

证券研究报告—深度报告

金融

银行

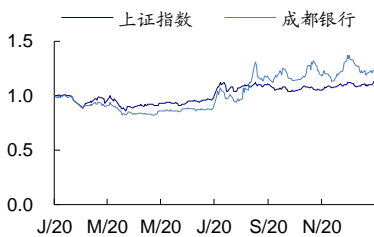
成都银行(601838)
买入

合理估值: 13-15 元 昨收盘: 10.67 元

(首次评级)

2021年01月04日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	3,612/1,895
总市值/流通(百万元)	38,543/20,220
上证综指/深圳成指	3,473/14,471
12个月最高/最低(元)	12.50/7.36

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

联系人: 贺晨

电话: 010-88005126

E-MAIL: hechen1@guosen.com.cn

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163

E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

证券分析师: 田维伟

电话: 021-60875161

E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

独立性声明:

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

深度报告

天时地利人和

● 地区经济发展战略地位提升

历史上, 区域经济战略的实施通常伴随大量重资产项目上马, 推升信贷巨量投放, 如《长江经济带发展规划纲要》推动上海银行、汉口银行等当地城商行信贷投放显著加速。当前成渝地区经济发展上升至国家战略地位, 进入高速建设期, 基建项目大量上马, 叠加经济建设吸引人口流入, 利好成都银行对公及零售业务。

● 深度绑定当地国资优势突出, 错位竞争差异化经营

2020年前, 成都银行作为当地唯一受成都国资委控股的地方法人银行, 依凭政府资源对接与扶持, 充分发展。当前成渝地区六家地方法人银行优势及侧重点不同, 基本形成错位竞争。

● 坚守存款立行战略, 坐实对公业务

成都银行的对公存款基础优异, 主要受益于多年以来积累的股东资源以及深耕当地服务大型企业获取的高粘性客户, 对公活期存款占比平均高出行业 10%。历经 2015 年以来的不良资产出清, 现阶段成都银行选择了与政务金融更贴近的发展道路, 调整风险战略, 对公贷款向大企业、基建类贷款倾斜, 零售存款向居民住房贷款倾斜。

● 全行财务表现: 以低成本为核心支撑盈利

从整体财务数据来看, 成都银行核心优势是负债成本低、接近五大行水平, 由此推动存贷利差居于行业前列, 实现“风险偏好较低、利差收益较高”的良性循环。虽然长期来看依靠平台资源的先天优势面临被削弱的压力, 但成都银行多年来深耕当地的经验能在一定程度上起到缓冲作用。目前成都银行也在复制对公业务经验, 积极布局异地分行, 中短期内有能力维持当前竞争优势。

● 投资建议

通过多角度估值, 公司合理估值区间为 13~15 元, 对应 2021E PB1.2~1.35x, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

多种因素变化可能会对我们的判断产生影响, 详见正文。

盈利预测和财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,590	12,725	14,815	17,122	19,446
(+/-%)	20.1%	9.8%	16.4%	15.6%	13.6%
净利润(百万元)	4,654	5,556	5,721	6,540	7,419
(+/-%)	18.9%	19.4%	3.0%	14.3%	13.4%
摊薄每股收益(元)	1.29	1.54	1.58	1.81	2.05
EBIT Margin	0.99%	1.05%	0.93%	0.90%	0.89%
净资产收益率(ROE)	16.23%	16.7%	15.2%	15.5%	15.6%
市盈率(PE)	8.3	6.9	6.7	5.9	5.2
P/PPoP	4.5	4.2	3.6	3.1	2.7
市净率(PB)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

估值与投资建议.....	4
绝对估值.....	4
绝对估值的敏感性分析.....	5
相对法估值.....	5
投资建议.....	6
成都银行经营指标处于同业中上游水平.....	7
天时：成渝战略再升级.....	8
成渝地区经济发展进入新阶段.....	8
经济发展拓宽信贷市场空间.....	9
地利：深度绑定当地国资.....	10
绑定当地国资委，股东资源赋能对公业务.....	10
目标客群分化，错位竞争差异化经营.....	11
人和：坚守存款立行战略，做实对公业务.....	12
资产端：对公基建贷款稳步扩张.....	12
负债端：锁定对公优质资源，压降存款成本.....	13
存贷业务实现“较低风险偏好、较高利差收益”组合.....	14
全行财务表现：以低成本为核心支撑盈利.....	16
盈利预测.....	19
假设前提.....	19
未来三年盈利预测.....	20
盈利预测的敏感性分析.....	20
风险提示.....	20
附表：财务预测与估值.....	23
国信证券投资评级.....	24
分析师承诺.....	24
风险提示.....	24
证券投资咨询业务的说明.....	24

图表目录

图 1: 成都银行股东结构.....	7
图 2: 2020 年前三季度成都银行归母净利润同比位于上市城商行第 3 名.....	8
图 3: 2020 年前三季度成都银行发放贷款同比增速位于上市城商行第 5 名.....	8
图 4: 2019 年重庆、成都 GDP 排名位列全国前 10.....	9
图 5: 2019 年川渝固定资产投资完成额位列全国第 2.....	9
图 6: 与江浙相比,成渝双城仍以大型企业为主.....	9
图 7: 2019 年成渝地区人口净流入.....	9
图 8: 2009 年商业银行资产增速快速上行.....	10
图 9: 2017-2018 年上海、汉口银行贷款增速上行.....	10
图 10: 2018 年上海银行归母净利润增速排名靠前.....	10
图 11: 2019 年成都银行营收地区分布.....	12
图 12: 成都银行基建类对公贷款占比上升.....	13
图 13: 成都银行消费贷款占比下降.....	13
图 14: 成都银行贷款以公司贷款及住房贷款为主.....	13
图 15: 上市城商行零售贷款分布相对更平均.....	13
图 16: 成都银行贷款收益率低于上市城商行合计水平.....	13
图 17: 成都银行对公活期占比较高.....	14
图 18: 成都银行存款成本接近五大行水平.....	14
图 19: 成都银行存款成本跟行业整体相比有明显优势.....	14
图 20: 成都银行不良贷款率自 2017 年来逐步回落至行业平均水平.....	15
图 21: 成都银行拨备覆盖率高于上市银行整体水平.....	15
图 22: 成都银行存贷款利差位居行业前列.....	16
图 23: 成都银行主要通过吸收存款的方式加杠杆.....	19
图 24: 成都银行多余存款资金用于债券投资.....	19
表 1: DDM 模型相关参数(单位:百万元).....	5
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元).....	5
表 3: 上市银行估值比较.....	5
表 4: 2019 年成渝地区地方法人银行经营指标一览.....	11
表 5: 上市银行杜邦分析(2020 年前三季度年化).....	16
表 6: 上市银行杜邦分析排名(2020 年前三季度).....	17
表 7: 盈利预测结果.....	20
表 8: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析.....	20
表 9: 估值表.....	22

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们认为成都银行近年来业绩改善，主要是把握住了政策机遇（天时）、区域竞争优势（地利）、存款与高效资产立行战略（人和），将对公业务做到行业领先水平：

- 成渝地区经济发展上升至国家战略地位，利好当地城商行对公和零售业务的发展。历史上，区域经济战略的实施通常伴随大量重资产项目的上马，推升信贷巨量投放。2019年成都、重庆固定资产投资完成额共5.7万亿元，位居全国第二。伴随成渝地区战略升级，2020年成都、重庆分别推出1030个和924个重点项目，年度投资额度分别达到4759亿元和3400亿元。其中，成都市基础设施建设现有183个重点项目，占年度总投资额的35.5%。此外，经济发展也在一定程度上吸引人才回流，推动住房、消费信贷需求旺盛。
- 区域优势凸显，独享当地国资背景股东资源。2020年6月“安邦系”彻底退出成都农商行之前，成都银行作为当地唯一受成都国资委控股的地方法人银行，依凭政府资源帮助、对接与扶持，充分发展。同时，成渝地区六家地方法人银行侧重点不同、基本形成错位竞争。其中渝农商行、成都农商行以零售存款为主，而成都银行、三峡银行以对公存款为主。现阶段成都银行选择了一条与政务金融更贴近的发展道路，对公贷款（尤其是基建类对公贷款）自2015年以来稳步提高，保持在比较稳健的发展水平。
- 坚守存款立行战略，以低成本为核心支撑盈利。成都银行的对公存款基础优异，主要受益于多年以来积累的股东资源以及深耕当地、服务大型企业获取的高粘性客户，从而以接近五大行水平的存款成本获得较高的对公活期存款占比，并推动存贷利差居于行业前列，实现“风险偏好较低、利差收益较高”的良性循环。

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率为 10%，主要是考虑到全市场长期回报率可能维持在这一水平附近。比如美国标普 500 指数 1927 年以来的长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 10.7%，道琼斯工业指数平均为 10.6%；国内上证综指长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为 6.0%，深证综指平均为 11.2%，这两个数字平均为 8.6%；
- 假设银行业长期平均 ROE 亦为 10%，长期利润增长率为 5%。对于 ROE 的假设主要是考虑到银行业作为竞争较为充分的行业，在准入退出机制有效运作的情况下，供需平衡将导致行业投资回报率向全市场平均水平收敛；长期利润增长率则假设与名义 GDP 增速近似，我们进一步假设长期名义 GDP 增速在 5% 左右（作为一个参考，美国 1929-2017 年的名义 GDP 复合增长率是 6.1%，1999-2017 是 3.9%）；
- 成都银行多年深耕当地对公业务，取得良好效果，同时近年积极布局异地分行、复制对公模式，有望提升其长期 ROE。但考虑到当前成都银行所具备的优势在较大程度上依赖于当地经济发展与股东平台资源，其盈利能力

