

华夏银行 (600015)

 证券研究报告
 2020年06月29日

不良包袱逐步出清，期待信用卡业务发力

业绩平稳，定位中小企业金融服务商

华夏银行是北京市属的全国性股份行，近年来业绩稳定增长，资产规模快速提升，19年及1Q20都保持两位数增长；营收19年增速为17.3%，1Q20达20.94%；净利润增速18年开始保持在5%左右，较为平稳。

打造“中小企业金融服务商”品牌，普惠小微贷款快速增长，19年末普惠小微贷款余额突破1000亿，同比增长18.27%。**加速零售转型战略推进**，零售贷款占比从08年末10.94%提升至19年末26.86%，同时借助金融科技发展零售业务，19年末信用卡客户数同比增长6.12%，营收同比增长14.89%。

息差回升，未来下降空间有限

华夏银行19年末证券投资占比高达29.72%，同时收益率在股份行中最高（4.47%主要是公司债券占比高），有利于支撑息差；华夏银行的存款与负债成本在股份行中均处于低位（19年为1.85%\2.28%），且同业负债占比高，受益市场利率大降；1Q20净息差为2.37%（测算值），处于股份行较好水平。整体来看，在行业息差收窄趋势之下，华夏银行净息差未来下降幅度或小于行业平均值。

不良包袱逐步出清，资产质量趋稳

不良偏离度较高，风险加速暴露。华夏银行16年末不良贷款偏离度高达225%，不良确认和处置压力非常大，19年末降至100%以下，但仍处于股份行较高水平，其逾期/（不良+关注）指标呈同样趋势。近年来华夏银行对不良贷款核销力度十分之大，19年将逾期90天以上贷款都计入了不良，使得不良贷款（加回核销）净生成率大幅上升至2.54%。

总体资产质量趋稳。华夏银行不良贷款经加速暴露阶段后，不良率升至18年末1.83%，19年末保持稳定，1Q20略降至1.82%；拨备覆盖率1Q20重回150%以上，在加大不良贷款暴露与核销的背景下，其逾期贷款率连降三年，从16年末的高点4.72%下降至19年末的2.20%，同时不良高发的制造业+批发零售业贷款合计占比从16年末39.23%压降至19年末27.45%，总体资产质量趋稳。

投资建议：息差有支撑，资产质量趋稳，“增持”评级

华夏银行信用卡贷款余额占比在股份行中最低，19年末仅为8.99%，提升空间较大。信用卡是零售转型的重要支点，华夏银行明确将借助金融科技完善信用卡业务风控模型，助力零售业务进一步转型。

我们运用相对估值法对华夏银行进行估值。华夏银行PB(LF)截止20年6月24日为0.45X，在上市股份行中处于低位。上市股份行20年6月24日的平均PB(LF)为0.83X，基于三大假设，我们给予其0.5X 20PB目标估值，对应7.49元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：负债成本大幅上升；资产质量大幅恶化；公司零售转型不及预期。

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	722	847	940	1033	1146
增长率(%)	8.8	17.3	11.0	9.9	10.9
归属母公司股东净利润(亿元)	209	219	232	246	263
增长率(%)	5.2	5.0	5.7	6.4	6.9
每股收益(元)	1.36	1.42	1.50	1.60	1.71
市盈率(P/E)	4.52	4.31	4.07	3.83	3.58
市净率(P/B)	0.48	0.45	0.41	0.37	0.34

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.13元
目标价格	7.49元

基本数据

A股总股本(百万股)	15,387.22
流通A股股本(百万股)	12,822.69
A股总市值(百万元)	94,323.68
流通A股市值(百万元)	78,603.07
每股净资产(元)	13.83
资产负债率(%)	91.17
一年内最高/最低(元)	7.88/6.09

作者

廖志明	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
朱于敢	分析师
SAC执业证书编号：S1110518090006	
zhuyugan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深耕北京，辐射全国.....	4
1.1. 规模增长较快，基本面较好.....	4
1.2. 定位中小企业金融服务商.....	6
2. 资产扩张结构调整较大.....	8
2.1. 贷款与金融资产占比提升.....	8
2.2. 存款增速低于行业平均.....	10
3. 净息差回升，理财中收降幅大.....	11
3.1. 净息差受益市场利率大降.....	11
3.2. 非保本理财规模企稳回升，成本收入比逐年下降.....	15
4. 不良包袱逐步出清.....	16
4.1. 资产质量有所改善.....	16
4.2. 贷款结构持续优化.....	18
5. 投资建议：息差有支撑，资产质量趋稳.....	18
6. 风险提示.....	20

图表目录

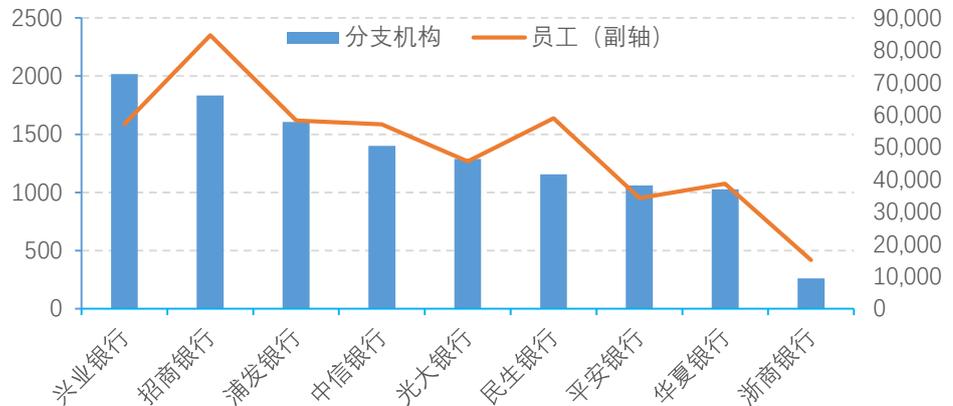
图 1：华夏银行分支机构及员工数规模较为可观（截至 19 年末，个）.....	4
图 2：华夏银行前十大股东结构（截至 1Q20）.....	4
图 3：华夏银行资产规模增速回升（亿元）.....	5
图 4：华夏银行总资产规模较低（亿元）.....	5
图 5：华夏银行 19 年及 1Q20 营收增速大幅提升（亿元）.....	5
图 6：息差扩大贡献华夏银行盈利增长（2019 及 1Q20）.....	5
图 7：1Q20 华夏银行加权年化 ROE 在上市股份行中较低.....	6
图 8：19 年华夏银行京津冀地区营收占比高.....	7
图 9：华夏银行营业利润来源较为均衡.....	7
图 10：19 年华夏银行三大区域信贷占比高.....	7
图 11：19 年华夏银行普惠小微贷款余额在股份行中较低.....	7
图 12：华夏银行零售贷款占比逐年提升.....	8
图 13：华夏银行零售贷款增速 09 年以来一直高于对公贷款.....	8
图 14：金融科技带动华夏银行信用卡交易总额及收入快速提升（单位：亿元）.....	8
图 15：华夏银行同业资产增速近年负增长.....	8
图 16：华夏银行买入返售总资产比重一度超 20%，近年来持续压缩.....	9
图 17：华夏银行应收账款占证券投资比例较早调整.....	9
图 19：华夏银行 19 年及 1Q20 存款增速回升，仍低于股份行平均.....	10
图 20：华夏银行一级资本充足率得到补充.....	10
图 21：华夏银行净息差变化滞后于市场利率.....	11
图 22：华夏银行净息差近年持续扩张（%）.....	11
图 23：华夏银行生息资产收益率接近股份行平均水平（%）.....	11

图 24: 华夏银行计息负债成本率处于较低水平 (%)	11
图 25: 华夏银行提高贷款和证券投资占比 (%)	12
图 26: 华夏银行贷款收益率处于较低水平 (%)	12
图 27: 华夏银行证券投资收益率高 (%)	12
图 28: 华夏银行 19 年贷款收益率处于较低水平 (%)	13
图 29: 华夏银行 19 年贷款中信用卡占比在股份行中最低	13
图 30: 华夏银行信用卡较其他股份行仍有较大空间 (截至 19 年末)	13
图 28: 公司债券占比高的银行证券投资收益率一般较高 (19 年)	13
图 29: 债券中公司债收益率较高 (中债 AAA 级 1 年期到期收益率, %)	13
图 28: 华夏银行计息负债结构中同业和债券比例较高 (截至 1Q20)	14
图 29: 华夏银行存款成本较低 (%)	14
图 30: 华夏银行发行债券成本较低 (%)	14
图 31: 华夏银行代理服务收入占比下降, 银行卡手续费收入占比提升	15
图 32: 华夏银行 19 年非保本理财余额企稳回升 (亿元)	15
图 33: 华夏银行成本收入比逐年降低 (%)	16
图 34: 华夏银行拨备覆盖率处于股份行较低水平	16
图 35: 华夏银行不良率较高	16
图 36: 华夏银行不良贷款净生成率一路上升	16
图 37: 华夏银行加大核销不良贷款力度 (%)	16
图 38: 华夏银行关注贷款率居高 (%)	17
图 39: 华夏银行逾期贷款率有所下降 (%)	17
图 40: 华夏银行与北京银行资产质量指标趋势较为接近	17
图 41: 华夏银行华北及东北地区 17 年不良率攀升	17
图 45: 华夏银行 16-19 年贷款行业成分图	18
图 46: 华夏银行 2015-19 个人贷款结构及占比 (亿元)	18
图 48: 华夏银行估值低 (PB 截至 20 年 6 月 24 日)	19
图 49: 2020/6/28, 股份行平均 PB (LF)	19
表 1: 股份行北京分支机构一览 (不含总行, 截至 19 年末)	4
表 2: 华夏银行 2015-1Q20 杜邦分解表	6

