

业绩好于预期 板块相对优势明显

——银行业深度报告

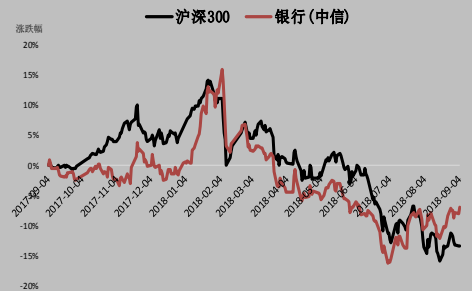
强于大市（维持）

日期：2018年09月03日

投资要点：

- 中期业绩公布完毕，从总体业绩增长和资产质量情况看，整体资产质量基本保持稳定，部分银行二季度息差仍保持持续回升态势，总体好于市场预期，也与年初市场预期板块的改善方向一致。我们预判年底之前银行整体的资产质量仍可以保持稳定，息差水平走平或有回落，非息收入的改善空间不大，因此仍然维持中期策略的假设，2018年资产规模增速在8-9%；总体净息差小幅回升2-3BP，信用成本下降7-8BP至1.1%的情况下，对银行进行测算，得出银行板块的归母净利润同比增速为7%，高于2017年4.6%的增速。
- 二季度问题贷款的占比继续下行，反应未来资产质量变化趋势的重要指标，关注类贷款的占比，总体较年初有所下降。从各家银行的对公和零售贷款公布的不良数据看，对公贷款中，除制造业外，一些较低风险的行业即交运、水利等不良率出现波动，零售贷款中部分银行的信用卡贷款和消费贷款的不良率有所上升。目前整个宏观经济走势以及市场环境的预判下，大家对地方政府类贷款的质量，P2P业务风险暴露是否会影响到零售贷款的资产质量，以及中美贸易摩擦对出口依存度较高企业的影响，较为关注。从目前政策的导向看，短期内资产质量出现大幅恶化的可能性不大。从地方政府债务融资的情况，严格控制终身追责，新增的部分已经对投向进行了严格的穿透，因此在新增不良可以有效控制，存量加大核销处理的前提下，不良率上升的概率较小，目前资产质量稳健趋势至少会持续到年底。而对于中美贸易摩擦等问题带来的宏观经济增长回落引发的资产质量波动，可以参考我们此前报告的结论，经济增长下滑幅度在合理范围内，不良率变化不大；经济超预期下滑时，不良率随着经济的超预期下滑而上升；经济增长进入平台期后，不良率会有所回落。
- 对于息差下半年的走势，我们维持中期策略中的判断。首先，目前国内经济进入了宏观经济增长的平台阶段，在经济没有超预期增长的前提下，贷款的定价上升幅度和持续时间也大概率不会超预期，二季度部分银行贷款利率已经开始走平。因此，净息差的改善大概率来自于负债端付息率的下降。从中期上市银行的存款成本率对比数据看，国有大行、招行和部分城商行的存款成本率

银行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018年09月03日

相关研究

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01066060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

相对较低，并呈现以下特点：工农建三大行的存款付息率仅上升 1BP，贷款增速较高的交通银行，存款付息率上升 40BP；零售业务为代表的招行和平安银行在存贷款增速基本相当的情况下，存款付息成本上升 16BP 和 37BP；同业业务占比较高兴业和南京银行，存款付息成本分别上升 19BP 和 22BP。在目前的监管环境下，上半年生息资产和付息负债中贷款的占比和存款的占比均有不同幅度的上升。因此，如果仅从存贷利差的角度考虑，在贷款定价大幅走高的可能性不大的前提下，存款端成本的控制能力仍是最重要的竞争优势。

