

2018年12月05日

银行

**由奢入俭，先淡后浓——银行业 2019 年度投资策略**

■ **基本面“由奢入俭”**：展望 2019 年，预计上市银行营业收入增速将明显放缓，归母净利润增速亦将有所回落，但幅度小于营收。

- 1) **净息差**：预计 2019 年整体稳中有降，中小行比大行晚 1 个季度息差见顶，晚 2 个季度单季营收增速见顶。资产端对公一般贷款利率已经见顶，2019 年将缓慢回落；负债端存款竞争激烈态势延续，存款成本缓慢上行。
- 2) **中收**：预计全行业 2019 年中收的增速将有所放缓。①经过近些年“跑马圈地”之后，银行从审慎经营的角度，信用卡业务或将边际放缓；②理财业务明年或将面临期限错配利差缩窄以及风险事件侵蚀利润的困境。
- 3) **资产质量**：2018 年以来不良形势确实有些恶化。从传导时滞和调研情况来看，我们认为 2018 年四季度、2019 年一季度银行的资产质量问题（实际 or 账面）都不大，关键是 2019 年二季度，或者说银行 2019 年中报的资产质量表现。
- 4) **资本**。近期一行两会联合发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，该指导意见强化了宏观审慎监管，对可能入选的部分上市股份行和城商行，资本补充压力边际加大。

■ **股价或“先淡后浓”**：2019 年上半年是预期不明朗的“验证阶段”，从宏观经济表现，到支持民企的政策成效，再到银行微观的不良演化均存在不确定性，银行股的表现可能倾向于“随波逐流”。我们对 2019 年下半年的板块行情比对上半年更乐观些，主要逻辑在于不确定性降低，在此前提下，银行业绩相对稳健、外资较为偏好等存量逻辑可能占据主导。

■ **重点推荐个股：平安银行、工商银行**

- 1) **平安银行**：①长逻辑：体系化的零售转型有望提估值；②短逻辑：预计 2019 年二季度或三季度存量不良包袱消化完，有望提升业绩弹性。
- 2) **工商银行**：①2019 年银行业的资产质量走势存在不确定性，大行的不确定性相对中小行来说要低；②银行业 2019 年可能会面临“资产与负债双荒”，在此背景下，优选资产端项目储备较充足，负债端存款压力较小的标的。

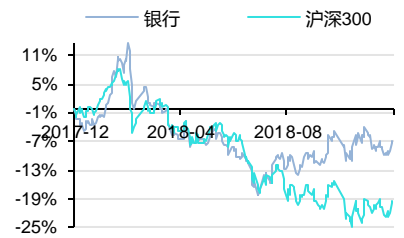
■ **风险提示：经济失速下行致资产质量显著恶化**

**行业深度分析**

证券研究报告

投资评级 **同步大市-A**  
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.60	-7.61	11.71
绝对收益	-5.45	-8.53	-7.41

**黄守宏**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

**李双**

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

- 银行三季报综述：稳中向好，符合预期 2018-11-03
- 银行非标投资图鉴 2018-10-11
- 探究商业银行信贷额度 2018-08-05
- 外资银行在华经营得怎么样了 2018-07-18
- 离离原上草——银行小微业务专题 2018-07-06

## 内容目录

1. 银行板块 2018 行情回顾 .....	4
2. 货币金融数据预测 .....	5
3. 银行基本面分析 .....	7
3.1. 资产与负债 .....	7
3.2. 息差 .....	9
3.2.1. 资产端收益率 .....	10
3.2.2. 负债端付息率 .....	11
3.3. 中收 .....	14
3.3.1. 信用卡业务 .....	14
3.3.2. 理财业务 .....	15
3.4. 资产质量 .....	16
3.5. 资本 .....	20
3.6. 盈利预测 .....	21
4. 银行股投资策略 .....	22

## 图表目录

图 1: 银行板块已连续三年相对强势 (标红处表明当年银行板块跑赢上证综指) .....	4
图 2: 2018 年初至今各板块涨跌幅排名, 银行板块最为抗跌 .....	4
图 3: 2018 年初至今 A 股上市银行涨跌幅排名 .....	5
图 4: 2019 年新增人民币信贷规模预计为 17.6 万亿元, 同比多增 2 万亿元 .....	6
图 5: 2019 年 M2 增速预计小幅回升 .....	6
图 6: 2019 年社融增速预计小幅回升 .....	7
图 7: 金融机构境内人民币贷款余额结构 .....	8
图 8: A 股上市银行信贷结构 .....	8
图 9: A 股上市银行负债结构 .....	8
图 10: M1、M2、信用投放、存款派生示意图 .....	9
图 11: 各类型银行单季度净息差走势及预测 .....	9
图 12: 各类银行单季净息差同比变动幅度, 直接影响单季营收同比增速的走势 .....	10
图 13: 对公一般贷款利率滞后于票据融资利率 2-3 个季度见顶 .....	10
图 14: 十年期国债收益率今年以来持续下行 .....	11
图 15: “非标利率”高位震荡, 明年预计下行 .....	11
图 16: 居民及企业存款余额中, 2018 年以来定期占比上升 .....	12
图 17: 居民及企业存款余额中, 结构性存款占比加速上行 .....	12
图 18: 展望 2019 年, M2 与 M1 剪刀差格局会维持下去 .....	12
图 19: 同业利率进一步下行受到利率走廊的制约 .....	13
图 20: 今年 9 月以来, 同业存单发行利率下行动能减弱 .....	13
图 21: 2018 年上半年, 各银行及银行板块, 银行卡业务收入占中收的比重 .....	14
图 22: 2018 年上半年, 各银行及银行板块, 银行卡业务收入同比增速 .....	15
图 23: 信用卡应偿贷款余额同比增速放缓 .....	15
图 24: 信用卡人均持卡量 .....	15
图 25: 2018H 各银行理财业务收入同比增速 .....	16
图 26: 2018H 各银行理财业务收入占手续费及佣金收入的比重 .....	16
图 27: 各银行板块不良生成率有所抬头 .....	17

图 28: 上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款走势 .....	17
图 29: 上市银行逾期 90 天以内贷款占比走势 .....	18
图 30: 上市银行估值隐含不良率 .....	19
图 31: 上市银行广义估值隐含不良率 .....	19
图 32: 上市银行狭义估值隐含不良率- (不良+关注) 率 .....	20
图 33: 2018Q3 A 股上市银行核心一级资本充足率分析 .....	20
图 34: 26 家上市银行盈利预测 .....	21
图 35: 平安银行零售转型战略 .....	22
图 36: 平安银行存量问题资产出清时间测算 .....	23

## 1. 银行板块 2018 行情回顾

“相对美”逻辑驱动，2018 年银行股表现优于其他行业。2018 年银行业可以分为上下半场，上半场为“严监管”，以资管新规禁止非标投资期限错配为核心，叠加规范银信合作、委贷新规、大额风险暴露、流动性新规等，表外融资受到限制，社融与 M2 增速持续回落；贸易摩擦使得外部不确定性加大，银行风险偏好降低，惜贷情绪浓厚。虽然银行基本面稳健，但在整个市场处于弱势的环境下，以及债券违约频繁，投资者对银行资产质量担忧情绪升温，上半年银行股表现“平淡无奇”。

下半场为向“宽信用”引导，从 7 月初开始，严监管的政策陆续有所微调放松，旨在保障实体经济融资顺畅，而银行作为信用传导的关键环节，最先受益于政策的放松，宽货币使得负债端压力有所缓解；同时资产端定价持续上行，息差稳中向好的格局并未被破坏，但大银行与中小银行之间出现分化；资产质量暂时保持平稳。银行股三季度显现出较为明显的相对优势。

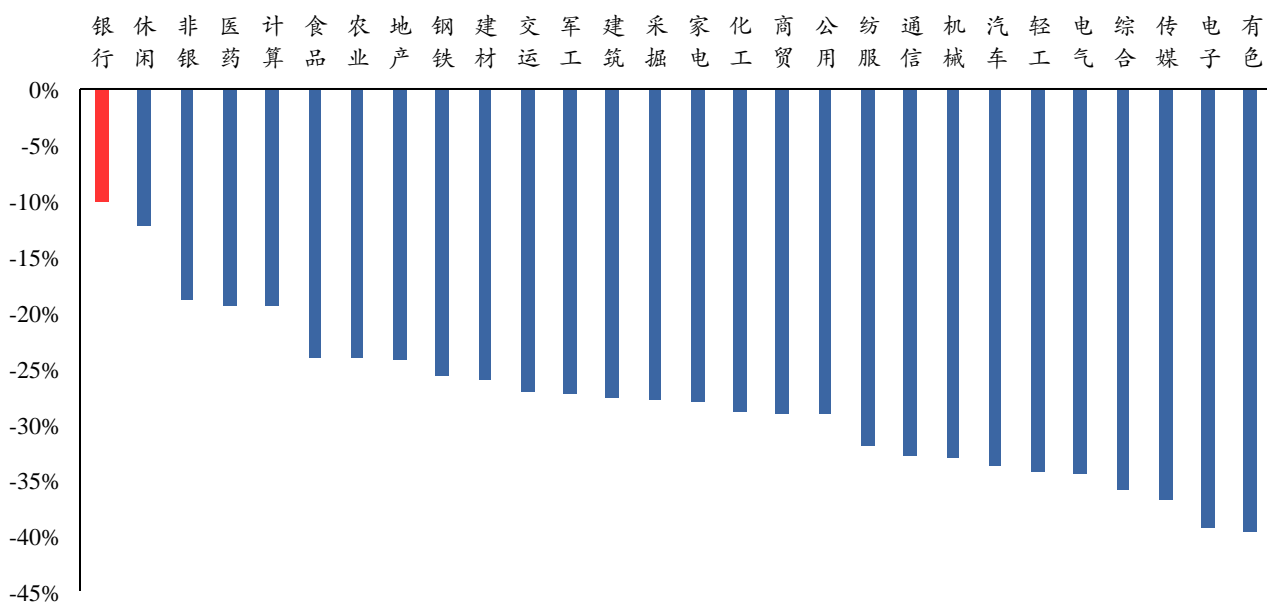
图 1：银行板块已连续三年相对强势（标红处表明当年银行板块跑赢上证综指）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
银行涨跌幅 (%)	-13.2	-16.8	10.8	-21.3	20.9	173.7	96.1	-64.0	103.8
行业排名	1	9	7	20	1	2	28	15	19
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
银行涨跌幅 (%)	-22.5	-4.9	14.5	-9.2	63.2	-1.4	-4.9	13.3	-10.1
行业排名	25	1	5	23	6	27	5	7	1

