

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

## 上市银行资本: 监管要求、现实压力与中期缺口

——银行行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究

同步大市 (维持)

发布日期: 2018年12月28日

### 银行相对沪深300指数表现



### 相关报告

- 1 《银行业点评报告: 央行创设 TMLF, 流动性进一步宽松》 2018-12-20
- 2 《银行业月报: 经济与政策符合预期, 中小银行资本补充潮起》 2018-12-14
- 3 《银行业年度策略: 核心变量相对影响变化, 把握两类投资机会》 2018-11-16

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 投资要点:

本文梳理了上市银行资本充足率的监管要求, 分析了上市银行资本充足率的现状与面临的压力, 并测试了上市银行未来三年内内生增长模式下的资本充足率与资本缺口。

- **上市银行整体资本充足率具有一定的安全边际。**上市银行整体各级资本充足率均在现行监管要求之上, 拥有约3个百分点的安全边际。上市银行整体核心一级资本率(11%)、一级资本充足率(11.8%)与资本充足率(14.2%)分别高于整体监管标准3、2.6与3个百分点。各上市银行均满足监管要求, 建设银行、招商银行、上海银行与江阴银行分别代表国有行、股份银行、城商行与农商行的最高资本充足水平。
- **上市银行资本压力正逐步加大, 一级资本压力更为迫切。**一方面, 银行净利润增速相对资产规模的增速明显下降, 资本内生增长速度放缓。如果未来宏观经济进一步下滑, 同时, 在政策刺激下信用逐步扩张、利率进一步下降, 则银行业资产增速与净利润增速的鸿沟进一步拉大。另一方面, 受金融业业务回归本源的影响, 银行资产的风险权重逐步提高。未来随着监管要求提高(如国内系统重要性银行名单确定、全球系统性银行TLAC正式实施), 商业银行资本压力将进一步凸显。
- **中期资本缺口较大, 资本充足率面临下行压力。**在中性假设下, 若上市银行只依靠内生增长来补充资本, 则三年后核心一级资本充足率与一级资本充足率将自然下降至9.5%与10.1%。如果三年后上市银行核心一级资本充足率与一级资本充足率仍然保持现阶段的水平, 则核心一级资本与其他一级资本缺口分别为1.6万亿元与1400亿元。与国有银行和农商行相比, 股份制银行与城商行现阶段的一级资本充足率安全边际更低, 一级资本补充需求更为迫切。
- **投资建议。**上市银行中期资本面临较大压力, 预计未来三年银行通过外部融资补充资本的需求强烈, 监管政策也会予以支持。现阶段, 关于资产质量的担忧成为压制银行估值的核心因素, 同时也应看到, 现阶段银行的估值水平所隐含的不良率已经反映了市场对银行资产质量较悲观的预期, 估值具有较高的安全边际, 维持行业“同步大市”投资评级。建议重点关注农业银行、建设银行、招商银行、宁波银行等基本面稳健标的与光大银行、中信银行、上海银行等基本面具有较高改善预期的标的。

**风险提示: 资产质量大幅恶化, 系统性风险**

## 内容目录

1. 综述	3
2. 资本监管要求	4
2.1. 现阶段国内商业银行执行的监管要求	5
2.2. 国内系统重要性银行附加资本要求	5
3. 现阶段上市银行资本充足情况	6
3.1. 上市银行各级资本充足率具备一定安全边际	6
3.2. 不同级别的资本充足率呈现“内核小外围大”的特点	7
3.3. 不同类型银行的资本充足率呈现“两头大中间小”的特点	8
4. 上市银行资本充足率面临的压力	8
5. 一级资本充足率及一级资本缺口测算	11
5.1. 上市银行整体	11
5.2. 各类型银行	14
5.2.1. 国有银行	14
5.2.2. 股份制银行	14
5.2.3. 城商行	15
5.2.4. 农商行	15
6. 投资建议	16
7. 风险提示	16

