

关注信用传导顺畅带来的估值提升机会

——银行业 2019 年投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2018 年 12 月 17 日

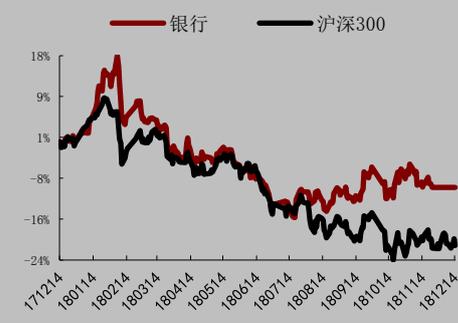
投资要点：

- 展望 2019 年，短期经济增速仍面临下行压力。经济下行期，资产质量问题又成为市场对银行板块投资最重要的评判因素。针对资产质量问题，目前市场普遍认为风险点集中在过去几年杠杆上升较快的政府部门和居民部门。从上市银行的信贷数据看，过去几年贷款新增主要来自于与地方政府相关的基建类贷款、房地产相关贷款以及居民相关的零售贷款（主要以按揭为主），而制造业贷款和批发零售贷款则持续被压降。从相应行业不良率的变动情况看，制造业和批发零售业的不良率已经高于 2008 年的水平，房地产相关贷款、基建类贷款以及个人贷款的不良率也已经接近 2008-2009 年的水平。在政府财政压力不断上升以及房地产开发商现金流存在进一步恶化的情况下，明年这些传统低风险或者相对低风险的贷款的不良率有进一步上升的可能。相应，银行的信用成本也将上升。
- 息差方面，2018 年由于表外融资受阻、信用收缩以及信用的风险上升，使得表内贷款的平均上浮比例年化值已经创出了十年新高。虽然三季度，平均贷款上浮比例有所下降，但是在美国加息周期的大背景下，国内融资渠道短期内无法有效拓宽的情况下，即便融资需求下降，融资利率下行的空间不大，持续时间也不会太长。负债成本方面，存款增长仍是主要决定因素。2018 年存款定期化趋势和表内化趋势明显，对公存款的增速快速下降，除了受政策影响外，企业信用扩张放缓是主因。因此，存款成本易升难降。
- 投资策略：银行板块目前的估值处于历史最低水平（部分银行对应的 2019 年 PB 已经降到 0.6 倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。目前已经推出的宽信用政策效果预计在 2019 年二季度显现，有望驱动银行板块估值上行。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。
- 风险提示：经济超预期下滑，宽信用政策的不确定性

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	18PB	评级
工商银行	6.33	6.94	0.85	增持
建设银行	7.66	8.45	0.86	增持
招商银行	19.8	22.1	1.43	增持
宁波银行	12.5	13.8	1.30	增持
南京银行	8.02	9.28	0.84	增持
常熟银行	5.30	5.89	1.27	增持
上海银行	13.8	15.9	0.84	增持

银行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018 年 12 月 14 日

相关研究

- 万联证券研究所 20181212_行业研究报告_AAA_11 月金融数据点评
- 万联证券研究所 20181210_行业周观点_AAA_银行业周报
- 万联证券研究所 20181203_行业周观点_AAA

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：010-66060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、2019 年银行股投资逻辑预判	4
2、经济增长面临下行压力 资产质量或有波动	5
2.1 2019 年经济增行面临下行压力	5
2.1.1 固定资产投资中重点关注房地产的下行风险	5
2.1.2 消费增速相应下滑	6
2.1.3 进出口：中美贸易战的负面影响开始显现	6
2.1.4 2019 年经济增长将面临下行压力	7
2.2 资产质量波动取决于经济下行的幅度	8
2.2.1 经济下滑预期，资产质量的担忧升温	8
2.2.2 过去五年，制造业和批发零售业贷款占比持续下降	8
2.2.3 高风险贷款占比高的银行不良率将上行	12
2.2.4 国有大行具有相对优势	13
3、净息差维持稳定或小幅下降 2-3BP	13
3.1 准备金预计下调 200 个基点，短期降息概率不大	13
3.1.1 通胀中枢大概率上移，但存不确定性	14
3.1.2 货币政策的预期：准备金下调 200 个基点，短期降息概率不大	14
3.2 净息差：基本保持稳定或者小幅收窄	14
3.2.1 贷款利率下行幅度有限	14
3.2.2 同业负债成本维持低位，存款成本易升难降	15
3.3 综合看净息差维持稳定或小幅收缩 2-3BP	16
4、中间业务收入预计能保持 10%左右的正增长	16
5、投资策略	17
5.1 行业比较分析	17
5.1.1 2018 年的市场回顾	17
5.1.2 行业估值比较	17
5.2 投资策略	18
5.2.1 基本假设	18
5.2.2 投资策略	18
图表 1：固定资产投资增速持续下滑	5
图表 2：基建投资增速持续下行	5
图表 3：开发商现金流开始恶化	6
图表 4：社会消费品零售总额增速持续回落	6
图表 5：进出口贸易差额	7
图表 6：GDP 增长	7
图表 7：问题贷款占比与 GDP 增速对比	8
图表 8：银行业人民币贷款结构图	9
图表 9：各家银行公司类贷款占比	9
图表 10：各家银行不同风险敞口贷款占比	10
图表 11：工商银行部分行业贷款占比变动	10
图表 12：招商银行部分行业贷款占比变动	10
图表 13：工行部分行业不良率变动	11
图表 14：招行部分行业不良率变动	11

图表 15: 房地产开发相关贷款占比	11
图表 16: 制造业和批发零售业贷款占比	12
图表 17: 各行业不良率与商业银行整体不良率对比	13
图表 18: 存款准备金率	14
图表 19: 社融与名义 GDP 增速对比	15
图表 20: 贷款平均利率上浮水平	15
图表 21: 同业存单周发行总额和票面利率	16
图表 22: 银行板块跌幅最小	17
图表 23: 部分公司仍能实现正收益	17