资料来源：Wind、安信证券研究中心

备注：申万一级行业指数；2018 年涨跌幅截至 11 月 26 日收盘价

图 2：2018 年初至今各板块涨跌幅排名，银行板块最为抗跌



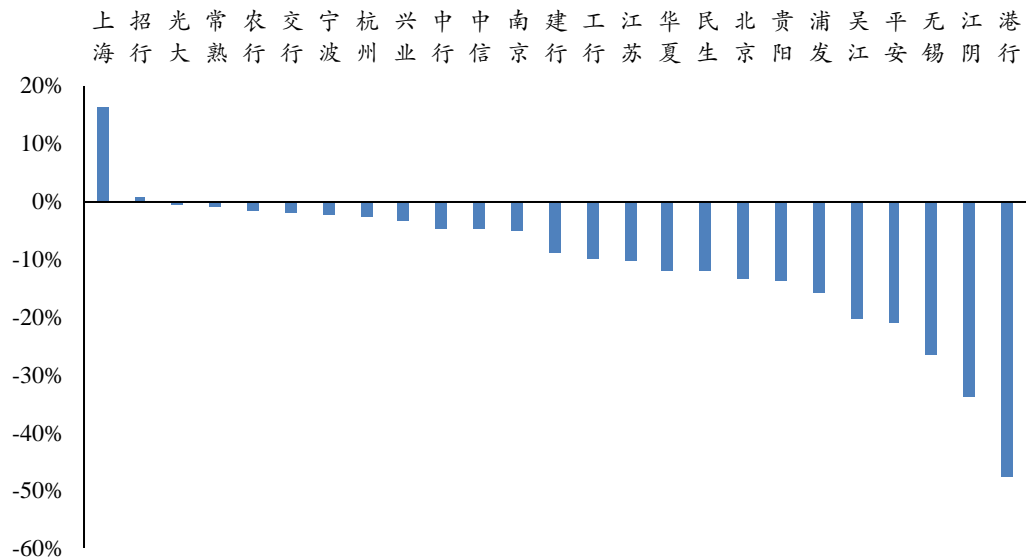
资料来源：Wind、安信证券研究中心

备注：申万一级行业指数，2018 年涨跌幅截至 11 月 26 日收盘价

个股仅上海银行与招商银行录得正收益。2018 年排名靠前的银行有两个特点：①业绩持续

显著改善或在高水平保持稳健，以上海银行、招商银行为代表；②多多少少带有零售概念，在业绩向好的基础上还有零售转型的基因，则在短期内更容易受到市场的青睐，例如第三季度的平安银行。

图 3：2018 年初至今 A 股上市银行涨跌幅排名



资料来源：Wind、安信证券研究中心  
备注：2018 年涨跌幅截至 11 月 26 日收盘价

**2019 年面临不确定性。**如果说 2018 年银行业延续 2017 年的趋势，基本面稳中向好，那么展望 2019 年，部分驱动因素预计会发生变化：

- 1) 宏观层面。2018 年，经济在外需以及地产两大支柱下，GDP 缓慢下行，并未失速，但展望 2019 年，欧美日等主要国家或地区经济景气度走弱，外需可持续性存疑；而国内在地产行业监管尚未放松的条件下，尚需等待企业融资需求的复苏，宽信用落地亟待金融机构、政府部门、居民部门、企业部门共同努力。
- 2) 行业层面。2018 年银行业是“量价齐升”，表现为新增贷款规模比去年同期更多、贷款利率持续上行；在营收改善的窗口期，银行加大处置上一轮周期存量的不良资产，资产质量总体保持平稳；展望 2019 年，量、价、资产质量的边际改善动能将减弱。
- 3) 微观层面。银行业顺周期经营的特点使得在经济下行压力加大的背景下，银行向企业放贷的动力不足，但从 10 月份以来的政策看，监管层致力于从银行授信、考核、资产质量等方面给予银行更大的容错空间，如何让银行“敢于”向企业放贷，让企业有信心借贷加大投资力度，将是破局的关键。

接下来，我们将对 2019 年整个银行业经营环境、银行基本面以及银行股投资机会进行详细分析。

## 2. 货币金融数据预测

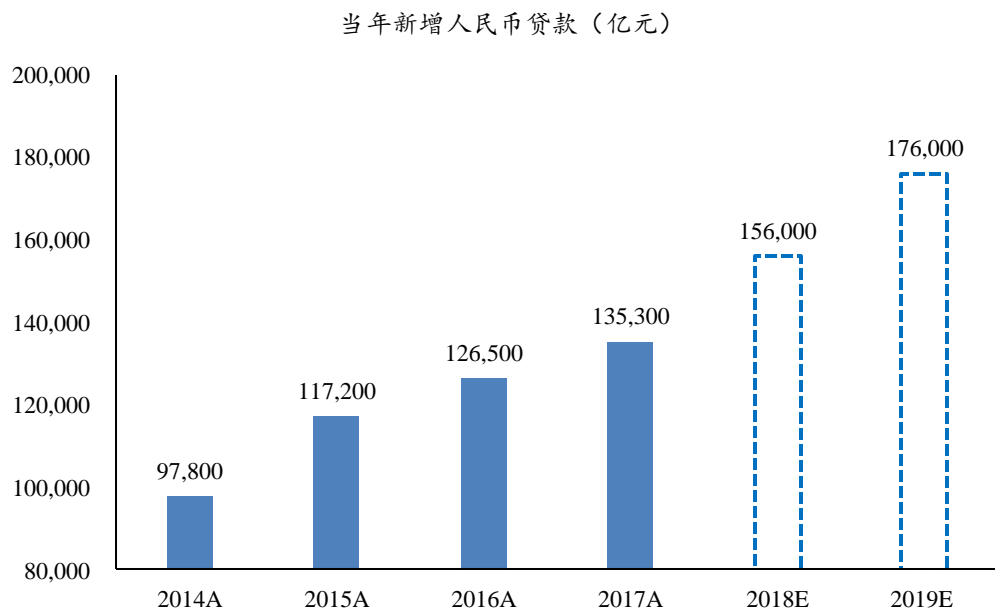
**信贷的核心矛盾从资金供给转向融资需求。**今年在企业融资需求尚可，表外融资转向表内的趋势下，金融机构每月新增人民币贷款较去年同期有较大幅度提升，资金供给端（银行风险偏好、资本与负债约束）成为新增贷款规模增长的主要影响因素。

展望 2019 年，对于新增人民币贷款规模，资金供给端的制约因素仍然存在，但主要矛盾却

转向融资需求端，一方面，从资金供给端来看，银行负债约束与信用宽松相辅相成，是一个硬币的两面，存款压力仍然较大；核心一级资本补充渠道仍然相对匮乏；至于银行风险偏好，近期陆续出台的支持民企融资的政策旨在提升银行放贷意愿，效果如何有待观察。另一方面，从上市公司三季报数据来看，除去上游周期以及金融、地产行业的盈利增速仍在上升之外，中游制造业、下游需求行业的利润增速已开始全面下滑，从企业盈利能力下降传导至融资需求不振，可能在 2019 年显现。

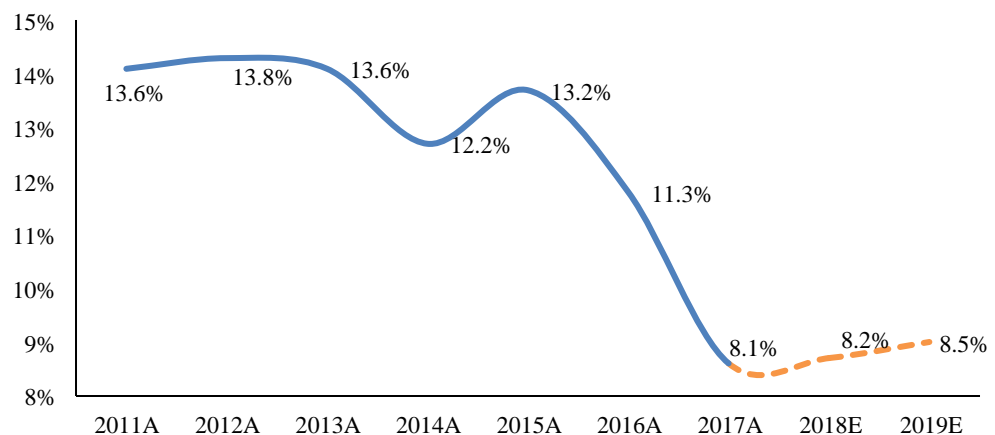
总体来看，在 2018 年高基数的背景下，未来信贷增长受到供给与需求两方面的制约，并且核心矛盾转向融资需求，因此 2019 年金融机构贷款余额同比增速预计会持平于 2018 年，为 13%，全年新增信贷规模预计为 17.6 万亿元，较 2018 年多增 2 万亿元。预计 2018 年 M2 同比增速为 8.2%，2019 年为 8.5%，有小幅回升。

图 4：2019 年新增人民币信贷规模预计为 17.6 万亿元，同比多增 2 万亿元



资料来源：Wind、安信证券研究中心预测

图 5：2019 年 M2 增速预计小幅回升

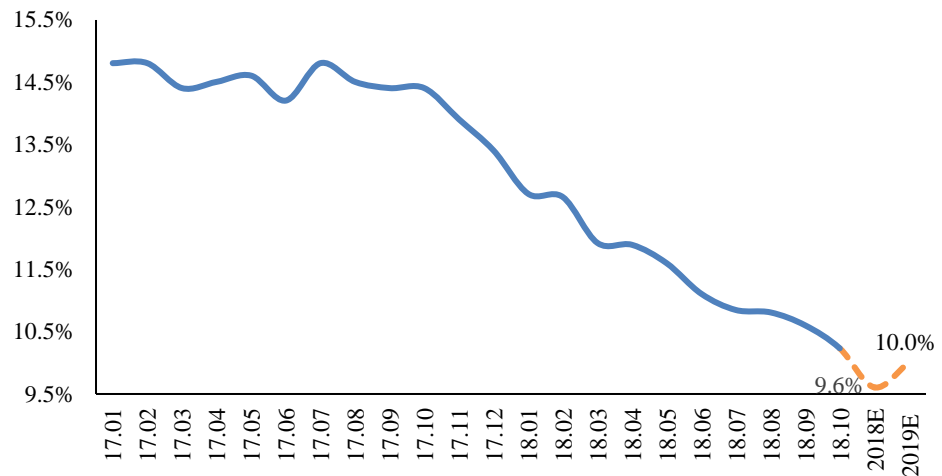


资料来源：Wind、安信证券研究中心预测

**社融增速回升需待表外融资压降放缓。**2017年前10个月，委托贷款+信托贷款+未贴现票据这三项合计新增3.04万亿元，而2018年同期这三项合计减少2.56万亿元，表外融资大幅度收缩，这是今年社融增速下降的主要原因。

展望2019年，①在资管新规禁止期限错配以及过渡期内存量非标资产逐渐到期的背景下，表外融资仍将继续压降，但同比减少规模会大幅度减少；②人民币贷款按照上文预测，在扣除拆借非银金融机构的贷款之后，预计全年保持小幅增长；③非金融企业境内股票融资预计将受益于科创板，筹资规模较2018年会有所提升；④在加大补短板的政策激励下，地方政府专项债仍将加速发行；⑤在不良暴露压力加大的情形下，银行仍会加快核销处置力度，腾挪出更多的信贷资源支持实体经济；⑥存款类金融机构资产支持证券以及其他项假设小幅增长。预计2019年社融同比增速有望回升至10.0%。

图6：2019年社融增速预计小幅回升



资料来源：Wind、安信证券研究中心预测

### 3. 银行基本面分析

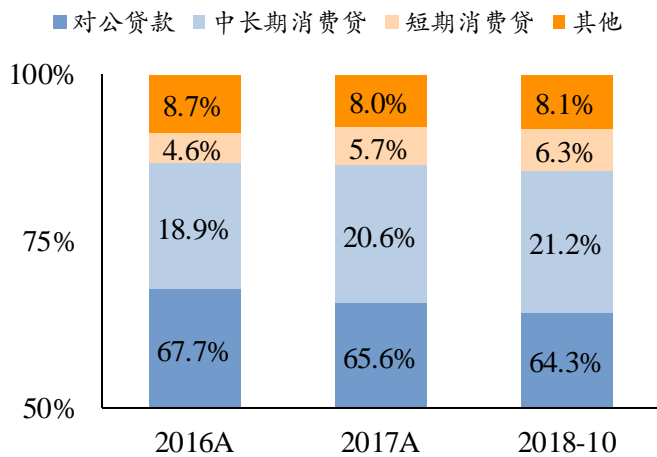
#### 3.1. 资产与负债

**资产与负债“双荒”的困境。**今年上市银行最优质的资产在于零售信贷以及利率债，负债端最稀缺的是稳定的企业存款。展望2019年，资产与负债或将面临配置的“困境”，具体来看：

**资产端，高收益资产将更加稀缺。**一方面，今年7月正式实施的流动性新规对商业银行资金运用提出了更高的要求：①从资金运用上，央行鼓励各项贷款以及短久期同业资产，不太鼓励非标；②从达标期限来看，2019年6月优质流动性资产充足率应达到100%；流动性匹配率于2020年开始正式监管，目前作为监测指标。考虑到银行需要提前对资产结构做出相应调整，预计明年仍会延续今年的资产策略，加大对传统信贷业务的投入。

