

积极财政重在基建， 非标通道面临重启

一、上周行情回顾

1、板块行情

上周，银行板块上涨 1.69%，领先沪深 300 指数（0.81%）0.88 个百分点，获得较高的相对收益和绝对收益。随着行业监管从“去杠杆”逐步过渡到“稳杠杆”阶段，银行股右侧投资机会继续巩固。我们在 7 月 10 日提示银行股底部确立以来，银行板块上涨 10% 以上，我们的理由是：估值已经反映了市场最为悲观预期，底部确立，因为测算显示 0.7 倍 PB 隐含的不良率 14%，而行业资本充足率只有 13.68%。

上周，国常会议再次强调财政政策需要变得更加积极，有媒体报道，基建将成为财政政策放松的重点支持领域，而国债和地方政府债券的发行规模预计也将随后跟进。而货币政策尽管在放松，但是不会出现“大放水”而是“精准放水”，而媒体报道央行会将 MPA 监管的系数下调，来降低银行宏观审慎资本充足率的要求，增加银行信贷投放能力，这也是在配合货币政策放松。按照精准放水的基调，银行信贷扩容规模不会太大，我们预计下半年人民币贷款扩容规模预计 1 万亿-1.5 万亿。同时，行业监管政策也在 7 月 20 日正式放松，以理财新规出台为标志，政策基调从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，表外非标将扩容。我们认为：在表外非标扩容的大方向下，由于溢出效应，表外非标的通道业务量将适度增加，因为：其一、银行系资产管理子公司尚未成立，部分非标业务在不具备独立法人条件下，只能借助通道的方式来投放，部分的通道或将重启；其二、之前在严监管去杠杆的背景下，银行委托贷款、信托贷款等通道业务受到严格的限制，而今大资管监管在适度放松，关于大资管行业的配套监管政策势必也将同期有放松，这样才能够实现非标规模的扩容，减轻信用市场过于进展状况，降低信用风险，同时也有助于非标扩容。从而行业面上后续需要关注的是通道业务监管政策上的变化；而宏观面上需要关注的是财政政策未来宽松的路径和方式。如果这两个方面的政策方向日渐明朗，非标的规模开始增加，投资支出开始增加，融资渠道和投资关系都理顺后，市场对经济增长的预期才渐渐开始会有改观。

宏观货币政策和财政政策都在边际宽松，行业监管政策也从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，银行股右侧投资机会来临。请投资者高度重视目前点位的投资价值。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

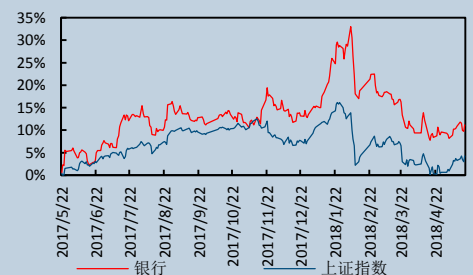
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018 年 07 月 30 日

市场表现



相关研究报告

- 18.01.08 银行业周报 99 期：去杠杆细化政策出台降风险，资金利率全线回落提估值
- 18.01.03 银行业动态：IFRS 9 落地，对银行业影响几何？
- 18.01.02 银行业周报 98 期：流动性至降利率，银行股确定性向上

另外，从国际比较来看，国内银行股估值已处于低位，随着行业景气度回升，银行业 ROE 稳步回升，PB 将逐步提高。我们的测算显示：18 年行业 ROE 合理中枢为 14.5%，对应的 PB 合理中枢为 0.9 倍。目前老 16 家上市银行 18 年 PB 只有 0.75，估值优势显著。

基于以上原因，中长期看好银行板块

2、个股行情

成都银行(7.11%)、上海银行(6.72%)、兴业银行(3.62%)、招商银行(2.59%)排名靠前，无锡银行(-2.65%)、张家港行(-2.75%)、江阴银行(-3.05%)排名落后。

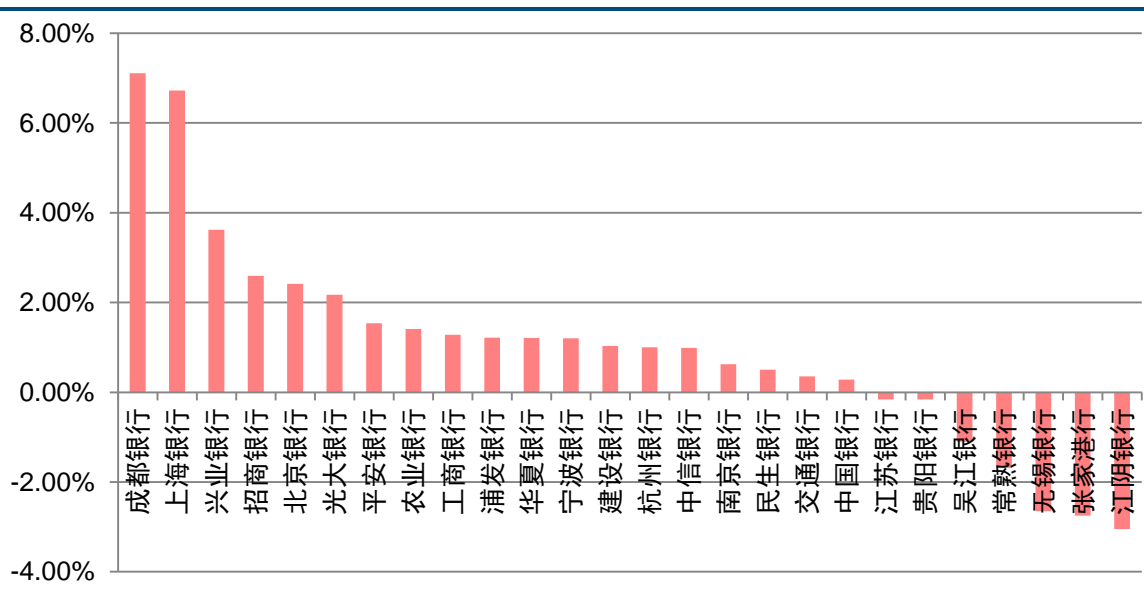
3、每周一股

上周推荐的每周一股：上海银行，涨 6.72%，获得较高的相对收益和绝对收益。推荐理由：半年报显示，公司 NIM 确定性回升，业绩大幅超越市场预期，资产质量改善，ROE 回升。

