

强于大市

银行业 2021 年度策略

老树开新花，厚积以薄发

目前银行板块具备低估值（PB 为 0.80x，2021 年）、低仓位的特点，在 2021 年经济继续修复向好以及流动性边际收敛的预期催化下，我们认为银行基本面将呈现息差稳中有升、盈利大幅反弹的良好表现，支持板块估值修复，看好板块绝对收益。个股筛选角度来看，我们认为在经济修复阶段，具备区域经济优势、资产质量表现优异的成长型中小行（例如宁波银行、杭州银行、成都银行、南京银行、长沙银行等）有望脱颖而出；此外，在零售转型、金融科技改革大趋势下，看好战略前瞻性强、金融科技布局领先、综合化优势明显的标的（例如招商银行、平安银行等）。

支撑评级的要点

- **经济向好驱动银行估值修复，看好板块绝对收益**

在疫情对经济带来冲击、金融机构让利实体经济等综合因素影响下，银行板块 2020 年以来（截至 11 月 25 日）仅上涨 0.1%，跑输沪深 300 指数约 20 个百分点。回溯 2005 年以来银行股走势，在银行股兼备绝对和相对收益的主要阶段，经济向好或者经济预期的改善是核心驱动因素，并且在银行行情启动前，基金配置仓位处于低位。我们认为随着 2021 年经济的恢复性增长，银行基本面表现改善，同时国内经济修复好于海外，美元走弱使得 A 股投资吸引力抬升，都将助力板块估值修复，看好板块绝对收益。与此同时，建议关注国内外疫情动态以及金融供给侧改革过程中可能发生的信用风险个例。

- **金融科技促转型，机遇与挑战并存**

拥抱金融科技是银行转型发展的 3.0 阶段，在经历了对公业务快速发展、前赴后继转型零售后，银行纷纷开始重视金融科技并加大投入。目前银行与互联网巨头逐步走向“竞合”关系。竞争方面，互联网巨头在支付领域存在先发优势，依托场景更易触达零售小微等长尾客户；但在财富管理市场两者的竞争才刚开始，对于“非标准化”的财富管理，银行更具先天优势。合作领域，银行是主要的资金提供方，互联网企业则侧重于金融科技输出。分不同类银行来看，大中型银行金融科技意识强且投入大，部分银行投入资金规模已接近互联网巨头，有望在未来为公司估值溢价提供支撑；而小行在规模、人员、技术等方面相对弱势，短期来看或许接受金融科技力量输入是较为稳妥的选择之一。展望未来，金融科技的监管将更加完善，数字货币等金融科技新应用将不断给银行现有业务模式、竞争格局带来新的机遇与挑战。

- **基本面展望：息差企稳走阔，盈利大幅改善**

展望 2021 年，在经济逐步复苏、货币政策回归常态化背景下，预计全年新增信贷 20 万亿（同比增速 11.7%），增速较 2020 年（13.2%）放缓。息差方面，在 1 季度存量按揭重定价完成后，息差有望迎来阶段性拐点，预计 2021 年全年息差较 2020 年走阔 2-3BP。手续费收入在生产、生活活跃度持续回升情况下，预计 2021 年同比增速较 2020 年（7%）回升至 10%。息差走阔、手续费收入表现的改善将带动 2021 年上市银行营收同比增速较 2020 年（4.8%）提升至 10.5%-10.9%。考虑到信贷风险的滞后性以及海外疫情的不确定性，我们保守预计 2021 年不良生成速度（1.25%）较 2020 年小幅提升 5BP，不良率较 2020 年（1.52%）提升至 1.55%，且银行将保持稳健的拨备计提力度，预计信贷成本较 2020 年提升 3BP 至 1.52%。综上，我们预计 2021 年银行规模净利润同比增速较 2020 年（-6.5%）提升至 7.4%-8.1%。

- **评级面临的主要风险：**疫情反复使得经济超预期下行。

相关研究报告

《金融数据点评》20201113
《银行业 2020 年 3 季报综述》20201105
《银行业 2020 年 3 季报持仓点评》20201030
《银行业 2020 年半年报综述》20200901

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行

证券分析师：林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师：熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

目录

一、经济向好驱动银行估值修复，看好板块绝对收益 6

1.1 银行板块走势回顾 6
1.2 2021 年板块走势展望 8
1.3 跟踪不确定性风险 11

二、银行发展 3.0，金融科技促转型 13

2.1 金融科技带来全新的用户生态 15
2.2 金融企业和互联网公司走向“竞合”关系 15
2.3 展望：金融监管更加规范、金融科技实力分化或将加剧 19

三、货币政策回归常态化，银行业基本面改善 23

3.1 预计 2021 年信贷新增 20 万亿，社融新增 31 万亿 23
3.2 银行业基本面展望：息差企稳走阔，盈利大幅改善 26

投资建议：估值修复可期，个股聚焦成长性与稳健性 36

风险提示： 37

招商银行 39
平安银行 41
宁波银行 43
杭州银行 45
成都银行 47
南京银行 49
长沙银行 51
披露声明 53

图表目录

图表 1. 2020 年以来银行板块跑输沪深 300 指数 6
图表 2. 2020 年以来银行板块涨跌幅排名（26/29） 6
图表 3. 个股表现（老 16 家银行，截至 11 月 25 日） 7
图表 4. 个股表现（次新股，截至 11 月 25 日） 7
图表 5. 2018 年以来上市银行估值方差加大 7
图表 6. 3 季末银行板块重仓占比仍居低位 8
图表 7. 银行行业 ROE、ROA 绝对水平缓步下行 8
图表 8. 2005 年以来银行板块行情 9
图表 9. 经济走势或预期向好可能驱动银行行情 9
图表 10. 银行板块行情启动前，往往持仓比重居低位 10
图表 11. 2020 年 1-10 月北向资金净买入 938 亿元 10
图表 12. 保险资金权益配置占比仍待提升 10
图表 13. 2 季度以来国内经济 GDP 增速回升 11
图表 14. 美国疫情持续恶化 11
图表 15. 永煤事件后取消债券发行规模统计 12
图表 16. 信用债违约规模统计 12
图表 17. 违约信用债评级分布 12
图表 18. 各家银行纷纷将金融科技写进战略规划，作为公司未来发展的引领 14
图表 19. 中国互联网用户数规模庞大 15
图表 20. 移动用户的渗透率达 99% 15
图表 21. 新客群生态逐步形成 15
图表 22. 各行业线上化趋势明显 15
图表 23. 传统银行主要通过庞大的线下网点获客 16
图表 24. 网商银行的客户主要来自阿里生态圈 16
图表 25. 助贷模式：互联网金融平台收取技术费用，不承担损失 16
图表 26. 联合贷款模式：互联网金融平台与金融机构分享利差，共承损失 16
图表 27. 蚂蚁集团收入结构 17
图表 28. 支付宝自营贷款占比情况 17
图表 29. 支付宝与银行的代理类服务性收入情况 17
图表 30. 支付宝代理类收入增长情况 17
图表 31. BAT 与部分银行手机银行月活数比较 18
图表 32. 近三年互联网金融相关监管政策内容梳理 20
图表 33. 大行在金融科技的投入已接近头部互联网企业 21

图表 34. 数字货币的发展已进入区域试点阶段.....22
图表 35. 2021 年预计新增信贷 20 万亿.....23
图表 36. 2021 年贷款同比增速约为 11.7%.....23
图表 37. 2020 年下半年以来货币政策定调更趋稳健.....24
图表 38. 社融增速与名义 GDP 增速.....25
图表 39. 宏观杠杆率、社融增速与名义 GDP.....25
图表 40. 2019 年非保本理财中非标占比为 15.63%.....25
图表 41. 2020 年上半年票据利率下行.....25
图表 42. 2020 年以来委托和信托贷款压降持续.....26
图表 43. 表外融资占存量社融比重不断降低.....26
图表 44. 2020 年以来息差总体呈下行趋势.....27
图表 45. 不同类型银行息差均有下滑.....27
图表 46. 贷款端收益率已降至 2015 年以来的低位.....27
图表 47. 2020 年下半年 LPR 利率报价已基本止跌企稳.....27
图表 48. 存量按揭贷款定价转化对行业息差影响有限.....28
图表 49. 2020 年下半年起市场资金利率开始上行.....29
图表 50. 2020 年下半年同业存单利率开始上行.....29
图表 51. 结构性存款占比已低于 2020 年年初水平.....29
图表 52. 结构性存款利率持续下行.....29
图表 53. 2019 年以来银行业（全行业口径）规模增速回升.....30
图表 54. 不同类型银行规模同比增速均有提升.....30
图表 55. 上市银行信贷占比提升.....30
图表 56. 非信贷类资产投资同比负增.....30
图表 57. 2021 年居民信贷增量占比预计为 43%.....31
图表 58. 零售信贷增速已触底回升.....31
图表 59. 2020 年 3 季度不良生成率同比小幅回升.....31
图表 60. 行业不良+关注贷款占比总体稳定.....31
图表 61. 上市银行 3 季度信贷成本同比下降.....31
图表 62. 2019 年以来行业处置力度加大.....31
图表 63. 2020 年延期还本付息政策梳理.....32
图表 64. 2020 年行业拨备覆盖率小幅下行.....32
图表 65. 上市银行的拨备能够覆盖当期发生不良.....32
图表 66. 上市银行资产质量数据.....33
图表 67. 3 季度行业手续费收入同比增速提升.....34
图表 68. 3 季度股份行手续费收入占比提升.....34

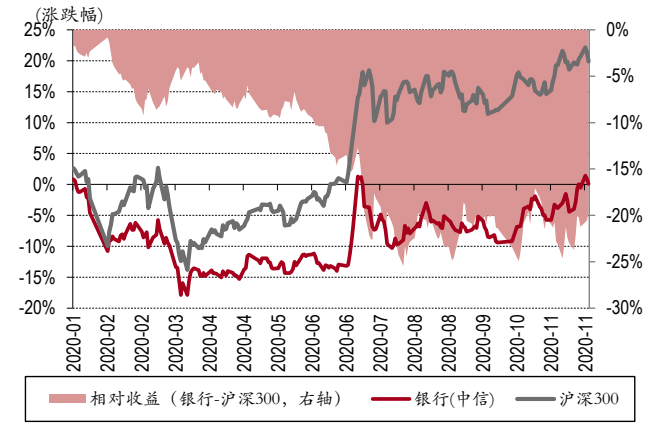
图表 69. 信用卡业务风险持续暴露中 34
图表 70. 预计 2021 年净手续费收入增速将回升至 10% 34
图表 71. 预计上市银行 2021 年营收同比增速约 10.5-10.9% 35
图表 72. 预计上市银行 2021 年净利润同比增速约 7.4%-8.1% 35
附录图表 73. 报告中提及上市公司估值表 38
股价表现 39
投资摘要 39
损益表(人民币 十亿元) 40
主要比率 (人民币 十亿元) 40
股价表现 41
投资摘要 41
损益表(人民币 十亿元) 42
主要比率 (人民币 十亿元) 42
股价表现 43
投资摘要 43
损益表(人民币 十亿元) 44
主要比率 (人民币 十亿元) 44
股价表现 45
投资摘要 45
损益表(人民币 十亿元) 46
主要比率 (人民币 十亿元) 46
股价表现 47
投资摘要 47
损益表(人民币 十亿元) 48
主要比率 (人民币 十亿元) 48
股价表现 49
投资摘要 49
损益表(人民币 十亿元) 50
主要比率 (人民币 十亿元) 50
股价表现 51
投资摘要 51
损益表(人民币 十亿元) 52
主要比率 (人民币 十亿元) 52

一、经济向好驱动银行估值修复，看好板块绝对收益

1.1 银行板块走势回顾

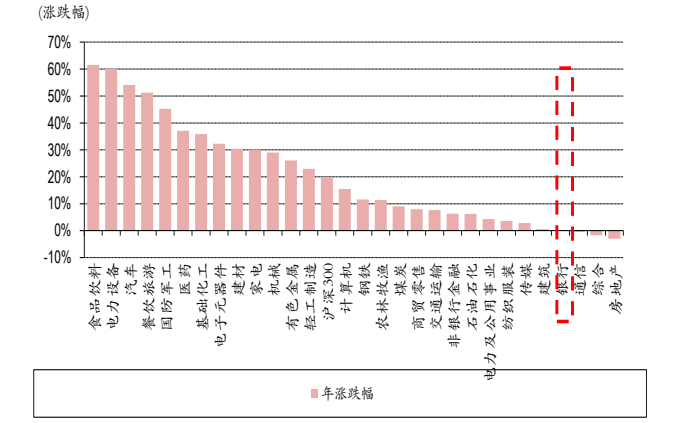
银行板块 2020 年以来（截至 11 月 25 日）上涨 0.1%，跑输沪深 300 指数约 20 个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅在所有行业中排名 26/29。其中，在 2019 年年报、2020 年 1 季报、2020 年 3 季报披露阶段，由于银行的业绩表现好于预期，银行指数短时间内小幅反弹，板块估值有所修复。2020 年 1 季度受疫情冲击以及监管引导金融机构让利实体经济的影响，板块的零售信贷以及息差表现承压，但银行对公信贷积极投放，通过"以量补价"方式保证了业绩的稳健性。疫情对行业经营的影响在 2 季度体现得最为明显，国内经济增长疲弱背景下，银行加大拨备计提力度，上市银行（考虑可比性，未纳入 2020 年上市的厦门银行，下同）上半年净利润同比下降 9.4%。但 3 季度以来，上市银行经营情况改善，上市银行前三季度净利润同比下降 7.7%。整体来看，上半年在海外疫情蔓延、金融机构让利实体经济等因素影响下，市场对上市银行息差、资产质量的悲观预期主导板块走势，掣肘板块估值修复弹性；8 月以来，随着国内经济渐进式复苏，市场悲观情绪缓释。

图表1. 2020 年以来银行板块跑输沪深 300 指数



资料来源：万得，中银证券

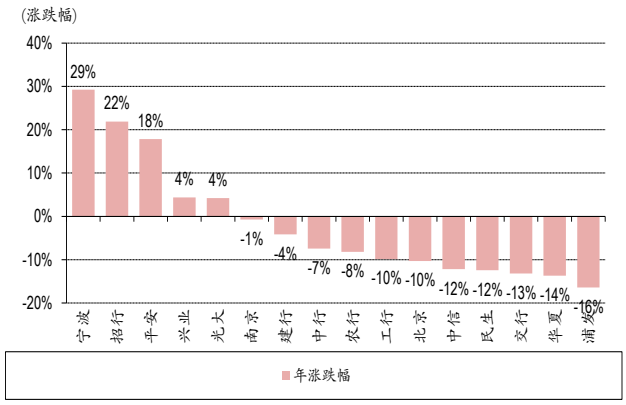
图表2. 2020 年以来银行板块涨跌幅排名（26/29）



资料来源：万得，中银证券

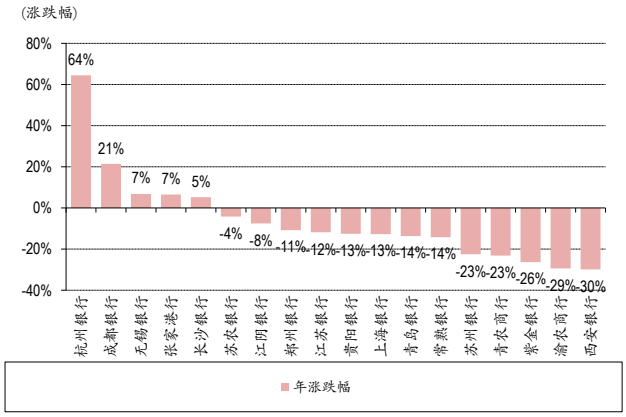
虽然银行（中信）指数跑输大市，但银行板块中仍不乏亮眼表现个股。截至 11 月 25 日，有 5 只银行股年涨跌幅超 10%，分别为杭州银行（64%）、宁波银行（29%）、招商银行（22%）、成都银行（21%）、平安银行（18%）。招商银行和宁波银行战略定位清晰、管理层稳定、基本面稳健；平安银行集团资源优势凸显、零售战略转型成效显著且基本面改善；而杭州银行、成都银行作为有成长性的城商行，具备区域经济环境/国家战略支持优势、基本面边际改善、盈利增速较高的特点，在 2020 年获得市场投资者的青睐。

图表3. 个股表现（老 16 家银行，截至 11 月 25 日）



资料来源：万得，中银证券

图表4. 个股表现（次新股，截至 11 月 25 日）



资料来源：万得，中银证券

银行个股估值分化加剧。我们回溯 2011 年以来银行板块及个股估值表现，可以看到区间里板块整体估值中枢呈下行趋势，并且个股表现分化加剧，估值方差加大。虽然银行个股过去被打上“靠存贷利差吃饭”、“业务同质化”的标签，但个股估值分化加剧依然彰显投资者对于“优质”个股或者“改善”个股愿意给予估值溢价。

图表5. 2018 年以来上市银行估值方差加大

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
板块估值	1.38	1.22	0.94	1.28	1.05	0.88	1.01	0.81	0.84	0.84
估值Max	1.66	1.55	1.15	1.58	1.58	2.36	2.60	1.38	1.92	2.14
估值Min	1.08	1.00	0.70	1.11	0.95	0.77	0.77	0.59	0.59	0.46
估值方差	0.17	0.17	0.12	0.14	0.16	0.52	0.42	0.19	0.32	0.37

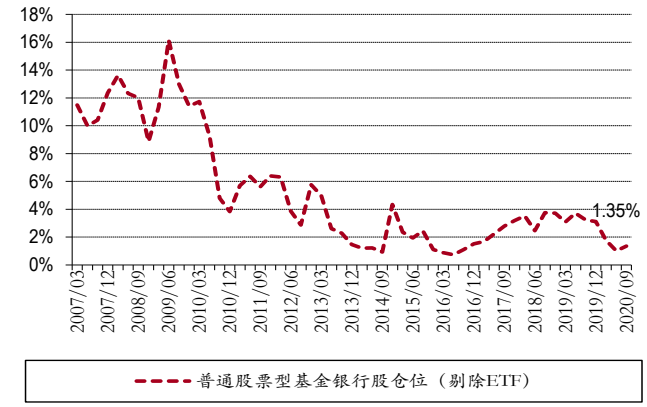
资料来源：万得、中银证券

注：为简化计算，个股估值取值时间为每年年末；

银行业 3 季度重仓持股比例明显低于标配，估值为所有板块最低。根据我们的统计，2020 年 3 季末股票型、偏股混合型基金重仓股配置中，持有上市银行股的总市值占基金总市值比重较 2 季末小幅上升 0.28 个百分点至 1.35%，但仍低于标准配置（A 股银行股流通市值占比约 11%）。

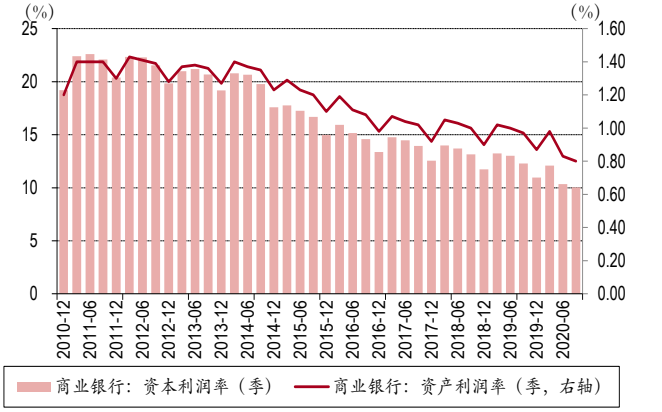
我们认为板块持仓比重低、估值低的原因包括了：1）A 股市场投资者以个人为主，追求短期回报，更加偏好高成长性、高弹性板块，而大市值的银行板块估值弹性相对弱。此外，即便是公募基金，由于基金经理也存在季度考核，在资产配置过程中也更关注有望出现绝对收益的板块。2）银行作为顺周期板块，随着国内经济增速的放缓，盈利能力亦有所减弱。3）不确定性事件（中美贸易、突发疫情、债券违约、监管因素等）频发，市场对于银行资产质量的担忧不断，掣肘板块估值修复弹性。

图表6. 3 季末银行板块重仓占比仍居低位



资料来源：万得，中银证券

图表7. 银行行业 ROE、ROA 绝对水平缓步下行



资料来源：万得，中银证券

1.2 2021 年板块走势展望

（1）2021 年板块走势展望：经济修复打底，资金配置驱动

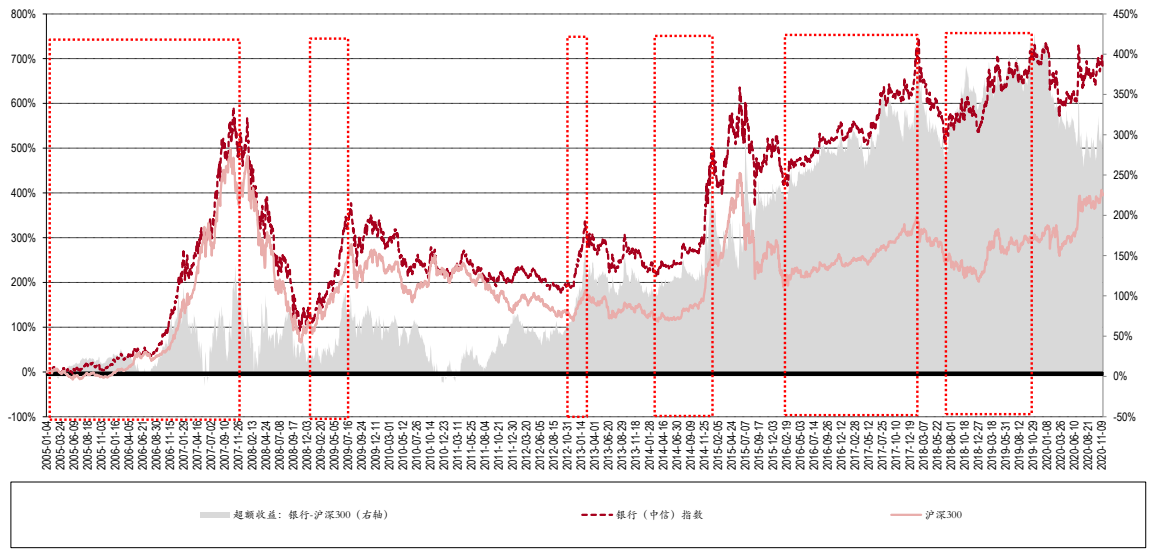
展望 2021 年，我们认为经济的修复、银行基本面预期的改善、海外增量资金流入及长期资金入市将推动板块估值的修复，看好银行板块 2021 年绝对收益。受 2020 年较低基数的影响，2021 年全年累计 GDP 同比增速较 2020 年将有明显上行。中银证券宏观团队预计 2020/2021 年国内实际 GDP 同比增速分别为 2.0%、9.5%；名义 GDP 同比增速分别为 2.7%、11.3%。增量资金方面，2021 年 A 股国际化将持续推进，且随着中长期资金入市、投资者结构有望进一步优化，推动中长期价值投资理念的形成，银行板块配置意愿有望提升。

经济走势向好或者经济预期改善是影响银行板块行情的最核心因素。银行作为一个明显的顺周期行业，宏观经济是银行经营的重要影响因素，因此很大程度上也决定了银行股的走势。经济的高涨亦或是改善会对银行的量（规模扩张）、价（息差）、质（资产质量）带来正面的影响，从而反映在银行的股价表现上。

回溯 2005 年以来的板块股价走势，银行股兼备绝对和相对收益的主要有六个阶段：（1）2005.01~2007.11、（2）2008.12~2009.07、（3）2012.10~2013.02、（4）2014.03~2014.12、（5）2016.01~2017.12，（6）2018.09~2019.10。

