行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

银行

净息差压力减轻；资产质量担忧可能持续

- **净息差短期有望保持稳定；资产质量担忧可能持续**
- **货币政策执行报告重申稳健灵活的货币政策**
- **首选邮储银行(1658 HK)；行业估值不高**

净息差短期有望保持稳定

净息差在三季度环比而言趋于稳定，部分原因是银行加强了成本控制。根据央行最新数据，三季度银行业新发贷款加权平均贷款利率环比轻微上升（图1）。历史数据显示贷款加权平均利率领先大型国有银行平均净息差1-2个季度，因此三季度上扬的贷款加权平均利率可能意味着大型国有银行平均净息差短期内有望保持稳定。长期而言，央行货币政策执行报告表示要“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”，显示长期而言资产端及净息差压力仍然存在。

资产质量担忧可能持续；信用利差上升

受信用债违约事件的影响，产业债和城投债的信用利差在最近几周再次回升。因为历史数据显示产业债（和城投债）的信用利差与国有大型银行的平均不良生成率有相似的趋势，这也显示对银行业的信用风险担忧仍在反复出现。另一方面，数据显示调整后的贷款需求指数在一定程度上与国有大型银行的平均不良生成率具有相似的周期性（图3）。该指数的历史范围约为-16.2%至10.2%。截至上半年末，该指数已达到9.6%，在三季度则下滑。假设其历史范围仍有效，那么该指数在可预见的未来可能难以持续攀升（受疫情的低基数影响，2021年一季度除外），意味着大型银行的平均不良生成率将有上升的压力。

重申稳健且灵活的货币政策；关注社融增速不确定性

人行货币政策执行报告重申了稳健灵活的货币政策，以及保持社融增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。2021年社融规模增速对银行业构成潜在的不确定性。若2021年社融增速回落过大，银行业的信用风险可能会上升。

首选邮储银行；行业估值不高

目前，中国银行业估值约为0.48倍2021年预测市净率。基于资产质量担忧维持行业中性评级。行业首选为邮储银行（1658 HK，买入）：邮储银行受延期还本付息政策影响较小。举例而言，公司延期还本付息安排下的普惠小微贷款仅占总贷款的0.2%。邮储银行管理层预计信用成本在第四季度和2021年将继续下降，资产质量可控。邮储银行提议向控股股东非公开发行A股不超过约54亿股，占发行后总股数5.9%，摊薄效应有限，并提升资本充足率约0.5个百分点。邮储银行目前的估值为约5.28倍的2021年预测市盈率，或0.59倍的2021年预测市净率，低于其历史平均估值水平。维持邮储银行的买入评级，提升目标价8%至5.20港元，相当于约0.70倍2021年预期市净率，或相对于其历史平均市净率折让7%。另外，银行业估值不高，银行股可能存在交易性机会。主要催化剂：资产质量上升，净息差上升；主要风险：资产质量下降，净息差下降，分红下降。

罗磊, PhD
+852 3189 6288
felixluo@cmschina.com.hk

朱璐颖
+852 3189 6142
laurelzhu@cmschina.com.hk

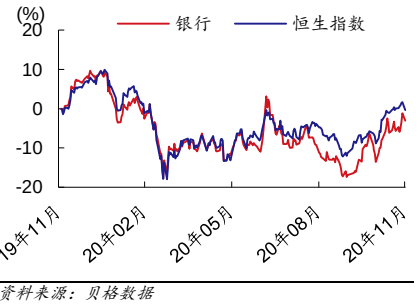
最新变动

行业更新：上调邮储银行目标价

中性

前次评级	中性
恒生指数 (2020年11月30日)	26,341
国企指数 (2020年11月30日)	10,546

行业表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	12.2	10.0	(2.8)
相对表现	2.9	(4.7)	(2.8)

相关报告

1. 银行 - 三季度业绩回顾及行业展望 (中性) (2020/11/10)
2. 银行 - 估值吸引力渐增 (中性) (2020/10/15)
3. 银行 - 2020上半年业绩回顾及行业展望 (中性) (2020/09/09)

