



Research and
Development Center

资产质量承压，期待融资改善

银行业 2019 年度投资策略

2018 年 12 月 7 日

王小军 金融行业分析师

关 竹 金融行业分析师

资产质量承压，期待融资改善

2019 年度投资策略

2018 年 12 月 7 日

本期内容提要：

- ◆ **货币环境有所松动，监管引导扶持民营经济。**今年三季度，中国人民银行两次定向降准，并增加 MLF 投放，增大中长期流动性供应，同时灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性合理充裕。今年以来，人民银行、银保监会联合相关部门发文，提出多方面具体措施扶持民营经济，并表示将实施差异化信贷政策，采取精细化、有针对性的措施，帮助民营企业摆脱困境。我们预计 2019 年货币环境将维持当前较为宽松的状态，金融市场利率将逐渐向实体经济融资利率传导，民营企业融资难题有望缓解。
- ◆ **2019 年营收增速将低于 2018 年，净利润增速低位增长。**生息资产率难有上升空间，计息负债率成本刚性犹存，2019 年银行业净息差水平或将小幅下降；受低风险偏好和资本充足率等条件约束，资产负债规模将小幅温和增长。理财产品规模增速大幅下降将有所缓和，不排除有回升的可能，对非息业务收入的负面冲击减缓。我们判断 2019 年上市银行营业收入增速将弱于 2018 年，利息净收入占比较今年或有小幅下降。在资产质量下行压力加大的情况下，商业银行计提资产减值准备的压力上升，上市银行整体净利润将低速增长，不良暴露和拨备计提较为充分的银行压力相对较小。
- ◆ **关注类贷款增速上升，警惕不良全面抬头。**2018 年三季度末商业银行关注类贷款余额同比增长 3.22%，环比增速上升。上市银行整体不良率低于行业整体水平且未出现上升苗头，但银行业不良率整体水平已于 2 季度出现反弹。具有先导性的江苏省银行业金融机构的不良率出现抬升，南京银行和上海银行 3 季度不良净生成率环比上升。社融—名义 GDP—不良率的传导链条也显示，2019 年银行业资产质量仍面临较大压力，须警惕不良率全面抬头。
- ◆ **行业投资逻辑与投资主线**
- ◆ **业绩低速增速，资产质量担忧制约估值。**过去几年银行股的表现与宏观经济走势高度相关，体现在两个方面，一是银行业营收增速与名义 GDP 走势基本一致，二是 GDP 走势影响银行资产质量，进而影响拨备计提力度，但有一定的滞后性。由于 IFRS9 会计准则要求采用预期损失法计提资产减值损失后，拨备计提领先于资产质量的变化，因而净利润增速能够更好地

证券研究报告

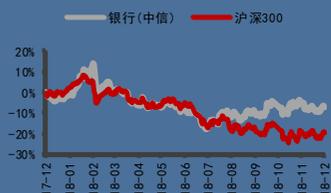
行业研究——投资策略

银行业



上次评级：看好，2018.7.21

银行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

行业规模及信达覆盖

股票家数(只)	28
总市值(亿元)	93,959
流通市值(亿元)	63,908
信达覆盖家(只)	2
覆盖流通市值(亿元)	1,416

资料来源：信达证券研发中心

王小军 行业分析师

执业编号：S1500512040003

联系电话：+86 10 83326865

邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 行业分析师

执业编号：S1500517090001

联系电话：+86 10 83326871

邮箱：guanzhu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

反映宏观经济的影响。下行风险以及监管导向导致投资者对银行的营收和资产质量担忧再起，这将对银行股估值构成制约。

- ◆ 不过长端国债收益率、信用利差和股票市场估值等反映出市场对宏观经济预期十分悲观。十年期国债利率降至 2017 年 5 月以来的低点，信用利差上升至较高水平，A 股估值处于历史低位区间，投资者对宏观经济已有较为充分的预期。目前银行股 PE（TTM）为 6.3 倍，PB（LF）为 0.83 倍，从历史角度看，估值处于安全边际内，继续大幅下探的概率较低。
- ◆ 基于我们对银行股业绩和估值的判断，我们将银行业投资评级下调至“中性”。
- ◆ 建议关注：
 - 1、零售业务出色，定价能力较强的银行；
 - 2、拨备充足、风控体系完善的银行；
 - 3、金融市场投资能力突出的银行。
- ◆ **风险因素** 1、宏观经济增速不达预期； 2、监管力度超预期。

目录

政策回顾与展望.....	1
政策回顾：资管新规补充通知落地.....	1
政策展望：积极落实支持民营经济举措.....	1
资产端：2019 年贷款占比或将下降.....	3
1、2018 年上市银行贷款占比明显上升.....	3
2、预计 2019 年资产结构将有显著变化.....	6
负债端：债券发行正当时.....	9
1、2018 年存款占比继续提升.....	9
2、2019 年存款增速放缓，发债正当时.....	12
资产质量：关注类贷款增速上升，警惕不良重新抬头.....	14
1、2018 年银行业与上市银行不良率走势有所背离.....	14
2、2019 年银行资产质量压力上升.....	14
息差：融资需求减弱拖累贷款价格，净息差或小幅下降.....	17
1、2018 年净息差同比明显改善.....	17
2、2019 年净息差或将下行.....	19
收入与利润：营收增速将低于 2018 年，拨备计提压力上升.....	21
1、营业收入增速将弱于 2018 年.....	21
2、拨备计提压力上升，净利润仍将低速增长.....	22
行业评级与投资主题.....	24
行业展望.....	24
行业投资逻辑与投资主线.....	24
风险因素.....	25

图目录

图 1：2014-2018Q3 上市银行生息资产结构.....	3
图 2：2014-2018Q3 各类上市银行生息资产结构.....	4
图 3：2014-2018H1 各类上市银行贷款结构.....	4
图 4：2014-2018H1 各类上市银行贷款结构.....	5
图 5：2019 年生息资产结构判断.....	6
图 6：2008Q3-2018Q3 金融机构人民币贷款加权平均利率（%）.....	7
图 7：2018 年主要债券到期收益率变化（bps，与 2017 年 12 月 29 日相比）.....	7
图 8：2014-2018Q3 上市银行计息负债结构.....	9
图 9：2014-2018Q3 各类银行计息负债结构.....	10
图 10：2014-2018H1 各类上市银行贷款结构.....	10
图 11：2014-2018H1 上市银行各类银行存款结构.....	11
图 12：2019 年计息负债结构判断.....	12
图 13：商业银行不良资产余额（亿元）与不良率（右轴，%）.....	14
图 14：商业银行关注类贷款（亿元）及其同比增速（右轴，%）.....	14
图 15：2014-2018H1 上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款.....	15
图 16：2015Q1-2018Q3 社融同比（%）、GDP 同比（%）及不良贷款率（%）.....	16
图 17：2018H1 上市银行 NIM 同比变化与较年初变化.....	17
图 18：2013-2018F 各类生息资产收益率.....	18
图 19：2014-2018F 各类上市银行的生息资产收益率.....	18
图 20：2013-2018F 上市银行计息负债成本率.....	19
图 21：2014-2018F 各类上市银行的计息负债成本率.....	19
图 22：2014-2018F 各类银行贷款收益率.....	20
图 23：2014-2018F 各类银行存款结构.....	20
图 24：2018Q3 各类上市银行营业收入与归母净利润及其同比.....	22
图 25：2018Q3 年各类上市银行收入结构.....	22
图 26：2018Q3 上市银行营业收入与归母净利润及其同比.....	22
图 27：2014-2018H1 营业支出构成.....	23
图 28：2014-2018H1 营业支出构成的同比增速.....	23

政策回顾与展望

政策回顾：资管新规补充通知落地

资管新规补充通知落地，多项举措消化非标。7月20日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称《通知》），并针对《通知》进行相应说明。9月28日，银保监会在前期征求意见的基础上制定了《商业银行理财业务监督管理办法》，作为《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。《办法》与“资管新规”充分衔接，共同构成银行开展理财业务需要遵循的监管要求。我们认为，从央行发布《通知》到银保监会发布《办法》，资管业务重回本源的大方向未变，只是在过渡期内的部分安排有所变动。《通知》提出对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，在宏观审慎评估（MPA）考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。同时支持有非标准化债权类资产回表需求的银行发行二级资本债补充资本。我们认为，以上几项措施加大了银行的考核中的灵活性，减轻了银行非标回表的压力。

以摊余成本法计量的部分定开产品，银行负债压力得到减缓。在4.27的《指导意见》中，监管层要求金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。《通知》则明确过渡期内将定期开放式资产管理产品（持有资产组合久期不长于封闭期的1.5倍）、银行现金管理类理财产品适用摊余成本计量。我们认为，目前银行负债端结构中开放式产品占比相对较高，净值化管理模式会加剧产品收益的波动，采用摊余成本方式来估值有利于避免资金的集中赎回，对于银行负债端压力有所减缓。