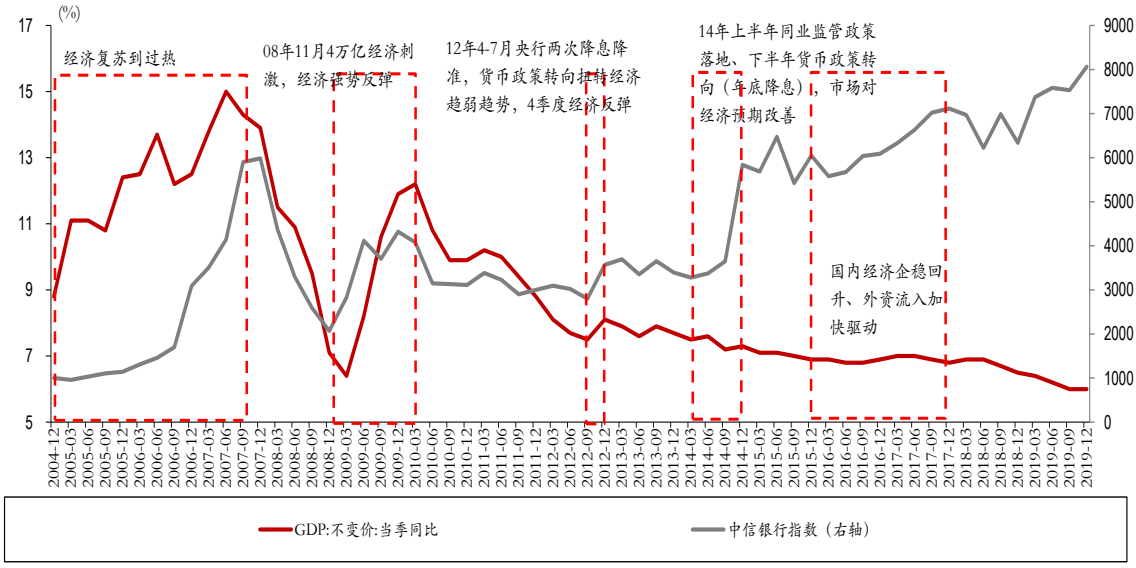
其中，（1）、（2）、（3）阶段行情出现时，国内经济走势向好；2014 年的行情受监管政策落地（上半年同业 127 号文落地）、货币政策转向宽松（2014 年底央行）驱动，市场对经济以及银行基本面的预期改善；2016 年开启的行情由国内经济企稳回升、外资流入加快驱动；2018 年 3 季度以来的行情背后的驱动因素多样，包括监管压力缓释下市场对银行基本面预期的改善、中美贸易风险暂缓等，但这波行情下经济不是最重要驱动因素。

图表8. 2005 年以来银行板块行情



资料来源：万得、中银证券

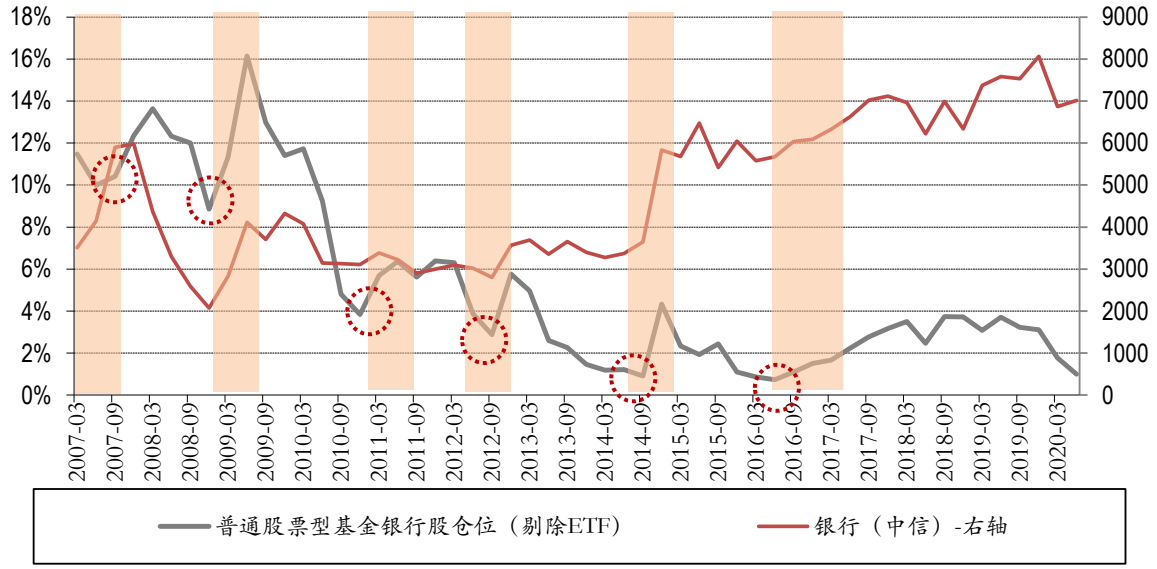
图表9. 经济走势或预期向好可能驱动银行行情



资料来源：万得、中银证券

从银行板块行情走势来看，往往在行情启动前，基金配置仓位较低，增量资金的流入能够有效提升银行股估值。银行股行情启动前，公募资金持银行股仓位一般处于低位，银行股行情启动后公募基金增仓银行股为股价的持续上涨提供更大的弹性。需要注意的是，低仓位配置并不表示银行股行情的即刻启动，需要宏观层面、银行基本面和事件性因素的催化；同时，也需要关注外部增量资金流入的信号。相对而言，境外增量资金风险偏好较低，低估值银行股易获得青睐。

图表10. 银行板块行情启动前，往往持仓比重居低位

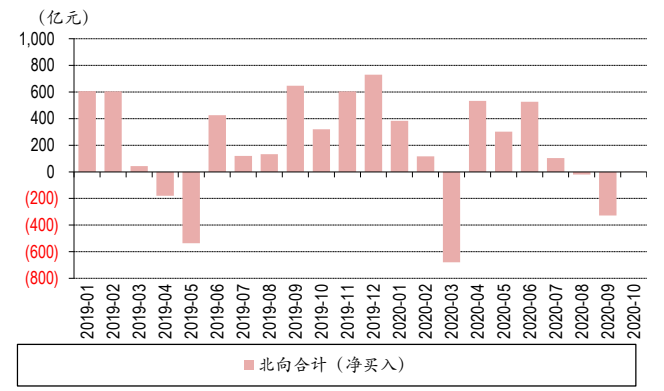


资料来源：万得、中银证券

2021 年海外增量资金有望助力银行板块估值的修复。IMF 在 10 月的《世界经济展望报告》表示，中国是 2020 年全球唯一可实现正增长的国家，并预计 2021 年中国 GDP 将实现 8.2%增速。此外，2020 年 A 股国际化脚步加快，富时罗素将 A 股纳入因子由 15%提升至 25%；监管发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，取消境外合格投资者境内证券投资额度管理要求。监管也明确表态，将继续推进资本市场对外开放。我们认为在 2021 年国内经济表现优于全球、美元走弱的驱动下，A 股投资对于海外资金的吸引力增强，海外增量资金的流入将助力银行板块估值的修复。

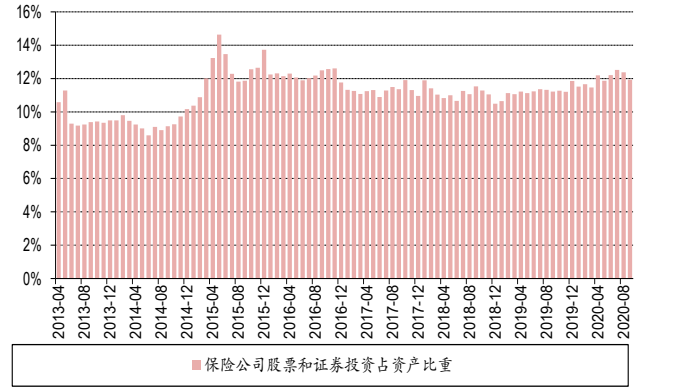
监管鼓励壮大专业机构投资者力量，中长期资金入市比例有望提升。目前 A 股市场仍以个体投资者为主，但监管正积极采取举措以逐步推动提升中长期资金入市比例，包括了：1）提升资管机构专业能力，增强权益产品吸引力，推动短期交易性资金向长期配置力量转变；2）推动放宽中长期资金入市比例和范围：例如，银保监会 2020 年 7 月发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，符合要求的保险公司的投资权益类资产的比例上限可由上季末资产的 30%放宽至 45%；3）提升交易便利性和效率，降低交易成本，着力构建中长期资金“愿意来、留得住”的市场环境。

图表11. 2020 年 1-10 月北向资金净买入 938 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表12. 保险资金权益配置占比仍待提升



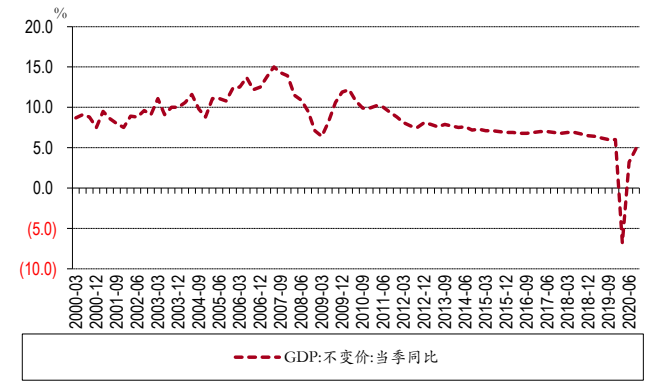
资料来源：万得，中银证券

1.3 跟踪不确定性风险

（1）国内外疫情进展

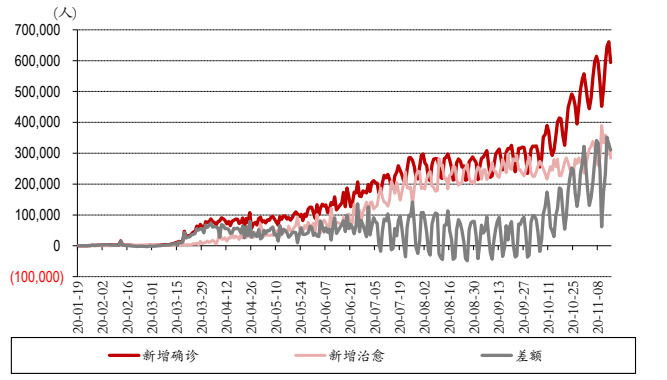
下半年国内疫情防控取得成效，GDP 增速触底反弹。但海外疫情蔓延持续，尤其 10 月以来，欧美的第二波疫情袭来，法国、德国随后宣布实行新的封锁措施；美国 7 天平均单日新增新冠确诊病例创下疫情暴发以来的最高纪录。11 月 9 日，美国制药商辉瑞公司表示，和德国合作伙伴 BioNTech 合作开发的新冠疫苗在第三阶段试验中 90%有效，预计今年年底前生产 5000 万剂新冠 mRNA 疫苗，足够 2500 万人注射，到 2021 年扩大至 13 亿剂。我们认为疫苗的超预期进展有助于提振市场信心，如果疫苗完成研发、投产、普及，则受疫情影响严重的国家和地区经济有望在 2021 年下半年开始修复，对我国出口带来利好。**但也需要关注的是，由于疫苗普及仍需要时间，后续关注国内外疫情动态。**

图表13. 2 季度以来国内经济 GDP 增速回升



资料来源：万得，中银证券

图表14. 美国疫情持续恶化



资料来源：万得，中银证券

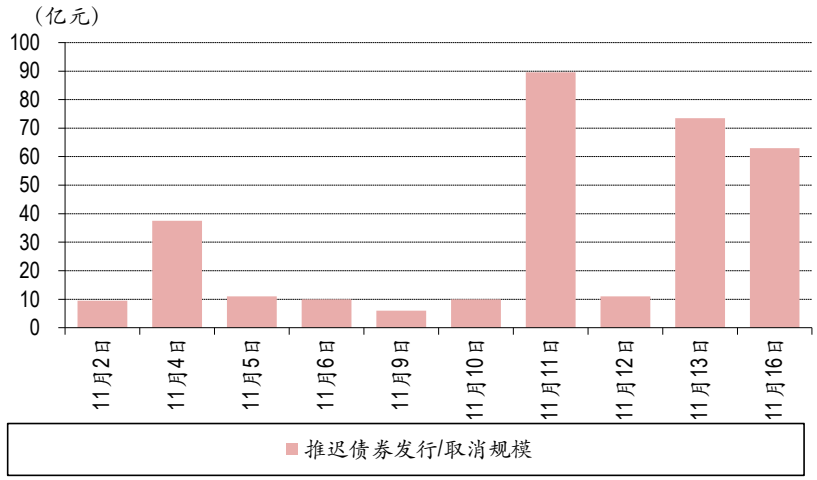
（2）永煤债券违约后，信用分层现象加剧

2020 年 11 月 10 日，河南省国企永城煤电控股集团有限公司（以下简称永煤控股）旗下债券“20 永煤 SCP003”到期未能兑付，发生实质性违约。11 月 13 日，永煤控股宣布 3239 万的利息已到位，但本金仍在筹措中。

永煤控股作为河南省最大国企-河南能源化工集团有限公司的下属核心骨干企业，截至 9 月末永煤控股资产达 400 多亿元，此次违约规模约 10 亿元，因此市场质疑其有“逃废债”的嫌疑。此次也是第一单 AAA 评级的地方国有企业实质性违约，打破了市场的“国企刚兑”信仰。

我们认为永煤事件发生的背后逻辑如下：今年在疫情下，央行实施宽松的货币政策，在流动性宽裕环境下，短期有债务周转有困难的企业压力缓解，但随着前期宽松政策的逐步退出和流动性的边际收紧，部分地区资产负债率较高、主营业务需求低迷、资金流动性较差的企业信用风险暴露。自永煤违约事件后，机构投资者风险偏好降低，多只信用债推迟或取消发行，其中发行人为评级为 AA 级及以上的地方融资平台不在少数。

图表15. 永煤事件后取消债券发行规模统计

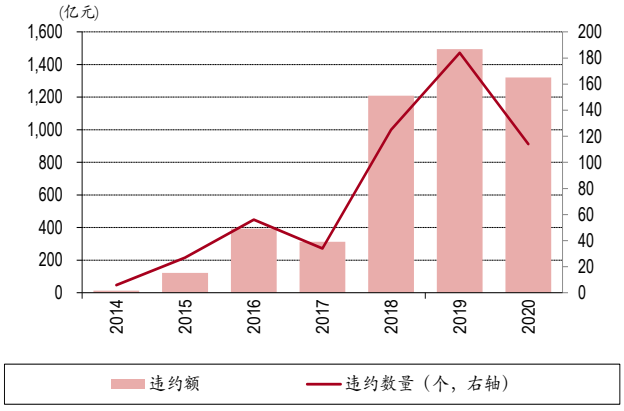


资料来源：万得，中银证券

我们梳理 2014 年以来的信用债违约情况，2020 年以来（截至 11 月 18 日）信用债违约规模为 1321 亿，违约债数目为 114 只，较 2019 年（1494 亿、184 只）均有下行。从 2020 年违约债评级分部情况来看，41%的债券主体评级为 C，主体评级为 AAA 的债券占比为 15%，且在永煤之前并未有实质性违约。最近一轮债券违约潮发生在 2018-2019 年，背后的原因是 2017 年金融去杠杆开展、企业非标融资渠道受限带来流动性紧张。我们认为永煤违约事件后，在金融供给侧改革大背景下，信用分层情况或将加剧，体现在不同经济发展趋势的区域、主营业务发展趋势不同的行业或者企业之中，未来不排除有个别资质较差的企业暴露信用风险。

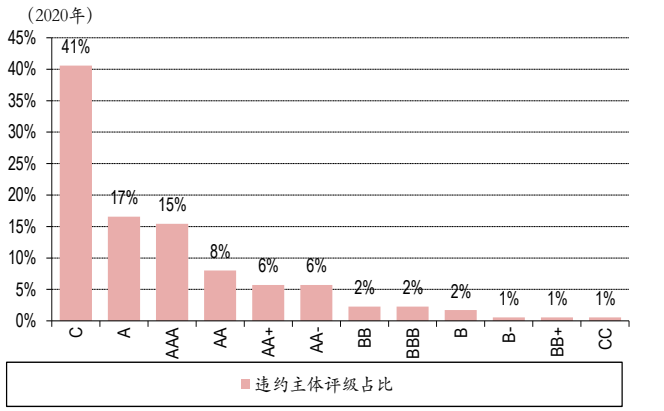
大面积信用债违发生可能性低，对银行资产质量影响有限。永煤违约事件发生后，银行板块在 11 月 12 日-13 日下跌 3.57 个百分点，主要受市场恐慌情绪蔓延的影响。我们认为在 2021 年经济发展趋势向好、流动性环境预计优于 2018-2019 年的情况下，出现大规模信用债违约的风险较低。近期金融委定调债市违约个案，强调要：处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。对于银行而言，国有企业是重要的对公资源，尽管银行表内配置信用债的比例较低，但债券发行主体融资难度加大将影响其债务偿还能力，进而对银行资产质量带来影响，并且银行表外理财中，信用债也是重要的配置方向。如果大范围爆发信用债违约，很可能引发系统性风险。永煤事件后，预计银行将加大信用风险排查力度，个别案例的风险暴露对于银行资产质量影响有限。

图表16. 信用债违约规模统计



资料来源：万得，中银证券

图表17. 违约信用债评级分布



资料来源：万得，中银证券

二、银行发展 3.0，金融科技促转型

我国银行业真正商业化的发展始于 2000 年后，2003 年以后银行开始股改上市，开展商业化、专业化的运营。我们认为银行业市场化发展的近 20 年时间内，可以大致分为以下三个阶段：

第一阶段，由于利率市场化改革尚未深化，银行只要保证规模的快速增长，就能通过相对稳定的息差保持盈利的增长，这一时期能够上量的对公业务是银行业务的核心支柱。

第二阶段，随着资负两端的利率限制不断被打开，行业息差开始承压；经济增速下行和金融脱媒的冲击使得银行规模的持续高增难以为继，银行在经历 2014-2015 年不良集中爆发后开始零售转型的探索之路，零售转型成为行业大势所趋。

第三阶段，一方面国内互联网巨头涉足金融业务激发“鲶鱼效应”让银行业意识到金融科技给传统业务带来了全新的机遇与挑战，另一方面行业的集中零售转型和逐步暴露的共债风险，使得以信用卡业务为代表的零售业务不良率开始抬升，步入阶段性调整。随着部分头部股份行零售转型的深入，各家银行纷纷提出智能银行、科技银行的发展理念，行业开始聚焦运用金融科技的手段给传统银行业务带来新的变革和发展。

图表18. 各家银行纷纷将金融科技写进战略规划，作为公司未来发展的引领

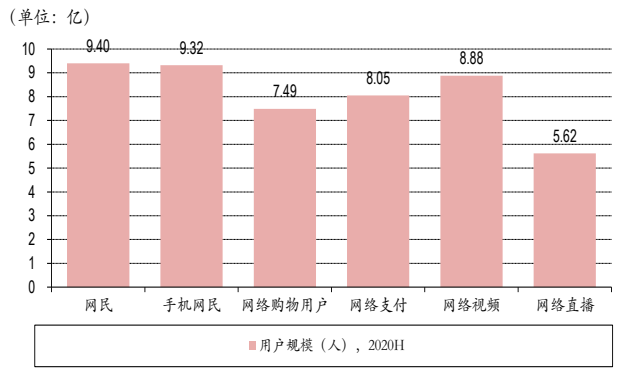
银行名	金融科技相关战略内容	金融科技投入（百万）	营业收入（百万）	占比
工商银行	坚持科技驱动、价值创造，以金融科技赋能经营管理，为实体经济股东、客户、员工和社会创造卓越价值。 制定《中国工商银行金融科技发展规划（2019-2023年）》，金融科技发展规划着眼于推进集团跨境、跨业、跨界转型发展要求，以“金融+科技”打造智慧银行生态体系，纵深推进金融科技创新信发展，打造“数字工行”。	16,374	855,164	1.91%
建设银行	以金融科技支持业务发展，构建“场景化、个性化、智能化”的新零售，打造“交易性与新兴业务无缝融合”的新对公服务，建设“智能、高效、强风控”的普惠金融。	17,633	705,629	2.50%
农业银行	制定“推进数字化转型再造一个农业银行”的战略构想，提出按照“互联网化、数据化、智能化、开放化”的思路，坚持以客户为中心，以金融科技和业务创新为驱动，推进产品、营销、渠道、运营、风控、决策等全面数字化转型和线上线下一体化深度融合，着力打造客户体验一流的智慧银行、“三农”普惠领域最佳数字生态银行。	12,790	627,268	2.04%
中国银行	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持科技引领、创新驱动、转型求实、变革图强，把中国银行建设成为新时代全球一流银行。	11,654	549,182	2.12%
邮储银行	本行的战略愿景是致力于成为客户信赖、特色鲜明、稳健安全、创新驱动、价值卓越的一流大型零售银行。 践行科技兴行战略，坚持科技赋能，全力推动“十三五”IT规划实施，着力提升自主研发和系统运维能力，强化数据治理和大数据应用，加快金融科技创新，为邮储银行数字化转型和高质量发展提供有力支撑。	8180	276809	2.96%
招商银行	坚持“一体两翼”的战略定位，零售“一体”以MAU为“北极星”，拥抱“客户+科技”，构建移动互联时代的竞争新优势，打造零售金融3.0数字化新模式。 加快推进金融科技战略，推进金融科技本体质变，赋能零售金融3.0数字化转型，助力产业互联网模式升级。	9,361	269,703	3.47%
交通银行	提速智慧化转型步伐。持续加大科技投入，推动流程重塑、模式创新，塑造交行面向未来的金融科技优势。强化用户思维、产品思维、大数据思维，做好IT架构转型、IT管理架构优化、数据治理提升这三件大事，将科技融入到经营管理全链条，加速释放科技创新在发展中的“乘数效应”，让金融科技从“支撑发展”真正走向“引领发展。	5,045	232,472	2.57%
浦发银行	战略路径突出“一条主线、一个根本、一个导向、双轮驱动、三个能力”，即：以高质量发展为主线，以服务为根本，以市场为导向，实施客户体验和数字科技双轮驱动，增强核心竞争力、行业引领力和全球影响力。	4,120	190,688	2.16%
中信银行	秉承“平安中信、合规经营、科技立行、服务实体、市场导向、创造价值”的经营理念。	4,894	189,584	2.58%
兴业银行	兴业银行集团将秉承“服务立行、从严治行、专家办行、科技兴行”的长期战略	3,565	181,308	1.97%
民生银行	“民营企业的银行、科技金融的银行、综合服务的银行”三大战略定位。 制定《中国民生银行科技金融战略发展规划(2019-2022年)》，定位“科技引领，数字民生”的战略愿景，围绕“金融+互联网”和“互联网+金融”的两大发展模式，坚持创新发展理念，主动转型科技架构，构建场景金融中台服务体系，聚焦重点业务领域，加速科技从支撑业务的生产工具到业务创新源动力的变革。		180,441	
平安银行	“科技引领、零售突破、对公做精”十二字策略方针。	3,497	137,958	2.53%
光大银行	业务转型赋能、基础技术能力、科技服务治理(“BTG”)金融科技发展策略。 “一个智慧大脑、两大技术平台、三项服务能力、N个数字化名品”的“123+N”数字银行发展体系。	3,400	132,812	2.56%
华夏银行	以存款立行、科技兴行、人才强行、风控保行作为根本的战略导向。 持续深化金融科技发展战略，以“价值创造”为导向，以“智慧金融、数字华夏”为愿景，坚定不移地加大资源投入，聚焦“创新引领，数据驱动，智能转型，安全运行，效率提升”五大目标。	2,656	84,734	3.13%

资料来源：公司官网及 2019 年年报，中银证券

2.1 金融科技带来全新的用户生态

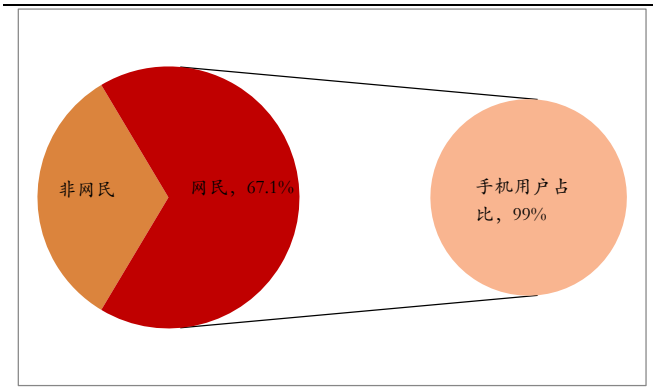
随着互联网技术的飞速发展，银行面临的用户客群和企业生态都在发生颠覆性的变化。一方面，粗略估计中国人口规模达 14 亿，截止 2020 年 6 月互联网用户的规模已达 9.4 亿人，网民在总人口中的占比为 67.1%，其中手机用户的占比更高达 99%。另一方面，和用户行为习惯变化相适应的是各种业务模式的线上化，一批新业态企业的诞生。根据最新《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截止 2020 年 6 月，教育、医疗、政务等活动的线上化率高达 40.5%、29.4%、82.8%。用户习惯和业务模式的变迁必然要求与之相匹配的金融服务，变革的同时也带来了新的业务机会与发展空间。

