

# 瑞丰银行 (601528.SH)

## 区域特色鲜明的零售与小微银行

**增持**

### 核心观点

**深耕柯桥，营收来源稳定。**瑞丰银行主要经营区域为绍兴市柯桥区，同时在越城区和义乌市设有分支机构。瑞丰银行在柯桥区确立了较为领先的市场地位，是柯桥区营业网点最多，覆盖面最广的商业银行，存贷款额居柯桥区之首。高额的市场占有率为瑞丰银行的营收来源提供了强有力的保障，在柯桥区的营业收入占其总营业收入的 78.59%

**当地经营环境优异，跨区域扩张仍有增长空间。**绍兴市位于我国经济发达的长三角地区，而柯桥区是绍兴市的重要组成部分，GDP 占绍兴市近 25%。柯桥区民营经济发达，存贷空间广阔，为瑞丰银行提供了优异的经营环境。同时，通过设立分支机构，瑞丰银行将经营区域扩张至义乌市。义乌市小商品贸易发达，信贷需求旺盛，金融机构存贷款余额远高于柯桥区，有望成为瑞丰银行未来主要增量市场。

**“支农支小”契合当地发展特点，零售银行转型成效明显。**针对绍兴市民营企业较多、农业发展较发达等特点，瑞丰银行因地制宜，聚焦小微企业贷款和农村金融服务。从客户类型看，瑞丰银行公司类贷款客户中有 99.86% 是中小微企业。中小微企业贷款余额为 246.51 亿元，占全行公司贷款总额的 98.62%。同时，瑞丰银行坚持推进零售银行战略，信用贷款规模逐年稳步上升，个人消费贷款和信用卡业务增长平稳。2018-2020 年，个人消费贷款和信用卡透支余额复合增长率分别为 24.08% 和 3.17%。

**个人业务持续增长。**在资产端，瑞丰银行个人贷款规模持续增长，个人贷款余额占贷款总额的比重接近 60%，在可比农商行中排名第一。但其主要贷款质量指标在农商行中处于中等水平，资产质量有待进一步夯实。在负债端，瑞丰银行以存款为主，其中个人定期存款占客户存款比重达到 51.19%，高于可比农商行平均水平 10.63 个百分点。定期存款期限较长，稳定性较好，但成本略高，因此瑞丰银行的净息差处于行业中等水平。瑞丰银行的净利润近几年增长较为稳健，净资产收益率进一步提升，盈利水平在同行业可比农商行中处于中上游水平。

**盈利预测与估值：**综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 9.7-10.8 元之间，今年动态市净率 1.0-1.1 倍，相对于公司目前股价有大约 3%-15% 溢价空间。综合考虑公司估值以及公司区域经济情况和本土优势，首次覆盖给予“增持”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

|           | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,860 | 3,009 | 3,324 | 3,488 | 3,746 |
| (+/-%)    | 8.3%  | 5.2%  | 10.5% | 4.9%  | 7.4%  |
| 净利润(百万元)  | 1,038 | 1,105 | 1,271 | 1,440 | 1,564 |
| (+/-%)    | 7.7%  | 6.4%  | 15.0% | 13.4% | 8.6%  |
| 摊薄每股收益(元) | 0.69  | 0.73  | 0.84  | 0.95  | 1.04  |
| 总资产收益率    | 0.98% | 0.94% | 0.96% | 1.02% | 1.03% |
| 净资产收益率    | 10.7% | 10.5% | 10.4% | 10.3% | 10.3% |
| 市盈率(PE)   | 14.0  | 13.2  | 11.5  | 10.1  | 9.3   |
| 股息率       | 1.1%  | 0.0%  | 1.3%  | 1.5%  | 1.6%  |
| 市净率(PB)   | 1.42  | 1.32  | 1.08  | 0.98  | 0.90  |

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

### 公司研究·深度报告

#### 银行·农商行 II

**证券分析师：王剑**

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

**证券分析师：陈俊良**

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

**证券分析师：田维韦**

021-60875161

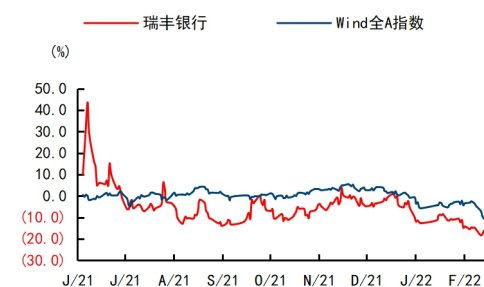
tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

#### 基础数据

|             |                |
|-------------|----------------|
| 投资评级        | 增持(维持)         |
| 合理估值        | 9.70 - 10.80 元 |
| 收盘价         | 9.39 元         |
| 总市值/流通市值    | 14170/1418 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 17.08/9.20 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 149.16 百万元     |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 公司概况：深耕柯桥，地区性“大行”     | 5  |
| 历史沿革：浙江省首家上市农商银行      | 5  |
| 区位优势：存贷款额居柯桥区之首       | 5  |
| 股权结构：股权结构较为分散，不存在控股股东 | 6  |
| 区域情况：民营经济发达，区域经济繁荣    | 7  |
| 区域经济发达，存贷款增长较快        | 7  |
| 跨区域扩张，打开存贷新空间         | 9  |
| 公司战略：支农支小，打造区域首选零售银行  | 11 |
| 支持中小，服务三农             | 11 |
| 借力微贷技术，做深做透小微市场       | 11 |
| 坚持做小做散，打造区域首选零售银行     | 12 |
| 财务分析：零售优势明显           | 13 |
| 资产端：个人贷款业务持续增长        | 14 |
| 负债端：个人存款业务占比高         | 14 |
| 净息差处于行业中等水平           | 15 |
| 盈利水平与同行业趋势一致，处于中上游    | 16 |
| 不良贷款率稳中有降，资产质量有待进一步夯实 | 17 |
| 盈利预测                  | 18 |
| 假设前提                  | 18 |
| 未来三年业绩预测简表            | 19 |
| 盈利预测的敏感性分析            | 19 |
| 估值与投资建议               | 19 |
| 绝对估值                  | 19 |
| 相对估值                  | 20 |
| 投资建议                  | 21 |
| 风险提示                  | 22 |
| 财务预测与估值               | 23 |
| 免责声明                  | 24 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 瑞丰银行历史回顾.....                   | 5  |
| 图 2: 瑞丰银行营业网点主要分布在绍兴市柯桥区.....        | 6  |
| 图 3: 瑞丰银行在柯桥区营业网点覆盖面最广.....          | 6  |
| 图 4: 瑞丰银行营收来源以柯桥区为主.....             | 6  |
| 图 5: 绍兴市行政区划.....                    | 7  |
| 图 6: 2020 年绍兴市 GDP 构成.....           | 8  |
| 图 7: 柯桥区 GDP 规模及增长情况.....            | 8  |
| 图 8: 柯桥区经济以第二、三产业为主.....             | 9  |
| 图 9: 绍兴市规模以上工业企业数量构成.....            | 9  |
| 图 10: 柯桥区和义乌市存款规模(亿元)和增速(右轴).....    | 9  |
| 图 11: 柯桥区和义乌市贷款规模(亿元)和增速(右轴).....    | 9  |
| 图 12: 义乌市 GDP 分行业占比.....             | 10 |
| 图 13: 金华市和绍兴市存款规模(亿元)和增速(右轴).....    | 10 |
| 图 14: 金华市和绍兴市贷款规模(亿元)和增速(右轴).....    | 10 |
| 图 15: 瑞丰银行小微企业贷款规模和增速.....           | 11 |
| 图 16: 瑞丰银行信用贷款规模逐年上升(亿元).....        | 12 |
| 图 18: 绍兴市、柯桥区和义乌市城镇居民人均可支配收入(元)..... | 13 |
| 图 19: 绍兴市、柯桥区和义乌市农村居民人均可支配收入(元)..... | 13 |
| 图 20: 农商行生息资产结构.....                 | 14 |
| 图 21: 农商行贷款结构.....                   | 14 |
| 图 22: 瑞丰银行个人贷款规模(亿元)持续增长.....        | 14 |
| 图 23: 农商行计息负债结构.....                 | 15 |
| 图 24: 农商行存款结构.....                   | 15 |
| 图 25: 瑞丰银行净息差位于农商行中等水平.....          | 16 |
| 图 26: 瑞丰银行存款付息率较高.....               | 16 |
| 图 27: 瑞丰银行净利润(亿元)提升显著.....           | 17 |
| 图 28: 瑞丰银行盈利水平与同行业趋势一致.....          | 17 |
| 图 29: 瑞丰银行不良贷款率保持稳中有降态势.....         | 18 |
| 图 30: 农商行估值情况.....                   | 20 |

