

证券研究报告  
2018.9.18

行业评级：强于大市

# 我们如何研究银行股？

---银行业研究小册子

分析师 廖志明 SAC执业资格编号：S1110517070001

分析师 林瑾璐 SAC执业资格编号：S1110517090002

廖志明

[liaozhiming@tfzq.com](mailto:liaozhiming@tfzq.com)

天风证券银行业首席分析师

2018年9月



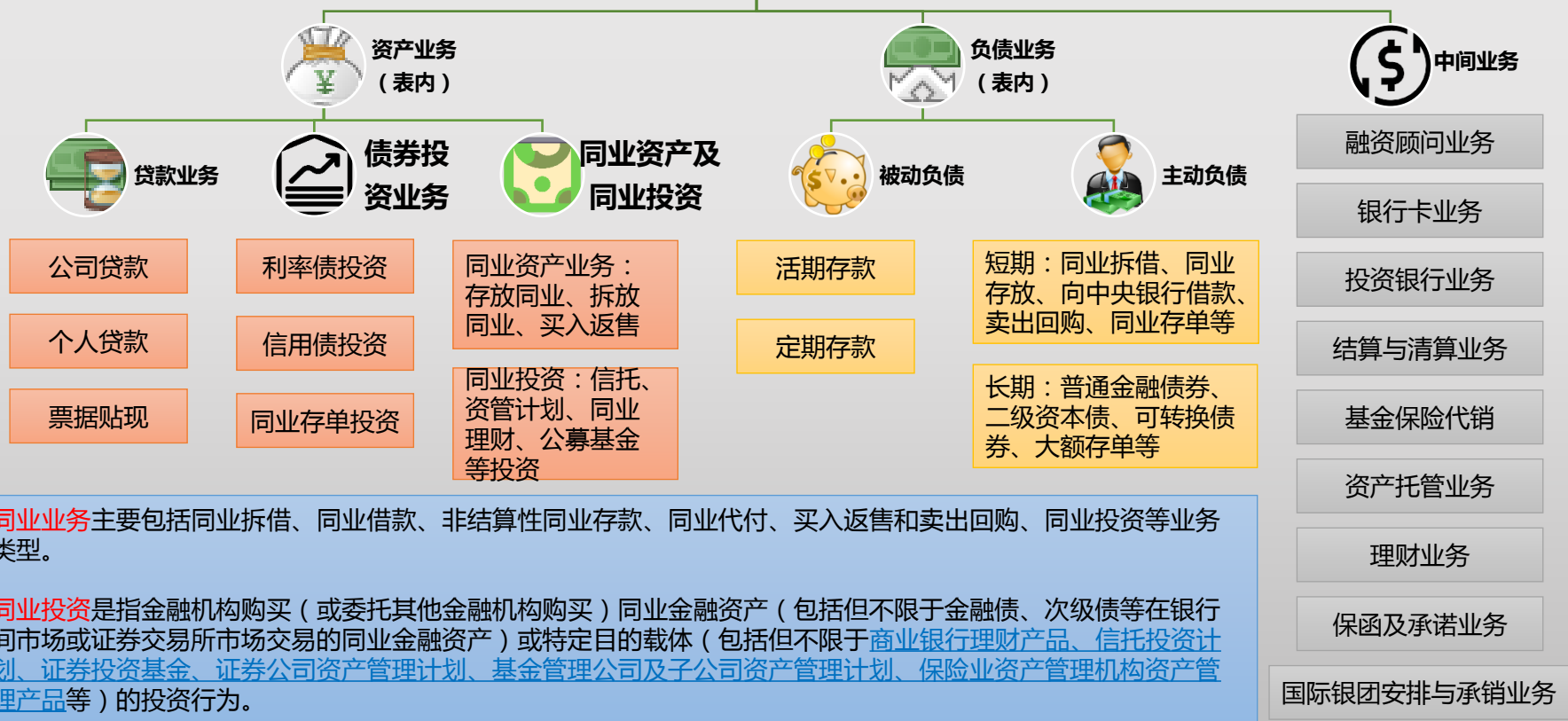
天风证券

[跨界金融服务专家]