图表19. 中国互联网用户数规模庞大



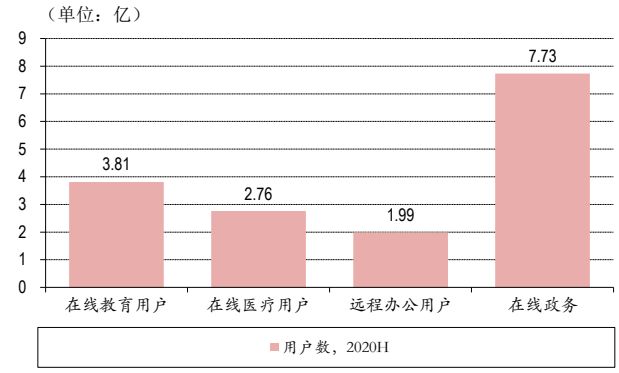
资料来源：中国互联网络信息中心，中银证券

图表20. 移动用户的渗透率达 99%



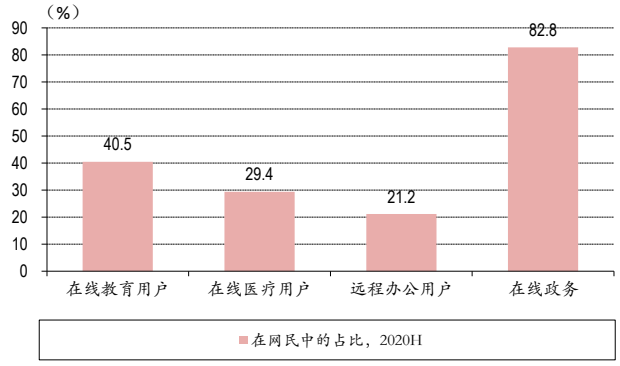
资料来源：中国互联网络信息中心，中银证券

图表21. 新客群生态逐步形成



资料来源：中国互联网络信息中心，中银证券

图表22. 各行业线上化趋势明显



资料来源：中国互联网络信息中心，中银证券

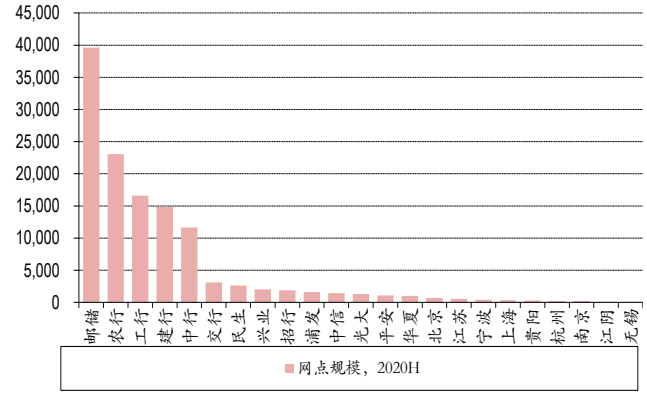
2.2 金融企业和互联网公司走向“竞合”关系

在金融科技浪潮中，部分国内互联网企业紧紧抓住了数字经济的转型机会，对银行业务带来挑战，特别是在移动支付领域占据了先发优势，也分割了部分银行传统的存贷业务市场。银行在意识到金融科技的重要性后不断加大科技投入，银行和互联网公司正逐步形成竞合关系。

（1）客户获取：零售小微暂处劣势，对公领域前景广阔

传统银行主要通过线下网点获取客户并提供服务，客户获取受到网点布局的地理局限，且单位成本较高。而互联网企业主要通过自身生态场景获客，获客成本较低，且对长尾客户能够做到有效覆盖。展望未来，在零售客户领域，目前各线上场景业态已相对稳固且竞争激烈，银行或将更多可考虑与外部互联网企业合作的模式介入场景，引流再提供服务；而在互联网企业涉入尚浅的对公领域，银行未来可考虑如何通过大数据和物联网的模式有效介入企业业务和现金流链条，抓住潜在的业务机会。

图表23. 传统银行主要通过庞大的线下网点获客



资料来源：万得，中银证券

图表24. 网商银行的客户主要来自阿里生态圈



资料来源：中银证券

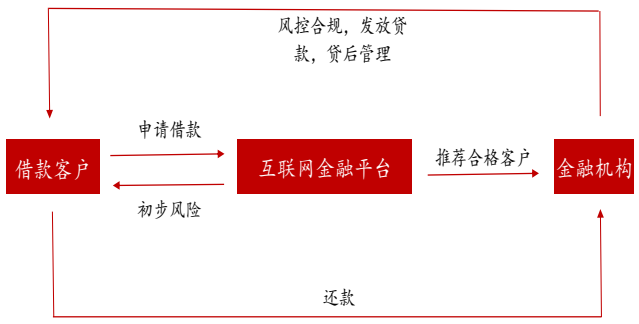
（2）业务开展：信贷业务合作紧密、代销竞争“方兴未艾”

目前银行与互联网平台在信贷业务方面的合作主要分为“助贷模式”和“联合贷款模式”。具体来说，**助贷模式**主要是指互联网平台在自身场景中为银行进行产品推广，提供引流，进行客户推荐，帮助银行实现信贷发放，但自身并不提供资金，不承担信贷发放的风险，也不进行贷后管理的模式。银行在助贷模式中赚取信贷发放的利息收入，互联网平台仅向银行收取客户推荐和金融技术服务费。第二种模式为**联合贷款**，是指互联网和银行各自按一定比例出资，通常互联网平台的出资比例较低（1%-3%），在合作中主要承担客户筛选和风控把握，并参与到贷后风控及催收的过程中，双方按照出资比例共享利息收入。

根据蚂蚁金服披露，截至 2020 年 6 月 30 日，公司平台促成的信贷余额中，由金融机构合作伙伴进行实际放款或已证券化的比例合计约为 98%，由蚂蚁集团及其子公司直接提供信贷服务的表内贷款占比约为 2%。在银行和互联网平台的合作过程中，银行依然是最主要的出资方，而互联网平台更多提供的是客户流量、金融支持。可以看出，在线上信贷领域，目前银行和互联网平台合作大于竞争，直接性的业务竞争关系并不明显。

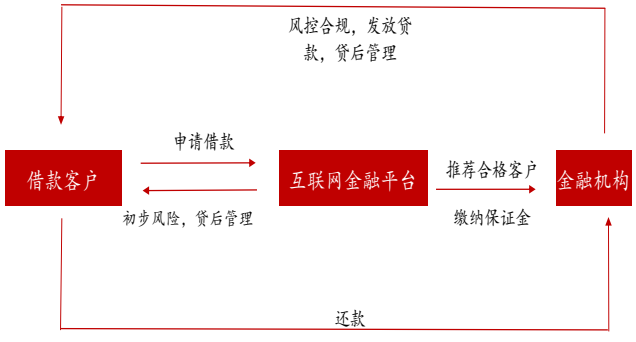
展望未来，我们认为有两点趋势可以肯定，一是银行和互联网企业在信贷领域的合作态势仍将延续，根据 11 月 2 日最新出台的《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》，新规对互联网企业在开展小额贷款业务时的出资比例和跨省经营方面都提出了更高要求，未来互联网企业将更加倾向于技术输出的模式与银行开展合作。二是大行和股份行随着自身金融科技力量的提升，逐渐会弱化对于互联网金融平台的金融技术依赖，更多希望通过自身场景的介入和客户选择实现自主线上信贷投放，而小行由于金融科技力量较为薄弱，会成为互联网金融企业的主要合作对象。

图表25. 助贷模式：互联网金融平台收取技术费用，不承担损失



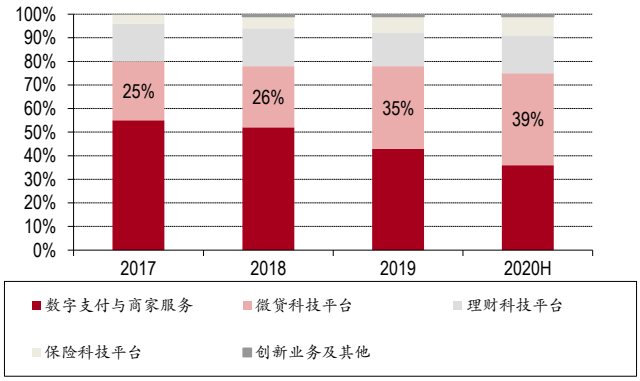
资料来源：中银证券

图表26. 联合贷款模式：互联网金融平台与金融机构分享利差，共承损失



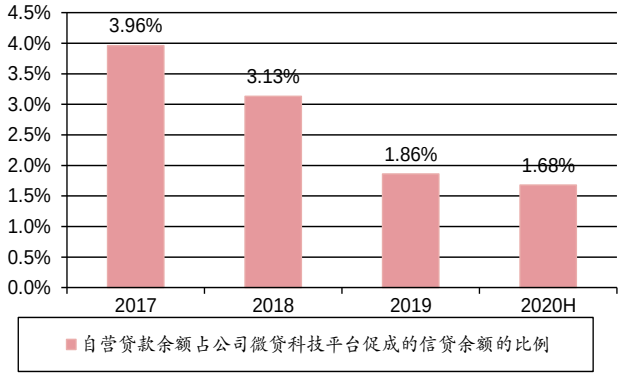
资料来源：中银证券

图表27. 蚂蚁集团收入结构



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，中银证券

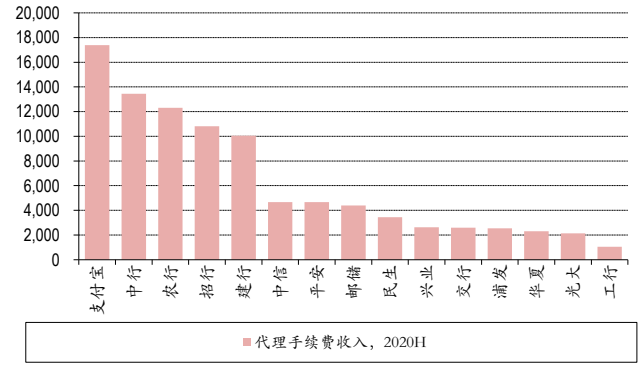
图表28. 支付宝自营贷款占比情况



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，中银证券

银行与互联网企业竞争的另一方面是财富管理领域。我们将银行代理手续费收入与互联网平台进行比较，尽管口径有一定出入，但在银行的代理业务范围更加广泛的基础上（互联网平台主要代销基金产品和保险产品），主要上市银行的代理业务收入表现不及互联网平台巨头。我们认为造成差异的主要原因在于互联网平台的主要客户触达入口在移动端，我们通过比较 BAT 与银行（仅部分银行进行披露）移动端月活用户数可以看出，互联网企业基于 APP 端较为丰富的生态场景，其用户月活数要远高于银行移动端，奠定其在金融产品代销服务方面良好表现基础。

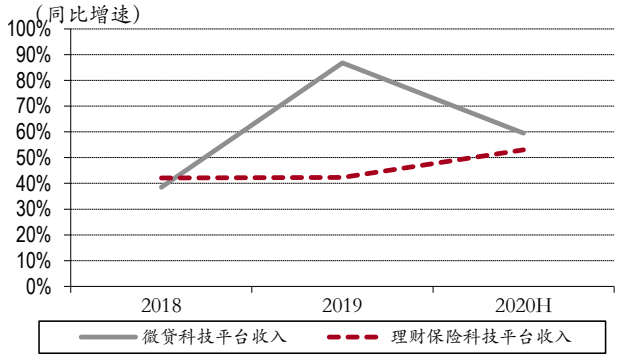
图表29. 支付宝与银行的代理类服务性收入情况



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，公司财报，中银证券

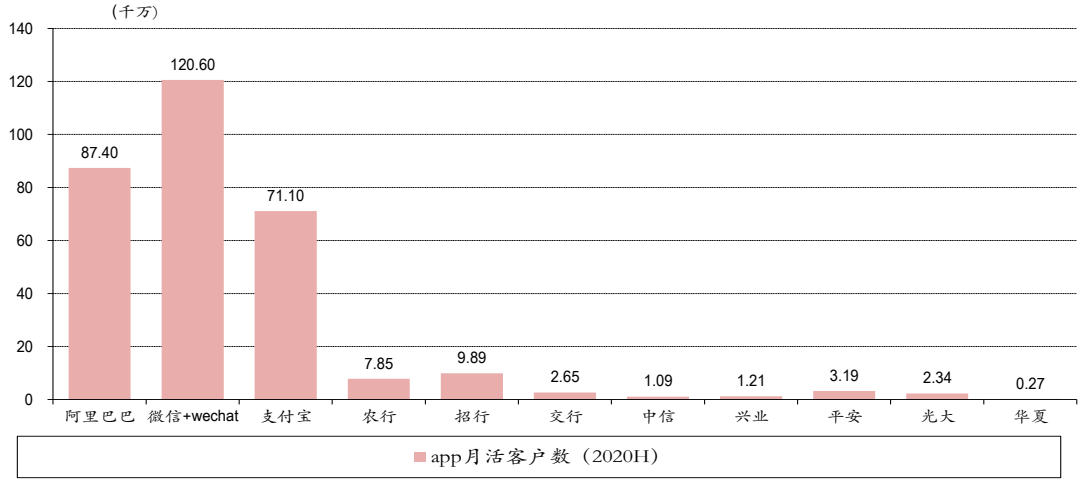
注：各家银行代理手续费收入可能存在一定口径出入，支付宝口径为披露的理财服务收入+保险服务收入

图表30. 支付宝代理类收入增长情况



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，中银证券

图表31. BAT 与部分银行手机银行月活数比较



资料来源：蚂蚁集团招股说明书，公司财报，中银证券

注：仅部分银行公布了手机银行的月活用户数

尽管部分互联网企业龙头在金融产品代销类业务上取得了良好表现，但我们认为现在就得出互联网企业在此业务领域较银行更甚一筹还为时尚早，主要的原因在于：

1）展望未来，财富管理市场还是一片蓝海，随着中国中产阶层的不断发展壮大，人均收入水平的提高，居民财富管理的需求将不断提升，财富管理市场还有巨大空间，银行和互联网企业在财富管理市场上的竞争才刚刚开始；

2）除去移动端，银行还有庞大的线下网点体系作为用户触达的重要途径，互联网平台目前的产品销售还止步于较为标准化的金融产品，当较为复杂的产品销售需要线下网点提供协助时，银行相较于互联网平台依然存在相对优势；

3）在高净值客户的服务方面，除已有积累外，银行还有庞大的对公客户资源可供挖掘，这方面的数据和信息储备通过对公业务留存在银行体系内，恰好是互联网平台所缺乏的，如何针对这部分用户开展智能投顾服务和提供部分金融科技服务，银行或将更胜一筹。

从银行业的角度展望未来，我们认为：

1）银行在高净值财富管理领域相对于互联网企业有更大的业务空间可以挖掘，能够作为各家银行与互联网巨头错位竞争的重点，已具备财富管理特色优势的银行（例如招行、光大等）未来发展值得期待；

2）银行业内以零售业务为特色的银行如招行和平安等，已经在零售领域有较多金融科技的投入和布局，未来在抢占个人金融产品销售、财富管理市场机遇中将获得更多先机。

（3）资金来源：银行业负债优势较互联网企业更明显

目前银行由于牌照和客户资源等优势，在低资金成本的获取上明显优于互联网企业，成为银行与互联网企业竞争中的重要优势，也使得互联网企业与银行的合作未来仍将主要以提供金融科技服务为主。

此前余额宝等互联网货基产品快速发展，曾一度对银行的负债成本带来不小的冲击，但随着系列规范文件出台，货基类产品对银行负债成本的影响减弱。例如 2017 年 8 月底证监会发布《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》，规定同一基金管理人所管理采用摊余成本法进行核算的货币市场基金的月末资产净值，合计不得超过该基金管理人风险准备金月末余额的 200 倍，不达标者，将把风险准备金计提比例从 10%提升至 20%。规模较大和新成立的货币基金公司都将面临风险准备金计提压力，不再能继续快速扩张；同时，风险准备金的计提也影响发展货币基金当期的管理费用收入，从而制约了基金公司在超过风险管理费之外去快速发展货币基金规模的能力。2018 年 6 月 1 日，央行和证监会联合发布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售赎回相关服务的指导意见》，其中对提现金额、垫资服务、宣传推广等方面做出了较为严格的推定，并规定非银行支付机构不得提供以货币市场基金份额直接进行支付的增值业务，使得货币性基金的支付属性进一步减弱。

2.3 展望：金融监管更加规范、金融科技实力分化或将加剧

展望未来，我们觉得有三个方面值得关注：

1) 金融监管将更加完善：近年来互联网金融的快速发展一定程度上得益于较为宽松的监管环境，随着互联网金融业务规模的快速增长，今年以来，监管层开始多次在公开讲话中提出要对互联网金融业务监管进行顶层设计，搭建监管体系，补齐监管短板，并参与到数字经济国际规则的制定之中。某种程度而言，监管规则的明确将互联网企业与银行拉到同一竞争规范下，对于一直处于强监管环境下的银行而言竞争环境将更加公平、友好。关于金融科技的监管政策未来仍有望陆续出台，对行业的影响值得关注。

图表32. 近三年互联网金融相关监管政策内容梳理

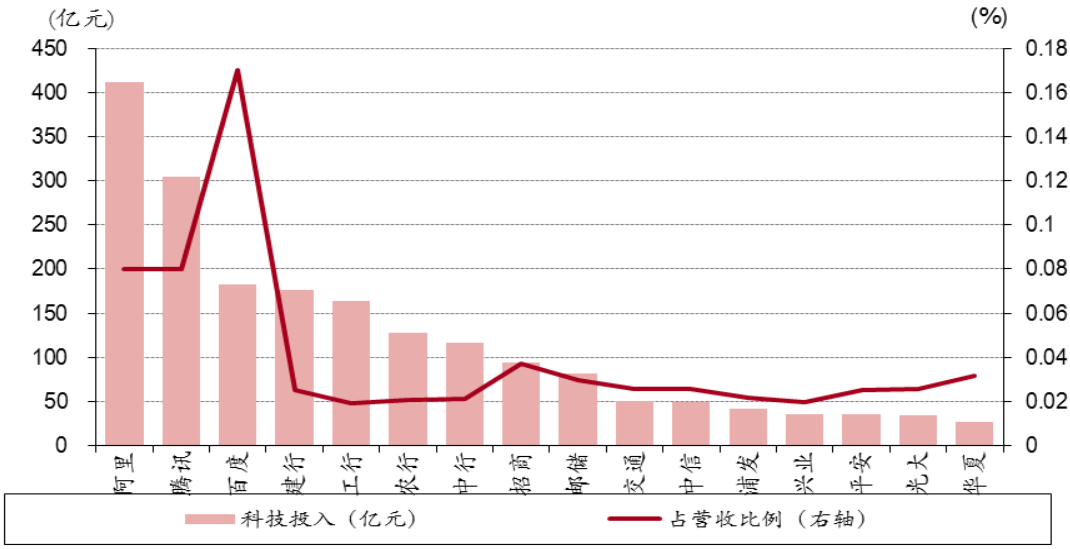
时间	发布单位	主题	主要内容
2020.11.02	银保监会 中国人民银行	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	个人网贷不得超过30万元，不得超过其最近3年年均收入的三分之一。 法人或其他组织及其关联方的单户网络小额贷款余额不得超过人民币100万元。 在单笔联合贷款中经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的出资比例不得低于30%。在杠杆方面，要求经营网络小额贷款业务的小额贷款公司通过银行借款、股东借款等非标准化融资形式融入资金的余额不得超过其净资产的1倍;通过发行债券、资产证券化产品等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过其净资产的4倍等。 需要跨省开展网络小贷业务的公司，还必须由国务院银行业监督管理机构负责审查批准、监督管理和风险处置，明确了监管主体
2020.10.22	中国人民银行	《中国金融科技创新监管工具》白皮书	央行科技司司长李伟在2020金融街论坛年会上表示，央行金融科技委员会结合我国实际，结合巴塞尔协议等国际监管框架，设计包容审慎创新试错容错机制，组织开展金融科技创新监管试点。在总结试点经验基础上，制定了30多项监管规则，开发了统一的管理服务平台，编制形成白皮书，推出符合我国国情、与国际接轨的创新监管工具。
2020.10.21		中国人民银行副行长范一飞在2020金融街论坛暨成方金融科技论坛上的讲话	①金融科技工作取得的新成效：顶层设计日臻成熟、监管框架基本建成、为民利企成效显著、基础设施加速升级 ②数字金融发展面临的新挑战：数据安全保护、数字鸿沟弥合、供应链安全可控、业务交叉风险 ③金融与科技融合发展的新举措：发挥数据要素倍增作用、护航智慧金融健康发展、助力乡村振兴战略实施、增强风险防范化解能力、提升金融科技产业竞争力
2020.09.16	银保监会	银保监会发布《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》	一是规范业务经营，提高服务能力，在小额贷款公司业务范围，对外融资比例，贷款金额，贷款用途、经营区域、贷款利率等方面提出要求。二是改善经营管理，促进健康发展，从小额贷款公司资金管理、惩戒管理、信息披露、保管客户信息，积极配合监管等方面作出规范。三是加强监管管理，整顿行业秩序。指导各地明确监管责任、完善监管措施、建设监管队伍、实施分类监管、加大处罚力度等，四是加大支持力度，营造良好环境，鼓励加强政策扶持，银行合作支持、加强行业自律，促进行业可持续发展
2020.08.20	最高人民法院	最高人民法院关于修改《关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》的决定	确定了民间借贷利率的司法保护上限，即以一年期贷款市场报价利率 LPR 的 4 倍为标准。以最新发布的一年期LPR3.85%计算，民间借贷利率的司法保护上限为15.4%.
2020.07.12	银保监会	银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法》	单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币20万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年；商业银行应根据自身风险管理能力，按照互联网贷款的区域、行业、品种等，确定单户用于生产经营的个人贷款和流动资金贷款授信额度上限。对期限超过一年的上述贷款，至少每年对该笔贷款对应的授信进行重新评估和审批；商业银行进行借款人身份验证，贷前调查、风险评估和授信审查、贷后管理时，应当至少包含借款人姓名，身份证号，联系电话，银行账户以及其他开展风险评估所必需的基本信息。
2020.06.19		第十二届陆家嘴论坛	中国人民银行科技司司长李伟表示，在推进金融科技应用发展的同时，人民银行也高度重视金融科技创新的监管。支持在上海等地探索金融科技创新监管工具的试点，在金融科技监管框架下将创新监管的工作做得更扎实，更细致。在这方面，我们觉得上海要在试点的过程中借助于大数据区块链等技术，加强或者推进金融市场交易报告库数据交换管理平台的建设，通过对数据的管控，提升风险防控的能力和水平。
2020.05.13	中国人民银行	人民银行金融科技委员会2020年第1次会议	会议指出要研究金融科技发展指标体系，认真做好动态监测和综合评估，引导金融机构加快推进数字化转型，持续增强科技应用能力，为健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系贡献力量。
2019.12.30	中国人民银行	人民银行金融科技委员会召开会议研究部署2020年重点工作	2020年重点工作：1）跟踪发展规划实施；2）加强金融数据治理；3）加大金融科技监管力度；4）加强数字化监管能力建设；5）推动金融APP备案全覆盖；6）推动金融与科技产用对接
2019.10.30	中国人民银行上海总部	央行上海总部印发《关于促进金融科技发展 支持上海建设金融科技中心的指导意见》	意见提出，推动以密码技术、量子技术、生物识别技术为代表的安全技术自主创新及研发。大力支持基础密码技术、进阶密码技术等底层密码技术的研究，推动密码技术的应用与发展。意见还提出，支持金融机构积极探索金融惠民创新服务模式，借助区块链、移动支付、情景感知等手段，将金融服务融入民生领域，拓展金融服务在衣食住行、医疗教育、电子商务等方面应用场景，提升公共服务便利化水平。
2019.10.21		第六届世界互联网大会“金融科技——深度融合 · 多向赋能”分论坛	范一飞：下一步要出台规划，为创新产品划定刚性法规底线、设置柔性管理边界，构建风险联防联控机制。 刘烈宏：金融与科技深度融合，一方面增加了风险防范难度，另一方面也为防范金融风险提供了新的解决方案。
2019.08.22	中国人民银行	《金融科技（FinTech）发展规划（2019—2021年）》	《规划》指出，在切实保障个人隐私、商业秘密与敏感数据前提下，强化金融与司法、社保、工商、税务、海关、电力、电信等行业的数据资源融合应用，加快推进服务系统互联互通，建立健全跨地区、跨部门、跨层级的数据融合应用机制，实现数据资源有效整合与深度利用。
2019.08.08	国务院办公厅	《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》	进一步规范金融科技的发展，增强数据资产在平台生态中的价值，同时政府部门也将结合平台数据与用户投诉重点，加强对违规乱象的整治力度，从而构建出一个健康、可持续发展的金融生态圈。
2019.04.18	中国人民银行	央行2019年科技工作会议	会议要求，一是大力加强科技资源整合，深入开展大数据应用推广，持续推进架构转型优化，努力打造现代化央行科技体系。二是指导协调金融科技应用。建立金融科技监管基本规则体系，强化金融科技规范应用，加快监管科技应用实践，研究出台金融科技发展规划。三是加强金融标准化管理协调力度，助力提升金融治理水平，强化金融标准供给、跟抓金融标准实施。四是守牢安全底线，持续强化“三道防线”，做好金融行业网络安全统筹指导和央行系统风险防控，加快建设金融业网络安全态势感知和信息共享平台。
2019.03.18	中国人民银行	中国人民银行金融科技（FinTech）委员会召开2019年第一次会议	2019年重点工作：1）研究出台金融科技发展规划；2）逐步建立金融科技监管规则体系；3）聚焦央行履职与行业发展；4）充分运用金融科技手段优化信贷流程和客户评价模型；5）持续强化监管科技应用
2018.10.10	中国人民银行 银保监会 证监会	《互联网金融从业机构反洗钱和反恐怖融资管理办法（试行）》	规定基本义务：1）建立健全反洗钱和反恐怖融资内部控制机制；2）有效进行客户身份识别；3）提交大额和可疑交易报告；4）开展涉恐名单监控；5）保存客户身份资料和交易记录。
2017.12.01	互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室 P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室	互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室、P2P 网贷风险专项整治工作领导小组办公室联合印发了《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》	各类机构以利率和各种费用形式对借款人收取的综合资金成本应符合最高人民法院关于民间借贷利率的规定；小监贷款公司监管部门暂停新批设网络(互联网)小额贷款公司：暂停新增批小额贷款公司跨省(区、市)开展小额贷款业务；暂停发放无特定场景依托、无指定用途的网络小额贷款，逐步压缩存量业务。限期完成整改；禁止通过互联网平台或地方各类交易场所销售，转让及变相转让本公司的信贷资产，以信贷资产转让、资产证券化等名义融入的资金应与表内融资合并计算，合并后的融资总额与资本净额的比例暂按当地现行比例规定执行，各地不得进一步放宽或变相放宽小额贷款公司融入资金的比例规定，对于超比例规定的小额贷款公司，应制定压缩规模计划，限期内达到相关比例要求，由小额贷款公司监管部门监督执行；银行业金融机构与第三方机构合作开展贷款业务的，不得将授信审查、风险控制等核心业务外包；银行业金融机构及其发行，管理的资产管理产品不得直接投资或变相投资以“现金贷”校园贷“首付贷”等为基础资产发售的(类)证券化产品或其他产品；持续推进，完善P2P网络借贷信息中介机构业务管理

