负债总额	22,507	24,357	26,221	28,325	30,640
负债合计	23,946	25,355	27,883	30,799	34,041
股本	356	356	356	356	356
股东权益合计	2,127	2,330	2,711	2,941	3,182
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	522.08	572.52	612.06	666.69	735.37
净手续费及佣金收入	139.63	145.30	158.38	172.63	188.17
营业收入	674.80	725.60	778.22	847.10	931.32
营业税金及附加	(7.47)	(7.78)	(8.35)	(9.08)	(9.99)
拨备前利润	492.41	534.01	577.33	628.32	690.66
计提拨备	(127.77)	(161.59)	(186.14)	(218.05)	(259.99)
税前利润	364.64	372.41	391.18	410.26	430.67
净利润	286.05	297.68	312.68	327.93	344.24
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.55	1.52	1.44	1.45	1.45
NPLs	220.99	235.08	241.54	262.67	283.68
拨备覆盖率(%)	154	176	197	213	236
拨贷比(%)	2.39	2.67	2.84	3.09	3.43
一般准备/风险加权资(%)	2.14	2.40	2.51	2.67	2.90
不良贷款生成率(%)	0.63	0.69	0.80	0.90	0.90
不良贷款核销率(%)	(0.56)	(0.60)	(0.76)	(0.78)	(0.79)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	9.01	8.61	8.50	8.00	8.00
生息资产增长率	8.34	6.97	10.51	10.28	10.32
总资产增长率	8.08	6.18	10.51	10.28	10.32
存款增长率	7.86	11.35	9.00	9.00	9.00
付息负债增长率	8.26	8.22	7.65	8.03	8.17
净利息收入增长率	10.65	9.66	6.91	8.93	10.30
手续费及佣金净收入增长率	(3.69)	4.07	9.00	9.00	9.00
营业收入增长率	5.32	7.53	7.25	8.85	9.94
拨备前利润增长率	9.14	8.45	8.11	8.83	9.92
税前利润增长率	0.37	2.13	5.04	4.88	4.97
净利润增长率	2.80	4.06	5.04	4.88	4.97
非息收入占比	20.69	20.02	20.35	20.38	20.20
成本收入比	26.34	25.50	24.90	24.90	24.90
信贷成本	0.94	1.09	1.16	1.25	1.38
所得税率	21.17	19.79	19.79	19.79	19.79
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.22	2.30	2.26	2.23	2.23
拨备前 ROAA	1.96	1.99	1.98	1.95	1.95
拨备前 ROAE	24.04	23.96	22.90	22.23	22.56
ROAA	1.14	1.11	1.07	1.02	0.97
ROAE	14.58	13.89	13.25	12.66	12.18
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	74.03	72.21	71.88	71.22	70.57
贷款/总资产	54.56	55.81	54.79	53.66	52.53
债券投资/总资产	22.41	24.64	25.64	26.74	27.88
银行同业/总资产	7.03	6.12	6.37	6.65	6.93
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	12.77	12.98	12.90	12.79	12.64
资本充足率	15.14	15.39	15.07	14.76	14.43
加权风险资产-一般法	15,903	17,191	18,998	20,951	23,114
% RWA/总资产(%)	60.96	62.06	62.06	62.06	62.06

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



600036.SH

买入

市场价格：人民币 37.5

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	56.7	1.8	7.8	36.1
相对上证指数	34.1	(2.7)	6.3	19.8

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	945,744
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,613
资本充足率(%) (2019Q3)	15.4
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年12月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

## 招商银行

零售优势支持估值溢价，基本面优异抗周期性强

招商银行的零售优势领先，公司前瞻性的战略布局以及坚定的执行力积累客户基础，产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性，零售地位短期内难被超越。我们认为招行稳健审慎的经营风格，零售领域优势的不断巩固以及金融科技投入成效的逐步显现，使其在经济下行期风险防御能力强于同业，盈利能力能够保持优异，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **零售存先发优势，金融科技投入加大。**招行的零售布局存在先发优势，在信用卡、财富管理领域已经积累了明显的优势，短期内难以被赶超。公司零售业务贡献度持续加大，2019年上半年零售条线税前利润占比近60%。另外，公司加大金融科技投入力度，上半年信息科技投入同比增近64%，占营收比重进一步提升至2.81%。前瞻性的战略眼光与布局有助于招行金融领域的创新能力保持行业前列。展望2020年，我们认为招行的资源配置继续向零售倾斜，并且借助金融科技深化零售战略转型，零售条线对公司的经营贡献度有望进一步提升。
- **理财子公司值得期待，资管业务贡献度有望加大。**截至2019年半年末，招行非保本理财规模达2.1万亿，仅次于工行。目前招行理财子公司已正式开业，我们认为相较于原先的理财部门，理财子公司的投研能力更为专业、科技赋能效果更为显著，有助于提升资管能力以及增强客户粘性，未来资管业务板块收入及贡献度有望进一步提升。
- **轻型化转型显成效，资产质量表现优异。**公司的轻型化转型见成效，ROE处于行业较高水平（2019年3季度年化ROE为19.2%），盈利能力保持行业前列。我们认为招行较高的ROE水平有助于资本的内生性补充，公司资本金压力相对小。公司资产质量表现继续位于同业领先水平，不良生成率保持低位，且2019Q3拨备覆盖率达409%，如考虑到未来财政部拨备新规的落地，招行拨备对业绩的弹性有望持续体现。展望2020年，我们认为零售业务受经济波动影响较小，在国内经济下行持续情况下，公司零售业务特色更能够保障业绩稳定性。

