

总量研究中心

成都银行 (601838.SH)

买入 (首次评级)

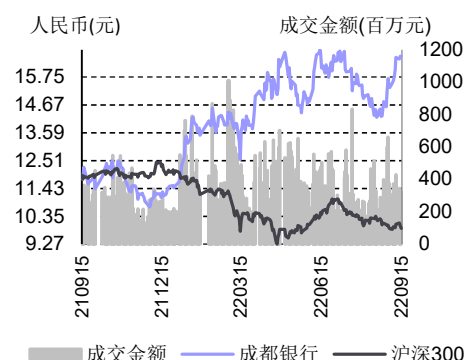
公司深度研究

市场价格 (人民币): 16.56 元

目标价格 (人民币): 20.26 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	36.12
已上市流通 A 股(亿股)	36.02
总市值(亿元)	598.19
年内股价最高最低(元)	16.81/10.71
沪深 300 指数	4027
上证指数	3200



立足成渝，跃马飞扬

公司基本情况(人民币)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,600	17,890	21,845	25,943	30,618
营业收入增长率 (%)	14.7	22.5	22.1	18.8	18.0
归母净利润(百万元)	6,025	7,831	10,045	12,193	14,613
归母净利润增长率	8.5	30.0	28.3	21.4	19.9
ROA (%)	1.00	1.10	1.19	1.21	1.24
ROE (%)	14.75	15.96	17.04	17.37	18.33
每股收益 (元)	1.67	2.09	2.70	3.30	3.97
P/B	1.01	1.00	0.97	0.85	0.74

来源：公司年报，国金证券研究所

投资逻辑

- 基建类贷款的高速增长，引致了对公存款稳定、资产质量优异、信用成本低、高回报率（1H22 年化 ROE/ROA/RORWA 分别为 18.58%/1.07%/1.61%）等特征。（1）成都市具有较强的虹吸效应，且拥有多重战略加持。（2）成都银行基建类贷款高速增长（1H22 对公贷款 yoy+38.4%，五类基建类贷款占对公贷款 62%，yoy+36.4%）。
- 拓宽小微覆盖面，发力零售信贷。（1）优化“政银”产品体系，小微产品从覆盖成都市延伸到覆盖全省；积极与第三方合作，将供应链金融打造成新增长点。（2）房贷受限，其他贷款高速增长（住房贷/消费贷/经营贷/信用卡贷同比增速分别达 11.7%/23.0%/203.8%/62.0%）。此外，积极推动个人理财业务，理财收入已经成为中间收入的主导（中收 yoy+35.8%，理财及资管业务收入 yoy+21.7%，占比 59.7%）。
- 预计当前到 2025 年公司贷款规模同比增长可达 17%-20%。四川省“十四五”规划实际 GDP 目标为 6%，预计名义 GDP 增速和贷款增速可达 9%（假设 GDP 平减指数是 3%，名义 GDP 同比增速和贷款相同），且成都银行贷款省内占比逐步上升至 7%，反推贷款总额增速在 2022-2025 年期间分别为 20.28%/19.18%/18.21%/17.49%。
- 可持续性较强，资产质量持续改善。2022 年 80 亿可转债，若转股成功则可有效提高核心一级资本充足率 1.33 个百分点（转股价 13.90 元/股，以 1H22 5995 亿 RWA 为基准），为后续信贷派发夯实基础。1H22 不良率 0.83%，较上年末下降 0.15 个百分点。拨备覆盖率提升至 474.4%，较上年末上升 71.56 个百分点。

投资建议

- 预计公司在“十四五”内对公贷款强劲增长，零售转型支撑个贷增长。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 100.45/121.93/146.13 亿元，同比增长 28.3%/21.4%/19.9%，对应 EPS 分别为 2.70/3.30/3.97 元。采用股利折现模型、剩余收益模型和相对估值法预测合理股价为 20.26 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济超预期收缩，国内疫情反复，贷款质量超预期恶化，贷款增速不及预期。

戚星

联系人
qixing@gjzq.com.cn

赵伟

分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

内容目录

1 优质对公贷款驱动的高回报率	4
2 区位和银政优势明显，推动贷款高速增长	12
2.1 自上而下测算：预计“十四五”期间贷款增速可达 17%-20%	12
2.2 贷款：区位趋向均衡，小微和个人贷款高速增长	12
2.3 竞争：区域竞争优势稳固	15
2.4 银政优势：基建类贷款高速增长	16
3 小微和零售：拓宽小微覆盖面，发力零售贷款	19
3.1 小微贷款：科创+制造+文创，提升服务能力	19
3.2 零售业务：零售贷款蓄势待发，个人理财发展迅速	20
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值及投资建议	22
5 风险提示	25

图表目录

图表 1：回报率自 2020 年以来有所回升	4
图表 2：1H22 公司 ROE（年化）水平在上市银行中居首	5
图表 3：资产规模稳健增长	5
图表 4：净利润 2017-2021 年五年 CAGR 位于上市银行第三	5
图表 5：投资净收益高速增长，占比提升	6
图表 6：公司业务管理费和信用减值占营收比例较小，为高利润率提供支撑	7
图表 7：公司贷款为主导，保持高速增长，聚焦基建相关行业	8
图表 8：零售存款高速增长，占比逐年提升	9
图表 9：贷款收益率边际下行	9
图表 10：存款成本率边际上升	9
图表 11：受政策支持实体经济影响，净息差下行	10
图表 12：净息差处于行业中游水平	10
图表 13：资产质量持续改善，拨备充足	10
图表 14：不良贷款迁徙率自 2019 年以来有所下降，1H22 受疫情冲击影响有所回升	11
图表 33：基于四川省“十四五”规划目标，成都银行贷款增速下限测算	12
图表 15：成都市在吸引人才方面具有明显优势	12
图表 16：成都市常住人口复合增长率（2016-2021）位居第二	13
图表 17：成都市人均 GDP 和城镇居民可支配收入增速在 2012 年以来的大部分时候高于全国水平	13
图表 18：成都区域经济布局示意图	14
图表 19：战略支撑：人力资本、投资和创新，涵盖传统产业和新兴产业，立体	

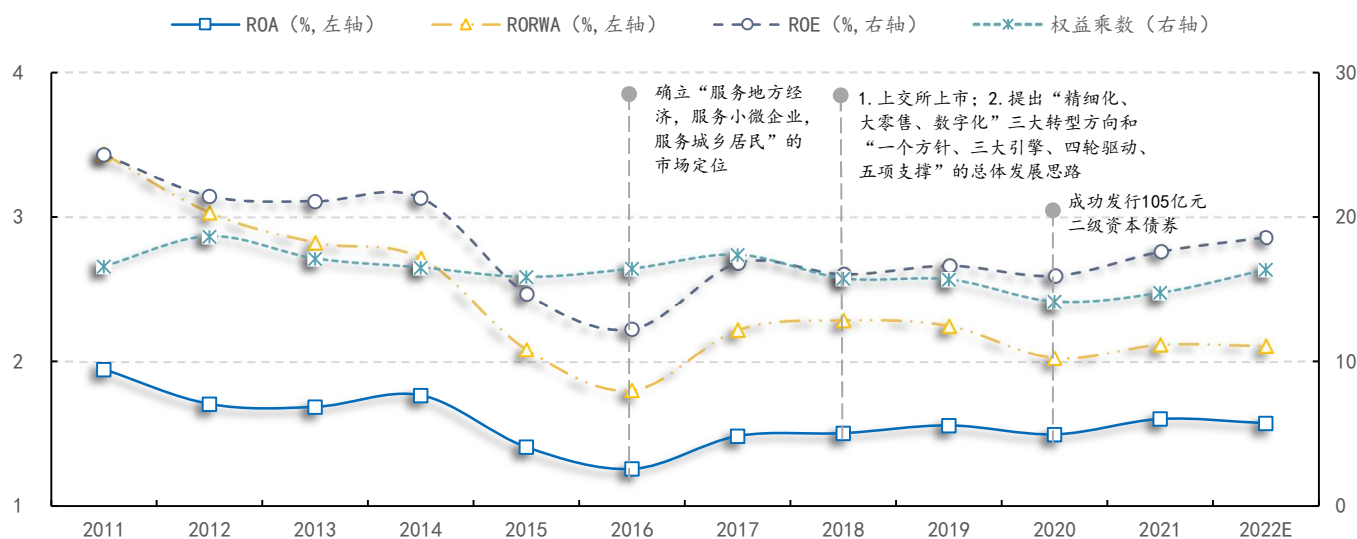
化推进成渝经济圈建设	15
图表 20: 聚焦成渝地区双城经济圈, 分支机构市占率不断提高	16
图表 21: 国资委控股, 构建对公业务优势	17
图表 22: 对公各行业贷款保持高速增长	18
图表 23: 除了房地产业外, 主要行业贷款不良率下行	18
图表 24: 对公业务存贷比持续下降	18
图表 25: 资本充足率下行	18
图表 26: 单位资本增量撬动的贷款增量和 RWA 增量系数上升	19
图表 27: 小微业务产品体系	19
图表 28: 手机银行 APP 矩阵	20
图表 29: 房贷受限, 其他零售贷款占比边际提升	20
图表 30: 零售各项贷款不良率均下行	20
图表 31: 理财及资管业务收入成为中收主导	21
图表 32: 理财及资管业务收入保持高增长	21
图表 34: 估值目标价格 19.76-20.81 元/股	23
图表 35: 可比公司估值	24
图表 36: A 股上市银行的 pb-roe 散点图, 红色散点为成都银行	24

1 优质对公贷款驱动的高回报率

追溯发展历程，成都银行是由基建类对公贷款和按揭贷款驱动、资产质量稳健的银行：

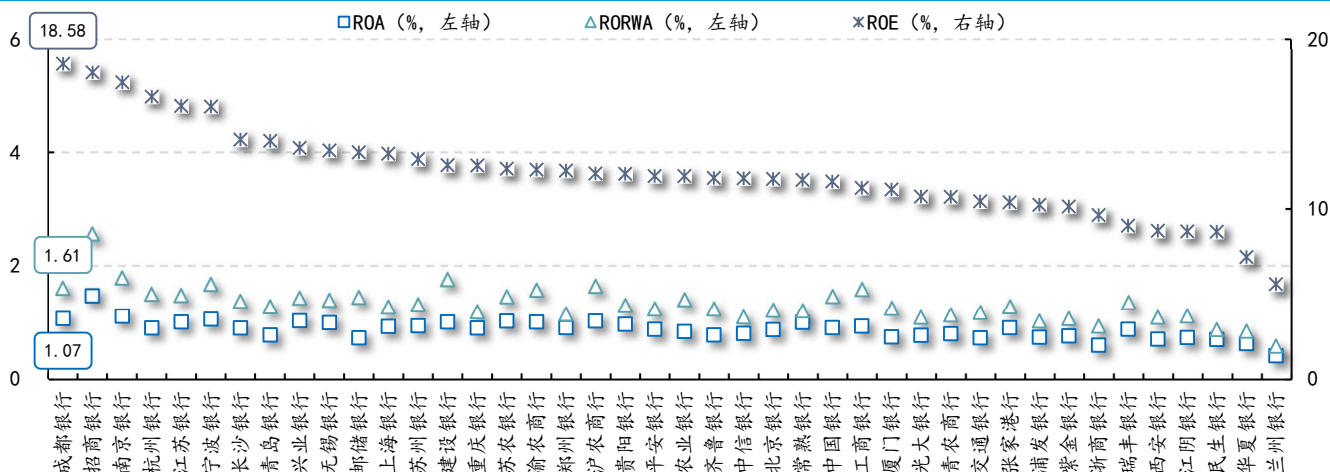
- 回报率：ROA、RORWA 和 ROE 分别提升至 1H22 的 1.07%、1.61% 和 18.58%（年化）。横向对比，ROE 水平位于上市银行首位。
- 成长性：资产规模稳健增长。1H22 总资产达 8939 亿，同比增长 21.4%。营收和净利润同比分别增长 17.0% 和 31.5%。横向对比，公司净利润 2017-2021 年复合增速为 14.9%，在上市银行中排名第三。
- 利润结构：营收方面，1H22 利息净收入同比增长 8.3%，占营收比重达 79.2%；手续费及佣金净收入同比增长 35.8%，占营收比重提升至 3.6%；投资收益同比增长 10.3%，占营收比重为 12.7%；支出方面，1H22 业务及管理费同比增长 23.8%，占支出比重为 45.3%；信用减值损失同比下降 12.1%，占支出比重为 25.5%。横向对比，公司业务管理费用和信用减值总和占营收比重（47.6%）在上市城商行中较低，为实现高利润率（44.6%）提供支撑。
- 资产负债结构：贷款方面，1H22 对公贷款同比增长 38.4%，占比达 76.7%，以基建相关行业贷款为主（租赁和商务服务业占 31%，水利、环境和公共设施管理业占 23%）；零售存款同比增长 20.6%，占比 22.8%。其中，住房贷款和消费贷稳健增长，经营贷和信用卡贷实现爆发式增长。住房贷/消费贷/经营贷/信用卡贷同比增速分别达 11.7%/23.0%/203.8%/62.0%。存款方面，公司存款同比增长 14.4%，占比达 58.4%（活期 37.9%，定期 20.5%）。零售存款同比增长 32.5%，占比 39.8%（活期 7.5%，定期 32.3%）。
- 收付息率：受政策支持实体经济影响，净息差下行。贷款收益率边际回落（1H22 为 5.02%），而存款成本从 2017 年以来持续上升（1H22 为 2.13%）。1H22 净息差回落至 2.07%，较年初下降 0.6 个百分点。横向对比，公司的净息差处于行业中游水平。
- 资产质量：资产质量持续改善。1H22 不良率 0.83%，较上年末下降 0.15 个百分点。拨备覆盖率提升至 474.4%，较上年末上升 71.56 个百分点。不良贷款迁徙率自 2019 年的 191.32% 降至 2021 年的 65.82%，1H22 受疫情冲击回升至 137.27%。