资料来源：央行，银保监会，中银证券

2）大小行金融科技实力分化或更趋明显：近年来主要上市银行，特别是国有大行和股份行持续加大金融科技力量投入，引进金融科技人才，建立金融科技子公司和实验室。从 2019 年年报披露数据来看，部分头部银行在金融科技领域的投入和互联网巨头之一的百度已较为接近，但其金融科技实力目前并未体现在市场估值之中。**我们认为，国有大行和部分头部股份银行在金融科技的持续投入有望在未来成为公司估值的重要支撑，隐藏实力值得期待。**

反观国内以城农商行为代表的中小银行，受到自身发展规模的限制，在金融科技领域的投入难以与大行比肩，较大型银行的金融科技实力差距悬殊。我们认为未来如何提升中小银行金融科技实力，保证银行业均衡稳定发展，这一问题或将得到监管重视。短期来看，或许对不具备自身开发实力的中小银行和村镇银行进行金融科技力量输入是较为稳妥的选择之一。

图表33. 大行在金融科技的投入已接近头部互联网企业



资料来源：公司官网及 2019 年年报，中银证券

3）数字货币发展前景值得关注：如果说大数据、物联网技术等在金融领域都已有不同程度的尝试和应用，那数字货币就是未来数字金融领域最值得关注的热门话题之一。在经历了 6 年的研发后，今年 5 月两会期间，易纲行长透露，我国数字人民币已在深圳、苏州、雄安、成都及未来的冬奥会场景进行内部封闭试点测试。10 月出台的《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》中也规定人民币包括实物形式和数字形式，为发行数字货币提供了法律依据。尽管短期内数字人民币还不太可能立即落地，但就其自身特点而言，从中长期维度来看，必然给银行的“存贷汇”业务带来新的业务空间和模式，改变现行行业格局。例如，目前可知的是，数字人民币可在无网络状态下实现支付，并且数字人民币采用账户松耦合方式，用户无需绑定银行账户，对比来看，微信支付、支付宝支付等采用的是“账户紧耦合”方式，需要绑定银行账户，通过银行账户进行价值转移，在实名制的账户管理制度下，无法实现匿名支付。可以预见的是，数字人民币的推广将为商业银行在支付结算领域的突破带来的机遇。在全新业务模式下，目前微信、支付宝等第三方支付平台在国内支付市场占有较大市场份额的格局或许会在新的环境下被改写。

图表34. 数字货币的发展已进入区域试点阶段

时间	事件
2014年	人民银行成立法定数字货币研究小组，标志中国央行正式开启数字货币研究
2016年1月	人民银行首次提出对外公开发行数字货币的目标
2017年1月	直属于人民银行的数字货币研究所在深圳成立，标志中国数字货币的发行由理论研究进入到实质性推动阶段
2018年1月	人民银行副行长范一飞公开发表《关于央行数字货币的几点考虑》，对我国数字货币的运营体系、管理模式以及所属货币层次等进行权威性分析
2019年7月	人民银行研究局局长王信表示，国务院已正式批准央行数字货币的研发，央行在组织市场机构从事相应工作
2019年8月	人民银行支付结算司副司长穆长春在中国金融四十人伊春论坛上表示，“央行数字货币可以说是呼之欲出了”
2020年4月	全国货币金银和安全保卫工作电视电话会议指出，要加强顶层设计，坚定不移推进法定数字货币研发工作
2020年4月	人民银行数字货币研究所宣布，数字人民币将先行在深圳、苏州、雄安新区、成都及未来的冬奥场景进行内部封闭试点测 试，以不断优化和完善功能
2020年4月	人民银行行长易纲表示，央行数字货币项目已取得较大进展，当前阶段在部分城市及部分场景进行内部封闭试点测试
2020年5月	人民银行行长易纲在“两会”期间表示，数字人民币先行在深圳、苏州、雄安、成都及未来的冬奥会场景进行内部封闭试点测试，但目前的试点测试，还只是研发过程中的常规性工作，并不意味数字人民币正式落地发行，何时正式推出尚没有时间表。
2020年8月	人民银行召开2020年下半年工作电视会议，会议指出，2020年下半年，法定数字货币封闭试点已经顺利启动。积极稳妥推进法定数字货币研发。加快建立覆盖全市场的交易报告制度和总交易报告库。
2020年9月	人民银行主管金融杂志《中国金融》第17期发表文章《中国法定数字货币发展新机遇》称，截至2020年4月，已为数字货币及其相关内容提交22件、65件、43件专利申请，涵盖数字货币的发行、流通、应用的全流程，形成了完整的产业链，已完成技术储备，具备了落地条件。
2020年10月	国家主席习近平发表文章《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》表示，要加快数字经济建设 积极参与数字货币、数字税等国际规则制定
2020年10月	人民银行数字货币研究所所长穆长春在“第二届外滩金融峰会”上表示，央行不向发行层收取流通费用，商业银行也不向客户收取数字人民币兑出和
2020年10月	人民银行就《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》公开征求意见。《征求意见稿》规定人民币包括实物形式和数字形式，为发行数字货币提供法律依据；防范虚拟货币风险，明确任何单位和个人禁止制作和发售数字代币。
2020年10月	深圳开展数字人民币红包试点
2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出，完善货币供应调控机制，稳妥推进数字货币研发
2020年11月	人民银行行长易纲表示，央行数字货币还处于初始阶段，需要制定复杂而完整的法律和监管框架，中国央行也期待与国际清算银行和全球金融稳定委员会展开讨论和合作，让央行数字货币稳步发展，确保更加稳定安全的未来。

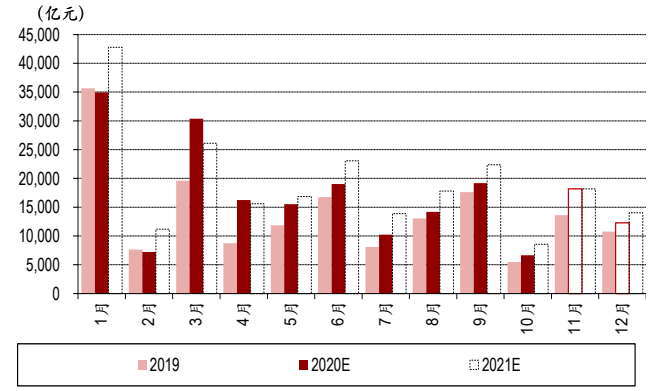
资料来源：《数字人民币的发行和运营：商业银行的机遇与挑战研究》，中银证券

三、货币政策回归常态化，银行业基本面改善

3.1 预计 2021 年信贷新增 20 万亿，社融新增 31 万亿

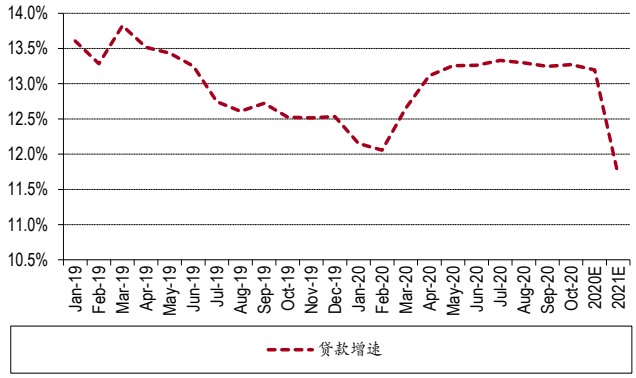
2021 年货币政策回归常态化，新增信贷预计为 20 万亿。2020 年下半年以来，随着国内经济的稳步恢复，货币政策更趋稳健和常态化，定调注重灵活适度和精准导向。2020 年 1-10 月，国内人民币贷款（社融口径）新增 17.4 万亿元，较 2019 年同期多增 2.9 万亿元，对应贷款同比增速为 13.3%。近期监管重提"把握好货币政策的总阀门"，表态"2021 年适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在合理轨道上"。因此，市场对于 2021 年货币政策会否明显收紧有所担忧，但我们认为监管表述并不意味着 2021 年货币政策的骤然收紧或者是杠杆率的断崖式下降，而是强调跨周期设计的完善和调节。**预计 2021 年信贷增量（扣除非银贷款）与 2020 年相近为 20 万亿，对应信贷增速较 2020 年（13.2%）下降至 11.7%。**

图表35. 2021 年预计新增信贷 20 万亿



资料来源：万得，中银证券

图表36. 2021 年贷款同比增速约为 11.7%



资料来源：万得，中银证券

图表37. 2020 年下半年以来货币政策定调更趋稳健

时间	文件/会议	主要内容
2020.07.10	2020年上半年金融统计数据新闻发布会	继续推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降，货币政策更加常态化。
2020.07.12	2020年上半年金融数据发布会	央行货币政策司副司长郭凯：前期特殊的、阶段性的政策在完成使命后将退出，下半年继续支持实体经济。
2020.08.06	《2020年第二季度货币政策执行报告》	上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率上升。随着经济回暖，宏观杠杆率将慢慢下降。重点支持实体经济恢复与可持续发展。坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。下一步，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。
2020.08.06	在线峰会	证监会原主席肖钢：坚持实施稳健、灵活的货币政策，在常规状态下加强逆周期调节，不大水漫灌、不赤字货币化，不负利率。
2020.08.25	国务院政策例行吹风会	中国人民银行货币政策司司长孙国峰：稳健货币政策取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变。
2020.09.02	国务院常务会议	国务院总理李克强：坚持稳健的货币政策灵活适度，着眼服务实体经济，明确金融控股公司准入规范。
2020.09.25	中国人民银行货币政策委员会2020年第三季度例会	稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，完善跨周期设计和调节，强化定向滴灌，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，引导贷款利率继续下行。
2020.10.10	《中国金融》杂志	央行行长易纲：坚决不搞“大水漫灌”，将经济保持在潜在产出附近，减少经济波动。
2020.10.14	2020年三季度金融统计数据发布会	央行货币货政司司长孙国峰：广义货币供应量M2和社会融资规模增速明显高于上年，利率水平与当前的经济基本面总体匹配。
2020.10.21	2020年金融街论坛年会	国务院副总理刘鹤：1）坚持稳健的货币政策灵活适度；2）大力发展多层次资本市场；3）构建多层次银行机构体系；4）注重发挥金融科技的作用。 央行行长易纲表示，在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率会有阶段性上行，但随着明年GDP增速回升以后，明年宏观杠杆率会“更稳一些”，货币政策要把握好货币供应的总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在合理轨道上。
2020.10.23	《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》	适度增加货币政策工具的灵活性，保证货币政策调控科学合理有效。
2020.10.23	2020年金融街论坛年会政策发布会	央行金融研究所副所长莫万贵：人民银行将坚持实施稳健的货币政策，加强政策协调配合，加快疏通货币政策向实体经济的传导机制，进一步激发市场微观主体活力，继续加大金融支持稳企业、保就业工作力度，切实抓好已出台政策落地见效。
2020.11.06	《中国金融稳定报告（2020）》	要继续有效防范化解重大金融风险，精准处置重点领域风险，完善监管制度，杜绝系统性金融风险，实现稳增长与防风险的长期均衡，为胜利完成“十三五”规划主要目标任务、决胜脱贫攻坚、全面建成小康社会营造有利的金融环境。
2020.11.06	国务院政策例行吹风会	中国人民银行货币政策司司长孙国峰：下一阶段，稳健的货币政策将根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点。 中国人民银行副行长刘国强:下一步，货币政策总体上继续保持松紧适度，1）保持流动性合理充裕；2）预期未来资金价格总体下降；3）资金要去实体经济，不要去玩“钱生钱”的游戏。
2020.11.13	第11届财新峰会	中国人民银行前行长周小川：应对货币政策溢出影响，必须对储备货币结构有所考虑。 财政部原部长楼继伟：中国在经济复苏上走在前面，已经到了研究宽松货币政策有序退出的时候，但退出的节奏也要掌握好，必须要早研究。

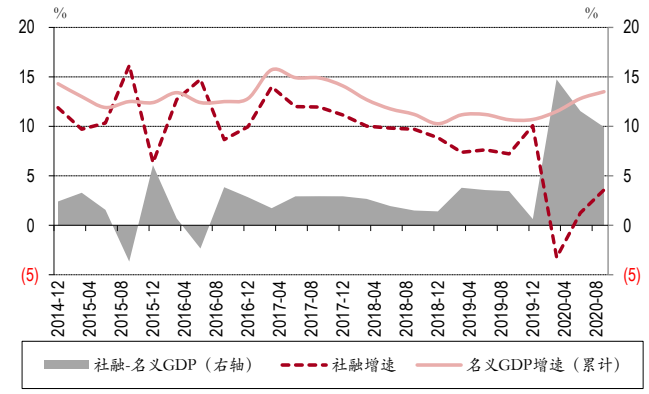
资料来源：国务院、央行、华尔街、中银证券

从社融增速来看：

我们观察过去社融同比增速与名义 GDP 增速的关系，2015 年以来差值不断缩减，2018 年、2019 年的社融增速-名义 GDP 增速的差值分别为 1.41、0.63 个百分点。展望 2021 年，我们认为随着货币政策回归常态化，社融增速与名义 GDP 增速的差值较 2020 年将有缩减，考虑 2021 年流动性和信用环境边际趋紧，预计 2021 年社融增速略将低于名义 GDP 增速。根据中银宏观团队预测，2021 年名义 GDP 增速约 11.3%，因此我们预计 2021 年社融同比增速约为 10.9%，对应社融增量为 31 万亿。

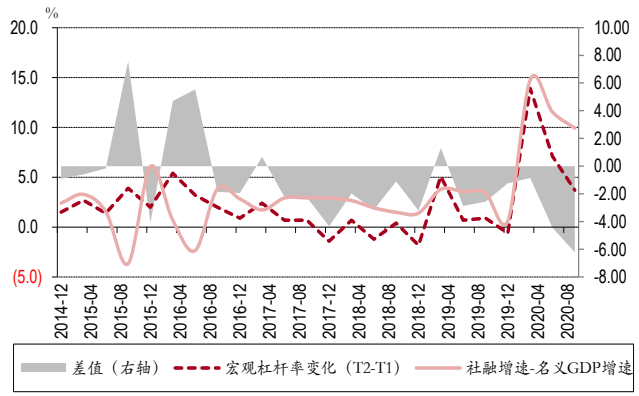
同时，我们借鉴中银固收团队测算方法，从总量角度来看社融增速，即：宏观实体杠杆率=债务/GDP，因此，宏观杠杆率的变动，约等于债务增速和名义 GDP 增速之差（在社融多次修改口径后，除去股权等少数分项，社融与债务在债务口径层面已经非常接近）。前文我们提到监管近期表态 2021 年适当平滑宏观杠杆率波动，但并非是断崖式下降，因为我们判断 2021 年宏观杠杆率稳中稍降，社融同比增速略低于名义 GDP 增速。

图表38. 社融增速与名义 GDP 增速



资料来源：万得，中银证券

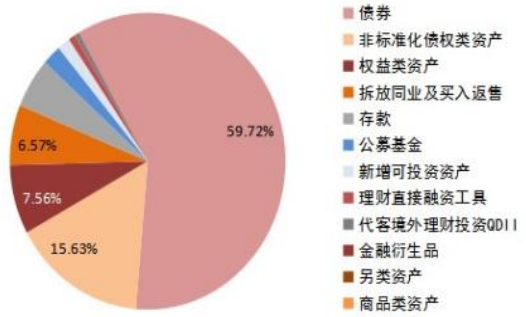
图表39. 宏观杠杆率、社融增速与名义 GDP



资料来源：万得，中银证券

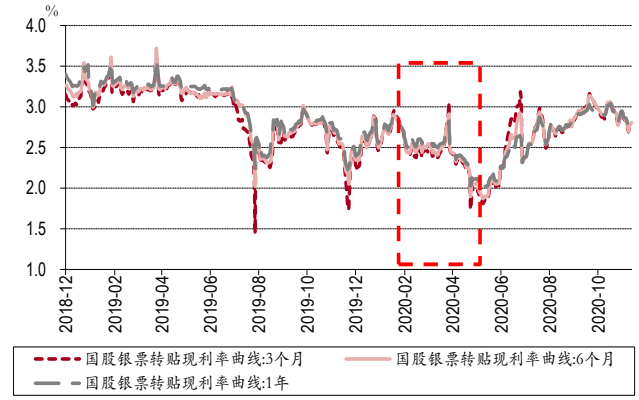
资管新规过渡期延长至 2021 年，预计非标持续压降。2021 年为资管新规过渡期最后一年，根据理财年报，2019 年末非保本理财穿透各类资管产品后持有资产余额 26.24 万亿元，其中配置非标的比例为 15.63%，即 4.1 万亿元。资管新规出台以来，非标资产规模不断压降，2020 年 1-10 月委贷、信托（两者为非标最常见通道）压降 8376 亿；但未贴现承兑汇票增长 4588 亿（2019 年未贴现承兑汇票压降 4757 亿），预计在上半年票据利率下行背景下，企业通过"票据贴现-购买结构性存款-再开票"进行套利的行为所致。截至 2020 年 10 月末，委贷、信托和未贴现承兑汇票余额占存量社融比重仍有 7.8%。我们预计 2021 年表外融资继续稳步压降，委托、信托和未贴现承兑汇票压降规模较 2020 年增长至 1 万亿左右（2019 年压降 1.76 万亿，2020 年前 10 个月压降 0.4 万亿）。

图表40. 2019 年非保本理财中非标占比为 15.63%



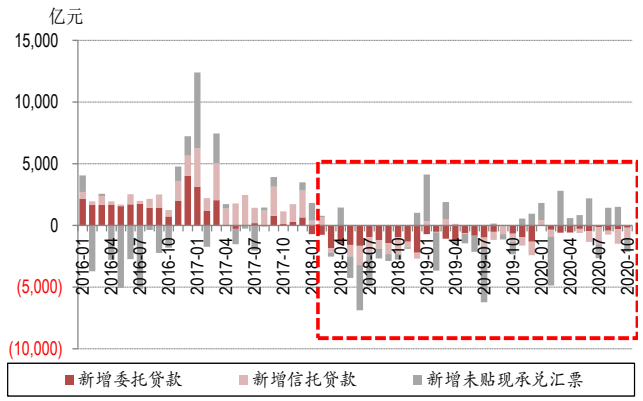
资料来源：万得，中银证券

图表41. 2020 年上半年票据利率下行



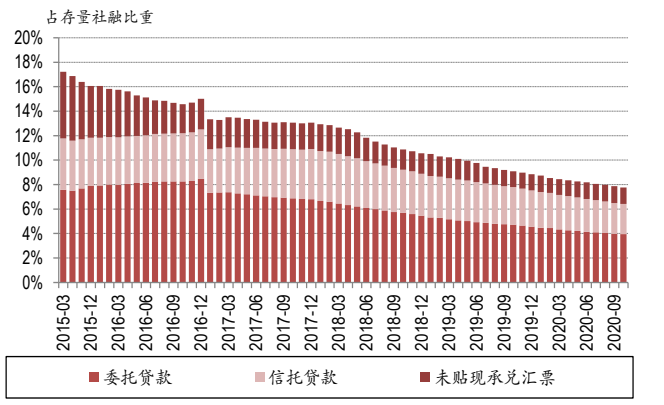
资料来源：万得，中银证券

图表42. 2020 年以来委托和信托贷款压降持续



资料来源：万得，中银证券

图表43. 表外融资占存量社融比重不断降低



资料来源：万得，中银证券

政府债方面，今年以来财政积极扩张，2020 年前十个月新增规模为 7.22 万亿。其中，财政部数据显示，截至今年 10 月底，新增专项债券发行 35,466 亿元，完成已下达额度(3.55 万亿元)的 99.9%。我们认为明年专项债依然维持较大发行力度,但考虑到 2021 年国内经济复苏以及地方财政压力,预计 2021 年专项债发行规模较 2020 年将小幅缩减。从国债发行来看，预计 2021 年赤字率将重新回落至警戒线（3%）及以下（2020 年财政赤字率目标为 3.6%），不再发行 2020 年特殊的抗疫国债，国债发行力度亦不及 2020 年。综上，我们预计 2021 年政府债融资规模约 6 万亿。

企业债方面，2020 年前 10 个月净融资规模为 4.06 万亿元。2021 年随着货币政策回归常态化、市场资金利率稳中有升，我们认为企业通过债券发行融资的成本抬升，企业债融资规模较 2020 年将有下降，预计为 4 万亿左右。

其余分项来看（核销、存款类机构 ABS、股票融资），我们维持与 2020 年相近规模假设（约 2 万亿）。

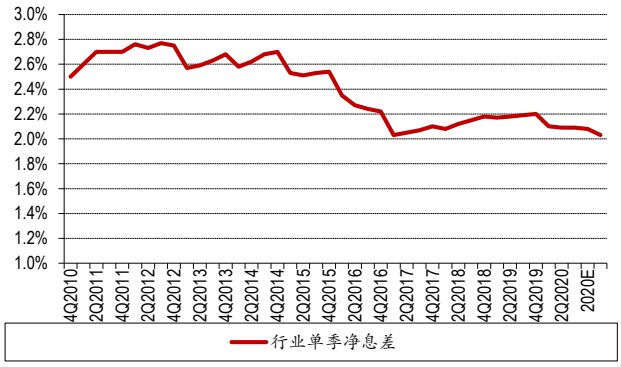
综上，我们预计 2021 年社融规模为 31 万亿，对应社融同比增速为 10.9%（vs2020 年，13.5%）。

3.2 银行业基本面展望：息差企稳走阔，盈利大幅改善

（1）息差：资产端收益率上行，息差稳中有升

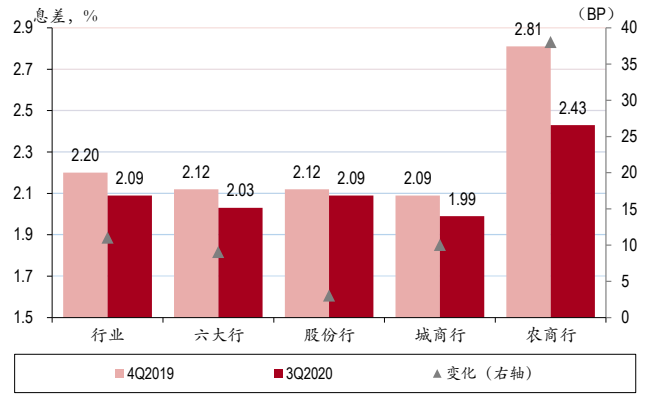
2020 年以来上市银行息差总体呈收窄趋势，根据银保监会公布数据，银行业 3 季度净息差 2.09%，较 2019 年 4 季度下行 11BP。**从季度表现来看**，息差收窄主要在于 1 季度，环比下行 10BP 左右，2-3 季度息差则基本企稳，这主要由于上半年在疫情冲击影响下，流动性宽松叠加让利实体的政策号召，银行资产端定价下行幅度较大。随着疫情影响的减弱，经济活动的恢复，3 季度行业息差开始企稳。**从不同类型的银行来看**，股份行受到的影响最小，截止 3 季末，大行、股份行、城商行、农商行息差分别较 2019 年 4 季度收窄 9BP、3BP、10BP、38BP。

