

全方位剖析，寻大行变迁

华泰研究

2021年5月24日 | 中国内地

深度研究

银行

国有大型银行

增持 (维持)

增持 (维持)

研究员

SAC No. S0570514040002
SFC No. BPN843

沈娟

shenjuan@htsc.com
+86-755-23952763

研究员

SAC No. S0570520050002

蒋昭鹏

jiangzhaopeng@htsc.com
+86-755-82492038

联系人

SAC No. S0570120090049

冯嵩越

fengsongyue@htsc.com

联系人

SAC No. S0570120080111

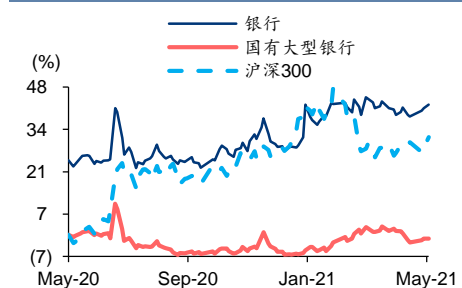
安娜

anna@htsc.com

华泰证券 2021 年度中期投资峰会



行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

全方位剖析，寻大行变迁

顺周期性渐显+制造业复苏，大行有望迎来戴维斯双击。随着宏观经济复苏，银行业步入基本面顺周期修复阶段，我们认为顺周期特征更显著的大行有望受益；同时制造业正驱动银行新一轮景气周期，大行发挥头雁效应，支撑规模扩张及资产质量改善。目前大行 PB(LF) 仅为 0.63 倍，较疫情前、国内银行板块等均有修复空间，预计大行将迎来基本面和估值修复的戴维斯双击。六大行战略与经营各具特色，如何掘金个股？本文全面剖析各大行优劣，探寻优质大行变迁之路。个股推荐制造业投放领先、零售打开发展空间的工商银行（A+H 股），和县域和普惠特色突出、潜力有望释放的农业银行。

顶层架构：战略各领风骚，引领转型方向

六大行设立之初的职能对后来的战略定位和特色有着长远影响，目前大行在战略转型、综合化经营、组织变革等方面均代表着行业方向。工行、建行作为规模引领、客群扎实的翘楚，在战略层面瞄准 G、B、C 三端全方位发力。零售转型大势下，建行于 17 年推行零售优先战略，近年来晋升为第一大零售信贷行；而工行于 19 年提出“第一个人金融银行”打开发展前景，同时综合化实力领先，我们认为其龙头地位稳固。农行、邮储均定位于县域及农村客群，农行作为县域金融标杆，未来潜力有望释放。中行是国际化业务占比最高的银行。而交行“两化一行”已推进多年，着力打造财富管理特色。

盈利拆解：经营各具优势，存款实力为王

近年来大行盈利能力之间的差异趋于收窄，工行、建行稳定于第一梯队。工行、建行差距不断缩小，基本比肩齐行，两者优势在于息差、中收、管理费用等全面实力，差异在于建行零售转型的结构优势，而工行存款占比高（20 年末 81.7%）、管理成本为大行最低。农行县域特色突出，支撑贷款定价，拉动低成本存款（20 年末存款活期率达 55.2%），且契合政策导向，经过风险消化，发展潜力有望释放。邮储零售特性鲜明，赋予高贷款收益率、稳定存款成本、优秀的资产质量。中行 ROE 受到境外低利率拖累，美联储加息时期通常受益。交行在战略驱动下享有中收优势，但息差仍受负债成本拖累。

总结：工行综合实力领先，农行县域潜力可期

我们看好长期逻辑下工行、农行的发展前景。工行、建行是比肩齐行的大行翘楚，但工行相较零售快速追赶的建行更享综合实力，存款基础、管理成本是支撑盈利能力的核心优势，零售转型战略有望进一步打开发展前景，同时对公实力出众，制造业贷款规模领先。农行是最具县域与普惠特色的大行，县域金融成长性高、存款沉淀能力强、风控良好的特征深化，赋予成长空间。邮储是唯一以零售为战略目标的大行，赋予较强的盈利能力和优异的资产质量。中行的国际化业务占比居于大行之首，盈利能力受海外利率环境影响更为明显。交行以财富管理为特色建立中收优势，但负债成本仍有优化空间。

投资建议：顺周期逻辑明晰，把握优质大行机遇

我们看好大行在周期性渐显、制造业复苏背景下的估值修复机遇。我们认为制造业贷款头雁效应明显、规模领先的工行等有望实现基本面强劲修复。在存款向下沉市场流动、市场竞争加剧背景下，农行、邮储、工行等网点下沉扎实、核心存款稳固的大行有望更显负债端优势，驱动息差企稳改善。财富管理市场迎来大发展，战略布局和综合实力领先的工行等大行有望受益。长期逻辑来看，我们看好制造业投放领先、零售打开发展空间的工商银行（A+H 股），和县域和普惠特色突出、潜力有望持续释放的农业银行。

风险提示：经济下行持续时间超预期，资产质量恶化超预期。

正文目录

引言：全方位剖析，寻大行变迁.....	5
顶层架构：战略各领风骚，引领转型方向	7
战略定位：先天禀赋各有特色，综合布局实力领先	7
业务架构：组织架构不断优化，零售地位整体提升	11
组织架构：以职能制为主，部分探索事业部变革	11
分部结构：零售转型为大趋势，贡献度整体提升	13
盈利拆解：经营各具优势，存款实力为王	14
息差：工、建、农为第一梯队，负债成本优势稳固	15
资产端：零售特征显优势，邮储收益率领先	16
负债端：核心存款实力为王，工农建优势稳固	19
中收：工、建、交占比较高，财富管理先发布局	21
管理费用：工行优势最为领先，科技赋能轻型银行	23
信用成本：大行整体稳健，邮储较占优势	24
总结：工行综合实力领先，农行县域潜力可期	26
投资建议：顺周期逻辑明晰，把握优质大行机遇	27
工商银行（601398 CH，增持，目标价：6.53 元）：稳健龙头大行，零售转型持续	27
工商银行（1398 HK，买入，目标价：6.74 港元）：龙头地位稳固，推进大零售转型	27
农业银行（601288 CH，增持，目标价：4.10 元）：县域与普惠特色，潜力持续释放	28
风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 全文逻辑框架	6
图表 2: 六大行历史沿革和规模对比 (2021Q1 末)	7
图表 3: 六大行战略目标及特色对比	8
图表 4: 2020 年六大行境外营收及利润规模、占比情况	8
图表 5: 2020 年末六大行子公司布局	9
图表 6: 2020 年六大行子公司净利润占全行净利润的比例	9
图表 7: 2021Q1 末六大行主要大股东及持股比例	10
图表 8: 六大行上市以来董事长及行长任职情况	10
图表 9: 六大行现任董事长及行长主要履历	11
图表 10: 2020 年农业银行组织架构, 是六大行中典型的职能制架构	12
图表 11: 2020 年摩根大通组织架构, 是海外大行普遍采取的事业部制	12
图表 12: 2020 年工商银行组织架构, 设有八大利润中心	13
图表 13: 2020 年交通银行组织架构, 设有六大事业部制利润中心	13
图表 14: 2016-2020 年六大行分业务条线的营业收入及利润总额结构	13
图表 15: 2015 年以来六大行年化加权平均 ROE	14
图表 16: 2015 年以来六大行 ROA	14
图表 17: 2015 年以来六大行杠杆倍数	14
图表 18: 2020 年六大行年化 ROE 拆解结果及排名	15
图表 19: 2016 年以来六大行净息差	16
图表 20: 2016 年以来六大行生息资产收益率	16
图表 21: 2016 年以来六大行计息负债成本率	16
图表 22: 工、建、农行生息资产收益率对比	17
图表 23: 工、建、农行贷款收益率对比	17
图表 24: 2017 年以来建行同业资产收益率优势不断弱化	17
图表 25: 2020 年末六大行贷款占比、零售贷款占比	17
图表 26: 2016 年以后农行县域贷款收益率明显下行	17
图表 27: 农行县域贷款收益率显著高于城市贷款收益率	17
图表 28: 2020 年工、建、农行生息资产收益率差异的归因分析	18
图表 29: 2020 年邮储、交行零售贷款收益率均领先同业	18
图表 30: 2020 年交行对公贷款收益率领先同业	18
图表 31: 2020 年末六大行零售贷款结构对比	18
图表 32: 2020 年中行-工行生息资产收益率差异的归因分析	19
图表 33: 2020 年末中行资产地区分布, 境外及港澳台地区占比较高	19
图表 34: 中行内地人民币业务贷款收益率明显高于全口径贷款收益率	19
图表 35: 中行贷款收益率随海外利率波动趋势较为明显	19
图表 36: 2016 年以来六大行计息负债成本率	20
图表 37: 2016 年以来六大行存款成本率	20
图表 38: 2020 年工行、建行、农行计息负债成本率差异的归因分析	20
图表 39: 2020 年末农、建行活期存款占比居前, 零售、对公各占优势	20

图表 40: 2020 年末中行内地人民币业务存款成本率高于全行口径	20
图表 41: 2020 年六大行各类存款成本率对比, 交行定价能力待提升	20
图表 42: 2020 年末邮储的存款占比、零售存款占比均处大行之首	21
图表 43: 2020 年末邮储的零售定期存款占比较高	21
图表 44: 六大行中间业务收入/营业收入变动趋势	22
图表 45: 2020 年六大行中间业务收入拆分	22
图表 46: 工、建、农行银行卡累计发卡量对比 (包括借记卡+信用卡)	22
图表 47: 2020 年末六大行零售 AUM、私行 AUM 及表外理财规模对比	23
图表 48: 2016 年以来六大行成本收入比: 工行领先优势明显	23
图表 49: 2020 年六大行员工费用占管理费的比例	23
图表 50: 2020 年六大行成本收入比结构拆分	23
图表 51: 2020 年六大行人均管理费用及人均营业收入	23
图表 52: 2016 年以来六大行分支机构数量和员工数量: 工、建、农行明显缩减	24
图表 53: 2016 年以来六大行年化信用成本对比	24
图表 54: 2016 年以来六大行不良贷款率	25
图表 55: 2016 年以来六大行拨备覆盖率	25
图表 56: 2019、2020 年末六大行零售贷款不良率	25
图表 57: 2019、2020 年末六大行对公贷款不良率	25
图表 58: 六大行估值对比 (加粗标的为重点推荐标的)	28
图表 59: 报告提及公司信息	28

引言：全方位剖析，寻大行变迁

顺周期性渐显+制造业复苏，大行有望迎来戴维斯双击。随着宏观经济复苏，银行业步入基本顺周期修复阶段，信贷投放保持平稳，利率驱动净息差逐步企稳，风险出清步入后期，我们认为顺周期特征更显著的大行有望受益。20Q4 六大行业绩强势修复，2020 年净利润同比增速较前三季度+10.6pct 至 1.9%，主要受益于信用成本边际改善，利润回升幅度领先其他各类银行，顺周期属性更为明显；而在资产质量向好的情况下，大行在 21Q1 仍保持了较审慎的拨备计提力度，我们预计未来利润有望进一步迎来释放。同时制造业正驱动银行新一轮景气周期，大行充分发挥头雁效应，支撑规模扩张及资产质量改善，有望充分受益于本轮制造业升级周期。

截至 5 月 21 日，大行 PB(LF)均值为 0.63 倍，显著低于疫情前（2019 年末 0.80 倍）及银行板块（0.73 倍，上市股份行、城商行、农商行均值分别为 0.84 倍、0.99 倍、0.82 倍）。对比美国四大行，经过 20Q4、21Q1 的业绩强势修复，PB 均已反超或接近疫情前。我们预计国有大行有望迎来基本面和估值修复的戴维斯双击机遇。

六大行战略定位与业务经营各领风骚，哪些银行更具竞争实力？

1. 在战略层面，大行在战略布局、综合化经营、组织架构变革等方面均代表着行业转型方向。**工行、建行**作为规模引领、客群扎实的大行翘楚，均在战略层面瞄准 G、B、C 三端全方位发力。零售转型大势下，建行于 17 年推行零售优先战略，近年来晋升为第一大零售信贷行；而工行于 19 年提出“第一个人金融银行”打开发展前景，同时综合化实力领先，我们认为其龙头地位稳固。**农行、邮储**均定位于县域及农村客群，农行作为县域金融标杆，未来潜力有望释放；而邮储是唯一以零售银行为战略目标的大行。**中行**是国际化业务占比最高的银行。而**交行**“两化一行”已推进多年，着力打造财富管理特色。

2. 在盈利层面，近年来大行盈利能力之间的差异趋于收窄，工行、建行稳定于第一梯队，邮储则凭借着成长性也在近两年跃升至上游，农行也居于中上游。细览各家优势，**1) 工行、建行**：差距不断缩小，基本比肩齐行，两者优势在于息差、中收、管理费用等全方位实力，差异在于建行零售转型的结构优势，而工行存款基础更扎实、管理成本明显较低。**2) 农行**：受益于县域金融特色，在支撑贷款定价、拉动低成本存款、契合政策导向等方面占优，经过前期风险消化后，发展潜力有望释放。**3) 邮储**：零售特性鲜明，赋予较高的贷款收益率、较稳定的存款成本、优秀的资产质量。**4) 中行**：ROE 受境外低利率拖累，美联储加息时通常受益。**5) 交行**：战略驱动下享有中收端优势，但息差仍受负债端成本拖累。

综合来看，我们看好长期逻辑下工行、农行的发展前景。工行、建行是比肩齐行的龙头大行，但工行相较建行更享综合实力，扎实的存款基础、较低的管理成本是核心优势；制造业贷款投放领先，在制造业升级周期有望充分受益，同时“第一个人金融银行”战略进一步打开发展空间，驱动龙头优势不断夯实。农行是最具县域与普惠特色的大行，县域金融成长性高、存款沉淀能力强、风控良好，在监管引导银行加大实体经济支持的长期趋势下，未来潜力有望持续释放。邮储是唯一以零售为战略目标的大行，零售特色赋予较强的盈利能力和优异的资产质量。中行是国际化业务最为突出的大行，盈利能力受海外利率环境影响更为明显。交行以财富管理为特色战略，建立了中收端优势，但负债成本仍有优化空间。

