

行业研究/深度研究

2018年09月03日

行业评级:

银行 增持(维持)
银行II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

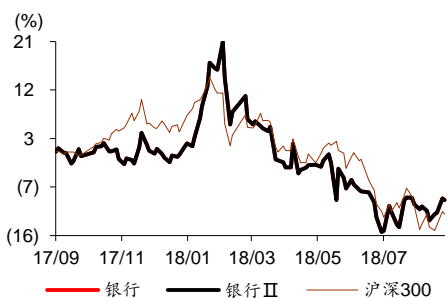
郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《银行/非银行金融: 行业周报(第三十五周)》2018.09
- 2 《民生银行(600016,增持): 规模增速加快, 息差改善明显》2018.08
- 3 《工商银行(601398,增持): 盈利加速释放, 零售贡献提升》2018.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

半年报业绩靓丽, 未来看量价切换

上市银行 2018 年半年报综述

非息收入回暖驱动二季度银行盈利水平提升

上半年 26 家上市银行归母净利润增速为 6.49%, 较一季度+0.89pct。二季度盈利改善主要受非息收入回暖驱动, 其中中间业务收入受银行卡业务快速增长拉动填补资管业务下滑缺口, 另外二季度其他业务中的保险子公司保费收入回暖、衍生金融工具公允价值变动起到正面支撑作用。二季度拨备计提负面贡献有所扩大, 主要缘于上市银行主动加强不良贷款确认与加大拨备计提力度, 行业拨备覆盖率较 Q1 末回升 10pct, 资产质量不改企稳改善趋势。板块估值提升, 精选资本充裕、转型领先个股, 重点推荐招商银行、光大银行, 同时推荐上海银行、平安银行、农业银行、工商银行。

息差走平环境下“以量补价”凸显, 资产结构持续调整

二季度净息差基本持平, 较一季度微升 1bp。二季度生息资产收益率与付息负债成本率与一季度基本持平。息差走平环境下, 上市银行采用“以量补价”策略提振盈利, 资产增速二季度普遍提升。上半年延续严监管环境, 银行持续加强资产负债结构调整, 资产端加大贷款配置, 压降同业资产比例, 受上半年债券行情驱动, 债券投资增速回升, 负债端继续扩大存款负债占比, 但同业负债受二季度以来利率下行驱动配置比例回升企稳。受资产增速提升和资产配置策略偏重影响, 上半年行业资本充足率小幅下降, 但 2017 年以来上市银行加速资本补充进度, 资本充足压力整体较为可控。

中收基本平稳, 费用增速上升

非息收入的增速提升, 主要原因为其他业务净收益、中间业务收入及投资收益的增速上升。受 IFRS9 及投资力度加大的影响, 投资收益增速上升。手续费及佣金净收入同比基本平稳, 增速由负转正, 信用卡及电子银行收入的高增长对冲了理财收入的暂时收缩。信用卡交易额增速较 2017 年提升, 我们预计信用卡仍将是中间业务的支柱。7 月资管新规细则出台, 监管尺度宽松, 我们预计下半年理财业务降幅将收窄。在成本收入比基本平稳的背景下, 上市银行在人员薪酬、科技等方面增加投入, 业务及管理费同比增速上升。

资产质量向好, 部分银行 ROE 触底回升

Q2 末上市银行不良贷款率平均值 1.50%, 较 Q1 末-2bp。信用风险暴露对大部分上市银行影响较小, 主要原因为上市银行客群定位于优质企业, 且资产增速提升对不良率有所摊薄。在银监会 7 号文的促进下, 上市银行主动确认不良, 不良贷款偏离度显著下降。Q2 拨备覆盖率继续上升, 不良处置力度加强。上半年对公资产质量平稳, 零售资产质量稳健改善。受杠杆倍数降低影响, ROE 整体较上年同期下降, 但部分银行在 ROA 强势回升的背景下已实现 ROE 的触底回升。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600036	招商银行	28.29	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	10.18	8.87	7.58	6.41
601818	光大银行	3.73	买入	0.60	0.65	0.71	0.78	6.22	5.74	5.25	4.78
601229	上海银行	11.71	增持	1.40	1.66	2.00	2.42	8.36	7.05	5.86	4.84
000001	平安银行	10.13	买入	1.35	1.44	1.56	1.71	7.50	7.03	6.49	5.92
601288	农业银行	3.63	增持	0.55	0.60	0.65	0.71	6.60	6.05	5.58	5.11
601398	工商银行	5.44	增持	0.80	0.86	0.93	1.02	6.80	6.33	5.85	5.33

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

2018 年半年报概述：半年报业绩靓丽，未来看量价切换	5
上市银行营收与利润增速提升，非息贡献显著改善	6
利润增速归因：二季度中间业务收入和其他业务收入回暖	7
资产结构持续调整，净息差二季度走平	9
非息收入与费用：中收基本平稳，费用增速上升	14
资产质量：不良率整体下行，处置力度加大	18
盈利能力：部分银行 ROE 实现触底回升	22
坚定看好银行基本面向好，精选个股把握中小行	23
招商银行：零售银行龙头，业绩持续亮眼	23
光大银行：息差显著改善，不良贷款处置加快	23
上海银行：规模息差量价齐升，业绩全面释放	24
平安银行：零售转型深入推进，基本面改善显著	24
农业银行：息差优势巩固，资产质量改善较快	24
工商银行：稳健经营核心突出，盈利加速释放	24
风险提示	25

图表目录

图表 1: 上半年营收增速较 Q1 普遍提升	6
图表 2: 各类型银行营收增速: 股份行增速提升显著	6
图表 3: 个股归母净利润增速普遍提升	6
图表 4: 各类银行归母净利润增速变化: 城商行与农商行增速显著	6
图表 5: 归因分析: 生息资产贡献和所得税贡献提升, 非息收入负面贡献收窄	7
图表 6: 大行利润增速提升归因: 其他业务收入贡献最大	8
图表 7: 股份行利润增速提升归因: 其他业务收入与业务费用贡献并重	8
图表 8: 城商行利润增速提升归因: 拨备计提负面贡献扩大	8
图表 9: 农商行利润增速提升归因: 净息差贡献显著扩大	8
图表 10: 个股息差企稳, 呈一定程度分化	9
图表 11: 各类型银行息差变化: 农商行息差回暖较为显著	9
图表 12: 上半年存贷利差和同业利差走阔, 债券利差转负	10
图表 13: 个股资产增速呈现分化	10
图表 14: 各类型银行资产增速: 股份行和农商行显著回升	10
图表 15: 个股贷款增速略微放缓	11
图表 16: 各类型银行贷款增速: 农商行显著上升	11
图表 17: 2018 年上半年新增对公贷款中基建相关行业占比最大	11
图表 18: 2018 年上半年各行业贷款余额占对公贷款余额比例	11
图表 19: 个股存款增速普遍提升, 区域性银行增速显著	12
图表 20: 各类型银行存款增速: 股份行与农商行回升较为显著	12
图表 21: 个股资本充足率普遍下降	12
图表 22: 各类型银行资本充足率: 大行中流砥柱	12
图表 23: 2018 年上半年上市银行资本补充方案最新进展	13
图表 24: 各类上市银行非息收入同比增速: 均显著改善	14
图表 25: 上市银行个股非息收入同比增速: 大部分银行均较 Q1 上升	14
图表 26: 各类上市银行中间业务收入同比增速: 除农商行外均显著改善	14
图表 27: 上市银行个股非息收入同比增速: 大部分银行均较 Q1 上升	14
图表 28: 大行及股份行信用卡累计发卡同比增速: 基本平稳	15
图表 29: 大行及股份行信用卡交易额同比增速: 加快趋势明显	15
图表 30: 大行及股份行信用卡不良贷款率: 略有提升	15
图表 31: 信用卡人均持卡量单季度增量: 2018 年 Q1 及 Q2 较快	15
图表 32: Q2 末上市银行表外理财规模较 2017 年末变化: 大部分下降	16
图表 33: 2018 年董事会通过拟成立资管子公司议案的银行	16
图表 34: 上市银行个股成本收入比: 与去年同期基本平稳	17
图表 35: 各类上市银行管理费用同比增速: 除城商行外持续上升	17
图表 36: 上市银行个股管理费用同比增速: 大部分有所提升	17
图表 37: 各类上市银行不良贷款率: 各类银行均有下降	18
图表 38: 上市银行个股不良贷款率: 大部分银行均较 Q1 下降	18
图表 39: 上市银行个股逾期 90 天以上贷款/ 不良贷款: 大部分银行下降	19

图表 40: 各类上市银行拨备覆盖率: 除股份行外均上升	19
图表 41: 上市银行个股拨备覆盖率: 大部分银行上升	19
图表 42: 2018H1 上市银行不良贷款处置量同比增速: 处置速度整体加快	20
图表 43: 上市银行对公不良贷款率: 稳中有降	20
图表 44: 上市银行信用卡不良贷款率: 保持上升趋势	20
图表 45: 上市银行房地产不良贷款率: 略有上升	21
图表 46: 上市银行零售不良贷款率: 大部分银行下降	21
图表 47: 上市银行信用卡不良贷款率: 大部分银行上升	21
图表 48: 各类上市银行年化加权 ROE: 整体较去年同期下降	22
图表 49: 上市银行个股加权平均 ROE: 大部分银行较去年同期下降	22
图表 50: 各类上市银行年化加权 ROA: 较 2017 年同期稳中有升	22
图表 51: 上市银行个股加权平均 ROA: 基本稳定	22

2018年半年报概述：半年报业绩靓丽，未来看量价切换

A股半年报季结束，上市银行再次交出满意的答卷。2018年上半年26家银行归母净利润同比增长6.49%，二季度单季同比增长7.37%，增速较今年一季度提升1.77pct。以老16家上市银行口径计算，这是自2015年以来第二高的单季利润增长速度，几乎追平去年第二季度的最好纪录。

上市银行利润稳中向好修复了市场对于银行业的预期，其中最大的预期差来自于资产质量问题。虽然二季度信用债违约事件密集发生，但是二季度末上市银行平均不良贷款率1.50%，较一季度末下降2bp，不良贷款率走势和全行业相反。同期行业不良贷款率从1.75%上升到1.86%。上市银行资产质量“逆市”改善得益于三个因素。一是二季度信用风险呈现分化格局，主要发生在中小民营企业集体中，这和上市银行的大中型企业客群定位存在差异。二是虽然监管层指导银行加大不良贷款的确认，但是上市银行和非上市银行相比不良贷款偏离度较低，主动确认行为对资产质量的影响较小。三是上市银行处置不良贷款的手段更为丰富，二季度大多数上市银行消化不良贷款的速度都有所加快。因此当前的信用风险对于上市银行而言仍然属于小幅扰动，对基本面的影响基本可控。

二季度利润增速提升主要受益于非息收入的边际改善。非息收入分两方面看。在手续费及佣金净收入方面，银行业加快向零售业务转型，信用卡发卡量、交易额、分期业务量大增，银行卡收入快速扩张填补了资管业务收入下滑的缺口。在其他业务方面，二季度保险子公司保费收入回暖以及金融衍生工具公允价值增加，支持了营业收入的稳增长。在盈利充裕的基础上，银行按照监管的要求加强不良贷款的确认，适当补充拨备。二季度末上市银行逾期90天以上贷款除以不良贷款的平均比例较上年末下降，资产质量更加真实可信。净利息收入增速较一季度略有下滑，主要因为净息差对盈利的贡献减弱。正如我们中期策略的观点，银行业量价模式开始发生切换，从以价补量转换到以量补价，资产增速开始回升。二季度末上市银行资产同比增长5.79%，增速较一季度末增加8bp。