政策展望：积极落实支持民营经济举措

扩大债转股参与机构，积极处置不良资产。11月19日，发改委、央行、财政部、银保监会、证监会等五部委联合发布《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》，允许保险业实施机构设立私募股权投资基金开展市场化债转股；并鼓励银行、信托公司、证券公司、基金管理公司等依法依规发行资产管理产品参与市场化债转股。根据国家发改委的相关数据显示，截至今年11月8日，市场化债转股签约金额达到1.8万亿元，落地金额近4500亿元，资金落地率25%。可见，债转股整体签约规模大，但落地规模依旧有待提高。《通知》的颁布，扩大了市场化债转股实施机构的范围，有望加速债转股的落地，加速对不良资产的处置。

理财投资范围扩大，静候理财子公司设立。银保监会在前期征求意见的基础上制定了《商业银行理财业务监督管理办法》，从《理财新规》的主要内容来看，此次正式稿较之前的征求意见稿依然保留了净值化管理、禁止资金池与期限错配等主要要求，与市场预期基本一致。我们认为，《理财新规》最值得关注的变化在于，扩大了银行理财的投资范围，并建立了未来入市的预期。《理财新规》正式明确银行理财可以投资银行间市场发行的ABN产品，并允许公募理财产品通过投资各类公募基金间接进入股市。同时，与“资管新规”保持一致，理财产品投资公募证券投资基金可以不再穿透至底层资产。此前，中国结算已

公布《特殊机构及产品证券账户业务指南》，市场对理财资金入市已有所预期，但《业务指南》仅在业务操作层面为理财产品间接入市进行了制度建设，并未有明确立法对理财资金入市予以指引。而此次理财新规正式稿的出台，则让市场对于理财产品的投资范围扩大予以明确。此外，银保监会表示下一步，银行通过子公司开展理财业务后，允许子公司发行的公募理财产品直接投资或者通过其他方式间接投资股票，相关要求在《商业银行理财子公司管理办法》中具体规定。为后续理财产品投资股市以及后续理财子公司的运作预留空间。

监管扶持民营经济，政策引导贷款投放。今年以来，人民银行、银保监会联合相关部门发文，提出多方面具体措施。截至 9 月末，银行业金融机构对民营企业贷款占整个贷款的比例近四分之一，增幅还在继续上升。11 月 1 日，习近平总书记主持召开民营企业座谈会并发表重要讲话，表示对民营企业融资难的问题要加以重视。11 月 7 日，中国人民银行党委书记、银保监会主席郭树清接受了《金融时报》记者的采访表示，会设定相应的政策目标，让民营企业从金融机构获得充足的资金支持。初步考虑对民营企业的贷款要实现“一二五”的目标，即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于 1/3，中小型银行不低于 2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于 50%。“一二五”的目标的提出，可以视作监管层对民营企业支持的多项举措之一。银保监会要求银行业金融机构决不能搞简单化“一刀切”，要客观对待民营企业发展中遇到的困难，实施差异化信贷政策，采取精细化、有针对性的措施，帮助民营企业摆脱困境。

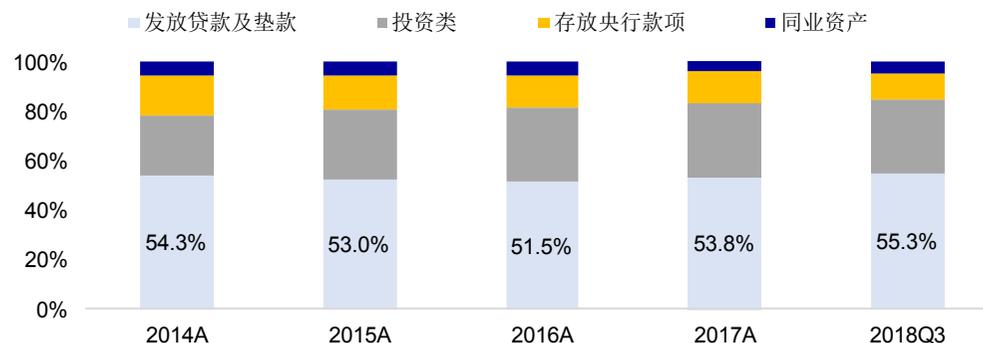
资产端：2019 年贷款占比或将下降

1、2018 年上市银行贷款占比明显上升

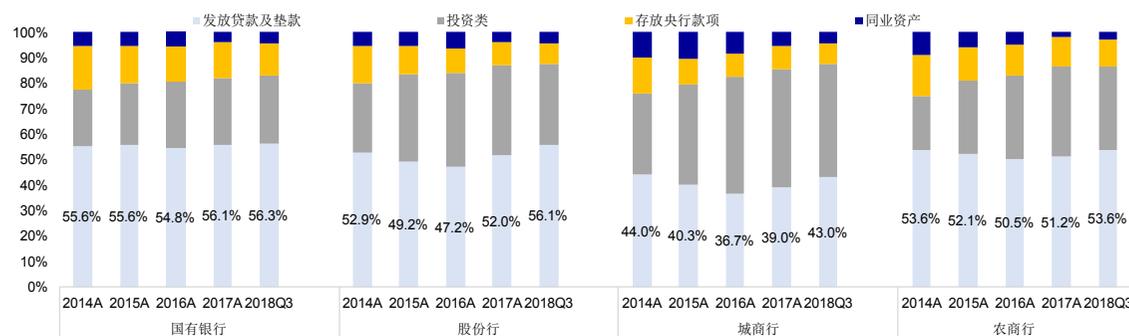
贷款占比明显提升，投资类资产比重小幅下滑。由于贷款利率上升、资管新规引导，2018 年贷款在银行总资产中的比重持续提升。截至 2018Q3，上市银行各类生息资产共计 148.86 万亿元，其中，贷款和同业资产规模分别为 82.31 万亿元和 6.26 万亿元，占生息资产比重分别为 55.3%和 4.2%，较年初分别增长 1.5 个百分点和 0.2 个百分点；存放央行类资产和投资类资产规模分别为 16.6 万亿元和 43.68 万亿元，占生息资产比重分别为 11.2%和 29.3%，较年初分别下降 1 个百分点和 0.6 个百分点。

融资规模增速放缓，贷款供给增多。从社融数据来看，整体规模增速进一步放缓：截至 9 月末社会融资规模存量为 197.3 万亿元，同比增长 10.58%，较去年同期下滑 3.82 个百分点，但增速仍然高于名义 GDP 增速。具体来看，对实体经济发放的人民币贷款余额为 131.81 万亿元，同比增长 13%；对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 66.8%，同比高 1.4 个百分点。在去杠杆的持续推进下，实体经济融资的供给端较之前已有好转，商业银行贷款业务增长较快。2018 年前三季度上市银行发放贷款及垫款占全部生息资产比重为 55.3%，较年初上升 1.5 个百分点，其中国有银行贷款占比最高，为 56.3%，股份行紧随其后，比重高达 56.1%，城商行和农商行该比重相对较低，分别为 43%和 53.6%。

图 1：2014-2018Q3 上市银行生息资产结构

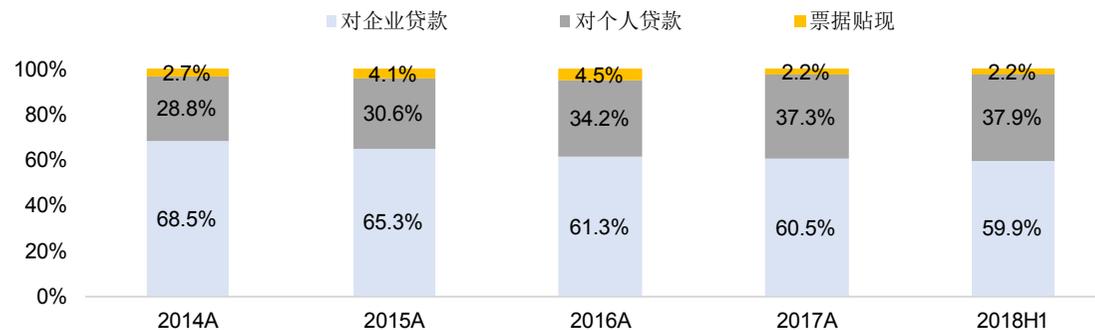


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

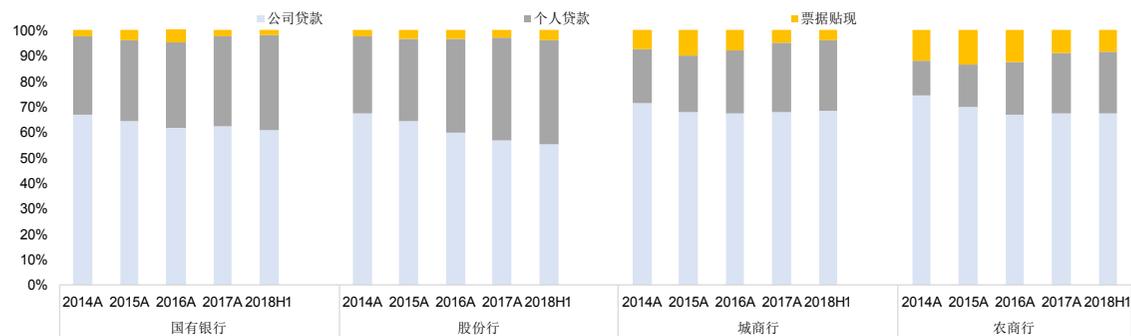
图 2：2014-2018Q3 各类上市银行生息资产结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