### 估值

- 我们维持招行2019/2020年EPS3.63/4.06元的预测，对应净利润增速为13.7%/11.8%，目前股价对应2019/2020年市净率为1.65/1.46x，市盈率为10.3/9.23x。维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	219,390	246,689	268,553	291,079	316,481
变动(%)	4.99	12.44	8.86	8.39	8.73
净利润	70,150	80,560	91,604	102,424	112,812
变动(%)	13.00	14.84	13.71	11.81	10.14
净资产收益率(%)	16.54	16.92	16.97	16.79	16.45
每股收益(元)	2.78	3.19	3.63	4.06	4.47
市盈率(倍)	13.48	11.74	10.32	9.23	8.38
市净率(倍)	2.12	1.87	1.65	1.46	1.30

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	2.78	3.19	3.63	4.06	4.47
BVPS (摊薄/元)	17.69	20.07	22.75	25.62	28.78
每股股利	0.84	0.94	1.07	1.20	1.32
分红率(%)	30.20	29.43	29.43	29.43	29.43
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	3,565	3,942	4,415	4,901	5,440
证券投资	1,597	1,706	1,808	1,916	2,031
应收金融机构的款项	484	613	674	708	743
生息资产总额	6,112	6,562	7,218	7,871	8,592
资产合计	6,298	6,746	7,420	8,092	8,833
客户存款	4,064	4,428	4,915	5,455	6,055
计息负债总额	5,613	6,011	6,498	7,038	7,638
负债合计	5,814	6,202	6,809	7,407	8,068
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	480	540	608	680	760
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	144.85	160.38	176.93	192.28	209.78
净手续费及佣金收入	64.02	66.48	71.80	78.98	86.88
营业收入	219.39	246.69	268.55	291.08	316.48
营业税金及附加	(2.15)	(2.13)	(2.69)	(2.91)	(3.16)
拨备前利润	150.61	167.33	181.81	197.07	214.28
计提拨备	(59.93)	(60.84)	(60.71)	(61.67)	(65.14)
税前利润	90.68	106.50	121.10	135.40	149.13
净利润	70.15	80.56	91.60	102.42	112.81
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.61	1.36	1.19	1.20	1.20
NPLs	57.39	53.61	52.54	58.81	65.28
拨备覆盖率(%)	262	358	431	445	455
拨贷比(%)	4.22	4.87	5.13	5.34	5.47
一般准备/风险加权资(%)	3.54	4.10	4.40	4.67	4.85
不良贷款生成率(%)	0.46	0.41	0.60	0.70	0.70
不良贷款核销率(%)	(0.57)	(0.51)	(0.63)	(0.57)	(0.57)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	9.30	10.57	12.00	11.00	11.00
生息资产增长率	5.55	7.35	10.00	9.04	9.16
总资产增长率	5.98	7.12	10.00	9.04	9.16
存款增长率	6.90	8.94	11.00	11.00	11.00
付息负债增长率	4.44	7.08	8.10	8.32	8.53
净利息收入增长率	7.62	10.72	10.32	8.67	9.10
手续费及佣金净收入增长率	5.18	3.85	8.00	10.00	10.00
营业收入增长率	4.99	12.44	8.86	8.39	8.73
拨备前利润增长率	3.78	11.11	8.65	8.39	8.73
税前利润增长率	14.84	17.44	13.71	11.81	10.14
净利润增长率	13.00	14.84	13.71	11.81	10.14
非息收入占比	29.18	26.95	26.74	27.13	27.45
成本收入比	30.44	31.26	31.26	31.26	31.26
信贷成本	1.76	1.62	1.45	1.32	1.26
所得税率	22.10	24.11	24.11	24.11	24.11
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.43	2.57	2.65	2.63	2.63
拨备前 ROAA	2.46	2.57	2.57	2.54	2.53
拨备前 ROAE	34.13	32.80	31.67	30.60	29.76
ROAA	1.15	1.24	1.29	1.32	1.33
ROAE	16.54	16.92	16.97	16.79	16.45
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.20	29.43	29.43	29.43	29.43
贷存比	87.72	89.03	89.83	89.83	89.83
贷款/总资产	56.61	58.44	59.50	60.57	61.59
债券投资/总资产	25.36	25.28	24.36	23.68	23.00
银行同业/总资产	7.69	9.09	9.09	8.75	8.42
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	12.06	11.78	10.63	11.04	11.41
资本充足率	12.66	13.06	13.13	13.33	13.51
加权风险资产-一般法	4,254	4,678	5,146	5,611	6,125
% RWA/总资产(%)	67.55	69.35	69.35	69.35	69.35

