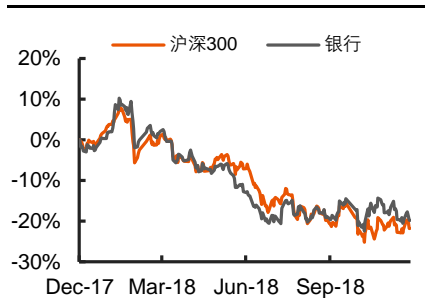


2019年银行业年度策略报告

行业基本面承压，板块仍具防御价值

中性（下调）

行情走势图



相关研究报告

《行业快评*银行*细化自有资金投资要求，公募理财可直投股票》 2018-12-03

《行业周报*银行*监管完善系统重要金融机构监管；大行理财子公司均落地》 2018-12-02

《行业月报*银行*10月新增信贷不及预期，三季度行业业绩增速略有回落》 2018-12-02

《行业周报*银行*Q3息差延续回升不良企稳；监管鼓励多渠道支持民企融资》 2018-11-25

《行业专题报告*银行*改革开放四十年系列研究(银行篇)：改革开放结硕果，新起点砥砺前行》 2018-11-22

证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号
S1060517100002
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

研究助理

李晴阳 一般从业资格编号
S1060118030009
LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

18年板块表现和行业业绩回顾：板块获得大幅超额收益，行业业绩平稳息差持续回升

截至12月7日，银行板块较上年末下跌5.83%，跑赢沪深300指数15.24pct获得大幅超额收益（板块排名1/29），我们认为主要源于：1）资产质量持续改善支撑估值底部；2）量价齐升下盈利持续恢复，业绩有支撑；3）业绩的确定性高但估值相对较低下板块相对价值凸显。基本面来看，行业18年前三季度净利润累计1.51万亿，同比增5.91%，较17年整体保持平稳。18年行业净息差企稳回升，三季度收录2.15%，较二季度和上年同期分别提升3BP/8BP，延续17年以来的修复态势。18年行业规模增速下行的幅度按季收窄、逐渐企稳；同时资产质量上通过强化不良资产处置，不良率企稳、拨覆盖率走高。

19年经营环境分析：经济下行压力不减，监管加强引导银行服务实体

我们认为行业19年主要面临以下经营环境：1）宏观层面，据平安宏观团队预测19年GDP增速可能降至6.3%，较18年温和下行，主要源于投资、外贸、消费均一定程度承压下，供需两端均存在下行压力。2）货币政策层面，我们认为19年很可能会进一步降准，公开市场操作利率也可能小幅下调，整体市场流动性保持充裕；如经济不及预期基准利率也存在调整的可能。3）监管层面，宽货币到宽信用传导仍未看到明显成效，小微、民企依然面临融资难融资贵问题，预计19年会继续加强对银行的引导和干预。同时利率市场化改革逐步深化，加强利率传导机制建设，进一步解决融资难融资贵的问题。

19年经营情况预判：行业基本面承压，业绩增速回落

1) **息差**：受宽信贷的环境和监管加强解决融资贵的影响资产端定价回落，但流动性充裕下负债端成本基本稳定，我们预计银行业2019年净息差止升回落。2) **规模**：预计行业整体规模增速将较18年基本持平，降准为释放增量资金提供支撑。3) **资产质量**：预计在经济进一步下行以及贸易战影响的显现下银行的资产质量延续改善难以为继，不良生成率大概率略有提升，但存量释放和新增优化也提供下行支撑，不良率整体可控。综上，我们预计2019年上市银行营收增速较18年略有下行，利润增速也将小幅回落。预计净利润同比增长5.8%。

投资建议：经济、监管以及贸易战等继续压制估值，基本面承压挤压相对收益空间，下调评级至“中性”

通过对商业银行2019年的经营环境以及经营情况的分析，我们认为：1) 经济、监管以及贸易战等继续压制估值，板块估值下行压力仍较大；2) 基本面承压、业绩增速回落，相对收益空间受挤压；3) 估值底部，同时考虑到业绩的相对确定性、股息率以及外部增量资金的配置需求，整体我们认为估值回落空间有限，不必过度悲观。从节奏的角度，上半年经济下行压力较大，但在上市银行年报和一季报整体业绩保持相对稳定下，估值有一定的支撑；后续行业基本面会呈

现下行态势，估值更多依赖经济基本面的情况。综上，我们下调板块的投资评级至“中性”（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）。

个股推荐逻辑更突出确定性和防御性两个维度：1）寻找业绩的相对确定性，主要推荐零售基础优异、资产质量夯实拨备覆盖率高的上市银行，重点推荐招商、宁波、常熟；2）防御价值更加突出的银行，重点推荐估值相对较低以及基本面相对较好的个股：中信、上海、农行。

■ 风险提示：

1) 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。

2) 政策调控力度超预期

18 年以来在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。

3) 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

4) 部分公司出现经营风险

银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设在经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险，从而对股价造成不利影响。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS (摊薄, 元/股)					PB (倍)			评级
		2018-12-10	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
招商银行	600036.SH	28.34	2.78	3.24	3.75	4.21	1.60	1.42	1.26	1.11	强烈推荐	
宁波银行	002142.SZ	16.35	1.75	2.18	2.75	3.26	1.69	1.44	1.22	1.02	强烈推荐	
常熟银行	601128.SH	6.50	0.57	0.70	0.84	1.04	1.38	1.23	1.09	0.96	强烈推荐	
农业银行	601288.SH	3.56	0.54	0.58	0.61	0.64	0.93	0.80	0.75	0.70	强烈推荐	
中信银行	601998.SH	5.55	0.87	0.93	0.97	1.02	0.74	0.68	0.63	0.58	推荐	
上海银行	601229.SH	11.51	1.40	1.69	2.01	2.35	0.99	0.89	0.79	0.70	推荐	

正文目录

一、18年行业和上市银行经营情况回顾	8
1.1 金融和社融数据回顾：新增信贷规模超预期，表外萎缩社融增速持续下行	8
1.2 商业银行前三季度经营情况：利润增速基本持平上年，行业息差延续回升	10
1.3 上市银行业绩：前三季度净利同比增 6.91%，营收和 PPOP 增速超过利润增速	14
二、货币政策和监管政策回顾：保持流动性宽松，引导金融机构支持实体	16
2.1 货币政策：多次定向降准，引导市场利率下行，保持流动性充裕	16
2.2 监管政策：加强信贷引导，银行理财子公司监管文件落地	18
三、2019年行业经营环境分析：经济下行压力不减，监管加强引导银行服务实体	21
3.1 宏观经济：经济增长温和下行，供需两端均存压力	21
3.2 货币政策：“锁短放长”维持流动性合理充裕，发挥货币政策结构优化作用	22
3.3 监管政策：加强银行“引水渠”功能，深化利率市场化改革	23
四、2019年行业经营情况分析 & 盈利预测：基本面承压，业绩增速回落	27
4.1 受资产端定价下行影响息差止升回落	27
4.2 降杠杆以及资本金约束下生息资产增速仍在低位，宽信贷结构依旧	30
4.3 表外业务整改规范，理财子公司扬帆起航可期	33
4.4 资产质量延续改善难以为继，但存量释放和新增优化也提供下行支撑	35
4.5 盈利预测：基本面承压，业绩增速回落	38
五、2019年行业投资观点及个股推荐	38
5.1 投资建议：经济、监管以及贸易战等继续压制估值，基本面承压挤压相对收益空间，下调评级至“中性”	38
5.2 行业投资逻辑和个股推荐	40
六、风险提示	47
6.1 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露	47
6.2 政策调控力度超预期	47
6.3 市场下跌出现系统性风险	47
6.4 部分公司出现经营风险	47

图表目录

图表 1	18 年 1-10 月累计新增人民币贷款规模放量	8
图表 2	企业贷款和非银金融机构贷款多增 (亿元)	8
图表 3	居民贷款短期多增, 中长期少增 (亿元)	8
图表 4	企业贷款短期和中长期均同比少增 (亿元)	8
图表 5	4 月来金融机构新增企业贷款多以票据形式投放 (亿元)	9
图表 6	18 年 1-10 月新增贷款中票据贡献度达 9.5%	9
图表 7	社融增速持续下行 (亿元)	9
图表 8	前十个月表外融资明显萎缩 (亿元)	9
图表 9	投向实体经济的贷款 (本外币) 不弱 (亿元)	10
图表 10	债券融资规模回升 (亿元)	10
图表 11	M1 增速创新低, 剪刀差持续下探	10
图表 12	1-10 月存款累计增量主要来自非银金融机构和居民存款 (亿元)	10
图表 13	行业 ROA、ROE 环比小幅下行	11
图表 14	商业银行净利润增速基本持平 17 全年	11
图表 15	净利润单季同比增速基本平稳	11
图表 16	资产利润率: 大行、城商、农商同环比均下行, 股份行环比下行但同比提升	11
图表 17	18 年 3 季度行业净息差持续修复, 环比回升 3BP	12
图表 18	除民营银行外商业银行净息差整体上行, 股份行回升最显著	12
图表 19	18Q3 银行资产规模增速基本企稳	12
图表 20	18Q3 银行负债规模增速降幅进一步趋缓	12
图表 21	规模增速再分化, 大行规模增速回升	13
图表 22	行业不良率略有提升	13
图表 23	18Q3 各类银行不良率走势分化	13
图表 24	行业拨覆和拨贷比提升	13
图表 25	关注类贷款规模有所回升但占比延续下行	13
图表 26	净利润同比增速较 17 年大幅提升	14
图表 27	股份行拨备前利润同比增速改善明显	14
图表 28	银行业 18 年前三季度净利润同比增速	14
图表 29	江阴、成都和上海行拨备前净利润增速领先	14
图表 30	上市银行资产规模同比增速有所回升	15
图表 31	前三季度浦发和张家港规模缩表	15
图表 32	前三季度新增资产主要在信贷投放	15
图表 33	中期末行业贷款占生息资产的 54.1%	15

图表 34 三季度末上市银行不良贷款余额及环比增速.....	16
图表 35 三季度末上市银行不良率下行	16
图表 36 宁波行拨备率领航全行业.....	16
图表 37 行业拨备覆盖率逐季提升.....	16
图表 38 存款准备金率.....	17
图表 39 MLF 年度投放量	17
图表 40 2018 年央行四次降准	17
图表 41 2018 年央行五次利率调整.....	18
图表 42 7 天期逆回购利率	18
图表 43 1 年期 MLF 利率.....	18
图表 44 监管引导信贷投放实体经济，支持小微、民营企业发展	19
图表 45 资管新规重塑银行理财格局.....	20
图表 46 风险管理系列政策出台	20
图表 47 GDP 增速走势	21
图表 48 三大需求对 GDP 累计增速的拉动（%）	21
图表 49 工业增加值增速	21
图表 50 PPI 走势	21
图表 51 宏观经济数据预测表.....	22
图表 52 逆回购操作自 10 月 25 日以来暂停（单位：亿元）	22
图表 53 公开市场操作（单位：亿元）	23
图表 54 MLF 存量上行至高位（单位：亿元）	23
图表 55 存款准备金率（%）	23
图表 56 基准贷款和存款利差缩窄（%）	23
图表 57 人民币贷款同比多增.....	24
图表 58 4 月以来金融机构新增贷款多以票据形式投放.....	24
图表 59 企业贷款需求指数处于低位	24
图表 60 融资需求明显回落，信贷审批指数陡峭上行.....	24
图表 61 地方出台实体经济支持政策	24
图表 62 贷款利率、存款利率、Shibor（%）	26
图表 63 M2 增速明显放缓.....	26
图表 64 贷存款增速差走阔（单位：%）	26
图表 65 商业银行贷存比居高.....	26
图表 66 部分上市银行的存贷利差整体略有上行.....	26
图表 67 三季度票融带动整体社会融资成本（贷款加权平均利率）季度环比略有下降.....	27
图表 68 三季度执行上浮、基准利率的贷款占比高位回落	27
图表 69 人民币贷款同比多增.....	27

图表 70 融资需求明显回落，信贷审批指数陡峭上行.....	27
图表 71 监管加强解决融资贵问题.....	28
图表 72 M2 增速持续下行.....	29
图表 73 存款增速持续下行.....	29
图表 74 18Q1-10 累计新增存款中企业存款表现较弱.....	29
图表 75 结构性存款增速保持 40%以上高位.....	29
图表 76 新增存款中结构性存款占比提升.....	29
图表 77 存款期限结构呈现长期化趋势.....	29
图表 78 2018 各大银行个人大额存单利率表一览.....	30
图表 79 同业存单利率先降后升整体维持较低水平.....	30
图表 80 行业资产增速降至 7%.....	31
图表 81 行业负债增速降至 6.6%.....	31
图表 82 上市银行自营投资规模占比整体略有下行.....	31
图表 83 上市银行同业资产在总资产的规模占比行至低位.....	31
图表 84 贷款增速一直保持在 10%以上高位.....	31
图表 85 行业资本充足率/核心资本充足率.....	31
图表 86 18 年以来公布融资方案的上市银行融资进度汇总表.....	32
图表 87 人民币贷款同比多增.....	32
图表 88 融资需求明显回落，信贷审批指数陡峭上行.....	32
图表 89 全年超储率震荡上行.....	33
图表 90 存款准备金率连续下调.....	33
图表 91 表外融资负增拖累社融增速下行.....	33
图表 92 表外规模持续负增（单位：亿元）.....	33
图表 93 17 年理财余额整体持平，增速跌至个位数.....	34
图表 94 同业理财余额骤降.....	34
图表 95 银行保本理财发行数量及占比.....	34
图表 96 上半年多家上市银行非保本理财余额较年初收窄.....	34
图表 97 A 股上市银行设立资管子公司情况一览.....	35
图表 98 商业银行不良率略有提升.....	36
图表 99 商业银行关注类贷款占比持续下探.....	36
图表 100 预计 2019 年中国宏观经济增速继续温和回落.....	36
图表 101 城投债风险因素在于债务集中到期规模大.....	36
图表 102 各类企业工业增加值增速（%）.....	36
图表 103 消费意愿指数行至高位，经营景气数下行.....	36
图表 104 行业不良认定趋严（逾期 90+/不良）.....	37
图表 105 新增居民贷款占比保持较高水平.....	37

图表 106	拨备覆盖率持续提升.....	37
图表 107	宁波银行拨覆率行至 500%高位	37
图表 108	行业盈利预测（单位：百万元）	38
图表 109	利润增速敏感性分析.....	38
图表 110	A 股银行板块跑赢沪深 300	39
图表 111	板块年初至今涨跌幅排名第 1（截至 12 月 7 日）	39
图表 112	行业估值 PB（LF）	39
图表 113	A 股 16 家银行年初至今涨跌幅（截至 12 月 7 日）	40
图表 114	A 股银行次新股年初至今涨跌幅（截至 12 月 7 日）	40
图表 115	重点推荐个股表现（截至 12 月 7 日）	40
图表 116	银行股股息率在所有行业中位居前列	41
图表 117	纳入 MSCI 成分股中银行行业市值占比居首，有望带来增量资金(单位：百万元).41	
图表 118	上市银行零售业务贡献占比.....	42
图表 119	三季度末上市银行不良贷款率	42
图表 120	三季度末上市银行拨覆率	42
图表 121	18 年前三季度上市银行业绩增速	42
图表 122	个股静态市净率排行（截至 12 月 7 日）	42
图表 123	90 天以上逾期/不良贷款.....	42
图表 124	中信银行逾期 90+/不良有显著改善.....	43
图表 125	上海银行净利润增速明显回升	43
图表 126	农业银行不良率自 17 年延续回落	43
图表 127	四大行拨备覆盖率走高，农行整体领先.....	43
图表 128	招商银行盈利预测	44
图表 129	宁波银行盈利预测	45
图表 130	中信银行盈利预测	46
图表 131	农业银行盈利预测	47

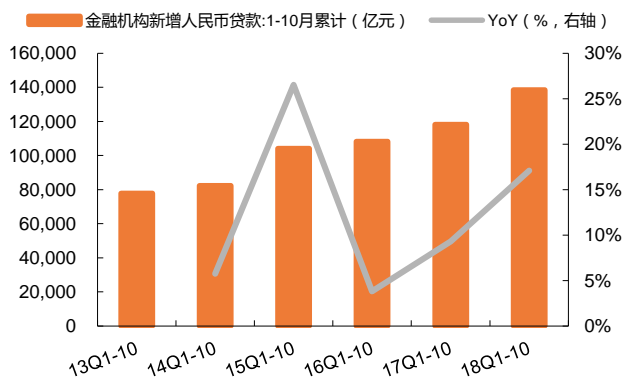
一、18 年行业和上市银行经营情况回顾

1.1 金融和社融数据回顾：新增信贷规模超预期，表外萎缩社融增速持续下行

➢ 18 年新增贷款规模放量，结构上呈现多票据格局

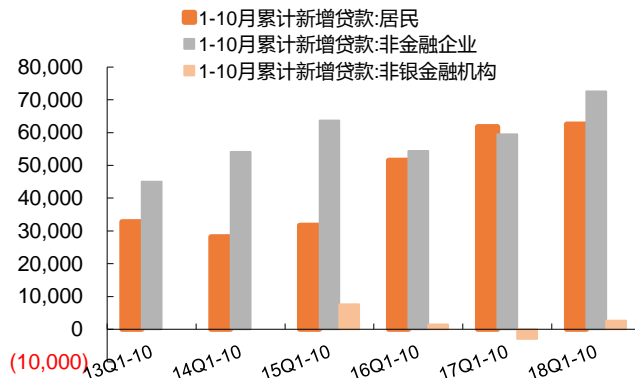
18 年以来金融机构贷款投放明显多增。据央行数据，1-10 月新增人民币贷款放量，达 13.84 万亿元，同比 17 年 1-10 月多增 2.02 万亿，在新增居民贷款基本平稳的情况下，增量主要来自对公贷款中票据的多增。具体来看：1) 1-10 月新增居民贷款 6.25 万亿，同比多增 735 亿。2) 非金融企业贷款新增 7.26 万亿，同比多增 1.32 万亿；本年整体对公贷款呈现多票据的结构，在企业短期和中长期均少增的情况下，1-10 月新增票据投放 1.31 万亿，同比多增 3.08 万亿。3) 1-10 月非银金融机构贷款增加 2606 亿，同比多减 264 亿，环比多增 5573 亿。

图表1 18 年 1-10 月累计新增人民币贷款规模放量



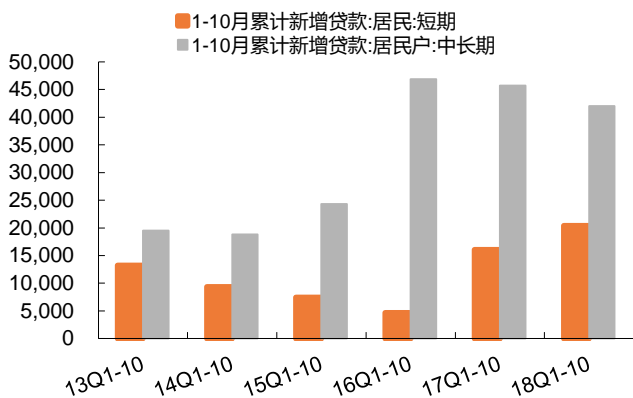
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表2 企业贷款和非银金融机构贷款多增 (亿元)



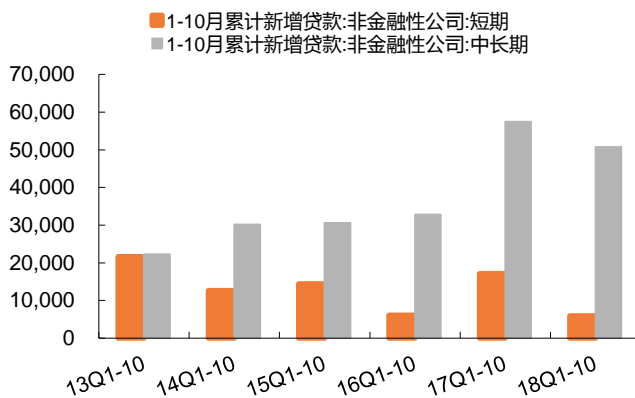
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表3 居民贷款短期多增，中长期少增 (亿元)



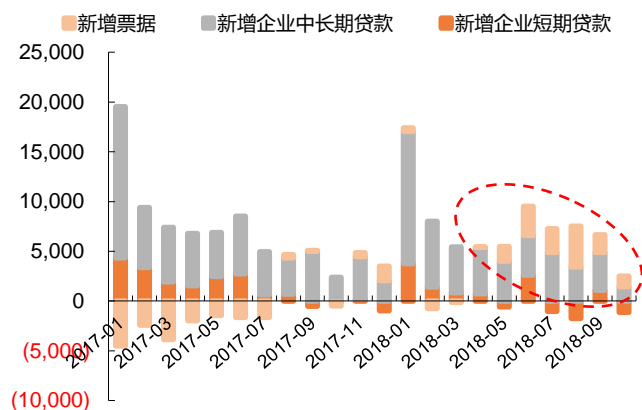
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表4 企业贷款短期和中长期均同比少增 (亿元)



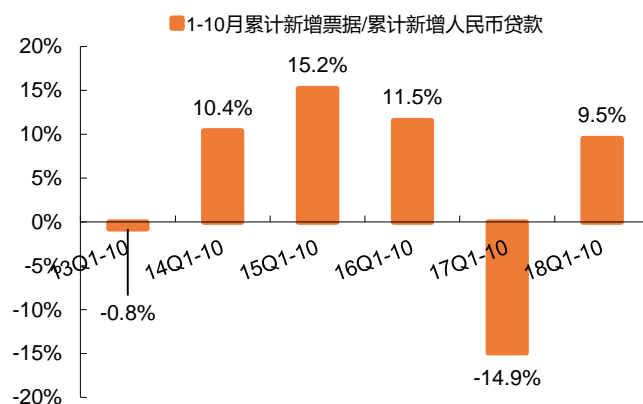
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表5 4月以来金融机构新增企业贷款多以票据形式投放 (亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表6 18年1-10月新增贷款中票据贡献度达9.5%



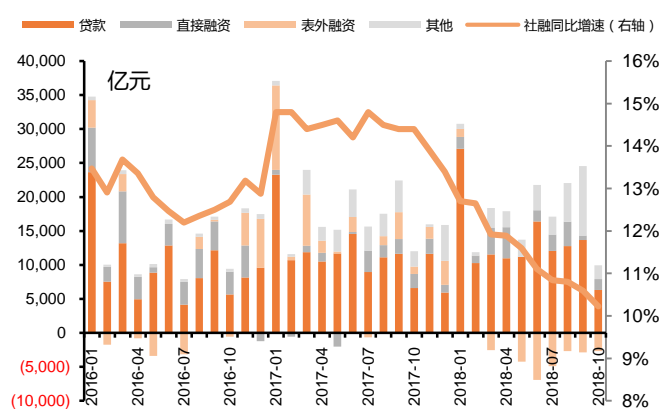
资料来源: Wind、平安证券研究所

➤ 强信贷难弥补表外融资缺口，全年社融增速持续萎缩

2018年以来监管两次调整社融口径，分别是：1) 7月将存款类金融机构ABS和贷款核销纳入社融，以解决信贷资产证券化和贷款核销造成的信贷低估；2) 9月将地方专项债纳入社融，有助于减轻融资平台剥离政府融资功能对社融的扰动。