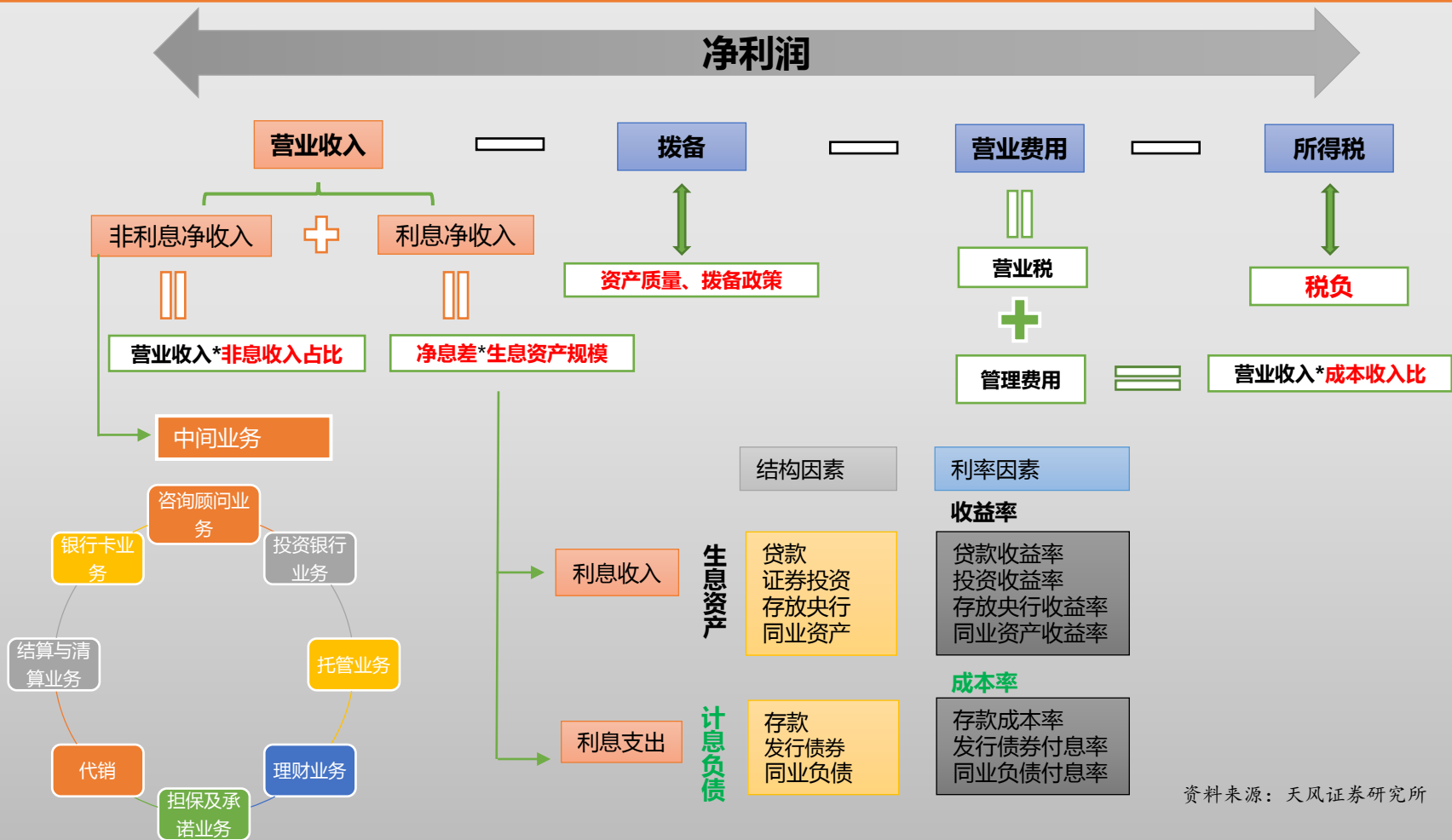
风险提示：经济超预期下行导致资产质量显著恶化；存款成本大幅抬升风险等。

# 一图纵览商业银行业务

## 银行业务类型



# 商业银行盈利拆分 (规模、息差、非息收入、拨备、成本、税负等)

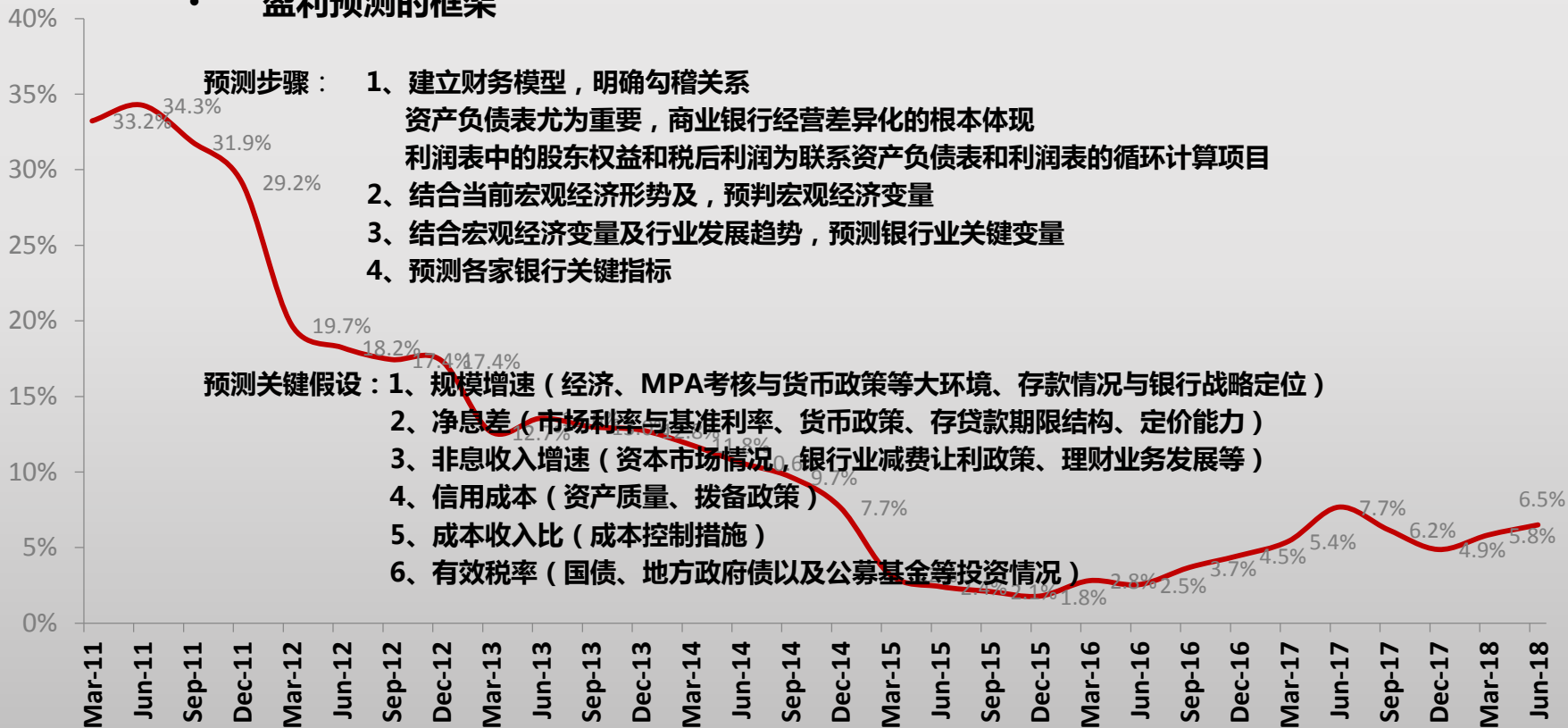


资料来源：天风证券研究所

# 商业银行盈利预测框架

— 上市银行归属于母公司股东净利润同比增速

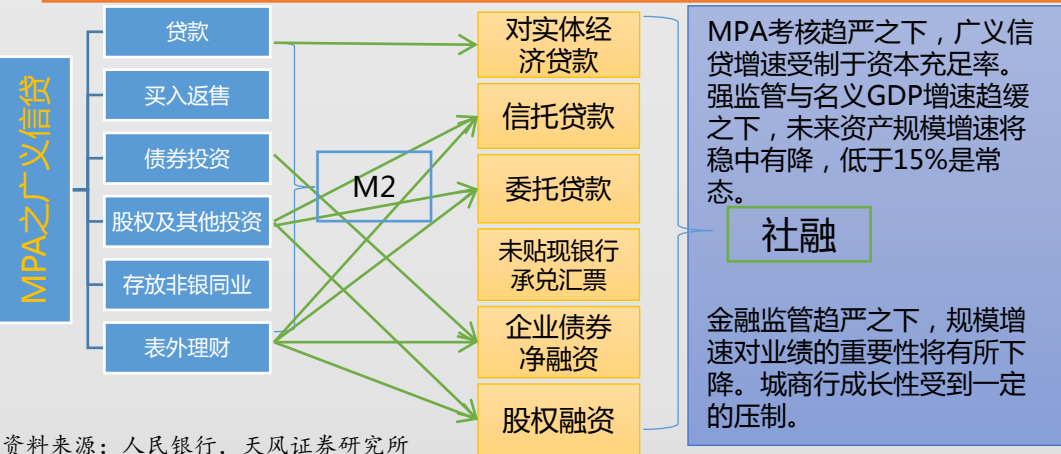
## 盈利预测的框架



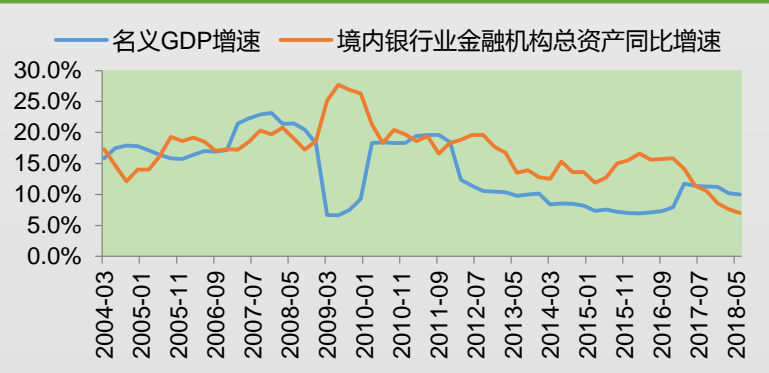
- 预测步骤：**
- 1、建立财务模型，明确勾稽关系  
资产负债表尤为重要，商业银行经营差异化的根本体现  
利润表中的股东权益和税后利润为联系资产负债表和利润表的循环计算项目