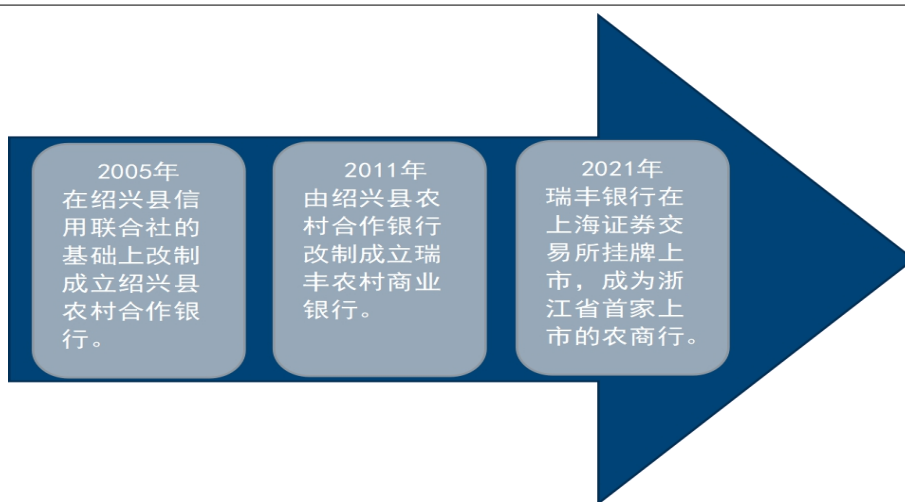
|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 表1：瑞丰银行 2021 年三季度披露前十大股东.....           | 7  |
| 表2：2014-2020 年绍兴市柯桥区金融机构存贷款余额（亿元） ..... | 8  |
| 表3：瑞丰银行公司贷款按照客户分类情况.....                | 11 |
| 表4：瑞丰银行主要微贷产品.....                      | 12 |
| 表5：农商行贷款质量指标对比.....                     | 17 |
| 表6：瑞丰银行不良贷款率略高于区域内平均水平.....             | 18 |
| 表7：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）.....              | 19 |
| 表8：归母净利润增速对净息差的敏感性分析.....               | 19 |
| 表9：一、二阶段假设（百万元） .....                   | 19 |
| 表10：折现率假设.....                          | 20 |
| 表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） .....      | 20 |

## 公司概况：深耕柯桥，地区性“大行”

### 历史沿革：浙江省首家上市农商银行

瑞丰农村商业银行（简称“瑞丰银行”）总部位于浙江省绍兴市柯桥区，是浙江省首家上市的农商行。瑞丰银行前身为成立于1987年5月的绍兴县信用合作社，2005年改制成为绍兴县农村合作银行，2011年在此基础上组建成立浙江绍兴瑞丰农村商业银行。2021年6月，瑞丰银行在上海证券交易所主板挂牌上市，成为浙江省首家上市的农商行。瑞丰银行长期深耕本地民营中小微企业和城乡居民，目前已成长为一个专注于三农、社区和中小微企业，并拥有跨区域、多元化经营格局的现代化股份制银行。

图1：瑞丰银行历史回顾

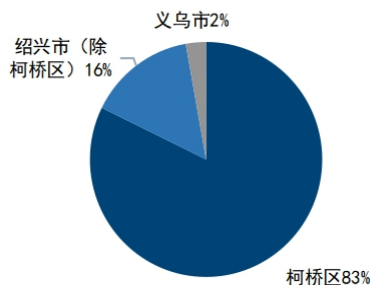


资料来源：瑞丰银行官网，国信证券经济研究所整理

### 区位优势：存贷款额居柯桥区之首

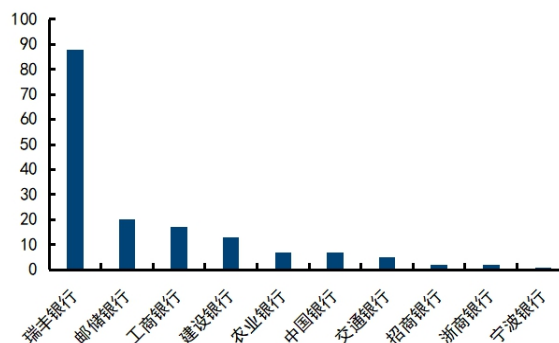
瑞丰银行的主要经营区域位于绍兴市柯桥区。与柯桥区其他银行相比，瑞丰银行在柯桥区的营业网点最多，覆盖面最广。截至2021年6月末，瑞丰银行共拥有106家分支机构，其中88家分布于绍兴市柯桥区，15家分布于绍兴市越城区，3家分布于义乌市。另外，瑞丰银行在浙江省嵊州市设立了嵊州瑞丰村镇银行。

图2：瑞丰银行营业网点主要分布在绍兴市柯桥区



资料来源：瑞丰银行 2021 年半年报，国信证券经济研究所整理

图3：瑞丰银行在柯桥区营业网点覆盖面最广

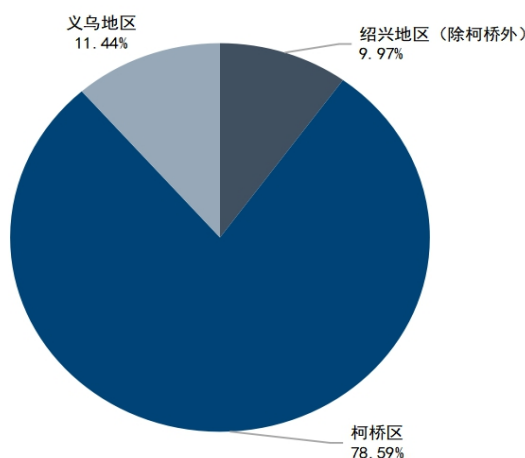


资料来源：银保监会，国信证券经济研究所整理

凭借天然的本土优势，瑞丰银行在柯桥区确立了遥遥领先的市场地位，存贷款额居柯桥区之首。截至 2020 年 12 月 31 日，瑞丰银行本外币存款余额占绍兴市柯桥区存款总额的比例为 37.82%，本外币贷款余额占柯桥区贷款总额的比例为 33.12%，存贷款余额位居绍兴市柯桥区首位。

高额的市场占有率为瑞丰银行的营收来源提供了强有力的保障。2021 年上半年，瑞丰银行在柯桥区的营业收入达 12.1 亿元，占其总营业收入的 78.59%。

图4：瑞丰银行营收来源以柯桥区为主



资料来源：瑞丰银行 2021 年半年报，国信证券经济研究所整理

## 股权结构：股权结构较为分散，不存在控股股东

当前瑞丰银行股东以民企为主，股权结构较为分散，不存在控股股东和实际控制人。截至 2021 年三季度末，瑞丰银行前十大股东中 7 家企业均为柯桥区当地民企。持股比例超过 5% 的股东只有绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司（6.72%），为当地国企。

表1：瑞丰银行 2021 年三季度披露前十大股东

| 股东名称              | 期末持股数量      | 持股比例   | 股东性质 |
|-------------------|-------------|--------|------|
| 绍兴市柯桥区天圣投资管理有限公司  | 101,428,589 | 6.72%  | 国有法人 |
| 浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司  | 61,128,837  | 4.05%  | 社会法人 |
| 浙江上虞农村商业银行股份有限公司  | 61,128,837  | 4.05%  | 社会法人 |
| 浙江勤业建工集团有限公司      | 61,128,837  | 4.05%  | 社会法人 |
| 浙江华天实业有限公司        | 61,128,837  | 4.05%  | 社会法人 |
| 绍兴安途汽车转向悬架有限公司    | 61,128,837  | 4.05%  | 社会法人 |
| 浙江永利实业集团有限公司      | 59,996,822  | 3.97%  | 社会法人 |
| 浙江明牌卡罗饰品有限公司      | 58,638,405  | 3.88%  | 社会法人 |
| 长江精工钢结构(集团)股份有限公司 | 56,508,382  | 3.74%  | 社会法人 |
| 浙江蓝天实业集团有限公司      | 44,714,612  | 2.96%  | 社会法人 |
| 合计                | 626,930,995 | 41.52% |      |