中长期看好上海银行，主要原因是：其一、贷款占总资产比重将回升。随着金融去杠杆效果的体现，在同业资产和投资类资产的占比将持续下降，带来贷款占比的回升；其二、NIM 回升。随着零售转型加快，消费信贷规模提升，其资产端的收益率也将回升，带动 NIM 回升；其三、中收提高。零售信贷业务大力发展，也将有助于增加中收；其四、信用成本率的下降。不良贷款率和关注类贷款占比较低，资产质量好于同业平均水平；其五、成本收入比的下降。随着成本控制力度的不断加强，其成本收入比将持续改善。

4、银行股周涨跌幅

图表1： 银行股周涨跌幅



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

二、本周专题：杭州银行开启零售金融业务转型，未来成长空间可期

(一) 零售金融业务战略转型已经起步

2017 年杭州银行将零售金融业务定位为公司未来发展的主要根基和战略转型的关键一环，确立了开展实施“消费信贷产品改造”、“财富金融产品改造”、“网点内智能化改造”和“网点外场景化改造”四大工程，努力实现零售金融的线上化、集约化与智能化。公司去年成功上线七大业务平台，切实提升了客户体验，丰富了业务场景，转变了营销模式，零售金融业务的战略转型已经起步。

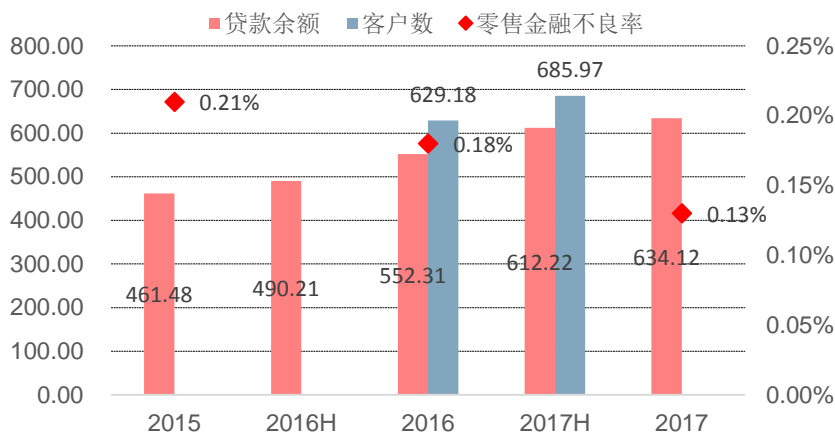
在零售平台布局上，公司已经拥有零售信用贷款线上平台“公鸡贷”，智能财富管理平台“牛大管家”，二手房信息交互平台“喜鹊屋”，信用卡综合分期平台“乐分期”，互联网基金销售平台“神机营”，金融产品促销支撑平台“斑马生活”，触点营销平台“找财猫”，零售智能语音销售平台“百灵鸟”等。这些蓄势待发的智能化、线上化零售平台，以“场景×平台×体验”的新模式构建起零售品牌矩阵。

图表2：杭州银行零售金融转型工作已经开启

	平台	功能定位	特点
消费信贷业务	公鸡贷	零售信用贷款线上平台	囊括各类信用贷款业务，覆盖 5 至 100 万各类客群信贷需求，“扫码销售”的营销创新模式打破条线制约，支持全员营销
	喜鹊屋	二手房信息交互平台	实现 PAD 作业及总行集中录入、中介公司在平台实施查询业务流程节点等功能，有效提升作业效率并降低客户经理操作风险，极大提升了客户体验。
	乐分期	信用卡综合分期平台	嵌入公鸡贷平台，已开发汽车分期、车位分期、装修分期等业务，实现客户线上申请、系统自动授批、银行上门签约、客户自主激活、资金实时到账等特色功能。
财富管理业务	牛大管家	智能财富管理平台	国内首创的客户化理财平台，初步体现了从“产品理财”走向“策略理财”、从“自主理财”走向“专家理财”的“智能化”特色。
	神机营	互联网基金销售平台	全新的互联网基金销售平台，平台以手机客户端为入口，采用全流程纯线上化模式，具备“基金公司专区营销、基金份额授信贷款”两大特色功能，为用户提供基金投资服务。
客户服务	斑马生活	金融产品促销支撑平台	
	找财猫	触点营销平台	
	百灵鸟	零售智能语音销售平台	

资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

截止 2017 年末，公司零售金融业务条线（不含小微）贷款余额达 634.12 亿元，较去年同比增长 14.81%，而其不良率仅 0.13%，较去年末下降 5 个 BP；零售金融客户数将近 700 万户，核心客户近 50%。

图3：杭州银行零售金融业务发展情况（亿元）


资料来源: 中信建投证券研究发展部

（二）公司零售金融业务成长空间较大

我们十分看好杭州银行零售金融业务转型工作开启之后的成长空间，并且认为其零售业务的转型在未来将会有助于帮助公司不良率的继续改善以及息差的提高，从而对业绩和估值均有明显的带动作用。具体表现为：

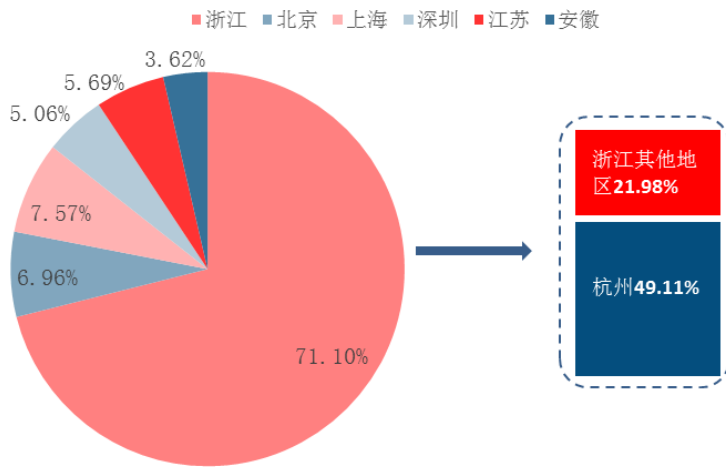
（1）区域优势：杭州市人均可支配收入高

杭州银行的主要业务在杭州市，而杭州市是我国居民生活水平较高的城市之一。2016年，杭州市城镇居民人均可支配收入达 5.22 万元，在全国中重要城市中排第三，仅次于上海和北京两座一线城市；而人均消费支出达 3.57 万元，在全国重要城市中排第五，仅次于北、上、广、深。