图表 1：回报率自 2020 年以来有所回升



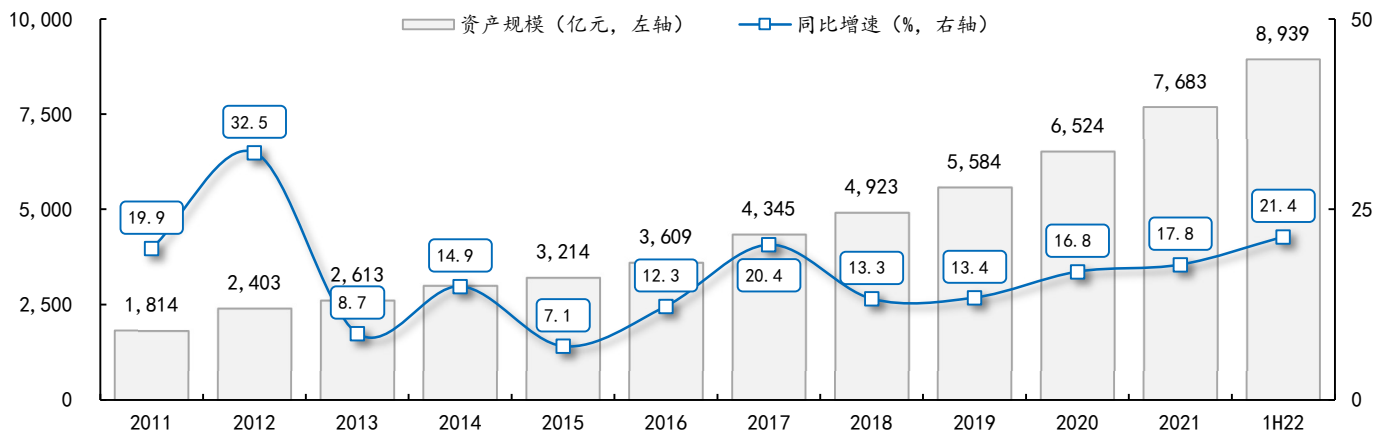
注：2022 年数据为半年报数据年化后的结果。来源：wind，公司年报，国金证券研究所

图表 2：1H22 公司 ROE（年化）水平在上市银行中居首



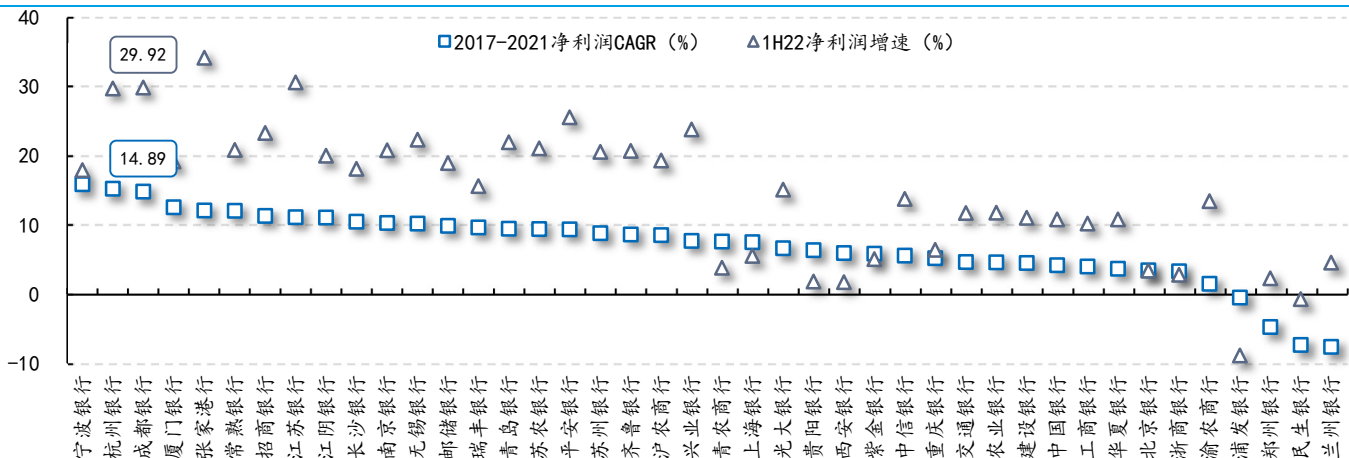
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：资产规模稳健增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：净利润 2017-2021 年五年 CAGR 位于上市银行第三



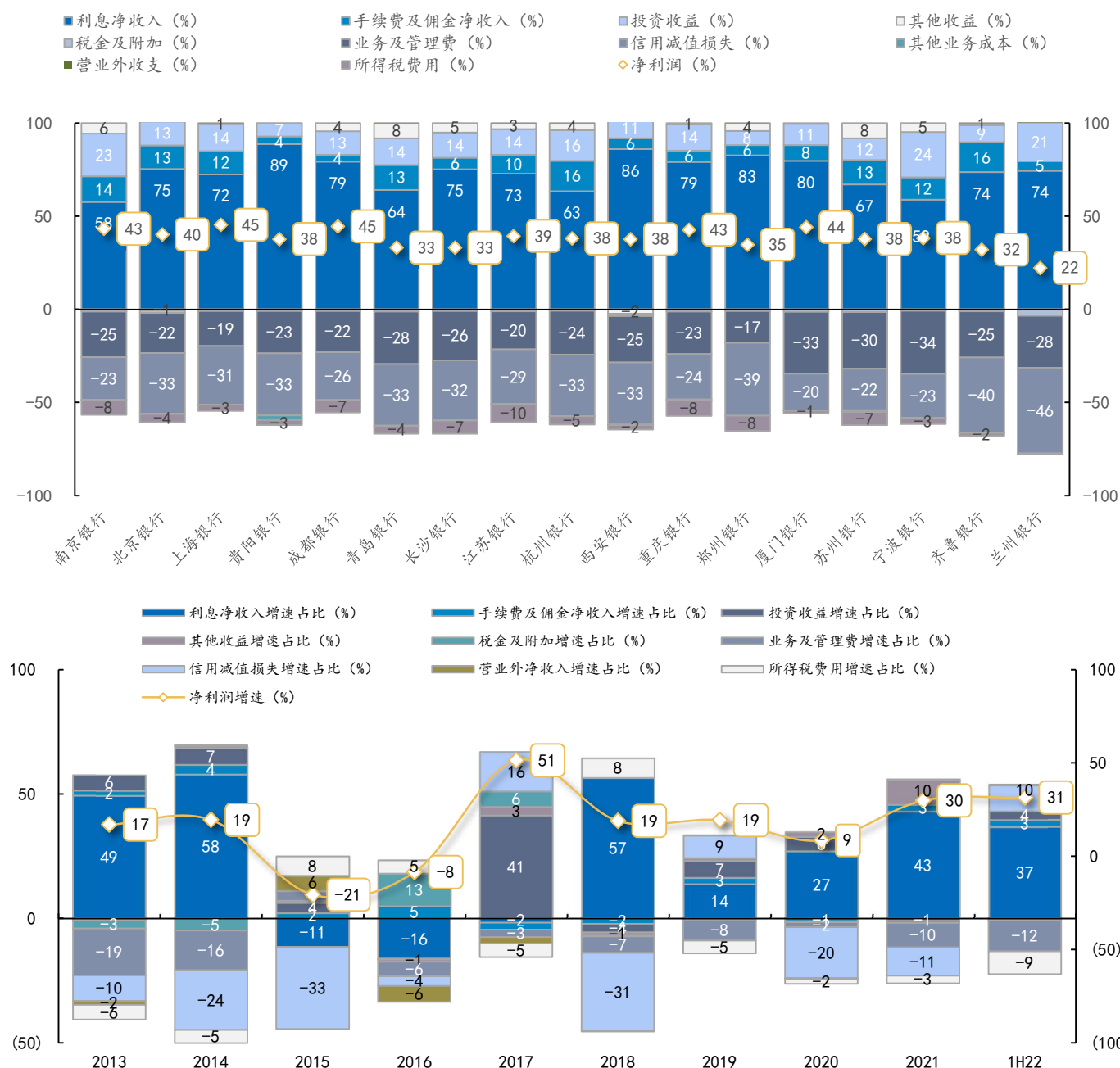
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：投资净收益高速增长，占比提升

百万/%	1H22	2021	2020	2019	2018	2Q22	1Q22
营业收入	9,995	17,890	14,600	12,725	11,590	5,159	4,836
YoY (%)	17.0	22.5	14.7	9.8	20.1	16.4	17.6
——利息净收入	7,916	14,422	11,827	10,450	9,674	4,075	3,841
YoY (%)	18.7	21.9	13.2	8.0	29.6	18.0	19.4
营收占比 (%)	79.2	80.6	81.0	82.1	83.5	79.0	79.4
——手续费及佣金净收入	365	532	366	298	308	175	190
YoY (%)	35.8	45.5	22.6	(3.2)	(21.5)	44.2	29.0
营收占比 (%)	3.6	3.0	2.5	2.3	2.7	3.4	3.9
——投资收益	1,269	2,129	2,192	1,869	1,556	694	575
YoY (%)	10.3	(2.9)	17.3	20.1	(8.1)	5.1	17.3
营收占比 (%)	12.7	11.9	15.0	14.7	13.4	13.5	11.9
——其他收益	445	807	215	108	51	215	230
YoY (%)	(1.9)	275.9	98.3	110.4	(50.8)	9.6	(10.6)
营收占比 (%)	4.5	4.5	1.5	0.9	0.4	4.2	4.8
营业支出	4,859	9,087	7,762	6,491	6,498	2,508	2,351
YoY (%)	1.8	17.1	19.6	(0.1)	29.7	(1.4)	5.5
——税金及附加	103	177	132	105	81	55	48
YoY (%)	17.3	34.6	25.3	30.1	12.3	0.7	44.4
营收占比 (%)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	1.1	1.0
——业务及管理费	2,203	4,079	3,486	3,375	2,986	1,098	1,105
YoY (%)	23.8	17.0	3.3	13.0	9.4	20.3	27.5
营收占比 (%)	22.0	22.8	23.9	26.5	25.8	21.3	22.9
——信用减值损失	2,554	4,831	4,145	3,011	3,431	1,355	1,198
YoY (%)	(12.1)	16.5	37.6	(12.2)	55.3	(14.0)	(9.9)
营收占比 (%)	25.5	27.0	28.4	23.7	29.6	26.3	24.8
利润总额	5,133	8,790	6,804	6,227	5,081	2,650	2,483
YoY (%)	36.7	29.2	9.3	22.6	9.3	40.8	32.5
营收占比 (%)	51.4	49.1	46.6	48.9	43.8	51.4	51.4
净利润	4,457	7,831	6,028	5,556	4,654	2,307	2,150
YoY (%)	31.5	29.9	8.5	19.4	18.9	34.1	28.7
营收占比 (%)	44.6	43.8	41.3	43.7	40.2	44.7	44.5
归母净利润	4,457	7,831	6,025	5,551	4,649	2,307	2,151
YoY (%)	31.5	30.0	8.5	19.4	18.9	34.1	28.8
营收占比 (%)	44.6	43.8	41.3	43.6	40.1	44.7	44.5