另一方面，今年信贷占总资产的比重上升主要依靠零售信贷，其中住房按揭、消费贷（含信用卡）占比有较大幅度的提升，但零售信贷占比也不可能无限提高，“结构调整红利”快到瓶颈，高收益资产逐渐减少，因此，2019年银行要么提升风险偏好，选择配置高收益的信用债以及零售客户群体的下沉；要么接受收益率下行。

图 7：金融机构境内人民币贷款余额结构



资料来源：央行、安信证券研究中心

图 8：A 股上市银行信贷结构

	对公贷款	住房按揭	消费贷 (含信用卡)	其他
<b>国有行</b>				
2016A	66.6%	25.4%	4.9%	3.1%
2017A	63.9%	27.6%	5.7%	2.9%
2018H	63.1%	28.1%	6.0%	2.8%
<b>股份行</b>				
2016A	64.7%	15.4%	10.3%	9.6%
2017A	60.8%	16.2%	12.9%	10.2%
2018H	59.5%	16.1%	13.9%	10.4%
<b>城商行</b>				
2016A	75.0%	11.6%	8.3%	5.1%
2017A	73.1%	12.8%	9.1%	5.0%
2018H	71.8%	13.4%	9.2%	5.6%

资料来源：上市公司财务报告、安信证券研究中心

负债端“缺”存款。①流动性新规在商业银行资金来源上，鼓励向央行借款、大力吸收存款以及期限超过 1 年的同业负债；因此存款仍是明年最主要的负债策略；②对于同业负债，具备低成本优势，但期限短、稳定性差，往年同业负债占比较高的银行仍将会继续减少这部分资金来源，来满足流动性的监管要求。

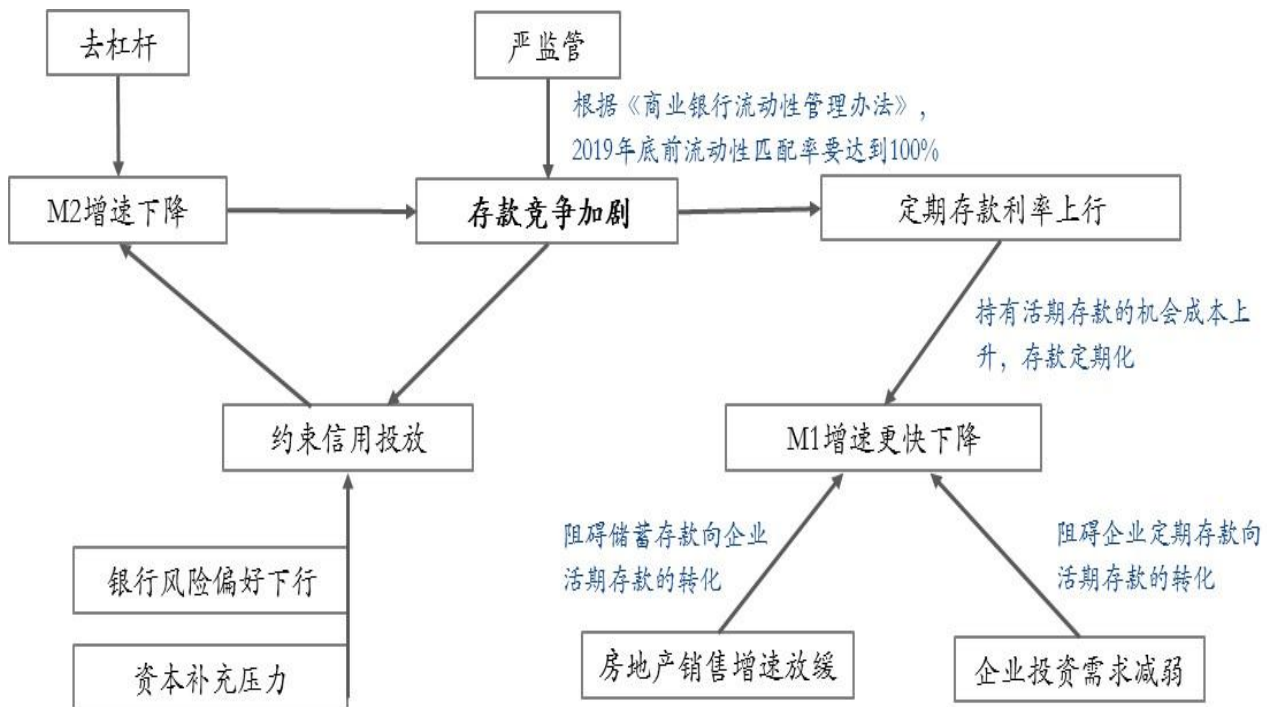
图 9：A 股上市银行负债结构

	存款	同业负债（含存单）	发债
<b>国有行</b>			
2016A	77.2%	13.1%	2.2%
2017A	77.7%	12.0%	2.4%
2018H	78.3%	11.2%	2.5%
<b>股份行</b>			
2016A	60.0%	31.2%	2.2%
2017A	61.1%	29.1%	2.6%
2018H	61.2%	27.3%	3.1%
<b>城商行</b>			
2016A	63.2%	29.1%	2.8%
2017A	61.4%	31.0%	2.9%
2018H	64.6%	27.3%	3.0%

资料来源：上市公司财务报告、安信证券研究中心



图 10: M1、M2、信用投放、存款派生示意图

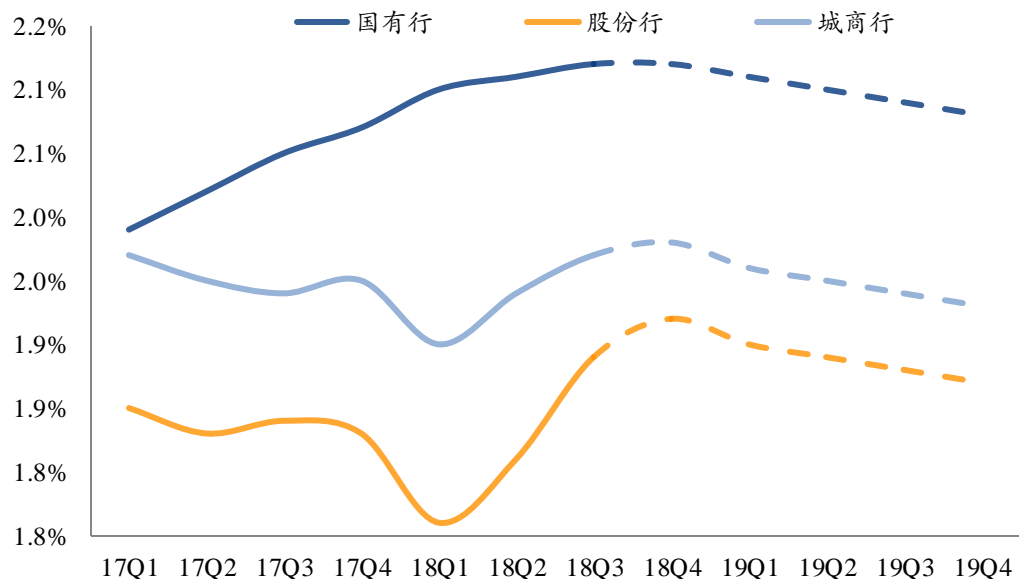


资料来源：安信证券研究中心

### 3.2. 息差

预计 2019 年银行息差整体稳中有降，中小行比大行晚 1 个季度息差见顶，晚 2 个季度单季营收增速见顶；中小行较大行的业绩弹性优势可以持续到明年二季度，之后两者并无明显的优劣之分，接下来我们从资产、负债的收益率趋势展开说明。

图 11: 各类型银行单季度净息差走势及预测



资料来源：银保监会、安信证券研究中心预测

图 12: 各类银行单季净息差同比变动幅度, 直接影响单季营收同比增速的走势

同比变化	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	
国有行	11 bp	9 bp	7 bp	5 bp	1 bp	-1 bp	-3 bp	-4 bp	
股份行	-9 bp	-2 bp	5 bp	9 bp	14 bp	8 bp	-1 bp	-5 bp	
城商行	-7 bp	-1 bp	3 bp	3 bp	6 bp	1 bp	-3 bp	-5 bp	

资料来源: 银保监会, 安信证券研究中心预测

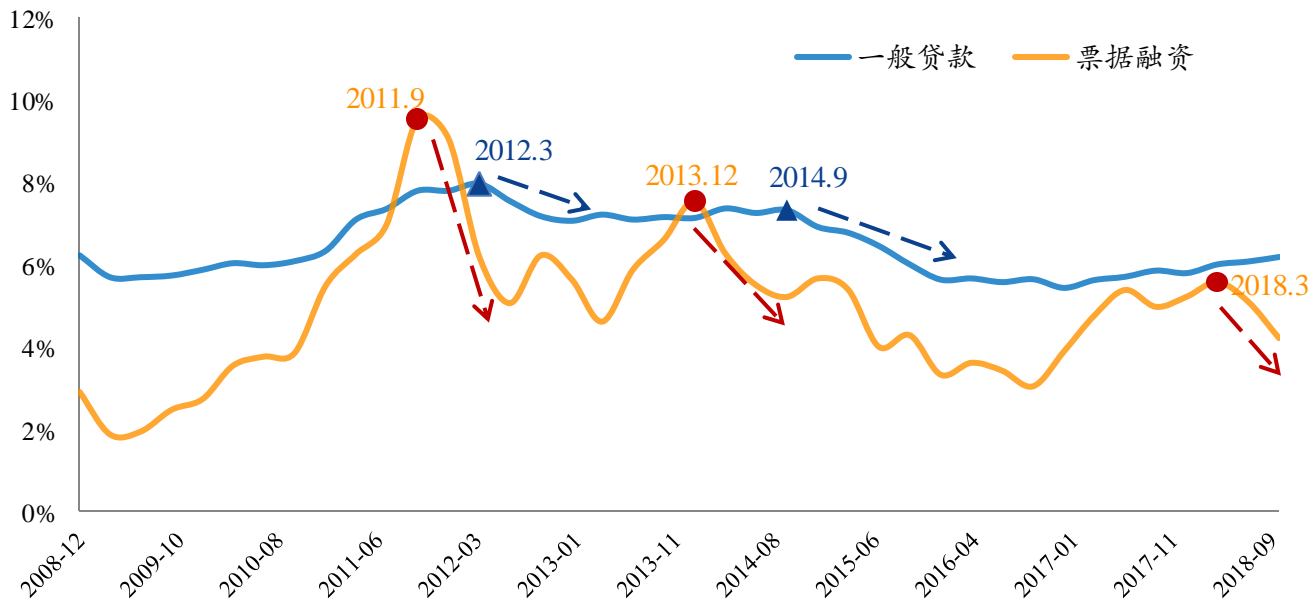
### 3.2.1. 资产端收益率

贷款利率已经见顶, 2019 年将缓慢下行。今年一般贷款定价持续上行的主要驱动因素在于相对于融资需求, 有效供给是不足的, 即资金的供不应求, 表外融资受到政策影响, 大幅压降, 实体企业主要的融资渠道只剩下贷款, 最直观的体现是 2018 年前 10 个月, 累计新增人民币贷款占累计新增社融的比重为 94.1%, 较 2017 年同期上升 23.7 个百分点。