零售转型继续推进，股份行相对较快。受宏观经济结构发生变化的影响，商业银行不断调整贷款结构，纷纷加大对个人贷款的配置比例，零售转型不断推进。2018年上半年，各类银行的公司贷款比重均较年初小幅下降，个人贷款占比达到37.9%，较年初上升0.6个百分点。国有银行、股份行、城商行和农商行个人贷款比重分别为37.5%、41%、28.1%和24.5%。从近几年情况看，股份行个人贷款占比提升最快。

图 3：2014-2018H1 各类上市银行贷款结构


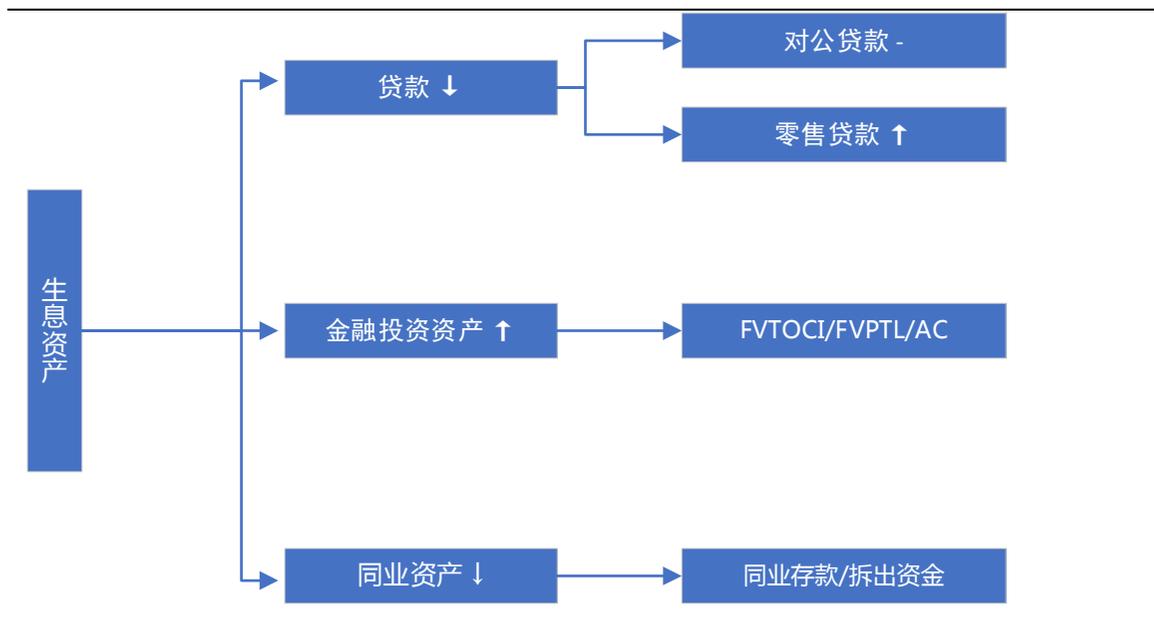
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：2014-2018H1 各类上市银行贷款结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、预计 2019 年资产结构将有显著变化

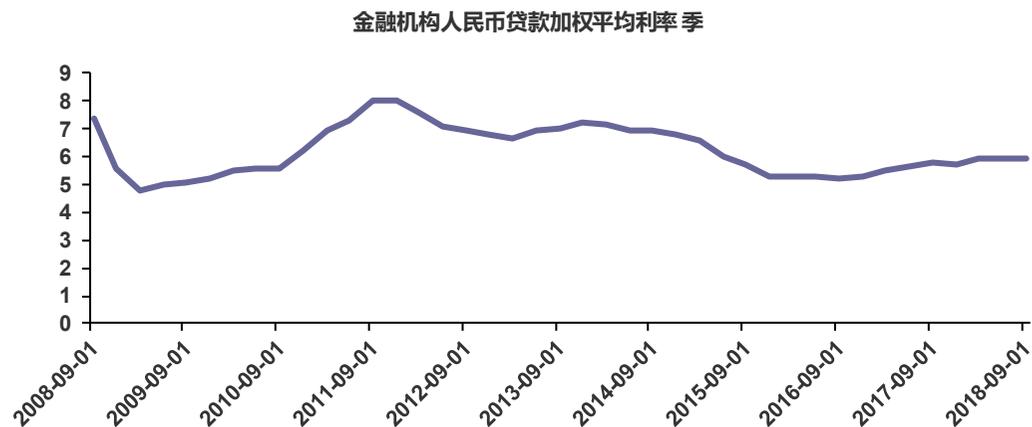
图 5：2019 年生息资产结构判断



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

基于风险收益的考量，银行或将降低贷款的配置比例。我们认为，2019 年银行贷款在生息资产中的占比将有所下降，主要原因在于：一方面受宏观经济增速下滑拖累，实体经济融资需求减弱。观察历史数据发现 1 年期 Shibor 与金融机构贷款加权利率相关性较强，但实体经济利率水平的变化会滞后于金融市场利率。考虑到目前经济仍未出现明显改善，货币政策仍将维持宽松状态，货币市场利率料将在低位运行，贷款利率将从高位回落。另一方面，从 2018 年月度贷款结构数据来看，商业银行的风险偏好仍然很低，监管层要求商业银行加大贷款中对民营企业的投放比例。基于风险收益的考量，商业银行可能或降低贷款的配置比例。

从贷款内部结构来看，受宏观经济下行及贸易战对企业经营的影响，对公贷款的需求见有所下滑。同时，考察风险调整后的收益，我们认为 2019 年商业银行对公贷款在贷款中的占比将下降，零售贷款占比上升。

图 6: 2008Q3-2018Q3 金融机构人民币贷款加权平均利率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

同业资产持续收缩，增配金融投资类资产。考虑到银行体系内流动性充裕，同业资产收益率并不理想，以及对于同业业务的严格监管，我们认为，银行对同业资产的配置比重在 2019 年将进一步收缩。随着投资类资产受资管新规冲击逐步减缓，且银行风险偏好发生变化的背景下，银行在未来将增配投资类资产。具体来看：非标资产规模受资管新规影响逐步减少，但减缓幅度趋缓，占比将继续下降；信用风险仍未出现根本性好转，利率债仍具备较好的配置价值，其中短端利率下行空间有限，长端仍有一定下行空间，因而长期利率债或将超配；信用债整体配置下降，因政策支持缓解民营企业融资困境，短期信用风险或将缓释，看好短期信用债的投资价值。

图 7: 2018 年主要债券到期收益率变化 (bps, 与 2017 年 12 月 29 日相比)

	1年	3年	5年	7年	10年
国债	-132	-79	-69	-54	-52
国开债	-172	-139	-113	-108	-98
AAA企业债	-156	-137	-131	-105	-99
AA企业债	-161	-116	-76	-57	-51
A企业债	-15	-3	36	34	39
BBB+企业债	-10	2	41	39	44
AAA城投债	-166	-143	-142	-104	-100
AA+城投债	-172	-149	-136	-85	-83
AA城投债	-177	-158	-123	39	44
AA-城投债	-32	-4	48	93	91
AAA公司债	-156	-144	-136	-104	-98
AA+公司债	-167	-144	-125	-85	-85
AA公司债	-154	-115	-84	-57	-54
AA-公司债	-30	-17	8	37	40
超AAA中票	-162	-155	-132		
AAA中票	-160	-156	-134		
AA中票	-170	-161	-113		
A中票	-25	-15	0		