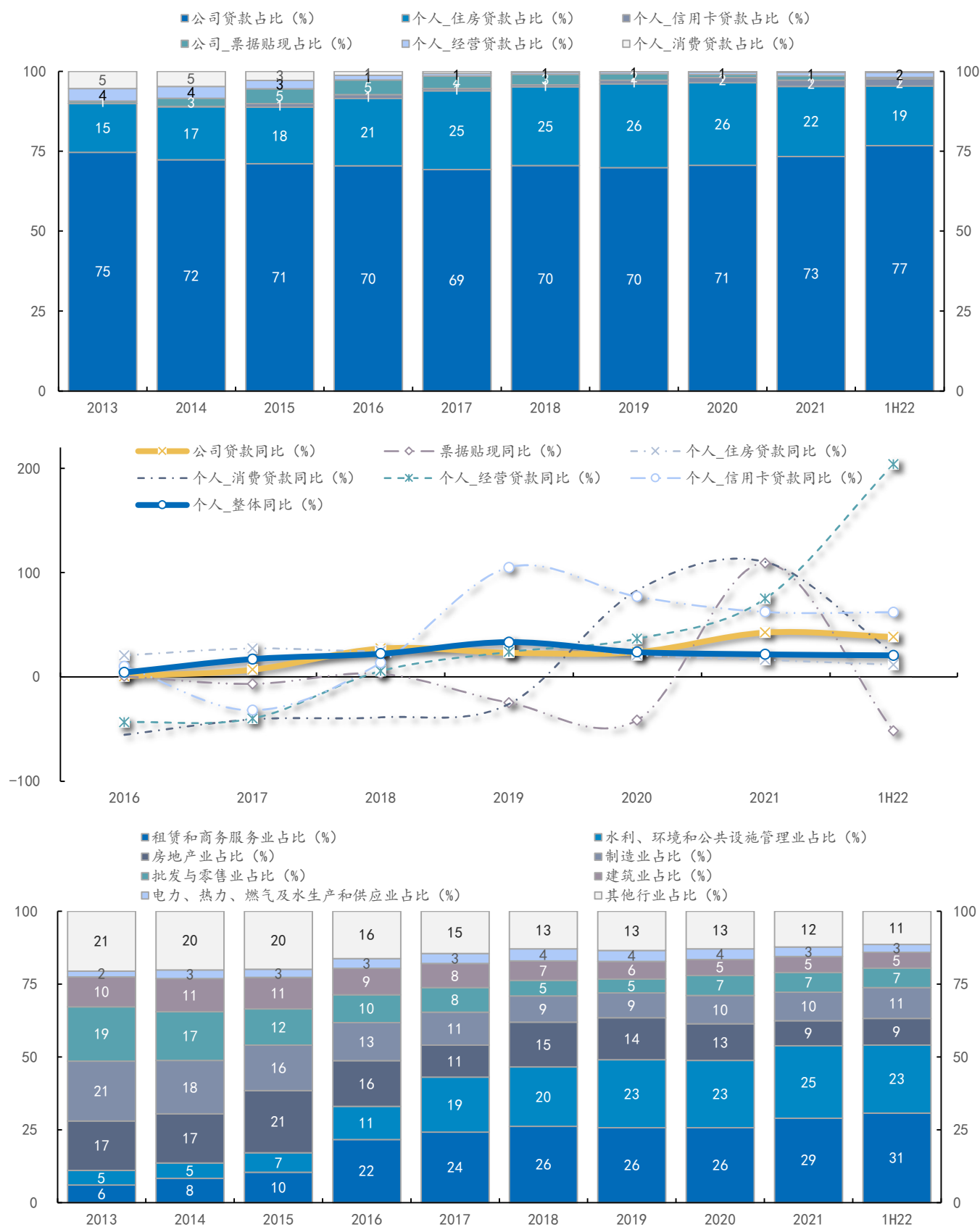
来源：wind，国金证券研究所

图表 6：公司业务管理费和信用减值占营收比例较小，为高利润率提供支撑



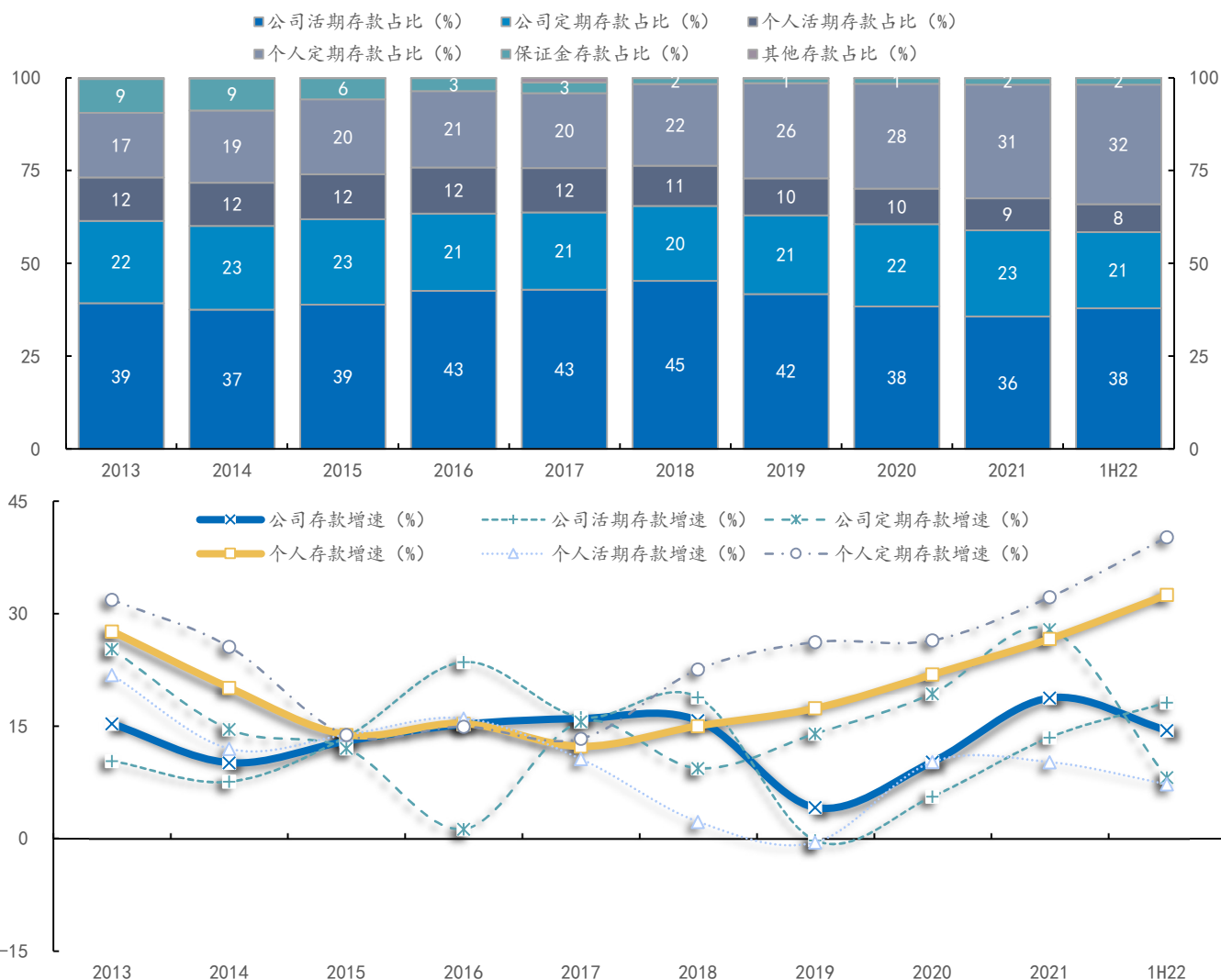
注：收入项增速贡献计算公式为（分项收入本年增量/上年收入总额），支出项增速贡献计算公式为-（分项支出本年增量/上年收入总额）。来源：wind，国金证券研究所

图表 7：公司贷款为主导，保持高速增长，聚焦基建相关行业



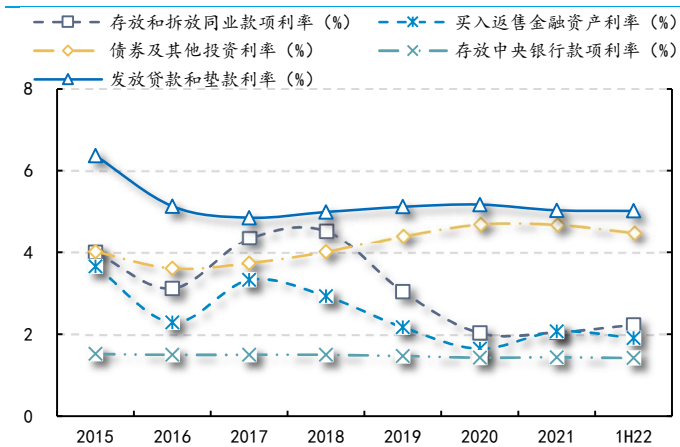
来源：wind，国金证券研究所

图表 8：零售存款高速增长，占比逐年提升



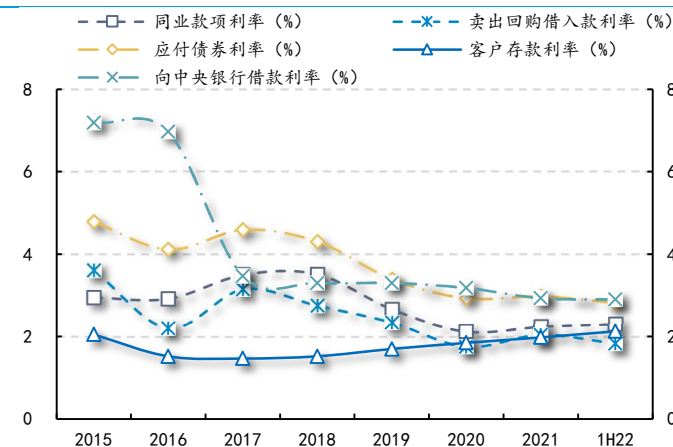
来源：wind，国金证券研究所

图表 9：贷款收益率边际下行



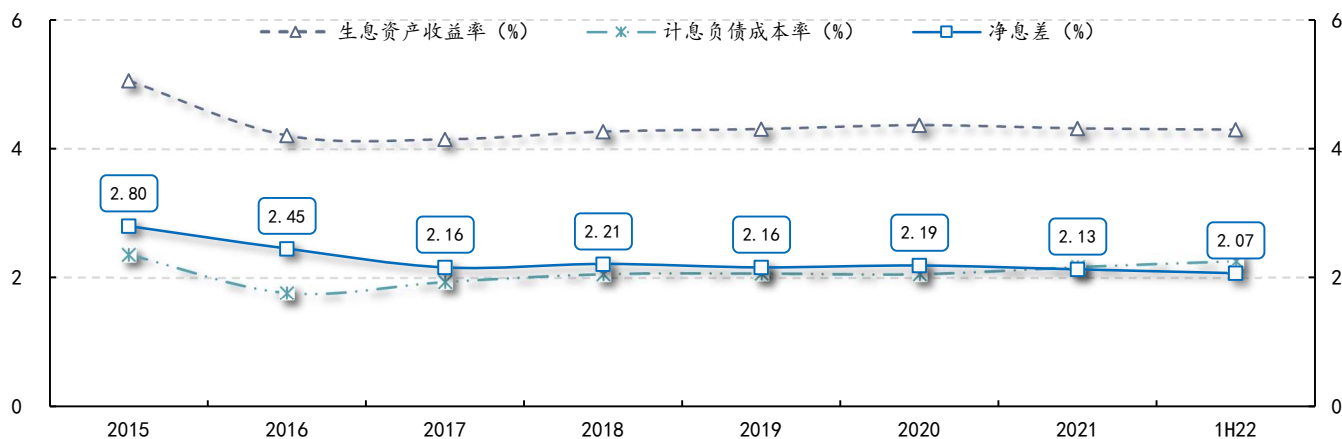
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：存款成本率边际上升