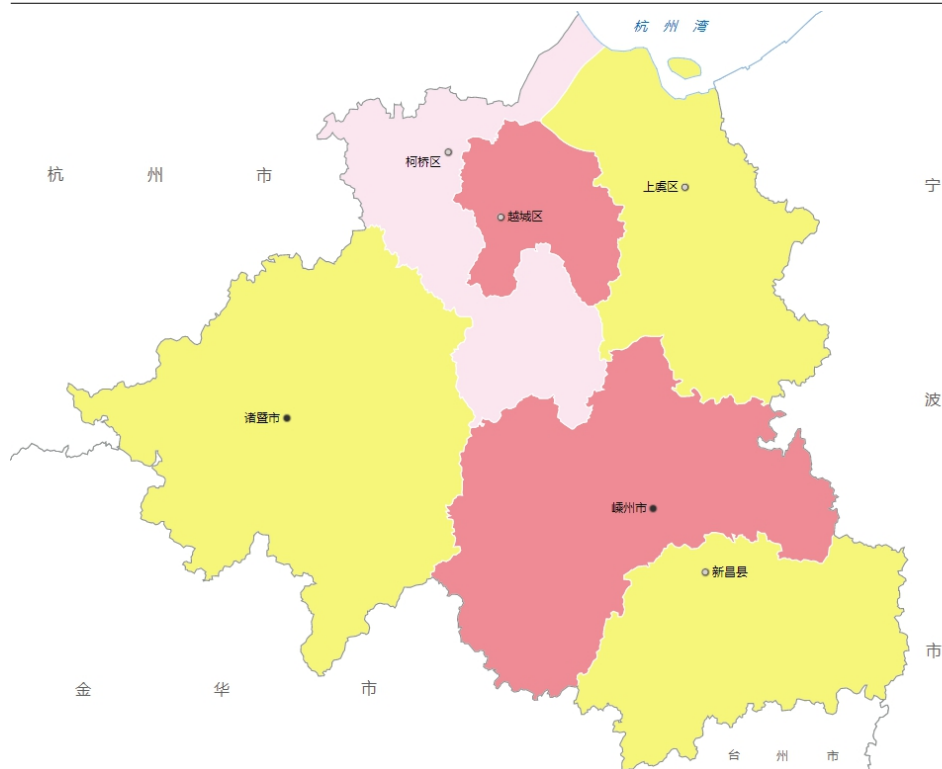
资料来源：瑞丰银行 2021 年三季报、国信证券经济研究所整理

## 区域情况：民营经济发达，区域经济繁荣

### 区域经济发达，存贷款增长较快

瑞丰银行的主要经营区域位于绍兴市柯桥区，因此我们重点关注柯桥区的情况。绍兴市位于浙江省中北部、中国经济发达的长江三角洲东南部，民营经济极具活力，工、农业实力雄厚。绍兴地理位置优越，东连宁波市，南临台州市和金华市，西接杭州市，北隔钱塘江与嘉兴市相望，是长江三角洲重要的中心城市之一。

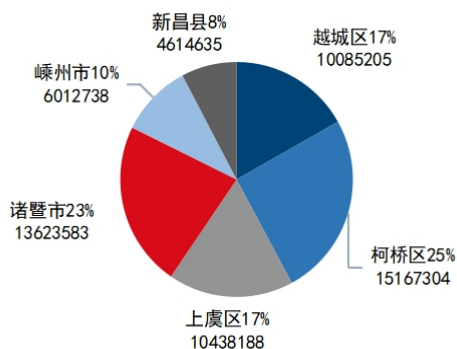
图5：绍兴市行政区划



资料来源：民政部，国信证券经济研究所整理

柯桥区（原绍兴县）是绍兴市的重要组成部分，民营经济发达，曾连续多年位列全国县域经济基本竞争力十强，连续多次荣获“中国全面小康十大示范县”称号。2020年，柯桥区实现地区生产总值1516.73亿元，占绍兴市全市GDP的25%。近五年，柯桥区经济始终保持平稳发展，生产总值的年均复合增长率为5.18%。

图6：2020年绍兴市GDP构成



资料来源：绍兴统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图7：柯桥区GDP规模及增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

在良好的经济环境下，柯桥区银行业得到了较好的发展，存贷款规模增长较快。据柯桥区金融工作办公室统计，进驻绍兴市柯桥区的银行业金融机构共计28家，包括6家大型国有商业银行、9家全国性股份制银行、9家城市商业银行、3家农村商业银行和1家村镇银行。截至2020年12月31日，柯桥区金融机构存款余额为2351.52亿元，金融机构贷款余额为2297.97亿元。2014-2020年金融机构存贷款余额的年均复合增长率分别达到8.49%和10.59%。

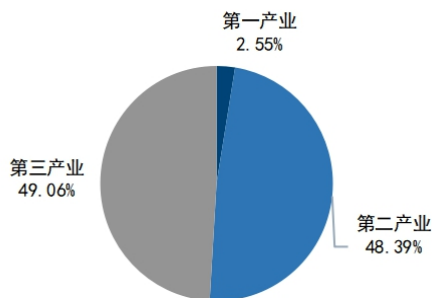
表2：2014-2020年绍兴市柯桥区金融机构存贷款余额（亿元）

|      | 2014年   | 2015年   | 2016年   | 2017年   | 2018年   | 2019年   | 2020年   |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 存款余额 | 1442.08 | 1604.04 | 1703.35 | 1768.07 | 1905.37 | 2125.53 | 2351.52 |
| 贷款余额 | 1256.08 | 1231.42 | 1215.44 | 1344.58 | 1568.42 | 1854.25 | 2297.97 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

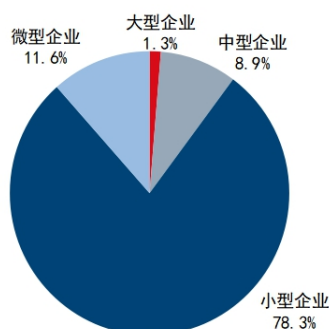
瑞丰银行因地制宜，聚焦小微企业贷款和农村金融服务。柯桥区经济结构以第二产业和第三产业为主，且小微企业是第二产业的主要生产力来源。截至2020年底，绍兴市规模以上工业企业中将近89.9%为小微企业，而柯桥区共有规模以上工业企业1209家，其中大中型企业占比不到14%，其余皆为小微企业。柯桥区的小微企业行业分布较广，除传统的纺织行业外，还有批发零售、设备制造、农林牧渔、时尚创意等产业。同时，作为浙江地区有名的“鱼米之乡”，绍兴地区三农经济发达，农村地区对金融服务需求较大。针对绍兴市民营小微企业较多、农业发展较发达等特点，瑞丰银行因地制宜，聚焦小微企业贷款和农村金融服务。

图8：柯桥区经济以第二、三产业为主



资料来源：绍兴统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图9：绍兴市规模以上工业企业数量构成

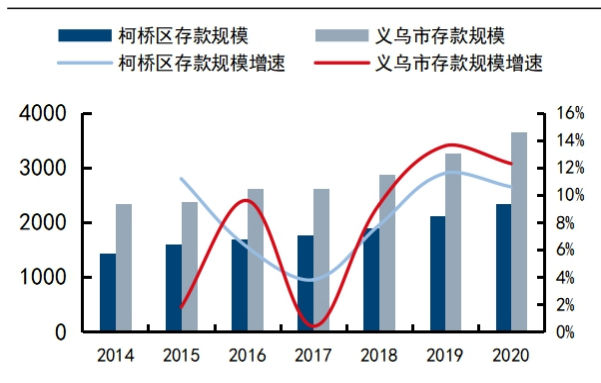


资料来源：绍兴统计年鉴，国信证券经济研究所整理

## 跨区域扩张，打开存贷新空间

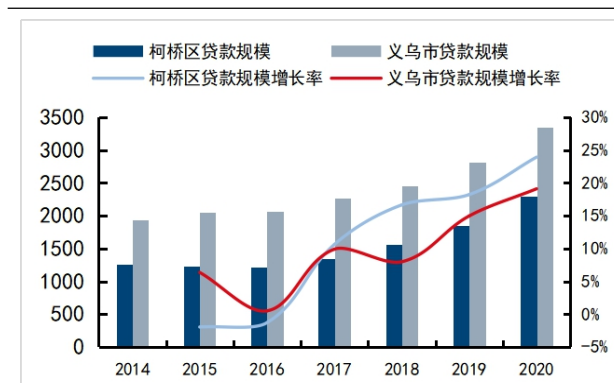
瑞丰银行于2011年在义乌市设立异地支行，将经营区域扩张至义乌市。义乌市是享誉全球的小商品贸易集散中心，小商品贸易极其发达，信贷需求旺盛，存贷款规模远高于柯桥区，这意味义乌市有着更广阔的业务空间。2020年义乌市金融机构存款、贷款余额分别为3663.53亿元和3352.39亿元。相比之下，柯桥区金融机构存款、贷款余额分别为2351.52亿元和2297.97亿元，可见义乌市业务空间更为广阔。

图10：柯桥区和义乌市存款规模（亿元）和增速（右轴）



资料来源：绍兴统计年鉴，国信证券经济研究所整理

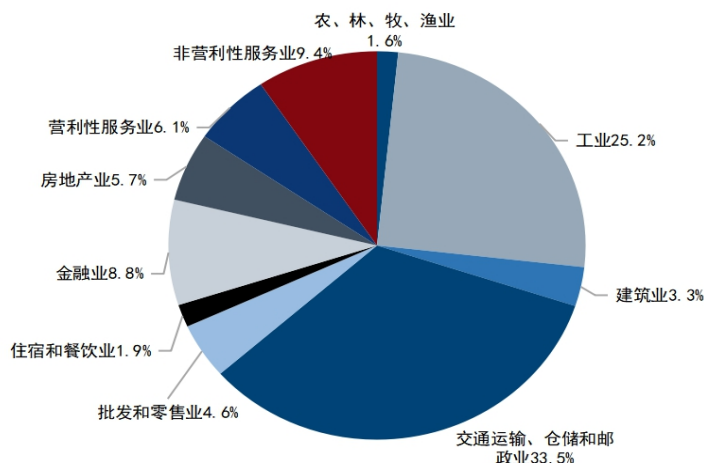
图11：柯桥区和义乌市贷款规模（亿元）和增速（右轴）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

