

推荐 (维持)

重点公司	股票代码	评级
富国银行	WFC.N	未评级
招商银行	3968.HK	未评级
恒生银行	0011.HK	未评级
平安银行	0001.SZ	未评级
宁波银行	2142.SZ	未评级

## 相关报告

《海外银行专题研究报告之一：富国银行经验与我国零售银行发展（上篇）》20200608

## 海外研究

分析师：

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

海外银行专题研究报告之二：

## 富国银行经验与我国零售银行发展（下篇）

2020年6月15日

## 投资要点

- 研究目的。在《富国银行零售业务优势分析及我国零售银行业务发展（上篇）》中，我们通过分析富国银行的商业模式演变过程，发现富国银行凭借零售银行的定位获取大量低成本负债，在次贷危机中股价表现优于其他综合性银行。在本篇报告中，我们通过对标比较我国零售银行及富国银行及梳理我国零售银行的业务模式、业务发展阶段，从而探讨具有估值潜力的零售银行投资标的。
- 我国零售银行需求有支撑：居民消费水平提升+支持小微企业发展政策
  - 2000年起，中国居民消费水平迅速提高，即便在CPI环比下降的年份，我国居民消费指数仍在拉升。不仅房贷、车贷等长期消费贷体量增加，花呗、京东白条等主打短期消费贷的金融产品也大幅提升。2007-2014年，我国消费贷的年均增速均在57%以上，2014年的消费贷体量约为2007年体量的5倍左右。
  - 2011年起，政府出台一系列政策支持小微企业发展，国务院出台九项金融财税政策措施支持小型和微型企业发展；原中国银监会印发《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》。此后，政策不断支持提升小微企业信贷额度，零售银行需求进一步提升。
- 我国零售银行：产品线尚不完整，各自处在不同的转型阶段
  - 招商银行：产品服务涵盖客户全生命周期。处于零售发展的成熟阶段，其存款成本、不良率控制、中间业务发展会为其估值进一步拓宽空间。
  - 平安银行：个人零售业务线并未覆盖用户全生命周期；小微企业对公业务正在向全生命周期需求扩展。其车贷处于行业龙头地位，在过去当年不良资产大量核销的背景下，有望突破信用风险的劣势。
  - 宁波银行：风险管控能够覆盖全部产品线的全部生命周期，但产品线并不完善。网点主要集中存在于江浙两地，“211”工程期望实现每家支行2万个人银行客户、1000户零售公司客户、100户公司银行客户。
  - 恒生银行：香港老牌银行，以零售业务为主，商业银行、环球业务为辅。2018-2019年，零售银行的净服务费收入占总体的61%。
- 资产质量优良，估值水平较富国银行仍有提升空间。在ROE水平上，招商银行（16.13%）和宁波银行（15.14%）水平超越了富国银行2015年的巅峰时期（12.13%）；在不良率方面，招商银行（1.16%）及宁波银行（0.78%）低于富国银行（1.24%）；在一级资本充足率方面，招商银行（12.69%）高于富国银行（12.32%）。截至2020年6月12日收盘，招商银行、恒生银行的PB水平分别为1.51及1.41，分别处于其3年估值中枢的最低3%和31%的水平，建议投资者积极关注。

风险提示：1）整体固定收益信用风险上升；2）低利率环境下，风险错配风险；3）代客理财业务资产配置风险4）宏观经济下行带来的资产质量恶化；5）公司经营风险。



# Overweight

( Maintained )

## Finance

### Analyst

Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190519060002

SFC: BMM189

## Experience of Wells Fargo Bank and Development of Chinese Retail Banking

6/15/2020

**Research Purpose.** In "Research on the Retail Business of Wells Fargo Bank (Part 1)", we have analyzed Wells Fargo's business model evolution and found that Wells Fargo obtained a large number of low-cost liabilities by positioning at retail banking, achieved better performance than other comprehensive banks. In this report, we compare the business models and business development stages of Chinese retail banks and Wells Fargo Banks, so as to sort out some retail bank targets with valuation potential.

**Chinese retail banking has demand support: resident consumption level increases + policies to support the development of small-and-medium-size enterprises.**

—1) Since 2000, the consumption level of Chinese residents has rapidly increased. Even when CPI fell, Chinese resident consumption index was still rising. Not only has the volume of long-term consumer loans such as housing loans and car loans increased, but also short-term financial products such as Huabei and Jingdong Baitiao have also increased significantly. From 2007 to 2014, the average annual growth rate of Chinese consumer loans was more than 57%. The volume of consumer loans in 2014 was about 5 times the volume of 2007.

—2) Since 2011, the government has issued a series of policies to support the development of small-and-medium-size enterprises. The State Council issued nine financial and taxation policy measures to support the development of small-and-medium-size enterprises; the original China Banking Regulatory Commission issued the "Notice on Supporting Commercial Banks to Further Improve the Financial Services of Small Enterprises". Since then, policy support has raised small and micro enterprise credit lines and the demand for retail banking.

**Chinese retail banking: incomplete product line, in different stages of transformation**

—1) **China Merchants Bank:** Products and services cover the entire life cycle of customers. At a mature stage of retail development, its deposit costs, non-performing rate control, and intermediate business development will further broaden its valuation.

—2) **Ping An Bank:** The personal retail business line does not cover the entire life cycle of users; the business scope of small-and-medium-size enterprises gradually expands to their entire life cycle. Its car loan is in the leading position in the industry. Due to the previous massive write-off of non-performing assets, it is expected to overcome the disadvantages of credit risk.

—3) **Bank of Ningbo:** Risk management can cover the entire life cycle of all product lines, but the product line is not perfect. Outlets are mainly concentrated in Jiangsu and Zhejiang province. The "211" project expects to realize the goal of 20,000 personal bank customers, 1,000 retail company customers, and 100 corporate bank customers in each branch.

—4) **Hang Seng Bank:** Located in Hong Kong, company majors in retail banking business, and supplemented by commercial banking and global banking businesses. From 2018 to 2019, the net service fee income of retail banking service accounted for 61% of the total.

**The asset quality is excellent, and the valuation level still has room for improvement compared to Wells Fargo Bank.** As for ROE level, China Merchants Bank (16.13%) and Bank of Ningbo (15.14%) exceeded the peak of Wells Fargo in 2015 (12.13%); in terms of non-performing rate, China Merchants Bank (1.16%) and Bank of Ningbo (0.78%) are lower than Wells Fargo (1.24%); as for Tier 1 capital adequacy ratio, China Merchants Bank (12.69%) is higher than Wells Fargo (12.32%). Until June 12, 2020, the PB levels of China Merchants Bank and Hang Seng Bank were 1.51 and 1.41, respectively, which were at the bottom 3% and 31% of their three-year valuation hub. There is still room for improvement, investors are encouraged to pay close attention to these mentioned stocks.

**Potential risks:** 1). The global economic downturn has narrowed the interest margin; 2) The fluctuations in the capital market has caused asset quality to drop significantly; 3) Companies are faced with operating risks.

## 目 录

1、零售银行业务在中国 .....	5 -
2、我国主要零售银行业务介绍 .....	9 -
2.1、我国银行业零售业务的发展情况 .....	9 -
2.2、我国零售银行的主要战略发展方向 .....	11 -
2.3、我国零售银行的产品线 .....	15 -
3、我国零售银行：ROE 水平不弱于富国，资产质量优良 .....	15 -
3.1、招商银行：零售银行龙头 .....	18 -
3.2、平安银行：迎来净利润拐点的成长性零售银行 .....	20 -
3.3、宁波银行：成长中的零售银行 .....	21 -
3.4、恒生银行：港股的零售银行龙头 .....	24 -
4、估值：我国零售银行估值仍有提升空间 .....	28 -
5、我们的观点 .....	29 -
6、风险提示 .....	30 -
图 1、消费对中国 GDP 贡献率稳步攀升 .....	6 -
图 2、居民消费始终是中国消费的主导动力 .....	6 -
图 3、中国居民的总资产、总负债体量双升 .....	6 -
图 4、中国居民的资产结构 .....	6 -
图 5、中国居民消费水平不断上升 .....	6 -
图 6、中国居民消费贷体量及占金融负债总额比例 .....	6 -
图 7、消费贷体量变化 .....	7 -
图 8、消费贷的期限结构 .....	7 -
图 9、近年来的小微企业贷款余额 .....	8 -
图 10、近年来的小微企业运行指数 .....	8 -
图 11、中国银行业对零售银行的战略定位 .....	9 -
图 12、个人存款占比及其成本率（2019A） .....	11 -
图 13、个人贷款占比及其不良率（2019A） .....	11 -
图 14、富国银行 2015 年 ROE 拆解 .....	16 -
图 15、招商银行 2019 年 ROE 拆解 .....	16 -
图 16、平安银行 2019 年 ROE 拆解 .....	17 -
图 17、宁波银行 2019 年 ROE 拆解 .....	17 -
图 18、我国零售银行与富国银行存贷比对标 .....	18 -
图 19、我国零售银行与富国银行净息差对标 .....	18 -
图 20、我国零售银行与富国银行不良率对标 .....	18 -
图 21、我国零售银行与富国银行资本充足率对标 .....	18 -
图 22、招行零售存款规模的行业比较（2019A） .....	19 -
图 23、招行存款成本的行业比较（2019A） .....	19 -
图 24、招行零售贷款规模的行业比较（2019A） .....	19 -
图 25、招行贷款收益率和不良率的行业比较（2019A） .....	19 -
图 26、招行的非利息业务规模（2019A） .....	20 -
图 27、招行的非利息业务结构（2019A） .....	20 -
图 28、平安银行总收入按业务（2019A） .....	21 -
图 29、平安银行利润总额按业务（2019A） .....	21 -
图 30、平安银行贷款规模按业务（2019A） .....	21 -
图 31、2019 年平安银行贷款结构（2019A） .....	21 -

图 32、	平安银行不良率（2019A）	- 21 -
图 33、	平安银行拨备覆盖率（2019A）	- 21 -
图 34、	宁波银行零售客户数量	- 22 -
图 35、	宁波银行私人银行	- 22 -
图 36、	宁波银行贷款收益率和不良率	- 23 -
图 37、	宁波银行不良率与行业均值	- 23 -
图 38、	宁波银行零售公司贷款	- 23 -
图 39、	宁波银行零售个人贷款	- 23 -
图 40、	宁波银行零售公司存款	- 23 -
图 41、	宁波银行零售个人存款	- 23 -
图 42、	恒生银行净服务费收入构成（按分部）	- 24 -
图 43、	恒生银行资产构成（按分部）	- 24 -
图 44、	恒生银行负债构成（按分部）	- 24 -
图 45、	恒生银行近五年分红	- 24 -
图 46、	恒生银行 ROE 行业比较（2019A）	- 25 -
图 47、	恒生非利息收入占比行业比较（2019A）	- 25 -
图 48、	恒生银行资本充足率行业比较（2019A）	- 25 -
图 49、	恒生银行不良率行业比较（2019A）	- 25 -
图 50、	恒生银行净息差行业比较（2019A）	- 25 -
图 51、	恒生银行成本收入比行业比较（2019A）	- 25 -
图 52、	恒生银行近五年盈利能力	- 26 -
图 53、	恒生银行近五年成长能力	- 26 -
图 54、	恒生银行近五年资产规模	- 26 -
图 55、	恒生银行近五年不良贷款率	- 26 -
图 56、	恒生银行近五年存贷款规模	- 26 -
图 57、	恒生银行近五年存贷比	- 26 -
图 58、	恒生银行近五年利息收入和非利息收入	- 27 -
图 59、	恒生银行近五年非利息收入占比	- 27 -
图 60、	恒生银行利息和非利息业务利润率	- 27 -
图 61、	恒生银行利息和非利息业务利润占比	- 27 -
图 62、	恒生银行存款结构（2019A）	- 27 -
图 63、	恒生银行近五年净息差	- 27 -
图 64、	美国银行业与富国银行的 PB 中枢	- 28 -
图 65、	我国银行业与零售银行的 PB 中枢	- 28 -
图 66、	港股银行业与零售银行的 PB 中枢	- 28 -
图 67、	我国零售银行与富国银行 PB-ROE 对标	- 28 -
表 1、	中国政府支持小微企业发展的政策梳理	- 7 -
表 2、	大型上市银行的零售业务发展情况	- 9 -
表 3、	大型上市银行的个人存款规模和成本率	- 10 -
表 4、	大型上市银行的个人贷款规模和不良率	- 10 -
表 5、	招商银行历年战略定位	- 11 -
表 6、	平安银行历年战略定位	- 12 -
表 7、	宁波银行历年战略定位	- 14 -
表 8、	宁波银行 2018-2019 年存贷款结构	- 22 -

## 报告正文

《富国银行零售业务优势分析及我国零售银行业务发展（上篇）》中，我们通过分析富国银行的商业模式演变过程，总结其零售业务经营优势。我们发现，富国银行的核心优势包括：1)、零售银行定位社区带来的大量低成本负债；2)、交叉销售提高单一客户贡献率；3)、个人理财业务差异化定价提升客户粘性；4)、凭借低成本负债通过并购“补短板”；并在并购后，审慎评估新获网点的经营效率，关停低效网点，保持公司整体经营效率。

在《富国银行零售业务优势分析及我国零售银行业务发展（下篇）》中，我们对标比较我国零售银行及富国银行，理解我国银行业零售业务的发展阶段，从而探讨有估值潜力的零售银行标的。