  - 2、结合当前宏观经济形势及，预判宏观经济变量
  - 3、结合宏观经济变量及行业发展趋势，预测银行业关键变量
  - 4、预测各家银行关键指标

- 预测关键假设：**
- 1、规模增速（经济、MPA考核与货币政策等大环境、存款情况与银行战略定位）
  - 2、净息差（市场利率与基准利率、货币政策、存贷款期限结构、定价能力）
  - 3、非息收入增速（资本市场情况、银行业减费让利政策、理财业务发展等）
  - 4、信用成本（资产质量、拨备政策）
  - 5、成本收入比（成本控制措施）
  - 6、有效税率（国债、地方政府债以及公募基金等投资情况）

# 银行基本面分析主要指标—规模扩张



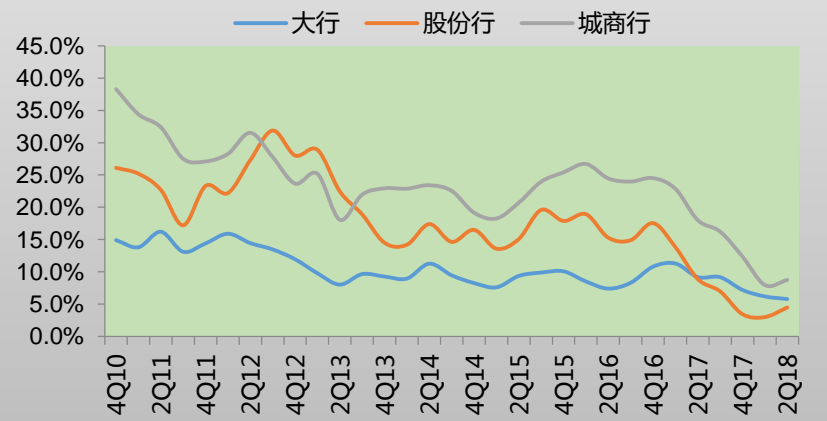
图：名义GDP增速 vs 银行业金融机构总资产增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