此外，杭州银行开展跨区域经营的北京市、上海市、深圳市、南京市、合肥市也均位于中国经济最发达的地区，地区生产总值、人均可支配收入等均位居我国前列。

公司业务重点地域具有大量的高收入人群以及较高的消费支出，结合杭州市拥有阿里巴巴这样的优秀互联网公司，形成了比较完备并超前的信用体系和线上消费理念，我们认为杭州银行在开展零售业务转型战略中拥有明显的区位优势。

图表4：杭州银行贷款投放地区分布（2017）



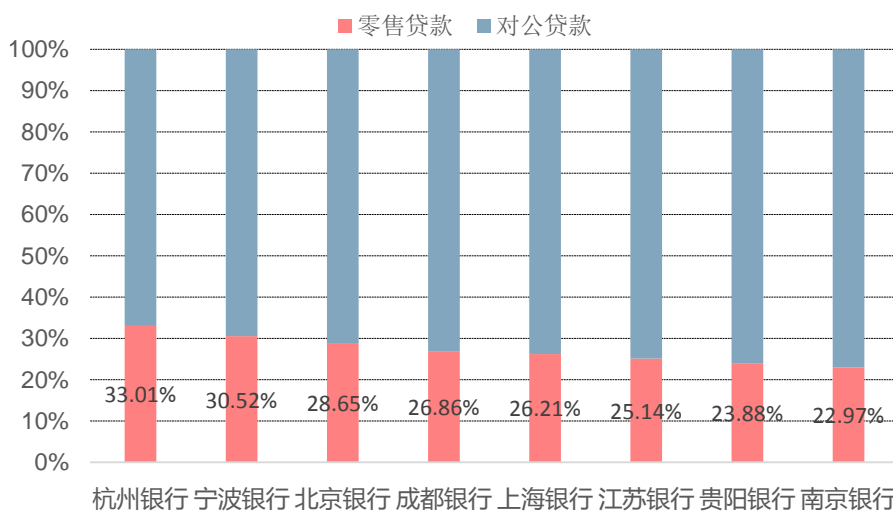
资料来源：中信建投证券研究发展部

（2）基础优势：杭州银行存量零售贷款占比较高

杭州银行的新零售模式转型虽然才刚刚起步，但其零售信贷的底子已经比较雄厚。截止 2017 年末，杭州银行零售贷款占比（含小微）已经达到 33.01%，这一水平甚至要高于城商行中的零售龙头——宁波银行。因此，杭州银行的零售转型底气是充足的。

那么，是什么原因导致了杭州银行零售业务并不如宁波银行“出色”呢？我们认为主要有三方面的原因：一是零售信贷业务息差水平有待提高；二是零售信贷风险还需进一步下降；三是零售中收业务占比还需提高。从下面的分析中我们会分别看到杭州银行在这几个方面均较大的改善空间，结合其零售基础优势，转型成效非常值得期待。

图表5：城商行零售贷款占比



资料来源：中信建投证券研究发展部

(3) 对息差的改善

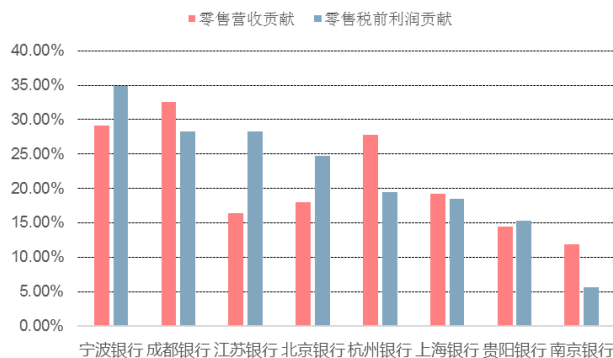
从零售业务对公司整体营业收入的贡献来看，2017 年杭州银行营业收入中来自零售业务的部分占 27.84%，处于城商行中上游水平，但要低于成都银行与宁波银行。结合前面公司零售贷款占比同业最高的实际情况，我们认为公司在零售业务上的息差水平和中间业务收入可能要偏弱。

从各家城商行零售贷款结构上来看，主要分住房按揭贷款、经营性贷款以及消费贷和信用贷等贷款部分。从收益率的角度看，这三项业务的排序应该是“消费贷和信用贷>经营性贷款>住房按揭贷款”，因此我们可以推断消费贷款或信用卡贷款占比较高银行，零售业务的息差水平也会比较高。

实际数据也比较符合我们的推断。我们抛开贵阳银行和成都银行（这两家银行的零售利息收入主要是内部转移利息收入，可比性弱），宁波银行的零售业务息差最高，达 3.39%，同时其个人消费类贷款和信用卡类贷款占零售的比重达 83%，同样的同业最高。此外，还有上海银行和南京银行，均符合“个人消费类贷款占比高，零售息差同样高”的特征。

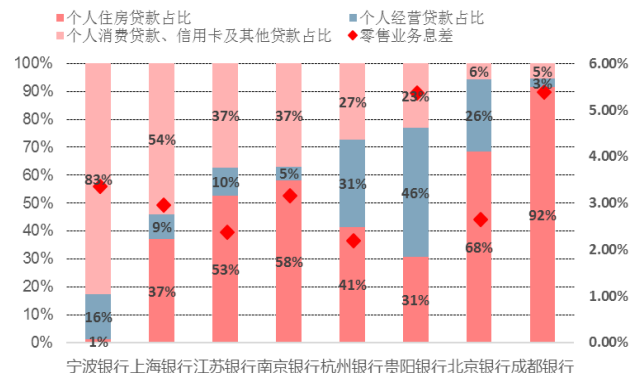
回到我们关注的杭州银行，目前其零售贷款占比分布比较均匀，住房按揭贷款占 41%、经营性贷款占 31%、个人消费类及信用卡贷款占 27%。公司目前按揭贷款占比较高，但消费类贷款占比较低，从而其零售息差仅 2.23%，在同业中最低。这也是公司从 2017 年开始需要进行零售新模式转型的原因之一。在公司“场景×平台×体验”的新型零售模式下，在如“公鸡贷”、“喜鹊屋”、“乐分期”等优秀的消费信贷业务平台的推动下，公司的零售业务资源正在向消费信贷业务倾斜，从而我们认为未来这部分贷款业务占比会提高，零售息差水平也将赶超同业，对公司整体营收贡献增加也将如期而至。