1、2019 年银行股投资逻辑预判

2018 年金融去杠杆，表现为社融增速下行速度快于经济增速的下行，导致信用快速收缩，出现了一些违约事件。从而影响了市场对银行资产质量持续改善的预期。而中美贸易摩擦迅速升级加剧了经济下行的压力，使得整个市场波动较大。银行股在估值低以及业绩确定性强的比较优势下，跑赢沪深 300 指数。

展望 2019 年，短期经济增速仍面临下行压力，而预计在 2019 年下半年经济增速下行的斜率会放缓。经济下行期，资产质量问题又成为市场对银行板块投资最重要的评判因素。针对资产质量问题，目前市场普遍认为风险点集中在过去几年杠杆上升较快的政府部门和居民部门。从上市银行的信贷数据看，过去几年贷款新增主要来自于与地方政府相关的基建类贷款、房地产相关贷款以及居民相关的零售贷款（主要以按揭为主），而制造业贷款和批发零售贷款则持续被压降。从相应行业不良率的变动情况看，制造业和批发零售业的不良率已经高于 2008 年的水平，房地产相关贷款、基建类贷款以及个人贷款的不良率也已经接近 2008-2009 年的水平。在政府财政压力不断上升以及房地产开发商现金流存在进一步恶化的情况下，明年这些传统低风险或者相对低风险的贷款的不良率有进一步上升的可能。相应，银行的信用成本也将上升。息差方面，2018 年由于表外融资受阻、信用收缩以及信用的风险上升，使得表内贷款的平均上浮比例年化值已经创出了十年新高。虽然三季度，平均贷款上浮比例有所下降，但是在美国加息周期的大背景下，国内融资渠道短期内无法有效拓宽的情况下，即便融资需求下降，融资利率下行的空间不大，持续时间也不会太长。负债成本方面，存款增长仍是主要决定因素。2018 年存款定期化趋势和表内化趋势明显，对公存款的增速快速下降，除了受政策影响外，企业信用扩张放缓是主因。因此，存款成本易升难降。

规模方面，预计明年社融规模增长 19 万亿，其中，新增人民币信贷在 15 万亿，表外信托和委托贷款压降放缓。银行总资产的增速略有回升到 7.5%。息差水平小幅下行 2-3 个 BP，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大；在经济下行期间，信用成本将小幅上升到 1.14% 的水平。对银行整体业绩进行测算，预计 2019 年银行板块整体归母净利润同比增速在 6% 附近，略低于 2018 年的 7%。

投资策略上，银行板块目前的估值处于历史最低水平（部分银行对应的 2019 年 PB 已经降到 0.6 倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。预计目前已经推出的宽信用政策效果显现在 2019 年二季度，有望驱动银行板块估值上行。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

2、经济增长面临下行压力 资产质量或有波动

2.1 2019年经济增行面临下行压力

2.1.1 固定资产投资中重点关注房地产的下行风险

2018年经历了金融去杠杆，实体经济开始下行，固定资产投资增速持续下滑。其中，基建投资增速下滑幅度明显。我们认为基建投资增速回落主要由于以下几个因素：一是此前两年较高的基数原因，前两年2万亿的PPP项目和4万亿的棚户区项目；二是基建投资审批速度大幅下降，甚至一些已经开工的项目；三是PPP项目的进一步规范，地方政府通过PPP项目来隐形融资的渠道被堵死。

从目前的政策看，政府于2018年7月起提出加大“基础设施领域补短板”力度。基建投资的领先指标初显回暖迹象，例如项目审批重新加快，地方政府融资额上升，建筑公司订单量回升。与此同时，基建投资的同步指标也开始回暖。因此，我们预计基建投资从2018年的零增长回升至2019年的8%左右的同比增长。

图表1：固定资产投资增速持续下滑



图表2：基建投资增速持续下行



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

资料来源：wind资讯，万联证券研究所

2018年房地产投资增速虽然保持高位，但是从房地产的细节数据看，主要是受土地购置费的支撑，建安工程以及设备工器具购置全部是负的。考虑到下半年土地成交额增速开始回落，房地产投资增速回落压力增加。另外，再叠加2018年企业的融资环境整体上收紧，地产公司的财务状况已经开始变差，不仅现金流已经开始转差，在资产负债率不断上升的情况下，流动比率和速动比率出现下滑。

图表3: 开发商现金流开始恶化



资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

2.1.2 消费增速相应下滑

2018年前三季度, 社会消费品零售总额同比出现明显下滑, 较2017年同期增速下滑幅度近1个百分点。考虑到通胀因素, 实际增速下滑的幅度可能更大。从社会消费品零售总额指标的结构变动看, 除了汽车销售的显著下滑以外, 与房地产相关领域的消费也出现走弱。从总量角度看, 消费信贷的走弱也在一定程度上抑制了居民消费能力。与此同时, 棚改货币化比率的边际弱化使得三四线城市消费也难有支撑。观察汽车、酒店以及博彩业的数据, 5月开始消费各领域数据不同程度不同时间点显现放缓趋势。结合基数因素, 预计消费放缓的趋势将持续到2019年中期。

图表4: 社会消费品零售总额增速持续回落



资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

2.1.3 进出口: 中美贸易战的负面影响开始显现

10月贸易数据再超预期, 主要是受到人民币贬值以及贸易战出口前移等因素影响。

但是观察中美贸易清单中，具体商品月度进出口额跟踪，中美贸易战中第一轮被征税价值500亿美元的商品对美国的进出口增速已经开始出现较为显著的下滑。未来1年伴随着美国对中国出口商品加征关税的负面影响逐步显现，外贸增速将面临下降的压力。