投资建议：看好大行估值修复机遇，个股推荐工行、农行。我们看好大行在周期性渐显、制造业复苏背景下的估值修复机遇。制造业等实体领域融资需求旺盛，我们认为制造业贷款头雁效应明显、规模领先的工行等有望实现基本面强劲修复。在存款向下沉市场流动、市场竞争加剧背景下，农行、邮储、工行等网点下沉扎实、核心存款稳固的大行有望更显著负债端优势，驱动息差企稳改善。财富管理市场迎来大发展，战略布局和综合实力领先的工行等大行有望受益。长期逻辑来看，我们看好制造业投放领先、零售打开发展空间的工商银行（A+H 股），和县域与普惠特色突出、潜力有望持续释放的农业银行。

图表1：全文逻辑框架



资料来源：华泰研究

顶层架构：战略各领风骚，引领转型方向

六大行规模效应显著，引领行业转型方向。截至 2021Q1 末，六大行总资产、总贷款、总存款在金融机构的份额分别达 42.9%、43.1%、46.1%，在行业中占据举足轻重的地位；在英国《银行家》公布的 2020 年全球银行排名中，工行、建行、农行、中行按一级资本规模分列前四，国际地位突出。大行长期肩负着支持国家重点战略和实体经济发展的重任，在制造业、普惠小微、基础设施建设等领域均发挥着行业头雁作用；在零售方面，大行则具有网点分布广泛、客户基础扎实的优势。凭借着战略高度和综合实力，六大行在零售转型、财富管理、金融科技、组织架构变革等方面也通常起着行业发展风向标的作用，并在国际化、综合化经营方面较为领先。

六大行战略禀赋各领风骚，综合布局实力领先。六大行设立之初的职能定位对长远的战略定位和特色仍有着潜移默化的影响，如工行的工商业及城市客群基础、农行的县域金融等。细览各行特色，工行、建行作为规模引领、客群扎实的龙头大行，均在战略层面瞄准 G、B、C 三端全方位发力，综合布局优势突出，其中工行 2019 年提出“第一个人金融银行”战略进一步打开零售发展前景；农行、邮储均定位于县域及农村客群，农行作为县域金融标杆，未来发展潜力有望释放；中行是国内国际化业务占比最高的银行；交行“两化一行”战略已推进多年，着力打造财富管理特色。

战略定位：先天禀赋各有特色，综合布局实力领先

六大行的历史沿革对其目前战略定位和业务特色有着长远影响。早期人民银行的职能集央行与商行于一身，改革开放后才逐步形成了工、建、农、中四大国有专业银行的格局。其中，工行承担了原有人行的工商信贷和储蓄等城市银行业务，在城区网点和对公、个人客群上享有先天优势。建行集中办理基建类拨款和贷款，也拥有优质对公基础，尤其基建、地产信贷颇具实力。农行服务于农业建设，网点覆盖至县域及农村，县域金融、三农特色延续至今。中行统一经营外汇及贸易融资，发展至今成为国际化业务往来占比最高的银行。

此外，交行在 1987 年经过重组后开业，成为首家全国性股份制商业银行。邮储银行的历史沿革则有所不同，于 2007 年由中国邮政集团全资组建，继承了原邮政体系的邮政金融业务，并确立了“自营+代理”的运营模式，邮政体系为其带来了覆盖广泛且下沉的网点，成为零售特色的基石。

图表2：六大行历史沿革和规模对比（2021Q1 末）

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	邮储银行	交通银行	合计
股票代码	601398 CH 1398 HK	601939 CH 0939 HK	601288 CH 1288 HK	601988 CH 3988 HK	601658 CH 1658 HK	601328 CH 3328 HK	-
历史沿革	国家专业银行→ 国有商业银行→ 股份制商业银行	国家专业银行→ 国有商业银行→ 股份制商业银行	国家专业银行→ 国有商业银行→ 股份制商业银行	国家专业银行→ 国有商业银行→ 股份制商业银行	有限责任商业银行→ 股份制商业银行	股份制商业银行	-
成立时间	1984 年 1 月	1954 年 10 月	1951 年	1912 年 2 月	2007 年 3 月	1908 年	-
股改时间	2005 年 10 月	2004 年 9 月	2009 年 1 月	2004 年 8 月	2012 年 1 月	1987 年 4 月	-
A 股上市时间	2006 年 10 月	2007 年 9 月	2010 年 7 月	2006 年 7 月	2019 年 12 月	2007 年 5 月	-
H 股上市时间	2006 年 10 月	2005 年 10 月	2010 年 7 月	2006 年 6 月	2016 年 9 月	2005 年 6 月	-
总资产（万亿元）	34.37	29.38	28.55	25.83	11.96	11.17	141.26
YoY%	7.1%	8.4%	8.8%	7.5%	10.8%	6.9%	8.1%
贷款（万亿元）	19.48	17.63	16.03	14.98	5.99	6.17	80.27
YoY%	11.2%	10.6%	13.4%	8.5%	14.2%	10.7%	11.2%
存款（万亿元）	25.66	21.84	21.59	17.91	10.82	6.92	104.74
YoY%	7.0%	12.1%	11.7%	6.7%	10.8%	9.9%	9.5%

资料来源：公司财报，公司官网，华泰研究

依照自身禀赋，目前六大行在战略定位上各显特色。工行、建行作为龙头大行，兼备零售、对公的综合实力和客群基础，均在战略上提出政务、企业、个人（G/B/C）三端共同发力，构建全面客户金融体系。零售转型大势之下，近年来也都对零售端赋予了较高重视程度，建行自 2016 年起成为国内最大零售信贷银行（2020 年末 7.23 万亿元），2017 年推行零售优先战略，实力进一步快速强化；工行则于 2019 年提出全面打造“第一个人金融银行”，预计未来零售业务有望迎来强劲发展。此外，工行近十年来长期推行国际化综合化战略，自 2016 年以来海外业务的营收贡献度在六大行中均仅次于中行。

中行是目前国际化水平最高的中资银行，2020 年海外营收、利润、存贷款贡献度均居于同业之首，战略上提出“一体两翼”格局，从而发挥其国际化、综合化的比较优势。农行、邮储均定位于服务“三农”，其中农行注重打造县域金融标杆，也是唯一在年报单独披露县域金融分部数据的大行，未来潜力释放可期；而邮储是唯一以零售银行为战略目标的大行，以自营+代理的独特模式覆盖广泛客群，零售存贷款占比均领先同业。交行近十年来实施“两化一行”战略，即国际化、综合化、财富管理银行，2020 年海外业务利润贡献度在大行中位居前列，中间业务收入中财富管理类收入占比（43%）也位列大行之首。

图表3：六大行战略目标及特色对比

	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行	邮储银行	交通银行
关键词	综合实力；第一个人金融银行；国际化综合化	综合实力；零售优先；第二发展曲线	国际化水平最高、综合化	县域金融标杆	零售大行；自营+代理	“两化一行”
顶层目标	具有全球竞争力的世界一流现代金融企业	最具价值创造力的国际一流银行集团	全球一流现代银行集团	国际一流商业银行集团	现代化一流大型零售银行	具有财富管理特色和全球竞争力的世界一流银行
战略特色	打造“第一个人金融银行”；国际化综合化发展；强化 G/B/C 三端联动；推进 ECOS（智慧银行生态系统工程）	零售优先；G/B/C 三端发力，开启“第二发展曲线”；推动住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战役”	以国内商业银行为主体，全球化、综合化为两翼（“一体两翼”）	服务三农、做强县域；打造县域金融服务领军银行	服务三农、城乡居民和中小企业，自营+代理的独特模式	国际化综合化道路，财富管理特色银行；建设长三角龙头银行

资料来源：公司财报，公司官网，华泰研究

图表4：2020 年六大行境外营收及利润规模、占比情况

单位：百万元	农业银行	交通银行	工商银行	建设银行	中国银行
境外营收	44,500	13,797	126,676	21,324	132,432
占总营收比例	6.76%	5.60%	14.35%	2.82%	23.42%
境外利润总额	8,407	8,453	27,188	-584	57,638
占利润总额比例	3.17%	9.78%	6.93%	-0.17%	23.39%

资料来源：公司财报，华泰研究

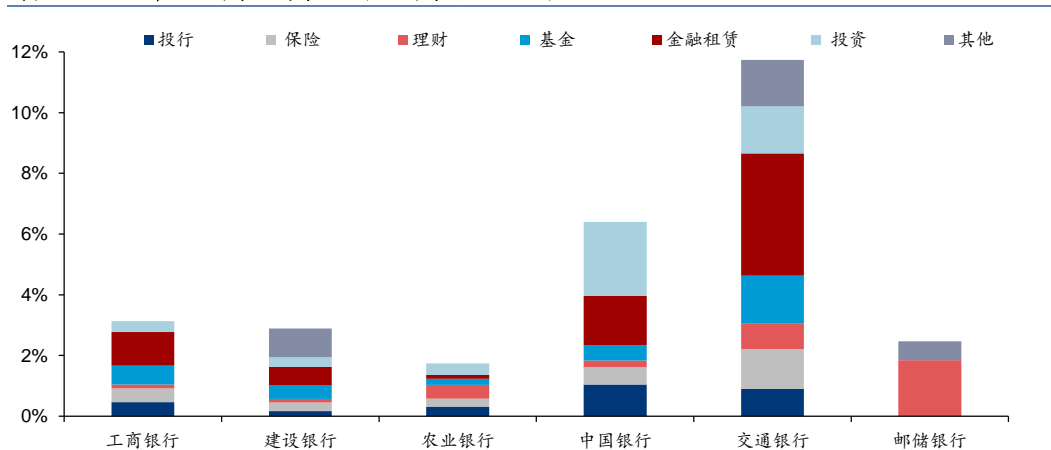
大行综合化布局范围普遍较为广泛，交行、中行子公司利润贡献领先。大行综合化布局实力在行业中普遍较为领先，除邮储外五大行的子公司牌照均覆盖投行、理财、基金、保险、租赁、投资、金融科技等多元领域，建行、交行还拥有信托牌照；而邮储则拥有理财子公司，以及消费金融和大行中仅有的直销银行牌照，凸显其零售特色定位。2020 年六大行子公司合计净利润对全行净利润的贡献度在 2%-12% 之间，其中交行、中行的子公司净利润贡献度相对较高，占比分别达 11.7%、6.4%（子公司合计净利润分别达 131 亿元、93 亿元，也在同业领先），均有长期推行的综合化战略定位作为支撑。

图表5：2020年末六大行子公司布局

	投行	保险	理财	公募基金	金融租赁	AIC	其他
工商银行	 ICBC 工银国际	 ICBC AXA LIFE 工银安盛人寿	 ICBC 工银理财	ICBC  工银瑞信	 ICBC 工银租赁	 工银投资	ICBC  工银科技
建设银行	 CCB 建信国际	 建信人寿 建信财产保险有限公司 CCB Property & Casualty Insurance Co., Ltd.	 建信理财 CCB Wealth Management	 建信基金	 建信金融租赁股份有限公司 CCB Financial Leasing Corporation Limited	 建信投资	 建信金融科技 CCB Fintech  建信信托有局限公司 CCB Trust Co., Ltd.  建信养老金管理有局限公司 CCB Pension Management Co., Ltd.  中德住房储蓄银行 Sino-German Savings Bank  建信期货 CCB Futures
农业银行	 ABC 农银国际 ABC International Capital Management Limited	 农银人寿 ABC LIFE	 农银理财 ABC Wealth Management	 农银汇理基金 ABC-AI FUND MANAGEMENT	 农银金融租赁有局限公司 ABC FINANCIAL LEASING CO., LTD.	 农银投资	 农银金融科技 ABC FINTECH
中国银行	 BOC 中银国际 BOC INTERNATIONAL  中银国际证券 BOC INTERNATIONAL SECURITIES	 中银人寿 BOC LIFE  中银集团保险有局限公司 BOC Group Insurance Co., Ltd.  中银保险 BOC INSURANCE  中银三星人寿 BOC-SAMSUNG LIFE	 中银理财 BOC Wealth Management	 中银基金	 BOC AVIATION 中银航空租赁有局限公司 BOC AVIATION LEASING CO., LTD.  中银金租	 中银香港资产管理有局限公司 BOCHK ASSET MANAGEMENT LIMITED	 中银消费金融 BOC CONSUMER FINANCE  中银金融科技 BOC FINTECH
交通银行	 BOCOM 交银国际 BOCOM International	 中银交银保险有局限公司 BOCOM Insurance Co., Ltd.  交银康联人寿 BoComm Life	 交银理财有局限公司 BOCOM Wealth Management Co., Ltd.	 交银施罗德 BOCOM Schroders	 交银金融租赁 BOCOM Financial Leasing Co., Ltd.	 交银金融资产投资有局限公司 BOCOM Financial Asset Investment Co., Ltd.	 交银金融科技有局限公司 BOCOM Fintech Technology Co., Ltd.
邮储银行			 中邮理财有局限公司 PBC Wealth Management Co., Ltd.				 中邮消费金融 PBC Consumer Finance  邮惠万家银行

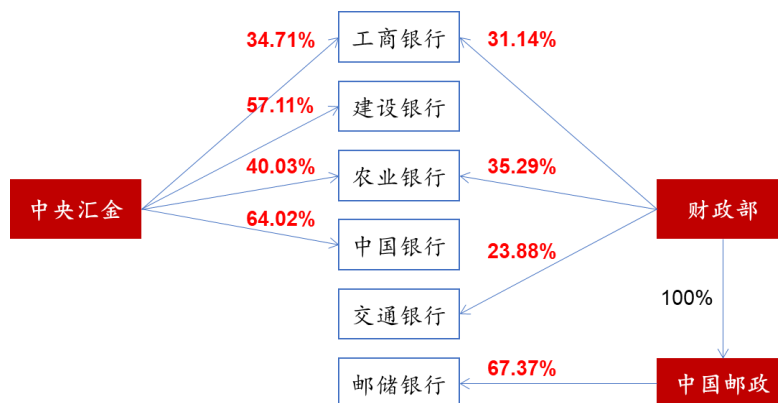
资料来源：公司财报，华泰研究

图表6：2020年六大行子公司净利润占全行净利润的比例



资料来源：公司财报，华泰研究

大行的最大股东多为中央汇金或财政部。股权集中是国有大行的共性，利于大行稳健经营并对国家发展战略给予支持。除邮储外的5家大行第一大股东均为中央汇金公司或财政部，其中工、农、中、建在股改时均由中央汇金注资成为第一大股东，而交通银行最大股东为财政部；邮储的最大股东为中国邮政集团，后者由财政部100%持股。除农行外的大行均在股改上市过程中引入了境外战略投资者，随后多数境外战投逐步减持并退出，目前仅有邮储拥有多个境外金融机构、境内互联网公司作为战略投资者，交行拥有汇丰银行作为境外战投。