1. 深耕北京，辐射全国

华夏银行成立于 1992 年，总部位于北京，2003 年于 A 股上市，是全国第五家上市银行。截至 19 年末，华夏银行拥有网点 1025 个，员工 3.87 万人，扎根于北京、辐射全国。

图 1：华夏银行分支机构及员工数规模较为可观（截至 19 年末，个）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

北京网点布局较其他股份行不占优势。华夏银行网点布局较其他股份行处于劣势，即使在腹地北京，与其他股份行相比也不占明显优势。作为北京市属国有股份行，依托北京政府及国企强大的资源，未来或有较大发展空间。

表 1：股份行北京分支机构一览（不含总行，截至 19 年末）

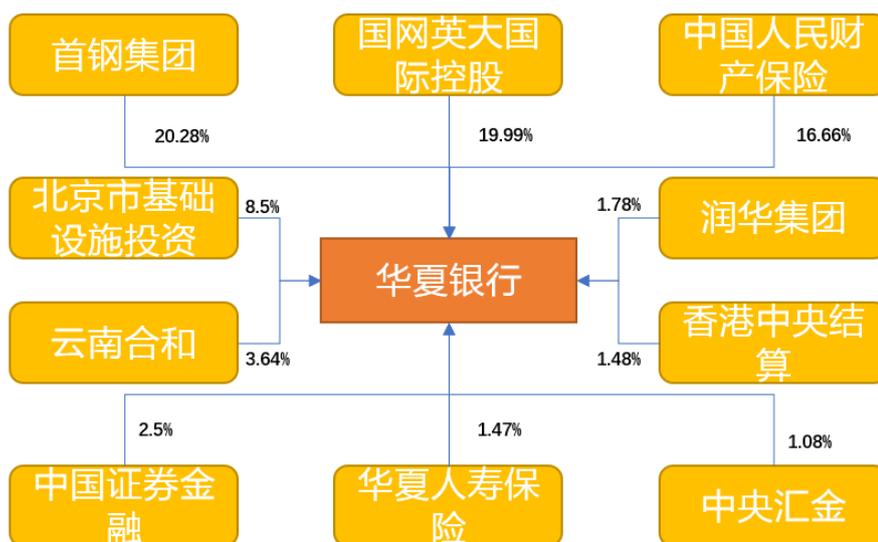
	总部位置	北京分支机构	北京员工数量	北京资产规模(亿元)
华夏银行	北京	72	2239	2916.89
中信银行	北京	75	2971	9676.35
光大银行	北京	70	2783	5525.71
民生银行	北京	169	3721	8362.56
浦发银行	上海	71	1830	4052.02
平安银行	深证	52	2012	2834.49
兴业银行	福州	79	2599	5826.47
浙商银行	杭州	17	841	1623.12

资料来源：公司年报，各公司官网，天风证券研究所

1.1. 规模增长较快，基本面较好

股权结构较为均衡。截至 1Q20，华夏银行第一大股东为北京市国企首钢集团，股份占比为 20.28%；第二大股东为央企国网英大国际控股，股份占比为 19.99%，第三大股东为财政部下属中国人保，股份占比 16.66%，十大股东中还有润华集团、华夏人寿保险两家民企。其股权结构比较均衡，拥有地方国企、央企、民企三类股东。

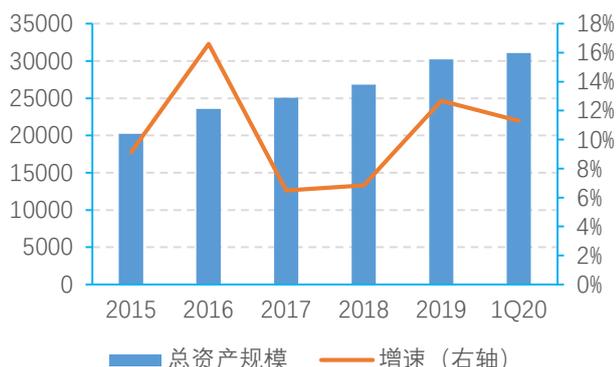
图 2：华夏银行前十大股东结构（截至 1Q20）



资料来源: WIND, 天风证券研究所

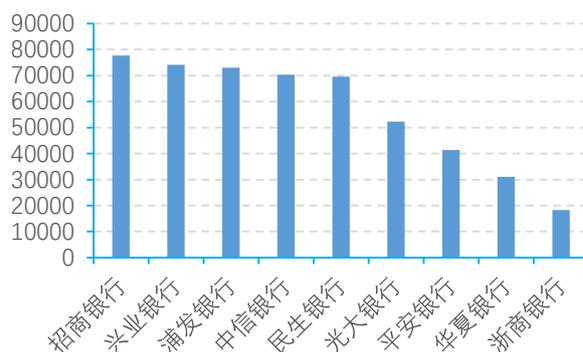
资产规模增速回升。17-18 年受监管政策趋严等因素影响, 其资产规模增速有所放缓, 同比增长分别为 6.48%和 6.84%; 19 年增速回升至 12.69%, 1Q20 为 11.29%。截至 1Q20, 总资产规模为 31089 亿元, 在股份行里仅高于浙商银行。

图 3: 华夏银行资产规模增速回升 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

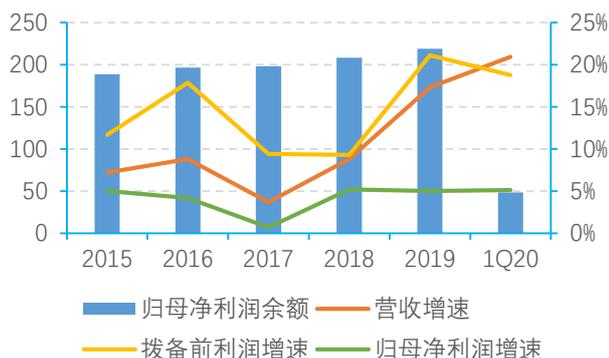
图 4: 华夏银行总资产规模较低 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

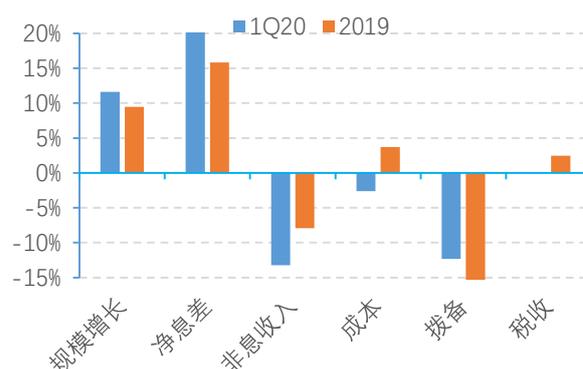
1Q20 利润增速回升归因于息差上升和扩表。华夏银行自 15-19 年其归属母公司净利增速均不超 5.3%, 1Q20 归属母公司净利润为 48.4 亿元, yoy +5.1%。通过盈利增长拆解, 主要贡献是息差扩大 (+22.6 pct)、规模增长 (+11.6 pct), 而非息 (-13.24 pct)、拨备 (-12.3 pct) 造成明显拖累。

图 5: 华夏银行 19 年及 1Q20 营收增速大幅提升 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

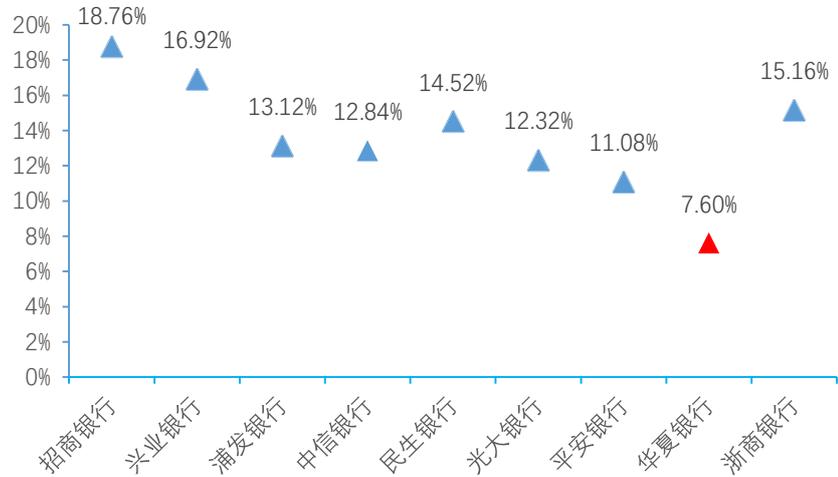
图 6: 息差扩大贡献华夏银行盈利增长 (2019 及 1Q20)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

加权 ROE 在股份行中垫底。其加权平均 ROE 从 15 年的 17.18% 下降至 19 年的 10.61%，1Q20 加权年化 ROE 下降至 7.60%，在股份行中垫底。通过杜邦分析可看出，ROE 下降主要是近年来权益乘数下降所致。

图 7：1Q20 华夏银行加权年化 ROE 在上市股份行中较低



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

表 2：华夏银行 2015-1Q20 杜邦分解表

	2015	2016	2017	2018	2019	1Q20
利息收入	4.72%	4.03%	4.12%	4.47%	4.51%	1.14%
利息支出	2.34%	1.79%	2.18%	2.49%	2.24%	0.54%
利息净收入	2.38%	2.24%	1.95%	1.99%	2.26%	0.60%
手续费及佣金净收入	0.64%	0.67%	0.76%	0.68%	0.63%	0.14%
净其他非息收入	0.02%	0.02%	0.03%	0.11%	0.07%	0.07%
净非利息收入	0.66%	0.69%	0.78%	0.80%	0.71%	0.20%
营业收入	3.04%	2.92%	2.73%	2.78%	2.97%	0.80%
营业税金及附加	0.22%	0.09%	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%
管理费用	1.06%	1.01%	0.90%	0.91%	0.91%	0.18%
营业成本	1.29%	1.10%	0.93%	0.94%	0.94%	0.19%
营业外净收入	0.01%	0.006%	0.006%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前利润	1.77%	1.83%	1.80%	1.85%	2.03%	0.61%
资产减值损失	0.46%	0.63%	0.72%	0.81%	1.07%	0.39%
税前利润	1.30%	1.20%	1.08%	1.03%	0.97%	0.22%
所得税	0.32%	0.30%	0.26%	0.22%	0.19%	0.05%
净利润	0.98%	0.90%	0.82%	0.81%	0.78%	0.17%
权益乘数	17.07	15.40	14.80	12.26	11.22	11.32
加权平均 ROE	17.18%	15.75%	13.54%	12.67%	10.61%	7.60%