图表5：进出口贸易差额

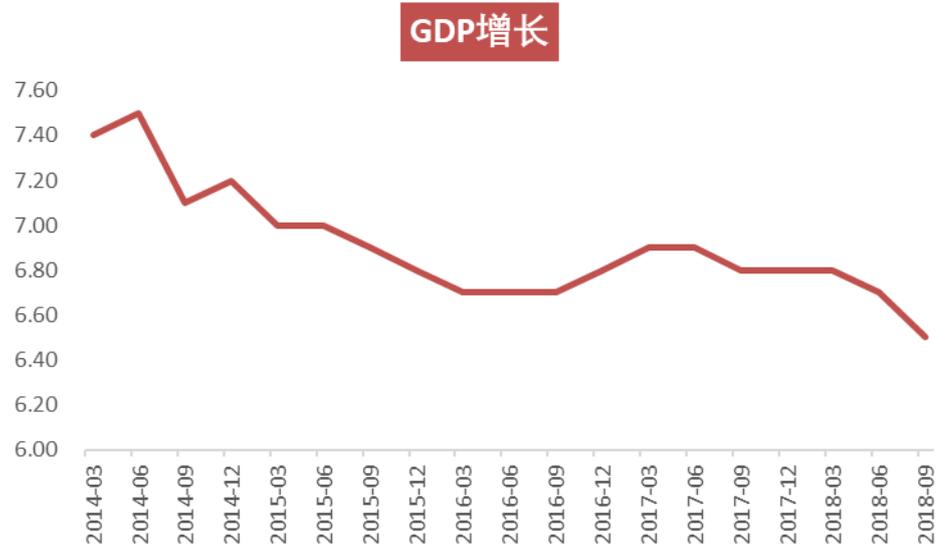


资料来源：wind资讯，万联证券研究所

2.1.4 2019年经济增长将面临下行压力

综上所述，2019年经济增速将面临下行压力，在政策托底基建的背景下，房地产下行的风险将成为主要矛盾。经济下滑，银行资产质量会有波动，引发信用成本的上升。宽货币向宽信用传导，政策需要引导融资成本下降，期望通过宽信用的方式托底经济，又会对明年银行的息差有所扰动。

图表6：GDP增长



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

2.2 资产质量波动取决于经济下行的幅度

2.2.1 经济下滑预期，资产质量的担忧升温

而对于资产质量的问题，在中期策略中我们已经做过分析，影响银行股估值的不是当期的不良率而是市场预期不良率的变化趋势。而不良率的走势又和宏观经济走势息息相关。对比问题贷款占比与GDP增速，结果，问题贷款占比变动趋势滞后于经济增速的变化。在2010年到2015年经济增速持续下降，2010年-2012年，经济增速在8%-10%之间波动，复合当时正常经济增速预期，问题贷款的占比变动不大，略有下降；而2013年后，经济增速超预期下降，整体增速降档，不良率也随之上升。而当经济增长进入平台期后，处于稳定状态之时，不良率开始回落。

图表7：问题贷款占比与GDP增速对比



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

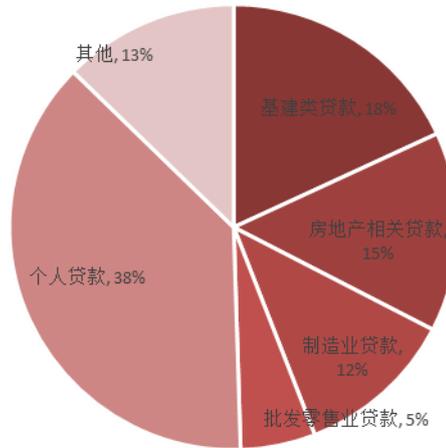
总之，经济增长下滑幅度在合理范围内，不良率变化不大；经济超预期下滑时，不良率随着经济的超预期下滑而上升；经济增长进入平台期后，不良率会有所回落。从目前看，市场对经济增长的预期并不乐观，预期不良率的上升已成共识。但是不良率到底上升多少，市场并没有给出确切的数字。目前市场分析的角度，主要是从过去几年杠杆率变化较大的部门出发，来分析不良率上升的情况。本文试图从银行贷款占比的角度，试图来分析银行资产的质量的变迁。

2.2.2 过去五年，制造业和批发零售业贷款占比持续下降

我们对银行的主要贷款进行归类，主要包括个人贷款，基建类贷款，房地产开发相关贷款，制造业贷款，批发零售业贷款以及其他贷款。截至2018年中期，个人贷款占比38%，基建类贷款占比18%，房地产开发相关贷款占比15%，制造业贷款占比12%，批发零售业贷款占比5%。