- 从中期业绩的数据看，手续费收入实现正增长的银行，主要驱动因素是银行卡业务收入以及电子银行业务收入的大幅增长，而负面因素主要是和理财、表外业务以及资本市场相关的业务。按照目前的监管政策、市场环境、宏观经济等预期，下半年手续费收入仍将呈现上半年的特点。此外，基数上看，由于 2017 年下半年的基数并不低，因此整体出现增长的可能性不大。从其他非息收入的数据看，上半年增长的主要驱动来自于投资收益和公允价值的变动收益，部分原因是新准则因素的影响。而下半年这部分因素仍然存在。负面因素主要来自于汇兑损益，特别是大行的汇兑损失增加较多。预判下半年汇率波动幅度下降，使得整体汇兑损失进一步大幅扩大的可能性不大。综上分析，其他非息收入仍将保持正增长。
- 上半年上市 26 银行总体资产增速中位数为 3.4%，而 2017 年下半年的资产增速中位数为 3.65%。如果从贷款的角度看，上半年贷款增速的中位数为 8.82%，而 2017 年下半年 3.7%。即贷款增速明显快于资产增速，这是由今年的整体监管环境和市场环境决定的，截至 7 月末，社会融资总额中贷款占社融总规模的比例持续保持在 95% 以上。而 2017 年同期仅为 66%。不过，综合考虑资产规模的增速、贷款增速以及资本充足率的变动情况，行业整体规模收缩大概率处于底部，但是我们预判这个底部或将持续一段时间。
- 投资建议：目前银行板块整体估值处于较低的水平，中期业绩好于预期，因此板块存在相对优势。长期看，短期经济周期的演进和宏观政策的相机调整，利率下行预期将得到强化，明显债性特点的银行投资机会将显现。继续推荐国有大行和零售业务占比高的股份行。
- 风险提示：行业监管超预期；市场下跌出现系统性风险

目录

1、中报好于市场预期，板块具有相对优势.....	4
2、预判年底前资产质量仍可保持稳定.....	4
2.1 中报数显示总体资产质量保持稳定.....	4
2.2 关注类贷款基本保持稳定，部分行业不良有一定波动.....	5
2.3 预判年底前资产质量仍可保持稳定.....	5
3、预判下半年净息差走平或略有回落.....	6
3.1 上半年息差收入保持稳步上升态势.....	6
3.2 预判下半年付息成本呈下降趋势，但是幅度有限.....	7
4、非息收入下半年改善空间不大.....	8
4.1 非息收入同比实现正增长.....	8
4.2 下半年非息收入持平或者略低于市场预期.....	9
5、规模收缩筑底，成长看城商行.....	9
5.1 整体银行规模收缩已在底部.....	9
5.2 未来规模扩张主要看城商行.....	9
6、投资策略.....	10

1、中报好于市场预期，板块具有相对优势

2018 年影响银行基本面和投资的最重要变量是金融监管政策。在各项资产端监管新规不断落地，融资收紧，违约事件频发、存款竞争激烈的大背景下，银行将面临表外资产回表压力、资产质量恶化以及负债端成本持续上升等问题，银行板块估值在负面因素的影响下，估值不断下移，目前股价对应的 2018 年的 PB 仅有 0.88 倍，处于行业估值底部。

中期业绩公布完毕，从总体业绩增长和资产质量情况看，整体资产质量基本保持稳定，部分银行二季度息差仍保持持续回升态势，总体好于市场预期，也与年初市场预期板块的改善方向一致。我们预判年底之前银行整体的资产质量仍可以保持稳定，息差水平走平或有回落，非息收入的改善空间不大，因此仍然维持中期策略的假设，2018 年资产规模增速在 8-9%；总体净息差小幅回升 2-3BP，信用成本下降 7-8BP 至 1.1%的情况下，对银行进行测算，得出银行板块的归母净利润同比增速为 7%，高于 2017 年 4.6% 的增速。

目前银行板块整体估值处于较低的水平，中期业绩好于预期，因此板块存在相对优势。长期看，短期经济周期的演进和宏观政策的相机调整，利率下行预期将得到强化，明显债性特点的银行投资机会将显现。继续推荐国有大行和零售业务占比高的股份行。

2、预判年底前资产质量仍可保持稳定

2.1 中报数显示总体资产质量保持稳定

2017 年末基于宏观经济持续向好的预期，市场一致预期资产质量会持续改善。不过，上半年受违约事件高发等因素影响，市场对银行资产质量的担忧再次升温，银行板块整体估值又回到了 0.85 倍的 PB（2018 年）历史较低水平。而当前银行股股价隐含的不良率预期在 13%。