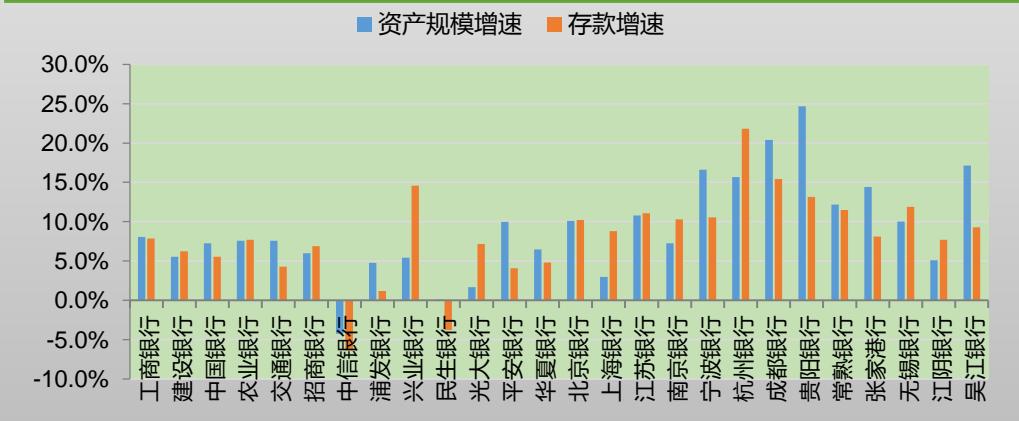
资料来源：人民银行，天风证券研究所

图：各类型商业银行资产规模增速有所下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

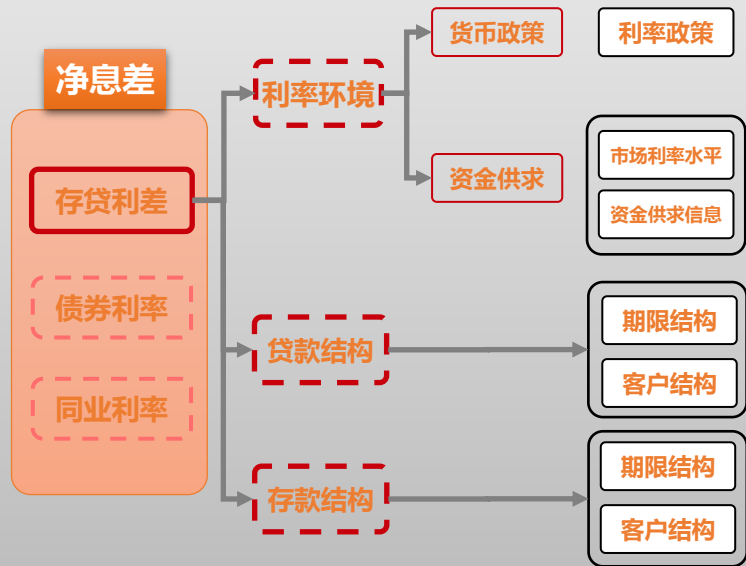
图：2017年上市银行资产规模与存款增速情况



资料来源：上市银行财报，天风证券研究所

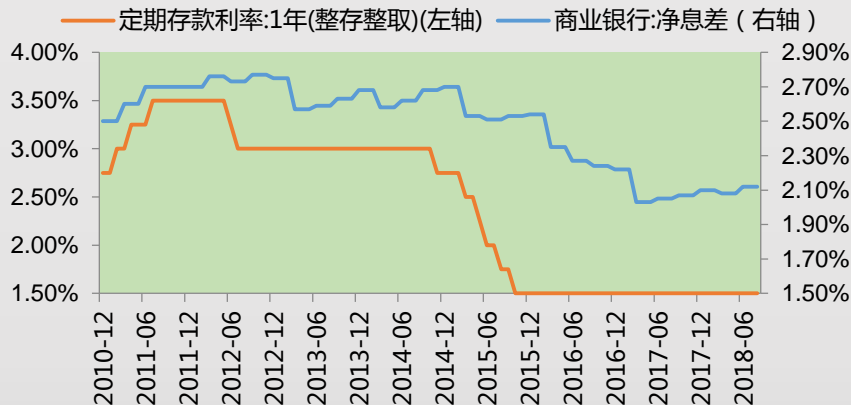
# 银行基本面分析主要指标—净息差

- ◆ 一般而言，加息周期，息差走阔；降息周期，息差收窄。息差水平差异亦取决于各行存贷款的期限、客户结构及风险偏好。
- ◆ 净息差的核心是存贷利差，因多数银行资产以贷款为主，负债以存款为主。
- ◆ 负债成本低而资产收益率高的，净息差高。负债成本优势，如四大行及招行。资产收益率优势，如平安、宁波等。