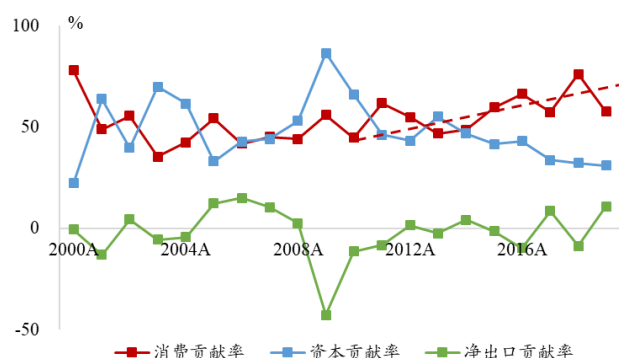
## 1、零售银行业务在中国

把银行分为批发银行、零售银行（Retail Bank）、批发/零售银行（Wholesale Bank）、和私人银行（private bank）是按照银行的业务类型进行分类的一种方法。**私人银行（Private Banking）**指向一种高端金融业务，为面向高净值人群提供财产投资与管理服务。其服务对象不是一般大众客户，而是社会上的富裕人士、高净资产客户。**批发银行**的客户主要是大企业、事业单位和社会团体，涉及金额较大，例如二十世纪30年代以前欧洲的大型批发银行，设有隔离式柜台，不发放消费者贷款，谨慎地实行大额融资。**零售银行**的服务对象主要是普通大众和中小企业，单笔涉及金额较小，多经由银行分行、自动柜员机及网上银行等渠道进行。零售银行服务所涉及的范围非常宽泛，包含了银行为个人客户提供的各类金融服务，通常可以分为：核心的日常零售银行服务、储蓄理财、个人贷款以及其他服务等四个方面。其中，核心的日常零售银行服务是最为基础性的零售银行服务。

本世纪初以来，中国居民消费水平迅速提高。居民资产不断增加的趋势下，公众的参与金融市场的动机、投资理财的需求愈发强烈。居民消费支出的不断增加并非通货膨胀、物价上升导致的，即便在CPI环比下降的年份，我国居民消费指数仍在拉升。在当前资金无法满足需求的情况下，居民使用贷款来满足自身需求的行为更加普遍。不仅房贷、车贷等长期消费贷体量增加，花呗、京东白条等主打短期消费贷的金融产品也越来越受欢迎。从2007-2014年我国消费贷的年均增速均在57%以上，2014年的消费贷体量约为2007年体量的5倍左右。

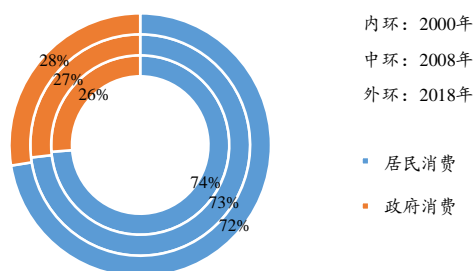


图1、消费对中国 GDP 贡献率稳步攀升



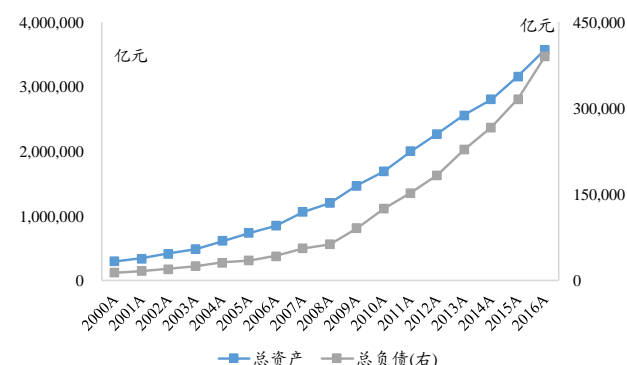
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、居民消费始终是中国消费的主导动力



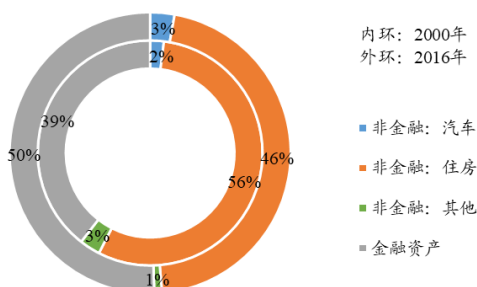
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、中国居民的总资产、总负债体量双升



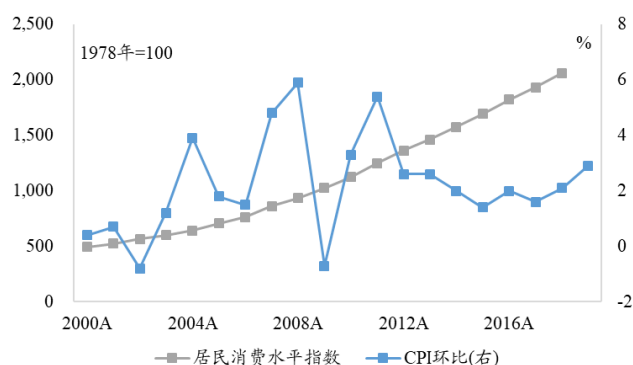
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图4、中国居民的资产结构



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理;

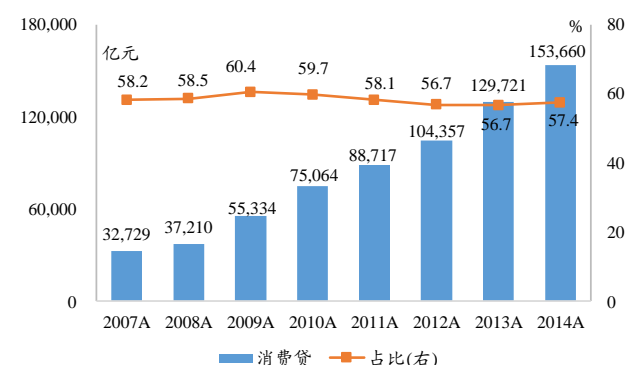
图5、中国居民消费水平不断上升



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理;

注: 居民消费水平反映人均消费支出金额的变动, CPI 居民消费价格指数反映了购买的消费品和服务项目的价格水平变动情况。

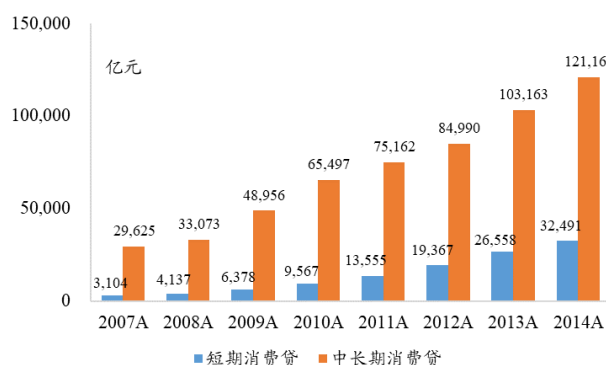
图6、中国居民消费贷体量及占金融负债总额比例



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理。

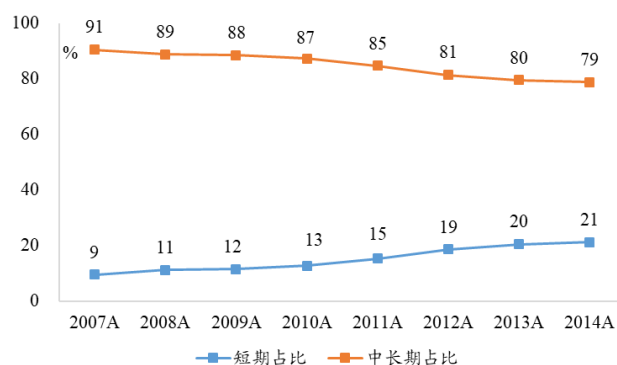
注: 占比为居民消费贷与居民金融负债总额的比值

图7、消费贷体量变化



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、消费贷的期限结构



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

除居民消费及理财需求快速增长外，2011年起，政府出台一系列政策支持小微企业发展。2011年，国务院出台九项金融财税政策措施支持小型和微型企业发展，商业银行重点加大对单户授信500万元以下小型微型企业的信贷支持。2011年银监会印发《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，2013年银监会发布《中国银监会关于进一步做好小微企业金融服务工作的指导意见》，2015年银监会发布《关于2015年小微企业金融服务工作的指导意见》不断提升小微企业信贷额度。此时发展面向小微企业的零售银行是时势所趋。

表1、中国政府支持小微企业发展的政策梳理

时间	发行部门	发行通知名称	具体内容	具体影响
2011年	国务院	九项金融财税政策措施支持小型和微型企业发展	银行业金融机构对小型微型企业贷款的增速不低于全部贷款平均增速，增量高于上年同期水平，对达到要求的小金融机构继续执行较低存款准备金率。商业银行重点加大对单户授信500万元以下小型微型企业的信贷支持。	小微企业贷款额度增加，降低小微企业融资成本
2011年	原银监会	《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》	引导商业银行继续深化六项机制，按照四单原则进一步加大对小企业业务条线的管理建设及资源配置力度，努力实现小企业信贷投放增速不低于全部贷款平均增速。鼓励商业银行先行先试，积极探索，进行小企业贷款模式、产品和服务创新，根据小企业融资需求特点，加强对新型融资模式、服务手段、信贷产品及抵（质）押方式的研发和推广。	小微企业贷款加速扩容，拓宽小微企业融资渠道
2013年	原银监会	《中国银监会关于进一步做好小微企业金融服务工作的指导意见》	明确要求各银行业金融机构应在商业可持续和有效控制风险的前提下，单列年度小微企业信贷计划，充分发挥信贷资产流转、证券化对小微企业融资的支持作用，将盘活的资金主要用于小微企业贷款，力争实现“两个不低于”目标，即小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速，增量不低于上年同期。	多元化渠道实现小微企业融资
2014年	国务院	《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》	优化商业银行对小微企业贷款的管理，通过提前进行续贷审批、设立循环贷款、实行年度审核制度等措施减少企业高息“过桥”融资。	小微企业贷款规范化，降低小微企业融资成本

2014 年	原银监会	《商业银行保理业务管理暂行办法》	作为服务小微企业融资的一个重要方式，保理业务监管性文件的发布，为银行与小微企业自觉发起的金融创新从法律层面予以规范和指导。	拓宽小微企业融资渠道
2014 年	国务院	《关于扶持小型微型企业健康发展的意见》	鼓励各级政府设立创业投资引导基金，积极支持小型微型企业。	促进创业投资基金、天使基金、种子基金注资小微企业。
2015.3.6	原银监会	《关于 2015 年小微企业金融服务工作的指导意见》	将 2015 年银行业小微企业金融服务工作目标由以往单纯侧重贷款增速和增量的“两个不低于”调整为“三个不低于”，从增速、户数、申贷获得率三个维度更加全面地考查小微企业贷款增长情况。	提升小微企业贷款通过率、覆盖面
2015 年	原保监会、工信部、商务部、人民银行、银监会	《关于大力发展信用保证保险服务和支持小微企业的指导意见》	鼓励保险公司与银行合作，为小微企业提供更灵活的贷款保证保险产品；并鼓励保险公司针对自主品牌、自主知识产权、战略性新兴产业等小微企业，细化风险，开发个性化保险产品	完善小微企业贷款机制

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、近年来的小微企业贷款余额

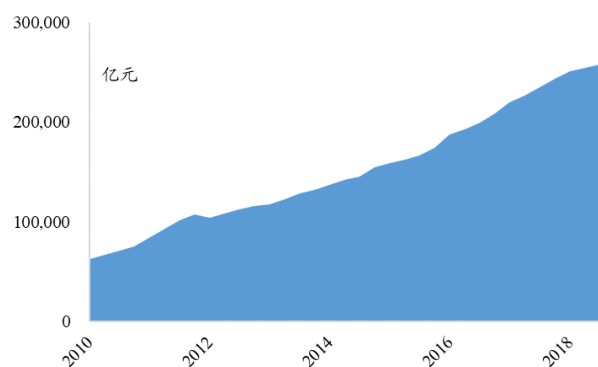
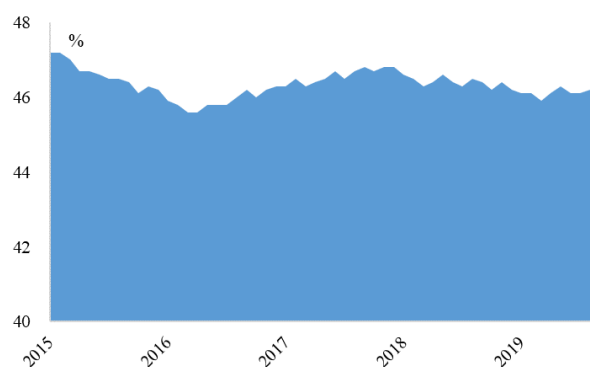


图10、近年来的小微企业运行指数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*注：小微企业运行指数，全称“经济日报-中国邮政储蓄银行”小微企业运行指数（简称PSI），由经济日报社和中国邮政储蓄银行按月采集联合发布，反映我国小型、微型企业及个体工商户月度综合运行态势与发展状况。

在此次背景下，很多大型银行也纷纷把零售银行业务作为战略方向之一提上日程。进入2006年，中国银行就强调以数字化转型助推其零售业务发展。2006年起，中信银行也将零售银行转型作为战略发展的重点，看中了消费快速增长带来的红利。2014年年初，工商银行开始实施“大零售”战略，以金融科技为依托、以“全量客户”理念为核心的“智慧零售”经营转型、不断拓展零售业务。2018年，原农行副行长郭宁宁曾表示：“客观地说，农行是一个零售大行，但还不是一个零售强行”。农业银行为加速零售转型，利用新技术、新理念和新模式重构零售金融的供给方式，以掌上银行产品为核心，建立起开放、集成和个性化的线上综合零售金融服务平台<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1606469875844892644&wfr=spider&for=pc>



