



## 内容目录

<b>1 确定的资产规模增长</b> .....	<b>4</b>
1.1 严监管下表外回归表内.....	4
1.2 宽信用政策叠加优惠倾斜.....	5
1.3 资本饥渴症依旧难解.....	7
<b>2 不确定的息差变化趋势</b> .....	<b>8</b>
2.1 净息差企稳，但外围加息氛围浓厚.....	8
2.2 服务实体大背景下资产端上行压力加大.....	10
2.3 负债端成本刚性并遭遇利率逐渐并轨.....	11
<b>3 确定的盈利下探空间</b> .....	<b>13</b>
3.1 2018 年行业盈利增速恢复性增长.....	13
3.2 行业 ROE 接近美国同业水平.....	13
3.3 理财子公司匹敌公募的竞争力.....	15
<b>4 不确定的资产质量前景</b> .....	<b>16</b>
4.1 不良率持平 5 个季度后开始上升.....	16
4.2 经济增速下行带来银行资产质量潜在风险.....	17
4.3 多措并举试图舒缓不良爆发风险.....	18
<b>5 在不确定性中寻找确定性</b> .....	<b>19</b>
5.1 估值的底部.....	19
5.2 高分红的传统.....	20
5.3 重点关注个股.....	21
<b>6 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 新增人民币贷款及增速.....	4
图 2: 上市银行贷款净值及增速.....	4
图 3: 企业需求贷款指数 (分规模企业).....	6
图 4: 商业银行资本充足率 (%).....	7
图 5: 商业银行资本充足率 (分类型, %).....	7
图 6: 上市银行资本充足率变动 (2018Q3, %).....	8
图 7: 银行业整体净息差 (%).....	9
图 8: 净息差 (分类型).....	9
图 9: 美国联邦年内三次加息.....	10
图 10: 香港 HIBOR (3 个月) 创 10 年新高.....	10
图 11: 贷款利率.....	11
图 12: 人民币存款余额.....	12
图 13: 人民币存款新增结构.....	12
图 14: 结构性存款新增情况.....	12
图 15: 上市银行利润情况.....	13
图 16: 上市银行利息收入、手续费及佣金收入情况.....	13
图 17: 美国银行业平均 ROE.....	14

图 18: 国内商业银行整体 ROE 与 ROA .....	14
图 19: 上市银行加权 ROE (% , 2018Q3) .....	14
图 20: 资管市场中银行理财规模遥遥领先 .....	15
图 21: 商业银行不良率与拨备覆盖率 .....	16
图 22: 不良贷款比例 (分类型) .....	16
图 23: GDP 增速与银行不良贷款增速对照 .....	17
图 24: 银行净利润增速与不良贷款增速对照 .....	17
图 25: SW 银行板块估值 .....	19
图 26: SW 银行相对 A 股估值折价 .....	19
图 29: 银行股股息率 .....	20
图 27: A 股板块股息率 (%) .....	21
图 28: A 股板块年度涨跌幅 (%) .....	21
表 1: 上市银行生息资产及贷款情况 (2018Q3) .....	4
表 2: 2018 年以来央行四次降准 .....	5
表 3: 2018 年上市银行补充资本 (亿元) .....	7
表 4: 上市银行净息差情况 (2018Q3) .....	9
表 5: 2018 年重点国家/地区加息事件 .....	10
表 6: 公募理财与公募基金产品对比 .....	16
表 7: 上市银行不良率与拨备覆盖率情况 (2018Q3, %) .....	17
表 8: 3 个月以上逾期占比和关注贷款增速 (2018H1) .....	18
表 9: 模拟测算市净率暗含的实际不良率 .....	19
表 10: 重点关注个股 2018Q3 情况一览表 .....	23

## 1 确定的资产规模增长

在经历 2017 年严监管政策带来缩表之后,2018 年银行业的缩表情况出现边际下降,尤其在表外逐步回归表内,宽信用支持实体经济的大背景下,银行生息资产中的信贷资产规模增速出现明显回升。

### 1.1 严监管下表外回归表内

2018 年,新增人民币贷款增速出现较快回升。截至 2018 年 11 月末,全年新增人民币贷款 15.09 万亿元,同比增长 16.60%,增速较去年同期增长 5.11pcts。

图 1: 新增人民币贷款及增速



资料来源: wind, 财富证券

图 2: 上市银行贷款净值及增速



资料来源: wind, 财富证券

从上市银行来看,截至 2018Q3,28 家上市银行生息资产总额达到 152.22 万亿元,同比增速为 7.16%,相比 2017 年末的增速上升 0.83pcts。除浦发银行外,全部保持正增长,增速保持在 2 位数以上的有 11 家,主要集中在城商行。贷款增速显著快于生息资产增速,保持在 2 位数以上的达到 21 家,基本保持上行(剔除未公布 2017Q3 数据的吴江银行和郑州银行)。贷款增速贡献了生息资产增速的绝大部分。

表 1: 上市银行生息资产及贷款情况 (2018Q3)

上市银行	生息资产			贷款总额		
	规模(亿元)	增速(%)	增速相比 2017 年变动(%)	规模(亿元)	增速(%)	增速相比 2017 年变动(%)
吴江银行	1065.99	27.04	10.15	575.32	/	/
成都银行	4764.51	18.42	-1.93	1736.60	19.09	10.17
常熟银行	1607.87	15.93	3.53	918.64	22.73	5.58
长沙银行	5098.66	15.65	-6.95	1957.28	31.87	1.71
贵阳银行	4640.69	13.92	-9.52	1605.96	36.17	13.71
张家港行	1052.95	13.68	-0.93	575.10	20.06	9.26
宁波银行	10247.28	12.23	-1.66	4032.61	21.07	6.62
无锡银行	1425.43	12.15	2.14	736.14	13.33	3.68

江苏银行	18752.52	11.46	1.11	8824.07	21.67	6.60
上海银行	19242.65	11.42	8.59	8314.77	32.20	12.34
北京银行	24779.71	11.03	1.14	12400.00	16.39	-3.30
工商银行	270834.51	9.35	0.95	152639.39	8.29	-0.72
农业银行	220221.75	8.35	0.19	117750.06	10.62	0.32
光大银行	41586.38	8.04	7.00	23758.67	18.14	4.96
杭州银行	8478.82	7.74	-7.60	3470.95	24.10	9.01
中国银行	199455.63	7.66	-0.04	116977.73	8.23	-1.03
平安银行	31468.71	7.03	-1.21	19220.47	16.71	1.23
中信银行	56968.69	6.50	11.44	35110.95	10.82	-0.26
华夏银行	25553.01	6.47	0.40	15769.79	16.77	2.18
建设银行	227509.24	6.45	0.59	137657.82	7.91	-1.84
交通银行	90623.55	6.25	-0.88	48520.48	9.94	1.31
江阴银行	1103.80	5.89	1.20	621.77	13.25	6.92
南京银行	11779.72	5.53	-1.12	4669.40	22.44	5.20
郑州银行	4362.50	5.43	-13.21	1530.94	/	/
招商银行	62652.65	4.88	-0.50	39535.55	8.81	-0.49
民生银行	56307.88	4.87	5.06	30705.58	10.42	-3.50
兴业银行	62474.36	2.19	-2.53	28230.43	19.72	2.85
浦发银行	58098.69	-0.84	-4.42	34595.64	11.88	-3.75
合计	1522158.14	7.16	0.83	852442.12	/	/

资料来源: wind, 财富证券 (吴江银行和郑州银行未提供 2017Q3 数据)

## 1.2 宽信用政策叠加优惠倾斜

年初至今, 央行先后 4 次实施降准政策, 释放流动性。尤其从下半年以来, 央行频频出手。一方面窗口指导商业银行给予额外 MLF 资金用于信贷投放及增配低评级信用债, 对于贷款投放, 要求较月初报送贷款额度外的多增部分按 1:1 给予 MLF 资金, 多增部分为普通贷款; 另一方面资管新规细则落地, 对实际执行层面有所放松, 允许公募基金可投非标, 另外市场传言降低银行 MPA 考核标准, 显示严监管有缓和迹象。7 月 31 日, 中共中央政治局会议正式定调宽信用的政策态度, 去杠杆转向温和, 实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 加大基础设施领域补短板力度。

表 2: 2018 年以来央行四次降准

实施时间	降准事件	实施效果
2018.1.25	面向普惠金融的定向降准: 前一年上述贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行, 存款准备金率可在央行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点; 前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行, 存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点 (该行在上年三个季度 (含) 以上 MPA 评级均在 B 级 (含) 以上)。	1、释放流动性约 4500 亿元; 2、主要利好 MPA 考核优秀的中小行。
2018.4.25	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。	1、定向降准置换约 9000 亿 MLF; 2、同时释放增量资金约 4000 亿元, 大部分增量资金释放给城商行和非县