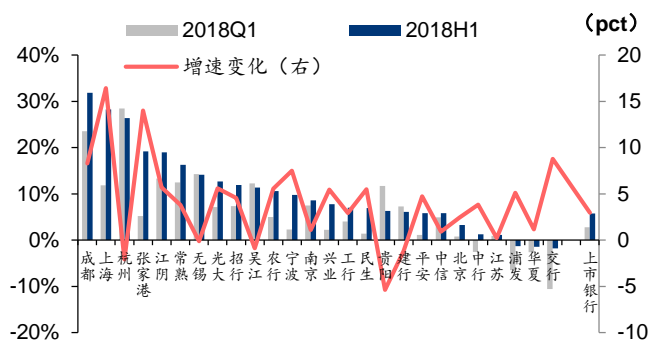
三四季度银行板块的预期差来自规模扩张以及非息收入增长。近期银保监会已经召开会议对防范风险、服务实体等重点工作任务提出要求，我们预计三四季度信贷刺激政策会加快落地。从社会融资规模结构看，6月和7月的贷款增量同比显著增加。宽信用政策将推动银行资产增速进入上升通道。而为平抑实体经济融资成本，银行资产端利率增幅有限，我们预计下半年息差会逐步走平。资产扩张的速度将成为银行利润增长的主要决定因素。在量价切换过程中，非息收入会作为银行稳定营收的压舱石。尤其是在7月针对资管新规的补充通知下发以后，银行被允许在过渡期内发行老资管产品对接非标资产，那么今年资管业务收入降幅有望收窄，有助于营业收入增速走高。

板块估值缓升，精选个股是关键。半年报行情结束后，板块动态市净率回到0.9倍附近。后续银行盈利模式量价切换，保证银行基本面具备持续的驱动力，我们预计利润增速会平稳上升，带动板块估值修复。这是板块估值企稳的核心。个股选择方面，我们预计下阶段宽信用政策对中小行的边际效果更加显著。因为经历了2017-2018年的优先股、可转债等再融资，中小行的资本补充工作基本到位。在2017年连续缩表以后，表内非标和同业资产压降速度减缓，有条件支撑资产再次扩张。宽信用政策可能削弱贷款议价力，而中小行相对差异化的客群定位，也有利于保持息差相对稳定。我们看好资本充裕，转型领先的优秀个股。重点推荐招商银行、光大银行，同时推荐上海银行、平安银行、农业银行、工商银行。

上市银行营收与利润增速提升，非息贡献显著改善

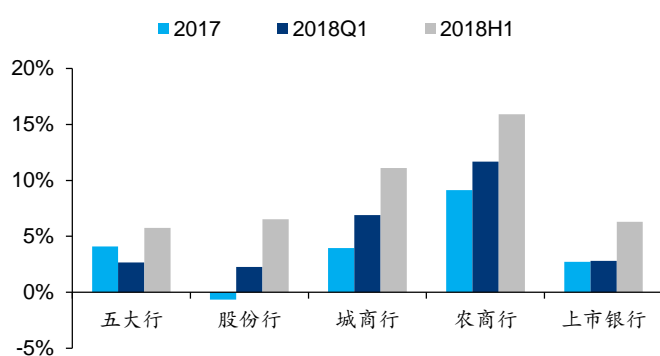
上半年上市银行营业收入增速普遍提升，26家银行上半年营业收入同比增速较一季度21增5减，基本面稳健向好，且主要受非息收入增速提升拉动。按照板块增速由小到大分别为五大行、股份行、城商行、农商行，各类型银行增速较一季度均提升显著。上市银行合计营业收入同比+6.21%，增速较Q1+3.49pct。农行以10.60%的增速在大型银行中领先，光大银行以12.73%增速位列股份行榜首。成都、上海、杭州营收增速居上市银行前三位。

图表1：上半年营收增速较Q1普遍提升



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

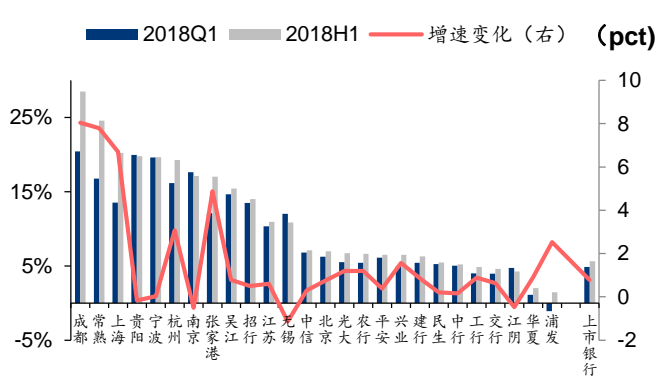
图表2：各类型银行营收增速：股份行增速提升显著



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

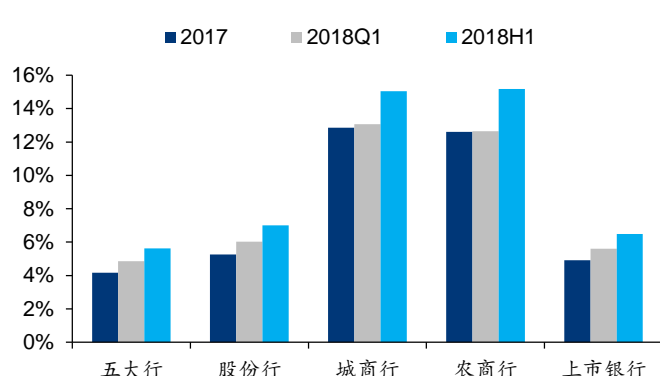
上半年上市银行利润增速普遍提升，个股业绩分化有所缓解，利润增速较Q1有22增4减，增速提升家数较Q1再增3家，其中城商行和农商行利润增速领跑板块。上半年上市银行合计归母净利润同比+6.49%，较Q1+0.89pct。上半年五大行/股份行/城商行/农商行归母净利润分别同比增长5.63%/7.01%/15.04%/15.18%，增速较Q1均有提升。农行、招行、成都、常熟归母净利润增速居同类型银行首位。

图表3：个股归母净利润增速普遍提升



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表4：各类银行归母净利润增速变化：城商行与农商行增速显著



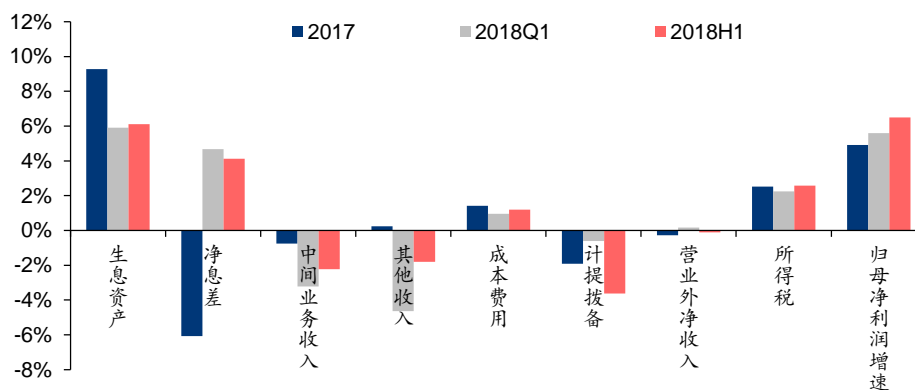
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

利润增速归因：二季度中间业务收入和其他业务收入回暖

我们对利润增长进行归因分析。由于半年报 11 家上市银行采用 IFRS9 会计准则，原部分债权投资资产重分类，致使部分债券投资利息收入在新准则下以非利息收入投资收益方式列报，使得净息差在行业横向与个股纵向上不可比，因此我们将投资收益加回利息收入以可比的全口径净息差来考察行业变化。二季度 26 家银行实现单季 7.37% 的归母净利润增速，较一季度提升 0.89pct。二季度利润增速提升主要受其他业务收入、中间业务收入、所得税贡献提升的带动。其他业务收入贡献提升主要为子公司保费收入同比增加，以及衍生金融工具公允价值变动收益增加影响。中间业务收入贡献加大反映资管新规以来理财规模增速放缓与理财收益下降的负面影响正在逐渐消化，今年 7 月份理财新规的边际放松将进一步缓和银行理财收入减势，并且信用卡等业务收入显著提升有助于对冲理财业务收入萎缩的负面影响，中间业务收入贡献持续修复可期。所得税率贡献加大主要由于上市银行加大对利率债和货币基金等投资配置税盾效应扩大的影响。

对二季度利润增速提升负面影响较大的因素主要为拨备计提和净息差。二季度拨备计提贡献为-6.87%，较一季度下降 6.26pct。二季度拨备计提负面贡献加大，并非资产质量恶化驱动，考虑行业不良率和逾期 90 天以上贷款占贷款比例下降的资产质量企稳趋势，我们认为主要缘于上市银行主观上加大不良贷款确认和拨备计提力度，今年 3 月拨备新规（7 号文）引导银行严格不良贷款确认、加速不良贷款出清，二季度上市银行普遍加强不良贷款确认，降低不良贷款偏离度，从而增加了不良贷款规模，同时又加大拨备计提力度以补充拨备、增强风险抵补能力，该点从二季度拨备覆盖率较一季度环比提升 10pct 得以印证。另一个负面因素为净息差，二季度净息差贡献 4.29%，较一季度比下降 0.38pct，息差贡献下降主要由于息差回升趋势放缓。二季度净息差同比增幅 8bp，较一季度收窄 1bp。

图表5：归因分析：生息资产贡献和所得税贡献提升，非息收入负面贡献收窄



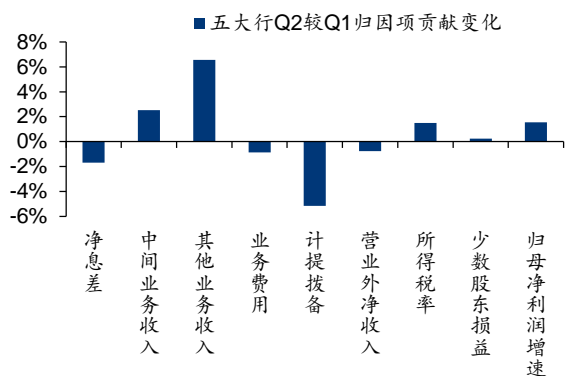
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

五大行归母净利润二季度单季增速 6.38%，较一季度提升 1.54pct，利润增速提升主要受其他业务收入、中间业务收入、所得税贡献率提升的影响，负面影响较大的因素为拨备计提、净息差与业务费用。二季度其他业务收入贡献显著提升 6.56pct，在各类型银行中最为显著，主要受二季度子公司保费收入和公允价值变动收益同比增加的影响。二季度中间业务收入贡献提升 2.53pct，主要是银行卡与结算等中间业务收入增幅对冲理财收入降幅，且理财业务转型过渡期负面效应逐步消化、收入降势逐渐企稳。所得税贡献提升主要为大行加大对利率债投资的免税效应加大影响。拨备计提负面贡献扩大，为大行主动补足拨备所致，五大行平均拨备覆盖率较一季度提升 2.8pct。净息差贡献二季度环比下降 1.69pct，为各类型银行中唯一息差贡献下降的板块，主要由于五大行二季度净息差同比增幅较一季度收窄 3bp，而其他类型银行净息差二季度增幅仍继续扩大。

股份行和城商行归母净利润二季度单季增速 8.01%、16.97%，较一季度提升 1.99pct、3.90pct。利润增速提升主要受其他业务收入增加、业务费用边际收窄、净息差贡献提升的拉动，负面因素主要为拨备计提与所得税影响。其他业务收入增加主要为衍生金融工具公允价值变动收益增加，股份行和城商行二季度净息差同比增幅继续扩大，较一季度同比增幅分别扩大 4bp 和 7bp。二季度拨备计提负面贡献扩大，主要由于拨备新规（7 号文）引导股份行和城商行加强不良贷款确认，不良贷款偏离度普遍下降，为维持并且进一步提升拨备覆盖水平，二季度拨备计提力度显著加大。所得税贡献下降主要为股份行和城商行普遍加大贷款配置，利率债、货币基金等免税效应缩小。