图11、中国银行业对零售银行的战略定位



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、我国主要零售银行业务介绍

由中国银行业协会发布的《中国银行业发展报告（2018）》显示，商业银行对零售银行战略更为重视，与此同时不断深化金融科技在零售业务中的应用，以“金融科技+”为主线，促进零售业务向智能化不断转型。《2019年度中国银行业发展报告》中有六大趋势值得关注，其一就是在监管政策的引领下，民营企业、小微企业的融资环境将继续得到改善，信贷力度将保持增长。由此说明，近年来，供给端的商业银行对零售业务更加重视，需求端的零售客户群体也在不断增长，为零售业务的蓬勃发展奠定基石。

### 2.1、我国银行业零售业务的发展情况

从美国银行业的发展历程来看，零售型银行凭借自身业务的稳健性和高盈利水平可以获得更高的估值。我们选取中国A股上市银行中个人贷款规模最大的十家银行进行分析。我国上市银行的零售业务对营业收入的贡献率在35%-50%左右。股份制银行的零售业务逐渐兴起，在零售存贷款规模等方面甚至超越了国有四大行。基于此，我们挑选了零售银行业务收入占总营业收入比例超过50%的银行进行分析。

表2、大型上市银行的零售业务发展情况

	2019		2018		2017		2016	
	零售营业收入 (亿元)	占比 (%)	零售营业收入 (亿元)	占比 (%)	零售营业收入 (亿元)	占比 (%)	零售营业收入 (亿元)	占比 (%)
建设银行	1,486	45.5	1,397	45.34	2,361	38	2,203	36.4
工商银行	3,414	39.9	3,053	39.5	2,865	39.4	2,670	39.5
农业银行	2,390	38.1	2,323	38.8	2,033	37.8	1,923	38
中国银行	1,865	34.0	1,732	34.35	1,591	32.9	1,503	31.1
邮储银行	176,569	63.8	163,576	62.67	-	-	-	-

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

招商银行	1,447	53.7	1,258	50.63	1,084	49.1	1,002	47.8
交通银行	887	38.1	779	36.62	652	33.7	592	31.5
中信银行	713	38.0	571	34.7	544	34.7	402	27.8
浦发银行	734	43.0	-	-	-	-	-	-
兴业银行	544	30.0	451	26.8	357	25.5	310	19.7

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：样本为截止 2019 年底，中国 A 股上市公司中个人贷款余额前十的银行

表 3、大型上市银行的个人存款规模和成本率

	2019 年			2018 年		
	年末余额 (亿元)	占比 (%)	成本率 (%)	年末余额 (百万元)	占比 (%)	成本率 (%)
建设银行	84,241	47.2	1.73	74,598	45.4	1.49
工商银行	104,777	45.6	1.71	82,074	44.1	1.50
农业银行	106,119	57.9	1.69	95,596	57.1	1.43
中国银行	69,896	44.2	1.78	64,225	43.2	1.63
邮储银行	78,214	86.9	1.61	71,283	85.5	1.42
招商银行	16,651	35.9	1.28	15,630	35.5	1.03
交通银行	19,025	32.1	2.44	17,626	31.0	2.38
中信银行	7,975	20.7	2.29	6,307	19.7	1.89
浦发银行	8,360	23.0	--	6,479	20.1	--
兴业银行	5,957	16.4	2.25	4,817	15.0	1.84

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：样本为截止 2019 年底，中国 A 股上市银行中个人贷款余额前十的银行

表 4、大型上市银行的个人贷款规模和不良率

	2019 年			2018 年		
	年末余额 (亿元)	占比 (%)	不良率 (%)	年末余额 (百万元)	占比 (%)	成本率 (%)
建设银行	64,774	43.1	0.41	58,398	42.4	0.41
招商银行	23,626	52.6	0.73	20,093	51.1	0.79
中信银行	17,308	43.29	0.88	14,845	41.1	1.00
农业银行	53,925	40.4	0.59	46,773	39.3	0.65
中国银行	50,478	38.7	--	44,401	37.7	--
工商银行	63,836	38.1	0.61	56,366	36.6	0.71
交通银行	17,548	33.1	1.06	16,356	33.7	--
邮储银行	25,263	54.3	0.99	21,497	53.9	1.07
浦发银行	16,754	42.2	1.32	14,832	41.8	1.28
兴业银行	14,495	42.1	0.75	11,664	39.8	0.64

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：样本为截止 2019 年底，中国 A 股上市银行中个人贷款余额前十的银行

图12、个人存款占比及其成本率（2019A）

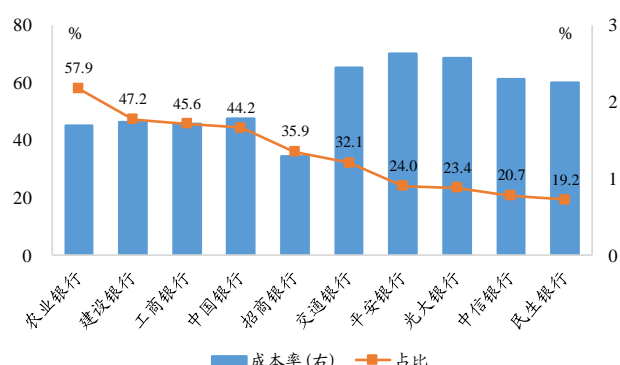
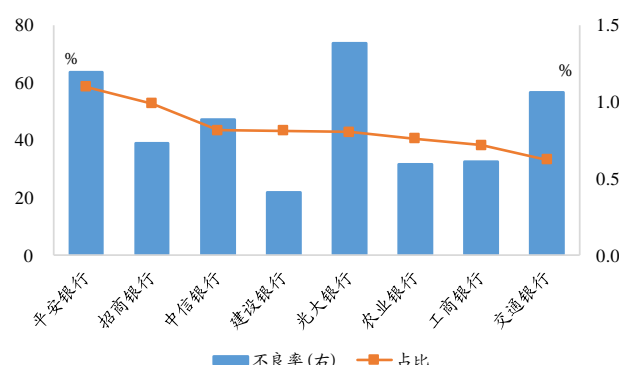


图13、个人贷款占比及其不良率（2019A）



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、我国零售银行的主要战略发展方向

招行多年都是股份制银行中吸收零售存款的第一名。招行将“两小”（即小企业及小微企业业务）的零售业务作为发展重点。在零售业务领域，着重发展个人财富管理和小微企业贷款业务。公司为巩固龙首客户群体，大力开发远程银行、互联网金融、养老金融等新兴业务市场，巩固和扩大零售银行领先优势。

招商银行的零售业务较早确立行业领先地位，在客群、渠道、产品和品牌等方面形成了内生能力体系，同时，通过大力推进内涵式、集约化增长，提升精细化管理水平，营业收入占比、利润贡献度等关键指标位居同业前列，零售存款量居商业银行首位，近十年的高价值零售客户占比从65%提升至80%以上。

表5、招商银行历年战略定位

时间	发展愿景	战略目标	战略定位
2012 年	力创股市蓝筹，打造百年招银	具有国际竞争力的中国最佳商业银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 重点发展零售业务、“两小”业务和中间业务，打造中国最佳零售银行和优秀小型微型企业金融服务商。</li> <li>- 在零售业务领域，重点发展小微金融、财富管理、私人银行、信用卡和电子银行业务，大力开发远程银行、互联网金融、养老金融等新兴业务市场，巩固和扩大零售银行领先优势；</li> </ul>
2013-2015	（同上）	（同上）	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 重点发展零售业务、“两小”业务（即小企业及小微企业业务）、新兴特色业务和中间业务，打造中国最佳零售银行和优秀小型微型企业金融服务商。</li> <li>- 在零售金融领域，重点发展财富管理、小微业务、私人银行、信用卡和电子银行业务，大力开发远程银行、互联网金融、养老金融等新兴业务市场，巩固和扩大零售银行领先优势；</li> <li>- 重点拓展价值客群，持续扩大零售金融</li> </ul>
2016-2018	创新驱动、零售领先、特色鲜明的中国最佳商业银行	围绕“轻型银行”的转型目标，“轻型银行”体系基本构建，数字化招行初具规模，国际化、综合化深入推进	坚持“一体两翼”的战略定位，聚焦基础客群和核心客群建设，构建基础产品和专业产品两大产品体系，形成优势显著的零售业务和特色鲜明的公司业务，（强化条线协同）。

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

平安银行前身为深圳发展银行，该公司从 2003 年-2006 年多次发布向零售业务转型。2005 年深发展上海分行率先对个贷管理架构和业务流程进行了整合优化，引进自动化的审批决策系统，以提高审批效率和决策的科学性，减少审批决策中的人为控制因素，向个贷业务的“专业化、智能化”方向发展。最后，深发展从 GE 引资 1 亿元加速零售业务发展，2006 年深发展公告表明要在零售金融领域加快“精耕细作”的步伐。2012 年上半年，平安银行与深圳发展银行合并，更名平安银行。同年年报指出，平安银行会继续推动战略业务发展，在包括贸易融资、小微金融、零售业务和信用卡业务等领域继续加大投入，稳步推进零售业务的战略目标。

平安银行始终秉承“科技引领、零售突破、对公做精”的转型发展战略，将小微金融业务作为对公业务的一大重点，同时“以客户为中心”大力发展消费贷等个人理财业务，致力于打造“领先的智能化零售银行”和“卓越的精品公司银行”。其零售业务具有如下特点：1. 基于平安集团的综合金融平台优势，打通营销渠道，为交叉销售创造必要条件、对零售客户提供一站式解决方案。2. 创新服务，推出“贷贷平安”、“行 E 通”、“金橙系列”、启用智能投顾等特色金融产品。3. 线上线下业务相结合。在线下推出“轻型化、社区化、智能化、多元化”的零售新门店，在线上不断迭代优化口袋银行 APP，并通过线上线下融合的智能 OMO 服务体系，将客户的口袋银行 APP 与零售新门店无缝对接，实现了多种服务场景的线上线下融合。

表 6、平安银行历年战略定位

时间	公司发展战略	经营规划
2013 年	秉承“对外以客户为中心、对内以人为本”的理念，以小微金融、个人消费金融、投行业务为业务重点；通过差异化的资产负债经营模式，加大吸储力度，增强流动性；推出“贷贷平安”、“行 E 通”、“金橙系列”俱乐部等特色产品；加快建设公司网络金融“橙 e 网”平台，跨部门整合产品及服务；加大互联网金融创新；	依托平安集团强大的 <b>综合金融</b> 平台优势，加强了集约化、专业化经营。夯实供应链金融、汽车金融、信用卡等业务 发展 <b>交叉销售</b> ，打造“贷贷平安”、“金橙俱乐部”等新的业务品牌，为客户提供一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务的全方位综合金融服务体验，以打造综合金融的核心优势。 <b>零售业务</b> ：不断强化信用卡、汽融、消费信贷等优势业务、创新的电子银行、远程理财经理、社区支行等的客户服务渠道，逐步建强的网点理财和私人银行队伍，以及即将启动基于万里通积分的客户权益体系等等，均构成内部的竞争优势。 <b>小企业金融业务</b> ：“贷贷平安”商务卡已成为本行开发小微客户、拓展市场的营销利器。此外，小微网银提款及资金归集功能，为资产业务增长及吸引客户结算奠定了基础。 <b>布局线上业务</b> ，建设小微互联网金融模式。一是开展电商合作，二是推进小企业线上融资平台搭建
2014 年	围绕“三步走”战略部署，秉承“对外以客户为中心，对内以人为本”发展理念，紧扣“快增长、调结构、增效益”发展主线，秉持外延式扩张与内涵式增长相结合发展方式，发挥“专业化、集约化、综合金融、互联网金融”优势。坚持“四轮驱动”。	“ <b>公司、零售、同业、投行</b> ”的“ <b>四轮驱动</b> ”与“ <b>专业化、集约化、互联网金融、综合金融</b> ” <b>四大特色</b> ，成为本行的核心竞争力。 <b>综合金融</b> 是本行差异化竞争优势的基础与核心。依托平安集团的综合金融平台，为客户提供一站式、一揽子金融解决方案。 <b>创新商业模式</b> ，整合综合金融和互联网金融两大资源优势。打造以“橙 e 网”、“行 E 通”等为代表的互联网门户平台，向客户传递超越预期的价值及服务体验。 <b>推进事业部改革</b> ，本行完成了零售大事业部改革，新筹建现代农业金融、现代物流金融、医疗健康与文化产业金融事业部。已形成包括行业、产品和平台三类事业部在内的完整体系，在重点行业领域实行全产业链模式运作。 <b>向智慧经营转变</b> ，推广“平衡计分卡”、“客户之声”、“精益六西格玛”三大管理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