## 图表目录

图 1: 商业银行资本类别与资本层级	4
图 2: 现阶段国内商业银行核心一级资本充足率监管要求	5
图 3: 上市银行核心一级资本充足率 (%)	9
图 4: 上市银行一级资本充足率 (%)	9
图 5: 上市银行资本充足率 (%)	9
图 6: 上市银行归母净利润与总资产增速	10
图 7: 国有银行归母净利润与总资产增速	10
图 8: 股份制银行归母净利润与总资产增速	10
图 9: 城商行归母净利润与总资产增速	10
图 10: 农商行归母净利润与总资产增速	11
图 11: 上市银行净息差同比增速	11
图 12: 上市银行总资产风险权重	11
图 13: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM)	16
图 14: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)	16
表 1: 《商业银行资本管理办法 (试行)》对资本充足率监管要求	5
表 2: 截至 18 年三季度末上市银行资本充足率	6
表 3: 各上市银行其他一级资本工具与可转债发行情况	7
表 4: 上市银行一级资本缺口测算假设	12
表 5: 未来三年上市银行核心一级资本充足率及核心一级资本缺口测算	12
表 6: 未来三年上市银行一级资本充足率及其他一级资本缺口测算	13

## 1. 综述

本文梳理了上市银行资本充足率的监管要求，分析了上市银行资本充足率的现状与面临的压力，并测试了上市银行未来三年内内生增长模式下的资本充足率与资本缺口。

目前，上市银行整体各级资本充足率均在现行监管要求之上，拥有约 3 个百分点的安全边际。上市银行整体核心一级资本率（11%）、一级资本充足率（11.8%）与资本充足率（14.2%）分别高于整体监管标准 3、2.6 与 3 个百分点。建设银行、招商银行、上海银行与江阴银行分别代表国有银行、股份制银行、城商行与农商行的最高资本充足水平。

商业银行面临的资本压力正逐步加大，一级资本压力更为迫切。除了其他一级资本工具单一的客观原因外，上市银行资本还面临两方面的压力。一方面，受近年来净息差收窄影响，银行净利润增速相对资产规模的增速明显下降，核心资本内生增长速度下降。如果未来宏观经济进一步下滑，同时，在政策刺激下，信用逐步扩张、利率进一步下降，则银行业资产增速与净利润增速的鸿沟进一步扩大。另一方面，受金融业业务回归本源影响，贷款占总资产的比重逐步提升，总资产风险权重也因此逐步提高。未来随着监管要求提高（如国内系统重要性银行名单确定、全球系统性银行 TLAC 正式实施等），商业银行资本压力将进一步凸显。

在中性假设下，若上市银行只通过内生增长来补充资本，则三年后核心一级资本充足率与一级资本充足率将自然下降至 9.5% 与 10.1%。如果三年后上市银行核心一级资本充足率与一级资本充足率仍然保持现阶段水平，则核心一级资本与其他一级资本缺口分别为 1.6 万亿元与 1400 亿元。

与核心一级资本充足率与资本充足率相比，上市一级资本充足率安全边际最低。这与目前国内其他一级资本工具较为单一（目前以优先股为主）有关，预计随着未来永续债等新工具的实施和优先股发行规模的扩大，上市银行其他一级资本短板可以补齐。在中性假设下，若上市银行未来三年永续债或优先股发行规模增加 7000 亿（与目前上市银行在国内发行的存量优先股规模接近），则一级资本充足率安全边际将提升 0.5 个百分点。

与国有银行和农商行相比，股份制银行与城商行现阶段的一级资本充足率安全边际更低，一级资本补充需求更为迫切。对于股份制银行，在只依靠内生增长补充资本的情况下，三年后要想保持核心一级资本充足率在 7.5% 以上（既现阶段股份制银行核心一级资本充足率最低监管要求），则每年净利润增速不低于 4% 且总资产增速不超过 6%。若要保持 8% 以上的核心一级资本充足率，则股份制银行需要在总资产增速不超过 6% 的情况下实现 17% 以上的净利润增速，难度很大。对于城商行，在只依靠内生增长来补充资本的情况下，三年后要想保持核心一级资本充足率在 7.5% 以上（既目前城商行核心一级资本充足率最低监管要求），则每年净利润增速不低 25% 且总资产增速不超过 7%。若要保持 8% 以上的核心一级资本充足率，则城商行需要在总资产增速不超过 7% 的情况下实现 35% 以上的净利润增速，难度很大。