将较大程度上受到政策冲击影响，我们审慎估计成都银行第二、三阶段 ROE 将略高于行业平均水平，分别假设为 10.8%、10.5%。其中第三阶段 ROE 下降主要是考虑到长远来看，随着公司规模扩大，系统重要性水平将有所提升，公司可能很难继续保持很高的权益乘数；

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 13-16 元。

表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)

	第一阶段				第二阶段	永续期
	2019A	2020E	2021E	2022E	(2022-2031)	
净息差	1.98%	1.96%	1.98%	1.99%	2.00%	2.00%
非息收入占比	19%	20%	18%	16%	25%	25%
营业成本/营业收入	27%	27%	27%	27%	35%	35%
资产减值损失/总资产	0.54%	0.65%	0.65%	0.65%	0.70%	0.70%
所得税率	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	21.0%	21.0%
生息资产/总资产	99%	99%	99%	99%	99%	99%
权益乘数	16	16	17	18	14	13
股利支付率	27%	27%	27%	27%	42%	52%
ROA	1.05%	0.93%	0.90%	0.89%	0.80%	0.80%
ROE	16.7%	15.2%	15.5%	15.6%	10.8%	10.5%
净利润增速	19.4%	3.0%	14.3%	13.4%	6.3%	5.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		折现率								
		8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续增长率	6.5%	33.7	25.5	20.6	17.3	14.9	13.2	11.8	10.7	9.8
	6.0%	29.2	23.4	19.6	16.9	14.8	13.2	11.9	10.9	10.0
	5.5%	26.5	22.1	18.9	16.5	14.7	13.2	12.0	11.0	10.1
	5.0%	25.1	21.3	18.5	16.3	14.6	13.2	12.1	11.1	10.2
	4.5%	23.8	20.6	18.1	16.1	14.5	13.2	12.1	11.1	10.3
	4.0%	22.8	20.0	17.8	15.9	14.4	13.2	12.1	11.2	10.4
	3.5%	22.1	19.5	17.5	15.8	14.4	13.2	12.2	11.3	10.5

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值

我们将全部上市银行放在一起，综合比较各公司当前 PB 以及 ROE，我们认为成都银行当前对公业务的优势尚未充分反映在估值中，我们认为给予其 1.2~1.35 倍动态 PB 是合理的，对应 2020 年的合理价格区间为 13~15 元。

表 3: 上市银行估值比较

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	4.99	13.0%	11.3%	11.2%	4.9%	-6.1%	7.5%	0.72	0.67	0.62	5.8	6.5	6.3
601939.SH	建设银行	6.28	13.2%	11.4%	11.3%	4.7%	-5.5%	7.3%	0.75	0.69	0.63	5.4	5.9	5.8
601288.SH	农业银行	3.14	12.4%	10.8%	10.8%	4.6%	-5.6%	7.5%	0.63	0.57	0.51	4.5	4.3	4.2
601988.SH	中国银行	3.18	11.4%	10.0%	10.1%	4.1%	-5.8%	7.4%	0.57	0.51	0.47	4.2	4.1	4.0
601328.SH	交通银行	4.48	11.2%	9.4%	8.6%	5.0%	-10.0%	-2.6%	0.48	0.45	0.42	4.5	5.0	4.9
601658.SH	邮储银行	4.78	12.0%	10.5%	10.9%	16.5%	-0.4%	9.9%	0.84	0.77	0.70	7.6	6.6	5.9
600036.SH	招商银行	43.95	16.7%	15.0%	15.3%	15.3%	0.7%	13.0%	1.92	1.73	1.56	12.2	12.0	11.0
601166.SH	兴业银行	20.87	12.7%	11.1%	11.4%	8.7%	-3.9%	9.7%	0.89	0.83	0.77	7.3	8.3	7.7
600016.SH	民生银行	5.20	12.3%	9.9%	10.1%	6.9%	-13.5%	9.7%	0.51	0.46	0.42	3.5	3.9	3.8
600000.SH	浦发银行	9.68	12.2%	10.6%	10.2%	5.4%	-5.5%	3.2%	0.58	0.52	0.48	3.9	4.3	4.3
601998.SH	中信银行	5.11	10.9%	9.3%	9.0%	7.9%	-8.5%	4.1%	0.57	0.51	0.46	4.4	4.2	4.0
000001.SZ	平安银行	19.34	11.2%	9.2%	9.4%	13.6%	-4.2%	10.6%	1.37	1.28	1.19	13.7	15.6	13.7
601818.SH	光大银行	3.99	11.9%	10.6%	11.3%	11.0%	-3.3%	14.7%	0.65	0.60	0.54	4.6	4.9	4.8
600015.SH	华夏银行	6.25	10.6%	9.3%	9.1%	5.0%	-5.6%	6.1%	0.46	0.43	0.39	4.6	4.4	4.4
601169.SH	北京银行	4.84	10.4%	9.1%	9.5%	7.2%	-5.5%	9.0%	0.54	0.51	0.49	5.4	6.4	6.2
002142.SZ	宁波银行	35.34	17.8%	15.6%	15.4%	22.6%	11.9%	14.4%	2.48	2.00	1.76	15.7	13.9	11.9
601838.SH	成都银行	10.67	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.0%	14.3%	1.08	0.97	0.87	6.9	6.9	6.1
600919.SH	江苏银行	5.46	11.0%	10.4%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.57	0.53	0.49	5.4	5.2	4.9
600926.SH	杭州银行	14.92	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.6%	16.2%	1.68	1.37	1.25	13.9	12.5	10.5
601077.SH	渝农商行	4.50	12.8%	11.6%	9.4%	7.7%	-14.5%	8.7%	0.73	0.58	0.53	5.6	5.2	4.9
002839.SZ	张家港行	6.10	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.08	1.01	0.94	12.5	12.3	11.0
601128.SH	常熟银行	7.38	13.2%	10.3%	10.5%	20.1%	1.1%	9.8%	1.20	1.11	1.02	10.2	11.2	9.3
	平均		13.3%	11.8%	11.5%	10.6%	-1.3%	7.5%	0.92	0.82	0.75	7.4	7.4	6.8

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

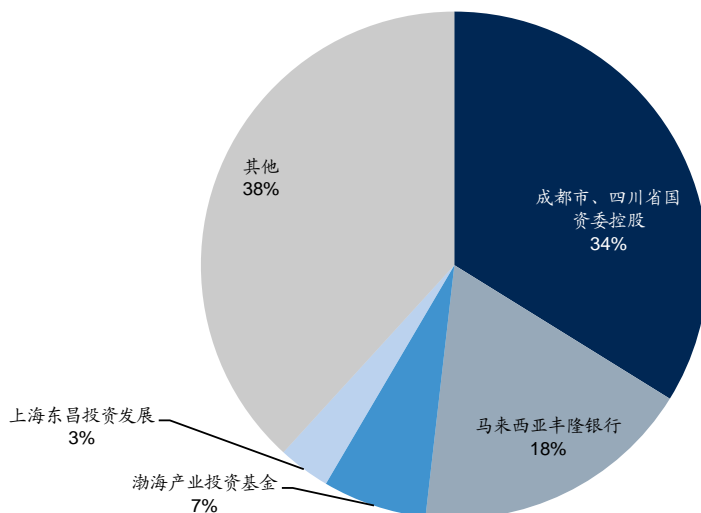
综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票价值在 13~15 元之间,2021 年动态 PB 为 1.2~1.35 倍。我们认为公司依托于高粘性客户、优质股东资源的对公业务保障了中短期内业绩增长的确定性,首次覆盖给予“买入”评级。

成都银行经营指标处于同业中上游水平

成都银行是一家以国有股本为主、股权多元化的地方股份制商业银行。1996年成都银行在成都市原44家城市信用社基础上，由成都市地方财政企业法人和个人共同发起设立。2007年成都银行引进境外战略投资者马来西亚丰隆银行，2010年在重庆开设省外异地分行。2018年1月，成都银行在上海证券交易所挂牌上市，成为四川省首家上市银行、全国第8家A股上市城市商业银行。截至最新，成都银行股东类型相对多元、无绝对的实际控制人，但实际前十大股东中成都市、四川省、北京市国资委下属公司分别为4、2、1家，国有股本占据主要地位。

管理层相对稳定，高管国有大行及地方政府背景深厚。一方面，成都银行高管团队较为稳定，主要高管在成都银行任职均超过10年，其中董事长王晖自2005年开始便担任公司行长，2018年开始担任公司董事长。另一方面，管理层从业经营丰富、风格较为稳健，董事长王晖先生、新上任行长王涛先生、多位副行长出身央行省分行、国有大行省分行、银监局等，前董事长曾任成都市财政局局长，国有大行、地方政府及地方监管层背景有助于成都银行进一步加强与政府及国企合作关系。

