

投资评级 优于大市 首次覆盖

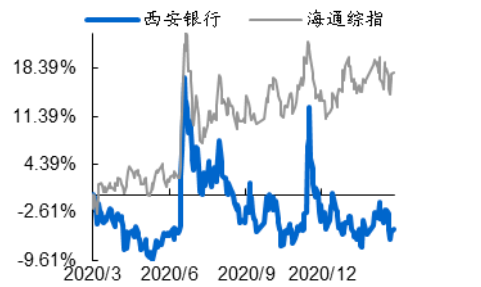
把握机遇，实现高质量增长

股票数据

03月17日收盘价(元)	5.29
52周股价波动(元)	5.01-6.66
总股本/流通A股(百万股)	4444/1156
总市值/流通市值(百万元)	23511/6113

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.2	-0.8	-3.3
相对涨幅(%)	13.3	5.8	-5.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 孙婷

Tel: (010)50949926

Email: st9998@htsec.com

证书: S0850515040002

分析师: 林加力

Tel: (021)23154395

Email: lj12245@htsec.com

证书: S0850518120003

分析师: 解巍巍

Email: xww12276@htsec.com

证书: S0850518070001

投资要点: 作为西北首家 A 股上市银行, 西安银行深耕当地。规模稳步增长, 净息差优于城商行整体水平。通过加强综合化运营提升非息收入占比。对公贷款行业分布抗风险能力更强, 信贷成本低于城商行整体水平, 拨备充足。首次覆盖给予“优于大市”评级。

- **深耕西安, 为西北首家 A 股上市银行。** 西安银行成立于 1997 年, 2010 年更名为西安银行, 2019 年 3 月 1 日于上交所上市。公司的实际控制人为西安市人民政府, 与其一致行动人合计持有 27.25%。控股陕西洛南阳光村镇银行 (51%) 和西安高陵阳光村镇银行 (51%), 并参股比亚迪汽车金融 (20%)。截至 2020 年 6 月 30 日, 西安银行下辖共 180 个营业网点, 西安共计 145 家。西安市内贷款占比约 87%。管理层团队稳定, 从业经验丰富, 薪酬激励在上市城商行和西部银行中排名靠前。
- **2017-2019 年西安银行净息差优于城商行整体水平。** 2010 年以来总资产规模年复合增长率超过 10%。每 4-5 年, 总资产规模上一个千亿元的台阶。十四五规划下陕西省潜在经济增速为西安银行规模扩张奠定了宏观经济基础。贷款占比和个人贷款占比受消费贷驱动的提升, 有助于让西安银行在贷款收益率方面保持优势。同时, 西安银行致力于负债来源多元化, 坚持以存款为主导, 在当地拥有优质多元的客户资源。2017-2019 年净息差从 1.9% 上升到 2.2%, 超出了城商行的净息差水平。
- **非息占比上升, 综合化运营。** 2010-2015 年西安银行非息收入占比逐年提升。之后出现反复, 2019 年达到 17.89%。疫情过后已经看到消费的稳步复苏, 我们认为非息收入占比继 2020 年下半年回落之后将回升。非息收入中手续费净收入 2Q20 占比 53.08%。居间撮合业务余额高速增长。投行业务内涵不断丰富, 2018 年加速转型, 形成一揽子投行金融服务, 其占比也由 2008 年的 18.83% 稳步提升至 2018 年的 24.28%。同时不断完善信用产品体系, 银行卡手续费 2016-2018 年间增速超过 40%。
- **信贷成本低于城商行整体水平, 拨备充足。** 2007 年至今, 西安银行不断优化对公贷款结构, 贷款结构抗风险能力提高。前十大客户贷款占比不断下降, 集中度风险下降。通过严格风控以及积极处置不良资产, 西安银行不良率自 2016 年后呈下降趋势并整体保持稳定。信贷成本 2013 年至今持续低于城商行和上市银行整体水平, 而拨备充足程度大幅提升。截至 2020 年上半年, 西安银行拨备覆盖率在上市城商行中排名第 8。
- **盈利预测。** 我们预测 2020-2022 年 EPS 为 0.62、0.72、0.84 元, 归母净利润增速为 3.03%、16.74%、15.89%。根据三阶段 DDM 模型, 得到合理价值为 5.88 元。根据可比估值法, 根据 PB-ROE 模型给予公司 2020E PB 估值为 1 倍 (可比公司为 1.11 倍), 对应合理价值为 5.75 元。最终给予合理价值区间为 5.75-5.88 元 (对应 2020 年 PE 为 9.3-9.5 倍, 同业公司对应 PE 为 8.44 倍), 给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 西安经济增速不及预期; 资产质量大幅恶化; 政策出现重大不利变化。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5976	6845	7138	8133	9376
YOY (%)	21.31%	14.55%	4.28%	13.93%	15.29%
净利润 (百万元)	2362	2675	2756	3217	3728
YOY (%)	10.82%	13.27%	3.03%	16.74%	15.89%
平均净资产收益率	12.55%	12.28%	11.21%	11.98%	12.60%
平均总资产收益率	0.99%	1.03%	0.94%	0.99%	1.01%
全面摊薄 EPS	0.53	0.60	0.62	0.72	0.84
BVPS (元)	4.49	5.31	5.75	6.33	6.98

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 公司概况	6
1.1 西北首家 A 股上市银行	6
1.2 深耕西安，2015-2016 年为网点扩张期	6
1.3 管理层稳定且经验丰富，薪酬激励城商行中排名靠前	8
2. 规模增长结构更优，净息差优于城商行整体水平	8
2.1 资产规模增长可期，结构优化	8
2.2 贷款结构优化	11
2.3 负债来源多元化，存款定期为主	13
2.4 2017-2019 年净息差优于城商行整体水平	13
3. 非息占比上升，综合化运营	14
4. 信贷成本低于城商行整体水平，拨备充足	16
5. 盈利预测	19
6. 风险提示	21
财务报表分析和预测	22

图目录

图 1	西安银行网点分布（1H20）	6
图 2	西安银行贷款地理分布（1H20）	6
图 3	西安银行股权结构图	8
图 4	2019 年前 3 名董事报酬总额排名	8
图 5	2019 年前 3 名高管报酬总额排名	8
图 6	西安银行总资产增速和贷款增速	9
图 7	2010-2016 全国社会融资规模增速呈下行趋势	9
图 7	2020 年陕西省 GDP 处于全国中游水平（亿元）	10
图 8	2020 年西安 GDP 占陕西省 38.27%	10
图 9	2020 年二线城市中西安 GDP 增速排名第二（%）	10
图 10	1Q19 到 4Q20 之间城商行比例提升	11
图 11	西安银行生息资产结构（2009-2019 年）	11
图 12	西安银行债券投资增速和 10 年期国债收益率呈反向关系	12
图 13	2013 年之后，西安银行证券投资增速和同业资产增速趋势基本同向变化	12
图 14	消费贷高速增长带动个人贷款 2017 年之后占比迅速提升	12
图 15	西安银行计息负债结构（2009-2019 年）	13
图 16	西安银行活期存款占比有待提升	13
图 17	净息差（2010-2019）	14
图 18	生息资产收益率和计息负债成本率（2010-2019）	14
图 19	西安银行非息收入占比	14
图 20	西安银行非息收入结构	14
图 21	西安银行中间收入及增速	15
图 22	西安银行中间收入结构	15
图 23	理财客户募集资金余额及增速	15
图 24	西安银行居间撮合业务余额及增速	16
图 25	陕西省债券上市数量及金额	16
图 26	贷款结构抗周期性更强	16
图 27	前十大客户贷款占比不断下降	17
图 28	西安银行不良贷款余额与不良率	17
图 29	西安银行分地区不良率	18

图 30	西安银行个人贷款分类不良率	18
图 31	西安银行公司贷款分行业不良率	18
图 32	西安银行、城商行、上市银行信贷成本	18
图 33	西安银行拨备覆盖率和拨贷比	19
图 34	2020 年上半年西安银行拨备覆盖率在城商行中排名第 8	19

表目录

表 1	2015-2016 西安银行网点迅速扩张	6
表 2	西安银行历史 8 次增资扩股	7
表 3	西安银行 2020-2022 年核心指标预测	20
表 4	DDM 模型下的敏感性测算	20
表 5	可比公司估值表	21

1. 公司概况

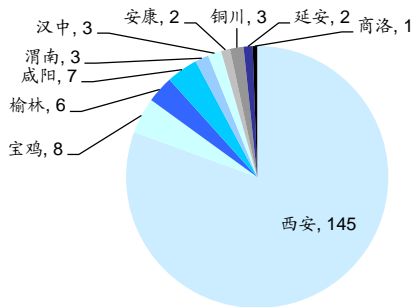
1.1 西北首家 A 股上市银行

历史悠久，为西北首家 A 股上市银行。西安银行前身为西安城市合作银行，由西安市原 41 家城市信用合作社和西安市城市信用合作社联合社、西安市财政局以及西安市飞天科工贸总公司等 9 家企业于 1997 年成立。1998 年更名为西安市商业银行，2010 年更名为西安银行。2019 年 3 月 1 日于上交所上市，是西北首家 A 股上市银行。2020 年，实现利润总额 30.74 亿元，总资产 3063.92 亿元，占陕西省银行业金融机构总资产的 4.91%，存款本金总额 2073.46 亿元，贷款和垫款本金总额 1719.72 亿元。