图表8：银行业人民币贷款结构图

银行业人民币贷款结构图

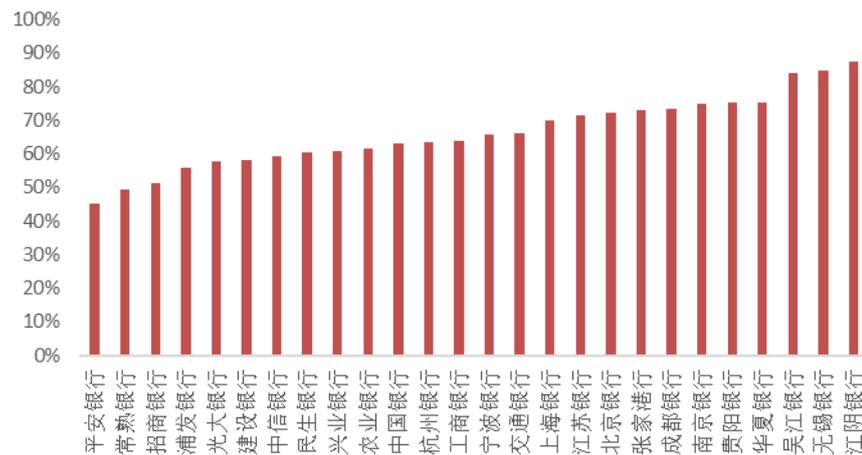


资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

从上市银行的贷款结构看，各家银行对公贷款占贷款总额的比例中位数64.7%和个人贷款占贷款总额的比例为35.3%。其中，国有大行公司类贷款占比中位数63%，建行个人贷款占比最高41.6%；股份行公司类贷款占比中位数58.5%，平安银行和招商银行个人贷款占比居前，分别为55%和48%；城商行公司类贷款占比中位数72%，杭州银行和宁波银行个人贷款居前，占比分别为36.3%和34.4%；农商行公司类贷款占比中位数84%，常熟银行个人贷款占比遥遥领先达到50%。

图表9：各家银行公司类贷款占比

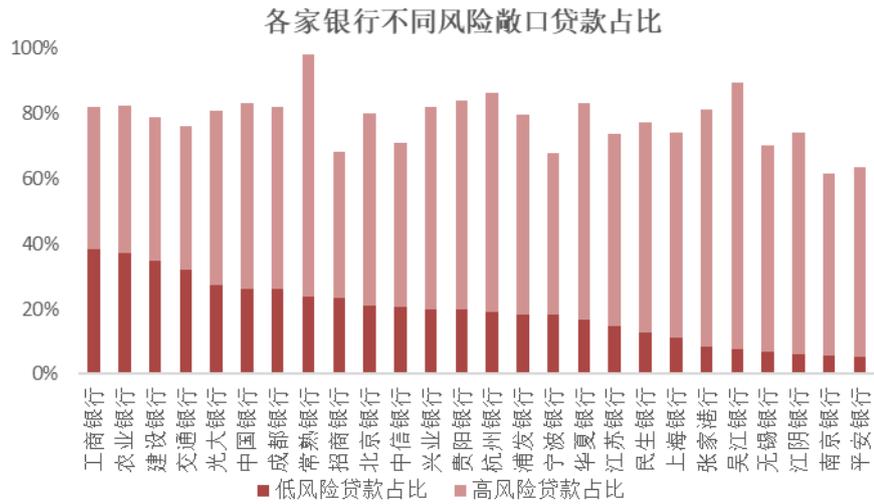
各家银行公司类贷款占比



资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

公司类贷款中，基建类贷款的占比最高，其次依次是制造业贷款、房地产相关贷款、批发零售业贷款。其中对公高风险敞口的贷款占对公贷款总额的比例为52%，而低风险敞口的贷款占比30%。

图表10: 各家银行不同风险敞口贷款占比



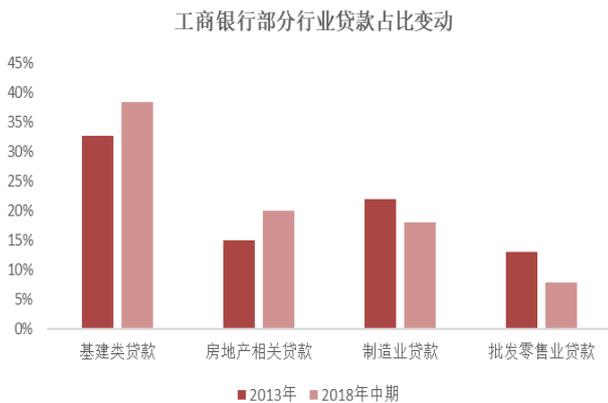
资料来源: 上市银行公司公告, 万联证券研究所

从过去五年新增的贷款情况看, 各家银行基本新增的贷款主要集中在基建贷款和房地产贷款, 因此基建类贷款和房地产相关贷款占比持续上升, 而压降的贷款集中在制造业和批发零售业务贷款, 占比稳步下降。

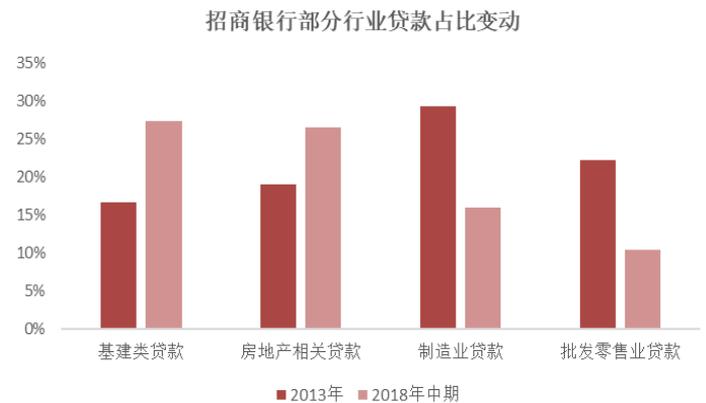
以工行和招行为例, 过去5年中, 工商银行基建类贷款占比和房地产相关贷款占公司类贷款的比例从2013年32.7%和15%上升到2018年中期的38.4%和20%; 招商银行基建类贷款和房地产相关贷款的占公司类贷款的比例则是从2013年的16.7%和19%上升到2018年中期的27.4%和26.5%。

相应的, 工商银行制造业贷款和批发零售贷款的占比从2013年的22%和13%下降到2018年中期的18%和8%; 招商银行制造业贷款和批发零售贷款的占比从2013年的29.3%和22.3%下降到2018年中期的16%和10.5%。