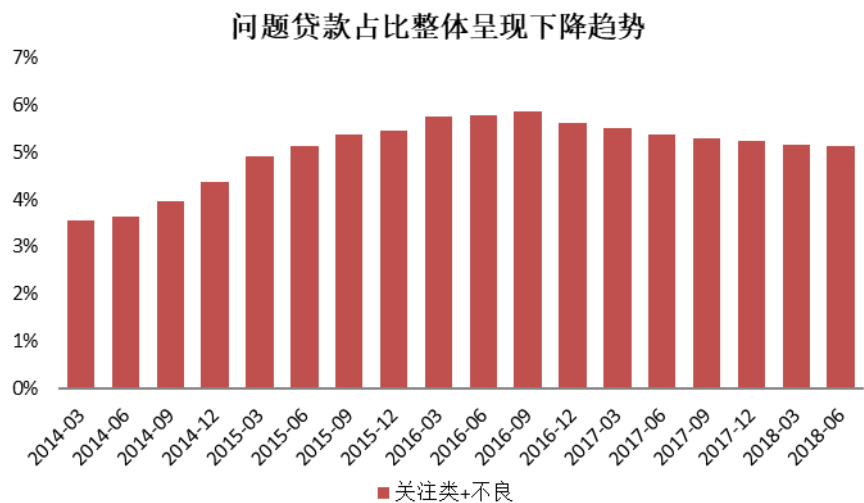
从上市银行公布的数据判断，整体的不良余额和不良率数据看板块整体资产质量保持平稳，二季度绝大部分公司的单季度不良净生成率年化值出现不同幅度上升。在目前监管要求下，不良的认定趋严，不良率和不良净生成率指标的可比性降低。因此，综合考虑逾期与不良的剪刀差数据，包括逾期 90 天以上贷款与不良贷款的剪刀差，以及逾期 90 天以上的净生成率以及核销力度等数据，对资产质量进行再评价。

从数据上看，板块整体的逾期贷款与不良贷款的剪刀差略有扩大 4.7 个百分点，而逾期 90 天以上的剪刀差除部分股份行和城商行外已经基本消灭。其中，国有大行由于对不良的认定相对严格，逾期 90 天以上贷款已经全部纳入不良。再来看逾期 90 天以上净生成率指标，国有大行仍表现最好，而股份行的净生成率最高。

2.2 关注类贷款基本保持稳定，部分行业不良有一定波动

再来看反应未来资产质量变化趋势的重要指标，关注类贷款的占比，总体较年初有所下降，其中城商行降幅大于国有大行，而股份行降幅相对较小。如果进一步观察细项数，从各家银行的对公和零售贷款公布的不良数据看，对公贷款中，除制造业外，一些较低风险的行业即交运、水利等不良率出现波动，零售贷款中部分银行的信用卡贷款和消费贷款的不良率有所上升。

图 1. 二季度问题贷款占比继续下降



数据来源：万得资讯，万联证券研究所

2.3 预判年底前资产质量仍可保持稳定

综上分析，上市银行整体的资产质量基本保持平稳。目前整个宏观经济走势以及市场环境的预判下，大家对地方政府类贷款的质量，P2P 业务风险暴露是否会影响到零售贷款的资产质量，以及中美贸易摩擦对出口依存度较高企业的影响，较为关注。