图表7： 2021Q1 末六大行主要大股东及持股比例


资料来源：公司财报，华泰研究

2020 以来大行新一轮高管变动纷纷落定，董事长和行长多来自大行体系，利于稳健经营。自上市以来，六大行历任董事长及行长的任职年份大多在 3 年及以上，任职前履历背景包括内部晋升、跨行调任、政府及监管部门等。大行董事长通常为副部级干部，大多能入选中央委员会候补委员，离任后多有进入政府及金融监管机构，如易会满、郭树清、肖钢等多位领导。2020 年以来，六大行管理层迎来新一轮变动，目前除邮储银行行长暂时空缺外，其他 5 家大行的董事长或行长均已先后落定。目前各家大行的董事长或行长大多来自大行体系内部，预计相近的管理风格和成熟的管理经验利于大行长远稳健经营，其中除了建设银行的董事长和行长均为“老建行人”外，其他大行的董事长和行长均来自外部机构。

图表8： 六大行上市以来董事长及行长任职情况

任职年份	工商银行		建设银行		农业银行		中国银行		交通银行		邮储银行															
	董事长	行长	董事长	行长	董事长	行长	董事长	行长	董事长	行长	董事长	行长														
2021	陈四清	廖林	田国立	王江	谷澍	张青松	刘连舸	刘金	任德奇	刘珺	张金良	(空缺)														
2020		谷澍		刘桂平	周慕冰		刘连舸	王江	彭纯	任德奇	张金良	郭新双														
2019				王祖继				赵欢					陈四清	刘连舸	彭纯	任德奇										
2018	易会满					田国立											陈四清	牛锡明	彭纯							
2017																				王洪章	刘士余	张云	田国立	李礼辉	胡怀邦	牛锡明
2016																										
2015	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明																		
2014									杨凯生	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明										
2013																	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明		
2012	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明																		
2011									姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明										
2010																	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明		
2009	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明																		
2008									姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明										
2007																	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明		
2006	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明																		
2005									姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明										
2004																	姜建清	郭树清	张建国	项俊波	肖钢	李礼辉	胡怀邦	牛锡明		

资料来源：公司财报，公司公告，华泰研究

图表9：六大行现任董事长及行长主要履历

公司	职位	姓名	年龄	任职日期	任职前主要履历
工商银行	董事长	陈四清	61	2019-05-20	1990 年加入 中国银行 ，历任湖南省分行、福建省分行副行长、广东省分行行长，总行副行长、行长、副董事长、董事长；曾兼任 中航航空租赁董事长 ， 中银香港 副董事长、董事长。
	行长	廖林	55	2021-03-16	1989 年加入 建设银行 ，历任广西分行副行长、宁夏分行行长、湖北分行行长、北京分行行长，总行首席风险官、副行长；2019 年起历任 工商银行 副行长、首席风险官。
建设银行	董事长	田国立	60	2017-10-09	1983 年加入 建设银行 ，历任支行行长、分行副行长、总行部门总经理及行长助理。1999 年起历任 中国信达 副总裁、总裁、董事长； 中信集团 副董事长、总经理，中信银行董事长；2013 年起历任 中国银行 董事长、 中银香港 董事长。
	行长	王江	58	2021-02-05	1999 年加入 建设银行 ，历任山东省分行副处长、德州市分行行长、山东省分行副行长、湖北省分行行长、上海市分行行长；2015 年起历任 交通银行 副行长、 江苏省副省长 ， 中银香港 副董事长， 中国银行 行长、副董事长。
农业银行	董事长	谷澍	54	2021-02-09	1998 年加入 工商银行 ，历任部门总经理、董秘、山东省分行行长等，总行副行长、行长、副董事长。
	行长	张青松	56	2019-11-11	1990 年加入 中国银行 ，历任部门总经理、香港交易中心总经理、新加坡分行总经理等，总行部门总经理、副行长；2018 年起任 进出口银行 副董事长、行长。
中国银行	董事长	刘连舸	60	2019-07-05	1987 年加入 中国人民银行 ，历任国际司副司长、福州中心支行行长兼外管局福建省分局局长、反洗钱局局长；2007 年起历任 进出口银行 副行长、副董事长、行长等；2018 年起历任 中国银行 行长、副董事长， 中银香港 副董事长、董事长等。
	行长	刘金	54	2021-04-26	曾在 工商银行 工作多年，历任山东分行副行长、工银欧洲副董事长及总经理、法兰克福分行总经理、总行部门总经理、江苏分行行长等；2018 年起任 国家开发银行 副行长；2019 年起历任 光大集团 执行董事、 光大银行 行长等。
交通银行	董事长	任德奇	58	2020-01-16	1988 年加入 建设银行 ，先后在岳阳市支行及分行、湖北省分行、总行信贷风险管理部工作；2014 年起任 中国银行 副行长；2018 年起任 交通银行 副董事长等。
	行长	刘珺	49	2020-08-05	1993 年加入 光大银行 ，历任总行行长助理、副行长，光大集团副总经理等；2016 年起任 中投公司 副总经理。
邮储银行	董事长	张金良	52	2019-04-08	1997 年加入 中国银行 ，历任部门总经理、北京市分行行长、总行副行长；2016 年起任 光大集团 执行董事、 光大银行 行长等。
	行长	(由张学文副行长代为履行行长职务)			

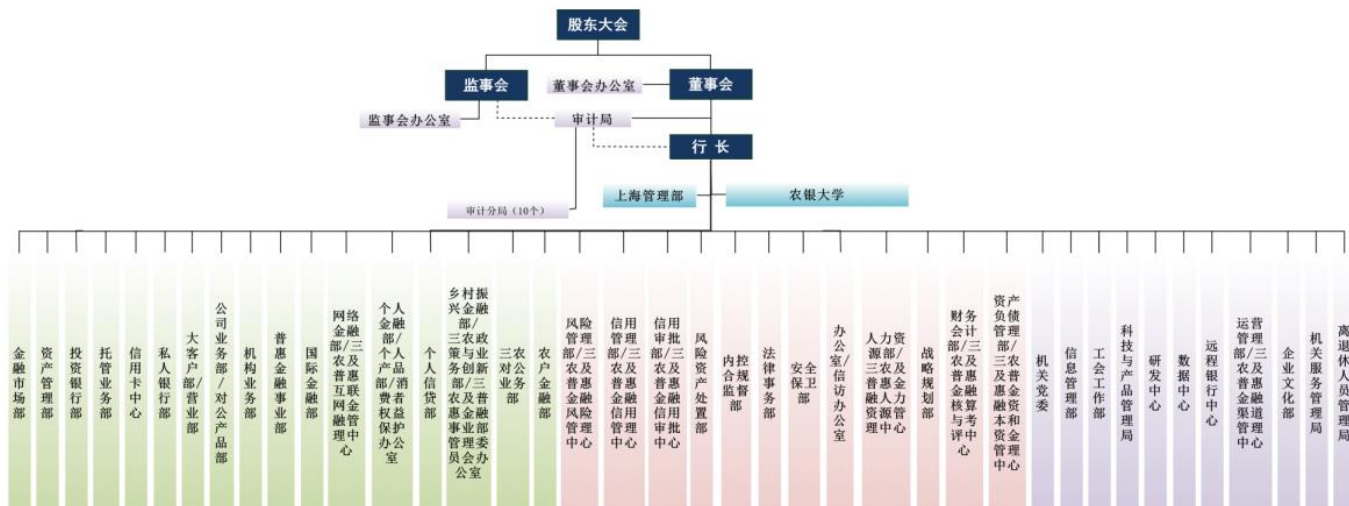
资料来源：公司财报，公司公告，华泰研究

业务架构：组织架构不断优化，零售地位整体提升

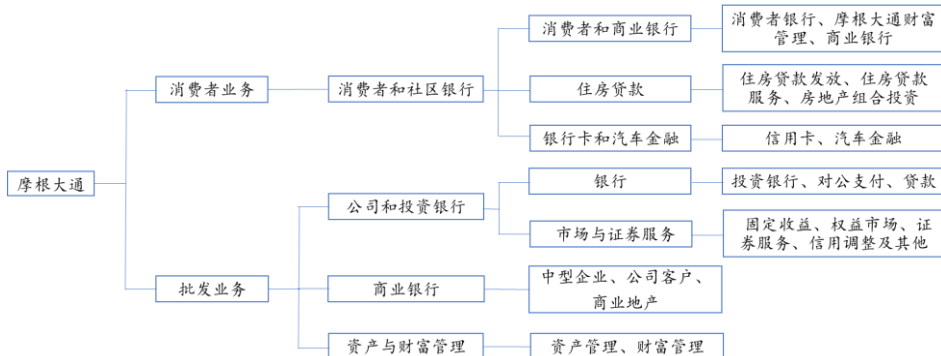
组织架构不断优化，零售地位整体提升。目前六大行组织架构普遍以职能制为主，总分行制度分工明确、决策集中，利于稳健经营和统筹协调。近年来，探索事业部制等组织架构变革成为行业方向，工行等代表性银行对重点条线设置利润中心或事业部，架构更加扁平与专业化。从分部业务结构来看，零售转型为大势所趋，六大行零售条线营收、利润占比整体上行，其中邮储、建行较为领先，工行在“第一个人金融银行”战略驱动下，零售发展空间有望进一步打开。

组织架构：以职能制为主，部分探索事业部变革

目前六大行组织架构普遍以职能制为主。即总行按照业务或产品设置覆盖前、中、后台的职能管理部门，经营主体为各分支行，故也称为总分行制。这种组织架构分工明确、决策集中，利于大行的稳健经营和内部资源的统筹协调。相较之下，**海外大行组织架构大多采取事业部制**，即按业务、客户或地域类别组建事业部，各事业部自上而下作为一个整体来独立经营与核算，事业部下设各自的风控、技术、运营等部门，具有高度市场化、扁平化、专业化的特点，典型案例包括摩根大通、美国银行、富国银行等。

图表10： 2020 年农业银行组织架构，是六大行中典型的职能制架构


资料来源：公司财报，华泰研究

图表11： 2020 年摩根大通组织架构，是海外大行普遍采取的事业部制


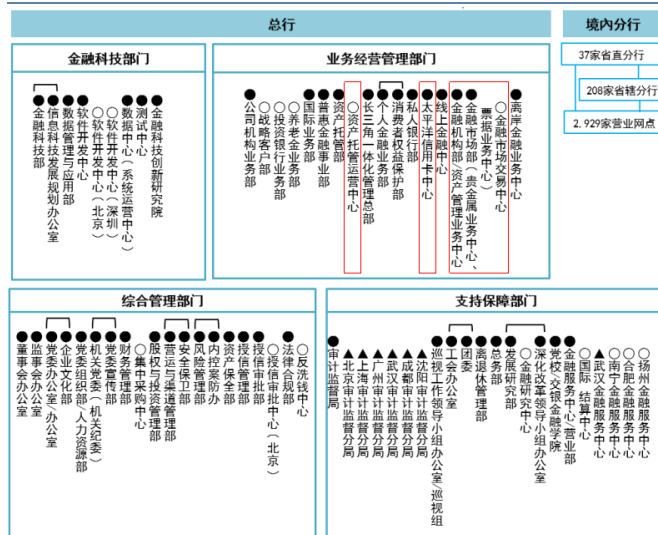
资料来源：公司财报，华泰研究

近年来，工行等已在不断探索事业部制等组织架构改革，提升重点条线经营水平。由于大行规模庞大，组织架构的调整节奏相对稳健，多是对部分业务条线进行局部调整，形成了总分行+事业部并行的组织架构。例如工行在 2010 年起开始探索利润中心改革，目前在总行层面设置了八大利润中心，经营决策、业绩核算相对独立（类似于事业部），利于重点业务的专业化经营；再如交行于 2013 年起推动事业部制、准事业部制改革，并逐步建立了托管、信用卡、市场、资管、贵金属、票据六大事业部及多个准事业部制利润中心。

图表13: 2020 年交通银行组织架构, 设有六大事业部制利润中心



资料来源：公司财报，华泰研究



资料来源：公司财报，华泰研究

零售条线营收、利润占比整体上行，邮储、建行较为领先。近年来六大行零售条线营收、利润贡献度整体上行；尤其是 2020 年疫情影响、让利实体背景下，零售转型进一步提速，营收、利润贡献度均明显提升。从营收结构看，2020 年邮储银行零售分部营收/总营收达 69.2%，位列大行之首，与其大型零售银行的战略定位一致，但网点及人员较多的特征导致成本收入比较高，零售分部利润贡献度不占优。建行、农行、邮储的零售条线营收占比也都已超过对公条线。从利润结构看，目前建行的零售利润贡献度在六大行中领先，2020 年达 61.2%，且零售利润规模（2060 亿元）已超过工行（1745 亿元）成为全行业第一。工行的对公条线营收仍高于零售条线，在“第一个人金融银行”战略驱动下，预计零售条线贡献度有望进一步提升。

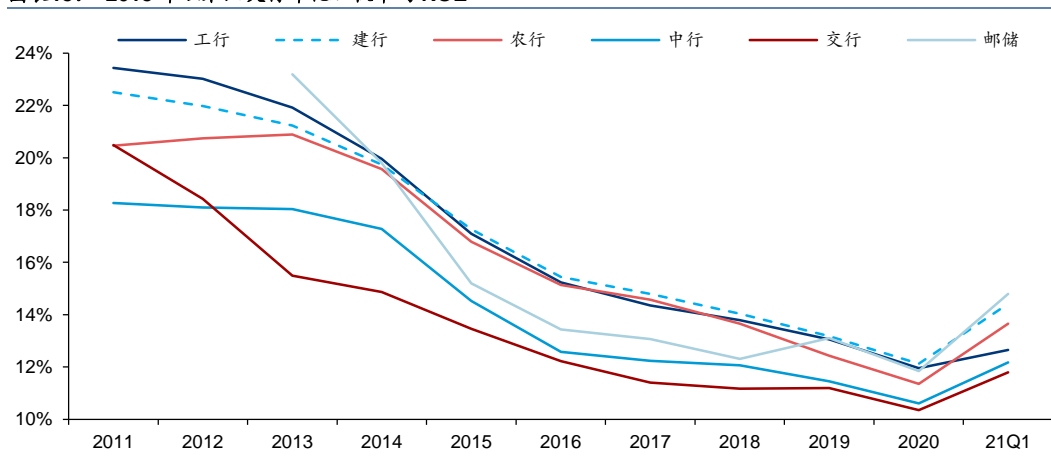
利润结构		2016	2017	2018	2019	2020
零售条线	工行	36.2%	37.8%	38.7%	43.7%	44.5%
	建行	43.8%	46.0%	45.3%	45.5%	61.2%
	农行	35.5%	47.7%	45.3%	35.1%	52.3%
	中行	27.4%	36.3%	40.7%	37.1%	46.1%
	交行	23.8%	32.8%	28.6%	34.5%	33.5%
	邮储	45.5%	44.6%	40.3%	39.4%	43.0%
	平均	35.8%	41.3%	41.3%	40.5%	49.5%
对公条线	工行	45.4%	41.9%	40.7%	37.4%	37.5%
	建行	33.3%	27.6%	24.1%	22.3%	19.8%
	农行	51.2%	37.0%	36.7%	41.4%	29.2%
	中行	37.4%	34.6%	28.7%	30.1%	31.6%
	交行	49.9%	49.8%	43.9%	45.6%	52.4%
	邮储	28.7%	25.6%	29.3%	31.1%	26.7%
	平均	41.9%	36.1%	33.6%	33.5%	31.0%
资金条线	工行	18.4%	19.9%	20.4%	18.6%	17.4%
	建行	22.4%	18.2%	27.5%	28.1%	16.6%
	农行	12.9%	14.1%	15.5%	19.8%	14.6%
	中行	18.6%	23.7%	25.5%	27.8%	17.1%
	交行	23.3%	13.7%	24.2%	19.9%	13.6%
	邮储	25.3%	29.9%	31.0%	29.1%	29.9%
	平均	18.9%	19.1%	22.7%	23.3%	17.0%