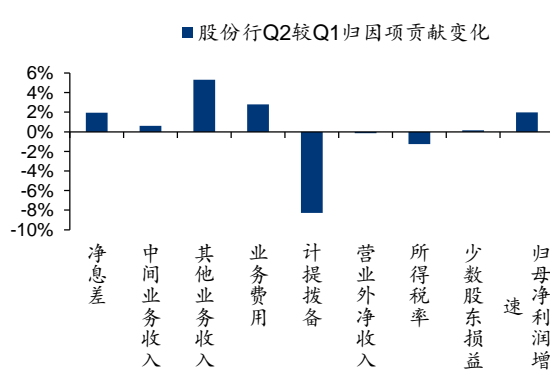
农商行归母净利润二季度单季增速 17.65%，较一季度提升 5.01pct，净息差贡献最大，且在各类银行中息差贡献最为突出，负面因素主要为拨备计提和中间业务收入。农商行中收负面贡献二季度继续扩大，与其他各类型银行中收回暖趋势不同，农商行中间业务结构较为单一，对于理财与非标业务依赖度高，在理财收入萎缩趋势下、未有其他中间业务予以补足，我们认为中间业务仍将是农商行盈利承压点。

图表6：大行利润增速提升归因：其他业务收入贡献最大



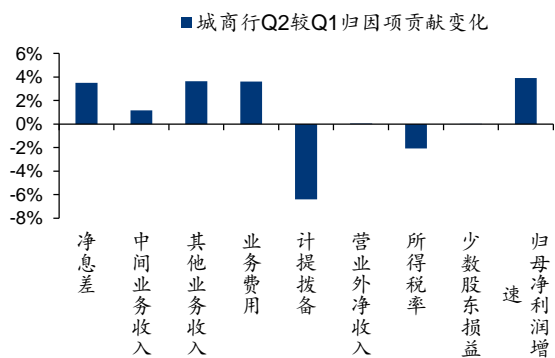
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表7：股份行利润增速提升归因：其他业务收入与业务费用贡献并重



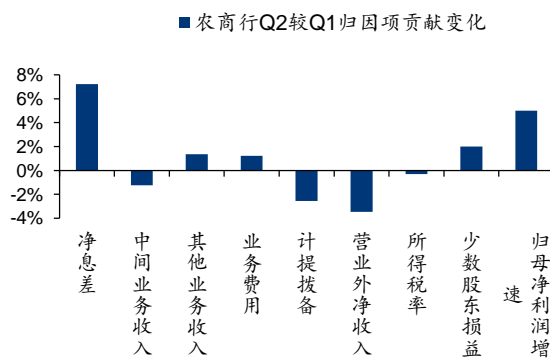
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表8：城商行利润增速提升归因：拨备计提负面贡献扩大



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表9：农商行利润增速提升归因：净息差贡献显著扩大

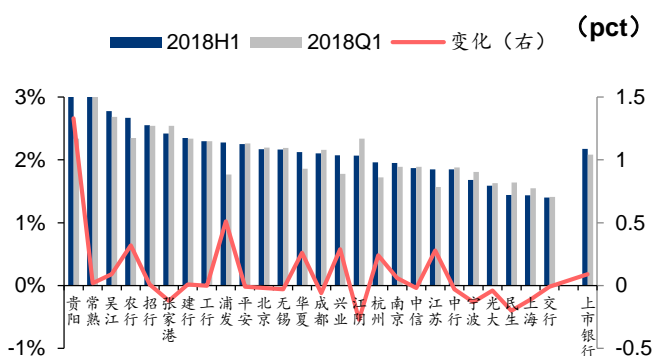


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

资产结构持续调整，净息差二季度走平

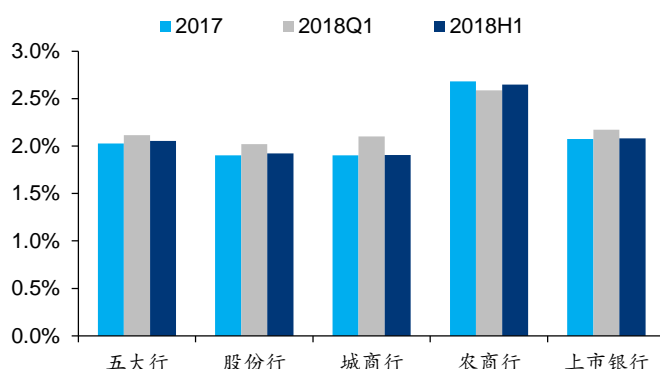
行业净息差二季度走势出现分化，五大行和农商行净息差季度环比上升，但值得注意的是五大行二季度息差同比增幅收窄，而股份行和城商行息差二季度同比增幅回升。根据我们测算，二季度上市银行加回投资收益的平均净息差为2.10%，较Q1+1bp，净息差总体企稳。二季度五大行、股份行、城商行、农商行加回投资收益的平均息差为2.14%/2.04%/1.93%/2.94%，较Q1+2bp/-2bp/-1bp/+35bp。虽然股份行和城商行二季度息差环比下降，但二者息差同比增幅较一季度分别走阔4bp和7bp，回暖趋势较为显著。上市银行二季度加回投资收益的平均生息资产收益率/付息负债成本率为3.99%/2.14%，均与Q1持平。

图表10：个股息差企稳，呈一定程度分化



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表11：各类型银行息差变化：农商行息差回暖较为显著

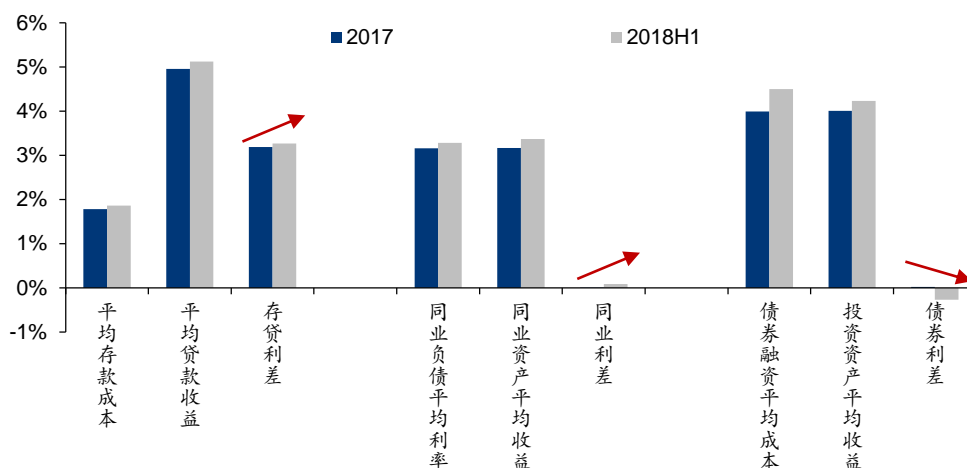


资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

上半年净息差小幅提升5bp，主要得益于存贷利差和同业利差走阔，但债券利差缩窄对息差走阔产生部分抵消。上半年理财规模继续下降，银行为将理财资金转回表内存款普遍采用存款定价提升方式，上半年上市银行存款利差走阔8bp，同业利差较走阔8bp，债券融资成本上半年显著抬升，上半年平均债券利率4.50%，较2017年抬升51bp，债券投资收益上半年虽较2017年提升22bp，但投资收益增幅仍小于债券融资成本增幅。

二季度净息差仅小增1bp，主要由于二季度生息资产收益率与付息负债成本率基本持平，贷款收益微降与投资收益提升相互抵消，存款成本上升与同业及债券融资利率下降对冲影响。以招商银行为例，二季度平均贷款收益季度环比下降5bp，平均投资收益季度环比提升6bp，生息资产收益率二季度较一季度下降2bp，而负债端二季度存款成本上升与债券融资成本下降相互抵消，负债端成本仅上升1bp，二季度利差小幅收窄。管中窥豹，我们可以看到行业在二季度息差承压、非息收入回暖的环境下，净息差的贡献下降也在预期之内，在此背景下行业采取以量补价策略，侧重资产端扩张以提振盈利。

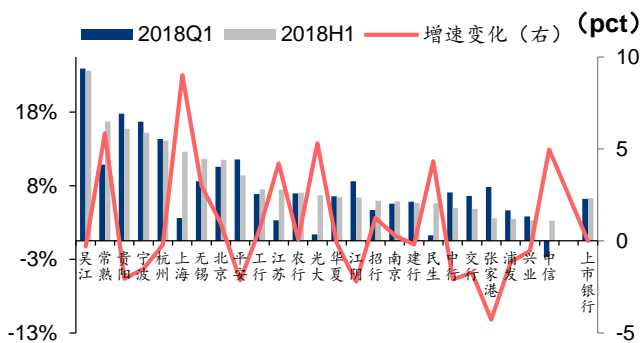
图表12: 上半年存贷利差和同业利差走阔, 债券利差转负



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

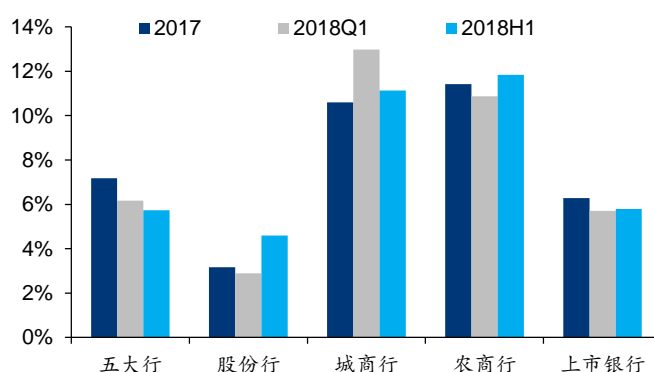
行业资产增速触底反弹, 资产规模贡献开始释放, 其中股份行资产增速触底回升趋势显著。行业资产增速反弹既有 2017-2018 年资本补充方案陆续完成, 行业具备资产扩张空间的有利条件, 同时在二季度息差承压的背景下, 行业具备采取以量补价策略提振盈利的主观需求。上市银行上半年资产增速较一季度 17 增 9 减, 较一季度显著增加。上市银行上半年资产同比增速 5.79%, 增速较 Q1+0.08pct。行业继续分化, 五大行、城商行资产增长继续减速, 五大行、城商行的资产同比增速分别为 5.73%/ 11.13%, 增速较 Q1-0.44pct/-1.85pct, 农商行资产继续扩张, 上半年农商行资产同比增长 11.84%, 增速较 Q1 继续提升, 同时值得注意的是股份行二季度增速触底反弹, 上半年股份行资产同比增速 4.59%, 较 Q1+1.71pct, 回升趋势显著。大行中工商银行以 7.01% 的资产同比增速当先, 股份行中平安银行以 8.90% 的资产同比增速列首。