重点公司主要财务指标

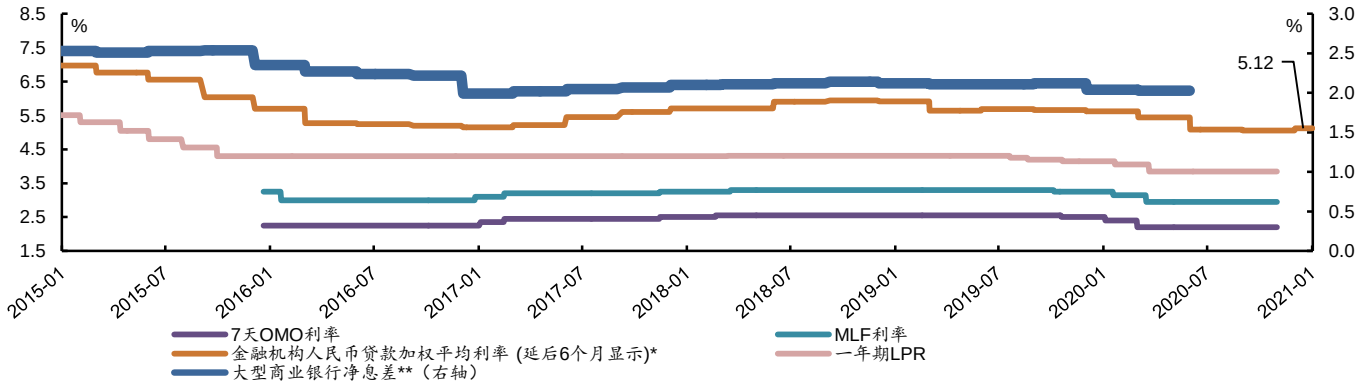
公司	股票代码	评级	股价 (港元)	目标价 (港元)	上涨空间 (%)	市盈率(x)		市净率(x)		股息率(x)		ROE (%)	
						FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
邮储银行	1658 HK	买入	4.38	5.20	19%	6.0	5.3	0.6	0.6	5.2	5.9	11.0	11.6
工商银行	1398 HK	中性	4.92	5.05	3%	5.6	5.3	0.6	0.6	5.5	5.8	11.2	11.0
农业银行	1288 HK	中性	2.94	3.05	4%	4.9	4.6	0.5	0.5	6.3	6.6	10.5	10.3
交通银行	3328 HK	中性	4.29	4.40	3%	4.2	3.9	0.4	0.4	7.5	8.0	9.8	9.8
建设银行*	0939 HK	未评级	6.08	n.a.	n.a.	5.4	5.1	0.6	0.5	5.6	6.0	11.2	10.9
中国银行*	3988 HK	未评级	2.74	n.a.	n.a.	4.1	4.0	0.4	0.4	7.7	7.9	9.5	9.2
中信银行*	0998 HK	未评级	3.35	n.a.	n.a.	3.4	3.2	0.3	0.3	7.3	7.9	9.2	9.0
光大银行*	6818 HK	未评级	3.02	n.a.	n.a.	4.2	3.9	0.4	0.4	7.3	7.9	9.7	9.9

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；

*注：股价截至2020年11月30日；注：*建设银行、中国银行、中信银行、光大银行数据基于彭博一致预期*

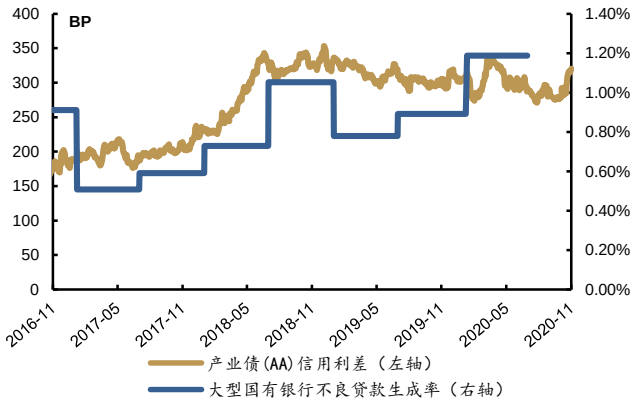
重点图表

图1：加权平均贷款利率及大型银行净息差



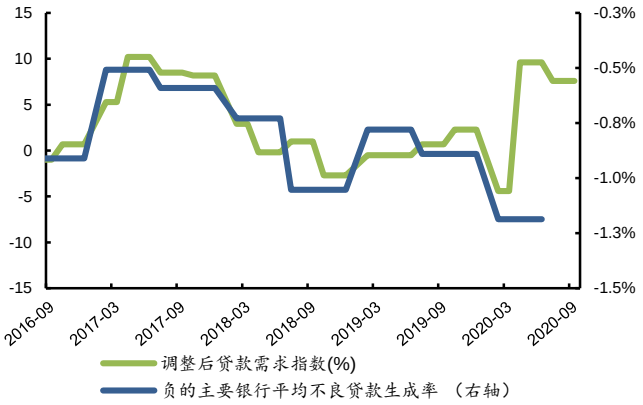
资料来源：万得、招商证券（香港）；注：图中加权平均利率延后6个月显示；**：由于大型商业银行净息差数据从2017年开始统计，2017年之前的数据为银行业净息差*