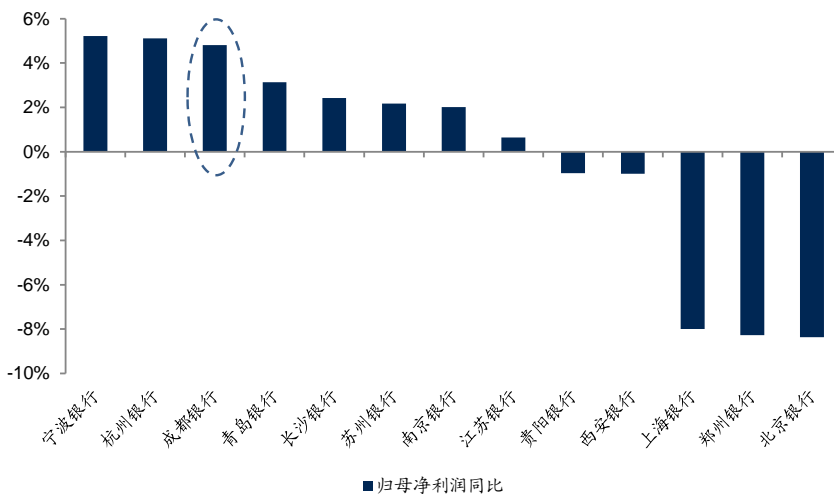
图 1：成都银行股东结构



资料来源：成都银行2020三季报，国信证券经济研究所整理

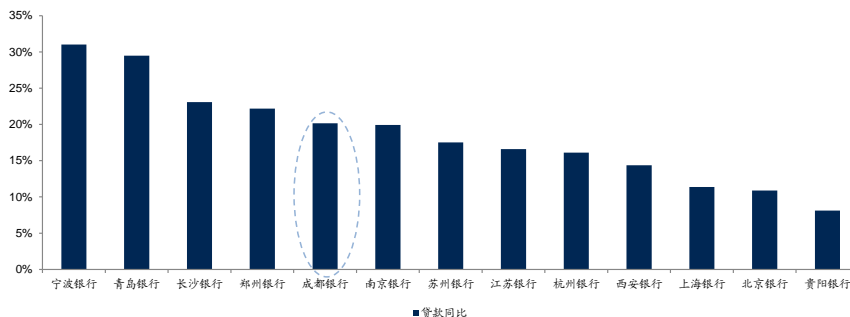
近年来成都银行基本面持续改善，主要是因为其把握住了政策机遇（天时）、区域竞争优势（地利）与存款立行战略（人和），将对公业务做到行业领先水平。当前成都银行资产增速、利润增速、资产质量等方面已位居行业中上游水平。截至2020年三季度，成都银行归母净利润同比为4.8%，位列上市银行第7名、上市城商行第3名。从资产端来看，成都银行资产规模快速扩张，总资产、贷款同比增速分别为17.7%、20.2%，分别位列上市银行第5名、第9名。从负债端来看，成都银行存款规模稳步提高，前三季度同比增长24.5%，位列上市银行第3名。同时，成都银行资产质量同样达到行业中上游水平，2020年9月末不良率不良+关注贷款率为2.19%，较6月末下降2bps，为上市城商行第5低。

图 2：2020 年前三季度成都银行归母净利润同比位于上市城商行第 3 名



资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

图 3：2020 年前三季度成都银行发放贷款同比增速位于上市城商行第 5 名



资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

天时：成渝战略再升级

从“成渝经济区”到“成渝城市群”，再到“成渝双城经济圈”，成渝地区经济发展上升至国家战略地位。自 2011 年以来，成渝地区作为西部经济发展的抓手，经济战略地位不断上升。2020 年 1 月，中央财经委员会第六次会议做出的推动成渝地区双城经济圈建设重大决策，将成都和重庆推到合作共赢的新起点。10 月 16 日，习近平总书记主持召开中央政治局会议审议《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，进一步明确成渝地区带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源定位，并对其发展作出系统谋划和战略部署，对标京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大重点区域，培育成渝地区成为中国经济增长的第四极。

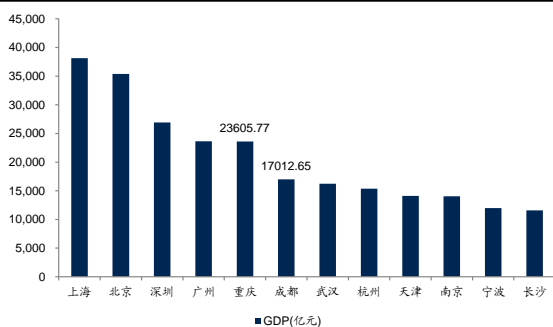
成渝地区经济发展进入新阶段

川渝地区进入经济高速建设期，固定资产投资规模全国第二，基建项目大量上马。2019 年成都、重庆 GDP 规模分别为 1.7 万亿元和 2.4 万亿元，分别位居全国省会及计划单列市第 6 名、第 5 名。城市建设快速扩张，带动固定资产投

投资量，2019年成都、重庆固定资产投资完成额共5.7万亿元。伴随成渝地区战略升级，2020年成都、重庆分别推出1030个和924个重点项目，年度投资额度分别达到4759亿元和3400亿元。其中，成都市项目内容涵盖现代经济体系构建、重大基础设施建设、公共服务功能提升、生态文明建设等四大方面，基础设施建设现有183个重点项目，年度计划投资达1691亿元，占年度总投资额的35.5%。同时，从企业规模结构来看，成都中大型企业占比较高，达到70.6%，分别高于全国平均、浙江5.8个和15.8个百分点。

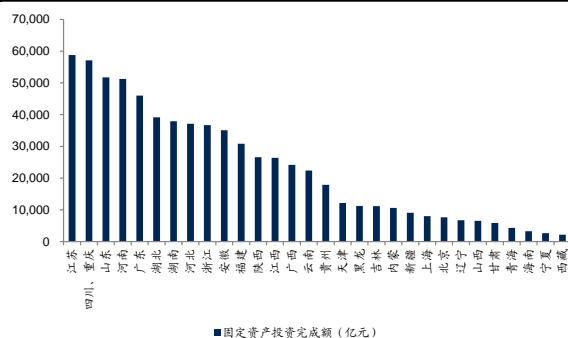
此外，经济发展吸引人才回流，推动住房、消费信贷需求旺盛。经济发展吸引成渝地区人口回流，2019年四川及重庆常住人口净流入17.4万人（剔除自然出生人口），位居全国各省市第3，人口基数增多将有助于推动银行零售市场的进一步开拓。

图 4：2019 年重庆、成都 GDP 排名位列全国前 10



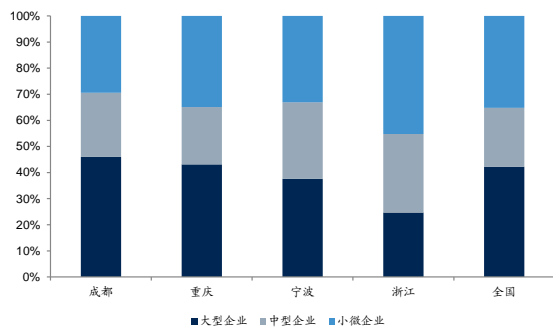
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：2019 年川渝固定资产投资完成额位列全国第 2



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：与江浙相比，成渝双城仍以大型企业为主



资料来源：各地统计年鉴 2020，国信证券经济研究所整理

图 7：2019 年成渝地区人口净流入



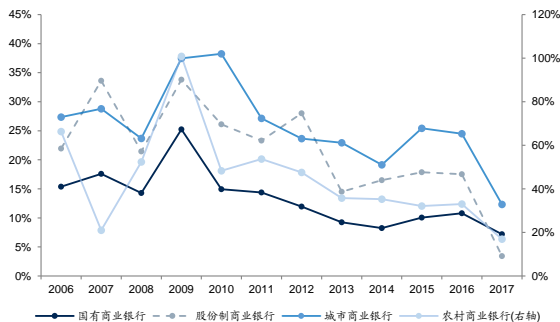
资料来源：DT 财经，国信证券经济研究所整理

经济发展拓宽信贷市场空间

历史上，区域经济战略的实施通常伴随大量重资产项目的上马，推升信贷巨量投放。长江经济带发展、长江三角洲区域一体化发展建设提出后，当地银行资产增速、利润水平均有所提升。如“四万亿”计划曾推动 2009 年国有行、股份行、城商行、农商行资产增速分别达到 25.3%、33.8%、37.5%和 100.9%。具体到区域性经济发展战略来看，2016 年 9 月《长江经济带发展规划纲要》正式印发后，上海、武汉、重庆核心作用凸显，上海银行、汉口银行等当地城商行信贷投放显著加速，2016-2018 年贷款年均增速分别为 23.9%和 21.7%，超过行业平均水平。盈利方面，2018 年上海银行归母净利润增速 17.7%，在上市银行中排名第 4。

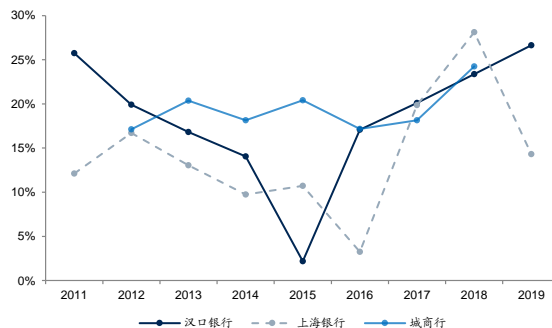
伴随“成渝双城经济圈”上升至国家战略，川渝地区城市化进程将持续推进，经济发展尤其是基建类重资产项目有望在中短期内快于全国平均水平，利好当地城商行对公和零售业务的发展。