展望 2019 年, 贷款利率面临更多的不确定性, 主要体现在以下方面:

- 1) 有效融资需求下滑对贷款定价的影响将越来越大, 从过去几年的经验来看, 金融机构一般贷款加权平均利率往往随着票据利率的回落而下降。
- 2) 央行货币信贷政策传导机制的影响, 从中长期角度来看, 银行间市场宽松的流动性会逐步向信贷市场传导, 虽然时间会比较慢, 但明年贷款收益率上行的空间相较于今年已经大幅度缩窄了。

图 13: 对公一般贷款利率滞后于票据融资利率 2-3 个季度见顶



资料来源: 央行货币政策执行报告, 安信证券研究中心

债券、非标利率预计下行。目前十年期国债收益率为 3.38%, 较年初下行将近 60bp, 主要驱动因素在于流动性宽松以及对经济的悲观预期。展望明年, 随着 GDP 增速进一步放缓, 国债利率有望持续下降, 但下降空间和今年相比有所缩窄。

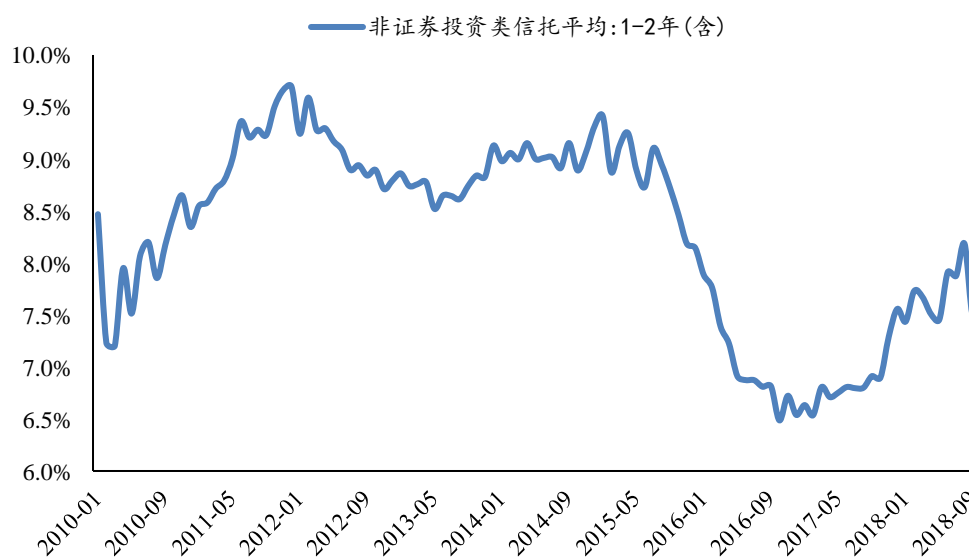
非标融资主体为房地产、融资平台以及部分工商企业。目前除了房地产融资需求仍较为旺盛之外, 平台类企业、企业客户的融资需求在下降, 并且其新增融资也会转移至债券市场, 以非证券投资类信托为代表的“非标”利率从 6 月以来便高位震荡, 继续上行的动力不足。展望明年, 随着房地产行业需求的回落, 非标资产收益率也将下滑。

图 14：十年期国债收益率今年以来持续下行



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 15：“非标利率”高位震荡，明年预计下行



资料来源：Wind、安信证券研究中心

### 3.2.2. 负债端付息率

**存款利率将缓慢上行。**今年存款端的趋势是活期存款定期化，存款资金收益“理财化”。主要原因在于：

- 1) 企业层面，今年以来，去杠杆逐渐从金融层面转向实体层面，企业现金流开始紧张，企业即便有多余的资金也用于偿还债务，活期存款规模下降；此外，居民房贷以往是企业活期存款的主要来源，在限购限贷政策趋严的环境下，这部分活期资金增速也大幅度放缓。银行为保证存款不流失，不得不发行更高收益率的结构性存款或大额存单来维护客户关系。
- 2) 居民层面，①受到资管新规的影响，表外理财资金部分回流至表内，以往存量保本理财

产品也需要转型，银行为承接这部分资金，开始发行结构性存款来匹配原先理财相对较高的收益率；②理财业务管理办法颁布以来，银行理财销售门槛由5万元降低至1万元，居民活期资金又有开始流向银行理财的迹象。

居民财富管理意识的提高，银行揽储压力在加大，不得不通过设计高收益产品来留住粘性低的客户，存款收益率向“理财靠拢”，即利率逐步“两轨合一轨”，这必然在边际上使得存款付息率往上升。

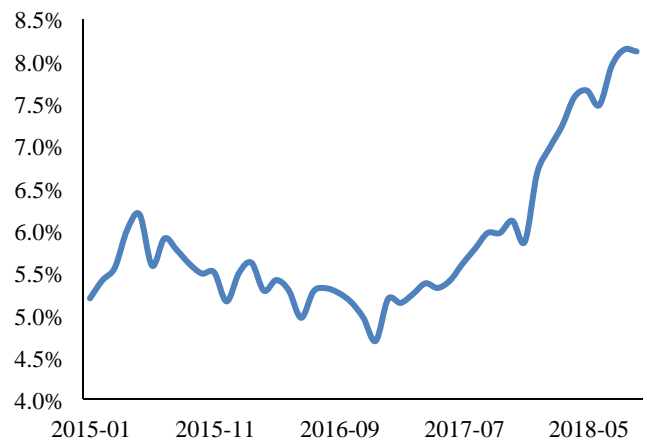
**展望 2019 年，存款竞争会加剧，付息率仍将缓慢上行。主要原因在于：M2 与 M1 “剪刀差”在持续扩大，短期内难以显著好转。2015 年 10 月 M1 增速开始高于 M2，企业现金流较为充裕；到 2018 年 2 月，M1 增速低于 M2，企业现金流较为紧张，这反映到银行资产负债表上，体现为企业活期存款增长乏力，边际上对付息率带来压力。而明年的 M1 与 M2 增速我们预计难以明显回升，银行存款竞争格局难以显著改善。**

图 16：居民及企业存款余额中，2018 年以来定期占比上升



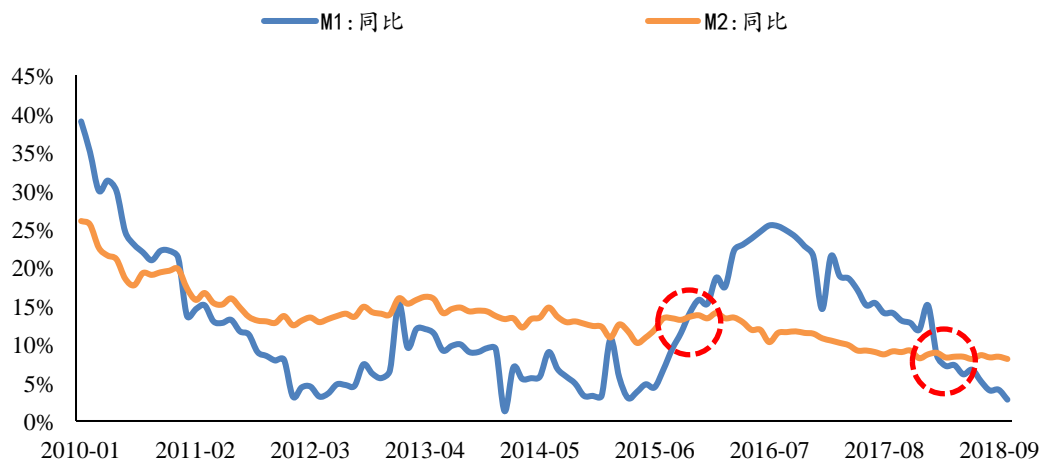
资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 17：居民及企业存款余额中，结构性存款占比加速上行



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 18：展望 2019 年，M2 与 M1 剪刀差格局会维持下去



资料来源：Wind、安信证券研究中心

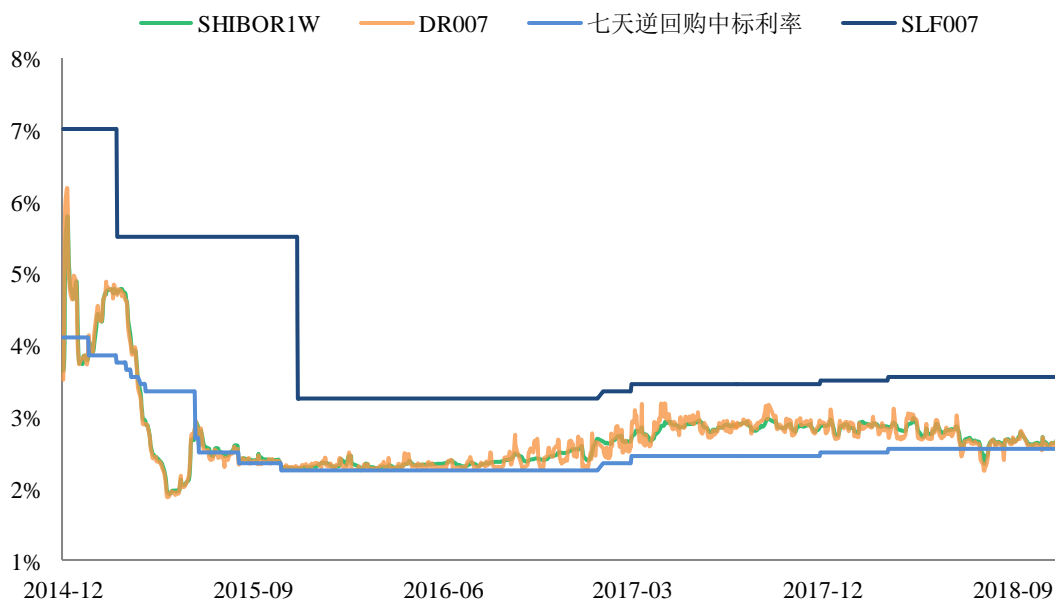
同业负债利率继续保持在低位，下行空间已不大。今年货币市场利率的下行对同业负债占比比较高的中小银行息差边际贡献较大，但明年同业利率对负债端的驱动作用将大幅度减弱。

- 1) 央行在三季度货币政策执行报告中，延续二季度的说法，保持流动性合理充裕，并新增“适度增加中长期流动性供应”，因此，货币市场利率不具备大幅度上行的基础，仍将