义乌市民营经济发达，小微企业众多，适合瑞丰银行展业。2020年义乌市地区生产总值为1485.6亿元，其中第二产业和第三产业占比分别达到28.41%和69.99%；主要经济产业为工业、交通运输、仓储和邮政业等。2020年，义乌市共有规模以上工业企业740家，其中私营企业671家，占比高达90%；而大中型企业只有71家，占比不到10%。

图12: 义乌市 GDP 分行业占比



资料来源: 金华统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

瑞丰银行立足“支农支小”策略, 并结合义乌当地经济发展特点进行针对性的业务开发, 有利于在当地形成差异化竞争。在进一步拓宽业务发展的地域覆盖面后, 义乌有望成为未来的主要增量市场。瑞丰银行依托在义乌的三家分支机构, 重点面向小微信贷类客户、代理业务客户进行针对性开发, 在小商品贸易商户中树立了较好品牌形象。截至2021年6月末, 瑞丰银行在义乌地区的营业收入达1.76亿人民币, 占总营收的11.44%, 较上年增长16.69%。瑞丰银行在义乌市发放贷款的比重呈上升趋势, 从2018年的4.66%上升至2021上半年的7.64%。

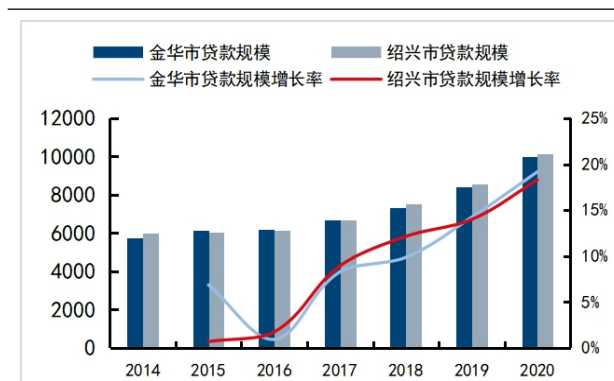
而义乌市所属的金华市同样民营经济发达, 存贷空间广阔, 与瑞丰银行“支农支小”的经营策略高度吻合。2020年金华市实现地区生产总值4703.95亿元, 其中第二产业和第三产业占比分布达到38.56%和58.10%。金华市共有规模以上私营企业4295家, 实现工业总产值3343.82亿, 占规模以上工业企业总产值的78.14%。2020年, 金华市金融机构本外币存款、贷款余额分别为11240.30亿元和10013.63亿元, 存贷空间广阔。

图13: 金华市和绍兴市存款规模(亿元)和增速(右轴)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 金华市和绍兴市贷款规模(亿元)和增速(右轴)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 公司战略：支农支小，打造区域首选零售银行

### 支持中小，服务三农

瑞丰银行坚持差异化市场定位，大力支持中小微企业发展。从客户类型看，瑞丰银行公司类贷款客户中有 99.86% 是中小微企业。中小微企业贷款余额为 246.51 亿元，占全行公司贷款总额的 98.62%。而贷款投向的主要行业分别为制造业和批发和零售业，前述两个行业贷款占公司贷款比例分别为 60.81% 和 23.03%。

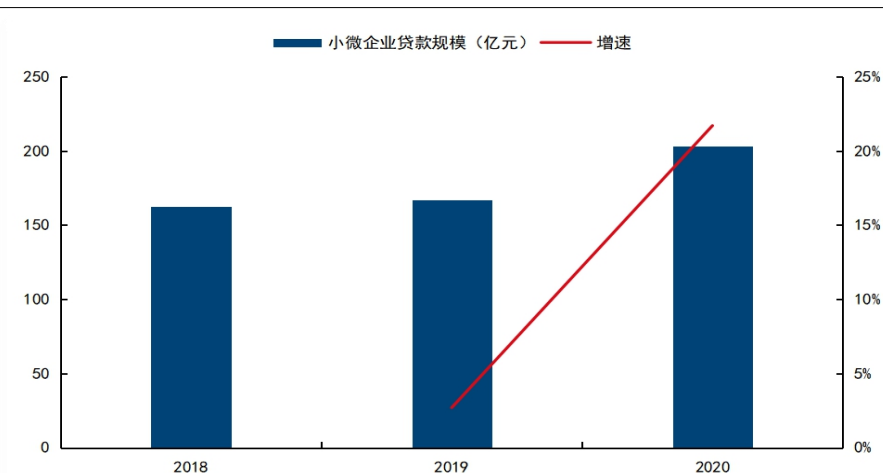
服务三农，着力培育差异化、特色化的普惠金融模式。截至 2020 年 12 月 31 日，瑞丰银行在农村地区拥有网点 74 家，ATM 机 156 台，乡村金融服务点 380 家，农村地区的网点数量、密度位居柯桥区当地银行业金融机构首位。针对“三农”经济的融资问题，瑞丰银行开发并推出农链贷、乡村振兴贷、农民消费贷等 20 多款产品。并通过建立村级便民服务网络，为辖内农户提供小额存取、转账和代缴费等基础金融服务。截至 2020 年 12 月 31 日，瑞丰银行农户贷款余额 393.64 亿元，通过实际行动，有效支持了“三农”经济的发展。

表3：瑞丰银行公司贷款按照客户分类情况

|         | 2020 年 | 2019 年 | 2018 年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 大型企业    | 1.38%  | 1.69%  | 3.51%  |
| 中型企业    | 17.10% | 20.77% | 22.44% |
| 小型企业    | 56.36% | 55.55% | 55.71% |
| 微型企业及其他 | 25.17% | 21.99% | 18.34% |
| 合计      | 100%   | 100%   | 100%   |

资料来源：瑞丰银行招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 15：瑞丰银行小微企业贷款规模和增速



资料来源：瑞丰银行招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 借力微贷技术，做深做透小微市场

护航实体经济，支持小微企业。针对小微企业的“担保难”问题，瑞丰银行通过建设信用企业库，对于被纳入库内的优质信用小微企业，可凭企业信用借款。同

时出台小微企业贷款风险尽职免责办法，从而鼓励客户经理加大对小微企业的贷款支持。针对小微企业的“融资难”问题，瑞丰银行通过提前审批授信业务、延长授信期限等方式，提升小微企业贷款效率，减少贷款的中间环节，降低小微企业融资成本。

独创小微技术，确保助企不断层。对于没有纳入“信用企业库”的小微民企，瑞丰银行依托德国 IPC 微贷技术，提炼出“三分三看三重”小微技术操作模式。即“分行业、分等级、分地域”把严“准入关”；“看流水、看车间、看三费”把控“技术关”；“重信用、重合作、重口碑”把准“信用关”。此外，瑞丰银行还与柯桥区经信局和柯桥区大数据局签订战略合作协议，打通数据壁垒，简化审批流程，精准服务民营小微企业发展。此后，瑞丰银行以 IPC 等技术为基础，结合新型信息技术，打造移动微贷平台（MCP）。通过移动设备进行地图定位、语音录音、实时上传，实现前中后台办公一体化，大大提高贷款办理效率和对风险的把控能力。

表4：瑞丰银行主要微贷产品

|     | 服务对象                                 | 贷款额度    | 贷款期限    | 担保方式        |
|-----|--------------------------------------|---------|---------|-------------|
| 经营贷 | 能提供正常经营证明的个体经营户、微型、小型企业              | 1-500 万 | 3-36 个月 | 信用、担保或抵押    |
| 速押贷 | 做生意的有房客户                             | 1-500 万 | 1-36 个月 | 抵押          |
| 瑞薪贷 | 在瑞丰银行连续代发工资或连续缴纳社保或公积金 12 个月（含）以上的客户 | 1-30 万  | 1-36 个月 | 信用          |
| 消费贷 | 连续参加工作一年以上，且在现单位连续工作满 6 个月（含）以上的客户   | 1-50 万  | 3-36 个月 | 信用、担保或抵（质）押 |
| 车好贷 | 正常收入来源且有还款能力的客户，满足其个人购买新车贷款的资金需求     | 1-50 万  | 1-60 个月 | 抵押          |