资料来源：公司财报，华泰研究

盈利拆解：经营各具优势，存款实力为王

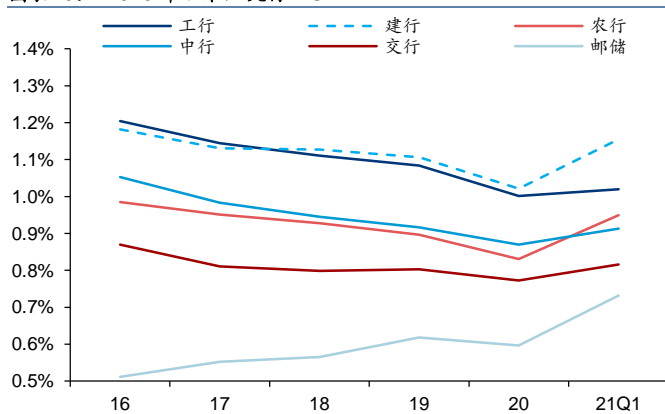
大行盈利能力之间的差异趋于收窄，工行、建行稳定于第一梯队。随着宏观经济增长放缓、利率市场化推进，大行 ROE 近 10 年来呈下行趋势，且波动逐步趋于缓和，内部差异趋于收窄。工行、建行稳定于第一梯队，邮储则凭借着成长性也在近两年跃升至上游，农行居于中上游，其次为中行、交行。横向对比看，作为盈利能力的领头羊，工行、建行 ROE 基本不相上下（21Q1 工行保持较大拨备计提力度导致两者 ROE 差距扩大），ROA 的同业领先优势则更为明显，体现较强的盈利能力。邮储银行 ROE 在 2020 年仅次于工行、建行，ROA 却明显低于同业、杠杆倍数较高，主要由于资产配置中低风险权重的金融投资类和同业资产占比较高（年报显示 2020 年末分别为 34.5%、4.9%），但邮储是唯一一家近年来 ROA 呈上行之势的大行，凸显其成长特质。

图表15：2015年以来六大行年化加权平均 ROE



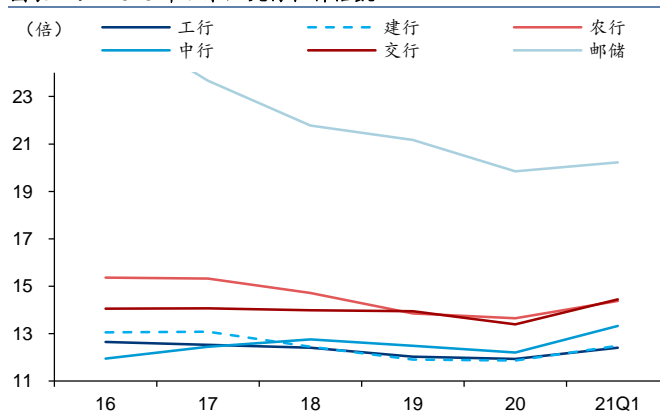
资料来源：公司财报，华泰研究

图表16：2015年以来六大行 ROA



资料来源：公司财报，华泰研究

图表17：2015年以来六大行杠杆倍数



注：邮储银行 2015-2017 年杠杆倍数均高于 23 倍，上图未予显示
资料来源：公司财报，华泰研究

从 ROA 拆解看，六大行各自特色赋予不同优势。工、建行比肩齐行，但工行综合实力更为明显；农行县域金融潜力可期。工行、建行作为大行翘楚，综合实力均引领同业且差距在不断缩小，两者差异主要在于：1) 建行零售转型较领先，过去几年逐步反超工行成为第一大零售行，结构特征支撑资产端收益率略高于工行，而未来工行零售潜力有望在战略驱动下进一步释放；2) 工行存款基础更扎实，存款竞争加剧之下负债端更显优势；3) 工行的低管理成本优势稳固；4) 两者均在中收端布局领先，但工行综合化成效更加明显。农行优势主要源于县域金融特色，在支撑资产端收益率、带动低成本存款、契合政策趋势等方面享有优势，在经过近几年的风险消化后资产质量达到同业较好水平，发展潜力有望释放。

邮储的零售特征鲜明，零售贷款、存款占比均为大行最高，赋予较高的贷款收益率，以及波动幅度小于行业的存款成本，但存款定期化特征仍待改善；零售特征也赋予其优秀的资产质量和低信用成本。中行的 ROE 主要受到境外低利率环境拖累，美联储加息时期通常受益，负债端成本在经过 2020 年明显压降后步入同业较好水平。交行在财富管理战略驱动下享有较强的中收端优势，但息差受到负债成本拖累，在存款结构及定价能力均有提升空间。

图表18：2020 年六大行年化 ROE 拆解结果及排名

利润表科目/平均总资产 (%)	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行 (调整后)	邮储银行 (调整前)
营业收入	2.78	2.82	2.53	2.40	2.39	1.89	2.65
利息净收入	2.04	2.15	2.09	1.76	1.49	1.59	2.35
利息收入	3.44	3.69	3.57	3.22	3.58	3.86	3.86
利息支出	-1.40	-1.54	-1.48	-1.46	-2.09	-2.27	-1.51
中间业务收入	0.41	0.43	0.29	0.32	0.44	0.15	0.15
其他非息收入	0.33	0.24	0.15	0.31	0.46	0.15	0.15
管理费用	-0.62	-0.67	-0.74	-0.64	-0.64	-0.77	-1.54
信用减值损失	-0.64	-0.72	-0.63	-0.50	-0.60	-0.47	-0.47
所得税	-0.23	-0.24	-0.19	-0.18	-0.07	-0.04	-0.04
其他因素	-0.29	-0.17	-0.14	-0.21	-0.31	-0.02	-0.02
ROA	1.00	1.02	0.83	0.87	0.77	0.60	0.60
权益乘数	11.93	11.87	13.66	12.20	13.40	19.85	19.85
ROE	11.95	12.12	11.35	10.61	10.35	11.84	11.84

利润表科目/平均总资产 - 在六大行中的排名

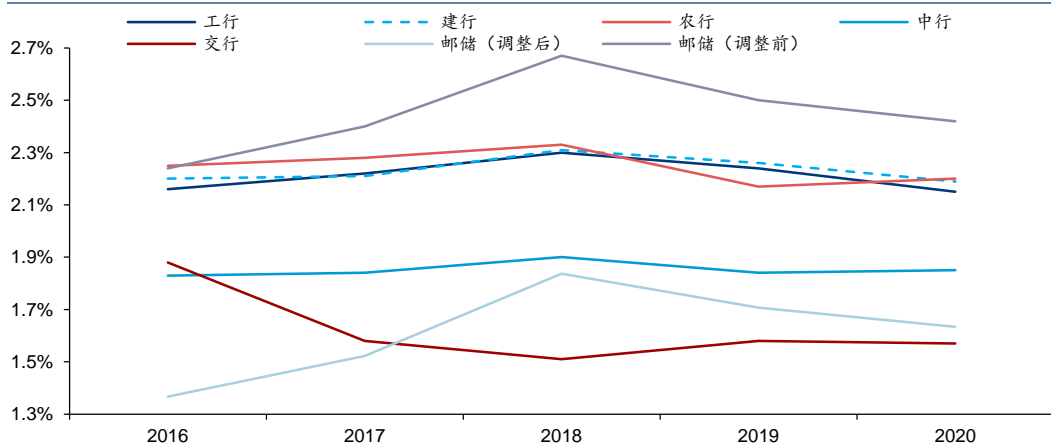
利润表科目/平均总资产 - 在六大行中的排名	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行 (调整后)
营业收入	2	1	3	4	5	6
利息净收入	3	1	2	4	6	5
利息收入	5	2	4	6	3	1
利息支出	1	4	3	2	5	6
中间业务收入	3	2	5	4	1	6
其他非息收入	2	4	6	3	1	5
管理费用	1	4	5	3	2	6
信用减值损失	5	6	4	2	3	1
所得税	5	6	4	3	2	1
其他因素	5	3	2	4	6	1
ROA	2	1	4	3	5	6
权益乘数	5	6	2	4	3	1
ROE	2	1	4	5	6	3

注：邮储银行将支付给邮政集团的储蓄代理费计入管理费用，我们认为实际可视为吸收存款的成本，因此将其从管理费用调整至利息支出，即表格中的邮储银行（调整后）数据

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

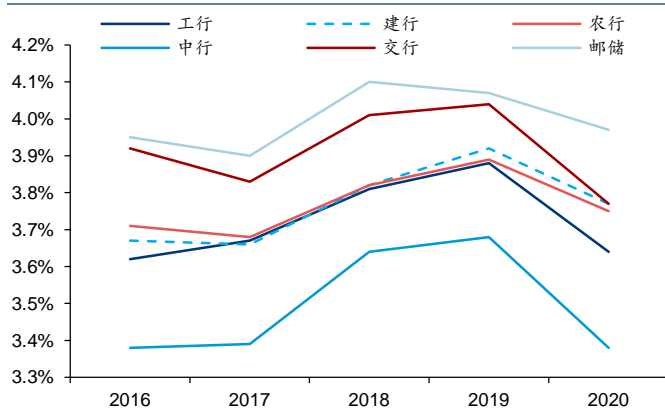
息差：工、建、农为第一梯队，负债成本优势稳固

工、建、农息差水平处大行第一梯队，负债成本优势稳固。工行、建行、农行息差水平长期处于大行第一梯队，主要受益于较低的负债端成本，随着存款竞争不断加剧，三者存款成本间的差距在逐步缩小。邮储凭借零售特征而在资产端收益率享有优势，但将支付给邮政集团的储蓄代理费（计入管理费用）还原至吸存成本后，调整后息差优势并不占优，存款定期化特征有待改善。中行、交行均处大行较低水平，其中中行主要受境外低利率环境拖累，交行则受较高的负债成本拖累，尤其在 18 年存款定期率上行较多。展望 2021 年，资产端收益率有望企稳，而在存款向下沉市场流动、资金边际趋紧背景下，网点下沉且扎实、核心存款稳固的大行有望在负债端成本更显优势。

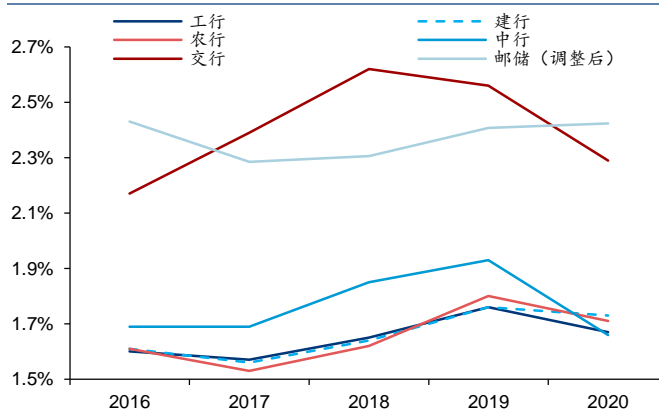
图表19： 2016 年以来六大行净息差


注：大行在 2020 年报将信用卡分期手续费收入进行了重分类，从手续费及佣金收入调整至利息收入，2019、2020 年净息差、生息资产收益率、贷款收益率均为重分类后口径，下同。

资料来源：公司财报，华泰研究

图表20： 2016 年以来六大行生息资产收益率


资料来源：公司财报，华泰研究

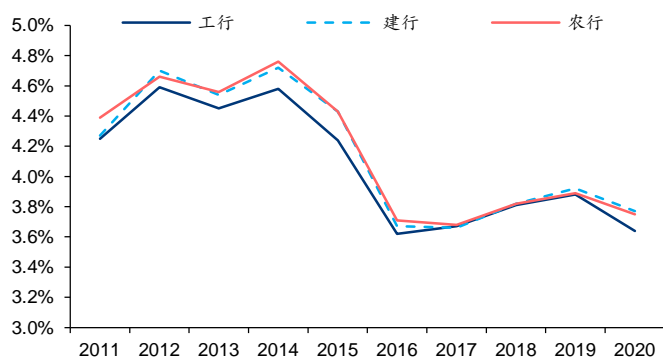
图表21： 2016 年以来六大行计息负债成本率


资料来源：公司财报，华泰研究

资产端：零售特征显优势，邮储收益率领先

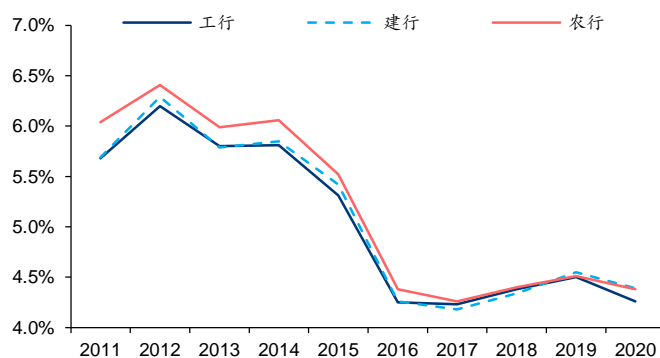
工、建、农行的生息资产收益率处大行中游，建、农行在绝大多数年份稍领先于工行，但 2016 年以来三者差距趋于缩小（2020 年差距暂时扩大或由于减费让利力度差异所致）。1）**建行**：相较工行领先的原因在于 2016 年前的同业优势和不断优化的资产结构优势。而随着同业业务监管趋严，2017 年后建行的同业资产收益率优势不断削弱；不过建行同时发力结构优化，资产投放向贷款倾斜，并在 2017 年提出零售优先战略，贷款/总资产、零售贷款/总贷款均不断提升至大行数一数二的水平，结构因素成为资产端收益率的重要支撑。从 2020 年生息资产收益率归因来看，建行在贷款定价（零售贷款占比高）和资产结构（贷款占比高）上均有优势。2）**工行**：长期保持较稳健的资产端策略，预计随着零售战略发力，零售贷款占比提升，资产端收益率未来存在释放空间。