		工具，提升内部管理水平；
2015 年	秉承“对外以客户为中心，对内以人为本”发展理念，发挥“专业化、集约化、综合金融、互联网金融”优势，坚持公司、零售、同业、投行“四轮驱动”。	“公司、零售、同业、投行”的“四轮驱动”与“专业化、集约化、互联网金融、综合金融”四大特色，成为本行的核心竞争力。 <b>综合金融</b> 是本行差异化竞争优势的基础与核心。依托平安集团的综合金融平台，为客户提供一站式、一揽子金融解决方案。 <b>创新商业模式</b> ，整合综合金融和互联网金融两大资源优势。打造以“橙e网”、“行E通”等为代表的互联网门户平台，向客户传递超越预期的价值及服务体验。
2016 年	全力打造产业基金、跨境金融、物联网金融等新增长点，全面发力零售业务，深耕细作橙e网，转型升级小微企业业务，做强做大大资管业务；	（一） <b>综合金融战略</b> 。依托平安集团的综合金融平台，横向整合政府、企业、同业等资源，纵向整合产业链上下游资源；内部整合银行资源，外部整合集团资源，为客户提供一个客户、一个账户、多项服务、多个产品的全方位综合金融服务体验。 （二） <b>独特产品体系</b> （打造“贷贷平安”、“橙e网”、“行E通”、“产业基金”、“物联网”、“平安橙子”等特色产品），提高客户黏度。
2017 年	本行将全面贯彻落实党的十九大、第五次全国金融工作会议和2018年中央经济工作会议要求，坚定“科技引领、零售突破、对公做精”十二字方针，围绕集团“汽车、房产、医疗健康、智慧城市、金融机构”五大生态圈战略，加快战略转型，防范金融风险，全面提升服务实体经济的能力。	（一） <b>综合金融</b> （二） <b>科技领先</b> ：在零售业务领域，本行运用互联网技术和思维改造业务和队伍，打造领先的智能化零售银行，全面提升客户体验。在对公业务领域，本行利用大数据技术打造领先的中小企业数据征信平台，利用先进的IT系统打造“橙e网、跨境E、保理云、行E通、黄金银行”新优势，提升对公司客户的数字化服务能力。 （三） <b>创新文化</b> ：在零售业务领域，本行积极创新“SAT（社交+移动应用+远程服务）+智能主账户”商业模式和新型消费信贷产品，升级口袋银行的整体功能，持续提升客户体验。在对公业务领域，本行积极创新数据化、标准化的中小企业服务模式“中小企业征信数据贷”（KYB），开创“C+SIE+R（核心客户+供应链、产业链、生态圈客户+零售客户）”全产业链商业模式，推动对公业务的“轻资产、轻资本”转型。
2018 年	打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”，持续深化“科技引领、零售突破、对公做精”十二字策略方针，不断加大对民营企业、小微企业的支持力度，不断提升服务实体经济的能力，不断提高防控金融风险的水平。	（一） <b>综合金融</b> （二） <b>创新文化</b> （三） <b>领先的金融科技</b> 。实现大数据、区块链、人工智能、云计算、生物识别等前沿科技与应用场景的融合，以“金融+科技”双轮驱动，培养了一支拥有约6,000名复合型金融科技人才的科技队伍。 （四） <b>智能便捷的零售银行</b> 。在线下推出“轻型化、社区化、智能化、多元化”的零售新门店，在线上不断迭代优化口袋银行APP，并通过线上线下融合的智能OMO服务体系，将客户的口袋银行APP与零售新门店无缝对接，实现了多种服务场景的线上线下融合。同时，推出“AI+客户”、“AI+投顾”、“AI+风控”服务营销和管理体系，为客户提供了一体化、无缝、便捷的极致体验。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

宁波银行从2011-2019年制定了三个三年规划，致力于建成有比较优势、专业化、差异化的管理格局，目前已圆满完成了两个三年规划。零售公司、个人银行、信用卡业务始终是公司的利润中心。针对中小微企业，自2012年起，宁波银行在抵押、分期、小额信用领域重点发展标准化金融产品，对单笔500万元以下抵押贷款业务使用打分卡自动审批，同时打造中小企业金融商务社区“宁行E家人”，打通销售渠道，提供融资等全面金融服务。针对个人业务，搭建多样化、适用于细分客户群体的贷款产品和财富管理产品体系。

宁波银行近年来以“支持实体、服务中小”为经营宗旨，持续完善产品、优化流程、提升服务，争取在各个业务触点都能为客户提供优质便捷的金融服务，积极支持



实体经济发展，不断加大对中小企业转型升级的支持力度，持续提升普惠金融服务的质效。同时，宁波银行坚信“大银行做不好，小银行做不了”的经营策略，积极探索中小银行差异化的发展道路，持续积累在各个领域的差异化比较优势，努力将公司打造成中国银行业中一家具备差异化核心竞争力，在细分市场客户服务上具备比较优势的优秀商业银行。

表 7、宁波银行历年战略定位

时间	公司发展战略	经营规划
2012 年	公司中长期发展战略目标为“三个三年”：（2011 年-2013 年）初步形成以长三角为主体，以珠三角、环渤海湾为两翼的“一体两翼”的发展格局；（2014 年-2019 年）真正形成宁波银行有比较优势、专业化、差异化的银行业务和管理格局	1. 深化公司银行、零售公司、个人银行、金融市场、信用卡的五大利润中心建设。针对零售银行，围绕简单、快速、便捷的客户需求，一是重点打造抵押、分期、小额信用三个标准化产品；二是不断优化业务流程，对单笔 500 万元以下抵押业务全部使用打分卡进行自动审批；对满足一定要求的优质客户，贷款到期自动续转；三是全面升级“金色池塘”产品体系，由原先注重融资服务转向为中小企业提供全面金融服务，同时加强渠道建设，持续完善“宁行 E 家人”中小企业金融商务社区功能，推出小企业网银，一站式解决小企业电子渠道方面的服务需求。个人银行方面，不断完善“三类十通”的个贷产品体系和“三类六惠”财富产品体系，让产品贴近市场需求，细化客户分层。 2. 构建全面风险管理体系 3. 加大科技系统投入，完善网上银行、移动银行和自助银行服务功能。
2013 年	第一个三年目标已经圆满完成，以珠三角、环渤海湾为两翼的“一体两翼”的发展格局已经初步形成；公司将通过第二个三年的努力，在目标市场持续积累宁波银行的比较优势，在同业竞争中初步具备差异化的核心竞争力。	公司将继续深化利润中心建设，增设票据业务、投资银行、资产托管三个利润中心。 <b>个人银行</b> ：着力发展白领通、财富管理和现金管理客户，避免业务发展短板，提升便捷性。 <b>信用卡</b> ：一是明确业务重点，针对专业市场小微业主和个人大额消费分期两类客户，着力推广商英卡、易百分等产品。二是提高审批效率，加快市场拓展速度，充分运用市场通、分期融等特色产品，推进风险可控的高收益资产业务客户群的积累。三是做好批量营销，针对经营租金类、供应链类、高端消费类、车位类等不同类型的信用卡客户，制定不同的营销专案，拓展信用卡业务的基础客户。 <b>零售公司</b> ：一是着重以产品提升客户数量，优化基础客户群的结构。二是着重运用捷算卡、企业网银手机版、个人生产经营性贷款等优势产品，开拓市场。三是用好信用卡分期融等优势产品配套，聚焦网点周边，做深做透客户。
2014 年	同上	2015 年，公司将继续坚持苦干精神，进一步推进“拓展盈利渠道、严控不良资产、升级营销模式、加快人才培养”四项重点工作，争取尽快形成差异化的比较优势，夯实可持续发展的基础。
2015-2017 年		在利率市场化的新形势下，公司将在董事会的领导下，坚守各类 <b>风险底线</b> ，提升 <b>专业经营能力</b> ， <b>确保盈利</b> 持续增长，不断积累差异化的比较优势，推动银行可持续发展。 确保盈利：一是强化资产负债管理能力；二是不断增强对资本金的管理和统筹能力；三是提升RAROC的运用能力和价值创造能力；四是加大不良贷款清收力度；五是加强成本控制。
2018 年		1. <b>累积业绩比较优势</b> ：在业务经营上，继续秉承“大银行做不好，小银行做不了”的经营策略，继续积累在细分市场的比较优势，服务好实体经济，以民营企业、制造业、小微企业等客户为重点。 2. 守住 <b>风险底线</b> 3. 提升 <b>专业经营</b> 和员工专业能力

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、我国零售银行的产品线

- **招商银行**始终针对客户差异化的风险偏好、生命周期以及个性化的资金需求，为客户提供专业化的资产配置服务。招商银行对个人的零售业务主要包括：吸收存款、发放贷款、财富管理（基金、信托、保险、理财、信用卡），对企业的零售业务包括：吸收存款，发放贷款、投资银行、交易银行、资产托管、资产管理、票据、金融市场等。

2017 年，招商银行借助大数据、云计算、互联网技术的发展，顺利上线掌上生活 App6.0 版本，以“e 系列贷款产品”覆盖全场景、全生命周期的完整消费链金融需求，借助“e 智贷”智能推荐引擎等金融科技产品，持续推进移动端消费金融产品创新。2018 年，招商银行推出了金葵花财务规划服务体系，为客户提供以家庭为单位、覆盖全生命周期、资产负债统一管理的财富管理方案；通过线上线下渠道合力，满足客户全资产管理、全维度财富管理需求。招商银行的产品线已经能够覆盖零售客户全生命周期的金融需求。

- **平安银行**的个人零售业务线并未覆盖用户全生命周期，仅包含个人贷款、存款业务、银行卡业务、个人理财服务及各类个人中间业务。而平安银行的小微企业对公业务包括：提供公司类贷款、存款业务、贸易融资、对公及同业理财业务、各类公司中间业务及各类同业业务，正在向全生命周期需求扩展。

2014 年，平安银行私人银行推出了私礼传家家族信托服务，整合跨界平台资源，为高净值客户提供覆盖从个人/家庭到家族企业全领域、全生命周期的财富传承和保障方案。2017 年，平安银行开始在年报中强调践行全生命周期的客户经营理念，集中优势资源开拓稳定高质量的对公客户资源。平安银行已经在覆盖小微企业全生命周期金融需求的方面不断努力，但针对个人零售业务仍然还存在很多潜在的发展可能。

- **宁波银行**针对个人和小微企业客户开展的零售服务包括，吸收存款、发放贷款、消费贷、担保业务、托管业务、财富管理（存款、理财、基金、保险、贵金属）等。宁波银行目前的风险管控能够覆盖全部产品线的全部生命周期，但其产品线并不完善，未来仍然能够朝着满足家庭全生命周期金融需求的方向迈进。

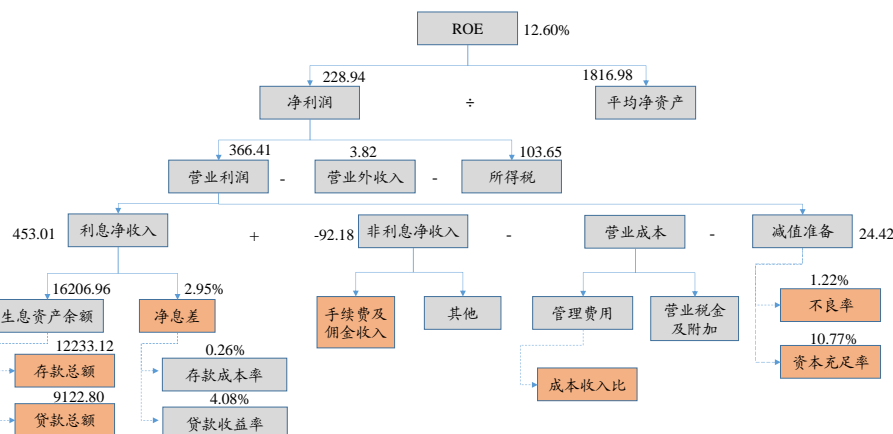
## 3、我国零售银行：ROE 水平不弱于富国，资产质量优良

招商银行、宁波银行和平安银行各自处于零售转型的不同阶段，且较同业和富国银行在零售方面分别存在不同的优势。**招商银行**处于零售发展的成熟阶段，其存款成本、不良率控制、中间业务发展会为其估值进一步拓宽空间。2019 年是**平安银行**净利润转为上升趋势，呈现出零售转型的转折点。其车贷处于行业龙头地位，

在过去当年不良资产大量核销的背景下，平安有望突破信用风险的劣势，进一步提升估值。**宁波银行**处于发展中的零售银行，其面向大量的零售个人和零售公司客户，公司不断扩大小微企业专营团队的规模，当前收益状况良好，近三年保持快速增长趋势，未来估值可期。

从拆解 ROE 入手，我们将我国上市零售银行与富国银行 2015 年的经营情况进行对标。2019 年，招商银行和宁波银行的 ROE 水平超越了富国银行的巅峰时期，平安银行 ROE 略低于富国的巅峰时期。

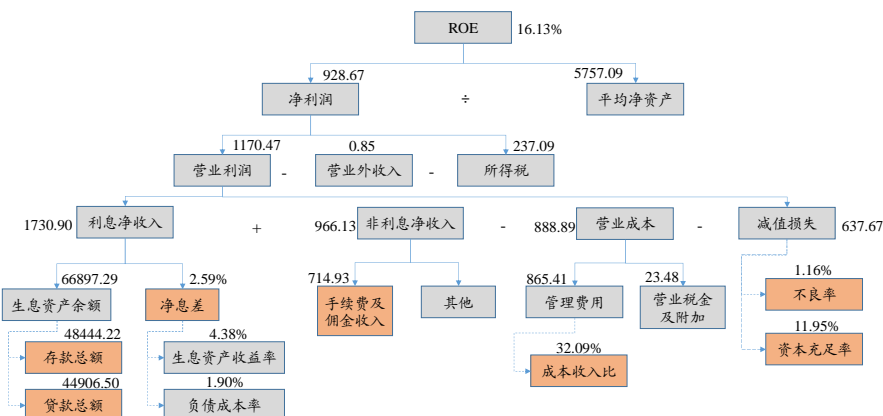
图14、富国银行 2015 年 ROE 拆解



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理  
未标的数据, 单位都为亿美元; 资本充足率为核心一级资本充足率