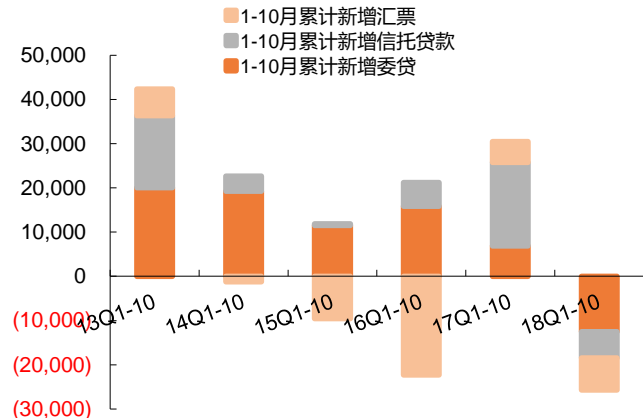
据央行口径调整后数据，截至10月末社融规模同比增长10.2%，较17年同期增速下降2.2pct，环比9月降0.4pct，全年呈现持续下滑态势。1-10月累计新增社融16.1万亿元，同比17年1-10月少增2.76万亿，贷款新增放量但社融同比少增主要是受表外融资同比收缩的影响。拆分来看：1) 表外非标融资持续压降，委贷+信托+未贴现票据总规模减少2.57万亿元，同比多减5.61万亿，全年呈现萎缩态势。2) 1-10月企业债融规模明显增多，总体净融资达1.78万亿，同比多增1.46万亿，而股票融资仅3275亿元，同比少增3343亿。3) 对实体经济发放的人民币贷款新增13.24万亿，同比多增1.15万亿。4) 新口径下，地方政府专项债、ABS和贷款核销规模均较2017年同期有所扩大，1-10月累计增量分别为1.78万亿/3280亿/6903亿，分别同比多增989亿/3027亿/1857亿。

图表7 社融增速持续下行 (亿元)



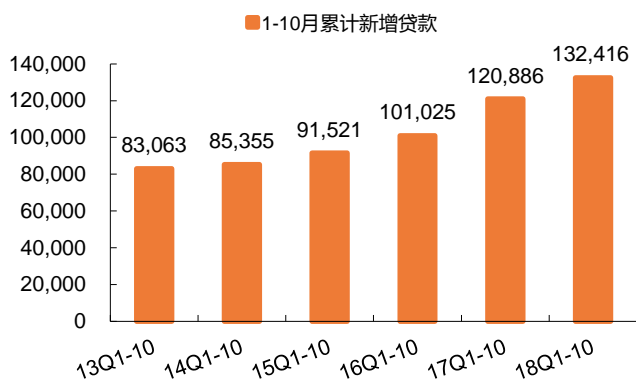
资料来源: 人民银行、平安证券研究所; 注: 17年1月后增速采用新口径下社融增速

图表8 前十个月表外融资明显萎缩 (亿元)



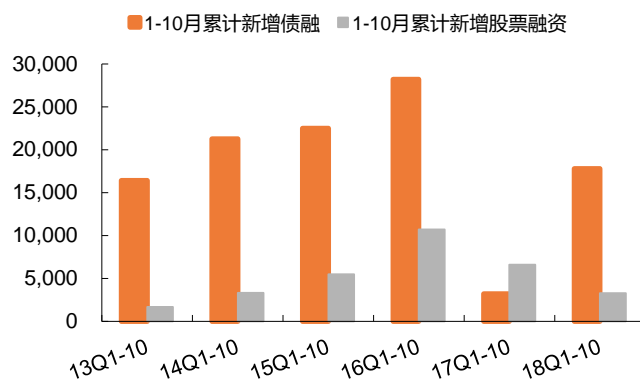
资料来源: 人民银行、平安证券研究所

图表9 投向实体经济的贷款（本外币）不弱（亿元）



资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表10 债券融资规模回升（亿元）



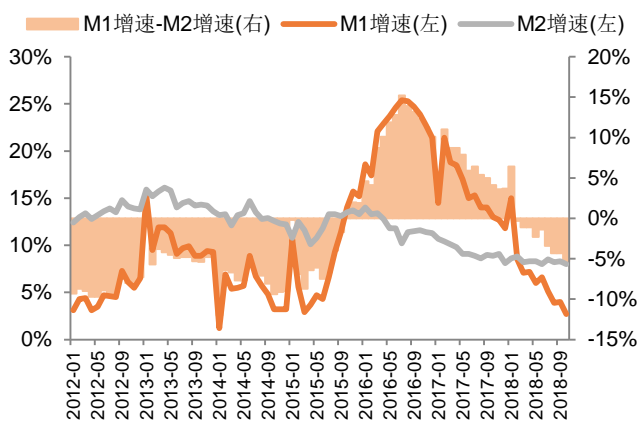
资料来源：人民银行、平安证券研究所

➤ M1M2 增速探底剪刀差走扩，企业存款仅增长 21 亿

18 年以来 M1M2 增速持续下行，截至 10 月 M2 增速收录 8%，较上年末和上年同期分别低 0.1 和 0.9 个百分点，继 6 月后再次触底；M1 增速 2.7%，较上年末和上年同期低 9.1 和 10.3 个百分点，为 86 年以来历史次低（仅高于 2014 年 1 月的 1.2%）。M1M2 均维持低位的情况下，剪刀差延续走阔至 5.3%。

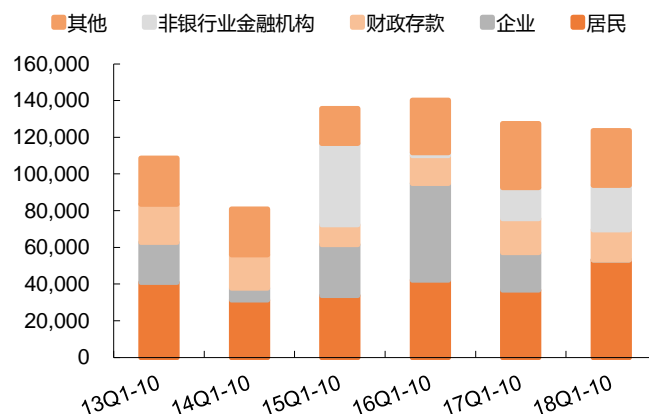
存款方面，今年以来存款竞争日趋激烈，1-10 月累计新增存款 12.37 万亿，同比少增 3745 亿，其中企业存款表现疲弱，累计增量仅有 21 亿，较 17 年出现断崖式下跌，增量主要来自居民和非银金融机构存款，分别累计新增 5.3 万亿/2.43 万亿，同比多增 1.63 万亿/7239 亿。

图表11 M1 增速创新低，剪刀差持续下探



资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表12 1-10 月存款累计增量主要来自非银金融机构和居民存款（亿元）



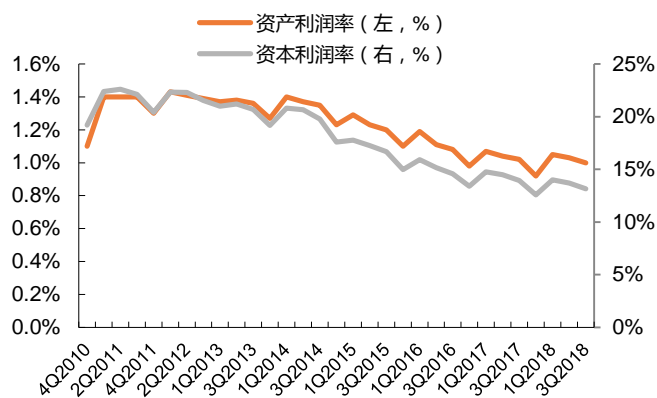
资料来源：人民银行、平安证券研究所

1.2 商业银行前三季度经营情况：利润增速基本持平上年，行业息差延续回升

行业净利润增速基本持平上年，ROAROE 震荡下行。18 年前三季度净利润累计 15118 亿，同比增速 5.91%，仅低于 17 年全年 0.08 个百分点，整体保持平稳。全年来看，利润增速变动呈先升后降

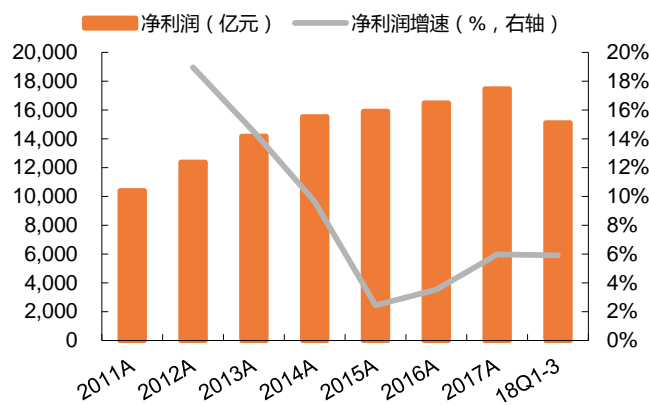
的趋势。三季度行业整体 ROE、ROA 分别为 13.15%、1%，环比二季度延续下行 55BP、3BP，较上年同期分别降低 79BP、2BP，其中大行、股份行、城商行和农商行资产利润率分别环比二季度降低 4BP/2BP/4BP/2BP 至 1.1%/0.93%/0.84%/0.98，较上年同期分别变动 -2BP/+2BP/-4BP/-8BP。

图表13 行业 ROA、ROE 环比小幅下行



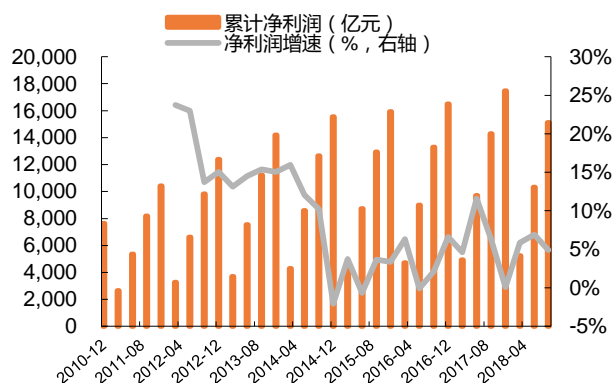
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表14 商业银行净利润增速基本持平 17 全年



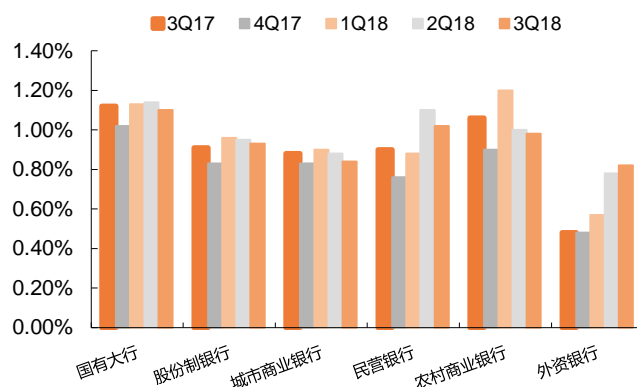
资料来源：银保监会、平安证券研究所；注：18Q1-3为前三季度累计净利润

图表15 净利润单季同比增速基本平稳



资料来源：银保监会、平安证券研究所

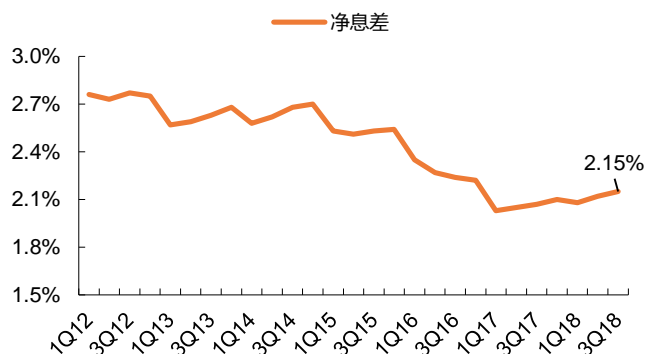
图表16 资产利润率：大行、城商、农商同环比均下行，股份行环比下行但同比提升



资料来源：银保监会、平安证券研究所

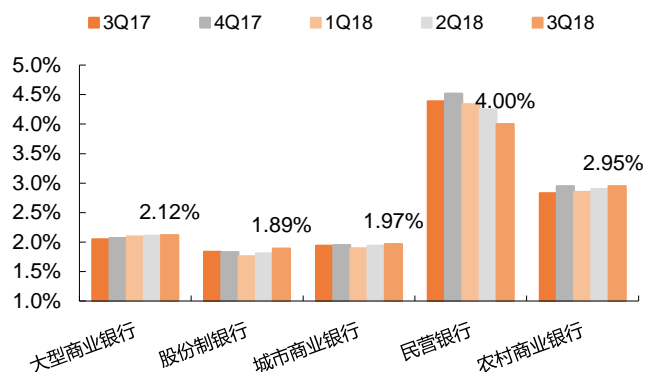
2018年行业净息差企稳回升，股份行受益于负债压力缓解息差改善最为显著。据银保监会数据，18年以来行业净息差稳步提升，三季度商业银行净息差2.15%，较二季度和上年同期分别提升3BP/8BP，延续了17年以来的修复态势。尤其是中期以来市场流动性充裕、银行负债端压力显著缓解，受益于负债端较高的同业负债占比，股份行息差较年初改善最为显著，分别较二季度和上年同期提升8BP/5BP至1.89%，单季回升幅度较Q2进一步扩大。

图表17 18年3季度行业净息差持续修复，环比回升3BP



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表18 除民营银行外商业银行净息差整体上行，股份行回升最显著

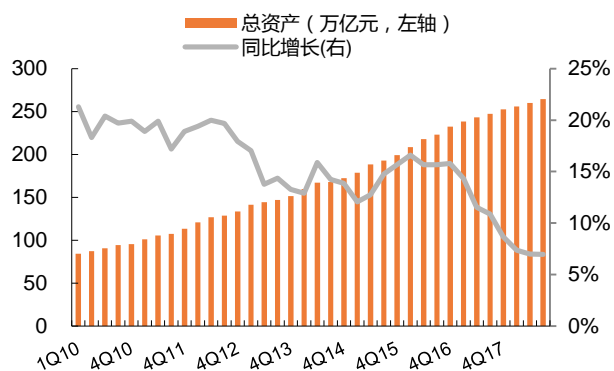


资料来源：银保监会、平安证券研究所

大行带动行业规模增速企稳，行业贷存比延续提升。截至三季度，银行业金融机构本外币资产合计264.34万亿，同比增长6.96%，增速较上年同期下降3.91pct，环比中期末微降0.01pct，整体增速保持企稳态势；总负债规模243.27万亿，同比增速6.58%，环比收降0.04pct。资负两端来看，18年以来规模增速下行的幅度按季收窄、逐渐企稳。

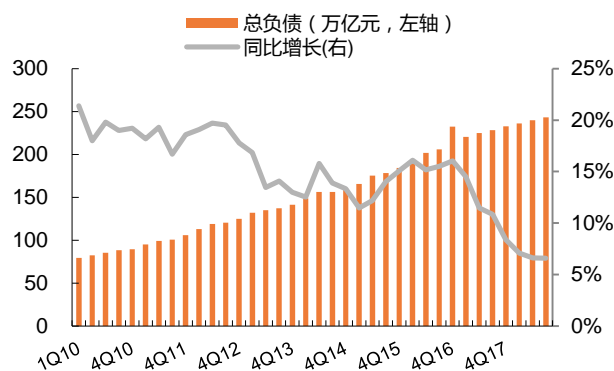
分银行类别看，规模增速主要来自大行拉动，受限于资本和负债端压力，三季度末股份行、城商行和农商行规模增速分别环比二季度降低0.5/0.4/0.5个百分点至4%/8.4%/5.4%，较上年末分别降低3/7.9/5.9个百分点；大行增速环比提升0.4pct至5.8%，较上年末降低2.2个百分点，主要是三季度在政策引导下加强了表内信贷的投放。另一方面，基于揽储压力不减、同时18年以来受持续强化信贷投放的影响，截至三季度末商业银行贷存比收录73.55%，同环比分别提升3.54pct/1.25pct，整体不断攀升，是2010年以来最高位。

图表19 18Q3 银行资产规模增速基本企稳



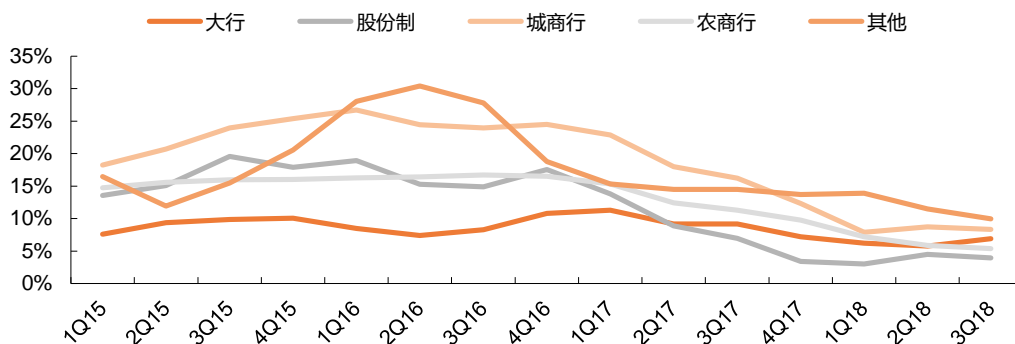
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表20 18Q3 银行负债规模增速降幅进一步趋缓



资料来源：银保监会、平安证券研究所

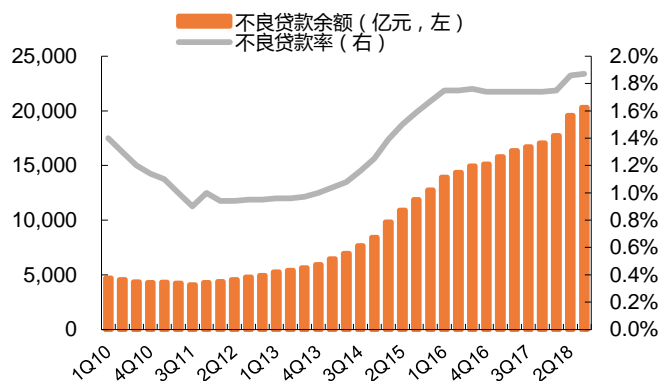
图表21 规模增速再分化，大行规模增速回升



资料来源：银保监会、平安证券研究所

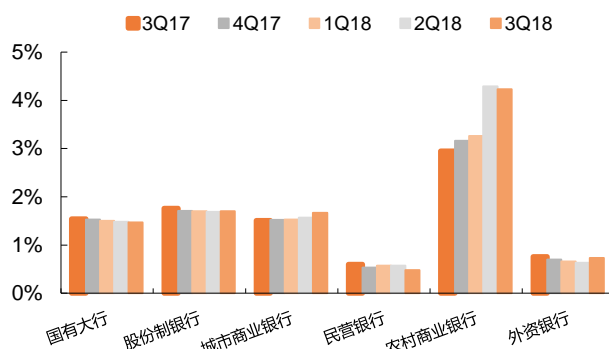
强化不良资产处置不良率企稳，计提力度不减拨覆率走高。据银保监会数据，截至18年三季度末商业银行不良率收录1.87%，较上年末提升13BP，但环比仅小幅微升1BP，整体呈现企稳迹象。先行指标方面，18年以来关注类贷款规模出现波动，但占比逐季下行至3.25%，总体较上年末降低0.24个百分点。全年拨备覆盖率略有波动但整体稳中有升，三季度末较上年同期和环比中期末分别提升0.3个和2个百分点至180.7%，同时拨贷比也同比提升0.25pct至3.38%。

图表22 行业不良率略有提升



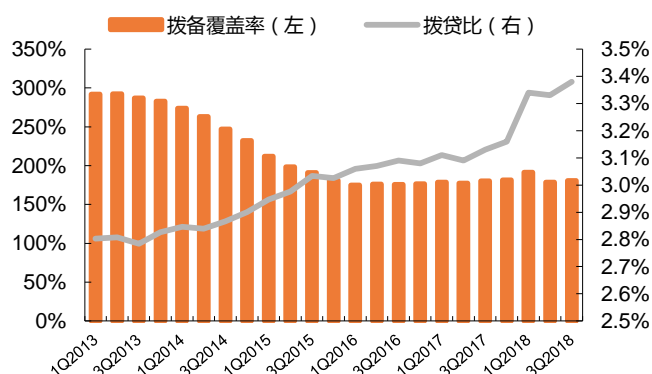
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表23 18Q3 各类银行不良率走势分化



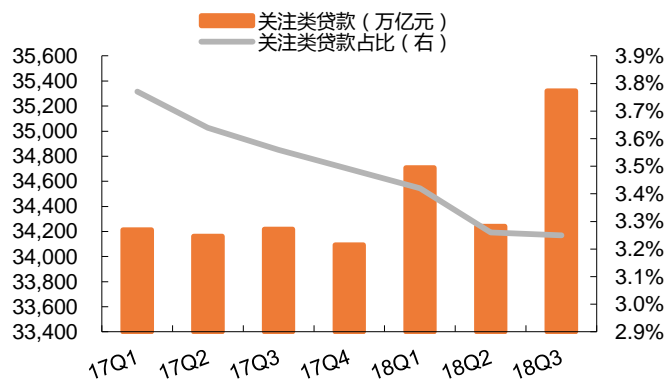
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表24 行业拨覆和拨贷比提升



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表25 关注类贷款规模有所回升但占比延续下行



资料来源：银保监会、平安证券研究所

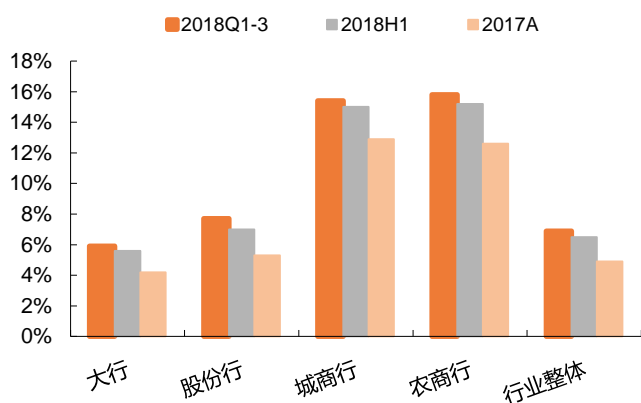
1.3 上市银行业绩：前三季度净利同比增 6.91%，营收和 PPOP 增速超过利润增速