图表22：工、建、农行生息资产收益率对比



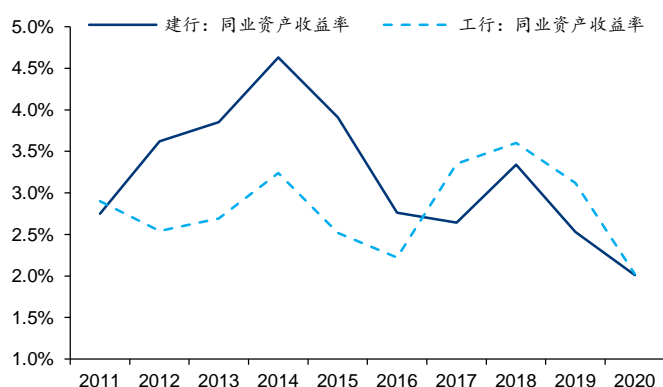
资料来源：公司财报，华泰研究

图表23：工、建、农行贷款收益率对比



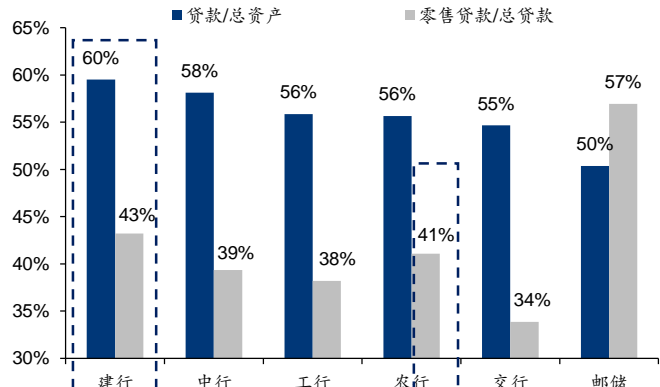
资料来源：公司财报，华泰研究

图表24：2017年以来建行同业资产收益率优势不断弱化



资料来源：公司财报，华泰研究

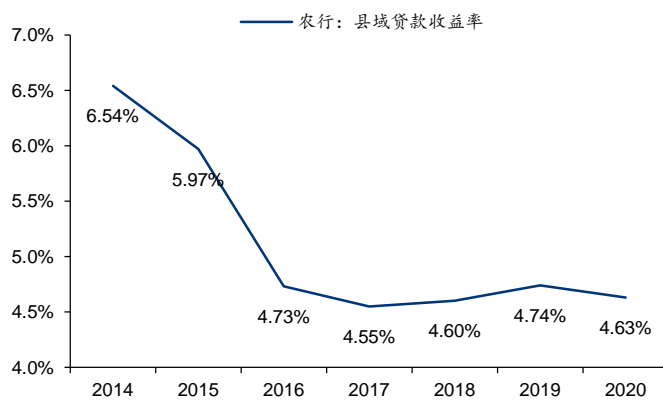
图表25：2020年末六大行贷款占比、零售贷款占比



资料来源：公司财报，华泰研究

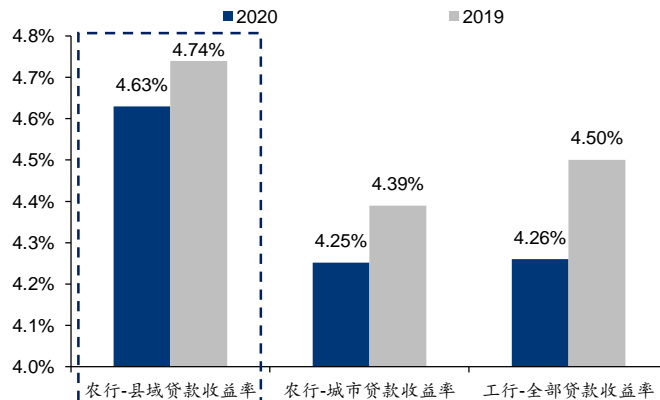
3) 农行：资产端收益率相较工行领先的原因主要在于贷款定价优势，得益于县域业务较高的贷款收益率、以及较高的零售贷款占比。但2016年以后农行的贷款收益率与工、建行之间差距不断缩小，主要由于风险偏好的逐步降低，县域贷款收益率下行。不过2020年农行的县域贷款收益率仍明显高于城市贷款收益率（后者与工行整体贷款收益率相差不大），展现出县域金融的收益优势；同时，县域金融经过了前期风险消化后轻装上阵，叠加其对于零售存款的带动能力以及普惠金融的政策红利，我们认为未来县域金融潜力有望不断释放。

图表26：2016年以后农行县域贷款收益率明显下行

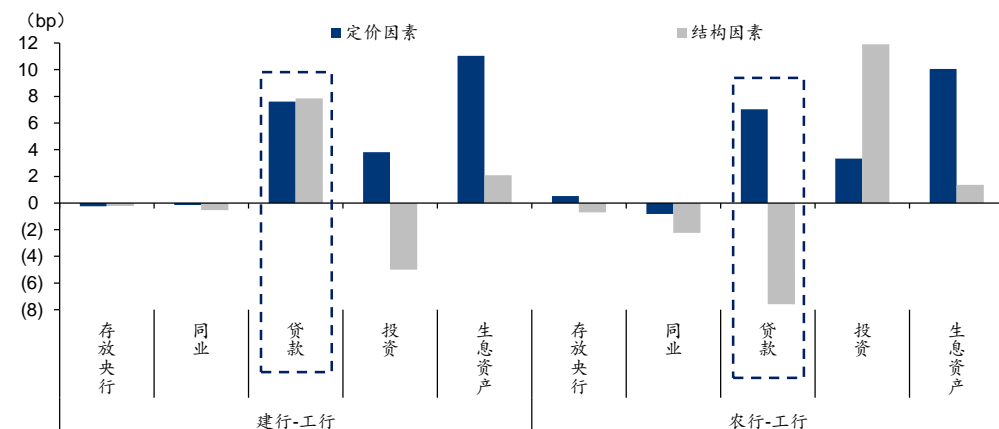


资料来源：公司财报，华泰研究

图表27：农行县域贷款收益率显著高于城市贷款收益率

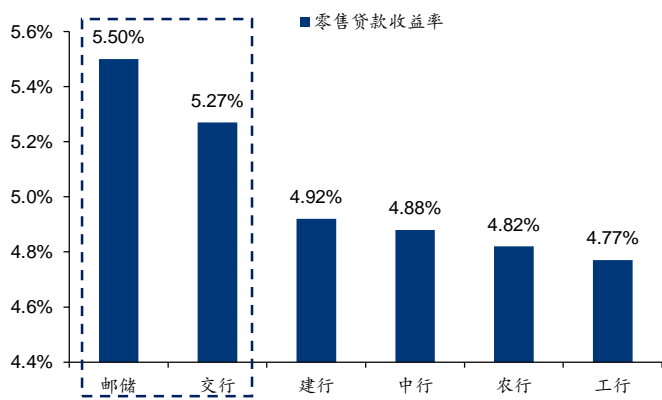


资料来源：公司财报，华泰研究

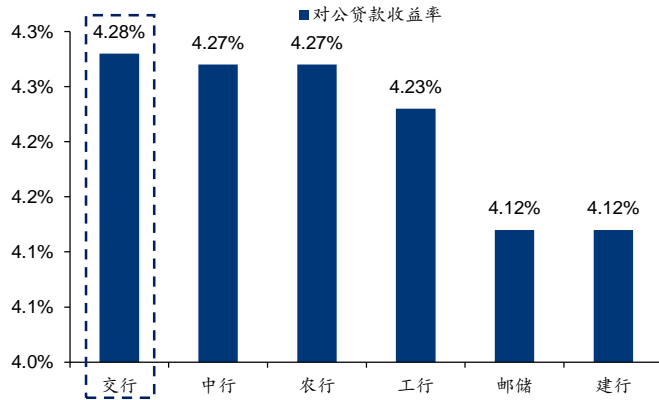
图表28：2020年工、建、农、生息资产收益率差异的归因分析


注：生息资产收益率差异的归因分析均将工行作为比较基准，下同
 资料来源：公司财报，华泰研究

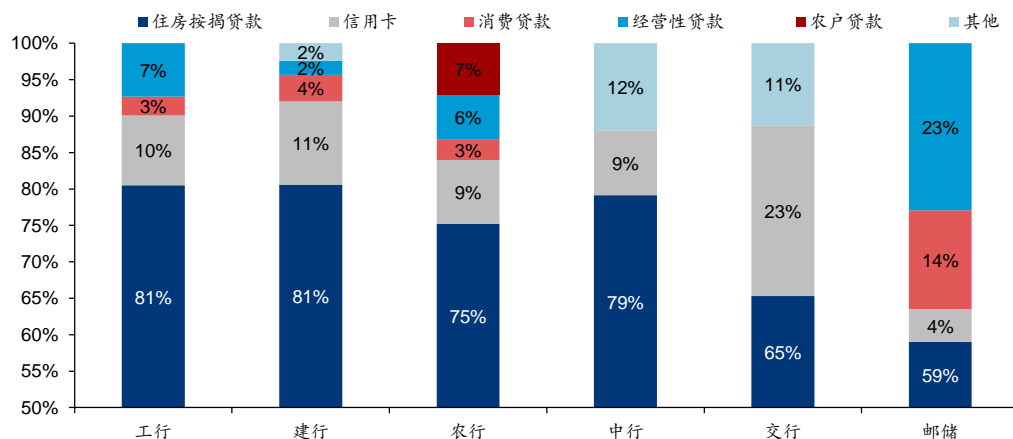
邮储：零售贷款占比高赋予资产端收益率领先优势。邮储的生息资产收益率自16年以来稳居大行之首，主要由于拥有较高定价的零售贷款占比较高，近十年来零售贷款/总贷款保持大行最高，且在不断提升。零售贷款中，按揭贷款占比较低、消费与经营性贷款占比较高，因此零售贷款定价也为大行最高。但目前邮储贷款/总资产仍较低（2020年末为50%），预计未来资产结构优化可释放更多收益提升空间。**交行：资产端收益率仅次于邮储，信用卡占比高带动零售贷款收益率。**交行的资产端收益率在16年以来在大行中排名仅次于邮储，主要受益于较高的贷款定价。零售端收益优势长期领先，主要由于信用卡占零售贷款比例较高；而对公贷款收益率近年也迅速提升，自18年以来从大行中游跃升至大行之首。

图表29：2020年邮储、交行零售贷款收益率均领先同业


资料来源：公司财报，华泰研究

图表30：2020年交行对公贷款收益率领先同业


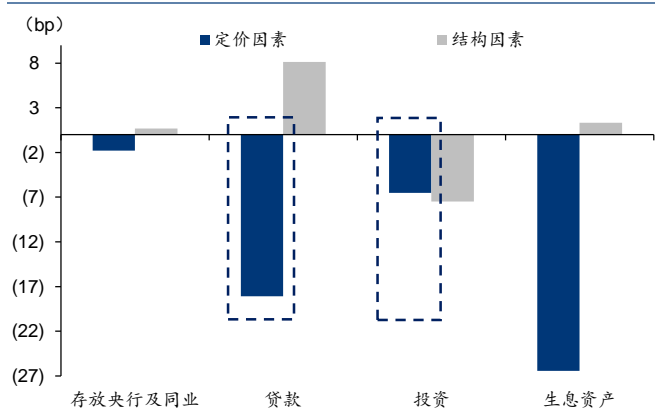
资料来源：公司财报，华泰研究

图表31：2020年末六大行零售贷款结构对比


资料来源：公司财报，华泰研究

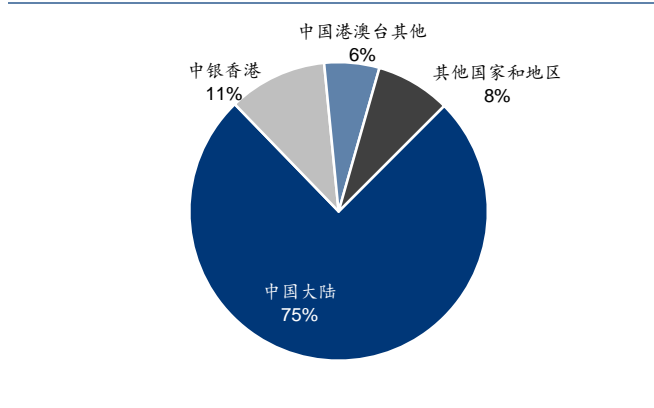
中行：资产端收益率受海外低利率环境拖累。2016年以来中行的生息资产收益率均为大行最低，贷款收益率、投资收益率均较低，主要由于中行境外及港澳台资产占比为大行最高（20年末约25%），而港澳台、欧洲、日本等区域多处于低利率环境，因而拖累其资产端收益率。2020年中行的内地人民币业务的贷款收益率为4.49%，内地业务实际上在大行中处于良好水平，推测与对公贷款中基建类行业占比相对较少、制造业占比较高有关。纵向看，中行生息资产、贷款收益率随海外利率（以美国基准利率为标杆）波动较为明显，两者在2018年美联储加息时期上行趋势较快，而2020年降息时期下行幅度较大。