维持目前的较低水平，未来央行将努力疏通货币信贷传导机制，驱动信贷利率下降。

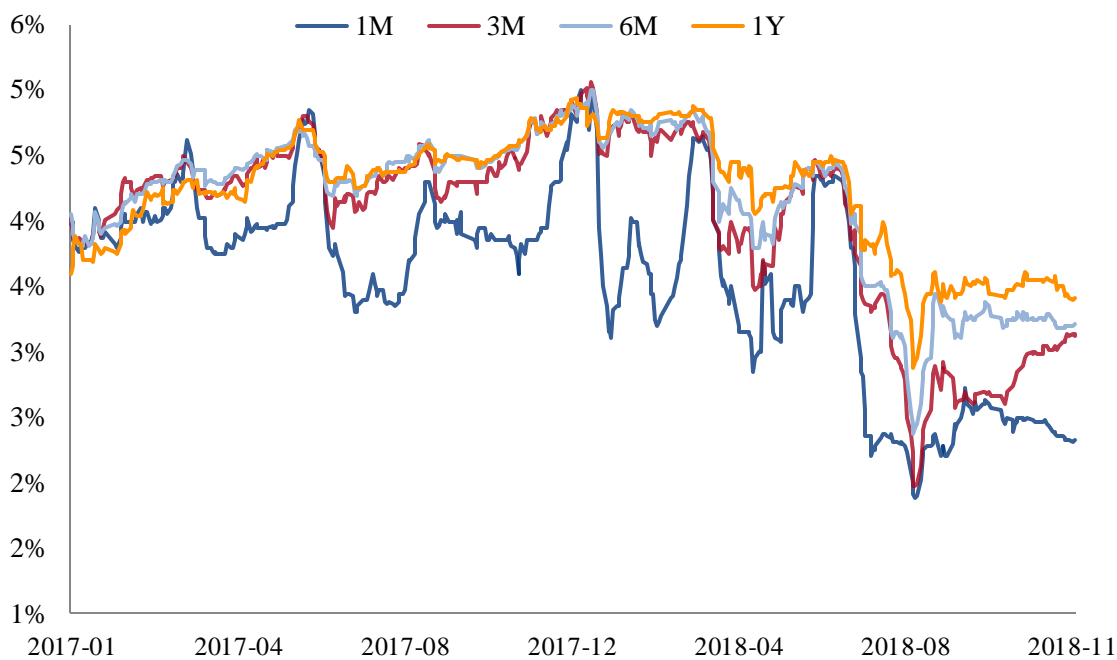
- 2) 但与此同时，货币市场利率受到利率走廊的制约，进一步下行的空间已不大。10月份以来，7天shibor平均利率为2.63%，DR007平均利率为2.6%，分别较央行7天逆回购中标利率仅高出8bp、5bp。因此，若央行明年没有下调存贷款基准利率或公开市场操作利率，商业银行同业负债端很难再改善，驱动息差回升的动能也将减弱。

图 19：同业利率进一步下行受到利率走廊的制约



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 20：今年 9 月以来，同业存单发行利率下行动能减弱



资料来源：Wind、安信证券研究中心

### 3.3. 中收

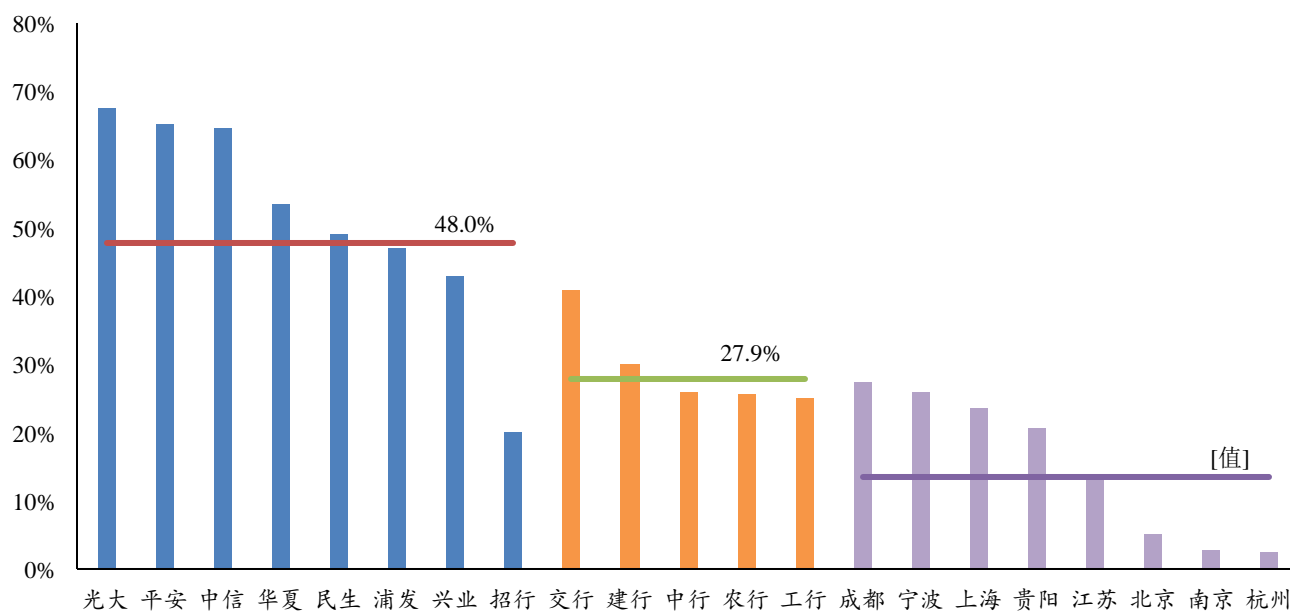
今年各家银行中收受到信用卡和理财业务影响较大，其中信用卡业务收入实现快速增长，驱动手续费及佣金净收入扩张，但理财业务手续费收入受到资管新规的影响，大幅度下滑，对中收形成拖累。预计全行业明年中收的增速将有所放缓。

#### 3.3.1. 信用卡业务

多数银行上半年的信用卡业务收入实现快速增长，是稳定手续费及佣金收入的最主要原因。银行卡手续费收入中占比较大的是分期、回佣、取现等与信用卡相关的业务收入，从 2018 年上半年银行手续费收入结构来看，城商行银行卡手续费收入占比较低，平均为 13.69%；国有行其次，占比为 27.92%；股份行占比最高，为 47.95%。

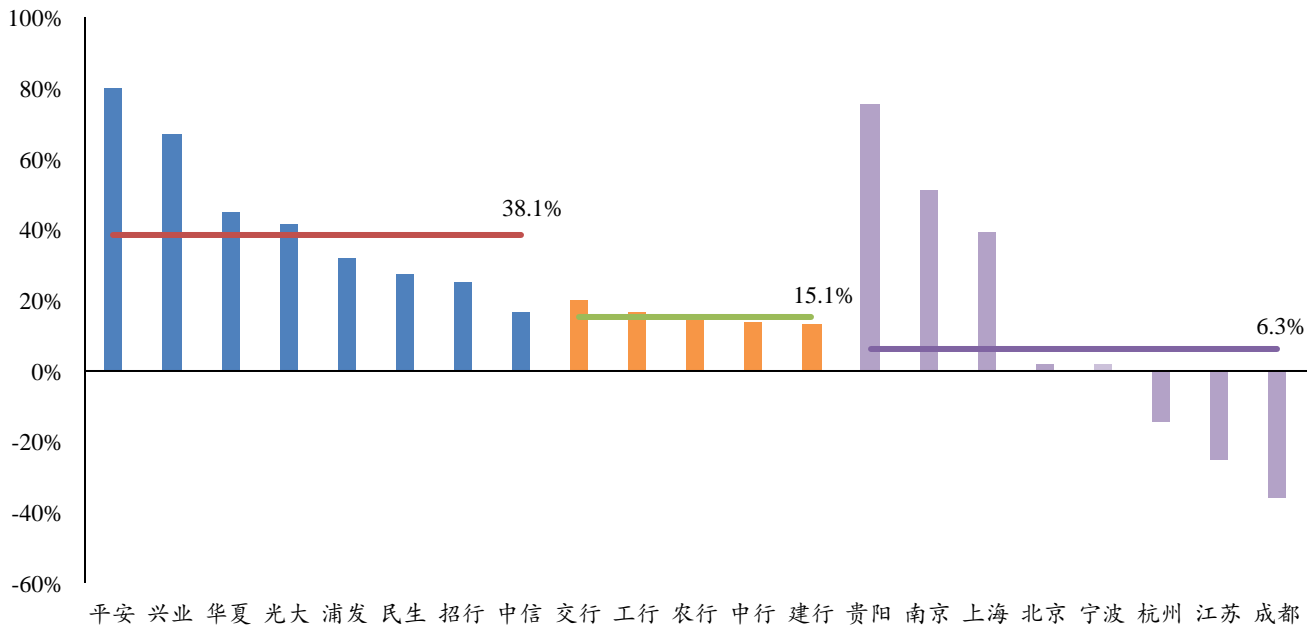
从银行卡手续费收入对中收增长的驱动来看，股份行今年是主要的受益者。信用卡业务的井喷，反映了消费金融发展的趋势，也是越来越多银行（尤其是股份行）在这一领域战略布局，加大资源投入的结果。

图 21：2018 年上半年，各银行及银行板块，银行卡业务收入占中收的比重



资料来源：上市公司财务报告、安信证券研究中心

图 22：2018 年上半年，各银行及银行板块，银行卡业务收入同比增速

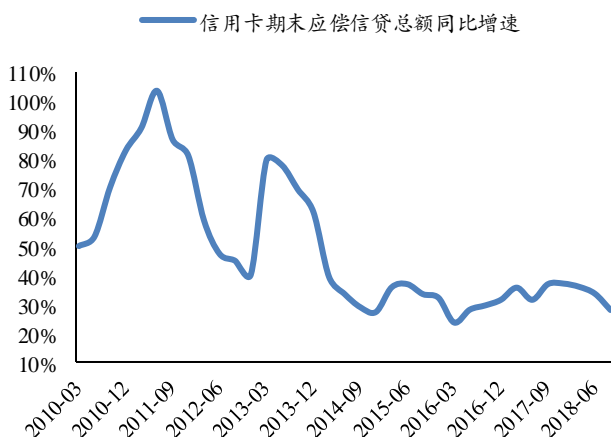


资料来源：上市公司财务报告、安信证券研究中心

**展望 2019 年，预计信用卡手续费收入增速将小幅放缓。**一方面，从行业层面来看，信用卡期末应偿还贷款余额以及累计发卡量增速已开始下滑，未来银行存量信用卡收入有保障，但新增收入与今年相比可能将缩窄。另一方面，从银行层面来看，2018 年 9 月末，信用卡逾期半年未偿还信贷同比增长 32.94%，较 6 月末增速提升 16.65pc；逾期半年未偿还信贷占比为 1.34%，较 6 月末提升 13bp，同时大部分银行信用卡不良率有小幅上升的苗头，银行出于控制风险的考量，或将适当放缓部分新增业务。

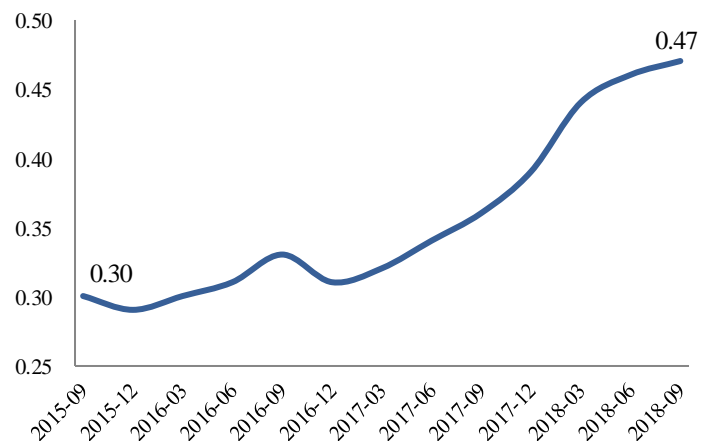
此外，今年信用卡业务收入基数较高，持续的高增长也难以以为继，因此，我们预计增速和今年相比将小幅放缓。