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

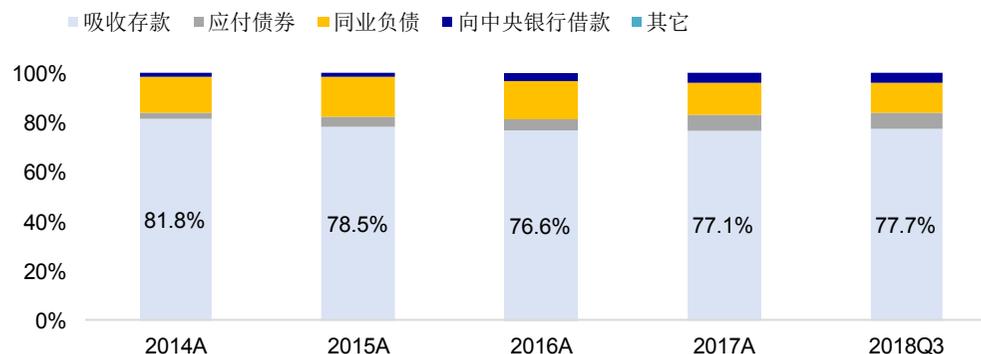
负债端：债券发行正当时

1、2018 年存款占比继续提升

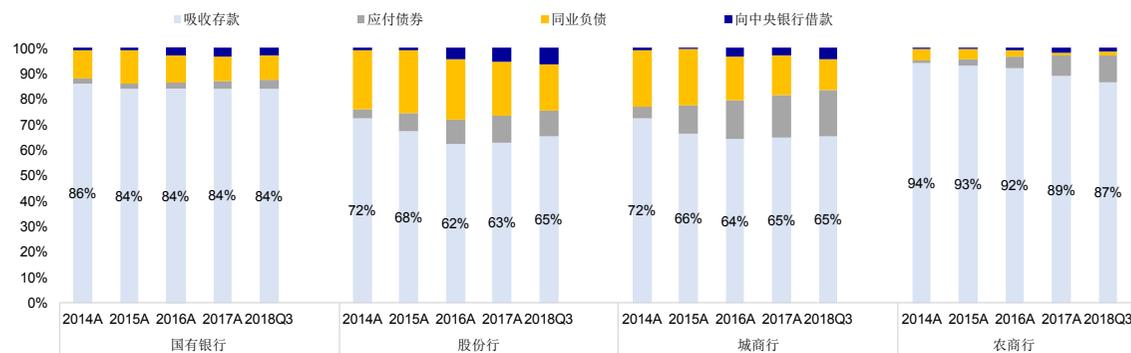
存款占比继续上升，国有行、农商行优势明显。去杠杆背景下，同业业务与理财业务受到严格管制，各家银行对负债结构持续调整。2018 年三季度上市银行计息负债构成中，同业负债和向央行借款占比下降，其它负债占比均有所增长。其中，存款占比 77.7%（较年初上升 0.6 个百分点），应付债券占比 6.3%（较年初上升 0.3 个百分点）。从各类银行表现来看，三季度国有银行吸收存款 76.15 万亿元，占计息负债比重 84.0%；股份行、城商行和农商行占比为 65.2%、65.2%和 86.7%。国有银行和农商行在存款端优势明显。

同业负债增速有限，应付债券补足流动性。尽管去杠杆使银行负债端承压，但央行多项举措确保流动性相对宽松，商业银行对同业负债的依赖程度较为有限，同时受政策落地影响，同业负债增速持续下降，2018 年三季度上市银行同业负债规模 16.61 万亿元，同比下降 1.13%。计息负债结构中同业负债占比 12.1%，较年初下滑 1.1 个百分点。应付债券方面，2018 年三季度上市银行规模 8.63 万亿元，同比增长 13.95%。我们认为主要的原因有两点，一方面是流动性充裕情况下债券利率跟随下行，对于银行负债压力减缓作用明显；另一方面则是《商业银行资本管理办法（试行）》即将在 2018 年底迎来“终考”，商业银行通过发行债券来进行资本充足率的补充。

图 8：2014-2018Q3 上市银行计息负债结构



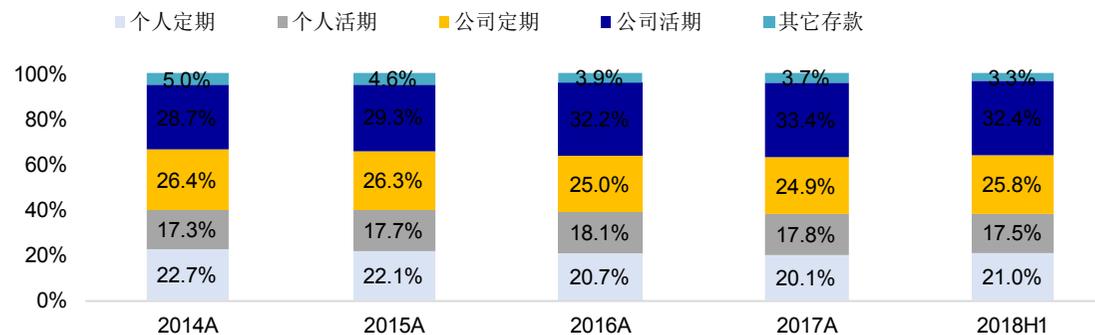
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2014-2018Q3 各类银行计息负债结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

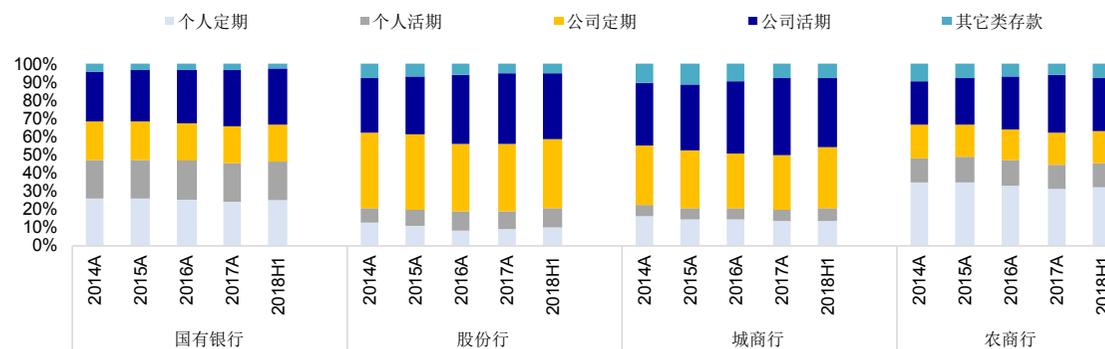
活期存款比重小幅下降，国有银行存款基础好。由于负债结构中活期存款的规模占比及其吸收存款率对银行计息负债成本起关键作用。2018年上半年，上市银行活期存款比重达到49.9%，较年初小幅下降1.3个百分点。2018H1国有银行、股份行、城商行和农商行活期存款比重分别为51.4%、46.7%、45.4%和41.8%，较年初分别下降0.7个百分点，2.8个百分点，3个百分点和2.9个百分点。从各类银行表现来看，国有银行在活期存款比重上优势最为明显，个人活期和公司活期存款占存款比重分别为20.8%和30.6%，远超过其它银行。

图 10：2014-2018H1 各类上市银行贷款结构



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

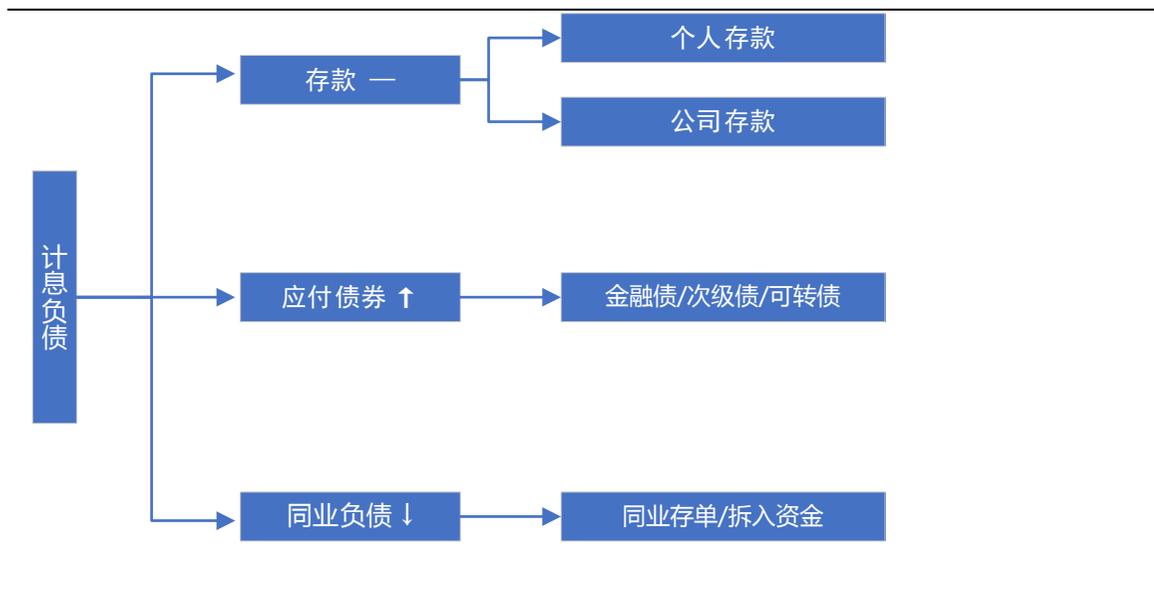
图 11: 2014-2018H1 上市银行各类银行存款结构



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、2019 年存款增速放缓，发债正当时

图 12：2019 年计息负债结构判断



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

存款增速放缓，应付债券发行正当时。尽管资管新规及其相关细则有所放宽，同时央行的货币政策较之前有所放松，使得银行负债端压力得到减缓，但是理财和同业受到严格监管的冲击下，银行负债端仍面临较大压力。我们认为，作为主动负债的生力军，存款成为各家银行着重发力点，占比有望小幅上升。受宏观经济拖累，融资需求减弱，对公贷款占比下降，由此派生的存款也会减少。加之存款利率易上难下，整体存款的增速将放缓。部分银行为降低负债压力，可能会加大结构性存款的发行力度。应付债券作为负债的主要来源之一，主要受资本监管要求和发行价格影响。今年以来，商业银行发行债券的平均价格为 4.6%（3 年期）、4.68%（5 年期），并且 11 月的发行价格明显低于 10 月。对标同期的国开债利率来看，3 年期和 5 年期国开债利率为 4.09%和 4.28%。可见，目前金融债的长端利率处在低位，应付债券发行时机较为合适。