1.2 深耕西安，2015-2016 年为网点扩张期

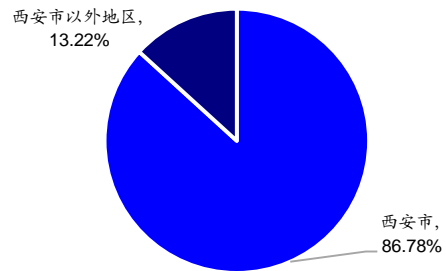
深耕陕西西安，2015-2016 年实现网点迅速扩张。截至 2020 年 6 月 30 日，西安银行下辖包括总行营业部、9 家分行，10 家区域支行和 12 家直属支行等在内的共 180 个营业网点。营业网点分布主要集中在西安，共计 145 家。贷款分布与地理位置一致，西安市内占比约 87%。公司于 2010 年设立第一家异地分行，即榆林分行，并于 2012-2017 年连续 6 年新设共计 7 家异地分行。营业网点的总数则在 2015-2016 两年间分别增加 20 和 23 家，实现迅速覆盖网点的迅速扩张。

图1 西安银行网点分布 (1H20)



资料来源：西安银行 2020 年半年报，海通证券研究所

图2 西安银行贷款地理分布 (1H20)



资料来源：西安银行 2020 年半年报，海通证券研究所

表 1 2015-2016 西安银行网点迅速扩张

年份	总行	分行	区域支行	直属支行	营业网点总数	备注
2020H	1	9	10	12	180	截至 20H: 西安(145 家) 宝鸡(8 家)榆林(6 家) 咸阳(7 家)渭南(3 家) 汉中(3 家)安康(2 家) 铜川(3 家)延安(2 家) 商洛(1 家)
2019	1	9	10	12	179	商洛分行正式成立
2018	1	9	10	12	176	
2017	1	8	10	12	174	铜川分行正式成立
2016	1	7	10	11	167	安康分行正式成立
2015	1	6	10	11	144	延安和汉中 2 家分行开业运营，安康分行获准筹建，2 家异地支行、10 家社区支行和小微支行设立
2014	1	4	10	11	124	渭南分行于 2014 年 12 月初开业，4 家异地分行辖属支行顺利开业，启动了社区银行项目，年内 12 家已开业试运行
2013	1	3	10	12	119	实现了新设的咸阳分行的批筹、筹备和正式对外营业，榆林和宝鸡分行下设的 2 家支行抽检开业，新增设高科技专业支行正式对外营业

2012	1	2	10	11	117	新设总行营业部、宝鸡分行和首家异地分支行级网点榆林分行神木县支行, 启用了新总行办公大楼
2011	1	1	10	11	113	
2010	1	1	10	11	113	第一家异地分行即榆林分行正式成立
2009						
2008	1	0	10	11	113	
2007	1	0	10	11	102	

资料来源: 西安银行 2007-2019 年报, 2020 年半年报, 海通证券研究所

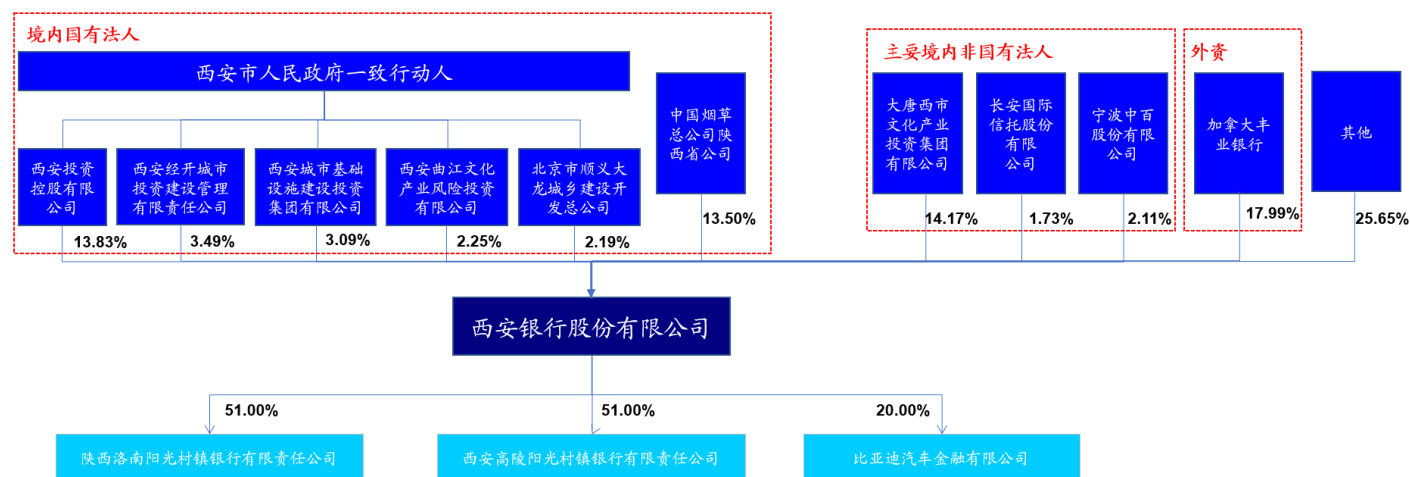
表 2 西安银行历史 8 次增资扩股

次数	年份	起因	方案	原注册资本 (元)	增资扩股后注册资本 (元)
1	2000	派发利润。	用截至 1999 年底可分配利润向全体股东每 10 股派送 0.9 股; 用盈余公积金向全体股东每 10 股转增 0.1 股。	413,303,700	454,634,070
2	2002	派发利润。	用截至 2001 年底可分配利润向全体股东每 10 股派送 0.95 股; 用盈余公积金向全体股东每 10 股转增 0.05 股。	454,634,070	500,097,477
3	2003	拟开办外汇业务, 根据《银行外汇业务管理规定》, 地方商业银行法人开办外汇业务至少需要 2,000 万美元或其他等值自由兑换货币的实收外汇资本金, 在对潜在投资者意向进行初步摸底后, 并为适应中国入世和金融竞争的需要, 重启了增资扩股。	金花投资有限公司、西安博润泰兴投资管理有限公司、陕西业通实业有限公司、西安解放集团股份有限公司、陕西众兴企业集团有限公司等股东参与增资。	500,097,477	1,021,448,804
4	2003	面对中国加 WTO 所带来的金融业竞争新局面, 为更好地借鉴国外金融机构先进的管理经验和先进技术, 进一步增强本行竞争力, 引进境外投资人。	丰业银行与国际金融公司各认购 26,880,232 股新增股份, 分别占本行本次增资后注册资本的 2.50%。	1,021,448,804	1,075,209,268
5	2005	为解决国内增资扩股和外资参股引起的新老股东、内外资股东权益不等问题。	对 2002 年底前的滚存利润以及 2003 年度、2004 年度的利润分配做出了转增股本并派发现金的安排。	1,075,209,268	1,191,345,358
6	2006H2	随着经营规模的快速扩张, 业务发展对于资本的占用不断增多, 为了满足日益迫切的资本补充需求, 提高资本充足率。	西安经济技术开发区管理委员会、西安市财政局、西安曲江新区管理委员会、陕西新桃花源旅游经贸有限责任公司、西安浐灞管委会等 6 个股东参与增资。	1,191,345,358	1,685,751,298
7	2008	为彻底解决历史遗留的不良资产及其损失问题, 加快推动本行健康、稳步、可持续发展。	中国信达、丰业银行、西安市财政局参与增资。	1,685,751,298	3,000,000,000
8	2015	区域和资产扩张需求。	陕西烟草、丰业银行、西投控股、西安经开城投参与增资。	3,000,000,000	4,000,000,000

资料来源: 西安银行招股说明书, 海通证券研究所

股东结构多元化, 以国有资本为主。西安银行是以国际知名外资银行、大型央企、地方政府平台及优秀民营企业为战略投资者的区域性股份制商业银行。截至 2020 年 6 月 30 日, 股东结构仍以国有资本为主。前十大股东中境内国有法人持股 38.35%, 外资机构持有 17.99%。其中, 公司的实际控制人为西安市人民政府, 8 家股东基于行政关系或股权关系成为其一致行动人, 合计持有 27.25%。控股陕西洛南阳光村镇银行有限责任公司 (51%) 和西安高陵阳光村镇银行有限责任公司 (51%), 并参股比亚迪汽车金融有限公司 (20%)。

图3 西安银行股权结构图



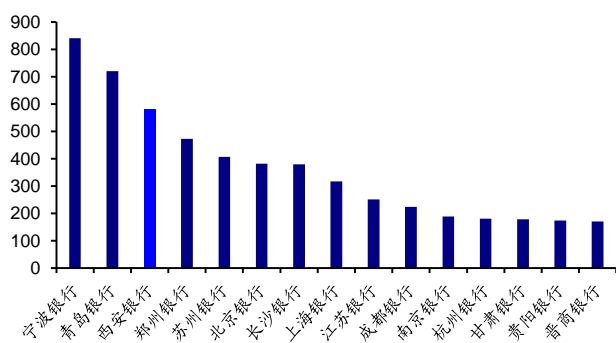
资料来源：西安银行 2020 半年报，海通证券研究所

1.3 管理层稳定且经验丰富，薪酬激励城商行中排名靠前

管理层团队稳定，从业经验丰富。公司 2021 年的管理层包含一位行长和五位副行长。其中梁邦海为已核准上任的新行长，曾任国开行陕西分行副行长、平安银行西安分行党委书记，兼具政策性银行和股份制银行管理层经验。有两位副行长任职逾 10 年，一位副行长此前曾任行长助理 7 年。现任董事长郭军也曾担任行长近 9 年。管理团队均在西安有多年的银行从业经历。

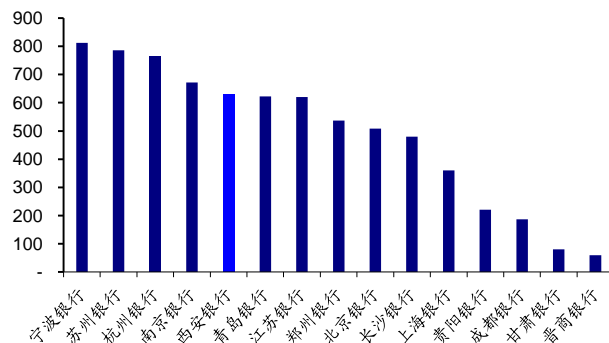
管理层薪酬激励在上市城商行和西部银行中排名靠前。截至 2019 年末，在 13 家上市城商行和 2 家西部的银行晋商银行、甘肃银行中，公司高管 2019 年报酬总额排名第 6，其中薪酬最高的前三名高管报酬总额位列第 5，较有竞争力。我们认为，较高的持股和薪酬水平能使管理层和股东利益更加一致，更有动力创造良好业绩。但目前管理层中仅 1 位高管持有股份。