图表11: 工商银行部分行业贷款占比变动



图表12: 招商银行部分行业贷款占比变动



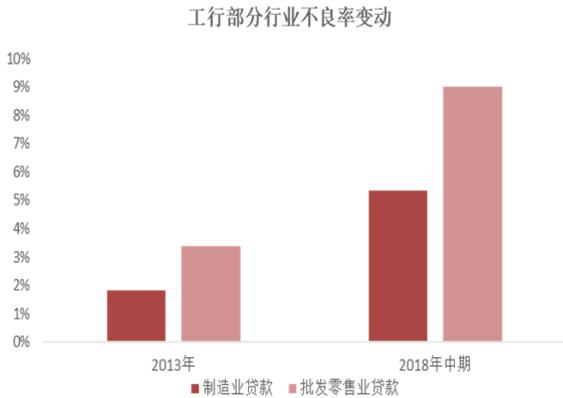
资料来源: 上市银行公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 上市银行公司公告, 万联证券研究所

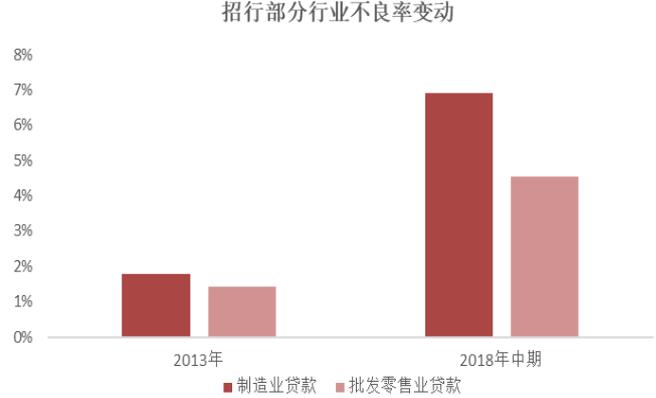
压降制造业贷款和批发零售业贷款, 主要原因仍是风险较高。以工行和招行为例, 工商银行制造业贷款和批发零售贷款的不良率从2013年的1.82%和3.4%上升到2018年

中期的5.34%和9.02%；招商银行从2013年的1.78%和1.44%上升到2018年中期的6.91%和4.53%。

图表13：工行部分行业不良率变动



图表14：招行部分行业不良率变动



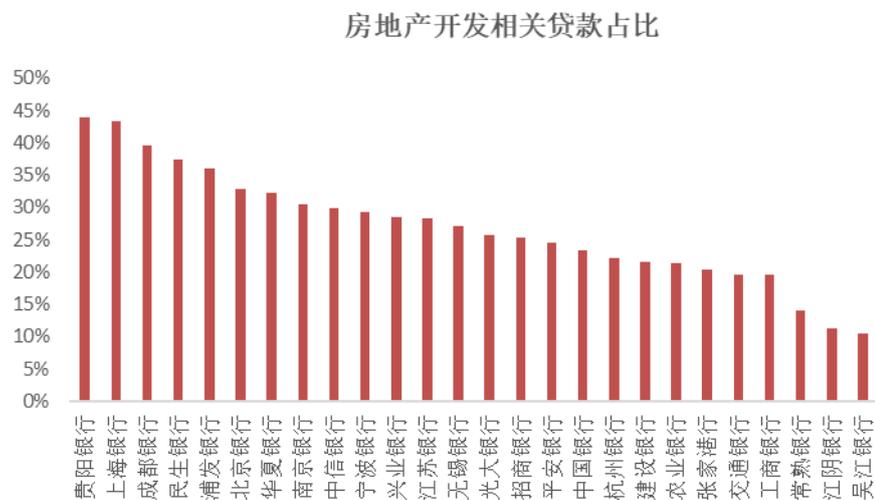
资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

基建类贷款的占比中位数为20.3%，占比较高的公司基本集中在大型银行，包括工商银行、农业银行、建设银行和交通银行，分别占比39.5%、37.9%、35.2%和33.4%。其中，国有大行基建类贷款的占比普遍较高，占比均值在35%；股份行基建类贷款的占比均值19.2%，光大银行和招商银行占比相对较高，分别为28%和26%；城商行的占比均值18%，成都银行占比达到26%；农商行的占比均值为11.2%，常熟银行占比近24%。

房地产开发相关贷款的占比中位数为26.44%，占比较高的银行主要集中在部分城商行和部分股份行。其中贵阳银行、上海银行的占比超过40%，成都银行、民生银行、浦发银行、北京银行、华夏银行和南京银行的占比超过30%。

图表15：房地产开发相关贷款占比



资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

而制造业贷款和批发零售业贷款的占比的中位数为29.6%，其中农商行以及部分城商行的占比较高相对较高，而这些银行主要集中在长三角地区，服务范围也集中在长三角地区，而这些地区又是以外向型经济为主，出口对当地经济的拉动作用又相对明显。

图表16：制造业和批发零售业贷款占比



资料来源：上市银行公司公告，万联证券研究所

2.2.3 高风险贷款占比高的银行不良率将上行

根据我们对明年宏观经济增长重要变量的分析，从静态的角度看，即不考虑外溢效应的影响，风险更多的来自于与出口密切相关的行业和地区，以及房地产相关相关贷款，以及过去几年增速相对较快的水利基础设施建设行业的贷款。

从对美出口各行业占对美出口总金额的比例数据看，机电和音响设备的占比最高，达到46.2%；家具、灯具、玩具以及运动用品占比11.9%；纺织原料及纺织制品占比9.9%，其中非针织和非钩编的服装及其他纺织制品的占比达到一半；贱金属及其制品占比5.2%，其中钢铁制品占比接近45%；车辆、航空器、船舶及运输设备占比4.6%，其中车辆及其零部件除铁道车辆外占比77%；塑料和橡胶及其制品占比4.3%，其中塑料及其制品占比83%。