价格制约规模，同业负债增长有限。今年下半年，央行进行多次降准与公开市场操作，银行体系内流动性充足，同业存款利率持续下行，价格中枢稳中有降。截至 11 月 30 日一年期 Shibor 达到 3.53%，是今年以来的价格低点。与同期限贷款基础利

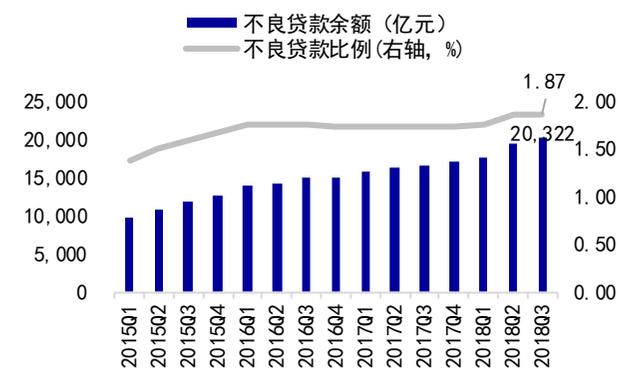
率（LPR）相差 78 个 BP，较年初增长 34 个 BP，可见银行资产端与负债端差距已经较大，继续扩大的空间有限且可能性不大。央行此前表态，“拟于 2019 年第一季度评估时将资产规模 5,000 亿元以下金融机构发行的同业存单纳入 MPA 考核”。加之《商业银行流动性风险管理办法》、《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》等法律法规的实施，同业负债受到的监管更为具体。11 月商业银行同业存单发行量 1.9 万亿，12 月到期的同业存单为 1.85 万亿，发行量与到期量的缺口并不大，因而对银行负债端产生流动性压力较小。我们预计在货币政策与监管的双重作用下，同业存单利率大概率与目前持平或下降，同业负债在银行负债端的占比将下降。

资产质量：关注类贷款增速上升，警惕不良重新抬头

1、2018 年银行业与上市银行不良率走势有所背离

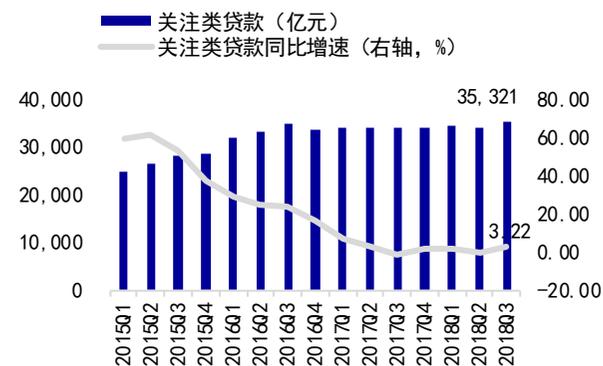
不良率小幅上升，上市银行资产质量优于行业。受宏观经济增速下行影响，2018 年商业银行不良贷款规模和不良率有重新抬头的迹象：截至 2018Q3，商业银行不良贷款余额 2.03 万亿元，较上季末增加 751 亿元；商业银行不良贷款率 1.87%，较上季末上升 0.01 个百分点。上市银行方面，2018Q3 全部上市银行不良贷款率 1.59%，低于银行业整体水平，并呈现明显下行趋势。从各类银行不良水平来看，股份行不良率水平远超过其它银行，2018Q3 上市国有银行、股份行、城商行和农商行不良率分别为 1.55%、1.75%、1.25%和 1.56%。从上市银行公布的不良率来看，江阴银行、浦发银行和中信银行的不良率较高，分别为 2.28%、1.97%和 1.79%。

图 13：商业银行不良资产余额（亿元）与不良率（右轴，%）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：商业银行关注类贷款（亿元）及其同比增速（右轴，%）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、2019 年银行资产质量压力上升

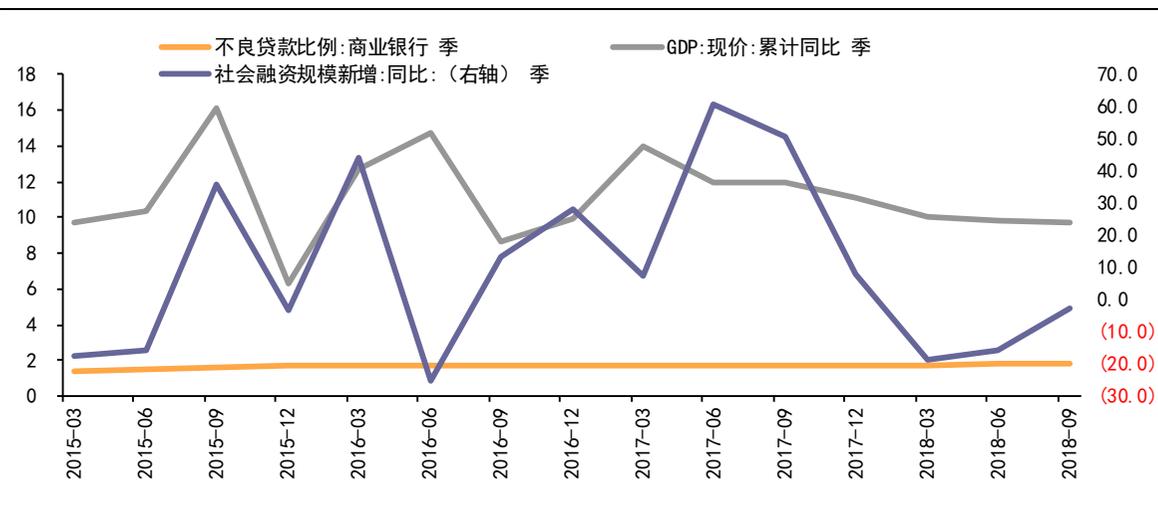
关注类贷款增速上升，江苏地区不良上升。2018 年三季度末，商业银行关注类贷款余额 3.53 万亿元，同比增长 3.22%，增速较上个季度有所扩大。由于经济体量较大，且在产业结构中处于下游位置，江苏省银行业金融机构的经营状况相对于全国具有一定先导性。2018Q3 该地区不良资产规模和不良率双升：2018Q3 不良贷款余额为 1,479.88 亿元，同比增加 274.1 亿元，同比增速 22.73%；不良率为 1.28%，同比上升 0.1 个百分点，环比持平。上市银行方面，3 季度南京银行不良率环比上升 3BP，年化不良生成率环比提升 64BP；上海银行不良率环比下降 1BP，但年化不良生成率环比上升 19BP。

逾期大于 90 天贷款比重上升，警惕不良重新抬头。除了关注银行公布的不良率以外，仍需对潜在成为不良资产的贷款予以关注。我们将逾期贷款（>90 天）与公布的不良贷款余额的比值来作为观察银行对不良认定是否严格的指标。该比值越低，说明商业银行对不良贷款的认定越严格，即除了逾期 90 天以上贷款外，部分逾期 90 天内的贷款也被视作了不良贷款。截至 2018 年上半年，国有银行和农商行对于不良资产的认定较为严格，而股份行和城商行的认定标准则相对宽松。股份制银行中，华夏、平安和民生该比值较高，意味着公司对不良的认定相对较为宽松。观察历史数据发现社融同比、GDP（名义价）同比相对银行业不良贷款率具有相关性，但银行业资产质量的变化会滞后于实体经济增速水平的变化。考虑到目前经济仍未出现明显改善，因此我们认为银行业资产质量仍面临较大压力，须警惕不良率重新抬头。