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测





601818.SH

买入

市场价格：人民币 4.49

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28.1	5.6	13.7	22.1
相对上证指数	5.5	1.1	12.2	5.8

发行股数(百万)	52,489
流通股(%)	76
总市值(人民币 百万)	235,677
3个月日均交易额(人民币 百万)	493
资本充足率(%) (2019Q3)	13.4
主要股东(%)	
中国光大集团股份公司	25

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年12月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568  
yamin.li@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595  
yingying.lin@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

# 光大银行

## 基本面持续改善，财富管理值得期待

公司新董事长的到任有望推动战略转型加速，未来零售及财富管理发展的潜力值得关注。公司基本面改善优于同业，净利润增速逐季回升，且资产质量整体可控。公司目前股价对应2020年估值较行业平均折价近20%，我们认为随着公司基本面的改善估值折价情况有望修复。叠加公司较高的股息率（对应2020年为4.6%），配置性价比高，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **新董事长到任推动战略转型加快。**2018年公司新董事长李晓鹏上任，新董事长曾任工行副行长、招行副董事长。根据公司的《中长期发展战略(2018-2027)》，确定了打造“一流财富管理银行”的战略愿景，以“综合化、特色化、轻型化、数字化”为转型方向，积极推动公司、零售、资产管理三大板块协同发展。我们认为新管理层的到任将会推动战略转型加快，目前公司理财子公司正式开业，组建专业管理团队，未来公司零售及财富管理的发展潜力值得关注。
- **推进金融科技建设，加快数字化转型。**公司成立云缴费事业中心，全力打造“生活圈、经营圈、政务圈”三大场景，云缴费项目接入保持快速增长，2019年半年末云缴费交易金额1414亿元，同比增80%；缴费户数2.37亿户，同比增41%。公司明确“移动优先”策略，推出新版手机银行，在传统业务基础上将合作向大数据、云计算、互联网支付深入推进。截至2019年半年末公司手机银行客户达3,430万户，较2018年增加近225万户。
- **信用卡优势突出，基本面持续改善。**光大银行在信用卡业务领域深耕多年，2019年上半年新增发卡量633.6万张，实现营业收入232亿，同比增速达到27%，表现优于同业，是公司手续费收入的中流砥柱。同时，受益于息差的改善以及资产质量压力的缓解，公司基本面改善，2019年以来利息收入和手续费收入增速保持同业较高水平，前三季度分别同比增36.5%、19.0%。

### 估值

- 我们维持光大2019/2020年EPS为0.73/0.81元的预测，对应净利润同比增速为13.2%/12.2%，当前股价对应2019/2020年PE6.19x/5.52x，PB0.75x/0.68x，属盈利稳定的高股息率标的，维持买入评级。

### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	91,427	109,719	137,533	157,888	177,487
变动(%)	(2.54)	20.01	25.35	14.80	12.41
净利润	31,545	33,659	38,088	42,724	48,384
变动(%)	4.01	6.70	13.16	12.17	13.25
净资产收益率(%)	12.87	12.11	12.67	12.91	13.26
每股收益(元)	0.60	0.64	0.73	0.81	0.92
市盈率(倍)	7.47	7.00	6.19	5.52	4.87
市净率(倍)	0.87	0.82	0.75	0.68	0.62