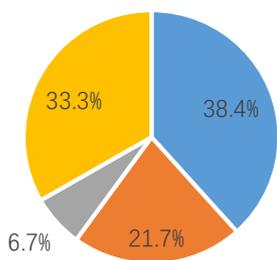
资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 定位中小企业金融服务商

服务国家区域发展战略。华夏银行的主要股东为北京市国企及总部在北京的央企，优秀的国资给其带来了北京地区优质资源，19 年京津冀地区营收占比为 38.4%，营业利润占比为 29.9%，均高于其他地区。长三角及粤港澳大湾区 19 年营收增速分别为 30.19%/36.79%，营

业利润增速更是高达 91.42%/79.15%。围绕京津冀、长三角及粤港澳大湾区建设等国家战略，深化金融服务，业绩较为靓丽。

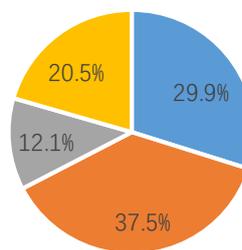
图 8：19 年华夏银行京津冀地区营收占比高



■ 京津冀地区 ■ 长三角地区 ■ 粤港澳大湾区 ■ 其他

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：华夏银行营业利润来源较为均衡

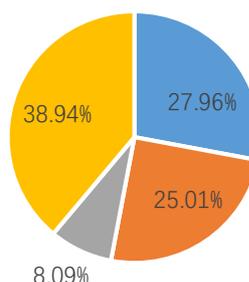


■ 京津冀地区 ■ 长三角地区 ■ 粤港澳大湾区 ■ 其他

资料来源：WIND，天风证券研究所

三大区域贷款占比高。华夏银行围绕京津冀协同发展、长三角一体化、粤港澳大湾区发展的国家战略，信贷业务发展迅速。19 年末京津冀、长三角及粤港澳区域信贷余额合计占比高达 61.1%。

图 10：19 年华夏银行三大区域信贷占比高



■ 京津冀地区 ■ 长三角地区 ■ 粤港澳大湾区 ■ 其他

资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

定位“中小企业金融服务商”。华夏银行一直打造“中小企业金融服务商”品牌，解决民营和小微企业融资难和融资贵的困局，以服务小微企业践行中小企业服务品牌战略，19 年末华夏银行普惠小微贷款余额为 1001.4 亿元，同比增长 18.27%；普惠小微贷款户数约 9 万户，同比增长 25.8%。

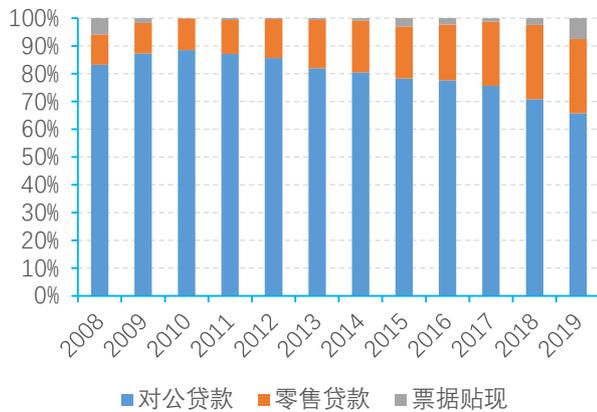
图 11：19 年华夏银行普惠小微贷款余额在股份行中较低（亿元）



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

推动零售金融转型。华夏银行将零售业务转型作为经营模式转型的突破口，近年来零售转型效果明显，零售贷款占比从 08 年末 10.94% 提升至 19 年末 26.86%，零售贷款占比持续提升，同时保持高速增长。

图 12：华夏银行零售贷款占比逐年提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

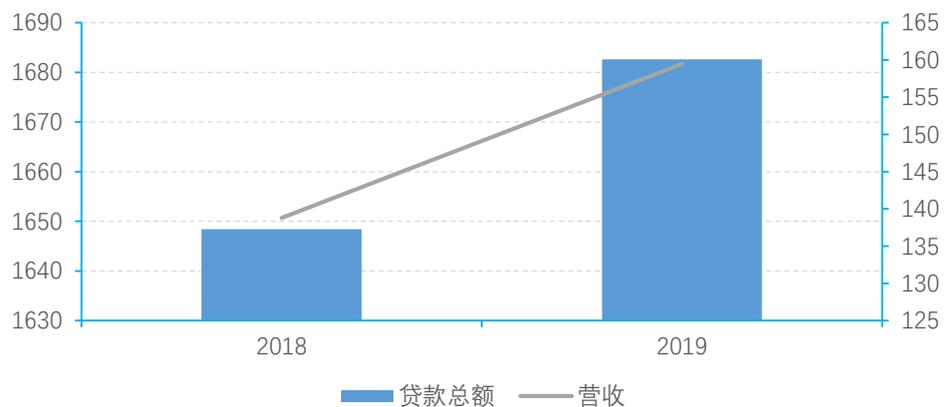
图 13：华夏银行零售贷款增速 09 年以来一直高于对公贷款



资料来源：WIND，天风证券研究所

金融科技助力零售转型。信用卡是华夏银行零售转型的重要支点，借助金融科技完善信用卡业务风控模型，助力零售业务进一步转型。截至 19 年末，华夏银行信用卡客户数 1529.45 万户，同比增长 6.12%，信用卡贷款同比增长 2.08%，信用卡 19 年营收同比增长 14.89%。

图 14：金融科技带动华夏银行信用卡交易总额及收入快速提升（单位：亿元，营收为右轴）



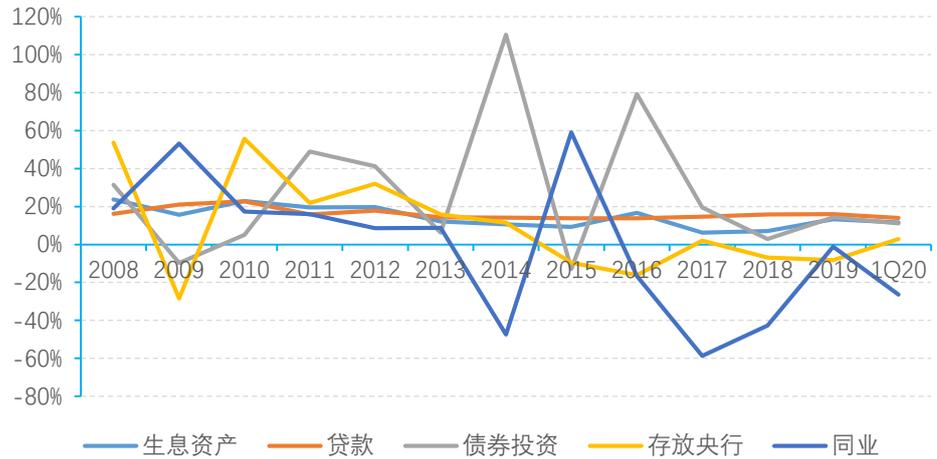
资料来源：公司年报，WIND，天风证券研究所

2. 资产扩张结构调整较大

2.1. 贷款与金融资产占比提升

生息资产增长曾靠同业资产高增来驱动。在 2011-2013 年银行业处于影子银行扩张时期，因种种同业业务的“红利”，包括华夏银行在内等股份行将信贷包装为同业资产（主要以“买入返售”的形式），来驱动生息资产规模的高速扩张。华夏银行 13 年末同业资产占生息资产的比例为 23.37%，其中“买入返售”占生息资产比例为 19.66%。

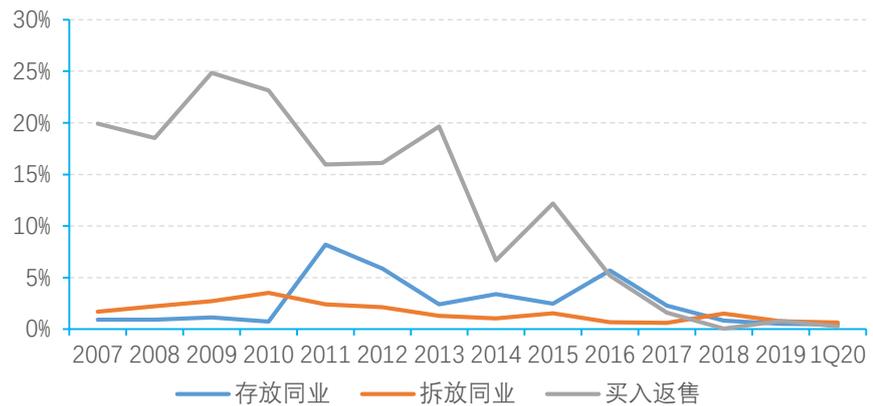
图 15：华夏银行同业资产增速近年负增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

2014 年开始同业资产开始持续压缩。2013 年 3 月银监会出台了理财 8 号文——因当时同业资产里的“买入返售”是表内非标的藏身处，且表外超出规定上限的非标资产回表也加剧了资本的消耗——**导致其 2014 年开始需压缩表内外非标资产**，14 年华夏银行同业规模 YoY -47.36%，在生息资产中占比也降低至 11.12%。