图4 2019 年前 3 名董事报酬总额排名 (万元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 2019 年前 3 名高管报酬总额排名 (万元)



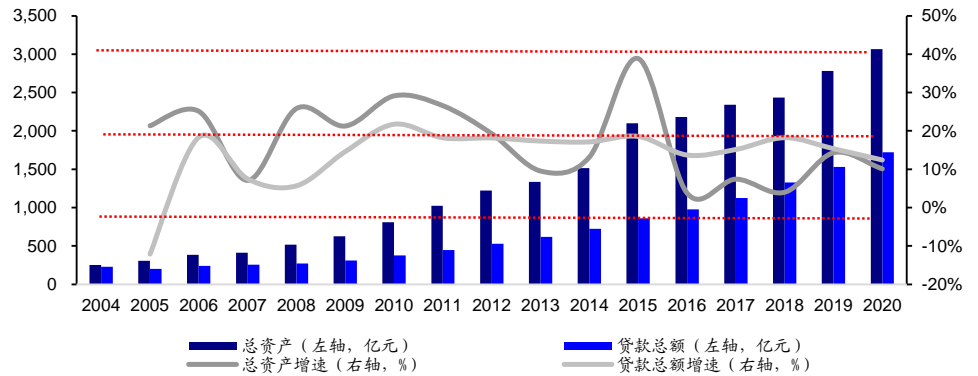
资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 规模增长结构更优，净息差优于城商行整体水平

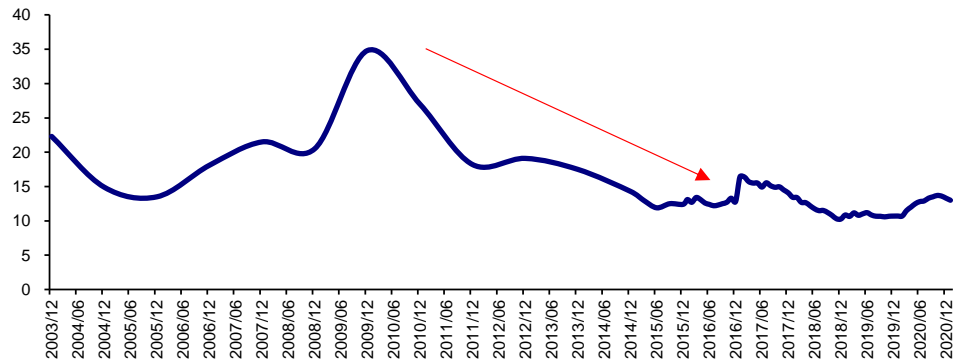
2.1 资产规模增长可期，结构优化

2010 年以来总资产规模年复合增长率超过 10%。西安银行的总资产规模增长以 2010 年为分水岭。2010 年以前，总资产增速和贷款增速波动较大，且基本保持同步。2010 年完成战略重组后，贷款增速相对之前更为稳定，2010-2016 年间跟随全国社会融

资规模呈下行趋势，2017 年开始好转。十年间，总资产年复合增长率约 14%，保持高速增长。每 4-5 年，总资产规模上一个千亿的台阶，分别于 2011 年、2015 年、2020 年突破 1000 亿、2000 亿、3000 亿。

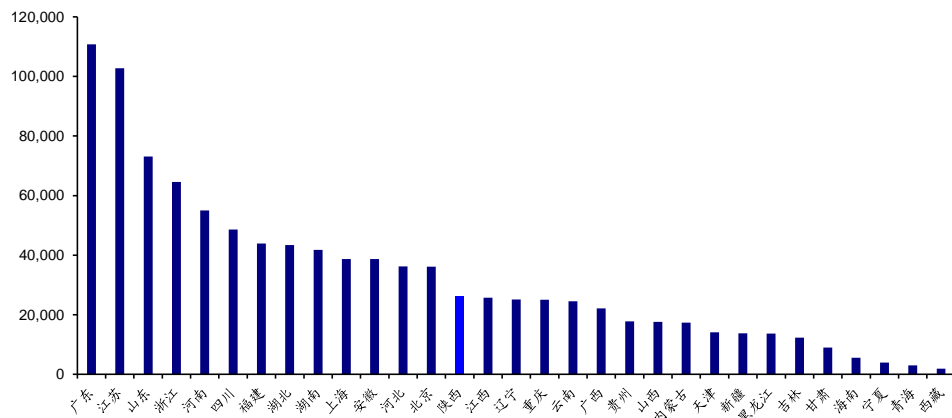
图6 西安银行总资产增速和贷款增速


资料来源：西安银行 2004-2019 年年报，2020 年业绩快报，海通证券研究所

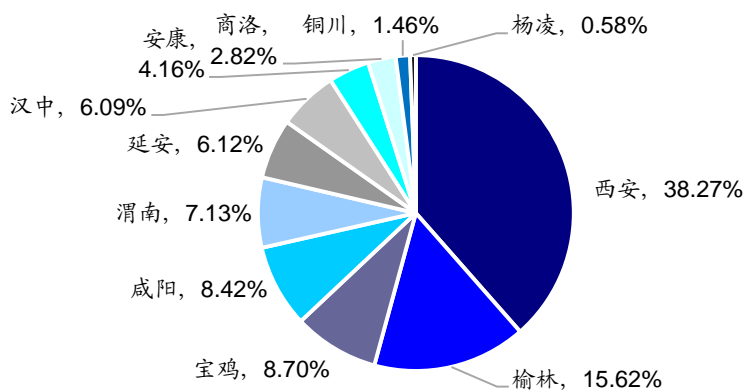
图7 2010-2016 全国社会融资规模增速呈下行趋势（%）


资料来源：WIND，海通证券研究所

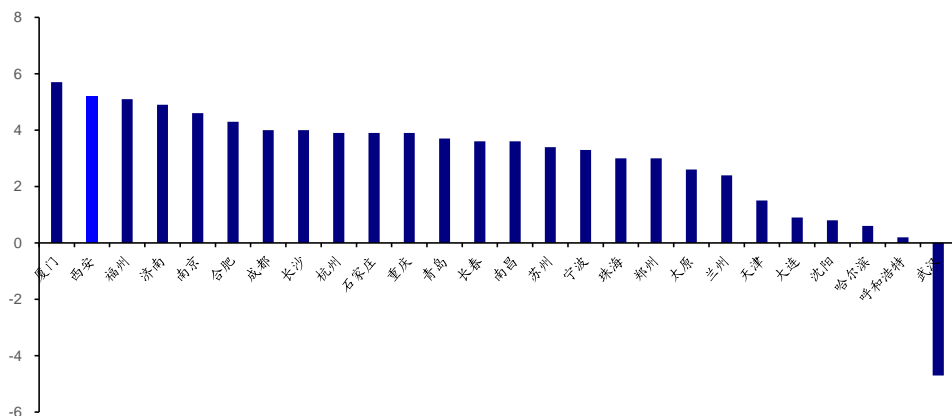
十四五规划下陕西省潜在经济增速为西安银行规模扩张奠定了宏观经济基础。2020 年陕西省 GDP 绝对值处于全国中游水平，排名第 14 位，与 2019 年持平。西安市贡献陕西省 GDP 的 38.27%，处于绝对主导地位。二线城市中，西安 GDP 增速排名第二为 5.2%，仅次于厦门。经历过 2020 年疫情 GDP 的低谷，陕西省 2021 年经济发展预期目标为 GDP 增长 6.5% 左右，力争打造万亿级先进制造、能源化工、文化旅游和战略性新兴产业集群，构建具有陕西特色的现代产业体系。省级重点项目投资 4200 亿元以上，固定资产投资增长 7% 左右。

图8 2020年陕西省 GDP 处于全国中游水平（亿元）


资料来源：WIND，海通证券研究所

图9 2020年西安 GDP 占陕西省 38.27%


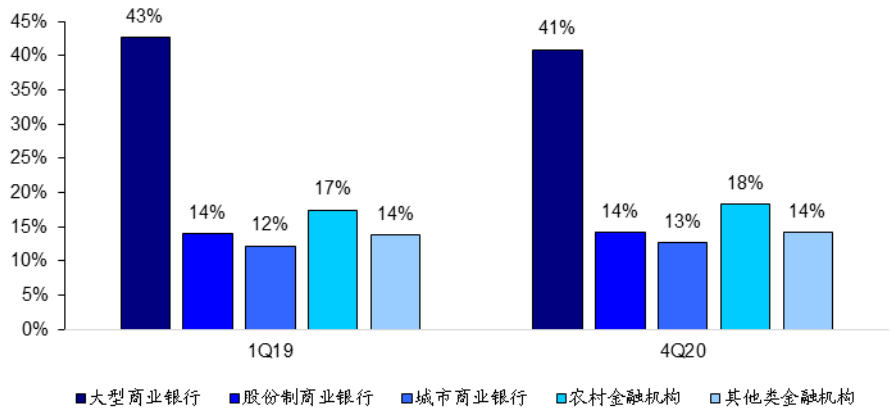
资料来源：WIND，海通证券研究所

图10 2020年二线城市中西安 GDP 增速排名第二（%）


资料来源：WIND，海通证券研究所

陕西省银行业国有大行仍占主导地位。4Q20 陕西省国有大行总资产占陕西省银行业金融机构总资产的比例为 40.82%，与 1Q19 相比下降 1.79pct。而陕西省其他银行和金融机构 4Q20 总资产占比较 1Q19 均有所上升，其中陕西省城商行总资产占比与 1Q19 相比提升 0.42pct 至 12.62%。

