

2019年银行业年度策略

——长线资金决定投资风格，高性价比凸显配置价值

证券分析师：马婷婷

执业证书编号：S0600517040002

联系邮箱：matt@dwzq.com.cn

二零一八年十二月



■ 宏观经济“不确定性” VS 资产质量“稳定可控”

- 宏观经济：不确定性加大，有下行压力
- 金融市场利率环境：底部运行
- 社融增速：预计19年维持在10%以上
- 银行资产质量“稳定可控”
- 其他关注点：信用卡风险

■ 资产负债：规模稳定增长，信贷或为助力

- 规模：稳定增长
- 资产端：加大信贷与债券配置，继续压缩非标
- 负债端：存款竞争压力仍大，同业融入保持稳定

■ 利润表：盈利能力保持稳健

- 净息差：继续改善的动能或逐步减弱，稳中略降
- 手续费及佣金收入：信用卡业务仍为亮点
- 拨备：计提力度或持续加大

■ 投资建议

- 银行板块：低估值+高股息率+相对稳健的业绩，配置价值凸显
- 建议关注：交行+常熟；招行+宁波+四大行

■ 风险提示

第一章

宏观经济“不确定性” VS 资产质量“稳定可控”

- 宏观经济：不确定性加大，有下行压力
- 金融市场利率环境：底部运行
- 社融增速：预计19年维持在10%以上
- 银行资产质量：“稳定可控”
- 其他关注点：信用卡

1.1 宏观经济：不确定性加大，有下行压力

◆ 宏观经济指标走弱，企业盈利能力下降

✓经济景气度：GDP增速从年初稳定在6.8%的增速下降至Q3的6.5%；PMI从51.9%（18年5月），持续下降至50%（18年11月），临近“荣枯线”。

✓企业盈利能力：工业企业利润累计同比增速从20%以上的水平下降至13.6%（18年11月）；工业企业亏损额和亏损家数自18年以来均呈现上升趋势。

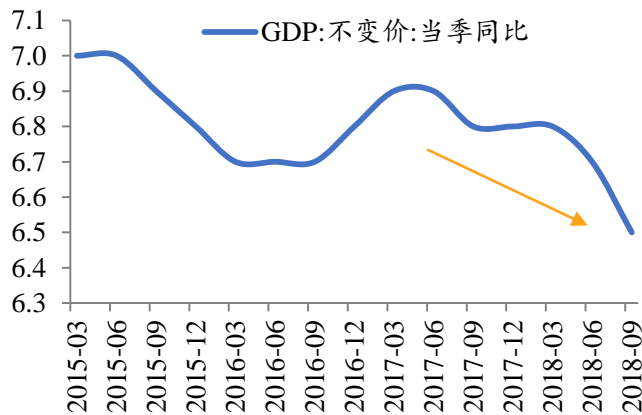
◆ 贸易战或持续较长时间，中期影响出口

✓短期：外围贸易摩擦缓和，叠加订单前置现象，预计19年企业偿付能力仍有一定保障。

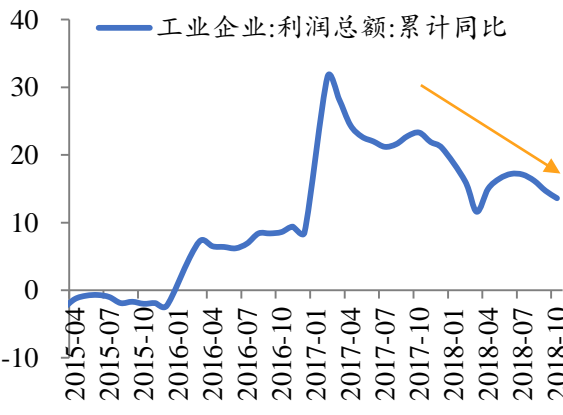
✓中期：出口金额或将出现下滑。11月出口金额当月同比增速为5.4%，环比下降10pc，“抢出口”效应逐渐消退。

✓长期：或持续谈判，影响金融开放、科技等多个领域。

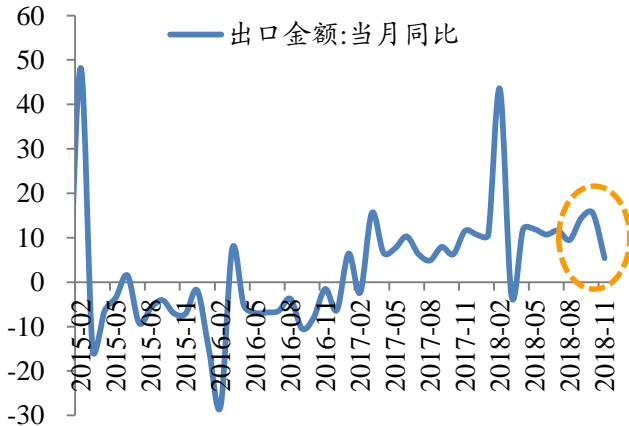
图表1：GDP增速持续下降（%）



图表2：工业企业利润增速下行（%）



图表3：“抢出口”效应或逐步消退



1.2 金融市场利率环境：底部运行

◆ 流动性仍将继续保持合理充裕

✓稳增长为政策核心：资金面继续保持宽松以支持实体经济增长。

✓未来仍有降准空间：

18年以来，央行四次降准（2次置换MLF+支持债转股+普惠金融定向降准），释放资金合计约2.3万亿元。

• MLF余额仍处于高位：18年11月末为4.93万亿；

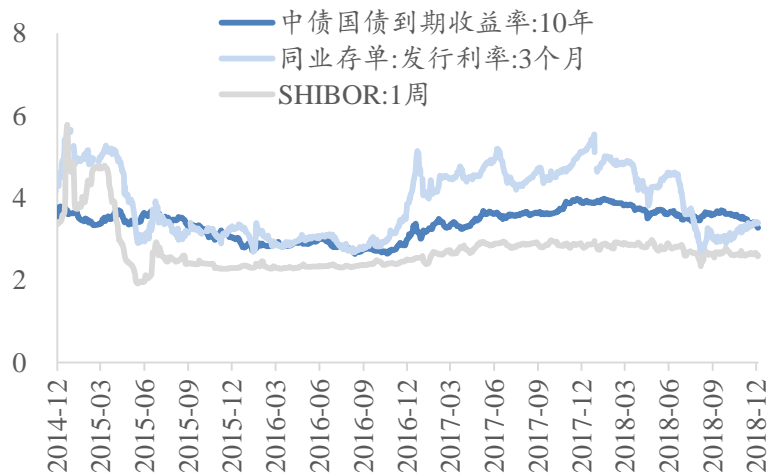
• 存准率仍高于海外国家：大型存款类金融机构14.5%，中小型存款类金融机构12.5%。

◆ 流动性继续大幅宽松空间有限

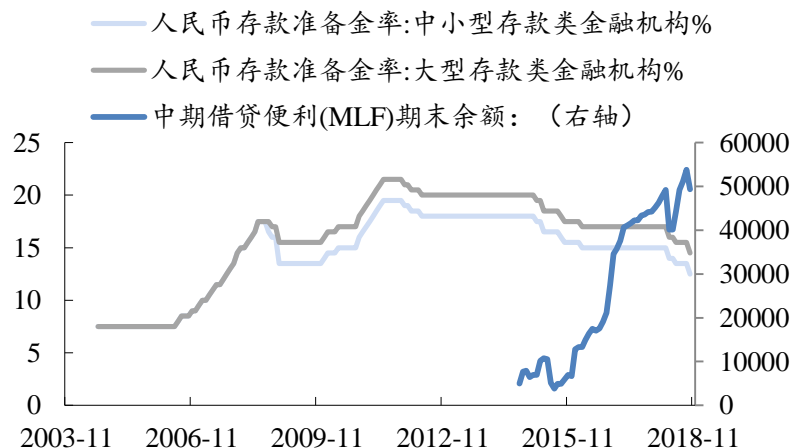
✓内部：政策引导下，社融有望企稳，信用环境逐步修复，经济有一定韧性。

✓外部：19年美国加息预期减弱。

图表4：金融市场利率处于低位（%）



图表5：11月末MLF余额处于高位（亿），存准率维持高水平



1.3 社融增速：预计19年维持在10%以上

◆ 政策多维度发力，引导宽信用，社融增速有望企稳

1、信贷：投放力度加大。

➢ 预计19年新增投放16.7万亿，存量增速为12.4%。

✓政策维度：金融严监管下，表外融资转向表内，信贷投放力度加大为趋势。

✓结构上：监管鼓励银行加大对民营、小微企业的支持力度，预计票据贴现类贷款仍为主力。

2、表外融资：保持压缩趋势，关注下半年非标处置节奏。

资管新规过渡期截止日在2020年底，且非标项目期限至少在1年以上，19年下半年处理力度或加大，密切跟踪监管节奏。

3、企业债：发行规模稳定回升

✓政策引导：民企纾困基金、CRMW等征信措施，及对中小企业的信贷投放力度加大，信用环境或逐步恢复。

4、股权：“科创板”推出将利好股权融资。

结论：预计19年社融增速在10.43%左右，对经济预期形成稳定的支撑。

图表6：19年社融增速测算（亿元）

	2017A	2018E	2019E
贷款整体	138,432	154,128	167,217
大行贷款		92,129	96,736
中小行贷款		59,006	67,480
其他贷款		2,992	3,001
企业债	4,495	19,321	23,186
委托+信托	30,325	-22,980	-26,469
地方政府专项债	19,963	18,921	19,111
其他社融项	30,753	13,627	26,721
存款类金融机构资产支持证券	1,977	3,936	4,330
贷款核销	7,586	10,378	11,416
企业股票融资	8,734	4,322	6,528
未贴现银行承兑汇票	5,364	-8,687	-938
外币贷款	18	-3,255	-1,619
其他	7,074	6,933	7,004
社融增量	223,969	183,017	209,765
社融增速	13.96%	10.01%	10.43%

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所测算

1.4 银行资产质量：“稳定可控”

◆ 历史包袱减轻

1) 核销及处置力度加大: 13年以来, 老16家上市银行核销及转出不良贷款金额2.17万亿, 占利润总额(13-18H累计)的31%。

2) 结构调整:

✓ 规模增速放缓: 上市银行总资产规模增速自16年13%以上的水平下降至17年不到7%。18年前三季度总资产同比增速略有回升, 但仅为7.1%。贷款增速也由16年的12%以上, 下降至18年前三季度的10.7%。

✓ 信贷结构调整:

A) 资源向零售倾斜: 17年和18年上半年零售贷款增速分别高达20.7%和17.5%, 高于贷款整体10.8%和9.9%的增速。

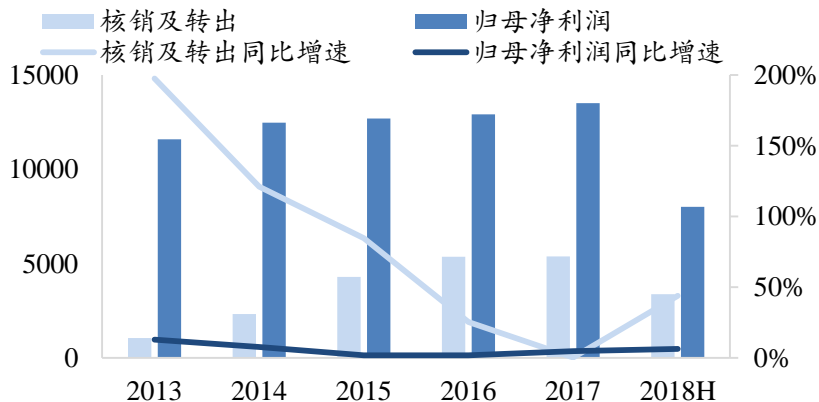
B) 对公贷款结构调整: 对高风险行业投放力度逐渐减弱, 如批发零售业。

◆ 预计19年: 不良生成率或略升, 但资产质量总体可控

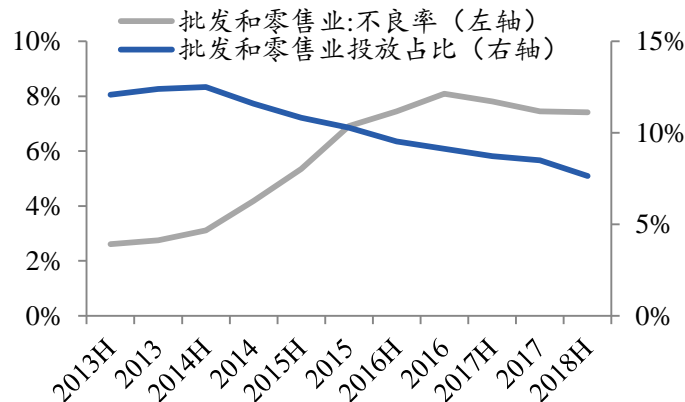
✓ 经济走弱, 风险暴露或加大, 不良生成率或略升。

✓ 贸易战影响较为深远。在一定程度上, 订单前置因素保障了企业19年的偿付能力。

图表7: 老16家上市银行核销金额与利润情况(亿元)



图表8: 批发和零售业不良和投放比例变化



1.5 其他关注点：信用卡资产质量

◆ 信用卡不良率上升

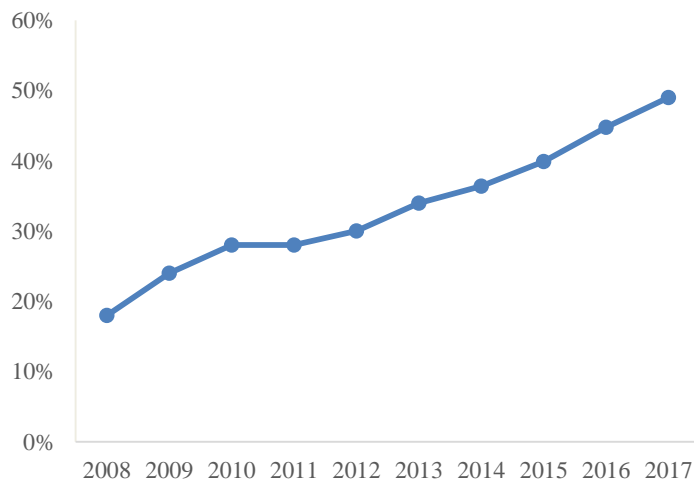
6月末，建行、招商、浦发、平安、上海银行披露的信用卡不良率均较17年末有所上升；9月末，平安银行的信用卡不良率继续上升3bps至1.22%。

- ✓ **宏观经济：**居民负债率持续提升+P2P平台等互联网金融暴雷带来的共债风险。
- ✓ **银行自身：**信用卡较高的收益率水平和相对较低的不良率，成为银行较为优质的资产投向，规模增长较快。18年上半年上市银行个贷新增2.35万亿。其中，22%投向了信用卡，较去年同期提升1.5pc。（暂不考虑ABS转出的部分）

◆ 信用卡整体风险仍相对可控

- ✓ **绝对数额来看，不良率低于对公：**大部分上市银行信用卡不良率低于2%，而对公贷款不良率普遍在2.3%以上。
- ✓ **体量较小，风险相对分散：**截止6月末，上市银行信用卡贷款占贷款总额的比重仅为6.31%。相比于对公贷款更大的体量来看，信用卡单笔金额相对较低，风险分散且相对可控。

图表9：10年来，居民负债率持续攀升



图表10：上市银行信用卡不良率情况

	信用卡 (2017)	信用卡 (18H)	零售 (18H)	对公 (18H)	整体 (18H)
建设银行	0.89	1.09	0.45	-	1.48
农业银行	1.99	1.96	0.72	2.34	1.62
中国银行	2.54	2.43	-	-	1.43
交通银行	1.84	1.84	-	-	1.49
招商银行	1.11	1.14	0.77	2.30	1.43
中信银行	1.24	0.98	0.80	2.67	1.80
浦发银行	1.32	1.58	1.22	2.84	2.06
兴业银行	1.29	1.27	0.74	-	1.59
平安银行	1.18	1.19	1.05	2.42	1.68
上海银行	1.57	1.72	-	-	1.09

第二章

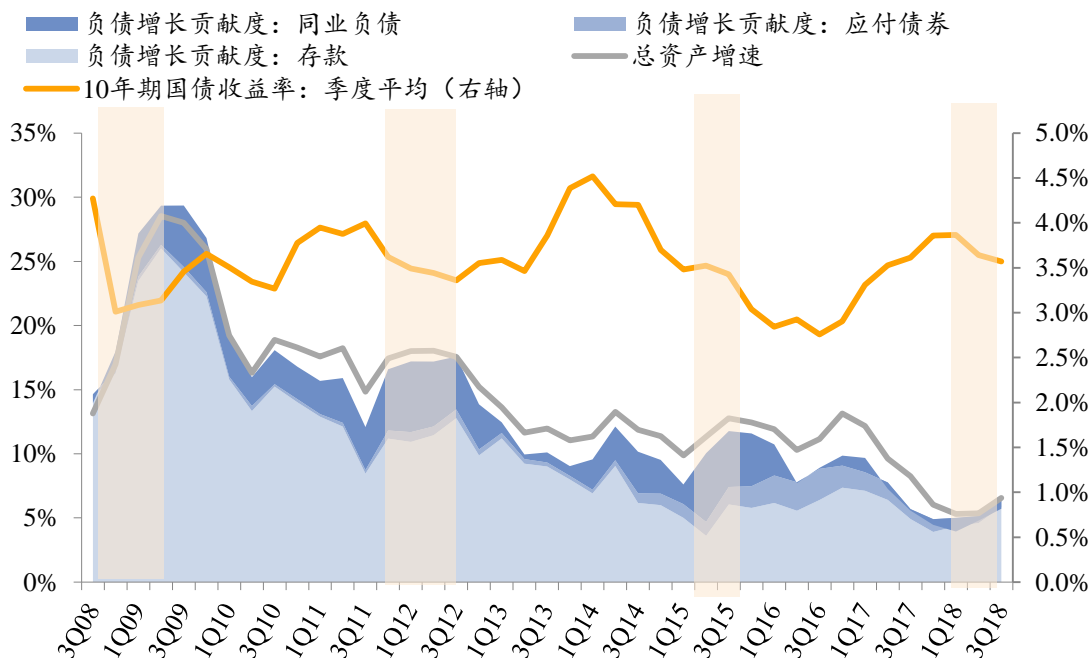
资产负债：规模稳定增长，信贷或为主力

- 规模扩张速度：稳中略升
- 资产端：加大信贷与债券配置，继续压缩非标
 - 信贷：
 - 零售：按揭贷款增速保持稳定，信用卡贷款持续高增长
 - 对公：预计基建、房地产的配置将保持稳定
 - 小微、民企的信贷投放将加速，但无需过度担忧
 - 投资类资产：债券拉长久期，非标持续压缩
- 负债端：存款竞争压力仍大，同业融入保持稳定

2.1 规模扩张速度：稳中略升

- ◆ **宏观环境：**回顾08-09年、11-12年、14-15年三轮“宽信用+利率下行”周期，行业资产增速均有所回升（分别提升了15.4pc、3.19pc、2.56pc）。
- ◆ **资本金约束：**18年资本密集补充（1-11月上市银行已完成再融资规模接近4800亿）+内生利润增长，资本金扩充对规模提升有支撑。
- ◆ **MPA考核约束：**央行调整结构性参数 α ，广义信贷增速上限提升，为规模增长打开空间。

图表11：历史上“宽信用+利率下行”周期中行业规模增速均有所提升



延伸：本轮信用宽松周期不同点

- ✓ **11-12年、14-15年：**主要通过同业负债+同业存单的方式获取资金来支撑规模的快速扩张。
- ✓ **当前：“同业存单+同业负债”**占比需满足低于33%的监管要求，通过市场资金加杠杆的空间有限。

结论：行业规模增速提升空间相对有限。

2.1 规模扩张速度：稳中略升

图表12：上市银行再融资情况（亿元）

已完成再融资情况统计：

上市银行	发行预案	最新公告日期	进度	二级债	定增	可转债	优先股	合计
建设银行	优先股：600	2018/1/3	已完成				600	
农业银行	二级债：400	2018/5/2	已完成	400				
	定增：1000	2018/7/3	已完成		1000			
中国银行	二级债：400	2018/6/11	已完成	400				
	二级债：400	2018/9/5	已完成	400				
招商银行	二级债：200	2018/11/19	已完成	200				
	优先股≤275	2018/1/8	已完成				275	
中信银行	二级债：200	2018/10/22	已完成	200				
	二级债：300	2018/9/14	已完成	300				
浦发银行	二级债：200	2018/9/19	已完成	200				
	二级债：200	2018/9/7	已完成	200				
民生银行	二级债：150	2018/1/11	已完成	150				
宁波银行	优先股：100	2018/11/20	已完成				100	
上海银行	优先股≤200	2018/1/8	已完成				200	
无锡银行	可转债：30	2018/1/30	已完成			30		
常熟银行	可转债：30	2018/2/6	已完成			30		
吴江银行	可转债：25	2018/8/8	已完成			25		
江阴银行	可转债：20	2018/1/31	已完成			20		
张家港行	可转债：25	2018/11/15	已完成			25		
已完成合计				2450	1000	130	1175	4755
未完成合计				23	612	2460	3350	6445
合计				2473	1612	2590	4525	11200

