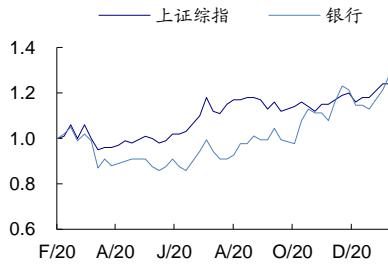


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《2021年1月银行业投资策略:企业偿债能力回升,资产质量改善可期》——2021-01-06
《行业快评:房地产贷款新规不改基本面向好趋势》——2021-01-04
《银行理财子公司产品销售新规(征求意见稿)快评:进一步完善银行理财子公司制度规则体系》——2020-12-28
《中央经济工作会议快评:政策为经济复苏保驾护航,利好银行基本面》——2020-12-21
《行业点评:国内系统重要性银行监管落地》——2020-12-04

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

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,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

投资银行股赚什么钱:复盘与展望

● 从PE角度思考银行股:成长与周期的分化

银行股在持有期间的年化回报率约为“EPS涨幅”“股息率”“PE涨幅”三者之和,而股息率在不同银行间差异不大,因而不同银行的投资回报率差异主要来自EPS增速差异和PE变动差异,据此将银行股分为两类:

第一类银行股业绩增长迅速,其投资回报率主要来自EPS增长,可以视为银行中的“成长股”;

第二类银行股的业绩回报率本身不高,但估值往往很低,其投资回报率主要来自宏观经济周期带来的系统性估值修复,体现“周期股”属性。

● 选股的两条主线:成长与周期

我们通过数据分析发现,绝大部分银行因缺乏成长性而归于“周期股”范畴,其股价表现主要取决于银行板块整体是否得到估值修复;只有少数中小银行依靠EPS的快速增长穿越了周期。

基于以上分析,我们在选择个股时,也遵循两条主线:一方面将高增长个股作为长期推荐标的,另一方面在基本面景气反转逻辑下,将成长性弱但基本面稳健、低估值的个股作为中短期推荐标的。

● 银行板块景气度回升,关注“周期股”回报

基于对银行基本面两大核心驱动因素的分析,我们认为2021年银行基本面景气反转,提请投资者重视银行“周期股”属性。理由包括:

(1)在净息差持续下降的情况下,只要降幅收窄,净息差就会对净利润增长产生有利影响。我们认为2021年银行净息差降幅有望收窄,对净利润增长的不利影响减弱;

(2)考虑到银行业在2020年加大不良确认力度,对资产质量进行了“大洗澡”,同时工业企业利息保障倍数在2020年11月份出现三年来首次回升,而该指标在历史上的拐点往往与不良生成率拐点一致,我们认为行业资产质量有望迎来拐点。

● 投资建议

基于前述判断,我们维持行业“超配”评级。基于板块景气反转的逻辑,优先推荐估值低、基本面原本就很稳健的大行,首推工商银行;基于长期成长的逻辑,继续推荐宁波银行、招商银行、常熟银行、成都银行。

● 风险提示

宏观经济大幅下行可能从多方面影响银行业,如净息差、资产质量等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(十亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601398	工商银行	买入	5.20	1778	0.81	0.87	6.4	6.0
002142	宁波银行	买入	38.89	234	2.52	2.88	15.4	13.5
600036	招商银行	增持	51.85	1303	3.64	4.12	14.2	12.6
601128	常熟银行	增持	7.40	20	0.66	0.72	11.2	10.2
601838	成都银行	买入	10.61	38	1.58	1.81	6.7	5.9

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

从 PE 角度思考银行股：成长与周期的分化.....	4
从 PE 角度思考银行股.....	4
银行股中的“成长股”与“周期股”.....	4
选股的两条主线：成长与周期.....	5
银行板块景气度回升，关注“周期股”回报.....	6
净息差与不良生成率是决定银行景气度的两大核心驱动因素.....	6
银行板块景气度回升原因一：净息差降幅收窄，不利影响减弱.....	9
银行板块景气度回升原因二：资产质量改善，不良生成率下降.....	10
投资建议.....	13
风险提示.....	14
国信证券投资评级.....	16
分析师承诺.....	16
风险提示.....	16
证券投资咨询业务的说明.....	16