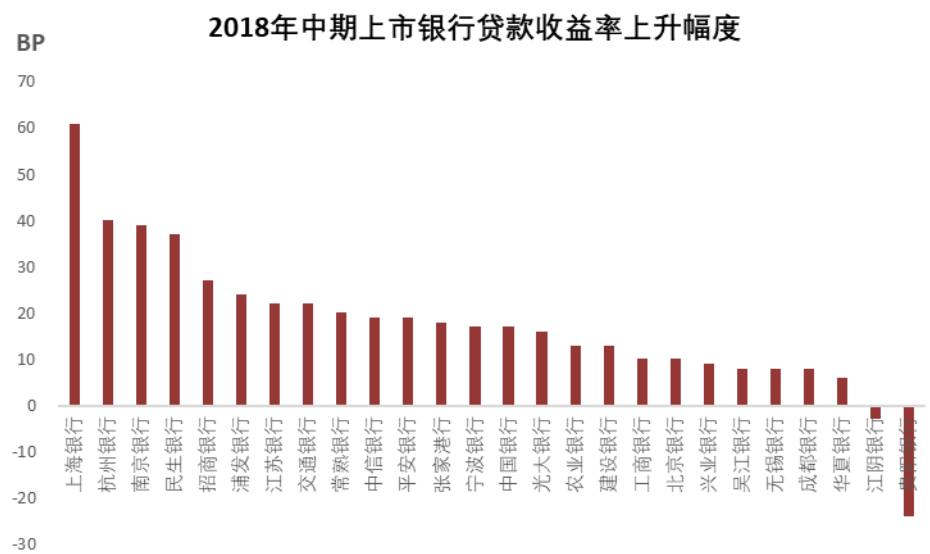
从目前政策的导向看，短期内资产质量出现大幅恶化的可能性不大。从地方政府债务融资的情况，严格控制终身追责，新增的部分已经对投向进行了严格的穿透，因此在新增不良可以有效控制，存量加大核销处理的前提下，不良率上升的概率较小，目前资产质量稳健趋势至少会持续到年底。而对于中美贸易摩擦等问题带来的宏观经济增长回落引发的资产质量波动，可以参考我们此前报告的结论，经济增长下滑幅度在合理范围内，不良率变化不大；经济超预期下滑时，不良率随着经济的超预期下滑而上升；经济增长进入平台期后，不良率会有所回落。

3、预判下半年净息差走平或略有回落

3.1 上半年息差收入保持稳步上升态势

上半年，整体行业的净息差基本保持上升势头，仅有部分公司在二季度开始走弱。这个结果和此前年初的市场预期基本保持一致。从影响净息差变动的驱动因素看，二季度息差保持上升的银行基本驱动来源都是生息资产特别是贷款收益率的走高。

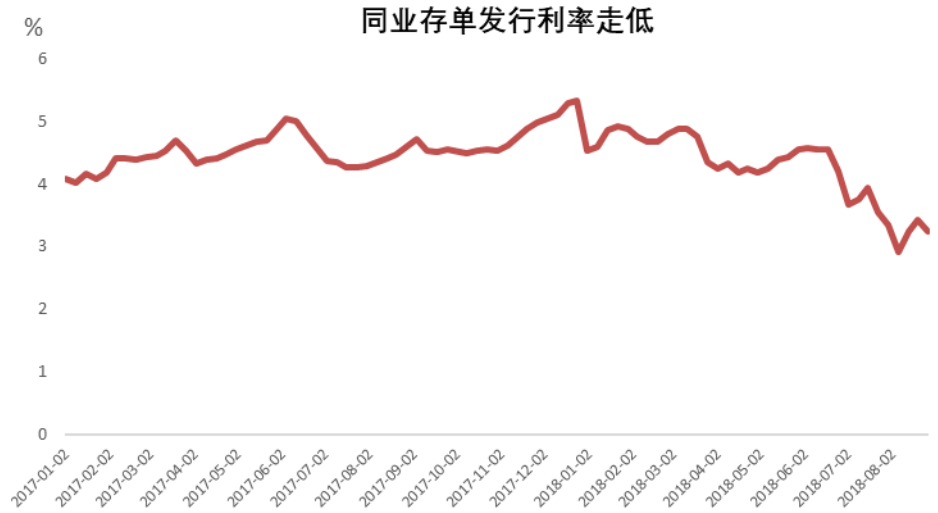
图 2. 2018 年中期上市银行贷款收益率上升幅度



数据来源：上市银行公告，万联证券研究所

而二季度息差走弱的公司，回落的主要因素则是生息资产走平。其中，生息资产出现走平的公司主要集中在国有大行，以及部分城商行。另外，二季度受益于资金市场利率的持续下行，部分股份行的付息成本压力也随之下降，从而在一定程度上带来了利息收入的增长。