图表13: 个股资产增速呈现分化



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

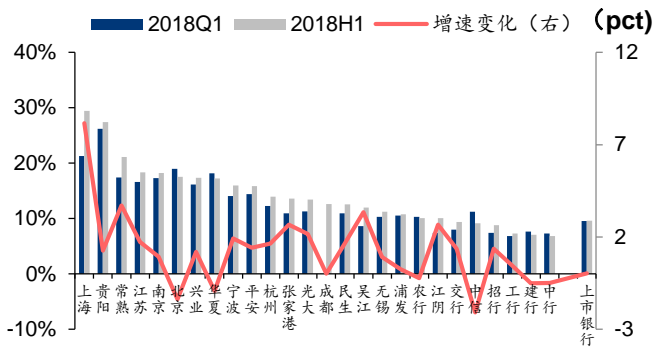
图表14: 各类型银行资产增速: 股份行和农商行显著回升



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

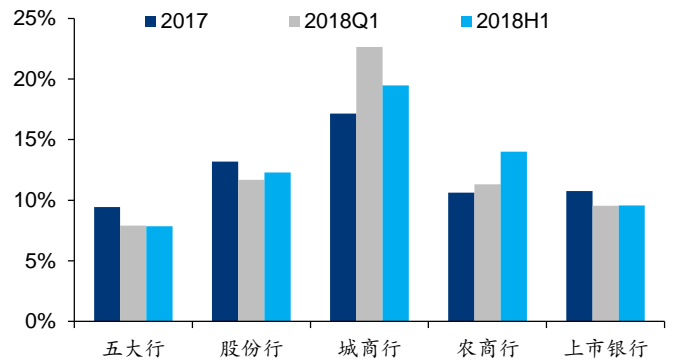
在生息资产的配置上, 上半年仍然坚持增配贷款、降同业思路, 债券投资增速有所回升。上市银行贷款同比增速为 9.57%, 较 Q1+0.03pct。投资类资产增速 4.48%, 增速较 Q1+1.89pct。同业类资产同比增速-4.23%, 下降幅度较 Q1 扩大 1.76pct。上半年各类型银行贷款增速最快分别为农商行、兴业、上海、常熟。金融去杠杆与资管新规驱动融资需求由表外转至表内、由非标转标, 银行持续调整资产结构, 压缩低收益同业资产, 增加贷款配置, 利于生息资产收益率提升。同时上半年债券投资增速回升, 其中五大行二季度增速提升 2pct, 主要为上半年债券牛市行情下加大利率债投资配置, 股份行二季度降幅收窄 3pct, 主要为表内非标投资降幅收窄所致。

图表15: 个股贷款增速略微放缓



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

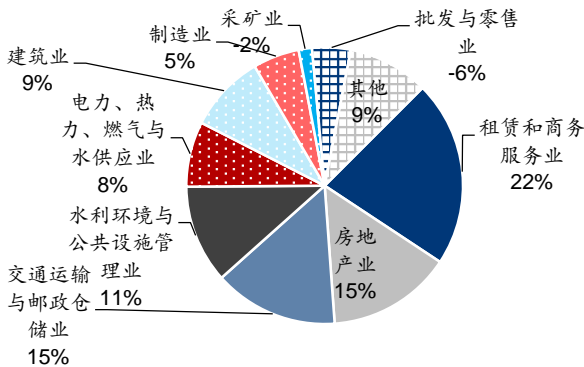
图表16: 各类型银行贷款增速: 农商行显著上升



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

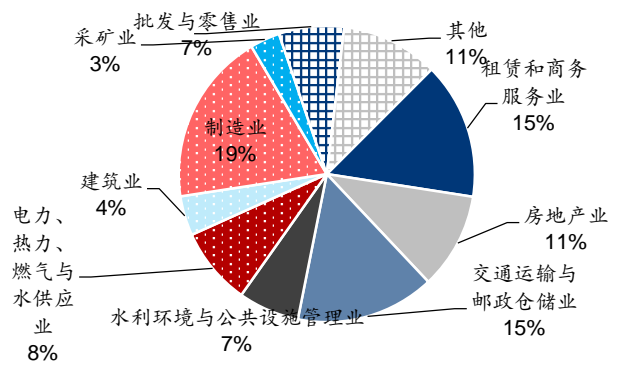
上半年贷款维持向个人贷款倾斜趋势, 但倾斜力度有所缓和, 对公类新增贷款主要投向基建相关行业。上市银行上半年个人贷款同比增速为 15.66%, 增速较 2017 年-6.40pct, 上半年对公贷款同比增速为 6.03%, 较 2017 年-1.82pct。上市银行上半年新增对公贷款中占比最高的行业为租赁和商务服务业、房地产业、交通运输业、水利环境与公共设施管理业以及建筑业, 其中基建相关行业(租赁和商务服务业、交通运输业、电热燃气供应业、水利公共设施管理业)新增贷款占对公新增贷款比例达 63.11%, 为上半年新增对公贷款主要配置领域。

图表17: 2018年上半年新增对公贷款中基建相关行业占比最大



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

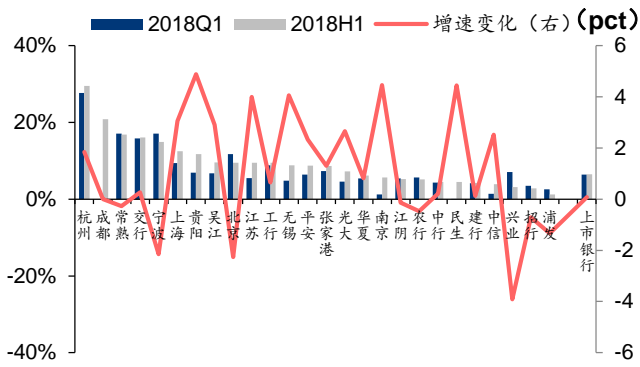
图表18: 2018年上半年各行业贷款余额占对公贷款余额比例



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

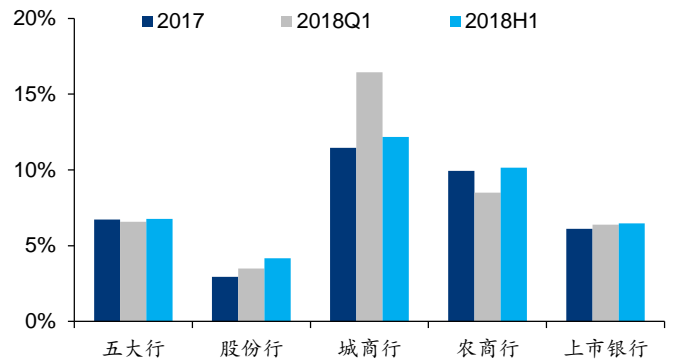
上半年计息负债核心策略仍是提升低成本负债比例、压降高成本负债比例, 其中同业负债经过 2017 年的显著压降后进入企稳阶段。上市银行上半年存款同比增速为 6.48%, 增速较 Q1+0.08pct。大行、城商行、农商行的存款优势较股份行更为突出。高成本的同业负债同比增速-1.15%, 降速较 Q1 缓和 4.83pct。上半年末同业负债占计息负债比例 13.1%, 较 Q1 末+0.2pct。二季度以来同业负债利率下行, 上市银行主动适度加大同业负债比例, 以部分替代相对高成本的结构存款。

图表19: 个股存款增速普遍提升, 区域性银行增速显著



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

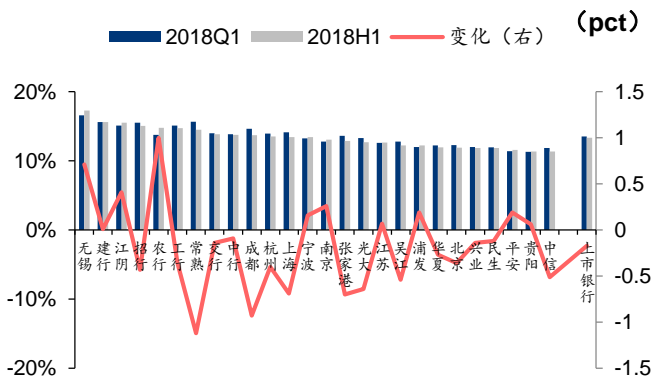
图表20: 各类型银行存款增速: 股份行与农商行回升较为显著



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

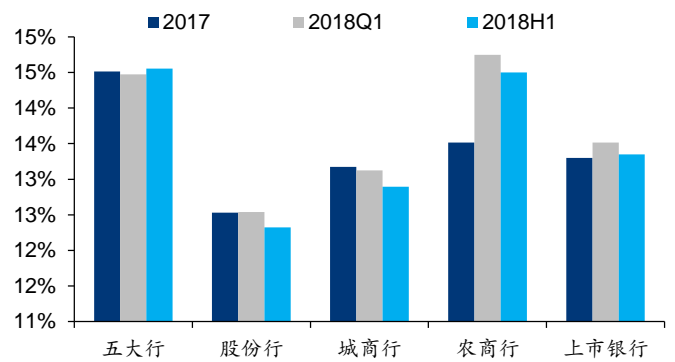
受上半年资产配置偏重的策略影响, 风险加权资产增速快于资产增速, 风险加权资产占生息资产比例出现一定抬升。上半年上市银行风险加权资产同比增速为 9.33%, 快于资产同比增速 3.54pct。上半年末上市银行 RWA/生息资产比例为 66.13%, 较 2017 年末+0.59pct, 其中大行/股份行/城商行/农商行该比例分别为 63.03%/73.09%/68.67%/72.51%, 较 2017 年末+0.19pct/+1.24pct/2.26pct/1.82pct。股份行、城商行、农商行加大配置风险权重较高资产的特征较为明显, 我们认为主要受贷款配置持续提升、且上半年加大对公贷款配置影响。二季度息差承压环境下, 上市银行采用以量补价策略, 提升资产增速。受资产增速回升与资产配置偏重影响, 上市银行资本充足率普遍出现一定程度下降。上半年末上市银行平均核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别较 Q1 末-13bp/-15bp/-17bp。2017 年以来上市银行加快资本补充进度, 资产扩张边际空间加大, 我们认为上市银行资本压力整体仍较为可控。

图表21: 个股资本充足率普遍下降



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

图表22: 各类型银行资本充足率: 大行中流砥柱



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

上半年多家上市银行完成资本补或公告资本补充方案, 既有补足资本、提升资产扩张空间的考虑, 亦是对 2020 年优先股集中进入赎回期提前布局应对。上半年完成资本补充方案的主要有农业银行完成发行 1000 亿元定增, 常熟、江阴、无锡、吴江银行分别完成 30、20、30、25 亿元可转债。上半年资本补充方案取得新进展的主要有工商银行 1000 亿元优先股, 交通银行 400 亿元可转债, 兴业银行 300 亿元优先股, 平安银行 260 亿元可转债等。大行和股份行再融资多有进展, 资本补充速度显著加快, 一方面为了满足 MPA 考核下资本充足率相关监管导向, 另外一方面也是对优先股集中进入赎回期提前布局。国有大行曾集中于 2014、2015 年发行优先股, 2014-2015 年工商银行、建设银行、农业银行、中国银行分别共发行优先股 450 亿元 (境内)+345.5 亿元 (境外)、197.1 亿元 (境外)、

800亿元、600亿元（境内）+400亿元（境外），按照优先股发行条款，上述优先股将于发行届满5年后即2020年集中进入赎回期，届时一级资本压力将有所凸显，上半年集中发布的资本补充方案对2020年优先股集中进入赎回期可提前布局应对。

图表23： 2018年上半年上市银行资本补充方案最新进展

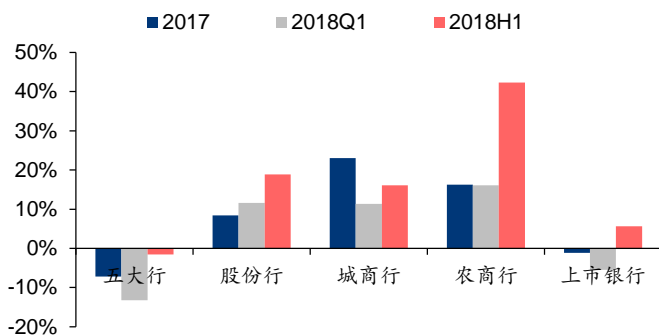
代码	银行	资本补充方案（已完成或最新进展）
601398.SH	工商银行	优先股1000亿元，2018年8月31日，董事会通过。 二级资本工具1100亿元，2018年8月31日，董事会通过
601988.SH	中国银行	减记型无固定期限资本债券400亿元，2018年6月29日，股东大会通过 二级资本债800亿元，2018年6月28日，股东大会通过
601288.SH	农业银行	2018年7月4日完成进行1000亿元定增 二级资本债400亿元，2018年4月3日，董事会通过
601328.SH	交通银行	可转债600亿元，2018年4月28日，股东大会通过
600000.SH	浦发银行	二级资本债400亿元，2018年7月25日，银保监会通过
601166.SH	兴业银行	优先股300亿元，2018年8月24日，银保监会通过 减记型二级资本债500亿元，2018年5月25日，股东大会通过
000001.SZ	平安银行	可转债260亿元，2018年5月29日，股东大会通过
600919.SH	江苏银行	可转债200亿元，2018年2月3日，股东大会通过
002142.SZ	宁波银行	优先股100亿元，2018年7月23日，证监会通过
600926.SH	杭州银行	二级资本债100亿元，2018年8月31日，董事会通过
601997.SH	贵阳银行	优先股50亿元，2018年7月23日，证监会通过 二级资本债45亿元，2018年6月18日，股东大会通过
601128.SH	常熟银行	2018年1月19日发行30亿元可转债
002807.SZ	江阴银行	2018年1月26日发行20亿元可转债
600908.SH	无锡银行	2018年1月30日发行30亿元可转债
603323.SH	吴江银行	2018年8月2日发行25亿元可转债
002839.SZ	张家港行	可转债25亿元，2018年7月23日，证监会通过 二级资本债15亿元，2018年1月18日，央行通过

