

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.27  
目标价格(元): 9.88

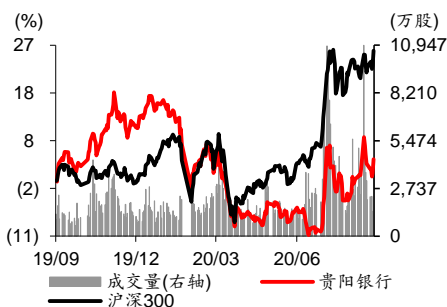
沈娟 SAC No. S0570514040002  
研究员 SFC No. BPN843  
0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 SAC No. S0570520050002  
研究员 0755-82492038  
jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《贵阳银行(601997 SH,增持): 净利润较快增长, 定增正在推进》2020.04
- 2《贵阳银行(601997 SH,增持): 贷款高速增长, 利润释放加快》2019.08
- 3《贵阳银行(601997,增持): 不良压力缓释, 资本补充助力成长》2019.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# PPOP 增速领先, 资产质量改善

## 贵阳银行(601997)

### PPOP 增速领先, 资产质量改善

公司于8月28日发布2020年中报, 1-6月归母净利润、营业收入、PPOP分别同比+6.7%、+18.7%、+25.6%, 增速较1-3月-8.8pct、+1.2pct、+1.4pct。公司拨备前利润增速抢眼, 资产质量明显改善。我们预测2020-2022年EPS为1.93/2.12/2.42元, 目标价9.88元, 维持“增持”评级。

### 业务回归本地, 息差逆势上行

1-6月年化ROE、ROA分别同比-1.20pct、持平至16.12%、1.04%。6月末总资产、贷款、存款同比增速分别为+4.3%、+10.8%、+0.4%, 较3月末-3.0pct、-3.5pct、-3.6pct。贵阳市贷款占比同比+1.3pct至42.8%, 营收占比同比+11.3pct至49.2%, 聚焦本地在客户基础、资产质量等方面更显优势。1-6月净息差为2.44%, 较1-3月+5bp。1-6月生息资产收益率、计息负债成本率分别为5.08%、2.73%, 较19年全年+5bp、+7bp。贷款收益率较19年+5bp, 零售贷款收益率提升49bp(19年收益率曾大幅下行); 而存款成本较19年+33bp, 主要由于定期率和定期存款成本均上行。

### 资产质量改善, 拨备计提提升

6月末不良率、拨备覆盖率分别为1.59%、286%, 较3月末-3bp、+7pct, 资产质量较一季度有所好转。隐性风险指标也均有改善, 关注率较19年末下降2bp至2.74%。逾期90天以上贷款/不良贷款为96%, 较19年末-10pct。Q2年化不良生成率2.27%, 较Q1上升10bp。Q2单季年化信用成本为2.61%, 较Q1下降40bp。1-6月信用减值损失同比+41.9%, 上半年拨备计提力度加大。其中非标资产计提了较多拨备, 债权投资、信用承诺的信用减值损失均同比明显提升。

### 理财转型领先同业, 本地投行业务强劲

1-6月中间收入增长稳健, 同比+8.9%, 增速较1-3月-48.7pct。其中代理业务、投行业务手续费收入分别同比+72.3%、+30.3%, 公司深耕贵阳本地大中型客户, 债权融资计划挂牌金额居区域市场首位。6月末非保本理财余额799亿元, 较19年末+3.4%, 其中净值型产品规模较19年末+17.2%, 规模占全行理财产品的91.7%, 净值化转型领先同业。期末资本充足率、核心一级资本充足率分别为13.31%、9.32%, 较3月末-0.38pct、-0.27pct。

### 目标价9.88元, 维持“增持”评级

鉴于公司主动加大拨备计提力度, 我们预测2020-22年EPS为1.93/2.12/2.42元(前次2.06/2.39/2.77元), 2020年BVPS12.20元, 对应PB0.68倍, 可比公司2020年PB为1.01倍, 公司保持了较高成长性, 净利润同比增速高于大部分可比同业, 且资产质量改善, 估值折价应较当前有一定缩小空间, 我们给予2020年目标PB0.81倍, 目标价由9.24~9.86元上调至9.88元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	3,218
流通A股(百万股)	3,096
52周内股价区间(元)	7.11-9.73
总市值(百万元)	26,613
总资产(百万元)	571,801
每股净资产(元)	12.59