图表44. 2020 年以来息差总体呈下行趋势



资料来源：万得，中银证券

图表45. 不同类型银行息差均有下滑



资料来源：银保监会，中银证券

展望 2021 年，我们认为行业息差有望企稳走阔，具体核心判断如下：

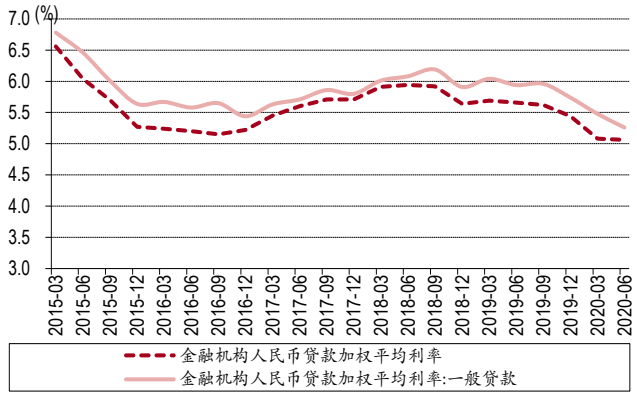
- 资产端来看，2 季度金融机构一般贷款加权平均利率较 2019 年 4 季度下降 48BP 至 5.26%，绝对水平降至近 10 年低位。我们认为 2021 年资产端收益率将呈上行趋势，主因在于：

1) **经济复苏，企业经营活动景气度回升。**从 3 季度以来披露的各项经济数据可以看出，目前国内经济稳步向好的确定性较强，随着新冠疫苗研发取得突破性新进展，经济继续企稳复苏将是大概率事件。2021 年上半年各项经济指标在 2020 年同期低基数基础上有望录得亮眼表现，经济景气度上行，企业生产经营活跃将有助于银行提升信贷定价能力。

2) **货币政策边际收敛，流动性紧平衡。**随着疫情影响逐步减弱，央行管理层在不少公开表态中提出希望保留更多货币政策空间，货币政策将逐步回归常态化，流动性的边际收敛有助于缓解新发资产端收益率下行压力。

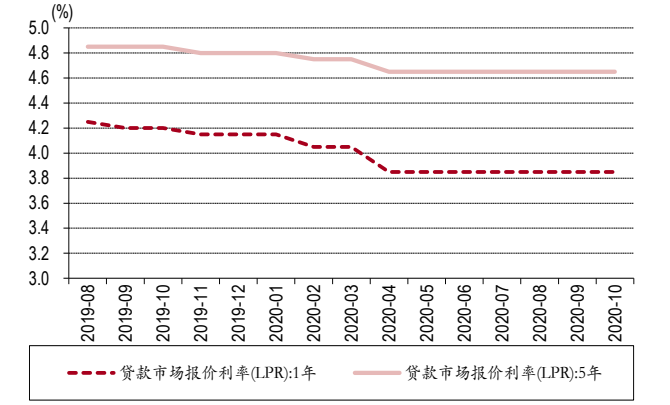
3) **监管对普惠金融支持力度的考核减弱。**2020 年在疫情冲击下，监管对普惠金融的支持力度进一步加大，引导金融机构在小微企业贷款支持上实现量增、面扩、价降。随着经济的复苏，小微企业经营逐步恢复正常，延期还款付息政策到期，我们判断监管引导银行扶持小微企业的政策仍将会延续，但政策力度会明显减弱。

图表46. 贷款端收益率已降至 2015 年以来的低位



资料来源：万得，中银证券

图表47. 2020 年下半年 LPR 利率报价已基本止跌企稳



资料来源：万得，中银证券

4) **LPR 重定价对资产端收益率的影响有限。**市场最为关注的是 2021 年 1 季度起存量按揭贷款利率开始执行 LPR 报价的转换，一定程度上会给行业息差带来冲击。但我们判断影响总体有限。一方面是部分银行在存量按揭贷款定价切换时有意对重定价日做了分散性的安排，以减轻对银行资产端收益率的冲击；另一方面，根据我们静态测算，在以下具体的假设下：

a) 目前最新一期 5 年期 LPR 报价为 4.65%，较 2019 年 12 月下降 15BP，假设 2021 年 1 季度 5 年期 LPR 报价较 2019 年整体下降 10-15BP；

b) 按揭贷款中有 80%的客户选择了浮动贷款利率，20%的客户选择固定利率；

c) 估计按揭贷款中到期日在一年以上的按揭贷款占比为 90%。

从测算结果来看，LPR 转化对行业整体息差的影响约 1-2BP 左右。分银行来看，按揭贷款占比较高的国有大行受到的影响相对较大，而部分按揭占比较小的城农商行受到的影响则远低于行业平均水平。

图表48. 存量按揭贷款定价转化对行业息差影响有限

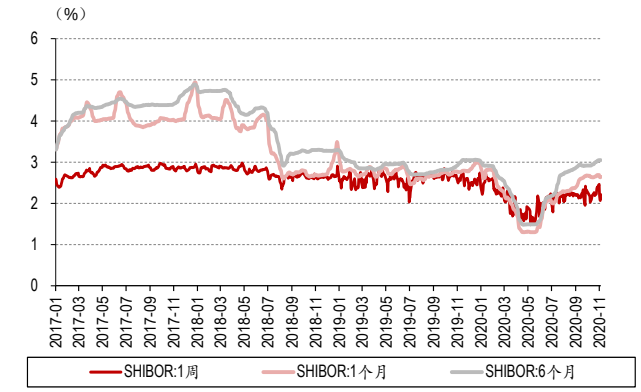
2020H	银行	生息资产(百万)	按揭贷款金额（百万）	占比	LPR报价下降10BP对息差的影响	LPR报价下降15BP对息差的影响
601939.SH	建设银行	20,822,133	5,645,230	22%	-1.95	-2.93
601288.SH	农业银行	18,742,951	4,422,600	19%	-1.70	-2.55
601988.SH	中国银行	18,172,919	4,225,922	19%	-1.67	-2.51
601398.SH	工商银行	24,639,383	5,486,556	18%	-1.60	-2.40
600036.SH	招商银行	6,683,739	1,200,374	14%	-1.29	-1.94
601658.SH	邮储银行	10,766,971	1,844,061	14%	-1.23	-1.85
601328.SH	交通银行	7,614,216	1,196,808	13%	-1.13	-1.70
002948.SZ	青岛银行	279,266	40,278	12%	-1.04	-1.56
601166.SH	兴业银行	7,259,850	970,393	11%	-0.96	-1.44
002936.SZ	郑州银行	313,712	39,747	10%	-0.91	-1.37
601998.SH	中信银行	6,870,651	834,168	10%	-0.87	-1.31
601818.SH	光大银行	3,830,983	440,833	9%	-0.83	-1.24
000001.SZ	平安银行	4,007,134	456,709	9%	-0.82	-1.23
600000.SH	浦发银行	7,184,575	807,429	9%	-0.81	-1.21
601838.SH	成都银行	607,721	66,209	9%	-0.78	-1.18
600928.SH	西安银行	204,095	19,538	8%	-0.69	-1.03
600016.SH	民生银行	5,026,933	475,133	8%	-0.68	-1.02
600919.SH	江苏银行	2,148,390	201,677	8%	-0.68	-1.01
601187.SH	厦门银行	259,019	23,433	7%	-0.65	-0.98
600015.SH	华夏银行	3,215,115	245,651	6%	-0.55	-0.83
601077.SH	渝农商行	1,054,019	80,084	6%	-0.55	-0.82
601577.SH	长沙银行	642,733	45,148	6%	-0.51	-0.76
002966.SZ	苏州银行	357,686	24,060	5%	-0.48	-0.73
002958.SZ	青农商行	368,126	24,119	5%	-0.47	-0.71
600926.SH	杭州银行	1,050,591	65,119	5%	-0.45	-0.67
600908.SH	无锡银行	171,176	10,256	5%	-0.43	-0.65
002839.SZ	张家港行	129,932	7,266	4%	-0.40	-0.60
002807.SZ	江阴银行	130,934	7,000	4%	-0.38	-0.58
603323.SH	苏农银行	128,783	6,519	4%	-0.36	-0.55
601128.SH	常熟银行	197,041	9,796	4%	-0.36	-0.54
601009.SH	南京银行	1,429,686	69,691	4%	-0.35	-0.53
601229.SH	上海银行	2,326,248	105,108	4%	-0.33	-0.49
601916.SH	浙商银行	1,900,939	66,916	3%	-0.25	-0.38
601997.SH	贵阳银行	536,691	16,907	3%	-0.23	-0.34
002142.SZ	宁波银行	1,443,987	6,737	0%	-0.03	-0.05
	平均	**163,553,468**	**29,187,476**	**14%**	**-1.28**	**-1.93**

资料来源：万得，中银证券

- 负债端来看，我们认为明年负债成本率改善空间变小，成本压力有所上升。

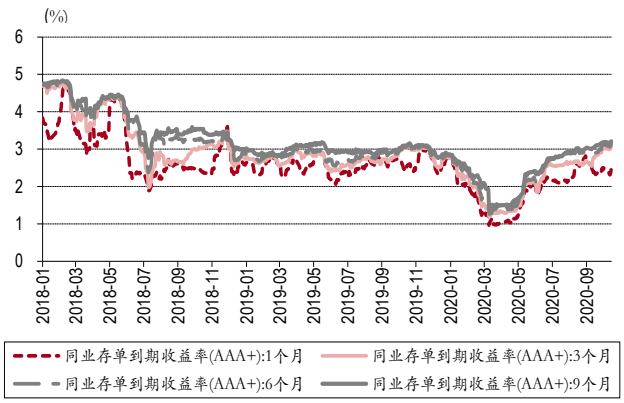
1) 在 2021 年流动性紧平稳背景下，市场资金利率易升难降，2020 年银行通过主动负债置换高成本负债从而改善负债端成本的逻辑减弱，银行业负债端成本率上行压力增强。我们预计揽储能力较强、存款占比较高的银行在 2021 年的大环境下更能保持负债端成本的相对稳定。

图表49. 2020 年下半年起市场资金利率开始上行



资料来源：万得，中银证券

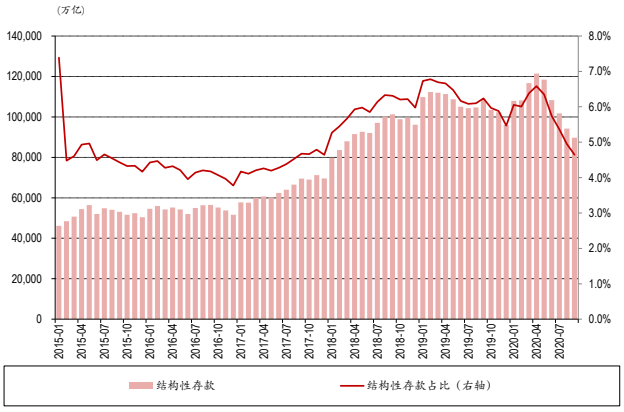
图表50. 2020 年下半年同业存单利率开始上行



资料来源：万得，中银证券

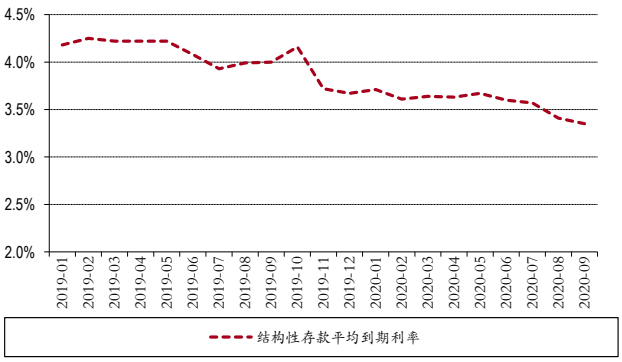
2） 高成本存款产品压降空间有限。2020 年监管层已引导银行对结构性存款等高成本负债进行了有序压降，按照监管指引，“股份制银行结构性存款规模在 2020 年 9 月 30 日之前压降至年初规模，在 2020 年 12 月 31 日之前压降至年初规模的三分之二”，有效的缓解了银行负债端成本压力。从最新监管披露数据来看，截止 9 月末结构性存款在各项存款的占比为 4.6%，已低于年初水平，处于 2018 年以来低位。进入 2021 年，高成本存款的压降空间有限，对负债端成本改善支撑将会减轻。

图表51. 结构性存款占比已低于 2020 年年初水平



资料来源：万得，中银证券

图表52. 结构性存款利率持续下行

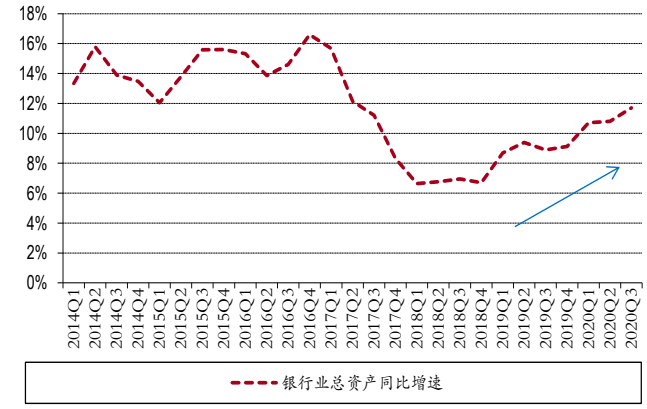


资料来源：融 360 网，中银证券

（2）规模：规模预计增 10%，零售贷款恢复性增长

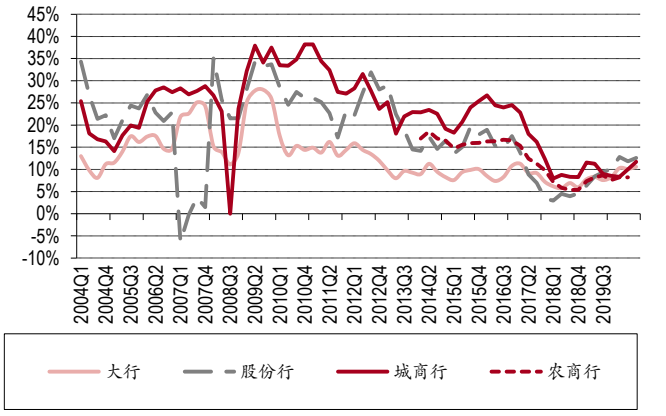
今年以来在资金充裕和监管政策的积极倡导下，行业信贷投放积极，规模保持较快扩张。根据银保监会数据，前三季度行业规模增速逐季提升，截止 3 季末银行业总资产规模同比增 11.7%，增速创近两年以来新高。分银行类型来看，不同类型银行规模增速均有所提升，3 季末大行、股份行、农商行、城商行的同比增速较 2019 年提升 2.3、2.5、3.2、3.0 个百分点至 10.6%、12.6%、11.7%、10.6%。

图表53. 2019 年以来银行业（全行业口径）规模增速回升



资料来源：万得，中银证券

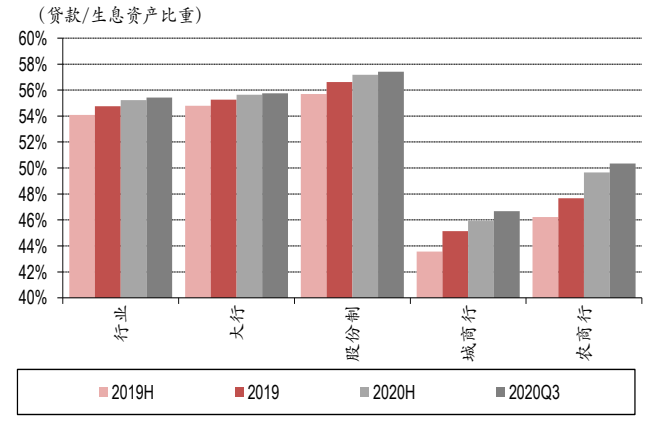
图表54. 不同类型银行规模同比增速均有提升



资料来源：万得，中银证券

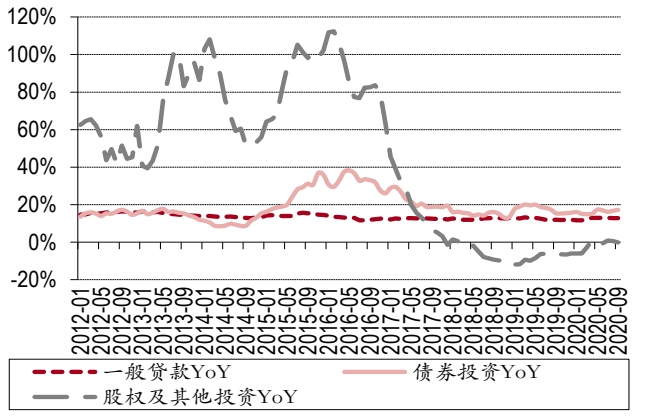
2020 年前三季度信贷资产是拉动规模增长的主要因素。信贷是实体经济最主要的资金来源，并且在金融供给侧改革持续推进过程中，监管积极引导银行回归业务本源加大信贷投放，压降非标资产。3 季末上市银行贷款同比增 12.6%，增速超过总资产（11.3%，YoY），在总资产中的占比较 2019 年进一步提升 0.7 个百分点至 55.4%。

图表55. 上市银行信贷占比提升



资料来源：万得，中银证券

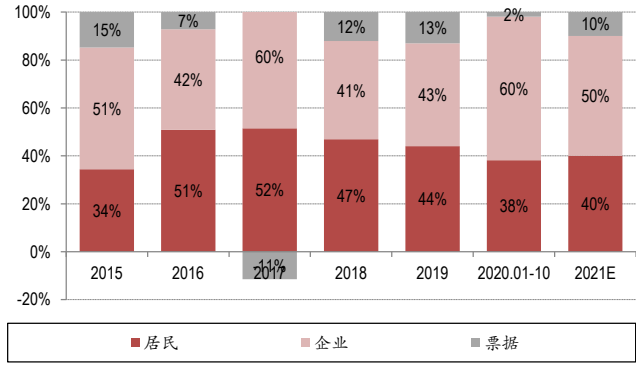
图表56. 非信贷类资产投资同比负增



资料来源：万得，中银证券

展望 2021 年，我们认为银行在信贷拉动下仍然能实现规模的稳健增长，但信贷和规模增速较逆周期调节力度较大的 2020 年有所放缓。一方面，出于政策延续性的考虑，防止信贷突然收紧带来信用风险，预计 2021 年信贷政策的调整将是温和的，总体仍将维持适当宽松的态势；另一方面，随着宏观经济的恢复，经济景气度上行，有效融资需求更趋旺盛，保证了 2021 年的信贷增量。综合来看，我们预判 2021 年上市银行口径信贷增速约为 11%（vs2020 年约 13%）。非信贷方面，2021 年在资管新规的约束下，银行对非标资产的整改需全面完成，规模将稳步压降，我们预计 2021 年全年资产规模同比增速约为 10%（vs2020 年约 11%）。**从信贷结构上来看，后疫情时期，零售贷款呈现恢复性增长，我们认为 2021 年零售信贷在新增信贷中的占比有望恢复至 2019 年 43%左右的水平。**

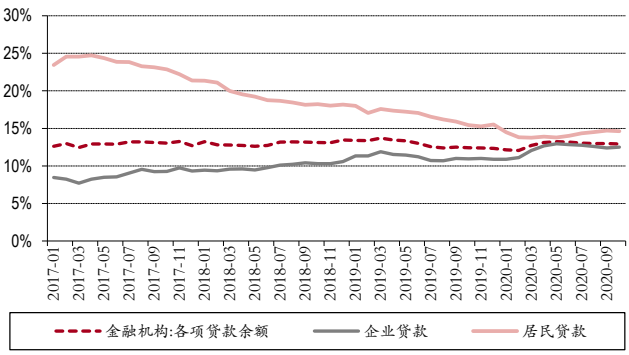
图表57. 2021 年居民信贷增量占比预计为 43%



资料来源：万得，中银证券

注：上述为金融机构口径

图表58. 零售信贷增速已触底回升

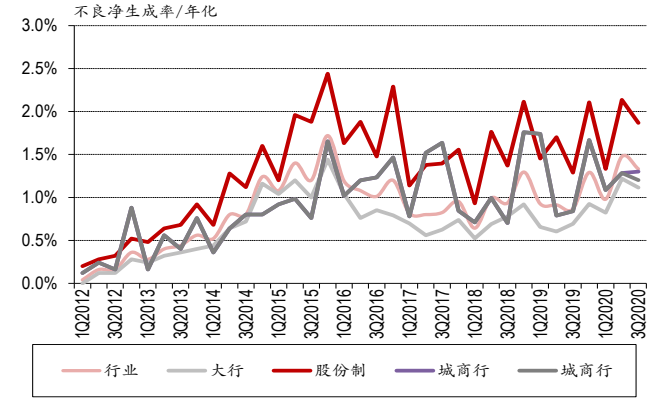


资料来源：万得，中银证券

（3）资产质量：潜在压力仍存，风险总体可控

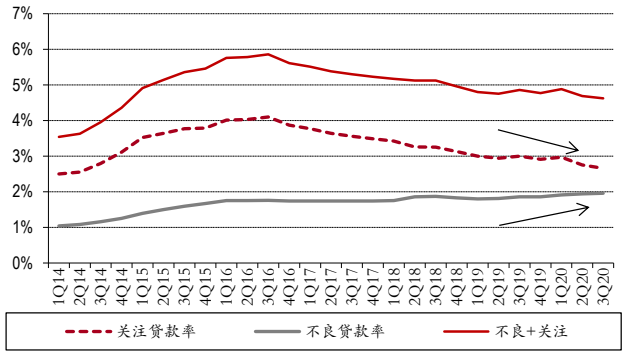
2020 年以来，受疫情冲击和全球经济下行的影响，行业资产质量承压，据银保监会数据口径，3 季末行业不良率较年初上行 10BP 至 1.96%，但我们认为除经济因素外，不良率的上行也与监管引导银行做实资产分类，严格不良认定有关，前三季关注类贷款总体呈下行趋势，占比较年初下降 25BP 至 2.66%个百分点，行业关注+不良率较年初下行 15BP，账面不良维持稳定。随着经济活动的复苏、银行加大不良处置力度，目前行业资产质量总体稳健。根据我们期初期末口径测算，上市银行 3 季度不良生成率（年化）较 2 季度下降 17BP 至 1.27%，同比提升 27BP。

图表59. 2020 年 3 季度不良生成率同比小幅回升



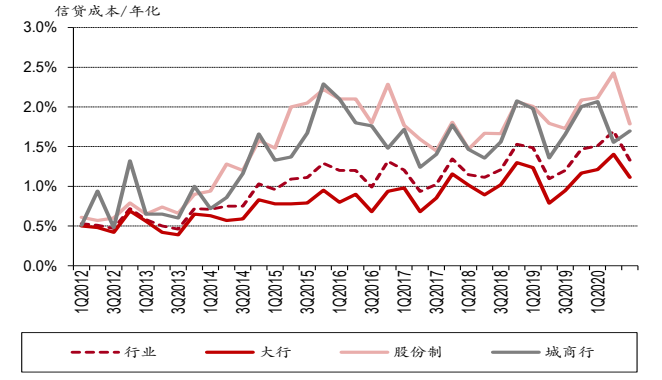
资料来源：万得，中银证券

图表60. 行业不良+关注贷款占比总体稳定



资料来源：万得，中银证券

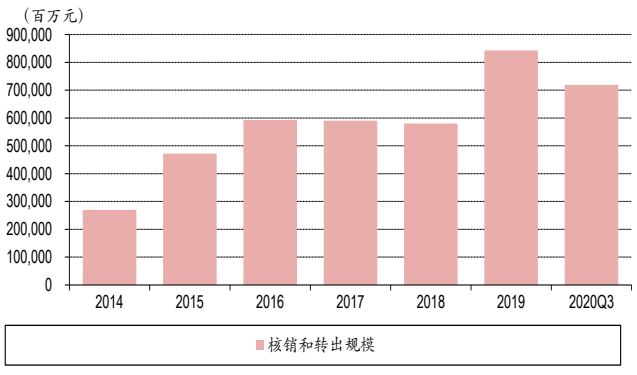
图表61. 上市银行 3 季度信贷成本同比下降



资料来源：万得，中银证券

注：为统一口径，为 25 家银行口径

图表62. 2019 年以来行业处置力度加大



资料来源：万得，中银证券

展望 2021 年，我们认为行业资产质量仍需关注潜在风险点：一方面，疫情对资产质量的影响存在一定的滞后性，对比 2013-2014 年小微信贷的大量集中投放后，行业不良率至 2016 年才见顶回落；另一方面，今年以来监管出台了系列政策对经营暂时遇到困难的小微和民营企业实行延期还款付息和利息补贴等系列纾困政策，进入 2021 年纾困政策都将陆续到期结束，同时 2021 年市场资金流动性也将较 2020 年边际收紧，因此这部分延期还本付息企业资产质量表现仍需跟踪。我们保守预计 2021 年不良生成率较 2020 年提升 5BP 至 1.25%左右水平；行业不良率较 2020 年（1.52%）提升至 1.55%左右。