图表目录

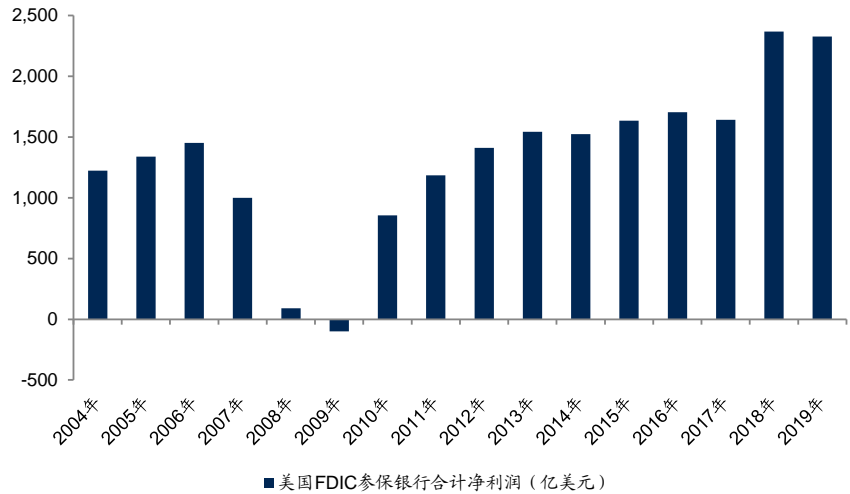
图 1: 美国银行业净利润波动性大, 甚至有时候全行业亏损.....	4
图 2: A 股老 16 家上市银行净利润波动性低, 从未出现大幅增减的情况, 给我们回顾历史数据带来便利.....	4
图 3: 上市银行利息净收入占总收入的七成.....	6
图 4: 银行利息净收入同比增速的变化基本决定了营业收入同比增速的变化.....	7
图 5: 银行净息差变动幅度, 而非总资产增速, 决定营业收入同比增速的边际变化.....	7
图 6: 业务及管理费、资产减值损失在成本中的占比都很大 (2020 年前三季).....	8
图 7: 但业务及管理费支出增长刚性, 而资产减值损失增速的波动性很大.....	8
图 8: 资产减值损失增速变化主要受不良生成率变化影响.....	9
图 9: 资产减值损失对净利润增长的贡献, 主要受不良生成率变化影响.....	9
图 10: 上市银行净息差在 2020 年三季度趋稳.....	10
图 11: 按揭贷款在银行总贷款中的比重明显少于对公贷款, 即便悲观假设全部按揭贷款在 2021 年重定价, 净息差降幅也不太可能超过 2020 年.....	10
图 12: 银行不良生成率上升但“不良+关注”生成率下降, 说明不良生成率上升系口径变化引起, 即关注类贷款被确认为不良贷款.....	11
图 13: 银行近几年大力调整贷款结构, 高风险的制造业、批发零售业贷款占比下降, 不良生成率对经济周期的敏感性减弱.....	11
图 14: 在监管部门要求下, 银行不良贷款的认定越来越严格, 不良确认力度加大.....	12
图 15: 银行业不良率微幅上升, 但关注率大幅下降, 资产质量包袱减轻.....	12
图 16: 工业企业利息保障倍数在历史上的拐点与银行不良生成率拐点一致.....	13
图 17: 工业企业利息保障倍数多年来首次回升.....	13
图 18: 银行板块相对估值处于历史极低水平.....	14
图 19: 银行板块内部估值分化, 大行相对估值也处于历史极低水平.....	14
表 1: 不同银行股票回报率拆分.....	5
表 2: 估值表.....	15

从 PE 角度思考银行股：成长与周期的分化

从 PE 角度思考银行股

一般而言，银行股使用 PB 估值，但 A 股银行的净利润波动性低，也没有出现过亏损的情况，因此用 PE 估值问题不大。我们在本篇报告中转换思路，尝试从 PE 角度思考银行股投资的逻辑。

图 1：美国银行业净利润波动性大，甚至有时候全行业亏损



资料来源：FDIC，国信证券经济研究所整理

图 2：A 股上市银行净利润波动性低，从未出现大幅增减的情况，给我们回顾历史数据带来便利



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

银行股中的“成长股”与“周期股”

从 PE 角度看，买入一家银行股，我们可将持股期间的年化回报率分解为：

持有期间的年化回报率 ≈ 持有期间的 EPS 年化涨幅 + 持有期间的平均股息率 + 持有期间的年化 PE 涨幅

一般而言，不同银行间的股息率差异不会特别大，因此按照上述公式，我们可以将银行股分为两类：

- ✓ 第一类股票的投资回报率主要来自 EPS 增长，可以视为银行中的“成长股”；
- ✓ 第二类股票的投资回报率主要来自 PE 提升，包括两种：一是投资者预期公司未来 EPS 将大幅提升，因而估值先升一步，这种股票本质上仍然是第一类股票；二是纯 β 驱动，即宏观经济周期波动带来的系统性估值上升或下降，体现银行股的“周期股”属性。

从实际样本数据上，我们按照上述公式将 A 股 16 家老上市银行过去五年（即 2015 年 12 月 31 日~2020 年 12 月 31 日）的股价表现进行拆解。结果如表 1 所示，我们有如下总结：

- ✓ 第一，“成长是最大的安全边际”再次得到验证。即便是在银行这种普遍被市场视为缺乏成长性的行业里面，也依然有业绩增长很快的公司，比如银行 A、B、E，他们的年 EPS 年复合增速达到两位数。其中银行 E 尤其值得注意，虽然因为一些自身原因，估值在五年时间里累计下降约 40%，但凭借快速的业绩增长，其仍然实现了 7% 的年化回报率，基本跑平沪深 300 指数，可以说是“成长是最大的安全边际”的最佳代言人；
- ✓ 第二，股息率在不同银行之间差别不大。不同银行静态股息率在 1%~5% 之间，平均为 4%，差别不大，远不如 EPS 复合增速和 PE 变动差异大，因此不是影响投资回报的主要变量；
- ✓ 第三，银行股的业绩回报率（即 EPS 年复合增速和股息率之和）实际上并没有市场所认为的那样差，但估值下降拉低了银行的股价回报率，这是“周期股”属性的体现。现存 A 股上市银行优先股最高票面利率有 6%，因此即便按最高票面利率计算，也只有三家银行的业绩回报率不如银行优先股利率，大部分银行业绩回报率虽然不高，但不能说是很差。不过作为周期股，除三家银行 A、B、C 因自身基本面优秀等原因实现了估值上升外，绝大部分银行都难逃 β 的束缚，随着近几年宏观经济下行而估值回落。这些银行的 PE 年复合降幅在 1%~11% 之间，导致股价回报率低于业绩回报率，甚至给投资者带来亏损。