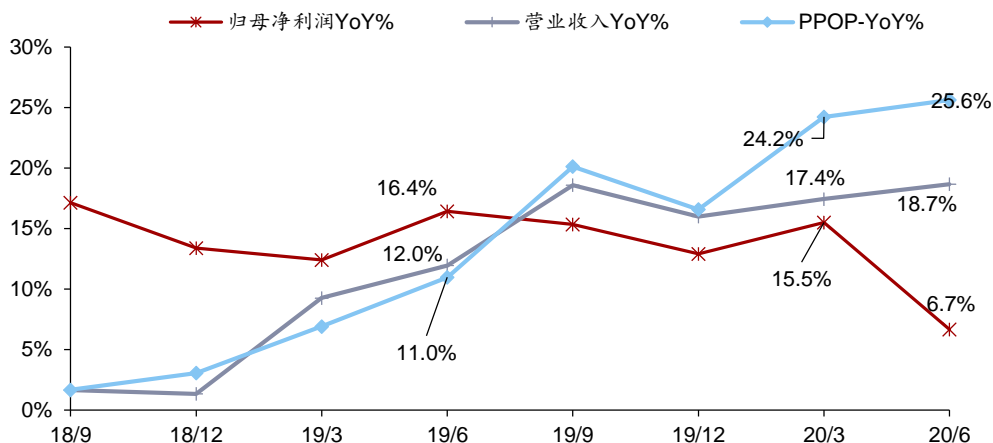
资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,645	14,668	17,167	20,170	23,894
+/-%	1.35	16.00	17.04	17.49	18.46
归属母公司净利润(百万元)	5,137	5,800	6,224	6,808	7,776
+/-%	13.39	12.91	7.31	9.39	14.21
EPS(元, 最新摊薄)	1.60	1.80	1.93	2.12	2.42
PE(倍)	5.18	4.59	4.28	3.91	3.42

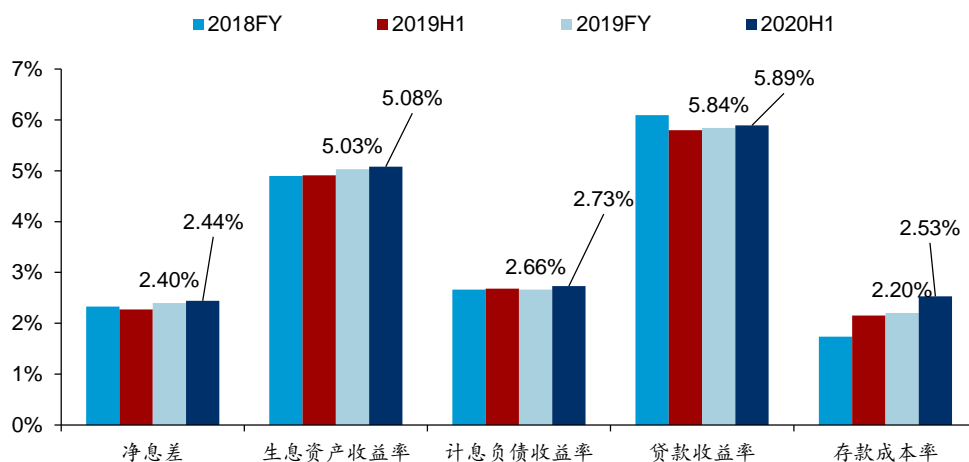
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 9M2018-2020H1 归母净利润、营收、PPOP 年度累计值同比增速变化趋势



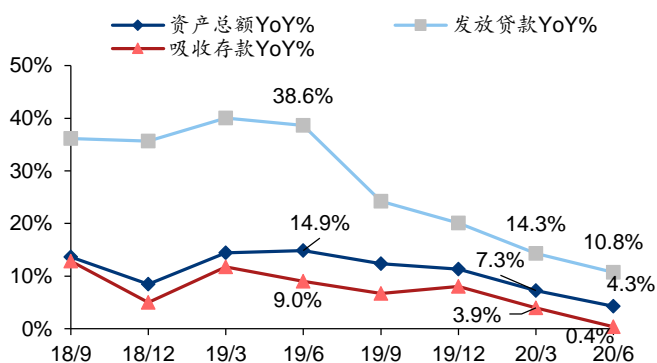
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表2: 2018年-2020H1 净息差、生息资产收益率、计息负债成本率



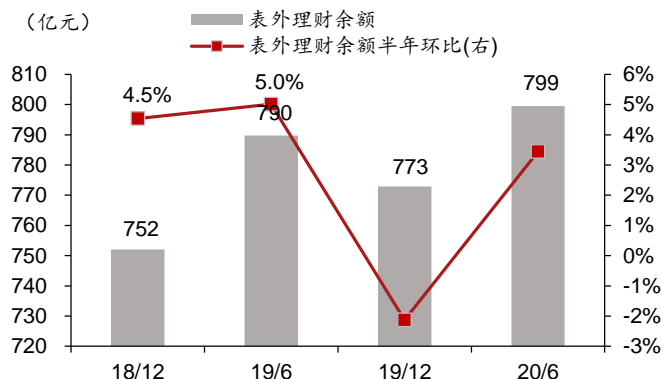
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表3: 2018Q3-2020Q2 总资产、贷款总额、存款总额同比增速