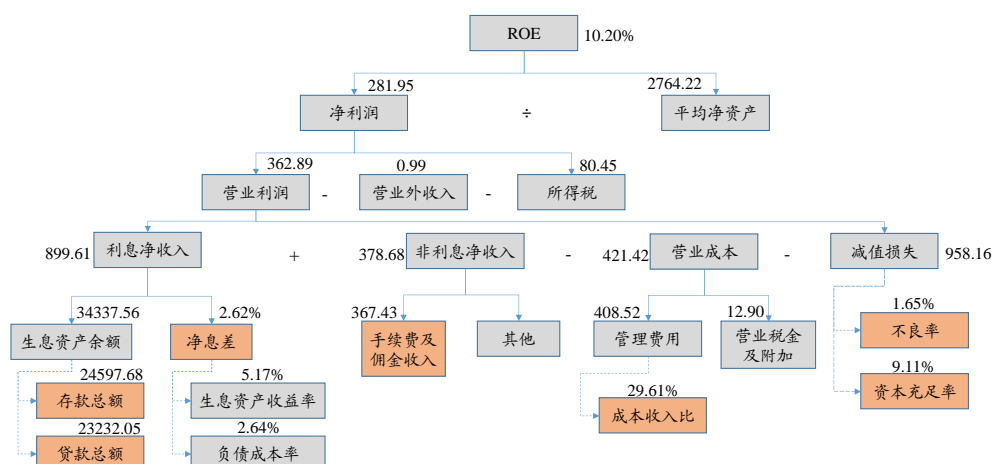
我们将三家上市银行的 ROE 进行拆分。三家银行的资产负债规模相差较大，招商>平安>宁波，这一定程度上影响了三家银行的净利润规模。此外，招商银行的优点在于存贷款规模，负债成本率是具备显著优势。平安银行的优点在于生息资产年化收益率很高，非息收入贡献率较高，管理成本的控制在合理范围内，劣势在于负债成本高和不良率较高。宁波银行的 ROE 十分优秀，这主要得益于公司生息资产成本率较高，且负债成本较低，尤其是不良率处于行业低位。

图15、招商银行 2019 年 ROE 拆解



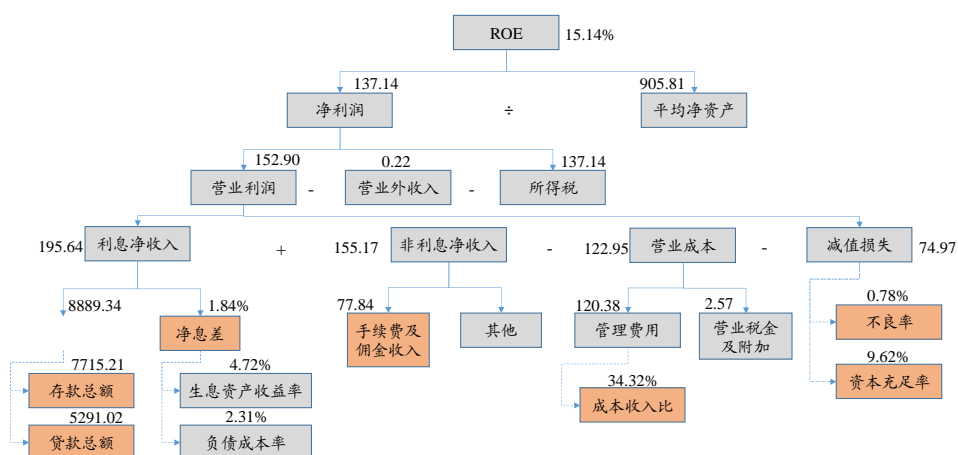
资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理  
未标的数据, 单位都为亿元人民币; 资本充足率为核心一级资本充足率

图16、平安银行 2019 年 ROE 拆解



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理  
未标的数据, 单位都为亿元人民币; 资本充足率为核心一级资本充足率

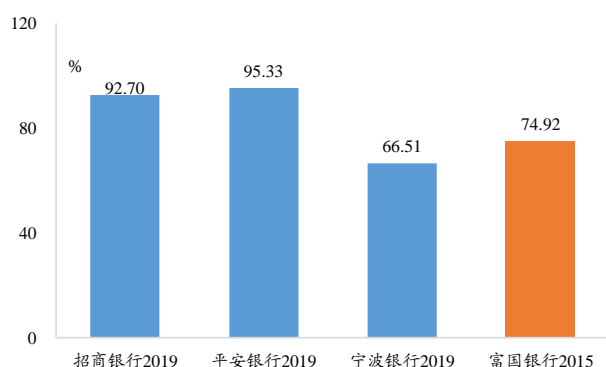
图17、宁波银行 2019 年 ROE 拆解



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理  
未标的数据, 单位都为亿元人民币; 资本充足率为核心一级资本充足率

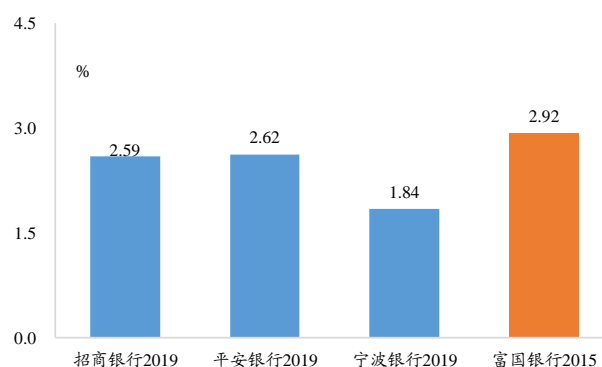
招商银行、平安银行的存贷比都略高于富国银行，有助于提升生息资本收入、降低付息资本成本。我国零售银行的净息差略低于富国银行，招商银行的存款成本已处于行业前列，但贷款收益率还有提升空间；平安银行的贷款收益率处于行业首位，但是存款成本率还有降低的空间。除此之外，在成本控制方面，招商银行的不良率低于富国银行，而其资本充足率高于富国银行。平安银行的不良率虽高于富国银行，但其资本充足率仍处于合理水平，贷款风险可控。

图18、我国零售银行与富国银行存贷比对标



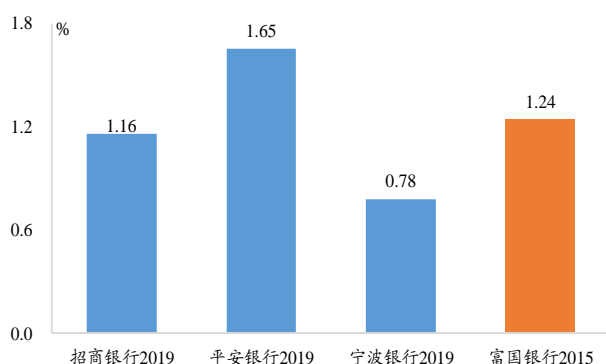
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图19、我国零售银行与富国银行净息差对标



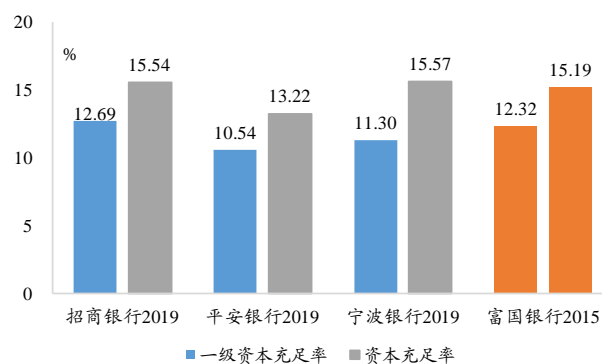
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图20、我国零售银行与富国银行不良率对标



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图21、我国零售银行与富国银行资本充足率对标



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.1、招商银行：零售银行龙头

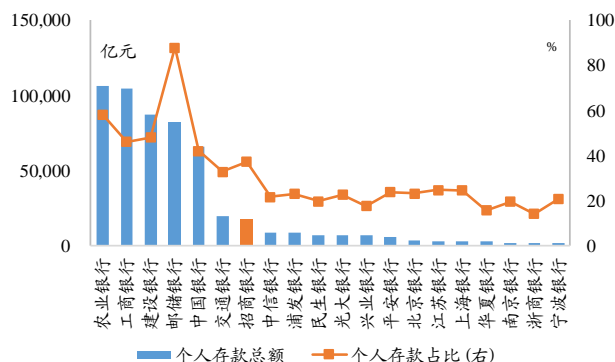
招商银行的零售业务起步早，2004 年年报就提出“将零售银行业务作为发展的战略重点，同时发展中间业务，以减低资本消耗”的战略思想。2007 年，招行提出大力发展以财富管理为核心的中间业务，优化业务结构，措施包括加大产品开发力度，在基金和理财产品销售、第三方存管、信用卡等方面不断加快创新，加大“金葵花理财”等品牌建设力度。2014 年，招行现任行长继任并提出“一体两翼”战略，就继续贯彻以零售为主体的战略经营思想。

经过十余年的转型实践，招商银行已经成为我国银行业的零售业务龙头。其中贷款业务中零售占比达到 53%，位居上市银行第三、上市商业银行第一。招行的核心竞争力之一是大量低成本的负债，2019 年零售客户存款达 16,742.23 亿元，位居全国性中小型银行第一（中国人民银行统计数据）；2019 年存款成本 1.58% 在我国上市银行中排名第二，领先于四大国有银行，仅次于邮储银行。这种负债成本优势类似于富国银行，取决于公司的客户定位和长期的客户累计，无法在短时间被复制。



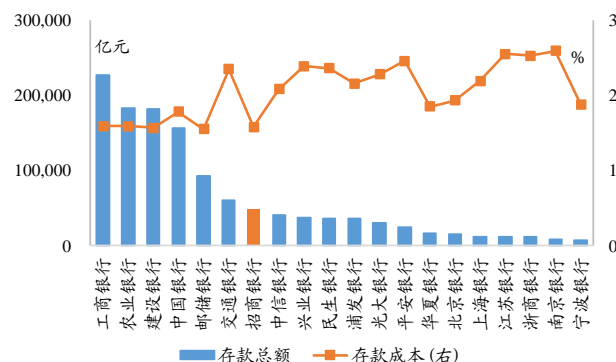
招商银行在贷款收益率和零售贷款收益率均在我国上市银行中排名第四，贷款不良率和零售贷款不良率均位居上市银行第二，盈利能力和资产质量均居行业前列。

图22、招行零售存款规模的行业比较（2019A）



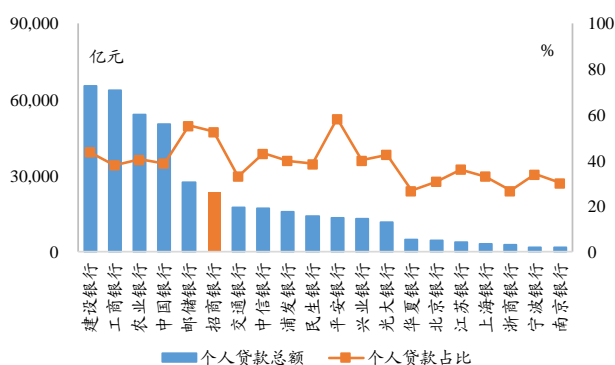
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图23、招行存款成本的行业比较（2019A）



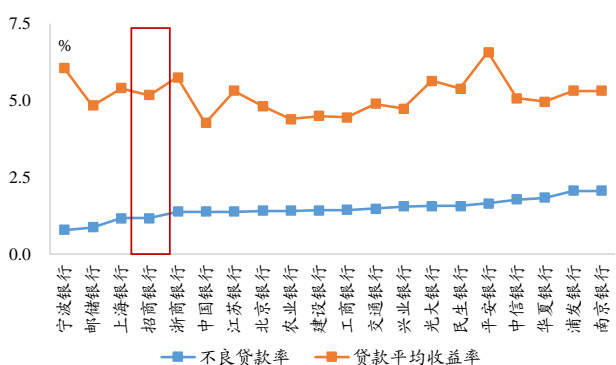
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图24、招行零售贷款规模的行业比较（2019A）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

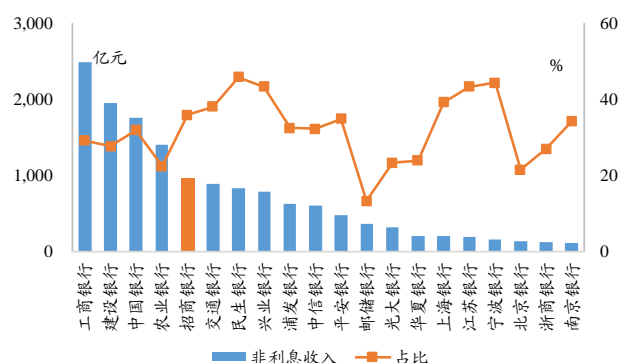
图25、招行贷款收益率和不良率的行业比较（2019A）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

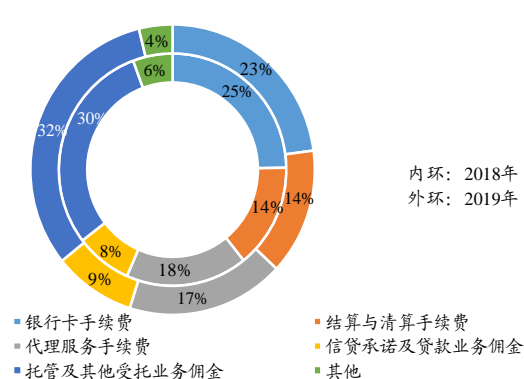
招行的另一大优势是中间业务，开源的作用大于节流，合理提升中间业务与基础存贷业务的比例关系有助于降低银行的利率敏感性，优化盈利结构。据2019年年报数据，招行中收绝对额占上市商业银行的首位，中收占比在商业银行中排名第三。手续费及佣金收入约占招行中收的74%，而银行卡手续费和产品托管佣金是对招行手续费及佣金净收入的贡献度最高，分别占比32%和23%。