由于上市银行中期资本面临较大压力，银行资产规模增长因此受到制约，货币政策传导的

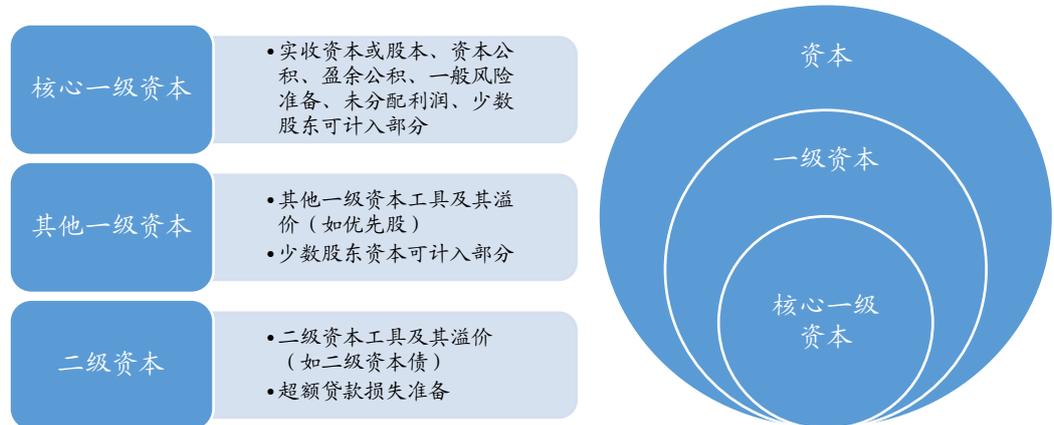
有效性也会受到负面影响。预计未来三年银行通过外部融资补充资本的需求强烈，监管政策也会予以支持。

## 2. 资本监管要求

根据《商业银行资本管理办法（试行）》，国内商业银行资本划分为核心一级资本、其他一级资本及二级资本三种类型。其中，核心一级资本包括：实收资本或普通股、资本公积、盈余公积、一般风险准备、未分配利润、少数股东资本可计入部分；其它一级资本包括：其它一级资本工具及其溢价（如优先股、永续债等）、少数股东资本可计入部分；二级资本包括：二级资本工具及其溢价（如二级资本债）、超额贷款损失准备。

商业银行的核心一级资本与其他一级资本统称为一级资本，一级资本与二级资本统称为资本，因此，核心一级资本、一级资本与资本的范围依次扩大。

图 1：商业银行资本类别与资本层级



资料来源：银保监会、中原证券

国内商业银行资本充足率的监管要求（即商业银行持有的符合该办法的资本与风险加权资产之间的比率）包括最低资本要求、储备资本要求、逆周期资本、系统重要性银行附加资本要求以及特定资本要求等五个递进要求。

商业银行各级资本充足率的最低要求为：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%。

除最低资本要求外，商业银行需要计提储备资本，储备资本要求为风险加权资产的 2.5%，由核心一级资本充足率来满足。

此外，特定情况下，商业银行在最低资本要求和储备资本要求之上计提逆周期资本，逆周期资本要求为风险加权资产的 0~2.5%，由核心一级资本来满足。

再者，国内系统重要性银行附加资本要求为风险加权资产的 1%，由核心一级资本满足，若国内银行被认定为全球系统重要性银行，所适用的附加资本要求不得低于巴塞尔委员会的统一规定。

最后，银监会有权在第二支柱框架下提出更审慎的资本要求，确保资本充分覆盖风险，包括根据风险判断针对部分资产组合提出的特定资本要求以及根据监督检查结果针对单家银行提出的特定资本要求。