从美方利益出发，对征税的角度考虑，在不能严重影响到美国居民的生活消费的前提下，拥有进口替代市场且能达到压制中国制造业升级的目的。因此，对不同的品类的影响或有区别，比如机电、音像设备及其零附件很可能由于替代品相对受限的缘故，进一步加征较高关税的概率并不大；而车辆及其零附件品类，全部征收较高关税的概率相对较大。而对于相对低端技术的商品，又有较多的进口替代市场，这些产品的加征关税的概率就很大。

考虑到数据的可得性，我们直接上述两个行业的数据占比加总，来衡量相对风险情况。农商行以及部分城商行的占比较高相对较高，而这些银行主要集中在长三角地区，服务范围也集中在长三角地区，而这些地区又是以外向型经济为主，出口对当地经济的拉动作用又相对明显。从国内各省市的进出口数据看，江苏省、广东省和浙江省排名靠前，出口对当地经济的拉动作用较大。

而截至2016年末，整体商业银行发放的制造业贷款和批发零售业贷款的不良率分别为3.85%和4.68%，均已经高于2008年的水平。而对比同期上市银行相应行业的不良率数据，基本上都高于行业整体的不良率数据。但是由于结构问题，使得对公司总体不良率的影响相对较低。

而对于基建类相关行业贷款的平均不良率在0.6%以下，总体保持在相对较低水平，不过近三年不良率也随着行业整体不良率的上升而上升，但是整体上升幅度有限，仅有部分公司的部分行业波动较大。从历史数据看，除了2008-2012年相关行业的不良率和行业整体不良率基本持平外，其他时间均显著低于行业整体不良率水平。考虑到基建投资的明年经济中起到重要的作用以及长周期的城市化进程中基建投资仍保持较高增长，我们预计基建投资的不良率将有所上升，但是预计上升的幅度不会超过行业整体的幅度，而且仍将保持显著低于行业平均水平的态势。

房地产相关贷款占比主要取决于地产融资情况，目前看有信托对地产融资的放开，以及一线城市对首套房利率的放松，都会在一定程度上缓解地产商的压力。

图表17：各行业不良率与商业银行整体不良率对比



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

2.2.4 国有大行具有相对优势

结合贷款增速数据，基建类贷款的不良率波动主要是交通运输和水利建设两个增速较快的行业。考虑过去几年基建投资的情况，在PPP大发展的背景下，基建投资一直保持较高的增速，而2018年由于金融去杠杆以及地方财务整顿，使得基建投资增速下滑，预计2019年在开前门堵后门的思路下，风险暴露的节奏或将放缓。房地产政策放松的预期下，地产公司的融资压力降低。综合低风险贷款占比数据，高风险贷款中房地产贷款的占比，国有大行仍具有相对优势。

3、净息差维持稳定或小幅下降 2-3BP

3.1 准备金预计下调200个基点，短期降息概率不大

3.1.1 通胀中枢大概率上移，但存不确定性

2018年通胀整体温和回升，全年CPI同比预计2.2%。2019年通胀可能受到猪肉、石油以及汇率等因素推动。我们在中性假设下，预计通胀中枢较2018年高，全年在2.5%左右，对货币政策方向不造成影响。

3.1.2 货币政策的预期：准备金下调200个基点，短期降息概率不大

我们预计明年外汇占款可能大体持平或者小幅下降。从最终实现宽信用的政策目标看，2019年货币政策有望继续保持宽松，预计2019年降准2个百分点，期望通过提高货币乘数，来增加货币供应量。

我们预测2019年大概降准200个基点，使得大型银行的准备金率下降到12.5%，中小银行的准备金率降到10.5%。至于基准利率方面，受限于美国加息周期，国内降息的概率不大。

目前化解货币政策传导机制中存在的障碍，有效引导实体经济融资利率下行，才能更有效的促进广义信贷的扩张。目前已经推出了一系列政策，针对民营企业再贷款和再贴现政策，针对民营企业的债券融资支持工具，以及近期研究设立民营企业股权融资支持工具等，目的是通过对民营企业增信的方式解决融资难的问题。

图表18：存款准备金率



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

3.2 净息差：基本保持稳定或者小幅收窄

3.2.1 贷款利率下行幅度有限

2018年，由于金融去杠杆，使得融资收缩速度快于经济下行的速度，使得融资利率的下行相对缓慢。表外融资快速收缩，1-11月份表外融资规模下降2.76万亿，而2017年表外融资新增达到3.6万亿，其中，委托贷款下降了1.39万亿，信托贷款下降了0.64万亿，未贴现票据下降了0.74万亿，2017年同期分别增长0.78万亿、2.26万亿和0.54万亿。2018年，1-11月新增贷款总额14.74万亿（2017年13.84万亿），新增贷款贡献了社融新增的84%。