资料来源：Wind，公司公告，华泰证券研究所

非息收入与费用：中收基本平稳，费用增速上升

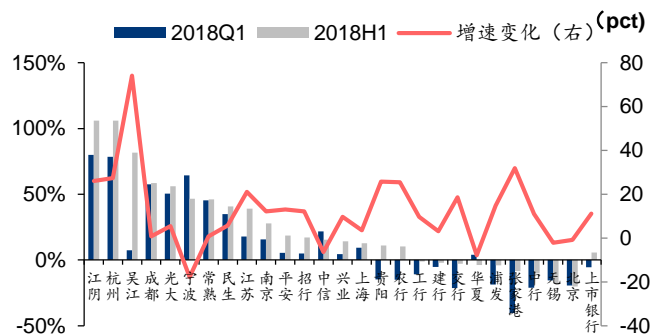
2018年上半年上市银行非息收入增速提升，主要原因为其他业务净收益的提升、手续费及佣金净收入的降幅收窄及投资收益的上升。2018年上半年上市银行非息收入同比增长5.61%（按上市银行披露口径，未将投资收益调整回利息收入），而Q1为-5.51%。其中五大行非息收入降幅由13.26%缩窄至1.55%。股份行、城商行、农商行增速均有较快提升，增速分别达18.84%、16.07%、42.30%。二季度保费收入增长加快使得其他业务净收入显著上升，成为非息收入提升的主要驱动因素。投资收益大增也是非息收入增速加快的主要来源之一，上半年上市银行投资收益同比增长131.4%，较Q1扩大24.9pct。投资收益同比增速提升的原因有两方面。1) 监管要求同时在境内外上市的银行于2018年1月1日开始实施IFRS9，同时部分银行提前实施新准则，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生的利息收入，重分类至投资收益项目中，导致投资收益大增。2) 部分银行加大了对货币基金、债券类基金等的投资力度，加上Q2为债市的牛市，增厚了投资收益。

图表24： 各类上市银行非息收入同比增速：均显著改善



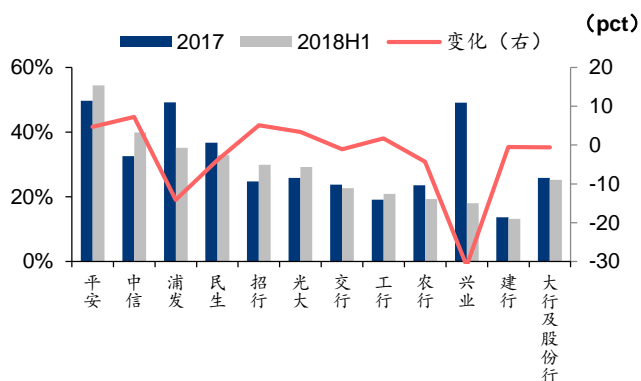
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表25： 上市银行个股非息收入同比增速：大部分银行均较Q1上升



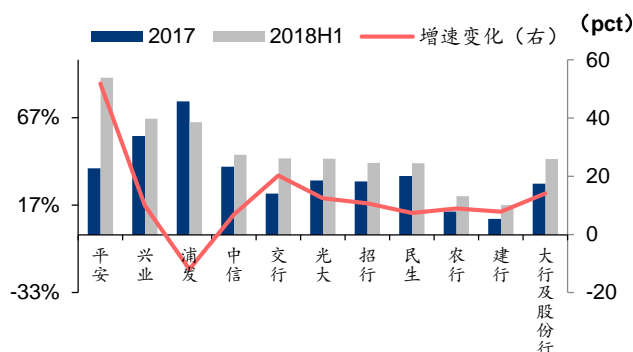
信用卡业务的高增速持续，为中间业务收入的坚实支柱。Q2末披露累计发卡量的大行及股份行(不含中行、华夏)累计发卡量同比增速为25.26%，增速较2017年末微降0.61pct，上半年大行及股份行(不含工行、中行、华夏)信用卡交易额同比增速较2017年继续扩大，交易额同比增速为43.36%，较2017年扩大14.12pct。其中平安银行累计发卡量同比增长54.46%，交易额同比增长89.88%，均为业内最高。短期来看，信用卡业务为银行零售转型的切入点，也是在资管业务面临短暂收缩压力背景下中间业务的重要支撑，为各家银行所重视，因此我们认为信用卡行业的较快增长在下半年有望保持。长期来看，中国人均卡量较低决定了长期的发展空间。根据中国清算协会的数据，2018年上半年信用卡人均持卡量增长0.07张至0.46张，2017年上半年增量仅0.03张。鉴于中国人均信用卡量较发达社会的2-3张仍较低，信用卡行业具有长期发展空间。

图表28: 大行及股份行信用卡累计发卡同比增速: 基本平稳



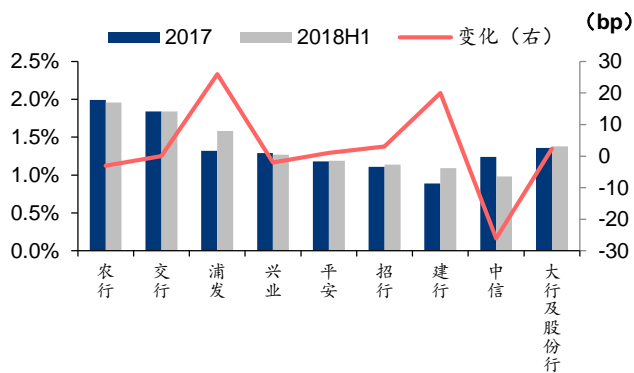
资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

图表29: 大行及股份行信用卡交易额同比增速: 加快趋势明显



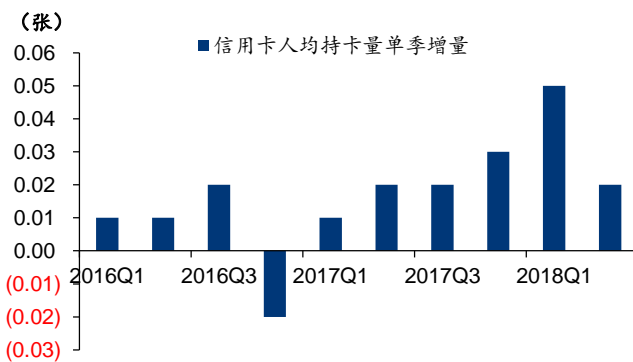
资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

图表30: 大行及股份行信用卡不良贷款率: 略有提升



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

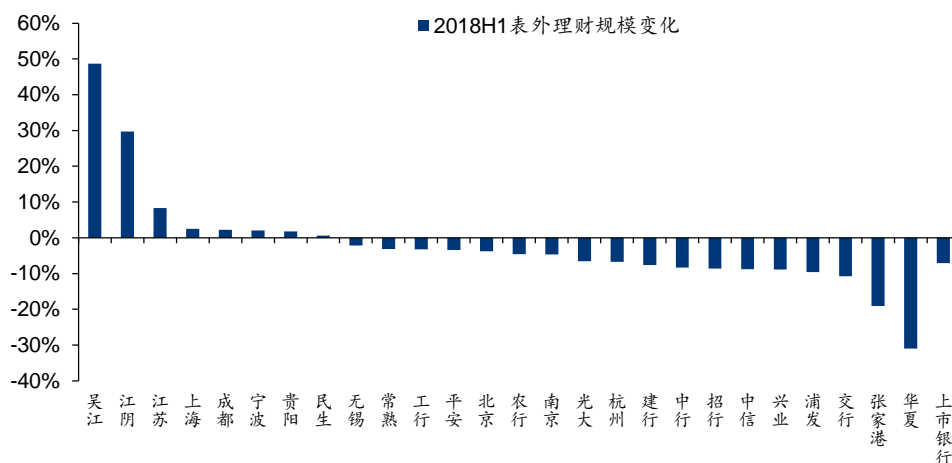
图表31: 信用卡人均持卡量单季度增量: 2018年Q1及Q2较快



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

理财量价齐跌导致收入下滑，但下半年监管宽松使得理财业务降幅有望收窄。2018年4月27日，资管新规的正式落地彻底改变了银行理财的经营模式，短期内理财业务量价齐跌。量方面，由于存量业务的整顿规范及刚兑破除后销售难度加大，银行业表外理财余额由2017年末的22.17万亿元下降至2018年6月末的21万亿元。上市银行表外理财规模较2017年末下降7.12%，其中华夏银行降幅最大，为30.95%。价方面，预期收益型产品模式变为净值型产品后，银行理财手续费收入由“管理及销售费”+“超额收益”变更为单一的“管理及销售费”。但7月20日的资管新规补充通知及银保监会理财新规征求意见稿在尺度上均较资管新规有所宽松，有利于银行对理财业务的平稳压降。我们认为下半年理财收入对中间业务的负面贡献将缩窄。

图表32: Q2末上市银行表外理财规模较2017年末变化:大部分下降



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

我们预计未来信用卡和理财将是银行中间业务收入的支柱。我们认为在监管趋严的背景下, 银行谋求转型实现轻型发展, 中间业务未来将得到大发展, 而信用卡和理财将仍为中间业务的支柱。我国信用卡行业的发展程度较美国、日本等发达社会仍差距较大, 随着消费在驱动 GDP 发展中的角色越来越重, 信用卡行业长期内将继续成长。资管新规规范资管行业后, 非金融机构将退出, 银行的渠道和项目优势将进一步加强, 银行理财有望在新赛道上重新成长。资管新规提出具基金托管资格的银行应成立资管子公司, 2018年已有11家银行董事会通过此项议案。理财业务的子公司分拆有利于解决银行理财主动管理能力不足的问题, 专业性的提高为业务发展打开了更大空间。

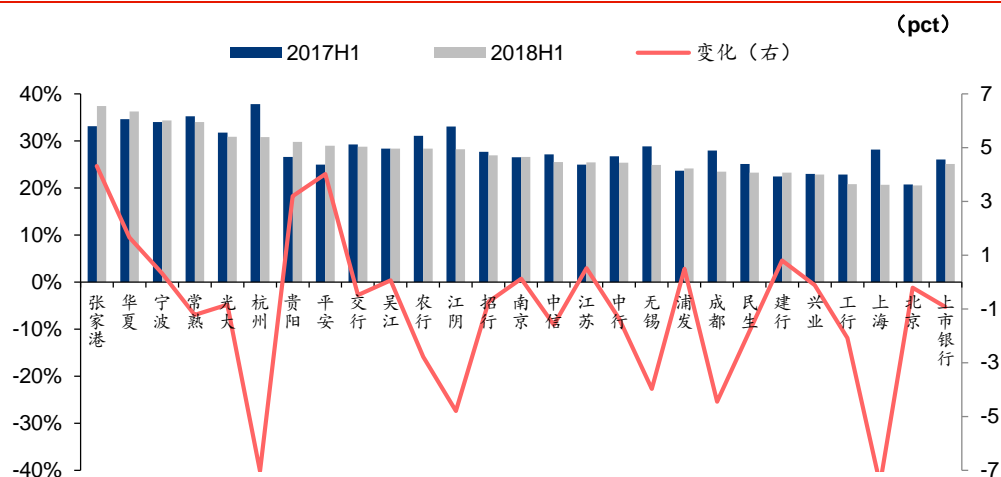
图表33: 2018年董事会通过拟成立资管子公司议案的银行

公告时间	银行	注册资本
2018年3月23日	招商银行	暂定人民币50亿元
2018年4月19日	华夏银行	不超过人民币50亿元
2018年4月26日	北京银行	不超过人民币50亿元
2018年5月26日	宁波银行	不少于人民币10亿元
2018年5月31日	交通银行	不超过人民币80亿元
2018年6月2日	光大银行	不超过人民币50亿元
2018年6月7日	平安银行	不超过人民币50亿元
2018年6月7日	南京银行	不少于人民币20亿元
2018年8月29日	兴业银行	不超过人民币50亿元
2018年8月30日	浦发银行	不超过人民币100亿元
2018年8月31日	杭州银行	不少于人民币10亿元