图2：产业债信用利差和大型国有银行不良贷款生成率



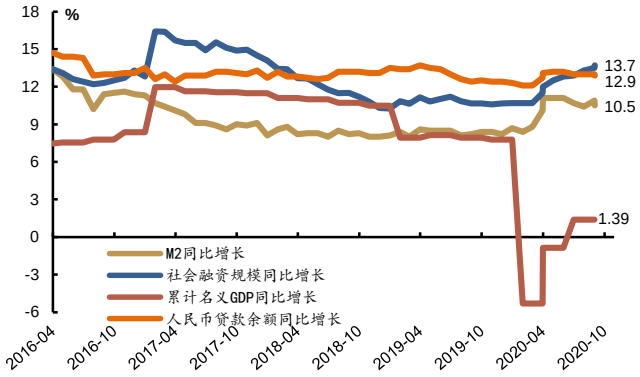
资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）

图3：工业企业营业收入累计同比增速和负的主要银行平均不良贷款生成率



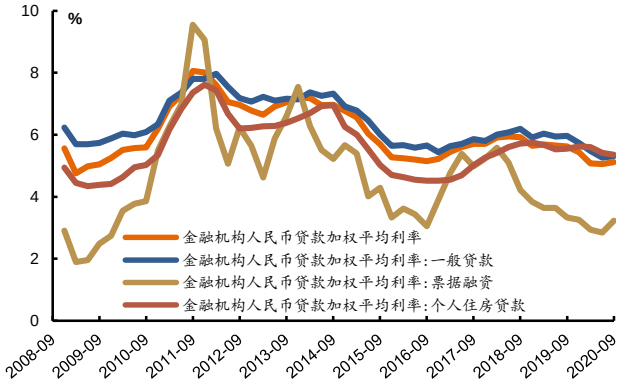
资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）；注：调整后贷款需求指数等于贷款需求指数的同比变化；为演示目的，蓝线为负的主要银行平均不良贷款生成率

图4：M2、社会融资规模、人民币贷款余额及名义GDP增速



资料来源：万得、招商证券（香港）；注：所有同比数据为2017年1月起中国人民银行公布的可比数据

图5：中国贷款加权平均利率



资料来源：万得、招商证券（香港）

图 6：主要银行净息差

%	2017 年	2018 一季度	2018 上半年	2018 三季度	2018 年	2019 一季度	2019 上半年	2019 三季度	2019 年	2020 一季度	2020 上半年	2020 三季度
邮储银行	2.4	3.08	2.64	2.67	2.67	2.58	2.55	2.52	2.50	2.46	2.42	2.40
工商银行	2.22	2.30	2.30	2.30	2.30	2.31	2.29	2.26	2.24	2.20	2.13	2.10
光大银行	1.52	1.59	1.63	1.68	1.74	2.28	2.28	2.29	2.31	n.a.	2.30	n.a.
建设银行	2.21	2.35	2.34	2.34	2.31	2.29	2.27	2.27	2.26	2.19	2.14	2.13
农业银行	2.28	n.a	2.35	n.a	2.33	n.a	2.16	n.a	2.17	n.a.	2.14	n.a.
中信银行	1.79	1.87	1.89	1.92	1.94	1.96	1.96	1.90	2.12	n.a.	1.99	2.00
中国银行(集团)	1.84	1.85	1.88	1.89	1.90	1.82	1.83	1.84	1.84	1.80	1.82	1.81
邮储银行(已调整*)	1.52	n.a	1.77	n.a	1.84	n.a	1.73	n.a	1.71	n.a.	1.61	n.a.
交通银行	1.58	1.40	1.41	1.47	1.51	1.59	1.58	1.57	1.58	1.55	1.53	1.56

资料来源：公司资料、万得、招商证券（香港）；注：邮储银行净息差未考虑储蓄代理费用因素*

图 7：银行不良贷款率

%	2016 年	2017 上半年	2017 年	2018 上半年	2018 年	2019 上半年	2019 年	2020 一季度	2020 上半年	2020 三季度
工商银行	1.62	1.57	1.55	1.54	1.52	1.48	1.43	1.43	1.50	1.55
建设银行	1.52	1.51	1.49	1.48	1.46	1.43	1.42	1.42	1.49	1.53
农业银行	2.37	2.19	1.81	1.62	1.59	1.43	1.40	1.40	1.43	1.52
中国银行	1.46	1.38	1.45	1.43	1.42	1.40	1.37	1.39	1.42	1.48
交通银行	1.52	1.51	1.50	1.49	1.49	1.47	1.47	1.59	1.68	1.67
邮储银行	0.87	0.82	0.75	0.97	0.86	0.82	0.86	0.86	0.89	0.88
中信银行	1.69	1.65	1.68	1.80	1.77	1.72	1.65	1.80	1.83	1.98
光大银行	1.60	1.58	1.59	1.51	1.59	1.57	1.56	1.55	1.55	1.53