2.2 资产端-信贷：向零售倾斜

◆ **信贷：预计19年继续向零售倾斜。**15年以来，行业新增零售贷款占比逐步提升至50%左右，零售贷款存量占比也提升至34.2%。

➤ **供给端：银行投放意愿较强。**

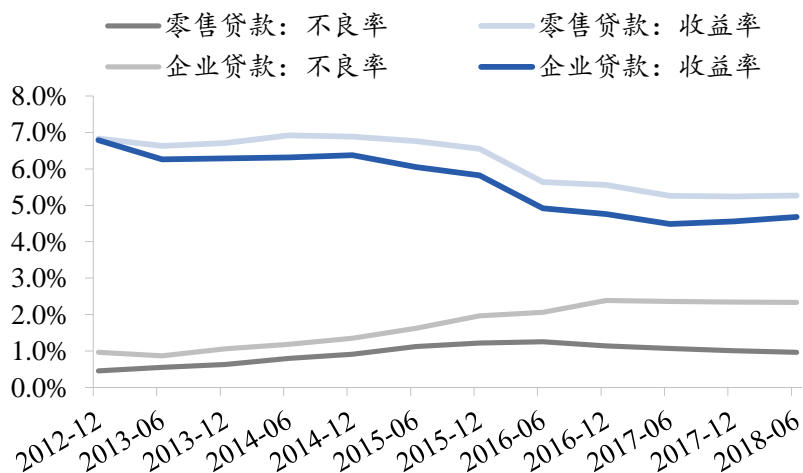
✓ **风险：**客户单笔金额小，可有效分散风险（零售整体不良率低于对公1pc以上）；

✓ **收益率：**相对较高（较对公贷款高6bps左右）；

✓ **资本占用风险权重：**较低。个人按揭贷款信用风险权重为50%，其他个人贷款75%，对公贷款则为100%。

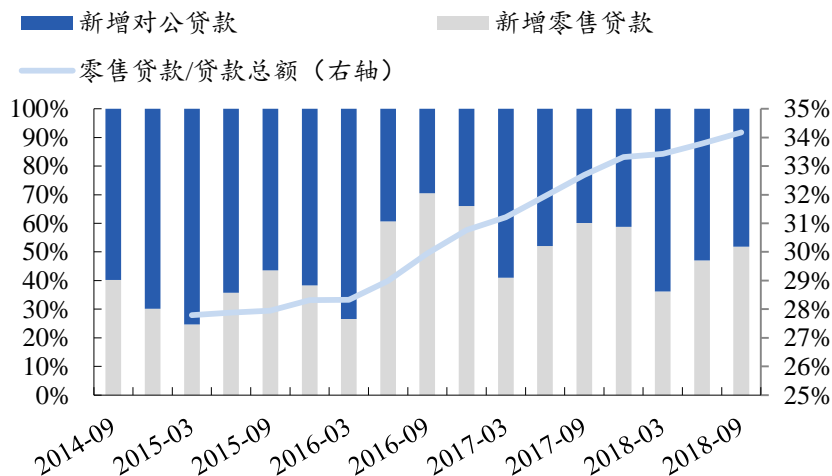
➤ **需求端：**在当前经济转型的过程中，居民购房、消费需求仍相对于对公贷款较为稳定。

图表13：从风险、收益角度看，零售贷款配置价值更高



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

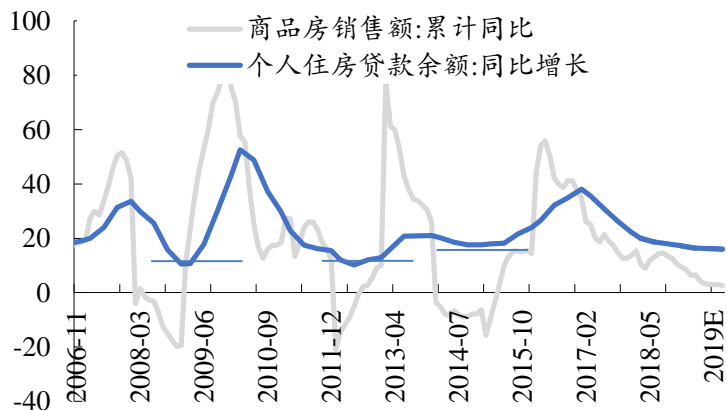
图表14：15年以来行业信贷资源持续向零售倾斜



2.2 资产端-信贷：按揭、信用卡投放仍是重点

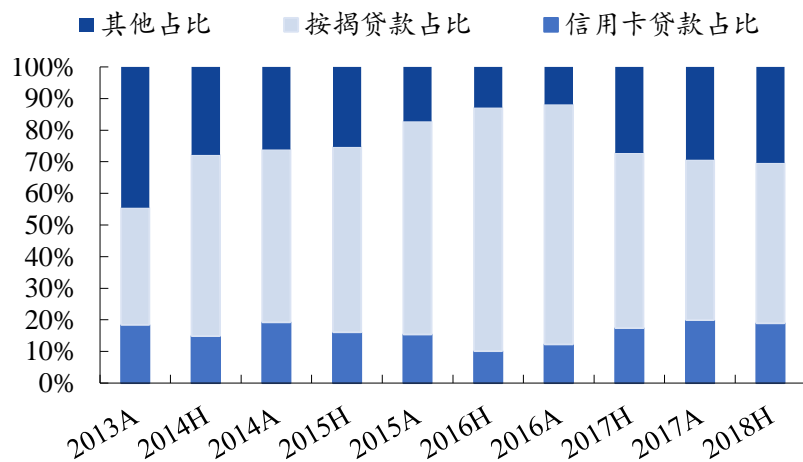
- ▶ **零售贷款：按揭增速稳定，信用卡贷款持续增长。**
- ✓ **按揭贷款：**在09、12、15年三轮住房销售快速回落的时期（增速降至-19.5%、-20.9%、-15.8%），银行按揭贷款依旧能稳步投放，增速均保持在10%以上。
- ✓ **信用卡：**高收益率下（信用卡分期贷款收益率一般在12%-18%）银行投放意愿较强，16年以来信用卡贷款投放加快，占个贷比重从16H的11%上升到18H的23%以上。
- ✓ **消费贷+个人经营性贷款：**18H上市银行消费贷和个人经营性贷款同比增速分别为17.6%和16.9%。受监管影响，消费贷增速有所下降，但个人经营性贷款增速提升。预计19年消费贷+个人经营性贷款仍将维持高增速。

图表15:在过去几轮住房销售额下行周期中，按揭贷款增速均在10%以上



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

图表16:16年以来新增信用卡贷款占比逐步提升



2.2 资产端-信贷：对公贷款投向

► 对公贷款：

1) 行业选择：预计基建、房地产的投向将保持稳定

A、基建：

- ✓ 保障在建项目的资金需求：国务院101号文“保持基建补短板力度”；财政部“更加积极的财政政策”。
- ✓ 财政赤字率：当前2.6%，未来或有提升空间。

B、房地产：

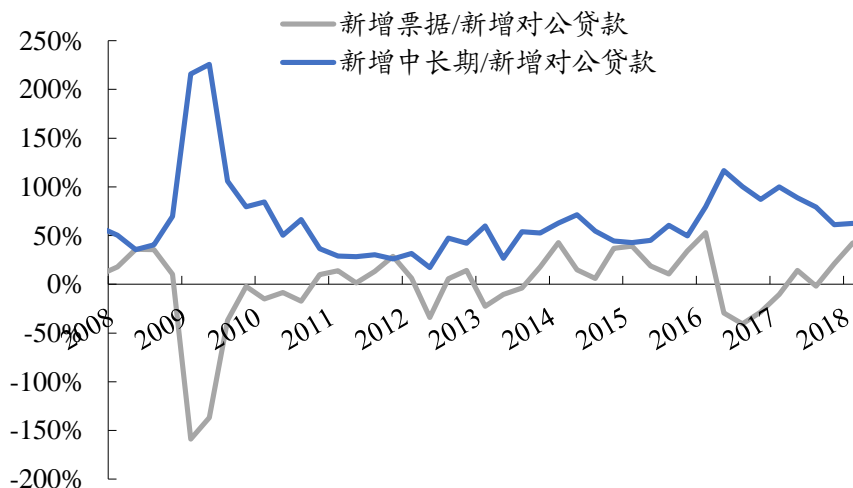
- ✓ 政策面：考虑当前经济下行的压力，稳经济仍为当前政策的核心，房地产调控在18年持续升级的情况下，预计19年边际更严的空间不大；
- ✓ 银行投放意愿：房地产类企业的抵押物变现能力较强，相较其他行业的实际信用风险更低，银行更愿意投放。

2) 品种：票据仍将多增。

- ✓ 实体经济有效需求走弱。新增对公贷款中的中长期贷款占比持续下降（到18Q3降至60%），而新增票据占比持续提升（18Q3达42%）。

- ✓ 期限较短，利于银行风控。期限较短利于银行风控；收益率较低利于满足监管对降低中小企业融资成本的要求。

图表17:实体经济有效需求走弱：18年来新增对公贷款投放中长期贷款占比下降



2.2 资产端-信贷：加大小微、民企投放

◆ 小微、民企的信贷投放将提速，但不必过度担忧银行压力。

1、量：政策引导下，预计小微、民营企业贷款增长将加速。

✓ **小微企业：“两增两控”要求。**“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，贷款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。

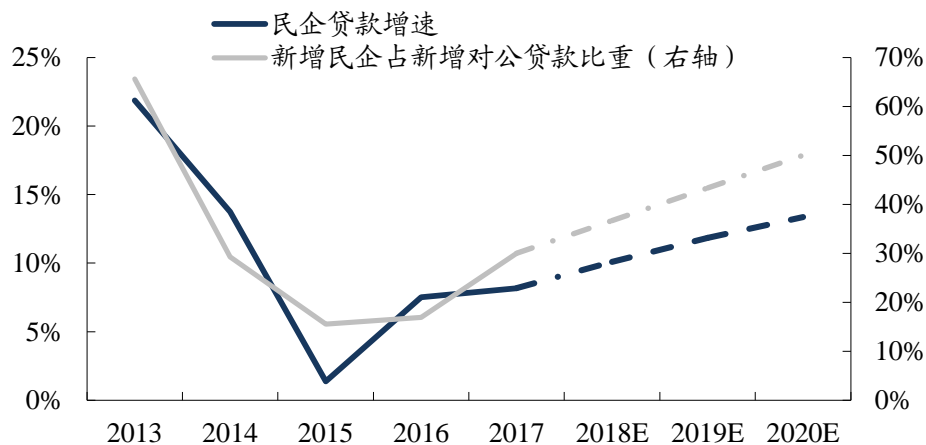
✓ **民营企业：“一二五要求”。**即在新增的公司类贷款中，大型银行对民营企业的贷款不低于1/3，中小型银行不低于2/3，争取三年以后，银行业对民营企业的贷款占新增公司类贷款的比例不低于50%。（仅为方向性目标）

2、价：配套政策鼓励银行支持实体经济融资。

✓ **监管要求：**国常会表示力争Q4小微企业贷银行款利率较Q1下降1pc。

✓ **银行的边际调整压力并未加大：**18家主要商业银行Q3对小微企业平均利率6.23%，较Q1下降约0.7个百分点（平均每季度下降0.35pc）。粗略来看，Q4新发放小微贷款利率环比Q3下降0.3pc即可，边际上压力不大。