图表6：城商行零售业务对利润和营收的贡献比较（2017）



资料来源：中信建投证券研究发展部

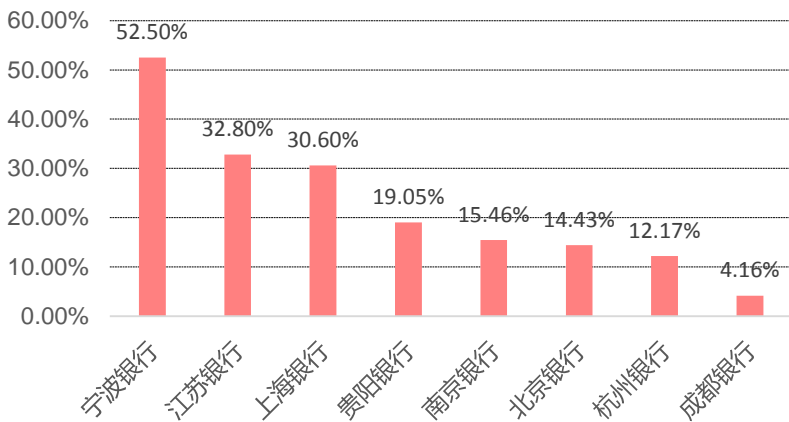
图表7：城商行零售贷款结构分布与息差水平（2017）



资料来源：中信建投证券研究发展部

(4) 对中收的改善

正如上文所述，杭州银行的零售业务重心仍然在于利息收入业务上，而其零售营收中的中间业务贡献仍然较低。2017 年末，杭州银行零售营收中中收占比达 12.17%，在城商行中仅高于成都银行。而同期中，零售业务比较优秀的宁波银行可以达 52.50%。这也意味着，在零售业务中的中间业务收入上，杭州银行还有很大的增长空间，这也是公司在零售业务转型中需要重视的。

图表8：城商行零售业务中间业务收入占零售营收的比重（2017）


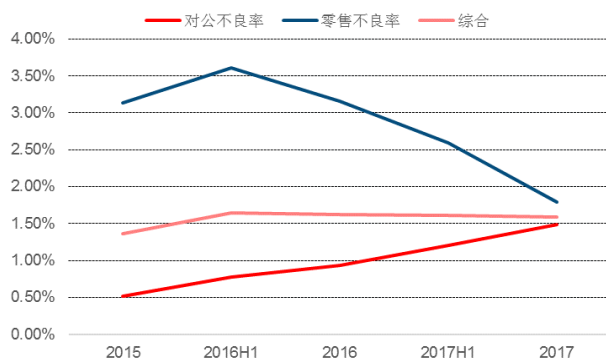
资料来源: 中信建投证券研究发展部

（5）对不良率的改善

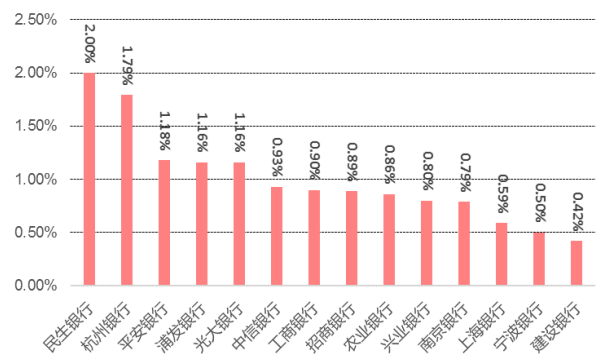
从之前零售业务对公司营收、净利润的贡献图表中我们也可以看到，杭州银行零售业务对营收的贡献在城商行中排第三（27.84%），但对利润的贡献在城商行中排第五，仅为 19.51%。从而，我们也认为，公司可能在零售资产质量控制上还有较多的提升的空间。

我们可以从两个维度来观察杭州银行零售业务的资产质量。一方面从横向同业比较来看，杭州银行零售业务的不良率在上市银行中属于偏高的。2017 年末零售不良率达 1.79%，仅次于民生银行，而其他城商行如宁波银行、南京银行可以为 0.50% 与 0.79%。同处长三角经济区域，杭州银行的零售业务不良率还有比较大的下降空间。另一方面，从纵向趋势分析来看，近三年杭州银行的零售不良率一直在以一个比较大的幅度下降。2016 年中期，杭州银行零售不良率最高在 3.61%，而 2017 年末降到 1.79%，下降了一半之多。同时可以看出，零售不良率的下降才是降低公司整体信贷不良率的源泉。此外，从前文零售金融业务（指纯个人业务，不含小微）的不良率来看，近两三年也从 0.21% 下降到了 0.13%。

我们认为，随着东部沿海地区小微信用风险的逐步出清，杭州银行自身在零售业务中大幅投入，公司零售不良率将继续下降，也将继续带动公司整体资产质量的进一步改善。

图表9：杭州银行对公/零售不良率变化（%）


资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表10：城商行零售业务不良率比较（2017）


资料来源: 中信建投证券研究发展部

三、金融科技专栏：农行发布金融科技创新三年行动计划

近日，农业银行编制印发《中国农业银行金融科技创新三年行动计划（2018-2020年）》，按照短、中、长期规划协同推进的思路，阐明农行2018-2020年金融科技创新工作的指导思想、基本原则、总体目标、主要任务、保障措施等，这是未来三年农行金融科技创新工作的行动纲领和重要依据。

《行动计划》提出：未来三年，农业银行金融科技创新要围绕全行发展战略，以“六维方略”为总纲，以“服务业务、服务基层、服务管理”为根本宗旨，紧抓“安全生产、创新服务、经营管理、技术优化”四条科技工作主线，以市场为导向，以用户为中心，以科技驱动为着力点，以改革创新为抓手，推动业务转型、流程再造、管理变革等，助力农行业务经营发展转型升级。