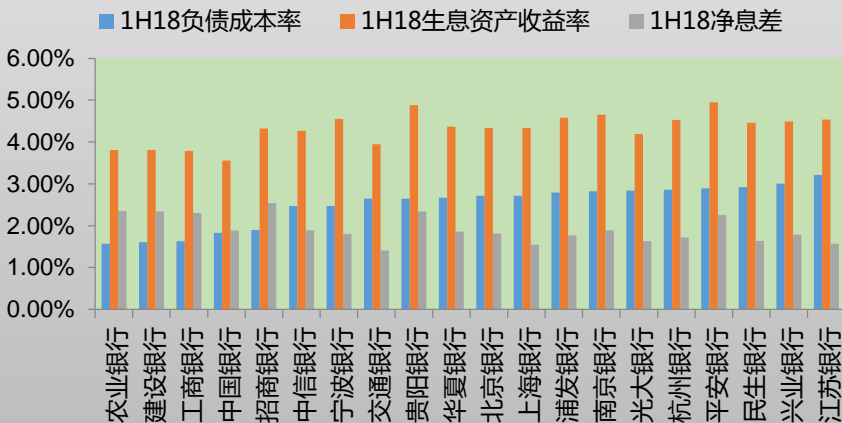
资料来源：天风证券研究所

图：商业银行净息差与1年期存款基准利率



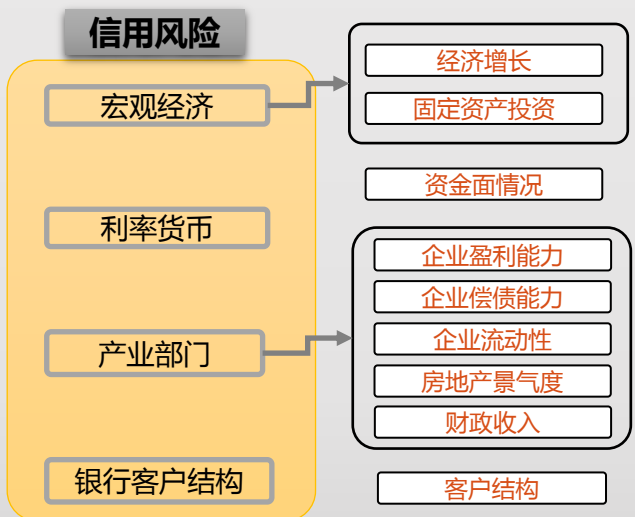
资料来源：Wind，天风证券研究所

图：主要上市银行净息差情况（1H18）



资料来源：上市银行财报，天风证券研究所

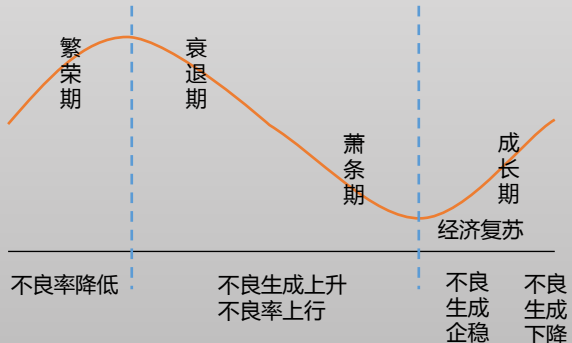
# 银行基本面分析主要指标—信用风险（资产质量）



- 宏观经济预判是资产质量趋势预测分析的核心。资产质量情况一般与宏观经济相互吻合。
- 决定资产质量的三因素：长期看历史遗留（**过往信贷投放风格**）。不良高发的行业高度重叠，且表现出顺周期性，抓住不良易发生行业就抓住了不良生成；**只有投放策略才能改变真实资产质量**。中期看宏观经济。贷款的质量本质上是客户的到期还本付息的能力和意愿，而**导致该能力和意愿下降的主要原因是利润下滑、融资收紧**。短期看策略选择，“三率平衡”约束下，银行以不良认定、拨备计提、不良处置等策略来灵活调整不良额和拨备额。
- 预测期末不良余额=期初+不良净生成-（核销+净转出）  
 不良净生成=期末-期初+核销+净转出  
 不良净生成率=不良净生成/期初贷款  
 不良核销转出率=（本期核销+本期净转出）/期初不良余额
- 信用风险分析
- 预测判断：逾期、关注、迁徙率相对先行
- 利用相关指标分析不同银行资产质量情况，结合各行不良风险暴露进度分析
- 主要不良相关指标：**不良率、不良净生率、核销率、迁徙、关注贷款占比、逾期和重组贷款占比**