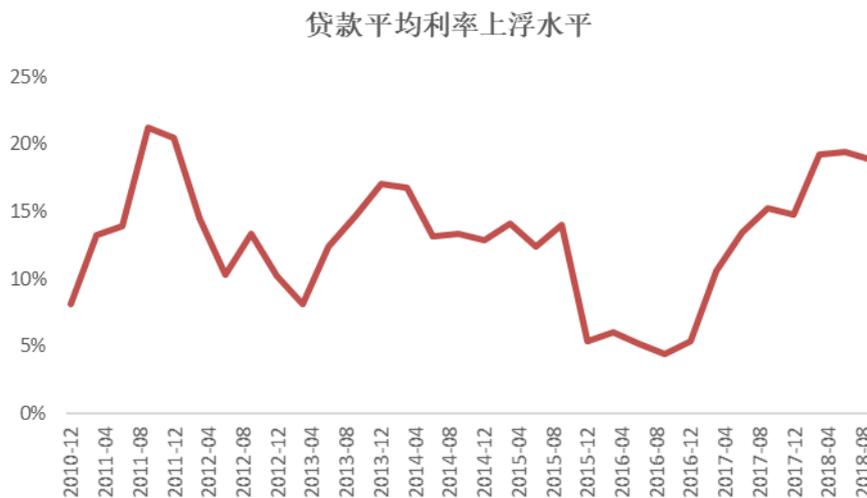
图表19：社融与名义GDP增速对比



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

测算数据显示，2018年二季度新发对公贷款利率的平均上浮比例达到18.8%，较二季度下降0.6个百分点，但是从年化角度看，已经是2010年以来的最高水平。

图表20：贷款平均利率上浮水平



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

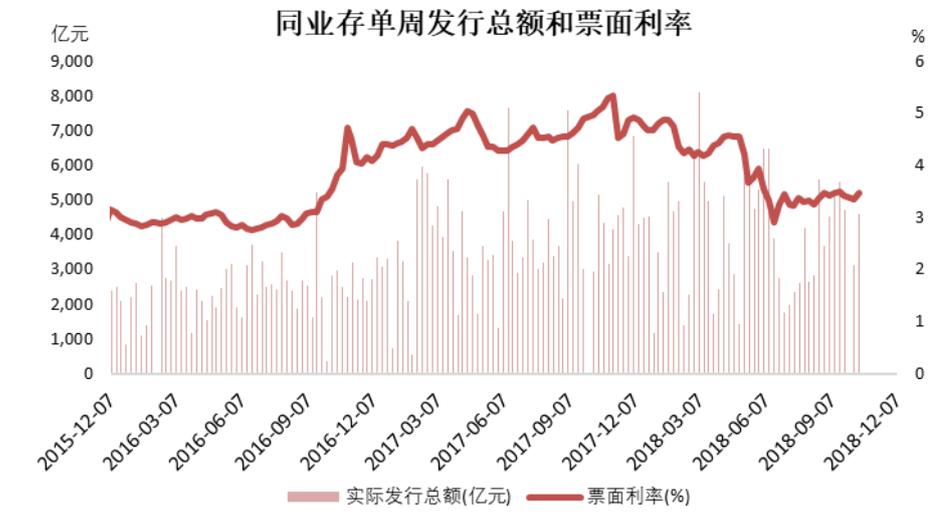
虽然三季度，平均贷款上浮比例有所下降，但是在美国加息周期的大背景下，国内融资渠道短期内无法有效拓宽的情况下，即便融资需求下降，融资利率下行的空间不大，持续时间也不会太长。

3.2.2 同业负债成本维持低位，存款成本易升难降

2018年，负债端的存款成本整体处于上行趋势，但是由于负债端的结构不同，因此市场表现有一定差异。市场表现较好的银行是同业负债占比相对较高，可以直接受益于同业负债融资成本降低的银行。2019年，在市场一致预期调降准备金率2个百分

点的前提下，银行业的超储率将超过2%，银行间市场资金将持续保持宽松状态，预计同业业务的成本继续维持低位。

图表21：同业存单周发行总额和票面利率



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

至于存款端的情况，2018年M1下降明显，其中企业的活期存款增速相对较低，除了高基数效应外，这个现象的背后预计和房地产企业销售资金回笼较少有一定的关系，但是也反应了企业流动资金较少。2018年存款定期化趋势和表内化趋势明显，对公存款的增速快速下降，除了受政策影响外，企业信用扩张放缓是主因。企业存款也主要表现为企业活期存款的增长不足。因此，就存款而言，明年还要看企业存款的派生情况，相应决定了存款的成本。

3.3 综合看净息差维持稳定或小幅收缩2-3BP

综上所述，2018年银行贷款利率上浮比例年化值处于2008年以来最高水平，上浮利率贷款的占比也是2018年以来的最高水平，预计今年持续的宽松政策，效果将在明年开始体现，但是考虑到融资表内化的监管思路，即使在经济下滑期间融资需求相应降低的背景下，贷款端利率下降的幅度也相对有限。而负债端在同业负债维持低位，存款成本预计上行的背景下，息差有进一步缩窄的可能。我们预计2019年整体净息差较2018年收缩2-3BP。

4、中间业务收入预计能保持10%左右的正增长

2018年板块整体非息收入同比增速持续回升，主要贡献因素则是净其他非息收入，主要受益于新会计准则。手续费净收入增速大幅下滑，主要是理财等业务收入的下滑，但是银行卡业务收入的同比快速增长在一定程度上弥补了理财业务的萎缩。分板块看，国有大行和股份行净手续费收入较为平稳，城商行和农商行由于手续费来源单一，受政策和大环境影响较大。

从中期业绩的数据看，手续费收入实现正增长的银行，主要驱动因素是银行卡业务收入以及电子银行业务收入的大幅增长，而负面因素主要是和理财、表外业务以及资本市场相关的业务。

受同业理财压缩，理财新规以及金融去杠杆等综合因素影响，银行业的非保本理财的规模有所下降，从而带动了理财业务收入的下滑。从上市银行的数据看，2018年上半年非保本理财余额已经较年初出现了不同幅度的下滑，建设银行下滑7.6%，农业银行下滑4.6%，工商银行下滑3.2%，招商银行下降4%。按照目前的监管政策、市场环境、宏观经济等预期，以及理财表内化的趋势将持续，虽然各家银行已经积极设立了资产管理子公司，政策上对银行理财产品的投向也有所放松，但是考虑到新产品的培育等都需要时间，预计2019年整体规模和2018年保持一致。