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

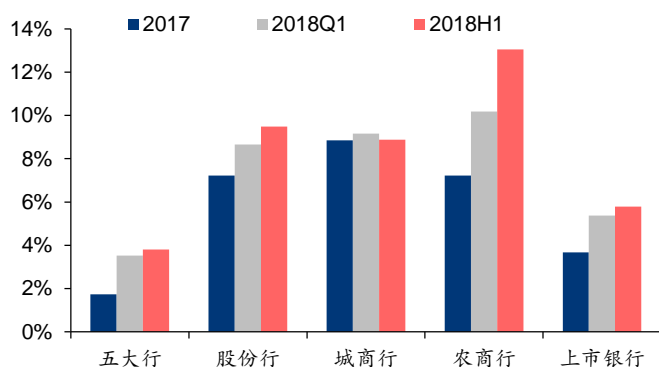
在成本收入比基本平稳的背景下, 上市银行在人员薪酬、科技等方面增加投入, 业务及管理费同比增速上升。上半年上市银行成本收入比较去年同期12增14减, 实现基本平稳, 其中增幅最大的为平安银行, 增长4.9pct; 降幅最大的为成都银行, 降低4.6pct。在收入增长的背景下, 上市公司适当增加了费用投入。上半年上市银行业务及管理费同比增长5.79%, 较Q1扩大0.41pct, 较2017年扩大2.11pct, 同比增速达到2016年以来最高。五大行及大部分股份行均实现业务及管理费同比增速高于2017年全年。增加的费用投入主要来源于员工费用投入及科技投入。以平安银行为例, 其管理费用同比增长26.8%, 增速较2017年扩大13.8pct, 增幅居行业前列。费用的增加主要来源于战略转型的员工费用投入, 员工费用同比增幅为38.6%。

图表34：上市银行个股成本收入比：与去年同期基本平稳



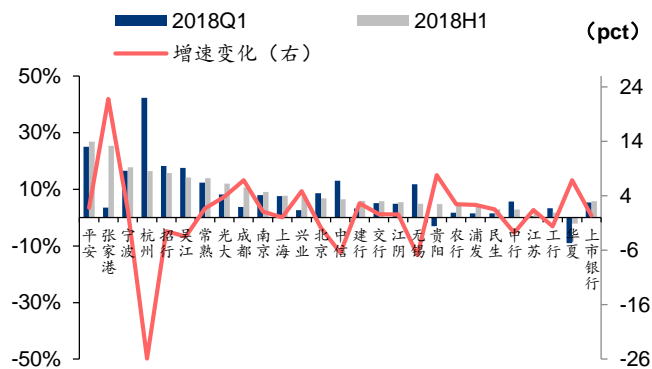
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表35：各类上市银行管理费用同比增速：除城商行外持续上升



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表36：上市银行个股管理费用同比增速：大部分有所提升

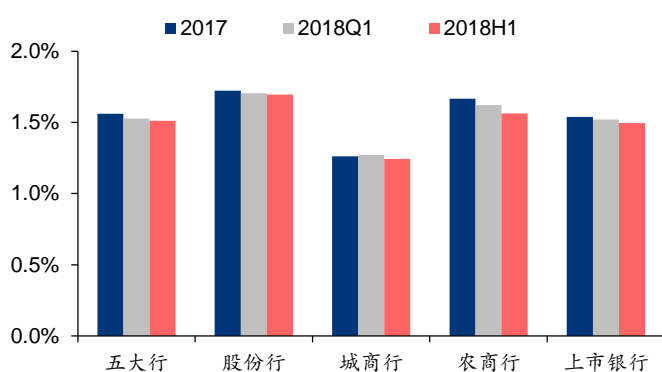


资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

资产质量：不良率整体下行，处置力度加大

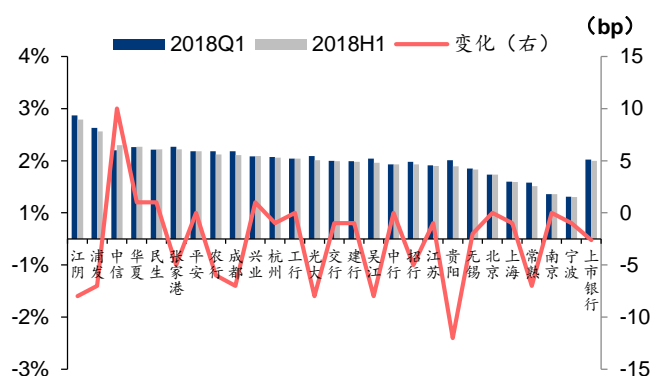
上市银行不良贷款率整体下行，二季度信用风险暴露对大部分上市银行影响较小。Q2末上市银行不良贷款率平均值为1.50%，较Q1末下降2bp。五大行/股份行/城商行/农商行不良贷款率分别为1.51%/1.70%/1.24%/1.56%，较Q1末-2bp/0bp/-3bp/-6bp，较2017年末-5bp/-2bp/-2bp/-11bp。Q2不良贷款率下降幅度最大的大行/股份行/城商行/农商行分别为农行(-6bp)/光大(-7bp)/贵阳(-12bp)和江阴及吴江(-8bp)。在Q2末全行业不良贷款率较Q1末抬升11bp至1.86%的背景下，上市银行资产质量改善的趋势并未因二季度信用风险暴露加快而改变。Q2信用风险暴露的主要银行为客群为中小企业，信用风险管理能力不足的银行。而上市银行客户优质，不良贷款处置手段较多，监管体系更完善，因此受信用风险暴露影响较小。此外，Q2上市银行资产规模扩张加快、贷款放量也摊薄了银行的不不良贷款率。

图表37： 各类上市银行不良贷款率：各类银行均有下降



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

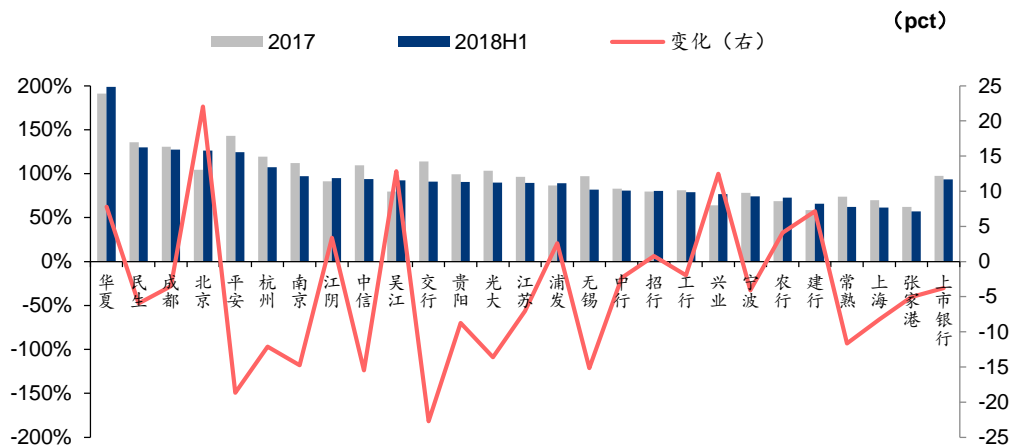
图表38： 上市银行个股不良贷款率：大部分银行均较Q1下降



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

上市银行的不不良贷款金额继续上升，逾期30天以下贷款占比上升，但不不良贷款偏离度下降。Q2末上市银行不良贷款金额较Q1末季度环比上升1.95%。逾期30天以下贷款占比出现一定程度上升，Q2末较2017年末上升12bp至0.79%，五大行/股份行/城商行/农商行分别上升11bp/10bp/1bp/33bp。信用风险的暴露使得上市银行逾期30天以下贷款占比有所上升，但从逾期贷款到不良贷款的确认中间尚存在较长流程，银行具有较丰富的处理手段，且下半年流动性边际宽松将对银行逾期30天以内贷款占比的上升有一定缓解。3月，银监会发布7号文推进银行不良贷款的主动确认，根据单家银行逾期90天以上贷款纳入不良贷款的比例，对风险分类结果准确性高的银行，适度下调贷款损失准备监管要求。上半年，上市银行逾期90天以上贷款/不良贷款普降，Q2末平均值94%，较2017年末下降5pct，其中下降幅度最大的为农业银行，下降幅度达23pct。

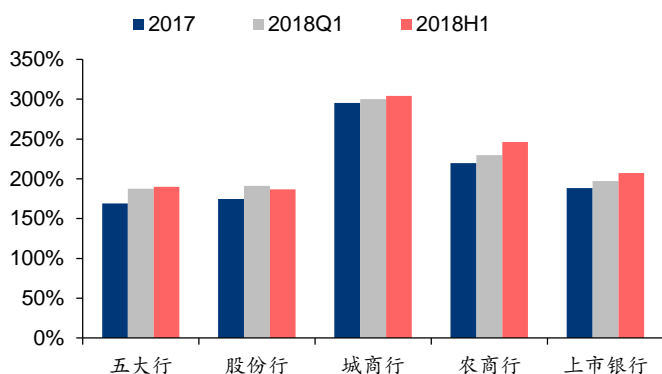
图表39：上市银行个股逾期90天以上贷款/不良贷款：大部分银行下降



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

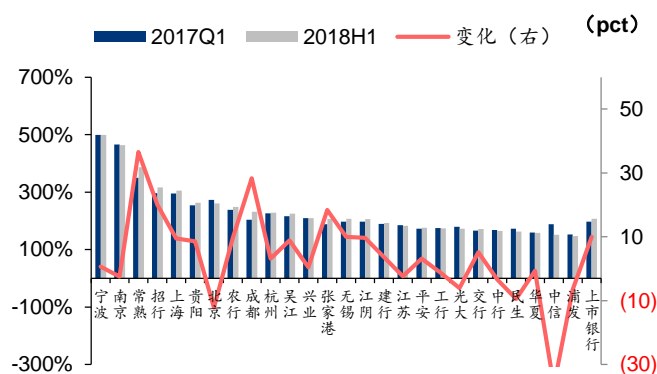
上市银行拨备覆盖率整体上升，且处置力度加大，抗风险能力增强。Q2末上市银行不良贷款拨备覆盖率平均值为207%，较Q1末上升10pct。Q2拨备覆盖率上升幅度最大的大行/股份行/城商行/农商行分别为农行（10pct）/招行（20pct）/成都（28pct）和常熟（37pct）。拨备覆盖率的提升增强了上市银行抵御信用风险的能力。上市银行处置不良贷款的速度显著加快。我们使用期间资产减值损失-（期末贷款减值准备-期初贷款减值准备）简单测算2018年上半年不良贷款处置量，上半年上市银行不良贷款处置量同比上升38.52%，其中上升幅度最大的三个银行为农业银行（226%）、贵阳银行（205%）、江苏银行（116%），处置力度的增强有利于上市银行尽早解决不良贷款的包袱。