资料来源：瑞丰银行官网、国信证券经济研究所整理

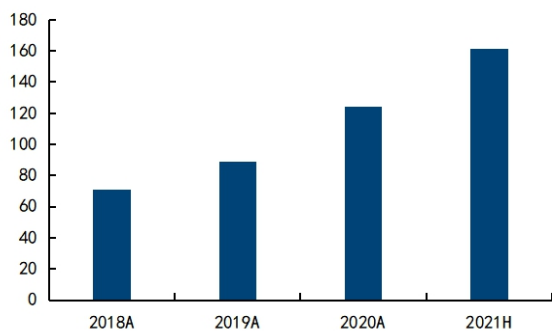
## 坚持做小做散，打造区域首选零售银行

瑞丰银行坚持推进零售银行战略，取得较好成效。瑞丰银行个人业务在绍兴市拥有广泛的客户基础，截至 2020 年末，瑞丰银行个人贷款客户总量为 97829 户，个人存款账户 420.52 万户，是服务绍兴市个人客户的主要银行之一。同时，瑞丰银行信用卡信用贷款规模为 125 亿元，占其客户贷款比重为 16.31%，规模逐年稳步上升。其中，个人消费贷款和信用卡业务增长平稳。2018-2020 年，个人消费贷款和信用卡透支余额复合增长率分别为 24.08%和 3.17%。

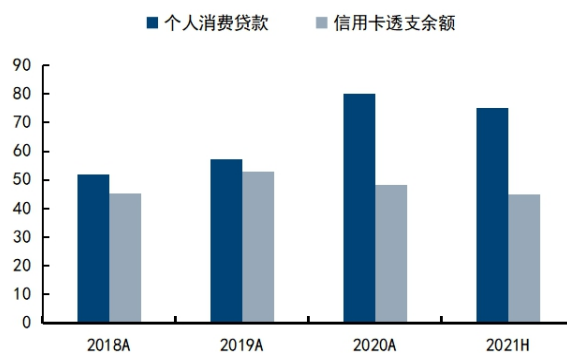
此外，瑞丰银行推行的“全覆盖，非银化”服务初现雏形。截至 2020 年 12 月 31 日，瑞丰银行共建成 380 个乡村金融服务点，累计布放助农 POS 机 282 台，助农终端 256 台。通过自建 020 电商平台，瑞丰银行在为农村居民办理小额存取款、代缴费等银行服务的同时，提供网上代购、代销等“非银”服务，有效提升农村社区金融服务的水平。瑞丰银行还是柯桥区市民卡仅有的三家合作金融机构之一，截至 2020 年末，瑞丰银行市民卡标准卡发卡累计 64.13 万张。

图 16：瑞丰银行信用卡信用贷款规模逐年上升（亿元）

图 17：瑞丰银行个人消费贷款及信用卡业务平稳增长（亿元）



资料来源：瑞丰银行招股说明书，国信证券经济研究所整理



资料来源：瑞丰银行招股说明书，国信证券经济研究所整理

把握未来发展趋势，着力打造区域首选零售银行。瑞丰银行从以下方面把握零售银行业务的未来发展趋势。一是以客户为中心，着力推进“电商店”、“村中店”和“店中店”三店建设。二是探索实行“互联网+社区”模式，借助“电商店”和“丰收家”、“丰收购”两大平台，为社区居民开展代销代购、网上订票、挂号等服务。三是加快私人银行布局，锁定高净值客户，从单一理财产品向一揽子综合服务逐步转型，打通财富端与资产端联系。

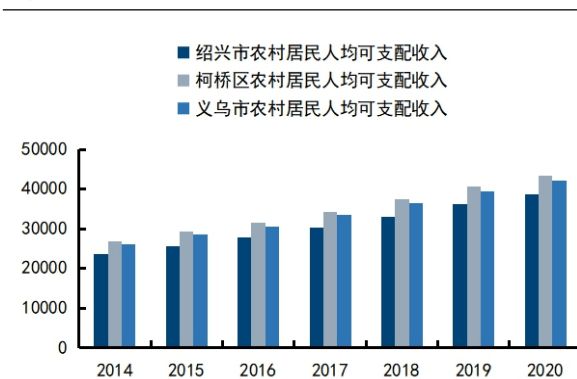
零售银行的战略定位，符合国内银行业发展的大趋势。瑞丰银行在零售业务上已取得初步成绩，积累了一定的经验。随着国内经济的不断增长，居民收入不断增加，对零售银行的需求也呈现快速增长趋势。2020年，绍兴市居民人均可支配收入56600元，同比增长5.1%，其中城镇常住居民人均可支配收入66694元，增长4.3%；农村常住居民人均可支配收入38696元，增长7.1%。而柯桥区的人均可支配收入领先于绍兴市的整体水平，义乌市更是常年位居全国县级城市人均可支配收入排名第一位，这也有力促进了瑞丰银行零售业务的发展。

图18：绍兴市、柯桥区和义乌市城镇居民人均可支配收入（元）



资料来源：绍兴统计年鉴、金华统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图19：绍兴市、柯桥区和义乌市农村居民人均可支配收入（元）



资料来源：绍兴统计年鉴、金华统计年鉴，国信证券经济研究所整理

## 财务分析：零售优势明显

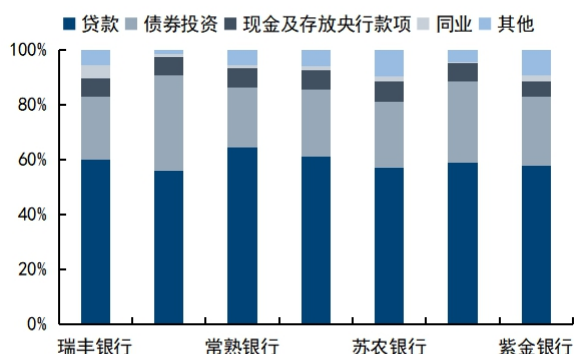
我们选取同为长三角地区上市农商行的无锡银行、常熟银行、江阴银行、苏农银行、张家港行、紫金银行作为同行业可比上市银行，与瑞丰银行的主要财务指标

进行横向比较，同时结合其经营的历史情况进行分析。

## 资产端：个人贷款业务持续增长

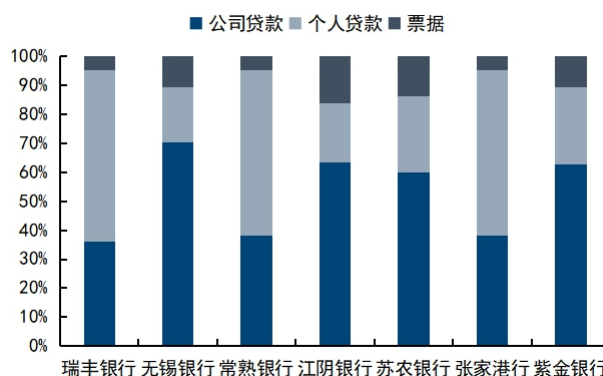
从 2021 年 6 月末的生息资产结构来看，瑞丰银行与其他农商行差别不大，以贷款为主，贷款占比达 60.25%，债券投资占比 22.89%。近年来，瑞丰银行坚持推进零售银行战略转型以及支农支小的经营策略，并以个体工商户、私营业主、企业事业单位职员为主要目标客户，大力发展个人业务。因此进一步对贷款结构进行分解，可发现个人贷款余额占贷款总额的比重接近 60%，在可比农商行中排名第一。