图表32：2020年中行-工行生息资产收益率差异的归因分析



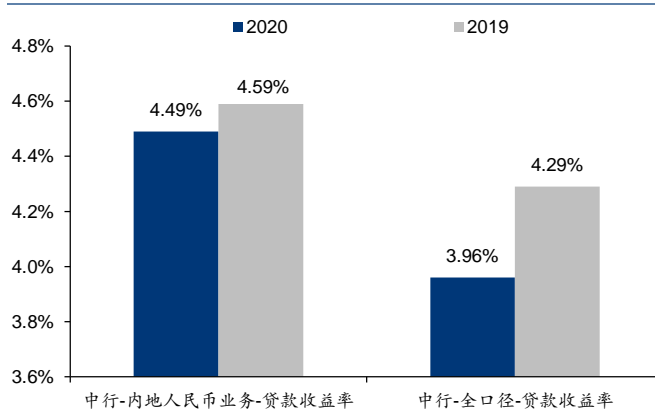
资料来源：公司财报，华泰研究

图表33：2020年末中行资产地区分布，境外及港澳台地区占比较高



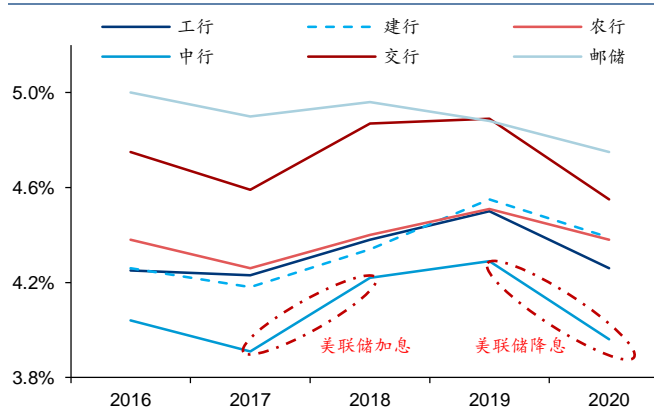
资料来源：公司财报，华泰研究

图表34：中行内地人民币业务贷款收益率明显高于全口径贷款收益率



资料来源：世界银行，华泰研究

图表35：中行贷款收益率随海外利率波动趋势较为明显

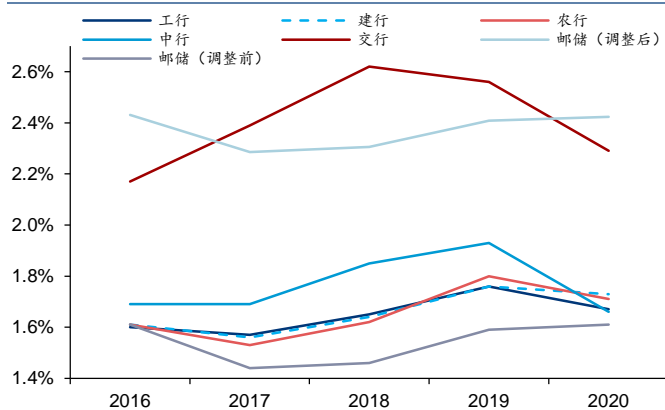


资料来源：公司财报，华泰研究

负债端：核心存款实力为王，工农建优势稳固

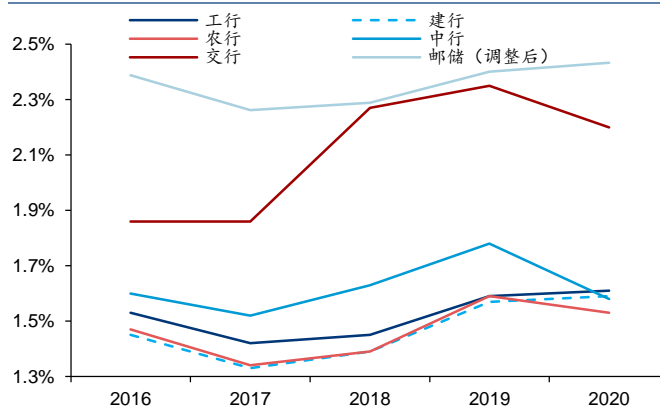
工/农/建行负债端成本同属大行最低区间，农/建行胜在存款成本，工行胜在负债结构。从归因分析看，农行、建行的优势在于较低的存款成本，农行的零售活期存款占比、建行的对公活期存款占比分别为大行之首，分别反映出县域网点的揽储实力、对公客户扎实基础；工行的存款成本虽略高于前两者，但胜在负债结构更优，即存款占比更高（2020年末81.7%，仅次于邮储）。存款竞争加剧之下，三者存款成本间的差距在2017-2019年趋于缩小，农行、建行的存款成本在2019年上行较多，主要是受到高息存款产品的拖累（如农行2019年发行的活利丰，2020年陆续到期后存款成本才有所恢复，带动农行存款成本在2020年优势重现）；而工行存款成本则相对稳定，反映出较强的存款管理能力，带动其负债成本优势不断强化。

图表36：2016年以来六大行计息负债成本率



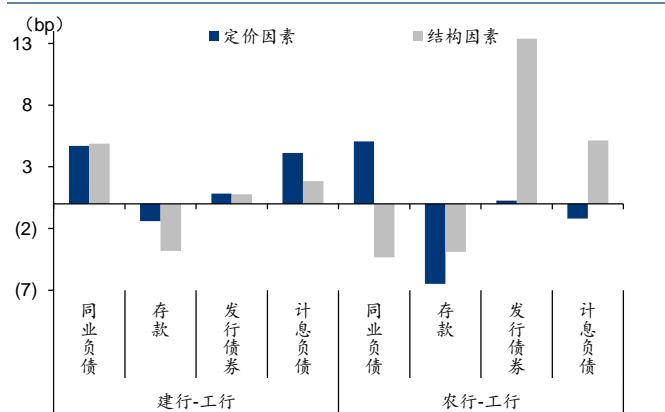
资料来源：公司财报，华泰研究

图表37：2016年以来六大行存款成本率



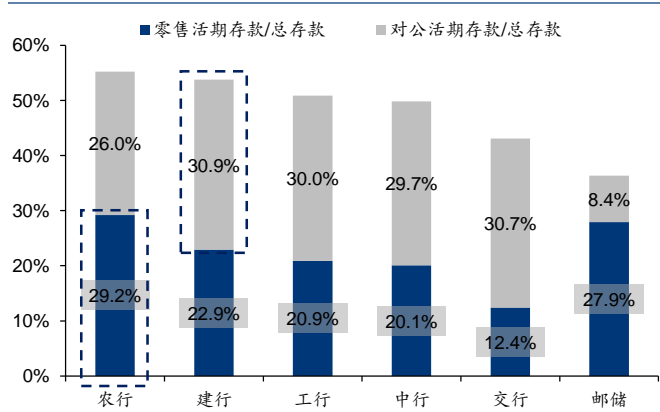
资料来源：公司财报，华泰研究

图表38：2020年工行、建行、农行计息负债成本率差异的归因分析



资料来源：公司财报，华泰研究

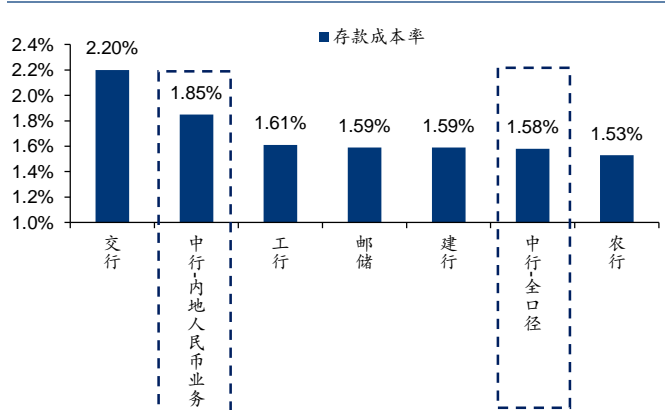
图表39：2020年末农、建行活期存款占比居前，零售、对公各占优势



资料来源：公司财报，华泰研究

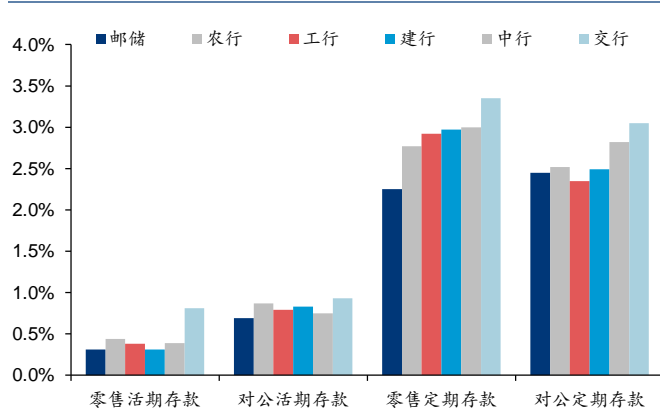
交行、中行负债端成本均相对较高，2020年压降高息存款后改善明显。1) 中行：负债端成本在2020年前均处大行中游，海外低利率环境带来了低成本的境外存款，但内地人民币业务的存款成本率在大行中较高，因此全行负债成本优势并不明显。随着2020年靠档计息等产品压降，存款成本率显著改善，内地零售活期存款成本率同比-68bp，负债端成本同比下行27bp至大行较低区间。2) 交行：负债端成本主要受较高的存款成本拖累。交行在2018年曾进行一轮存款快速扩张（存款同比+16%），但存款活期率下行约8pct至42.6%，直至20年末活期率（43.1%）仍为同业较低，且存款定价能力仍待提升。2020年负债成本明显压降，主要受益于同业负债占比（18.2%）为大行最高，叠加高息存款压降的因素。

图表40：2020年末中行内地人民币业务存款成本率高于全行口径



资料来源：公司财报，华泰研究

图表41：2020年六大行各类存款成本率对比，交行定价能力待提升

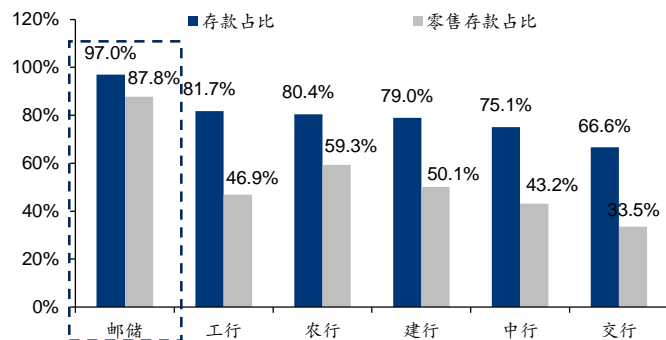


注：邮储为调整前代理储蓄费之前的公布值

资料来源：公司财报，华泰研究

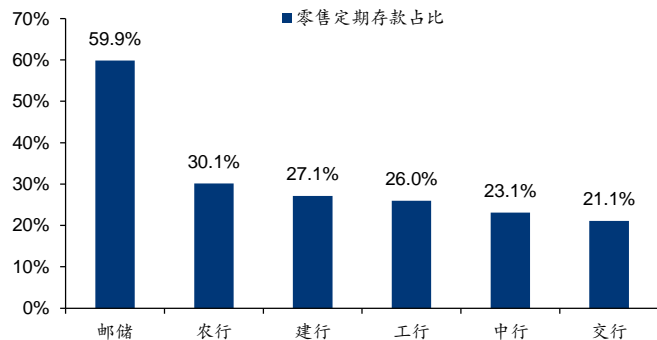
邮储的零售存款实力突出，负债端成本波动较小，但存款定期化有待改善。邮储的调整前计息负债成本率、存款成本率在六大行中均处于较低水平，在行业存款成本上行压力之下，存款成本率在近年来相对较为平稳，主要由于庞大的零售客群赋予零售存款实力，2020年末存款/总负债比例达97%，存款中零售存款占比达88%。但将储蓄代理费还原后的负债端成本并不占优。零售存款以定期存款为主，2020年末零售定期存款/总存款达59.9%，预计监管引导压降高息存款有望促使邮储这类定期存款较多银行的存款成本改善。

图表42：2020年末邮储的存款占比、零售存款占比均处大行之首



资料来源：公司财报，华泰研究

图表43：2020年末邮储的零售定期存款占比较高



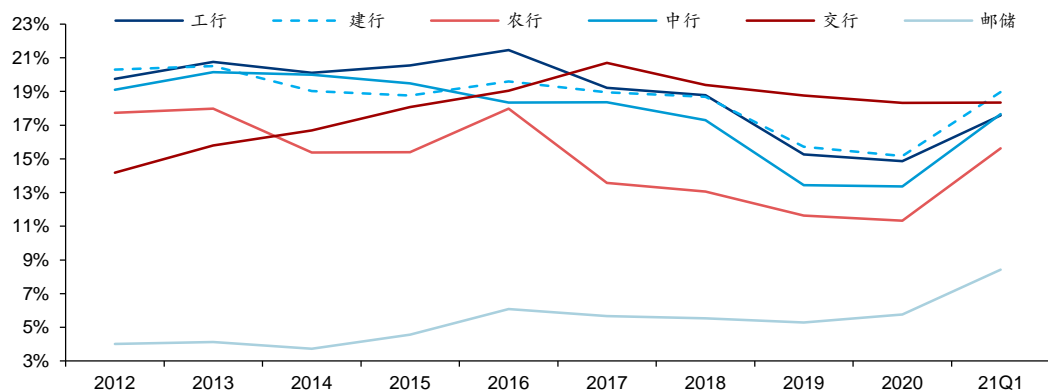
资料来源：公司财报，华泰研究

Q1 存款向下沉市场流动，资金边际趋紧背景下，网点下沉扎实、核心存款稳固的大行更显优势。在货币紧缩周期，农行、邮储等存款占比高或活期存款占比高的银行往往更受益，负债端成本优势更为明显（如2017年）。展望2021年，货币政策回归常态化，预计同业负债对负债成本的正贡献将减弱，同时，银行存款竞争压力犹存，Q1末上市银行存款同比增速较2020年放缓1.4pct至8.7%，其中大行、农商行表现较优，分别小幅放缓0.2pct、微升0.7pct，而股份行、城商行则面临较大压力（增速均放缓近6pct）。在资金边际趋紧、存款由城市向县域及农村流动的趋势下，我们预计农行、邮储等网点覆盖广且下沉力度大的大行有望更显存款优势，并保持负债端成本的相对稳健。

中收：工、建、交占比较高，财富管理先发布局

工/建/交行中收优势明显，农行/邮储由于客群差异而中收占比较低，但正在快速提升。交、建、工行的中收/总营收在2020年分别位列大行前三，其中交行中收自2012年以来增长较快，主要受财富管理与信用卡收入驱动，与其财富管理战略定位相符。农行、邮储的中收占比相对不高主要是源于客群差异，下沉市场客群金融需求相对单一，因此虽然两者的零售客群规模较大，但财富管理、信用卡等收入贡献度有限；而随着消费和理财观念进步，预计未来有望培养起更多客群需求，赋予中收增长潜力。实际上目前农行、邮储财富类中收均在较快增长，2020年年报显示两者代理类收入分别同比+6.3%、+56.0%，优于工行、建行的1.7%、2.8%；农行还在2020年推出了私行专属品牌“壹私行”，打开未来发展空间。