图 8：2009 年商业银行资产增速快速上行



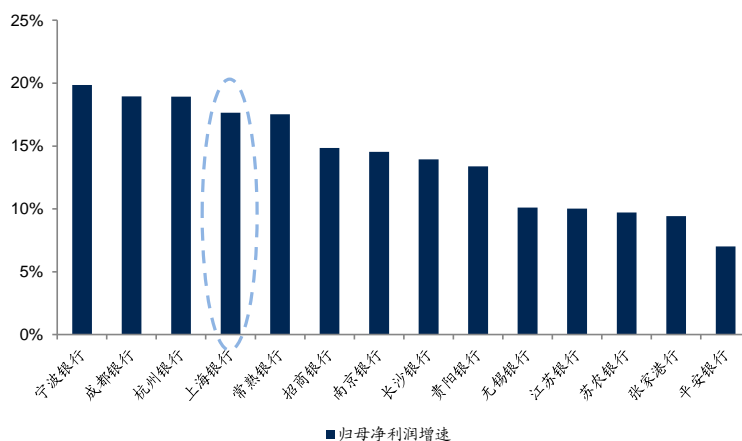
资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

图 9：2017-2018 年上海、汉口银行贷款增速上行



资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

图 10：2018 年上海银行归母净利润增速排名靠前



资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

地利：深度绑定当地国资

当前四川省共有城商行 12 家，尽管数量排名全国第四，但大部分城商行实际经营小而分散、发展状况参差不齐。其中，成渝两地共有六家地方法人银行，分别为成都银行、成都农商行、重庆银行、渝农商行、三峡银行和四川银行。由于四川银行于 2020 年 11 月正式开业，经营数据相对有限。我们将重点针对前五家银行股东背景、发展战略与客群目标进行对比分析。

绑定当地国资委，股东资源赋能对公业务

重庆国资委对重庆三家法人银行均有参股，三家银行对股东资源竞争相对激烈。截至 2020 年 9 月，前十大股东中重庆国资委间接持有重庆银行、渝农商行和三峡银行股份分别为 22%、15.7% 和 29%，三家银行在重庆划分当地国资资源，竞争相对更加激烈。

成都银行区域优势凸显，独享当地国资股东资源。2020 年 6 月“安邦系”彻底

退出成都农商行之前，成都银行作为当地唯一受成都国资委控股的地方法人银行，依凭政府资源帮助、对接与扶持，充分发展对公业务。2020年6月后，“安邦系”对成都农商行55%股权已转让给成都兴城集团、武侯发展集团和高投集团，前十大股东中成都市国资系股份占比增加，将在一定程度上瓜分成都银行股东资源。但成都银行与当地政府关系深耕多年，同时成都农商行经营战略、公司管理、股东资源对接尚需时间整理，对成都银行对公资源的中期冲击相对有限。

四川银行的开业在长期内必定对本地竞争格局产生冲击，但中短期来看影响相对有限。一是四川银行的设立带有防范化解金融风险的历史任务，对攀枝花市商业银行和凉山州商业银行的债权、债务、业务梳理与整合仍需时日，二是四川银行股东以四川省、凉山州国资为主，其中四川金控、凉山州发展(控股)、成都天府资本投资有限公司分别持股20%、15%和10.26%，股东资源在成都区域范围相对有限，或更多以省级项目为主。

目标客群分化，错位竞争差异化经营

从成渝地区总体来看，当前五家地方法人银行侧重点不同、基本形成错位竞争。具体来看，负债端方面渝农商行、成都农商行以零售存款为主，重庆银行同业负债占比较高，而成都银行、三峡银行以对公存款为主，其中成都银行对公活期存款占比达到41.7%，反映了成都银行背靠较强的政府及产业项目资源，叠加多年深耕当地对公业务，客户粘性较高。资产端方面，渝农商行、重庆银行零售贷款占比较高，更加专注小额零售贷款。历经2015年不良资产出清，成都银行经营更为稳健、风险偏好降低，基建类对公贷款占比较高，而零售贷款投放主要偏向住房按揭贷款。

从成都当地来看，成都银行盈利能力、资产质量等均显著领先。当前成都银行、成都农商行在贷款业务结构方面存在一定竞争。但与成都农商行相比，成都银行在基建类对公贷款、住房按揭类零售贷款优势更为明显。

表 4：2019 年成渝地区地方法人银行经营指标一览

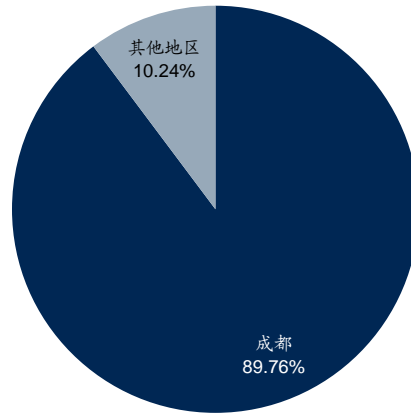
指标	成都银行	成都农商行	重庆银行	三峡银行	渝农商行
资产规模(亿元)(YoY)	5,583.9	4795.4	5,012.3	2,083.9	10,302.3
净利润(亿元)(YoY)	55.5	50	42.1	16.1	97.6
ROE	16.6%	12.13%	12.0%	11.0%	12.28%
净息差	2.16%	1.76%	2.11%	1.94%	2.33%
不良贷款率	1.43%	1.76%	1.27%	1.31%	1.25%
拨备覆盖率	253.88%	184.42%	279.83%	169.25%	380.31%
存贷比	62.3%	62.6%	88.3%	64.1%	64.9%
本地分支数量	155	344	118	86	1461
本地分支/总分机构	79.5%	53%	83.1%	100%	82.3%
员工数(人)	5867	8661	4274	2234	15371
对公贷款占比	69.8%	76.1%	57.3%	61.6%	58.3%
基建类贷款/对公贷款	62.8%	62.6%	58.5%	46.7%	57.3%
住房贷款/零售贷款	92.8%	0%	29.5%	0%	45.1%
存款占比	73.0%	87.4%	60.2%	68.8%	71.6%
对公存款占比	62.9%	37.9%	56.8%	56.2%	23.2%
对公活期存款占比	41.7%	15.2%	24.9%	26.2%	18.6%
零售活期存款占比	10.0%	10.0%	4.6%	4.8%	17.2%

资料来源：各银行 2019 年年报，国信证券经济研究所整理

人和：坚守存款立行战略，做实对公业务

做“精”成都、做“实”四川、做“大”渝陕。成都银行在近年来的崛起离不开其“稳定存款立行”、“高效资产立行”的经营方针。当前成都银行在本省各地已基本布局了分行，同时在重庆、西安开设有异地分行，形成了川渝陕“一体两翼”的区域发展格局。整体来看，成都银行主要营收仍主要来自成都大本营，2019 年成都地区贡献营业收入、营业利润占比分别为 89.76%、87.53%，成都地区贷款投放占比为 74.93%。伴随成都银行将政金发展模式进一步在重庆、西安两家异地分行复制推广，异地分行贡献度有望进一步做大、做强。

图 11：2019 年成都银行营收地区分布



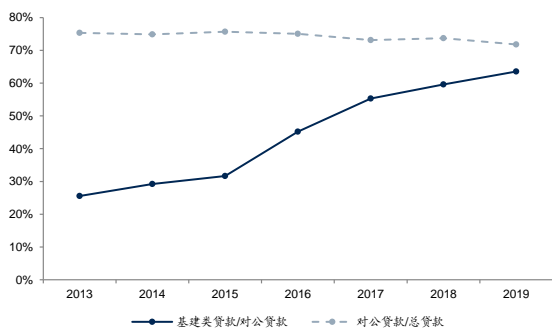
资料来源：成都银行 2019 年年报，国信证券经济研究所整理

资产端：对公基建贷款稳步扩张

借助股东资源及城市发展，近年来成都银行对公贷款业务快速扩张。成都银行的发展根植于成都的经济建设，区域及业务布局较深的渗透在成都经济发展各个方面、与城市共同成长。围绕四川省和成都市现代产业体系打造、“三城三都”建设等城市治理与产业发展规划的逐步实施，现阶段成都银行选择了一条与政务金融更贴近的发展道路，对公贷款（尤其是基建类对公贷款）自 2015 年以来稳步提高，保持在比较稳健的发展水平。从对公有贷户均规模来看，成都银行对公有贷户均规模从 2013 年的 2649.3 万元提高到 2017 年的 5456.7 万元，也反映了近年来成都银行对公业务逐步向大企业、大项目倾斜的经营方针。

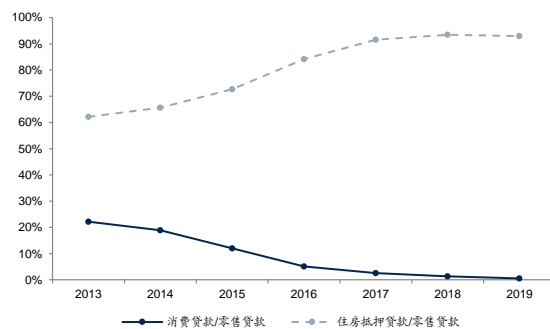
零售贷款方面，成都银行重点投放住房贷款。早年不良暴露后，成都银行重新布局零售端贷款战略，为化解存量风险、减少增量风险，整体风险偏好降低，消费贷款占比快速下降，当前成都银行较高比例的贷款投向住房贷款。截至 2020 年上半年，成都银行企业贷款及票据贴现、住房贷款占贷款总额比重分别为 72%和 26%，合计比重达到 98%。对风险相对较低的个人按揭及大型企业贷款偏好，也使得成都银行的贷款收益率整体不仅低于上市城商行水平，与上市银行合计贷款收益率水平之间的差距也在逐年减少，与专注中小企业贷款、个人消费贷的银行贷款收益率形成鲜明对比。