图 20：农商行生息资产结构



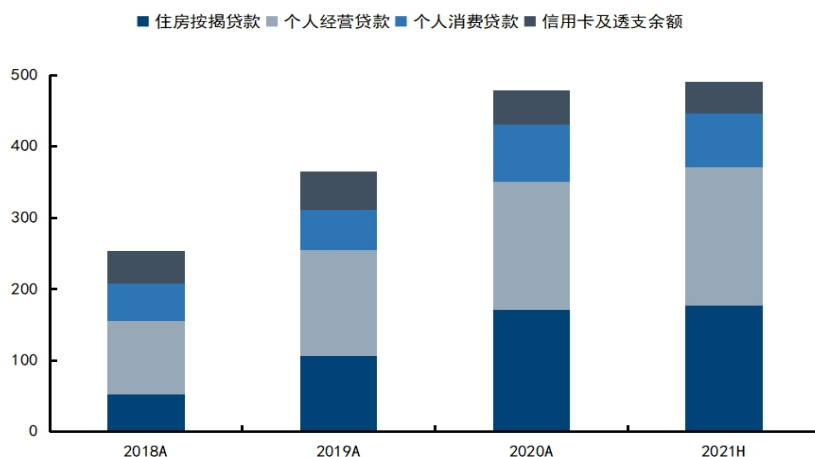
资料来源：各银行 2021 年中报，国信证券经济研究所整理

图 21：农商行贷款结构



资料来源：各银行 2021 年中报，国信证券经济研究所整理

图 22：瑞丰银行个人贷款规模（亿元）持续增长



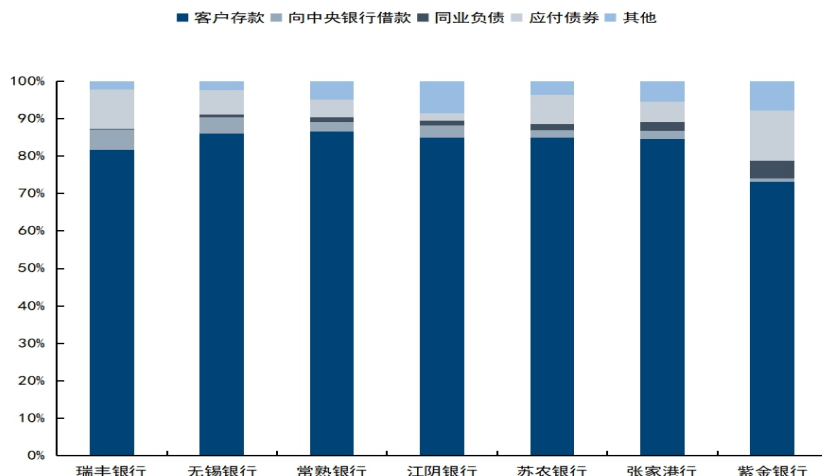
资料来源：瑞丰银行招股说明书、瑞丰银行 2021 年中报，国信证券经济研究所整理

## 负债端：个人存款业务占比高

从负债结构来看，瑞丰银行主要依靠客户存款为资产扩张提供资金来源。截至 2021 年 6 月末，瑞丰银行客户存款占计息负债的比重为 81.64%，其中活期存款总额 374.51 亿元，同比增长 12.03%；定期存款总额 613.71 亿元，同比增长 9.73%。从存款结构来看，瑞丰银行存款以个人存款为主，占比高达 64.46%，在可比农商行中处于最高水平。其中个人定期存款占比达到 51.19%，高于可比农商行平均水

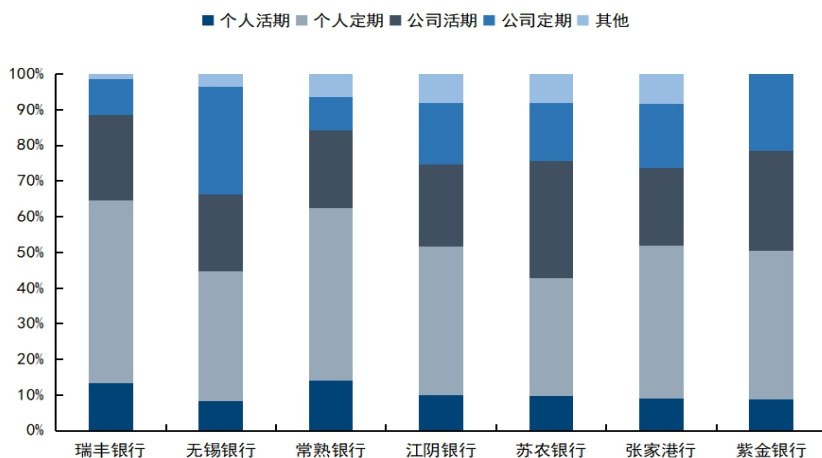
平 10.63 个百分点。定期存款期限较长，成本略高，但稳定性较好，这反映了瑞丰银行深耕本地，吸收存款能力较强的特点。

图 23: 农商行计息负债结构



资料来源：各银行 2021 年中报，国信证券经济研究所整理

图 24: 农商行存款结构

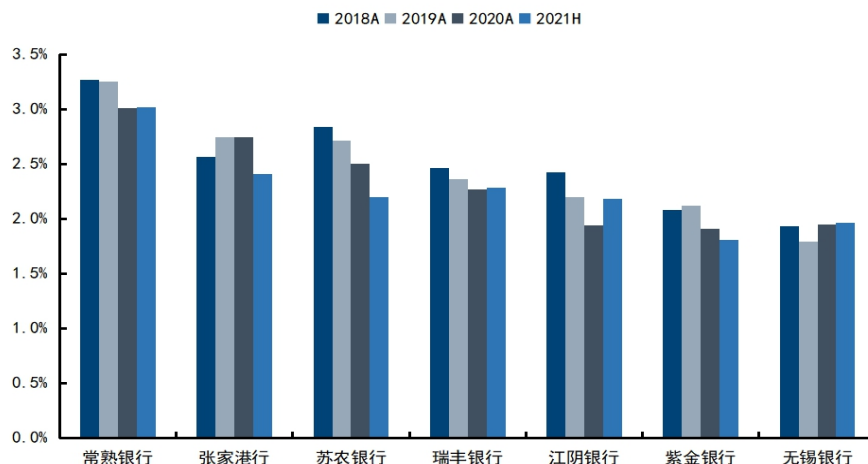


资料来源：各银行 2021 年中报，国信证券经济研究所整理

## 净息差处于行业中等水平

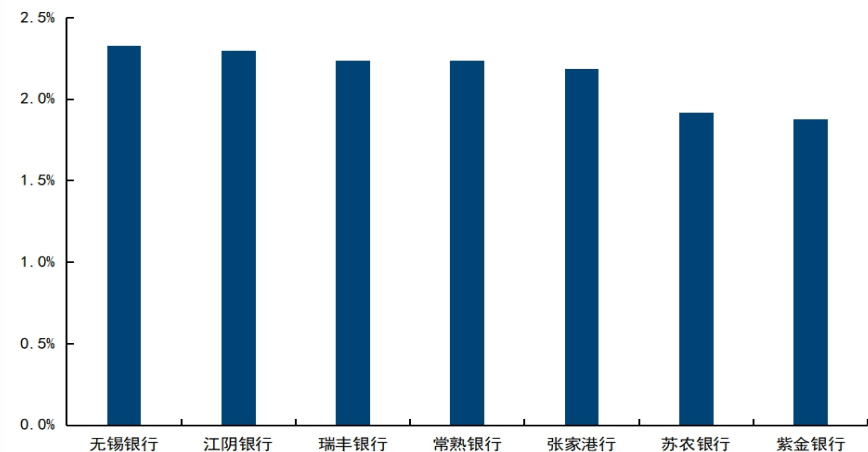
截至 2021 年 6 月末，瑞丰银行净息差为 2.28%，净利差为 2.22%，在可比农商行中属于中等水平。近年来瑞丰银行净息差和净利差的变化趋势与同行业基本一致，但瑞丰银行存款结构中定期存款的比例较高，因此吸收存款的付息率也较高，这在一定程度上拖累了净息差。

图 25: 瑞丰银行净息差位于农商行中等水平



资料来源: 各银行 2021 年中报, 国信证券经济研究所整理

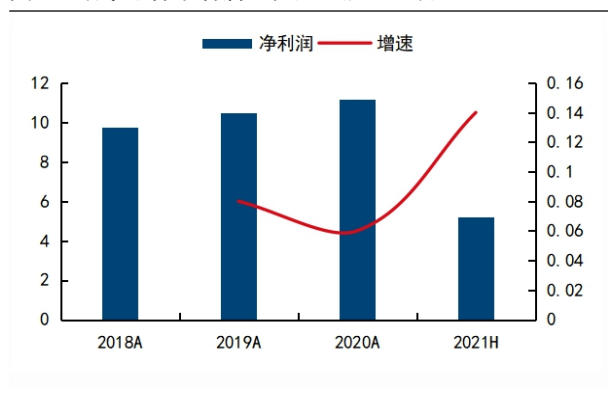
图 26: 瑞丰银行存款付息率较高



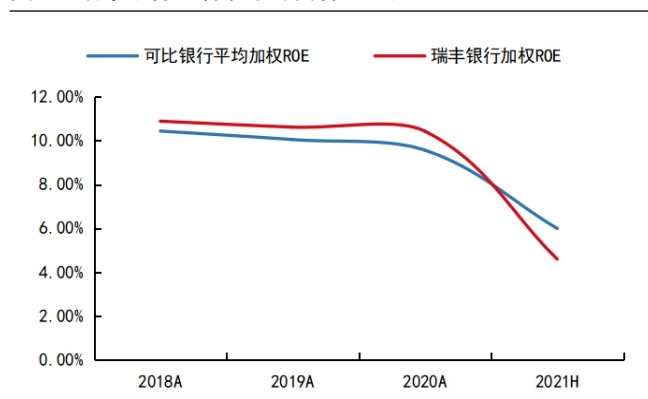
资料来源: 各银行 2021 年中报, 国信证券经济研究所整理

## 盈利水平与同行业趋势一致，处于中上游

2018 年起, 随着瑞丰银行持续优化调整生息资产结构, 对负债成本进行有效控制, 净利润提升较为显著。2020 年、2019 年、2018 年, 瑞丰银行实现净利润 11.20 亿元、10.54 亿元、9.78 亿元。同时, 受惠于零售银行、支农支小战略的有效实施, 瑞丰银行贷款业务发展较好, 贷款利息收入稳定上升, 净资产收益率进一步提升。2020 年、2019 年、2018 年, 瑞丰银行加权净资产收益率分别为 10.43%、10.62%、10.89%, 与同行业变化趋势一致, 在同行业可比农商行中处于中上游。2021 年 6 月末, 瑞丰银行加权净资产收益率下降幅度较大, 主要原因为瑞丰银行于 2021 年上市, 净资产在短时间内大幅增长, 但募集资金产生效益尚需一段时间, 因而短期内加权净资产收益率被摊薄。