图表18：金融机构对民营企业贷款投放的增速测算



资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所测算

延伸：若未来银行严格执行银保监会“一二五”的要求，银行对民营企业信贷投放需要增加多少？

✓ **按2个情景假设进行测算：**17年民企占对公贷款增量的比例分别为30%、40%。

✓ **假设：**

1) 17年-20年每年对公贷款增速与17年一样为9.3%（按上市银行17年数据）；

2) 若要求到2020年新增民营企业贷款占新增公司类贷款的比例达到50%，且17-20年增量占比逐年递增。

测算结果：未来3年民营企业贷款复合增速需达到11.8%，高于对公贷款增速约2.4pc。

2.2 资产端-信贷：加大小微、民企投放

3、未来可能继续采取的优惠政策：

✓ **资金成本：** 仍有降准置换高成本MLF（3.3%）的空间。

高存准率（10%以上）+高MLF余额（4.93万亿）+19年部分月份为MLF到期高峰（3月4300亿，6、7月接近7000亿）

✓ **信贷成本：** 加强民企增信，核销方面给予更多优惠。

A) 加强增信担保，推广政府和商业银行风险共担机制的深化，如CRMW、担保基金等。

B) 明晰“尽职免责”的具体原则，对银行及客户经理合理问责等。

✓ **业务成本：**

A) 减税。财税91号文提出自2018年9月1日至2020年底对符合要求的小微企业贷款（利率水平不高于基准利率的150%）免增值税。预计未来税收优惠范围或将扩大。

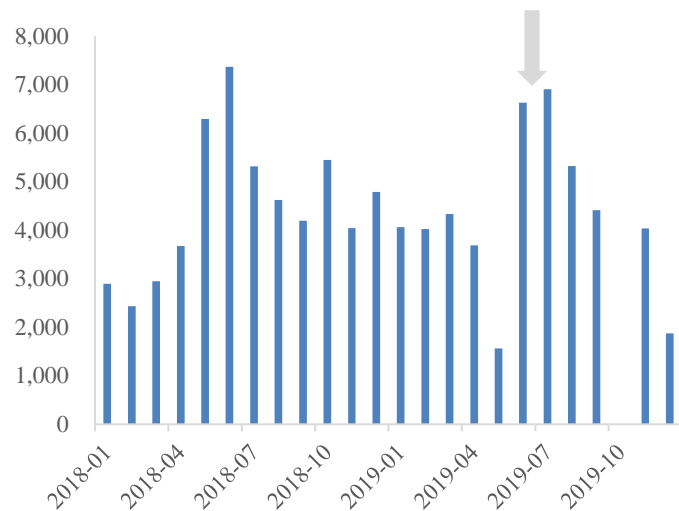
B) 银行自身：科技投入、线上化等提高运营效率。

➤ 监管引导银行加强小微、民企信贷投放关注点：

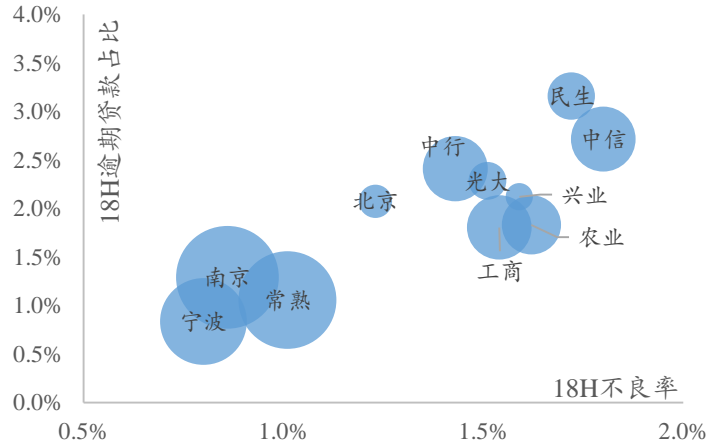
✓ **问题的关键仍在于银行自身的经营区域、资源投入、业务模式、风控能力等因素。**（常熟、宁波小微贷款占比高，但不良率均显著低于同业）

✓ **终极目标为“宽信用”。** 监管引导下，有望逐步带动信用环境的修复，若“宽信用”效果实现，企业经营环境改善，对银行的资产质量也是利好。

图表19: MLF到期量（亿元）



图表20: 宁波、常熟银行虽然小微贷款占比虽较高，但资产质量仍较为优异



注：气泡大小表示小微贷款占比；部分银行小微贷款占比由个人经营性贷款及相关历史数据估算

2.2资产端-投资资产：适度拉长久期，持续压缩非标

➤ 债券

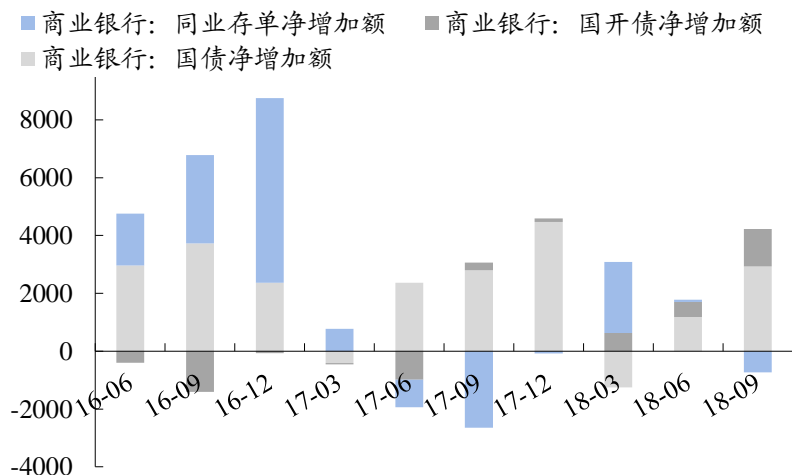
1) 品种：利率债。

- ✓ **银行风险偏好：**短期来看，信用环境整体仍偏弱，银行自身风险偏好下降，利率债仍具有一定的吸引力。若资金面持续宽松，各项增信措施等最终真的实现了“稳信用、甚至宽信用”的效果。那么当前时点，公司治理优异、现金流稳定的部分企业债值得关注，尤其是预期明年高收益类资产较为稀缺的前提下。
- ✓ **资本占用：**利率债也具有一定优势，国债、国开债等品种的信用风险权重为0。
- ✓ **流动性：**国债等利率债流动性较好，《商业银行流动性风险管理办法》也通过对不同科目、不同期限的折算率设置，鼓励资产端增配流动性较好的利率债，以满足监管指标要求。

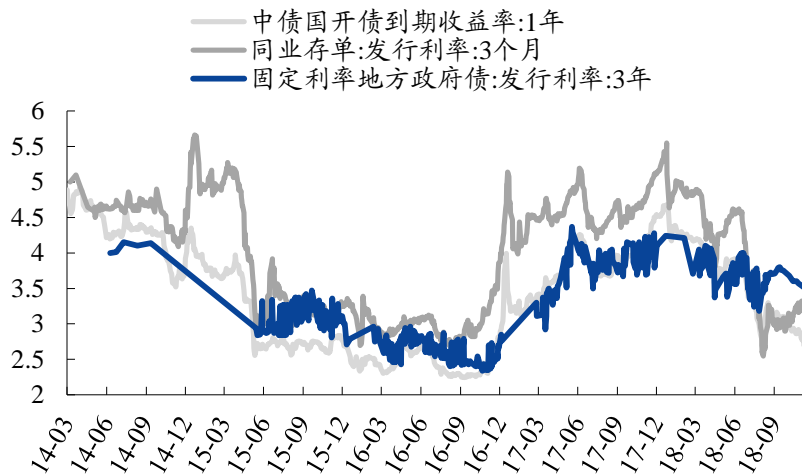
2) 债券期限：适度拉长久期。

稳增长仍为各项政策的核心，预计流动性仍将保持合理充裕以支持经济增长，利率中枢仍将维持在较低水平，银行或将适度拉长债券久期。

图表21:银行在年初增配同业存单，5月起又增配国开债



图表22:各类债券利率已下降到较低水平(%)

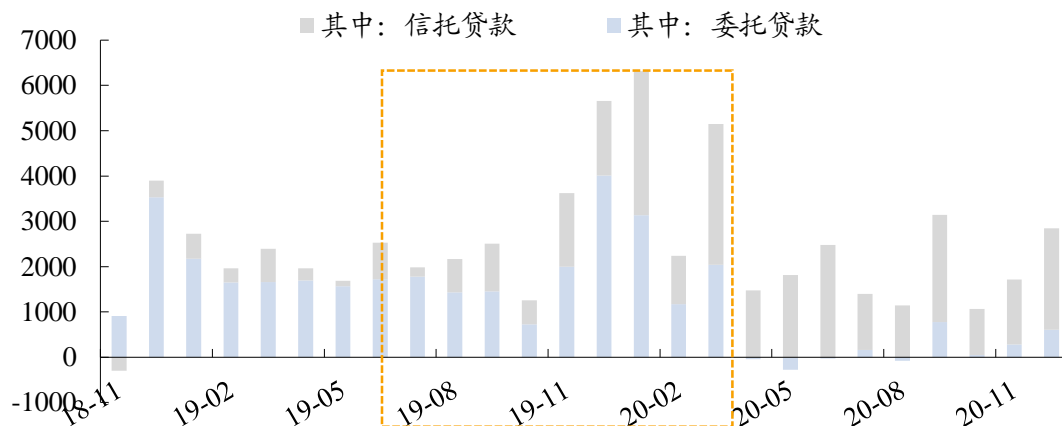


2.2资产端-投资资产：拉长久期，压缩非标

➤ 非标：继续压缩，节奏上密切关注19年中后期

- ✓ 预计19年上半年仍将平稳压降。720《指导意见》对非标处置有所放松的情况下，18年7月以来表外融资（委托贷款+信托贷款）稳定在每个月萎缩2000亿左右的节奏；
- ✓ 节奏：密切关注19年中后期。
 - 资管新规过渡期截止日在2020年底，且非标项目期限至少在1年以上，需密切关注19年中后期的监管导向。若重新趋严，下半年非标的处置节奏加快，社融数据也将持续承压。
 - 经粗略测算，19Q3-20Q1或为到期高峰，到期量为3.1万亿，其中委托贷款到期量高达1.8万亿。

图表23:社融净融资额口径预计到期规模（委托+信托，亿元）



备注：假设表外融资的平均期限为3年，即16年对应将在19年到期。

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

2.3 负债端：存款竞争仍大，同业融入稳定

◆ 存款：竞争压力仍大，但行业格局稳定。

➤ 量：稳定派生，边际好转。

✓ 预计明年信贷投放力度仍将加大，存款派生力度不减。

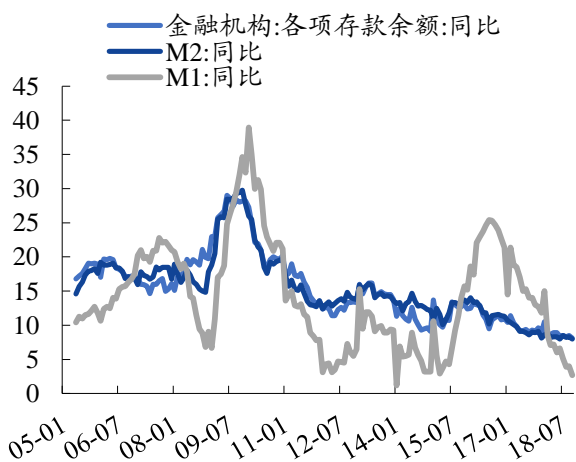
✓ 在严监管+低利率环境下，理财、货基、互联网金融分流的影响也边际减缓，结构上或倾向于定期；