表 1：不同银行股票回报率拆分

		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
(a)	EPS 复合增速	17%	11%	4%	5%	14%	2%	3%	2%	3%	2%	3%	1%	2%	3%	2%	0%
(b)	静态股息率	2%	3%	1%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	5%	5%	3%	4%	4%	4%	3%
(c)	年化业绩回报率 =a+b	19%	14%	5%	9%	18%	7%	8%	7%	7%	6%	8%	3%	6%	7%	6%	3%
(d)	PE 复合增速	6%	8%	10%	-1%	-10%	-1%	-1%	-2%	-4%	-6%	-10%	-8%	-9%	-11%	-11%	-9%
(e)	EPS 增速+PE 增 速+股息率 =c+d	25%	22%	15%	8%	8%	6%	6%	4%	3%	0%	-2%	-5%	-3%	-4%	-4%	-7%
(f)	股价年化涨幅	27%	24%	16%	8%	7%	7%	6%	4%	3%	0%	-2%	-3%	-3%	-4%	-5%	-7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：方便起见，此处计算 EPS 用的是归母净利润除以期末股本，PE 的分母用的是最近一期年报数。

选股的两条主线：成长与周期

从前面的分析来看，绝大部分银行因为缺乏成长性，因而都属于“周期股”范畴，其未来股价表现主要取决于经济能否复苏、估值是否可以得到修复；少数中小银行依靠 EPS 的快速增长穿越周期，凭借“成长股”属性给股东带来可观

回报。

基于以上分析，我们在选择个股时，也遵循这两条主线：

- ✓ 第一，以竞争优势突出、成长性良好的中小银行为主，精选业绩高增长的个股。注意这里的高增长是指 EPS 高增长而非净利润高增长，依靠不断再融资带来的净利润增长并不能给股东带来回报；
- ✓ 第二，在银行板块整体景气度回升、估值修复的背景下，选择估值非常低、基本面有望出现较大改善的个股，搏取估值修复收益。

过去几年，因为银行行业整体景气度下行，大部分银行的估值都在不断下跌。其中少数中小银行依靠自身优异的基本面实现业绩高增长和估值上升的戴维斯双击，给投资者带来丰厚回报，典型代表是宁波银行和招商银行。往未来看，我们认为这两家银行的基本面仍将保持优异，因而我们一直将宁波银行、招商银行放在推荐组合中。

但是随着银行板块景气度回升，我们提请投资者重视银行股的“周期股”属性，尤其是那些成长性弱但基本面稳健、估值极低的个股。我们认为，随着行业景气度回升，银行板块有望迎来整体性估值修复行情，我们优先推荐因政策性让利等担忧导致前期估值大幅回调的大型银行。我们将在下一部分阐述这一观点。

银行板块景气度回升，关注“周期股”回报

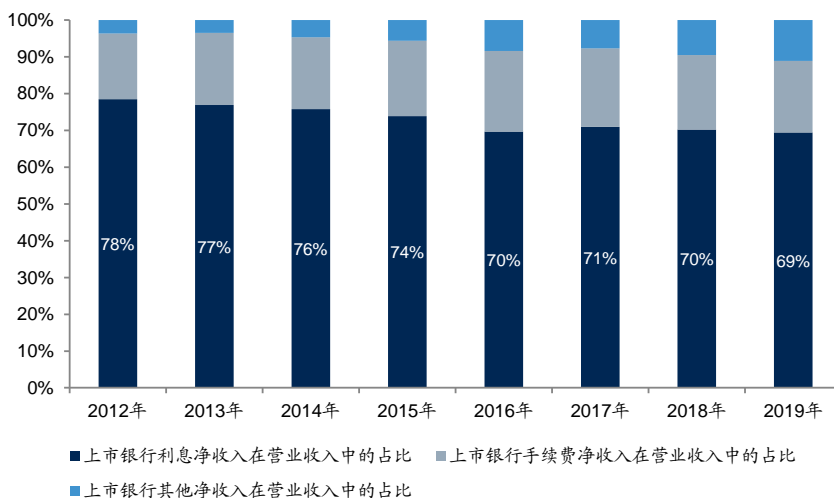
净息差与不良生成率是决定银行景气度的两大核心驱动因素

从历史数据看，净息差与不良生成率是决定银行景气度的两大核心驱动因素，其中净息差决定营业收入增速的边际变化，不良生成率决定成本端的边际变化。

我们先看收入端，收入端的核心驱动因素是净息差变动幅度。

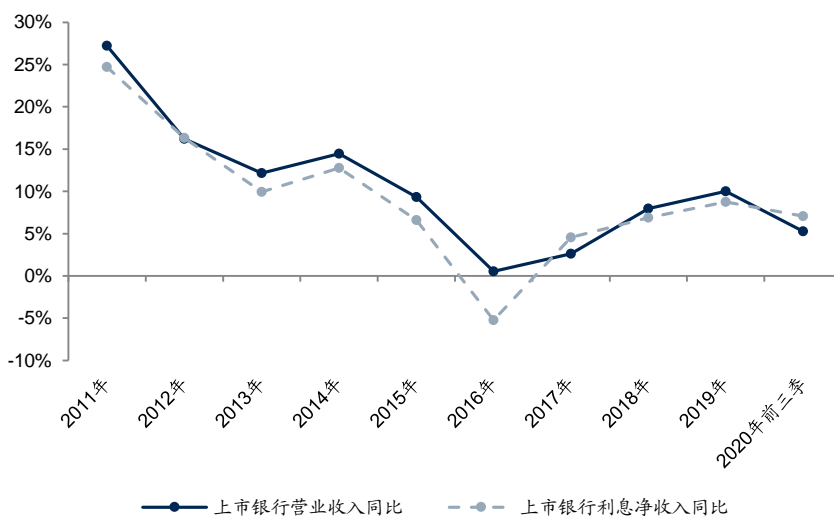
利息净收入是银行收入的最主要构成部分，大约占总收入的七成。由于利息净收入约为总资产与净息差之乘积，因此从银行收入增长来看，总资产增速和净息差增速（用净息差变动幅度，即上升或下降的 bp 数表示）是两个最重要的驱动因素。而银行非息收入的特点是构成项目多、单项收入占比低，因此对银行营业收入增速的影响可以忽略。