图表44：六大行中间业务收入/营业收入变动趋势



注：2019-21Q1 中间业务收入均为剔除信用卡分期收入的重分类口径，故相较 2018 年及以前有所下降
 资料来源：公司财报，华泰研究

细分结构看，建行在银行卡业务逐步成为行业第一；而交行、工行财富管理布局领先。银行卡类收入为中收第一大来源，工、建、农行银行卡业务规模效应明显，累计发卡量、交易金额居前。其中建行长期注重发展卡业务，发卡量快速增长并先后反超工行、农行，目前以 13.5 亿张的累计发卡量为国内第一发卡行。财富管理类收入为中收的第二大来源，工、建、交行发力较早，目前财富管理类收入/中收均在 35% 以上，工行、建行 AUM 及收入规模优势稳固；而交行虽本身体量较小，但财富管理收入/中收、AUM/总资产均居前。此外，工行投行实力也较强，2020 年投行收入/中收达 15%，主承销债券规模为境内市场第一。综合来看，工行在银行卡、财富管理、投行三大中间业务均较领先，凸显综合化布局实力。

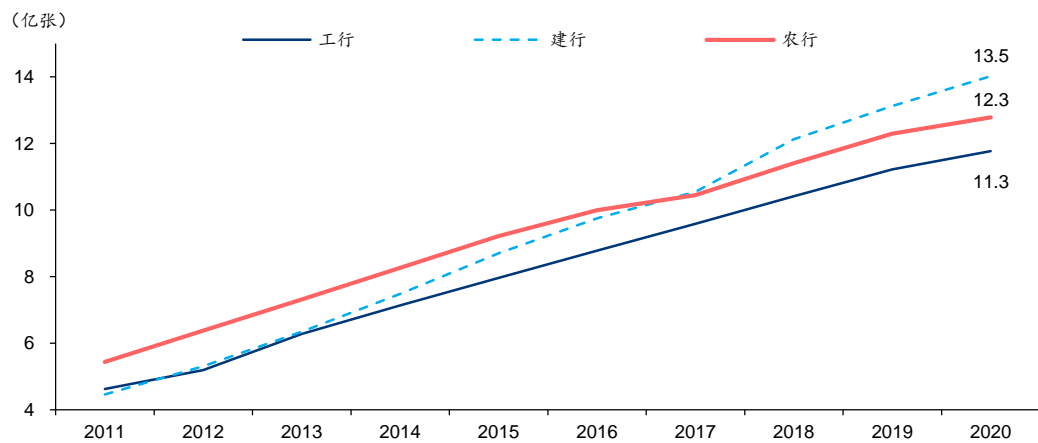
图表45：2020 年六大行中间业务收入拆分

收入（亿元）	工行	建行	农行	中行	交行	邮储
银行卡类	577	629	520	282	216	198
财富管理类	543	464	255	302	211	122
投资银行	215	116	112	35	37	-
其他	131	107	25	267	29	8
总计	1,467	1,315	912	886	493	327
收入占中收比例	工行	建行	农行	中行	交行	邮储
银行卡类	39%	48%	57%	32%	44%	60%
财富管理类	37%	35%	28%	34%	43%	37%
投资银行	15%	9%	12%	4%	8%	-
其他	9%	8%	3%	30%	6%	2%

注：银行卡类包括银行卡、结算与清算、电子银行收入；财富管理类包括代理、理财、托管收入；其他收入主要为信用承诺及担保等，中行的其他收入主要是外汇差价收入。

资料来源：公司财报，华泰研究

图表46：工、建、农行银行卡累计发卡量对比（包括借记卡+信用卡）



资料来源：公司财报，华泰研究

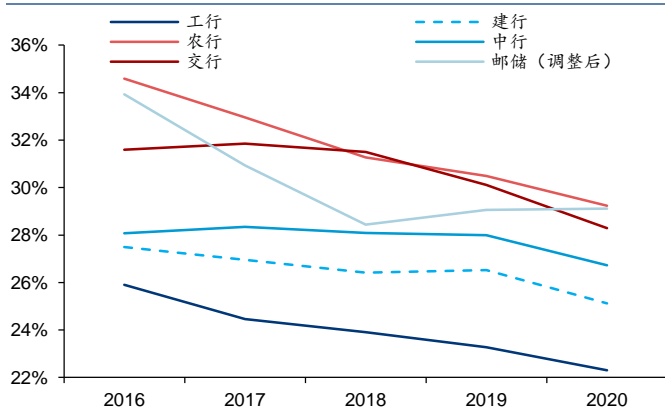
图表47： 2020 年末六大行零售 AUM、私行 AUM 及表外理财规模对比

	工行	建行	交行	中行	农行	邮储
零售 AUM (万亿元)	16.0	13.0	3.9	-	-	11.25
占总资产	48.0%	46.2%	36.5%	-	-	99.1%
零售客户数 (亿户)	6.8	7.0	1.8	4.8	8.6	6.2
私行 AUM (万亿元)	1.80	1.78	0.83	1.85	1.70	-
占总资产	5.4%	6.3%	7.8%	7.6%	6.2%	-
私行客户数 (万户)	10.20	16.08	6.11	13.29	14.10	-
表外理财规模 (万亿元)	2.71	2.17	1.21	1.39	1.01	0.87
占总资产	8.1%	7.7%	11.3%	5.7%	3.7%	7.6%

资料来源：公司财报，华泰研究

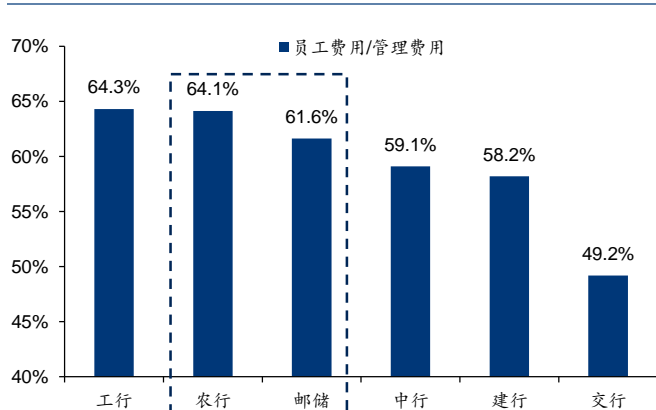
管理费用：工行优势最为领先，科技赋能轻型银行

大行成本收入比趋于下行，工行体量大而效率高，成本优势最为领先。受益于人员和网点的轻型化转型叠加科技赋能，大行成本收入比自 16 年来呈下行趋势。工行的低成本优势最为明显，成本收入比长期居于大行最低且仍在逐年下降，即使在全部上市银行中也处第 2 低的水平 (21Q1)；体量大而经营效率高，与金融科技息息相关，2020 年线上金融业务量/总业务量达 98.7%，为大行最高。建行成本收入比仅次于工行，科技战略成效也较明显。而农行、邮储（剔除储蓄代理费）成本收入比不占优，与员工和网点数量较多的特征有关，员工费用/管理费用均在 60% 以上。农行自 16 年以来员工及网点数量在大行中缩减最多，据公司年报，县域业务成本收入比从 16 年的 42.5% 降至 20 年的 34.1%，轻型化转型加快。

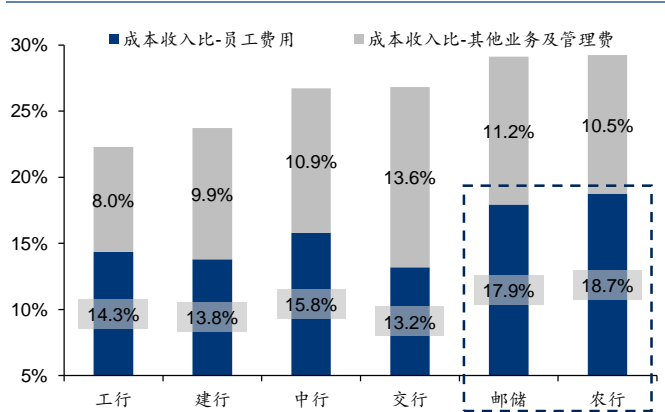
图表48： 2016 年以来六大行成本收入比：工行领先优势明显


注：邮储银行的管理费用为剔除储蓄代理费后的口径

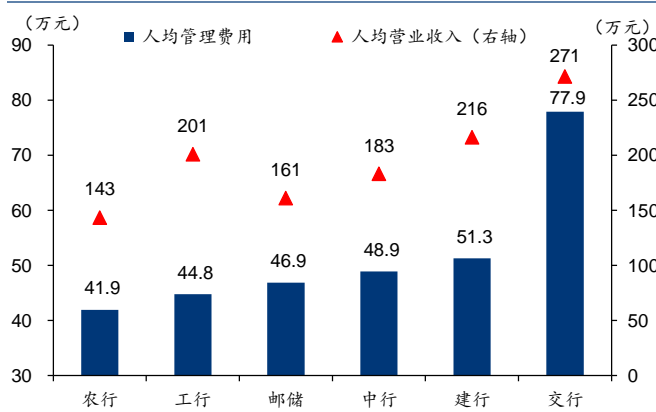
资料来源：公司财报，华泰研究

图表49： 2020 年六大行员工费用占管理费用的比例


资料来源：华泰研究预测

图表50： 2020 年六大行成本收入比结构拆分


资料来源：公司财报，华泰研究

图表51： 2020 年六大行人均管理费用及人均营业收入


注：邮储银行员工数量仅含自营员工

资料来源：公司财报，华泰研究

图表52： 2016年以来六大行分支机构数量和员工数量：工、建、农行明显缩减

分支机构数（个）	2016	2017	2018	2019	2020	20 年较 19 年	20 年较 16 年
工商银行	17,200	16,888	16,820	16,605	16,623	18	(577)
建设银行	14,985	14,920	14,977	14,912	14,741	(171)	(244)
农业银行	23,682	23,661	23,381	23,149	22,938	(211)	(744)
中国银行	11,556	11,605	11,741	11,699	11,550	(149)	(6)
邮储银行	39,927	39,798	39,719	39,638	39,631	(7)	(296)
交通银行	3,285	3,270	3,241	3,079	2,998	(81)	(287)
员工总数（人）	2016	2017	2018	2019	2020	20 年较 19 年	20 年较 16 年
工商银行	461,749	453,048	449,296	445,106	439,787	(5,319)	(21,962)
建设银行	362,482	352,621	345,971	347,156	349,671	2,515	(12,811)
农业银行	496,698	487,307	473,691	464,011	459,000	(5,011)	(37,698)
中国银行	308,900	311,133	310,119	309,384	309,084	(300)	184
邮储银行	169,735	171,551	170,809	174,406	177,797	3,391	8,062
交通银行		91,240	89,542	87,828	84,740	(3,088)	(7,816)
	92,556						

注：邮储银行分支机构包括自营及代理网点

资料来源：公司财报，华泰研究

信用成本：大行整体稳健，邮储较占优势

资产质量改善下，大行 21Q1 仍保持稳健拨备计提力度；目前邮储信用成本较有优势。大行信用成本自 16 年以来呈缓慢上行之势，存量风险平稳出清；2020 年主动加大拨备计提力度以提升风险抵御能力，2021Q1 在不良率下行、不良生成放缓背景下，仍保持了较为审慎的拨备计提政策。随着宏观环境复苏、风险逐步出清，我们认为顺周期特征鲜明的大行有望在 2021 年进一步迎来良好的利润释放。横向对比，邮储的信用成本最低，优势主要源于业务起步晚而历史包袱轻，且零售特征明显，21Q1 年末不良率、拨备覆盖率分别为 0.86%、417%，均为大行最优。

图表53： 2016年以来六大行年化信用成本对比

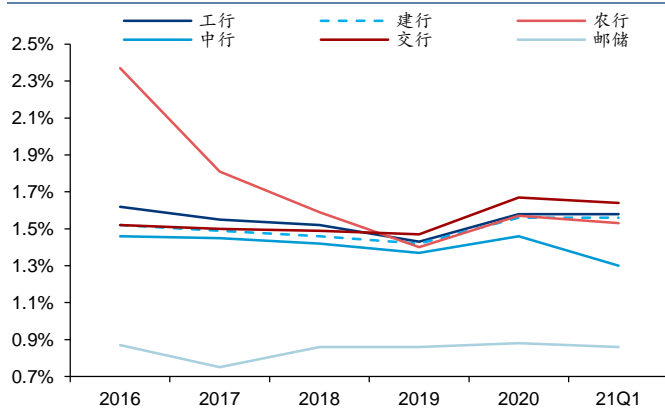
	2016	2017	2018	2019	2020	21Q1	21Q1 环比	21Q1 同比
工行	0.70%	0.94%	1.09%	1.11%	1.15%	1.32%	+17bp	-11bp
建行	0.84%	1.03%	1.13%	1.13%	1.22%	1.22%	0bp	+2bp
农行	0.93%	0.96%	1.21%	1.10%	1.16%	1.29%	+13bp	-2bp
中行	0.93%	0.84%	0.87%	0.82%	0.87%	0.89%	+2bp	+2bp
交行	0.77%	0.74%	0.93%	1.02%	1.11%	0.99%	-12bp	+17bp
邮储	0.62%	0.81%	1.40%	1.20%	0.94%	0.84%	-10bp	-10bp

资料来源：公司财报，华泰研究

大行不良率 2016-2019 年稳步下行，农行历史包袱经过消化后潜力可期。伴随着风险出清，大行不良率自 16 年-19 年稳步下行；2020 年由于疫情影响而有所上行，但 2021 年以来资产质量压力持续减轻，21Q1 末不良率较 20 年末有所回落，且不良生成率普遍显著下行。横向来看，除邮储不良率明显较低外，其他五大行不良率整体处于相近区间。其中，农行不良率自 2016 年下行较为明显，经过历史包袱的快速出清，不良率降至行业平均水平，据其年报，2020 年末县域业务不良率已低于全行水平，在保持良好资产质量的情况下，享有高收益、存款拉动以及政策支持等优势，综合来看，县域金融未来成长潜力可期。