**图27：瑞丰银行净利润（亿元）提升显著**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图28：瑞丰银行盈利水平与同行业趋势一致**


资料来源：各银行 2021 年中报，国信证券经济研究所整理

## 不良贷款率稳中有降，资产质量有待进一步夯实

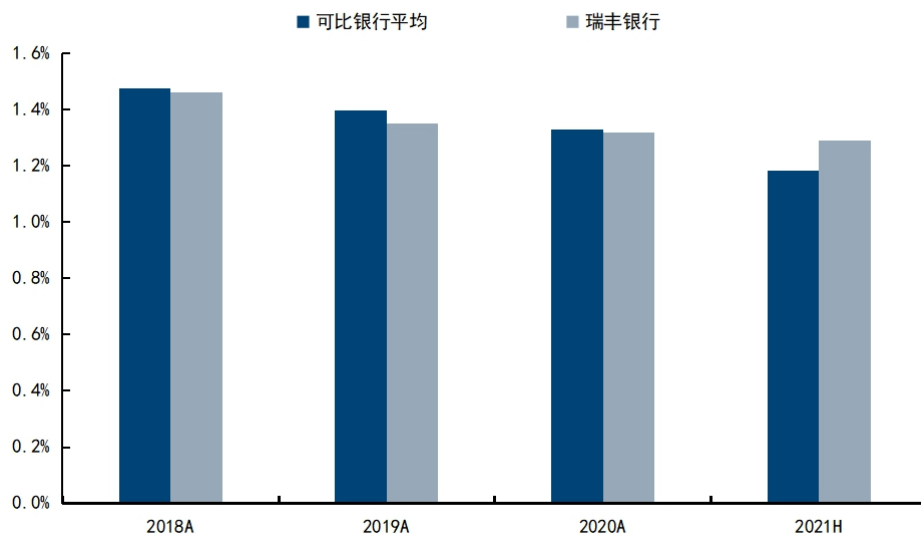
近年来，瑞丰银行不良贷款率整体保持稳中有降态势。自 2020 年以来，受新冠疫情影响，部分中小微企业和个体工商户在经营及资金周转上存在困难，这对瑞丰银行的资产质量产生一定影响，不良贷款有所增加。但是瑞丰银行进一步加大对实体经济和中小企业的信贷支持力度，贷款余额增加明显，同时进一步加大了不良处置力度和核销力度，故不良贷款率保持稳定，未出现大幅上升的情况。从拨备覆盖率和拨贷比来看，瑞丰银行略低于同行业可比上市银行平均水平，但显著高于监管机构的法定标准。整体上，瑞丰银行不良贷款率仍略高于区域内平均水平，且主要贷款质量指标在农商行中处于中等水平，资产质量有待进一步夯实。

**表5：农商行贷款质量指标对比**

|      | 不良贷款率 | 逾期率   | 关注率   | 不良/逾期 90 天以上贷款 | 拨备覆盖率   | 拨贷比   |
|------|-------|-------|-------|----------------|---------|-------|
| 瑞丰银行 | 1.29% | 1.34% | 1.20% | 177.27%        | 247.83% | 3.19% |
| 无锡银行 | 0.93% | 0.92% | 0.39% | 192.95%        | 437.87% | 4.06% |
| 常熟银行 | 0.90% | 0.97% | 0.96% | 139.96%        | 521.67% | 4.69% |
| 江阴银行 | 1.48% | 1.41% | 0.92% | 114.61%        | 284.33% | 4.21% |
| 苏农银行 | 1.14% | 0.49% | 2.87% | 362.06%        | 360.01% | 4.12% |
| 张家港行 | 0.98% | 0.62% | 1.62% | 150.54%        | 417.02% | 4.10% |
| 紫金银行 | 1.67% | 1.53% | 1.14% | 131.44%        | 218.18% | 3.65% |

资料来源：各银行 2021 年中报，国信证券经济研究所整理

图 29：瑞丰银行不良贷款率保持稳中有降态势



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表 6：瑞丰银行不良贷款率略高于区域内平均水平

|                 | 2020   | 2019  | 2018  |
|-----------------|--------|-------|-------|
| 绍兴市柯桥区银行业不良率均值  | 0.74%  | 0.74% | 1%    |
| 绍兴市柯桥区银行业不良率最高值 | 10.81% | 1.94% | 2.55% |
| 绍兴市柯桥区银行业不良率最低值 | 0      | 0     | 0     |
| 瑞丰银行            | 1.32%  | 1.35% | 1.46% |

资料来源：瑞丰银行招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

(1) 总资产增长率：考虑到央行力图实现社融及 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，而瑞丰银行因市占率已经很高，预计未来资产增速大致持平于行业平均水平。我们假设 2021-2023 年瑞丰银行总资产同比增速分别为 6.2%/8.0%/7.0%；

(2) 净息差：目前银行整体净息差已经筑底，但近期 LPR 小幅降低，预计对银行净息差产生一定不利影响，我们假设瑞丰银行 2021-2023 年加回 FVPL 投资收益后的广义净息差为 2.50%/2.45%/2.45%。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，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；

(3) 资产质量：考虑到瑞丰银行近年来不良贷款率趋势性下行，我们假设公司 2021-2023 年不良生成率降至 1.25%/1.20%/1.20%，假设信用成本率为 1.10%/0.90%/0.85%，即假设未来几年公司通过拨备反哺利润增长；

(4) 其他：假设未来分红率为 15%；不考虑可能存在的外源融资因素。

## 未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2021~2023 年营业收入分别为 33.2/34.9/37.5 亿元，归属母公司净利润 12.7/14.4/15.6 亿元，利润年增速分别为 15.0%/13.4%/8.6%。每股收益分别为 0.84/0.95/1.04 元。

表7：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）

|           | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 3,009 | 3,324 | 3,488 | 3,746 |
| 其中：利息净收入  | 2,982 | 3,282 | 3,446 | 3,704 |
| 手续费净收入    | -167  | -167  | -167  | -167  |
| 其他非息收入    | 193   | 209   | 209   | 209   |
| 营业支出      | 1,815 | 1,935 | 1,913 | 2,035 |
| 其中：资产减值损失 | 804   | 819   | 741   | 777   |
| 利润总额      | 1,198 | 1,389 | 1,575 | 1,710 |
| 归属于母公司净利润 | 1,105 | 1,271 | 1,440 | 1,564 |
| EPS（元）    | 0.81  | 0.84  | 0.95  | 1.04  |
| ROE       | 10.5% | 10.4% | 10.3% | 10.3% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 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很大，我们进行如下敏感性分析：

表8：归母净利润增速对净息差的敏感性分析

|            | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净息差（+5bps） | 6.4% | 15.0% | 16.7% | 11.7% |
| 基准情形       | 6.4% | 15.0% | 13.4% | 8.6%  |
| 净息差（-5bps） | 6.4% | 15.0% | 10.0% | 5.3%  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：2021 年业绩快报已经披露，因此未做敏感性假设。

## 估值与投资建议

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

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值，相关假设如下：

表9：一、二阶段假设（百万元）

|        | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净资产    | 13767 | 15037 | 16406 | 17891 | 19435 | 20622 | 21880 | 23214 | 24628 | 26126 | 27715 | 29398 | 31183 | 33075 |
| 摊薄 ROE | 9.2%  | 9.6%  | 9.5%  | 9.5%  | 9.3%  | 9.2%  | 9.2%  | 9.2%  | 9.2%  | 9.2%  | 9.2%  | 9.2%  | 9.2%  | 9.2%  |
| 归母净利润  | 1271  | 1440  | 1564  | 1697  | 1798  | 1906  | 2021  | 2142  | 2270  | 2407  | 2551  | 2704  | 2866  | 3038  |
| 同比     | 15.0% | 13.4% | 8.6%  | 8.5%  | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    | 6%    |
| 分红率    | 15%   | 15%   | 15%   | 15%   | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   | 40%   |
| 股利     | 191   | 216   | 235   | 254   | 719   | 763   | 808   | 857   | 908   | 963   | 1020  | 1082  | 1147  | 1215  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表10: 折现率假设

|         |      |         |      |
|---------|------|---------|------|
| 无风险收益率  | 2.5% | 第二阶段增长率 | 6%   |
| 风险溢价率   | 6.0% | 第二阶段分红率 | 40%  |
| $\beta$ | 1.0  | 永续增长率   | 3.5% |
| COE     | 8.5% | 永续分红率   | 55%  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件,采用三阶段 DDM 估值方法,得出公司价值区间为 9.7-10.4 元。