图 3：上市银行利息净收入占总收入的七成



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：银行利息净收入同比增速的变化基本决定了营业收入同比增速的变化

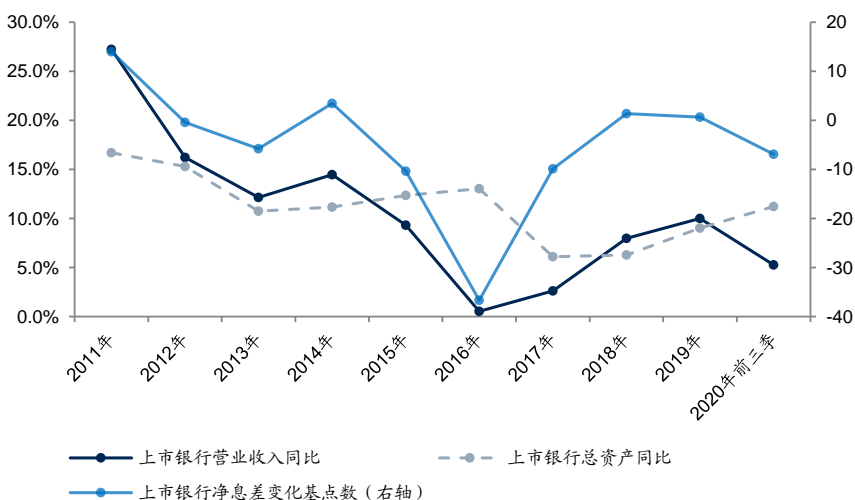


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从对营业收入同比增速的影响程度来看，净息差变动幅度比总资产同比增速更重要。历史数据显示，银行营业收入增速的变动主要受净息差变动幅度驱动，而不是总资产增速驱动，因此在分析银行营业收入同比增速未来将上升还是下降时，我们仅关注银行净息差变动幅度即可。

这其中有一点我们要特别注意——即便银行净息差持续下降，但只要降幅收窄，其营业收入同比增速就会回升，比如 2017 年。

图 5：银行净息差变动幅度，而非总资产增速，决定营业收入同比增速的边际变化

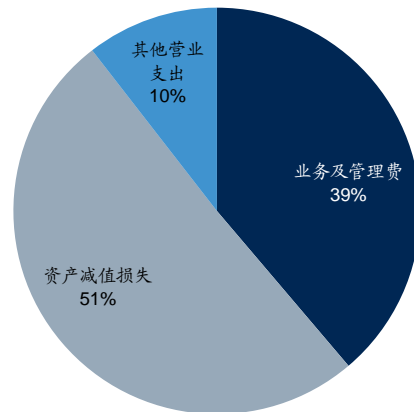


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们再看成本端。成本端的核心驱动因素是不良生成率，即银行不良贷款的产生速率。

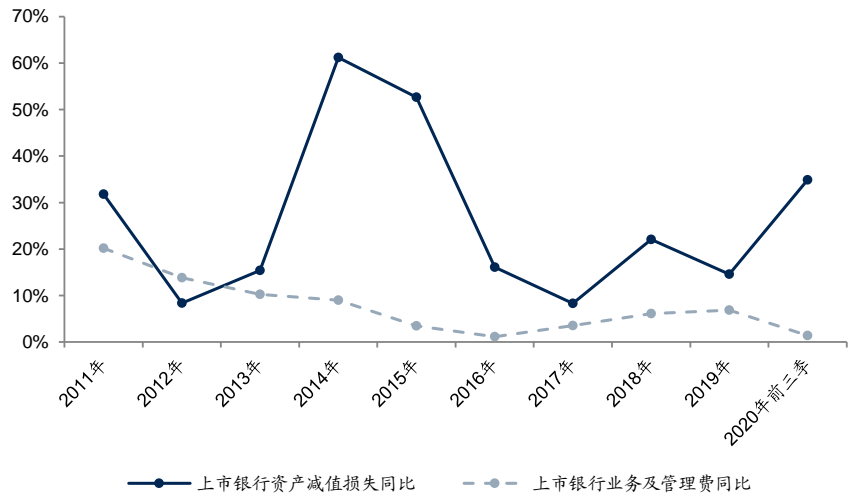
从成本构成来看，虽然业务及管理费、资产减值损失的占比都很大，但业务及管理费支出增长刚性，而资产减值损失同比增速波动性非常大，因此资产减值损失同比增速就更加重要。

图 6：业务及管理费、资产减值损失在成本中的占比都很大（2020 年前三季）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

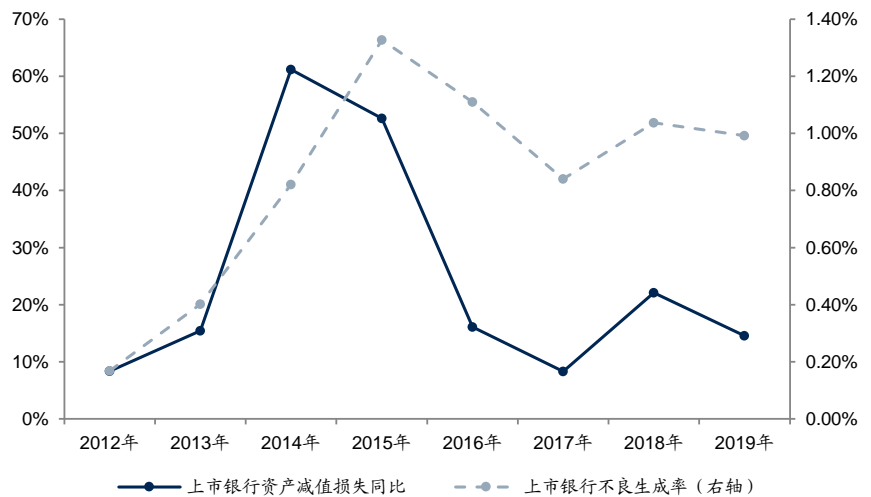
图 7：但业务及管理费支出增长刚性，而资产减值损失增速的波动性很大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