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.60	0.64	0.73	0.81	0.92
BVPS (摊薄/元)	5.14	5.46	6.00	6.61	7.30
每股股利	0.18	0.16	0.18	0.20	0.23
分红率(%)	30.12	25.11	25.11	25.11	25.11
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	2,032	2,429	2,745	3,102	3,505
证券投资	1,389	1,316	1,382	1,451	1,524
应收金融机构的款项	198	175	167	167	167
生息资产总额	3,922	4,220	4,590	5,010	5,479
资产合计	4,088	4,357	4,739	5,173	5,658
客户存款	2,273	2,572	2,675	2,782	2,893
计息负债总额	3,680	3,962	4,157	4,362	4,579
负债合计	3,783	4,035	4,353	4,755	5,203
股本	52	52	52	52	52
股东权益合计	305	321	385	417	453
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	60.95	61.04	85.26	96.75	105.72
净手续费及佣金收入	30.77	36.89	44.27	53.13	63.75
营业收入	91.43	109.72	137.53	157.88	177.47
营业税金及附加	(1.03)	(1.17)	(1.46)	(1.68)	(1.88)
拨备前利润	61.15	76.68	96.15	110.40	124.12
计提拨备	(20.57)	(35.83)	(49.93)	(58.55)	(65.40)
税前利润	40.58	40.85	46.23	51.85	58.71
净利润	31.55	33.66	38.09	42.72	48.38
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.59	1.59	1.54	1.57	1.57
NPLs	32.39	38.42	42.27	48.69	55.02
拨备覆盖率(%)	158	176	202	218	234
拨贷比(%)	2.52	2.80	3.11	3.43	3.67
一般准备/风险加权资(%)	1.79	2.14	2.47	2.83	3.13
不良贷款生成率(%)	0.87	1.14	1.40	1.50	1.50
不良贷款核销率(%)	(0.68)	(0.87)	(1.25)	(1.28)	(1.31)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	13.19	19.53	13.00	13.00	13.00
生息资产增长率	1.02	7.59	8.77	9.15	9.37
总资产增长率	1.70	6.58	8.77	9.15	9.37
存款增长率	7.16	13.17	4.00	4.00	4.00
付息负债增长率	(0.19)	7.66	4.91	4.94	4.97
净利息收入增长率	(6.64)	0.15	39.67	13.48	9.27
手续费及佣金净收入增长率	9.47	19.89	20.00	20.00	20.00
营业收入增长率	(2.54)	20.01	25.35	14.80	12.41
拨备前利润增长率	(4.62)	25.40	25.40	14.82	12.42
税前利润增长率	1.00	0.67	13.16	12.16	13.24
净利润增长率	4.01	6.70	13.16	12.16	13.24
非息收入占比	33.66	33.63	32.19	33.65	35.92
成本收入比	32.07	28.92	28.92	28.92	28.92
信贷成本	1.07	1.61	1.93	2.00	1.98
所得税率	22.26	17.46	17.46	17.46	17.46
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.52	1.74	2.28	2.26	2.26
拨备前 ROAA	1.51	1.82	2.11	2.23	2.29
拨备前 ROAE	22.03	24.49	27.22	27.53	28.53
ROAA	0.78	0.80	0.84	0.86	0.89
ROAE	12.87	12.11	12.67	12.91	13.25
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.12	25.11	25.11	25.11	25.11
贷存比	89.41	94.44	102.61	111.49	121.14
贷款/总资产	49.70	55.74	57.91	59.96	61.95
债券投资/总资产	33.98	30.21	29.16	28.05	26.93
银行同业/总资产	4.85	4.03	3.52	3.22	2.95
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	9.56	9.15	9.24	9.31	9.40
资本充足率	13.49	13.01	12.79	12.57	12.37
加权风险资产-一般法	2,857	3,167	3,444	3,759	4,112
% RWA/总资产(%)	69.88	72.67	72.67	72.67	72.67

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测





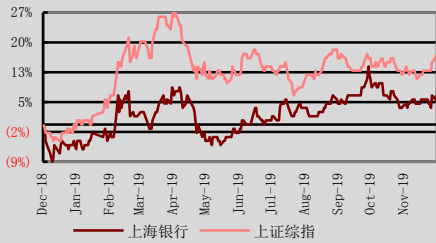
601229.SH

增持

市场价格：人民币 9.4

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.2	3.0	2.2	7.2
相对上证指数	(7.4)	(1.6)	0.7	(9.1)

发行股数(百万)	14,207
流通股(%)	93
总市值(人民币 百万)	133,541
3个月日均交易额(人民币 百万)	284
资本充足率(%) (2019Q3)	12.7
主要股东(%)	
上海联和投资有限公司	13

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年12月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

# 上海银行

## 区位优势凸显，资产质量保持同业较优

上海银行立足长三角，区位优势凸显。2019年以来资负两端延续改善态势，资产端受益于信贷投放力度的加大以及定价水平的提升，负债端受益于结构调整压力的缓解以及市场资金利率的平稳下行，资负两端的积极变化推动公司基本面的改善。公司已发布200亿可转债发行预案，转股完成后将进一步夯实公司的核心资本，关注可转债落地进程。维持公司增持评级。

### 支撑评级的要点

- **信贷保持较快投放速度，关注转债进程。**上海银行2019年以来继续加大信贷投放力度，资产端信贷占比进一步提升，同时加强新发放贷款定价管理，上半年资产端收益率(4.45%)与2018年持平。公司已公布200亿可转债发行预案，转股完成后将进一步夯实公司的核心资本，以更好支持公司业务扩张。
- **同业负债成本率下行，成本压力改善。**在同业监管趋严、市场资金利率攀升背景下，原先公司负债端面临结构调整以及成本上行压力，对息差带来收窄压力。但随着公司同业负债调整的逐步到位，监管调整压力减退，同时2019年以来金融市场利率低位波动，使得公司整体负债端成本压力缓释。2019年上半年公司负债端成本率为2.52%，较2018年(2.64%)进一步下降。
- **深耕长三角地区，资产质量优于同业。**上海银行具备区域优势，整体资产质量优于同业平均。2019年以来公司不良贷款率呈逐季下行趋势，3季末为1.17%，且拨备基础较扎实，3季末达333%。展望2020年，在国内经济下行压力持续背景下，公司区域经济优势、严格的风控以及较强的风险抵御能力更能保证公司盈利的稳定性。