图11 1Q19 到 4Q20 之间陕西省城商行总资产占陕西省银行业金融机构总资产比例提升

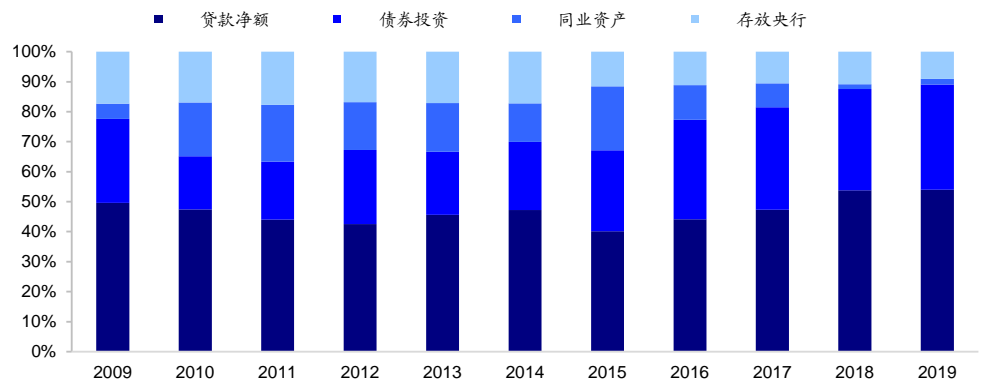


资料来源：银保监会陕西监管局，海通证券研究所

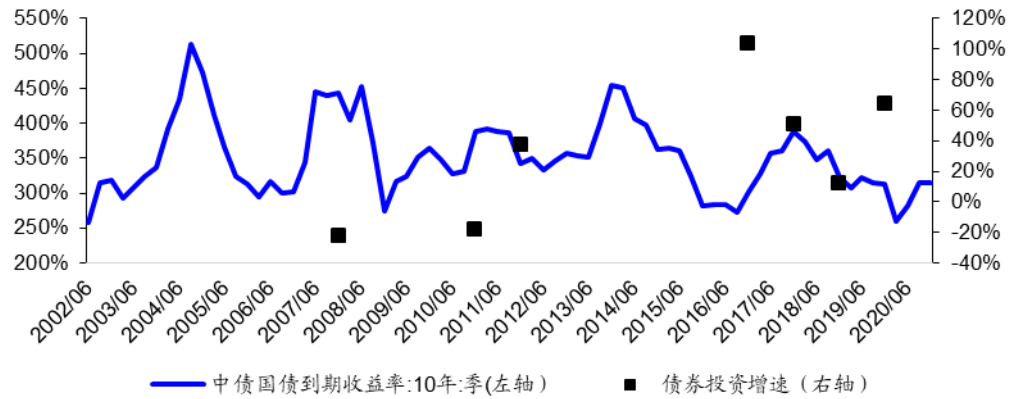
2.2 贷款结构优化

贷款占生息资产比例 2015 年以来不断提升。贷款 2009 年以来始终保持双位数增长。贷款占比从 2015 年的 40.2% 提升至 53.9%。同业资产和证券投资的增速，受市场环境和政策法规影响，进而影响到贷款占比。2013 年之后，二者增速变动趋同，当 10 年期国债收益率低时，二者增速提升，反之亦然。西安银行剔除非标资产后的债券投资增速和 10 年期国债收益率呈反向变动关系。但我们认为，当债券收益率走高时低价配置，也即增速与 10 年期国债收益率增速趋势相反时，将会获得更好的收益。2016-2018 年 10 年期国债收益率总体呈上行趋势，债券投资增速一路向下。而经历过 2014 年的 127 号文，2016 年开始通过 MPA 遏制同业资产规模，2016 年下半年启动金融去杠杆，2017 年 3 月开始治理监管套利，同业资产增速 2016-2018 年连续三年降幅超过 20%，也是贷款占比提高的原因。

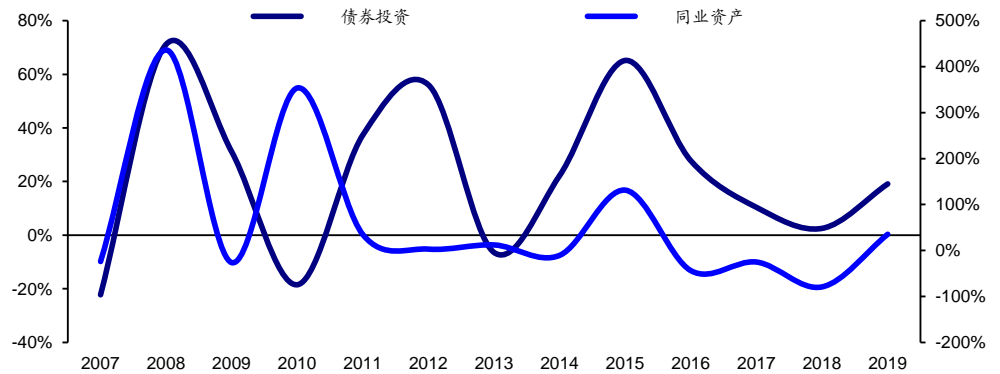
图12 西安银行生息资产结构（2009-2019 年）



资料来源：西安银行 2009-2019 年年报，海通证券研究所

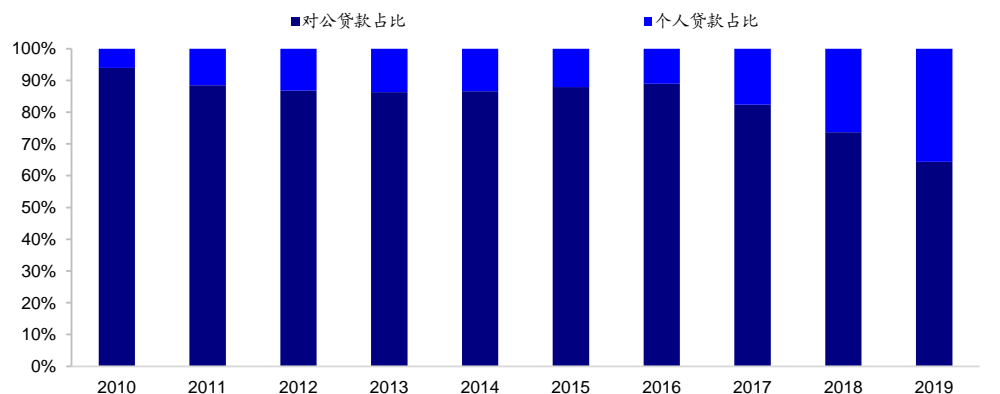
图13 西安银行债券投资增速和 10 年期国债收益率呈反向关系


资料来源: WIND, 西安银行 2006-2019 年报, 2020 年半年报, 海通证券研究所

图14 2013 年之后, 西安银行证券投资增速和同业资产增速趋势基本同向变化


资料来源: 西安银行 2007-2019 年年报, 海通证券研究所

2017-2019 年个人贷款占总贷款比例迅速提升至 35.7%。2011 年个人贷款占总贷款比例提升 5.5 个百分点至 11.5%, 主要因为个人按揭贷款从 22 亿超过翻倍增长至接近 49 亿。届时人行上调准备金率至创纪录高点 19%, 信贷额度紧张, 西安市出台房地产限购政策。面对刚需群体, 我们认为西安银行抓住了大行、股份行额度紧张的机会, 获得了按揭贷款业务的高速发展。2011-2016 年个人贷款发展较为平稳, 占贷款比例维持在 11%-13% 之间。2017-2019 年消费贷贡献个人贷款增长比例超过 60%, 主要因为西安银行顺应互联网发展趋势, 加强了与主流头部机构的合作, 成为京东金融、360 金融、微众银行等的资金方。同期, 个人房贷保持双位数增长。这使得个人贷款占比也在 2017 年得到大幅提升至 17.6%, 2019 年进一步提升到 35.7%。

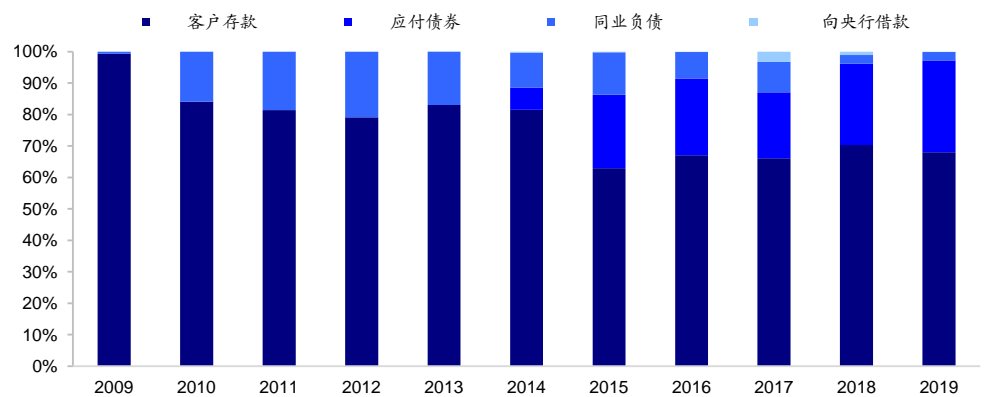
图15 消费贷高速增长带动个人贷款 2017 年之后占比迅速提升


资料来源: 西安银行 2010-2019 年年报, 海通证券研究所

2.3 负债来源多元化，存款定期为主

西安银行致力于负债来源多元化，坚持存款为主导。2009-2019年，计息负债来源逐渐多元化。除了流动性特别紧张的2011年和2013年，同业负债增速走势与同业资产基本趋同，进而同业负债占比的变化也和同业资产变化类似。2015-1H2018，公司积极开展负债管理，根据负债及其流动性情况、同业存款利率水平等，适时调整同业存款规模。2015年西安银行成功发行20亿元二级资本债，同时也具备了同业存单的发行资质。这些都促进了西安银行负债来源的多样化。但同时西安银行坚持以存款为主导，2015年以来存款占计息负债比例始终超过60%。2011-2020年10年间存款年复合增长率高达12.6%。