表 1:《商业银行资本管理办法（试行）》对资本充足率监管要求

资本充足率	非系统重要性银行	国内系统重要性银行	全球系统重要性银行
核心一级资本充足率	7.5%~9%	8.5%~11%	8.5%~13.5%
其中：最低资本要求	5%	5%	5%
储备资本要求	2.50%	2.50%	2.50%
逆周期资本	0%~2.5%	0%~2.5%	0%~2.5%
附加资本	0%	1%	1%~3.5%
一级资本充足率	8.5%~10%	9.5%~12%	9.5%~14.5%
资本充足率	10.5%~12.5%	11.5%~14%	11.5%~16.5%
特定资本要求	-	-	-

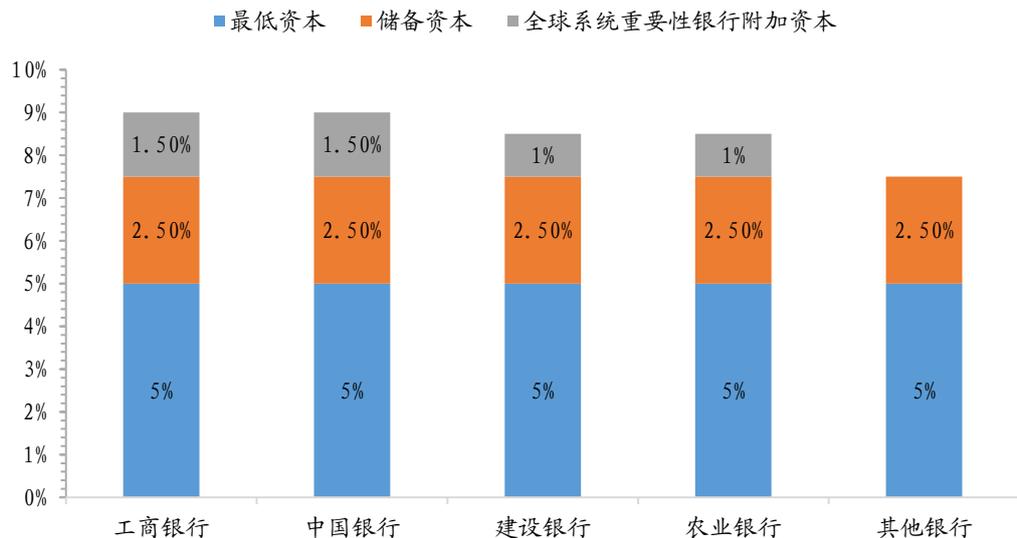
资料来源：银保监会，中原证券

### 2.1. 现阶段国内商业银行执行的监管要求

目前，国内商业银行仅执行最低资本要求、储备资本要求和全球重要性银行附加资本要求，暂未执行逆周期资本要求、国内系统重要银行附加资本要求与特定资本要求。

除工商银行、中国银行、建设银行与农业银行等四家全球系统重要性银行多 1~1.5 个百分点的附加资本要求外，其余银行核心一级资本充足率监管要求均为 7.5%。一级资本充足率与资本充足率分别在核心一级资本充足率的基础上提高 1 与 3 个百分点。

图 2: 现阶段国内商业银行核心一级资本充足率监管要求



资料来源：银保监会、FSB、中原证券

### 2.2. 国内系统重要性银行附加资本要求

18 年 11 月人民银行、银保监会、证监对《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》的发布，意味着国内系统重要银行名单的认定步伐将逐步加快，部分全国系统重要银行执行附

加资本要求的时刻将行渐近。

根据指导意见规定的参评范围（指导意见的参评标准为“可采用金融机构的规模指标，即所有参评机构表内外资产总额不低于监管部门统计的同口径上年末该行业总资产的 75%；或采用金融机构的数量指标，即银行业、证券业和保险业参评机构数量分别不少于 30 家、10 家和 10 家。”），预计上市银行中的全部 8 家股份制银行、其中 5 家城商行（北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行）纳入国内系统重要性银行的可能性较大。