图表40：各类上市银行拨备覆盖率：除股份行外均上升



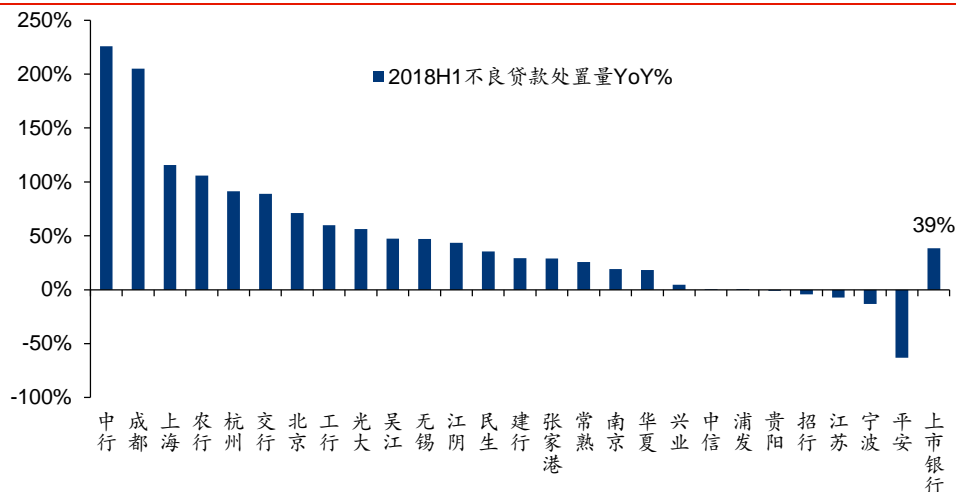
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表41：上市银行个股拨备覆盖率：大部分银行上升



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

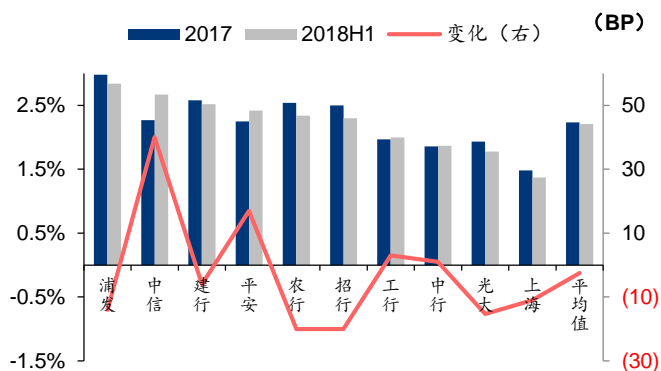
图表42: 2018H1上市银行不良贷款处置量同比增速: 处置速度整体加快



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

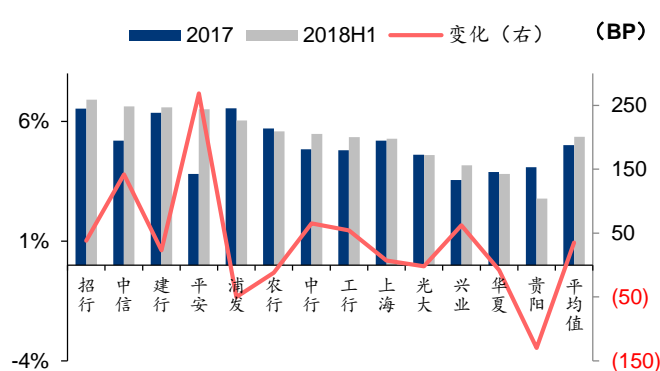
对公不良贷款率整体平稳, 但制造业不良贷款率保持上升趋势, 且房地产业资产质量问题有一定暴露。2018年半年报披露对公不良贷款率的10家上市银行中对公不良率6降4升, 其中降幅最大的为农商行和招行(20bp), 升幅最大的为中信(40bp)。制造业不良贷款率继续上升, 大行(除交行)/股份行(除民生)制造业不良贷款率分别较2017年末上升33bp/64bp至5.75%/5.52%。产能过剩、市场需求不足及上半年融资环境较紧使得小微制造业生存艰难, 信用风险进一步暴露。房地产业不良贷款率出现分化, 上半年大行房地产业不良贷款率实现2降2升, 整体不良率基本持平(-4bp), 而股份行(除民生、华夏)则不良率出现普遍上升, 整体上升15bp, 达0.67%。房地产调控政策使得房地产市场出现分化, 部分房地产开发贷的信用风险问题有暴露的趋势。

图表43: 上市银行对公不良贷款率: 稳中有降



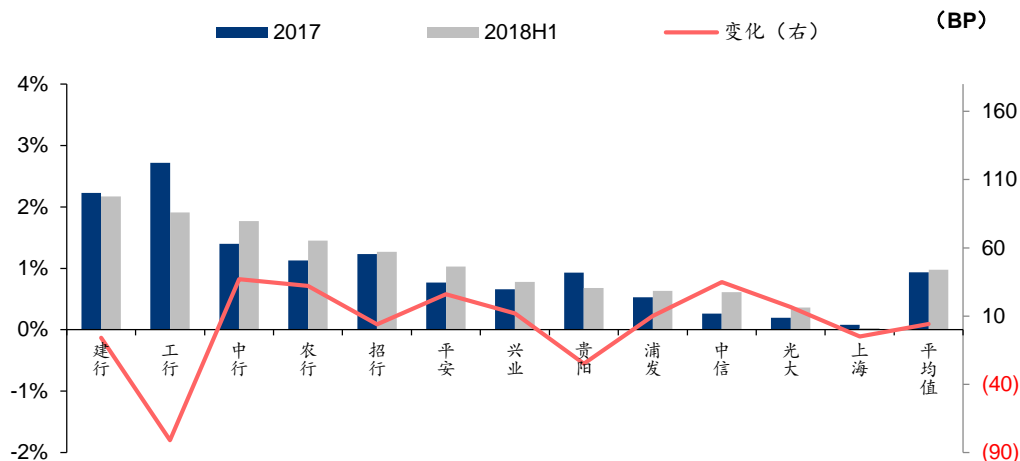
资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

图表44: 上市银行信用卡不良贷款率: 保持上升趋势



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

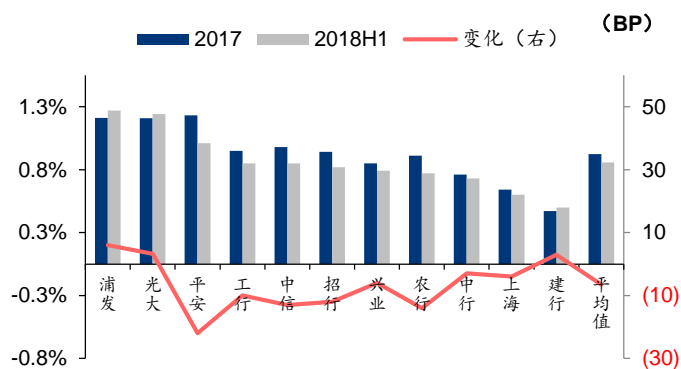
图表45: 上市银行房地产不良贷款率: 略有上升



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

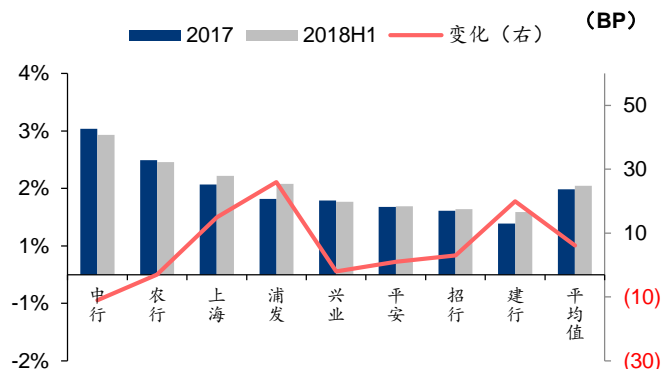
零售贷款资产质量向好, 信用卡贷款的不良率上升预计可控。2018年半年报披露零售不良贷款率的11家上市银行中零售不良率较2017年末8降3升, 资产质量向好。其中降幅最大的为平安(22bp), 升幅最大的为浦发(6bp)。但信用卡不良贷款率呈现上行趋势, 2017年年报及2018年中报同时披露信用卡不良贷款率的10家银行平均不良率为1.42%, 较2017年末上升4bp。个股信用卡不良率6升1平3降, 其中浦发上升26bp为最高。网络借贷的严监管对信用卡行业造成了一定影响。6月, P2P问题平台数量达63家, 出现大幅攀升。目前各家银行对信用卡目标客群进行了微调, 行业不良率预计将整体可控。目前信用卡的不良率仍显著低于零售贷款不良率, 信用卡不良率的上升尚不致于影响零售转型的战略推进。

图表46: 上市银行零售不良贷款率: 大部分银行下降



资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

图表47: 上市银行信用卡不良贷款率: 大部分银行上升



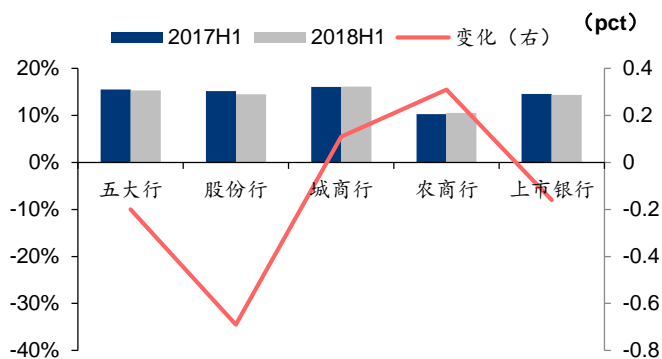
资料来源: Wind, 公司财报, 华泰证券研究所

盈利能力：部分银行 ROE 实现触底回升

上市银行 ROE 较去年同期有所下降，主要原因为 ROA 基本平稳而杠杆倍数下降，但部分银行已实现回升。2018 年上半年上市银行年化加权 ROE 为 14.40%，较 2017 年上半年降低 15bp。个股中宁波银行、南京银行、招商银行的年化加权 ROE 位列前三，分别达 21.41%/ 19.62%/ 19.61%。26 家银行中 ROE 较 2017 年上半年实现 12 增 14 减。其中上海银行上半年年化加权 ROE 较 2017 年同期提升 1.20pct，增幅位居首位。ROE 的同比整体下滑主要原因为 ROA 平稳而杠杆倍数下降。上半年上市银行平均 ROA 为 0.97%，较 2017 年同期微升 2bp，ROA 基本稳定的主要原因为息差的上升与手续费及佣金净收入的下滑形成了对冲。

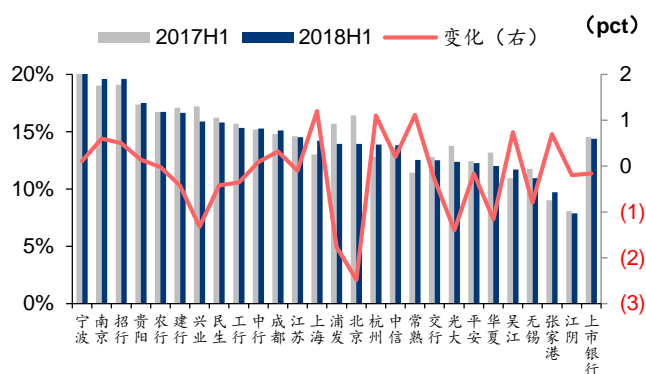
行业杠杆倍数整体下行，Q2 末上市银行总资产/所有者权益比例为 13.27 倍，较 2017 年 Q2 末下降 0.67 倍。杠杆倍数的降低成为行业 ROE 下滑的主要驱动因素。但 2018 年以来，大型银行杠杆倍数开始扩大，Q2 末总资产/所有者权益为 12.85 倍，较 2017 年末+0.02 倍，而股份行、城商行、农商行的下降幅度则分别为 0.13 倍、0.08 倍、0.35 倍。我们预计下半年在货币及财政政策出现边际宽松的背景下，资产规模的扩张有望使杠杆倍数从下滑中实现企稳，为 ROE 的上升提供支撑。