### 估值

- 我们维持上海银行2019/2020年EPS为1.46/1.63元的预测，对应净利润同比增速为15.3%/11.6%，当前股价对应2019/2020年PE6.43x/5.76x，PB0.84x/0.76x，维持增持评级。

### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	33,106	43,869	50,159	56,433	60,861
变动(%)	(3.71)	32.51	14.34	12.51	7.85
净利润	15,328	18,034	20,784	23,190	25,748
变动(%)	7.13	17.65	15.25	11.57	11.03
净资产收益率(%)	12.63	13.44	13.87	13.88	13.90
每股收益(元)	1.40	1.27	1.46	1.63	1.81
市盈率(倍)	6.70	7.40	6.43	5.76	5.19
市净率(倍)	0.58	0.73	0.84	0.76	0.69

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	1.40	1.27	1.46	1.63	1.81
BVPS (摊薄/元)	16.27	12.93	11.15	12.36	13.71
每股股利	0.50	0.45	0.29	0.33	0.36
分红率(%)	25.46	27.27	20.00	20.00	20.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	664	851	1,004	1,185	1,398
证券投资	834	860	903	948	996
应收金融机构的款项	162	167	175	184	193
生息资产总额	1,775	1,991	2,211	2,454	2,737
资产合计	1,808	2,028	2,251	2,500	2,787
客户存款	924	1,042	1,147	1,261	1,388
计息负债总额	1,632	1,833	1,977	2,133	2,303
负债合计	1,660	1,866	2,072	2,303	2,572
股本	8	11	14	14	14
股东权益合计	147	161	178	196	215
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	19.12	29.94	29.58	32.85	36.55
净手续费及佣金收入	6.26	5.98	6.58	7.24	7.96
营业收入	33.11	43.87	50.16	56.43	60.86
营业税金及附加	(0.34)	(0.45)	(0.50)	(0.56)	(0.61)
拨备前利润	24.75	34.58	39.53	44.45	47.93
计提拨备	(8.67)	(15.33)	(17.34)	(19.69)	(20.44)
税前利润	16.08	19.25	22.19	24.76	27.49
净利润	15.33	18.03	20.78	23.19	25.75
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.15	1.14	1.17	1.18	1.18
NPLs	7.64	9.71	11.74	13.98	16.49
拨备覆盖率(%)	273	333	346	345	330
拨贷比(%)	2.82	2.82	4.04	4.08	3.90
一般准备/风险加权资(%)	1.76	2.25	2.75	2.94	2.98
不良贷款生成率(%)	0.92	0.78	1.20	1.30	1.30
不良贷款核销率(%)	(0.73)	(0.51)	(0.98)	(1.10)	(1.11)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	19.86	28.11	18.00	18.00	18.00
生息资产增长率	2.79	12.14	11.06	11.03	11.50
总资产增长率	2.98	12.17	11.03	11.03	11.50
存款增长率	8.78	12.87	10.00	10.00	10.00
付息负债增长率	1.17	12.31	7.84	7.90	7.96
净利息收入增长率	(26.47)	56.60	(1.19)	11.04	11.28
手续费及佣金净收入增长率	1.61	(4.42)	10.00	10.00	10.00
营业收入增长率	(3.71)	32.51	14.34	12.51	7.85
拨备前利润增长率	(4.41)	39.71	14.30	12.46	7.82
税前利润增长率	(1.45)	19.71	15.25	11.57	11.03
净利润增长率	7.13	17.65	15.25	11.57	11.03
非息收入占比	18.90	13.63	13.11	12.82	13.08
成本收入比	24.48	20.53	20.53	20.53	20.53
信贷成本	1.42	2.02	1.87	1.80	1.58
所得税率	4.64	6.15	6.15	6.15	6.15
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.25	1.76	1.70	1.70	1.70
拨备前 ROAA	1.39	1.80	1.85	1.87	1.81
拨备前 ROAE	18.84	22.44	23.28	23.77	23.36
ROAA	0.86	0.94	0.97	0.98	0.97
ROAE	12.63	13.44	13.87	13.88	13.90
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	25.46	27.27	20.00	20.00	20.00
贷存比	71.90	81.60	87.54	93.90	100.73
贷款/总资产	36.73	41.95	44.59	47.39	50.15
债券投资/总资产	46.14	42.43	40.12	37.94	35.73
银行同业/总资产	8.95	8.23	7.78	7.36	6.93
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	10.69	9.83	10.68	10.75	10.77
资本充足率	14.33	13.00	13.77	13.53	13.26
加权风险资产-一般法	1,186	1,436	1,477	1,640	1,828
% RWA/总资产(%)	65.60	65.60	65.60	65.60	65.60