图 3. 同业存单发行利率走低



数据来源：万得资讯，万联证券研究所

3.2 预判下半年付息成本呈下降趋势，但是幅度有限

对于息差下半年的走势，我们维持中期策略中的判断。首先，目前国内经济进入了宏观经济增长的平台阶段，在经济没有超预期增长的前提下，贷款的定价上升幅度和持续时间也大概率不会超预期，二季度部分银行贷款利率已经开始走平。因此，净息差的改善大概率来自于负债端付息率的下降。

对于负债端付息成本问题，短期市场一致预期是向上，什么时候是拐点，或有分歧，对于拐点的判断也确实很难判断。不过鉴于目前相关政策，比如定向降准替换 MLF、MLF 担保品的扩容、存款偏离度指标的放松均只是出现了微调以及美国尚处于加息通道，因此，国内利率在年内尚难以出现明显的趋势性下行。

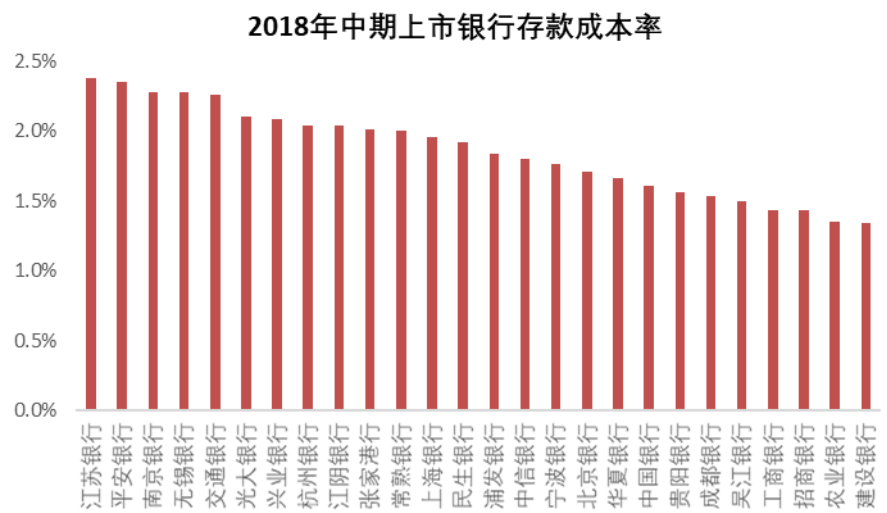
二季度以来，银行间市场资金利率非常宽松，近期地方债的发行加速，短期内供给增加，对市场利率造成一定的影响。从地方债的整个的发行，上半年发行速度相对缓慢，7、8 月份要求完成 80%，但是并没有增加，还是年初的预算。因此，中期看在监管以及政策导向的驱动下，整个资金市场仍能保持下行的趋势。

不过，在去杠杆和经济转型升级的大环境下，市场资金需求将有所下降。但是受制于存款增速的下滑，整体利率中枢下移的空间不大。从中期上市银行的存款成本率对比数据看，国有大行、招行和部分城商行的存款成本率相对较低，并呈现以下特点：工农建三大行的存款付息率仅上升 1BP，贷

款增速较高的交通银行，存款付息率上升 40BP；零售业务为代表的招行和平安银行在存贷款增速基本相当的情况下，存款付息成本上升 16BP 和 37BP；同业业务占比较高兴业和南京银行，存款付息成本分别上升 19BP 和 22BP。在目前的监管环境下，上半年生息资产和付息负债中贷款的占比和存款的占比均有不同幅度的上升。因此，如果仅从存贷利差的角度考虑，在贷款定价大幅走高的可能性不大的前提下，存款端成本的控制能力仍是最重要的竞争优势。

中长期看，短期经济周期的演进和宏观政策的相机调整，利率下行预期将得到强化并会折射到股市上，使得市场形成对负债端成本的下降预期，我们预判这个时间点或在四季度。从各家银行的角度看，有存款优势的银行以及零售业务占比高的银行仍将是此环境下的相对受益者。