图 12: 成都银行基建类对公贷款占比上升



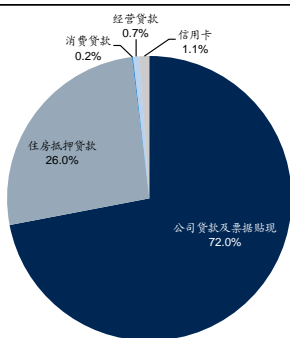
资料来源: 成都银行年报, 国信证券经济研究所整理

图 13: 成都银行消费贷款占比下降



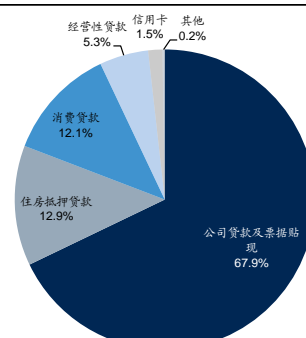
资料来源: 成都银行年报, 国信证券经济研究所整理

图 14: 成都银行贷款以公司贷款及住房贷款为主



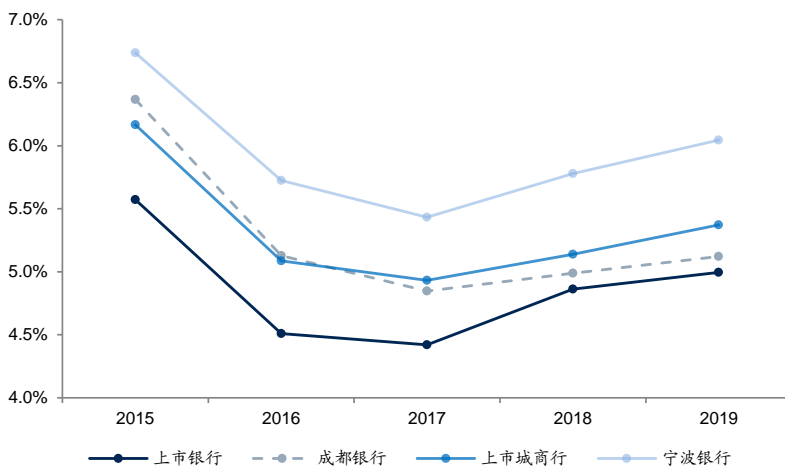
资料来源: 成都银行年报, 国信证券经济研究所整理

图 15: 上市城商行零售贷款分布相对更平均



资料来源: 上市城商行财报, 国信证券经济研究所整理

图 16: 成都银行贷款收益率低于上市城商行合计水平



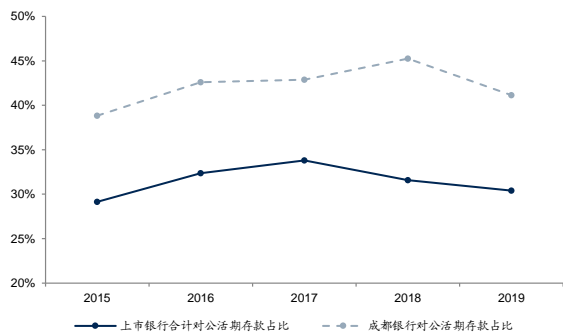
资料来源: 上市银行财报, 国信证券经济研究所整理

负债端: 锁定对公优质资源, 压降存款成本

成都银行的对公存款基础优异, 主要受益于多年以来积累的股东资源以及深耕当地、服务大型企业获取的基本盘, 从而以较低成本获得较高的对公存款占比。

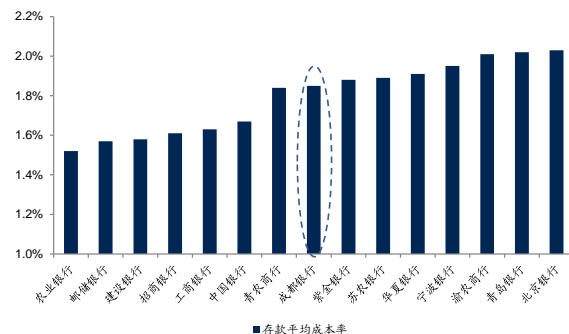
和大部分中小银行一样，成都银行在个人存款方面并无明显优势，其存款基本盘主要在成都本地大型企业存款，且客户粘性较高。2015 年至今，成都银行对公活期存款占比较上市银行合计水平整体高出 10 个百分点。据成都银行 IPO 招股说明书披露数据，2017 年上半年对公有贷/对公客户占比仅 1.3%，反映出成都银行极强的对公存款获取能力。同时，就存款成本而言，截至 2020 年上半年成都银行存款成本为 1.69%，显著低于大部分城商行，接近五大行水平。这反映成都银行不仅存款来源较为稳定，还将对公活期、对公定期存款成本均控制在行业中上等水平，并未主动提高价格协助营销客户。

图 17: 成都银行对公活期占比较高



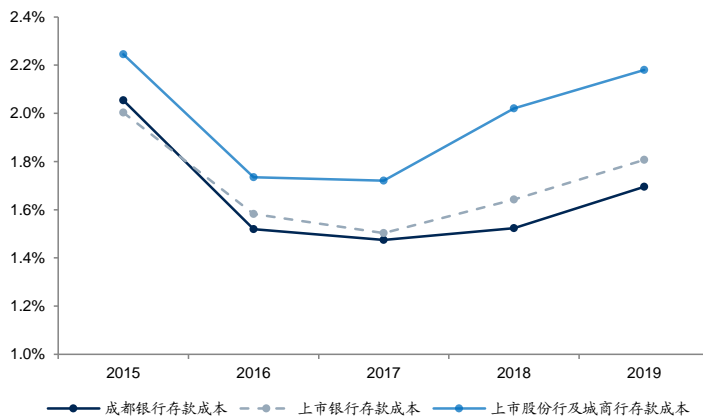
资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

图 18: 成都银行存款成本接近五大行水平



资料来源：上市银行 2020 年中报，国信证券经济研究所整理

图 19: 成都银行存款成本跟行业整体相比有明显优势

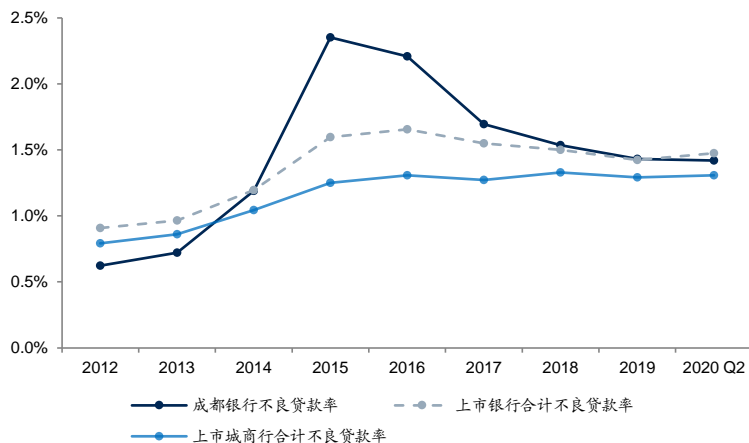


资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

存贷业务实现“较低风险偏好、较高利差收益”组合

自 2015 年以来，成都银行风险偏好降低，出清存量风险，资产质量已逐渐改善。成都地区早年 P2P 消费金融、民间借贷盛行，小微信贷风险较高，2015 年风险逐渐暴露。对此，成都银行大力核销处置、尽早出清，并在 2015 年以后调整资产端风险偏好、改变策略，加大政府类、基建类贷款投放，收缩消费贷款、扩大住房按揭贷款，在存量不良逐步出清的同时，有效约束了新增不良的生成。2015 年以来，成都银行不良率、关注率逐步下降。截至 2020 年 3 季度，成都银行不良率、关注率分别为 1.38% 和 0.81%，恢复到行业平均水平，较 2015 年高点下降 97bps 和 381bps。

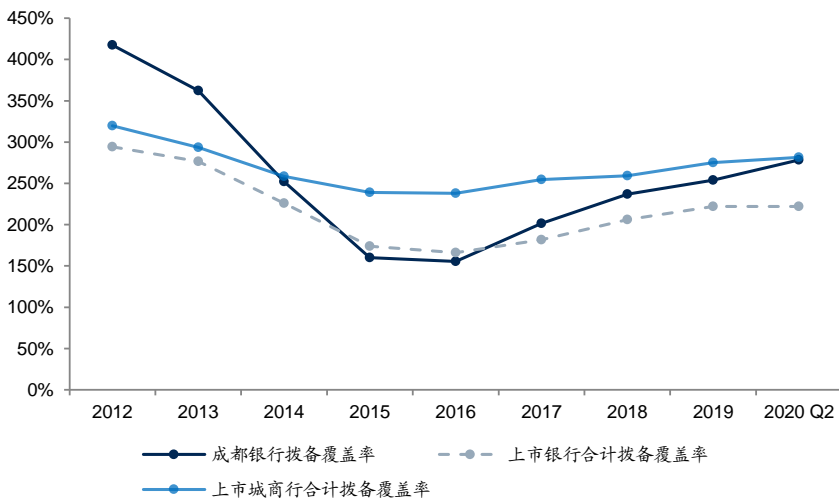
图 20: 成都银行不良贷款率自 2017 年来逐步回落至行业平均水平



资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

此外，伴随资产质量的修复，近几年成都银行拨备覆盖率逐步提升，截至 2020 年三季度拨备覆盖率已接近 300%，高于上市银行整体水平，接近上市城商行平均水平，为后续审慎经营提供了一定缓冲安全垫。