资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）

图8：银行关注类贷款占比

%	2016 年	2017 上半年	2017 年	2018 上半年	2018 年	2019 上半年	2019 年	2020 上半年
工商银行	4.47	3.90	3.95	3.23	2.92	2.71	2.71	2.41
建设银行	2.87	2.84	2.83	2.82	2.81	2.80	2.93	2.99
农业银行	3.88	3.62	3.27	3.10	2.74	2.43	2.24	2.09
中国银行	3.11	2.77	2.91	2.93	2.90	2.73	2.22	1.94
交通银行	3.02	2.89	2.93	2.60	2.45	2.32	2.16	1.78
邮储银行	0.81	0.57	0.68	0.64	0.63	0.67	0.66	0.53
中信银行	2.65	2.30	2.14	2.54	2.36	2.32	2.22	2.55
光大银行	3.78	3.32	2.97	2.35	2.41	2.30	2.21	2.19

资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）

图9：银行不良贷款覆盖率

%	2016 年	2017 上半年	2017 年	2018 上半年	2018 年	2019 上半年	2019 年	2020 一季度	2020 上半年	2020 三季度
工商银行	137	146	154	173	176	192	199	199	195	190
建设银行	150	160	171	193	208	218	228	230	223	218
农业银行	173	182	208	248	252	278	289	290	285	272
中国银行	163	152	159	165	182	178	183	185	186	177
交通银行	151	151	153	171	173	174	172	154	149	151
邮储银行	272	289	325	271	347	396	389	387	400	403
中信银行	156	153	169	151	158	165	175	177	176	170
光大银行	152	152	158	173	176	178	182	182	187	182

资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）

图 10：主要银行贷款及不良贷款分布（2020 上半年）

	工商银行		建设银行		交通银行	
	行业贷款/总贷款	行业不良贷款/总不良贷款	行业贷款/总贷款	行业不良贷款/总不良贷款	行业贷款/总贷款	行业不良贷款/总不良贷款
公司贷款:	**52.1%**	**80.0%**	**49.1%**	**81.3%**	**64.0%**	**77.7%**
交通运输、仓储和邮政业	12.6%	7.2%	9.2%	11.1%	11.8%	8.7%
制造业	8.9%	25.3%	7.9%	31.8%	12.1%	31.3%
租赁和商务服务业	7.4%	7.6%	7.9%	6.9%	9.4%	7.4%
水利、环境和公共设施管理业	5.8%	2.4%	3.0%	1.9%	5.6%	0.2%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5.3%	0.9%	5.0%	3.7%	3.8%	2.2%
房地产业	3.8%	3.6%	4.0%	2.9%	5.6%	4.8%
批发和零售业	2.5%	21.4%	4.0%	10.9%	3.9%	11.8%
建筑业	1.5%	2.0%	2.4%	2.8%	2.7%	2.2%
采矿业	1.0%	2.9%	1.3%	3.6%	2.1%	4.4%
其他公司贷款	3.2%	6.7%	4.6%	5.7%	6.8%	4.7%
个人贷款:	**37.7%**	**16.3%**	**41.8%**	**11.9%**	**31.9%**	**22.2%**
住房贷款	30.5%	5.8%	34.0%	5.7%	20.9%	5.0%
消费贷款	1.1%	1.4%	1.6%	0.9%	n.a.	n.a.
个人经营性贷款	2.4%	2.6%	0.4%	0.5%	1.5%	1.8%
信用卡透支	3.7%	6.5%	4.7%	3.7%	7.8%	13.4%
其他个人贷款	n.a.	n.a.	1.1%	1.2%	1.7%	2.0%
海外业务:	**7.9%**	**3.4%**	**6.6%**	**6.5%**	**n.a.**	**n.a.**
票据贴现:	**2.4%**	**0.2%**	**2.5%**	**0.3%**	**4.0%**	**0.1%**