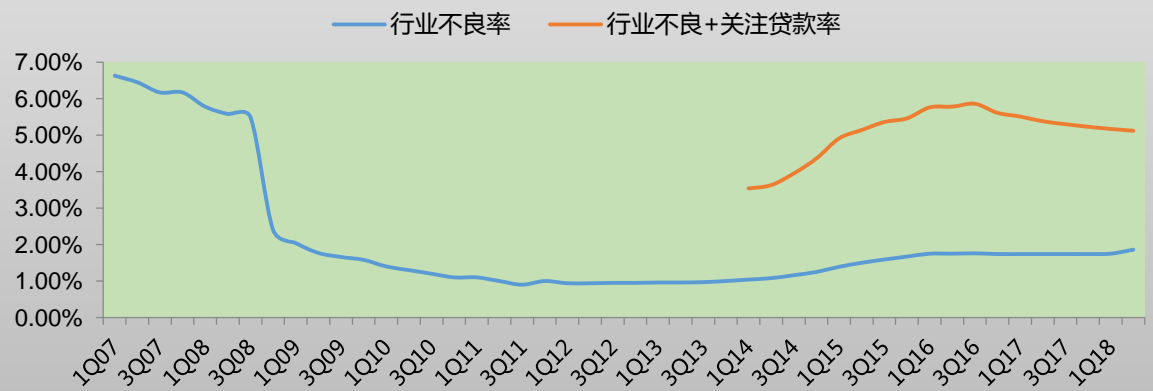
资料来源：天风证券研究所

图：银行业资产质量与经济周期有较高相关度



资料来源：天风证券研究所

图：商业银行资产质量处于改善通道

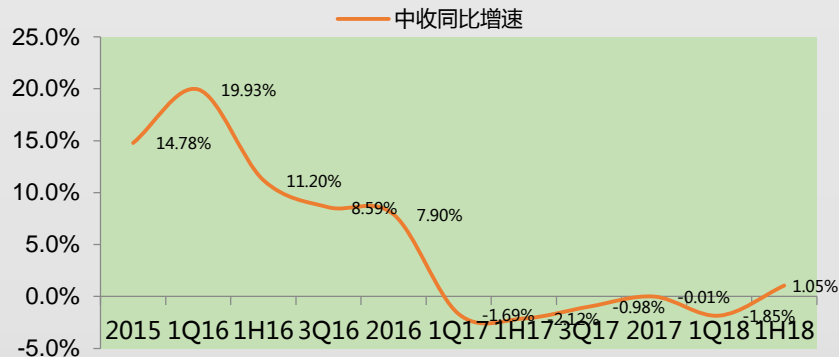


资料来源：银保监会，天风证券研究所

# 银行基本面分析主要指标—非息收入与成本控制

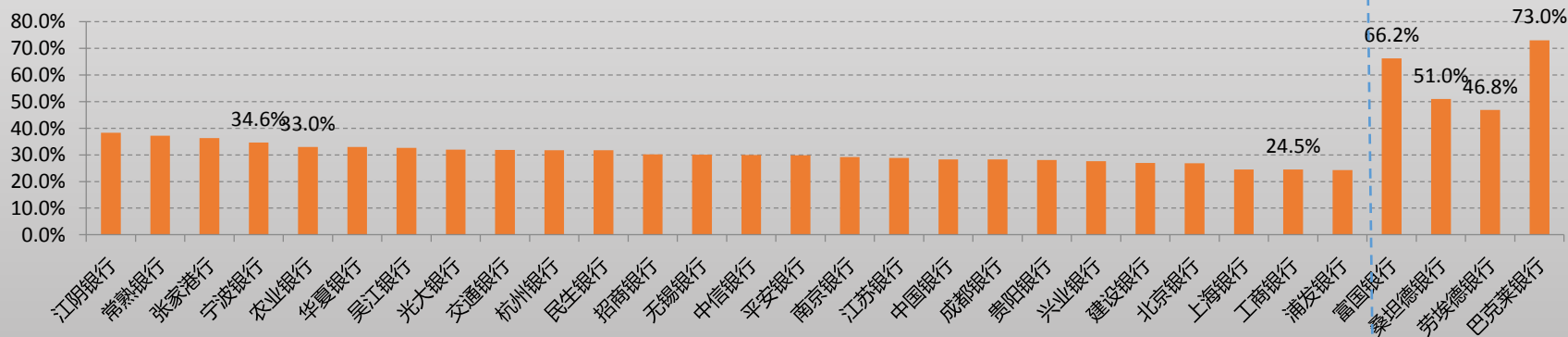
- ◆ 资本市场情况影响基金、保险等代销收入。
- ◆ 资管新规落地，银行理财面临转型，或阶段性影响理财业务中收增长。此外，银行主动减税让利等因素也拖累中收增长。
- ◆ 2017年，大行、股份行和城商行中，成本收入较高的为宁波、农行，均在30%以上。大行中，工行成本收入比低，仅25%。发达国家主要银行成本收入比普遍达50-60%。
- ◆ Fintech的发展正大幅提升银行业务效率，有望持续降低成本收入比。

图：受资本市场低迷及理财收入下降等影响，非息净收入增长暂时性放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：上市银行成本收入比情况（2017年）



资料来源：上市银行财报，天风证券研究所



# 深度复盘A股银行指数十年走势

图：A股银行板块过去10年走势（依据调整后中信银行业指数）

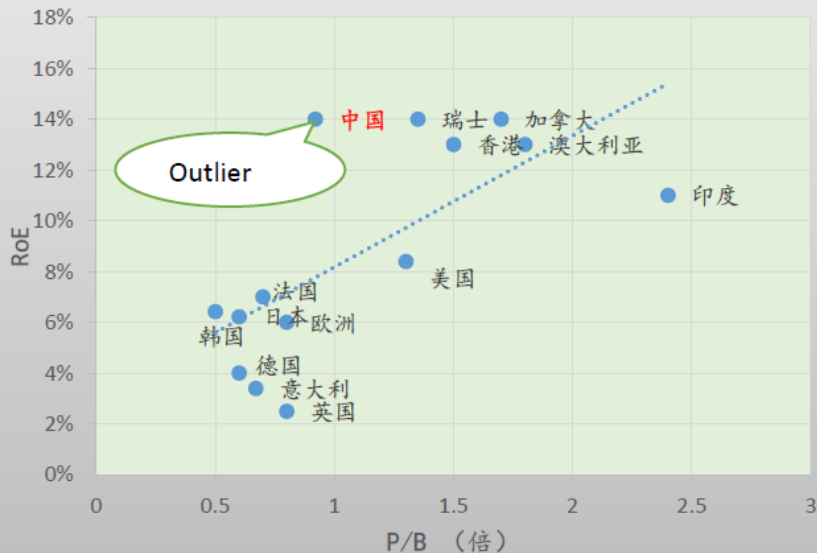


阶段	对应时间段	阶段涨跌幅	经济情况及预期	加息or降息周期	银行息差	资产质量及预期
1	蓝色 2007.01-2007.11	122%	上行	加息		NPL ~6%
2	深红色 2007.11-2008.10	-68%	下行, 担忧预期持续	加息		NPL ~5%
3	绿色 2008.10-2009.07	119%	上行, 担忧预期恢复	降息		NPL 2.4~1.5%
4	紫色 2009.07-2012.09	-42%	下行	2010.10重启加息周期; 2012.06-07两次降息	2.5-2.77%, 持续走阔	NPL 1.66~0.95%, 下行
5	深绿色 2012.09-2013.02	59%	上行, 预期回暖	无	2.77-2.75%, 微幅收窄	NPL ~0.95%
6	橙色 2013.02-2014.03	-28%	下行, 预期扭转下行	无	2.57-2.68%, 微幅上行	NPL 0.96~1.04%, 微幅上行
7	浅蓝色 2014.03-2015.06	128%	下行, 预期持续下行	2014.11重启降息, 此后开始连续降息	2.51-2.70%, 区间波动	NPL 1.04~1.50%, 持续上行; 资产质量预期持续恶化
8	红色 2015.06-2017.05	-15%	下行	期间降息5次, 叠加降准	2.51-2.03%, 持续收窄	NPL 1.59~1.76%, 3Q16拐点向下
9	青绿色 2017.05-2017.11	23%	下行, L型增速	货币政策中性偏紧	2.03-2.07%, 企稳走阔	改善
10	紫色 2017.11-2017.12	-4%	平稳	货币政策中性偏紧	2.07-2.10%, 持续走阔	NPL ~1.74%, 改善
11	蓝绿色 2017.12-2018.02	18%	平稳	货币政策中性	~2.10%, 改善	NPL ~1.74%, 不良持续改善
12	绿色 2018.02-2018.06	-27%	平稳, 担忧预期渐起	定向降准	~2.08%	NPL ~1.74%, 不良持续改善
13	粉色 2018.06-至今	7%	预期悲观	货币政策中性宽松	~2.10%	不良确认趋严, 资产质量持续改善