2018.7.5	<p>下调国有大型商业银行、股份制商业银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，用于支持市场化法治化“债转股”项目；同时下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，用于发放小微企业贷款。</p>	<p>域农商行。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、支持“债转股”方向，释放约 5000 亿资金；</li> <li>2、支持小微企业融资，释放约 2000 亿资金。</li> </ol>
2018.10.15	<p>下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、置换 4500 亿元到期 MLF；</li> <li>2、释放增量资金 7500 亿元。</li> </ol>

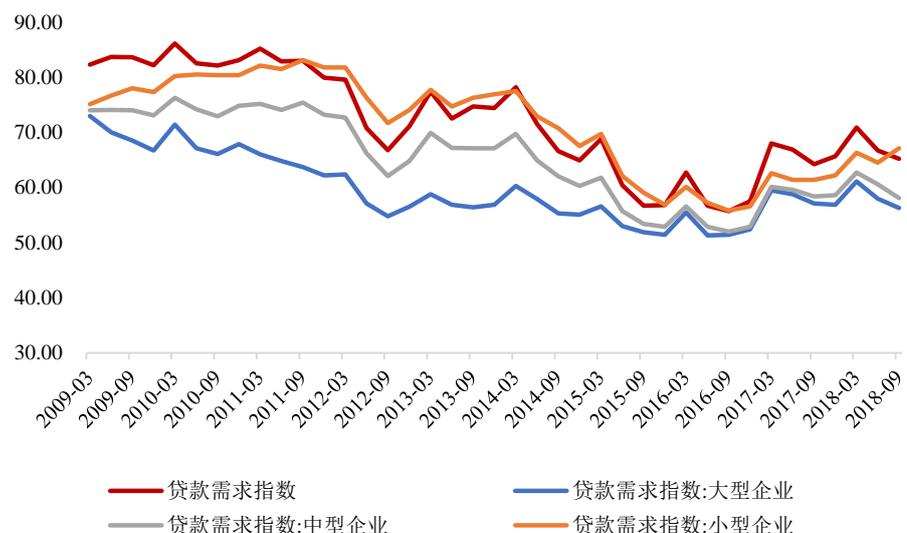
资料来源：银保监会，财富证券

在前期去杠杆导致的宽货币紧信用背景下，今年上半年以来，企业债券市场上，纷纷出现违约，到 6 月份以来，尽管银行间市场流动性宽松，但是银行资金不流入这些市场，给造成极大的紧张。

虽然在年初已经定向降准解决普惠性融资难问题，但陆续爆出的低等级信用债违约、互联网金融平台爆雷、股票质押强平等问题，表明充裕的银行资金并未进入这些中小微实体，民营企业流动性异常紧张。7 月 5 日，央行再次定向降准用于发放小微企业贷款，融资政策不断向其倾斜。7 月 18 日，银保监会召开对银行业金融机构座谈会，意在疏通货币政策传导机制以及做好民营企业和小微企业融资。11 月 7 日，中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清接受媒体采访时提到，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 3 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 年以来，企业贷款需求指数走弱。但从三季度以来，在政策的大力支持下，小型企业的贷款需求逆势反升。预计 2019 年小微企业贷款规模将大幅抬升。

图 3：企业需求贷款指数（分规模企业）



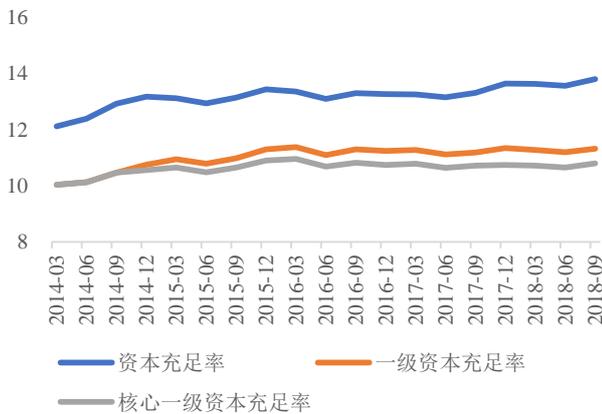
资料来源：wind，财富证券

### 1.3 资本饥渴症依旧难解

2018 年是商业银行实施新资本充足率监管标准过渡期的最后一年，11.5%和 10.5%（分针对系统重要性银行和其他银行）的资本充足率标准对现有银行来说都能过关。

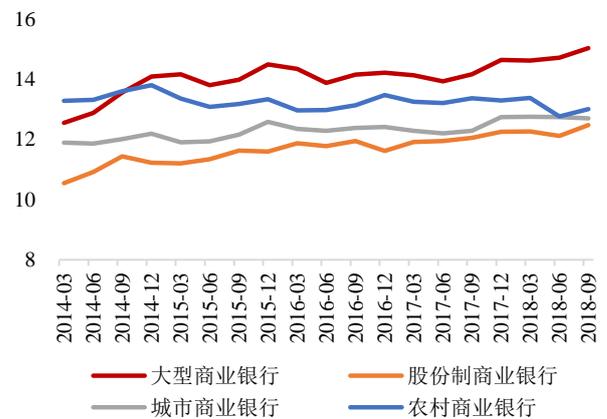
截至 2018Q3，国有商业银行资本充足率表现较好，上行至 15.04%；城商行资本充足率出现小幅下行，降至 12.70%；股份行和农商行资本充足率在 Q2 小幅下降后 Q3 回升，分别升至 12.48%和 13.01%，股份行资本充足率达到 5 年来最高水平。整体来看，商业银行资本充足率较为稳定宽裕。

图 4：商业银行资本充足率（%）



资料来源：wind，财富证券

图 5：商业银行资本充足率（分类型，%）



资料来源：wind，财富证券

但是，资本消耗的速度却让银行业的头上时刻高悬达摩克利斯之剑。银行资产规模扩张的同时，永远需要面对资本饥渴这个绕不过的话题。尤其是目前叠加存量非标回表和 MPA 考核的影响，银行资本消耗加速，资本补充需求更加凸显。2018 年，多家银行通过优先股、二级资本债、定向增发等多渠道来补充资本。

表 3：2018 年上市银行补充资本（亿元）

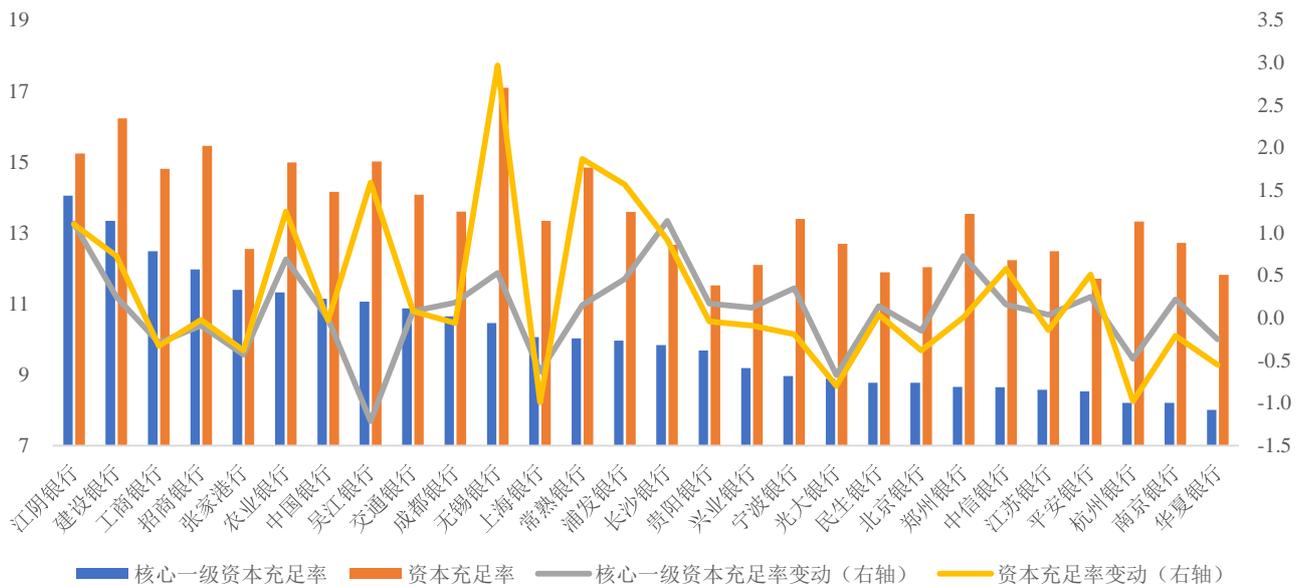
银行	可转债	优先股	定增	二级资本债	补充资本计划
农业银行			1000		
宁波银行		100			
中国银行				800	优先股 1000 亿元
中信银行				500	
建设银行				430	
浦发银行				400	可转债 500 亿元
招商银行				200	
无锡银行	30				
常熟银行	30				
吴江银行	25				
张家港行	25				
江阴银行	20				
兴业银行					优先股 300 亿元