图26、招行的非利息业务规模（2019A）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、招行的非利息业务结构（2019A）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

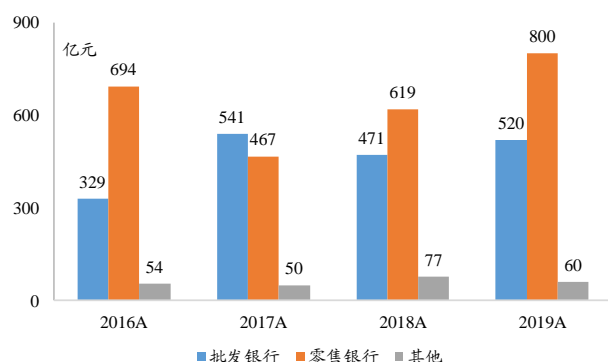
### 3.2、平安银行：迎来净利润拐点的成长性零售银行

平安银行还具备一些独特的零售业务优势，能够进一步提升未来公司的估值空间。是一家成长性零售银行，依托于平安集团的强大资源优势，有助于从综拓和交叉销售的渠道实现客户引流。平安集团旗下的券商、基金、保险、及创新平台陆金所等具备多种金融牌照，打造金融生态圈，便于为客户提供一站式服务。

2016年制定向零售银行全面转型的战略目标，2016年平安银行制定战略目标，打造以“SAT（社交媒体+客户端应用程序+远程服务团队）+智能主账户”为核心的智能化、移动化、专业化的零售银行服务；重构大对公业务，为零售业务发展提供配套；同时，核销存量信用风险，为公司未来健康发展做好铺垫。

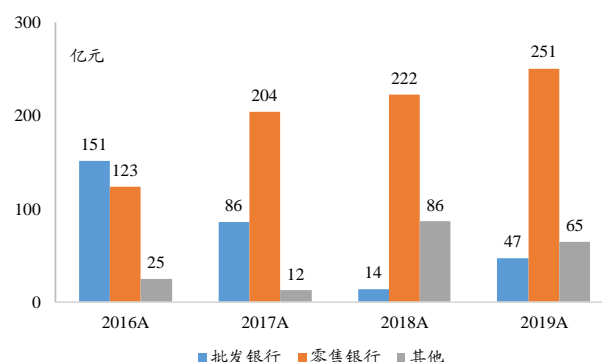
战略推行三年后，目前平安银行的零售业务占营收和利润的比例限制提升；相比之下，对公业务的销售净利率和利润贡献率锐减。2017-2019年，零售贷款、零售收入、零售利润三者均实现提升，展现了平安向零售银行战略转型的初期成果。其中，零售业务主要由汽车贷、信用卡、消费贷（“新一贷”和住房按揭贷款）三者构成，2019年末分别占比42%、32%和28%。在盈利能力提升的同时，平安银行近三年不断核销存量信用风险，零售贷款和公司贷款整体不良率实现提升。经过三年对存量风险的核销，2019年迎来拐点、出现向上趋势，后续有望保持上升态势。再者，2019年7月，经银保监会批复，银行业首张汽车金融牌照落地平安银行，有望进一步带动汽车金融和零售业务发展。

图28、平安银行总收入按业务（2019A）



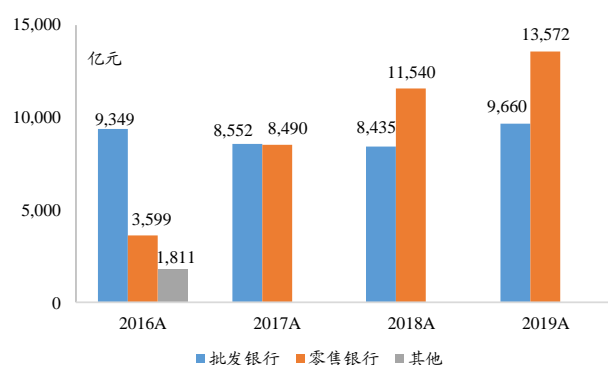
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、平安银行利润总额按业务（2019A）



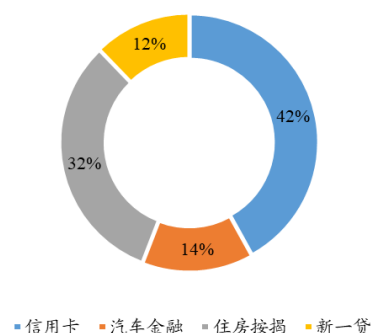
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、平安银行贷款规模按业务（2019A）



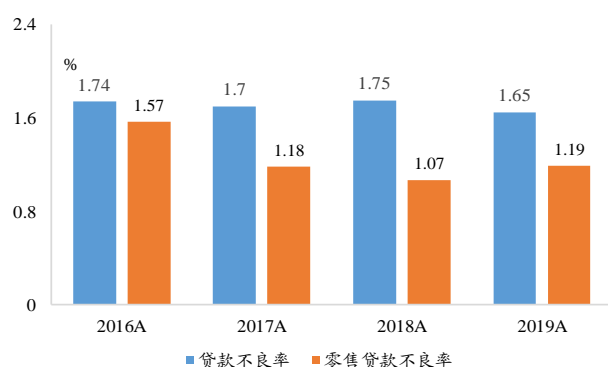
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、2019年平安银行贷款结构（2019A）



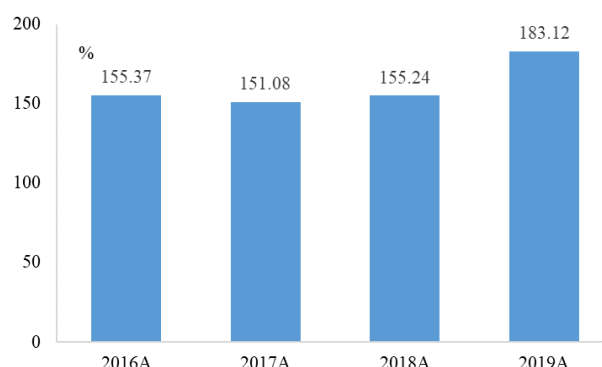
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、平安银行不良率（2019A）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、平安银行拨备覆盖率（2019A）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、宁波银行：成长中的零售银行

不同于招商银行的平安银行这类全国性商业银行，宁波银行属于城市商业银行。网点主要集中存在于江浙两地，但这也为其选定了偿付能力更强的客户群体。宁

宁波银行的战略目标是“211工程”，实现每家支行2万个人银行客户、1000户零售公司客户、100户公司银行客户，凸显公司专注个人客户、中小微企业的零售银行发展方向。

宁波银行是处于成长中的零售城商行。近年来，其零售公司客户、零售个人客户、零售服务部门数量都在不断增长。针对零售的小微企业客户，2018年公司设立小微专营团队达235个，总人数超过1,400人。2018年，“线上快审快贷”实现了抵押贷款的全线上自助申请、自动审批、减少客户等待环节，提高小微企业融资效率。2019年，公司的零售公司客户也实现了7万户的新增。针对零售个人客户，公司逐渐聚焦于高价值零售客户，2016年提出搭建分层次的私人银行体系，随后私人银行的客户数量和资产余额双双上升。2019年，私人银行客户数量和客户资产总量实现了42.6和43%的增速。未来的零售个人业务将聚焦于财富管理和私人银行强大中间，提升中间业务收入，改善盈利结构。

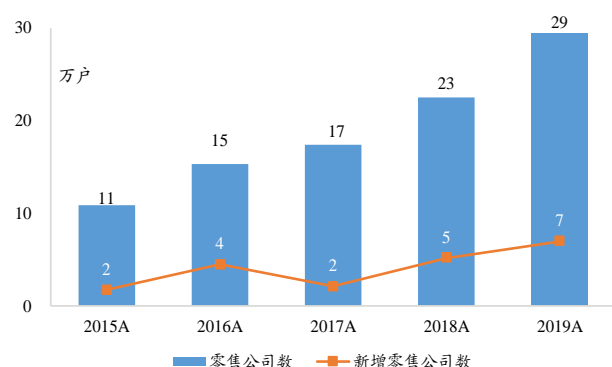
表 8、宁波银行 2018-2019 年存贷款结构

	2019A	2018A		2019A	2018A
存款总额	7,715	6,467	贷款总额	5,291	4,291
公司存款	6,124	5,239	公司贷款	3,050	2,471
零售公司存款	924	729	零售公司贷款	795	569
占比	12	11	占比	15	13
个人存款	1,591	1,229	个人贷款	1,797	1,371
占比	21	19	占比	34	32
零售存款	2,515	1,958	零售贷款	2,592	1,940
占比	33	30	占比	49	45

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

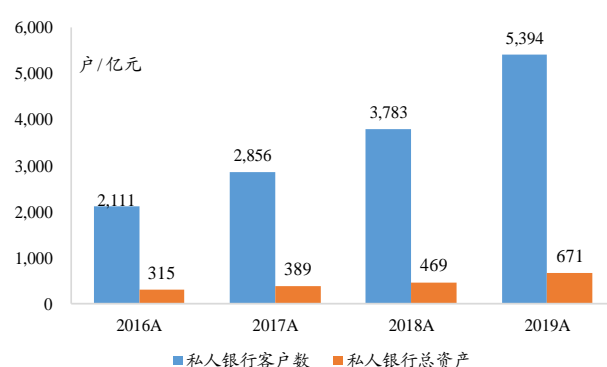
注：占比的单位为%，其余的单位为亿元

图34、宁波银行零售客户数量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、宁波银行私人银行



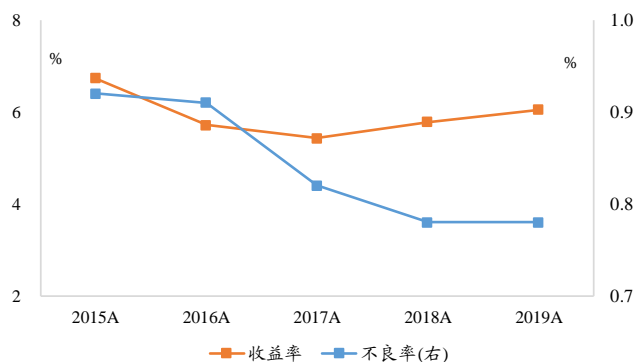
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从宁波银行零售业务的资产端来看，2017-2019年间的贷款收益率不断提升，2016-2019年间贷款不良率不断下降。就公司2019年贷款结构来看，个人贷款占比34%，中小微企业客户占比15%，零售贷款合计占比49%。自2017年后，宁波银行的零售公司和零售个人客户贷款量均实现逐年攀升。宁波银行的零售业务

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

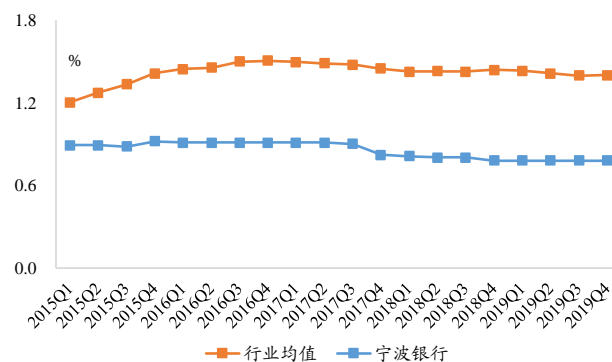
不同于其他银行，不从事住房按揭业务，而是聚焦于消费贷。近五年的贷款不良率来看，宁波银行资产质量远优于行业平均水平。

图36、宁波银行贷款收益率和不良率



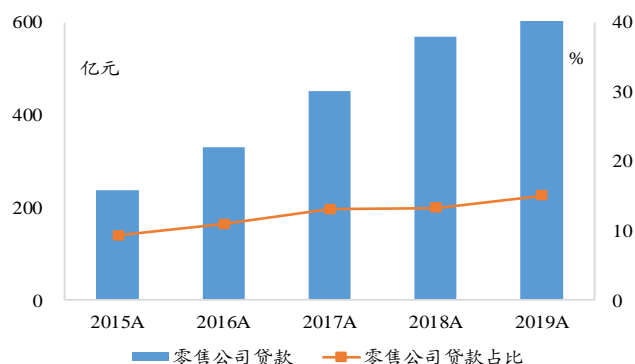
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图37、宁波银行不良率与行业均值



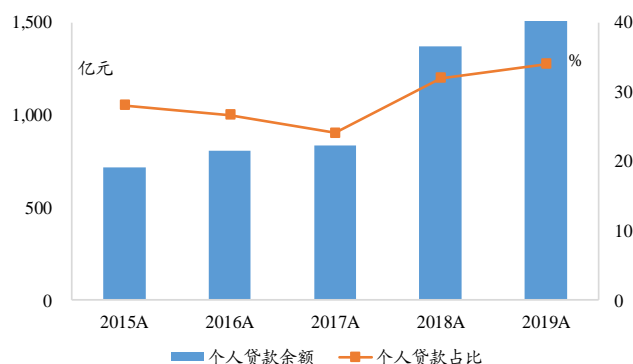
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 行业均值取自 A 股总市值前 20 的上市银行