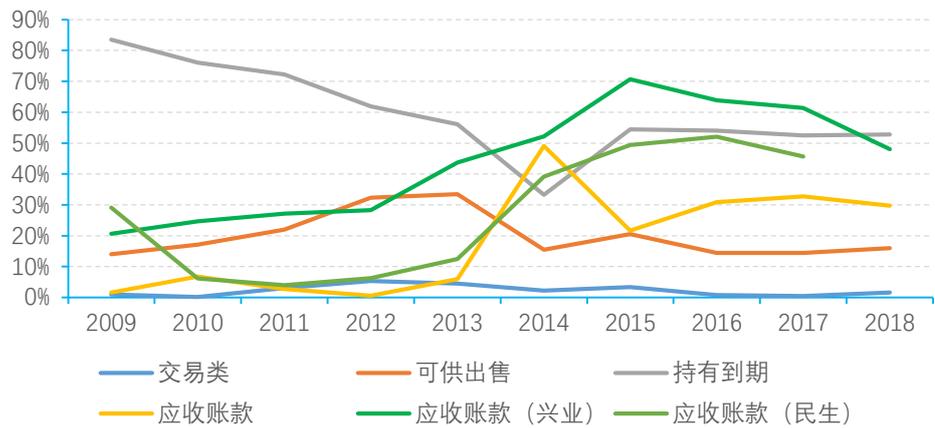
图 16: 华夏银行买入返售占总资产比重一度超 20%，近年来持续压缩



资料来源：WIND，天风证券研究所

近年来贷款与证券投资带动生息资产增速回升。2014 年银监会 127 号文出台：禁止买入返售、同业代付、三方回购等资产投资非标。股份行大多在 14-15 年迅速将表内非标资产腾挪至“证券投资”的“应收账款”科目下，华夏银行 14 年债权投资增速高达 110.57%，证券投资结构中应收账款占比由 13 年的 5.94%提升至 14 年的 49.07%。2016 年后银监会限制非标资产的政策密集出台——**这让华夏银行近几年持续压缩非标资产，并提升贷款与标准类投资占比。**

图 17: 华夏银行应收账款占证券投资比例较早调整

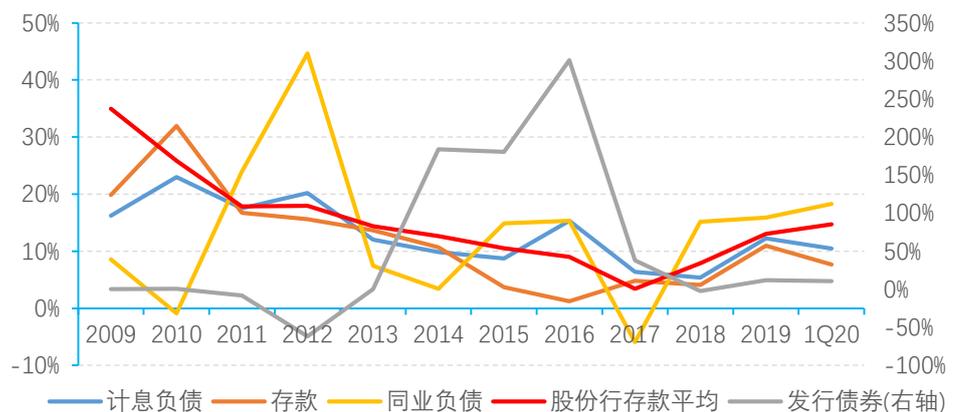


资料来源: WIND, 天风证券研究所

2.2. 存款增速低于行业平均

负债端增长依赖存款拉动。截至 1Q20, 华夏银行同业负债占比 23.18%, 较 19 年末下降 0.63 个百分点。华夏银行 1Q20 存款增速为 7.65%, 低于股份行平均水平 (14.72%)。鉴于华夏银行网点布局较弱, 股东资源优势相较其他股份行亦不占优, **我们认为其未来生息资产规模增长预计维持平稳。**

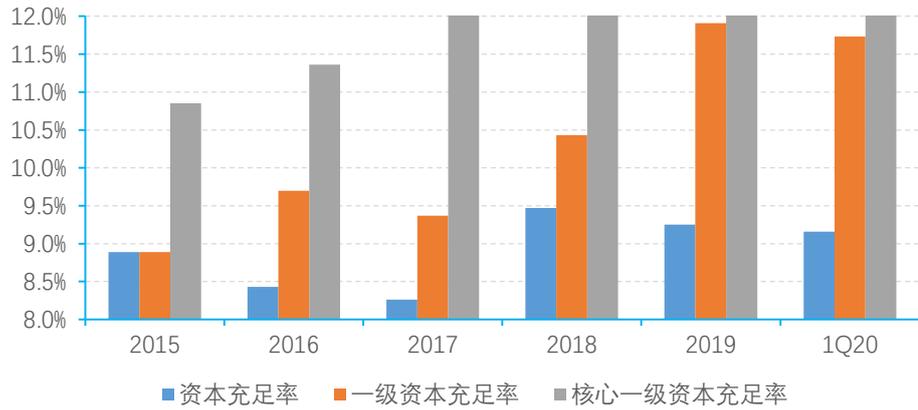
图 18: 华夏银行 19 年及 1Q20 存款增速回升, 仍低于股份行平均



资料来源: WIND, 天风证券研究所

其他一级资本得到补充。截至 1Q20, 华夏银行核心一级\一级\资本充足率分别为 9.16%\11.73%\13.88%。其中, 15-17 年一级资本充足率为 8.89%\9.70%\9.37%, 距离监管底线 (8.5%) 较近。华夏银行 18 年完成定向增发, 补充核心一级资本 292 亿元, 监管层放宽银行发行永续债后, 19 年又成功发行了 400 亿元的永续债, 补充了其他一级资本, 一级资本充足率达到 11.7%, 为历史最高。

图 19: 华夏银行一级资本充足率得到补充



资料来源: WIND, 天风证券研究所

3. 净息差回升, 理财中收降幅大

3.1. 净息差受益市场利率大降

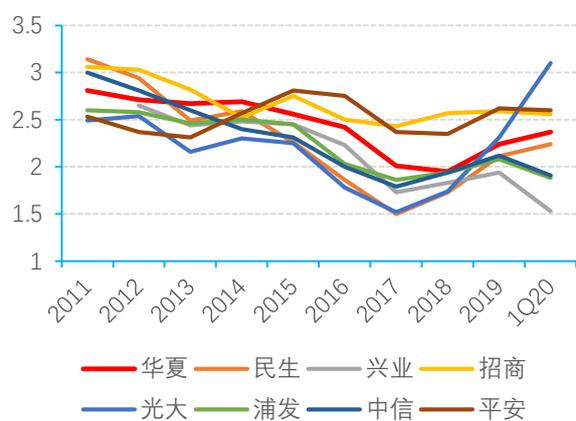
净息差 18 年开始回升, 1Q20 继续上升。华夏银行 15-19 年净息差分别为 2.56%/2.42%/2.01%/1.95%/2.24%, 在股份行中处于中等水平。我们测算 1Q20 净息差为 2.37%, 较 19 年上升 13 BP, 主要源于负债结构的优化和市场利率下行带来的负债成本大幅改善。

图 20: 华夏银行净息差变化滞后于市场利率



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 21: 华夏银行净息差近年持续扩张 (%)

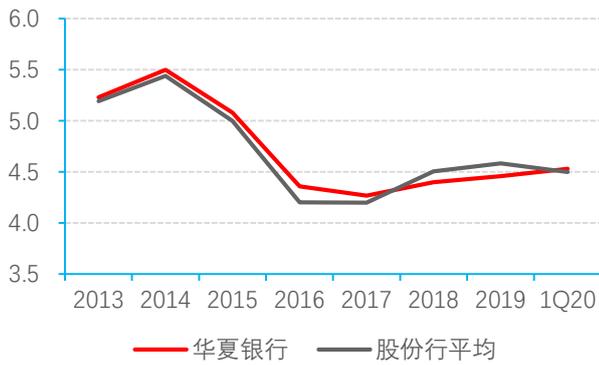


资料来源: WIND, 天风证券研究所

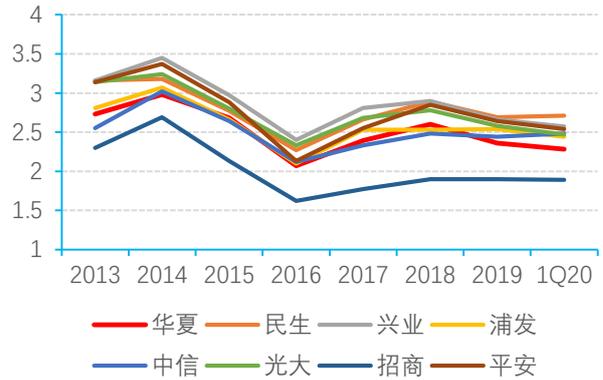
生息资产收益率低于平均, 计息负债成本率较低。生息资产收益率近年来低于股份行平均水平, 华夏银行 1Q20 生息资产收益率为 4.53%, 较 19 年上升 7bp; 计息负债成本率 19 年同比下降 24bp 至 2.36%, 1Q20 计息负债成本率降至 2.28%, 在股份行中仅高于招行, 处于较低水平。

图 22: 华夏银行生息资产收益率接近股份行平均水平 (%)

图 23: 华夏银行计息负债成本率处于较低水平 (%)