图 23：信用卡应偿贷款余额同比增速放缓



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：信用卡人均持卡量



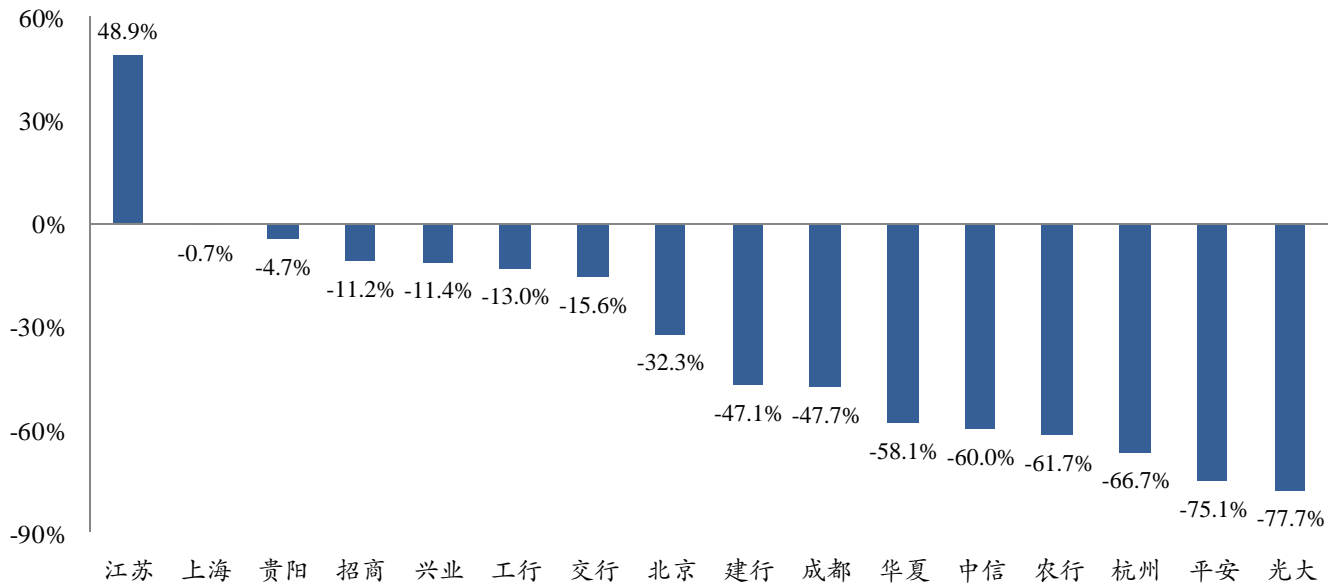
资料来源：Wind、安信证券研究中心

### 3.3.2. 理财业务

随着资管新规正式落地，资管业务盈利模式重构，2018 年上半年银行理财业务手续费收入普遍显著下滑，过渡期内将持续承压。但从收入的同比降幅来看，今年最为陡峭，2019 年以后有望趋缓。具体来看：

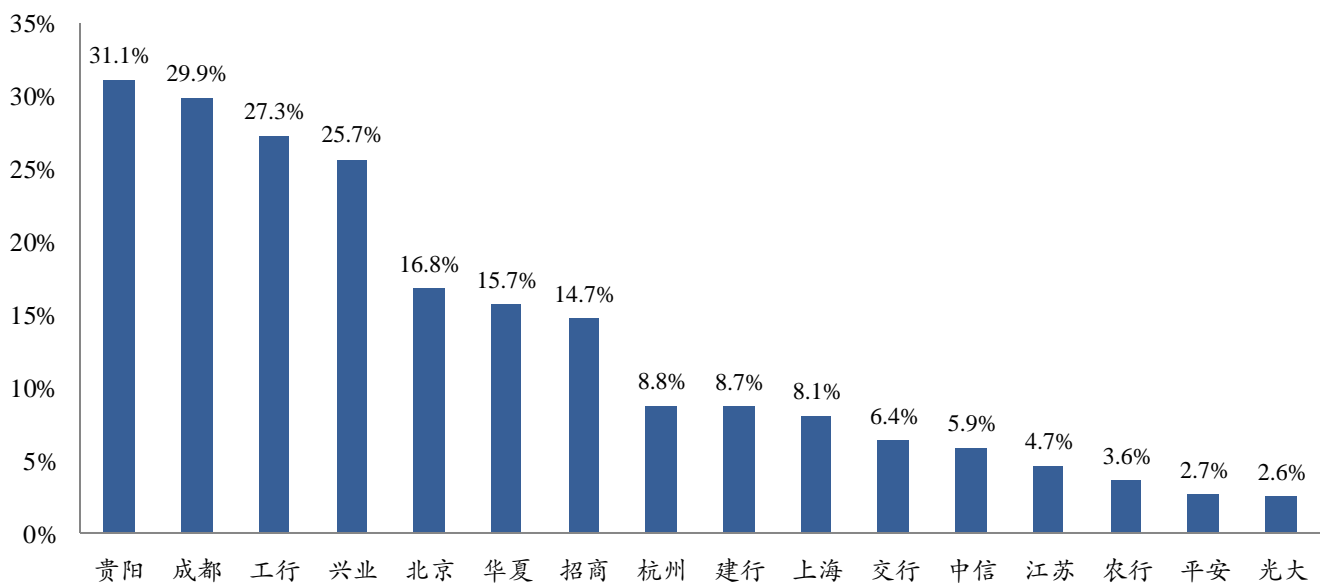
- 1) 利差收入减少。在过渡期内，存量预期收益率型产品仍可发行，银行在扣除分配给客户的预期收益之后，留存下的超额投资收益归属于银行，以往理财模式主要是通过期限错配，目前这一块红利在逐渐消失，随着明年高收益非标资产逐渐到期，利差收入可能会进一步下降。
- 2) 风险事件侵蚀利润。银行理财主要投资标的为信用债（2017 年末，理财投资信用债占比 34.1%），而今年以来频发的信用债违约事件会对利润形成拖累。

图 25：2018H 各银行理财业务收入同比增速



资料来源：上市公司财务报告、安信证券研究中心

图 26：2018H 各银行理财业务收入占手续费及佣金收入的比重



资料来源：上市公司财务报告、安信证券研究中心

备注：招商银行理财收入为公司口径

### 3.4. 资产质量

伴随着经济下行压力加大，投资者对银行资产质量的担忧持续升温，下面我们将从三个方面



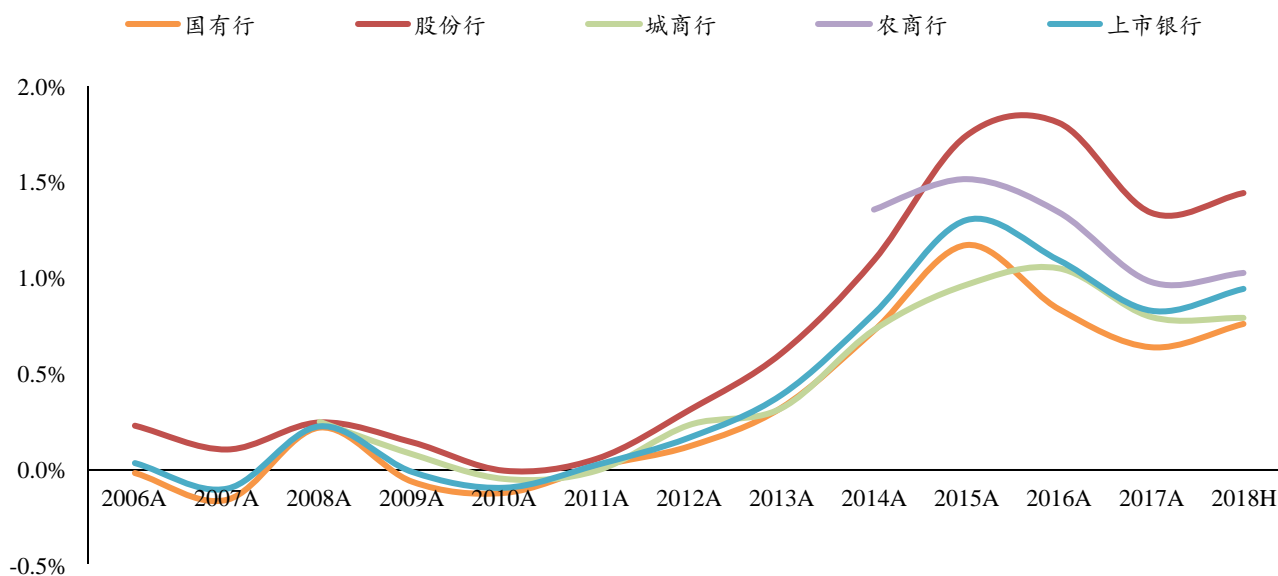
展开详尽的讨论：

1) 目前银行资产质量形势如何？2018年Q3，26家上市银行不良率较Q2下降1bp，各银行子板块均保持稳中有降态势，但有两个值得关注的方面：

①从前瞻指标不良净生成率来看，今年以来有所回升。主要有两个原因，一是监管强化不良认定，部分银行将以前未纳入不良的逾期90天以上贷款纳入不良，导致不良生成率上升。二是上半年杠杆环境下企业现金流恶化，使得部分银行不良率大幅度攀升。

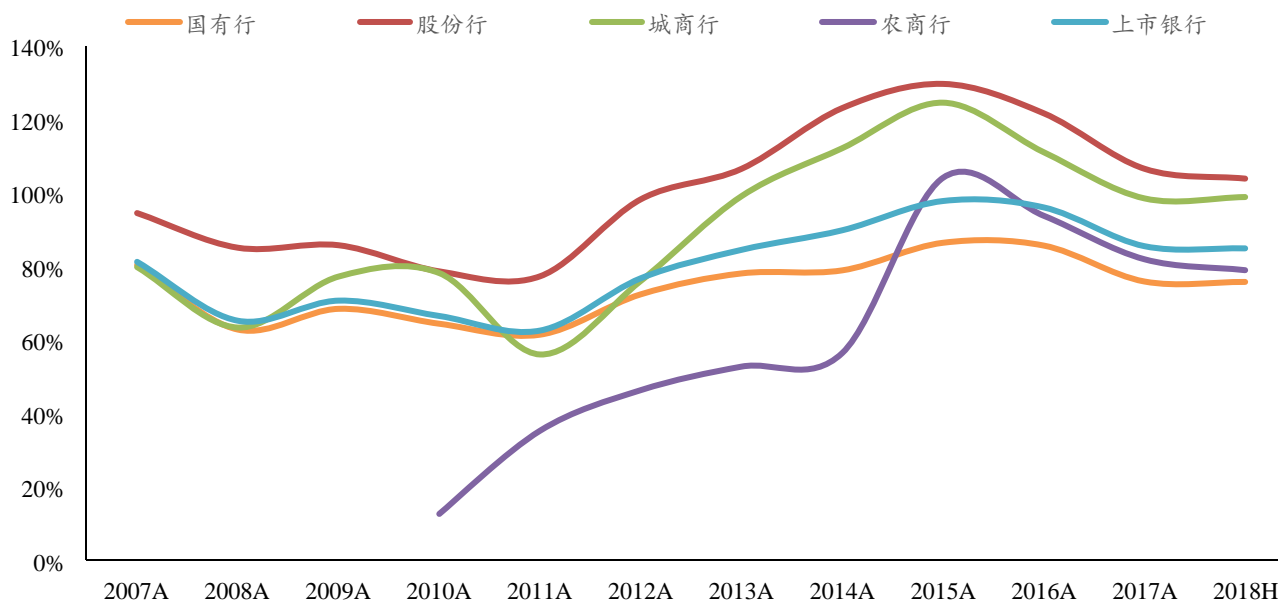
有些银行强化不良认定，部分解释了不良生成率为何上行。但上市银行2018上半年整体的不良认定严格程度与2017年末相当，可见不良生成率上行更多基于经济形势的客观变化。