此外，根据该指导意见对附加资本的确定原则（指导意见对附加资本的确定原则为“为反映金融机构的系统重要性程度，附加资本采用连续法计算，即选取系统重要性得分最高的金融机构作为基准机构，确定其附加资本要求，其他机构的附加资本要求根据系统重要性得分与基准机构得分的比值确定”），国内系统重要性银行的附加资本要求将避免《商业银行资本管理办法（试行）》中 1% 的一刀切要求，其中，系统重要性得分最高银行的附加资本要求或为 1%，其他系统重要性银行的附加资本根据其得分与最高得分的比值确定。

### 3. 现阶段上市银行资本充足情况

#### 3.1. 上市银行各级资本充足率具备一定安全边际

截至 18 年三季度末，上市银行各级资本充足率均在监管要求之上，并具备一定的安全边际。上市银行整体各级资本充足率拥有约 3 个百分点的安全边际：上市银行整体核心一级资本率（11%）、一级资本充足率（11.8%）与资本充足率（14.2%）分别高于整体监管标准 3、2.6 与 3 个百分点。除个别银行核心一级资本充足率与一级资本充足率安全边际小于 1 个百分点外，其余银行各级资本充足率安全边际均超过 1 个百分点。建设银行、招商银行、上海银行与江阴银行分别代表国有银行、股份制银行、城商行与农商行的最高资本充足水平。统计在内的 25 家上市银行中，5 家上市银行一级资本充足率安全边际小于 1 个百分点，3 家上市银行核心一级资本充足率小于 1 个百分点，其中 2 家银行核心一级资本充足率与一级资本充足率安全边际均小于 1 个百分点，以上银行均为分布在股份制银行或城商行中。

表 2：截至 18 年三季度末上市银行资本充足率

上市银行	核心一级资本充足率			一级资本充足率			资本充足率		
	实际	监管	边际	实际	监管	边际	实际	监管	边际
工商银行	12.48	9.00	3.48	12.94	10.00	2.94	14.81	12.00	2.81
建设银行	13.34	8.50	4.84	13.92	9.50	4.42	16.23	11.50	4.73
中国银行	11.14	9.00	2.14	11.99	10.00	1.99	14.16	12.00	2.16
农业银行	11.32	8.50	2.82	11.91	9.50	2.41	14.99	11.50	3.49
交通银行	10.87	7.50	3.37	11.93	8.50	3.43	14.08	10.50	3.58
招商银行	11.97	7.50	4.47	12.84	8.50	4.34	15.46	10.50	4.96
中信银行	8.65	7.50	1.15	9.46	8.50	0.96	12.23	10.50	1.73
民生银行	8.77	7.50	1.27	9.01	8.50	0.51	11.89	10.50	1.39
兴业银行	9.19	7.50	1.69	9.75	8.50	1.25	12.10	10.50	1.60
浦发银行	9.96	7.50	2.46	10.68	8.50	2.18	13.59	10.50	3.09

光大银行	8.89	7.50	1.39	9.84	8.50	1.34	12.69	10.50	2.19
华夏银行	8.01	7.50	0.51	9.00	8.50	0.50	11.82	10.50	1.32
平安银行	8.53	7.50	1.03	9.41	8.50	0.91	11.71	10.50	1.21
北京银行	8.77	7.50	1.27	9.69	8.50	1.19	12.03	10.50	1.53
南京银行	8.21	7.50	0.71	9.46	8.50	0.96	12.72	10.50	2.22
宁波银行	8.96	7.50	1.46	9.65	8.50	1.15	13.39	10.50	2.89
上海银行	10.06	7.50	2.56	11.52	8.50	3.02	13.34	10.50	2.84
江苏银行	8.58	7.50	1.08	10.30	8.50	1.80	12.48	10.50	1.98
贵阳银行	9.68	7.50	2.18	9.71	8.50	1.21	11.52	10.50	1.02
杭州银行	8.21	7.50	0.71	10.01	8.50	1.51	13.32	10.50	2.82
江阴银行	14.05	7.50	6.55	14.06	8.50	5.56	15.24	10.50	4.74
无锡银行	10.46	7.50	2.96	10.47	8.50	1.97	17.09	10.50	6.59
常熟银行	10.03	7.50	2.53	10.08	8.50	1.58	14.84	10.50	4.34
吴江银行	11.06	7.50	3.56	11.07	8.50	2.57	15.01	10.50	4.51
张家港行	11.39	7.50	3.89	11.39	8.50	2.89	12.55	10.50	2.05