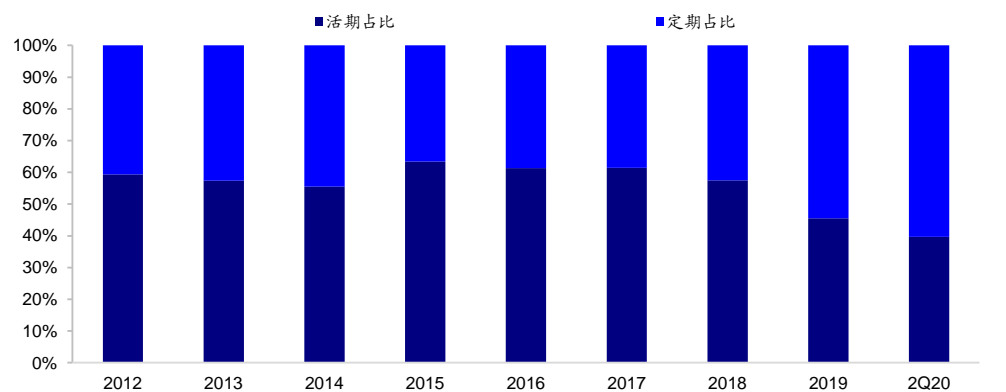
图16 西安银行计息负债结构 (2009-2019年)



资料来源：西安银行2010-2019年年报，海通证券研究所

定期存款占比2017年以来不断增加至2Q20的60%。定期存款占比从2017年的38.6%增加到2Q20的60.3%。2019年定期存款的占比的上升主要是由于个人定期存款占比的上升，2018、2019加强了储蓄产品的开发。多数城商行和股份制银行在2018年定期存款都或多或少有一定幅度的上升。我们认为虽然定期存款成本高于活期存款，但从稳定性来说强于活期存款，更能减少期限错配。

图17 西安银行活期存款占比有待提升

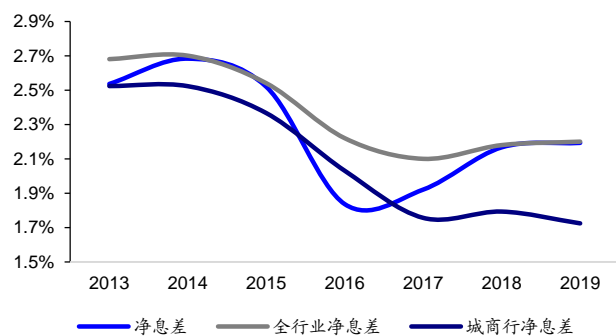


资料来源：西安银行2012-2019年年报，2020年半年报，海通证券研究所

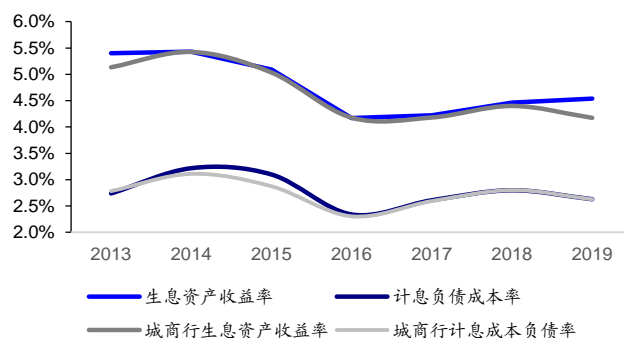
2.4 2017-2019年净息差优于城商行整体水平

西安银行净息差优于城商行整体水平。2015-2016年央行降息，因此15-16年的

贷款收益率（包括公司和个人）呈现下降趋势。2016 年生息资产收益率下降还受到营改增的影响，导致价税分离的增值税金额为 1.87 亿元，相关价税分离的影响约 9 个基点。2017 年，受到资金市场紧张、同业拆借利率大幅走高的影响，生息资产平均收益率和计息负债成本率出现同步上升。我们认为得益于其在当地优质多元的本土客户资源，西安银行存款成本管控到位。2017 年计息负债成本率比 2016 年上升 15bp，而生息资产收益率上升 30bp，远远超过了负债端成本的上升。同时，由于西安银行 2017 年开始大举发展消费贷，优化了资产结构。消费贷利率更高，不良率较低，风险后收益更高。2017-2019 年净息差从 1.9% 上升到 2.2%，超出了城商行的净息差水平，接近全行业净息差水平。

图18 净息差 (2013-2019)


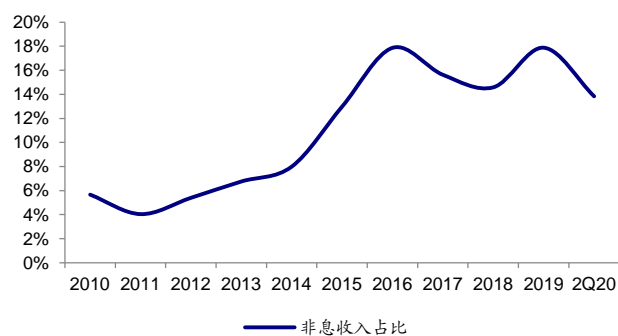
资料来源：西安银行 2013-2019 年年报，海通证券研究所

图19 贷款收益率 (2013-2019)


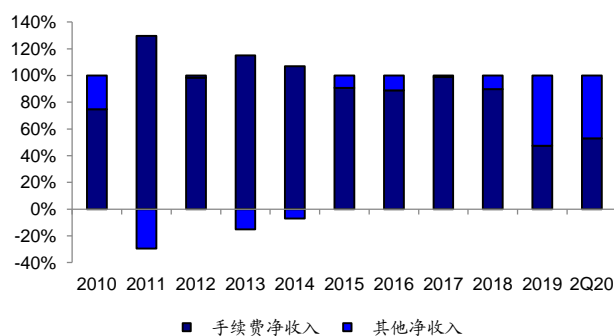
资料来源：西安银行 2013-2019 年年报，海通证券研究所

3. 非息占比上升，综合化运营

非息收入占比提升，手续费收入仍为主导。2010-2015 年西安银行非息收入在营业收入中的占比逐年提升。之后出现反复，2019 年达到 17.89%。疫情之下消费受到负面影响，因此非息收入占比下滑。但疫情过后已经看到消费的稳步复苏，我们认为非息收入占比后续将回升。非息收入中以手续费净收入为主，2Q20 占比 53.08%。2019 年其他非息净收入的显著提升，我们认为其他非息净收入受市场波动影响较大，更应关注手续费中增长的驱动因素，来判断非息收入的增长潜力。下面将逐个分析手续费的主要组成部分。

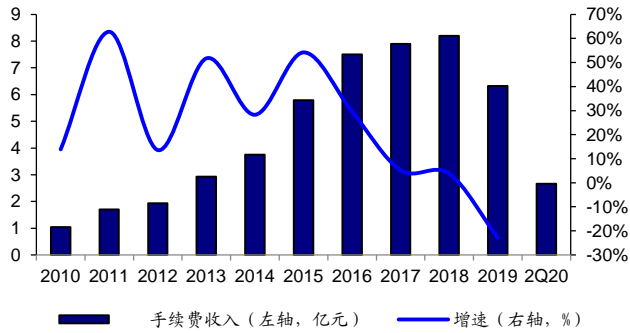
图20 西安银行非息收入占比


资料来源：西安银行 2010-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

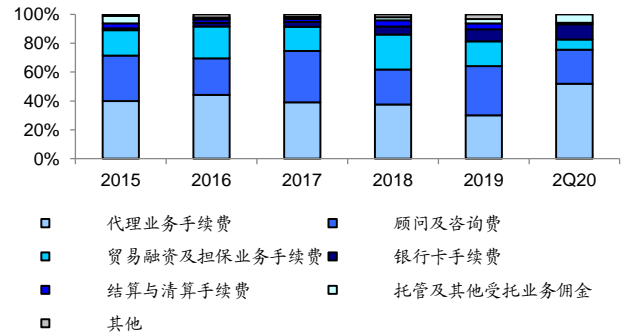
图21 西安银行非息收入结构


资料来源：西安银行 2010-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

手续费收入稳步增长，结构较为稳定。西安银行的手续费收入于 2010 年首次突破亿元，并于 2010-2018 稳步增长，2019 年出现下滑。2016-2019 年手续费收入增速不断下降，主要由于代理业务手续费逐年减少。手续费收入以顾问及咨询费、代理业务手续费、贸易融资及担保业务手续费为主。连续 5 年，代理业务手续费占比超过 30%，顾问及咨询费占比超过 24%，贸易融资及担保业务手续费占比超过 16%。