遵循战略导向、创新引领、科技驱动、业技融合、共享开放、风险可控的基本原则，采取“重点突破、整体提升、积极赶超”策略，打造一个平台，全面提升六项基础能力，逐步深化八大领域应用，支持金融科技技术与金融业务应用场景的快速融合创新，真正推动农业银行的数字化转型。

《行动计划》指出的“打造一个平台”，即打造一个全行统一的金融科技服务平台。“全面提升六项基础能力”，即全面提升人工智能、移动互联、区块链、大数据、云计算、信息安全等金融科技关键技术应用能力，支持金融科技技术与金融业务应用场景的快速融合创新。“逐步深化八大领域应用”，即逐步深化智慧“三农”、智慧零售、智慧网金、智能资管、智能信贷、智能运营、智能案防、智能办公等业务领域应用。

四、市场资金利率跟踪：继续向下，流动性进一步改善

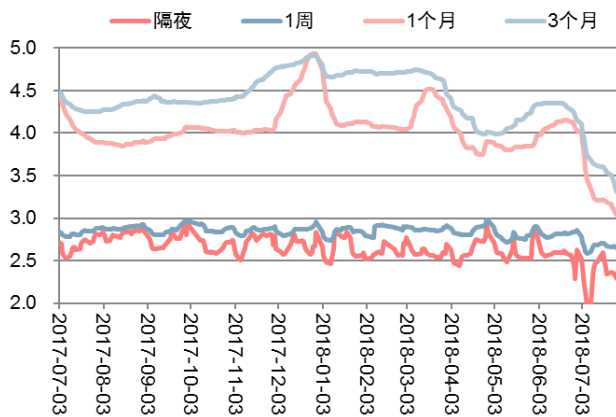
上周，我们观测的Shibor利率继续全部下行。隔夜、1周、1个月和3个月Shibor利率分别下降6.20、2.10、14.80和23.30个BP至2.2840%、2.6540%、3.0350%和3.030%。

银行间同业拆借利率同样也以下行为主。1天、7天和6个月同业拆借利率分别下降6.18、16.54和13.29个BP至2.3349%、3.0374%和3.8671%，仅1个月同业拆借利率上升13.14个BP至2.5763%。

国债到期收益率也是以下降为主。6个月、1年和5年国债到期收益率分别继续下降16.94、12.70和1.88个BP至2.7326%、2.9356%和3.2737%，而10年期国债到期收益率上升1.55个BP至3.5285%。

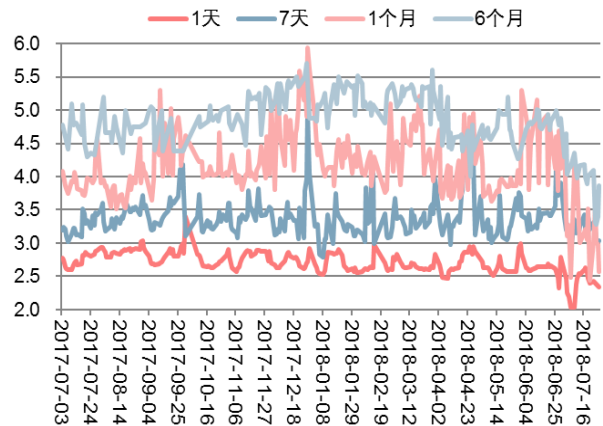
银行理财预期收益率方面，上上周数据显示，1周、1个月、6个月和1年理财产品预期收益率分别下降3.88、1.59、1.32和0.86个BP至3.94%、4.61%、4.82%和4.92%。

图表11: Shibor 利率 (%)



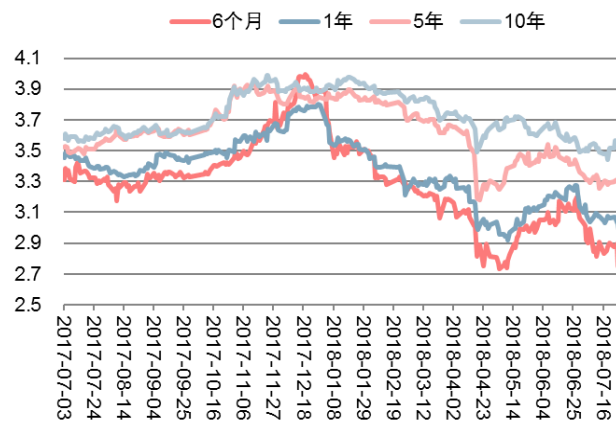
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表12: 银行间拆借利率 (%)



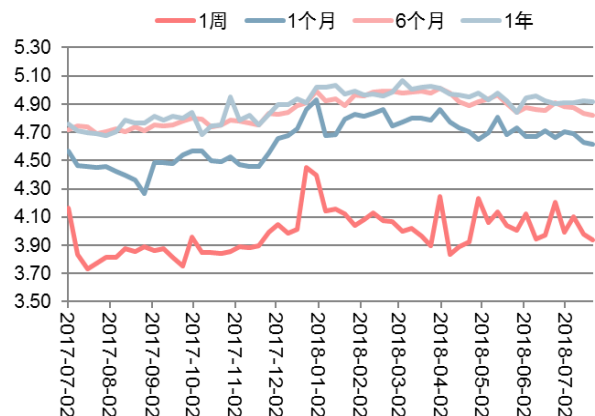
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表13: 国债到期收益率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表14: 理财产品预期年收益率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

五、政策面分析:

(一) 积极财政的可能路径

事件:

7月23日国务院总理李克强表示,要保持宏观财政金融政策稳定,不搞“大水漫灌”式刺激,根据形势变化预调微调、进行定向调控,同时应对好外部环境的不确定性,在合理区间中保持经济运行。其中,重点提及到提升积极财政政策的强度

简评:

我国实行积极财政政策的可能路径有:

1、减税

目标是确保全年减轻市场主体税费负担 1.1 万亿元以上，将企业研发费用加计扣除比例提高到 75% 的政策由科技型中小企业扩大至所有企业适用，初步估测全年可减税 650 亿元。在 9 月底前，要基本完成对已确定的先进制造业、现代服务业等增值税留抵退税返还的 1130 亿元。通过税制改变，优化税收待遇结构，刺激民间投资，以产量为向导的优惠能开拓市场、促进经济持续发展