➤ 价：有利有弊。

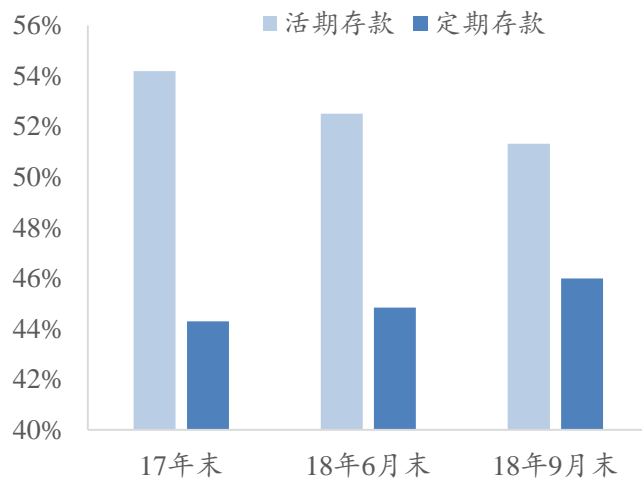
✓ 利：理财监管落地，预期稳定，高成本“结构性存款”或被逐步置换。（10月结构性存款余额下降至不到9.9万亿）

✓ 弊：流动性管理办法引导银行拉长负债久期，居民理财意识提高，存款定期化趋势或仍将在一定程度上提升存款成本。

图表24:17年以来M1、M2、存款增速持续回落

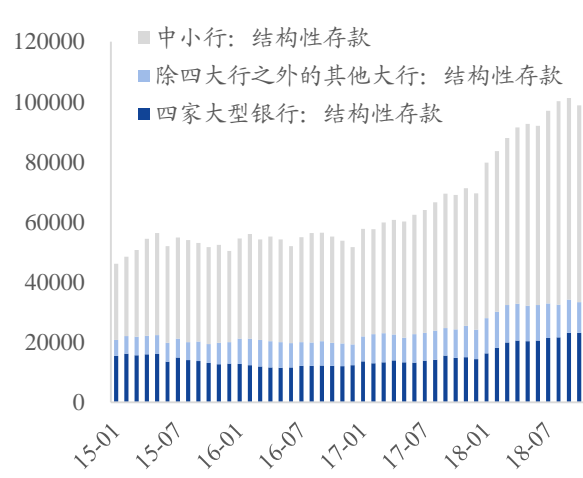


图表25:行业活期存款占比逐渐下降



备注：根据披露活期存款的上市银行数据统计测算

图表26:10月结构性存款余额见顶回落（亿元）

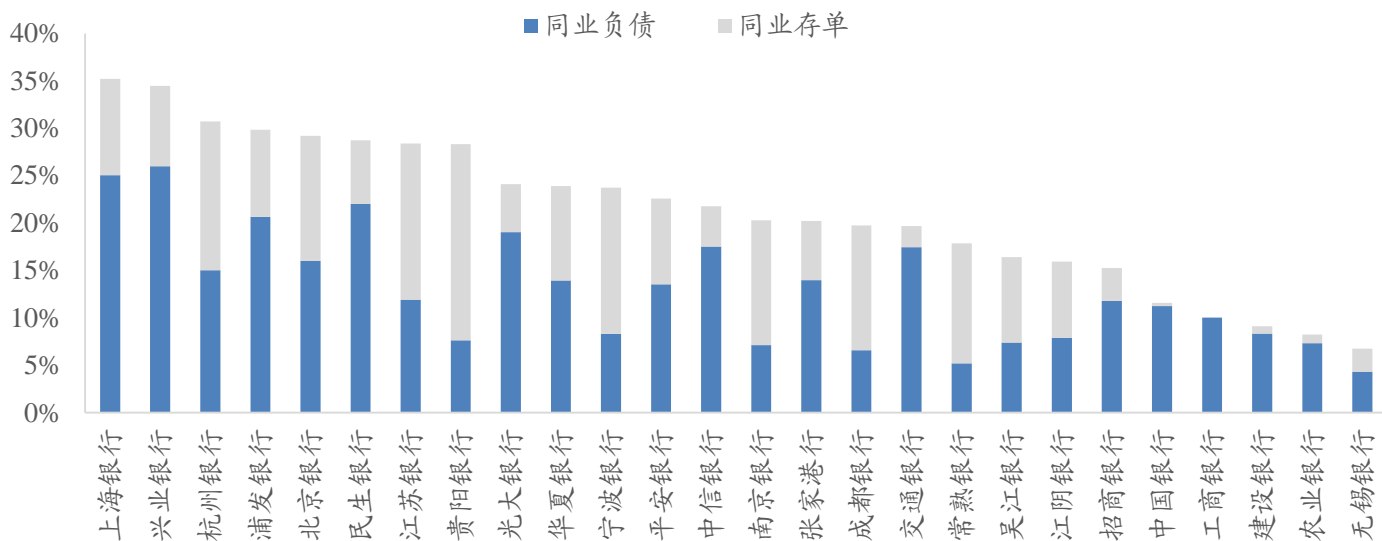


2.3 负债端：存款竞争仍大，同业融入稳定

◆ 同业融入：预计“同业负债+同业存单”占比保持稳定。

- ✓ 监管引导：当前同业融入资金已从15年“规模扩张工具”回归“流动性管理工具”。
- ✓ 银行自身：各上市银行负债结构基本调整到位。“同业存单+同业负债”占比均控制在33%以下，未来同业融入整体再度扩张的可能性不大。
- ✓ 结构：部分同业负债占比较低、流动性监管指标压力不大的银行，在满足监管的情况下，也有一定的增长空间。

图表27:上市银行18年9月末同业存单+同业负债占比



备注：预计剔除结算性存款，各家银行“同业存单+同业负债”占比均控制在33%以下

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

第三章

利润表：盈利能力保持稳健

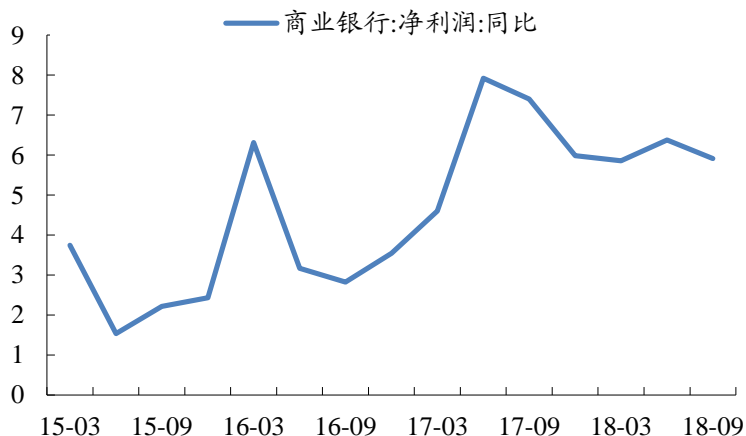
- 营收整体保持稳健
 - 净息差：继续改善的动能或逐步减弱，但仍有一定支撑
 - 手续费及佣金净收入：信用卡仍为亮点
 - 其他非息收入：预计19年增速逐步回归稳定
- 成本收入比：维持稳定
- 拨备：计提力度或将持续加大

3.1 利润表：盈利能力保持稳健

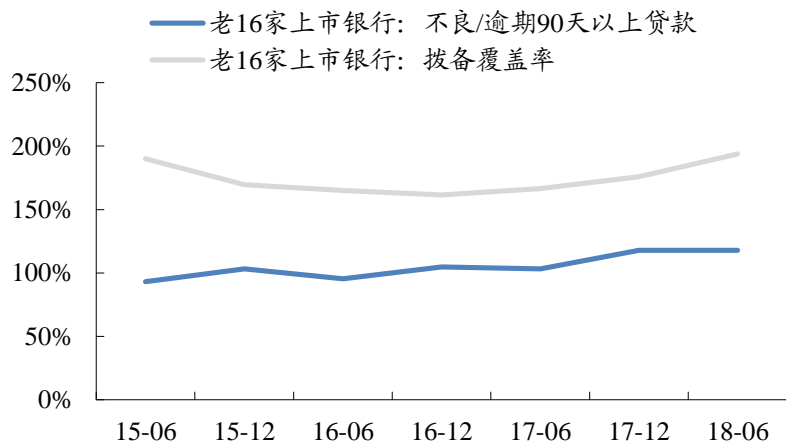
- ▶ **营收增长保持稳健：**考虑到规模增速稳中回升、息差走弱但仍具备一定韧性以及信用卡业务高增长支持中收稳定等因素，19年营收增长或将仍能保持稳定。
- ▶ **成本收入比维持稳定：**除个别银行将加大IT投入可能带来一定影响外（如招行将每年营收的1%用作IT投入），大部分银行预计仍保持稳定。
- ▶ **拨备计提力度或将持续加大：**
 - ✓ 明年资产质量整体存在一定不确定性，但影响相对有限。
 - 反映到报表存在时滞（或在19年下半年逐步显现）
 - 16年以来银行资产质量更加扎实，不良资产处置力度持续加大。
 - ✓ 相比13-16年不良加速暴露期，本轮经济波动周期的风险情况整体可控，银行应对节奏或将更从容。