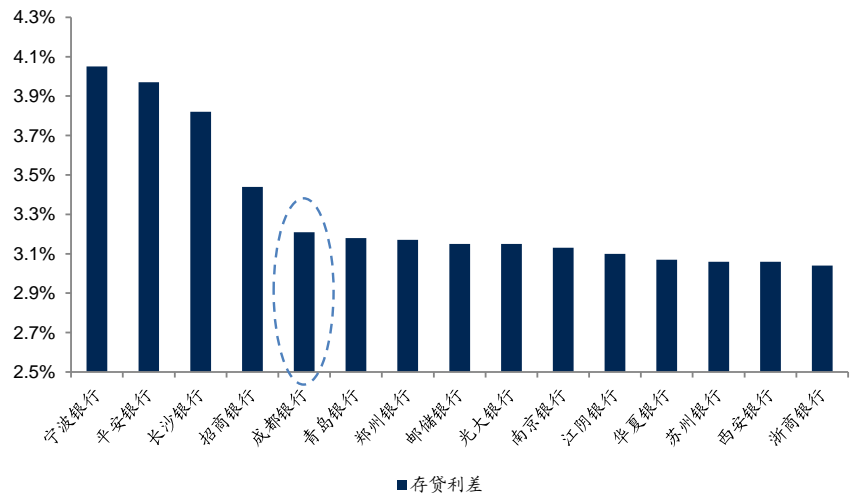
图 21: 成都银行拨备覆盖率高于上市银行整体水平



资料来源：上市银行财报，国信证券经济研究所整理

从盈利能力来看，结合前文分析，由于存款利率成本较低，尽管成都银行贷款收益率低于行业水平，但其存贷利差仍居于行业前列，实现了“风险偏好较低、利差收益较高”的良性循环。

图 22: 成都银行存贷款利差位居行业前列



资料来源: 上市银行 2020 年中报, 国信证券经济研究所整理

全行财务表现: 以低成本为核心支撑盈利

成都银行在压降成本的基础上, 通过加大存款吸收力度的方式加杠杆, 在完成信贷额度的背景下投资债券扩大盈利, 最终实现了较高水平的 ROE。

截至 2020 年三季度, 成都银行年化 ROE 高达 15.2%, 在上市银行中仅次于招商银行, 居于第二名。同时, 成都银行的 ROA、权益乘数均居于行业前列。以下为杜邦分解表, 通过这种分解, 可以把绝对金额的利润表“翻译”成相对比率的利润表, 从而实现不同规模银行的横比。

表 5: 上市银行杜邦分析 (2020 年前三季度年化)

	利息收入/平均资产	利息支出/平均资产	利息净收入/平均资产	手续费净收入/平均资产	业务及管理费/平均资产	资产减值损失/平均资产	所得税/平均资产	其他因素	ROA	平均权益乘数	ROE
工商银行	3.30%	-1.38%	1.92%	0.52%	-0.54%	-0.74%	-0.22%	0.03%	0.95%	11.66	11.12%
建设银行	3.50%	-1.51%	1.99%	0.56%	-0.58%	-0.79%	-0.21%	0.06%	1.02%	11.77	12.01%
农业银行	3.46%	-1.46%	2.00%	0.37%	-0.66%	-0.71%	-0.17%	0.00%	0.84%	12.71	10.73%
中国银行	3.12%	-1.46%	1.66%	0.40%	-0.59%	-0.54%	-0.18%	0.12%	0.87%	11.62	10.11%
交通银行	3.54%	-2.09%	1.45%	0.45%	-0.66%	-0.66%	-0.05%	0.15%	0.68%	12.78	8.71%
邮储银行	3.79%	-1.49%	2.31%	0.18%	-1.45%	-0.50%	-0.06%	0.17%	0.65%	17.27	11.30%
招商银行	3.92%	-1.57%	2.36%	1.08%	-1.13%	-0.89%	-0.35%	0.25%	1.31%	12.00	15.72%
兴业银行	3.72%	-2.17%	1.55%	0.83%	-0.59%	-1.05%	-0.10%	0.31%	0.94%	13.15	12.40%
中信银行	3.98%	-2.10%	1.87%	0.69%	-0.65%	-1.30%	-0.13%	0.22%	0.71%	12.93	9.14%
浦发银行	3.77%	-2.11%	1.65%	0.71%	-0.60%	-1.11%	-0.12%	0.28%	0.82%	12.85	10.50%
民生银行	3.85%	-2.21%	1.64%	0.77%	-0.64%	-1.20%	-0.09%	0.25%	0.73%	12.81	9.34%
光大银行	4.28%	-2.16%	2.12%	0.51%	-0.68%	-1.11%	-0.15%	0.08%	0.77%	12.77	9.80%
平安银行	4.52%	-2.11%	2.42%	1.04%	-1.03%	-1.73%	-0.21%	0.23%	0.72%	12.07	8.68%
华夏银行	4.33%	-2.03%	2.30%	0.59%	-0.73%	-1.39%	-0.18%	0.00%	0.60%	11.66	6.99%
北京银行	3.97%	-2.17%	1.80%	0.29%	-0.43%	-0.92%	-0.11%	0.17%	0.79%	13.20	10.42%

上海银行	3.52%	-2.03%	1.49%	0.30%	-0.38%	-0.83%	-0.05%	0.33%	0.86%	12.81	11.01%
江苏银行	4.08%	-2.53%	1.54%	0.30%	-0.52%	-0.93%	-0.05%	0.41%	0.76%	14.48	10.98%
浙商银行	4.40%	-2.52%	1.88%	0.28%	-0.67%	-0.92%	-0.11%	0.25%	0.72%	14.75	10.61%
南京银行	3.99%	-2.40%	1.59%	0.34%	-0.61%	-0.53%	-0.19%	0.33%	0.94%	14.93	14.01%
宁波银行	3.63%	-1.97%	1.65%	0.74%	-0.97%	-0.65%	-0.09%	0.36%	1.04%	13.19	13.76%
杭州银行	3.96%	-2.19%	1.77%	0.32%	-0.58%	-0.93%	-0.11%	0.23%	0.70%	14.49	10.15%
成都银行	3.82%	-1.94%	1.88%	0.09%	-0.52%	-0.75%	-0.11%	0.34%	0.94%	16.12	15.15%
长沙银行	4.31%	-2.20%	2.11%	0.27%	-0.75%	-0.82%	-0.21%	0.33%	0.92%	14.70	13.59%
郑州银行	4.48%	-2.37%	2.11%	0.36%	-0.52%	-1.15%	-0.21%	0.27%	0.87%	12.74	11.03%
贵阳银行	4.80%	-2.47%	2.34%	0.18%	-0.63%	-0.98%	-0.08%	0.21%	1.03%	13.59	14.03%
苏州银行	4.16%	-2.21%	1.94%	0.35%	-0.78%	-1.03%	-0.17%	0.49%	0.80%	12.54	10.05%
西安银行	4.45%	-2.38%	2.07%	0.19%	-0.57%	-0.73%	-0.12%	0.07%	0.92%	11.94	10.94%
青岛银行	4.13%	-2.16%	1.97%	0.47%	-0.72%	-1.20%	-0.11%	0.26%	0.66%	13.38	8.86%
厦门银行	3.83%	-2.34%	1.49%	0.12%	-0.56%	-0.72%	0.04%	0.29%	0.66%	16.08	10.62%
渝农商行	4.30%	-2.02%	2.28%	0.27%	-0.70%	-0.71%	-0.20%	0.05%	0.99%	11.57	11.50%
青农商行	4.05%	-1.90%	2.14%	0.10%	-0.68%	-0.88%	-0.08%	0.31%	0.91%	13.97	12.67%
无锡银行	4.11%	-2.22%	1.89%	0.10%	-0.54%	-0.78%	-0.12%	0.23%	0.79%	14.22	11.17%
常熟银行	5.10%	-2.08%	3.01%	0.15%	-1.36%	-0.80%	-0.18%	0.20%	1.03%	10.68	10.95%
紫金银行	3.71%	-1.85%	1.85%	0.09%	-0.57%	-0.79%	-0.13%	0.28%	0.74%	14.83	10.97%
江阴银行	3.96%	-2.03%	1.93%	0.08%	-0.72%	-1.18%	0.06%	0.49%	0.65%	11.07	7.24%
张家港行	4.75%	-1.99%	2.76%	0.00%	-0.95%	-1.40%	-0.04%	0.41%	0.79%	11.83	9.34%
苏农银行	4.05%	-1.74%	2.32%	0.11%	-0.92%	-0.89%	-0.12%	0.41%	0.90%	11.03	9.93%

资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

将上表转换为名次进一步观察。从排名来看，成都银行的核心竞争力在于较低的利息支出、业务及管理费用，通过压降成本来获取较高的 ROA（这里需要注意的是，成都银行业务及管理费/平均资产远低于同业，可理解为在业务开拓上不够积极，但也说明成都银行的优势主要来自平台资源，而不是过度依靠个人。同时，在资产端向大企业、政府类基建贷款、住房贷款倾斜的背景下，信息获取成本相对较低，也会使得业务开展成本下降。而较低的利息支出则得益于客户粘性高、政府资源优势等，在中短期内仍有一定可持续性）。