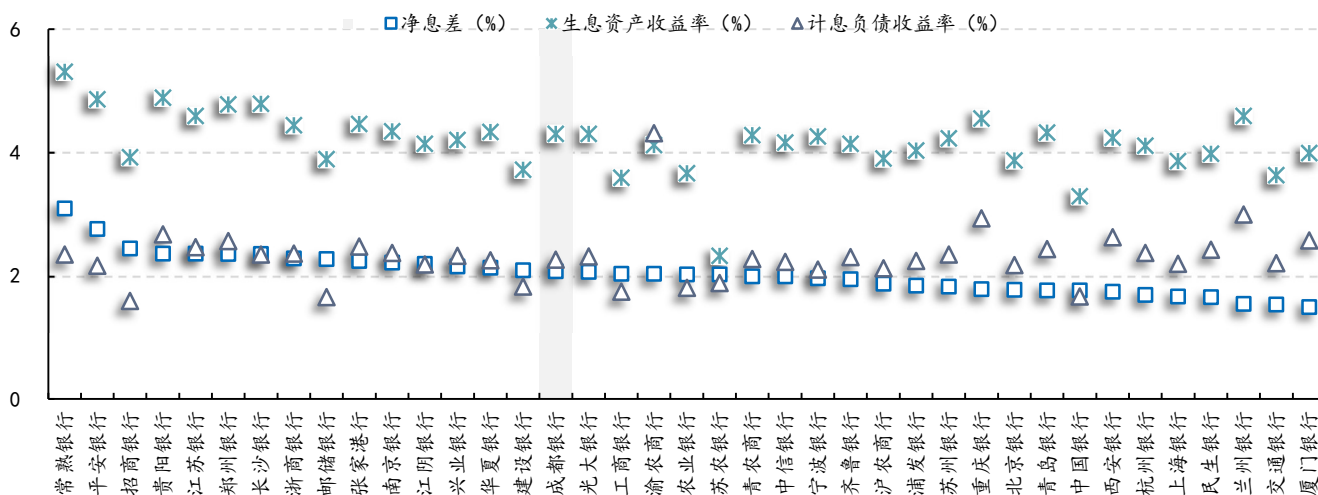
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 11：受政策支持实体经济影响，净息差下行



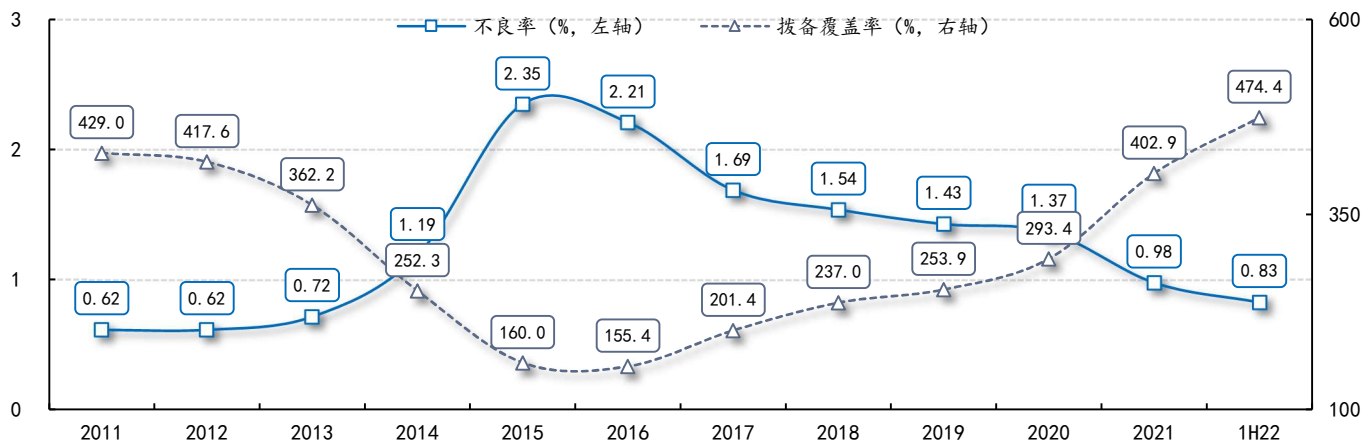
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：净息差处于行业中游水平



注：剔除了数据缺失的瑞丰银行、无锡银行和紫金银行。来源：wind，国金证券研究所

图表 13：资产质量持续改善，拨备充足



来源：wind，国金证券研究所

图表 14：不良贷款迁徙率自 2019 年以来有所下降，1H22 受疫情冲击影响有所回升

单位：%	1H22	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
正常贷款迁徙率	0.58	0.74	0.55	0.77	2.57	2.30	3.77	7.06
关注贷款迁徙率	15.36	13.05	35.65	65.11	50.71	28.06	53.57	68.67
次级贷款迁徙率	18.85	29.06	97.88	93.46	11.89	75.15	89.89	32.22
可疑贷款迁徙率	118.42	36.76	33.31	97.86	96.31	20.74	79.99	25.69
不良贷款迁徙率	137.27	65.82	131.19	191.32	108.20	95.89	169.88	57.91

来源：wind，国金证券研究所

2 区位和银政优势明显，推动贷款高速增长

2.1 自上而下测算：预计“十四五”期间贷款增速可达 17%-20%

四川省“十四五”规划中实际 GDP 增速目标为 6%，预计名义 GDP 增速可达 9%，贷款增速与名义 GDP 增速保持一致。成都银行贷款省内占比逐步上升至 7%，反推贷款总额增速在 2022-2025 年期间分别达 20.28%/19.18%/18.21%/17.49%。

图表 15：基于四川省“十四五”规划目标，成都银行贷款增速下限测算

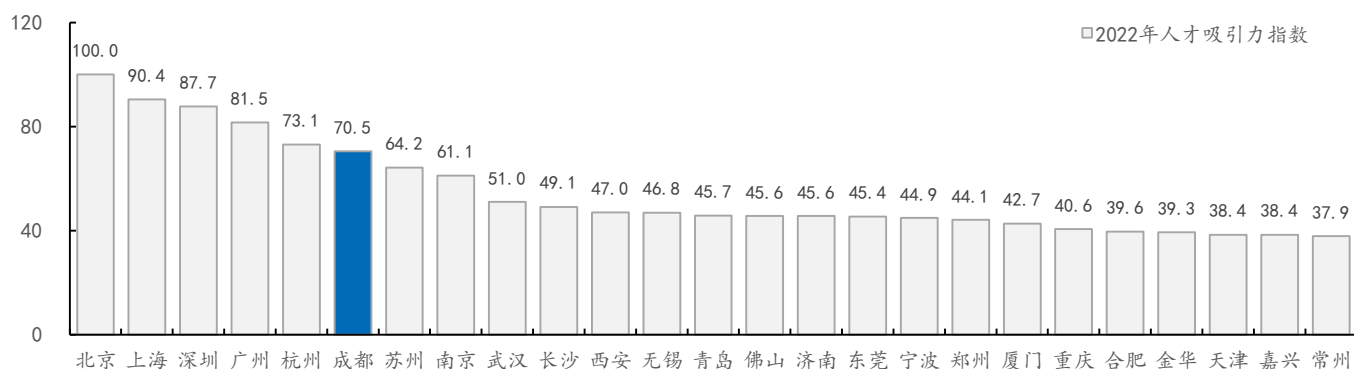
项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	说明
四川GDP实际增速 (%)	7.50%	3.80%	8.20%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	GDP增速6%（四川省十四五目标）。假定实际GDP和名义GDP增速的差异，反推名义GDP增速。
四川GDP名义增速 (%)	8.66%	4.25%	10.81%	9.28%	9.10%	9.00%	9.00%	
名义和实际GDP增速差异 (%)	1.16%	0.45%	2.61%	3.28%	3.10%	3.00%	3.00%	
四川省社融增速 (%)	19.38%	48.49%	-0.20%	9.28%	9.10%	9.00%	9.00%	社融、人民币贷款和名义GDP增速保持一致。
四川省贷款余额 (亿元)	61,089	69,505	78,964	86,293	94,148	102,621	111,857	
成都银行贷款余额 (亿元)	2,310	2,831	3,885	4,673	5,569	6,584	7,736	
成都银行贷款占比 (%)	3.78%	4.07%	4.92%	5.42%	5.92%	6.42%	6.92%	假定成都银行贷款占比的变化。
成都银行贷款增速 (%)	24.32%	22.54%	37.25%	20.28%	19.18%	18.21%	17.49%	反推的贷款增速。

来源：四川省“十四五”规划，wind，国金证券研究所

2.2 贷款：区位趋向均衡，小微和个人贷款高速增长

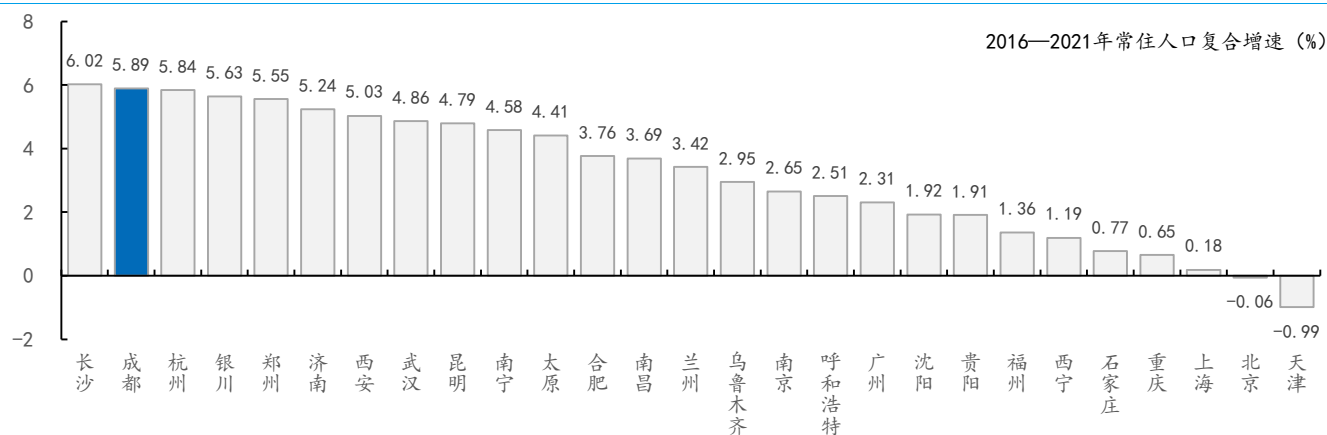
成都对人口具有虹吸效应。2016-2021 年，成都市常住人口复合增长率为 5.89%，省会城市中仅次于长沙。此外，2022 年的人才吸引力指数排名中，成都在所有城市中位列第六，说明在吸引人才方面有明显优势。从收入看，成都市人均 GDP 和城镇居民可支配收入增速在 2012 年以来的大部分时候高于全国水平。