结论：预计19年银行业利润增速虽稳中略降，但仍较为稳健。

图28：15年以来银行业的利润增速保持在较为稳定的水平（%）



图表29：当前行业资产质量较为扎实

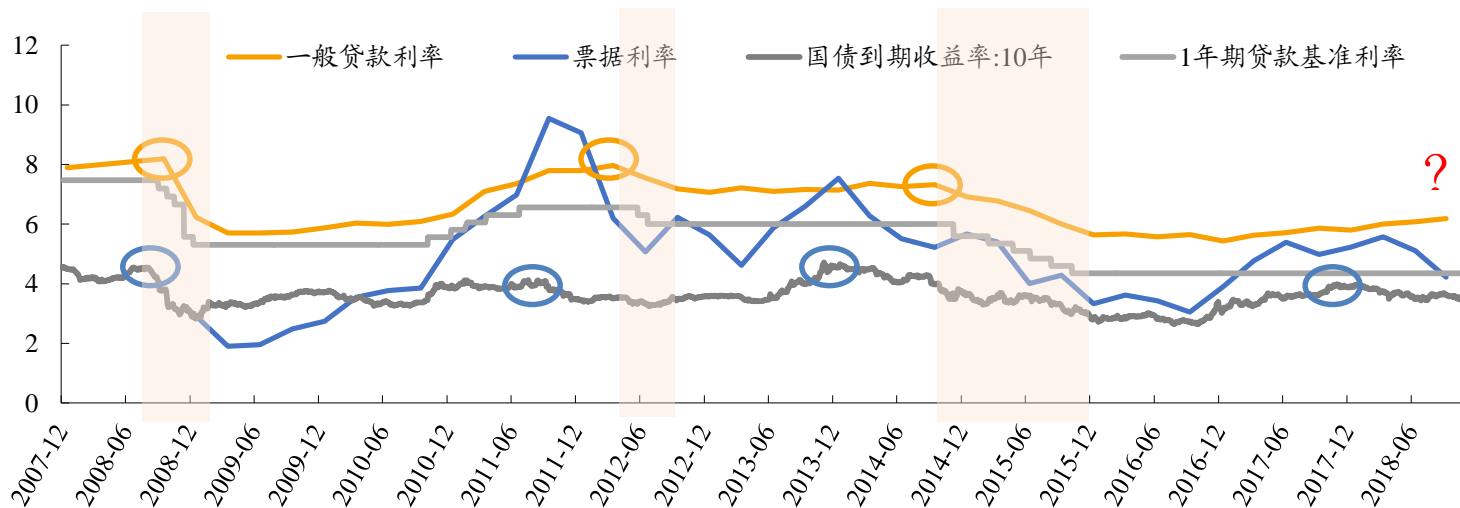


3.2 利润表-净息差

◆ 净息差继续改善的动能或逐步减弱，但仍有一定支撑。

- ✓ 资产端结构调整：贷款作为高收益的生息资产，占比逐步提升。
- ✓ 负债端价格优势：预计同业利率处于低位。考虑到到期置换因素，同业负债成本或下降；
- ✓ 个股：息差分化取决于资产结构与核心负债优势；但短期各银行贷款与同业负债的存量置换节奏决定了息差的韧性。
- 中长期趋势：存贷利差将收窄，核心负债优势+资产结构是个体分化关键。
- ✓ 贷款：预计19年新发放贷款收益率稳中略降。
 - 流动性合理充裕，市场资金利率下行，或将逐步向信贷端传导；
 - 政策层面引导银行降低实体企业融资成本，如力争主要商业银行Q4新发放小微企业贷款平均利率比Q1下降1pc；
 - 在经济下行压力加大的情况下，部分银行风险偏好下降，贷款投放倾向于短期的票据贴现类贷款；对公客户的选择上，倾向于更加优质的战略客户。
- ✓ 存款：行业竞争压力仍然较大，预计成本逐步提升。

图表30：历史上三轮利率下行周期的传导过程：国债利率与票据利率的拐点基本同步，领先一般贷款利率2-3个季度



3.3 利润表-手续费及佣金收入

◆ 手续费及佣金收入：信用卡仍为亮点

➤ **理财**：手续费收入增速预计上半年稳定。密切跟踪下半年，或由于监管环境的变化而波动。

18年6月末，银行非保本理财的规模约为21万亿，较17年末下降5.3%。但8月监管宽松以来，规模已回升至22.3万亿，预计19年规模将稳定增长，主要受益于现金管理类产品发行加速。但节奏上需密切关注下半年非标的处置节奏，或将影响中收。

➤ **代销保险及基金**：仍将受到严控银行保险代销政策、减费让利、资本市场寒冬等因素的影响。

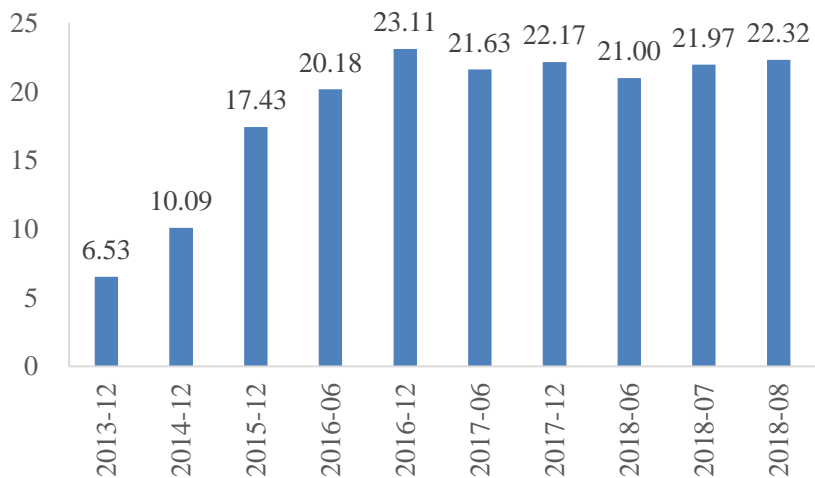
➤ **托管业务**：预计仍将下滑。当前行业竞争激烈，有牌照的券商也在积极开展托管业务，银行托管费率承压。此外，市场环境遇冷，资管类产品的规模收缩，对银行托管规模也有一定负面影响。

➤ **银行卡**：预计收入仍将保持较快增长。

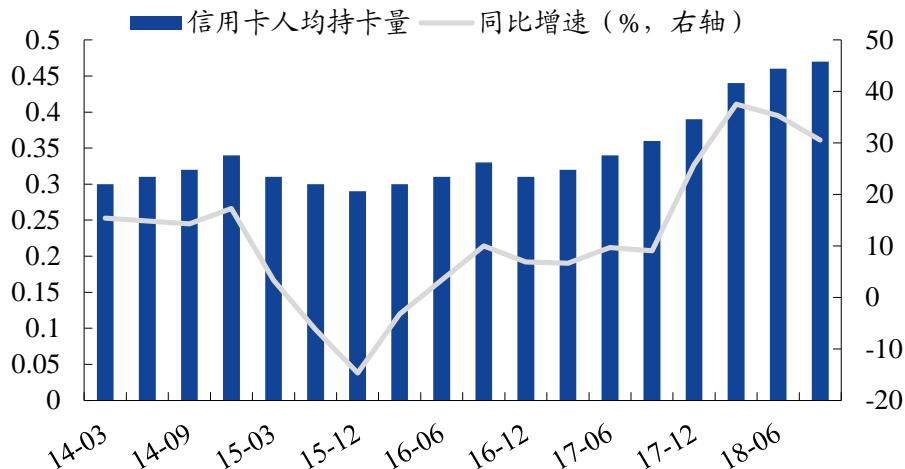
✓ **外部环境**：我国信用卡市场仍有广阔发展空间（我国人均持卡量0.47张 VS 美国人均持卡3张）；互联网金融业务监管不断推进的情况下，消费贷款需求或将逐渐回流向银行。

✓ **银行自身**：低资本占用+风险分散，银行投放意愿较强。

图表31：非保本理财余额逐步趋于稳定（万亿）



图表32：中国人均信用卡持卡量增长迅速



3.4 利润表-其他非息收入

◆ 其他非息收入：19年增速逐步稳定

➤ 18年前三季度老16家上市银行的其他非息收入波动有所加大。

✓ **IFRS9准则切换带来的口径调整因素**：“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，其利息收入计入投资收益”，带来行业整体投资收益增速大幅提升至145%；

✓ **衍生品业务**：主要集中在外汇市场，粗略将公允价值变动损益、汇兑净收益轧差来看，实际波动较小；

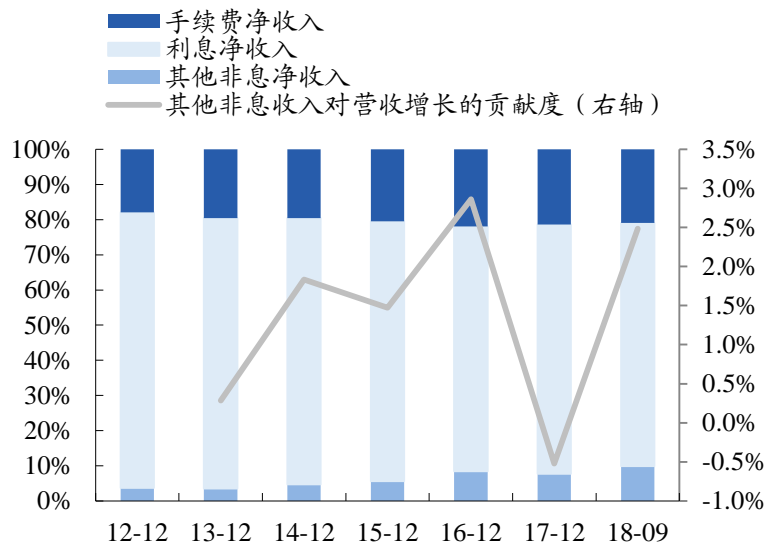
✓ **ABS**：18年至今银行通过ABS出表腾挪额度，共计发行7771亿，一次性处置获得的留存利差也计入投资收益（维持在1~2个点）。

➤ 预计19年增速将回归稳定。

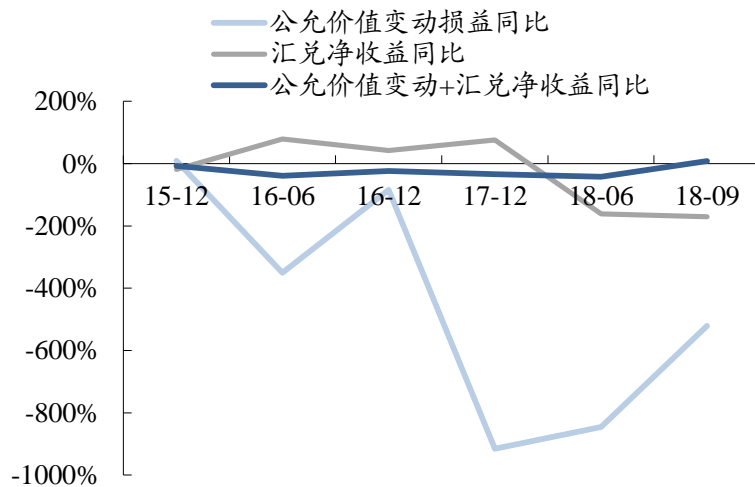
✓ 随着上市银行I9准则切换逐步完成，且银行发行ABS速度逐步趋于稳定，19年其他非息收入增速也将回归稳定。

✓ 考虑计入投资收益的科目增多，未来非息收入对整体营收也将更加重要。

图表33: 18年其他非息收入占比提升，波动变大



图表34: 公允价值变动损益+汇兑净收益整体波动较小



第四章

投资建议

- 银行板块：低估值+高股息率+稳健的业绩，配置价值凸显
- 个股推荐：
 - 交通银行：报表有望持续改善，零售优势未被充分认知
 - 常熟银行：兼具高成长性和业务特色
 - 基本面优质龙头：招行、宁波、四大行