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



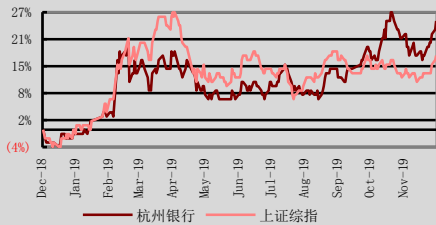
600926.SH

增持

市场价格：人民币 9.25

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.5	3.4	11.3	24.7
相对上证指数	6.9	(1.2)	9.8	8.4

发行股数(百万)	5,130
流通股(%)	86
总市值(人民币 百万)	47,454
3个月日均交易额(人民币 百万)	192
资本充足率(%) (2019Q3)	13.7
主要股东(%)	
Commonwealth Bank of Australia	18

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年12月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568  
yamin.li@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595  
yingying.lin@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

# 杭州银行

## 基本面改善，关注定增落地

杭州银行深耕浙江地区，拥有深厚的区域业务基础，存、贷规模在杭州中小行中位居前列。在区域经济企稳向好以及公司积极推动零售转型背景下，公司整体盈利能力改善，2019年营收和利润增速均保持同业前列，我们看好公司未来区域发展优势。公司已公告拟定增募集资金72亿元，有助于增强公司业务发展实力，后续关注定增进程。维持增持评级。

### 支撑评级的要点

- **区域经济企稳向好，盈利能力提升。**杭州银行深耕长三角地区，2019年上半年公司约70%的营收和营业利润来自于杭州当地。受益于浙江省产业结构的不断优化以及区域经济的企稳向好，公司盈利能力提升，前三季度营收/净利润分别同比增25.9%/20.3%，增速保持同业前列，我们继续看好公司未来区域发展优势。公司公告拟定增募集资金72亿元，根据我们静态测算，定增后资本充足率有望提升1个百分点，以更好支持公司业务发展。
- **零售转型积极推进，息差明显改善。**公司积极推动零售转型，坚持线上与线下融合发展，聚焦消费信贷和财富管理两大核心业务。截至3季末，个贷占全部贷款比重从年初的36.45%提升至37.76%。受益于公司资产负债两端结构的优化以及同业负债成本压力的缓解，2019年以来公司息差走阔。据我们测算公司3季度期初期末口径息差环比提升20BP至1.72%。
- **定位小微服务，资产质量改善。**公司围绕信用、数据、抵押“三大支柱”和客群、产品、管理“三个聚焦”，积极开展小微信贷业务。公司坚持小微金融战略定位不动摇，随着区域经济回暖以及公司贷款投放更为严格审慎，公司资产质量表现改善。3季度公司不良率为1.35%，较年初下降10BP，不良生成率约0.76%。公司进一步夯实拨备基础，3季末拨备覆盖率为312%，环比上升近30个百分点，位于行业前列。

### 估值

- 我们维持杭州银行2019/2020年EPS1.27/1.54元的预测，对应净利润同比增速为20.5%/21.5%，对应2019/2020年PE7.28x/5.99x，PB0.92x/0.83x，维持增持评级。

### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	14,118	17,050	21,436	24,176	27,412
变动(%)	3.03	20.77	25.73	12.78	13.39
净利润	4,550	5,412	6,523	7,923	9,464
变动(%)	13.17	18.94	20.52	21.47	19.46
净资产收益率(%)	11.32	12.16	13.21	14.57	15.64
每股收益(元)	0.89	1.05	1.27	1.54	1.84
市盈率(倍)	10.43	8.77	7.28	5.99	5.01
市净率(倍)	0.81	1.01	0.92	0.83	0.74