	邮储银行		中国银行		农业银行	
	行业贷款/总贷款	行业不良贷款/总不良贷款	行业贷款/总贷款	行业贷款/总贷款	行业不良贷款/总不良贷款	行业贷款/总贷款
公司贷款:	**35.6%**	**38.2%**	**44.8%**	**75.1%**	**54.2%**	**80.1%**
交通运输、仓储和邮政业	10.4%	14.7%	8.5%	6.5%	12.1%	7.7%
制造业	5.7%	12.7%	9.6%	35.1%	9.1%	32.1%
租赁和商务服务业	2.0%	0.9%	10.0%	23.2%	8.1%	10.4%
水利、环境和公共设施管理业	1.6%	0.1%	1.6%	0.7%	4.0%	0.4%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	3.5%	0.2%	3.4%	1.0%	6.1%	2.2%
房地产业	1.5%	0.0%	4.4%	1.3%	5.2%	5.4%
批发和零售业	2.2%	7.4%	n.a.	n.a.	2.7%	14.7%
建筑业	2.2%	0.2%	1.7%	2.1%	1.8%	1.4%
采矿业	1.4%	0.1%	1.2%	2.5%	1.4%	3.1%
其他公司贷款	5.1%	1.9%	4.3%	2.9%	3.8%	2.8%
个人贷款:	**55.4%**	**61.7%**	**33.7%**	**16.4%**	**40.2%**	**16.7%**
住房贷款	33.6%	16.5%	27.1%	6.4%	30.5%	6.8%
消费贷款	6.6%	10.2%	n.a.	n.a.	1.2%	1.4%
个人经营性贷款	12.9%	29.9%	n.a.	n.a.	2.3%	1.6%
信用卡透支	2.3%	5.2%	3.4%	6.1%	3.3%	4.2%
其他个人贷款	n.a.	n.a.	3.2%	3.9%	2.9%	2.7%
海外业务:	**n.a.**	**n.a.**	**21.6%**	**8.6%**	**3.2%**	**3.2%**
票据贴现:	**9.0%**	**0.0%**	**n.a.**	**n.a.**	**2.5%**	**0.0%**

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图 11：普惠金融小微贷款

	2018 上半年	2018 年	2019 上半年	2019 年	2020 上半年	2020 三季度	年初至今
行业							
普惠小微金融贷款余额（人民币十亿元）	~7,350	~8,000	~10,710	~11,600	~13,500	~14,600	~25.9%
普惠小微金融贷款占比(%)	~6	~6	~7	~7	~8	~8.6	
普惠小微金融贷款不良率(%)	n.a.	5.5 *	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
普惠小微金融贷款平均利率(%)	n.a.	n.a.	6.82 **	6.70 **	5.94 **	n.a.	
交通银行							
普惠小微金融贷款余额（人民币百万元）	n.a.	108,134	137,568	163,952	214,720	246,289	50.2%
普惠小微金融贷款占比(%)	n.a.	~2.2	~2.7	~3.0	~3.7	4.2	
普惠小微金融贷款不良率(%)	n.a.	~5.53	~3.84	~3.22	~2.24	1.83	
普惠小微金融贷款平均利率(%)	n.a.	~5.21	~4.63	~4.58	~4.19	4.11	

工商银行							
普惠小微金融贷款余额（人民币百万元）	318,419	310,114	440,238	465,171	639,929	n.a.	37.6% (2020 上半年)
普惠小微金融贷款占比(%)	~2.1	~2.0	~2.7	~2.8	~3.6	n.a.	
普惠小微金融贷款不良率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
普惠小微金融贷款平均利率(%)	n.a.	~4.95	~4.53	n.a.	~4.15	n.a.	
建设银行							
普惠小微金融贷款余额（人民币百万元）	491,289	631,017	831,122	963,155	1,258,909	n.a.	30.7% (2020 上半年)
普惠小微金融贷款占比(%)	3.8	4.7	5.9	6.4	7.7	n.a.	
普惠小微金融贷款不良率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
普惠小微金融贷款平均利率(%)	n.a.	n.a.	5.04	4.95	4.41	n.a.	
邮储银行							
普惠小微金融贷款余额（人民币百万元）	519,224	544,992	612,636	653,185	756,612	n.a.	15.8% (2020 上半年)
普惠小微金融贷款占比(%)	12.9	12.7	13.0	13.1	13.8	n.a.	
普惠小微金融贷款不良率(%)	n.a.	2.48	2.81	2.51	2.09	n.a.	
普惠小微金融贷款平均利率(%)	n.a.	6.67	6.25	6.18	5.64	n.a.	
农业银行							
普惠小微金融贷款余额（人民币百万元）	n.a.	493,700	n.a.	592,300	866,142	n.a.	46.2% (2020 上半年)
普惠小微金融贷款占比(%)	n.a.	4.1	n.a.	4.4	6.0	n.a.	
普惠小微金融贷款不良率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	1.37	0.83	n.a.	
普惠小微金融贷款平均利率(%)	n.a.	n.a.	4.67	4.66	4.26	n.a.	