# 横向与纵向看A股银行板块估值

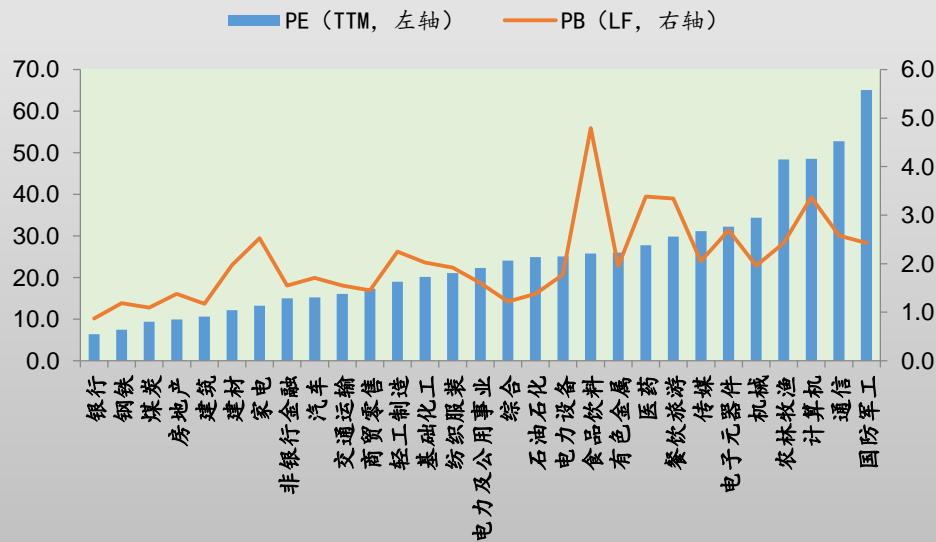
- ◆ 从主要国家来看，银行板块PB估值水平与ROE大致呈现正相关关系。A股银行板块14.7%的ROE水平居主要国家TOP水平，但PB倍数为中位偏低水平，价值严重低估。
- ◆ A股银行板块PB估值最低。当前，A股银行板块PB (1f) 估值仅为0.9倍。PB估值为所有板块最低。A股银行板块PE估值为所有行业最低。当前，A股银行板块PE估值仅6倍，估值水平大幅偏低。

图：世界主要国家银行板块PB估值 VS ROE (As of Sep 2018)



资料来源：Wind, Bloomberg, 天风证券研究所

图：A股银行板块PE与PB估值均为所有行业最低 (倍, As of Sep 2018)