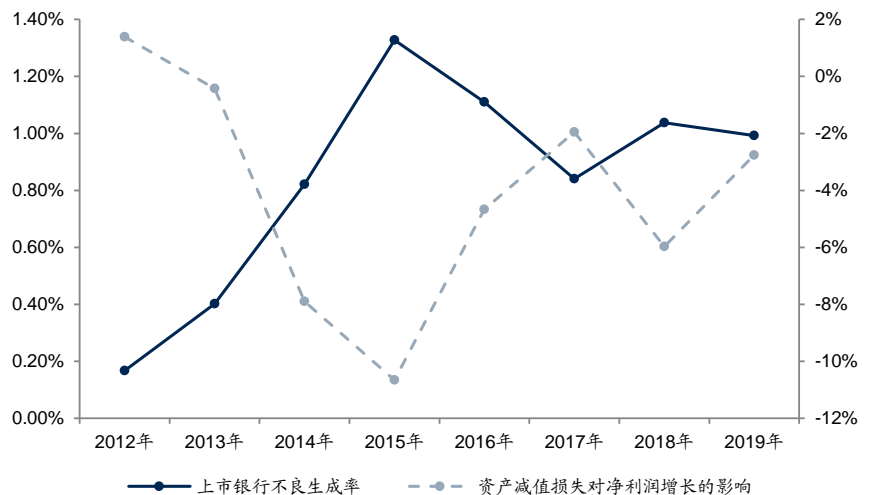
银行的资产减值损失绝大部分都是贷款减值损失，因此不良贷款情况决定了银行成本端的变化，其中关键变量是不良生成率。当不良生成率下降时，我们可以说资产质量对银行净利润增长产生了有利影响。

图 8: 资产减值损失增速变化主要受不良生成率变化影响



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 资产减值损失对净利润增长的贡献, 主要受不良生成率变化影响



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

银行板块景气度回升原因一: 净息差降幅收窄, 不利影响减弱

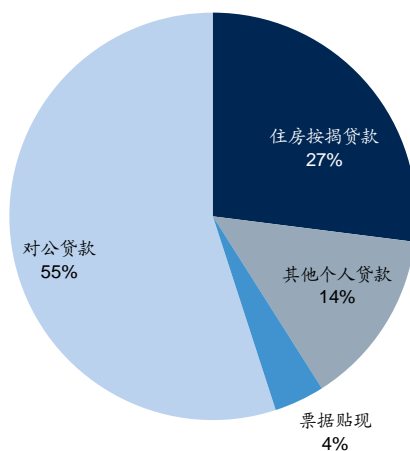
我们认为 2021 年银行净息差降幅有望收窄, 对净利润增长的不利影响减弱。如前文所述, 在净息差持续下降的情况下, 只要降幅收窄, 净息差就会对净利润增长产生有利影响。从上市银行数据来看, 受 LPR 下调影响 (主要是对公贷款), 净息差在 2020 年前两个季度大幅下降, 随着贷款重定价完成, 2020 年三季度银行净息差明显趋于稳定。虽然部分按揭贷款会在 2021 年元旦重定价, 净息差仍将有所下降, 但由于按揭贷款在银行总贷款中的比重明显少于对公贷款, 因此即便按揭贷款重定价引起净息差下降, 净息差的降幅也不太可能超过 2020 年。我们认为, 净息差对净利润增长的不利影响在 2021 年有望减弱。

图 10: 上市银行净息差在 2020 年三季度趋稳



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 按揭贷款在银行总贷款中的比重明显少于对公贷款, 即便悲观假设全部按揭贷款在 2021 年重定价, 净息差降幅也不太可能超过 2020 年



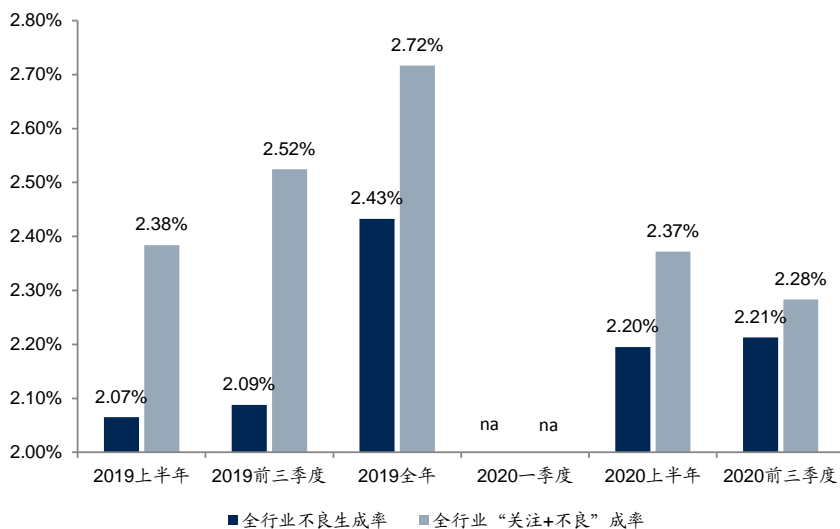
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

银行板块景气度回升原因二: 资产质量改善, 不良生成率下降

我们认为 2021 年银行资产质量有望改善, 不良生成率下降。我们做出这一判断基于如下理由:

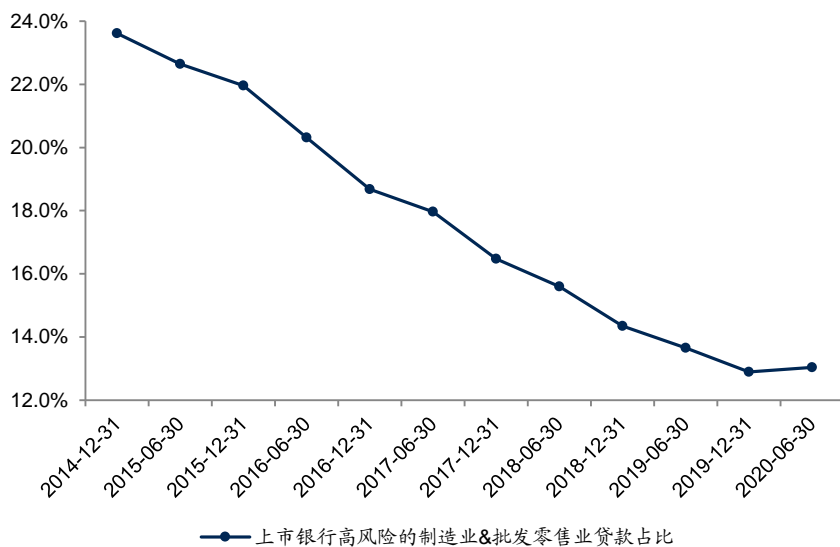
(1) 银行业在 2020 年加大不良确认力度, 将大量关注类贷款确认为不良贷款。从银保监会披露数据来看, 虽然银行业的不良生成率今年同比增加, 但增加的主要原因是银保监会要求银行加大不良确认和处置力度, 导致大量关注类贷款被确认为不良贷款, 即口径变化导致了银行账面不良生成率的提高。我们通过测算“关注+不良”生成率来剔除口径变化的影响, 可以发现, 银行业“关注+不良”生成率同比是下降的。我们认为背后的主要原因, 是银行近几年来大力调整了贷款结构, 因此虽然宏观经济总体下行压力较大, 但银行不良生成率对经济周期的敏感性减弱;

图 12: 银行不良生成率上升但“不良+关注”生成率下降, 说明不良生成率上升系口径变化引起, 即关注类贷款被确认为不良贷款



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

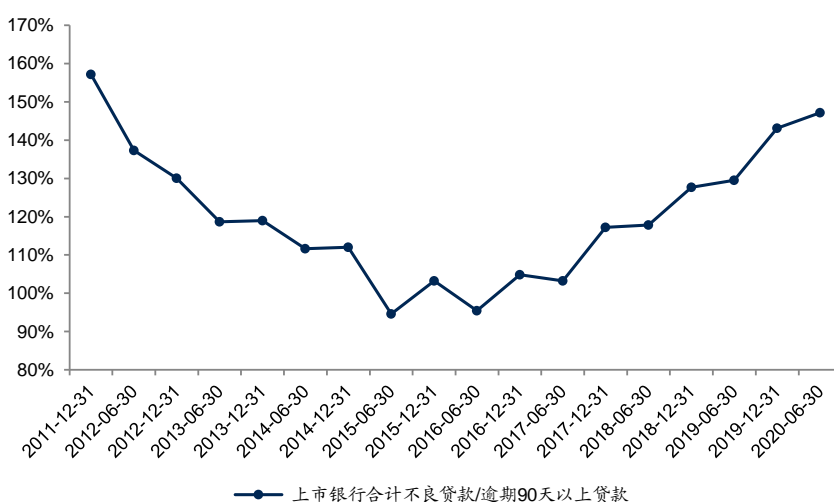
图 13: 银行近几年大力调整贷款结构, 高风险的制造业、批发零售业贷款占比下降, 不良生成率对经济周期的敏感性减弱



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

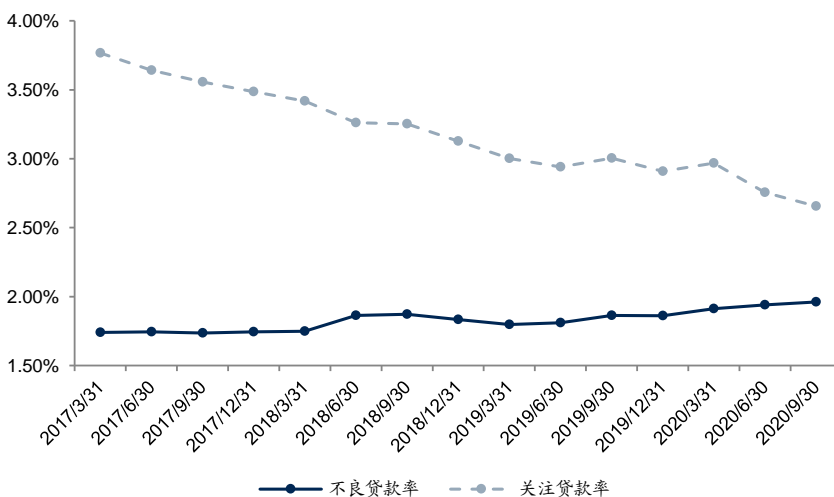
(2) 2020 年银行加大不良确认和处置力度后, 背负的资产质量包袱减轻, 相当于对资产质量进行了“大洗澡”。因此我们认为随着疫情影响减弱, 银行不良生成率有望下降;

图 14: 在监管部门要求下, 银行不良贷款的认定越来越严格, 不良确认力度加大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