资料来源：Wind，公司公告，中原证券

### 3.2. 不同级别的资本充足率呈现“内核小外围大”的特点

不同级别的资本充足率呈现“内核小外围大”的特点，一级资本充足率的安全边际最小，其次是核心一级资本，资本充足率安全边际最大。上市银行核心一级资本充足率的安全边际均值为 2.4 个百分点，一级资本充足率的安全编辑均值为 2.1 个百分点，资本充足率的安全边际为 2.87 个百分点。各级资本充足率中，一级资本充足率的安全边际最小，这与现阶段我国商业银行可选择的其他一级资本工具较为单一有关。现阶段，我国商业银行主要通过境内外发行优先股，境外发行永续债（目前仅有工商银行在境外成功发行永续债）以及境内发行可转债计入权益的部分。据人民银行消息，12 月 25 日，金融委办公室召开专题会议，研究多渠道支持商业银行补充资本有关问题，推动尽快启动永续债发行。预计商业银行境内发行永续债进度将加快，其他一级资本短板将会逐步补齐。

表 3：各上市银行其他一级资本工具与可转债发行情况

银行	境内优先股 (亿元)	境外优先股 (亿美元)	境外优先股 (亿欧元)	境外优先股 (亿元)	境外永续债 (亿美元)	可转债 (亿元)
工商银行	450	29.4	6	120	10	0
建设银行	600	30.5	0	0	0	0
中国银行	600	0	0	400	0	0
农业银行	800	0	0	0	0	0
交通银行	450	24.5	0	0	0	600 (已过会)
招商银行	275	10	0	0	0	0
中信银行	350	0	0	0	0	400 (已过会)
民生银行	0	14.39	0	0	0	0
兴业银行	260+300 (已过会)	0	0	0	0	0
浦发银行	300	0	0	0	0	500 (已过会)
光大银行	300+350 (已过会)	0	0	0	0	300
华夏银行	200	0	0	0	0	0

平安银行	200	0	0	0	0	260 (已过会)
北京银行	179	0	0	0	0	0
南京银行	99	0	0	0	0	0
宁波银行	200	0	0	0	0	100
上海银行	200	0	0	0	0	0
江苏银行	200	0	0	0	0	200 (已过会)
贵阳银行	50	0	0	0	0	0
杭州银行	100	0	0	0	0	0
江阴银行	0	0	0	0	0	20
无锡银行	0	0	0	0	0	30
常熟银行	0	0	0	0	0	30
吴江银行	0	0	0	0	0	25
张家港行	0	0	0	0	0	25

资料来源：公司公告，中原证券

### 3.3. 不同类型银行的资本充足率呈现“两头大中间小”的特点

不同类型银行的资本充足率呈现“两头大中间小”的特点，规模较大的国有银行与规模较小的农商行资本充足率较高，安全边际也较高，规模居中的股份制银行与城商行资本充足率较低，安全边际也较小。国有银行核心一级资本充足率的安全边际在 2.14~4.84 个百分点，一级资本充足率的安全边际在 1.99~4.42 个百分点，资本充足率的安全边际在 2.16~4.73 个百分点。股份制银行核心一级资本充足率的安全边际在 0.51~4.47 个百分点，一级资本充足率的安全边际在 0.50~4.34 个百分点，资本充足率的安全边际在 1.21~4.96 个百分点。城商行核心一级资本充足率的安全边际在 0.71~2.56 个百分点，一级资本充足率的安全边际在 0.96~3.02 个百分点，资本充足率的安全边际在 1.02~2.89 个百分点。农商行核心一级资本充足率的安全边际在 2.63~6.55 个百分点，一级资本充足率的安全边际在 1.58~5.56 个百分点，资本充足率的安全边际在 2.05~6.59 个百分点。