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.89	1.05	1.27	1.54	1.84
BVPS (摊薄/元)	11.42	9.20	10.06	11.14	12.45
每股股利	0.30	0.25	0.25	0.31	0.37
分红率(%)	24.15	23.70	20.00	20.00	20.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	284	350	407	472	547
证券投资	431	413	455	500	550
应收金融机构的款项	44	74	97	106	117
生息资产总额	822	909	1,036	1,166	1,314
资产合计	833	921	1,050	1,182	1,332
客户存款	449	533	613	705	810
计息负债总额	743	842	929	1,029	1,143
负债合计	782	864	989	1,115	1,258
股本	4	5	5	5	5
股东权益合计	52	57	62	67	74
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	12.27	13.99	15.92	18.23	20.53
净手续费及佣金收入	1.62	1.18	1.72	2.14	2.68
营业收入	14.12	17.05	21.44	24.18	27.41
营业税金及附加	(0.12)	(0.13)	(0.21)	(0.24)	(0.27)
拨备前利润	9.53	11.80	14.79	16.69	18.92
计提拨备	(4.53)	(6.01)	(7.81)	(8.21)	(8.79)
税前利润	5.00	5.79	6.98	8.48	10.13
净利润	4.55	5.41	6.52	7.92	9.46
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.59	1.45	1.35	1.35	1.35
NPLs	4.52	5.09	5.49	6.37	7.39
拨备覆盖率(%)	211	256	325	354	369
拨贷比(%)	3.36	3.71	4.38	4.78	4.98
一般准备/风险加权资(%)	1.98	2.26	2.72	3.05	3.27
不良贷款生成率(%)	1.12	0.98	0.90	1.00	1.00
不良贷款核销率(%)	(0.93)	(0.80)	(0.79)	(0.80)	(0.80)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	15.10	23.48	16.00	16.00	16.00
生息资产增长率	15.36	10.48	14.03	12.54	12.69
总资产增长率	15.67	10.53	14.03	12.54	12.69
存款增长率	21.81	18.76	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	13.37	13.29	10.41	10.76	11.09
净利息收入增长率	4.88	14.06	13.78	14.51	12.62
手续费及佣金净收入增长率	(21.64)	(26.83)	45.00	25.00	25.00
营业收入增长率	3.03	20.77	25.73	12.78	13.39
拨备前利润增长率	3.54	23.84	25.34	12.79	13.40
税前利润增长率	5.90	15.74	20.52	21.47	19.46
净利润增长率	13.17	18.94	20.52	21.47	19.46
非息收入占比	11.45	6.94	8.00	8.87	9.78
成本收入比	31.75	29.92	29.92	29.92	29.92
信贷成本	1.71	1.89	2.06	1.87	1.73
所得税率	9.07	6.56	6.56	6.56	6.56
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.65	1.71	1.77	1.79	1.79
拨备前 ROAA	1.23	1.35	1.50	1.49	1.51
拨备前 ROAE	21.09	21.66	24.92	25.93	26.84
ROAA	0.59	0.62	0.66	0.71	0.75
ROAE	11.32	12.16	13.21	14.57	15.64
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	24.15	23.70	20.00	20.00	20.00
贷存比	63.27	65.78	66.35	66.93	67.51
贷款/总资产	34.06	38.05	38.71	39.90	41.07
债券投资/总资产	51.68	44.87	43.28	42.31	41.30
银行同业/总资产	5.25	8.08	9.21	9.00	8.78
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	8.69	8.17	7.96	7.94	7.95
资本充足率	14.30	13.15	12.32	11.81	11.39
加权风险资产-一般法	480	576	656	739	832
% RWA/总资产(%)	57.66	62.50	62.50	62.50	62.50

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测





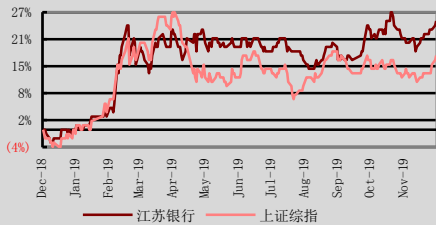
600919.SH

增持

市场价格：人民币 7.26

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28.3	3.3	7.7	24.3
相对上证指数	5.7	(1.3)	6.2	8.0

发行股数(百万)	11,544
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	83,813
3个月日均交易额(人民币 百万)	272
资本充足率(%) (2019Q3)	13.0
主要股东(%)	
江苏省国际信托有限责任公司	8

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券  
以2019年12月17日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568  
yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595  
yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

\*熊颖为本报告重要贡献者

## 江苏银行

### 资产负债结构持续优化，低估值性价比凸显

江苏银行地处经济发达的长三角地区，业务立足省内，服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈，实现了江苏省内县域全覆盖。公司大力发展零售与小微业务，在资产负债结构优化、息差改善背景下，盈利能力改善明显。得益于区域经济优势以及风控能力的提升，公司资产质量表现较优，拨备基础增厚，风险抵御能力加强。维持**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- **依托地缘优势，深耕本地市场。**江苏银行成立于2007年，由十家城市银行通过合并重组设立，是江苏省唯一省属地方法人银行。公司地处经济发达的长三角地区，业务立足省内，服务网络辐射长三角、珠三角、环渤海三大经济圈，实现了江苏省内县域全覆盖。公司坚持服务小微的市场定位，2019年半年末小微企业贷款客户超4万户，贷款余额3,940亿元，分别较年初增22.9%、8.39%，省内市场占比保持第一，普惠小微贷款连续实现“两增两控”。
- **资产负债结构优化共促息差改善。**公司负债端市场化资金占比较高，在宽货币环境下负债端成本压力缓解，同时公司优化资产负债结构，负债端存款实现较高增长，占负债比重提升；资产端小微及消费贷款发力实现较快增长，带动贷款收益率的提升，资产负债两端共同促进息差的改善，2019年上半年息差为1.83% (vs2018年1.59%)。考虑到市场利率维持相对低位以及资产负债有望持续优化，我们认为2020年公司的净息差下行压力好于行业平均。
- **资产质量表现较优，风险抵补能力加强。**得益于区域经济的改善，公司资产质量表现向好，公司3季度不良率为1.39%，关注贷款率2.03%，较年初下降22BP。近年来公司主动进行信贷结构调整，提升受经济影响较小的零售信贷占比，不良率水平较高的行业贷款占比下降。在资产质量改善背景下，公司拨备基础增厚，3季度拨备覆盖率/拨贷比分别较年初提升21.3pct/30BP至225%/3.13%。