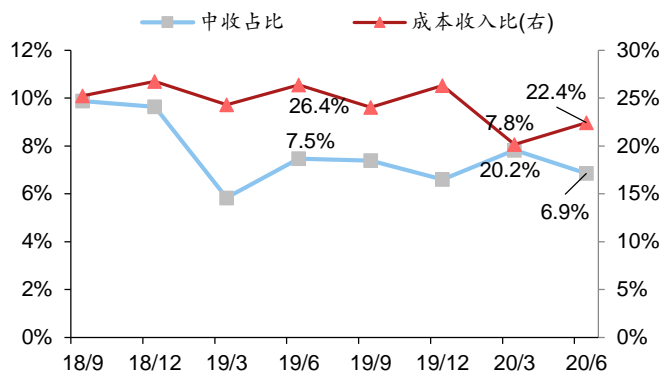
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表4: 2018-2020H1 人民币表外理财规模及半年环比增速



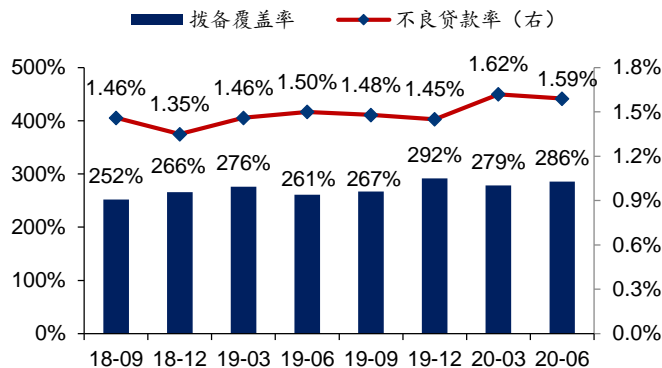
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表5: 2018Q3-2020H1 中间收入占比及成本收入比



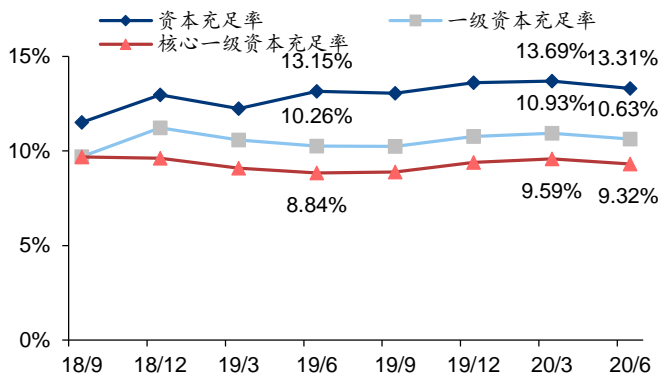
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表6: 2018Q3-2020H1 不良贷款率及拨备覆盖率



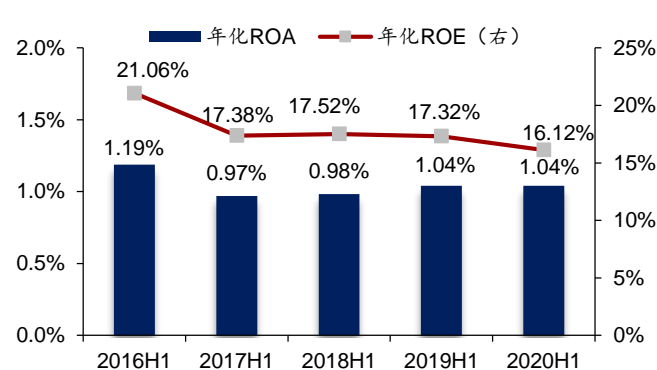
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表7: 2018Q3-2020H1 三级资本充足率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表8: 2016H1-2020H1 年化 ROA、ROE



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表9: 可比 A 股上市银行 PB 估值 (2020/8/28)

代码	简称	评级	目标价(元)	2020年PB估值(倍)
601169 CH	北京银行	增持	5.83~6.32	0.50
601229 CH	上海银行	增持	13.71~15.15	0.70
600919 CH	江苏银行	无评级	-	0.62
601009 CH	南京银行	买入	11.02	0.99
002142 CH	宁波银行	买入	41.65	2.13
600926 CH	杭州银行	/	/	1.21
601838 CH	成都银行	增持	12.76	0.93
平均值				1.01

注: 评级和目标价均由华泰证券给出, 2020年PB估值为Wind一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