图表 16：成都市在吸引人才方面具有明显优势



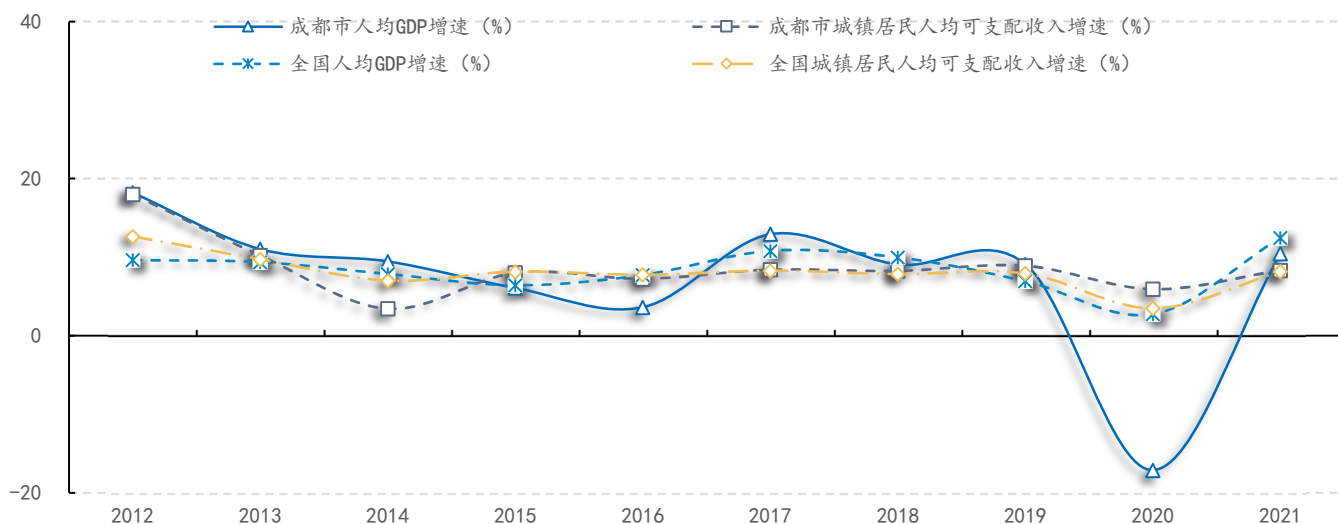
来源：《中国城市人才吸引力排名：2022》，国金证券研究所

图表 17：成都市常住人口复合增长率（2016-2021）位居第二



注：剔除了 2021 年数据尚未公布的长春、哈尔滨、海口、拉萨。来源：wind，国金证券研究所

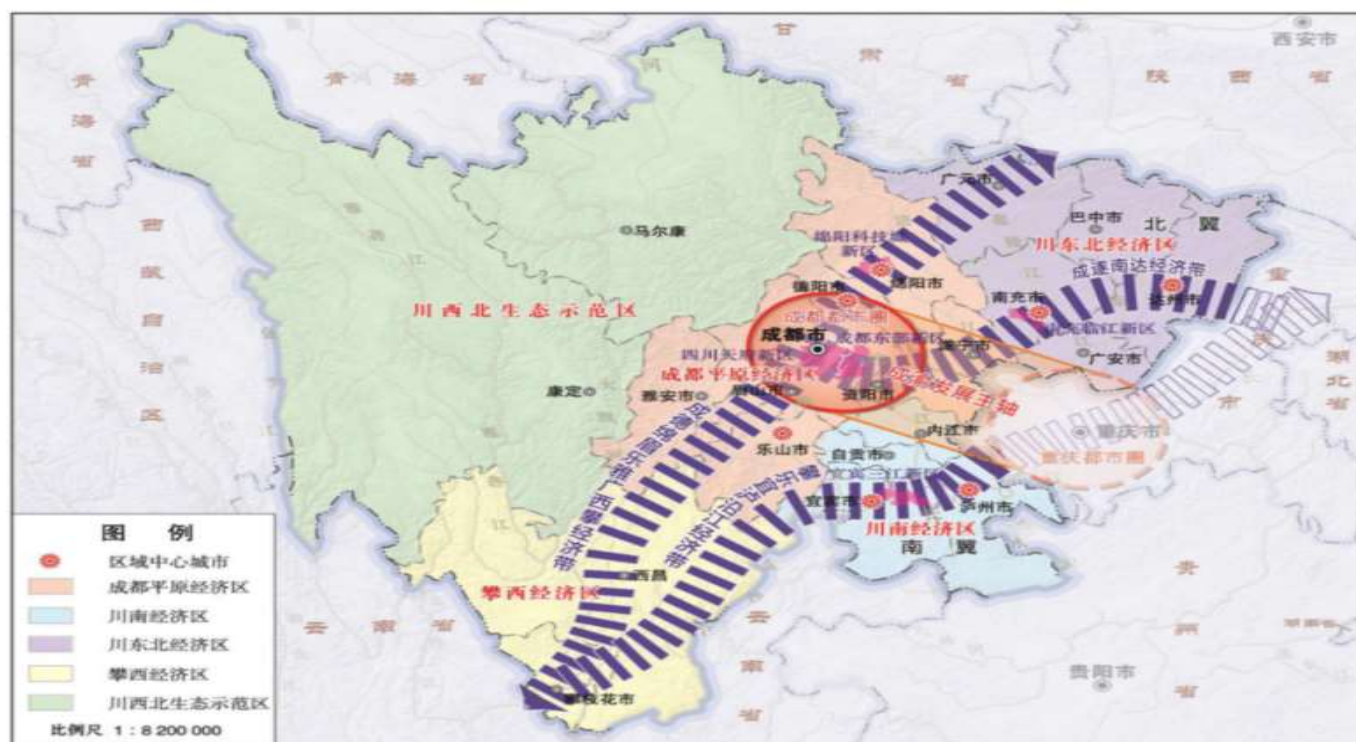
图表 18：成都市人均 GDP 和城镇居民可支配收入增速在 2012 年以来的大部分时候高于全国水平



来源：wind，国金证券研究所

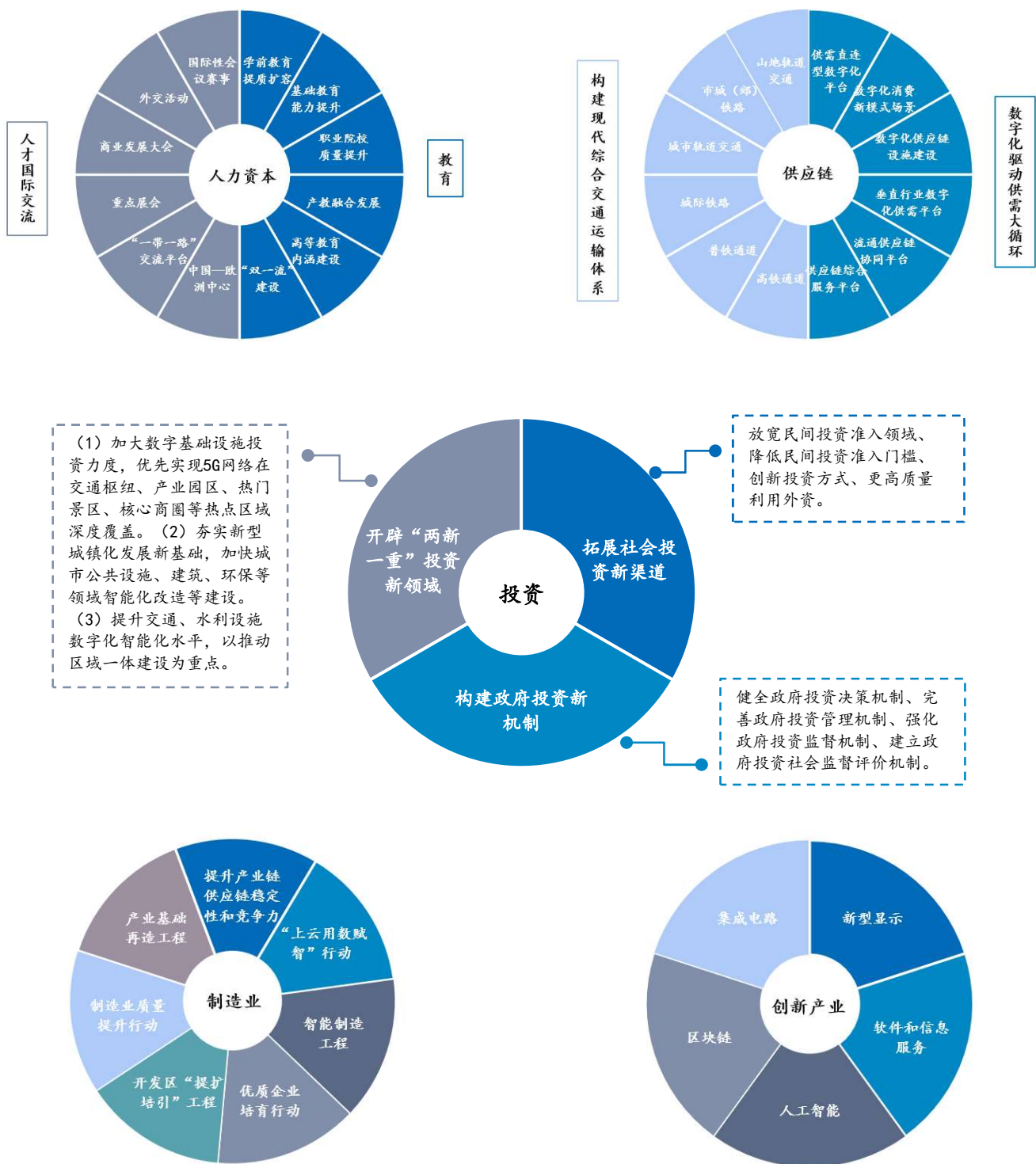
多重战略加持。成都市同时受益于多个不同级别的发展战略，例如四川省“十四五”规划、《国家综合立体交通网规划纲要》、《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》、成都市“十四五”规划等，但从经济增长理论的视角，可以归结为人力资本、投资和创新，涵盖传统产业和新兴产业，立体化推进成渝经济圈的建设。

图表 19：成都区域经济布局示意图



来源：成都市“十四五”规划，国金证券研究所

图表 20：战略支撑：人力资本、投资和创新，涵盖传统产业和新兴产业，立体化推进成渝经济圈建设

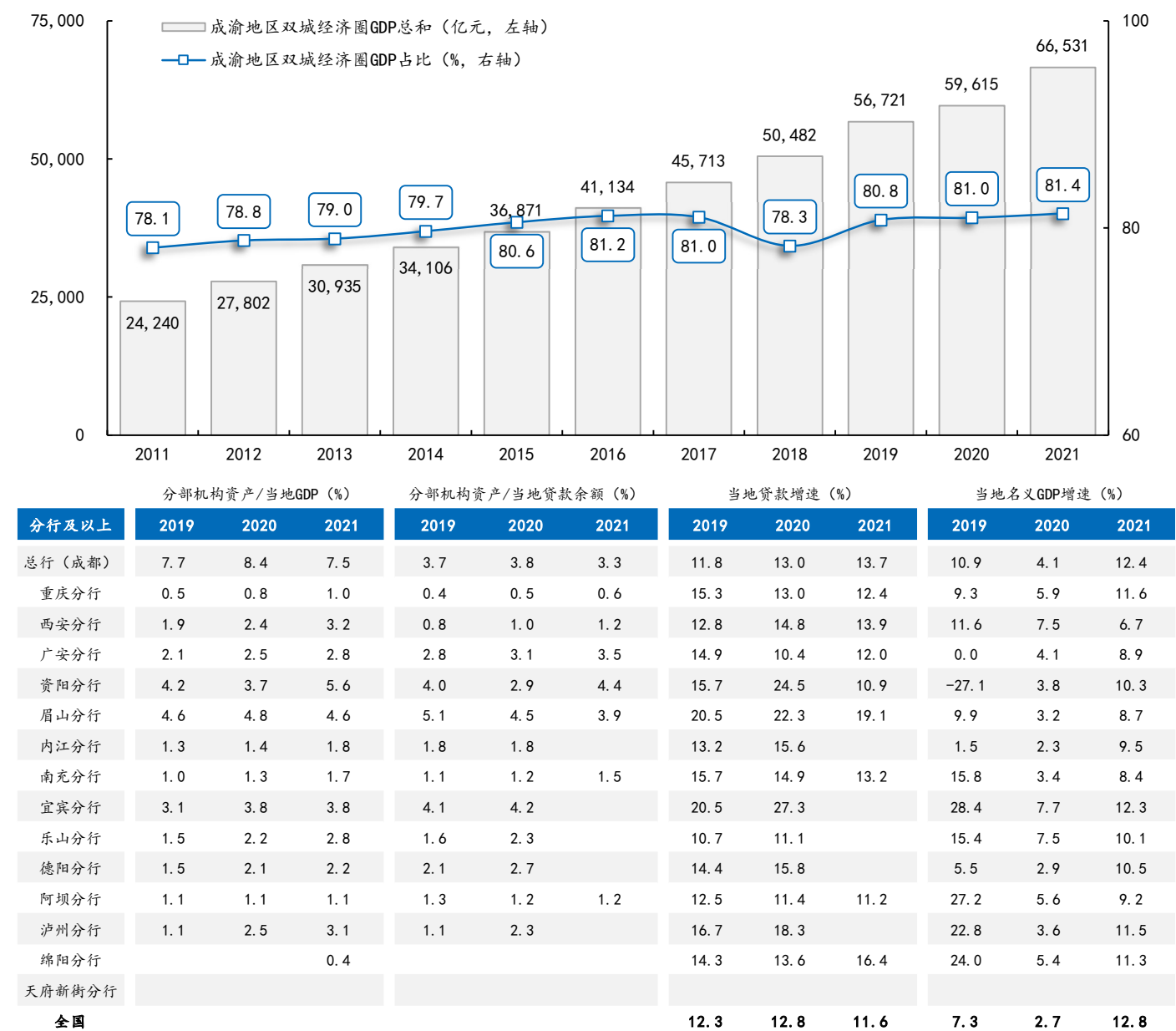


来源：四川省“十四五”规划、《国家综合立体交通网规划纲要》、《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》、成都市“十四五”规划，国金证券研究所

2.3 竞争：区域竞争优势稳固

分支机构市占率不断提高。成渝地区双城经济圈由两个核心城市（重庆、成都）和七个区域中心城市（宜宾、达州、绵阳、德阳、乐山、泸州、南充）组成。2021年末，成渝地区双城经济圈GDP总和达6.65万亿元，占四川省与重庆市GDP总和的81.4%，为成都银行贷款增长提供支撑。除了达州以外，成都银行在其余城市均设立了分行级机构，如果用分部机构的资产余额和当地GDP或者贷款余额的比例来衡量其竞争力，其在大部分区域竞争力边际提升。