工商银行					优先股 1000 亿元
交通银行					可转债 600 亿元
平安银行					可转债 260 亿元，金 融债 350 亿元
江苏银行					可转债 200 亿元
长沙银行					非公优先股 60 亿元
华夏银行					定增 292.36 亿元
合计	130	100	1000	2330	约 4562 亿元

资料来源：公司公告，财富证券

从上市银行看，截至 2018Q3，剔除新上市的长沙银行和郑州银行，以及农业银行（定增千亿元），其余 25 家银行平均来看，3 季度核心一级资本充足率持平 2017 年年末，环比上行 9BP；一级资本充足率较 2017 年年末下行 6 BP，环比上行 6BP；资本充足率相较 2017 年年末和环比均上行 23BP。华夏银行核心一级资本充足率逼近 8%，一级资本充足率跌至 9%。除近一年新上市的农商行外，资本充足率保持高位的依旧以国有大行为主。

图 6：上市银行资本充足率变动（2018Q3，%）



资料来源：wind，财富证券

11 月 27 日，一行两会联合发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》（银发〔2018〕301 号），强化对大中型金融机构的监管，防止“大而不倒”，对系统重要性金融机构提出了更高的资本要求，预期未来部分规模大但资本充足率在监管线附近的中大型银行或将面临资本补充压力。

## 2 不确定的息差变化趋势

### 2.1 净息差企稳，但外围加息氛围浓厚

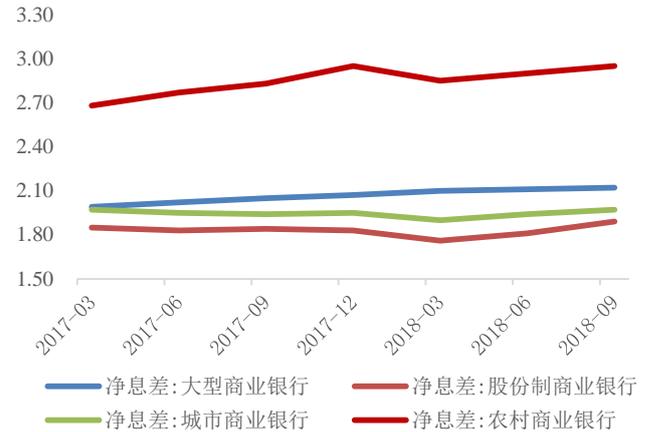
国内银行业整体净息差自 2017Q3 降至历史地点后，开启上升之路。虽然在 2018Q1 有所下滑，但 Q2 净息差继续回升，Q3 净息差回升至 2.15%。息差回升有力推动银行业利息收入的增长。其中，大型商业银行净息差表现良好，一直处于稳步上升通道；股份制净息差由 Q1 的 1.76% 回升至 1.89%，股份行、城商行、农商行的净息差均升至 2017 年以来的最高水平。

图 7：银行业整体净息差 (%)



资料来源：wind，财富证券

图 8：净息差 (分类型)



资料来源：wind，财富证券

从上市银行看，虽然比预期的略晚，但在 Q2 银行净息差触底基本得到确认后，Q3 净息差出现了明显的上浮。环比上行的达到 21 家，仅 4 家出现下行（而且不排除由于会计准则切换导致利息收入统计口径变动的的影响）。28 家银行净息差平均上浮近 10 个 PB，其中上浮最快的是浦发银行 (52PB)，有 17 家银行净息差超过 2%，环比增加 3 家。净息差最高三甲分别是常熟银行、长沙银行、吴江银行。

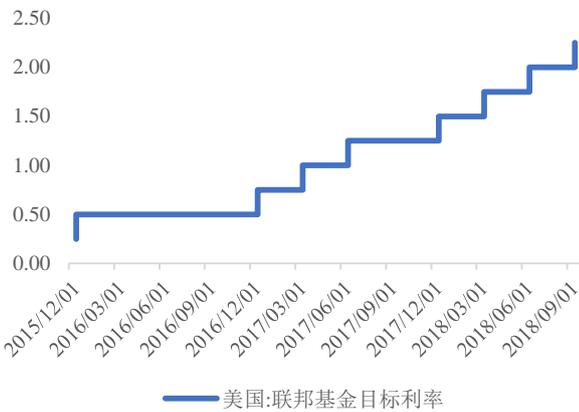
表 4：上市银行净息差情况 (2018Q3)

上市银行	净息差 (%)	环比变动	上市银行	净息差 (%)	环比变动
常熟银行	3.63	0.15	北京银行	2.22	0.03
长沙银行	3.16	0.00	华夏银行	2.17	0.31
吴江银行	2.67	-0.02	兴业银行	2.09	0.31
农业银行	2.65	0.30	杭州银行	1.95	0.23
张家港行	2.58	0.04	中信银行	1.92	0.03
江阴银行	2.57	0.23	宁波银行	1.90	0.09
招商银行	2.54	0.00	中国银行	1.89	0.01
建设银行	2.34	0.00	南京银行	1.87	-0.02
成都银行	2.30	0.14	光大银行	1.68	0.05
工商银行	2.30	0.00	江苏银行	1.66	0.09
贵阳银行	2.30	-0.04	民生银行	1.65	0.01
平安银行	2.29	0.03	上海银行	1.61	0.06
浦发银行	2.28	0.51	郑州银行	1.57	0.09
无锡银行	2.23	0.04	交通银行	1.47	0.06

资料来源：wind，财富证券

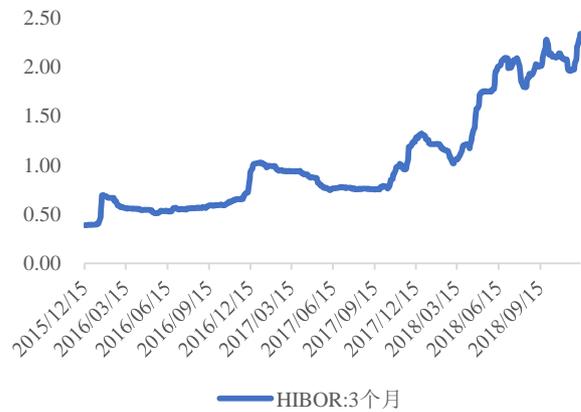
从外围经济体来看，以美国为首的西方国家，从 2016 年以来就开启了加息模式，2018 年，美联储 3 次上浮基准利率，目前达到 2.25%。其他诸如加拿大、英国、日本、韩国从 2017 年以来都开始加息。更近一点，随着美联储的升息周期压低亚洲货币，导致外资撤离亚洲，印尼和菲律宾的央行也提高了利率。

图 9：美国联邦年内三次加息



资料来源：wind，财富证券

图 10：香港 HIBOR (3 个月) 创 10 年新高



资料来源：wind，财富证券

表 5：2018 年重点国家/地区加息事件

时间	地区	事件
2018.1.17	加拿大	上调基准利率 25 个基点至 1.25%，银行利率也相应上调至 1.5%，存款利率 1%。
2018.3.21	美国	加息 25 个基点至 1.5%-1.75%，并预计未来几个月通胀将加速。
2018.3.22	香港	上调隔夜基准利率 25 个基点，至 2.0%。
2018.6.13	美国	加息 25 个基点，上调联邦基金利率至 1.75%-2.00%。
2018.6.14	香港	上调贴现窗基本利率 25 个基点，至 2.25%。
2018.7.11	加拿大	宣布加息 25 个基点，政策利率升至 1.50%。
2018.8.2	英国	货币政策委员会一致同意上调银行利率 25BP 至 0.75%。
2018.9.27	美国	加息 25 个基点，将联邦基金目标利率区间上调至 2%-2.25%。
2018.9.27	香港	将贴现窗基本利率上调 25 个基点至 2.50%。
2018.10.24	加拿大	将基准利率即隔夜拆借利率由 1.50% 上调至 1.75%
2018.11.30	韩国	将基准利率上调 25 个基点至 1.75%，为韩国 2018 年以来首次加息。