图表48： 各类上市银行年化加权 ROE：整体较去年同期下降



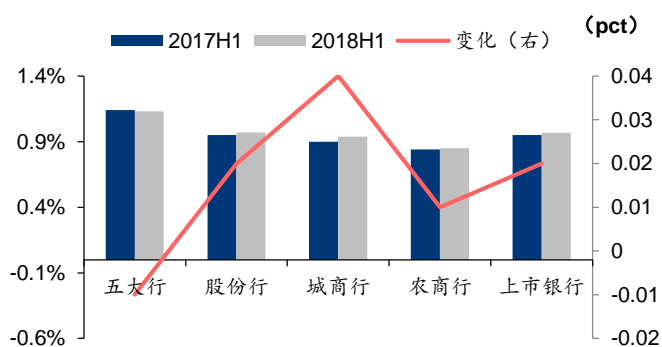
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表49： 上市银行个股加权平均 ROE：大部分银行较去年同期下降



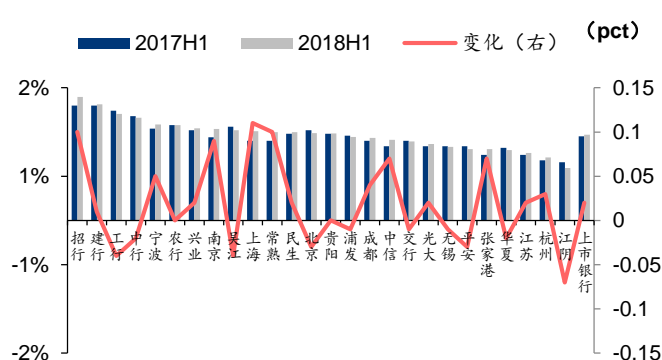
资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表50： 各类上市银行年化加权 ROA：较 2017 年同期稳中有升



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

图表51： 上市银行个股加权平均 ROA：基本稳定



资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

坚定看好银行基本面向好，精选个股把握中小行

板块估值缓升，精选个股是关键。半年报行情结束后，板块动态市净率回到 0.9 倍附近。后续银行盈利模式量价切换，保证银行基本具备持续的驱动力，我们预计利润增速将平稳上升，带动板块估值修复。这是板块估值企稳的核心。个股选择方面，我们预计下阶段宽信用政策对中小行的边际效果更加显著。因为经历了 2017-2018 年的优先股、可转债等再融资，中小行的资本补充工作基本到位。在 2017 年连续缩表以后，表内非标和同业资产压降速度减缓，有条件支撑资产再次扩张。宽信用政策可能削弱贷款议价力，而中小行相对差异化的客群定位，也有利于保持息差相对稳定。我们看好资本充裕，转型领先的优秀个股。重点推荐招行、光大，同时推荐上海、平安、农行、工行。

招商银行：零售银行龙头，业绩持续亮眼

招商银行为零售银行龙头，上半年业绩表现亮眼。上半年营业收入同比增速 11.75%，较 Q1+4.55pct。上半年归母净利润同比增速 14%，较 Q1+0.5pct，位居可比行业第一。上半年净息差 2.54%，较 Q1 小降 1bp，继续维持高位水平。中间业务收入除托管及其他受托业务受理财新规影响同比微降 3.99% 之外，其他项均同比增速显著：银行卡收入同比 +24.79%，代理手续费同比 +11.07%，信贷承诺收入同比 +46.76%。公司非息业务结构合理，资管新规和理财新规后平缓过渡、贡献重回正轨，属中间业务均衡发展的典范。公司资产质量扎实，拨备覆盖充足，Q2 末不良贷款率 1.43%，较 Q1 下降 5bp，Q2 末拨备覆盖率达 316%，较 Q1 末 +20pct，位居可比行业第一位，风险抵御能力强，拨备反哺利润可进可退。且公司不断调整贷款结构，资产质量持续优化可期。从业务结构、盈利能力、资产质量多角度来看，公司基本面均属上佳之选。

招商银行坚定推行“轻型银行”战略，且大力投入金融科技、夯实科技基础，享零售龙头与科技赋能的估值溢价。上半年加权平均 ROE 19.61%，同比 +50bp，加权平均 ROA 1.39，同比 +10bp。股份行 18 年 Wind 一致预测 PB0.77 倍，国际巨头富国银行 18 年彭博一致预测 PB1.6 倍（招行、富国 2018 年 Wind/ 彭博一致预测 ROE 分别为 16.4%、12.2%），公司作为稀缺性突出的零售龙头和富国可比性更强。我们给予 2018 年末 1.7 到 1.8 倍 PB，目标价 34.07-36.07 元，维持“增持”评级。

光大银行：息差显著改善，不良贷款处置加快

光大银行上半年归母净利润同比增长 6.71%，业绩增速由显著提升。营收/ PPOP 增速均抬升至两位数，分别为 12.73%/ 12.96%，增速较 Q1 扩大 5.60pct/ 6.41pct。上半年净息差为 1.63%，较 Q1 上升 4bp。公司加强了贷款，特别是零售贷款的投放，贷款同比增速在资产同比增速的 2 倍以上，零售贷款占总贷款比例 41.84%，居股份行第三位。信用卡和消费贷款为零售贷款的生军，上半年增量占全部零售贷款增量的 88%。中间业务收入为公司坚实的护城河，公司中间业务收入占比居上市股份行最高。上半年中间业务收入稳健增长，增速达 14.91%，增速也为股份行最高。中间业务增长的主体为银行卡手续费，上半年增速 41.39%。

资产质量加速向好，提出打造一流财富管理银行。Q2 末公司不良贷款率 1.51%，较 Q1 末大降 8bp，为同期股份行中第 2 低。不良贷款加快处置，因此拨备覆盖率较 Q1 末下降 6pct 至 173%。逾期 90 天以上贷款/ 不良贷款比例 90%，较 2017 年末下降 14pct。公司制定了打造“一流财富管理银行”的十年长期战略，6 月董事会通过拟成立理财子公司的议案，并发行了业内首只完全符合资管新规的净值型理财产品，变革政策响应速度较快。长期战略规划的确认为未来发展奠定了坚实基础。

我们预测 2018-20 年归母净利润增速 7.8%/ 9.4%/ 10.0%，EPS 0.65/ 0.71/ 0.78 元，2018 年 BPS5.60 元，PE5.71 倍，PB0.66 倍。股份行 2018 年 Wind 一致预测 PB0.80 倍，维持 2018 年目标 PB 至 0.9-1.0 倍，目标价 5.04-5.60 元，维持“增持”评级。

上海银行：规模息差量价齐升，业绩全面释放

上海银行上半年归母净利润同比增长 20.21%，基本面全面向好。公司在资本充裕的背景下贷款放量扩规模，Q2 末资产/贷款同比增长 12.11%/29.86%，增速较 Q1 末+9.02pct/+8.18pct。Q2 末存款同比增长 12.48%，较 Q1 末扩大 3.06pct。资本充足率/核心一级资本充足率分别高达 13.44%/10.07%，居上市城商行前列。上半年净息差为 1.55%，较 Q1 上升 7bp，息差大有修复。受益于上海地区良好的资产质量，Q2 末不良贷款率较 Q1 末下降 1bp 至 1.09%，且逾期 90 天以上贷款/不良贷款比例 62% 为城商行最低。公司坚持“精品银行”战略，聚焦零售转型，培育消费金融、养老金融、财富管理特色，为发展奠基。

我们预测 2018-2020 年归母净利润增速 18.6%/20.2%/20.8%，EPS1.66/2.00/2.42 元，2018 年 BPS 12.93 元，PE 6.88 倍，PB 0.88 倍。城商行 2018 年 Wind 一致预测 PB 0.94 倍，维持 2018 年 1.0-1.1 倍 PB，目标价 12.93-14.22 元，维持“增持”评级。

平安银行：零售转型深入推进，基本面改善显著

平安银行为零售转型典型标的，零售贡献持续提升，转型成效渐趋释放。上半年零售营业收入与净利润占比为 51.2%、67.9%，较 2017 年末提升 7.06pct、0.28pct。资产质量继续修复，Q2 末不良贷款率 1.68%，与 Q1 持平；Q2 末逾期 90 天以上贷款/不良贷款比例 124%，较 Q1 下降 9pct，隐性不良贷款得到控制。Q2 末拨备覆盖率 175.81%，较 Q2 增加 3.16pct，风险抵御能力显著强化。上半年资本充足率 11.59%，较 Q1 提升 0.19pct，资本继续充实保障资产具边际扩张空间。公司基本面显著改善，转型进入提质增效期。

我们预测 2018-2020 年归母净利润增速 6.67%/8.22%/9.81%，EPS 1.44/1.56/1.71 元，2018 年 BPS 13.07 元、PE 6.10 倍、PB 0.67 倍。股份行 2018 年 Wind 一致预测 0.74 倍 PB，公司享零售转型溢价，考虑板块估值回调、须观察宏观数据支撑，我们给予 2018 年 0.9-1 倍 PB，目标价 11.76-13.07 元，维持“买入”评级。

农业银行：息差优势巩固，资产质量改善较快

农业银行上半年归母净利润同比增长 6.63%。息差实现修复，上半年净息差为 2.35%，较 2017 年全年上升 7bp。生息资产收益率快速上升，而存款优势保证负债成本率稳定。存款基础坚实，Q2 末存款占计息负债的 86.91%，而上半年存款平均利率较 2017 年末仅上升 1bp。资产质量向好态势明显，Q2 末公司不良贷款率 1.62%，较 Q1 末大降 6bp，连续 8 个季度下降。逾期 90 天以上贷款/不良贷款 73%，排名大行第 2 低。4-6 月，公司先后发行 400 亿元二级资本债、1000 亿元定增股票，Q2 末资本充足率较 Q1 末+100bp 达 14.77%，补齐了资本短板。

我们预测 2018-20 年归母净利润增速 8.2%/9.3%/9.4%，EPS 0.60/0.65/0.71 元，2018 年 BPS4.28 元，PE6.07 倍，PB0.85 倍。四大行 2018 年 Wind 一致预测 PB0.83 倍，维持 2018 年 1.0-1.2 倍 PB，目标价 4.28-5.13 元，维持“增持”评级。

工商银行：稳健经营核心突出，盈利加速释放

工商银行作为全球行业龙头，经营稳健、核心优势突出，上半年基本面持续向好。上半年净利润同比增长 4.87%，较 Q1+0.89pct。公司净息差和资产质量保持稳健，上半年净息差 2.30%，与 Q1 持平，较 2017 年+20bp，半年末不良贷款率 1.54%，与 Q1 末持平。且公司于 8 月 30 日发布优先股发行预案，拟募集金额不超过 1000 亿元，且公司在中报披露拟于 2020 年末前发行不超过 1100 亿元二级资本工具，经我们测算将分别提升资本充足率 0.59pct 和 0.65pct，资本实力将更为充裕，经营灵活性与资产扩张空间进一步提升。

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润增速 7.1%/8.5%/9.2%，EPS 0.86/0.93/1.02 元，2018 年 BPS 6.35 元，目前股价对应 2018 年 PE 6.28 倍，PB 0.85 倍。四大行 2018 年 Wind 一致预测 PB 0.79 倍，我们认为公司作为全球龙头银行经营稳健，零售利润贡献较上年末继续提升 2.1pct，盈利增速继续上扬，享受一定估值溢价，给予 2018 年 1.1-1.2 倍 PB。目标价从 6.96-7.59 元上调至 6.99-7.62 元，维持“增持”评级。

风险提示

1. 经济下行超预期。2018年我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com