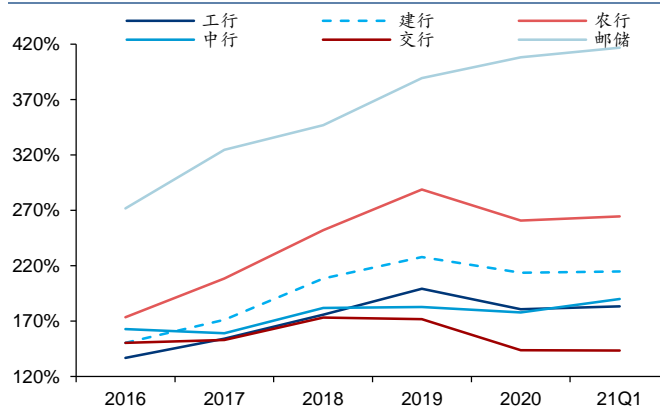
分结构看，大行零售贷款不良率自 16 年以来稳步下行，目前建行、工行最优，2020 年末零售贷款不良率分别为 0.41%、0.56%，主要受益于优质的住房按揭贷款占比较高。大行对公贷款不良率自 16 年以来略有上行，主要由于加大制造业、小微企业等领域投放，目前邮储表现最优，2020 年末对公贷款不良率仅 0.95%；而工、建、农行对公贷款不良率相对更高，主要由于承担了对制造业、批发零售业、中小微企业等实体领域更大的支持力度。

图表54：2016年以来六大行不良贷款率



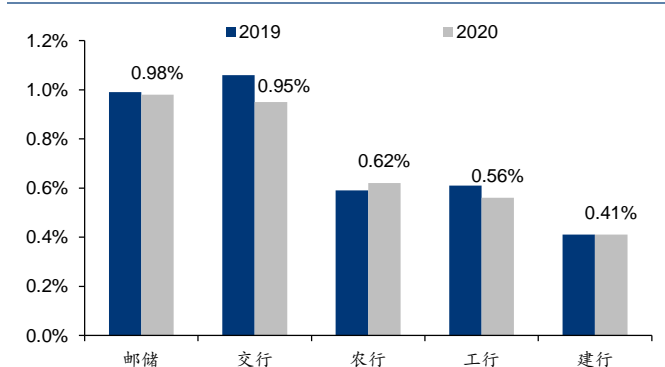
资料来源：公司财报，华泰研究

图表55：2016年以来六大行拨备覆盖率



资料来源：公司财报，华泰研究

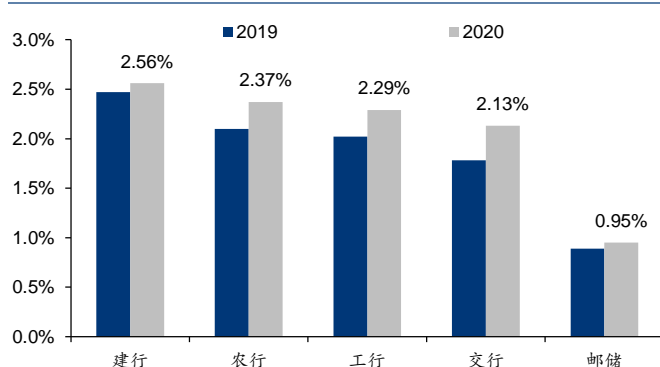
图表56：2019、2020年末六大行零售贷款不良率



注：中行未披露分贷款类型的不良率数据

资料来源：公司财报，华泰研究

图表57：2019、2020年末六大行对公贷款不良率



资料来源：公司财报，华泰研究

总结：工行综合实力领先，农行县域潜力可期

六大行战略定位与业务经营各领风骚，哪些银行更具竞争实力？综合对比来看，我们看好工行、农行在长期逻辑下的发展前景：

工行：龙头地位稳固，零售战略推进。工行作为大行翘楚，规模效应和综合实力引领同业。盈利能力稳定于大行第一梯队，核心优势在于扎实的存款基础、较低的管理成本、综合化经营带来的非息收入优势。当前大零售转型稳步推进，打造“第一个人金融银行”有望进一步打开发展空间，支撑盈利能力提升。另一方面，对公业务实力出众，制造业贷款规模位列全行业第一，提供贷、债、股、代、租、顾“六位一体”综合服务模式，头雁效应明显，在制造业驱动银行新一轮景气周期的背景下有望充分受益。我们预计工行银行业龙头地位在未来有望不断强化。

建行：同属第一梯队，零售转型领先。建行规模紧随工行之后，2017年起推行零售优先战略，零售实力快速强化，过去几年逐步超过工行成为国内最大零售信贷银行，银行卡发卡量也晋升至行业之首。盈利能力与工行基本不相上下，主要优势在于贷款占比高、零售贷款占比高的结构特征，支撑资产端收益率略高出工行，但成本节约优势上仍有追赶空间。

农行：县域与普惠特色，潜力持续释放。农行是最有县域、小微特色的标杆型大行，县域金融业务发展潜力较大。目前农行的县域金融业务具有成长性高、存款沉淀能力强、风控良好等多维特征，县域贷款增速高出全行平均水平，县域不良率也降至全行平均水平之下；同时县域金融契合政策对于支持实体经济和普惠小微的长期导向，我们认为未来发展潜力有望逐步释放，赋予农行成长空间。21Q1存款向县域及农村流动、市场竞争加剧，农行凭借网点下沉扎实、核心存款稳固有望更显优势。

中行：国际布局领先，受海外利率影响更大。中行是目前国际化水平最高的中资银行，境外业务营收、存贷款贡献度均稳居同业之首。盈利能力主要受到境外低利率环境拖累，资产端收益率在美联储加息时期通常更为受益；负债端成本在2020年前不占优势，但经过高息存款产品大力压降后，存款成本已显著下行至大行较低区间。

交行：财富管理特色，负债成本有待改善。交行将打造财富管理银行写入战略目标已有多年，中收端优势在大行中较为明显，财富管理、信用卡等业务布局具备先发基础，财富管理类收入在中收的占比位列大行之首。盈利能力主要受到较高的负债成本拖累，在存款结构及定价能力均有进一步改善空间。

邮储：零售特征鲜明，资产结构待优化。邮储是唯一以零售银行为战略目标的大行，自营+代理的业务模式赋予独特性。零售贷款、存款占比均为大行最高，零售特色带来了较高的贷款收益率、较稳定的存款成本，且优秀的资产质量也赋予较低的信用成本。目前资产负债结构仍有优化空间，一是贷款/总资产在大行中较低，未来资产结构优化有望释放更多收益提升空间；二是存款定期率较高的特征仍待改善。

投资建议：顺周期逻辑明晰，把握优质大行机遇

顺周期性渐显+制造业复苏，大行有望迎来戴维斯双击。随着宏观经济复苏，银行业步入基本顺周期修复阶段，信贷投放保持平稳，利率驱动净息差有望逐步企稳，风险出清步入后期，我们认为顺周期特征更显著的大行有望受益。20Q4 以来六大行业绩持续修复，主要受益于信用成本边际改善，大行在 21Q1 仍保持了较审慎的拨备计提力度，预计未来利润有望进一步释放。同时制造业正驱动银行新一轮景气周期，大行充分发挥头雁效应，支撑规模扩张及资产质量改善。截至 5 月 21 日，大行 PB(LF)均值为 0.63 倍，显著低于疫情前（2019 年末 0.80 倍）及银行板块（0.73 倍）。对比美国四大行，经过 20Q4、21Q1 的业绩强势修复，PB 均已反超或接近疫情前。我们预计国有大行有望迎来基本面和估值修复的戴维斯双击机遇。

看好大行估值修复机遇，个股推荐工行、农行。我们看好大行在周期性渐显、制造业复苏背景下的估值修复机遇。制造业等实体领域融资需求旺盛，我们认为制造业贷款头雁效应明显、规模领先的工行等有望实现基本面强劲修复。在存款向下沉市场流动、市场竞争加剧背景下，农行、邮储、工行等网点下沉扎实、核心存款稳固的大行有望更显著负债端优势，驱动息差企稳改善。财富管理市场迎来大发展，战略布局和综合实力领先的工行等大行有望受益。长期逻辑来看，我们看好制造业投放领先、零售打开发展空间的工商银行（A+H 股），和县域与普惠特色突出、潜力有望持续释放的农业银行。

工商银行（601398 CH，增持，目标价：6.53 元）：稳健龙头大行，零售转型持续

工商银行作为银行业龙头应享受估值溢价，大零售、综合化、金融科技等战略推进有望驱动盈利稳步增长。首先，公司是国内及全球规模最大商业银行，拥有扎实的客群基础和广阔的网点布局，据公司年报，2020 年末个人客户、企业客户数量分别达 6.8 亿、860 万，规模效应和品牌效应突出。其次，公司盈利能力在同业中较为出色，2010 年以来 ROE 在六大行中均保持前三，背后驱动因素包括强大揽储能力所带来的低负债成本、综合化经营布局所贡献的非息收入优势以及金融科技赋能下的低成本收入比，业务护城河较宽。第三，在对公业务领先同业的同时，公司大零售转型战略持续推进，个人客户数、存贷款、AUM 等均实现近年来较好水平的增长，据公司财报，零售业务税前利润贡献度从 2015 年的 33.5% 升至 2020 年的 44.5%；且公司高度重视金融科技战略，赋能获客能力与线上化服务水平。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.94/0.99/1.04 元，2021 年 BVPS 预测值为 8.16 元。可比公司 2021 年 Wind 一致预测 PB 为 0.63 倍，公司作为银行业龙头应享受估值溢价，给予 2021 年目标 PB0.80 倍，目标价 6.53 元，维持“增持”评级（注：最新报告日期为 2021 年 3 月 28 日）。风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

工商银行（1398 HK，买入，目标价：6.74 港元）：龙头地位稳固，推进大零售转型

工商银行作为银行业龙头应享受估值溢价，大零售、综合化、金融科技等战略推进有望驱动盈利稳步增长。首先，公司是国内及全球规模最大商业银行，拥有扎实的客群基础和广阔的网点布局，截至 2020 年末个人客户、企业客户数量分别达 6.8 亿、860 万，规模效应和品牌效应突出。其次，公司盈利能力在同业中较为出色，2010 年以来 ROE 在六大行中均保持前三，背后驱动因素包括强大揽储能力所带来的低负债成本、综合化经营布局所贡献的非息收入优势以及金融科技赋能下的低成本收入比，业务护城河较宽。第三，在对公业务领先同业的同时，公司大零售转型战略持续推进，个人客户数、存贷款、AUM 等均实现近年来较好水平的增长，零售业务税前利润贡献度从 2015 年的 33.5% 升至 2020 年的 44.5%；且公司高度重视金融科技战略，赋能获客能力与线上化服务水平。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.94/0.99/1.04 元，2021 年 BVPS 预测值为 8.16 元。可比公司 2021 年彭博一致预测 PB 为 0.46 倍，公司作为银行业龙头应享受估值溢价，给予 2021 年目标 PB0.70 倍，目标价 6.74 港币，维持“买入”评级（注：最新报告日期为 2021 年 4 月 7 日）。风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

农业银行（601288 CH，增持，目标价：4.10 元）：县域与普惠特色，潜力持续释放

农业银行的投资逻辑为县域与普惠特色突出，潜力有望持续释放。农业银行是最有县域、小微特色的大型银行，小微业务的发展潜力较大，农行有望凭借其顶层设计、客群与网点、资金来源和产品优势在小微服务中脱颖而出。公司以三农金融事业部对县域金融业务专业化经营，县域金融成长性高、风控良好的特征深化，赋予了成长空间。2020 年末县域贷款、存款分别同比+16.5%、10.0%，均高于全行增速。基本面方面，农行的存款优势明显，且有望得到持续强化，中间业务收入高速增长，资产质量和资本的短板逐渐补齐。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.66/0.69/0.73 元，2021 年 BVPS 预测值为 5.86 元。可比公司 2021 年 Wind 一致预测 PB 为 0.61 倍，公司县域特色突出，赋予成长空间，应享受估值溢价，给予 2021 年目标 PB0.70 倍，目标价 4.10 元，维持“增持”评级（注：最新报告日期为 2021 年 4 月 30 日）。风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

图表 58：六大行估值对比（加粗标的为重点推荐标的）

股票代码	名称	收盘价 (当地 币种)	评级	目标价 (当地币 种)	总市值 (亿元人 民币)	EPS (元)				P/E (x)				P/B (x)			
						2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
601398 CH	工商银行	5.17	增持	6.53	17505	0.89	0.94	0.99	1.04	5.81	5.50	5.22	4.97	0.69	0.63	0.58	0.54
1398 HK	工商银行	4.96	买入	6.74	21133	0.89	0.94	0.99	1.04	4.68	4.43	4.21	4.01	0.56	0.51	0.47	0.43
601288 CH	农业银行	3.24	增持	4.10	11123	0.62	0.66	0.69	0.73	5.23	4.91	4.70	4.44	0.60	0.55	0.51	0.47
601328 CH	建设银行	6.87	-	9.54	12927	1.06	1.15	1.24	1.33	6.34	5.95	5.54	5.15	0.73	0.69	0.63	0.58
601939 CH	中国银行	3.28	-	4.66	9067	0.61	0.70	0.73	0.76	5.01	4.72	4.47	4.31	0.53	0.51	0.47	0.43
601988 CH	交通银行	4.87	增持	5.88	3376	1.05	1.1	1.16	1.22	4.64	4.43	4.20	3.99	0.49	0.46	0.42	0.21
601658.SH	邮储银行	5.16	增持	6.79	4591	0.69	0.77	0.85	0.93	7.48	6.70	6.07	5.55	0.88	0.80	0.73	0.66

注：以上重点公司及交通银行推荐文字、目标价、EPS 及估值来源于华泰证券最新报告；建设银行、中国银行目标价、EPS 及估值来源于 Wind 一致预期，收盘价为 2021.5.21

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究预测

图表 59：报告提及公司信息

银行	彭博代码
工商银行	601398 CH
建设银行	601939 CH
农业银行	601288 CH
中国银行	601988 CH
交通银行	601328 CH
邮储银行	601658 CH
中信银行	601998 CH
光大银行	601818 CH
摩根大通	JPM US
富国银行	WFC US
美国银行	BAC US
中央汇金	未上市

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。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。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但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。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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，华泰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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、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，华泰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。华泰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。

华泰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，华泰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。

华泰的销售人员、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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“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》及其附属法律规定的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。
- 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：工商银行（1398 HK）、工商银行（601398 CH）、建设银行（601939 CH）、农业银行（601288 CH）、中国银行（601988 CH）、邮储银行（601658 CH）、交通银行（601328 CH）

更多信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（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）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。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。本披露中所提及的“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。
- 建设银行（601939 CH）、农业银行（601288 CH）、中国银行（601988 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 交通银行（601328 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 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

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

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2021年华泰证券股份有限公司