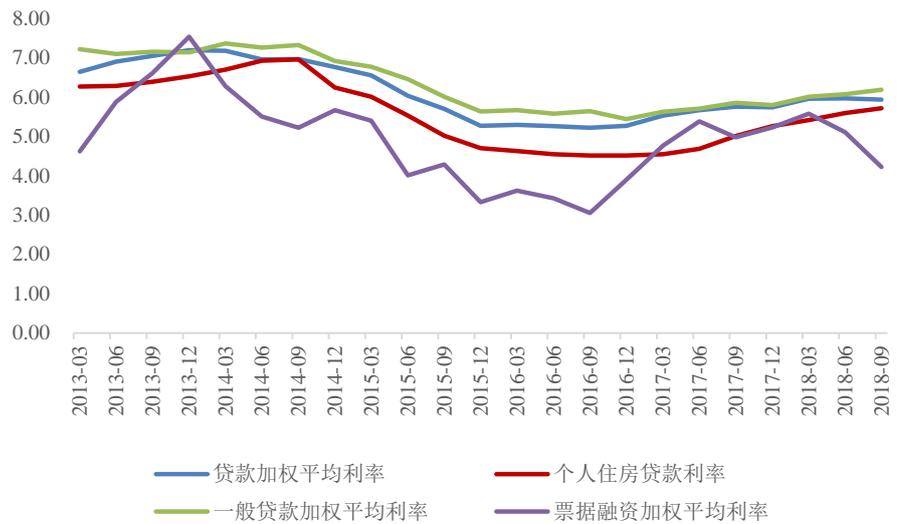
资料来源：财富证券

## 2.2 服务实体大背景下资产端上行压力加大

虽然今年前三季度，国内银行业净息差触底回升，但是后续能否继续上行仍存疑。

从资产端利率来看，2018 年人民币贷款加权平均利率较 2017 年上行，但 Q3 贷款加权平均利率 5.94% 较二季度回落 3BP。其中，票据融资利率回落明显，一般贷款平均利率上行至 6.19%。个人住房贷款上涨较快，2018 年上行 30bp 至 5.72%。

图 11: 贷款利率



资料来源: wind, 财富证券

票据融资利率受银行间市场利率影响大, 预计 2019 年利率将随银行间市场利率呈下行趋势。随着宏观经济增速放缓, 对公贷款需求逐渐走弱, 银行供给端溢价能力降低, 同时考虑到支持民营经济发展, 监管部门要求银行小微企业贷款和民营企业贷款利率要逐步下降, 预计 2019 年, 对公贷款定价将呈下行趋势。零售贷款定价相对对公贷款收益更佳, 但随着房地产市场的逐渐降温 and 监管对消费金融业务规范化管理的加强, 零售贷款利率上行边际弹性减小。

而且在金融服务实体经济, 解决中小企业融资贵问题的大背景下, 资金利率下行肯定是宏观调控目标, 银行想要抬升资产端利率压力重重。

### 2.3 负债端成本刚性并遭遇利率逐渐并轨

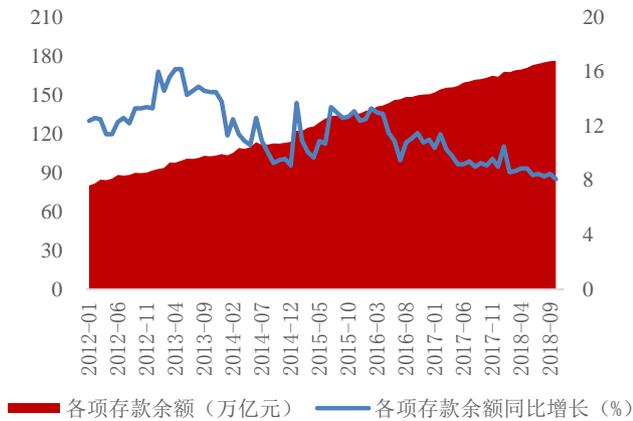
虽然从 2015 年 10 月 24 日起, 央行放开一年期以上 (不含一年期) 定期存款的利率浮动上限, 理论上银行的负债端成本会看齐市场利率。但由于市场利率定价自律机制的设立, 各银行之间形成了“利率同盟”, 存款利率上浮到 40-50% 左右后就不再突破, 因此实质上的利率双轨制仍存在着, 因此国内银行业一直享受着低成本的负债。

但是, 随着利率市场化的不断推进, 加上资产配置渠道的不断丰富, 社会公众的投资理财意识不断增强, 银行存款脱媒的现象日益严重。截至 2018 年 11 月, 国内银行业存贷差收窄至 42.22 万亿元, 存贷比继续攀升至 76.20%, 一直延续从 2015 年 7 月以来的上升趋势。这其实也是银行自身大力发展理财业务带来的必然结果。

根据 2018 年 4 月证券时报的消息, 4 月 12 日, 市场利率定价自律机制机构成员召开会议, 讨论关于放开商业银行存款利率自律上限的事宜。虽然至今有关方面还没有公开出面证实, 但随着中国经济不断加大对外开放力度, 银行业能享受的垄断利率红利迟早会被消耗殆尽。截至 2018 年 11 月, 金融机构人民币存款规模达到 177.43 万亿元, 同

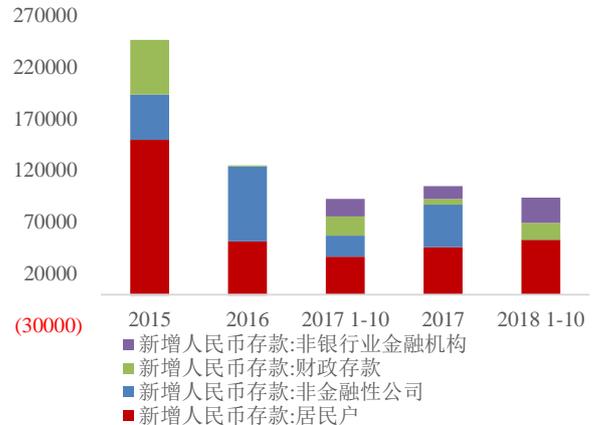
比增长 7.60%，增速创 2011 年来最低。

图 12: 人民币存款余额



资料来源: wind, 财富证券

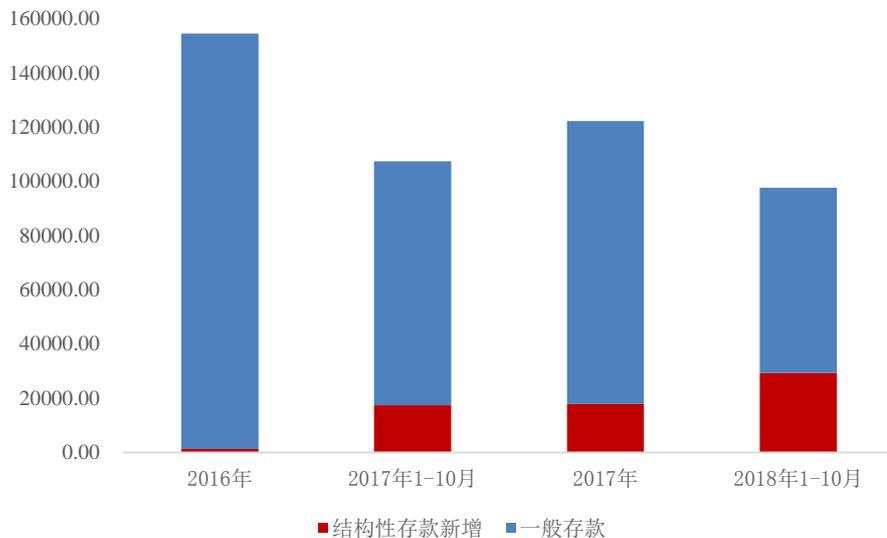
图 13: 人民币存款新增结构



资料来源: wind, 财富证券

负债端整体增长乏力，商业银行存款吸收压力较大，同时“同业融入比例不得超过三分之一”的要求限制了商业银行低成本的同业负债规模，推动商业银行不得不吸收结构性存款等高成本存款。存款竞争压力由中小行向行业整体扩散。

图 14: 结构性存款新增情况



资料来源: wind, 财富证券

随着理财产品由刚性兑付的预期收益型向净值型转化的推进以及货币市场利率的下行，收益率较高、刚性稳定且风险低的结构性存款成为投资者青睐的产品之一。根据央行公布的数据，2018 年 1-10 月，结构性存款累计新增 2.93 万亿元，同比增长 68.53%，结构性存款增量占存款增量的比例上升至 39.14%。尤其中小行由于吸收成本压力更大，其结构性存款发行规模增长更快。从市场上发行的产品看，结构性存款的负债成本高于定期存款和大额存单的成本。结构性存款规模的扩张无疑将抬升银行负债成本。