图表63. 2020 年延期还本付息政策梳理

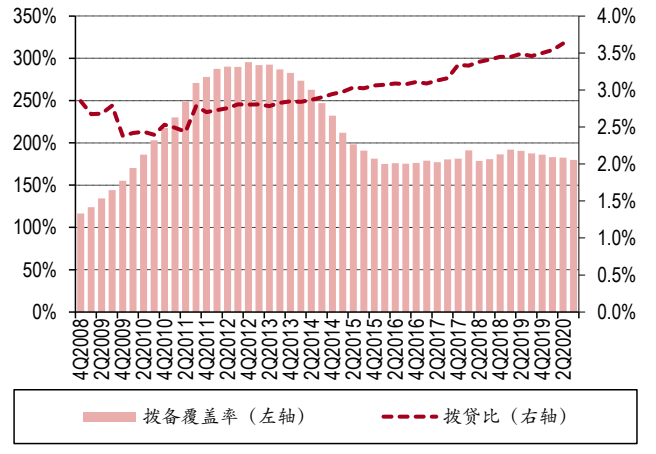
发文日期	文件号	政策文件	内容
2020.03.01	银保监发〔2020〕6号	银保监会 人民银行 发展改革委 工业和信息化部 财政部关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知	2020年1月25日后到期的困难中小微企业贷款本金，通过贷款展期、续贷等方式延期还本，最长可延至2020年6月30日。 2020年1月25日至6月30日中小微企业需支付的贷款利息，付息日期最长可延至2020年6月30日，免收罚息。
2020.04.07	银保监会令[2020]10号	银行保险机构应对突发事件金融服务管理办法	对重大突发事件发生前已经发放、受突发事件影响、非因借款人自身原因不能按时偿还的各类贷款，可不收取延期还款的相关罚息及费用。银行业金融机构不得仅以贷款未及时偿还为理由，阻碍受影响借款人继续获得其他针对突发事件的信贷支持。
2020.04.07	税总办发〔2020〕10号	国家税务总局办公厅 中国银行保险监督管理委员会办公厅 关于发挥“银税互动”作用助力小微企业复工复产的通知	进一步优化信贷审批流程，提高贷款需求响应速度，适当增加信用贷款额度，延长贷款期限，加大对此前在银行业金融机构无贷款记录的“首贷户”的信贷投放力度。
2020.06.01	银发〔2020〕122号	中国人民银行 银保监会 财政部 发展改革委工业和信息化部关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知	2020年6月1日至12月31日期间到期的普惠小微贷款本金，通过贷款展期、续贷等方式，还本日期最长可延至2021年3月31日。 2020年6月1日至12月31日普惠小微贷款应付利息，付息日期最长可延至2021年3月31日，免收罚息。

资料来源：央行、银保监会官网，中银证券

但也需考虑到积极因素，银行经过上一轮小微业务风险的集中爆发（2013-2014 年），对小微业务风险管理的意识和能力明显提高，在本次纾困信贷投放中总体较为审慎，随着疫情的逐步好转，业内普遍关注小微补贴政策退坡可能会给行业资产质量带来的潜在影响，监管层也在近期公开讲话中表示会保持政策的延续性，考虑妥当的过渡安排，保证行业资产质量的总体稳定。

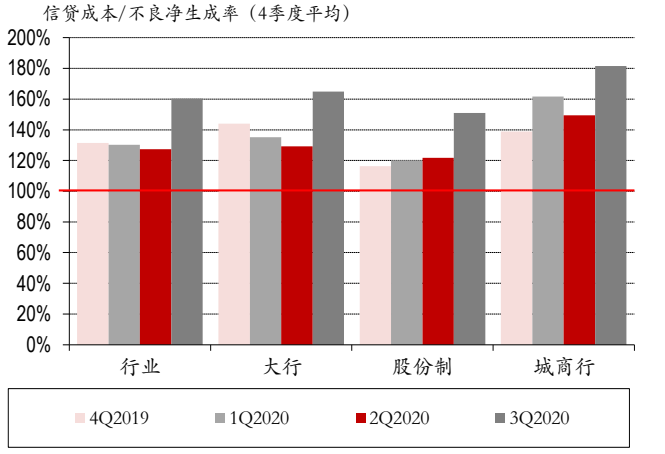
从行业目前风险抵补能力来看，3 季末行业拨备覆盖率为 180%，较年初下行 6.2%个百分点，拨备水平总体处在历史较低水平。但我们使用过去 4 个季度平均信贷成本与核销前不良净生成率的比例来模拟行业拨备计提的充足性。以 100%为分界线，以上为拨备能够覆盖当期发生不良，以下为不能覆盖新发生风险，即净利润增长在透支存量拨备。目前各类上市银行该指标均维持在 100%以上，显示出银行的拨备对当期不良的覆盖水平安全边际较高。

图表64. 2020 年行业拨备覆盖率小幅下行



资料来源：万得，中银证券

图表65. 上市银行的拨备能够覆盖当期发生不良



资料来源：万得，中银证券

从银行个体表现来看，参考 2020 年半年报数据，不良+关注类贷款合并口径占比较低的银行大部分为区域经济较好的区域性城商行，且不良+关注占比较低的银行拨备覆盖率也处可比同业的前列，不仅潜在信用风险较低，抵御风险的能力也较强。具体来看，排名前五的分别是宁波银行、邮储银行、无锡银行、厦门银行和招商银行。

图表66. 上市银行资产质量数据

代码	银行	不良贷款率（%）	关注贷款率（%）	不良+关注（%）	逾期贷款率	拨备覆盖率（%）
002142.SZ	宁波银行	0.79	0.59	1.38	0.9%	506
601658.SH	邮储银行	0.89	0.53	1.42	0.9%	400
600908.SH	无锡银行	1.14	0.32	1.46	0.5%	306
601187.SH	厦门银行	1.12	0.94	2.06	1.1%	323
600036.SH	招商银行	1.14	0.99	2.13	1.4%	441
601838.SH	成都银行	1.42	0.80	2.22	1.5%	278
600926.SH	杭州银行	1.24	0.99	2.23	1.2%	384
601009.SH	南京银行	0.90	1.33	2.23	1.2%	401
601128.SH	常熟银行	0.96	1.34	2.30	1.3%	488
601169.SH	北京银行	1.54	1.27	2.81	2.0%	220
601860.SH	紫金银行	1.68	1.34	3.02	1.6%	245
601166.SH	兴业银行	1.47	1.67	3.14	1.9%	215
601229.SH	上海银行	1.19	1.95	3.14	2.1%	331
600919.SH	江苏银行	1.37	1.83	3.20	1.5%	247
601988.SH	中国银行	1.42	1.94	3.36	0.0%	186
002839.SZ	张家港行	1.21	2.18	3.39	1.2%	298
601328.SH	交通银行	1.68	1.78	3.46	1.7%	149
000001.SZ	平安银行	1.65	1.86	3.51	2.5%	215
002966.SZ	苏州银行	1.47	2.04	3.51	1.8%	264
601288.SH	农业银行	1.43	2.09	3.52	1.3%	285
601916.SH	浙商银行	1.40	2.15	3.55	1.6%	209
601077.SH	渝农商行	1.28	2.41	3.69	1.3%	370
601818.SH	光大银行	1.55	2.19	3.74	2.2%	187
002807.SZ	江阴银行	1.83	1.94	3.77	2.9%	244
002948.SZ	青岛银行	1.63	2.15	3.78	1.5%	163
600928.SH	西安银行	1.17	2.63	3.80	1.9%	268
601398.SH	工商银行	1.50	2.41	3.91	1.4%	195
002936.SZ	郑州银行	2.16	2.14	4.30	3.3%	156
601577.SH	长沙银行	1.23	3.08	4.31	1.8%	285
601997.SH	贵阳银行	1.59	2.74	4.33	6.0%	286
601998.SH	中信银行	1.83	2.55	4.38	3.1%	176
601939.SH	建设银行	1.49	2.99	4.48	1.1%	223
600000.SH	浦发银行	1.92	2.80	4.72	2.5%	146
600016.SH	民生银行	1.69	3.13	4.82	2.0%	152
603323.SH	苏农银行	1.24	3.94	5.18	1.1%	267
600015.SH	华夏银行	1.88	3.50	5.38	1.9%	143
002958.SZ	青农商行	1.49	5.62	7.11	1.8%	318

资料来源：上市银行财报，中银证券

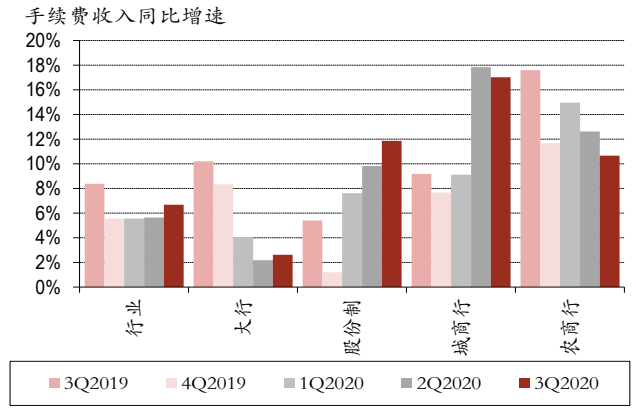
（4）手续费：手续费收入恢复性快增，信用卡业务发展更注重风险管控

2020 年以来上市银行手续费收入增速受疫情影响呈现先降后升的态势。上半年面对实体企业经营困难，银行主动减费让利，据银保监会领导在近期国务院政策例行吹风会上表示，“前三季度，21 家全国性银行服务收费减费让利 1873 亿元”。在有效促进实体经济发展的同时，也对手续费收入的增长带来一定影响。不过目前手续费收入增长已逐步企稳，最新数据来看，前三季度上市银行手续费净收入同比增 6.7%，增速较上半年（5.6%，YoY）提升。但不同类型银行表现存在差异，其中大行、股份行手续费净收入同比增速较上半年提升 0.4、2.1 个百分点至 2.6%、11.9%；城商行和农商行手续费净收入同比增速较上半年放缓 0.8、1.9 个百分点至 17.0%、10.7%，但在低基数下仍保持较快的绝对增长水平。

其他非息收入方面，主要是受三季度市场资金利率上行造成的债权类资产估值波动和汇率波动带来的外汇损失影响，前三季度其他非息收入同比下降 20%。

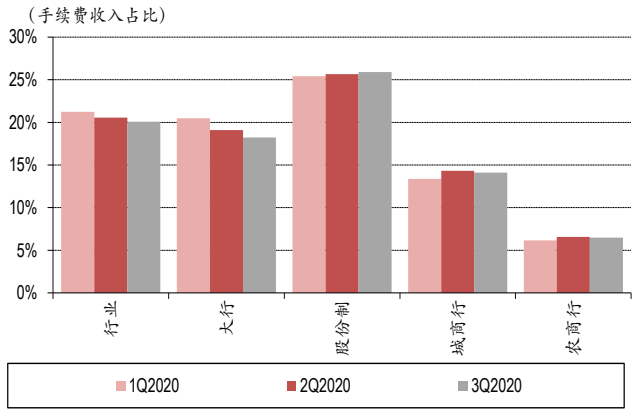
展望后续，我们认为随着国内疫情管控得当，生产经营活动的逐步恢复，银行卡、结算清算等业务收入增速有望继续提升；此外，随着理财子公司的陆续展业，理财相关手续费收入有望继续修复。需要注意的是，目前信用卡业务受前期共债风险和自身周期性因素，叠加本轮疫情冲击，风险仍处在调整出清之中，从已公布数据银行来看，今年上半年信用卡不良率大幅抬升。各家银行也都加强了信用卡业务风险的管控，严格用户准入，部分收紧额度投放，因此预计 2021 年信用卡业务发展速度较粗放式扩张时期收敛，更加注重风险管控。整体来看，我们预计 2021 年手续费收入同比增速将回升至 10%。

图表67. 3 季度行业手续费收入同比增速提升



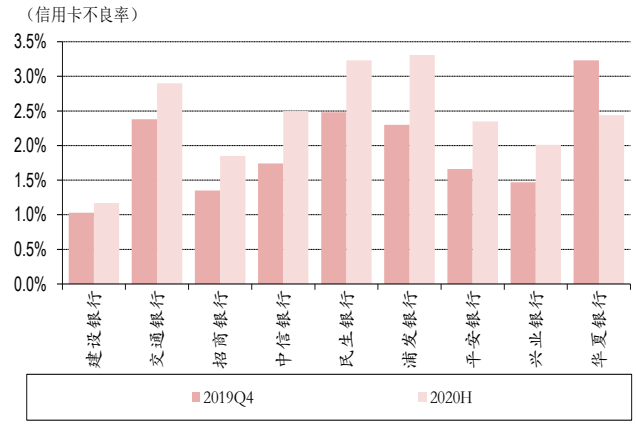
资料来源：万得，中银证券

图表68. 3 季度股份行手续费收入占比提升



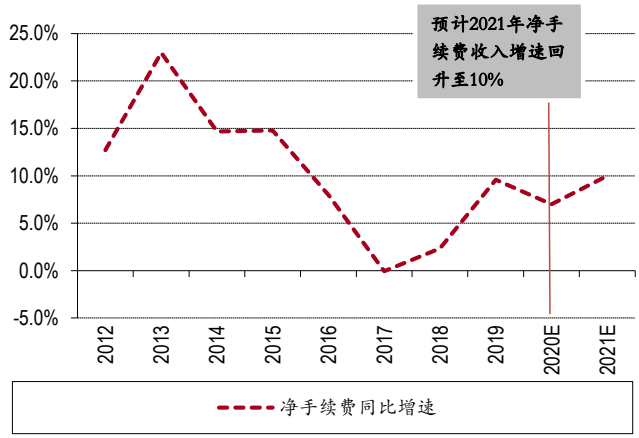
资料来源：万得，中银证券

图表69. 信用卡业务风险持续暴露中



资料来源：万得，中银证券

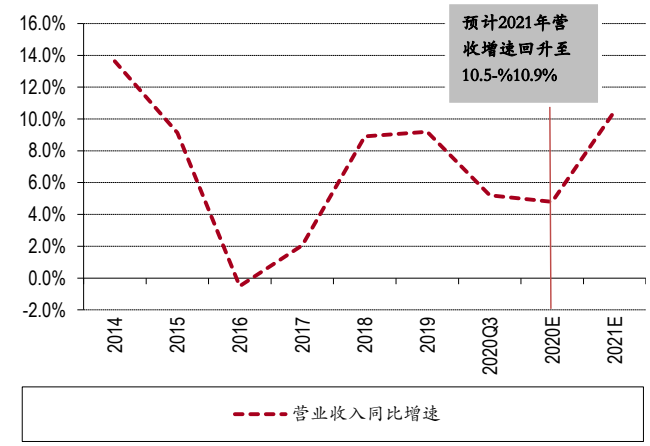
图表70. 预计 2021 年净手续费收入增速将回升至 10%



资料来源：万得，中银证券

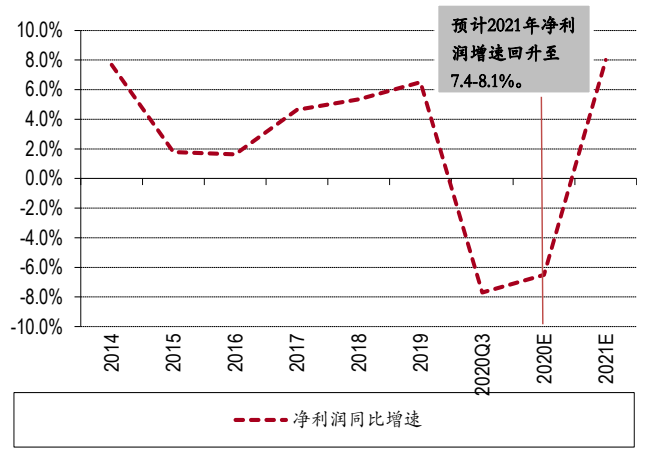
从银行业基本面来看，2021 年上市银行资产规模保持稳健扩张，预计同比增速为 10%（vs2020 年，11%），结构上信贷占比进一步提升；息差受资产端收益率回升的提振，预计上市银行 2021 年息差较 2020 年小幅上升 2-3BP（vs2020 年，-7BP）；疫情对 2020 年的银行卡业务、结算业务收入带来负面影响，后疫情时期相关手续费收入表现将有改善，预计 2021 年手续费增速将回升至 10%，与疫情前的 2019 年（9.6%）基本持平。资产质量方面，因疫情影响存滞后性以及海外疫情的不确定性，我们保守预计 2021 年不良生成速度(1.25%)较 2020 年小幅提升 5BP。在 2021 年息差较 2020 年提升 2-3BP 的假设下，我们估计 2021 年上市银行营收同比增 10.5-10.9%（vs2020 年为 4.8%）。考虑到 2021 年资产质量仍存潜在风险点，预计行业维持稳健的拨备计提力度，我们判断 2021 年信贷成本为 1.52%（vs2020，1.49%），预计 2021 年上市银行归母净利润增速较 2020 年（-6.5%）触底回升至 7.4-8.1%。

图表71. 预计上市银行 2021 年营收同比增速约 10.5-10.9%



资料来源：万得，中银证券

图表72. 预计上市银行 2021 年净利润同比增速约 7.4%-8.1%



资料来源：万得，中银证券

投资建议：估值修复可期，个股聚焦成长性与稳健性

展望 2021 年，在经济逐步复苏、货币政策回归常态化背景下，预计全年新增信贷 20 万亿，对应信贷同比增速 11.7%，增速较 2020 年（13.2%）放缓。在经济景气度向好、流动性边际收紧情况下，预计 2021 年息差绝对水平较 2020 年提升 2-3BP。考虑到信贷风险的滞后性以及海外疫情的不确定性，我们保守预计 2021 年不良生成速度（1.25%）较 2020 年小幅提升 5BP，不良率较 2020 年（1.52%）提升至 1.55%。目前银行板块具备低估值（PB 为 0.80x，2021 年）、低仓位的特点，在 2021 年经济继续修复向好以及流动性边际收敛的预期催化下，我们认为银行基本面将呈现息差稳中有升、盈利大幅反弹的良好表现，支持板块估值修复，看好板块绝对收益。个股筛选角度来看，我们认为在经济修复阶段，具备区域经济优势、资产质量表现优异的成长型中小行（例如宁波银行、杭州银行、成都银行、南京银行、长沙银行等）有望脱颖而出；此外，在零售转型、金融科技改革大趋势下，看好战略前瞻性强、金融科技布局领先、综合化优势明显的标的（例如招商银行、平安银行等）。

风险提示：

疫情反复使得经济超预期下行。银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。尽管目前国内疫情防控较好，但考虑到疫情的不确定性，如果疫情反复对经济再次带来冲击，经济超预期下行将影响银行业的业务开展情况以及资产质量表现，从而影响银行业的盈利能力。

附录图表 73. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价(元)	市值(十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产(元/股)
					2019A	2020E	2019A	2020E	
601398.SH	工商银行	增持	5.09	1,814	0.88	0.78	0.73	0.68	7.24
601939.SH	建设银行	增持	6.74	1,685	1.07	0.97	0.80	0.74	8.81
601988.SH	中国银行	未有评级	3.25	957	0.64	0.66	0.58	0.54	5.84
601288.SH	农业银行	增持	3.23	1,130	0.61	0.57	0.65	0.64	5.24
601658.SH	邮储银行	增持	5.04	438	0.70	0.69	0.88	0.81	6.09
600036.SH	招商银行	买入	45.09	1,137	3.68	3.74	1.97	1.79	24.55
601998.SH	中信银行	增持	5.26	257	0.98	0.89	0.59	0.55	9.32
600000.SH	浦发银行	增持	9.98	293	2.01	1.88	0.60	0.55	17.38
601818.SH	光大银行	买入	4.45	240	0.69	0.66	0.76	0.70	6.27
000001.SZ	平安银行	买入	19.50	378	1.45	1.40	1.39	1.28	14.88
601169.SH	北京银行	增持	4.83	102	1.01	0.92	0.54	0.50	9.27
601009.SH	南京银行	增持	8.35	84	1.24	1.36	1.08	0.89	9.38
002142.SZ	宁波银行	买入	36.55	220	2.28	2.41	2.57	2.07	16.72
601229.SH	上海银行	增持	7.96	113	1.43	1.32	0.72	0.66	11.75
601997.SH	贵阳银行	未有评级	8.13	26	2.13	2.39	0.76	0.68	11.36
600926.SH	杭州银行	增持	14.64	87	1.11	1.20	1.65	1.39	10.54
002807.SZ	江阴银行	未有评级	4.13	9	0.47	0.54	0.79	0.75	5.24
600908.SH	无锡银行	未有评级	5.76	11	0.68	0.75	0.96	0.86	6.19
601128.SH	常熟银行	买入	7.54	21	0.65	0.66	1.22	1.14	6.39
002839.SZ	张家港行	未有评级	6.25	11	0.52	0.58	1.12	1.05	5.81
601838.SH	成都银行	增持	10.74	39	1.54	1.62	1.09	0.98	10.55
601077.SH	渝农商行	增持	4.52	51	0.86	0.78	0.58	0.54	8.14
601577.SH	长沙银行	增持	9.33	32	1.48	1.53	0.92	0.83	10.97

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 11 月 26 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



600036.SH

买入

原评级: 买入

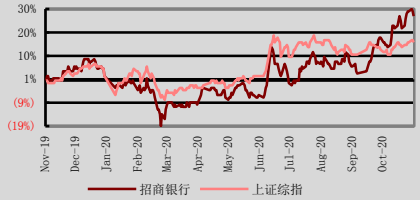
市场价格:人民币 45.09

板块评级:强于大市

本报告要点

- 零售银行标杆，财富管理业务亮眼

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	17.8	7.8	18.2	25.2
相对上证指数	8.8	5.2	18.6	9.5

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	1,120,518
3 个月日均交易额(人民币 百万)	2,432
资本充足率(%)(2020Q3)	16.19
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《招商银行》 20201101

《招商银行》 20200830

《招商银行》 20200322

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师： 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

招商银行

零售银行标杆，财富管理业务亮眼

招商银行作为零售银行的标杆，零售优势领先，前瞻性的战略布局以及坚定执行力积累客户基础，零售地位短期内难被超越。我们认为招行经营风格稳健审慎，且拨备厚实，风险抵补能力优于同业，厚实的拨备保证业绩的稳定性，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **零售标杆银行，分红率提升彰显管理层信心。**招行的零售布局存在先发优势，产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性，零售客群基础庞大。公司零售业务收入贡献占半壁江山，2020 年上半年零售金融营收与税前利润占比分别为 53.1%、53.9%。在巩固零售业务优势的同时，公司促进批发业务、金融市场业务与零售业务的联动，增强公司市场竞争力。公司 2019 的年分红率提升至 33%，反映出公司轻型化经营成效显现以及管理层对公司未来发展的信心。同时，公司继续数字化转型，加强拓展线上零售业务，随着国内经济的修复，零售条线业务收入贡献有望进一步加大。
- **财富管理优势凸显。**尽管疫情对行业信用卡业务收入带来影响，但得益于财富管理业务的亮眼表现，招行 2020 年以来手续费收入保持高增。公司前三季度手续费净收入同比增长 10.70%，占营收比重进一步提升至 28.6%，收入结构更趋多元化，其中财富管理业务收入（母行口径）前三季度同比增 45%。我们认为理财子公司更专业的投研能力有助于提升资管能力以及增强客户粘性，继续看好公司未来资管业务收入表现。
- **零售业务资产质量短期波动，拨备领先同业、风险抵补能力强。**招行资产质量保持优异，不良贷款率处于同业低位水平。尽管上半年受疫情影响零售业务不良率有所抬升，但 3 季度零售不良贷款率已企稳，未来随着经济的不断向好，零售新生不良压力有望减轻。公司拨备覆盖率始终保持同业前列，3 季末拨备覆盖率达 425%，拨贷比为 4.79%，拨备基础扎实，风险抵补能力强，领先同业的拨备覆盖率也保证了业绩的稳健性。

估值

- 我们维持招行 2020/2021 年 EPS 为 3.74/4.05 元/股的预测，对应净利润增速为 1.6%/8.1%，目前股价对应 2020/2021 年 PB 为 1.79x/1.61x，我们认为招行经营风格稳健，且拨备厚实，风险抵补能力优于同业，厚实的拨备保证业绩的稳定性，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期，疫情反复影响公司业务开展。