➤ 2018年前三季度26家上市银行净利润同比增长为6.91%，增速较中期略有提升，营收和PPOP增速超过利润增速但增幅较中期略有收窄

回顾18年前三季度上市银行经营数据，18Q1-3整体实现归母净利润8359.24亿元，增速较18年上半年和17年全年增速分别提高了0.41pct、2pct；18Q1-3营收同比增7.89%，增速较18年上半年和17年全年增速分别提高了1.68pct、5.2pct；拨备前利润同比增9.49%，增速较18年上半年和17年全年增速分别提高了2.08pct、5.37pct。收入拆分来看，18Q1-3净利息收入贡献了6.88%的增速，较18年上半年和17年全年增速分别提升0.38pct、2.53pct，手续费净收入录得2.11%的增速，较18年上半年和17年全年增速分别提升1.05pct、2.19pct。

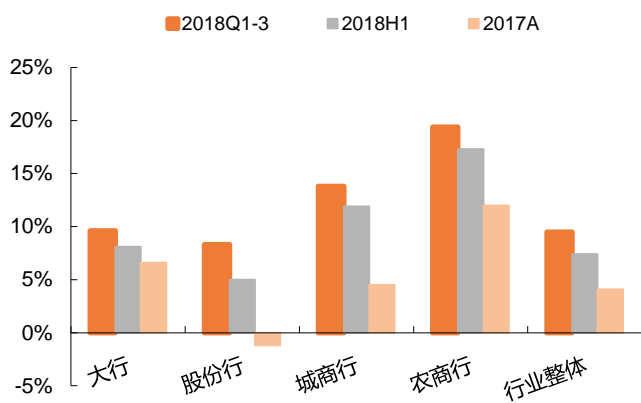
具体银行来看，18Q1-3归母净利润增速较快的是常熟银行(+25.3%)、上海银行(+22.5%)、宁波银行(+21.1%)，增幅居后的是工商银行(+5.1%)、浦发银行(+3.1%)、华夏银行(+2.0%)。不考虑拨备的影响，拨备前净利润增速较快的是江阴银行(+40.8%)、成都银行(+38.3%)、上海银行(+35.3%)、杭州银行(+31.1%)，只有江苏银行(-0.2%)出现负增。

图表26 净利润同比增速较 17 年大幅提升



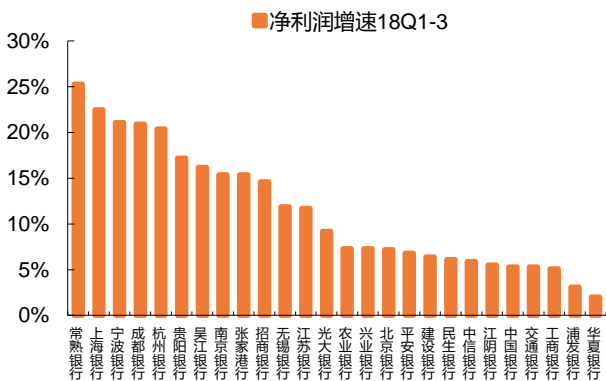
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表27 股份行拨备前利润同比增速改善明显



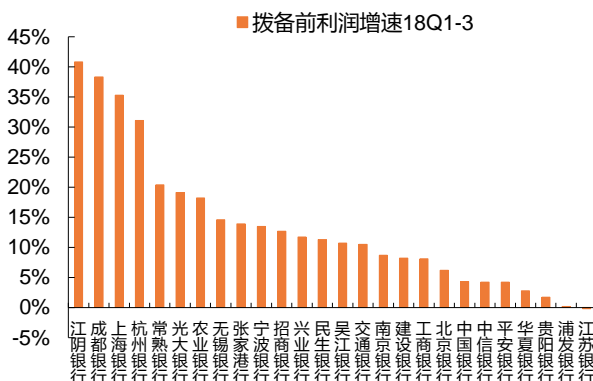
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表28 银行业 18 年前三季度净利润同比增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表29 江阴、成都和上海行拨备前净利润增速领先

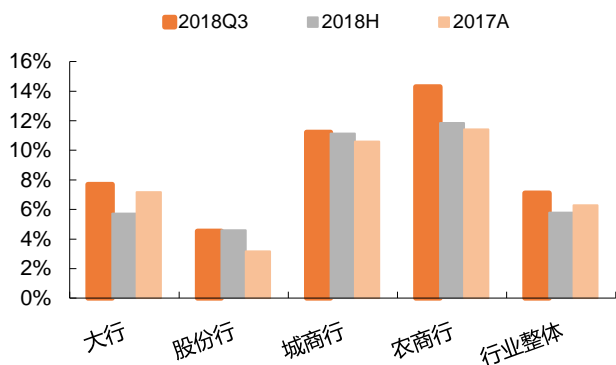


资料来源：公司公告、平安证券研究所

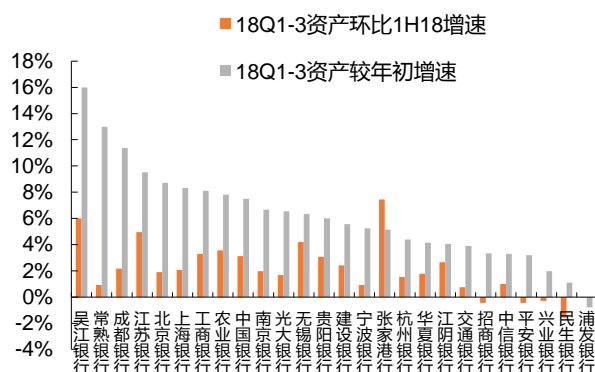
➤ 资产摆布倾向高收益信贷，资负两端存贷占比走高

上市银行三季期末资产规模较年初增长5.82%，增速较中期再提升2.1pct。各类别银行来看，大行、股份行、城商行和农商行分别较年初增长6.95%/2.52%/7.81%/8.91%。个股方面，三季末较年初缩表的银行为浦发银行（-0.78%），较年初规模增速居前的银行有吴江银行（+15.99%）、常熟银行（+13%）、成都银行（+11.38%）。

图表30 上市银行资产规模同比增速有所回升



图表31 前三季度浦发和张家港规模缩表

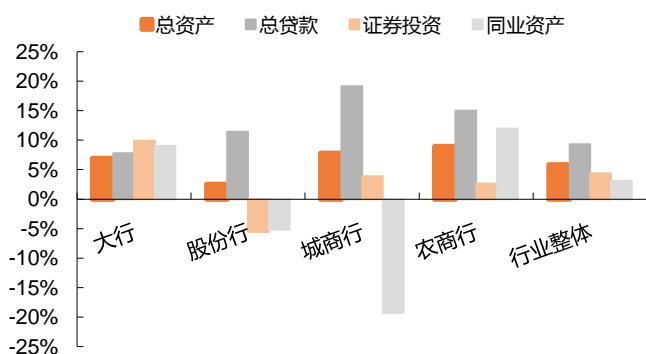


资料来源：公司公告、平安证券研究所

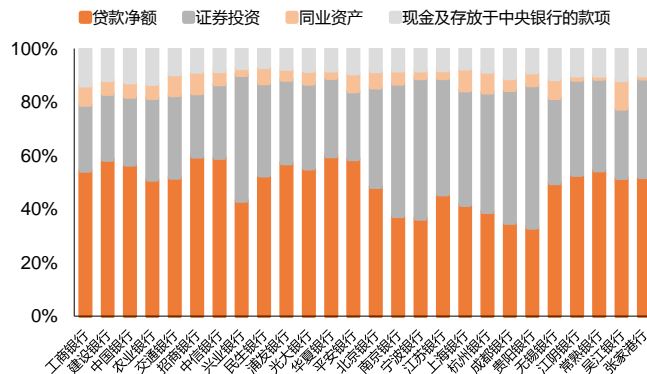
资料来源：公司公告、平安证券研究所

全年银行资产摆布明显向信贷倾斜。行业贷款总规模较年初扩增 9.33%，高于资产扩增速 3.51 个百分点，尤其是城商行信贷投放较年初大幅提升 19.14%，主要源于监管对城商行支持小微投放的边际引导。证券投资 and 同业资产规模较年初分别提升 4.37%、3.11%，其中大行两项增速均在 9% 左右，略快于信贷资产增速；股份行两项均缩减超 5%，主动调结构进行信贷投放；城商行在低利率环境下缩减同业资产投放达 19.3%，而农商行增配超 11%，同时城商行、农商行投资资产规模较年初分别增长 3.9%、2.6%。

图表32 前三季度新增资产主要在信贷投放



图表33 中期末行业贷款占生息资产的 54.1%



资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：均为较年初增速

资料来源：公司公告、平安证券研究所

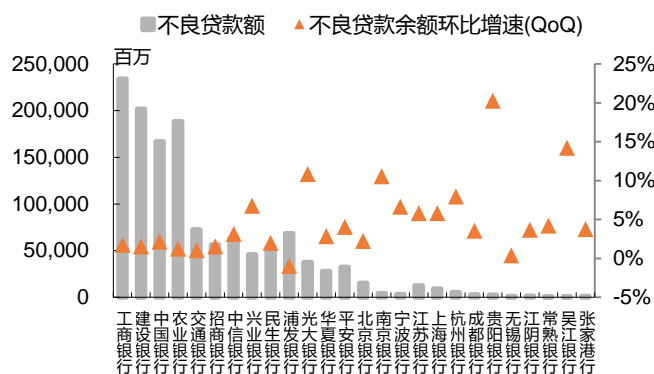
➤ 上市银行资产质量持续改善，拨覆盖率大幅提升

截至18年三季度末上市银行整体不良率仅1.54%，较中期末和年初分别改善了1BP和5BP。大行/股份行/城商和农商行不良率分别较上年末下降5BP/3BP/1BP/11BP至1.51%/1.69%/1.20%/1.50%。我们测算的一到三季度累计年化的不良生成率为0.68%，较上年同期压降0.66pct，同时，行业一至三

季度累计年化信贷成本率1.23%，较上年同期提升0.19pct。

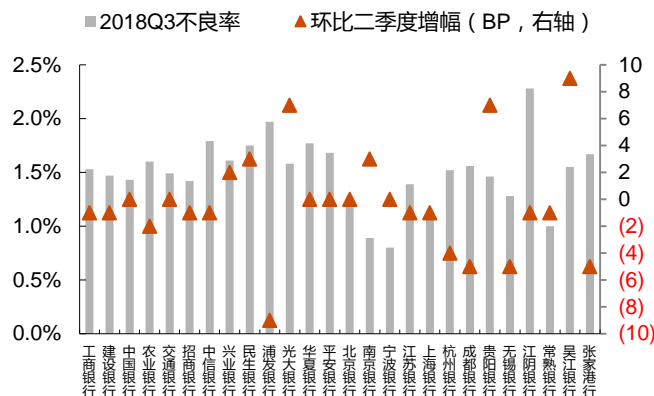
三季度末行业拨备覆盖率收录197.5%，较上年末增厚20.53pct。其中城商行依然保持较高拨备水平，拨备覆盖率提升7.03pct至279.1%。个股来看，宁波银行（502.67%）、南京银行（442.75%）、常熟银行（406.74%）居于行业前列。前三季度拨覆率增幅最大的是常熟银行（+80.81pct），降幅最大的是南京银行（-19.79pct）。

图表34 三季度末上市银行不良贷款余额及环比增速



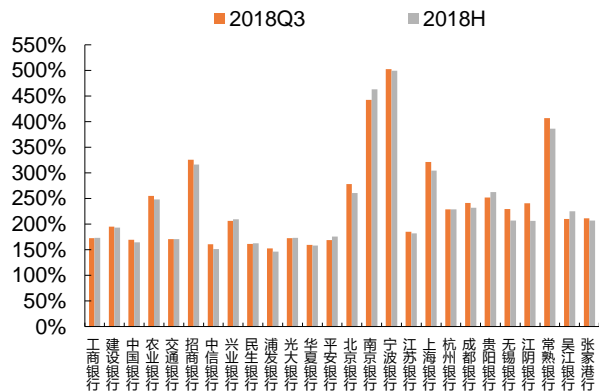
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表35 三季度末上市银行不良率下行



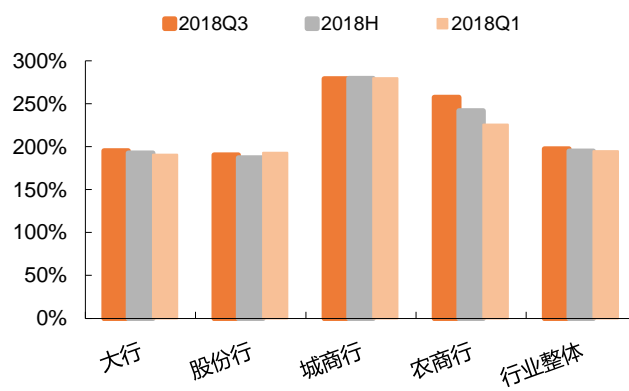
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表36 宁波行拨覆率领航全行业



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表37 行业拨备覆盖率逐季提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 货币政策和监管政策回顾：保持流动性宽松，引导金融机构支持实体

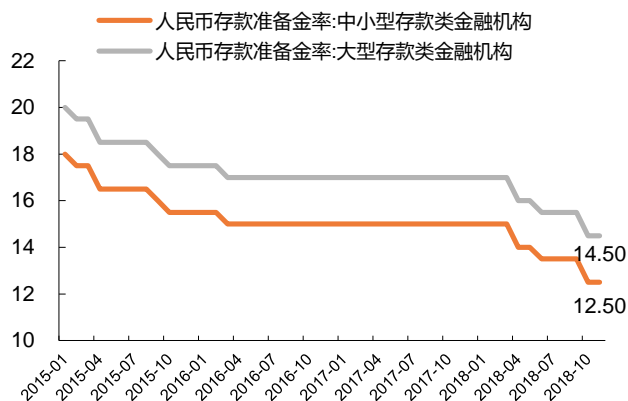
2.1 货币政策：多次定向降准，引导市场利率下行，保持流动性充裕

➢ 落地四次降准，定向为实体经济纾困

年初以来整体经济形势基本平稳，但三季度开始整体略有下行，央行一方面保持市场流动性的充裕，通过逆回购、MLF 等投放短期流动性，另一方面通过定向降准支持实体，结构上引导信贷资金流向小微、普惠等融资难的主体。具体来看：1) 年初至今共进行了四次降准，释放资金总计达 3.65 万亿元，资金去向大多用于支持实体经济、提升普惠金融服务水平。2) 两次增加再贷款和再贴现额度。

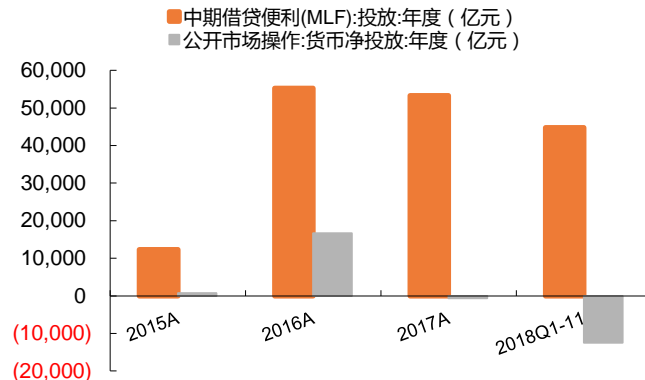
3) 中期借贷便利操作, 至今年 11 月末央行通过 MLF 已经净投放资金 4.48 万亿元 (较 17 年同期少投 3760 亿), 预计全年略高于 17 年水平。

图表38 存款准备金率



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表39 MLF 年度投放量



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表40 2018 年央行四次降准

时间	降准幅度	降准规模	降准用途
2018年1月25日	第一档: 上年普惠金融领域的贷款增量或贷款余额占比达到1.5%的金融机构, 存款准备金率可在基准档基础上下调0.5个百分点; 第二档: 上年普惠金融领域的贷款增量或贷款余额占比达到10%的金融机构, 存款准备金率可在基准档基础上下调1.5个百分点	4500亿元	支持金融机构发展普惠金融业务
2018年4月25日	下调1个百分点	13000亿元	降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利 (MLF)
2018年7月5日	下调0.5个百分点	7000亿元	进一步推进市场化法治化“债转股”, 加大对小微企业的支持力度
2018年10月15日	下调1个百分点, 当日到期的中期借贷便利 (MLF) 不再续做	12000亿元	进一步支持实体经济发展, 优化商业银行和金融市场的流动性结构, 降低融资成本, 引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型企业支持力度

资料来源: 人民银行、平安证券研究所

➤ 上半年利率政策集中上调延续金融降杠杆的基调, 下半年整体保持稳定

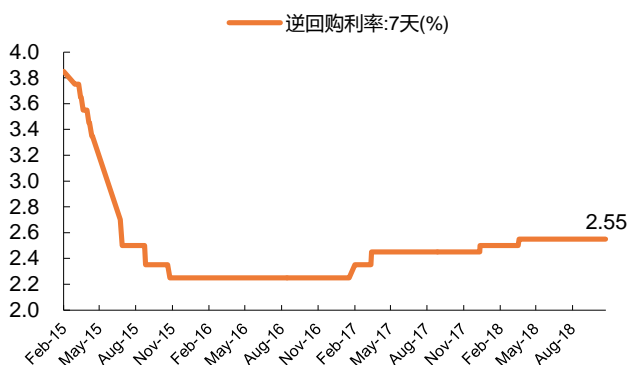
利率政策方面, 调整主要集中在上半年。年初 MLF 操作利率首次上调, 较上期提升 10BP, 应对美联储加息, 央行分别上调三次逆回购利率以及 MLF 操作利率, 7 天/14 天/28 天期逆回购利率分别达 2.55%/2.70%/2.85%, MLF 一年期利率达到 3.3%。

图表41 2018年央行五次利率调整

时间	政策内容
1月24日	MLF利率首次上调，较上次上升10BP
3月22日	央行上调7天逆回购利率5BP至2.55%
4月16日	央行上调14天逆回购利率5BP至2.70%
4月17日	央行上调一年期MLF利率5BP至3.3%
5月28日	央行上调28天逆回购利率5BP至2.85%

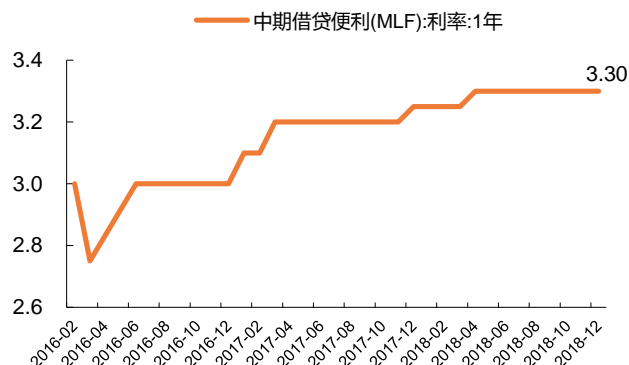
资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表42 7天期逆回购利率



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表43 1年期MLF利率



资料来源：Wind、平安证券研究所

2.2 监管政策：加强信贷引导，银行理财子公司监管文件落地

本年度以来，央行、银保监会及相关部门颁布了多项重要监管文件。大方向上围绕资产管理、引导信贷投向、全面系统风险监管三方面展开。资管新规层面，委外监管、资管新规、理财业务及理财子公司管理办法的接连落地，都表明监管对表外风险的防范态度，以及规范业务发展的政策导向。

➤ 加强对商业银行的信贷引导，鼓励支持实体经济

引导信贷投向层面：以疏通货币政策传导渠道为核心的一系列监管政策陆续出台，从年初的“两增两控”到郭主席提出的“一二五目标”，监管不断强化对实体经济和民营小微企业的呵护。央行也通过调整监管指标，例如降低MPA中宏观审慎资本充足率的结构性参数、增设小微金融服务专项指标等，进一步加强宏观审慎管理，在充分发挥MPA的逆周期调节作用的同时适当发挥其结构引导作用，鼓励金融机构加大对小微企业、民营企业等薄弱环节的支持力度。

图表44 监管引导信贷投放实体经济，支持小微、民营企业发展

重要监管文件、会议			
时间	发文机构	文件/会议	主要内容
2018/2/11	银监会	《中国银监会办公厅关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》	“两增两控” 目标：“两增”即单户授信总额1000万元以下（含）小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，有贷款余额的户数不低于上年同期水平；“两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本（包括利率和贷款相关的银行服务收费）水平。 银行业金融机构要回归服务实体经济的本源，坚守定位，深入推进三农和扶贫金融服务专业化体制机制建设，形成各具特色、相互补充的农村金融服务体系。设立普惠金融事业部、三农金融事业部的大中型银行和各农村中小金融机构要在确保涉农贷款余额持续增长的基础上，力争实现单户授信总额500万元以下普惠型农户经营性贷款和1000万元以下普惠型涉农小微企业贷款增速总体不低于各项贷款平均增速，扶贫小额信贷和精准产业扶贫贷款增速总体高于各项贷款平均增速。
2018/2/14	银监会	《中国银监会办公厅关于做好2018年银行业三农和扶贫金融服务工作的通知》	鼓励开发面向不同群体的信贷产品，加大对实体经济的支持力度。地方人民政府及有关部门要加强配合，依法履职。银行业监督管理机构等及时向社会公布典型案例，加大宣传教育力度，强化风险警示。
2018/4/18	银监会	《关于规范民间借贷行为 维护经济金融秩序有关事项的通知》	下一步要实行“两增两控”的考核。
2018/5/3	-	支持小微企业发展、提升普惠金融服务能力等情况吹风会	货币政策：一、增加支小支农再贷款和再贴现1500亿，下调支小再贷款利率0.5pct。二、支持银行发行 小微贷款资产支持证券 。三、将单户授信500万及以下的小微贷款 纳入MLF合格抵押品 。 财税政策：一、从2018年9月1日至2020年底，符合条件的小微企业和个体工商户贷款 利息收入免征增值税 单户授信额度上限由100万提高到500万。二、国家融资担保基金支持的融资担保公司支持小微企业融资的担保金额占比不低于80%，其中支持单户授信500万元及以下小微企业贷款及个体工商户、小微企业主经营性贷款的担保金额占比不低于50%， 适当降低担保费率和反担保要求 。 贷款考核：一、银行要努力实现单户授信1000万元及以下小微企业贷款同比增速高于各项贷款同比增速，贷款余额户数高于上年同期。二、禁止向小微企业贷款收取承诺费、资金管理费，严格限制收取财务顾问费、咨询费。三、改进信贷政策导向效果评估，提高金融机构支持小微企业精度。
2018/6/23	央行、银保监会等	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	深刻认识做好民营企业和小微企业融资服务意义；加快建立有效调动基层积极性的激励机制；积极推动降低小微企业融资成本；打通信息渠道；积极帮扶有发展前景的困难企业；积极对接有关部门和地区出台的普惠融资服务优惠政策。
2018/7/17	-	银保监会召开疏通货币政策传导机制做好民营企业和小微企业融资服务座谈会	引导银行保险机构加大资金投放力度，保障实体经济有效融资需求。推动机制创新，提高服务实体经济能力。健全激励机制，增强服务实体经济的意愿。
2018/8/11	宣传部	加强监管引领、打通货币政策传导机制，提高金融服务实体经济水平	进一步增强实体经济服务质效。把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合，引导银行保险机构以服务深化供给侧结构性改革为主线，进一步疏通货币政策传导机制，推动 定向降准资金支持债转股 尽快落地。把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务。优化对重点领域的银行和保险服务，对关系国计民生的在建项目加强资金保障，大力支持改善民生扩大消费，高度重视民营企业、民营经济金融服务，进一步优化对小微、“三农”、扶贫和基本民生保障等重点领域的银行服务。
2018/8/29	银保监会	银行保险监管工作电视电话会议	规定了农村普惠金融支付服务点的标识、环境、软硬件要求、安全要求、终端用户界面、交易凭证、报文格式等事项，给出了标识牌、业务公告、业务流程的样式，提供了终端用户界面、交易凭证、报文格式的规范指南。
2018/10/10	央行	《农村普惠金融服务点支付服务点技术规范》	设立 民营企业债券融资支持工具 ，积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，在加强风险识别和风险控制的基础上，运用 信用风险缓释工具 等多种手段，支持民营企业债券融资。充分发挥地方政府在改善营商环境、督导民营企业规范经营中的作用。
2018/10/22	央行	设立民营企业债券融资支持工具	支持商业银行发行 小微专项金融债 募集资金用于小微企业贷款，对小微企业贷款适用 优惠的风险资本权重和监管要求 。督促银行业金融机构合理确定民营和小微企业的贷款期限、还款方式，适当提高中长期的贷款比例。
2018/10/30	银保监会	支持发行小微专项金融债	央行在推动由符合规定的私募基金管理人、证券公司、商业银行金融资产投资公司等，发起设立 民营企业股权融资支持工具 ，由人民银行提供初始引导资金，带动金融机构、社会资本共同参与，按照市场化、法治化原则，为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。
2018/11/6	央行	推动发起设立民营企业股权融资支持工具	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%
2018/11/7	-	银保监会主席郭树清接受采访时提出“一二五”目标	