从长期趋势来看，负债端的竞争加剧导致银行主动负债意愿提升，必将推动银行负

债成本的上行。

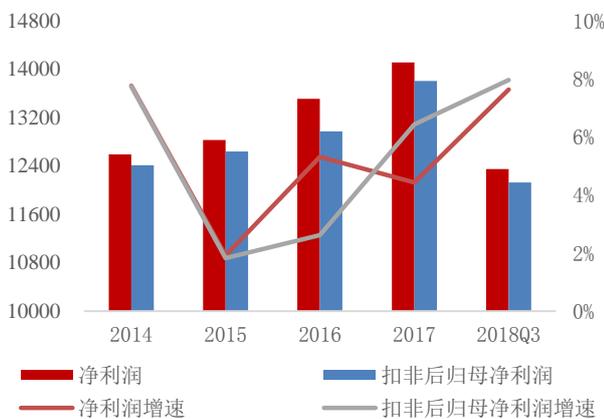
### 3 确定的盈利下探空间

#### 3.1 2018 年行业盈利增速恢复性增长

虽然银监会的数据显示 2018 年前三季度商业银行实现净利润 1.51 万亿元，同比增长 5.91%，增速同比下降 1.49pcts，环比下降 0.47pcts，但上市银行相对表现良好。截至 2018Q3，A 股 28 家上市银行全年累计共实现营收 3.16 万亿元，同比增长 7.99%（2018Q2 为 6.28%），其中，利息净收入 21919.75 亿元，同比增长 6.69%，占总收入比 69.45%，手续费及佣金收入 6479 亿元，同比增长 2.14%，占总收入比 20.53%。实现归母净利润 1.22 万亿元，同比增长 6.91%（2018Q2 为 6.34%），业绩增速继续保持上行。其中，股份行前三季度营收增速环比增长 2.34pcts，比其他类型银行增速高出 1pcts 左右；城商行归母净利润增速环比增长近 2.92pcts，远超其他类型银行。

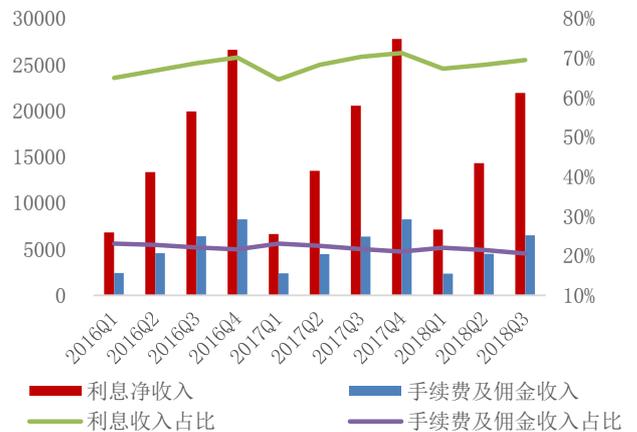
从营收增速来看，2018 Q3 单季度只有 1 家营收增速出现负增长（贵阳银行），前三季度营收增速达到 2 位数的共有 15 家，环比 2 季度增加 4 家。从归母净利润增速来看，2018 Q3 单季度只有 1 家出现负增长（郑州银行），前三季度增速达到 2 位数的共有 13 家，环比增加 1 家。

图 15：上市银行利润情况



资料来源：wind，财富证券

图 16：上市银行利息收入、手续费及佣金收入情况



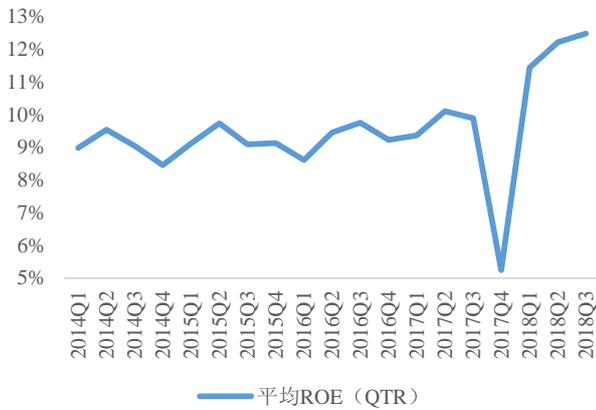
资料来源：wind，财富证券

从营收与净利润增速的剪刀差（营收增速减去归母净利润增速）来看，改善明显。上市银行整体营收增速终于再次超过归母净利润增速（2018Q2 为-0.06%），回归正常。相较于 2018Q2，除农商行外，其余三类型银行的营收增速较归母净利润增速的差值继续扩大，特别是股份行剪刀差由负转正。从个股来看，营收增速超过归母净利润增速的银行家数环比 2018H1 增加 1 家至 14 家，在为负的 14 家中剪刀差改善的也有 10 家。

#### 3.2 行业 ROE 接近美国同业水平

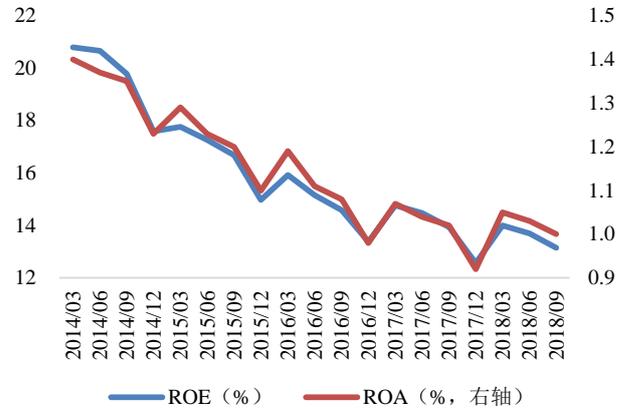
截至三季度，国内商业银行 ROE、ROA 分别为 13.15%、1.00%，环比 Q2 分别下滑 0.55pcts、0.03pcts，跌幅较去年同期均扩大 0.01pcts。

图 17: 美国银行业平均 ROE



资料来源: FDIC, 财富证券

图 18: 国内商业银行整体 ROE 与 ROA



资料来源: wind, 财富证券

一般地，ROE 和 ROA 在一季度处于年内高点，预计 2018 年全年银行业利润率水平将低于 2017 年。目前银行业盈利效率已经处于从 2010 年有数据提供以来的历史低点，预计下跌的空间有限。

同向对比来看，美国银行业 ROE 从 2014 年以来维持在 8-10% 的区间（剔除 2017 年 4 季度时异常值），并在 2018 年出现一个快速回升，在 2018Q3 达到了 12.48%。因此可以极端地估计，国内银行业 ROE 下行空间约为 3-5%。

图 19: 上市银行加权 ROE (%，2018Q3)



资料来源: wind, 财富证券

从上市银行数据看，截至 2018Q3，银行板块 ROE（整体）为 10.62%，较去年同期下降 0.58pcts。除了宁波银行、招商银行、江苏银行、中国银行、常熟银行、吴江银行和张家港行等 7 家银行 ROE 小幅提升外，其余银行 ROE 均出现不同程度下滑。一方面，ROE 下滑反应出银行业盈利下滑，这与行业盈利水平向社会平均利润率水平看齐有关，

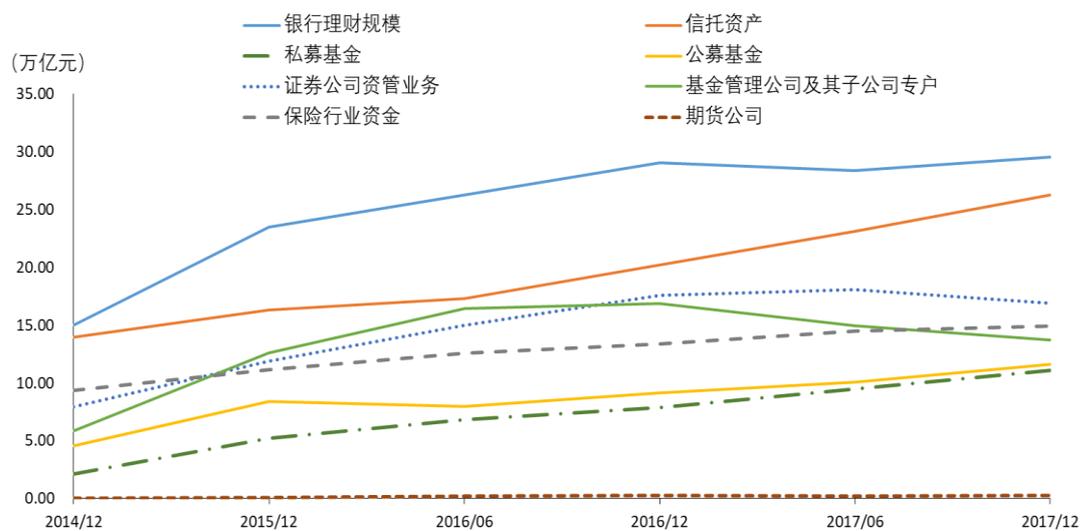
但也与国内银行业仍在大规模补充资本存在一定关联，大规模股权融资会稀释盈利效率。因此当银行资本利润率在垄断政策红利不断耗尽的过程中持续下滑时，各家银行的经营管理能力成为抗衡下滑趋势的关键。

### 3.3 理财子公司匹敌公募的竞争力

2018年4月，资管新规（《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》）靴子落地，在净值化管理、期限匹配、限制非标、禁止多层嵌套等方面对银行提出了新的要求。由于配套操作细则没有出台，在加上对新政策把握不准，银行的理财业务几乎停摆。2018年前三季度，上市银行手续费及佣金收入6479亿元，同比增长2.14%。造成增速低的很大一部分原因在于理财业务规模的收缩。