4.1 银行板块：低估值+高股息率+稳健的业绩，配置价值凸显

◆ 估值低且资产质量扎实，具有一定配置价值

➤ 低估值且盈利能力相对较强，配置性价比较高。

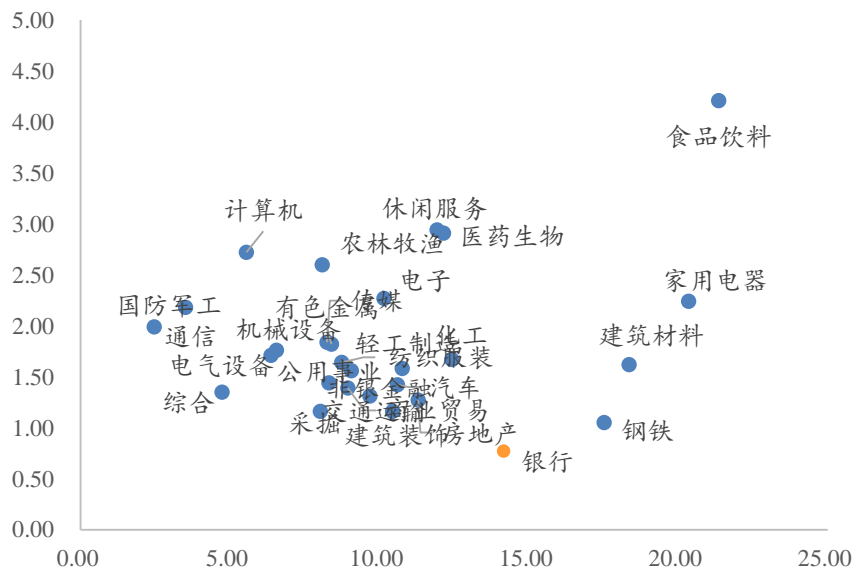
✓ 历史横向对比：银行板块当前估值仅为0.78倍PB，处于历史相对底部（08年以来，板块PB（LF）最低点出现在2018年7月2日，为0.76倍）。

✓ 行业间纵向比较：银行18年三季报ROE水平（年化）为14.15%，仅低于食品饮料、家用电器、建筑材料和钢铁，盈利能力相对较强，但估值PB最低（切换成PE估值，仍为所有板块最低），配置性价比较高。

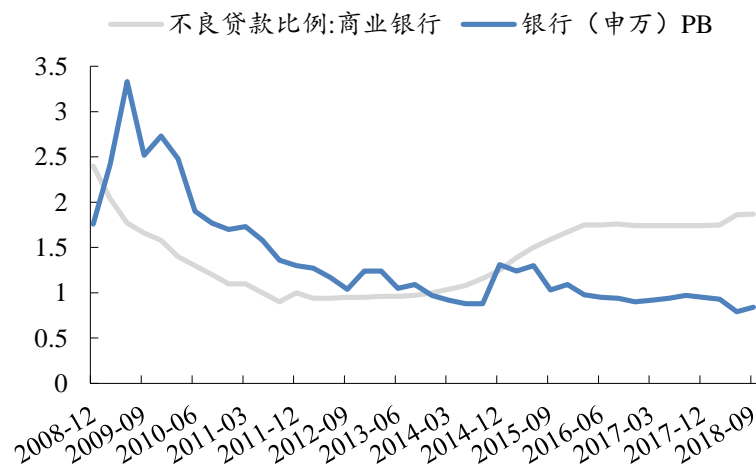
➤ 不良认定趋严，资产质量更加扎实。

✓ 08年以来，银行板块估值低点分别为2014年5月（估值为0.85倍）和2017年5月（估值为0.84倍），对应老16家上市银行14年和17年中报的不良/逾期90天以上贷款占比分别为111%和103%，而18年中报最新数据已经上升至118%。9月末，行业不良率提升至1.87%，高于14年和17年，但是整体资产质量更加扎实。

图表35:银行板块估值(PB)低，盈利能力(ROE)相对较强



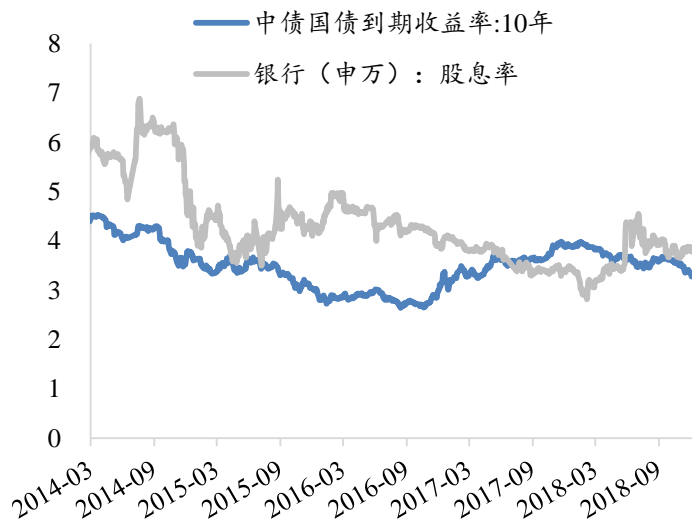
图表36:银行板块估值(PB)处于相对底部



4.1 银行板块：低估值+高股息率+稳健的业绩，配置价值凸显

- ◆ **高股息率：大行均在4%以上，估值稳定的情况下可获得稳健的投资收益。**
 - ✓ 五大行、招行、中信、光大、北京、南京银行17年分红比例均达到30%。五大行、中信、兴业、光大、北京、南京银行的股息率均在4%以上，高于3.6%左右的十年期国债收益率。
- ◆ **资金面：外资入场，长期投资风格偏向价值投资，利好银行板块。**
 - ✓ 随着A股逐步被纳入“MSCI”和“富时罗素指数”，海外资金逐步入场。境外投资者更偏爱业绩稳定的行业龙头与大型蓝筹股，银行板块充分受益。

图表37:银行股股息率与10年期国债收益率水平
(10年期国债收益率: 3.3%以下)



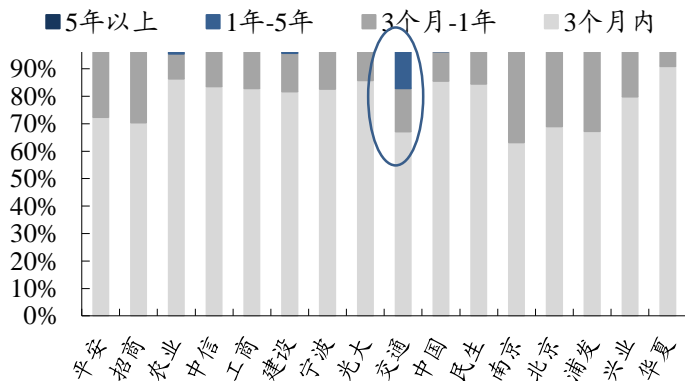
图表38:老16家上市银行估值及股息率情况

	18PB	19PB	18PB跌至 08年以来 底部空间	最近10年			分红情况	
				最高	平均	最低	股息率	分红比例
工商银行	0.84	0.76	1.81%	3.08	1.45	0.83	4.52%	30.0%
建设银行	0.87	0.78	8.51%	3.31	1.44	0.80	4.44%	30.0%
农业银行	0.79	0.65	新低	1.79	1.12	0.82	5.01%	30.0%
中国银行	0.69	0.63	新低	2.59	1.19	0.73	4.93%	30.1%
交通银行	0.68	0.62	5.18%	3.79	1.24	0.64	4.93%	30.2%
招商银行	1.41	1.24	57.2%	4.73	1.85	0.90	2.96%	30.2%
中信银行	0.67	0.62	新低	3.39	1.34	0.74	4.70%	30.0%
浦发银行	0.70	0.63	2.6%	5.17	1.53	0.69	0.92%	5.4%
民生银行	0.63	0.57	新低	3.29	1.39	0.66	2.49%	15.4%
兴业银行	0.75	0.67	2.3%	4.38	1.52	0.73	4.09%	23.6%
光大银行	0.68	0.63	3.4%	2.01	1.04	0.66	4.75%	30.1%
华夏银行	0.58	0.53	新低	3.32	1.26	0.62	1.97%	9.8%
平安银行	0.80	0.72	8.8%	4.96	1.65	0.73	1.34%	10.1%
北京银行	0.72	0.66	新低	3.59	1.45	0.76	4.49%	30.1%
南京银行	0.88	0.76	6.2%	3.28	1.50	0.83	5.06%	30.3%
宁波银行	1.34	1.14	39.5%	5.00	1.92	0.96	2.45%	21.7%

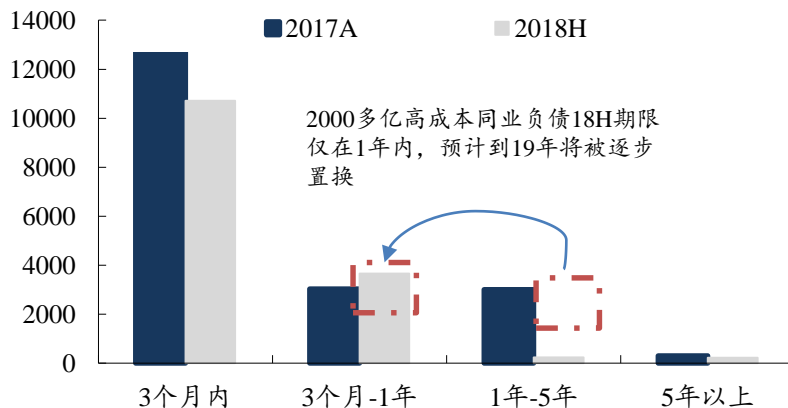
4.2 建议关注-交通银行：报表有望持续改善，零售优势未被充分认知

- ✓ **低估值+高股息率，基本面超预期改善。**交通银行当前19PB仅为0.63x，国有大行最低，主要由于其净息差和资产质量在同业中相对较弱。但交行报表已经两个季度改善，并且预计中短期内业绩改善的持续性较强，有望带来估值修复。股息率接近5%，远高于十年期国债收益率，处于上市银行较高水平，配置价值凸显。
- ✓ **持续改善之一：净息差中短期韧性较强。**前三季度为1.47%，较上半年提升6bps，Q3单季度环比大幅提升14bps。息差连续两个季度提升，主要受益于贷款利率上行和同业利率下行。预计19年息差仍有较强韧性：
 - **资产端：贷款重定价占比较高。**18年6月末，交行一年以内到期贷款占比高达34%，其他四大行均在30%以下，由于这部分重定价的贷款收益率相比新发放贷款较低，期限置换的因素下有利于贷款收益率保持较高水平。
 - **负债端：进一步受益于同业利率下行。**17年末交行同业负债结构中长期同业负债（1-5年）余额达3000多亿，占比约15.55%，远高于其他银行。从18年中报看，这部分高成本同业负债中的大部分（约2000多亿）到6月末期限仅剩3个月-1年，预计将在19年被低成本同业负债所替换，利于负债端成本的进一步改善。