图38、宁波银行零售公司贷款



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

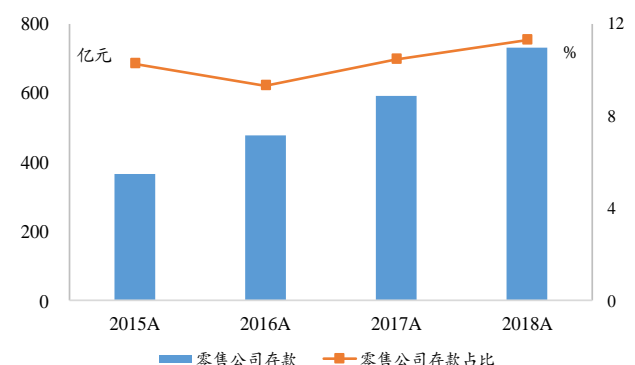
图39、宁波银行零售个人贷款



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

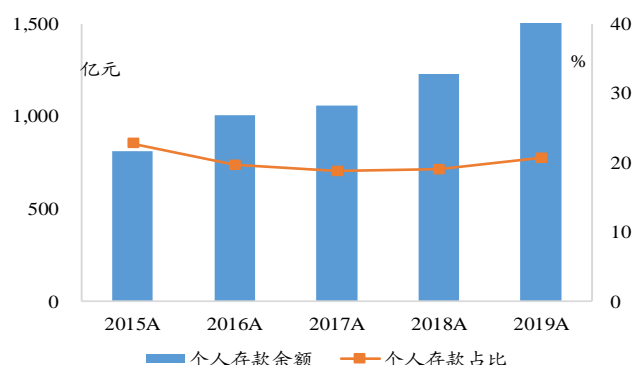
从贷款端来看，宁波银行 2019 年零售公司存款占 12%，零售个人存款占 21%，零售存款共计占比 33%。宁波银行的零售客户占比是实现低负债成本的关键。

图40、宁波银行零售公司存款



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图41、宁波银行零售个人存款



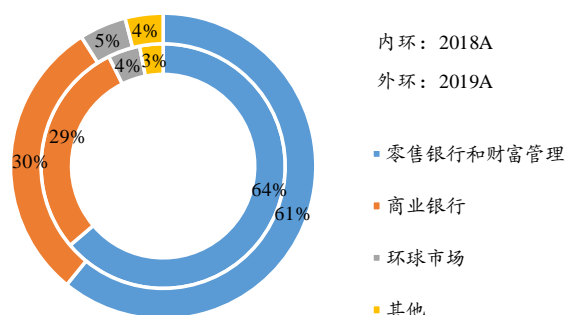
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理



### 3.4、恒生银行：港股的零售银行龙头

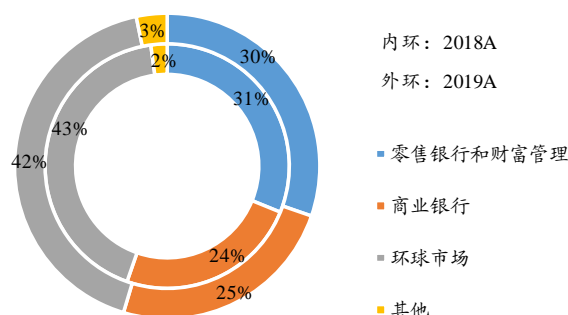
恒生银行是一家香港的老牌银行，以零售业务为主，商业银行、环球业务为辅。以 2018 年和 2019 年经营结果为例，零售银行的净服务费收入占总体的 61%，负债占总体的 66%，资产规模占总体的 30%。虽然公司资产规模最大的是针对跨国高净值客户的环球市场，但其吸引低成本负债和生息的能力较低。此外，恒生银行近五年对投资者的分红还在逐年增加。

图42、恒生银行净服务费收入构成（按分部）



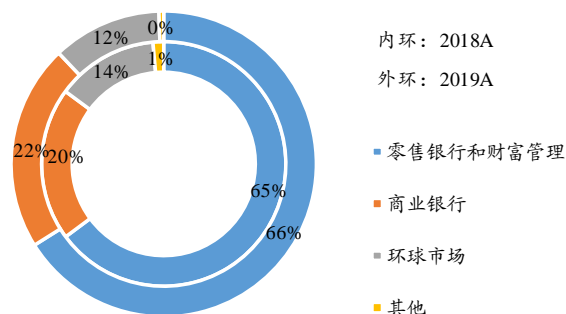
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、恒生银行资产构成（按分部）



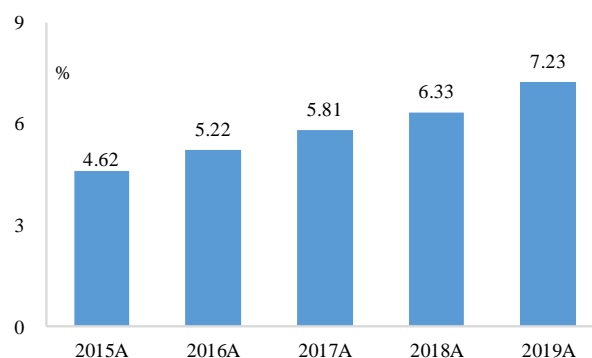
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、恒生银行负债构成（按分部）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

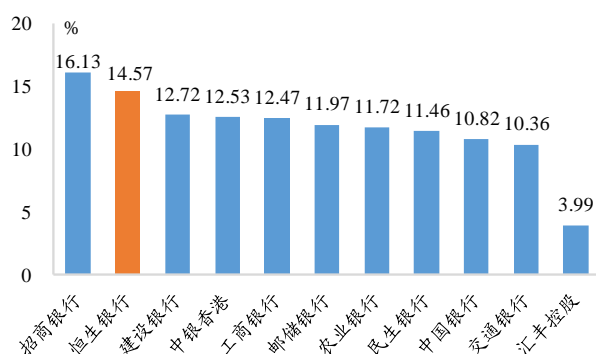
图45、恒生银行近五年分红



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

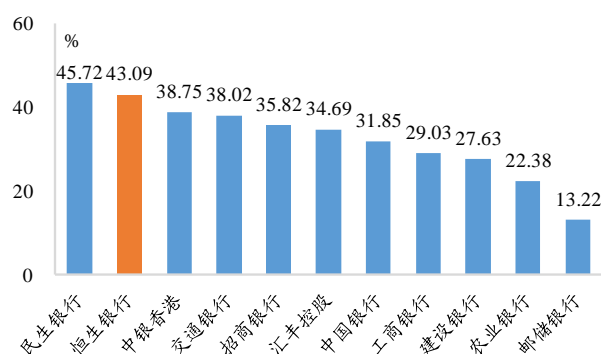
恒生银行是香港零售银行的龙头，2019 年新作按揭业务是成长占有率达 16%，位居香港市场前三甲。2019 年，在香港市值前十的上市银行中，恒生银行 ROE 以 14.57% 的 ROE 位居第二，非利息收入占比行业第二，贷款不良率仅 0.22% 做到了行业最低，与此同时，资本充足率仍保持行业第二。

图46、恒生银行 ROE 行业比较 (2019A)



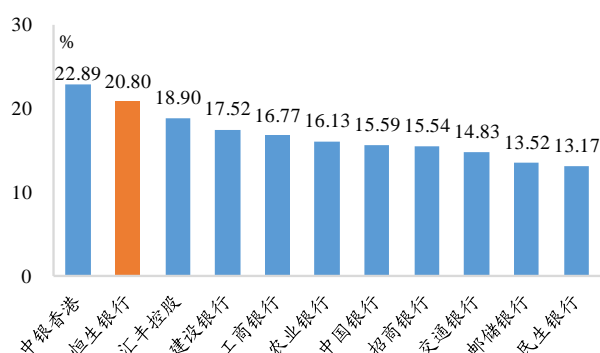
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图47、恒生非利息收入占比行业比较 (2019A)



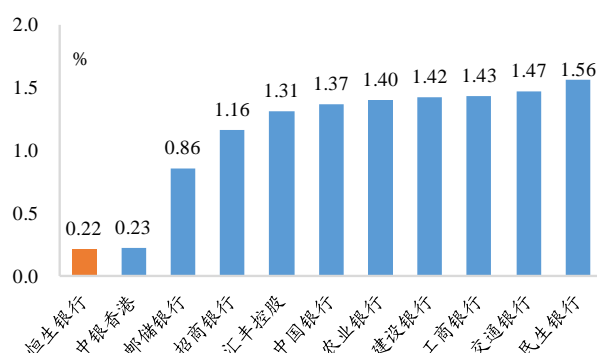
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图48、恒生银行资本充足率行业比较 (2019A)



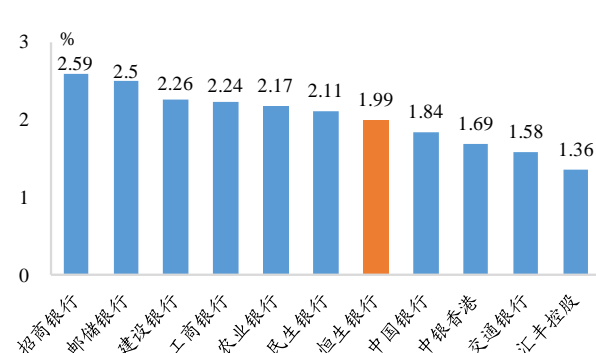
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图49、恒生银行不良率行业比较 (2019A)



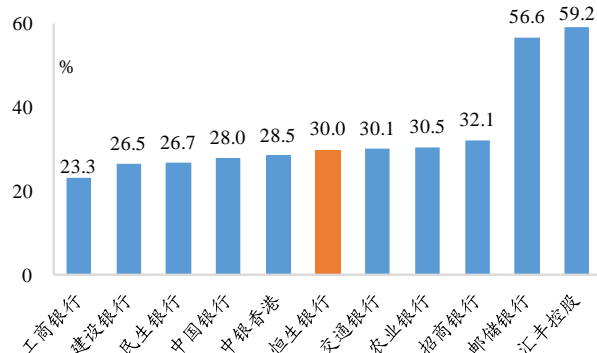
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图50、恒生银行净息差行业比较 (2019A)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图51、恒生银行成本收入比行业比较 (2019A)

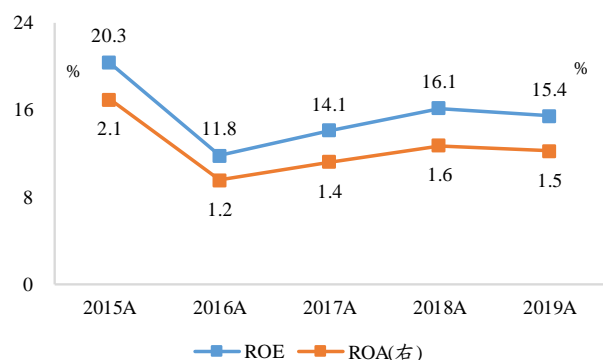


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

近五年来,即便是股灾的2015年,公司净利润保持了85.4%增速。但是,2016年,美国货币紧缩、加息步伐缓慢,受到国际局势不明朗以及内地经济去杠杆化的影响,投资市场疲软。加之2016年内地经济政策调整,“去杠杆化”推行后,全年国内生产总值增速降至6.7%,为26年来最低水平,也导致了公司的贷款需求显著下降。随着2017-2018年,美国及欧元区经济增速显著回暖,内地经济喃

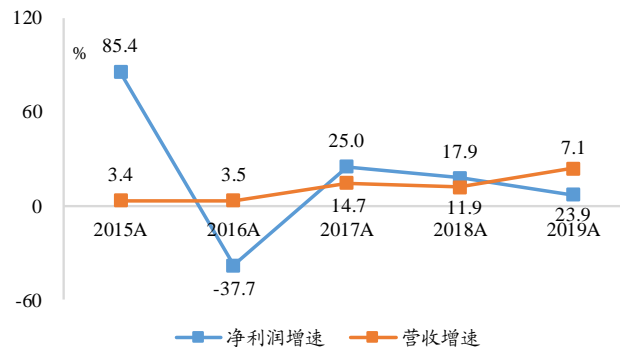
乳“新常态”，恒生银行的业绩也重新回到上升通道。可以看出，2017年-2019年，ROE和ROA水平稳定在较高水平；资产在不断累积，资产负债率略有下降，贷款不良率稳定在较低水平。在过去五年中，甚至在经济下行时期，公司的存款规模都能实现稳步抬升，始终保持着低成本吸储能力。同期，公司的贷款规模也始终处于上升通道中，即便不良率曾因宏观环境有所抬头，但始终处于较低水平，并很快恢复到更低的水平，投资端的业务规模和不良损失都控制在合理区间。

图52、恒生银行近五年盈利能力



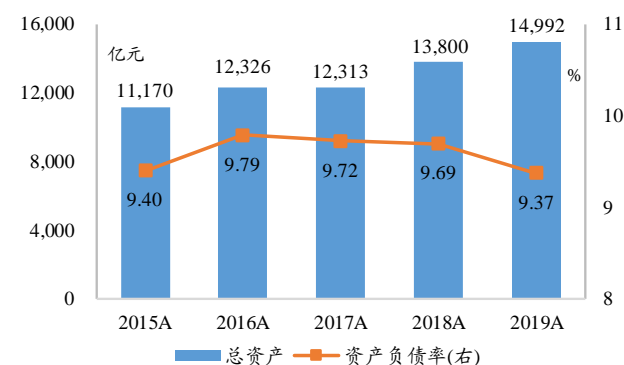
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、恒生银行近五年成长能力