2018年7月，银保监会终于在一个周五晚间发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，靴子落地，也给银行业未来理财业务的发展明确了路径和界限。其中投资门槛降低，估值方式变通都给了沉寂已久的银行理财业务以新的希望，应该说是好于银行业最坏的打算。

图 20：资管市场中银行理财规模遥遥领先



资料来源：wind，财富证券

2018年10月，《商业银行理财子公司管理办法》发布征求意见稿，整体延承资管新规和理财办法的导向，但给予了子公司开展理财业务更多的空间，参照同类资管机构有所放松，并略超市场预期，如理财产品不设销售起点（之前《商业银行理财业务监督管理办法》销售起点是从5万降至1万）；个人首购不强制面签，同公募基金户开立等。

银行理财子公司公募理财产品相较于公募基金等产品存在优势，在一定程度上能够推动银行理财规模的企稳回升。从11月以来，之前在设立理财子公司一直迟迟未有动作的大行也开始陆续设立。未来理财子公司承接银行理财业务的基本格局将逐步形成，银行系在争夺社会居民财富资产配置市场，尤其是长尾市场方面将迈进更一大步。

表 6: 公募理财与公募基金产品对比

	公募理财产品	公募基金产品
投资门槛	无起点要求。	无起点要求。
投资标的	可以投资非标资产，但非标债权类资产投资余额不得超过理财产品净资产的 35%。	禁止投资非标资产。
分级产品	可以发行分级产品，但分级产品不得投资其他分级资产管理产品，不得直接或间接对优先级份额投资者提供保本保收益安排。	禁止发行分级产品。
权益投资	在前期已允许银行私募理财产品直接投资股票和公募理财产品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产品直接投资股票，但权益投资经验水平相对较低。	多年的净值化产品管理和运作经验，权益投资投研水平相对较高，择时和策略上更有经验。
投资者风险偏好	主要为预期收益型客户，投资者风险偏好低。	主要为净值型客户，投资者风险偏好中等。

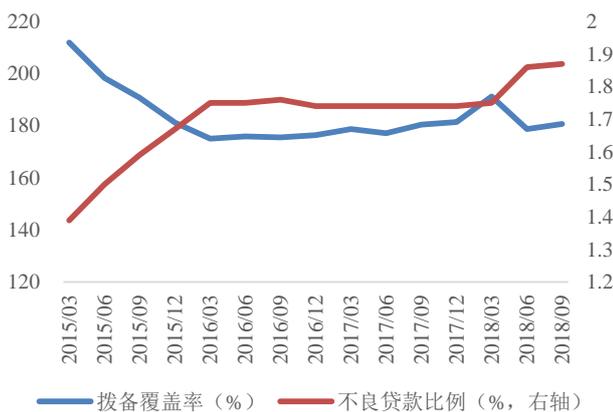
资料来源:《商业银行理财子公司管理办法》，财富证券

## 4 不确定的资产质量前景

### 4.1 不良率持平 5 个季度后开始上升

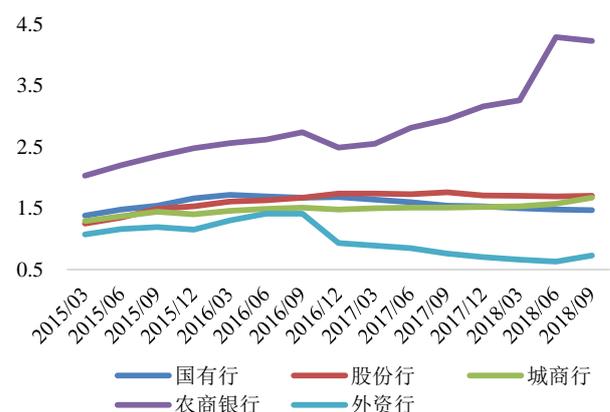
2018 年以来，监管部门加强资产分类准确性的监管要求，加速了真实不良的暴露，致使不良贷款显著增长。6 月，银保监会新闻发言人罕见披露银行业月度数据，截至 5 月末，商业银行不良贷款余额 1.9 万亿元，不良贷款率 1.9%。这是继 2016 年以来不良率一直连续 5 个季度持平于 1.74% 后的首次大幅上行。

图 21: 商业银行不良率与拨备覆盖率



资料来源: wind, 财富证券

图 22: 不良贷款比例 (分类型)



资料来源: wind, 财富证券

从结构看，国有商业银行的资产质量控制的较好，不良率逐步回落，较 2017 年末下降 6BP 至 1.47%；股份制商业银行不良率小幅波动；城市商业银行不良率持续走高，较 2017 年末上升 15BP 至 1.67%；农村商业银行不良率攀升较快，在 Q2 达到高位 4.29%

后，Q3 小幅回落至 4.23%。28 家上市银行整体不良贷款余额 1.31 万亿元，环比 Q2 增加 2.29%。不良率环比下行的数目环比减少 4 家至 14 家，降幅最大的是浦发银行(-9BP)，上行幅度最大的吴江银行(9BP)。

表 7: 上市银行不良率与拨备覆盖率情况 (2018Q3, %)

证券简称	不良率	Q to H	拨备覆盖率	Q to H	证券简称	不良率	Q to H	拨备覆盖率	Q to H
工商银行	1.53	-0.01	172.45	-0.76	江苏银行	1.39	-0.01	185.04	2.91
建设银行	1.47	-0.01	195.16	2.00	上海银行	1.08	-0.01	321.14	16.47
农业银行	1.60	-0.02	254.94	6.54	南京银行	0.89	0.03	442.75	-20.26
中国银行	1.43	0.00	169.23	4.44	宁波银行	0.80	0.00	502.67	3.35
交通银行	1.49	0.00	171.09	0.11	杭州银行	1.52	-0.04	229.10	0.32
招商银行	1.42	-0.01	325.98	9.90	长沙银行	1.31	0.05	252.14	-13.11
中信银行	1.79	-0.01	160.95	9.76	成都银行	1.56	-0.05	241.51	9.52
浦发银行	1.97	-0.09	152.60	6.08	贵阳银行	1.46	0.07	252.28	-10.45
民生银行	1.75	0.03	161.68	-1.06	郑州银行	1.88	0.00	157.75	-9.11
兴业银行	1.61	0.02	206.27	-3.28	常熟银行	1.00	-0.01	406.74	20.43
光大银行	1.58	0.07	172.65	-0.39	无锡银行	1.28	-0.05	229.20	22.41
平安银行	1.68	0.00	169.14	-6.67	江阴银行	2.28	-0.01	240.72	34.24
华夏银行	1.77	0.00	159.67	1.20	吴江银行	1.55	0.09	209.93	-15.01
北京银行	1.23	0.00	278.08	17.60	张家港行	1.67	-0.05	211.58	4.47

资料来源: wind, 财富证券

#### 4.2 经济增速下行带来银行资产质量潜在风险

2018 年，国内宏观经济增速继续微幅下行。2018Q3，GDP 同比增长 6.5%，环比 Q2 继续下滑 0.2pcts。从 GDP 增速与银行不良贷款增速的对比图可以看出，从 2009 年 GDP 增速开始从高位下滑后，银行业不良贷款余额就呈现出一个快速上涨趋势，在 2015 年中期达到峰值，随后增速开始下滑。一方面是由于前期基数较大，另一方面也是银行采取了大规模的化解不良的手段。

图 23: GDP 增速与银行不良贷款增速对照



资料来源: wind, 财富证券

图 24: 银行净利润增速与不良贷款增速对照



资料来源: wind, 财富证券

因为也就是从 2015 年起，银行业净利润增速出现明显的下台阶。伴随不良贷款余额增速的快速下滑，银行业净利润增速逐渐企稳。但从 2018 年以来，银行不良贷款增速重新抬头，Q3 增速接近 22%。同一时期，国内经济仍在转型调结构的阵痛期，再叠加仍不太确定的贸易战因素，预计国内经济增速或将继续下台阶，或将成为实体资产不良形成的温床。

**表 8：3 个月以上逾期占比和关注贷款增速（2018H1）**

上市银行	3 个月以上逾期 贷款/不良贷款	关注类贷 款增速	上市银行	3 个月以上逾期 贷款/不良贷款	关注类贷 款增速
张家港行	57.12%	-13.98%	贵阳银行	90.63%	0.21%
上海银行	61.58%	6.65%	交通银行	91.05%	-4.77%
常熟银行	62.16%	-8.65%	中信银行	93.92%	25.27%
建设银行	65.66%	3.91%	江阴银行	94.84%	4.57%
农业银行	72.60%	1.27%	南京银行	97.29%	-1.53%
宁波银行	74.07%	-17.17%	杭州银行	107.28%	-19.68%
兴业银行	76.59%	10.78%	平安银行	124.31%	0.06%
工商银行	78.98%	-14.11%	北京银行	126.30%	-3.46%
招商银行	80.39%	1.96%	成都银行	127.23%	-1.63%
浦发银行	89.05%	2.40%	民生银行	129.91%	-0.39%
江苏银行	89.49%	-8.12%	郑州银行	148.18%	-11.56%
光大银行	89.80%	-12.94%	华夏银行	198.74%	10.39%