图 15: 2014-2018H1 上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款

逾期>90天贷款/不良贷款余额	2014A	2015A	2016A	2017A	2018H1	2018H1不良率	2018Q3不良率
农行	74.8%	85.1%	84.5%	68.5%	72.6%	1.62%	1.60%
交行	103.7%	162.7%	139.1%	114.2%	91.0%	1.49%	1.49%
工行	92.5%	90.7%	92.1%	80.9%	79.0%	1.54%	1.53%
建行	69.6%	61.9%	68.2%	58.5%	65.7%	1.48%	1.47%
中行	67.2%	81.4%	76.9%	83.0%	78.8%	1.43%	1.43%
平安	279.0%	192.8%	157.7%	143.0%	124.3%	1.68%	1.68%
浦发	150.3%	129.4%	120.5%	86.5%	89.1%	2.06%	1.97%
华夏	103.0%	199.6%	225.2%	190.9%	198.7%	1.77%	1.77%
民生	108.8%	148.4%	151.4%	135.9%	129.9%	1.72%	1.75%
招商	90.4%	94.9%	78.3%	79.6%	80.4%	1.43%	1.42%
兴业	93.0%	103.8%	78.7%	64.1%	76.6%	1.59%	1.61%
光大	119.4%	144.3%	124.4%	103.4%	89.8%	1.51%	1.58%
中信	115.7%	105.1%	118.8%	109.4%	93.9%	1.80%	1.79%
宁波	113.9%	117.5%	82.4%	78.2%	74.1%	0.80%	0.80%
江苏	144.2%	153.3%	142.4%	96.6%	89.5%	1.40%	1.39%
杭州	119.2%	169.2%	164.7%	119.4%	107.3%	1.56%	1.52%
南京	85.0%	97.4%	119.9%	112.1%	97.3%	0.86%	0.89%
北京	90.2%	92.7%	75.1%	104.2%	126.3%	1.23%	1.23%
上海	96.7%	89.1%	87.8%	69.8%	61.6%	1.09%	1.08%
成都	134.0%	188.8%	144.4%	130.7%	127.2%	1.61%	1.56%
贵阳	99.1%	134.0%	118.8%	99.4%	90.6%	1.39%	1.46%
吴江	92.1%	121.4%	77.0%	79.7%	92.5%	1.46%	1.55%
江阴	59.1%	92.1%	103.9%	91.5%	94.8%	2.29%	2.28%
张家港	0.0%	128.7%	94.2%	62.2%	57.1%	1.72%	1.67%
无锡	109.3%	95.8%	92.3%	97.2%	81.9%	1.33%	1.28%
常熟	46.3%	105.6%	91.2%	73.8%	62.2%	1.01%	1.00%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 2015Q1-2018Q3 社融同比 (%)、GDP 同比 (%) 及不良贷款率 (%)


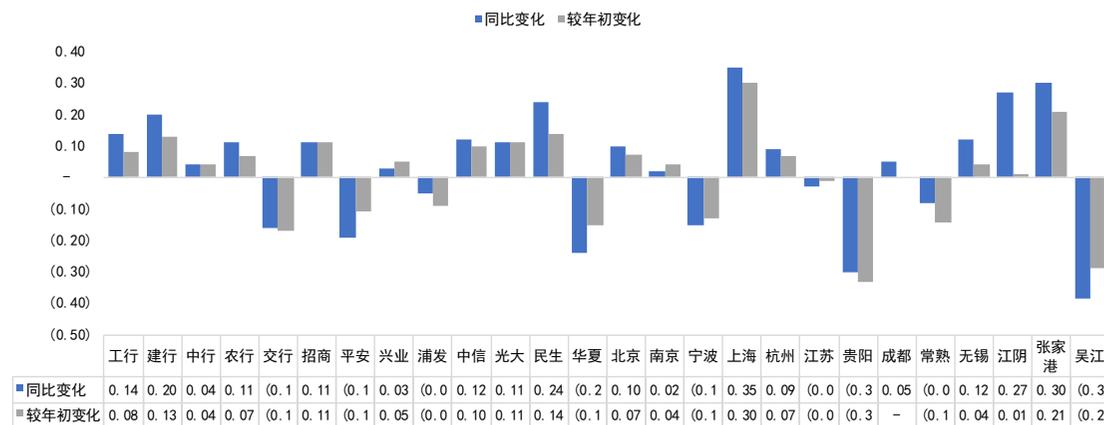
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

息差：融资需求减弱拖累贷款价格，净息差或小幅下降

1、2018 年净息差同比明显改善

净息差同比改善明显，农商行息差水平较高。2018 年上半年上市银行净息差达到 2.30%，较年初上升 0.15 个百分点，大部分银行已经度过息差大幅下降的阶段。2018 年上半年，上市银行中有 17 家银行净息差同比改善。从息差绝对水平来看，农商行息差好于其它银行。国有银行息差 2.37%，较年初增长 0.24 个百分点；股份行息差 2.21%，较年初下降 0.04 个百分点；城商行息差 1.98%，较年初上升 0.02 个百分点；农商行息差 2.64%，较年初下降 0.03 个百分点。常熟银行、吴江银行、张家港行 2018 年上半年净息差水平平均超过 2.5%，而股份行中仅有招商银行净息差达到 2.54%。

图 17：2018H1 上市银行 NIM 同比变化与较年初变化

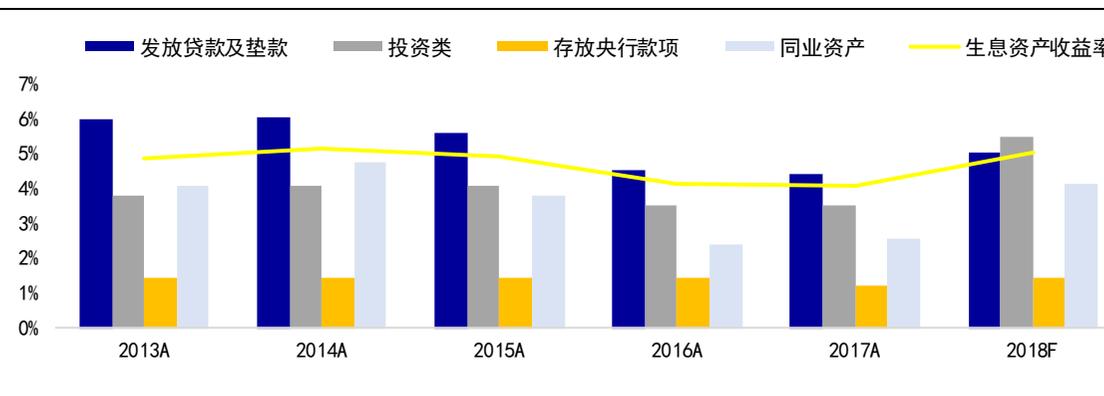


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

股份行生息资产率优势明显，国有银行成本明显低于其它银行。生息资产率方面，2018 年上半年全部上市银行为 4.5%，较年初上升 0.4 个百分点。上升的主要原因是贷款和投资类资产收益率的上行导致。其中，国有行、股份行、城商行和农商行生息资产率分别为 4.2%、4.7%、5.2%和 4.9%。2018 年上半年，上市银行计息负债成本率 2.1%，较 2017 年上升增加 0.2 个百分点。虽然存款、同业等成本率有所上升，但由于计息负债结构中存款占比进一步提升，整体计息负债上升幅度不大。计息负债成本率上升，一方面是由于去杠杆环境下，各家银行面临更大的存款压力，存款成本上行所致；另一方面则是在并不

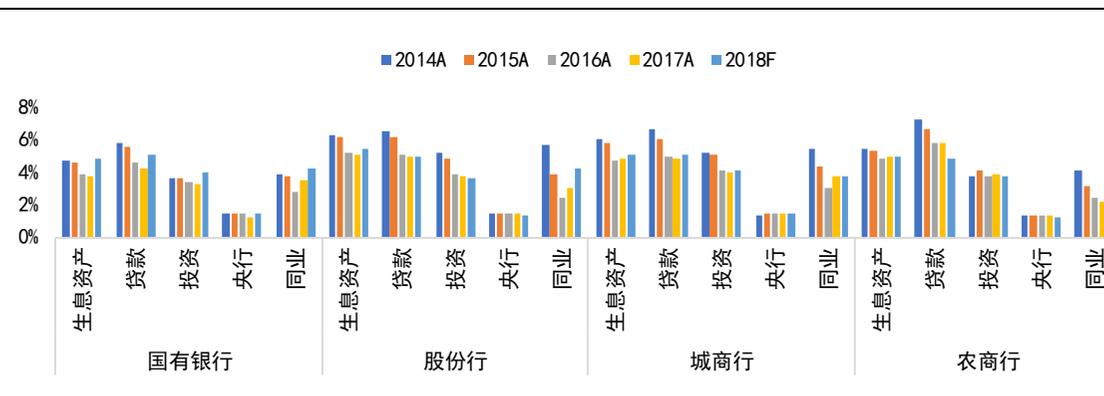
宽松的货币环境下应付债券与同业负债成本的上升导致。受客户渠道和网点众多的优势，国有银行的计息负债成本率远低于其它银行：2018年上半年，国有银行、股份行、城商行和农商行计息负债率分别为 1.7%、2.7%、2.8%和 2.3%。