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

➤ 银行资管新规出台，理财子公司正式稿落地

今年4月以来，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《商业银行理财业务监督管理办法》等4份正式监管文件陆续落地，银行资管业务转型的配套监管架构基本搭建完成，各项整改工作也在循序渐进的展开。同时，银保监会在答记者问中透露，监管已着手制定理财子公司净资本和流动性管理等配套监管制度。未来各项监管指标的明确也将继续拼凑银行资管业务的监管版图，推动理财业务稳妥有序发展。

图表45 资管新规重塑银行理财格局

时间	发文机构	文件/会议	主要内容
4月27日	央行、银保监会等	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）	要求公募产品一般不得投资未上市企业股权；资管产品不得进行两层以上嵌套；禁止资金池、期限错配，要风险分离，控制杠杆；破除刚兑；过渡期延长至2020年底，过渡期内仍可以发行老产品对接存量资产。
7月20日	央行	《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》	过渡期内，对于封闭期在半年以上的定期开放式资产管理产品，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定期开放式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的1.5倍；银行的现金管理类资产，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。对于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。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。
9月28日	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	明确在银行间市场发行的资产支持证券（包括ABN）属于理财产品投资范围；在流动性风险管理、压力测试和信息披露等方面，进一步区分公募和私募理财产品要求；在私募理财产品销售方面，引入不少于24小时的投资冷静期要求。
12月2日	银保监会	《商业银行理财子公司管理办法》	进一步允许理财子公司发行的公募理财产品直接投资股票；规定理财子公司理财产品可以通过银行业金融机构代销或银保监会认可的其他机构代销；要求非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的35%；要求理财子公司按照理财产品管理费收入10%计提风险准备金，要求理财子公司与其股东和其他关联方之间建立有效的风险隔离机制。

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

➤ 加强全面风险管理，完善系统重要性金融机构的监管

风险监管层面，从上半年的商业银行大额风险暴露管理办法到近期刚刚出台的系统重要性金融机构管理，监管更加注重对风险的预防以及风险发生后的及时处置，无论从宏观还是从微观角度都对金融风险进行了防范和化解。

图表46 风险管理系列政策出台

时间	发文机构	文件/会议	主要内容
2月27日	央行	规范银行业金融机构发行资本补充债券的行为	规定了银行业金融机构发行资本补充债券应满足的条件；触发事件发生时，资本补充债券可以减记或转股。到2018年底，商业银行核心一级资本充足率不得低于5%，一级资本充足率不得低于6%，资本充足率不得低于8%。
3月7日	银监会	《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》	拨备覆盖率监管要求由150%调整为120%~150%，贷款拨备率监管要求由2.5%调整为1.5%~2.5%。对下调贷款损失准备监管要求且实际拨备覆盖率低于150%或贷款拨备率低于2.5%的商业银行，当年处置的不良贷款总额同比不得减少。
4月27日	央行、银保监会、证监会	《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》	对金融机构的不同类型股东实施差异化监管：对一般性财务投资，不作过多限制；对于主要股东特别是控股股东，从正面清单和负面清单明确具体条件，加强金融机构股权质押、转让和拍卖管理。
5月4日	银保监会	《商业银行大额风险暴露管理办法》	明确了商业银行对非同业单一客户的贷款余额不得超过资本净额的10%，对非同业单一客户的风暴暴露不得超过一级资本净额的15%，对一组非同业关联客户的风暴暴露不得超过一级资本净额的20%，对同业单一客户或集团客户的风暴暴露不得超过一级资本净额的25%。
5月11日	央行	第一季度货币政策执行报告	2019Q1起将资产规模5000亿元以下金融机构发行的同业存单纳入MPA考核。
5月25日	银保监会	《商业银行流动性风险管理办法》	一、新引入三个量化指标。其中，净稳定资金比例适用于资产规模在2000亿元（含）以上的商业银行，优质流动性资产充足率适用于资产规模小于2000亿元的商业银行，流动性匹配率适用于全部商业银行。二、进一步完善流动性风险监测体系。将存贷比由监管指标调整为监测指标。三、细化了流动性风险管理相关要求。
5月30日	银保监会	《商业银行银行账簿利率风险管理指引（修订）》	一、细化风险管理要求，规范风险治理架构和管理政策流程；二、规范风险计量，明确规定利率冲击情景和压力情景的选取要求和要素；三、强化监督检查，明确监管机构对商业银行的风险状况定期评估要求及相应监管措施，提高非现场监管报表报送频度。
6月1日	银保监会	《银行业金融机构联合授信管理办法（试行）》	对在3家以上银行业金融机构有融资余额，且融资余额合计在50亿元以上的企业，银行业金融机构应建立联合授信机制。
6月8日	央行、银保监会	《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》	调整存款偏离度定量考核方法：将季末月份与非季末月份采用相同的指标计算标准。将监管指标值由原来的3%调整至4%。
10月10日	央行、银保监会、证监会	《互联网金融从业机构反洗钱和反恐怖融资管理办法（试行）》	要求建立健全反洗钱和反恐怖融资内部控制机制、有效进行客户身份识别、提交大额和可疑交易报告、开展涉恐名单监控、保存客户身份资料和交易记录。
11月27日	央行、银保监会、证监会	《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》	主要通过两条途径完善系统重要性金融机构监管：一方面，制定特别监管要求，降低发生重大风险的可能性。另一方面，建立特别处置机制，确保其在发生重大风险时，能够得到有效处置，防范“大而不能倒”风险。

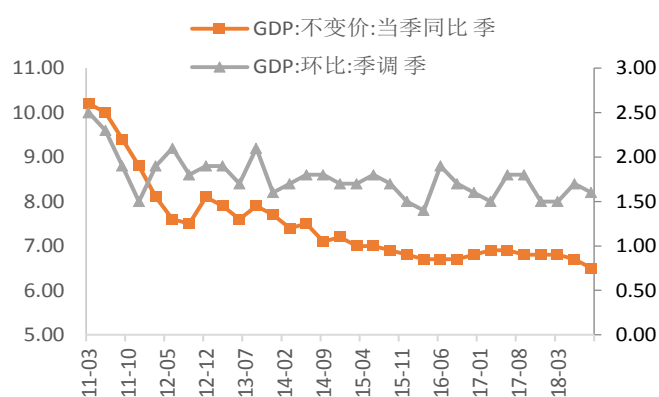
资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

三、2019年行业经营环境分析：经济下行压力不减，监管加强引导银行服务实体

3.1 宏观经济：经济增长温和下行，供需两端均存压力

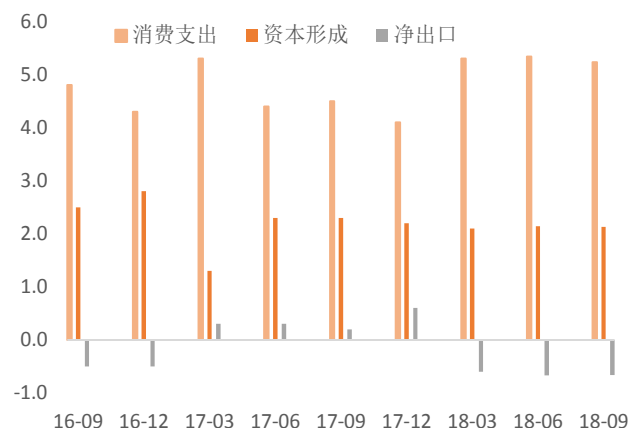
2018年一、二、第三季度的GDP增速分别为6.8%、6.7%、6.5%，三季度GDP增速回落的降幅有所加大。前三季度GDP累计增速6.7%，较17年全年的6.9%下滑0.2个百分点。根据平安宏观团队预测，19年GDP增速可能会降至6.3%，较18年温和下行，四个季度GDP增速走势预计呈稳步下行特征。明年经济仍存在下行压力，主要源于投资、外贸、消费均一定程度承压：一方面当前企业整体融资环境没有明显改善、企业盈利状况继续转弱会对后续投资带来制约，房企后续拿地会更冷静之下土地购置费增速预计会大幅下降给房地产投资造成压力，虽然政府频繁表示支持基建，但地方政府风险防控等基调不改、财政资金的高比例撬动作用难以发挥原来效力的背景下，基建投资增速预计仍将保持弱势，明显回升难度较大。另一方面，外贸红利的逐步消退和中美贸易战的负面影响可能会进一步显现。再者，经济增速下行也会对居民消费带来负面影响。综合来看，投资、净出口和消费对经济的贡献都可能减弱。

图表47 GDP增速走势



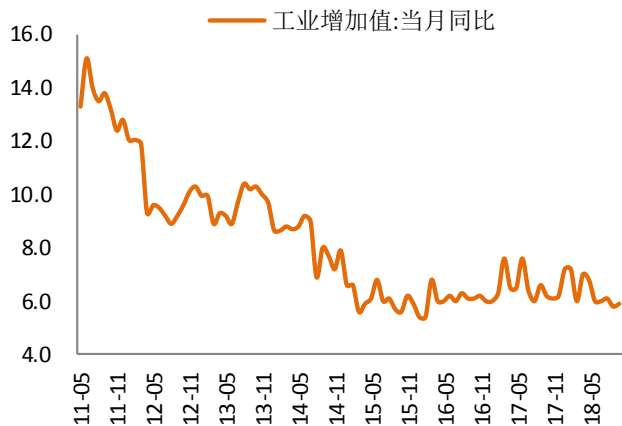
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表48 三大需求对GDP累计增速的拉动(%)



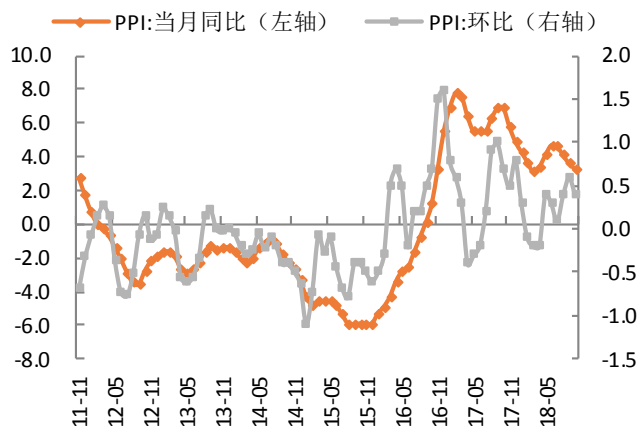
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表49 工业增加值增速



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表50 PPI走势



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表51 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2017	2018Q3	2018-10	2018E	2019Q1	2019E
经济增长						
GDP 同比 (%)	6.9	6.5	-	6.6	6.5	6.3
工业增加值同比 (%)	6.6	6.4	5.9	6.3	5.9	5.5
固定资产投资累计同比 (%)	7.2	5.4	5.7	5.5	5.0	3.0
名义消费同比 (%)	10.2	9.0	8.6	9.1	8.9	8.0
出口同比 (%)	7.9	11.6	15.6	11.0	10.0	8.0
进口同比 (%)	15.9	20.7	21.4	19.0	16.0	13.0
贸易盈余 (亿美元)	4225	876	340	3182	194	2340
通货膨胀						
CPI 同比 (%)	1.6	2.3	2.5	2.2	2.2	2.5
PPI 同比 (%)	6.3	4.1	3.3	3.7	2.3	1.8
货币信贷						
M2 同比 (%)	9.6	8.3	8.0	8.3	8.2	8.0
1 年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	17.0	17.0	15.0	15.0	15.0	13.0
人民币兑美元汇率中间价	6.53	6.88	6.96	6.95	6.97	6.97

资料来源: Wind, 平安证券研究所宏观团队

3.2 货币政策：“锁短放长”维持流动性合理充裕，发挥货币政策结构优化作用

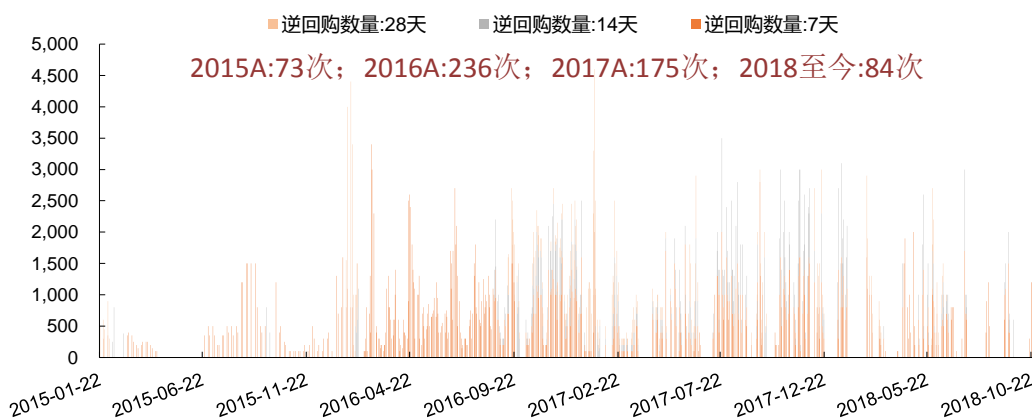
货币政策来看，一方面 2018 年央行通过逆回购按日操作调节短端流动性，同时通过 MLF 和 PSL 投放中长期流动性，结合扩大再贷款担保品范围等多项措施并举，以期维持资金面合理充裕，目前 MLF 余额已攀升至高位。尤其是 2018 年中期以来，出于稳经济考量，货币政策操作力度明显加强，年初以来截至 11 月央行已实施四次降准、两次增加再贷款和再贴现额度。

另一方面，流动性投放呈现“锁短放长”的趋势，18 年截至 11 月末共 84 天进行了逆回购操作，较 16、17 年有大幅缩减，10 月份以来，由于前期降准投放流动性以及资金到期压力小，央行公开市场操作频次明显降低。11 月当月，目前仅有一次中期借贷便利 (MLF) 操作，逆回购操作次数则保持为零。可以说今年以来数量工具的使用经历了 OMO→MLF→降准的期限由短向长推动路径，“锁短放长”特征从 2017 年的逆回购期限调整向全口径流动性投放期限调整转变。央行流动性管理主动性强化，而不断创新公开市场操作工具也使得流动性管理更加精准灵活，长期流动性的投放有助于压降资金利率。

在宏观政策层面，平安宏观团队预测，明年很可能会进一步降准。主要源于：18 年货币政策宽松的同时，广义流动性却并没有明显的缓和迹象，体现出明显“宽货币、紧信用”特征。受到非标持续收缩的拖累，社融增速走弱，社融口径下的新增贷款较去年有所增长也没能扭转社融增速的下行趋势。因此为对冲经济下行压力，除了积极的财政政策之外，相对宽松的货币政策也同样必要，同时当前我国庞大宏观债务之下的付息压力也需要低利率的宏观环境来进行些许的释缓。由此，团队认为明年很可能会进一步降准，OMO、MLF、SLF 等公开市场操作利率也可能会有小幅下调。

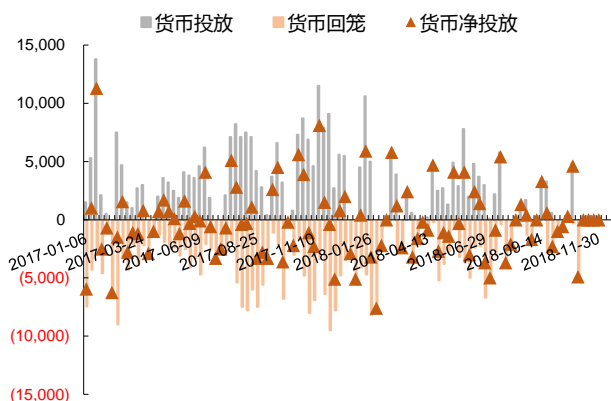
另外，如果明年经济下行压力加大，同时考虑到在监管持续加强解决融资难融资贵问题下以及目前利率传导机制存在的一定问题，我们认为明年降息也存在操作的可能。

图表52 逆回购操作自 10 月 25 日以来暂停 (单位: 亿元)



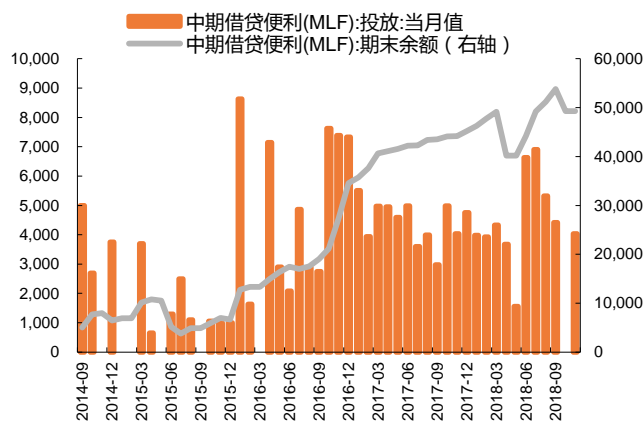
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表53 公开市场操作 (单位: 亿元)



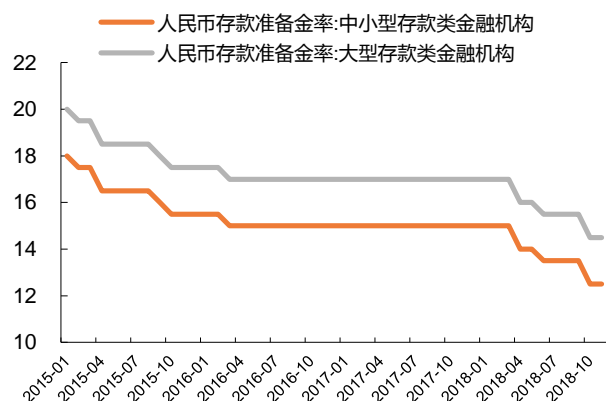
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表54 MLF 存量上行至高位 (单位: 亿元)



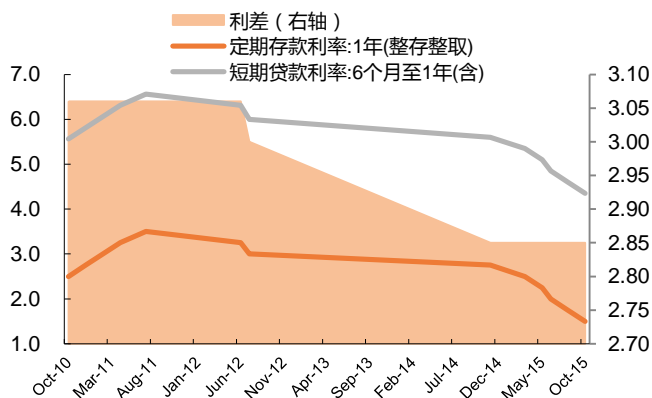
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表55 存款准备金率 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表56 基准贷款和存款利差缩窄 (%)



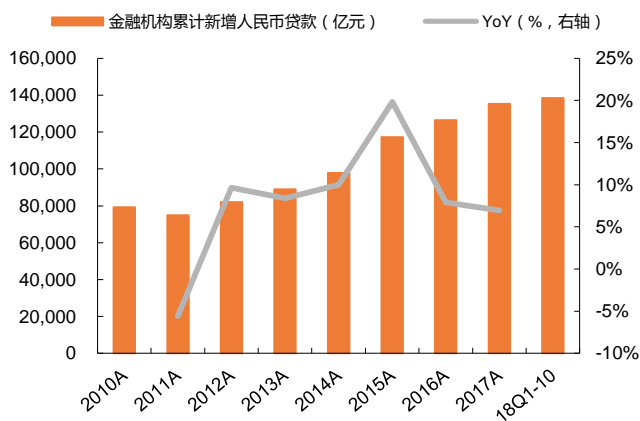
资料来源: Wind、平安证券研究所

3.3 监管政策: 加强银行“引水渠”功能, 深化利率市场化改革

- 加强对银行的引导和干预, 发挥好引水渠作用

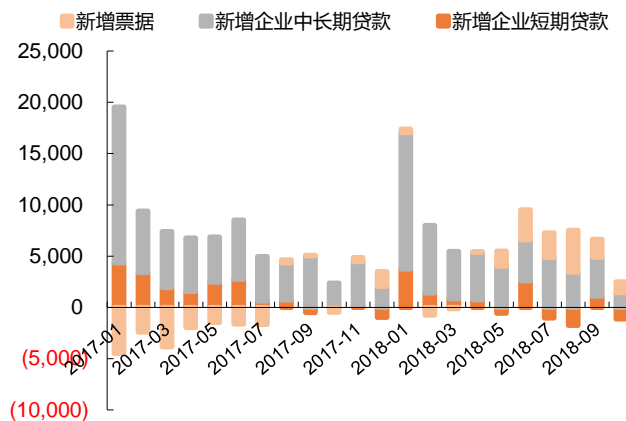
虽然今年以来流动性投放增大，但货币政策效果传导受阻，宽货币到宽信用的传导仍未看到明显成效，随着经济下行压力的不断加大，大量小微、民营企业依然面临融资难和融资贵的问题。首先，银行金融机构存在较强避险情绪，强信贷支持下增量资金集中投放到了低风险高流动性的票据，对公一般贷款的新增情况并不乐观；再者，在经济整体动能较弱下企业一方面盈利难以持续回升，另一方面有效融资需求确实不强。