银行卡业务方面，信用卡业务在近三年成为各家银行零售业务发力的重点。信用卡发卡量快速增长，信用卡的消费额也实现了一定的增长，不过信用卡贷款余额增长相对缓慢。从2018年上半年的数据显示，中信银行和浦发银行的信用卡增速实现了超过30%的增长。

从其他非息收入的数据看，上半年增长的主要驱动来自于投资收益和公允价值的变动收益，部分原因是新准则因素的影响。负面因素主要来自于汇兑损益，特别是大行的汇兑收益降幅较大。综上分析，其他非息收入仍将保持正增长。

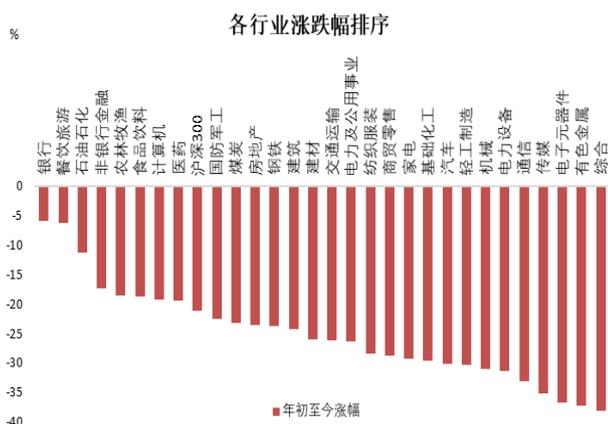
5、投资策略

5.1 行业比较分析

5.1.1 2018年的市场回顾

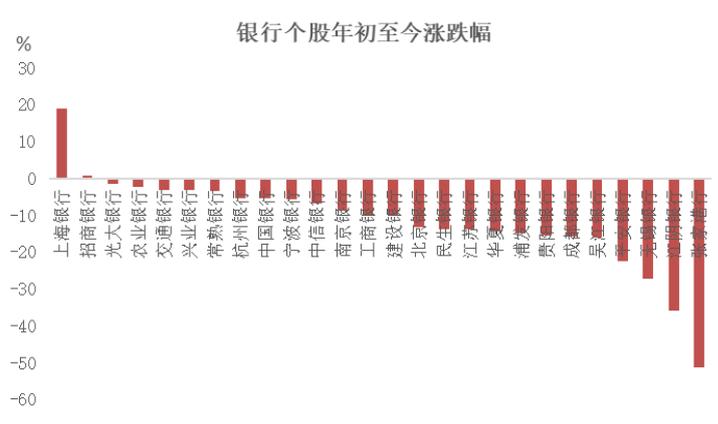
2018年银行指数整体下跌6.7%，跌幅在所有板块中最小，而且跑赢沪深300指数15个百分点。个股中，上海银行、招商银行、交通银行、兴业银行、农业银行、杭州银行、常熟银行、中国银行、宁波银行跑赢板块，其中上海银行和招商银行呈现正收益，分别为19%和1%。

图表22：银行板块跌幅最小



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

图表23：部分公司仍能实现正收益



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

5.1.2 行业估值比较

银行板块能持续领先，除了配置逻辑外，低估值和相对较高的业绩确定性也是资金选择过程中非常重要的考量指标。

当前板块整体对应的2019年PB 0.79倍，其中部分银行已经跌倒了和7月初时对应的2018年PB 0.6倍的历史新低水平。

基本面方面，虽然板块持续受信用违约因素影响，市场对资产质量的预期悲观，不过根据我们此前研究结论，银行资产质量出现大幅波动是在经济快速下行阶段的产物，虽然2019年经济存在下行风险，但是随着政策的不断推出，托底效用将逐步显现。银行息差方面，2019年市场预期走低，但是下行幅度可能非常有限。因此，银行板块整体的业绩确定性仍相对较高。

5.2 投资策略

5.2.1 基本假设

综合我们在上述几部分内容中，对明年宏观经济增长预期、货币政策以及风险点的预期，我们预计2019年上市银行主要经营数据如下：规模方面，资产同比增速7%，与2018年基本持平，低于新口径的社融增；息差水平小幅下行2-3个BP，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大；在经济下行期间，信用成本将小幅上升到1.14%的水平。对银行整体业绩进行测算，预计2019年银行板块整体归母净利润同比增速在6%，略低于2018年的7%。

5.2.2 投资策略

2018年金融去杠杆，社融增速下行速度超过GDP增速，使得信用违约频发，市场对资产质量预期走弱的担忧持续存在，但是银行的贷款利率维持高位，业绩确定性较高。展望2019年，短期经济增长面临下行压力，资产质量的问题将成为核心矛盾，而不良的暴露程度将决定银行股的估值水平。

银行板块目前的估值处于历史最低水平（部分银行对应的2019年PB已经降到0.6倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。预计目前已经推出的宽信用政策效果显现在2019年二季度，有望驱动银行板块估值上行。因此，我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

银行业重点上市公司估值情况一览表

（数据截止日期：2018年12月14日）

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		17A	18E	19E		17A	18E	19E	
601398.SH	工商银行	5.73	6.33	6.94	5.35	0.93	0.85	0.77	增持
601939.SH	建设银行	6.86	7.66	8.45	6.61	0.96	0.86	0.78	增持
600036.SH	招商银行	17.69	19.87	22.18	28.33	1.60	1.43	1.28	增持
002142.SZ	宁波银行	10.31	12.57	13.86	16.40	1.59	1.30	1.18	增持
601009.SH	南京银行	6.77	8.02	9.28	6.76	1.00	0.84	0.73	增持
601128.SH	常熟银行	4.71	5.30	5.89	6.71	1.42	1.27	1.14	增持
601229.SH	上海银行	16.27	13.87	15.95	11.68	0.72	0.84	0.73	增持

资料来源：wind资讯，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里大街28号中海国际中心