表 6：上市银行杜邦分析排名（2020 年前三季度）

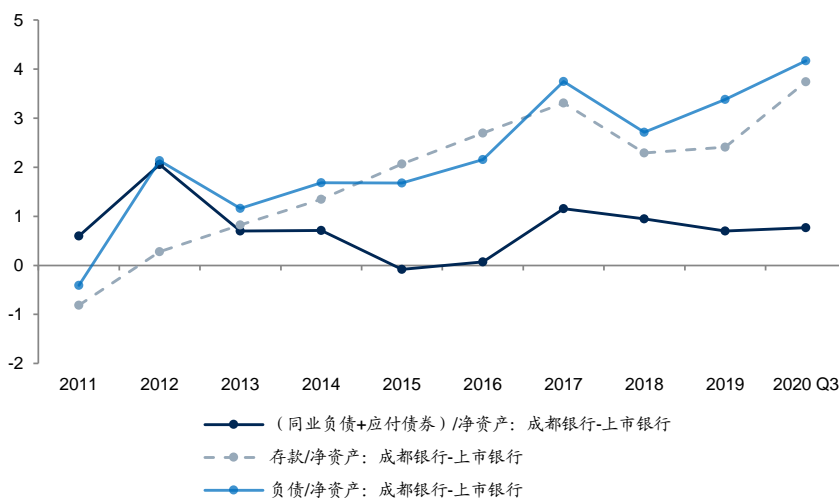
	利息收入/ 平均资产	利息支出/ 平均资产	利息净收入 /平均资产	手续费净收 入/平均资 产	业务及管理 费/平均资 产	资产减值损 失/平均资 产	所得税/平 均资产	其他因素	ROA	平均权 益乘数	ROE
工商银行	36	1	20	10	6	10	36	35	7	31	13
建设银行	34	5	16	9	12	14	34	33	5	30	9
农业银行	35	3	15	15	20	6	25	36	18	24	20
中国银行	37	2	28	14	13	3	29	30	15	33	26
交通银行	32	18	37	13	21	5	4	29	32	21	34
邮储银行	27	4	7	27	37	1	7	27	35	1	11
招商银行	23	6	4	1	35	20	37	19	1	27	1
兴业银行	29	24	33	3	14	27	12	12	8	16	8
中信银行	19	19	24	7	19	34	23	24	30	17	32

浦发银行	28	21	30	6	15	29	18	15	19	18	23
民生银行	24	28	31	4	18	33	11	20	27	19	30
光大银行	11	22	11	11	24	28	24	31	24	22	29
平安银行	4	20	3	2	34	37	32	21	28	26	35
华夏银行	8	15	8	8	28	35	27	37	37	32	37
北京银行	20	25	26	22	2	22	17	28	21	14	24
上海银行	33	14	36	20	1	17	5	8	17	20	15
江苏银行	15	37	34	21	4	23	6	3	25	9	16
浙商银行	7	36	23	23	22	21	14	18	29	6	22
南京银行	18	34	32	18	16	2	30	9	10	4	4
宁波银行	31	11	29	5	33	4	10	6	2	15	5
杭州银行	21	26	27	19	11	24	15	23	31	8	25
成都银行	26	10	22	35	3	11	13	7	9	2	2
长沙银行	9	27	13	25	29	16	35	10	11	7	6
郑州银行	5	32	12	16	5	30	33	16	16	23	14
贵阳银行	2	35	5	28	17	25	8	25	3	12	3
苏州银行	12	29	18	17	30	26	26	1	20	25	27
西安银行	6	33	14	26	10	9	19	32	12	28	19
青岛银行	13	23	17	12	27	32	16	17	33	13	33
厦门银行	25	31	35	30	8	8	2	13	34	3	21
渝农商行	10	13	9	24	25	7	31	34	6	34	10
青农商行	17	9	10	33	23	18	9	11	13	11	7
无锡银行	14	30	21	32	7	12	20	22	23	10	12
常熟银行	1	17	1	29	36	15	28	26	4	37	18
紫金银行	30	8	25	34	9	13	22	14	26	5	17
江阴银行	22	16	19	36	26	31	1	2	36	35	36
张家港行	3	12	2	37	32	36	3	5	22	29	31
苏农银行	16	7	6	31	31	19	21	4	14	36	28

资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

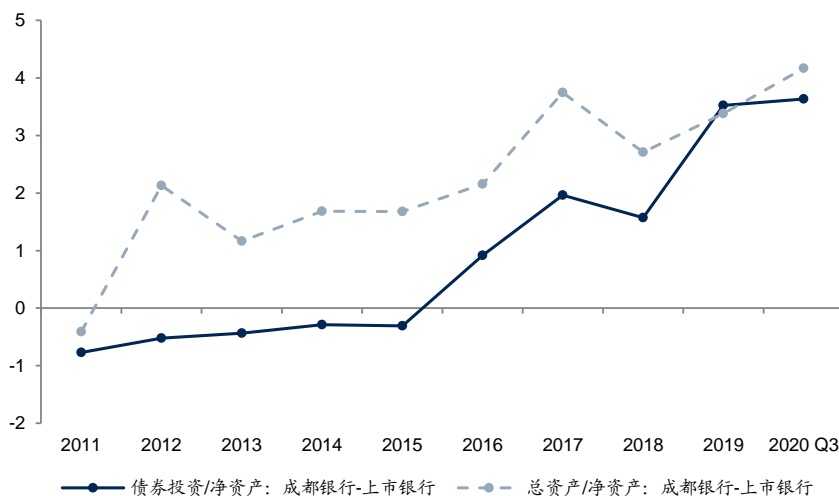
此外，成都银行权益乘数也很高，在一定程度上反映了其通过加杠杆的方式获取更高回报。事实上，作为地方性中小银行，成都银行受到央行合意信贷额度的管制。但由于成都银行存款基础良好，吸收了大量的资金，而缺信贷额度，因此形成了较低存贷比，截至 2020 年 3 季度成都银行存贷比 56.8%，为上市银行第二低。因此，从全行的资产负债配置来看，成都银行是在全力拓宽存款来源、信贷额度受限的背景下，完成既定额度的信贷投放后，用足存款资金，投资于非信贷资产。

图 23: 成都银行主要通过吸收存款的方式加杠杆



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 24: 成都银行多余存款资金用于债券投资



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对成都银行盈利增长的关键驱动因素假设如下:

- 总资产增长率: 考虑到央行货币政策回归正常化, 且力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配, 我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动, 从 Wind 一致预测的名义 GDP 增速来看, 大致在 8.5% 上下。考虑到成渝地区未来经济建设有望提速, 我们认为成都银行有望凭借其政府资源及深耕当地大企业加快贷款投放, 其资产增速仍在

高速增长期，将高于全行业平均水平。我们假设 2020-2022 年成都银行总资产同比增速分别为 19.5%/16.7%/14.9%，反映未来三年的快速发展；

- **净息差：**我们在未来利率保持稳定的假设下，通过资产负债到期日结构数据测算未来净息差变化。我们预计成都银行 2020-2022 年净息差为 1.96%/1.98%/1.99%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，以及重定价未考虑新投放资产收益率及新增负债付息率情况，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；
- **资产质量：**考虑到成都银行近年来相对稳健的经营战略、下降的风险偏好，同时前期不良资产已基本出清，我们认为其银行资产质量能保持在行业中上水平。我们假设公司 2020-2022 年不良生成率稳定在 0.9%；考虑到公司的不良贷款率尚且高于上市城商行平均水平，我们假设 2020-2022 年不良贷款率分别为 1.39%、1.35%和 1.3%，公司拨备覆盖率分别为 266%、278%、287%；
- **分红率：**假设未来分红率跟 2019 年一样，为 27.3%。

未来三年盈利预测

在上述关键假设下，我们预计公司 2020-2022 年净利润同比增长 3.0%/14.3%/13.4%，归母净利润同比增长增速跟净利润增速相同；2020-2022 年 ROE 为 15.2%/15.5%/15.6%。

表 7：盈利预测结果

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,725	14,815	17,122	19,446
(+/-%)	9.8%	16.4%	15.6%	13.6%
利润总额	6,227	6,413	7,331	8,316
减：所得税	672	692	791	897
净利润	5,556	5,721	6,540	7,419
(+/-%)	19.4%	3.0%	14.3%	13.4%
摊薄每股收益(元)	1.54	1.58	1.81	2.05
总资产收益率(ROA)	1.05%	0.93%	0.90%	0.89%
净资产收益率(ROE)	16.7%	15.2%	15.5%	15.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性最大，我们进行如下敏感性分析：

表 8：净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
净息差 (+5bps)	7.8%	19.9%	19.1%	15.8%	16.1%	16.3%
基准情形	3.0%	14.3%	13.4%	15.2%	15.5%	15.6%
净息差 (-5bps)	-1.9%	8.7%	7.8%	14.5%	14.8%	14.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 13~15 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续期 ROE、永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