资料来源：wind，财富证券

### 4.3 多措并举试图舒缓不良爆发风险

在宏观经济不太有利的背景下，银行资产端风险集聚的概率加大，监管层在防风险的底线思维下，多方面出手化解，防止出现系统性金融风险。

首先，加大了债转股的推广力度。2018 年 6 月底，《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿）完成意见征询。同时，《金融资产投资公司管理办法（试行）》正式颁布实施。7 月 5 日，央行向 5 家国有商业银行及 12 家股份制商业银行定向降准 0.5 个百分点，其中专门支持“债转股”方向，释放约 5000 亿资金。根据国家发改委披露的信息，截至今年 6 月底，市场化债转股签约金额达到了 17220 亿元，到位资金 3469 亿元，涉及 109 家具有发展前景的高负债优质企业。从已签约的项目看，银行及所属实施机构签约的项目占比超 80%，资金到位占比也超过 70%。

其次，再提小微企业“无还本续贷”。其实早在 2014 年 7 月，原银监会就推出了“无还本续贷”。根据原银监会发布的《关于完善和创新小微企业贷款服务 提高小微企业金融服务水平的通知》（银监发〔2014〕36 号），提出有融资需求和资金困难的小微企业可以在流动资金周转贷款到期前，向银行申请续贷，银行业金融机构可以提前按新发放贷款的要求开展贷款调查和评审，对于符合条件的小微企业，审核合格后可以给予办理续贷。2017 年 3 月，银监会印发《关于做好 2017 年小微企业金融服务工作的通知》，

提出支持银行业金融机构合理提高无还本续贷业务在小微企业贷款中的比重。2018年8月，央视新闻联播报道山东德州“解决小微企业融资难题”的经验，再度让“无还本续贷”变成热词。

当然，无论是债转股、贷款展期、借新还旧、还是无还本续贷，至少从操作层面是可以降低银行不良比例的，给银行以喘息的空间。但是究竟是延缓真实不良的爆发时点，还是真的能否用时间换空间，还有待观察。

## 5 在不确定性中寻找确定性

### 5.1 估值的底部

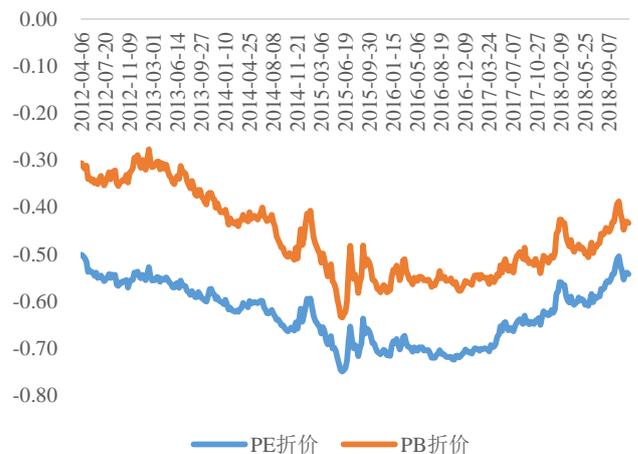
银行目前基本面相对比较稳健，但估值却已经反映出最悲观的预期。截至12月19日，银行板块整体市盈率(历史TTM)6.22X，创下全年低点，跌破7年中位值(6.32X)。从历史数据看，虽然从目前的市盈率相比2014年时期的4-5X仍处于中间水平，但市净率却已经创出历史新低。截至12月19日，银行板块整体市净率为0.82X，同样创下全年低点。

图 25: SW 银行板块估值



资料来源: wind, 财富证券

图 26: SW 银行相对 A 股估值折价



资料来源: wind, 财富证券

如果以市净率缺口表征的净资产不足代表潜在(未计入表内)不良资产,那我们模拟测算的部分银行实际不良率已经超过5%(监管指标),这个情况发生的概率应该极小。

表 9: 模拟测算市净率暗含的实际不良率

证券简称	市净率 (2018/11/23)	不良贷款比率 (2018Q3, %)	贷款总额(2018Q3, 亿元)	潜在不良贷款 (亿元)	测算的不良率(包含潜在不良贷款, %)
华夏银行	0.62	1.77	15,769.79	1124.25	8.90
民生银行	0.66	1.75	30,705.58	2109.81	8.62
交通银行	0.69	1.49	48,520.48	3074.02	7.83
光大银行	0.70	1.58	23,758.67	1336.34	7.20

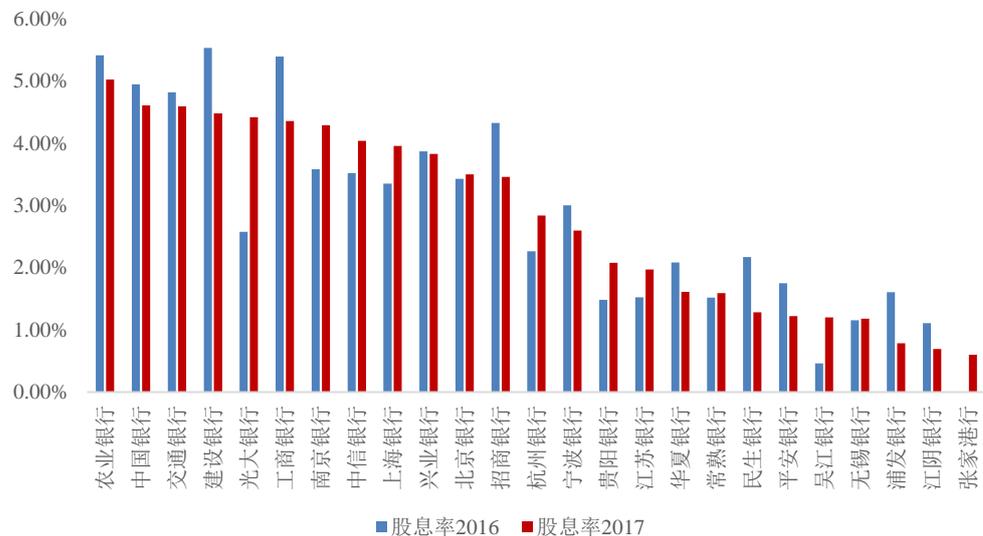
浦发银行	0.72	1.97	34,595.64	1732.41	6.98
中国银行	0.71	1.43	116,977.73	6304.94	6.82
中信银行	0.71	1.79	35,110.95	1739.68	6.74
兴业银行	0.76	1.61	28,230.43	1449.10	6.74
北京银行	0.74	1.23	12,400.00	670.50	6.64
江苏银行	0.74	1.39	8,824.07	414.76	6.09
农业银行	0.81	1.60	117,750.06	3928.26	4.94
平安银行	0.82	1.68	19,220.47	505.50	4.31
杭州银行	0.87	1.52	3,470.95	84.87	3.97
工商银行	0.87	1.53	152,639.39	3436.20	3.78
江阴银行	0.95	2.28	621.77	4.88	3.06
上海银行	0.91	1.08	8,314.77	163.51	3.05
建设银行	0.90	1.47	137,657.82	2080.01	2.98
贵阳银行	0.92	1.46	1,605.96	23.37	2.92
南京银行	0.92	0.89	4,669.40	67.47	2.33
无锡银行	0.98	1.28	736.14	2.41	1.61

资料来源: wind, 财富证券

## 5.2 高分红的传统

股票投资的本源在于看好公司未来成长, 获取未来回报, 而回报的途径主要有两个: 分红和转让股票的溢价。相比较而言, 分红存在较大的确定性, 与公司的盈利能力和股利分配政策密切相关。银行在现金分红方面一直比较大方, 而且其股息率比较高。