图 18: 2013-2018F 各类生息资产收益率

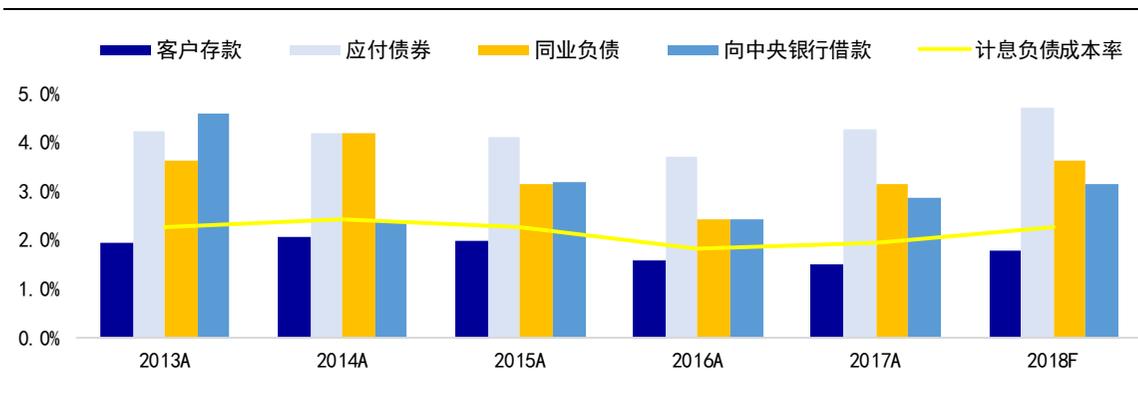


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

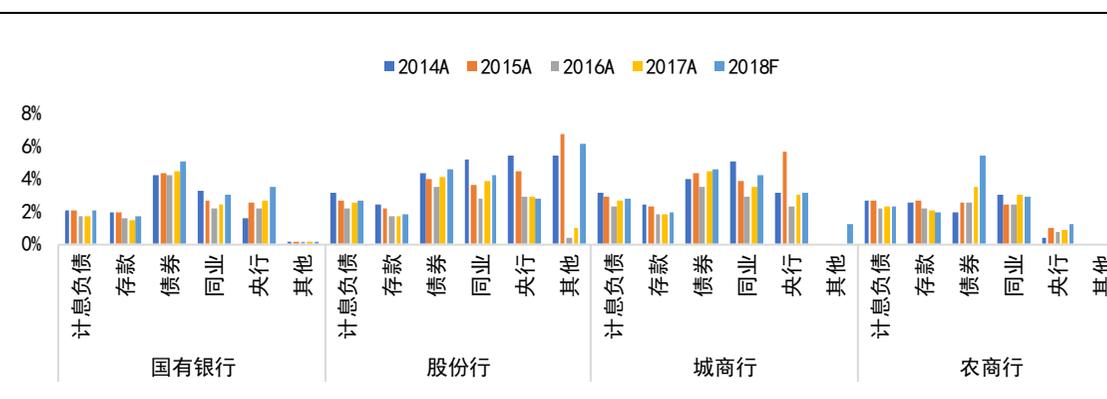
图 19: 2014-2018F 各类上市银行的生息资产收益率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 2013-2018F 上市银行计息负债成本率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 2014-2018F 各类上市银行的计息负债成本率


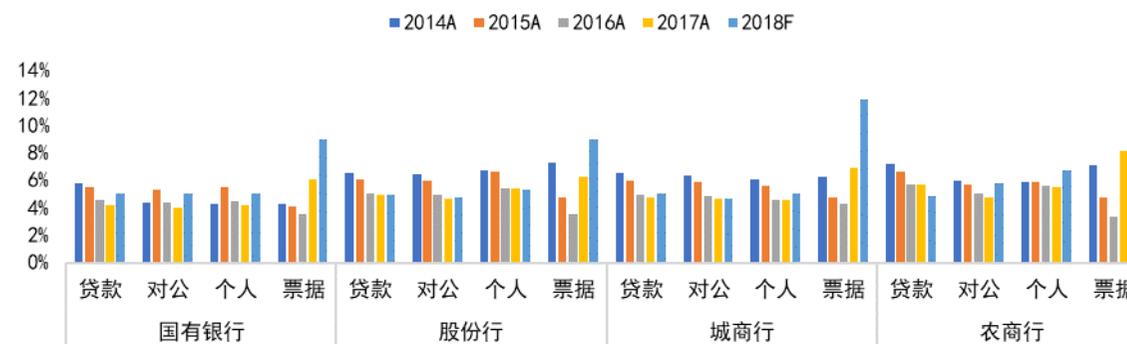
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、2019 年净息差或将下行

生息资产率难有上升空间，计息负债率成本刚性犹存。展望未来，受经济增速下滑、融资需求减弱、货币环境宽松等因素影响，2019 年贷款利率回落的概率较高，同业资产收益率将处于低位，大幅反弹的可能性较小，金融资产投资收益率平稳或小

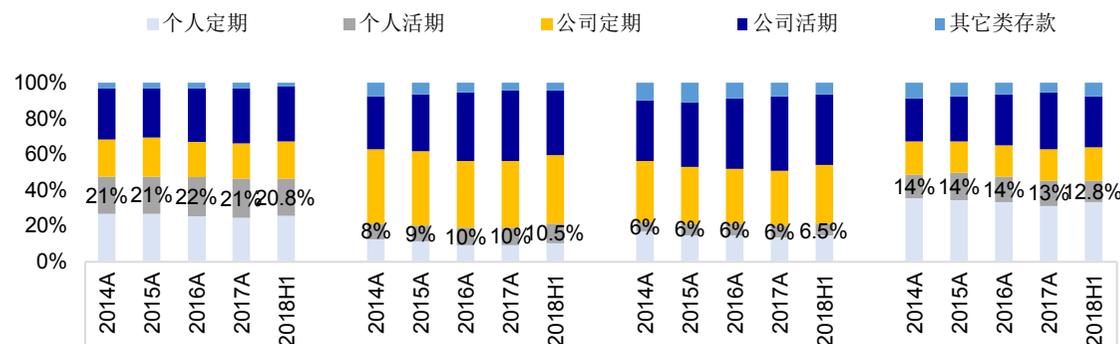
幅下降。考虑到贷款占生息资产比重较高，对生息资产收益率影响较大，我们预计 2019 年银行业生息资产率将难有上升空间，大概率小幅下降。从计息负债端来看，当前同业负债利率和应付债券利率已经较低，继续大幅下探空间不大；存款方面，活期存款成本低于定期存款，个人存款成本通常低于公司存款，个人活期存款成本最低。假设活期存款占存款比重则基本与目前持平，但活期存款的价格易上难下，整体存款价格难以下降。综上，我们预计 2019 年银行计息负债成本率刚性犹存。综合来看，我们认为 2019 年银行业净息差水平将下行。

图 22: 2014-2018F 各类银行贷款收益率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23: 2014-2018F 各类银行存款结构



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

收入与利润：营收增速将低于 2018 年，拨备计提压力上升

1、营业收入增速将弱于 2018 年

利息收入：净息差或小幅下降，规模温和增长。

2018 年前三季度上市银行共计实现营业收入 3.14 万亿元，归母净利润 1.21 万亿元，同比涨幅分别为 8%和 6.9%，较年初分别增长 5.25 个百分点和 2 个百分点。从上市银行盈利情况看，国有银行规模最大，农商行增速表现出色。2018 年前三季度国有银行共计实现营收和归母净利润 20,685 亿元和 8,359 亿元，同比增长 7.2%和 5.9%；农商行同期实现营收和归母净利润 134 亿元和 39 亿元，同比增长 17.2%和 15.8%。

收入结构方面，利息净收入仍是各家银行的主要业务收入，手续费净收入紧随其后：前三季度上市银行利息净收入 2.18 万亿元（占比 69.4%），投资净收益及其他收入 2,148 亿元（占比 6.8%），手续费净收入 6,455 亿元（占比 20.6%），同比变动分别为+6.8%、+16.3%和+2.1%。

展望未来，由于生息资产率难有上升空间，计息负债率成本刚性犹存，2019 年银行业净息差水平或将小幅下降。由于商业银行风险偏好较低以及受资本充足率、MPA 等监管指标的约束，我们预计 2019 年商业银行资产负债规模将小幅温和增长。基于对规模和净息差的判断，我们判断 2019 年净利息收入增速将低于 2018 年。

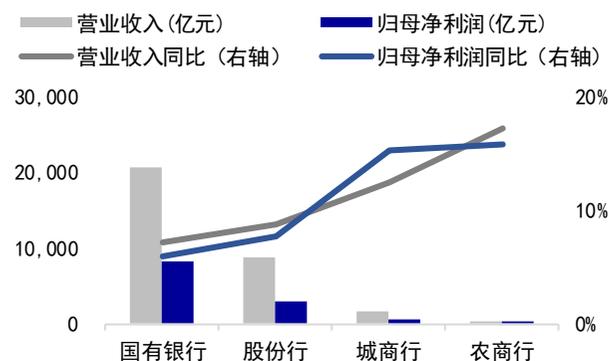
非息收入：理财业务负面冲击放缓

资管新规出台以来，银行理财业务受到一定冲击，但随着 720 资管新规补充通知后对过渡期内老产品的放松，以及《商业银行理财业务监督管理办法》的颁布，银行理财业务受到的冲击有望得到缓解：2018 年上半年，非保本理财余额规模约 21 万亿，较年初小幅下降。而三季度，银行理财余额则有小幅回升态势，7、8 月理财余额分别为 21.97 万亿和 22.32 万亿。2018 年前三季度上市银行共实现手续费净收入 6,455 亿元，同比增长 2.1%，较年初上升 2.2 个百分点。