2、降费

在政府收费方面，有关政府收费的立项、收费标准等都要通过全国人大或省级人大的审批，各级政府应只担执行和管理的功用，不能为收费立项、确定和调整收费标准。订立清晰的收费标准并进行监管，可以减少当中乱收费的问题，规管政府的行为，减轻企业及个人在缴交费用方面的负担，增强投资积极性

3、专项债券发行和使用

加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用进度，推动在建基础设施项目。国债资金对民间资本有引导作用，推动在建基础设施的发展，完善经济发展配套，优化投资环境，并加强不同地区之间的经济互补性，拉动民间投资的增长。而我国积极财政政策亦可能加强债券发行和使用的监督管理，提高其使用效益。

4、财政贴息

在市场经济下，我国可通过财政贴息来支持政策性融资，间接拉动与引导特定产业的发展。国家财政对使用某些特定用途的银行贷款的企业，为其支付全部的或部分的贷款利息，减轻企业发展的成本，提高企业向银行借贷的意向。

(二) “大放水” 还是 “小放水” ？

1、政策梳理

货币政策：3 次定向降准释放 1.55 万亿基础货币；扩大 MLF 担保范围，额外给予 MLF 资金，用于支持贷款投放和信用债投资；7 月 23 日，央行通过 MLF 实现净投放 5020 亿。

财政政策：“更加积极”，聚焦减税降费、加快今年 1.35 万亿元地方政府专项债券发行和使用精度、完成先进制造业现代服务业等增值税留抵退税返还。

监管政策：《资管新规执行细则》和《理财新规》的出台对《资管新规》中一些未明确的内容做了适当放松。

2、政策比较

7 月 23 日召开的国常会上，货币政策和财政政策均释放出了更为宽松的信号，这让人们不禁联想是否又是一次大放水要来了。我们从以下几个方面将本次宽松与 08 年的“大放水”进行对比：

目的不同：08 年的大放水首要目的是刺激经济；而此次适当宽松则是为了应对中美贸易战可能带来的负面冲击以及大资管新规落地对信用市场流动性带来的负面冲击。目的的不同决定了此次宽松不可能是一次“大放

水”。

手段不同：08 年货币政策方面降准配合降息实行大放水；财政政策方面投放 4 万亿、扩大政府购买、重点扶持的企业也呈现出“大水漫灌”的特点，因此许多资源流向了产能较为落后的产业。而现阶段的货币政策只有降准并无降息，财政政策也更加强调减税降费以及中小企业和先进产业的扶持。与 08 年相比，现阶段的政策力度更温和、流向更精准。

环境不同：从内部环境来看，08 年我国 M2 仅 40 万亿左右，4 万亿的投放相当于 M2 的 10%；而现阶段我国 M2 超过 170 万亿，很难再达到 08 年“大放水”的效果。从外部环境来看，美元进入加息周期，“大放水”会导致资本外流，因此现阶段也并无支持“大放水”的外部环境。

3、结论

结合上述比较，现阶段的宽松与 08 年的“大放水”，无论是目的、手段还是内外部环境均有显著不同，因此我们认为，现阶段政策的边际宽松不仅不是“大放水”，而且还是一次“精准放水”，更有利于经济的长远健康发展。

六、行业面分析：

（一）基金 2Q18 持仓分析：二季度银行股低配

事件：

持有 26 家上市银行股的总市值占重仓股持股总市值比重为 4.4%，较 1 季末下降 2.0 个百分点，银行板块连续 7 个季度加仓之后首度减仓。

简评：

银行业持仓比重下降，处于低配水平

截至 2018 年 7 月 20 日，A 股基金半年报已发布完毕。2 季末基金重仓股配置中，持有 26 家上市银行股的总市值占重仓股持股总市值比重为 4.4%，较 1 季末下降 2.0 个百分点，银行板块连续 7 个季度加仓之后首度减仓。就个股来看，2 季度仅有上海银行获得了增配，贵阳银行的持仓占比基本环比持平，其余重仓银行的持仓比例较 1 季度均有不同程度下降，其中 1 季度增持比例较高的工商银行和招商银行在 2 季度仓位占比下降较为明显。从基金重仓持有数量上来看，仅有上海银行和江苏银行的持股基金数量增加，而减持基金数最多的三家为平安银行、招商银行和农业银行。

自 2 月以来，市场受国内经济及金融监管影响担忧情绪加重，银行股持仓比例从高位回落，从持仓比例来看，目前银行板块处于低配状态，低于历史中值。仓位调整变化也体现了对于经济情况和银行资产质量预期较为悲观，板块的配置意愿减弱。

七、公司面分析：

（一）宁波银行 2018 年半年报业绩快报简评：《ROE 持续提升领跑行业，不良率继续下降业内最低》

事件：

7月26日，宁波银行发布2018年半年报业绩快报，其中营收同比增长9.79%，归母净利润同比增长19.64%。

简评：

1、营收增速加快，盈利能力进一步增强

2018年上半年，公司实现营收135.22亿元，同比增长9.79%，二季度单季同比增长17.98%，较一季度提高15.68个百分点。

实现归母净利润57.01亿元，同比增长19.64%，二季度单季同比增长19.97%，较一季度提高0.36个百分点。

年化加权平均ROE为21.13%，较去年同期提高0.82个百分点，EPS、BVPS分别为1.12元、11.73元，分别高出去年同期和年初水平0.18元、1.42元。

2、资产质量持续改善，拨备覆盖率进一步提高

截止二季度末，公司不良率为0.80%，在一季度末0.81%的基础上再次下降1个BP。同时逾期90天贷款占比为0.58%，比年初下降了6个BP。从而逾期90天比不良贷款的“剪刀差”为72.5%，比年初下降5.55个百分点。

此外，公司二季末拨备覆盖率达499.32%，比年初和一季末分别高6.06、0.67个百分点。但拨贷比为3.98%，要比年初和一季末低0.06个百分点。拨贷比等于不良率乘上拨备覆盖率，因此以上变化表明：公司上半年新增贷款的不良率明显要低于存量不良率，同时公司目前拨备覆盖率将近500%，已经遥遥领先其他上市银行。我们预计在公司资产质量保持如此优秀的情况下，未来大幅计提拨备的必要性下降，从而业绩增长有望迎来更大水平的释放。

3、二季度存款增速放慢，而贷款增速加快

截止二季度末，公司总资产达10764.18亿，比年初增长4.30%；存款规模达6378.64亿，较年初增长12.85%；贷款规模达2790.87亿，较年初增长9.50%。