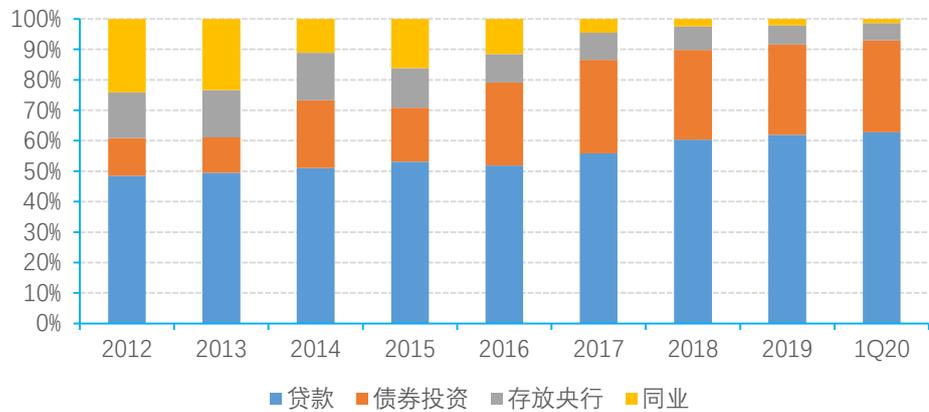
资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

资产结构中贷款和证券投资占比提升。受非标压缩影响，公司主动提高贷款和证券投资占比，以应对资产端收益率下行趋势，1Q20 贷款和证券投资占比分别达到 62.73%\30.22%；同时压降存放央行和同业资产比例，两者 1Q20 分别为 5.68%\1.37%。

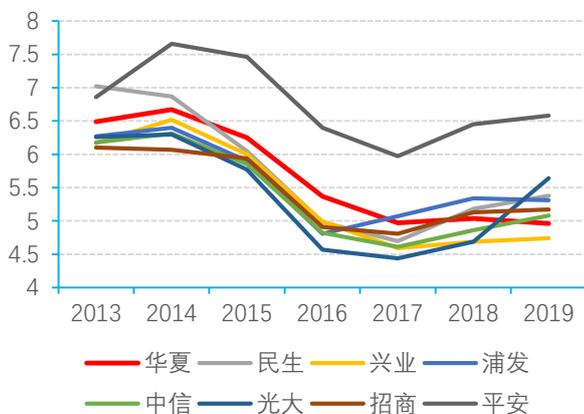
图 24：华夏银行提高贷款和证券投资占比（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

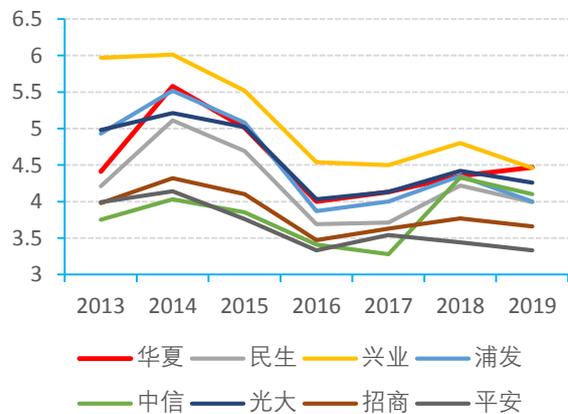
贷款收益率较低，但证券投资收益率占优。华夏银行 19 年贷款收益率为 4.96%，较 18 年下降 8bp，在股份行中仅高于兴业银行，处于较低水平。但 19 年证券投资收益率为 4.47%，较 18 年的 4.35% 上升 12bp，在股份行中最高。

图 25：华夏银行贷款收益率处于较低水平（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 26：华夏银行证券投资收益率高（%）

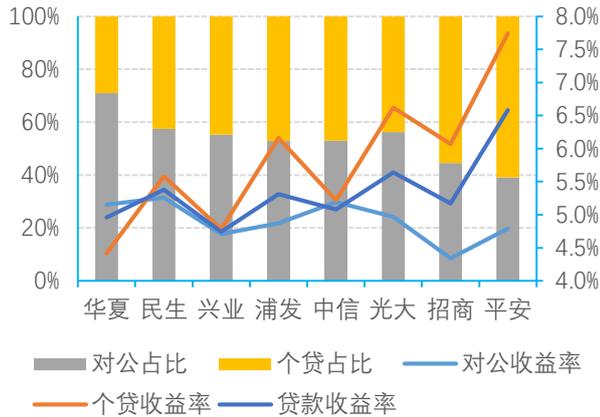


资料来源：WIND，天风证券研究所

个贷拖累贷款收益率。华夏银行 19 年末个贷占比为 26.86%，明显低于其他股份行；且个贷收益率在股份行中最低，仅为 4.42%，甚至低于其对公贷款收益率——这导致总体贷款

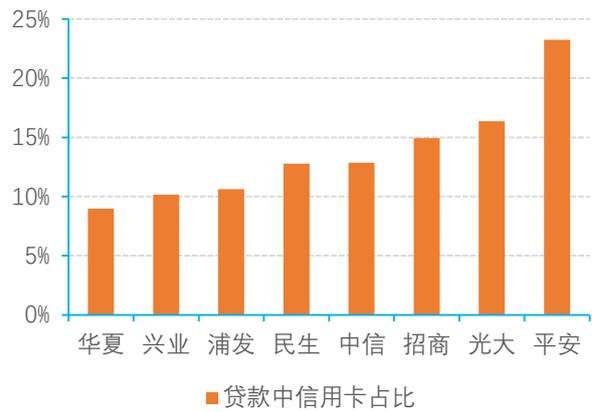
收益率在上市股份行中仅高于兴业。

图 27: 华夏银行 19 年贷款收益率处于较低水平 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

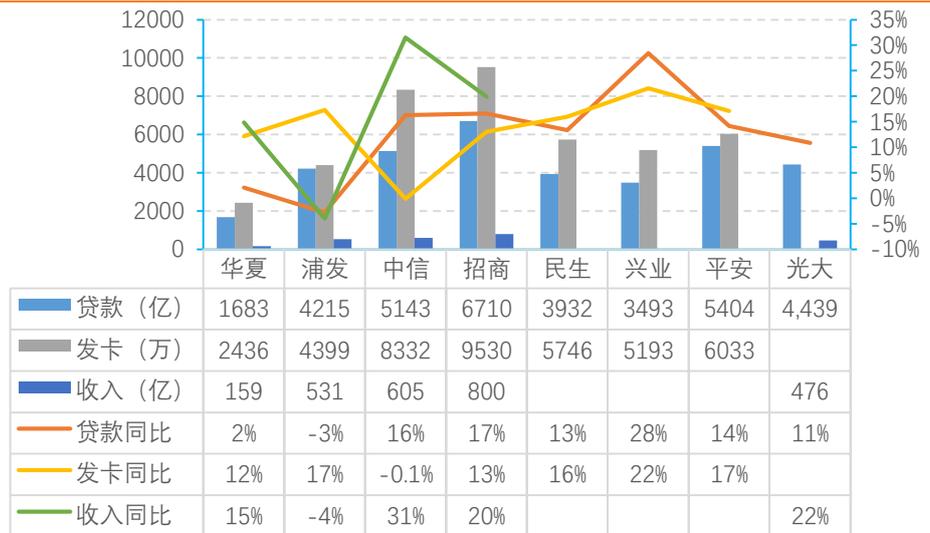
图 28: 华夏银行 19 年贷款中信用卡占比在股份行中最低



资料来源: WIND, 天风证券研究所

信用卡业务是其短板。华夏银行信用卡贷款占比在股份行中最低，19 年末仅为 8.99%，这拉低了华夏银行的个贷收益率。华夏银行信用卡累计发卡量、信用卡业务收入等指标也落后于其他股份行。

图 29: 华夏银行信用卡较其他股份行仍有较大空间 (截至 19 年末)

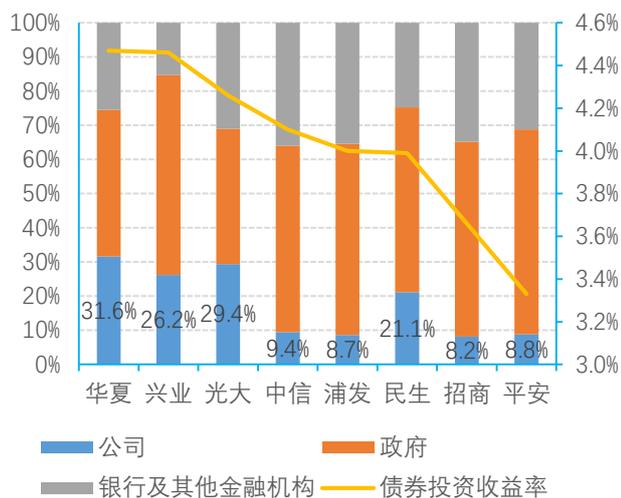


资料来源: WIND, 天风证券研究所

证券投资收益率高主要是公司债券占比高。华夏银行 19 年末证券投资结构中公司债券占比为 31.6%，高于其他股份行——这使其证券投资收益率在股份行中处于领先地位。

图 30: 公司债券占比高的银行证券投资收益率一般较高 (19 年)

图 31: 债券中公司债券收益率较高(中债 AAA 级 1 年期到期收益率,%)



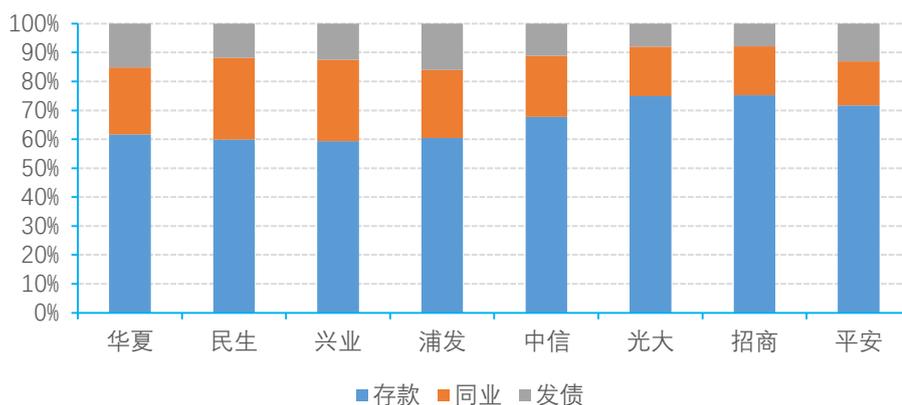
资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