图表 21：聚焦成渝地区双城经济圈，分支机构市占率不断提高



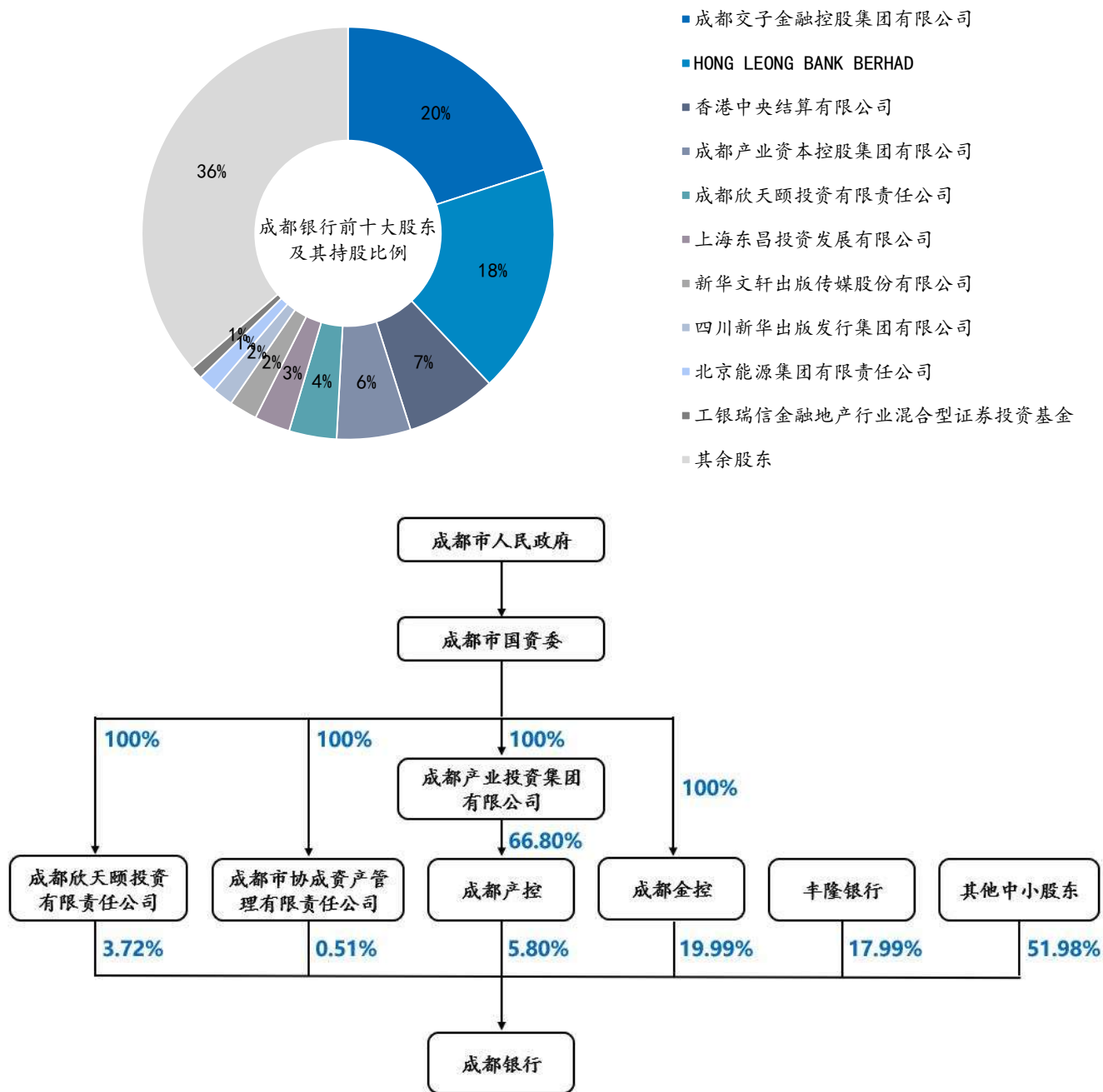
来源：wind，国金证券研究所

2.4 银政优势：基建类贷款高速增长

国资委控股，构建对公业务优势。成都国资委通过成都金控、成都产投等合计持有成都银行超过 30% 的股份，为实际控制人。以此为基础，成都银行在产业园区建设、城市有机更新、生态环保等领域投资力度较大。此外，负债端依托财政专户沉淀存款，由于财政招标有时间限制，先开立的专户具有先发优势。

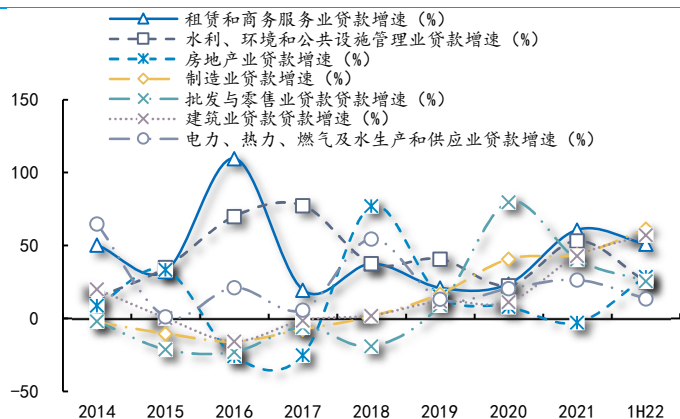
对公贷款中，基建类行业占比高且质量优异。从增速看，公司类贷款自 2018 年以来保持高速增长。截至 1H22，公司贷款达 3495.79 亿，同比增长 38.4%。其中租赁和商务服务业贷款同比增长 51.0%，水利、环境和公共设施管理业贷款同比增长 25.3%，两者占比稳步提升。从结构看，基建相关的五类的贷款：(1) 租赁和商务服务业；(2) 水利、环境和公共设施管理业；(3) 电力、热力、燃气及水生产和供应业；(4) 交通运输、仓储和邮政业；(5) 科学研究和技术服务业务，合计占比超过对公贷款的 60%。从质量看，除了房地产业、科学研究和技术服务业贷款不良率有所上升，其他行业贷款不良率均有所下降。

图表 22：国资委控股，构建对公业务优势



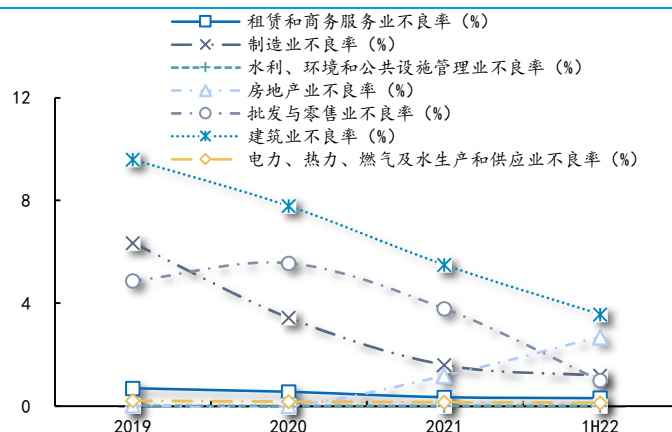
来源：wind，国金证券研究所

图表 23：对公各行业贷款保持高速增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 24：除了房地产业外，主要行业贷款不良率下行

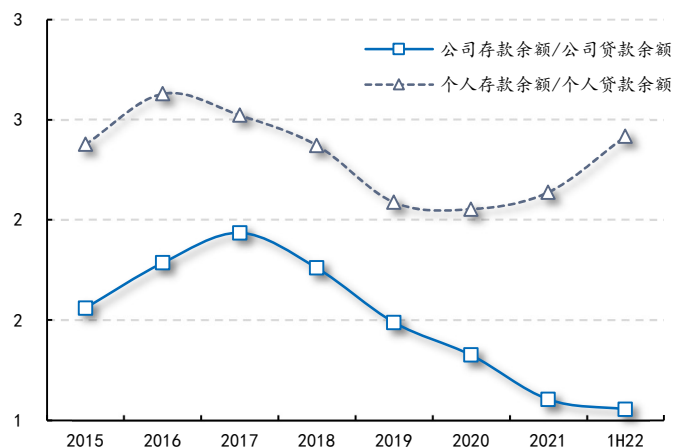


来源：公司年报，国金证券研究所

对公贷款的强势增长，导致两个业务条线的存贷比明显分化。对公业务的存贷比自 2018 年以来持续下降，1H22 为 1.05，个人业务存贷比自 2020 年以来持续上升，1H22 为 2.42。

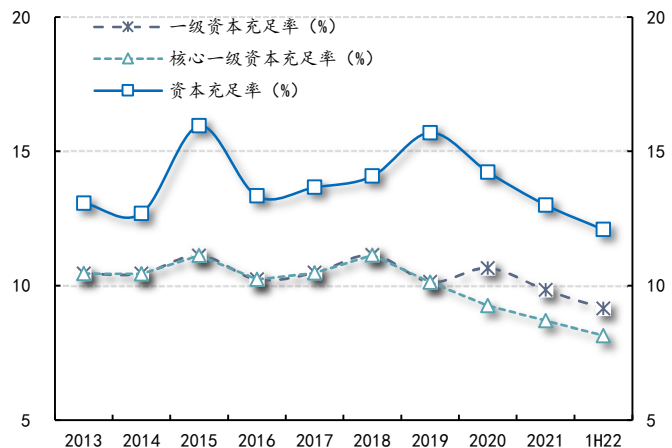
随着对公贷款的高速增长，资本充足率自 2019 年以来持续下降。我们用贷款增量/核心一级资本净额增量、风险加权资产增量/核心一级资本净额增量两个指标来衡量单位资本的撬动系数，发现从 2016 年以来，贷款增量/核心一级资本净额增量持续走高至 1H22 的 19.37，风险加权资产增量/核心一级资本净额增量走高至 1H22 的 15.77。2022 年 3 月，公司发行 80 亿可转债，按照 1H22 的 5995 亿的 RWA 规模，如果全部转股可提升核心一级资本充足率 1.33 个百分点，为后续的信贷投放夯实基础。

图表 25：对公业务存贷比持续下降



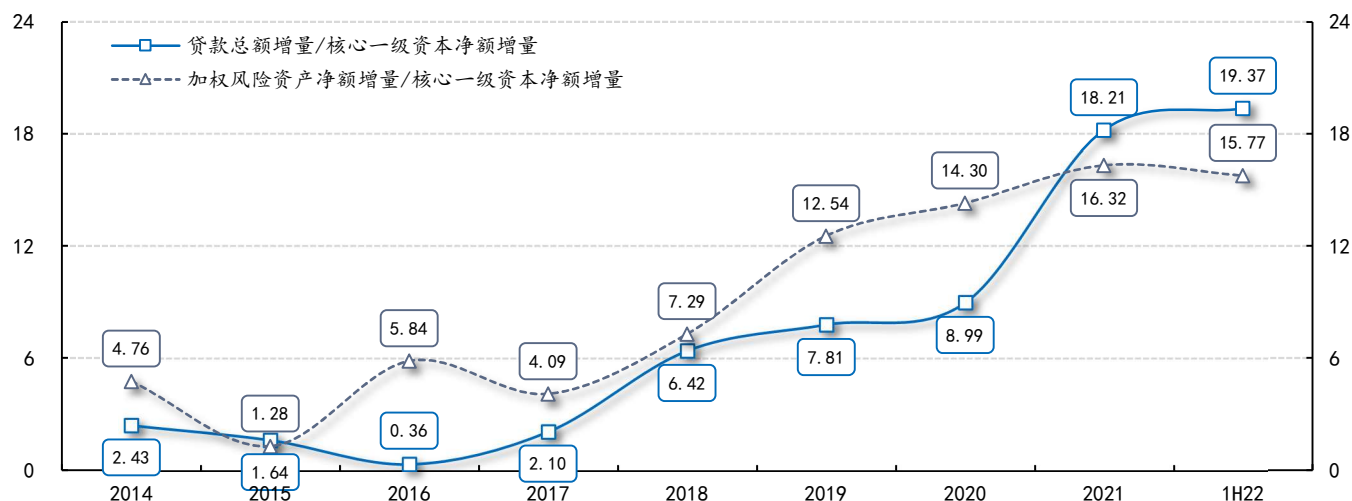
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 26：资本充足率下行



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 27：单位资本增量撬动的贷款增量和 RWA 增量系数上升