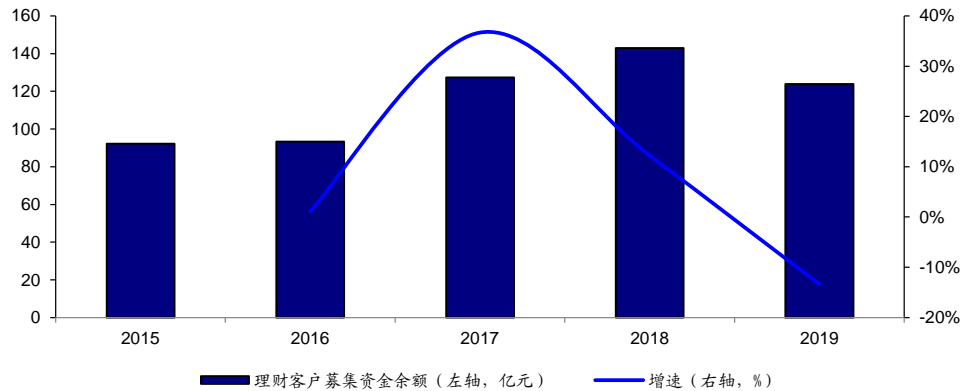
图22 西安银行中间收入及增速


资料来源：西安银行 2010-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

图23 西安银行中间收入结构


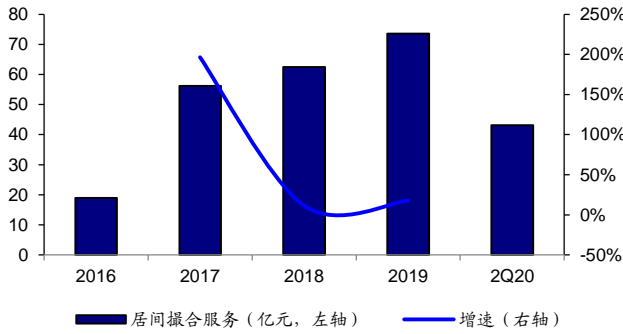
资料来源：西安银行 2015-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

代理业务布局开始早，政策导致增速放缓。西安银行自 2006 年开发了代理发放养老保险等业务后，不断扩大各级财政及公共管理资金业务代理资格，并于 2011 年获得基金代销业务牌照。在理财业务方面，2008 年开始逐步建立“西银理财”品牌，持续不断加强理财产品研发。2013 年银监会出台 8 号文、2014 年出台 35 号文及理财新规征求意见稿、2018 年正式出台的资管新规，一系列政策逐步明确监管要打破“刚性兑付”的态度。或受政策影响，理财客户募集资金余额的增速从 2018 年开始下降，2019 年资金规模有所下滑。而西安银行自 2015 年起，积极调整理财产品收益结构，研究开放式预期收益率型和净值型非保本理财产品方案，积极应对政策的引导，见效仍需时间。

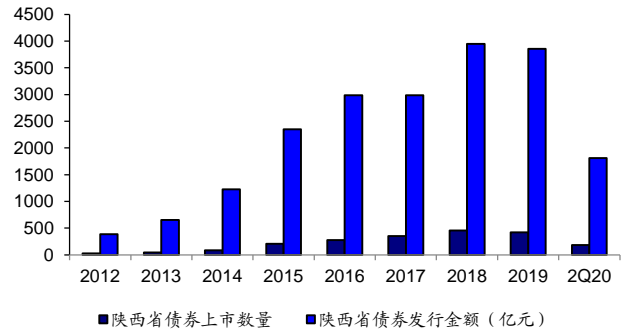
图24 理财客户募集资金余额及增速


资料来源：西安银行 2012-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

居间撮合业务余额高速增长。我们测算西安银行 2016-2020 年（年化）居间撮合业务的复合增长率为 46%。2014-2015 年，陕西省债券上市数量也由 87 只迅速上升至 204 只，并于 2019 年增加至 423 只。我们认为居间撮合业务的高速增长一方面源于陕西当地企业融资需求的增加，另一方面则因为西安银行持续拓展投行业务。居间撮合业务高增也促进顾问及咨询费增长。

图25 西安银行居间撮合业务余额及增速


资料来源：西安银行 2016-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

图26 陕西省债券上市数量及金额


资料来源：WIND，海通证券研究所

投行业务内涵不断丰富。西安银行于 2008 年开始提供财务顾问业务，并在此后积极拓展投行业务内容，逐渐增加结构化融资、债券发行业务，介入棚户区改造、PPP、产业基金、ABS 等板块，并于 2018 年加速转型，形成一揽子投行金融服务。投行业务在中收的占比也由 2008 年的 18.83% 稳步提升至 2018 年的 24.28%。

信用卡突破贡献新中收来源。银行卡手续费 2016-2018 年高速增长，增速超过 40%。西安银行于 2014 年获得信用卡发卡资质。2015 年开始推出薪金卡和车主信用卡，此后不断完善信用产品体系。2018 年开始与京东、爱奇艺推出联名主题卡，同时开拓基于信用卡的场景消费贷款，截至 2018 年末共发行 5.2 万张信用卡。银行卡手续费在中收里的占比也由 2015 年的 1.38% 提升至 2019 年的 8.45%。

4. 信贷成本低于城商行整体水平，拨备充足

贷款结构抗周期性更强。2007 年至今，西安银行不断优化对公贷款结构，金融业、制造业有所减少，水利、环境和公共设施管理业增加。西安银行的对公贷款客户依然以重资产模式的企业为主，水利、环境和公共设施管理业和房地产行业贷款近三年都位列前三位。经过调整后，我们认为西安银行的对公贷款投向更加注重服务实体经济及民生，抗周期性也更强，有利于贷款需求稳定增长。此外，2019 年和 1H20 排名靠前的水利、环境和公共设施管理业、租赁合同商务服务业、房地产业不良率较制造业、批发和零售业低，有助于资产质量持续改善。

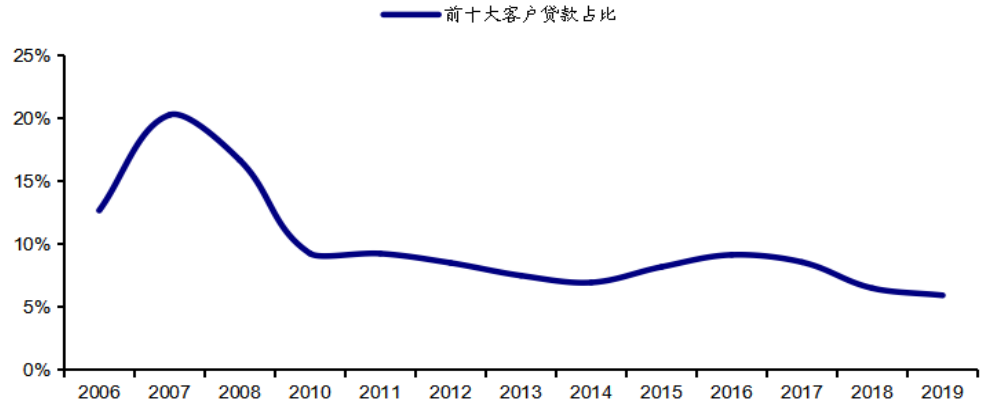
图27 贷款结构抗周期性更强

2007	2008	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1H20
金融业	金融业	金融业	制造业	制造业	房地产业	制造业	批发和零售业	批发和零售业	批发和零售业	批发和零售业	水利、环境和公共设施管理业	水利、环境和公共设施管理业
房地产业	房地产业	房地产业	采矿业	房地产业	制造业	房地产业	房地产业	房地产业	房地产业	水利、环境和公共设施管理业	房地产业	租赁和商务服务业
水利、环境、公共设施业	水利、环境和公共设施管理业	制造业	电力、燃气及水的生产和供应业	批发和零售业	批发和零售业	采矿业	制造业	水利、环境和公共设施管理业	水利、环境和公共设施管理业	房地产业	租赁和商务服务业	房地产业
制造业	交通运输、仓储和邮政业	采掘业	房地产业	电力、热力、燃气及水生产和供应业	建筑业	批发和零售业	水利、环境和公共设施管理业	制造业	制造业	租赁和商务服务业	批发和零售业	建筑业
教育业	制造业	电力、煤气水生产供应业	建筑业	采矿业	水利、环境和公共设施管理业	建筑业	建筑业	建筑业	建筑业	建筑业	制造业	制造业
	教育								租赁和商务服务业	制造业	建筑业	批发和零售业
	批发和零售业								采矿业	采矿业	采矿业	采矿业
	其他（对外贷款、个人消费贷款）								交通运输、仓储和邮政业	交通运输、仓储和邮政业	交通运输、仓储和邮政业	交通运输、仓储和邮政业
	租赁和商务服务业								电力、热力、燃气及水的生产和供应业	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	文化、体育和娱乐业
	居民服务和其他服务业								金融业	金融业	文化、体育和娱乐业	金融业

资料来源：西安银行 2007-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

前十大客户贷款占比不断下降，降低集中度风险。2010-2012、2015、2017、1H18 报表中有披露前十大贷款客户名称，其中民企小于等于两户，客户主要为国企、事业单位和政府机构，以陕西省国资委和西咸新区政府为主。2007-2019 年间，前十大客户贷款占比从 20.25% 下降至 5.90%，且行业布局分散，贷款集中度不高。我们认为这样的客户属性和低集中度，有助于降低西安银行的信用风险。

图28 前十大客户贷款占比不断下降

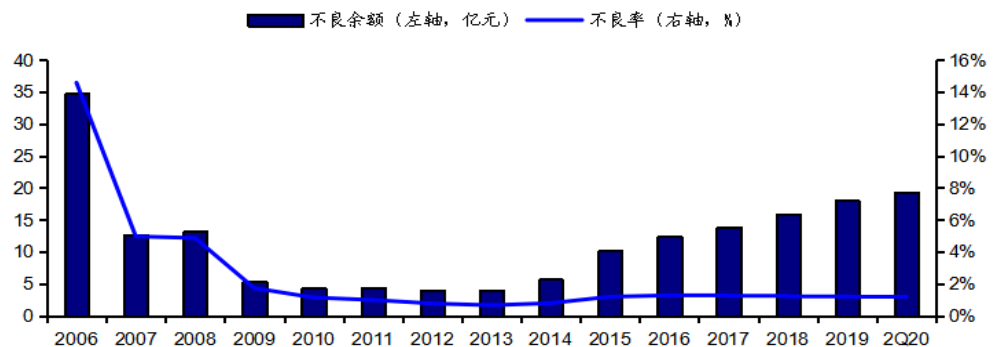


资料来源：西安银行 2006-2019 年年报，海通证券研究所

根据西安银行的不良率及不良余额变化，我们将西安银行改善资产质量的举措分为两个阶段：1) 2006-2014：不良率呈下降趋势，逐步清理历史遗留的不良资产，摆脱沉重的历史包袱。2) 2015 至今：2015、2016 年不良率有所回升，2016 年较 2014 年提升 49BP 至 1.27%。此后积极调整和优化对公贷款结构、加强风险控制，不良率有所下降并保持平稳。