#### 估值

- 我们维持江苏银行2019/2020年EPS 1.31/1.50元的预测，对应净利润增速为16.0%/14.5%，目前股价对应2019/2020年市净率为0.75/0.67x，对应市盈率5.53/4.83x，维持**增持**评级。

#### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	33,836	35,222	43,686	47,170	50,942
变动(%)	7.91	4.10	24.03	7.98	8.00
净利润	11,875	13,065	15,157	17,356	19,380
变动(%)	11.92	10.02	16.02	14.50	11.66
净资产收益率(%)	13.66	13.48	14.10	14.63	14.66
每股收益(元)	1.03	1.13	1.31	1.50	1.68
市盈率(倍)	7.06	6.42	5.53	4.83	4.32
市净率(倍)	0.92	0.82	0.75	0.67	0.60

资料来源：公司公告，中银国际证券预测



**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	1.03	1.13	1.31	1.50	1.68
BVPS (摊薄/元)	7.90	8.89	9.73	10.83	12.07
每股股利	0.18	0.34	0.26	0.30	0.34
分红率(%)	17.50	30.04	20.00	20.00	20.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	747	889	1,023	1,176	1,352
证券投资	757	802	882	970	1,067
应收金融机构的款项	97	55	63	69	76
生息资产总额	1,718	1,864	2,097	2,360	2,659
资产合计	1,771	1,926	2,167	2,439	2,747
客户存款	1,008	1,093	1,225	1,371	1,536
计息负债总额	1,618	1,757	1,922	2,087	2,271
负债合计	1,658	1,801	2,030	2,289	2,583
股本	12	12	12	12	12
股东权益合计	111	123	135	148	162
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	27.81	25.45	23.05	26.08	29.36
净手续费及佣金收入	5.78	5.22	5.64	6.09	6.58
营业收入	33.84	35.22	43.69	47.17	50.94
营业税金及附加	(0.37)	(0.44)	(0.55)	(0.59)	(0.64)
拨备前利润	23.71	24.53	30.76	33.22	35.89
计提拨备	(9.92)	(10.26)	(14.20)	(14.27)	(14.73)
税前利润	13.79	14.27	16.55	18.95	21.16
净利润	11.87	13.06	15.16	17.36	19.38
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.41	1.39	1.38	1.38	1.38
NPLs	10.55	12.38	14.11	16.23	18.66
拨备覆盖率(%)	184	204	217	215	205
拨贷比(%)	2.60	2.83	3.00	2.97	2.82
一般准备/风险加权资(%)	1.80	2.09	2.26	2.29	2.22
不良贷款生成率(%)	1.22	0.77	1.10	1.10	1.10
不良贷款核销率(%)	(1.05)	(0.55)	(0.92)	(0.91)	(0.91)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	15.08	18.99	15.00	15.00	15.00
生息资产增长率	10.49	8.50	12.53	12.53	12.65
总资产增长率	10.78	8.77	12.53	12.53	12.65
存款增长率	11.07	8.48	12.00	12.00	12.00
付息负债增长率	9.05	8.63	9.35	8.59	8.80
净利息收入增长率	10.18	(8.51)	(9.44)	13.16	12.60
手续费及佣金净收入增长率	(0.73)	(9.63)	8.00	8.00	8.00
营业收入增长率	7.91	4.10	24.03	7.98	8.00
拨备前利润增长率	11.32	3.44	25.40	8.01	8.03
税前利润增长率	1.96	3.47	16.02	14.50	11.66
净利润增长率	11.92	10.02	16.02	14.50	11.66
非息收入占比	17.08	14.83	12.91	12.91	12.91
成本收入比	28.80	28.69	28.00	28.00	28.00
信贷成本	1.42	1.25	1.49	1.30	1.17
所得税率	12.86	7.04	7.04	7.04	7.04
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.58	1.59	1.79	1.80	1.80
拨备前 ROAA	1.41	1.33	1.50	1.44	1.38
拨备前 ROAE	24.47	20.98	23.87	23.49	23.16
ROAA	0.70	0.71	0.74	0.75	0.75
ROAE	13.66	13.48	14.10	14.63	14.66
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	17.50	30.04	20.00	20.00	20.00
贷存比	74.15	81.33	83.51	85.75	88.04
贷款/总资产	42.21	46.17	47.19	48.22	49.22
债券投资/总资产	42.78	41.62	40.68	39.77	38.83
银行同业/总资产	5.48	2.84	2.91	2.84	2.77
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	8.54	8.61	8.55	8.50	8.45
资本充足率	12.62	12.55	12.04	11.61	11.21
加权风险资产-一般法	1,079	1,206	1,357	1,527	1,721
% RWA/总资产(%)	60.93	62.63	62.63	62.63	62.63

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371