来源：wind，国金证券研究所

3 小微和零售：拓宽小微覆盖面，发力零售贷款

3.1 小微贷款：科创+制造+文创，提升服务能力

拓宽小微覆盖面，供应链金融成为新发力点。小微产品从覆盖成都市延伸到覆盖全省。成都市内以行业覆盖广的“蓉易贷”为重点，并推出针对制造类、科技类、文创类、高新区内优质企业的政银合作产品。在巩固成都市内业务的同时，推出面向全省小微企业的“天府科创贷”、“服保贷”等融资产品，有效拓展普惠金融覆盖面。此外，公司依托特色金融专营支行和团队，借力金融科技并加强与第三方合作，积极拓展供应链金融业务，打造小微业务新增长点。1H22 全行普惠贷款余额较年初增长 40.42%。

图表 28：小微业务产品体系



来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 零售业务：零售贷款蓄势待发，个人理财发展迅速

公司坚持大零售的转型方向，以手机银行 APP 为发力点，嵌入理财和相关贷款板块。

■ 个人贷款：房贷受限，其他零售贷款蓄势待发

房贷增速下行，其他个人贷款高速增长。2020 年政策导向限制房地产贷款和按揭贷款以后，成都银行房贷增速缓缓下行，且明显低于消费贷、经营贷和信用卡贷的增速。1H22 住房贷款/消费贷/经营贷/信用卡贷同比增速分别为 11.7%/23.0%/203.8%/62.0%。房贷占比压降至 18.7%，同比下降 3.5 个百分点，但仍高于监管要求的 17.5%（中资小型银行），但由于调整过渡期还有 3 年，整体可控。

监管对房贷占比的限制使发展其他零售贷款成为必需。1H22 消费贷/经营贷/信用卡贷余额分别为 18.37 亿/71.57 亿/96.06 亿，由于基数较低，未来增长空间广阔。零售贷款质量需要密切关注。1H22 消费贷和个人经营贷款不良率分别为 3.43%和 2.31%，但自 2019 年以来已经持续下降。

■ 中间收入：财富管理收入已成主导

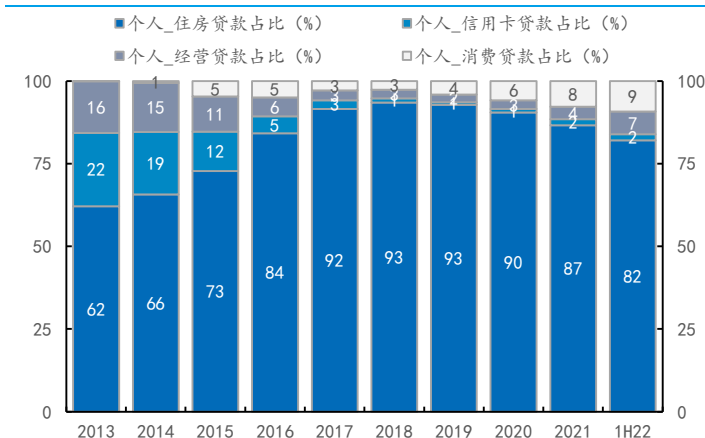
成都银行加速扩大 AUM 规模，丰富中间业务产品体系，个人理财发展迅速。1H22 手续费及佣金净收入达 3.65 亿元，同比增长 35.8%。其中，理财及资产管理业务收入同比增长 21.7%，占比 59.7%。

图表 29：手机银行 APP 矩阵

	查询	理财	转账	贷款	信用卡	外币业务	生活	电子账户	业务预约	支付	助手
成都银行APP	我的账户 交易明细 财富总览 转账记录 我的活动 积分查询	我的理财 理财产品 存款 国债 柜台债	转账汇款 转账记录 收款人管理 转账管理 跨境汇款 信用卡还款 跨行通	我的贷款 优易贷 借钱 贷款试算	账单 还款 卡片激活 随意分申请 随意分提取 随意分明细 分期办理 卡片管理 信息管理 快速挂失 卡片止付 优易买	跨境金融 我的外汇 结汇 购汇 跨境汇款 收款人管理 外汇取现 外币激活 外币换算 降价查询	热门活动 话费充值 生活缴费 中小学学费 物管费 缴费记录 社保 公积金 扫码取现 电影票 权益洗车 我的权益 话费券码	在线开户 充值 提现 充值提现 管理电子账户	同号换卡 外汇取现 单位预约	快捷支付 指纹支付 HCE 付款码 收款码 银联付款 扫一扫	网点查询 附近ATM 金融计算器 忘记密码 消息通知 在线注册 动态令牌 视频教程

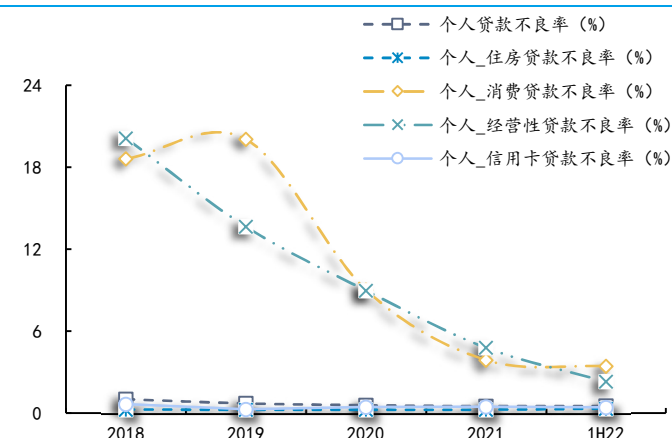
来源：公司手机银行 APP，国金证券研究所

图表 30：房贷受限，其他零售贷款占比边际提升



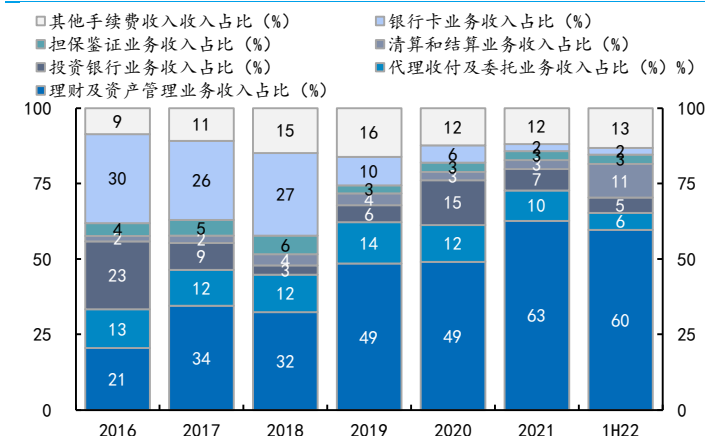
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 31：零售各项贷款不良率均下行



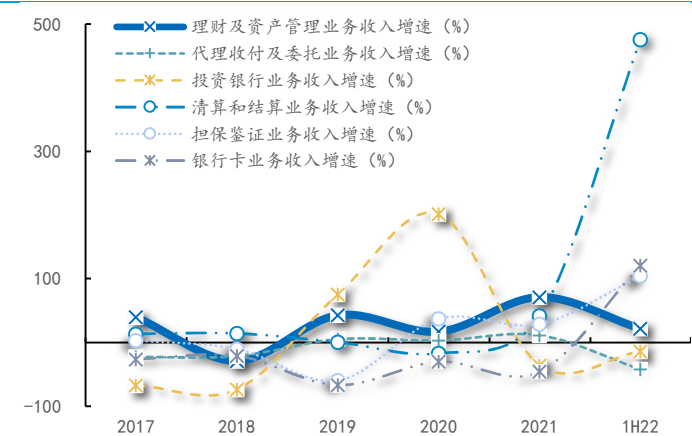
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 32：理财及资管业务收入成为中收主导



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 33：理财及资管业务收入保持高增长



来源：公司年报，国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预测 2022 年公司营收和归母净利润分别为 218.45 亿元和 100.45 亿元，同比分别增长 22.1%和 28.3%。主要假设如下：

贷款增速：对公贷款保持高速增长，零售贷款稳健增长，预计整体贷款增速未来三年分别达 22.6%/23.3%/23.5%（2019-2021 年分别为 24.3%/22.5%/37.2%）；

净息差：负债端成本率保持稳定，但公司加大实体经济支持力度，引导实体融资成本下行，在疫情反复、LPR 改革的背景下，贷款收益率出现下降，预计净息差维持在 2.13%左右（2019-2021 年分别为 2.16%/2.19%/2.13%）。

非利息收入：预计手续费及佣金净收入增速稳定在 20%左右（2019-2021 年增速分别为-3.2%/22.6%/45.9%）。

管理费用：业务及管理费用增速稳定在 10%左右（2019-2021 年分别为 12.6%/ 20.0%/10.7%）。

资产质量与拨备：公司审慎经营，计提充足。预计不良率在未来三年保持 0.83%的水平（2019-2021 年分别为 1.43%/1.37%/0.98%），拨备覆盖率稳定在 475%的水平（2019-2021 年分别为 253.9%/293.4%/402.9%），主要是贷款增速较高，资产质量优异，压制账面不良率。

4.2 估值及投资建议

对于银行业而言，相对估值中包含了资产质量预期，采用近期参照时，无法摆脱当下市场悲观或者乐观的预期，而采用远期参照时又无法对均值复归的时间给出指引，导致结果具有随意性。因此，本报告采用修正的剩余收益模型（RI）和股利折现模型（DDM）两种绝对估值法。

两种模型均假设投资要求回报率为 12%，永续增长率 3%。剩余收益模型假定在未来 15 年内，投资公司的剩余收益逐步收敛于零。DDM 假设二阶段复合增长率为 8%。需要特别指出的是，常规计算的股权成本仅为 7.77%，对于银行股明显偏低，本文采取 12%是比保险精算假设的要求回报率（11%）更为保守。其他预测细节见图表 34。

需要特别指出的是，初始版本剩余收益模型属于账面价值定价：公司价值 = 调整后的净资产+剩余收益折现。成都银行的 pb 估值大部分时候都是大于 1，因此不再对净资产的公允价值打折。

（1）采用 DDM 估值，合理股价为 19.76 元/股。（2）采用修正后的 RI 模型，合理股价为 20.81 元/股。（3）采用相对估值方法，2022 年公司 pb 均值为 1.22，预测 2022 年末 BVPS 为 16.56 元/股，对应股价为 20.20 元/股。三种估值方法均值为 20.26 元/股，首次覆盖，予以“买入”评级。

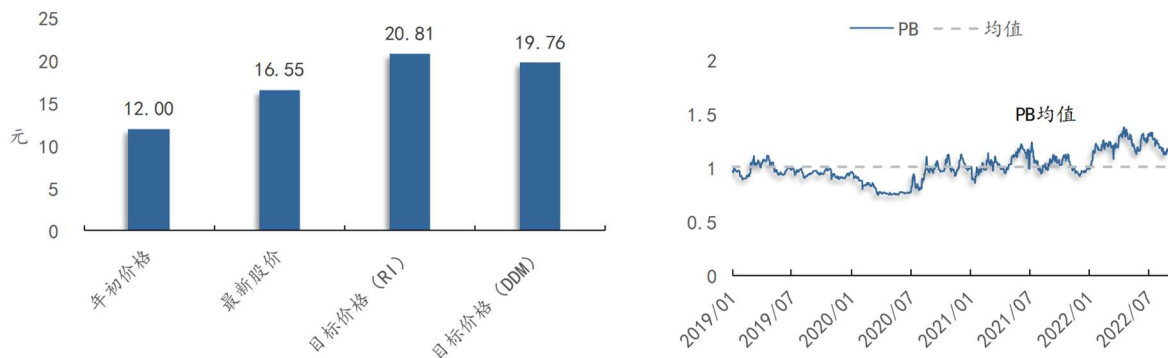
图表 34：估值目标价格 19.76-20.81 元/股

百万	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
基本面输出及假设										
要求回报	12.0%									
二阶段增长	8.0%									
持续增长率	2.0%									
EPS	1.20	1.30	1.54	1.67	2.09	2.70	3.30	3.97	4.68	5.59
DPS	0.28	0.35	0.42	0.46	0.63	0.81	0.98	1.18	1.38	1.65
BPS	7.68	8.64	9.84	11.08	12.72	16.56	18.95	21.82	25.21	29.26
ROCE	15.63%	15.94%	16.67%	15.96%	17.56%	18.45%	18.57%	19.46%	19.89%	20.52%
剩余收益模型										
贴现率	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
贴现因子						1.04	1.16	1.30	1.46	1.64
RE贴现值						1.13	1.12	1.30	1.18	1.08
2022-2026的贴现总和					5.81					
VGO					3.74					
PVGO					2.29					
历史BPS折价率					1.00					
确定价值占比					79.6%					
5年折现价值占比					27.9%					
永续增长价值占比					11.0%					
每股价值					20.81					
股利折现模型										
DDM贴现值						0.78	0.84	0.90	0.95	1.01
阶段一：2022-2026的贴现总和					4.47					
阶段二：2026-2036的贴现总和					8.29					
阶段三：永续价值贴现					7.00					
阶段一价值占比					22.6%					
阶段二价值占比					41.9%					
永续价值占比					35.4%					
每股价值					19.76					