逐步摆脱历史包袱，重整旗鼓。2006 年西安银行不良率高企，达到 14.58%，而拨备覆盖率低至 9.74%。2007 年完成了 19.04 亿元不良贷款的转让，2009 年则完成了财务重组，不仅增资 13.14 亿元，还转让了 6.75 亿元不良贷款。此后，西安银行继续清理、转化和处置不良贷款，并调整贷款结构，不良率逐年下降，至 2013 年达到有数据以来的最低点 0.65%。在此期间，拨备覆盖率也于 2013 年达到最高点 385.19%，资产质量大幅好转。

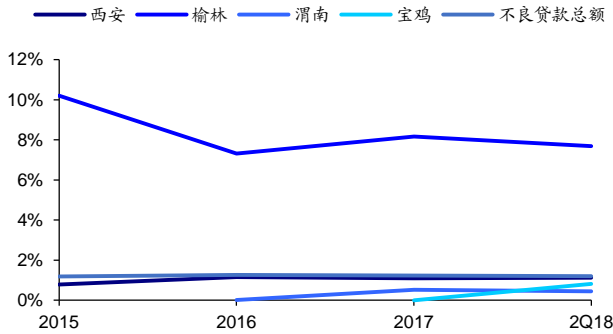
图29 西安银行不良贷款余额与不良率



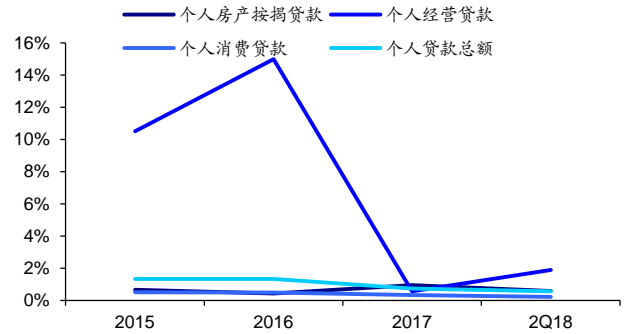
资料来源：西安银行 2006-2019 年年报，2020 年半年报，海通证券研究所

面对不良贷款集中爆发，严格风控积极核销降低不良率。2015 至 2018 上半年，由于宏观经济波动、煤炭行业产能过剩，榆林地区作为煤炭主产区受到较大冲击，区内的企业还款能力急剧下降。加之个体工商户和批发和零售业的小微企业风险承受能力相对较差，不良率上升。宏观经济增速放缓和产业政策调控也导致部分制造企业经营情况下滑、还款困难，造成不良率提升。这期间，榆林地区的不良率显著高于其他地区，均超过 7.3%；批发和零售业不良率均高于 2.60%；制造业 2016-2017 连续两年不良率攀升至 7.08%；个人经营贷不良率于 2016 年达到 14.98%。问题爆发后，西安银行也及时处

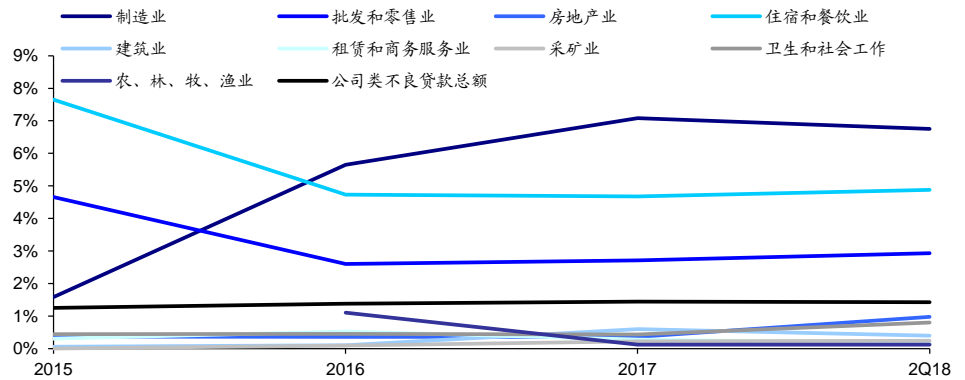
置不良资产、提升当地风控水平。2017至2020年上半年西安银行核销比例较往年更高，分别为38.96%/27.91%/20.92%/17.09%。西安银行不良偏离度也从2018年到2020年上半年持续低于100%。这些举措使得西安银行不良率自2016年后呈下降趋势并整体保持稳定。

图30 西安银行分地区不良率


资料来源：西安银行招股说明书，海通证券研究所

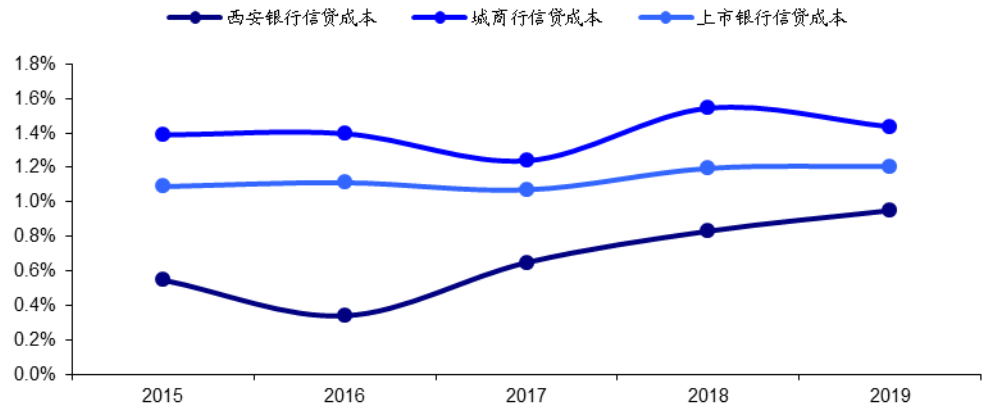
图31 西安银行个人贷款分类不良率


资料来源：西安银行招股说明书，海通证券研究所

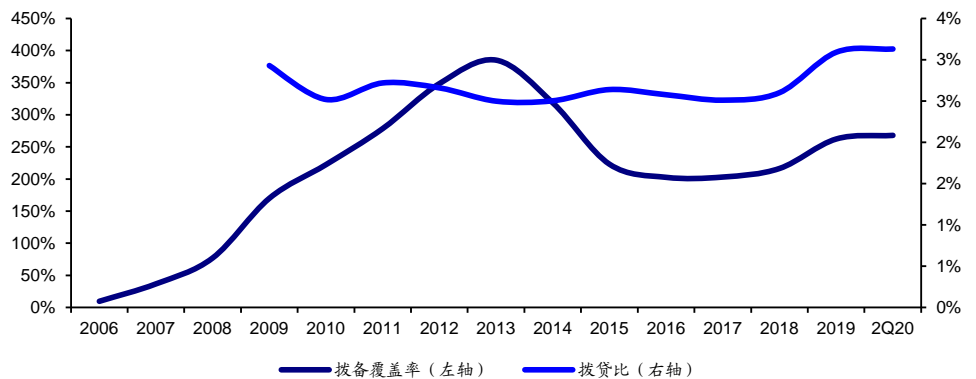
图32 西安银行公司贷款分行业不良率


资料来源：西安银行招股说明书，海通证券研究所

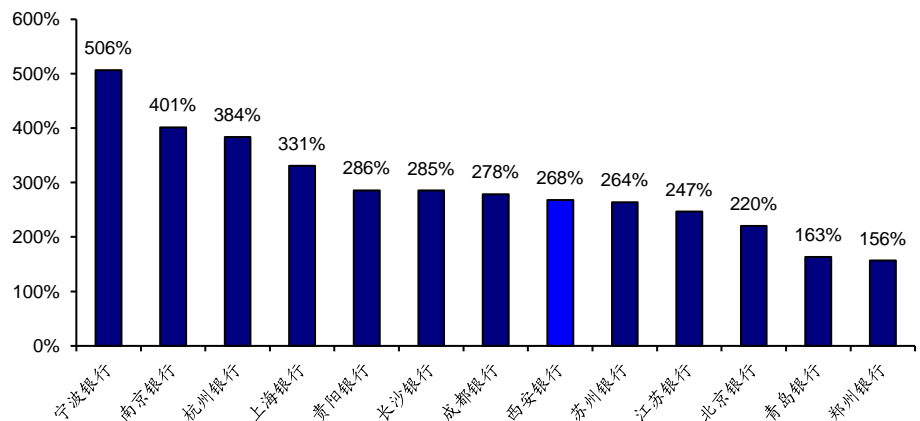
信贷成本更低，拨备充足。信贷成本2015年至今持续低于城商行和上市银行整体水平，而拨备充足程度大幅提升。2006至今拨贷比呈上升趋势，其中2019年较2018年显著提升49BP至3.09%，说明西安银行拨备充足程度大幅提升。截至2020年上半年，西安银行拨备覆盖率在上市城商行中排名第8。

图33 西安银行、城商行、上市银行信贷成本


资料来源: WIND, 西安银行 2015-2019 年年报, 海通证券研究所

图34 西安银行拨备覆盖率和拨贷比


资料来源: 西安银行 2006-2019 年年报, 2020 年半年报, 海通证券研究所

图35 2020 年上半年西安银行拨备覆盖率在城商行中排名第 8


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 盈利预测

盈利预测假设及投资建议:

经济基本面稳健、政策配合、银行板块业绩整体大幅改善的背景下, 我们认为西安银行股价表现值得期待。

我们预测 2020-2022 年 EPS 为 0.62、0.72、0.84 元, 归母净利润增速为 3.03%、16.74%、15.89%。其中, 盈利预测核心假设如下:

1) 我们假设 2020-2022 年贷款总额增长 12.38%、15.00%、15.00%, 同业资产增长 60%、11%、13%, 法定准备金占存款的比例连续三年均为 8.10%, 备付金占存款的比例连续三年均为 4.2%, 非生息资产占总资产的比例连续三年为 1.25%。因此我们推算, 2020-2022 年总资产增速分别为 10.10%、13.06%、13.84%。3Q20 末公司总资产同比增速为 9.01%, 我们预计 2020-2022 年资产扩张加快。

2) 2020-2022 年净息差 (测算值) 分别为 2.08%、2.12%、2.19%。我们测算 1-3Q20

净息差为 2.09%。我们预计未来随着贷款占比提高，息差将会扩大。

3) 2020-2022 年手续费及佣金净收入增速为 6.95%、7.77%、10.06%。1-3Q20 手续费及佣金净收入同比下滑 1.86%。随着西安银行内生增长提速及外部经济环境稳健，我们预计未来手续费及佣金净收入将有所增长。

4) 2020-2022 年成本收入比为 26.58%、25.46%、25.44%。1-3Q20 成本收入比为 25.81%，同比下降 0.28 个百分点。预计成本收入比在后续两年将继续下降。

5) 我们测算，2020-2022 年信贷成本分别为 1.05%、1.31%、1.31%。1-3Q20 信贷成本为 1.10%。

表 3 西安银行 2020-2022 年核心指标预测

	2019	2020E	2021E	2022E
总资产增速	14.29%	10.10%	13.06%	13.84%
营业收入增速	14.55%	4.28%	13.93%	15.29%
净利息收入增速	10.13%	6.80%	13.59%	17.25%
净息差	2.19%	2.08%	2.12%	2.19%
手续费及佣金净收入增速	-25.67%	6.95%	7.77%	10.06%
成本收入比	25.53%	24.20%	24.20%	24.20%
信贷成本	0.95%	1.05%	1.31%	1.31%
归母净利润增速	13.27%	3.03%	16.74%	15.89%

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们分别通过两种估值方法给予合理价值区间：

1) 三阶段 DDM 模型：我们预计公司未来三年的 EPS 为 0.62、0.72、0.84 元。第四年至第十年的净利润增速为 16%、分红比例为 30%。假设贷款/GDP 平稳，未来永续的 GDP 增速就是银行业务规模的增速。而中国是发展中国家，发展较快，我们选择一个经济比较健康的发达国家来评估中国进入发达国家阶段后的可比规模增速。美国过去 30 年的 GDP 增速平均数 4.68%，因此永续阶段净利润增速选取近似值 5%，分红比例为 30%。

风险折现率为 11.92%。其中市场收益率为 11.76%，是沪深 300 指数各个成分股的内部收益率按市值加权的平均数，这是对市场收率前瞻性的估计。无风险收益率则取自中国 10 年期国债到期收益率 3.25%。

因此我们得到合理价值为 5.88 元。

表 4 DDM 模型下的敏感性测算

每股价值 (元)	永续净利润增速(行)				
	风险折现率(列)	4.6%	4.8%	5.0%	5.2%
12.3%	5.35	5.44	5.53	5.63	5.73
12.1%	5.51	5.60	5.70	5.81	5.92
11.9%	5.68	5.78	5.88	6.00	6.11
11.7%	5.86	5.96	6.08	6.20	6.32
11.5%	6.04	6.16	6.28	6.41	6.55

资料来源：海通证券研究所测算

2) 可比估值法：根据 PB-ROE 模型给予公司 2020E PB 估值为 1 倍（可比公司为 1.11 倍），对应合理价值为 5.75 元。

最终给予合理价值区间为 5.75-5.88 元（对应 2020 年 PE 为 9.3-9.5 倍，同行业公司对应 PE 为 8.44 倍），给予“优于大市”评级。

表 5 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2019
601169	北京银行	1025	8.95	9.60	10.34	0.54	0.51	0.47	5.22	11.45
002142	宁波银行	2446	14.23	15.19	19.72	2.86	2.68	2.06	16.90	17.10
601009	南京银行	1023	7.70	9.20	10.26	1.33	1.11	1.00	7.87	16.53
600919	江苏银行	967	7.45	9.53	9.96	0.88	0.69	0.66	5.55	12.65
600926	杭州银行	1033	8.86	10.25	11.64	1.97	1.70	1.50	14.64	12.15
601229	上海银行	1229	11.03	11.03	13.27	0.78	0.78	0.65	6.36	12.94
601997	贵阳银行	272	10.58	11.91	13.36	0.80	0.71	0.63	4.60	17.41
601838	成都银行	439	9.84	11.06	12.51	1.24	1.10	0.97	7.48	16.63
601577	长沙银行	380	10.12	10.12	12.82	1.10	1.10	0.87	7.51	15.61
002936	郑州银行	292	4.09	5.20	-	0.95	0.75	-	8.26	9.30
	均值		9.29	10.31	11.39	1.24	1.11	0.98	8.44	14.18

注：收盘价为 03 月 17 日价格，可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。

资料来源：WIND，海通证券研究所

6. 风险提示

西安经济增速不及预期；资产质量大幅恶化；政策出现重大不利变化。

财务报表分析和预测

	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	8.52	8.01	6.64	5.69	营业收入	6845	7138	8133	9376
PB	0.97	0.86	0.76	0.68	利息收入	11531	12935	14502	16670
P/B (扣除商誉)	1.07	0.98	0.88	0.79	利息支出	-5910	-6932	-7683	-8674
每股指标 (元):					净利息收入	5621	6003	6819	7996
EPS	0.60	0.62	0.72	0.84	手续费净收入	582	622	671	738
BVPS	5.31	5.75	6.33	6.98	业务及管理费	-1747	-1727	-1968	-2269
BVPS (扣除商誉)	4.77	5.21	5.79	6.44	拨备前利润	5015	5241	6062	6991
每股拨备前利润	1.13	1.18	1.36	1.57	拨备	-1824	-2167	-2431	-2784
驱动性因素:					税前利润	3191	3074	3631	4207
生息资产增长	14.64%	9.90%	13.06%	13.84%	税后利润	2679	2727	3221	3732
贷款增长	15.32%	12.38%	15.00%	15.00%	归属母公司净利	2675	2756	3217	3728
存款增长	10.80%	22.50%	14.00%	16.00%	资产负债表 (百万元):				
贷款收益率	5.13%	5.57%	5.64%	5.60%	贷款总额	153032	171972	197768	227433
生息资产收益率	4.50%	4.48%	4.50%	4.56%	贷款减值准备	-4735	-5467	-7074	-8918
存款付息率	2.04%	2.41%	2.42%	2.42%	贷款净额	148769	166505	190694	218515
计息负债付息率	2.52%	2.60%	2.58%	2.57%	债券投资	96407	101772	112552	126130
净息差	2.19%	2.08%	2.12%	2.19%	存放央行	24972	26040	29686	34436
风险成本	0.95%	1.05%	1.31%	1.31%	同业资产	5153	8245	9152	10342
净手续费增速	-25.67%	6.95%	7.77%	10.06%	其他资产	2982	3830	4330	4929
成本收入比	25.53%	24.20%	24.20%	24.20%	生息资产	275301	302562	342084	389423
所得税税率	16.05%	11.30%	11.30%	11.30%	资产总额	278283	306392	346414	394352
盈利及杜邦分析:					存款	172824	211709	241348	279964
ROAA	1.03%	0.94%	0.99%	1.01%	同业负债	6577	13418	15431	18517
ROAE	12.28%	11.21%	11.98%	12.60%	发行债券	73002	55482	58256	61168
净利息收入	2.15%	2.05%	2.09%	2.16%	计息负债	252403	280608	315034	359649
非净利息收入	0.47%	0.43%	0.40%	0.37%	负债总额	254615	280780	318217	363282
营业收入	2.62%	2.44%	2.49%	2.53%	股本	4444	4444	4444	4444
营业支出	0.70%	0.62%	0.63%	0.64%	资本公积	3694	3694	3694	3694
拨备前利润	1.92%	1.79%	1.86%	1.89%	盈余公积	1780	2047	2320	2642
拨备	0.70%	0.74%	0.74%	0.75%	一般风险准备	3224	3413	3413	3413
税前利润	1.22%	1.05%	1.11%	1.14%	未分配利润	9784	9992	11764	13926
税收	0.20%	0.12%	0.13%	0.13%	股东权益	23668	25612	28197	31070
业绩年增长率:					负债和股东权益总额	278283	306392	346414	394352
净利息收入	10.13%	6.80%	13.59%	17.25%	资本状况:				
营业收入	14.55%	4.28%	13.93%	15.29%	资本充足率	14.85%	15.71%	15.05%	14.40%
拨备前利润	18.14%	4.51%	15.66%	15.33%	核心资本充足率	12.62%	13.51%	13.11%	12.69%
归属母公司利润	13.27%	3.03%	16.74%	15.89%	杠杆率	1175.80%	1196.26%	1228.55%	1269.23%
资产质量:					RORWA	1.43%	1.45%	1.50%	1.52%
不良率	1.18%	1.18%	1.17%	1.17%	风险加权系数	67.26%	62.00%	62.00%	62.00%
拨备覆盖率	262.41%	269.39%	305.54%	336.34%					
拨贷比	3.09%	3.18%	3.58%	3.92%					
不良净生成率	0.38%	0.75%	0.61%	0.60%					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 17 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019)、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业，非银行金融行业
林加力 银行行业
解巍巍 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 重庆银行, 上海银行, 兴业证券, 招商证券, 常熟银行, 中国银河, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 工商银行, 平安银行, 中国财险, 中金公司, 中原证券

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军勇(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgg12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆(010)56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
彭婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅(021)23154113 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 周旭辉 zhx12382@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com