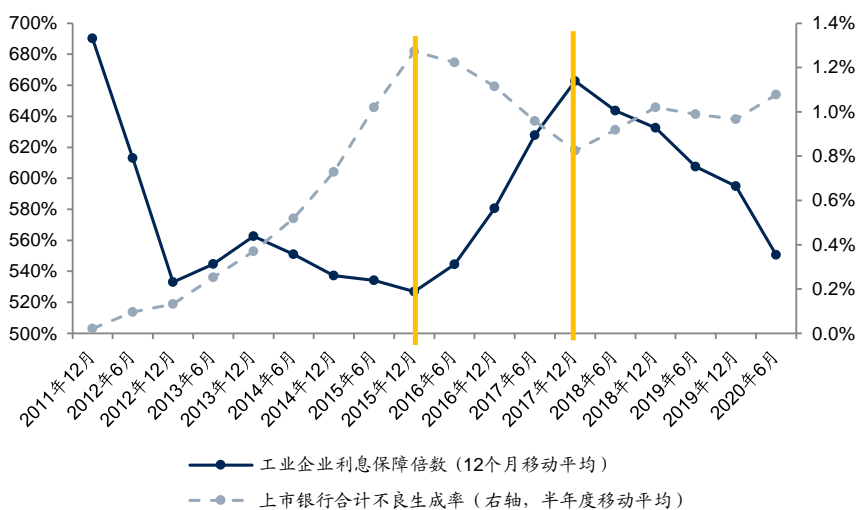
图 15: 银行业不良率微幅上升, 但关注率大幅下降, 资产质量包袱减轻



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

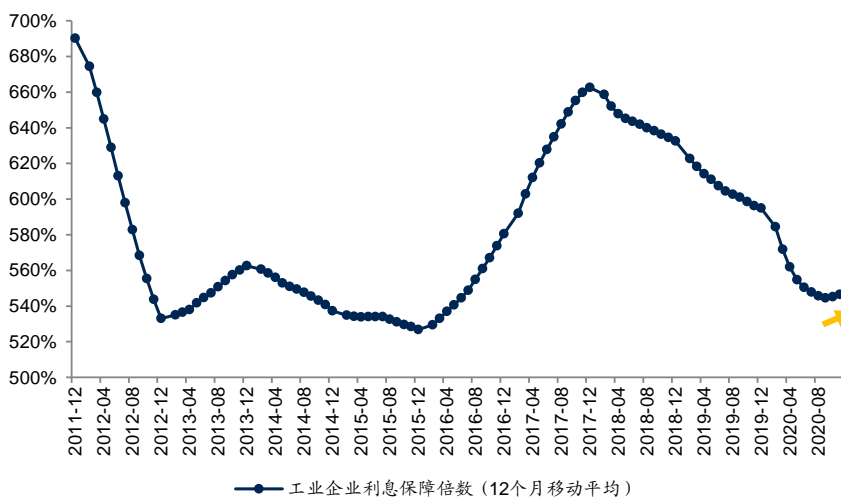
(3) 我们持续跟踪的工业企业利息保障倍数在历史上的拐点与银行不良生成率拐点一致, 而该指标在 2020 年 11 月份出现 2018 年以来的首次回升;

图 16: 工业企业利息保障倍数在历史上的拐点与银行不良生成率拐点一致



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 工业企业利息保障倍数多年来首次回升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(4) 目前仍有一部分延期还本付息的贷款可能会在明年到期, 甚至进一步被延期, 但这部分贷款余额约 3.7 万亿元 (截止 2020 年 11 月 6 日), 按经验假设其中 10% 变为不良贷款, 也仅占全行业贷款总额的不到 0.3%, 数量很小, 影响不大。

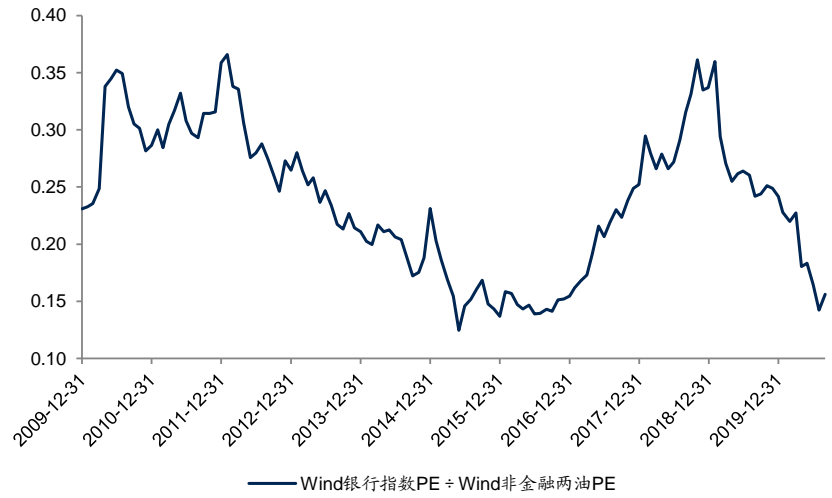
投资建议

目前银行板块估值处于历史低位, 尤其是跟非金融板块横向对比, 而在行业基本面向好的情况下, 以往“低估值会变得更低”的担忧有望减轻, 从而打开估值修复空间, 因此我们维持行业“超配”评级。