### 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,下表为敏感性分析。

表11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

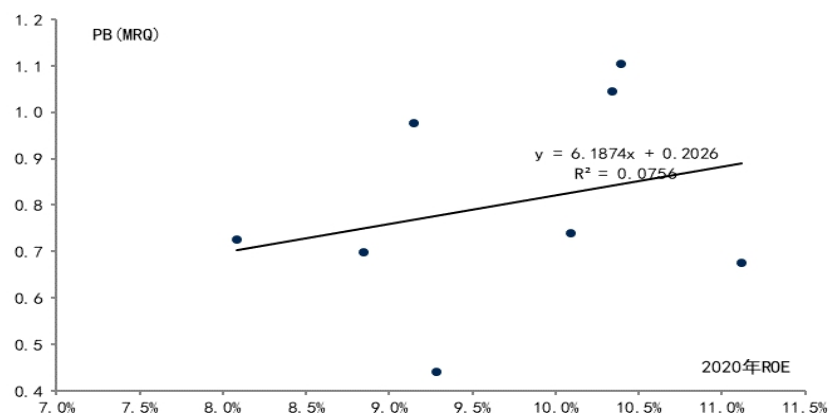
|                     |      | 折现率变化 |      |      |      |      |
|---------------------|------|-------|------|------|------|------|
|                     |      | 8.3%  | 8.4% | 8.5% | 8.6% | 8.7% |
| 永续<br>增长<br>率变<br>化 | 3.3% | 10.2  | 10.0 | 9.8  | 9.6  | 9.4  |
|                     | 3.4% | 10.4  | 10.1 | 9.9  | 9.7  | 9.5  |
|                     | 3.5% | 10.5  | 10.3 | 10.1 | 9.8  | 9.6  |
|                     | 3.6% | 10.7  | 10.4 | 10.2 | 10.0 | 9.8  |
|                     | 3.7% | 10.8  | 10.6 | 10.3 | 10.1 | 9.9  |

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对估值

在 A 股市场中,小型农商行因体量较小,估值较其他银行往往会有一定程度的溢价,因此我们将全部小型农商行放在一起进行横向比较更加合理。由于覆盖小型农商行的机构数量较少,因此我们不用 Wind 一致预期的动态数据,转而使用静态数据进行估值。按照 PB(MRQ)以及 2020 年 ROE,考虑到瑞丰银行本土优势显著、区域经济繁荣,适当给予溢价,给予其 1.1~1.2 倍 PB(MRQ),据此计算其合理价值为 9.9~10.8 元。

图 30: 农商行估值情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 按 3 月 11 日收盘价计算。

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 9.7-10.8 元之间，今年动态市净率 1.0-1.1 倍，相对于公司目前股价有大约 3%-15%溢价空间。考虑公司估值以及公司区域经济情况和本土优势，首次覆盖给予“增持”评级。

## 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，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，都加入了很多主观判断：

（1）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）我们对公司永续增长率的假设比较主观。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；

（3）相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。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。

### 财务风险

公司权益乘数较高，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。

## 财务预测与估值

| 每股指标（元）    | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 利润表（百万元）   | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| EPS        | 0.76    | 0.81    | 0.84    | 0.95    | 1.04    | 营业收入       | 2,860  | 3,009 | 3,324 | 3,488 | 3,746 |
| BVPS       | 7.53    | 8.12    | 8.96    | 9.79    | 10.68   | 其中：利息净收入   | 2,671  | 2,982 | 3,282 | 3,446 | 3,704 |
| DPS        | 0.12    | 0.00    | 0.13    | 0.14    | 0.16    | 手续费净收入     | (125)  | (167) | (167) | (167) | (167) |
|            |         |         |         |         |         | 其他非息收入     | 314    | 193   | 209   | 209   | 209   |
| 资产负债表（百万元） | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 营业支出       | 1,709  | 1,815 | 1,935 | 1,913 | 2,035 |
| 总资产        | 109,919 | 129,516 | 137,546 | 148,550 | 158,948 | 其中：业务及管理费  | 929    | 987   | 1,091 | 1,145 | 1,229 |
| 其中：贷款      | 61,872  | 74,420  | 82,382  | 91,444  | 100,589 | 资产减值损失     | 754    | 804   | 819   | 741   | 777   |
| 非信贷资产      | 48,047  | 55,097  | 55,164  | 57,105  | 58,359  | 其他支出       | 26     | 23    | 25    | 27    | 29    |
| 总负债        | 99,469  | 118,263 | 123,779 | 133,513 | 149,811 | 营业利润       | 1,151  | 1,194 | 1,389 | 1,575 | 1,710 |
| 其中：存款      | 82,121  | 92,550  | 102,361 | 112,597 | 122,731 | 其中：拨备前利润   | 1,905  | 1,998 | 2,208 | 2,317 | 2,488 |
| 非存款负债      | 17,348  | 25,712  | 21,418  | 20,916  | 19,811  | 营业外净收入     | 6      | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 所有者权益      | 10,450  | 11,253  | 13,767  | 15,037  | 16,406  | 利润总额       | 1,157  | 1,198 | 1,389 | 1,575 | 1,710 |
| 其中：总股本     | 1,358   | 1,358   | 1,509   | 1,509   | 1,509   | 减：所得税      | 103    | 78    | 101   | 115   | 125   |
| 普通股净资产     | 10,232  | 11,028  | 13,524  | 14,774  | 16,122  | 净利润        | 1,054  | 1,120 | 1,288 | 1,460 | 1,586 |
|            |         |         |         |         |         | 归母净利润      | 1,038  | 1,105 | 1,271 | 1,440 | 1,564 |
| 总资产同比      | 4.7%    | 17.8%   | 6.2%    | 8.0%    | 7.0%    | 其中：普通股东净利润 | 1,038  | 1,105 | 1,271 | 1,440 | 1,564 |
| 贷款同比       | 20.5%   | 20.3%   | 10.7%   | 11.0%   | 10.0%   | 分红总额       | 163    | 0     | 191   | 216   | 235   |
| 存款同比       | 6.7%    | 12.7%   | 10.6%   | 10.0%   | 9.0%    |            |        |       |       |       |       |
| 贷存比        | 75%     | 80%     | 80%     | 81%     | 82%     | 营业收入同比     | 8.3%   | 5.2%  | 10.5% | 4.9%  | 7.4%  |
| 非存款负债/负债   | 17%     | 22%     | 17%     | 16%     | 14%     | 其中：利息净收入同比 | 10.1%  | 0.0%  | 10.1% | 5.0%  | 7.5%  |
| 权益乘数       | 10.5    | 11.5    | 10.0    | 9.9     | 9.7     | 手续费净收入同比   | 157.7% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
|            |         |         |         |         |         | 归母净利润同比    | 7.7%   | 6.4%  | 15.0% | 13.4% | 8.6%  |
| 资产质量指标     | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 业绩增长归因     | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 不良贷款率      | 1.35%   | 1.32%   | 1.25%   | 1.20%   | 1.20%   | 生息资产规模     | 1.7%   | 12.3% | 12.6% | 6.2%  | 7.5%  |
| 信用成本率      | 1.47%   | 1.30%   | 1.10%   | 0.90%   | 0.85%   | 净息差（广义）    | 8.4%   | -0.6% | -2.6% | -1.2% | 0.0%  |
| 拨备覆盖率      | 244%    | 234%    | 234%    | 224%    | 210%    | 手续费净收入     | -3.0%  | -1.1% | 0.6%  | 0.3%  | 0.4%  |
|            |         |         |         |         |         | 其他非息收入     | 1.2%   | -5.4% | -0.2% | -0.3% | -0.5% |
| 资本与盈利指标    | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 业务及管理费     | -3.0%  | -0.5% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| ROA        | 0.98%   | 0.94%   | 0.96%   | 1.02%   | 1.03%   | 资产减值损失     | -8.0%  | -1.3% | 5.8%  | 8.3%  | 1.2%  |
| ROE        | 10.7%   | 10.5%   | 10.4%   | 10.3%   | 10.3%   | 其他因素       | 10.4%  | 3.0%  | -1.2% | 0.2%  | 0.0%  |
| 核心一级资本充足率  | 15.62%  | 14.66%  | 16.93%  | 17.12%  | 17.46%  | 归母净利润同比    | 7.7%   | 6.4%  | 15.0% | 13.4% | 8.6%  |
| 一级资本充足率    | 15.63%  | 14.67%  | 16.94%  | 17.13%  | 17.47%  |            |        |       |       |       |       |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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