图 27：各银行板块不良生成率有所抬头



资料来源：Wind、上市公司财务报告、安信证券研究中心

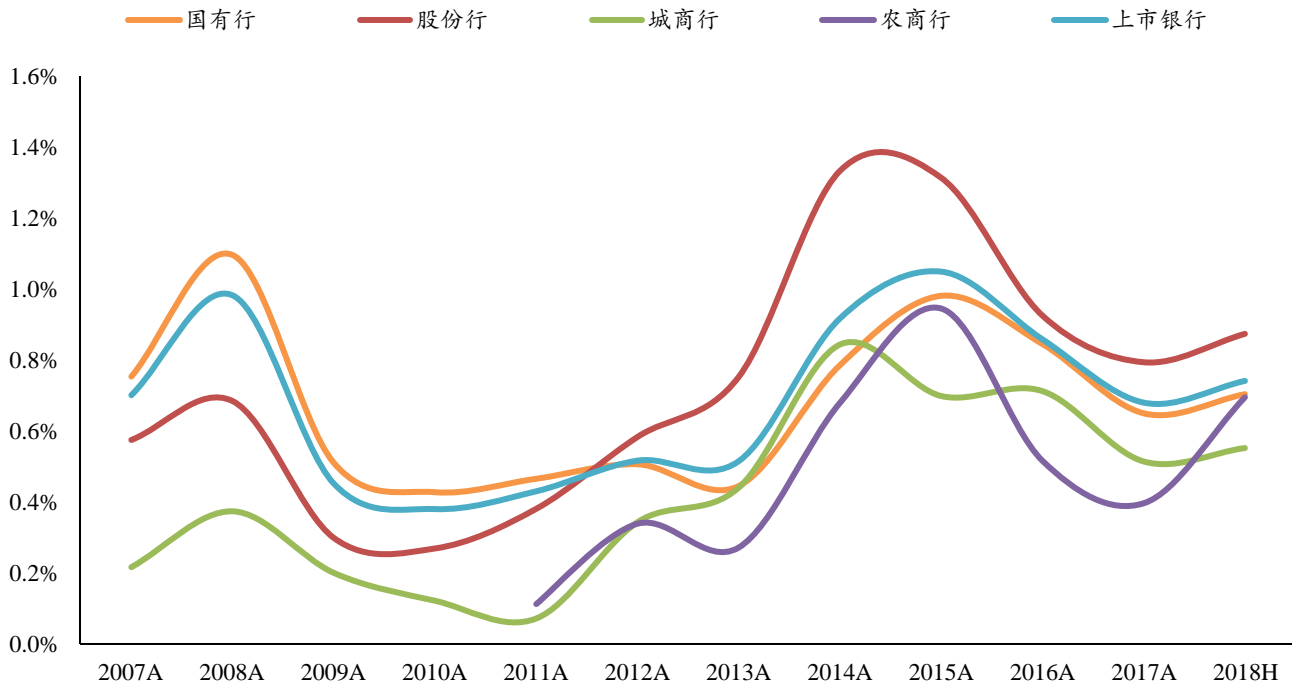
图 28：上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款走势



资料来源：Wind、上市公司财务报告、安信证券研究中心

②逾期 90 天以内贷款占比有所上升。反映了今年二季度新生成的逾期贷款在增加，一方面，根据我们调研，即便是经营状况良好的企业，在上半年的严监管格局下也出现融资困境，导致暂时无法偿还银行贷款；另一方面，上半年由于 P2P 持续暴雷，个人现金流也开始紧张，部分信用卡贷款出现逾期。

图 29：上市银行逾期 90 天以内贷款占比走势



资料来源：Wind、上市公司财务报告、安信证券研究中心

2) 目前银行股估值隐含的资产质量如何？银行真实的不良率是一个很主观的指标，恐怕只有“上帝”才知道，但我们可以通过如下两种方法来近似测算投资者心中银行的“真实不良率”：

①狭义估值隐含不良率。假设：①目前跌破净资产的银行股均是因为投资者对银行股真实资产质量的担忧，②不良贷款损失率为 50%。因此可以倒算出目前上市银行平均隐含不良率为 11.4%。

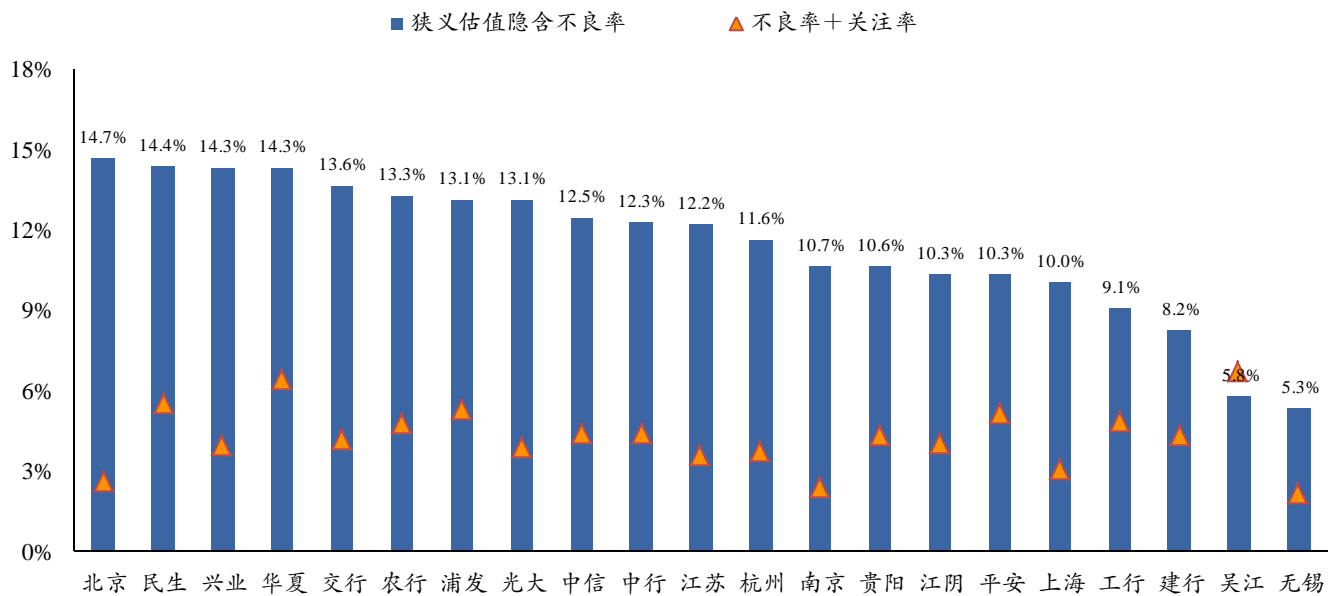
$$\text{狭义估值隐含不良率} = \frac{(\text{贷款减值准备余额} + (1 - \text{现价对应上年末净资产的 PB}) * \text{归母权益})}{\text{不良损失率} * \text{贷款总额}}$$

②广义估值隐含不良率。在狭义估值隐含不良率的基础上，我们将银行表内贷款、表内信用债及非标、表外理财投资的信用债及非标全部纳入广义信用类资产，将资产减值准备当作所有坏账的拨备，倒算出上市银行平均广义估值隐含不良率 8.7%。

$$\text{广义估值隐含不良率} = \frac{(\text{资产减值准备余额} + (1 - \text{现价对应上年末净资产的 PB}) * \text{归母权益})}{\text{不良损失率} * \text{广义信用类资产}}$$

通过以上两种方法测算出的上市银行估值隐含不良率均远高于“账面”不良率。

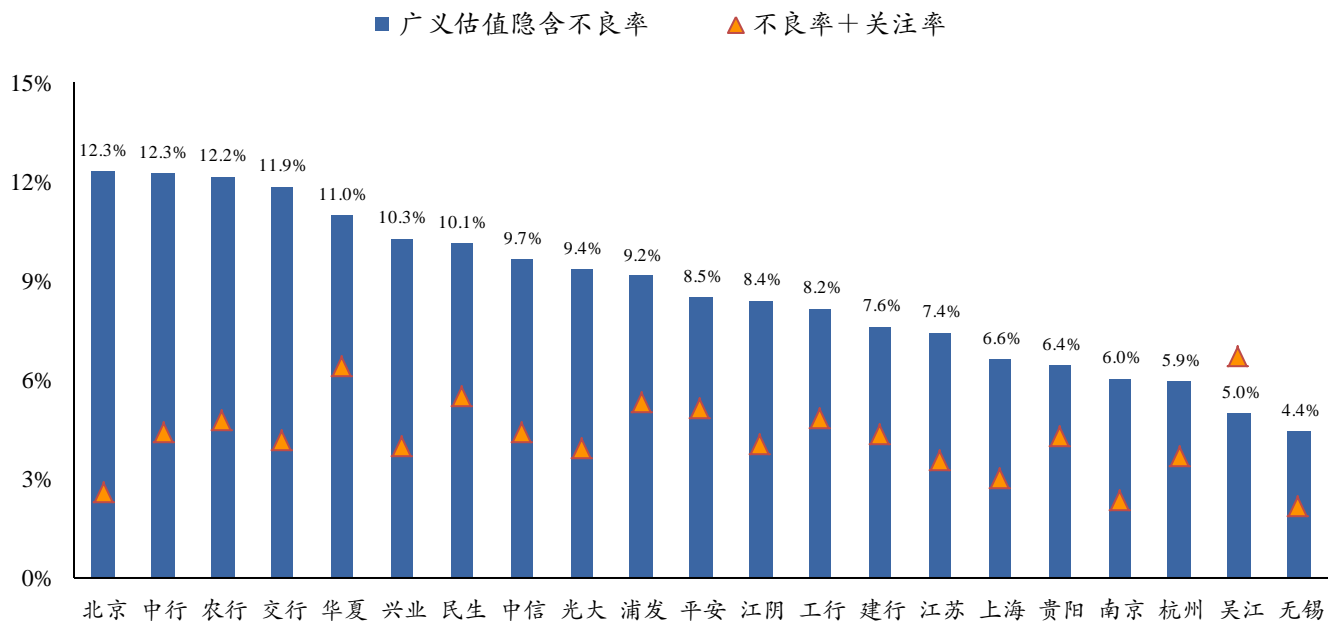
图 30: 上市银行估值隐含不良率



资料来源: Wind、上市公司财务报告、安信证券研究中心

备注: 基于 2018/11/28 日收盘价

图 31: 上市银行广义估值隐含不良率



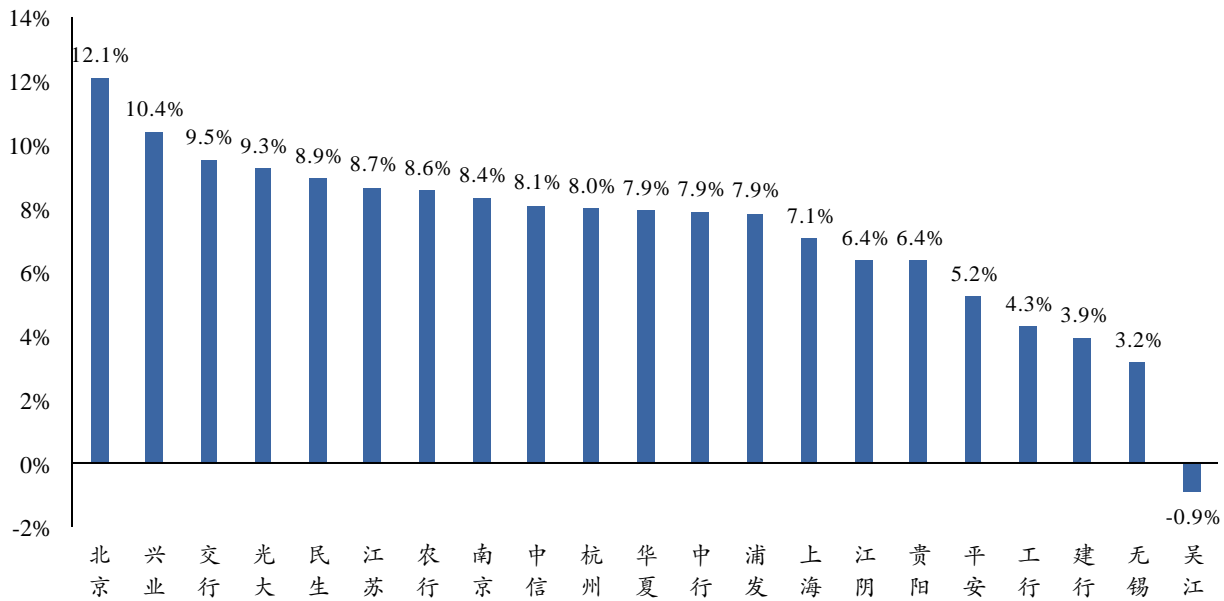
资料来源: Wind、上市公司财务报告、安信证券研究中心

备注: 基于 2018/11/28 日收盘价

3) 预计 2019 年二季度将是银行资产质量最为关键的时刻。一方面，银行不良形势边际上确实在恶化；另一方面，银行股现价估值隐含了较高的不良率。并不是说市场真觉得银行有这么高的不良，而是对资产质量走势的不确定性额外要了一些补偿。是“果”而非“因”。