*资料来源：公司资料、中国人民银行货币政策执行报告、银保监会、招商证券（香港）；注：*适用于授信额度小于人民币500万元以下的中小企业；**：适用于新发放的中小企贷款*

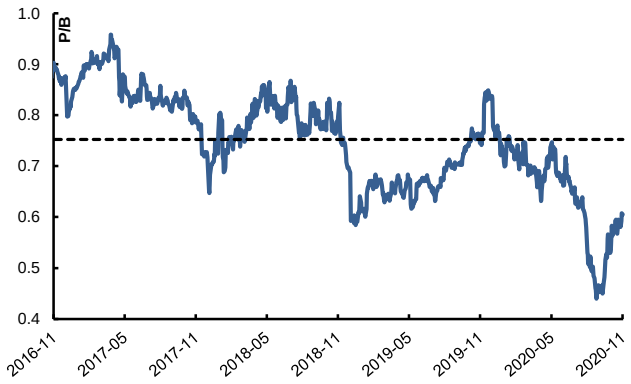
图 12：信用卡业务 – 规模及资产质量

	2018 上半年	2018 年	2019 上半年	2019 年	2020 上半年	环比
行业						
信用卡逾期半年未偿还信贷总额（人民币十亿元）	75.67	78.86	83.88	74.27	85.43	15.0%
信用卡逾期半年未偿还信贷总额占比(%)	1.21	1.16	1.17	0.98	1.14	
交通银行						
信用卡透支余额（人民币百万元）	497,920	505,190	454,677	467,387	445,266	-4.7%
信用卡不良贷款率(%)	1.84	1.52	2.49	2.38	2.90	
信用卡不良贷款占比(%)	12.8	10.6	15.0	14.3	13.4	
信用卡贷款占比(%)	10.4	10.4	8.9	8.8	7.8	

工商银行						
信用卡透支余额（人民币百万元）	583,869	626,468	n.a.	677,838	657,775	-3.0%
信用卡不良贷款率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.65	
信用卡不良贷款占比(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6.45	
信用卡贷款占比(%)	3.9	4.1	3.8	4.0	3.7	
建设银行						
信用卡透支余额（人民币百万元）	631,305	651,389	672,148	741,197	774,595	4.5%
信用卡不良贷款率(%)	1.09	0.98	1.21	1.03	1.17	
信用卡不良贷款占比(%)	3.5	3.2	3.9	3.6	3.7	
信用卡贷款占比(%)	4.7	4.8	4.6	5.0	4.7	
邮储银行						
信用卡透支余额（人民币百万元）	85,877	99,313	109,049	123,188	125,892	2.2%
信用卡不良贷款率(%)	1.74	1.67	1.85	1.74	1.99	
信用卡不良贷款占比(%)	3.8	4.49	5.25	5.00	5.16	
信用卡贷款占比(%)	2.1	2.3	2.3	2.5	2.3	
农业银行						
信用卡透支余额（人民币百万元）	345,043	380,719	454,675	475,001	485,416	2.2%
信用卡不良贷款率(%)	1.96	1.66	1.43	1.57	1.81	
信用卡不良贷款占比(%)	3.64	3.32	3.51	3.99	4.20	
信用卡贷款占比(%)	3	3.2	3.5	3.6	3.3	