二季度单季公司存款环比增加44.59亿，增速0.70%，增加规模和速度均要低于一季度（681.52亿和12.06%），也要低于去年同期水平（140.27亿和2.59%）。

二季度单季公司贷款环比增加335.28亿元，增速9.70%，增加规模和速度均要高于一季度（133.59亿和4.02%），也要高于去年同期水平（108.69亿和3.59%）。

以上结果表明，公司二季度新投放的信贷规模在加快，但存款增长确实存在压力，增速在放缓。但总体上，

上半年存款规模增长仍是要快于贷款规模的，从而负债端压力并不大。我们认为，随着下半年流动性的继续改善，存款增长和贷款增长均有望继续提升，对整个息差将会有较为明显的帮助。

4、投资建议

我们持续重点推荐城商行重点零售龙头——宁波银行，认为其具有“高成长、高 ROE、低不良、零售端优势显著”的特征。主要推荐理由：

其一、今年年初 100 亿可转债成功发行，今年可转股后补充核心一级资本，全部转股后预计提高核心一级大约 2%；而且还有 100 亿定增在筹划中，这两项再融资完成后可满足未来 3 年左右资本金。

其二、强劲的零售业务优势和严格的风控始终是其最大的核心竞争力，18Q1、Q2 持续下降到 0.80%，就是一个佐证。

其三、拨备覆盖率将近 500%，全行业内最高，未来释放业绩足够有实力

我们预计公司 2018 年、2019 年营收将同比增长 16%、16%，净利润同比增速 23%、26%，EPS 为 2.26、2.85，BVPS 为 13.83、16.49，对应的 PE 为 7.46、5.92，PB 为 1.22、1.03。买入评级。

（二）招行 2018 年半年报业绩快报简评：《不良继续下降，非息收入增长加快》

事件：

7 月 24 日，招行发布 2018 年半年度业绩快报公告，其中营收同比增长 11.47%，归母净利润同比增 14.00%。

简评：

1、业绩增速进一步提高，盈利能力进一步增强

2018 年上半年，公司实现营收 1258.31 亿元，同比增长 11.47%，增速比一季度（7.4%）提高了 4.07 个百分点，提速相当明显，预计在老 16 家上市银行中领先。同时，实现归母净利润 447.56 亿元，同比增幅 14.00%，增速比一季度（13.50%）进一步提高了 0.5 个百分点，与其他老 16 家上市银行的业绩优势进一步巩固。

在收入结构上，公司上半年利息净收入同比增长 7.81%，与一季度增速相比下降了 0.85 个百分点，在生息资产规模正增长下，预计二季度公司息差要略低于一季度；非息收入同比 17.65%，增速较一季度大幅提高 12.31 个百分点，同时对营收的贡献达 39.26%，分别高出去年末和一季末 4.83 和 1.15 个百分点。

此外，公司盈利能力进一步增强。上半年加权平均 ROE 达 19.58%，较去年同期增加了 0.47 个百分点，较一季度增加了 1 个百分点。EPS 为 1.77 元，BVPS 为 18.56 元，均高于去年同期水平。

2、资产质量继续小幅改善，预计拨备计提力度有所加快

截止 2018 年二季度末，公司不良率达 1.43%，较去年末下降 0.18 个百分点，较一季末继续下降 0.05 个百分点，虽然环比变动不大，但继续改善的趋势值得肯定。

公司的资产质量在股份行中是最低，拨备覆盖率在股份行中最高。从业绩增速上来看，与一季度先比，利润增速的提高要小于营收的提高，因此我们推断二季度公司在拨备计提上加大了力度，预计整体拨备覆盖率将会是超过 310%。这有助于公司未来继续加快不良资产的处置，并保证了业绩高增速的可持续性。

3、贷款占比提升，存款占比稳定，全年息差有望保持回升

2018 年上半年，公司贷款较去年增加了 8.77%，而总资产增加了 3.76%，从而贷款占总资产的比重从去年末的 54.22% 提高到 59.34%，这也高于一季末的 56.84%。这意味着在资产端，公司的综合收益率将会有比较大的上升。

在负债端，公司存款较去年末提高 4.76%，快于总负债（3.70%）1 个百分点左右，存款占比为 70.62%，与去年末（69.90%）、一季末（70.69%）基本持平。由于公司活期存款占比要达 63% 左右，因此，我们预计公司负债端压力与同业相比较轻。

综合分析，在下半年流动性边际改善下，我们认为公司 2018 年整体息差水平仍要高于 2017 年。

八、上市公司动态

图表15： 上周上市公司动态信息

公司	内容
中国银行	<ul style="list-style-type: none"> 向国家融资担保基金有限责任公司出资，出资金额 30 亿元人民币。 与南非报业集团签署《银团贷款协议》，将向南非报业集团提供总金额 1.7 亿美元、期限 5 年的流动资金贷款。
建设银行	<ul style="list-style-type: none"> 全面启动“劳动者港湾”建设工作，进一步推进网点服务资源对公众开放，打造服务民生的新品牌。与南非报业集团签署《银团贷款协议》，将向南非报业集团提供总金额 1.7 亿美元、期限 5 年的流动资金贷款。
工商银行	<ul style="list-style-type: none"> 向国家融资担保基金有限责任公司出资，出资金额 30 亿元人民币。
农业银行	<ul style="list-style-type: none"> 向国家融资担保基金有限责任公司出资，出资金额 30 亿元人民币。 出台《关于进一步深化小微企业金融服务的实施意见》，推进小微企业金融服务迈上新台阶。
浦发银行	<ul style="list-style-type: none"> 推出无界开放银行，实现“服务触点的无界延伸”。 银保监会同意公司发行不超过 400 亿元人民币的二级资本债券，并按照规定计入公司二级资本。
华夏银行	<ul style="list-style-type: none"> 发布全球系统重要性评估指标。 与北京工美集团签署战略合作协议，共同拓展贵金属消费和艺术品服务市场，为消费者提供多层面、多渠道的服务。
招商银行	<ul style="list-style-type: none"> 发布 2018 半年度业绩快报。
上海银行	<ul style="list-style-type: none"> 公布了 2018 年半年度业绩快报。报告显示 2018 年上半年实现营业收入 197.50 亿元，同比增长 28.28%； 归属于母公司股东的净利润为 93.72 亿元，同比增长 20.22%。
北京银行	<ul style="list-style-type: none"> 发布“一带一路”专属金融服务“丝路汇通”，涵盖了全球支付、自贸区金融、增信担保等多项服务。
杭州银行	<ul style="list-style-type: none"> 杭州银行实际控制人杭州市财政局本次拟增持的公司股份将不少于 7000 万股。
宁波银行	<ul style="list-style-type: none"> 杉杉股份累计出售所持有的宁波银行 1176.28 万股，占宁波银行总股本的 0.23%。上述股票出售可获得投资收益约 1.88 亿元(税前)。减持后，公司仍持有宁波银行 2.93% 股权。 发布 2018 年半年度业绩快报：归母净利润 57.01 亿元，比上年同期增长 19.64%；不良贷款率 0.80%，比年初下降 0.02 个百分点；拨备覆盖率 499.32%，比年初提高了 6.06 个百分点。
贵阳银行	<ul style="list-style-type: none"> 公司非公开发行优先股的申请获得审核通过。 获准在全国银行间债券市场公开发行不超过 80 亿元人民币的绿色金融债券，募集资金专项用于绿色产业项目贷款。