(1) 我们尽可能拉取了较长时间的回报率，以此作为我们所认为的大盘长期投资收益率合理假设值。但市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们直接假定公司在第二阶段、第三阶段的 ROE 相对行业的差值，从而判断公司的 ROE。该假设所基于的前提，是全行业长期 ROE 在 10% 左右，而这一假设又进一步基于行业竞争充分，存在高效的准入和退出机制。但现实情况是，目前行业准入难度较高，退出壁垒也很高。虽然监管当局推动民营银行成立、研究银行业破产相关法律法规等有助于增强行业准入退出效率，但未来行业能否实现高效的准入和退出机制在时间上存在不确定性。较高的退出壁垒可能导致行业竞争过度，从而拉低估值水平；

(3) 我们假设公司永续增长率将收敛于长期名义 GDP 增速，但对名义 GDP 增速的假设比较主观。虽然有美国长达 90 年的名义 GDP 增速作为参考，但依然存在不确定性。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(4) 相对估值时我们选取了全部上市银行进行比较，选取了可比公司平均动态 PB 作为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。此外，由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。

对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响，正面和负面影响都有可能。

经营风险

伴随公司规模扩大，可能会加大管理难度，同时同城竞争将加剧，从而有可能会对业绩产生影响。

财务风险

公司权益乘数超过 16 倍且未来有可能进一步提高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

表 9：估值表

收盘日：	港元汇率	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	4.99	13.0%	10.7%	10.3%	4.9%	-10.8%	3.3%	0.72	0.67	0.62	5.8	6.5	6.3
601939.SH	建设银行	6.28	14.6%	12.2%	11.4%	4.7%	-10.0%	2.9%	0.75	0.69	0.63	5.4	5.9	5.8
601288.SH	农业银行	3.14	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.63	0.57	0.51	4.5	4.3	4.2
601988.SH	中国银行	3.18	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.57	0.51	0.47	4.2	4.1	4.0
601328.SH	交通银行	4.48	11.2%	9.3%	9.0%	5.0%	-11.0%	3.2%	0.48	0.45	0.42	4.5	5.0	4.9
601658.SH	邮储银行	4.78	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.84	0.77	0.70	7.6	6.6	5.9
600036.SH	招商银行	43.95	16.7%	15.2%	14.8%	15.3%	1.4%	8.5%	1.92	1.73	1.56	12.2	12.0	11.0
601166.SH	兴业银行	20.87	12.7%	10.4%	10.3%	8.7%	-10.5%	6.9%	0.89	0.83	0.77	7.3	8.3	7.7
600016.SH	民生银行	5.20	14.9%	12.6%	11.7%	6.9%	-10.8%	3.2%	0.51	0.46	0.42	3.5	3.9	3.8
600000.SH	浦发银行	9.68	15.4%	12.8%	11.6%	5.4%	-11.1%	0.2%	0.58	0.52	0.48	3.9	4.3	4.3
601998.SH	中信银行	5.11	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.57	0.51	0.46	4.4	4.2	4.0
000001.SZ	平安银行	19.34	11.2%	8.5%	9.0%	13.6%	-11.8%	13.4%	1.37	1.28	1.19	13.7	15.6	13.7
601818.SH	光大银行	3.99	15.1%	12.9%	12.1%	11.0%	-8.2%	5.1%	0.65	0.60	0.54	4.6	4.9	4.8
600015.SH	华夏银行	6.25	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.46	0.43	0.39	4.6	4.4	4.4
601169.SH	北京银行	4.84	10.4%	8.2%	8.1%	7.2%	-13.9%	2.3%	0.54	0.51	0.49	5.4	6.4	6.2
002142.SZ	宁波银行	35.34	17.8%	15.9%	15.8%	22.6%	13.1%	16.6%	2.48	2.00	1.76	15.7	13.9	11.9
601838.SH	成都银行	10.67	0.17	0.15	0.16	19.4%	3.0%	14.3%	1.08	0.97	0.87	6.9	6.9	6.1
600919.SH	江苏银行	5.46	11.0%	10.5%	10.4%	11.9%	2.8%	5.6%	0.57	0.53	0.49	5.4	5.2	4.9
600926.SH	杭州银行	14.92	12.7%	12.1%	12.4%	22.0%	11.5%	17.8%	1.68	1.37	1.25	13.9	12.5	10.5
601077.SH	渝农商行	4.50	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.73	0.58	0.53	5.6	5.2	4.9
002839.SZ	张家港行	6.10	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.08	1.01	0.94	12.5	12.3	11.0
601128.SH	常熟银行	7.38	13.2%	10.4%	11.5%	20.1%	1.4%	20.6%	1.20	1.11	1.02	10.2	11.2	9.3
平均			13.3%	11.8%	11.5%	10.6%	-1.2%	7.6%	0.92	0.82	0.75	7.4	7.4	6.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	6.9	6.7	5.9	5.2	净利息收入	10,321	11,882	14,118	16,383
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	利息收入	20,573	24,160	28,651	33,230
P/PPoP	4.2	3.6	3.1	2.7	利息支出	10,252	12,278	14,533	16,847
市值/总资产(A股)	6.9%	5.8%	4.9%	4.3%	资产准备支出	3,011	4,334	5,086	5,783
股息收益率(税后)	3.9%	4.1%	4.6%	5.3%	拨备后净利息收入	7,310	7,548	9,032	10,600
					手续费净收入	427	502	573	633
					其他经营净收益	1,977	2,431	2,431	2,431
每股指标 (元)	2019A	2020E	2021E	2022E	营业净收入	12,725	14,815	17,122	19,446
EPS	1.54	1.58	1.81	2.05	营业费用	3,480	4,062	4,698	5,341
BVPS	9.84	11.00	12.38	13.94	营业外净收入	-7	-7	-7	-7
PPoPPS	2.56	2.98	3.44	3.90	拨备前利润	9,245	10,753	12,423	14,105
DPS	0.42	0.43	0.49	0.56	总利润	6,227	6,413	7,331	8,316
盈利驱动	2019A	2020E	2021E	2022E	所得税	672	692	791	897
存款增长	9.8%	20.0%	17.0%	15.0%	少数股东利润	5	5	5	5
贷款增长	24.3%	20.0%	18.0%	16.0%	净利润	5,556	5,721	6,540	7,419
存贷比	60%	60%	60%	61%	资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利资产增长	14.0%	19.5%	16.7%	14.9%	现金及存放同业	19,613	55,543	64,124	70,288
贷款收益率	5.09%	4.99%	4.99%	4.99%	央行准备金	53,964	67,010	75,766	87,131
债券收益率	3.46%	3.49%	3.49%	3.49%	拆放金融企业	2,179	6,171	7,125	7,810
资产生息率	3.95%	3.99%	4.01%	4.02%	贷款	223,511	266,972	314,882	365,305
存款成本率	1.68%	1.82%	1.82%	1.82%	贷款拨备	-7,520	-10,265	-12,257	-14,176
负债付息率	3.41%	3.16%	3.16%	3.16%	债券投资	252,722	263,797	307,932	353,689
净息差(NIM)	1.98%	1.96%	1.98%	1.98%	固定资产	1,038	1,045	1,048	1,049
净利差(SPREAD)	1.85%	1.84%	1.86%	1.87%	递延税款净额	2,422	2,422	2,422	2,422
非利息收入比重	19%	20%	18%	16%	其他资产	2,937	4,176	5,452	6,776
费用收入比(含税金及附加)	27.3%	27.4%	27.4%	27.5%	盈利资产	551,988	659,493	769,829	884,223
拨备支出/平均贷款	1.50%	1.77%	1.75%	1.70%	总资产	558,386	667,136	778,751	894,471
有效所得税率	11%	11%	11%	11%	金融企业存放	57,673	69,207	80,973	93,118
收入盈利增长	2019A	2020E	2021E	2022E	存款	386,719	464,063	542,954	624,397
净利息收入增长	6.7%	15.1%	18.8%	16.0%	应付款项	4,036	4,843	5,667	6,517
手续费收入增长	38.5%	17.6%	14.1%	10.4%	发行债券	74,328	89,193	104,356	120,009
营业净收入增长	9.8%	16.4%	15.6%	13.6%	付息负债	518,720	622,463	728,282	837,525
拨备前利润增长	8.5%	16.3%	15.5%	13.5%	总负债	522,756	627,307	733,949	844,041
净利润增长	19.4%	3.0%	14.3%	13.4%	实收资本	3,612	3,612	3,612	3,612
资产盈利能力	2019A	2020E	2021E	2022E	公积金	6,156	6,156	6,156	6,156
RoAE	16.7%	15.2%	15.5%	15.6%	一般准备	7,288	8,637	10,180	11,931
RoAA	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	未分配利润	15,104	17,382	20,159	23,295
RoAA(拨备前)	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	少数股东权益	79	79	79	79
RoRWA	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	所有者权益	35,630	39,829	44,802	50,430
资产质量	2019A	2020E	2021E	2022E	贷款结构	2019A	2020E	2021E	2022E
不良资产率	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	企业贷款	70%			
拨备覆盖率	254%	266%	278%	287%	票据贴现	2%			
拨备余额/全部贷款	3.3%	3.7%	3.7%	3.7%	个人贷款	28%			
资本	2019A	2020E	2021E	2022E	存款结构	2019A	2020E	2021E	2022E
资本充足率	16%	13%	12%	12%	企业活期	42%			
一级资本充足率	10%	9%	9%	9%	企业定期	21%			
财务杠杆(倍)	15.7	16.7	17.4	17.7	储蓄活期	10%			
风险加权资产比重	63%	64%	64%	64%	储蓄定期	26%			
核心一级资本充足率	10.1%	9.3%	9.0%	8.8%	其他存款	1%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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

证券投资咨询业务的说明

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

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032