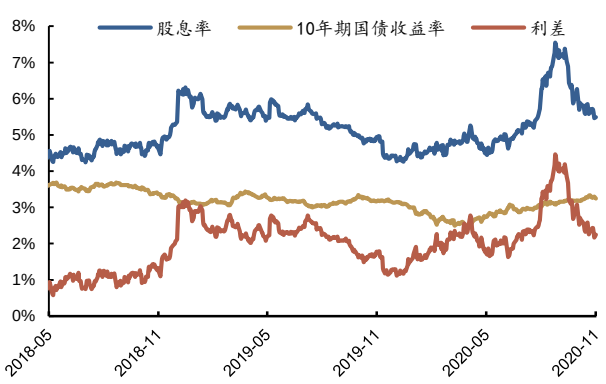
资料来源：万得、公司资料、招商证券（香港）

图13：邮储银行市净率



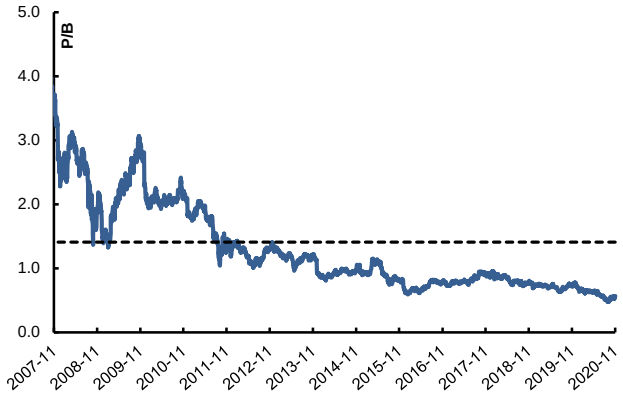
资料来源：万得、招商证券（香港）预测

图14：邮储银行股息率



资料来源：万得、招商证券（香港）预测

图15：工商银行市净率



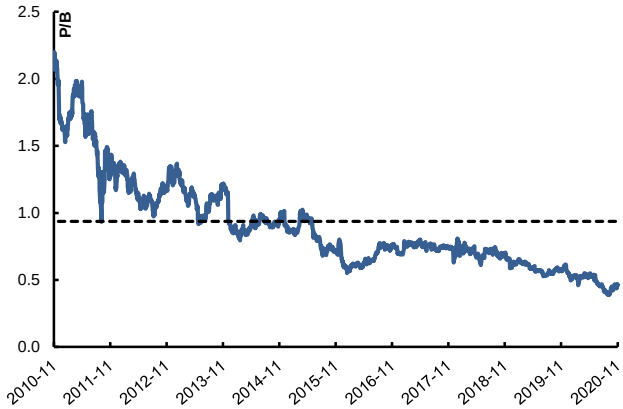
资料来源：万得、招商证券（香港）预测

图16：工商银行股息率



资料来源：万得、招商证券（香港）预测

图17：农业银行市净率



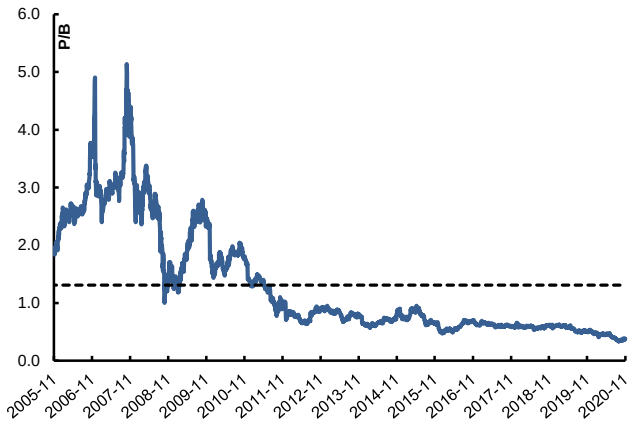
资料来源：万得、招商证券（香港）预测

图18：农业银行股息率



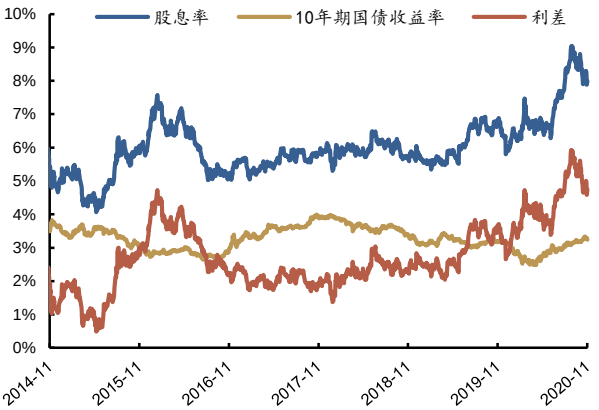
资料来源：万得、招商证券（香港）预测

图19：交通银行市净率



资料来源：万得、招商证券（香港）预测

图20：交通银行股息率



资料来源：万得、招商证券（香港）预测

行业估值比较

公司	代码	评级	股价 当地货币	目标价 （港元）	市值 （百万美元）	市盈率 (x)		市净率 (x)		ROE (%)		股息率 (%)	
						2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
港股同业													
中国邮政储蓄银行	1658 HK	买入	4.38	5.20	63,834	6.0	5.3	0.6	0.6	11.0	11.6	5.2	5.9
中国工商银行	1398 HK	中性	4.92	5.05	276,180	5.6	5.3	0.6	0.6	11.2	11.0	5.5	5.8
中国农业银行	1288 HK	中性	2.94	3.05	171,290	4.9	4.6	0.5	0.5	10.5	10.3	6.3	6.6
交通银行	3328 HK	中性	4.29	4.40	47,175	4.2	3.9	0.4	0.4	9.8	9.8	7.5	8.0
中国建设银行 *	939 HK	未评级	6.1	n.a.	201,665	5.4	5.1	0.6	0.5	11.2	10.9	5.6	6.0
中国银行 *	3988 HK	未评级	2.7	n.a.	135,001	4.1	4.0	0.4	0.4	9.5	9.2	7.7	7.9
中信银行 *	998 HK	未评级	3.4	n.a.	33,846	3.4	3.2	0.3	0.3	9.2	9.0	7.3	7.9
中国民生银行 *	1988 HK	未评级	4.3	n.a.	33,295	3.3	3.1	0.3	0.3	10.4	10.2	7.9	8.6
中国光大银行 *	6818 HK	未评级	3.0	n.a.	31,179	4.2	3.9	0.4	0.4	9.7	9.9	7.3	7.9
算数平均						**4.6**	**4.3**	**0.5**	**0.4**	**10.3**	**10.2**	**6.7**	**7.2**
加权平均						**5.0**	**4.7**	**0.5**	**0.5**	**10.6**	**10.5**	**6.2**	**6.6**
A股同业 *													
中国工商银行	601398 CH	未评级	5.3	n.a.	275,768	6.6	6.3	0.7	0.7	11.1	10.8	4.6	4.8
中国农业银行	601288 CH	未评级	3.3	n.a.	171,288	5.8	5.6	0.6	0.6	10.8	10.5	5.2	5.4
交通银行	601328 CH	未评级	4.7	n.a.	47,175	5.0	4.8	0.5	0.4	9.6	9.4	6.1	6.4
中国邮政储蓄银行	601658 CH	未评级	5.2	n.a.	63,834	7.4	6.8	0.8	0.8	10.9	11.0	4.1	4.5
中国建设银行	601939 CH	未评级	7.2	n.a.	201,663	7.1	6.7	0.8	0.7	11.3	10.9	4.2	4.4
中国银行	601988 CH	未评级	3.3	n.a.	135,000	5.7	5.4	0.5	0.5	9.7	9.6	5.5	5.7
中信银行	601998 CH	未评级	5.2	n.a.	33,846	6.0	5.6	0.5	0.5	9.5	9.3	4.2	4.5
中国民生银行	600016 CH	未评级	5.3	n.a.	33,241	4.8	4.3	0.5	0.4	10.4	10.3	5.6	6.0