计息负债结构中同业和债券比例较高。截至 1Q20, 华夏银行存款占计息负债比例为 61.64%, 同业负债占比为 23.18%, 发债占比为 15.18%, 同业负债和债券占比在股份行中处于较高水平。华夏银行的存款成本率在股份行中一直处于低位, 仅高于招行; 发行债券成本率 19 年为 3.46%, 较 18 年降低了 0.79 个百分点, 在股份行中仅高于兴业。

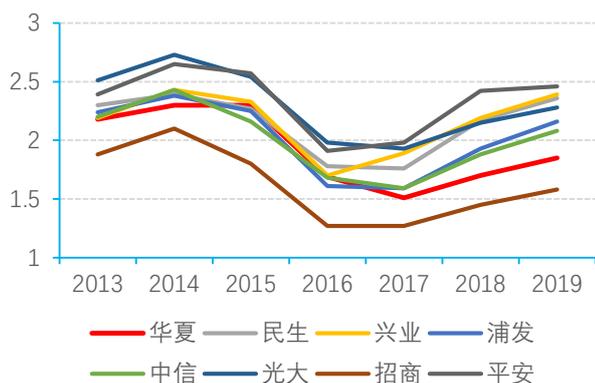
图 32: 华夏银行计息负债结构中同业和债券比例较高 (截至 1Q20)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

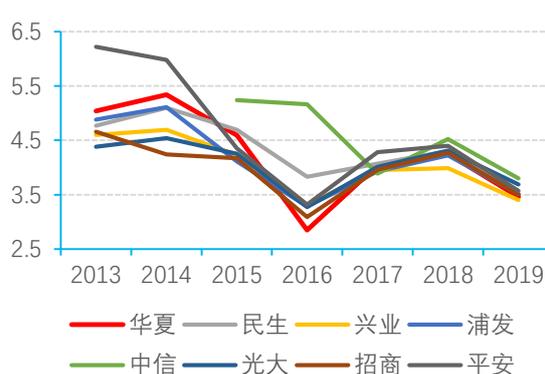
负债结构优化。从结构上看, 华夏银行增加存款和发行债券占比, 1Q20 存款占比较 19 年上升 0.38 pct 至 1Q20 的 61.64%, 发行债券占比较 19 年上升 0.25pct 至 15.18%, 受益于市场利率下行趋势, 成本率有望进一步降低。

图 33: 华夏银行存款成本较低 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 34: 华夏银行发行债券成本较低 (%)



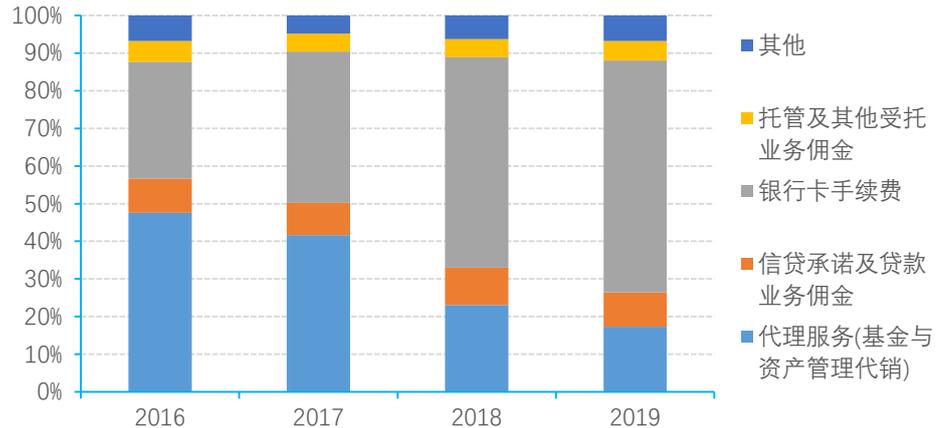
资料来源: WIND, 天风证券研究所

净息差未来或小幅收窄。华夏银行明确要发力零售与信用卡业务，有望提升个贷收益率；负债成本有望维持低位，两端均能减缓净息差下行。

3.2. 非保本理财规模企稳回升，成本收入比逐年下降

银行卡中收持续提升。华夏银行近年来加大零售转型，银行卡中收占比从16年的31%上升至19年的61.6%；信用卡发卡量从18年的2172万张上升至19年的2436万张，增速为12.16%，信用卡贷款总额从18年的1648亿元升至19年的1683亿元，增速为2.08%。

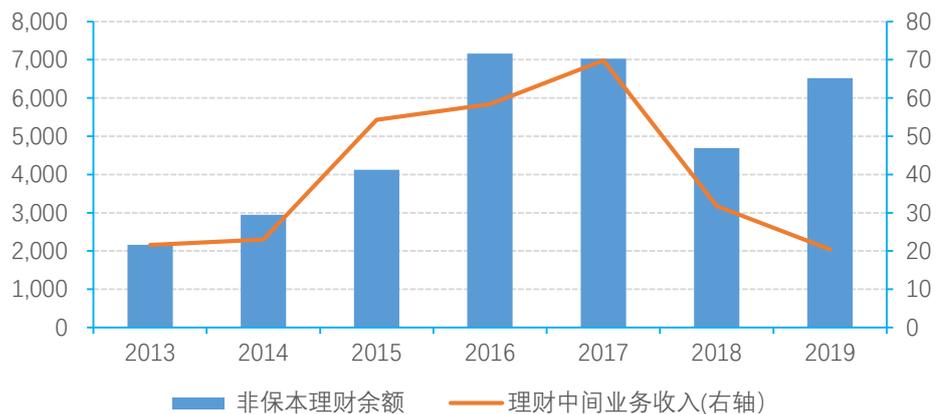
图 35：华夏银行代理服务收入占比下降，银行卡手续费收入占比提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

非保本理财余额企稳，理财收入降幅较大。受资管新规影响，华夏银行非保本理财余额16年开始下降，19年末已企稳回升；但理财收入持续下行，19年实现理财收入20.43亿元，同比18年下降35.71%。华夏理财子公司已获批筹建，预计未来其理财业务收入能维持平稳。

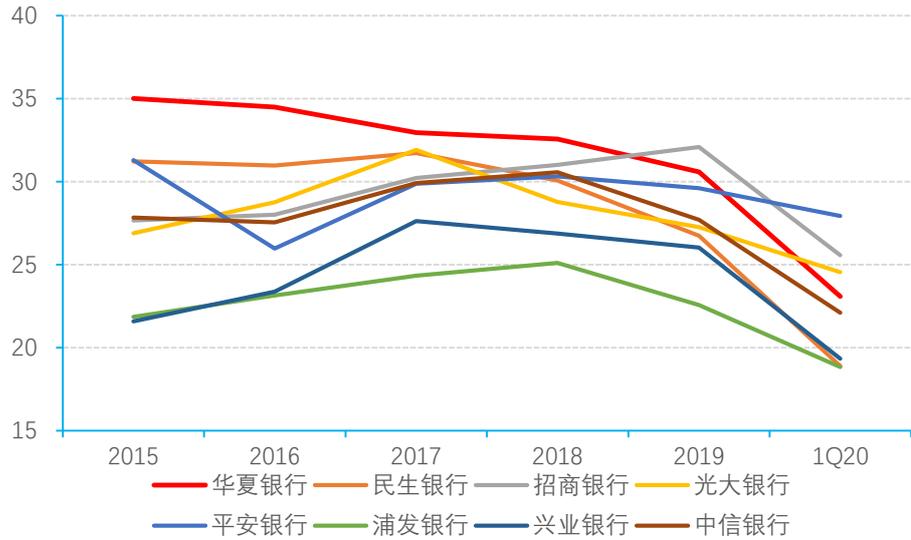
图 36：华夏银行 19 年非保本理财余额企稳回升（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

成本收入比逐年降低，但仍略高于股份行平均水平。华夏银行成本收入比曾一度处于股份行最高水平，近年来其持续推进降本增效和产能提升，加强成本精细化管理，压降刚性运营成本占比，成本结构不断优化，成本管理取得一定成效。其成本收入比从2015年的35.01%下降至1Q20的23.09%，但仍高于股份行平均。

图 37：华夏银行成本收入比逐年降低（%）



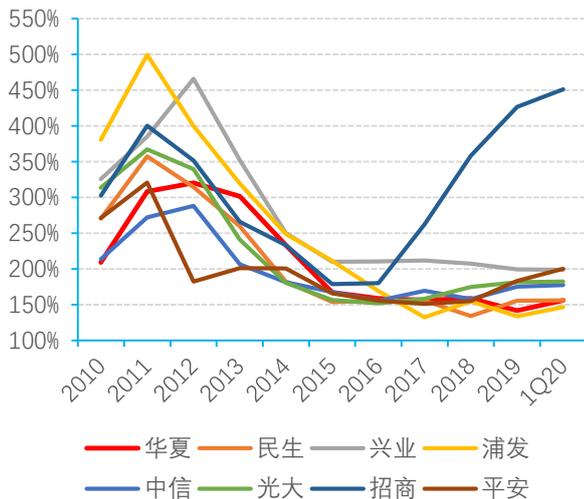
资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 不良包袱逐步出清