图 4. 2018 年中期上市银行存款成本率



数据来源：上市银行公告，万联证券研究所

4、非息收入下半年改善空间不大

4.1 非息收入同比实现正增长

板块整体非息收入实现同比正增长。其中，主要贡献因素则是净其他非息收入。不过其中有一部分原因是受新准则因素的影响。而净手续费收入则同比保持平稳，没有出现市场预期的大幅下滑。主要贡献来自于银行卡业务收入的增加，对冲了理财等业务收入的下滑。分板块看，国有大行和股份行净手续费收入较为平稳，城商行和农商行由于手续费来源单一，受政策和大环境影响较大。

4.2 下半年非息收入持平或者略低于市场预期

从中期业绩的数据看，手续费收入实现正增长的银行，主要驱动因素是银行卡业务收入以及电子银行业务收入的大幅增长，而负面因素主要是和理财、表外业务以及资本市场相关的业务。按照目前的监管政策、市场环境、宏观经济等预期，下半年手续费收入仍将呈现上半年的特点，此外基数上看，由于2017年下半年的基数并不低，因此整体出现增长的可能性不大。从其他非息收入的数据看，上半年增长的主要驱动力来自于投资收益和公允价值的变动收益，部分原因是新准则因素的影响。而下半年这部分因素仍然存在。负面因素主要来自于汇兑损益，特别是大行的汇兑损失增加较多。预判下半年汇率波动幅度下降，使得整体汇兑损失进一步大幅扩大的可能性不大。综上分析，其他非息收入仍将保持正增长。

5、规模收缩筑底，成长看城商行

5.1 整体银行规模收缩已在底部

我们对中期业绩的数据进行了总结，上半年上市26银行总体资产增速中位数为3.4%，而2017年下半年的资产增速中位数为3.65%。如果从贷款的角度看，上半年贷款增速的中位数为8.82%，而2017年下半年3.7%。即贷款增速明显快于资产增速，这是由今年的整体监管环境和市场环境决定的，截至7月末，社会融资总额中贷款占社融总规模的比例持续保持在95%以上。而2017年同期仅为66%。不过，综合考虑资产规模的增速、贷款增速以及资本充足率的变动情况，行业整体规模收缩大概率处于底部，但是我们预判这个底部或将持续一段时间。

5.2 未来规模扩张主要看城商行

分子版块看，上半年，城商行增速仍处于第一梯队，贷款增速的中位数是11.3%，高于板块整体2.5个百分点。由于新增信贷的快速增长，风险加权资产同步扩张，使得大部分银行的资本充足率水平出现不同幅度的下滑。从二季度公布的数据看，除南京、宁波、成都的资本充足率有所提升外，其他各家银行均出现不同幅度下滑，其中工行、光大、招商、民生、上海、杭州、吴江银行的资本充足率下降幅度较大。

从存款增速的角度看，除了国有大行的先天优势外，城商行的存款优势增速仍居各子版块首位。城商行中，宁波、杭州、成都和北京的存款增速较快，但是从付息率的角度看，宁波和成都银行的存款增长更为健康。

6、投资策略

上市银行上半年业绩显示，整体资产质量基本保持稳定，部分银行二季度息差仍保持持续回升态势。受理财新规等因素影响理财业务收入下滑明显，但是部分银行的银行卡业务收入的大幅增长在一定程度上弥补了理财业务收入下滑的影响。净其他非息收入的大幅增长不同程度的弥补了净手续费收入的下滑，使得整体净非息收入保持较高增长。

我们维持中期策略的假设，2018年资产规模增速在8-9%；净息差小幅回升2-3BP，信用成本下降7-8BP至1.1%的情况下，对银行进行测算，得出银行板块的归母净利润同比增速为7%，高于2017年4.6%的增速。

目前银行板块整体估值处于较低的水平，中期业绩好于预期，因此板块存在相对优势。长期看，短期经济周期的演进和宏观政策的相机调整，利率下行预期将得到强化，明显债性特点的银行投资机会将显现。继续推荐国有大行和零售业务占比高的股份行。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：郭懿

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

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wljq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484