图表57 人民币贷款同比多增



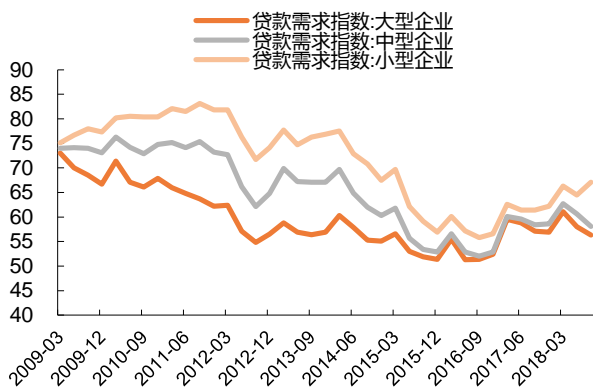
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表58 4月以来金融机构新增贷款多以票据形式投放



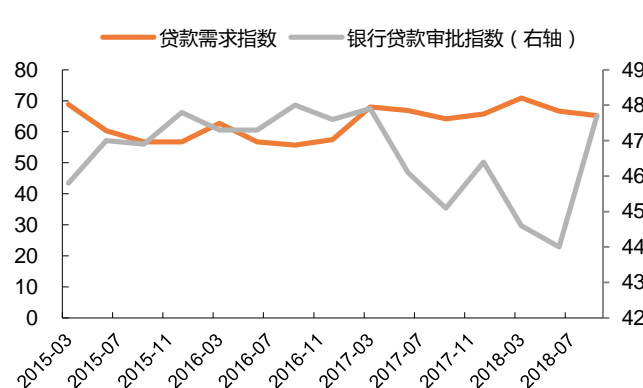
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表59 企业贷款需求指数处于低位



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表60 融资需求明显回落, 信贷审批指数陡峭上行



资料来源: Wind、平安证券研究所

监管加强推进落地, 未来银行的引水渠功能将有提升。三季度货币政策执行报告中明确提出: 要加强疏通货币政策传导机制, 督促指导金融机构优化内部资源配置, 引导更多资金投向小微企业。提升金融机构发放小微贷款积极性。鼓励大型银行更好发挥“头雁”作用, 指导地方机构提升服务水平, 推动实现小微企业金融服务扩投入降成本目标。后续一系列政策出台, 各地也积极响应监管要求出台多项支持民营和小微等政策文件, 未来实体经济融资环境将得到改善。

图表61 地方出台实体经济支持政策

地方支持政策			
时间	发文机构	文件/会议	主要内容
2018/8/14	重庆市政府	《银行业支持实体经济发展的意见》	提出从加大银行信贷供给、提升企业融资能力及落实配套保障等方面，引导银行业支持实体经济发展。在银行信贷供给方面，重庆将对100户重点工业企业和100户成长型工业企业等予以重点支持；通过债权人委员会稳定信贷支持；合理配置贷款期限，提高资金匹配性、稳定性；创新物流金融模式，支持贸易全流程融资；运用金融科技手段提升信贷服务效能。
2018/8/23	北京银监局 合央行营业管 理部	召开银行业服务实体经济座谈会	提出着力加强重点领域和薄弱环节信贷支持力度，主动对接国家重大战略实施，强化小微、“三农”、民营企业等领域的金融服务，继续加强科技金融和文化金融发展力度；充分运用资产证券化、信贷资产转让等方式盘活存量资产，提高资金使用效率，深入实施差异化信贷政策等。
2018/8/26	苏州	《关于加快培育和发展住房租赁市场的意见》	鼓励金融机构探索支持符合条件的住房租赁企业发行债券，不动产证券化产品。同时，完善对住房租赁企业的信贷支持，鼓励商业银行和资本市场对住房租赁企业或经营住房租赁业务的企业通过IPO、债券及不动产证券化产品等方式融资，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
2018/11/2	北京银保监局	《关于进一步深化北京民营和小微企业金融服务的实施意见》	将设立70亿元的再贴现额度专项支持小微和民营企业；将积极推动“民企债券融资支持工具”在京落地；将设立市融资担保基金，构建政策性融资担保体系，鼓励担保机构和再担保机构积极开展小微企业融资担保业务。
2018/11/12	央行天津分行	《关于进一步深化民营和小微企业金融服务的实施意见》	安排不少于50亿再贷款资金，专项用于支持地方金融机构增加对民营企业 and 普惠口径小微企业信贷投放。对地方法人金融机构以自有资金增加的民营和小微企业贷款，采用“先贷后借”模式并按照1:1比例予以再贷款支持；安排不少于50亿元的再贴现资金，专项用于支持商业银行对民营和小微企业的票据融资。将民企票据再贴现单张票面金额要求由500万元及以下上调至3000万元及以下。安排不少于100亿元的常备借贷便利，专项用于对支持民营和小微企业的机构提供流动性支持；MPA中增设小微企业金融服务专项指标，得分权重40%，引导定向降准净释放资金用于支持小微企业发展。
2018/11/16	广东银保监局	《关于进一步做好民营企业金融服务的通知》	同等条件下民营企业信用贷款准入标准不高于其他企业，信贷审批效率不低于平均水平，适当提高民营企业信用贷款、中长期贷款比例。

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

➤ 利率市场化改革逐步深化，加强利率传导机制建设

近年来，我国的利率市场化改革在稳步推进，存贷款利率已基本放开，基准利率体系正在完善，价格型调控机制建设也在不断推进。一季度货币政策执行报告里监管部门首次提出推动利率“两轨”逐步合“一轨”，之后又强调要发挥好市场利率定价自律机制的引导作用，采取有效方式激励约束利率定价行为，不断健全市场化的利率形成机制。

央行的三季度货币政策执行报告中指出要：

1) 继续深入推进利率市场化改革。进一步推动同业存单和**大额存单有序发展，逐步扩大金融机构负债产品市场化定价范围**。目前同业存单发行主体机构个数由1712家扩大至2051家，大额存单发行主体机构个数由543家扩大至1197家。

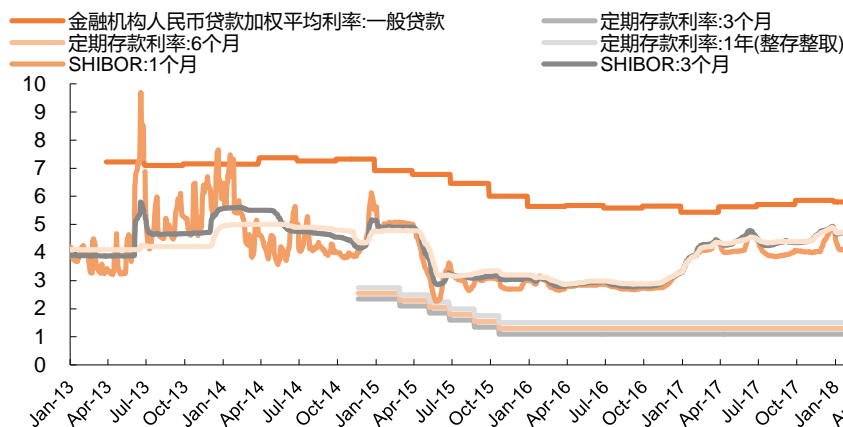
2) 不断健全市场利率定价自律机制，充分发挥自律机制维护市场竞争秩序的作用,引导金融机构自主合理定价，**完善市场化的利率形成、调控和传导机制，推动利率逐步“两轨合一轨”**。

我们认为19年利率市场化深化改革存在较大的市场需求：

一方面受限于两轨制传导机制不畅，18年市场利率较低，但向存贷利率的传导有限，阻碍了实体融资成本的下行，主要是目前存贷利率的定价锚定基准利率。18年货币政策明显宽松，尤其是下半年以来，货币市场基准性的7天期回购利率DR007中枢下移，运行区间大体在2.50%至2.75%，资金利率波动平稳，形成合意的“合理充裕”的流动性环境，1个月Shibor由7月初的4%左右降至约2.7%。但商业银行的一般贷款利率延续提升，虽然有信贷结构的影响，但整体传导不明显。

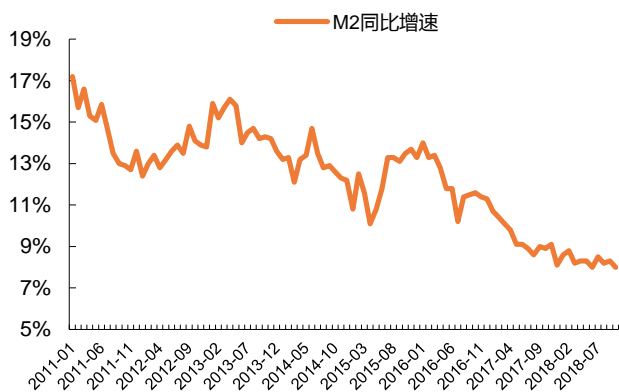
另一方面商业银行高信贷扩张与存款荒的矛盾抬升贷款定价，经济下行下M2、存款增速均会明显放缓，商业银行以存款为主要负债来源的模式存款端成本难下，贷款利率又取决于存款成本，融资成本也就难以下降。

图表62 贷款利率、存款利率、Shibor (%)



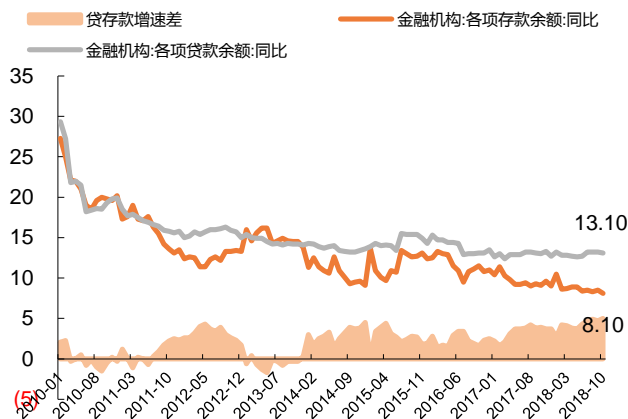
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表63 M2 增速明显放缓



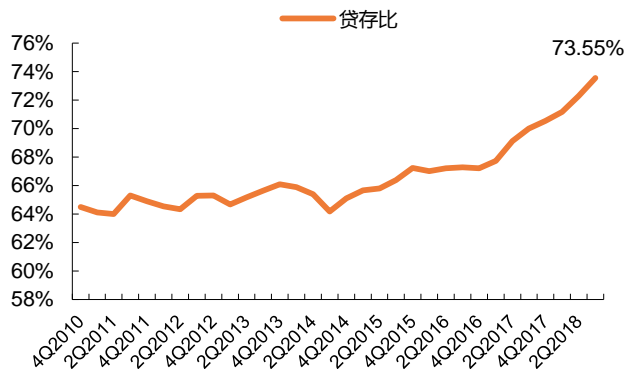
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表64 贷存款增速差走阔 (单位: %)



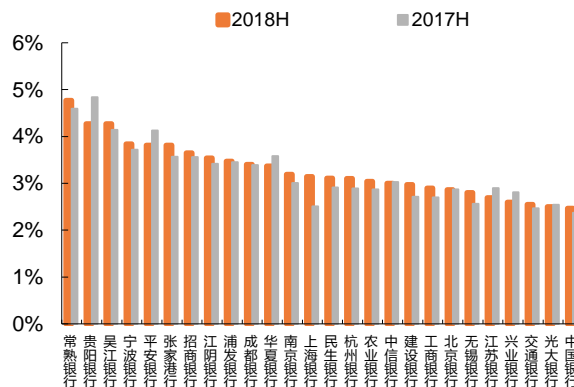
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表65 商业银行贷存比居高



资料来源: 银保监会、平安证券研究所

图表66 部分上市银行的存贷利差整体略有上行



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

四、2019 年行业经营情况分析 & 盈利预测：基本面承压，业绩增速回落

4.1 受资产端定价下行影响息差止升回落

根据银保监会数据，三季度商业银行净息差 2.15%，环比分别提升 8BP/3BP，行业息差延续修复，但回升的幅度有所放缓。我们预计银行业 2019 年净息差止升回落。

4.1.1 资产端贷款承压：宽信贷的环境、监管加强解决融资贵的影响

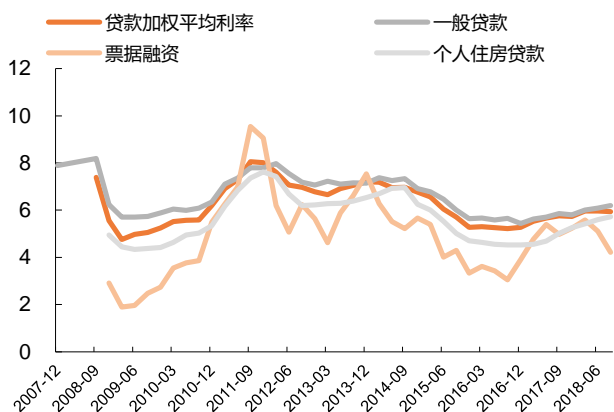
经济下行有效需求不足叠加宽信贷的环境下，结构上供大于需引发价格竞争

我们可以看到，三季度以来经济的融资需求有明显回落但商业银行的信贷审批指数却陡峭上行，反映监管加强信贷投放下存在结构上的供大于需。

从银保监会和央行的三季度部分数据来看也反映了这一情况：9 月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.94%，比 6 月下降 0.03 个百分点。另一方面，三季度执行上浮利率的贷款占比较 6 月延续回落。其中一般贷款中执行上浮利率的贷款占比 73.76%，较中期末下降 1.48 个百分点；执行下浮利率的贷款占比提升 2.67pct 至 12.6%。

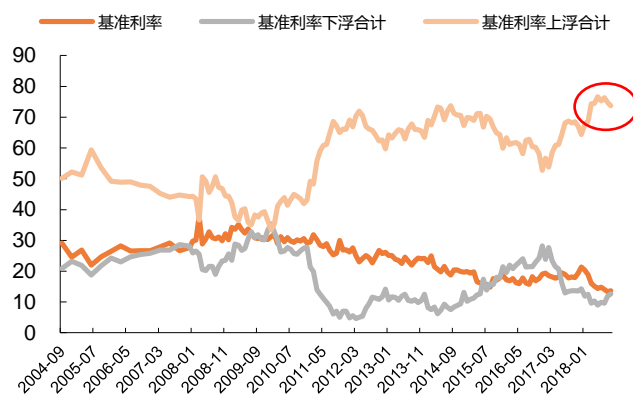
展望明年我们认为宽信贷延续的环境下资产端的定价很难提升，风险溢价能力下降。

图表67 三季度票融带动整体社会融资成本（贷款加权平均利率）季度环比略有下降



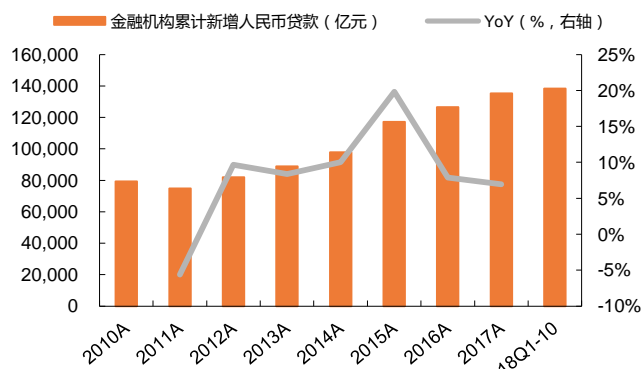
资料来源：Wind、央行货币政策执行报告、平安证券研究所

图表68 三季度执行上浮、基准利率的贷款占比高位回落



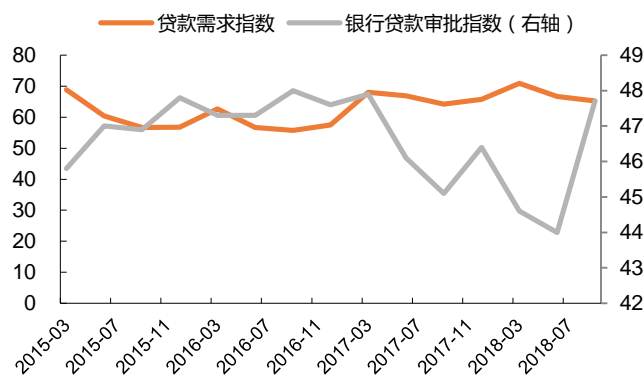
资料来源：Wind、央行货币政策执行报告、平安证券研究所

图表69 人民币贷款同比多增



资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表70 融资需求明显回落，信贷审批指数陡峭上行



资料来源：Wind、平安证券研究所

➤ 监管加强解决融资贵的政策影响

另一方面，政策引导信贷投向小微和民营企业，而中小微企业自身存在资本少、抵押物不足、负债能力低，财务体系不完善、真实信用评估困难等问题，同时由于企业规模小、信息不对称带来的交易成本过高和风险规避成本过高的问题未解决，所以银行市场化定价需要获得一定的风险溢价。但是为解决小微企业融资难融资贵的问题，监管对银行放贷定价进行管制，比如在 8 月 18 日银保监会发布的《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》中提出：“大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。”再到 11 月 9 日，国务院常务会议要求力争主要商业银行四季度金融机构新发放的小微企业平均贷款利率比一季度降低 1 个百分点，再次明确了政策层面呵护民企融资环境的态度。

图表 71 监管加强解决融资贵问题

时间	发文机构	文件/会议	主要内容
3月19日	银保监会	《中国银保监会办公厅关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》	“两控”即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本，突出对小微企业贷款量质并重、可持续发展的监管导向。
7月17日		银保监会就加大民营企业和小微企业融资服务力度情况进行调研督导并召开座谈会	大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。
8月18日	银保监会	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	“大中型银行要充分发挥“头雁”效应，加大信贷投放力度，合理确定普惠型小微贷款价格，带动银行业金融机构小微企业实际贷款利率明显下降。
11月9日		国务院常务会议	力争主要商业银行四季度金融机构新发放的小微企业平均贷款利率比一季度降低1个百分点

资料来源：人民银行、银保监会、平安证券研究所

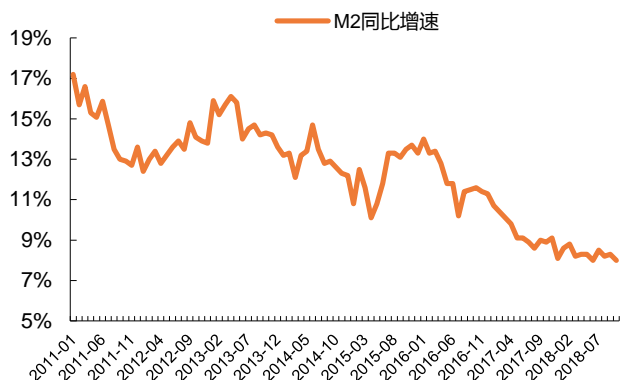
■ 4.1.2 流动性宽裕下负债端成本基本稳定

18 年以来 M2、存款增速持续下行，新增存款中对公存款基本零增长，商业银行的新增存款中更多的来源于结构性存款、大额存单等市场化定价的存款产品，今年以来结构性存款增速保持在 40%以上，占比持续提升。

目前行业存款竞争加剧主要源于以下几方面：1) 利率市场化推进下，以货币基金、理财为主的金融产品对存款的分流不可避免；2) 宏观经济下探下，M2 增速下行给行业存款带来总量减少的压力。近年来 M2 增速持续下行至 8%左右，货币派生的减缓客观上造成了存款增速的下降。3) 信贷投放加强也导致对存款的需求进一步提升，加剧之间的揽储竞争。

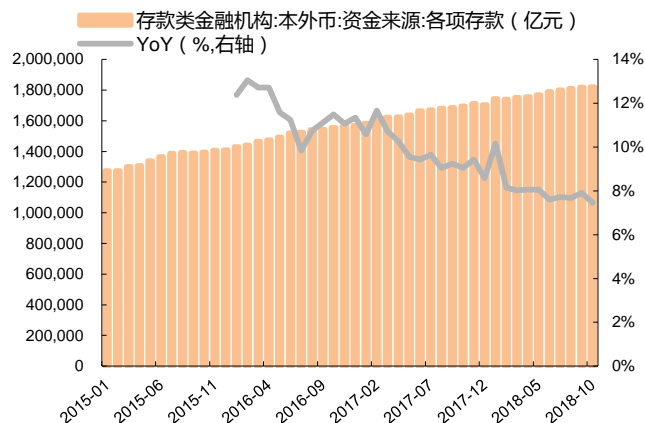
19 年我们认为存款竞争的这些趋势还会延续，但另一方面市场流动性的宽裕也会压制存款整体成本的提升，整体我们认为核心负债的成本会基本保持稳定。

图表72 M2 增速持续下行



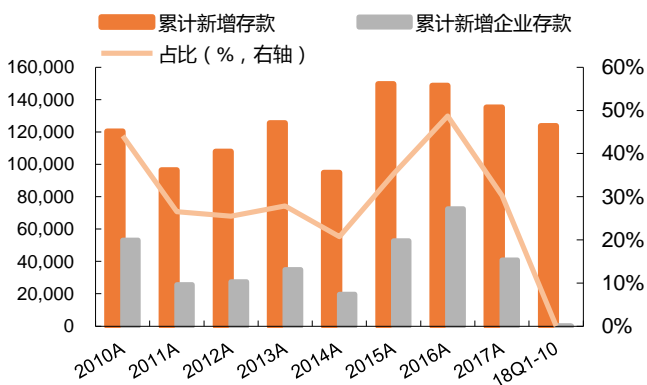
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表73 存款增速持续下行



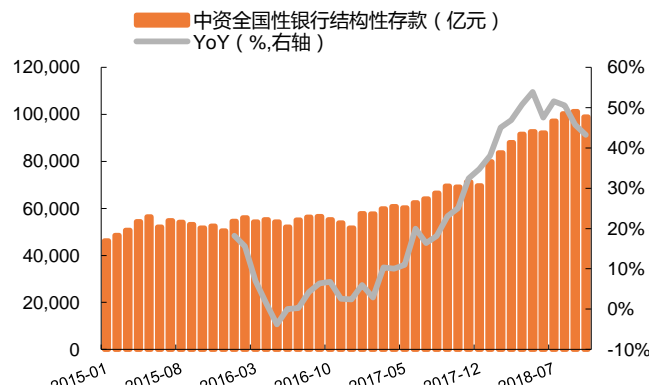
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表74 18Q1-10 累计新增存款中企业存款表现较弱



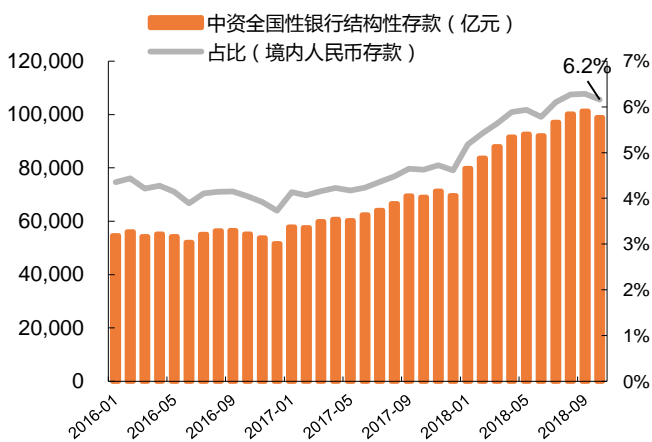
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表75 结构性存款增速保持 40%以上高位