模拟运算

	剩余收益模型					股利折现模型				
	要求回报率					要求回报率				
	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
2.0%	22.91	21.83	20.81	19.84	18.92	25.70	22.38	19.76	17.65	15.91
2.5%	22.93	21.85	20.83	19.86	18.94	26.45	22.90	20.13	17.91	16.11
3.0%	22.95	21.87	20.84	19.87	18.95	27.31	23.48	20.54	18.21	16.32
3.5%	22.97	21.89	20.86	19.89	18.96	28.30	24.14	20.99	18.53	16.56
4.0%	22.99	21.91	20.88	19.90	18.97	29.45	24.90	21.51	18.89	16.82

目标价格汇总



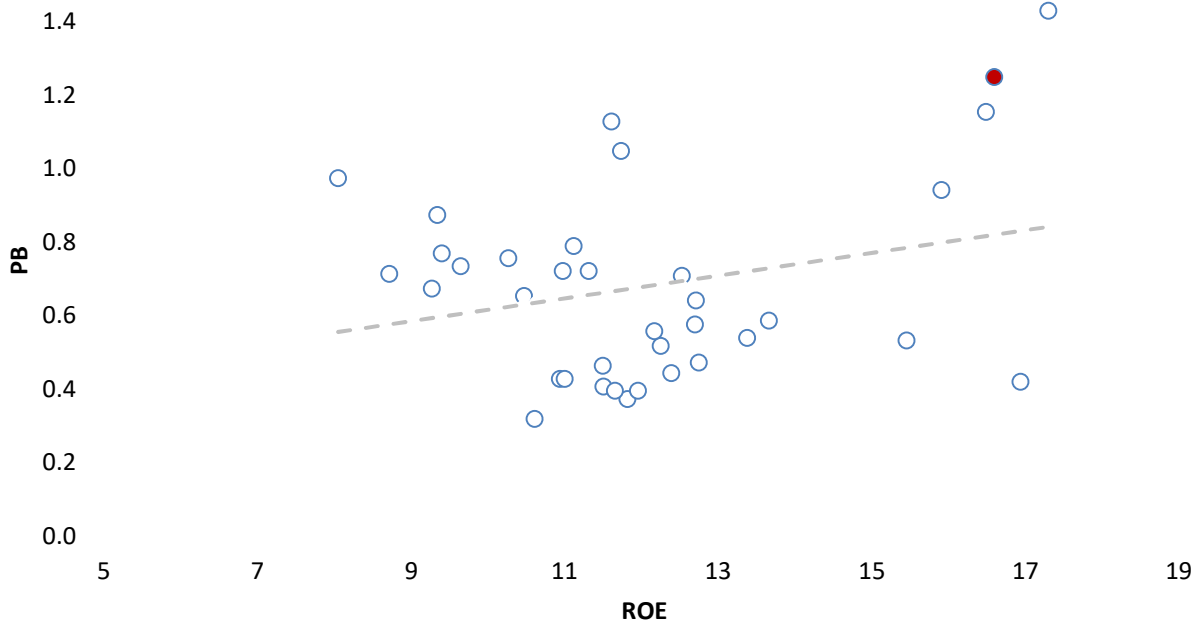
来源：国金证券研究所，2022 年末至报告写作之日折现率为 4%

图表 35：可比公司估值

	ROE(%)						BPS_LF	EPS_NTM	当前股价	PE_NTM	一致预期增速 (%)	PEG_NTM	PB_MRQ	PB_MRQ_ADJ
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	均值								
成都银行	16.58	16.05	16.62	15.98	17.54	16.55	15.12	2.50	15.75	6.29	25.63	0.25	1.19	0.98
宁波银行	19.06	18.64	17.14	14.84	16.60	17.26	24.54	4.23	29.85	7.05	20.07	0.35	1.35	1.13
南京银行	16.94	16.93	16.45	14.27	14.73	15.86	12.65	2.01	10.67	5.32	18.79	0.28	0.94	0.82
北京银行	13.79	11.68	11.56	10.69	10.34	11.61	14.34	1.66	4.17	2.50	6.48	0.39	0.40	0.34
上海银行	12.55	12.56	12.84	12.02	11.77	12.35	14.93	1.84	5.98	3.24	5.08	0.64	0.44	0.42
重庆银行	14.78	12.67	12.91	12.10	10.82	12.66	14.82	1.88	7.18	3.83	8.79	0.44	0.57	0.52
贵阳银行	19.47	18.70	17.34	15.73	13.23	16.89	15.35	2.59	5.64	2.18	3.35	0.65	0.42	0.40
苏州银行	9.82	9.81	9.76	8.85	9.77	9.60	10.58	1.02	6.71	6.60	22.42	0.29	0.73	0.58
江苏银行	13.62	12.35	12.53	11.60	12.32	12.48	13.93	1.74	7.54	4.33	25.45	0.17	0.71	0.54
杭州银行	11.31	11.04	12.14	11.13	12.21	11.57	15.90	1.84	14.44	7.85	25.02	0.31	1.13	0.81
青岛银行	10.71	8.35	8.24	8.51	10.32	9.23	6.62	0.61	3.43	5.62	14.58	0.39	0.67	0.60
长沙银行	18.22	16.86	15.62	13.74	12.61	15.41	14.65	2.26	6.78	3.00	10.60	0.28	0.53	0.48
厦门银行	12.03	11.23	11.13	10.96	11.01	11.27	8.99	1.01	5.65	5.58	15.89	0.35	0.72	0.62
兰州银行	13.42	11.30	5.30	4.07	5.94	8.01	5.48	0.44	4.36	9.94	6.25	1.59	0.96	0.98
均值										5.16	14.06	0.47	0.74	0.63

来源：国金证券研究所

图表 36：A 股上市银行的 pb-roe 散点图，红色散点为成都银行



来源：wind，国金证券研究所，ROE 采用 5 年均值（2017-2021）

5 风险提示

- **宏观经济超预期收缩**：宏观经济超预期收缩不仅对信贷增速和资产质量形成压制，且会引致市场对银行股的悲观预期陷入负向循环。
- **国内疫情反复**：疫情反复将限制居民流动和消费，拖累零售贷款的增速，尤其是对零售转型中的银行。
- **贷款质量超预期恶化**：如果外生冲击导致资产质量严重恶化，公司需要提高拨备，净利润将受到严重侵蚀。
- **贷款增速不及预期**：如果贷款增速不及预期，给定存量信贷不良暴露的速度，不良率有可能抬高。

附录：盈利预测与主要指标

利润表 (人民币亿元)							资产负债表 (人民币亿元)						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	127.25	146.00	178.90	218.45	259.43	306.18	生息资产	5,510.99	6,435.34	7,572.23	9,111.89	10,703.85	12,622.67
增长率	9.8%	14.7%	22.5%	22.1%	18.8%	18.0%	——贷款及垫款 (净额)	2,235.11	2,727.26	3,743.10	4,599.86	5,686.55	7,039.12
——净利息收入	103.21	118.27	144.22	179.34	213.42	251.98	——同业资产	217.92	434.35	611.12	794.45	1,032.78	1,342.62
增长率	6.7%	14.6%	21.9%	24.4%	19.0%	18.1%	——存放中央银行款项	530.75	617.17	568.62	689.52	820.48	979.58
——手续费及佣金净收入	4.27	3.66	5.32	6.39	7.63	9.12	——债券投资	2,527.22	2,656.56	2,649.40	3,028.06	3,164.04	3,261.35
增长率	38.5%	-14.3%	45.5%	20.0%	19.5%	19.5%	非生息资产	72.86	89.00	111.23	129.38	151.98	179.23
——投资净收益	18.69	21.92	21.29	23.84	28.61	34.33	资产合计	5,583.86	6,524.34	7,683.46	9,241.27	10,855.83	12,801.90
增长率	14.7%	15.0%	11.9%	10.9%	11.0%	11.2%	计息负债	5,187.20	6,007.90	7,091.42	8,496.34	10,009.29	11,833.08
——其他收入	1.08	2.15	8.07	8.88	9.77	10.75	——客户存款	3,867.19	4,449.88	5,441.42	6,598.42	7,851.66	9,374.14
增长率	0.9%	1.5%	4.5%	4.1%	3.8%	3.5%	非计息负债	40.36	55.29	71.83	86.06	101.38	119.86
税金及附加	1.05	1.32	1.77	2.16	2.57	3.03	负债合计	5,227.56	6,063.19	7,163.25	8,582.40	10,110.67	11,952.93
% 营业收入	-0.8%	-0.9%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	股本	36.12	36.12	36.12	36.12	36.12	36.12
业务及管理费	33.75	34.86	40.79	47.73	55.85	65.35	资本公积	61.56	61.56	61.56	61.56	61.56	61.56
% 营业收入	-26.5%	-23.9%	-22.8%	-21.8%	-21.5%	-21.3%	留存收益及其他	256.61	301.69	360.50	432.23	518.51	622.32
拨备前利润	92.45	109.82	136.34	168.56	201.01	237.80	少数股东权益	0.79	0.82	0.83	0.83	0.83	0.83
% 营业收入	72.7%	75.2%	76.2%	77.2%	77.5%	77.7%	所有者权益合计	356.30	461.15	520.22	658.88	745.16	848.97
减值损失	30.11	41.45	48.31	55.55	63.89	73.47	负债及股东权益总计	5,583.86	6,524.34	7,683.47	9,241.27	10,855.83	12,801.90
% 营业收入	-23.7%	-28.4%	-27.0%	-25.4%	-24.6%	-24.0%							
利润总额	62.27	68.04	87.90	112.87	136.99	164.20	成长指标 (%)						
% 营业收入	48.9%	46.6%	49.1%	51.7%	52.8%	53.6%	总资产	13.43	16.84	17.77	20.27	17.47	17.93
所得税	6.72	7.76	9.59	12.42	15.07	18.06	贷款及垫款总额	24.82	22.02	37.25	22.89	23.62	23.79
% 营业收入	-5.3%	-5.3%	-5.4%	-5.7%	-5.8%	-5.9%	存款总额	9.77	15.07	22.28	21.26	18.99	19.39
净利润	55.56	60.28	78.31	100.46	121.93	146.13	拨备前利润	8.47	18.79	24.15	23.63	19.25	18.30
% 营业收入	43.7%	41.3%	43.8%	46.0%	47.0%	47.7%	减值损失	-12.22	37.65	16.54	15.00	15.00	15.00
少数股东损益	0.05	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	归母净利润	19.40	8.53	29.98	28.28	21.37	19.86
归母净利润	55.51	60.25	78.31	100.45	121.92	146.13							
% 营业收入	43.6%	41.3%	43.8%	46.0%	47.0%	47.7%	质量指标 (%)						
结构指标 (%)							不良率	1.43	1.37	0.98	0.96	0.94	0.94
手续费及佣金净收入/营收	3.36	2.51	2.98	2.92	2.94	2.98	拨备覆盖率	253.88	293.43	402.88	425.00	425.00	425.00
个人贷款/贷款总额	28.20	28.51	25.28	24.13	23.02	22.01	拨贷比	3.63	4.01	3.95	4.06	4.01	4.00
个人存款/存款总额	34.31	35.80	36.62	37.84	38.63	39.44							
盈利能力指标 (%)							监管指标 (%)						
净息差	2.16	2.19	2.13	2.13	2.13	2.14	核心一级资本充足率	10.13	9.26	8.70	8.58	8.64	8.70
净利差	2.25	2.31	2.15	1.90	1.89	1.90	一级资本充足率	10.14	10.65	9.84	9.52	9.45	9.38
存贷差	3.43	3.32	3.05	2.77	2.81	2.84	资本充足率	15.69	14.23	13.00	11.97	11.53	11.15
成本收入比	26.52	23.87	22.81	21.25	20.37	19.66							
每股指标 (元)							回报率指标 (%)						
EPS	1.54	1.67	2.09	2.70	3.30	3.97	ROA	1.06	1.00	1.10	1.19	1.21	1.24
DPS	0.42	0.46	0.63	0.81	0.98	1.18	ROE	16.61	14.75	15.96	17.04	17.37	18.33
BPS	9.84	11.08	12.72	16.56	18.95	21.82	RORWA	1.75	1.53	1.62	1.72	1.76	1.79

注：图示部分数据为重构报表之后的结果。利润表中，其他收入中已经包含其他业务收入。来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402