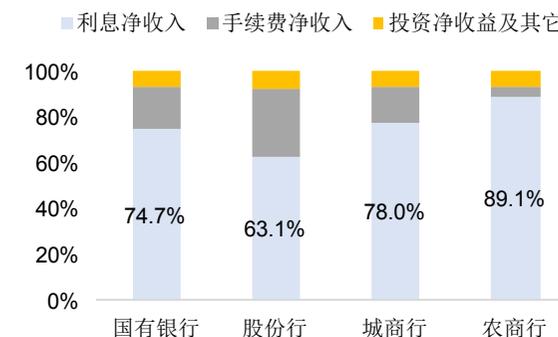
理财产品规模增速的大幅下降将有所缓和，并逐步企稳，不排除有回升的可能。随着理财业务规模的逐步企稳，以及理财投资范围的放开，银行理财业务收入将有所好转，不会延续大幅下滑的态势。

投资净收益与其它收入方面，投资收益在前三季度年表现较为出众，2018 年前三季度上市银行共实现投资收益与其他收入 2,148 亿元，同比增长 16.3%，较年初上升 20.2 个百分点，考虑到投资净收益在收入结构中占比较低，对整体收入贡献度有限。

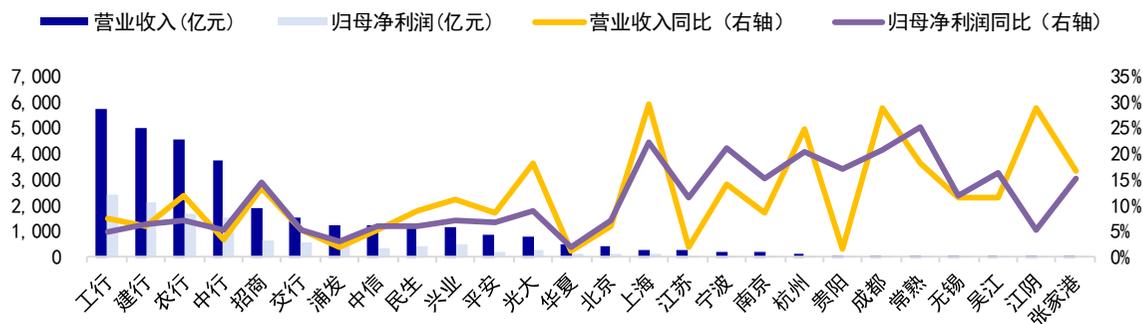
展望未来，我们判断 2019 年上市银行营业收入增速将弱于 2018 年，利息净收入占比较今年或有小幅下降。

图 24: 2018Q3 各类上市银行营业收入与归母净利润及其同比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 2018Q3 年各类上市银行收入结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 2018Q3 上市银行营业收入与归母净利润及其同比


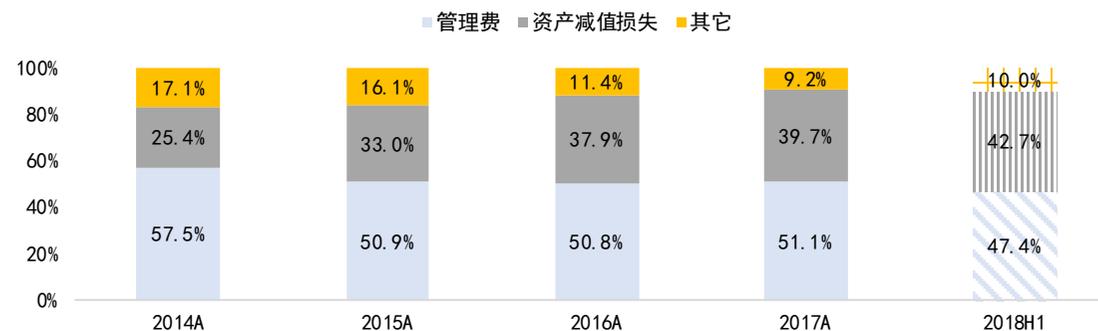
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、拨备计提压力上升，净利润仍将低速增长

资产减值拨备计提压力上升，净利润增速仍将维持较低水平。营业支出主要由资产减值损失和业务管理费构成。2018 年上半年，上市银行管理费占营业支出比重为 47.4%，较年初下降 3.7 个百分点，资产减值损失比重增长至 42.7%，较年初增长 2.9 个百分点。2018 年上半年资产减值损失同比增长 16.4%，较年初增长 8.2 个百分点。展望未来，在资产质量下行压力加大的

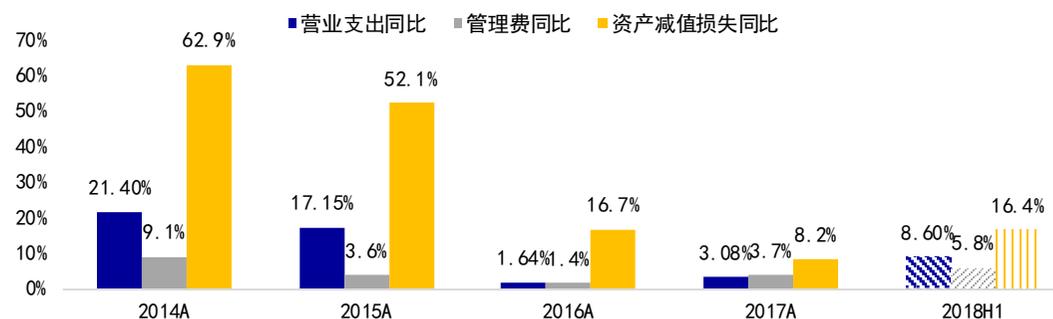
情况下，商业银行计提资产减值准备的压力上升，上市银行整体净利润将低速增长。对于前期不良暴露和拨备计提（逾期不良比较低、拨贷比和拨备覆盖率较高）较为充分的银行而言，在净利润和拨备计提之间尚有一定的回旋空间，净利润增速或将平稳，反之则业绩压力较大。

图 27: 2014-2018H1 营业支出构成



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28: 2014-2018H1 营业支出构成的同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业评级与投资主题

行业展望

货币环境维持宽松状态，监管引导扶持民营经济。今年三季度，中国人民银行两次定向降准，并增加中期借贷便利（MLF）投放，增大中长期流动性供应，同时灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性合理充裕。今年以来，人民银行、银保监会联合相关部门发文，提出多方面具体措施扶持民营经济，并表示将实施差异化信贷政策，采取精细化、有针对性的措施，帮助民营企业摆脱困境。我们预计 2019 年货币环境将维持当前较为宽松的状态，金融市场利率将逐渐向实体经济融资利率传导，民营企业融资难题有望缓解。

2019 年营收增速将低于 2018 年，净利润增速低位增长。生息资产率难有上升空间，计息负债率成本刚性犹存，2019 年银行业净息差水平或将小幅下降；受低风险偏好和资本充足率等条件约束，资产负债规模将小幅温和增长。理财产品规模增速的大幅下降将有所缓和，不排除有回升的可能，对非息业务收入的负面冲击减缓。我们判断 2019 年上市银行营业收入增速将弱于 2018 年，利息净收入占比较今年或有小幅下降。在资产质量下行压力加大的情况下，商业银行计提资产减值准备的压力上升，上市银行整体净利润将低速增长，不良暴露和拨备计提较为充分的银行压力相对较小。

关注类贷款增速上升，警惕不良全面抬头。2018 年三季度末商业银行关注类贷款余额同比增长 3.22%，环比增速上升。上市银行整体不良率低于行业整体水平且未出现上升苗头，但银行业不良率整体水平已于 2 季度出现反弹。历史上具有先导性的江苏省银行业金融机构的不良率出现抬升，南京银行和上海银行 3 季度不良净生成率环比上升。社融—名义 GDP—不良率的传导链条也显示，2019 年银行业资产质量仍面临较大压力，须警惕不良率全面抬头。

行业投资逻辑与投资主线

业绩低速增速，资产质量担忧制约估值。过去几年银行股的表现与宏观经济走势高度相关，体现在两个方面，一是银行业营收增速与名义 GDP 走势基本一致，二是 GDP 走势影响银行资产质量，进而影响拨备计提力度，但有一定的滞后性。由于 IFRS9 会计准则要求采用预期损失法计提资产减值损失后，拨备计提领先于资产质量的变化，因而净利润增速能够更好地反映宏观经济的影响。下行风险以及监管导向导致投资者对银行的营收和资产质量担忧再起，这将对银行股估值构成制约。

不过长端国债收益率、信用利差和股票市场估值等反映出市场对宏观经济预期十分悲观。十年期国债利率降至 2017 年 5 月以来的低点，信用利差上升至较高水平，A 股估值处于历史低位区间，投资者对宏观经济已有较为充分的预期。目前银行股 PE（TTM）为 6.3 倍，PB（LF）为 0.83 倍，从历史角度看，估值处于安全边际内，继续大幅下探的概率较低。

基于我们对银行股业绩和估值的判断，我们将银行业投资评级下调至“中性”。

建议关注:

- 1、零售业务出色，定价能力较强的银行；
- 2、拨备充足、风控体系完善的银行；
- 3、金融市场投资能力突出的银行。

风险因素

- 1、宏观经济增速不达预期；
- 2、监管力度超预期。

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。10年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹，金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。