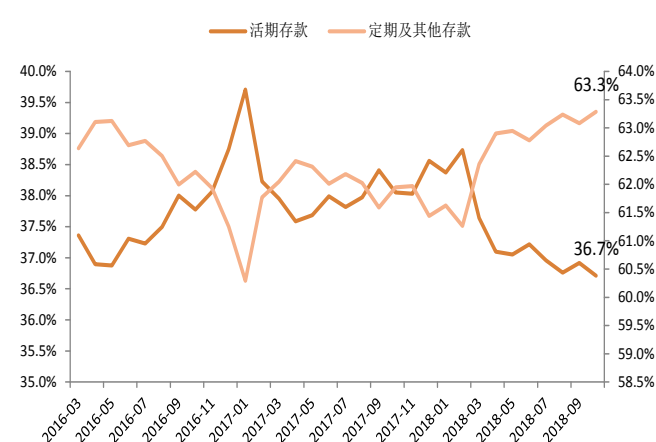
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表76 新增存款中结构性存款占比提升



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表77 存款期限结构呈现长期化趋势



资料来源: Wind、平安证券研究所

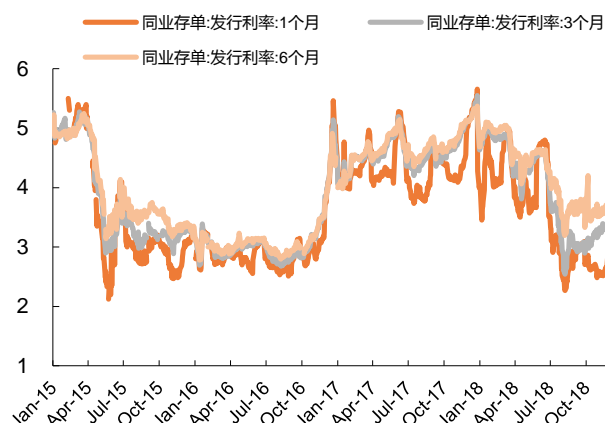
图表78 2018 各大银行个人大额存单利率表一览

银行	起点金额	年化利率(%)										备注
		1个月	3个月	6个月	9个月	1年	18个月	2年	3年	5年		
光大银行	20	1.53			2.09		2.93		4.015			到期一次还本付息
	100	1.585			2.165		3.035		4.07			按月付息
	20					2.13		3.045	3.905			到期还本
上海银行	100					2.175		3.15	3.988			
	20		1.672	1.976		2.28		3.192	4			
	50								4.18			
浦发银行	20		1.55	1.84		2.13	2.55	2.95	3.85			到期付息
	20								3.75			
	30								3.85			
	50								3.905			按月付息
	100								3.99			
招商银行	20	1.55	1.55	1.82		2.1		2.95	3.85	3.85		
	50	1.6	1.6	1.89		2.18		3.05	3.99	3.99		
	100	1.65							4.13			
江苏银行	20					2.28			4.18			
宁波银行	20			1.885		2.175	2.715	3.255	4.2625			
富邦华一银行	20	1.595	1.595	1.885	2.03	2.175	2.61	3.045	2.175	2.175		
浙商银行	20					2.13		2.98	3.9	3.9		
渤海银行	20	1.672	1.672	1.976	2.052	2.28	2.736	3.192	4.18			
北京银行	20		1.56	1.84		2.13		2.98	3.9			
浙江稠州商业银行	20					2.17		3	3.9875	3.9875		
南京银行	20								3.905	3.905		按月付息
	20	1.65	1.672	1.976	1.976	2.28	3.15	3.192	4.18	4.18		到期一次还本付息

注：所有数据仅供参考，具体以各银行官方网站公告为准

资料来源：银行信息港、平安证券研究所

图表79 同业存单利率先降后升整体维持较低水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

4.2 降杠杆以及资本金约束下生息资产增速仍在低位，宽信贷结构依旧

我们认为 2019 年行业整体的规模增速将较 2018 年基本持平，主要有以下几个方面：

- 1) 经济延续回落，需求较弱同时风险偏好仍较低；
- 2) 受制于负债端压力以及资本金的约束，整体规模扩张基本平稳；
- 3) 解决融资难以及加强银行引水渠的传导下，信贷增量预计能够保持在今年的水平，降准为释放增量资金提供支撑。

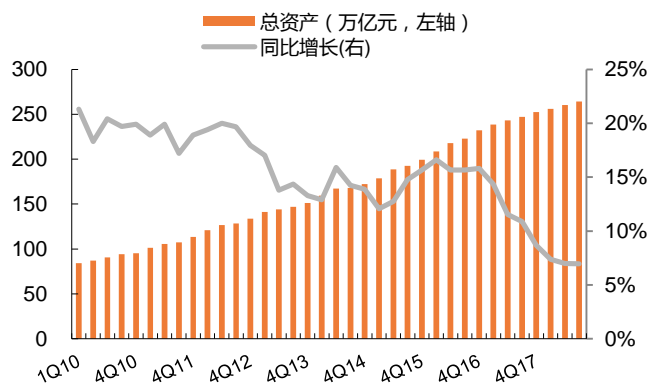
➢ 降杠杆大趋势以及经济延续回落下，信用扩张整体放缓

从 16 年开始的金融降杠杆监管下商业银行的表内增速持续回落，截至三季度末银行业金融机构本外币资产合计 264.34 万亿，同比增长 6.96%，增速同比下降 3.91pct，环比微降 0.01pct；总负债规模 243.27 万亿，同比增速 6.58%，环比收降 0.04pct。资产、负债两端扩张速度整体都保持在低位。

结构上，商业银行资产中的非标、同业资产等继续压缩，根据上市银行三季报数据，非标资产规模增速经历了明显下滑后略有企稳回升，而同业资产规模整体维持较低水平。

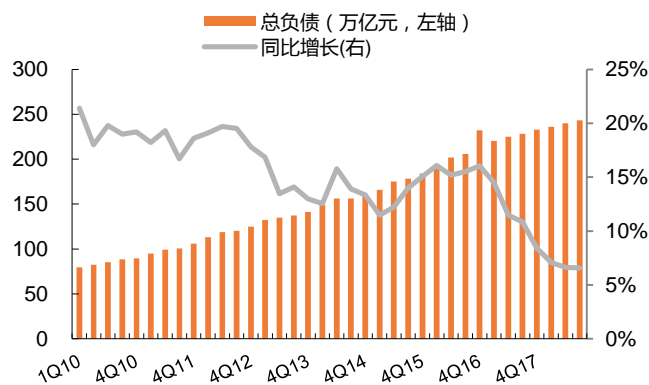
我们认为 19 年在降杠杆监管以及经济下行信用风险环境承压的背景下，商业银行的整体信用扩张速度延续在低位。

图表80 行业资产增速降至7%



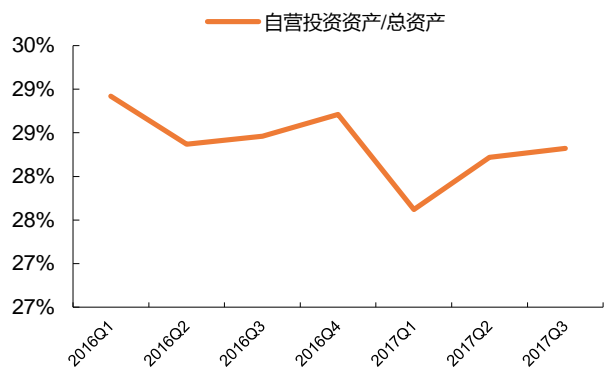
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表81 行业负债增速降至6.6%



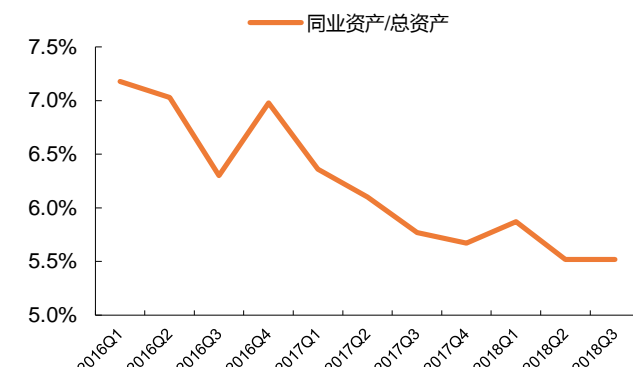
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表82 上市银行自营投资规模占比整体略有下行



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表83 上市银行同业资产在总资产的规模占比行至低位

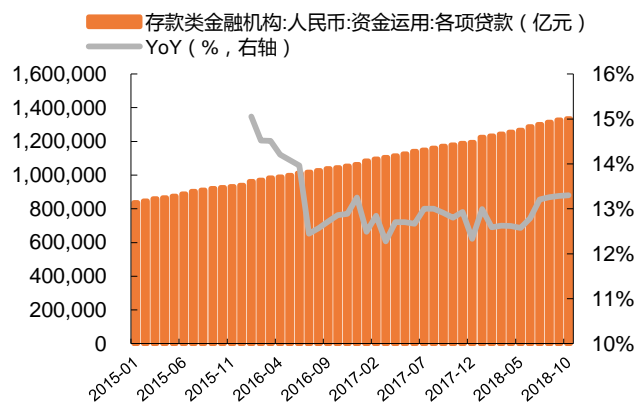


资料来源: Wind、平安证券研究所

➤ 高信贷增速下资本金快速消耗约束表内扩张速度

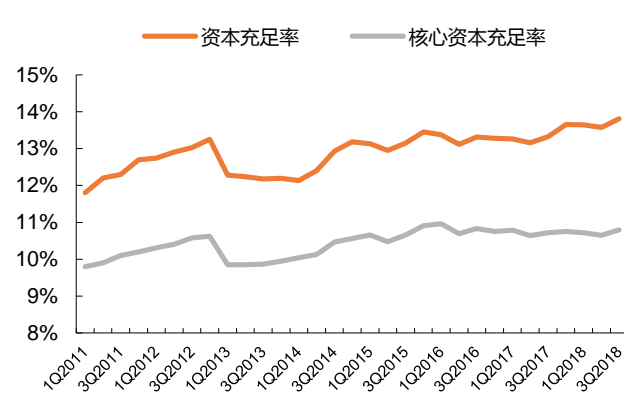
今年以来商业银行的信贷增速一直保持在高位, 远高于总资产的增速。信贷的快速扩张对资本金形成较快的消耗, 目前虽然行业整体资本充足率还在较高的水平, 但部分银行的核心一级资本充足率接近监管要求的最低水平, 今年以来银行在可转债、定增、发行优先股等渠道都有融资需求, 部分已经落地。

图表84 贷款增速一直保持在10%以上高位



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表85 行业资本充足率/核心资本充足率



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表86 18年以来公布融资方案的上市银行融资进度汇总表

补充资本方式	银行	金额/股份	进度
定增	华夏	不超过292.36亿元	银保监会批准
	农业	不超过1000亿元	证监会批准
二级资本债	张家港	不超过15亿元	人行批准
	农业	不超过400亿元	发行完毕
	浦发	不超过400亿元	发行完毕
	招商	不超过200亿元	发行完毕
	中行	不超过800亿元	发行完毕
	中信	不超过500亿元	发行完毕
	建行	不超过830亿元	发行完毕
可转债	民生	不超过150亿元	发行完毕
	平安	260亿元	证监会受理
	浦发	500亿元	证监会受理
	无锡	30亿元	证监会批准
	张家港	25亿元	正在发行
	常熟	30亿元	正在发行
优先股	吴江	25亿元	发行完毕
	兴业	不超过300亿元	证监会受理
	贵阳	不超过50亿元	证监会批准
	宁波	不超过100亿元	证监会批准

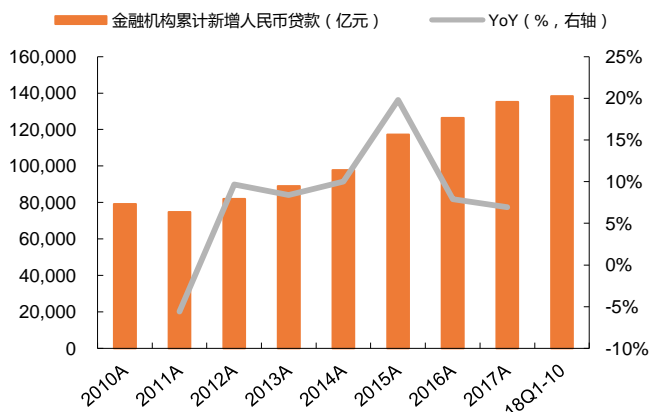
资料来源：公司公告、平安证券研究所

- 解决融资难以及加强银行引水渠的传导下，信贷增量预计能够保持在今年的水平，降准为释放增量资金提供支撑

18年截至10月新增信贷规模达13.8万亿，已经超过去年全年13.5万亿的水平，比去年同期多增近2.02万亿；其中降准释放大约2.5万亿。

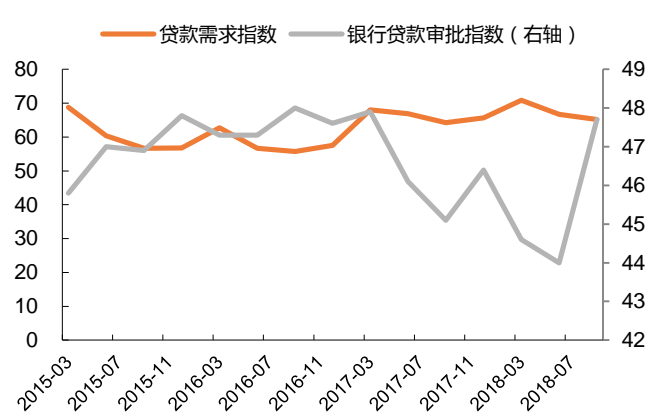
展望19年，我们认为信贷作为金融服务实体的主要方式，以及监管要求加强投放的影响下，贷款还会继续保持较高的投放水平，虽然受制于负债端的压力，但降准将为释放增量提供有力支撑。

图表87 人民币贷款同比多增



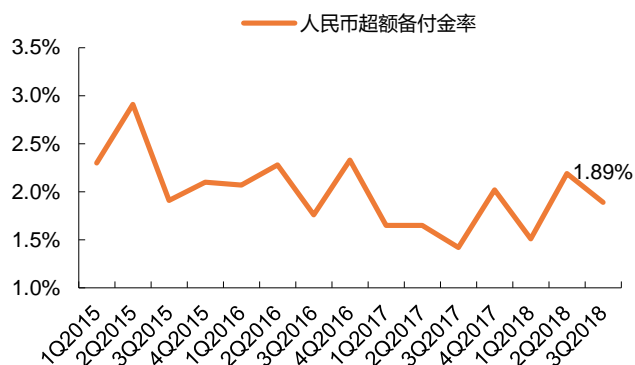
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表88 融资需求明显回落，信贷审批指数陡峭上行



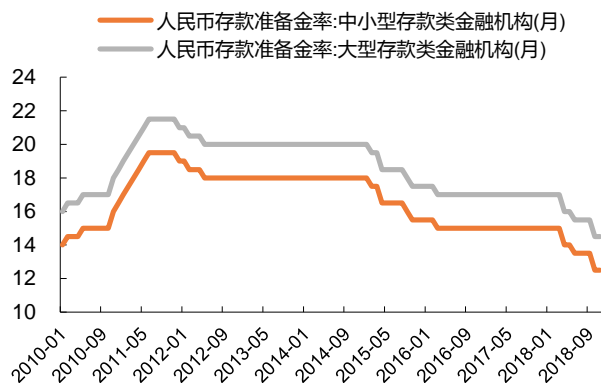
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表89 全年超储率震荡上行



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表90 存款准备金率连续下调



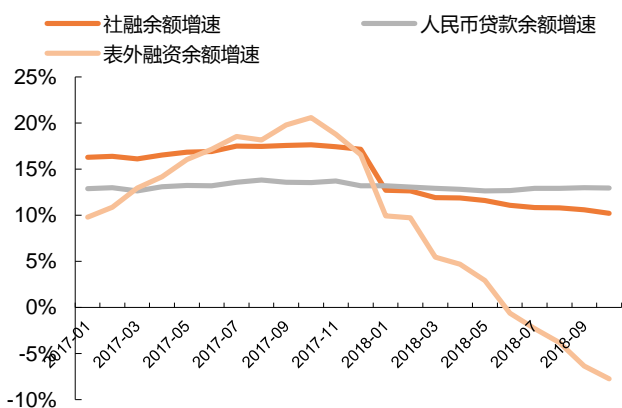
资料来源: Wind、平安证券研究所

4.3 表外业务整改规范, 理财子公司扬帆起航可期

4.3.1 资管新规及配套构架基本完成, 表外业务整改规范

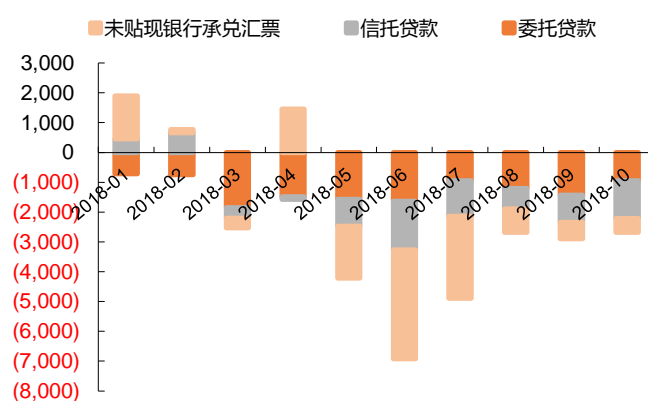
18年以来严监管周期下, 以资管新规为核心的一系列涉及禁止多层嵌套、限制期限错配、穿透监管等规章制度陆续出台, 理财新规、理财子公司管理办法等相继落地, 而包括非标认定标准以及资管子公司净资本标准在内的诸多细则也待进一步出台厘清, 资管新规及配套监管构架基本搭建完成。整改的推进极大压缩了银行进行监管套利的空间, 非标融资渠道的封堵也直接导致银行表外融资的大幅压降。18年3月以来社融口径的表外融资规模持续负增, 1-10月累计收缩2.57万亿, 同比多减5.61万亿。具体来看, 委托贷款、信托贷款和未贴现票据分别累计缩减1.25万亿、5925亿、7239亿, 较上年均呈现断崖式下降。虽然监管给予非标一定的调整空间, 但净值化、期限匹配等条件约束下, 我们预计表外资产的清理调整对整体社融增速的抑制还将延续, 19年随着过渡期限的临近, 银行主动清理不合规存量业务的力度还会进一步加强。

图表91 表外融资负增拖累社融增速下行



资料来源: Wind、人民银行、平安证券研究所; 注: 人民币贷款指央行披露社融数据中投向实体经济的贷款规模

图表92 表外规模持续负增 (单位: 亿元)



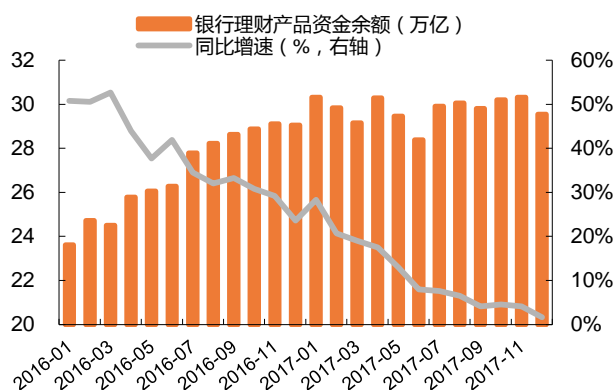
资料来源: Wind、人民银行、平安证券研究所

银行资管业务有序调整, 理财规模持续收缩。随着银保监会持续加大监管力度, 银行理财业务已在按照监管导向有序调整, 风险管理能力、理财产品丰富性、信息披露规范性等方面的改进程度有明显提升, 总体呈现出更稳健和可持续的发展态势。根据银登中心理财年报, 2017年底我国商业银行

理财规模约 29.54 万亿，基本持平上年，余额增速跌至 1.69 的个数，其中同业理财规模大降，截至 17 年底同业理财余额 3.25 万亿，较 16 年末大幅压缩 2.74 万亿。据银监会数据，8 月末银行非保本理财产品余额为 22.32 万亿，较 17 年末下降略 7 万亿，但相比 7 月末的 21.97 万亿小幅增加了 0.35 万亿，随着监管力度的边际宽松表外融资略有修复。

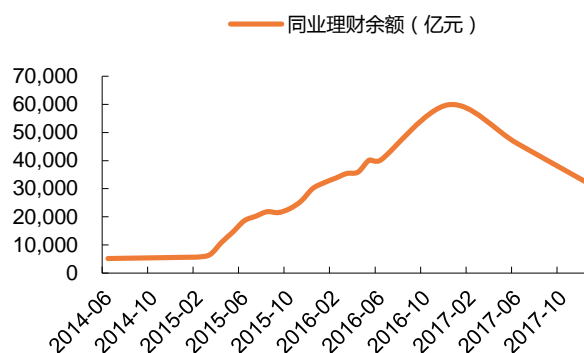
上市银行来看，根据各行半年报公布的数据，截至 18 年中期，剔除未披露数据的银行，整体非保本理财规模 17.27 万亿，较年初收窄 5.86%，其中较年初增幅为正的有 9 家，17 家银行负增。从上半年趋势来看，虽然有部分中小银行的理财余额仍有增长，但多家上市银行理财余额与去年年底相比，已经呈现明显下降趋势，其中降幅最大的为华夏银行，较年初收窄 27.5%。

图表93 17年理财余额整体持平，增速跌至个位数



资料来源：人民银行、平安证券研究所

图表94 同业理财余额骤降



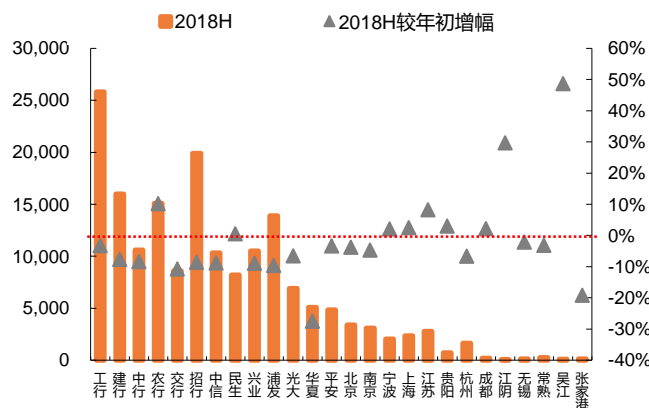
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表95 银行保本理财发行数量及占比