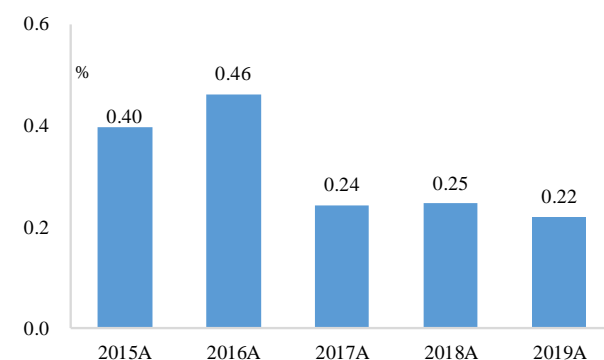
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、恒生银行近五年资产规模



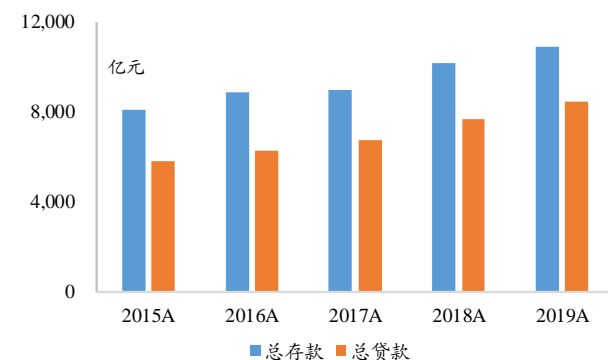
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图55、恒生银行近五年不良贷款率



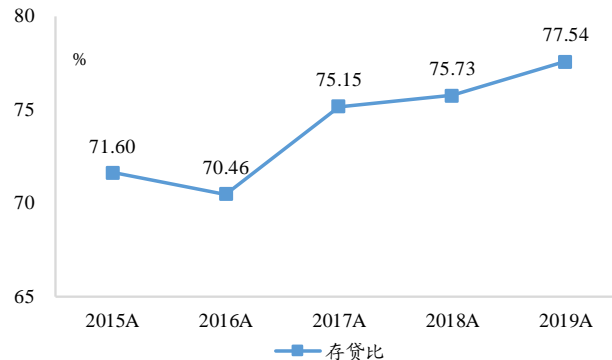
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图56、恒生银行近五年存贷款规模



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图57、恒生银行近五年存贷比

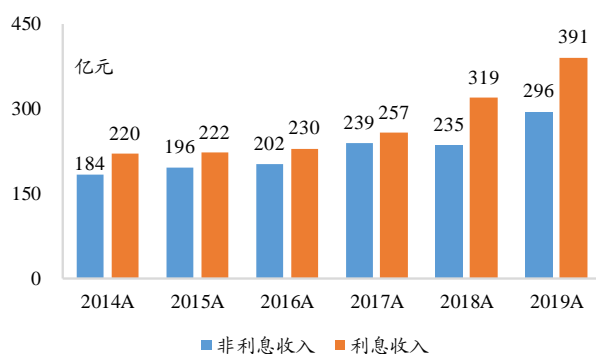


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

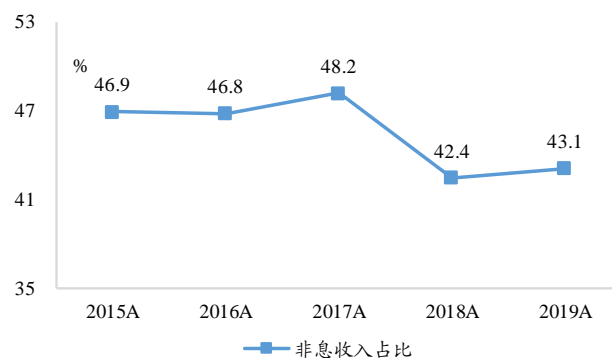
恒生银行近年来的非利息收入基本实现逐年增长，利息收入尤其在近三年实现快速增长。公司非利息收入占比近年来有所下降，但截至 2019 年底，仍在港股银行市值前十中位列第二。公司非利息业务的利润率为负，但绝对值较小；利息业务的利润率较高，是公司利润的主要贡献部分。这主要是因为公司享有大量的嫡系和无息存款。恒生银行的存款结构中，储蓄存款占比高达 53.7%，降低了存款成本。近五年，恒生银行的净息差也有所抬升。

图58、恒生银行近五年利息收入和非利息收入



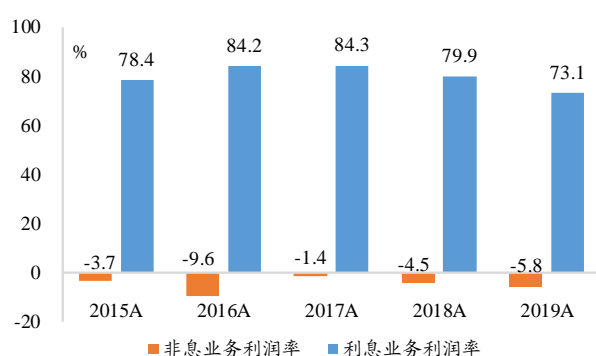
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图59、恒生银行近五年非利息收入占比



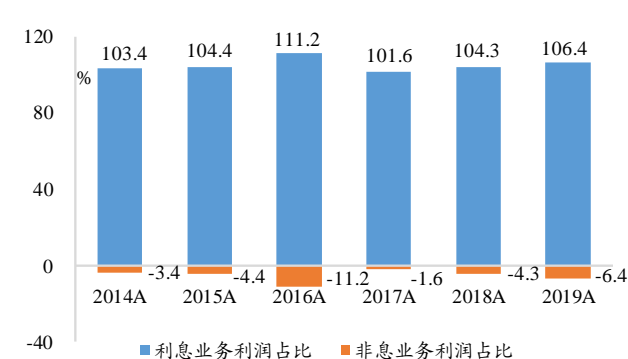
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、恒生银行利息和非利息业务利润率



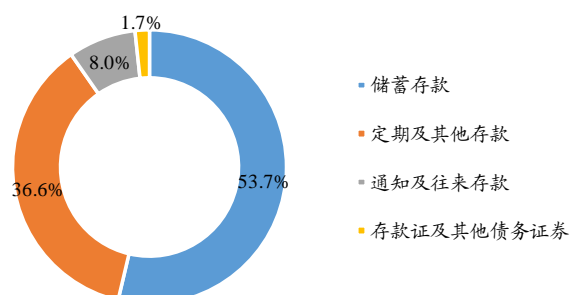
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、恒生银行利息和非利息业务利润占比



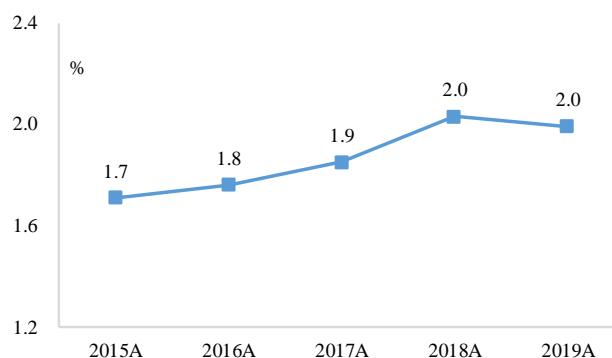
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、恒生银行存款结构（2019A）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、恒生银行近五年净息差



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

#### 4、估值：我国零售银行估值仍有提升空间

富国银行在 2009 年并购后，直至 2016 年“信用危机”对公司造成影响之前，公司业务结构都已经趋于成熟，我们选择 2015 年年末富国银行成熟阶段的估值和经营情况进行对标。

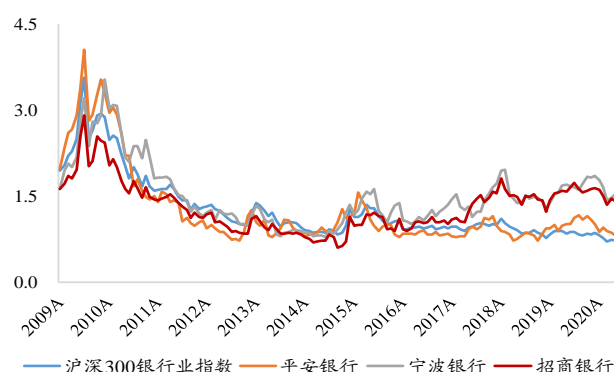
即使招商银行 2019 年的 ROE 水平高于富国银行 2015 年的水平，其 2019 年的杠杆率和不良率都低于富国银行 2015 年的水平，但 2019 年末其 PB 和 PE 仍然低于富国银行，估值存在一定的上升空间。平安银行在 2019 年迎来了零售转型之后的净利润向上拐点，而目前 PB 和 PE 远低于富国银行，估值上升空间大。宁波银行 2019 年的 PB 虽然略高于富国银行 2015 年的水平，但其 2019 年的 ROE 也远高于富国银行 2015 年的水平。更重要的是，宁波银行最为城商行中零售业务的佼佼者，近三年实现了贷款收益率不断上升而不良率不断下降的双向优化，当前营收和未来前景可期。

图64、美国银行业与富国银行的 PB 中枢



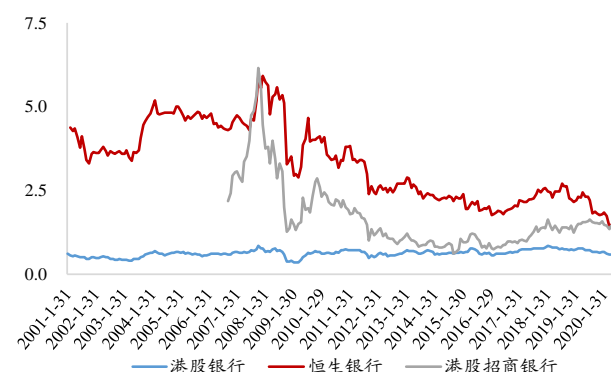
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图65、我国银行业与零售银行的 PB 中枢



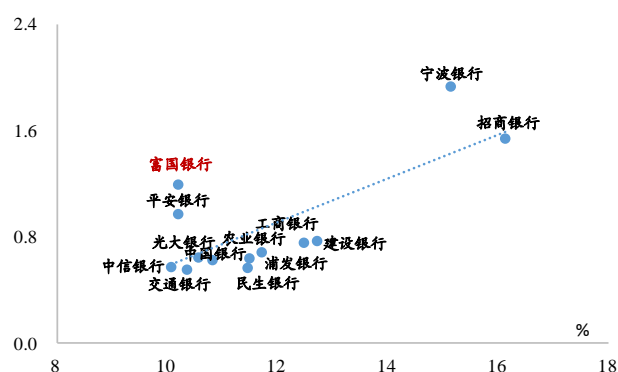
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图66、港股银行业与零售银行的 PB 中枢



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
港股银行为按照港交所行业分类的港股银行板块的算术平均 PB 水平。

图67、我国零售银行与富国银行 PB-ROE 对标



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



## 5、我们的观点

在《富国银行零售业务优势分析及我国零售银行业务发展（上篇）》中，我们通过分析富国银行的商业模式演变过程，发现富国银行凭借零售银行的定位获取大量低成本负债，在次贷危机中股价表现优于其他综合性银行。在本篇报告中，我们通过对标比较我国零售银行及富国银行及梳理我国零售银行的业务模式、业务发展阶段，从而探讨具有估值潜力的零售银行投资标的。

### 1、我国零售银行需求有支撑：居民消费水平提升+支持小微企业发展政策

2000年起，中国居民消费水平迅速提高，即便在CPI环比下降的年份，我国居民消费指数仍在拉升。不仅房贷、车贷等长期消费贷体量增加，花呗、京东白条等主打短期消费贷的金融产品也大幅提升。2007-2014年，我国消费贷的年均增速均在57%以上，2014年的消费贷体量约为2007年体量的5倍左右。

2011年起，政府出台一系列政策支持小微企业发展，国务院出台九项金融财税政策措施支持小型和微型企业发展；原中国银监会印发《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》。此后，政策不断支持提升小微企业信贷额度，零售银行需求进一步提升。

### 2、我国零售银行：产品线尚不完整，各自处在不同的转型阶段

**招商银行：**产品服务涵盖客户全生命周期。处于零售发展的成熟阶段，其存款成本、不良率控制、中间业务发展会为其估值进一步拓宽空间。

**平安银行：**个人零售业务线并未覆盖用户全生命周期；小微企业对公业务正在向全生命周期需求扩展。其车贷处于行业龙头地位，在过去当年不良资产大量核销的背景下，有望突破信用风险的劣势。

**宁波银行：**风险管控能够覆盖全部产品线的全部生命周期，但产品线并不完善。网点主要集中存在于江浙两地，“211”工程期望实现每家支行2万个人银行客户、1000户零售公司客户、100户公司银行客户。

**恒生银行：**香港老牌银行，以零售业务为主，商业银行、环球业务为辅。2018-2019年，零售银行的净服务费收入占总体的61%。

**4、资产质量优良，估值水平较富国银行仍有提升空间。**在ROE水平上，招商银行（16.13%）和宁波银行（15.14%）水平超越了富国银行2015年的巅峰时期（12.13%）；在不良率方面，招商银行（1.16%）及宁波银行（0.78%）低于富国银行（1.24%）；在一级资本充足率方面，招商银行（12.69%）高于富国银行（12.32%）。截至2020年6月12日收盘，招商银行（港股招商银行）、恒生银行的PB水平分别为1.51（1.38）及1.41，分别处于其3年估值中枢从小到大排列后

的 3%、19%、和 31%的分位数水平，处于历史低位；较富国银行 2015 年水平的 1.44 也仍有提升空间，建议投资者积极关注。

## 6、风险提示

商业银行发展面临以下风险：1）整体固定收益信用风险上升；2）低利率环境下，风险错配风险；3）代客理财业务资产配置风险 4）宏观经济下行带来的资产质量恶化；5）公司经营风险。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其有关关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。