4.1. 资产质量有所改善

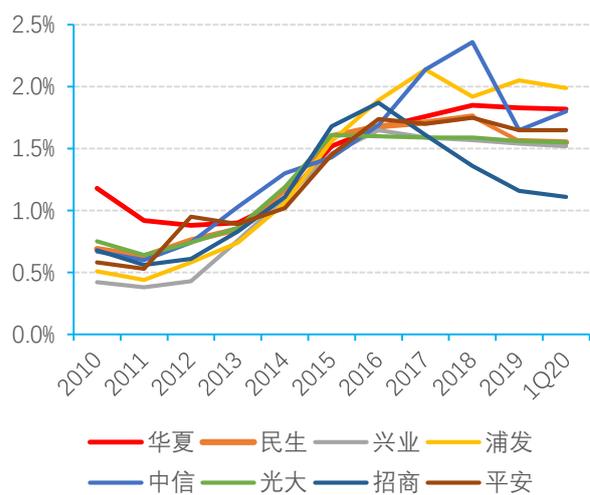
不良贷款率偏高，拨备水平低。华夏银行的不良贷款率从 10 年末 1.18% 上升至 19 年末 1.83%，1Q20 不良率为 1.82%，与此同时拨备覆盖率从 12 年的 320.33% 一路下降至 19 年的 141.92%，1Q20 加大了拨备计提力度，有所回升。按行业划分，不良贷款主要集中在制造业、批发和零售业，19 年末不良贷款余额合计占比达到 53.92%，不良率分别为 5.20%\5.79%，较 18 年分别上升 0.64 \0.26 pct。

图 38：华夏银行拨备覆盖率处于股份行较低水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 39：华夏银行不良率较高

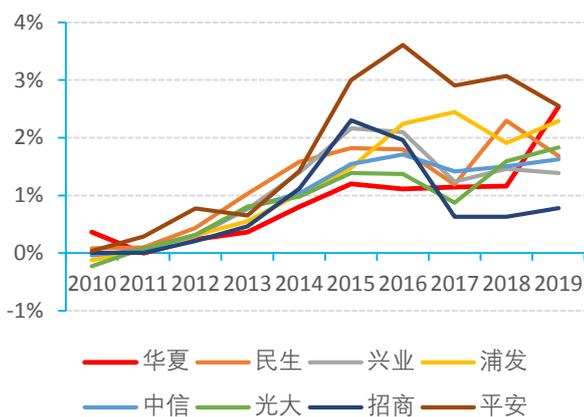


资料来源：WIND，天风证券研究所

不良贷款偏离度高，处于风险加速暴露阶段。华夏银行不良认定曾十分宽松，16 年不良贷款偏离度高达 225%；19 年末降至 100% 以下，但一直处于股份行最高水平，其逾期/（不良+关注）呈同样趋势。近年来华夏银行对不良贷款核销力度十分之大，19 年将逾期 90 天以上贷款都计入了不良，使得不良贷款（加回核销）净生成率大幅上升至 2.54%。

图 40：华夏银行不良贷款净生成率一路上升

图 41：华夏银行加大核销不良贷款力度（%）



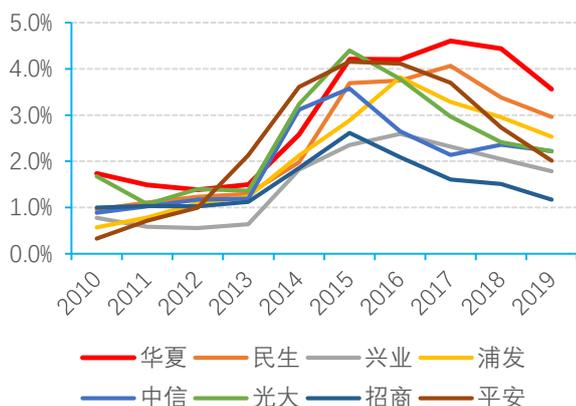
资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

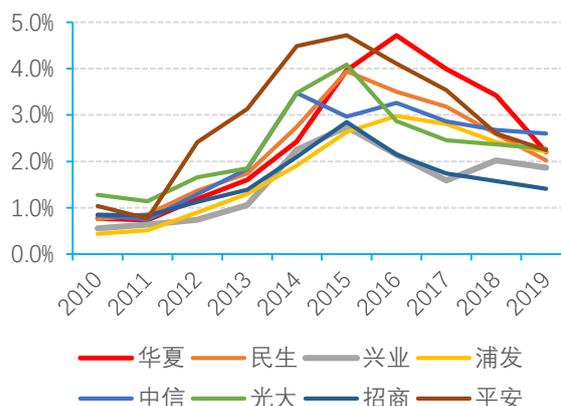
关注类、逾期贷款率在 19 年末双降, 但仍在股份行中处于高位。在加大不良贷款暴露与核销的背景下, 其逾期贷款率连降三年, 从 16 年末的高点 4.72% 下降至 19 年末的 2.20%; 19 年末关注类贷款率 3.56%, 较 18 年末下降 88 bp, 但仍在股份行中处于最高水平。

图 42: 华夏银行关注贷款率居高 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 43: 华夏银行逾期贷款率有所下降 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

华夏银行资产质量指标与行业大体相似。14 年起资产质量有所恶化, 拨备下降。对比经营重心相同的北京银行, 两家银行资产质量变化趋势较为类似。16 年之前华夏银行华北及东北地区不良率持续低于平均不良率, 17 年开始华北及东北地区不良率攀升, 成为华夏不良最高的地区, 19 年京津冀地区不良升至 2.53%。这或与 16 年开始的供给侧改革及环保政策对传统产业占比高的华北及东北地区受影响大有关。

图 44: 华夏银行与北京银行资产质量指标趋势较为接近

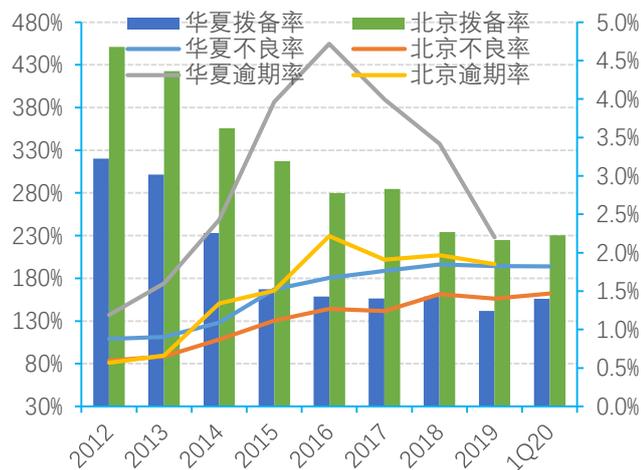
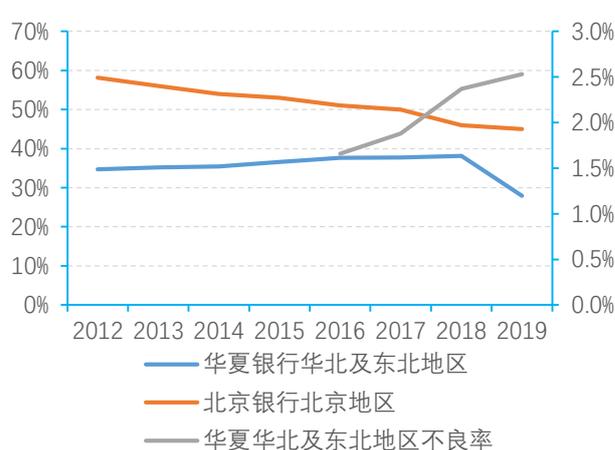


图 45: 华夏银行华北及东北地区 17 年不良率攀升



资料来源：WIND，天风证券研究所

资料来源：WIND，天风证券研究所

4.2. 贷款结构持续优化

贷款结构持续优化。不良高发的制造业+批发零售业贷款合计占比从16年末39.23%压降至19年的27.45%；风险较低的房地产贷款占比从16年末9.55%上升到19年的11.45%，租赁和商务服务业从16年的16.43%扩大到19年的22.39%。

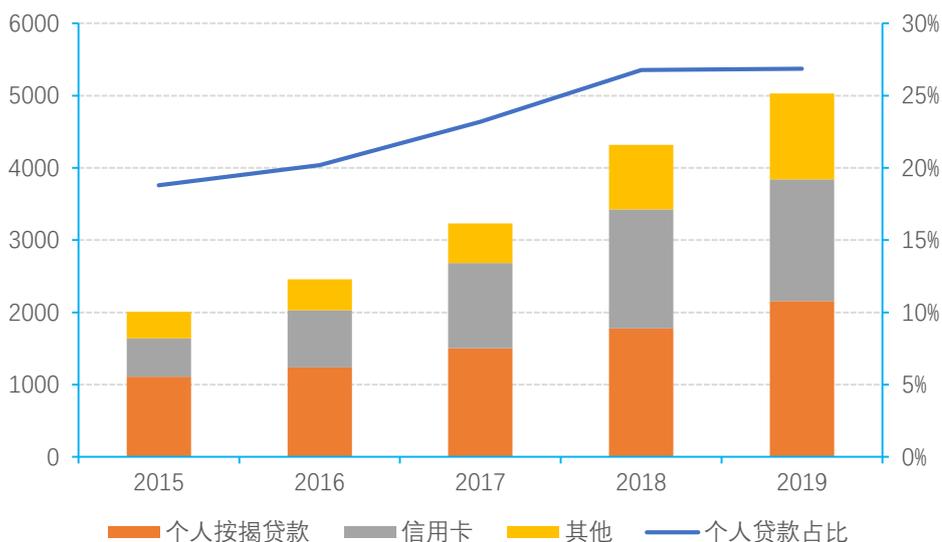
图 46：华夏银行 16-19 年贷款行业成分图



资料来源：WIND，天风证券研究所

持续推进零售转型。华夏银行个人贷款占总贷款比例从15年末18.79%上升至19年末26.86%。其中，信用卡贷款占比从15年末4.95%增至19年末8.99%。

图 47：华夏银行 2015-19 个人贷款结构及占比 (亿元)