资料来源：融360、平安证券研究所

图表96 上半年多家上市银行非保本理财余额较年初收窄



资料来源：Wind、平安证券研究所

4.3.2 理财子公司管理办法出台，商业银行理财业务扬帆起航可期

12 月 2 日发布的《商业银行理财子公司管理办法》为资管新规下理财业务的开展奠定了制度基础，也为银行理财子公司提供了更多的业务优势。

从理财子公司的正式稿来看，相较之前的资管部门业务上有明显的放松和自由度，主要体现在：

1) 销售层面, 子公司理财销售不设起点金额; 销售渠道除了银行业金融机构外, 还可通过银保监会认可的其他机构代销; 投资者适当性方面强调遵循风险匹配, 但不强制个人首次购买理财进行面签。

2) 产品层面, 在前期理财新规已允许银行私募理财产品直投股票、和公募理财通过公募基金间接投资股票的基础上, 进一步允许子公司发行的公募理财直投股票, 但全部开放式公募理财产品持有单一上市公司发行的股票, 不得超过该上市公司可流通股票的 15%。在非标限额上, 子公司层面仅保留了“非标余额不超理财净资产的 35%”, 取消了“非标余额不超总资产 4%”和“单一客户非标余额不超过资本净额 10%”的限制, 且不要求纳入行内统一授信体系。允许发行分级理财产品, 为结构性产品设计创造条件。

3) 合作机构层面, 将合规私募机构纳入理财合作范围, 公募投资顾问和私募合作机构均可作为合格的私募基金管理人。

在一系列监管政策引导下, 18 年年初至今 A 股上市商业银行中已有 16 家积极响应转型要求, 公告拟设立资管子公司, 尤其是 11 月中旬以来四大行纷纷斥资逾百亿加入竞争, 其中工行出资规模最大为 160 亿。

图表97 A 股上市银行设立资管子公司情况一览

类别	公告时间	银行	资管子公司名称	拟出资金额
城商行	4月26日	北京银行	-	50亿元
	5月26日	宁波银行	宁波银行理财有限责任公司/宁波银行理财有限责任公司	10亿元
	6月7日	南京银行	-	20亿元
	8月30日	杭州银行	-	10亿元
股份制银行	3月28日	招商银行	招银资产管理有限责任公司	50亿元
	4月20日	华夏银行	华银资产管理有限责任公司	50亿元
	6月2日	光大银行	光银资产管理有限责任公司	50亿元
	6月7日	平安银行	平银资产管理有限责任公司	50亿元
	6月29日	民生银行	-	50亿元
	8月29日	兴业银行	兴银资产管理有限责任公司	50亿元
	8月29日	浦发银行	浦银资产管理有限责任公司	100亿元
国有商业银行	5月31日	交通银行	交银资产管理有限公司	80亿元
	11月15日	中国银行	中国银行理财有限责任公司	100亿元
	11月16日	建设银行	建信理财有限责任公司	150亿元
	11月26日	农业银行	农银理财有限责任公司	120亿元
	11月26日	工商银行	工银理财有限责任公司	160亿元

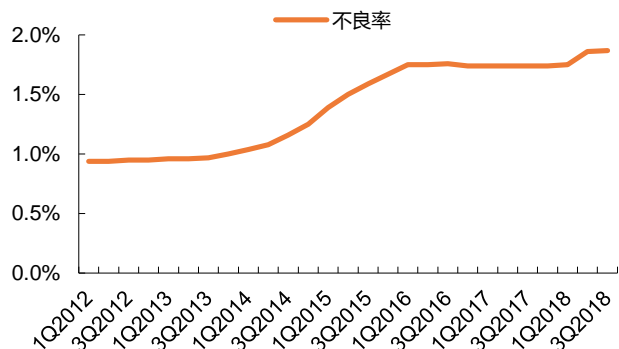
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

4.4 资产质量延续改善难以为继, 但存量释放和新增优化也提供下行支撑

■ 4.4.1 经济下行以及外部贸易战等影响下信用风险有提升, 资产质量承压

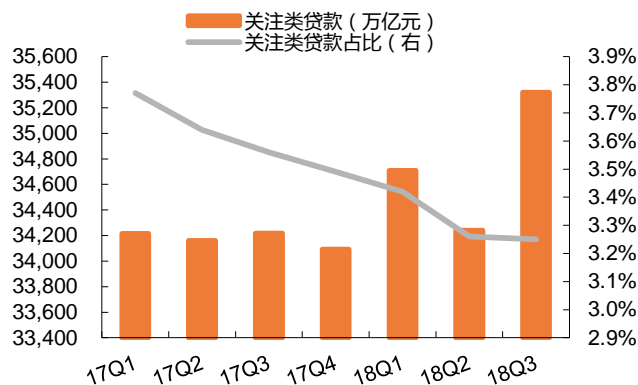
今年以来, 上市银行的不良率持续走低, 延续边际改善的趋势, 而且潜在的关注类贷款的占比也持续下降。展望 19 年, 在经济进一步下行以及贸易战影响的显现下, 银行的资产质量延续改善难以为继, 不良生成率大概率略有提升。

图表98 商业银行不良率略有提升



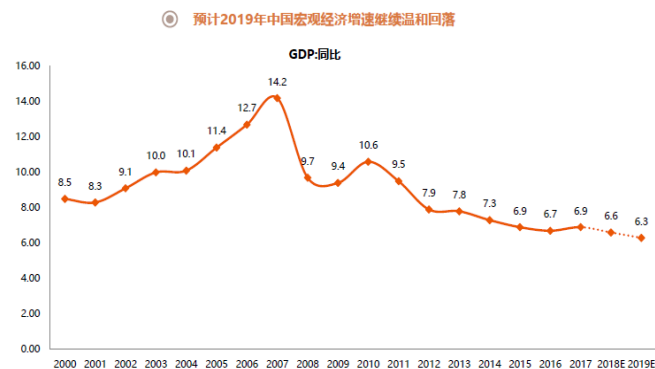
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表99 商业银行关注类贷款占比持续下探



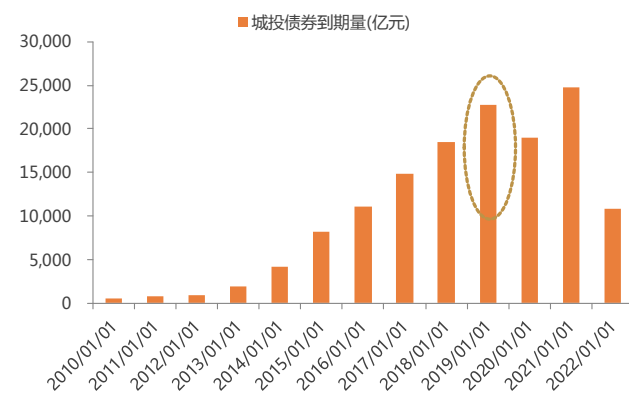
资料来源：银保监会、平安证券研究所

图表100 预计 2019 年中国宏观经济增速继续温和回落



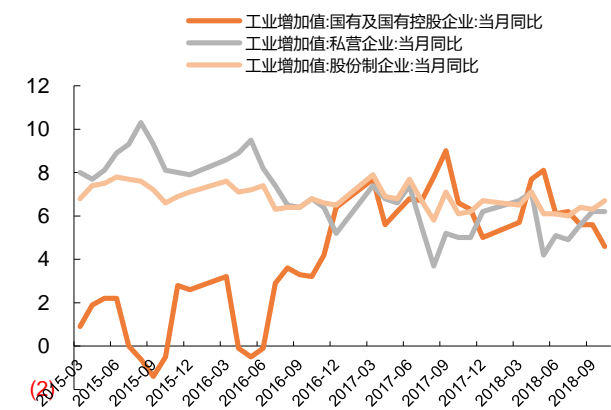
资料来源：Wind、平安证券研究所宏观组

图表101 城投债风险因素在于债务集中到期规模大



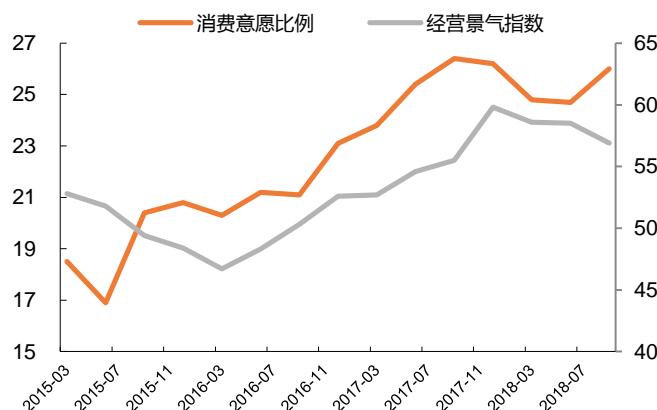
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表102 各类企业工业增加值增速 (%)



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表103 消费意愿指数行至高位，经营景气指数下行

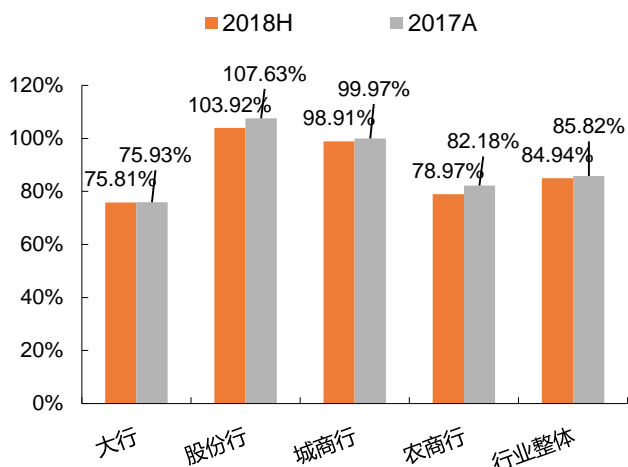


资料来源：Wind、平安证券研究所

■ 4.4.2 存量释放和新增优化也提供下行支撑

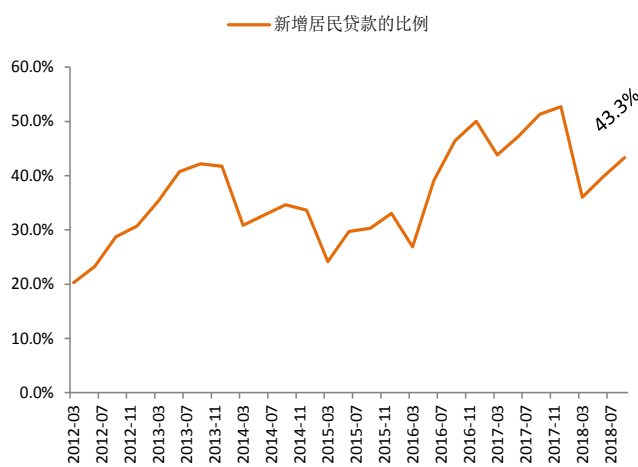
但我们也要看到 18 年以来，在监管约束和银行自身主动出清存量风险的意愿之下，行业存量风险加速暴露，尤其是上市银行在强监管下持续强化不良的审慎认定，截至中报披露，90 天以上逾期贷款/不良的比例较 17 年末降低 0.88pct 至 84.9%，整体质量更加夯实。另一方面，从新增信贷的结构来看，居民贷款的占比保持在比较高的水平，对公一般贷款的风险暴露相对有限。

图表104 行业不良认定趋严（逾期 90+/不良）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

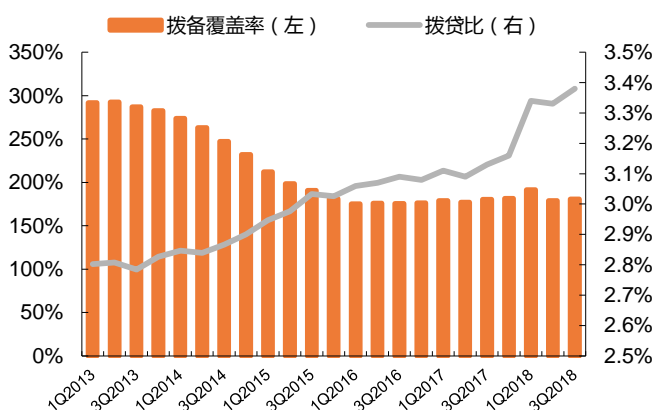
图表105 新增居民贷款占比保持较高水平



资料来源：Wind、平安证券研究所

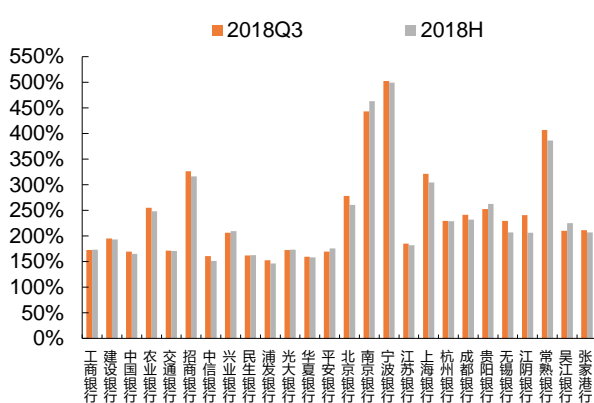
从拨备角度，不良处置的能力相对较高，不良率可控。18 年以来受益于资产质量企稳向好及盈利水平的提升，叠加逆周期监管思路下银行普遍加强拨备的计提，行业整体拨备覆盖率有所提升，三季度末较上年同期和环比中期末分别提升 0.3 个和 2 个百分点至 180.7%，同时拨贷比也小幅提升 0.05pct 至 3.38%。分银行类别看，大行和股份行拨备覆盖率分别较上年末提升 25.5pct/10.5pct 至 205.94%/190.47%，城商行和农商行分别较上年末收降 15.63pct/38.71pct 至 198.85%/125.6%，农商行拨备压力相对较大。较高的拨备覆盖率水平为不良的处置提供较高的基础，不良率可控。

图表106 拨备覆盖率持续提升



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表107 宁波银行拨覆率行至 500%高位



资料来源：Wind、平安证券研究所

4.5 盈利预测：基本面承压，业绩增速回落

基本假设：

息差：在不降息的情况下，受信贷定价制约资产端收益率提升和核心负债压力不减，我们预计 2019 年上市银行的净息差将同比回落约 3BP；

规模：我们预计 2019 年上市银行生息资产增速同比提升 0.1 个百分点；

中收：我们预计 2019 年上市银行中收同比增长 8%；

成本收入比：我们预计 2018 年上市银行的成本收入比较 18 年持平。

➤ 我们预计 2019 年上市银行营收增速较 18 年略有下行，而利润增速也将小幅回落。预计 2019 年上市银行净利润同比增长 5.8%。敏感性分析显示，整体业绩的区间为 4.6%–6.9%。

图表108 行业盈利预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	3,775,595	3,878,209	4,146,620	4,413,916
增长率	0.8%	2.7%	6.9%	6.4%
营业成本	1,158,527	1,134,419	1,326,918	1,412,453
增长率	-9.1%	-2.1%	17.0%	6.4%
拨备前利润	2,481,345	2,584,434	2,819,702	3,001,463
增长率	4.5%	4.2%	9.1%	6.4%
净利润	1,329,640	1,394,933	1,488,199	1,574,282
增长率	1.8%	4.9%	6.7%	5.8%

资料来源：Wind、平安证券研究所

图表109 利润增速敏感性分析

净息差 信贷成本	1.94%	1.96%	1.98%	2.00%	2.02%
1.20%	4.4%	5.6%	6.7%	7.9%	9.0%
1.21%	3.9%	5.1%	6.3%	7.4%	8.6%
1.22%	3.5%	4.6%	5.8%	6.9%	8.1%
1.23%	3.0%	4.2%	5.3%	6.5%	7.6%
1.24%	2.5%	3.7%	4.9%	6.0%	7.2%

资料来源：Wind、平安证券研究所

五、 2019 年行业投资观点及个股推荐

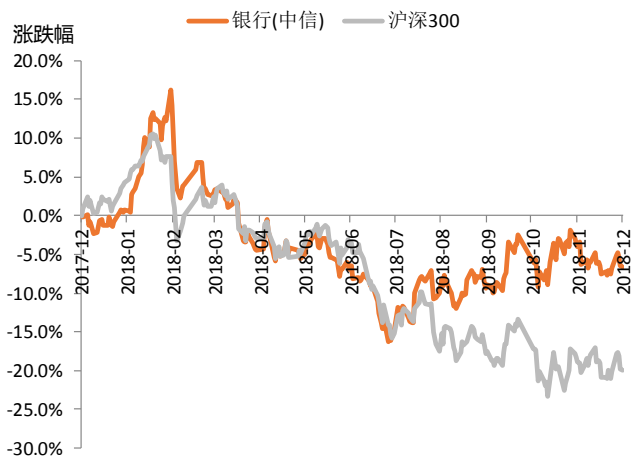
5.1 投资建议：经济、监管以及贸易战等继续压制估值，基本面承压挤压相对收益空间，下调评级至“中性”

5.1.1 板块回顾：经济和贸易战等因素压制估值下行，基本面提升下获得大幅相对收益

截至 12 月 7 日 A 股银行板块较上年末下跌 5.83%，同期沪深 300 指数下跌 21.07%，跑赢沪深 300 指数 15.24 个百分点，获得大幅超额收益。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅排名 1/29。18 年银行板块获得较高的超额收益，我们认为主要有以下几个方面：1) 资产质量持续改善，质量更加夯实，支撑估值的提升；2) 在量价齐升下盈利持续恢复，业绩有支撑；3) 业绩的确定性高但估值相对较低下板块的相对价值凸显。

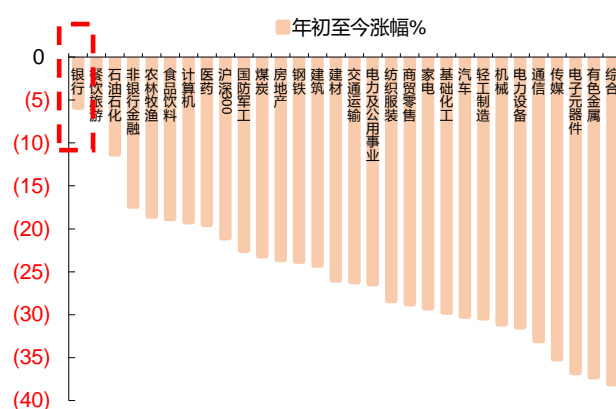
从估值来看，板块估值有两次快速修复但全年略有下行，目前估值较年初下行了 9% 左右。一方面在一季度以后市场对经济后续增长出现担忧，另一方面贸易战等影响引发市场对商业银行后续信用风险爆发的担忧。

图表110 A 股银行板块跑赢沪深 300



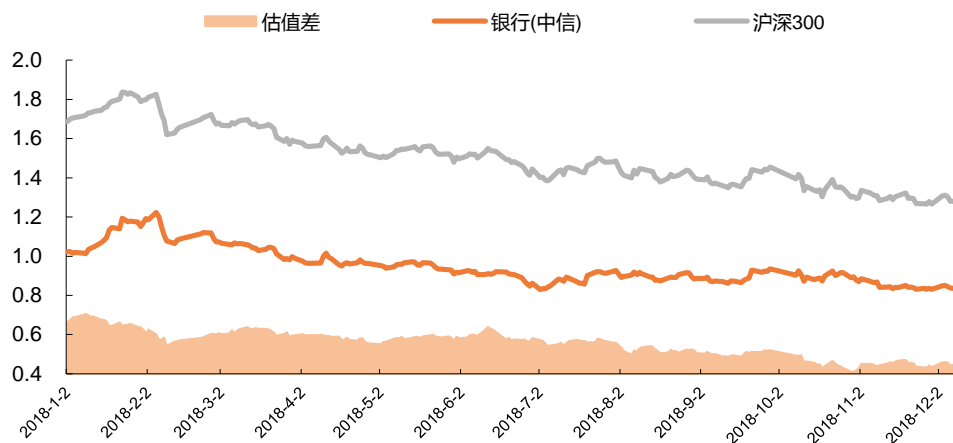
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表111 板块年初至今涨跌幅排名第 1 (截至 12 月 7 日)



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表112 行业估值 PB (LF)



资料来源：Wind、平安证券研究所

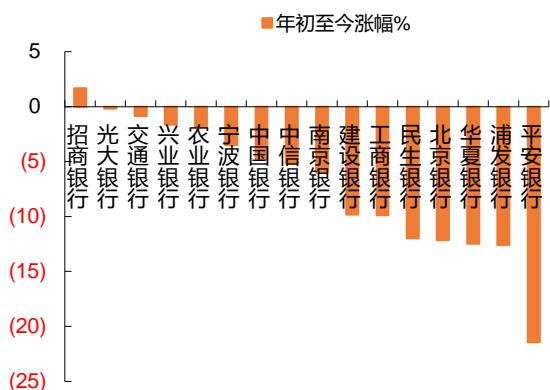
5.1.2 个股以及我们重点推荐的个股表现

个股来看，不考虑次新股，16 家 A 股上市银行股价表现较好的是招商银行 (+1.70%)、光大银行 (-0.20%)、交通银行 (-0.85%)，表现较逊的是华夏银行 (-12.47%)、浦发银行 (-12.59%)、平

安银行 (-21.45%)。次新股里表现较好的是上海银行 (+17.80%)、杭州银行 (-3.79%)、常熟银行 (-4.82%)，表现较逊的是无锡银行 (-27.19%)、江阴银行 (-34.79%)、张家港行 (-49.61%)。

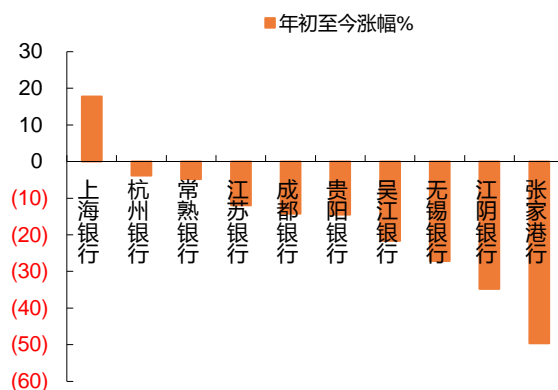
我们 18 年度策略报告中重点推荐的银行个股表现依次为招商银行 (+1.7%)、宁波银行 (-3.51%)、常熟银行 (-4.82%)。

图表113 A 股 16 家银行年初至今涨跌幅(截至 12 月 7 日)



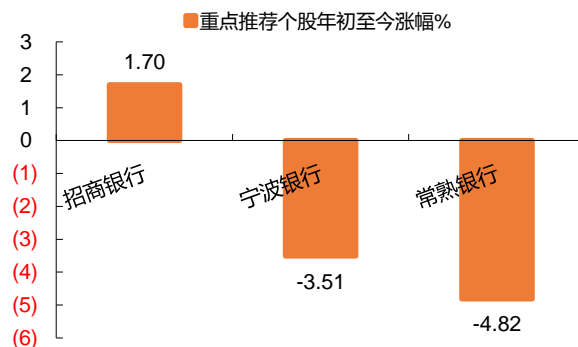
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表114 A 股银行次新股年初至今涨跌幅(截至 12 月 7 日)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表115 重点推荐个股表现(截至 12 月 7 日)