个股方面, 如前文所述, 我们从成长与周期两条主线选股。基于板块景气反转的逻辑, 我们优先推荐估值低、基本面原本就很稳健的大行, 看好大行估值修

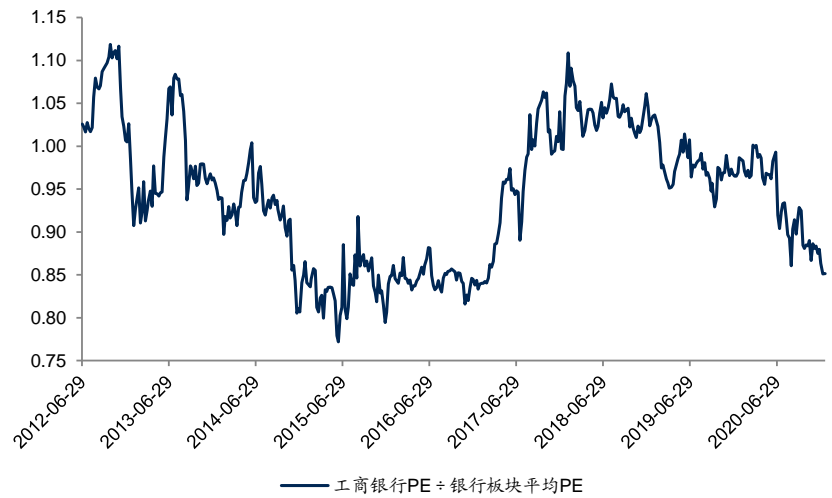
复行情，首推工商银行；基于长期成长的逻辑，继续推荐业绩高增长的宁波银行、招商银行、常熟银行、成都银行。

图 18: 银行板块相对估值处于历史极低水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 19: 银行板块内部估值分化，大行相对估值也处于历史极低水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策超预期宽松对净息差的负面影响、经济下行超预期导致不良贷款大幅增加等。

表 2: 估值表

收盘日:	港币汇率	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
2021/1/19	0.8369													
601398.SH	工商银行	5.20	13.0%	11.3%	11.2%	4.9%	-6.1%	7.5%	0.75	0.70	0.64	6.0	6.4	6.0
601939.SH	建设银行	6.95	13.2%	11.4%	11.3%	4.7%	-5.5%	7.3%	0.83	0.77	0.71	6.6	7.0	6.5
601288.SH	农业银行	3.20	12.4%	10.8%	10.8%	4.6%	-5.6%	7.5%	0.64	0.60	0.55	5.4	5.7	5.3
601988.SH	中国银行	3.22	11.4%	10.0%	10.1%	4.1%	-5.8%	7.4%	0.57	0.54	0.50	5.2	5.6	5.2
601328.SH	交通银行	4.60	11.2%	9.4%	8.6%	5.0%	-10.0%	-2.6%	0.49	0.46	0.44	4.6	5.1	5.3
601658.SH	邮储银行	5.36	12.0%	10.5%	10.9%	16.5%	-0.4%	9.9%	0.94	0.87	0.81	8.5	8.5	7.7
600036.SH	招商银行	51.85	16.7%	15.0%	15.3%	15.3%	0.7%	13.0%	2.27	2.05	1.84	14.3	14.2	12.6
601166.SH	兴业银行	23.88	12.7%	11.1%	11.4%	8.7%	-3.9%	9.7%	1.02	0.94	0.86	8.4	8.8	7.9
600016.SH	民生银行	5.27	12.3%	9.9%	10.1%	6.9%	-13.5%	9.7%	0.51	0.48	0.45	4.3	5.0	4.6
600000.SH	浦发银行	10.16	12.2%	10.6%	10.2%	5.4%	-5.5%	3.2%	0.60	0.56	0.52	5.2	5.5	5.3
601998.SH	中信银行	5.20	10.9%	9.3%	9.0%	7.9%	-8.5%	4.1%	0.58	0.54	0.50	5.5	6.0	5.7
000001.SZ	平安银行	22.34	11.2%	9.2%	9.4%	13.6%	-4.2%	10.6%	1.59	1.47	1.36	15.9	16.6	14.9
601818.SH	光大银行	4.21	11.9%	10.6%	11.3%	11.0%	-3.3%	14.7%	0.71	0.66	0.61	6.3	6.6	5.7
600015.SH	华夏银行	6.31	10.6%	9.3%	9.1%	5.0%	-5.6%	6.1%	0.47	0.43	0.40	4.6	4.9	4.6
601169.SH	北京银行	4.92	10.4%	9.1%	9.5%	7.2%	-5.5%	9.0%	0.55	0.52	0.49	5.5	5.8	5.3
002142.SZ	宁波银行	38.89	17.8%	15.6%	15.4%	22.6%	11.9%	14.4%	2.73	2.21	1.95	17.3	15.4	13.5
600919.SH	江苏银行	5.59	11.0%	10.4%	10.2%	11.9%	3.0%	5.8%	0.75	0.68	0.63	7.1	6.8	6.4
600926.SH	杭州银行	15.52	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.6%	16.2%	1.75	1.43	1.31	14.5	13.3	11.4
601838.SH	成都银行	10.61	16.7%	15.2%	15.5%	19.4%	3.0%	14.3%	1.08	0.96	0.86	6.9	6.7	5.9
601077.SH	渝农商行	4.44	12.8%	11.6%	9.4%	7.7%	-14.5%	8.7%	0.57	0.54	0.50	5.2	6.0	5.6
603323.SH	苏农银行	4.90	6.3%	8.2%	8.4%	13.8%	6.2%	8.9%	0.78	0.73	0.69	13.0	9.1	8.4
002839.SZ	张家港行	5.95	8.7%	8.3%	8.7%	14.3%	1.8%	11.4%	1.05	0.98	0.91	12.2	12.0	10.7
601128.SH	常熟银行	7.40	13.2%	10.3%	10.5%	20.1%	1.1%	9.8%	1.20	1.12	1.03	10.2	11.2	10.2
平均			12.2%	10.8%	10.8%	11.3%	-2.5%	9.1%	0.99	0.89	0.81	8.5	8.5	7.7

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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