投资摘要

年结日:12 月 31 日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	246,689	267,002	287,435	317,639	353,546
变动(%)	12.44	8.23	7.65	10.51	11.30
净利润	80,560	92,867	94,358	102,028	113,145
变动(%)	14.8	15.3	1.6	8.1	10.9
净资产收益率(%)	16.92	17.1	15.5	15.2	15.2
每股收益(元)	3.19	3.68	3.74	4.05	4.49
市盈率(倍)	14.12	12.25	12.05	11.15	10.05
市净率(倍)	2.25	1.97	1.79	1.61	1.45

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	3.19	3.68	3.74	4.05	4.49
BVPS（摊薄/元）	20.07	22.89	25.25	27.98	31.00
每股股利	0.94	1.20	1.22	1.32	1.46
分红率(%)	29.43	32.59	32.59	32.59	32.59
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	3,942	4,500	5,085	5,696	6,379
证券投资	1,706	1,829	2,012	2,213	2,434
应收金融机构的款项	613	523	523	523	523
生息资产总额	6,562	7,196	8,029	8,902	9,877
资产合计	6,746	7,417	8,276	9,175	10,180
客户存款	4,428	4,875	5,606	6,391	7,286
计息负债总额	6,011	6,597	7,386	8,259	9,248
负债合计	6,202	6,800	7,547	8,377	9,305
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	540	611	721	790	866
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	160.38	173.09	186.37	204.78	227.12
净手续费及佣金收入	66.48	71.49	78.64	90.44	104.00
营业收入	246.69	267.00	287.44	317.64	353.55
营业税金及附加	(2.13)	(2.35)	(2.87)	(3.18)	(3.54)
拨备前利润	167.33	178.20	191.48	211.59	235.50
计提拨备	(60.84)	(61.07)	(72.47)	(82.91)	(92.80)
税前利润	106.50	117.13	119.01	128.69	142.71
净利润	80.56	92.87	94.36	102.03	113.15
资产质量					
NPL ratio(%)	1.36	1.16	1.13	1.13	1.13
NPLs	53.61	52.28	57.47	64.36	72.08
拨备覆盖率(%)	358	427	423	425	427
拨贷比(%)	4.87	4.95	4.78	4.81	4.83
一般准备/风险加权资(%)	4.10	4.31	4.22	4.28	4.34
不良贷款生成率(%)	0.41	0.68	1.20	1.10	1.10
不良贷款核销率(%)	(0.51)	(0.71)	(1.09)	(0.97)	(0.97)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	10.57	14.17	13.00	12.00	12.00
生息资产增长率	7.35	9.67	11.57	10.86	10.95
总资产增长率	7.12	9.95	11.57	10.86	10.95
存款增长率	8.94	10.11	15.00	14.00	14.00
付息负债增长率	7.08	9.76	11.95	11.83	11.96
净利息收入增长率	10.72	7.92	7.67	9.88	10.91
手续费及佣金净收入增长率	3.85	7.54	10.00	15.00	15.00
营业收入增长率	12.44	8.23	7.65	10.51	11.30
拨备前利润增长率	11.11	6.49	7.45	10.50	11.30
税前利润增长率	17.44	9.99	1.61	8.13	10.90
净利润增长率	14.84	15.28	1.61	8.13	10.90
非息收入占比	26.95	26.78	27.36	28.47	29.42
成本收入比	31.26	32.41	32.41	32.41	32.41
信贷成本	1.62	1.45	1.51	1.54	1.54
所得税率	24.11	20.24	20.24	20.24	20.24
盈利能力（%）					
NIM	2.57	2.59	2.52	2.49	2.49
拨备前 ROAA	2.57	2.52	2.44	2.43	2.43
拨备前 ROAE	32.80	30.95	28.75	28.02	28.45
ROAA	1.24	1.31	1.20	1.17	1.17
ROAE	16.92	17.15	15.54	15.20	15.21
流动性（%）					
分红率	29.43	32.59	32.59	32.59	32.59
贷存比	89.03	92.32	90.71	89.12	87.56
贷款/总资产	58.44	60.67	61.45	62.08	62.67
债券投资/总资产	25.28	24.65	24.31	24.12	23.91
银行同业/总资产	9.09	7.04	6.31	5.69	5.13
资本状况					
核心一级资本充足率 2	11.78	11.95	10.64	10.67	10.70
资本充足率	13.06	13.02	12.77	12.60	12.43
加权风险资产--一般法	4,678	5,171	5,769	6,396	7,096
% RWA/总资产(%)	69.35	69.71	69.71	69.71	69.71

资料来源：公司公告，中银证券预测

000001.SZ

买入

原评级: 买入

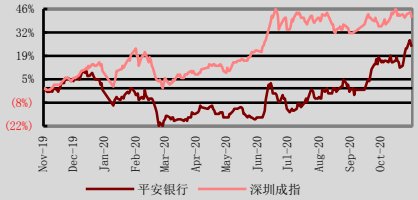
市场价格:人民币 19.50

板块评级:强于大市

本报告要点

- 金融科技赋能，零售对公协同发展

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	14.9	5.1	30.5	22.7
相对深证成指	(13.5)	1.1	30.6	(19.2)

发行股数(百万)	19,406
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	369,877
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,805
资本充足率(%)(2020Q3)	13.86
主要股东(%)	
中国平安保险(集团)股份有限公司-集团本级-自有资金	50

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《平安银行》 20201022

《平安银行》 20200828

《平安银行》 20200420

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师： 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

平安银行

金融科技赋能，零售对公协同发展

平安银行依托集团资源优势，零售转型成效显现，零售板块收入和税前利润贡献度已过半。同时随着公司对公业务调整逐步，存量资产质量包袱减轻，基本面改善明显，主营业务表现向好。公司 2019 年提出“对公做精”战略，与集团综合金融平台形成的协同效应值得期待。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **战略执行力强，金融科技赋能。**平安银行战略执行力强，公司以打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”为战略目标，以科技驱动战略转型，通过科技手段创新业务模式、升级传统业务。公司业务发展更加均衡，主营业务收入好于行业平均，2020 年前 3 季度营收同比增长 13.2%。
- **零售转型突破，对公协同发展。**平安银行自确定零售转型战略以来，依托集团资源优势、广泛的分销网络、完备的综合金融产品体系和金融科技运用，零售发展势头迅猛。2020 年上半年零售业务营收贡献度为 55.3%。公司 2019 年提出“对公做精”战略，利用集团综合金融优势实现突破，对公收入结构有效改善，对公（不含资金同业业务）非利息净收入同比增长 16.7%，占对公营业收入的比例同比上升 3.6 个百分点。
- **资产质量改善，风险抵御能力增强。**平安银行过去对不良占比较高的对公业务进行了调整优化，减少高风险行业敞口余额并且退出部分高违约率行业。随着公司的业务调整，资产质量存量不良包袱减轻。在 3 季度不良处置力度加大背景下（3 季度贷款核销 210 亿 vs 上半年贷款核销 194 亿），公司 3 季末不良贷款率环比 2 季末下行 33BP 至 1.32%；关注类贷款环比下降 27BP 至 1.59%。其中，3 季末对公、零售贷款不良率较 2 季末继续下降 0.45、0.24 个百分点至 1.31%、1.32%。

估值

- 我们维持公司 2020/2021 年 EPS 至 1.40/1.51 元/股的预测，对应净利润增速为-3.6%/8.2%，目前股价对应 2020/2021 年 PB 为 1.28x/1.18x。公司具备集团资源优势，战略执行力强，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期，疫情反复影响公司业务开展。

投资摘要

年结日:12 月 31 日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	116,716	137,958	155,956	176,010	197,424
变动(%)	10.33	18.20	13.05	12.86	12.17
净利润	24,818	28,195	27,181	29,399	31,740
变动(%)	7.0	13.6	(3.6)	8.2	8.0
净资产收益率(%)	11.76	11.4	9.6	9.6	9.5
每股收益(元)	1.28	1.45	1.40	1.51	1.64
市盈率(倍)	15.25	13.42	13.92	12.87	11.92
市净率(倍)	1.52	1.39	1.28	1.18	1.09

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.28	1.45	1.40	1.51	1.64
BVPS（摊薄/元）	12.82	14.07	15.18	16.47	17.86
每股股利	0.15	0.22	0.21	0.23	0.25
分红率(%)	10.03	15.00	15.00	15.00	15.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	2,004	2,329	2,795	3,242	3,761
证券投资	872	1,066	1,172	1,289	1,418
应收金融机构的款项	195	227	250	250	250
生息资产总额	3,295	3,804	4,413	4,982	5,635
资产合计	3,419	3,939	4,569	5,158	5,834
客户存款	2,149	2,460	2,743	3,017	3,319
计息负债总额	3,106	3,522	4,065	4,615	5,264
负债合计	3,179	3,626	4,205	4,769	5,418
股本	17	19	19	19	19
股东权益合计	240	313	365	390	417
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	74.75	89.96	101.35	113.59	125.80
净手续费及佣金收入	31.30	36.74	43.36	51.16	60.37
营业收入	116.72	137.96	155.96	176.01	197.42
营业税金及附加	(1.15)	(1.29)	(1.46)	(1.65)	(1.85)
拨备前利润	80.10	95.77	110.78	125.03	140.25
计提拨备	(47.87)	(59.53)	(75.84)	(87.24)	(99.45)
税前利润	32.23	36.24	34.94	37.79	40.80
净利润	24.82	28.20	27.18	29.40	31.74
资产质量					
NPL ratio(%)	1.75	1.65	1.32	1.32	1.32
NPLs	34.91	38.23	36.90	42.80	49.65
拨备覆盖率(%)	155	183	232	255	272
拨贷比(%)	2.72	3.02	3.06	3.37	3.59
一般准备/风险加权资(%)	2.32	2.51	2.65	3.00	3.27
不良贷款生成率(%)	2.34	2.17	2.30	2.30	2.30
不良贷款核销率(%)	(2.02)	(2.02)	(2.35)	(2.10)	(2.10)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	17.59	16.24	20.00	16.00	16.00
生息资产增长率	8.93	15.46	16.00	12.89	13.11
总资产增长率	5.24	15.22	16.00	12.89	13.11
存款增长率	7.43	14.45	11.50	10.00	10.00
付息负债增长率	5.69	13.38	15.42	13.54	14.05
净利息收入增长率	0.99	20.36	12.65	12.09	10.74
手续费及佣金净收入增长率	2.03	17.40	18.00	18.00	18.00
营业收入增长率	10.33	18.20	13.05	12.86	12.17
拨备前利润增长率	9.61	19.56	15.68	12.86	12.17
税前利润增长率	6.88	12.44	(3.60)	8.16	7.96
净利润增长率	7.02	13.61	(3.60)	8.16	7.96
非息收入占比	26.81	26.63	27.80	29.07	30.58
成本收入比	30.32	29.61	28.00	28.00	28.00
信贷成本	2.58	2.75	2.96	2.89	2.84
所得税率	23.00	22.20	22.20	22.20	22.20
盈利能力（%）					
NIM	2.35	2.62	2.55	2.50	2.45
拨备前 ROAA	2.40	2.60	2.60	2.57	2.55
拨备前 ROAE	34.67	34.63	32.70	33.16	34.80
ROAA	0.74	0.77	0.64	0.60	0.58
ROAE	11.76	11.44	9.58	9.57	9.53
流动性（%）					
分红率	10.03	15.00	15.00	15.00	15.00
贷存比	93.24	94.70	101.92	107.48	113.34
贷款/总资产	58.62	59.13	61.18	62.86	64.47
债券投资/总资产	25.50	27.05	25.65	25.00	24.31
银行同业/总资产	5.70	5.77	5.47	4.85	4.29
资本状况					
核心一级资本充足率 2	8.54	9.11	8.57	8.28	7.97
资本充足率	11.50	13.22	12.12	11.42	10.75
加权风险资产--一般法	2,340	2,784	3,230	3,646	4,124
% RWA/总资产(%)	68.46	70.69	70.69	70.69	70.69

资料来源：公司公告，中银证券预测

002142.SZ

买入

原评级: 买入

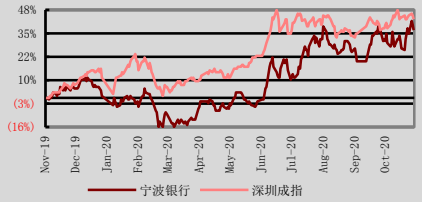
市场价格:人民币 36.55

板块评级:强于大市

本报告要点

- 优质城商行，优异基本面支持估值溢价

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	25.0	(0.1)	3.9	31.4
相对深证成指	(3.3)	(4.1)	4.0	(10.5)

发行股数(百万)	6,008
流通股(%)	94
总市值(人民币 百万)	215,147
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,219
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
宁波开发投资集团有限公司	19

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《宁波银行》 20201029

《宁波银行》 20200830

《宁波银行》 20200426

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师： 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

宁波银行

优质城商行，优异基本面支持估值溢价

宁波银行盈利能力保持优异，资产质量优于可比同业，且拨备基础厚实、风险抵御能力强，是城商行的标杆，市场关注度和认可度高。我们认为公司兼备成长性和可持续性，清晰的战略目标、优秀的管理层、稳健的基本面支持估值溢价，维持公司买入评级。

支撑评级的要点

- **民营市场化基因，务实深耕本地市场。**宁波银行股权结构中民企股东与管理层持股比例明显高于上市银行同业，为公司带来有别于其他银行的市场化基因。公司管理层稳定，作风务实，带领队伍深耕本地市场，区域市占率明显优于同业，为公司业绩的稳健增长奠定了基础。公司坚定聚焦大零售业务和轻资本业务的拓展，业务规模和盈利贡献在不断提升。
- **盈利结构不断优化，盈利能力居同业前列。**宁波银行致力于打造多元化的利润中心，公司盈利结构不断优化和多元化，综合化布局带来非息收入的快增。公司设立理财、基金、租赁子公司，丰富收入多元化程度，前 3 季度手续费收入实现 41.8%的同比增长，收入结构的多元化保障公司盈利的稳定性和可持续发展，公司 2020 前 3 季度 ROE 达 16.4%，依然保持行业前列。
- **资产质量保持优异，拨备水平领先同业。**宁波银行不良认定严格（2020 年上半年逾期 90 天以上贷款/不良占比为 86%），前 3 季度不良率为 0.79%，环比第 2 季度持平，不良贷款率继续保持行业低位。公司在经营过程中不断强化风控体系，增强风险抵御能力，公司拨备水平远高于行业平均，3 季末拨备覆盖率进一步提升至 516%。

估值

- 我们维持公司 2020/2021 年 EPS 为 2.41/2.81 元/股的预测,对应净利润同比增速 5.5%/16.9%，目前公司股价对应 2020/2021 年 PB 为 2.11x/1.86x，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期，疫情反复影响公司业务开展。

投资摘要

年结日:12 月 31 日 (人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	28,917	35,046	39,865	49,886	63,008
变动(%)	14.29	21.19	13.75	25.14	26.30
净利润	11,186	13,714	14,467	16,912	19,969
变动(%)	19.9	22.6	5.5	16.9	18.1
净资产收益率(%)	19.45	18.3	15.3	15.3	15.8
每股收益(元)	1.86	2.28	2.41	2.81	3.32
市盈率(倍)	19.63	16.01	15.18	12.98	11.00
市净率(倍)	2.94	2.57	2.11	1.86	1.63

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.86	2.28	2.41	2.81	3.32
BVPS（摊薄/元）	12.41	15.19	17.29	19.61	22.36
每股股利	0.41	0.50	0.49	0.58	0.68
分红率(%)	19.30	20.52	20.52	20.52	20.52
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	429	532	697	906	1,177
证券投资	576	650	780	936	1,123
应收金融机构的款项	15	36	36	36	36
生息资产总额	1,091	1,290	1,596	1,971	2,441
资产合计	1,116	1,318	1,622	2,011	2,476
客户存款	647	779	927	1,094	1,291
计息负债总额	973	1,157	1,430	1,697	2,015
负债合计	1,035	1,217	1,503	1,878	2,326
股本	5	6	6	6	6
股东权益合计	81	100	119	133	149
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	19.12	19.56	23.97	29.63	36.65
净手续费及佣金收入	5.79	7.78	10.90	15.26	21.36
营业收入	28.92	35.05	39.86	49.89	63.01
营业税金及附加	(0.20)	(0.26)	(0.29)	(0.37)	(0.46)
拨备前利润	18.70	22.68	25.88	32.38	40.90
计提拨备	(7.21)	(7.46)	(9.83)	(13.62)	(18.74)
税前利润	11.50	15.22	16.05	18.77	22.16
净利润	11.19	13.71	14.47	16.91	19.97
资产质量					
NPL ratio(%)	0.78	0.78	0.80	0.80	0.80
NPLs	3.35	4.14	5.57	7.24	9.42
拨备覆盖率(%)	522	524	509	520	539
拨贷比(%)	4.07	4.09	4.07	4.16	4.31
一般准备/风险加权资(%)	2.44	2.45	2.60	2.79	3.05
不良贷款生成率(%)	0.88	0.82	0.75	0.75	0.75
不良贷款核销率(%)	(0.75)	(0.65)	(0.52)	(0.54)	(0.54)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	23.94	23.92	31.00	30.00	30.00
生息资产增长率	8.26	18.21	23.72	23.55	23.81
总资产增长率	8.18	18.03	23.07	24.03	23.09
存款增长率	14.41	20.49	19.00	18.00	18.00
付息负债增长率	7.23	18.94	23.60	18.70	18.71
净利息收入增长率	16.67	2.32	22.51	23.62	23.69
手续费及佣金净收入增长率	(1.79)	34.34	40.00	40.00	40.00
营业收入增长率	14.29	21.19	13.75	25.14	26.30
拨备前利润增长率	14.96	21.25	14.11	25.14	26.30
税前利润增长率	13.13	32.36	5.49	16.91	18.07
净利润增长率	19.85	22.60	5.49	16.91	18.07
非息收入占比	20.04	22.21	27.34	30.58	33.90
成本收入比	34.46	34.35	34.35	34.35	34.35
信贷成本	1.86	1.55	1.60	1.70	1.80
所得税率	2.41	9.38	9.38	9.38	9.38
盈利能力（%）					
NIM	1.97	1.84	1.86	1.86	1.86
拨备前 ROAA	1.74	1.86	1.76	1.78	1.82
拨备前 ROAE	27.11	25.03	23.64	25.77	29.04
ROAA	1.04	1.13	0.98	0.93	0.89
ROAE	19.45	18.27	15.28	15.26	15.84
流动性（%）					
分红率	19.30	20.52	20.52	20.52	20.52
贷存比	66.35	68.24	75.12	82.76	91.18
贷款/总资产	38.43	40.35	42.95	45.02	47.55
债券投资/总资产	51.56	49.31	48.08	46.52	45.35
银行同业/总资产	1.38	2.75	2.24	1.80	1.46
资本状况					
核心一级资本充足率 2	9.16	9.62	8.88	8.15	7.58
资本充足率	14.86	15.57	13.70	12.04	10.74
加权风险资产--一般法	718	885	1,089	1,351	1,663
% RWA/总资产(%)	64.34	67.18	67.18	67.18	67.18

资料来源：公司公告，中银证券预测

600926.SH

增持

原评级: 未有评级

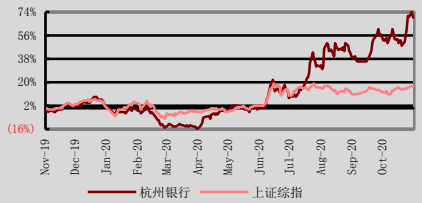
市场价格:人民币 14.64

板块评级:强于大市

本报告要点

- 基本面持续向好，盈利领先同业

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	61.3	7.1	26.5	70.6
相对上证指数	52.3	4.6	26.8	54.9

发行股数(百万)	5,930
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	86,462
3 个月日均交易额(人民币 百万)	531
资本充足率(%)(2020Q3)	14.41
主要股东(%)	
Commonwealth Bank of Australia	16

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《杭州银行》 20191024

《杭州银行》 20190426

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师： 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

杭州银行

基本面持续向好，盈利领先同业

杭州银行深耕浙江地区，拥有深厚的区域业务基础。公司资负结构不断优化，存、贷占比持续提升，零售转型成效初显，支撑利息明显改善。在区域经济企稳向好背景下，公司整体盈利能力改善，2020 年营收和利润增速均保持同业前列，资产质量明显改善，我们看好公司未来区域发展优势。首次覆盖给予*增持*评级。

支撑评级的要点

- **区域经济优势突出，盈利不断向好。**杭州银行深耕杭州市，定位长三角，经营范围布局在国内经济最活跃的地区之一。受益于区域经济优势，公司盈利能力持续提升，营收和利润增速近 3 年来逐年抬升。2020 年前三季度营收/净利润分别同比增 16.2%/5.1%，增速处于行业前列。展望未来，公司依托江浙地区优势的客户基础，推动零售转型，聚焦消费信贷和财富管理两大核心业务，发展潜力值得期待。对公领域，杭州地区科技文创企业资源丰富，公司"1+6+N"专营体系将助推其业务增长。同时，作为扎根省会城市的区域城商行，在浙江省新基建建设中相对优势突出，低风险优质项目有望上量。
- **资负结构优化，息差明显改善。**近年来，杭州银行不断优化资负结构，向存贷业务回归，2020Q3 信贷占比较 17 年大幅提升 7.5 个百分点至 40.4%。4 月公司 71.6 亿元定增成功，有效缓解核心资本约束，未来贷款占比仍有上升空间。负债端，3 季末公司存款占比较 17 年提升 8.3%至 65.7%，有利于公司负债端成本保持稳定。受益于公司资负两端结构的优化以及零售贷款大力投放，近三年公司息差持续上行，半年末公司息差 1.95%，较年初提升 12BP。
- **资产质量优异，中收增长潜力可期。**随着区域经济回暖以及公司贷款投放更为严格审慎，积极压降不良率较高的制造业、建筑业和批发零售业占比，总资产质量水平不断向好。3 季度公司不良率为 1.09%，较年初下降 25BP。资产质量改善同时，公司不断加大拨备计提，3 季末拨备覆盖率为 453.16%，较年初上升近 98 个百分点，风险抵补能力位于行业前列。前三季度公司手续费收入同比高增 93.7%，但在营收中的占比还相对较低（13.5%），未来提升空间巨大。

估值

- 我们预计杭州银行 2020/2021 年 EPS 为 1.37/1.59 元/股，对应净利润同比增速为 6.1%/16.2%，对应 2020/2021 年 PB1.20x/1.11x，首次覆盖给予***增持***评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期，疫情反复影响公司业务开展。

投资摘要

年结日:12 月 31 日(人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	17,050	21,402	24,363	27,374	30,708
变动(%)	20.77	25.52	13.84	12.36	12.18
净利润	5,412	6,602	7,006	8,140	9,326
变动(%)	18.9	22.0	6.1	16.2	14.6
净资产收益率(%)	12.16	13.2	12.1	12.4	13.2
每股收益(元)	1.05	1.29	1.37	1.59	1.82
市盈率(倍)	13.88	11.38	10.72	9.23	8.05
市净率(倍)	1.59	1.43	1.20	1.11	1.02