资料来源: Wind、平安证券研究所

5.2 行业投资逻辑和个股推荐

5.2.1 行业投资逻辑和建议: 经济、监管以及贸易战等继续压制估值，基本面承压挤压相对收益空间，下调评级至“中性”

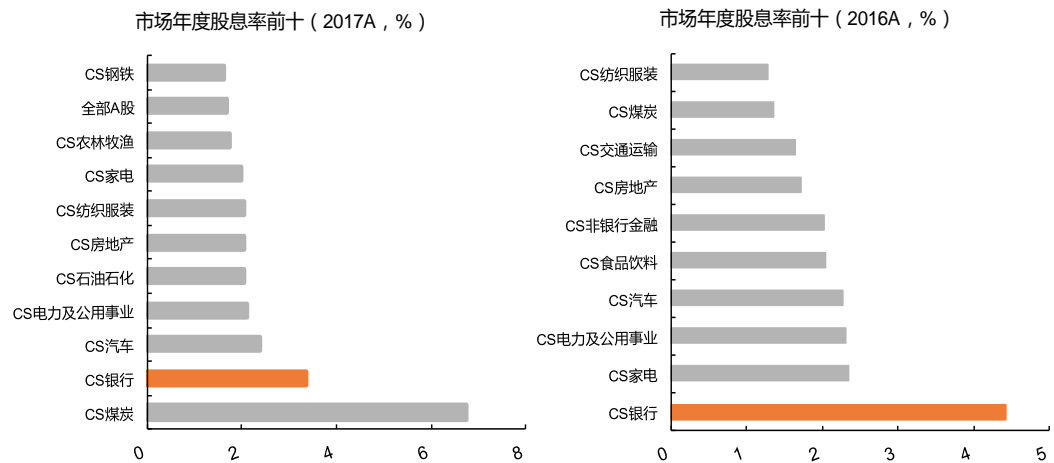
通过前面我们对商业银行 2019 年的经营环境以及经营情况的分析，我们认为：

- 1) 经济、监管以及贸易战等继续压制估值，板块估值下行压力仍较大；
- 2) 基本面承压、业绩增速回落，相对收益空间受挤压；
- 3) 估值底部，同时考虑到业绩的相对确定性、股息率以及外部增量资金的配置需求，整体我们认为估值回落空间有限，不必过度悲观。

从节奏的角度，上半年经济下行压力较大，但在上市银行的年报和一季报整体业绩还会保持相对稳定的情况下，估值有一定的支撑；后续行业基本面会呈现下行态势，估值更多依赖经济基本面的情

况。综上，我们下调板块的投资评级至“中性”（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）。

图表116 银行股股息率在所有行业中位居前列



资料来源：Wind、平安证券研究所；注：2017年中国神华高比例分红带动煤炭行业股息率提升，此前银行股股息率一直位居行业第一。

图表117 纳入 MSCI 成分股中银行行业市值占比居首，有望带来增量资金(单位：百万元)

序号	行业	证券数	自由流通市值	自由流通市值占比
1	银行	20	1,889,239	22.3%
2	非银行金融	30	1,512,361	17.8%
3	食品饮料	9	641,905	7.6%
4	房地产	14	473,725	5.6%
5	医药	17	420,536	5.0%
6	家电	5	406,949	4.8%
7	电子元器件	11	325,479	3.8%
8	电力及公用事业	13	290,967	3.4%
9	建筑	10	278,090	3.3%
10	汽车	11	269,354	3.2%

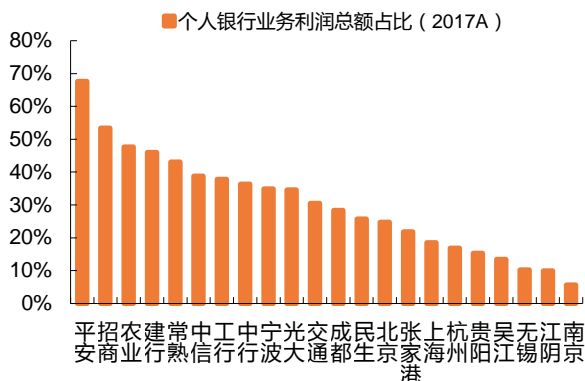
资料来源：Wind、平安证券研究所；注：市值取截至12月7日收盘价数据

5.2.2 个股推荐逻辑和重点推荐个股：确定性和防御性角度推荐个股

基于以上我们对板块2019年的投资判断，我们的个股推荐逻辑更突出确定性和防御性两个维度：

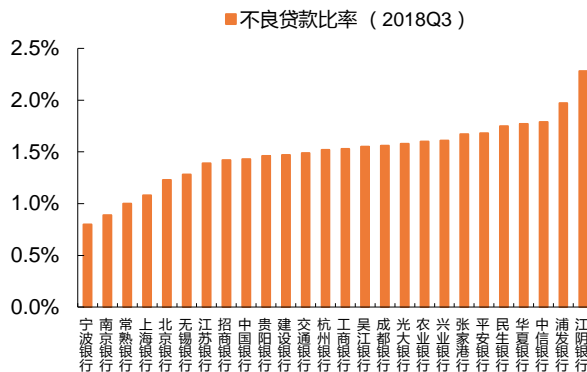
- 1) 寻找业绩的相对确定性，主要推荐零售基础优异、资产质量夯实拨备覆盖率高的上市银行，我们重点推荐招商、宁波、常熟；

图表118 上市银行零售业务贡献占比



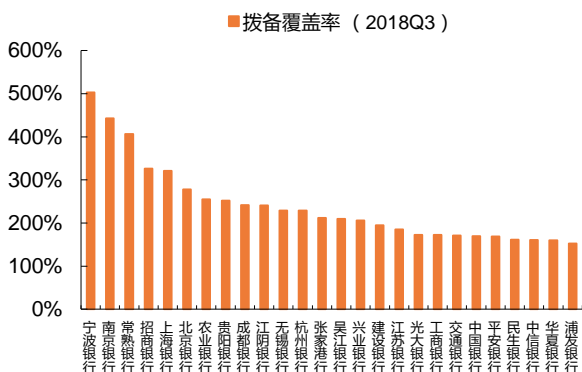
资料来源: Wind、平安证券研究所; 注: 部分银行因数据披露口径问题存在一定统计差异

图表119 三季度末上市银行不良贷款率



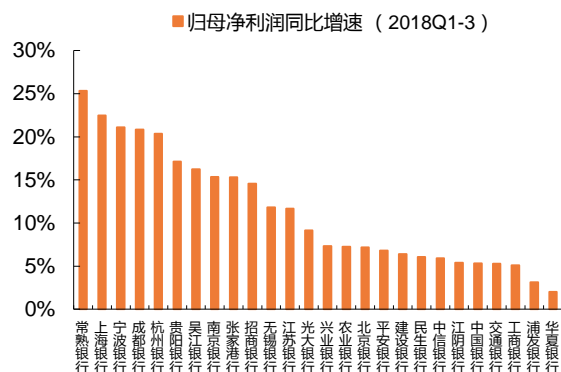
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表120 三季度末上市银行拨覆盖率



资料来源: Wind、平安证券研究所

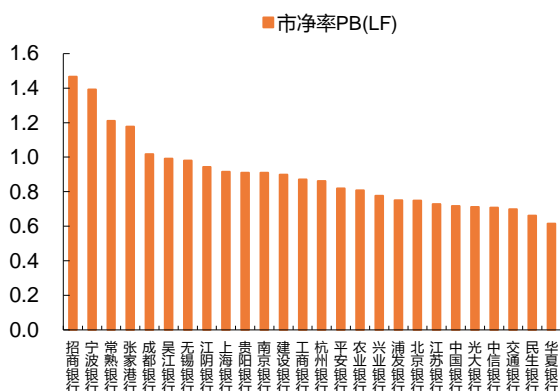
图表121 18年前三季度上市银行业绩增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

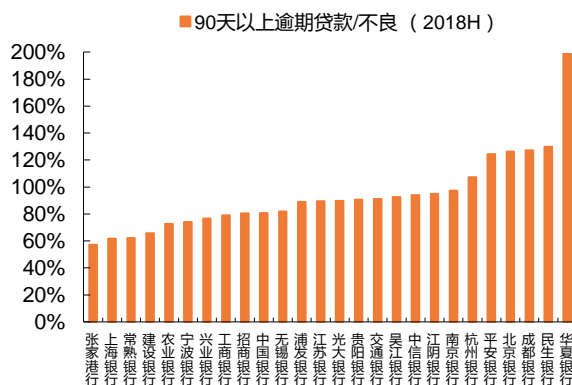
2) 防御价值更加突出的银行, 我们重点推荐估值相对较低以及基本面相对较好的个股: 中信、上海、农行。

图表122 个股静态市净率排行 (截至 12 月 7 日)



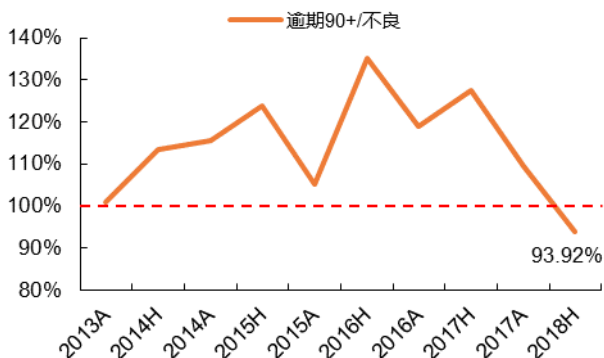
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表123 90天以上逾期/不良贷款



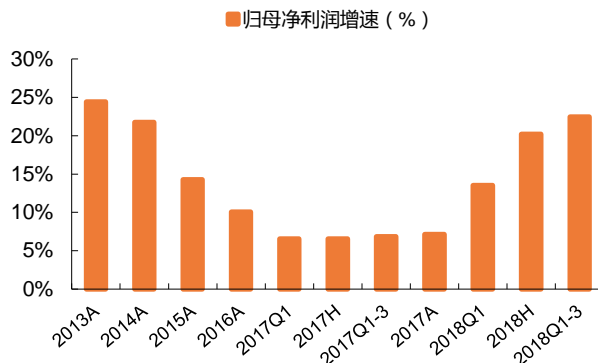
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表124 中信银行逾期90+/不良有显著改善



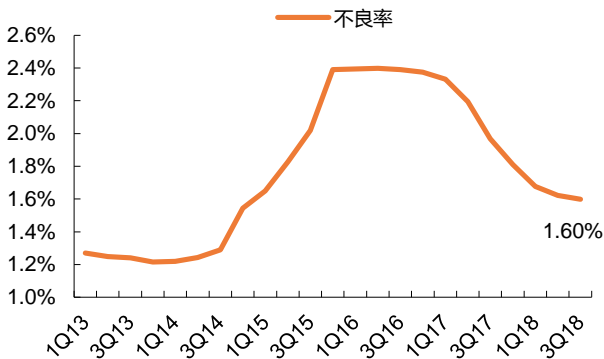
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表125 上海银行净利润增速明显回升



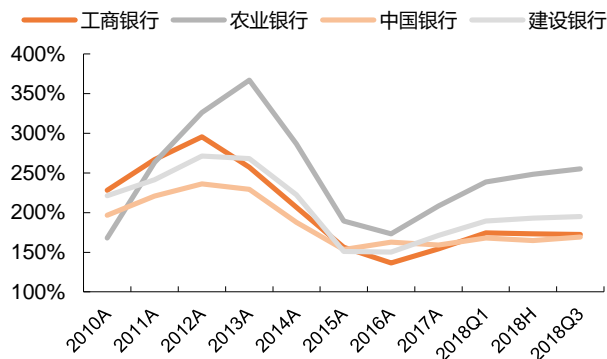
资料来源: Wind、平安证券研究所; 注: 各期均为累计净利润同比增速

图表126 农业银行不良率自17年延续回落



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表127 四大行拨备覆盖率走高, 农行整体领先



资料来源: Wind、平安证券研究所

因此综上, 我们重点推荐: 招商银行 (零售基础夯实、业绩确定性强、资产质量好)、宁波银行 (盈利基础夯实、高 ROE、资产质量无忧)、常熟银行 (零售业务特色鲜明, 业绩确定性高, 资产质量优)、中信银行 (估值相对较低、基本面企稳、不良压力小)、上海银行 (估值相对较低, 业绩释放有较强的支撑、资产质量较优)、农业银行 (估值相对较低、基本面边际提升、资产质量持续改善)。

重点公司推荐之一: 招商银行

- **零售优势巩固。**招行在零售业务上具备先发优势, 在巩固零售实力的同时不断推进对公业务高质量转型, 17 年零售客群突破 1 亿户, 零售营收占比 51.29%, 18 年中期零售业务贡献了集团税前利润的 57.25%, 零售业务优势较为显著。
- **资产质量无忧。**三季度末不良贷款率 1.42%, 环比中期末降低 1BP。不良贷款规模虽较上年末略有提升, 随着公司 18 年加强拨备的计提, 截至 3 季末拨备覆盖率收录 325.98%, 较上年末和季度环比分别提升 63.87pct/9.9pct。
- **基本面总体来看,**结合三季度财务数据, 招商银行整体业绩保持稳健, 营收和利润增速均稳中有升, PPOP 增速表现较好。资负方面扩张速度略有放缓, 公司息差环比稳中有升。公司资产质量无忧, 不良认定审慎度也据行业前列。

- 结合前文我们对 19 年宏观经济形势以及银行业经营环境的分析, 预计 2019 年上市银行营收增速较 18 年略有下行, 而利润增速也将小幅回落, 行业整体基本面承压。招商银行虽然具备较强的零售业务基础, 业绩确定性相对较强, 但受宏观经济零售业务增速也可能受到一定影响。因此我们小幅调整公司盈利预测, 预计 18/19 年净利增速 16.6%/15.6% (原为 16.7%/21.9%), 维持公司“强烈推荐”评级。

图表128 招商银行盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	209,720	220,897	240,298	263,781	294,082
YoY(%)	4.1%	5.3%	8.8%	9.8%	11.5%
净利润(百万元)	62,081	70,150	81,761	94,484	106,205
YoY(%)	7.6%	13.0%	16.6%	15.6%	12.4%
ROE(%)	16.27	15.90	16.07	16.57	16.59
EPS(摊薄/元)	2.46	2.78	3.24	3.75	4.21
P/E(倍)	11.51	10.19	8.74	7.56	6.73
P/B(倍)	1.78	1.60	1.42	1.26	1.11

资料来源: Wind、平安证券研究所

重点公司推荐之二: 宁波银行

- 业绩靓丽, 盈利增速领先。**前三季度归母净利润同比增长 21.1% (19.6%, 1H18), 三季度在净利息收入和中收的边际改善下, 营收和利润增速双双再上层楼, 业绩表现十分靓丽, 盈利增速领先上市银行。受益于资产端信贷资产增配叠加市场流动性宽裕缓释负债压力, 公司息差大幅改善, 三季度报告公布期净息差 1.9%, 较中报数据提升 9BP。
- 资产质量无忧, 拨备充足, 业绩有释放空间。**公司是公认的质优上市行, 三季度末不良贷款率 0.8%, 环比持平中期, 较上年末下行 2BP, 优于可比同业, 拨备充足率 502.7%, 业绩释放空间充足。关注类贷款占比 0.56%, 环比中期末略有提升 5BP, 但较上年末降低 12BP。
- 基本面总体来看, 结合三季度财务数据, 宁波银行无论业绩增速还是资产质量均处于上市银行前列, 三季度在净利息收入和中收的边际改善下, 营收和利润增速双双再上层楼, 业绩表现十分靓丽。资产规模保持较低增速, 结构上强信贷压非标。公司资产质量无虞, 不良率稳定在低位, 三季末拨备率站上 500%水平, 安全边际非常高, 在行业内具备绝对优势。结合前文我们对 19 年宏观经济形势以及银行业经营环境的分析, 19 年宏观经济下行压力较大, 行业整体业绩增速可能承压, 而宁波银行受益于较强的盈利能力和充分的拨备计提, 业绩较同业具备更高确定性, 宏观经济企稳后具备更大的业绩释放空间, 利润增速仍能维持相对较高水平, 但是整体也受到行业增速约束。我们小幅调整公司盈利预测, 预计 18/19 年净利增速 24.0%/25.7% (原为 24.6%/30.2%), 维持公司“强烈推荐”评级。

图表129 宁波银行盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	23,645	25,314	31,343	34,862	39,483
YoY(%)	21.2%	7.1%	23.8%	11.2%	13.3%
净利润(百万元)	7,810	9,334	11,575	14,553	17,222
YoY(%)	19.3%	19.5%	24.0%	25.7%	18.3%
ROE(%)	16.39	17.39	18.84	20.41	20.67
EPS(摊薄/元)	1.46	1.75	2.18	2.75	3.26
P/E(倍)	11.22	9.35	7.50	5.94	5.01
P/B(倍)	1.87	1.69	1.44	1.22	1.02

资料来源: Wind、平安证券研究所

重点公司推荐之三：常熟银行

- **小微优势巩固，异地快速扩张。**深耕县域经济和小微企业，在当地市场的存贷款份额稳定，公司贷款中 85%以上为小微企业；同时注重异地扩张，异地贡献贷款和盈利高于对标行。
- **利润高增，息差行业领先。**三季报量价齐升下公司利润增速再创新高，前三季度 PPOP 同比增 20.4% (17.8%，1H18)，归母净利润同比增 25.3% (24.6%，1H18)，均位于上市银行前列。18 年中期公布净息差 2.87，行业居前。
- **资产质量较优。**三季度末不良贷款率 1%，环比中期末延续下降 1BP，资产质量优于可比同业；拨覆率达 406.7%，仅次于宁波行和南京行。
- 我们维持公司盈利预测，预计公司 18/19 年净利增速为 22.7%/20.7%，维持公司“强烈推荐”评级。

重点公司推荐之四：中信银行

- **息差企稳回升，有望进一步改善。**前三季度在高收益信贷资产加速投放的情况下，公司利息净收入增速提升带动公司息差同比抬升 14BP 至 1.92%。市场流动性宽裕有助于缓释负债端压力，利好公司息差进一步修复。
- **不良率触顶回落，资产质量持续改善。**三季度末不良贷款率 1.79%，环比中期末降低 1BP，为 5 个季度以来首次下行，资产质量边际改善。同时不良剪刀差已经补齐的情况下拨备覆盖率回升至 160.95%，风险抵补能力增强。
- **估值处于绝对低位。**目前股价对应 18 年 PB0.68 倍左右。
- 基本面总体来看，结合三季度财务数据，中信银行业绩整体稳健，在高收益信贷资产加速投放的情况下，利息净收入增速提升，对冲了手续费收入缩减，叠加流动性宽裕下负债端压力缓释，公司息差环比抬升。另一方面，公司资产质量步入改善通道，不良率触顶回落，在不良剪刀差已经补齐的情况下拨备覆盖率回升，风险抵补能力增强。结合前文我们对 19 年宏观经济形势以及银行业经营环境的分析，预计公司受益于流动性宽裕带来的负债端压力缓释，18 年全年利润增速将稳中有升，但 19 年流动性宽裕下存款压力仍存，预计行业整体负债端成本率基本稳定的情况下，公司息差修复的速度也会有所放缓，从而影响公司利润增速的提升节奏。我们

小幅调整公司盈利预测，预计公司 18/19 年净利增速为 6.6%/5.0% (原为 6.3%/11.4%)，维持公司“推荐”评级。

图表130 中信银行盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	153,781	156,708	163,435	176,583	193,818
YoY(%)	6.0%	1.9%	4.3%	8.0%	9.8%
净利润(百万元)	41,629	42,566	45,365	47,618	49,754
YoY(%)	1.1%	2.3%	6.6%	5.0%	4.5%
ROE(%)	11.95	10.93	10.91	10.60	10.27
EPS(摊薄/元)	0.85	0.87	0.93	0.97	1.02
P/E(倍)	6.52	6.38	5.99	5.70	5.46
P/B(倍)	0.79	0.74	0.68	0.63	0.58

资料来源: Wind、平安证券研究所

重点公司推荐之五：上海银行

- **业绩保持高增速。**公司三季度业绩靓丽，总营收同比增速高达 29.5%，归母净利润同比增 22.5% (20.2%，1H18)，17 年以来连续 6 个季度上行，高收益信贷资产的大力投放以及零售业务的快速转型还将带动利息净收入增速提升。
- **资产质量不断夯实。**公司在不良认定方面一直保持审慎态度，中期逾期 90+/不良已降至 61.6%，截至三季度末不良率仅 1.08%。受益于各指标改善以及审慎计提拨备，公司拨覆盖率收录 321.14%。
- **估值处于绝对低位。**目前股价对应 18 年 PB0.89 倍左右，存在上行空间。
- 我们维持公司盈利预测，预计公司 18/19 年净利增速为 20.6%/18.6%，维持公司“推荐”评级。

重点公司推荐之六：农业银行

- **不良延续下行，拨备水平优于可比行。**公司三季度末不良贷款率 1.6%，较上年末降低 21BP，拨备覆盖率收录 254.94%，较上年末提升 46.57pct，在大行中处于最高水平。此外，千亿定增的完成为公司补充了资本金，充裕的核心资本有助于未来业务的拓展和规模增速的提升。
- **经营保持稳健，基本面边际提升。**得益于稳健的业务结构，公司受监管冲击影响较小，负债端较高的一般存款占比，为公司带来低成本稳定资金。公司前三季度 PPOP 同比增 18.2% (16.7%，1H18)，归母净利润同比增 7.3% (6.6%，1H18)，预计未来仍可以继续维持业绩的稳健增长。
- **估值处于绝对低位。**目前股价对应 18 年 PB0.80 倍左右，存在上行空间。
- 基本面总体来看，结合三季度财务数据，农业银行业绩增速延续上行，动力源于利息净收入稳健增长和以手续费收入为主的非息收入增速再提速。另一方面在生息资产的带动下，公司三季度息差环比修复，整体业绩表现稳健，资产质量边际改善，资本金也较为充裕。结合前文我们对 19 年宏观经济形势以及银行业经营环境的分析，19 年银行业息差修复节奏可能放缓，公司息差回升承压下利息收入增速可能受到一定影响，因此我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 18/19 年净利增速为 7.0%/5.2% (原为 7.5%/11.2%)，维持公司“强烈推荐”评级。

图表131 农业银行盈利预测

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	506,016	537,041	597,209	643,011	689,020
YoY(%)	-5.6%	6.1%	11.2%	7.7%	7.2%
净利润(百万元)	183,941	192,962	206,462	217,250	227,614
YoY(%)	1.9%	4.9%	7.0%	5.2%	4.8%
ROE(%)	14.55	14.06	13.49	12.84	12.57
EPS(摊薄/元)	0.51	0.54	0.58	0.61	0.64
P/E(倍)	6.95	6.61	6.17	5.86	5.59
P/B(倍)	1.01	0.93	0.80	0.75	0.70

资料来源: Wind、平安证券研究所

六、风险提示

6.1 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。

6.2 政策调控力度超预期

18年以来在去杠杆、防风险的背景下，行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。

6.3 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

6.4 部分公司出现经营风险

银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，行业内部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险，从而对股价造成不利影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033