我们认为 2018 年四季度、2019 年一季度银行的资产质量问题（实际 or 账面）都不大，关键是 2019 年二季度，或者说银行 2019 年中报的资产质量表现。

图 32: 上市银行狭义估值隐含不良率- (不良+关注) 率



资料来源: Wind、上市公司财务报告、安信证券研究中心

备注: 基于 2018/11/28 收盘价

### 3.5. 资本

部分股份行与城商行面临资本补充压力。近期一行两会联合发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，该指导意见强化了宏观审慎监管，主要体现为提高资本充足度要求，对可能入选的部分上市股份行和城商行，目前的资本充足率略显单薄，资本补充压力边际加大。但监管层表示将设置合理的监管要求与过渡期安排，会避免短期内对金融机构造成冲击，并且更多元的资本补充方式可能正在路上。

图 33: 2018Q3 A 股上市银行核心一级资本充足率分析

2018Q3	核心一级资本充足率	监管 (潜在) 最低要求	备注	预留 1%缓冲
工商银行	12.48%	9.0%	巴塞尔 III 按照 G-SIB 清单的系统性风险计提标准，工行、中行被划入 1.5% 档，建行、农行被划入 1% 档	10.0%
中国银行	11.14%	9.0%		10.0%
建设银行	13.34%	8.5%		9.5%
农业银行	11.32%	8.5%		9.5%
交通银行	10.87%	8.5%	交行自身披露要求	9.5%
招商银行	11.97%	8.5%	依据《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》和《商业银行资本管理办法 (试行)》: 如果被选为系统性重要银行，预计附加资本要求最高不超过风险加权资产的 1%，由核心一级资本满足。对于可能被选中的银行，此处按现行监管最低要求 (7.5%) +1% 作为潜在的监管最低要求 (简化处理，实际要求不会这么高)。	9.5%
成都银行	10.65%	8.5%		9.5%
上海银行	10.06%	8.5%		9.5%
浦发银行	9.96%	8.5%		9.5%
贵阳银行	9.68%	8.5%		9.5%
兴业银行	9.19%	8.5%		9.5%
宁波银行	8.96%	8.5%		9.5%
光大银行	8.89%	8.5%		9.5%
民生银行	8.77%	8.5%		9.5%
北京银行	8.77%	8.5%		9.5%
中信银行	8.65%	8.5%		9.5%
江苏银行	8.58%	8.5%		9.5%
平安银行	8.53%	8.5%		9.5%

南京银行	8.21%	8.5%		9.5%
杭州银行	8.21%	8.5%		9.5%
华夏银行	8.01%	8.5%		9.5%
江阴银行	14.05%	7.5%	依据《商业银行资本管理办法 (试行)》	8.5%
张家港行	11.39%	7.5%		8.5%
吴江银行	11.06%	7.5%		8.5%
无锡银行	10.46%	7.5%		8.5%
常熟银行	10.03%	7.5%		8.5%

资料来源: Wind、安信证券研究中心

备注: 建行在 2017 年 11 月被提升为全球系统性重要银行 2 档, 因此 2018 年附加资本要求为 1.5%; 2018 年 11 月被降为全球系统性重要银行 1 档, 因此 2019 年附加资本要求为 1%。

### 3.6. 盈利预测

根据上文分析, 预计 26 家上市银行 2018 年营收及归母净利润增速预计分别为 7.84%、7.10%, 较 2017 年有较大幅度的提升; 展望 2019 年, 预计上市银行营业收入增速为 5.32%, 将明显放缓; 归母净利润增速为 6.14%, 亦将有所回落, 但幅度小于营收。

图 34: 26 家上市银行盈利预测

	营业收入增速			归母净利润增速		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
工行	7.49%	7.29%	5.46%	2.80%	5.20%	5.41%
建行	2.74%	5.97%	3.17%	4.67%	6.61%	4.75%
农行	6.13%	11.58%	6.41%	4.90%	7.45%	6.49%
中行	-0.07%	3.52%	1.98%	4.76%	5.63%	2.87%
交行	1.46%	5.57%	6.38%	4.48%	5.66%	5.44%
国有行	4.09%	7.03%	4.55%	4.16%	6.12%	5.01%
招行	5.33%	12.72%	6.10%	13.00%	15.10%	12.64%
兴业	-10.89%	11.04%	7.79%	6.22%	7.55%	6.34%
浦发	4.88%	1.88%	3.47%	2.18%	3.32%	3.84%
平安	-1.79%	9.15%	6.84%	2.61%	7.01%	12.30%
民生	-7.01%	8.99%	5.19%	4.12%	6.25%	5.07%
中信	1.86%	5.17%	4.68%	2.25%	5.98%	4.93%
华夏	3.70%	2.40%	6.26%	0.72%	2.17%	2.90%
光大	-2.33%	17.90%	10.37%	4.01%	9.08%	8.50%
股份行	-0.65%	8.73%	6.09%	5.27%	7.83%	7.38%
宁波	7.06%	15.34%	14.37%	19.50%	22.65%	20.37%
南京	-6.68%	9.08%	7.60%	17.02%	14.86%	10.37%
北京	6.10%	6.36%	7.99%	5.23%	6.73%	5.63%
贵阳	22.82%	2.62%	16.00%	23.98%	16.51%	15.63%
江苏	7.58%	2.40%	4.55%	11.92%	12.62%	10.37%
杭州	2.83%	22.66%	12.32%	13.17%	20.83%	16.34%
上海	-3.72%	28.22%	8.87%	7.13%	21.53%	17.51%
成都	11.99%	27.50%	20.25%	51.64%	18.74%	19.14%
城商行	3.94%	12.61%	9.83%	12.86%	15.45%	13.19%
常熟	11.65%	18.04%	15.49%	21.51%	25.75%	22.17%
无锡	13.16%	12.08%	9.43%	11.45%	12.32%	10.45%
吴江	18.22%	13.76%	17.33%	12.43%	17.07%	16.72%
江阴	1.53%	29.90%	11.56%	3.92%	6.47%	6.84%
港行	-1.06%	20.23%	15.63%	10.68%	17.36%	17.47%
农商行	9.11%	18.45%	14.07%	12.61%	16.61%	15.56%

26 家上市银行	2.72%	7.84%	5.32%	4.91%	7.10%	6.14%
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: Wind、安信证券研究中心预测

## 4. 银行股投资策略

股价或“先淡后浓”。2019 年上半年是预期不明朗的“验证阶段”，从宏观经济表现，到支持民企的政策成效，再到银行微观的不良演化均存在不确定性，银行股的表现可能倾向于“随波逐流”。

我们对 2019 年下半年的板块行情比对上半年更乐观些，主要逻辑在于不确定性降低，在此前提下，银行业绩相对稳健、外资较为偏好等存量逻辑可能占据主导。

个股层面，推荐兼具短逻辑和长逻辑的平安银行以及业绩稳健的工商银行。

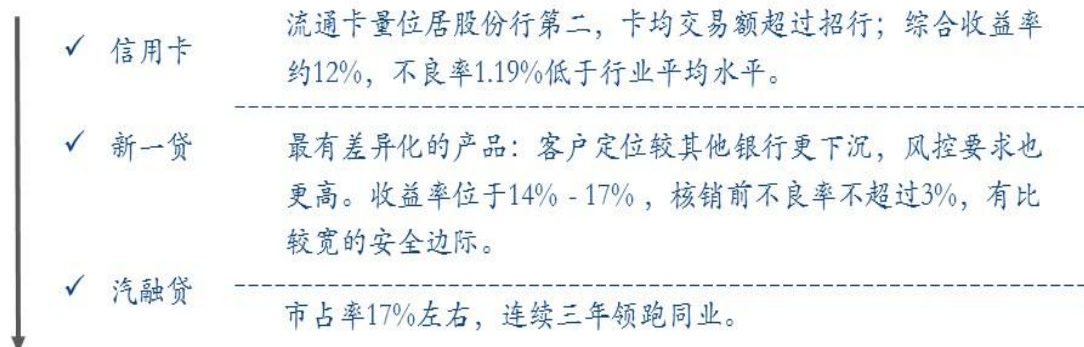
### 1) 平安银行。

①**长逻辑**：体系化的零售转型有望提估值。平安银行的零售转型相较于其他银行，最大的差异在于不是以发展某一类零售业务（如信用卡、消费贷）为目的，而是意欲模仿招商银行打造零售生态体系，以求最大限度地留存并转化客户价值。

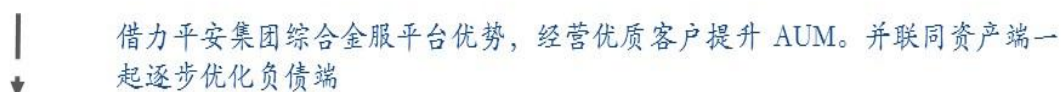
而根据招商银行的经验，也只有形成了体系化的综合金融服务能力优势，才有助于提高估值，单纯依托做大做强某一项零售业务，于估值提升的意义有限。

图 35：平安银行零售转型战略

#### Step One 提高零售资产占比



#### Step Two 发力私行财富管理



资料来源：上市公司公告、安信证券研究中心

②**短逻辑**。不良包袱消化接近尾声，有望提升业绩弹性。截至 2018 年三季度末，平安银行不良暴露率为 10.3%，意味着自 2017 年零售转型以来，存量不良的暴露相对比较充分。“不良暴露率” = (2017 至 2018Q3 累计核转 + 2018Q3 不良余额) / 2016 年末（一般性公司贷款 + 个人经营性贷款）。

预计 2019 年二季度或三季度存量不良包袱消化完。

**图 36：平安银行存量问题资产出清时间测算**

单位：亿元	金额
2018 年 6 月末正常类贷款余额	17,546.82
假设 2018 年下半年正常类贷款迁徙率同上半年	2.39%
2018 年下半年向下迁徙的问题贷款	419.37
2018 年 6 月末关注类贷款余额	630.19
2018 年 6 月末关注类贷款率	3.41%
可比银行平均关注率（上市股份行去掉平安和最高最低值）	2.83%
达到平均关注率水平需要压降的关注类贷款	107.22
累计待消化的问题贷款	526.59
2018 年上半年不良核销规模	205.89
静态测算，消化问题资产需要几个半年	<b>2.56</b>

资料来源：上市公司公告、安信证券研究中心

- 2) **工商银行**。推荐逻辑在于：①2019 年银行业的资产质量走势存在不确定性，大行的不确定性相对中小行来说要低；②银行业 2019 年可能会面临“资产与负债双荒”，在此背景下，优选资产端项目储备较充足，负债端存款压力较小的标的；③最后综合考虑估值水平及 2019 年的业绩弹性。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034