公司	内容
吴江银行	➢ 修订公司章程获中国银监会核准。
张家港行	➢ 于 2018 年 7 月 31 日上市限售股 947,392 股。 ➢ 发行 25 亿元可转债获证监会通过。
常熟银行	➢ 修订公司章程获中国银监会核准。

资料来源：中信建投证券研究发展部

九、下周需重点关注事情：

- 1、各家银行成立资产管理子公司的最新变化；
- 2、未来几个月信贷扩容情况
- 3、中美贸易战的进一步变化，政策上的相关调整；
- 4、后续继续降准的预期
- 5、积极财政政策上的最新变化。

十、投资建议：

1、本周对银行股的观点：**底部确立，右侧机会。4 季度行情将好于 3 季度；3 季度看政策转向，4 季度看基本面改善。银行股 PB 从 0.7 倍回升到 0.9 倍。**

我们在 7 月 10 日提示银行股底部确立以来，银行板块上涨 10% 以上，我们的理由是：估值已经反映了市场最为悲观预期，底部确立，因为测算显示 0.7 倍 PB 隐含的不良率 14%，而行业资本充足率只有 13.68%。

上周，国常会议再次强调财政政策需要变得更加积极，有媒体报道，基建将成为财政政策放松的重点支持领域，而国债和地方政府债券的发行规模预计也将随后跟进。而货币政策尽管在放松，但是不会出现“大放水”而是“精准放水”，而媒体报道央行会将 MPA 监管的系数下调，来降低银行宏观审慎资本充足率的要求，增加银行信贷投放能力，这也是在配合货币政策放松。按照精准放水的基调，银行信贷扩容规模不会太大，我们预计下半年人民币贷款扩容规模预计 1 万亿-1.5 万亿。

同时，行业监管政策也在 7 月 20 日正式放松，以理财新规出台为标志，政策基调从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，表外非标将扩容。我们认为：在表外非标扩容的大方向下，由于溢出效应，表外非标的通道业务量将适度增加。

因为：其一、银行系资产管理子公司尚未成立，部分非标业务在不具备独立法人条件下，只能借助通道的方式来投放，部分的通道或将重启；

其二、之前在严监管去杠杆的背景下，银行委托贷款、信托贷款等通道业务受到严格的限制，而今大资管监管在适度放松，关于大资管行业的配套监管政策势必也将同期有放松，这样才能够实现非标规模的扩容，减轻信用市场过于进展状况，降低信用风险，同时也有助于非标扩容。

从而行业面上后续需要关注的是通道业务监管政策上的变化；而宏观面上需要关注的是财政政策未来宽松的路径和方式。如果这两个方面的政策方向日渐明朗，非标的规模开始增加，投资支出开始增加，融资渠道和

投资关系都理顺后，市场对经济增长的预期才渐渐开始会有改观。

宏观货币政策和财政政策都在边际宽松，行业监管政策也从“去杠杆”转变为“稳杠杆”，银行股右侧投资机会来临。请投资者高度重视目前点位的投资价值。

在面对外部中美贸易战不确定和国内信用市场过度紧张背景下，国内宏观货币政策和行业监管政策在适度边际上放松，我们认为：政策可足够支持和消化部分的负面影响，而估值也可支撑银行股投资的右侧机会，右侧投资机会不容错过。

银行业行业 1 季度监管数据，表明：行业基本面持续向上。1 季度 ROE 达 14%，环比回升；净利润同比增长 5.86%，环比持平；关注类贷款占比下降，达到 3.42%；行业 NIM 环比下降 2 个 bp，达到 2.08%；不良率环比回升 0.01 个 bp，达到 1.75%，净息差和不良率不佳主要来自农商行的数据不佳所致。

2、随着张家港银行的正式解禁，次新股解禁潮结束，银行次新股将迎来一波不错上涨行情。高估值和解禁压力始终是市场对其诟病的主要方面，但是随着银行次新股第一轮解禁完成，其解禁的压力渐次消除，下次解禁需要到 2019 年，两年后。而且从北京、南京、宁波第一次解禁后的市场表现来看，第一次解禁后，股价都有一波相当不错的上涨行情。我们预计随着上周张家港银行正式解禁，银行次新股全部解禁完后，18 年，银行次新股将迎来一波不错的上涨行情。

3、每周一股：上海银行（半年报显示：NIM 确定性回升，业绩大幅超越市场预期，资产质量改善，ROE 回升）

4、8 月重点推荐：南京银行（市场对非标和债券投资的担忧在逐步下降，NIM 企稳回升带来营收拐点，资产质量优势限制，拨备覆盖率达到 460%，定增完成补充核心一级资本）

5、中长期重点推荐：优质银行股、宁波、南京、平安；大行中重点推荐：工行；银行次新股中重点推荐：上海银行。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2016 年“新财富最佳分析师”银行业第六名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。

方才：毕业于南开大学，金融学博士。2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749zhourei@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249wangjianyf@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313zhaopian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610)8513-0588
传真：(8610)6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621)6882-1612
传真：(8621)6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859