图表39:17年末同业负债期限结构



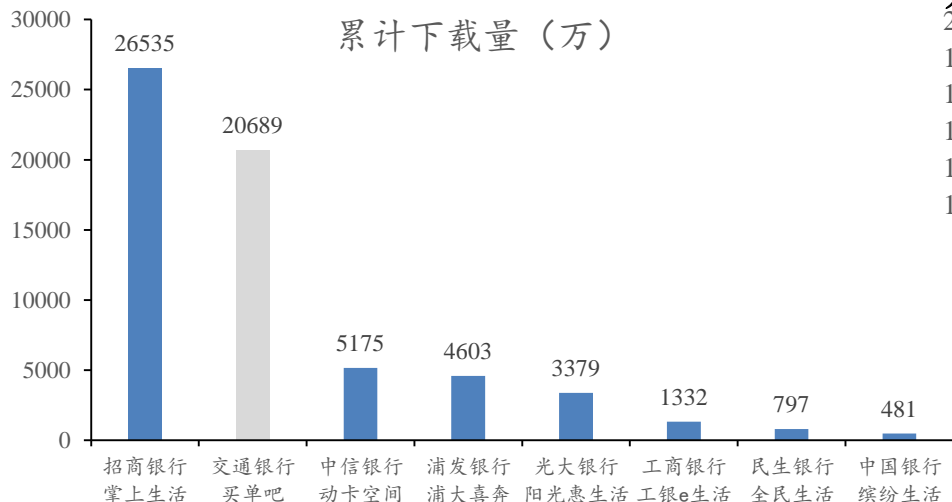
图表40:交行17年高成本同业负债将在19年到期



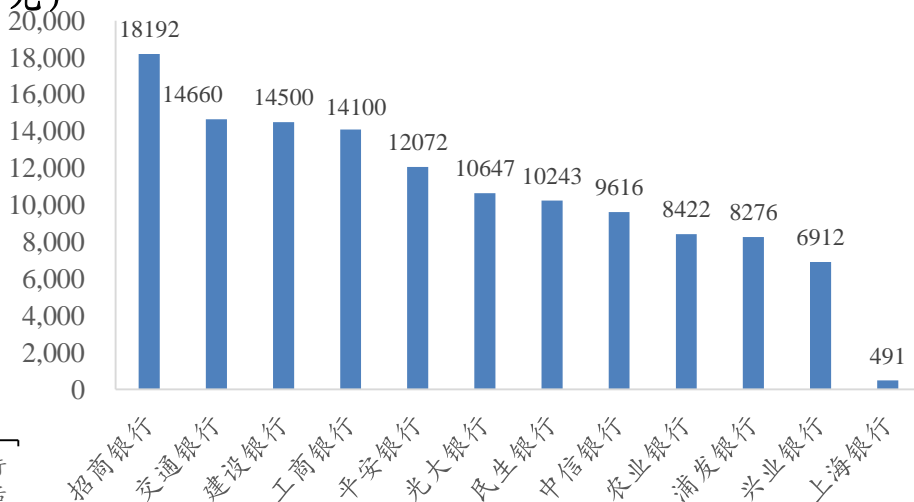
4.2 建议关注-交通银行：报表有望持续改善，零售优势未被充分认知

- ✓ **持续改善之二：资产质量将保持稳健。**18年，在行业整体资产质量改善速度放缓的情况下，交行逾期贷款余额和占比仍然保持“双降”趋势。此外，此前未市场所诟病的不良认定缺口已经在18年中报时一次性补齐，6月末，不良/逾期90天以上贷款占比提升至110%，资产质量更加扎实。作为国有大行，交行的客户基础、项目资源都较为稳健，一直以来公司风控体系也较为谨慎，预计19年资产质量仍将保持稳定。
- ✓ **业务特色：信用卡及财富管理业务优势明显。**交行延续汇丰银行零售金融优势，9月末信用卡在册卡量超7000万，信用卡交易额超2万亿，跃居行业第二，仅次于招行；“买单吧”APP绑卡客户3年内超5000万，逐步打造品牌影响力。信用卡及财富管理的特色优势，带动手续费及佣金净收入逆市高增9.2%，且增速逐季提升，利好中收表现。
- ✓ **有望带来市场化转变：新董事长上任，市场化转变可期。**交行新提拔董事长彭纯在行内深耕多年，对相关业务较为熟悉，致力于提升员工凝聚力，重视息差管理，继续发挥其零售金融优势。其在汇金公司等市场化部门均有工作经验，交行市场化转变可期，有望带动估值提升。

图表41:交通银行买单吧APP下载量行业第二



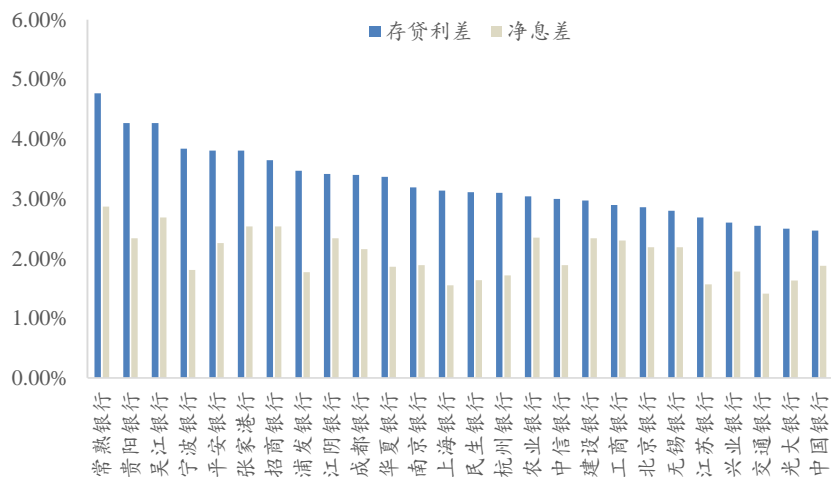
图表42:6月末，交通银行信用卡交易额行业第二（亿元）



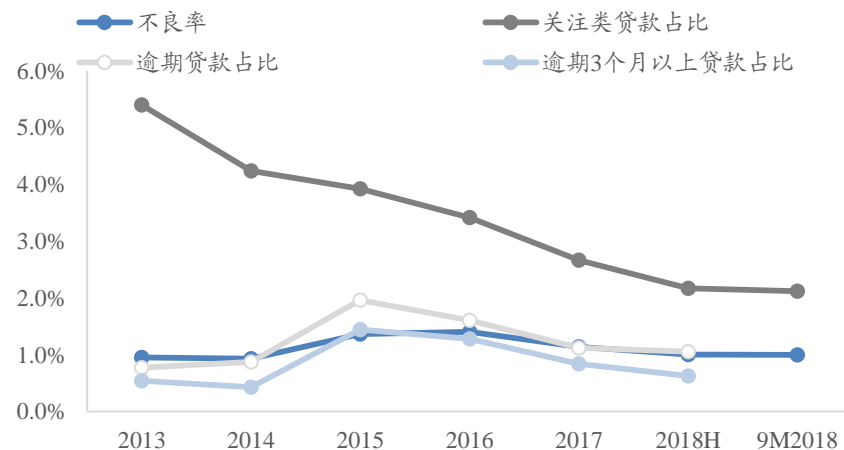
4.2 建议关注-常熟银行：兼具高成长性和业务特色

- 基本面优异，各项指标同业领先，主要依托其独特的业务优势。（当前18PB为1.24倍，19PB为1.08倍）
- ✓ 利润高增长得益于其异地扩张带来的优势。归母净利润增速从15年的负增长已经稳步提升至18年前三季度的25.32%，可比同业最高，从业绩拆分的角度来看，生息资产规模扩张为最主要因素。
- ✓ 净息差及存贷利差同业中表现优异，主要得益于小微业务特色。中报数据来看，净息差为2.87%，存贷利差4.77%，均为26家上市银行最高水平。主要受益于贷款端：A) 高收益个贷占比高；公司深耕小微业务，个贷占比高达48%，在上市银行中仅低于平安银行和招商银行。B) 个贷定价能力较强。个贷利率水平高达6.77%，远高于同业。
- ✓ 资产质量持续改善且优于同业，得益于其独特的风控体系。自15年开始，不良率、关注类、逾期贷款占比相关指标持续改善。17年以来，不良贷款余额和占比曾连续5个季度双降，改善幅度较大，主要得益于公司严格的风控水平。9月末，不良率下降至仅为1%，略高于宁波和南京银行，同业表现优异。

图表43:常熟银行净息差和存贷利率均为行业最高



图表44:常熟银行资产质量情况



4.2 建议关注-常熟银行：兼具高成长性和业务特色

- **业务特色一：异地扩张能力较强。**
 - ✓ 省内开设分支机构：江苏省内异地分行已达7家，18H省内异地贷款占比已达40%，相比16年末提升4pc以上。公司规划未来3年继续增设多家异地分支行，规模扩张可期。
 - ✓ 省外村镇银行辐射全国：作为江苏省唯一一家能够批量组建村镇银行的商业银行，当前已经设立30家村镇银行，且全部盈利。村镇银行ROE水平远超全行整体，未来随着持续发展有望成为新的利润增长点。
- **业务特色二：小微业务更为“下沉”。**与其他银行偏向公司的小微业务不同，常熟银行整体偏向个人经营贷款，较当地其他银行错位竞争优势明显。
 - ✓ 单笔金额较少（大约15万左右），风险更为分散；
 - ✓ 定价能力较强：客户贷款对利率敏感性不强，且贷款期限较短，具有较高的贷款定价能力，18H贷款收益率高达6.77%，为上市银行最高。
- **业务特色三：独特的风控体系，线上线下有效结合。**
 - ✓ 线下：客户经理进行高强度实地调查+信息验证，保障客户信息的真实性和有效性；
 - ✓ 线上：客户经理将前端信息采集形成标准化模板，然后交由中后台集中审批，提升信贷审批效率。

4.2 建议关注- 招行、宁波、四大行

◆ 招商银行：优势持续扩大，强者恒强

- ✓ **业务特色：**深耕“零售金融”近15年，客户基础扎实。6月末，零售客户总资产（AUM）余额达6.16万亿元。
- ✓ **盈利能力：**利润增速有望维持在15%左右。目前净息差在2.5%以上，处于同业较高水平。活期存款占比高达60%，为同业最高水平，低成本优势明显，利好净息差表现。
- ✓ **资产质量：**经营稳健，资产质量股份行最优质；拨备计提充足，拨备覆盖率超过300%，为股份行最高，抵御风险能力较强。
- ✓ **科技投入：**持续加大科技金融业务的投入（营业收入的1%），未来有望进一步扩大零售金融的优势。

◆ 宁波银行：盈利能力同业领先，资产质量管控到位

- ✓ **盈利能力：**经营稳健，机制灵活，盈利能力领先同业，归母净利润增速提升至20%以上。ROE水平持续提升，为老16家上市银行最高，盈利领先优势持续扩大。
- ✓ **资产质量：**管控严格，指标相对平稳，各项指标均为上市银行最优。不良生成率持续走低，拨备覆盖率水平超过500%，利润释放空间充足。
- ✓ **业务特色：**深耕宁波当地，“中小微企业服务专家”。
- ✓ **资本金补充：**100亿优先股发行完成，80亿定增正在推进，资本金补充到位有望打开增长空间。

◆ 四大行：经营稳健，股息率较高具有较强配置价值

- ✓ **经营稳健：**在当前市场环境下，国有大行经营稳健，抵御风险能力较强，具有一定优势。
- ✓ **股息率高：**大行分红均在30%以上，其股息率均在4%以上，农行接近5%，高于3.6%左右的十年期国债收益率，配置价值较强。
- ✓ **负债成本优势明显：**在行业存款竞争激烈的情况下，大行客户基础稳固，核心负债来源稳定，对于净息差有一定支撑。

第五章

风险提示

1. 宏观经济下滑，资产质量加速恶化；
2. 贸易战持续发酵，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧；
3. 金融监管力度超预期，对银行业经营产生负面影响；
4. 银行理财业务调整不及预期，影响银行中收。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园