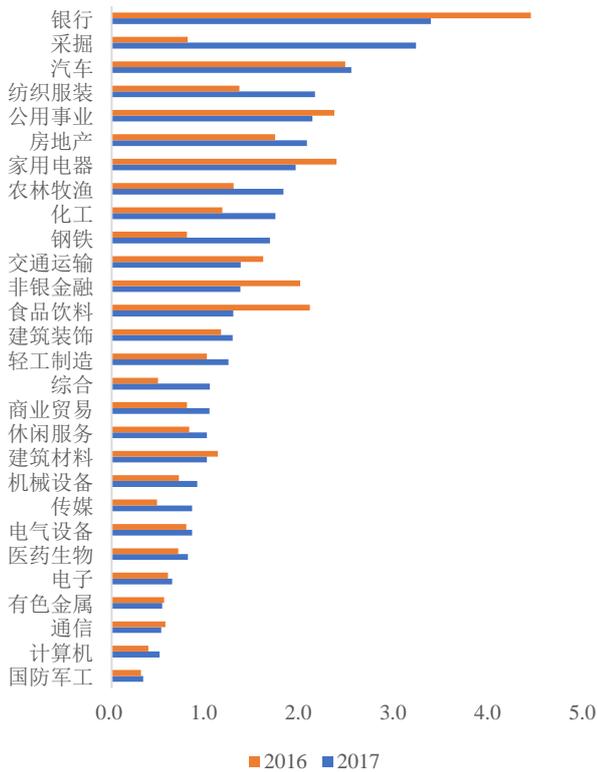
图 27: 银行股股息率



资料来源: wind, 财富证券

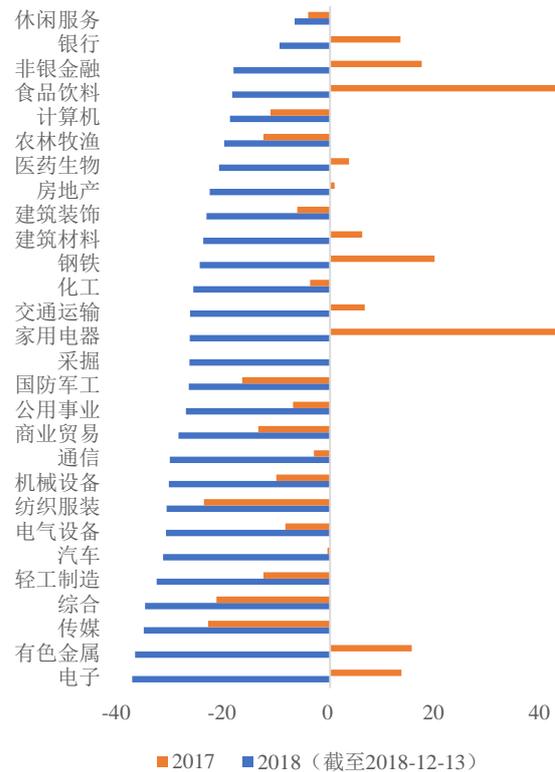
具体到上市银行, 国有行一直保持了较高的分红比例, 平均在 30% 以上, 由于估值较低, 股息率也相对较高, 2017 年股息率均在 4.3% 以上。股份制银行中的中信银行、招商银行、兴业银行, 城商行中南京银行、上海银行、北京银行也保持了较高的股息率。

图 28: A 股板块股息率 (%)



资料来源: wind, 财富证券

图 29: A 股板块年度涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 财富证券

### 5.3 重点关注个股

2018 年, 银行业仍以严监管为主基调, 辅之以服务实体经济。金融监管政策主要集中在同业业务、资管业务、资本、股东资质等方面。在经过连续两年的严厉监管, 整肃格局, 银行业经营日益规范, 预计在稳实体的大基调下, 2019 年监管政策将保持稳健, 在风险可控的前提下, 以稳定市场为主。因此选股的主要是三条路径: 一是合规守矩, 风控能力强, 如系统性重要银行中的“全能型选手”; 二是单项突出, 盈利能力强, 如股份行中和城商行中的“翘楚”; 三是拐点转变, 进步空间大, 如城商行和农商行中力求上进的“积极分子”。

从业绩增速来看, 城商行与农商行居前, 而且由于体量小, 未来增长空间较大, 如常熟银行、上海银行、宁波银行、杭州银行 2018 年前三季度归母净利润增速保持在 20% 以上, 并且超过 2017 年全年增速; 从盈利能力 (加权 ROE) 看, 各类型银行均有优秀代表, 如城商行中的宁波银行、南京银行, 股份行中的招商银行、兴业银行, 国有行中的建设银行、工商银行; 从息差来看, 农商行相对较高, 其次是农业银行、建设银行和招商银行; 从经营效率来看, 上海银行、工商银行、建设银行居前; 从资产质量来看, 宁波银行、南京银行、常熟银行、上海银行的不良率依旧最低, 拨备覆盖率也相对最高; 从资本充足率来看, 剔除年内进行股权性融资的银行外, 建设银行、工商银行、招商银行居前。综合以上各方面考虑, 建议重点关注建设银行、工商银行、招商银行、宁波银行

行、上海银行、常熟银行。

**国有行：工商银行与建设银行。**两家银行是中国银行业的 NO.1 和 NO.2。公司资本充足率位居行业绝对前列，核心一级资本充足率分别达到 12.48%、13.34%。净息差维持高位，分别达到 2.30%、2.34%，并保持上行态势，计息成本负债率处于绝对低位，仅高于农业银行。盈利能力强，ROE 均稳定在 10% 以上，分别达到 11.36%、12.06%，在行业内相对靠前。不良率虽然相对较高，分别为 1.53%、1.47%，但是两家公司“3 个月以上逾期贷款/不良贷款”指标均比较低（78.98%、65.66%），特别是建设银行，说明公司不良认定标准严格，而且工商银行关注类贷款出现负增长，未来新增不良压力稍减。公司经营效率高，成本收入比仅次于上海银行，分别为 21.07%、23.13%。两家公司分红率始终保持在 30% 以上，股息率平均在 4% 以上。

**股份行：招商银行。**股份制银行中的绝对翘楚，公司零售业务占据半壁江山，财富管理业务品牌优势明显，体现在经济下行周期中盈利能力依旧保持上行。在大体量的情况下，2018Q3 归母净利润增速达到 14.58%，同比增速继续上行，是增速保持 2 位数中唯一总资产上 5 万亿的银行。2018Q3 加权 ROE 达到 14.30%，是为数不多保持 2 位数并相比去年同期出现上浮的。核心一级资本充足率排名第四，并且是唯一近 5 年仅仅依靠内源式资本补充提高资本充足率的银行。各项指标在可比银行类排名多为第一。净息差上行较快，不良率平稳并相对偏低。

**城商行：宁波银行和上海银行。**作为城商行的杰出代表，宁波银行经营灵活，增长迅速。不良率和拨备覆盖率一直保持上市银行最优。不良率最低（0.80%），并一直保持绝对低位；拨备覆盖率最高（502.67%），并始终保持上行。“3 个月以上逾期贷款/不良贷款”指标较低，且关注类贷款负增长。公司盈利能力非常强，2018Q3 加权 ROE 达到 15.78%，归母净利润增速再上 20%。净息差下行较快是由于会计口径调整导致，对公司业绩不产生实质性影响。核心资本充足率虽然排名偏低，但公司已经启动非公发行事项，预计明年资本将补充到位。上海银行属于城商行中的“小个头”，但公司业绩增速和盈利能力在 2018 年出现快速上升。2018Q3 营收增速由上年负值转正，归母净利润增速 22.47%，仅次于常熟银行，营收增速 29.48%，位居行业第一；营收与归母净利润增速剪刀差处于正值范围，表明公司业绩收入真实稳健。公司经营效率高，成本收入比在上市银行中处于最低。不良率和拨备覆盖率也位于行业前列，不过公司核心一级资本充足率下降过快。

**农商行：常熟银行。**在现有五家上市农商行中，常熟银行各项表现排名靠前，也是资产规模最大。公司 2018Q3 净息差为上市银行最高，达到 3.63%，也是唯一超过 3% 的银行。归母净利润增速 25.32%，位居行业第一，并且一直保持逐季上升，与营收增速也相对匹配。不良率 1.0%，拨备覆盖率 406.74%，排名都仅次于宁波银行和南京银行。贷款在生息资产中比重超过 50%，资产结构调整压力小。

**表 10：重点关注个股 2018Q3 情况一览表**

指标	证券简称	宁波银行	常熟银行	上海银行	招商银行	建设银行	工商银行
不良率	(%)	0.80	1.00	1.08	1.42	1.47	1.53
	排名	1	3	4	9	12	15
拨备覆盖率	(%)	502.67	406.74	321.14	325.98	195.16	172.45
	排名	1	3	5	4	17	20
净息差	(%)	1.90	3.63	1.61	2.54	2.34	2.30
	排名	20	1	26	7	8	10
成本收入比	(%)	33.18	35.33	20.27	27.63	23.13	21.07
	排名	25	27	1	16	3	2
核心一级资本充足率	(%)	8.96	10.03	10.06	11.97	13.34	12.48
	排名	18	13	12	4	2	3
加权 ROE	(%)	15.77	9.71	10.73	14.30	12.06	11.36
	排名	1	19	14	3	7	11

资料来源：wind，财富证券

## 6 风险提示

经济增速下降失速；不良资产风险暴露速度超预期；债转股进展低于预期；银行理财业务恢复进度低于预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438