兴业银行	601166 CH	未评级	21.0	n.a.	66,398	7.0	6.4	0.8	0.7	11.9	11.9	3.5	3.8
中国光大银行	601818 CH	未评级	4.3	n.a.	31,179	6.7	6.0	0.7	0.6	9.9	10.1	4.6	5.0
上海浦东发展银行	600000 CH	未评级	10.1	n.a.	44,767	5.4	5.1	0.6	0.5	10.3	10.0	4.7	4.9
平安银行	000001 CH	未评级	19.7	n.a.	58,192	13.8	12.1	1.3	1.2	9.3	9.8	1.0	1.2
华夏银行	600015 CH	未评级	6.5	n.a.	15,147	4.8	4.6	0.4	0.4	9.3	9.0	4.0	4.2
北京银行	601169 CH	未评级	4.9	n.a.	15,770	5.4	5.2	0.5	0.5	9.6	9.4	5.4	5.8
上海银行	601229 CH	未评级	8.1	n.a.	17,416	5.8	5.2	0.7	0.6	11.0	11.3	5.3	5.8
宁波银行	002142 CH	未评级	36.9	n.a.	33,623	14.6	12.4	2.1	1.8	15.0	15.2	1.4	1.7
算数平均						**7.0**	**6.4**	**0.7**	**0.7**	**10.6**	**10.5**	**4.3**	**4.6**
加权平均						**6.9**	**6.4**	**0.7**	**0.7**	**10.8**	**10.6**	**4.5**	**4.7**
全球同业 *													
HSBC	HSBA LN	未评级	388.3	n.a.	105,595	19.9	12.2	0.6	0.6	2.5	4.2	1.9	4.9
Standard Chartered	STAN LN	未评级	452.2	n.a.	19,058	15.1	9.8	0.4	0.4	2.1	3.9	1.3	3.1
Barclays	BARC LN	未评级	134.6	n.a.	31,184	17.5	9.3	0.4	0.4	2.4	4.4	1.2	3.7
Hang Seng Bank	11 HK	未评级	135.1	n.a.	33,170	14.9	14.2	1.5	1.4	10.1	10.6	3.9	4.5
Bank of East Asia	23 HK	未评级	17.2	n.a.	6,238	20.7	13.1	0.5	0.5	2.3	3.5	2.2	3.9
BOC Hong Kong	2388 HK	未评级	25.3	n.a.	33,686	9.6	9.4	0.9	0.8	9.5	9.4	4.6	5.3
Bank of America	BAC US	未评级	28.2	n.a.	243,606	16.2	13.4	1.0	0.9	6.2	7.0	2.6	2.7
J.P. Morgan Chase & Co.	JPM US	未评级	117.9	n.a.	359,322	15.7	12.9	1.5	1.4	9.6	11.1	3.1	3.1
Wells Fargo	WFC US	未评级	27.4	n.a.	113,078	58.7	13.5	0.7	0.7	1.3	4.9	4.4	2.1
Deutsche Bank	DBK GR	未评级	9.4	n.a.	23,076	n.a.	23.4	0.4	0.4	(0.8)	0.8	0.0	0.5
BNP Paribas	BNP FP	未评级	43.0	n.a.	64,190	8.8	9.0	0.5	0.5	6.1	5.4	5.4	5.4
平均						**19.7**	**12.7**	**0.8**	**0.7**	**4.7**	**5.9**	**2.8**	**3.6**

*资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测；基于2020年11月30日收盘价；注：*预测数据基于彭博一致预期*

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及 / 或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到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。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。
本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报

告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828