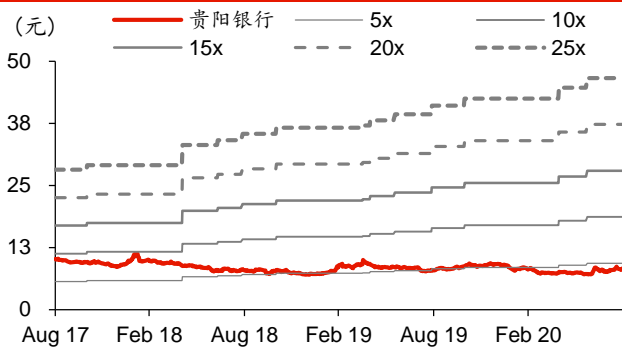
图表10: 财务预测 (百万元)

资产负债表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	503,326	560,399	622,884	701,199	799,312	净利息收入	11,066	12,088	13,539	15,163	16,983
贷款净额	164,170	196,475	234,847	284,018	346,370	手续费净收入	1,219	968	1,452	1,960	2,646
债券投资	257,979	271,495	293,559	310,438	338,840	营业费用	3,496	4,002	4,721	5,849	7,168
总负债	467,483	520,072	577,330	649,851	741,459	拨备前利润	9,164	10,673	12,453	14,328	16,734
存款余额	312,479	337,582	387,739	449,410	520,314	计提减值准备	3,619	4,317	5,796	6,928	8,237
同业负债	46,098	64,729	57,020	51,361	43,970	所得税	317	358	433	592	722
股东权益	35,843	40,327	45,554	51,180	57,526	净利润	5,137	5,800	6,224	6,808	7,776
<b>盈利能力</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资本管理</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
平均 ROA	1.04%	1.05%	1.05%	1.03%	1.04%	核心资本	30,472	34,766	39,262	44,888	51,234
平均 ROE	17.26%	15.71%	14.95%	14.47%	14.66%	资本净额	41,116	50,381	55,937	63,031	71,217
生息资产收益率	5.08%	5.04%	5.08%	5.04%	5.00%	风险加权资产	316,930	370,114	411,382	463,105	527,904
计息负债成本率	2.73%	2.71%	2.73%	2.69%	2.67%	风险加权资产比重	63%	66%	66%	66%	66%
成本收入比	27.6%	27.3%	27.5%	29.0%	30.0%	核心一级资本充足率	9.6%	9.4%	9.5%	9.7%	9.7%
						一级资本充足率	11.2%	10.8%	10.8%	10.8%	10.7%
						资本充足率	13.0%	13.6%	13.6%	13.6%	13.5%
<b>成长能力</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产质量</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
贷款	35.7%	19.7%	19.5%	20.9%	22.0%	贷款减值准备	6,135	8,643	10,829	13,318	16,166
存款	5.0%	8.0%	14.9%	15.9%	15.8%	不良贷款额	2,216	2,849	3,476	4,090	4,849
净利息收入	1.9%	9.2%	12.0%	12.0%	12.0%	不良贷款率	1.35%	1.45%	1.48%	1.44%	1.40%
中间业务收入	-13.8%	-20.6%	50.0%	35.0%	35.0%	拨备覆盖率	277%	291%	312%	326%	333%
营业费用	-2.9%	14.5%	18.0%	23.9%	22.5%	拨贷比	3.74%	4.40%	4.61%	4.69%	4.67%
净利润	13.4%	12.9%	7.3%	9.4%	14.2%	信用成本	2.99%	2.63%	2.95%	2.95%	2.90%
<b>营业收入结构</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>估值分析</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
利息占比	87.5%	82.4%	78.9%	75.2%	71.1%	PB	0.89	0.78	0.68	0.59	0.52
手续费收入占比	9.6%	6.6%	8.5%	9.7%	11.1%	PE	5.18	4.59	4.28	3.91	3.42
业务费用占比	27.6%	27.3%	27.5%	29.0%	30.0%	EPS	1.60	1.80	1.93	2.12	2.42
计提拨备占比	28.6%	29.4%	33.8%	34.3%	34.5%	BVPS	9.27	10.58	12.20	13.95	15.92
						每股股利	0.29	0.31	0.37	0.44	0.56
						股息收益率	3.5%	3.7%	4.4%	5.4%	6.7%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

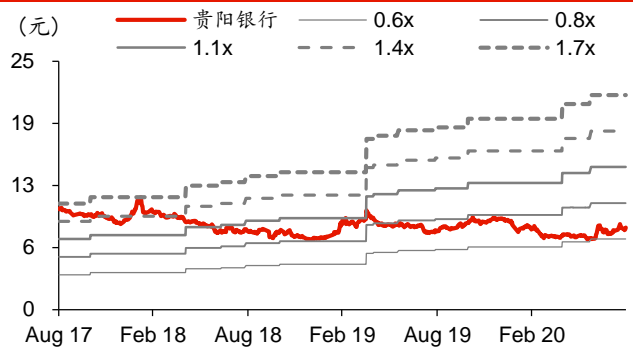
PE/PB - Bands

图表11: 贵阳银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 贵阳银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行超预期。我国经济依然稳中向好, 但受外需和内需影响, 企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com