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.05	1.29	1.37	1.59	1.82
BVPS（摊薄/元）	9.20	10.25	12.25	13.24	14.40
每股股利	0.25	0.40	0.42	0.49	0.56
分红率(%)	23.70	31.44	31.00	31.00	31.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	350	415	486	563	653
证券投资	413	431	496	545	600
应收金融机构的款项	74	100	90	90	90
生息资产总额	909	1,013	1,148	1,285	1,442
资产合计	921	1,024	1,160	1,299	1,458
客户存款	533	620	725	841	976
计息负债总额	842	948	1,083	1,210	1,357
负债合计	864	962	1,080	1,214	1,367
股本	5	5	5	5	5
股东权益合计	57	63	80	85	91
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	13.99	15.61	18.90	21.28	23.85
净手续费及佣金收入	1.18	1.67	3.16	3.80	4.56
营业收入	17.05	21.40	24.36	27.37	30.71
营业税金及附加	(0.13)	(0.18)	(0.24)	(0.27)	(0.31)
拨备前利润	11.80	15.08	17.13	19.25	21.59
计提拨备	(6.01)	(7.76)	(9.37)	(10.23)	(11.25)
税前利润	5.79	7.32	7.76	9.02	10.33
净利润	5.41	6.60	7.01	8.14	9.33
资产质量					
NPL ratio(%)	1.45	1.34	1.09	1.09	1.09
NPLs	5.09	5.53	5.29	6.14	7.12
拨备覆盖率(%)	256	317	427	463	486
拨贷比(%)	3.71	4.24	4.65	5.05	5.29
一般准备/风险加权资(%)	2.26	2.70	3.07	3.45	3.74
不良贷款生成率(%)	0.98	0.97	0.90	1.00	1.00
不良贷款核销率(%)	(0.80)	(0.85)	(0.95)	(0.84)	(0.84)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	23.48	18.41	17.00	16.00	16.00
生息资产增长率	10.48	11.51	13.29	11.97	12.21
总资产增长率	10.53	11.18	13.29	11.97	12.21
存款增长率	18.76	16.37	17.00	16.00	16.00
付息负债增长率	13.29	12.63	14.23	11.76	12.11
净利息收入增长率	14.06	11.58	21.05	12.59	12.10
手续费及佣金净收入增长率	(26.83)	40.75	90.00	20.00	20.00
营业收入增长率	20.77	25.52	13.84	12.36	12.18
拨备前利润增长率	23.84	27.77	13.59	12.35	12.17
税前利润增长率	15.74	26.32	6.12	16.18	14.58
净利润增长率	18.94	21.99	6.12	16.18	14.58
非息收入占比	6.94	7.78	12.99	13.87	14.84
成本收入比	29.92	28.72	28.72	28.72	28.72
信贷成本	1.89	2.03	2.08	1.95	1.85
所得税率	6.56	9.76	9.76	9.76	9.76
盈利能力（%）					
NIM	1.71	1.83	1.97	1.97	1.97
拨备前 ROAA	1.35	1.55	1.57	1.57	1.57
拨备前 ROAE	21.66	25.19	24.07	23.37	24.57
ROAA	0.62	0.68	0.64	0.66	0.68
ROAE	12.16	13.24	12.14	12.45	13.15
流动性（%）					
分红率	23.70	31.44	31.00	31.00	31.00
贷存比	65.78	66.94	66.94	66.94	66.94
贷款/总资产	38.05	40.53	41.85	43.36	44.82
债券投资/总资产	44.87	42.09	42.73	41.98	41.15
银行同业/总资产	8.08	9.73	7.73	6.90	6.15
资本状况					
核心一级资本充足率 2	8.17	8.08	7.79	7.64	7.50
资本充足率	13.15	13.54	12.61	11.94	11.34
加权风险资产--一般法	576	649	735	823	923
% RWA/总资产(%)	62.50	63.35	63.35	63.35	63.35

资料来源：公司公告，中银证券预测



601838.SH

增持

原评级: 未有评级

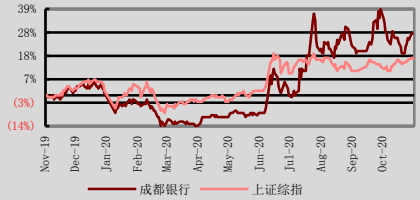
市场价格:人民币 10.74

板块评级:强于大市

本报告要点

- 乘区位优势东风，看好业务发展空间

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	21.7	(8.0)	5.0	28.7
相对上证指数	12.7	(10.6)	5.3	13.0

发行股数(百万)	3,612
流通股(%)	52
总市值(人民币 百万)	38,001
3 个月日均交易额(人民币 百万)	413
资本充足率(%)(2020Q3)	13.18
主要股东(%)	
成都交子金融控股集团有限公司	18

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《成都银行》 20181101

《成都银行》 20180822

《成都银行》 20180803

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师： 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

成都银行

乘区位优势东风，看好业务发展空间

成都银行作为一家根植西部的省会城商行，受益于地方经济的快速增长发展潜力值得期待。公司引入地方国资委控股集团和当地中小企业作为参股股东，深耕本地市场，负债端表现优于对标城商行。随着存量资产质量包袱的出清，公司资产质量表现向好。首次覆盖给予*增持*评级。

支撑评级的要点

- **区位优势助力发展，区域战略定位升级。**受益于天府之国成都的优越地理位置，成都银行发展势头强劲，近 90%营业收入来自于成都本地，网点遍布成都全域。成都银行在本地深耕布局 20 余年，以对公业务为主，2020Q2 对公存贷款占比分别为 62.5%/71.8%。公司与地区公共财政部门、当地重点企业建立了广泛而长期的合作关系，在当地吸储能力突出。成都银行本地业务强悍，异地扩张的步伐也在加快。截至 2020 年半年末，异地贷款占比 26.4%，较 2019 年末提升了 1.3 个百分点。成渝双城经济圈升级至国家级战略后，区域战略定位升级有望进一步为公司打开市场空间。
- **规模快速扩张，存贷款保持高增。**成都银行 2020 年 3 季末总资产同比增 17.7%，保持快速增长势头。公司存贷款实现快增，3 季末存款同比增 24.5%，贷款同比增 20.2%。截至半年末，成都银行在成都地区的贷款市占率约 5%，仍存在提升空间。我们认为公司未来在成渝双城经济圈战略推进下，将继续聚焦重大基础设施和产业项目投放，贷款保持快增的同时推动存款结构表现向好。
- **不良率延续下降趋势，资产质量包袱减轻。**随着存量不良的出清，成都银行资产质量压力减轻。公司不良率延续下行趋势，3 季末不良贷款率为 1.38%，环比下降 4bp，年化不良生成率 0.40%，关注+不良类贷款占比 2.19%，保持上市城商行优秀水平。在公司存在不良包袱减轻、不良生成处于低位且加强拨备计提力度的情况下，公司 3 季末拨备覆盖率 299%，环比增长约 20 个百分点，拨备基础进一步夯实。

估值

- 我们预计公司 2020/2021 年 EPS 为 1.62/1.86 元，对应净利润同比增速为 5.6%/14.7%，目前股价对应 2020/2021 年 PB 为 0.98x/0.87x，首次覆盖给予*增持*评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期，疫情反复影响公司业务开展。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币 百万)	11,590	12,725	14,206	16,031	18,256
变动(%)	20.05	9.79	11.64	12.85	13.88
净利润(人民币 百万)	4,649	5,551	5,859	6,719	7,570
变动(%)	18.9	19.4	5.6	14.7	12.7
净资产收益率(%)	16.56	16.6	15.6	15.9	16.0
每股收益(人民币)	1.29	1.54	1.62	1.86	2.10
市盈率(倍)	8.34	6.99	6.62	5.77	5.12
市净率(倍)	1.24	1.09	0.98	0.87	0.77

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.29	1.54	1.62	1.86	2.10
BVPS（摊薄/元）	8.64	9.84	10.99	12.34	13.87
每股股利	0.35	0.42	0.44	0.51	0.57
分红率(%)	27.19	27.33	27.33	27.33	27.33
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	186	232	281	337	404
证券投资	219	253	278	306	337
应收金融机构的款项	20	22	33	36	40
生息资产总额	484	552	647	744	858
资产合计	492	558	654	753	868
客户存款	352	387	472	566	679
计息负债总额	454	519	610	705	818
负债合计	461	523	614	708	818
股本	4	4	4	4	4
股东权益合计	31	36	40	45	50
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	9.67	10.32	11.55	13.21	15.22
净手续费及佣金收入	0.31	0.43	0.56	0.72	0.94
营业收入	11.59	12.73	14.21	16.03	18.26
营业税金及附加	(0.08)	(0.11)	(0.12)	(0.13)	(0.15)
拨备前利润	8.51	9.24	10.31	12.04	13.90
计提拨备	(3.43)	(3.01)	(3.74)	(4.51)	(5.41)
税前利润	5.08	6.23	6.57	7.54	8.49
净利润	4.65	5.55	5.86	6.72	7.57
资产质量					
NPL ratio(%)	1.54	1.43	1.38	1.38	1.38
NPLs	2.85	3.30	3.87	4.65	5.58
拨备覆盖率(%)	237	254	275	290	302
拨贷比(%)	3.65	3.63	3.79	4.00	4.17
一般准备/风险加权资(%)	2.41	2.37	2.57	2.82	3.06
不良贷款生成率(%)	1.24	0.88	0.80	0.80	0.80
不良贷款核销率(%)	(1.04)	(0.66)	(0.58)	(0.55)	(0.55)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	25.00	24.79	21.00	20.00	20.00
生息资产增长率	13.30	14.01	17.12	15.09	15.31
总资产增长率	13.29	13.43	17.12	15.09	15.31
存款增长率	12.63	9.77	22.00	20.00	20.00
付息负债增长率	12.46	14.30	17.67	15.46	16.07
净利息收入增长率	29.63	6.69	11.92	14.36	15.21
手续费及佣金净收入增长率	(21.50)	38.53	30.00	30.00	30.00
营业收入增长率	20.05	9.79	11.64	12.85	13.88
拨备前利润增长率	24.09	8.54	11.65	16.77	15.41
税前利润增长率	9.28	22.55	5.56	14.68	12.66
净利润增长率	18.95	19.40	5.56	14.68	12.66
非息收入占比	2.66	3.36	3.91	4.50	5.14
成本收入比	25.77	26.52	26.52	24.00	23.00
信贷成本	2.05	1.44	1.46	1.46	1.46
所得税率	8.42	10.79	10.79	10.79	10.79
盈利能力（%）					
NIM	2.21	2.16	2.09	2.06	2.06
拨备前 ROAA	1.84	1.76	1.70	1.71	1.72
拨备前 ROAE	30.32	27.68	27.41	28.58	29.37
ROAA	1.00	1.06	0.97	0.96	0.93
ROAE	16.56	16.63	15.57	15.94	15.99
流动性（%）					
分红率	27.19	27.33	27.33	27.33	27.33
贷存比	52.75	59.97	59.47	59.47	59.47
贷款/总资产	37.75	41.53	42.91	44.74	46.56
债券投资/总资产	44.39	45.28	42.53	40.65	38.77
银行同业/总资产	4.14	3.90	5.00	4.78	4.56
资本状况					
核心一级资本充足率 2	11.14	10.13	9.67	9.43	9.18
资本充足率	14.08	15.69	14.42	13.55	12.76
加权风险资产--一般法	281	354	414	477	550
% RWA/总资产(%)	57.11	63.35	63.35	63.35	63.35

资料来源：公司公告，中银证券预测



601009.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格:人民币 8.35

板块评级:强于大市

本报告要点

- 业务深耕长三角，聚焦零售与交易银行战略

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.7)	(2.1)	(4.2)	3.3
相对上证指数	(10.7)	(4.7)	(3.8)	(12.4)

发行股数(百万)	10,007
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	82,758
3个月日均交易额(人民币 百万)	347
资本充足率(%)(2020Q3)	14.71
主要股东(%)	
法国巴黎银行	14

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《南京银行》 20191031
《南京银行》 20190826
《南京银行》 20190804

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师： 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

南京银行

业务深耕长三角，聚焦零售与交易银行战略

南京银行业务深耕长三角和京浙沪，对公资源丰富、业务基础扎实。公司 2019 年开始推进大零售、交易银行战略转型，深化内功优化资负结构，提升客户综合服务，提升公司经营的稳健性。公司资产质量优异，资本补充后将保障业务的快速发展，估值具备提升空间，首次覆盖给予*增持*评级。

支撑评级的要点

- **零售与交易银行战略持续推进。**南京银行 2019 年开始了新五年发展规划，积极推进大零售、交易银行战略转型。截至 2020 年 2 季末，公司零售客户金融资产规模达 4,849 亿元，较年初增长 12.06%，零售金融营收占比较去年同期提升 1.75 个百分点至 17.8%，仍具较大发展空间。公司交易银行战略继续深化现金管理、供应链金融、贸易融资和跨境金融四个业务方向。南京主要业务分部在长三角经济发达区域，企业综合金融服务需求将不断提升，交易银行的发展有助于提升客户黏性和价值挖掘，未来发展可期。
- **资产结构优化，资本补充打开发展空间。**南京银行积极调整结构，优化资产端配置，2020 年 3 季末贷款占资产比重较 2019 年末提升 2.8 个百分点至 43.7%。贷款结构来看，公司具备丰富的对公客户资源，贷款结构中对公占比达 63%。今年以来公司规模扩张速度加快，3 季末资产同比增 12.1%。10 月 29 日公司发布公告，拟发行不超过 200 亿元可转债，如果可转债落地并顺利转股，根据我们静态测算，核心一级资本充足率有望提升 2 个百分点，保障业务的快速发展。
- **资产质量优异，拨备安全垫厚。**得益于区域经济优势以及自身稳健经营策略，南京银行资产质量表现保持优异，2020 年 3 季度不良率环比持平为 0.90%，不良率维持行业低位。公司拨备安全垫厚实，3 季末拨备覆盖率和拨贷比分别为 380%/3.43%，保持行业优异水平。

估值

- 我们预计公司 2020/2021 年 EPS 为 1.29/1.40 元，对应净利润同比增速为 3.4%/8.9%，目前股价对应 2020/2021 年市净率为 0.86x/0.79x，首次覆盖给予*增持*评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期，疫情反复影响公司业务开展。

投资摘要

年结日:12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币 百万)	27,303	32,307	32,526	36,143	40,273
变动(%)	10.23	18.33	0.68	11.12	11.43
净利润(人民币 百万)	11,073	12,453	12,873	14,016	15,052
变动(%)	14.5	12.5	3.4	8.9	7.4
净资产收益率(%)	17.65	17.2	14.8	13.8	13.5
每股收益(人民币)	1.11	1.24	1.29	1.40	1.50
市盈率(倍)	7.55	6.71	6.49	5.96	5.55
市净率(倍)	1.04	1.08	0.86	0.79	0.72

资料来源：公司数据，中银证券预

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.11	1.24	1.29	1.40	1.50
BVPS（摊薄/元）	8.01	9.08	9.66	10.62	11.65
每股股利	0.39	0.46	0.41	0.44	0.47
分红率(%)	30.03	31.50	31.50	31.50	31.50
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	480	571	685	815	970
证券投资	603	626	657	690	725
应收金融机构的款项	56	52	57	60	63
生息资产总额	1,213	1,322	1,480	1,655	1,857
资产合计	1,243	1,343	1,504	1,682	1,887
客户存款	771	864	941	1,026	1,118
计息负债总额	1,126	1,227	1,321	1,423	1,535
负债合计	1,165	1,256	1,397	1,564	1,759
股本	8	8	10	10	10
股东权益合计	78	87	107	116	126
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	21.57	21.38	23.38	26.15	29.30
净手续费及佣金收入	3.59	4.04	4.65	5.49	6.48
营业收入	27.30	32.31	32.53	36.14	40.27
营业税金及附加	(0.27)	(0.35)	(0.35)	(0.39)	(0.44)
拨备前利润	19.15	23.02	23.18	25.76	28.71
计提拨备	(6.48)	(8.13)	(7.78)	(9.00)	(10.71)
税前利润	12.67	14.89	15.39	16.76	18.00
净利润	11.07	12.45	12.87	14.02	15.05
资产质量					
NPL ratio(%)	0.89	0.89	0.90	0.90	0.90
NPLs	4.27	5.08	6.16	7.33	8.73
拨备覆盖率(%)	463	418	356	305	262
拨贷比(%)	4.12	3.72	3.20	2.74	2.36
一般准备/风险加权资(%)	2.48	2.45	2.33	2.12	1.94
不良贷款生成率(%)	0.72	1.42	1.30	1.30	1.30
不良贷款核销率(%)	(0.50)	(1.27)	(1.13)	(1.14)	(1.14)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	23.50	18.81	20.00	19.00	19.00
生息资产增长率	8.90	8.94	11.99	11.80	12.20
总资产增长率	8.95	8.06	11.99	11.80	12.20
存款增长率	6.63	12.08	9.00	9.00	9.00
付息负债增长率	8.14	8.97	7.63	7.74	7.85
净利息收入增长率	7.35	(0.87)	9.33	11.89	12.01
手续费及佣金净收入增长率	2.84	12.72	15.00	18.00	18.00
营业收入增长率	10.23	18.33	0.68	11.12	11.43
拨备前利润增长率	11.42	20.21	0.68	11.14	11.45
税前利润增长率	6.63	17.52	3.37	8.88	7.39
净利润增长率	14.53	12.47	3.37	8.88	7.39
非息收入占比	13.14	12.52	14.30	15.18	16.08
成本收入比	28.72	27.51	27.51	27.51	27.51
信贷成本	1.49	1.55	1.24	1.20	1.20
所得税率	11.72	15.62	15.62	15.62	15.62
盈利能力（%）					
NIM	1.89	1.85	1.83	1.83	1.83
拨备前 ROAA	1.61	1.78	1.63	1.62	1.61
拨备前 ROAE	26.39	27.96	23.97	23.14	23.67
ROAA	0.93	0.96	0.90	0.88	0.84
ROAE	17.65	17.18	14.82	13.81	13.51
流动性（%）					
分红率	30.03	31.50	31.50	31.50	31.50
贷存比	62.34	66.08	72.75	79.42	86.71
贷款/总资产	38.64	42.48	45.52	48.45	51.39
债券投资/总资产	48.51	46.60	43.69	41.03	38.40
银行同业/总资产	4.49	3.84	3.77	3.54	3.31
资本状况					
核心一级资本充足率 2	8.51	8.87	9.11	9.06	8.95
资本充足率	12.99	13.03	12.94	12.49	12.00
加权风险资产--一般法	799	867	941	1,052	1,181
% RWA/总资产(%)	62.56	62.56	62.56	62.56	62.56

资料来源：公司公告，中银证券预测



601577.SH

增持

原评级: 未有评级

市场价格:人民币 9.33

板块评级:强于大市

本报告要点

- 政务金融特色巩固，零售转型成效显现

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	4.8	(4.1)	0.8	8.9
相对上证指数	(4.2)	(6.6)	1.1	(6.8)

发行股数(百万)	3,422
流通股(%)	29
总市值(人民币 百万)	31,478
3 个月日均交易额(人民币 百万)	125
资本充足率(%)(2020Q3)	12.37
主要股东(%)	
长沙市财政局	20

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《长沙银行》 20190802

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

证券分析师： 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080004

证券分析师： 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090003

长沙银行

政务金融特色巩固，零售转型成效显现

长沙银行是一家主要业务布局于湖南省会的城商行，受益于良好的地方经济环境，发展潜力值得期待。公司主要股东为长沙市财政局和湖南省地方企业，优质的政务金融业务资源是长沙银行的业务特色之一，同时通过深耕本地市场，负债端表现优于对标城商行，净息差处于行业前列，资产质量稳健，首次覆盖给予*增持*评级。

支撑评级的要点

- **区域优势突出，政务金融特色。**长沙银行主要布局在湖南，截至 2020 年 3 季末总资产达 6843 亿元。湖南省位处中部，区域经济增速高于全国平均，为长沙银行的发展提供良好的环境。公司重要股东中，第一大股东为长沙市财政局，持股比例 19.77%，其余股东大多为湖南省本地企业。长沙银行为地方政务金融类业务的主导银行，在获取低成本负债和优质政府信贷项目方面优势突出，2020 年上半年水利、环境和公共设施管理业等市政相关优质项目在信贷中占比达 26.4%。
- **规模增速领先同业，零售转型持续推进。**长沙银行不断调整优化资产结构，公司资产配置向信贷倾斜，近年来信贷资产持续保持高速增长，占比不断提升，2020Q3 信贷资产占比从上年末的 41.9%提高到 43.8%。近几年长沙银行持续推进零售转型，零售贷款占比从 2015 年的 22%提升至 2020 年半年末的 39%，2 季末个人贷款/存款分别同比增长了 35%/38%，转型进展明显。零售结构方面，长沙银行积极向低风险的按揭业务调整。
- **息差领先同业，资负两端均表现突出。**长沙银行前三季度净息差为 2.39%，较上半年上升 1bp。这得益于资负两端的良好表现。一方面公司生息资产收益率企稳走阔，预计受益于小微业务开展以及零售战略转型成效的显现；另一方面政务金融特色和县域战略使得长沙银行具备强大的揽储能力，负债端低成本优势明显。截至 2020Q3 存款在负债中的占比达 72.8%，维持行业高位。
- **资产质量整体稳健，关注不良生成潜在压力。**长沙银行资产质量总体稳健，3 季末不良率为 1.23%，在上市银行中处于较低水平，且公司不良认定严格，2020 年上半年逾期 90 天贷款/不良余额仅为 70.22%。长沙银行 2020 年 3 季度关注类贷款占比环比下降 0.42 个百分点至 2.66%，不良生成的潜在压力进一步释放。3 季末拨备覆盖率 285%，环比持平，风险抵御能力保持稳定。

估值

- 我们预计长沙银行 2020/2021 年 EPS 为 1.53/1.70 元，对应净利润同比增速为 2.8%/11.1%，目前股价对应 2020/2021 年 PB 为 0.83x/0.74x，首次覆盖给予*增持*评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期，疫情反复影响公司业务开展。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币 百万)	13,941	17,006	17,833	20,426	23,078
变动(%)	14.95	21.99	4.86	14.54	12.99
净利润(人民币 百万)	4,479	5,080	5,220	5,800	6,386
变动(%)	13.9	13.4	2.8	11.1	10.1
净资产收益率(%)	16.50	15.5	14.3	14.2	14.0
每股收益(人民币)	1.31	1.48	1.53	1.70	1.87
市盈率(倍)	7.13	6.28	6.12	5.50	5.00
市净率(倍)	1.03	0.92	0.83	0.74	0.66

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS（摊薄/元）	1.31	1.48	1.53	1.70	1.87
BVPS（摊薄/元）	9.06	10.12	11.24	12.57	14.04
每股股利	0.28	0.32	0.33	0.37	0.40
分红率(%)	21.39	21.55	21.55	21.55	21.55
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	204	261	319	385	466
证券投资	264	283	311	342	376
应收金融机构的款项	14	14	16	17	19
生息资产总额	518	596	690	798	925
资产合计	527	602	697	806	934
客户存款	341	392	470	560	666
计息负债总额	485	555	647	752	874
负债合计	495	560	651	755	878
股本	3	3	3	3	3
股东权益合计	31	41	44	49	54
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	11.55	12.28	14.06	16.26	18.82
净手续费及佣金收入	1.58	1.77	1.77	1.86	1.95
营业收入	13.94	17.01	17.83	20.43	23.08
营业税金及附加	(0.13)	(0.13)	(0.13)	(0.15)	(0.17)
拨备前利润	9.02	11.62	12.18	13.96	15.78
计提拨备	(3.41)	(5.17)	(5.45)	(6.48)	(7.54)
税前利润	5.61	6.45	6.73	7.48	8.24
净利润	4.48	5.08	5.22	5.80	6.39
资产质量					
NPL ratio(%)	1.29	1.22	1.23	1.23	1.23
NPLs	2.64	3.18	3.92	4.74	5.74
拨备覆盖率(%)	275	280	289	296	297
拨贷比(%)	3.55	3.42	3.56	3.64	3.65
一般准备/风险加权资(%)	2.23	2.35	2.58	2.77	2.90
不良贷款生成率(%)	1.02	1.75	1.30	1.30	1.30
不良贷款核销率(%)	(0.61)	(1.52)	(1.05)	(1.07)	(1.07)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理（%）					
贷款增长率	32.31	27.74	22.00	21.00	21.00
生息资产增长率	11.82	15.11	15.79	15.58	15.87
总资产增长率	11.92	14.31	15.79	15.58	15.87
存款增长率	1.36	14.89	20.00	19.00	19.00
付息负债增长率	10.26	14.42	16.61	16.12	16.31
净利息收入增长率	3.87	6.30	14.52	15.68	15.74
手续费及佣金净收入增长率	44.48	12.20	0.00	5.00	5.00
营业收入增长率	14.95	21.99	4.86	14.54	12.99
拨备前利润增长率	14.27	28.80	4.87	14.58	13.02
税前利润增长率	12.78	15.08	4.41	11.11	10.09
净利润增长率	13.94	13.43	2.76	11.11	10.09
非息收入占比	11.33	10.42	9.94	9.11	8.47
成本收入比	34.12	30.74	30.74	30.74	30.74
信贷成本	1.90	2.22	1.88	1.84	1.77
所得税率	18.33	18.48	18.48	18.48	18.48
盈利能力（%）					
NIM	2.45	2.42	2.40	2.40	2.40
拨备前 ROAA	1.81	2.06	1.88	1.86	1.81
拨备前 ROAE	33.23	32.44	28.63	29.87	30.62
ROAA	0.90	0.90	0.80	0.77	0.73
ROAE	16.50	15.48	14.28	14.24	14.03
流动性（%）					
分红率	21.39	21.55	21.55	21.55	21.55
贷存比	59.91	66.60	67.71	68.85	70.01
贷款/总资产	38.81	43.37	45.70	47.84	49.96
债券投资/总资产	50.13	46.98	44.63	42.47	40.32
银行同业/总资产	2.57	2.36	2.24	2.13	2.03
资本状况					
核心一级资本充足率 2	9.53	9.16	8.85	8.55	8.23
资本充足率	12.24	13.25	12.38	11.61	10.87
加权风险资产--一般法	326	379	439	507	588
% RWA/总资产(%)	61.97	62.99	62.99	62.99	62.99

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371