资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 投资建议：息差有支撑，资产质量趋稳

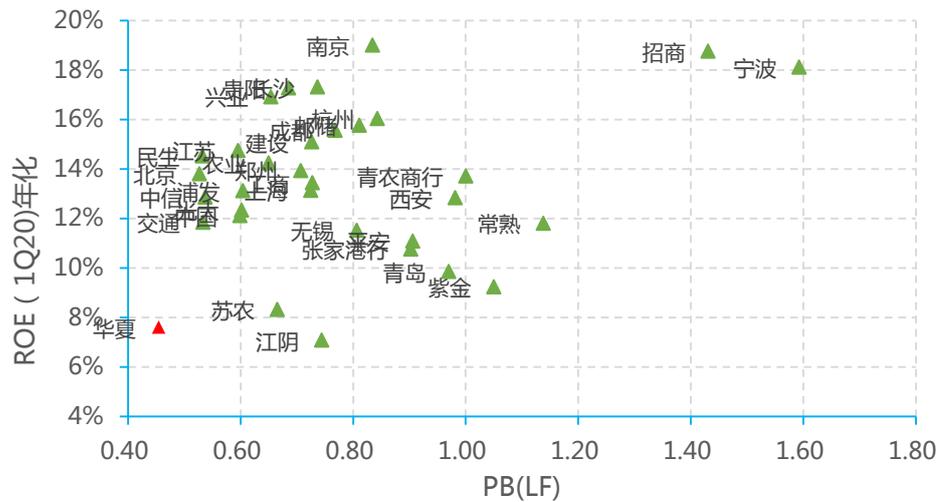
我们对华夏银行未来的基本假设包括：

1、**息差未来下降幅度较小。**资产端：贷款与证券投资占比提升（证券投资中配置较多的公司债券，收益率高），有利于生息资产收益率提升；负债端：华夏银行的存款成本率在股份行中一直处于低位，同业负债占比较高，受益于市场利率下行趋势，未来负债成本率下降空间仍存。整体来看，在行业息差收窄趋势之下，华夏银行净息差未来下降幅度或小于行业平均值。

2、**金融科技加持下的信用卡业务或有所突破。**金融科技助力华夏银行信用卡业绩快速发展，广泛的网点布局及积累的技术优势或可加速其零售转型，带动贷款收益率提升。

3、**不良暴露加速，资产质量趋稳。**伴随着近年加强不良贷款的核销，带来不良偏离度、逾期和关注类贷款的大幅下降，同时压缩对公不良高发行业贷款，向零售转型，资产质量未来或趋稳。我们预测其 20-22 年末不良贷款率依次为 1.81%、1.76%、1.70%。

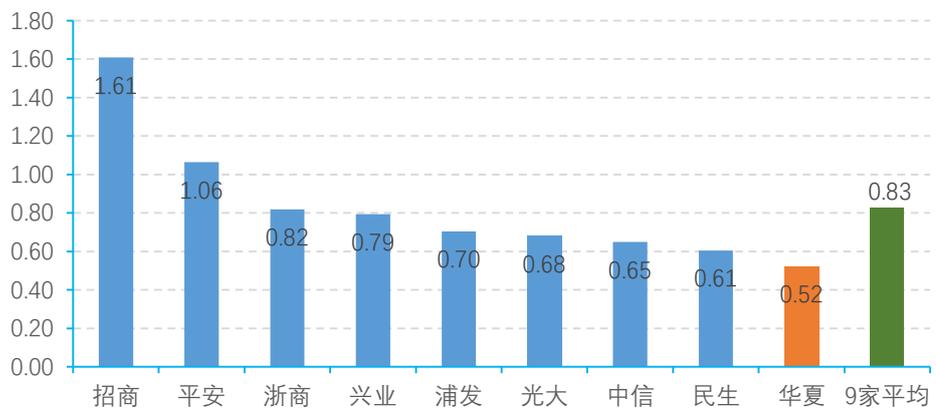
图 48：华夏银行估值低（PB 截至 20 年 6 月 24 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们运用相对估值法对华夏银行进行估值。华夏银行 PB(LF) 截止 20 年 6 月 24 日为 0.45X，在上市股份行中处于低位。上市股份行 20 年 6 月 24 日的平均 PB(LF) 为 0.83X，基于上述三大假设，我们给予其 0.5X 20PB 目标估值，对应 7.49 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图 49：2020/6/28，股份行平均 PB(LF)



资料来源：WIND，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、**负债成本大幅上升**：华夏银行负债成本较低，若大幅上升，息差将大幅下降，导致营收减少。
- 2、**资产质量大幅恶化**：华夏银行不良历史包袱较重，若再度恶化，将严重影响自身发展。
- 3、**公司零售转型不及预期**：华夏银行零售业务在股份行中较为落后，若不及时发力，差距将愈发明显。

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						收入增长					
净利息收入	504	646	733	817	919	净利润增速	5.2%	5.0%	5.7%	6.4%	6.9%
手续费及佣金	178	180	184	189	199	拨备前利润增速	9.3%	21.1%	14.4%	9.0%	9.6%
其他收入	41	21	24	27	28	税前利润增速	2.0%	2.9%	11.8%	6.6%	7.2%
营业收入	722	847	940	1033	1146	营业收入增速	8.8%	17.3%	11.0%	9.9%	10.9%
营业税及附加	(9)	(9)	(6)	(6)	(7)	净利息收入增速	6.5%	28.2%	13.5%	11.5%	12.5%
业务管理费	(235)	(259)	(272)	(305)	(347)	手续费及佣金增速	-3.5%	1.5%	2.0%	3.0%	5.0%
拨备前利润	478	579	663	722	792	营业费用增速	7.6%	10.1%	5.0%	12.0%	14.0%
计提拨备	(211)	(304)	(355)	(394)	(440)	规模增长					
税前利润	268	276	308	328	352	生息资产增速	7.1%	13.2%	12.2%	12.8%	13.3%
所得税	(58)	(54)	(74)	(79)	(84)	贷款增速	15.7%	16.1%	9.5%	10.0%	10.5%
净利润	209	219	232	246	263	同业资产增速	-42.8%	-1.3%	5.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	2.8%	14.3%	20.0%	20.0%	20.0%
贷款总额	16135	18726	20505	22555	24924	其他资产增速	4.9%	-23.2%	7.4%	21.4%	34.3%
同业资产	643	634	666	700	735	计息负债增速	5.4%	12.3%	12.5%	13.3%	14.0%
证券投资	7870	8994	10793	12952	15542	存款增速	4.1%	11.0%	9.0%	10.0%	11.0%
生息资产	26728	30264	33969	38312	43411	同业负债增速	5.0%	30.1%	20.0%	20.0%	20.0%
非生息资产	551	423	454	552	741	股东权益增速	29.0%	23.1%	8.6%	8.4%	8.3%
总资产	26806	30208	33919	38327	43568	存款结构					
客户存款	14925	16565	18056	19861	22046	活期	48.3%	45.2%	45.21%	45.21%	45.21%
其他计息负债	9161	10474	12367	14608	17263	定期	35.1%	36.6%	36.62%	36.62%	36.62%
非计息负债	533	476	571	685	822	其他	16.6%	18.2%	18.17%	18.17%	18.17%
总负债	24619	27515	30993	35155	40131	贷款结构					
股东权益	2187	2693	2926	3173	3437	企业贷款(不含贴现)	70.8%	65.8%	65.76%	65.76%	65.76%
每股指标						个人贷款	26.8%	26.9%	26.86%	26.86%	26.86%
每股净利润(元)	1.36	1.42	1.50	1.60	1.71	资产质量					
每股拨备前利润(元)	3.11	3.76	4.31	4.69	5.15	不良贷款率	1.85%	1.83%	1.81%	1.76%	1.70%
每股净资产(元)	12.81	13.49	14.99	16.58	18.29	正常	93.72%	94.61%	94.68%	94.79%	94.90%
每股总资产(元)	174.21	196.32	220.44	249.09	283.15	关注	4.44%	3.56%	3.51%	3.46%	3.41%
P/E	4.52	4.31	4.07	3.83	3.58	次级					
P/PPOP	1.97	1.63	1.42	1.31	1.19	可疑					
P/B	0.48	0.45	0.41	0.37	0.34	损失					
P/A	0.04	0.03	0.03	0.02	0.02	拨备覆盖率	158.59%	139.97%	135.89%	135.46%	137.95%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.95%	2.24%	2.29%	2.28%	2.27%	资本充足率	13.19%	13.89%	13.80%	13.71%	13.61%
净利差(Spread)	1.80%	2.10%	2.13%	2.12%	2.11%	核心资本充足率	9.47%	9.25%	9.51%	9.73%	9.93%
贷款利率	5.04%	4.96%	5.01%	4.96%	4.91%	资产负债率	91.84%	91.08%	91.37%	91.72%	92.11%
存款利率	1.70%	1.85%	1.87%	1.89%	1.91%	其他数据					
生息资产收益率	4.40%	4.46%	4.52%	4.50%	4.48%	总股本(亿)	153.87	153.87	153.87	153.87	153.87
计息负债成本率	2.60%	2.36%	2.34%	2.32%	2.30%						
盈利能力											
ROAA	0.81%	0.78%	0.73%	0.69%	0.65%						
ROAE	12.08%	10.82%	10.57%	10.14%	9.82%						
拨备前利润率	1.84%	2.03%	2.07%	2.00%	1.93%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com