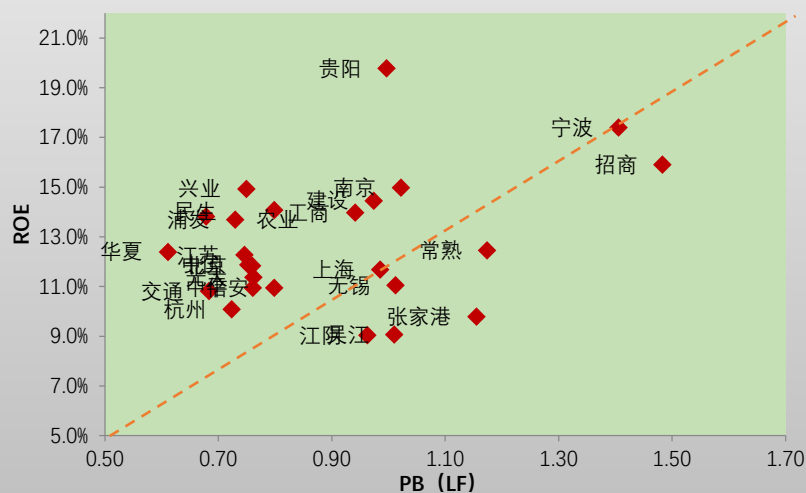


资料来源：Wind, 天风证券研究所

# 银行股估值VS盈利水平

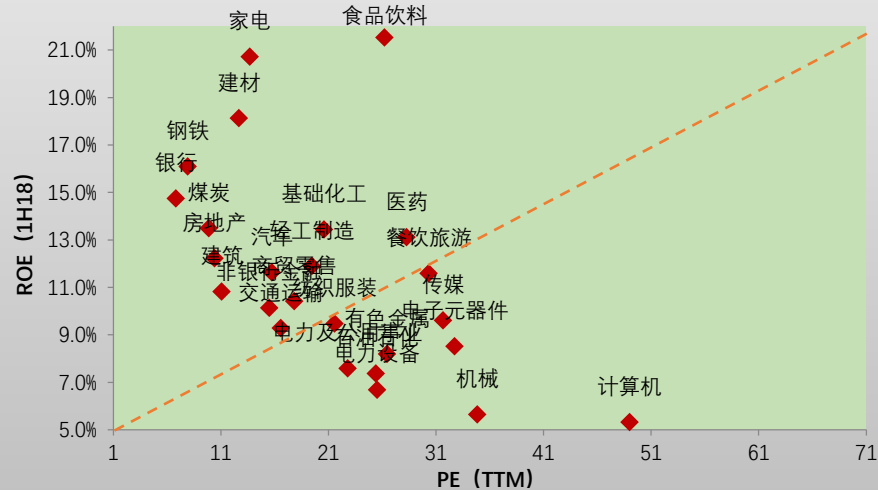
- ◆ 对于上市银行估值方法，尽管国际投行常用PE估值，但国内PB估值更常用。PB ( LF ) 估值，以及通过财务模型前瞻性的分析未来1-2年的动态PB估值，可以提供较好的估值参考。当前**银行股平均估值仅0.9倍PB ( LF )**，估值处于**历史低位**；而**板块平均ROE高达14.7%**，盈利能力在A股各板块中和全球银行同业中均处于较高水平。
- ◆ 各行间的估值分化主要反映盈利能力 ( ROE ) 的高低，体现银行间经营能力的分化，与各行**客户结构 ( 大中型、中小型、民营、新兴行业 )**、**经营策略 ( 零售、中间业务，多元化 )**、**当地区域经济状况 ( 东部发达地区向、中西部发展中地区 )** 等因素相关。

图：A股上市银行PB估值 vs ROE ( As of Sep 2018 )



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：A股所有板块PE(TTM)估值 vs ROE ( As of Sep 2018 )



资料来源：Wind，天风证券研究所

# 投资策略：大行作防御，进攻选优质中小行

## 市场情绪低迷时，大行作防御

大行作防御。当前，市场依然非常担忧贸易摩擦与汇率问题以及由此引起的经济下行风险，制约股市表现。我们认为，**市场情绪低迷时，主要关注资产质量**，大行因其信贷投放两端化（企业贷款主要投政府项目与个贷则主要放房贷），资产质量优异，估值低且1H18业绩亮眼，为防御之选，首选农行（1H18拨备前利润增速高达16.3%，资产质量显著改善）。

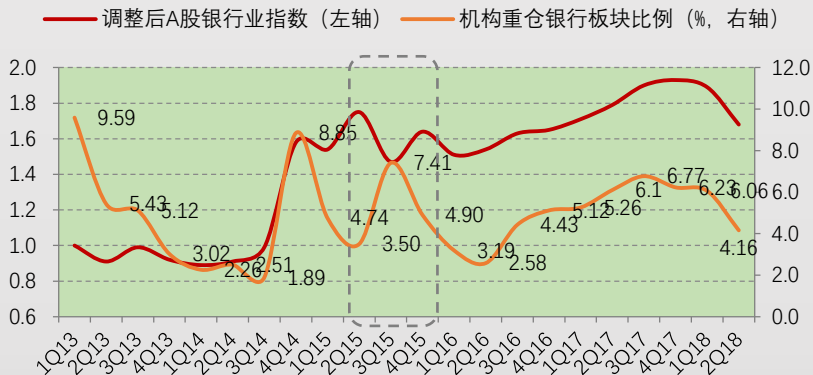
## 市场情绪好转时，进攻配优质中小行

市场情绪转好时，市场更关注未来业绩弹性。前两年较高的市场利率与强监管压制了中小行的成长性，3Q18在内在有经济下行压力外有中美贸易摩擦之下，政策已较大调整，市场利率明显下行，中小行迎来转机。**市场利率走低带动负债成本下降提升净息差，监管放松迎来资产扩张的机会，成长性有望提升。**

## 银行板块底部反弹可期

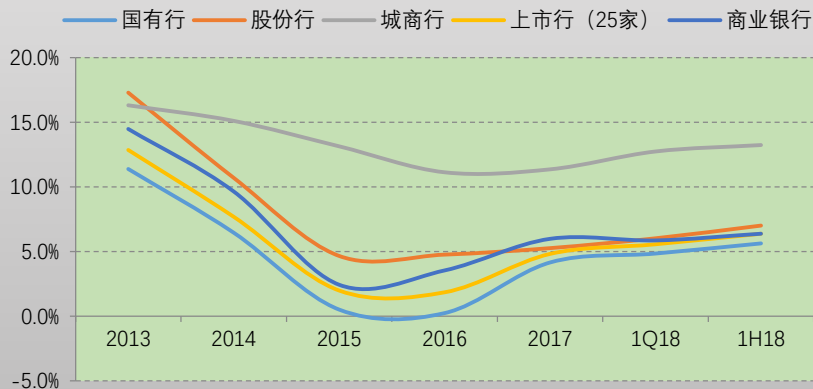
我们认为，银行股或是三重底（业绩、估值、持仓），政策宽松催化，反弹可期。业绩底，上市银行整体17年业绩反转，1H18净利润增速达6.4%，较1Q18进一步上行；估值底，上半年大幅回调后，当前板块估值不到0.9倍18PB，PB估值接近历史底部（0.84倍PB）；机构持仓底，因市场风格切换之担忧与对经济悲观预期等叠加，6月末机构重仓银行板块比例仅4%，较3月末大幅下降，严重低配。尽管经济面临下行压力，但由于过去10年信贷结构调整及不良出清，银行资产质量受到的影响减弱。短期主推农行等大行及光大银行作防御，中长期主推招行、平安、宁波、常熟。

图：1H18机构重仓银行板块比例降至4.16%，严重低配



资料来源：Wind，天风证券研究所

图：上市银行业绩处于改善通道



资料来源：上市银行财报，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、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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com