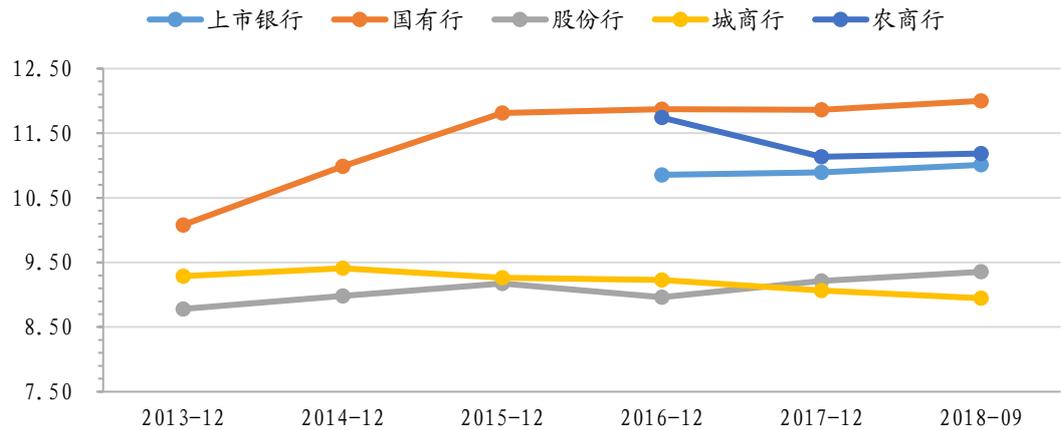
## 4. 上市银行资本充足率面临的压力

2015 年以来，上市银行核心一级资本充足率整体较为平稳，若剔除农业银行非公开发行普通股及招商银行等内生增长较好银行的影响，上市银行通过内生增长实现的整体核心一级资本充足率实际为稳中略降的态势。

上市银行一级资本充足率总体上也较为平稳，主要得益于近几年上市银行扩大优先股发行规模。目前大部分银行完成了首期优先股发行，部分银行还发行了两期优先股，后续优先股增长空间受限，上市银行需要新的其他一级资本工具。

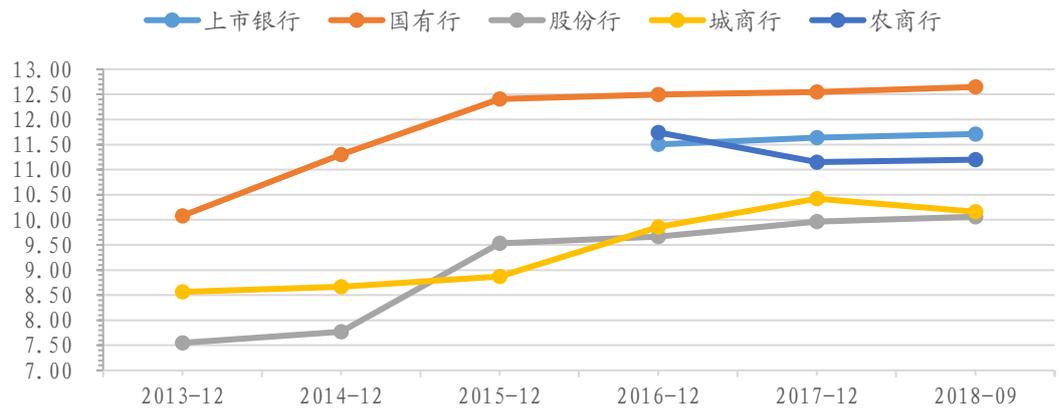
与核心一级资本充足率与一级资本充足率保持稳定的趋势不同，近年来上市银行资本充足率总体上保持了稳中有升的态势，这一方面是由于近年来上市银行超额拨备持续增长，另一方面是由于上市银行二级资本债发行规模持续增长。

图 3: 上市银行核心一级资本充足率 (%)



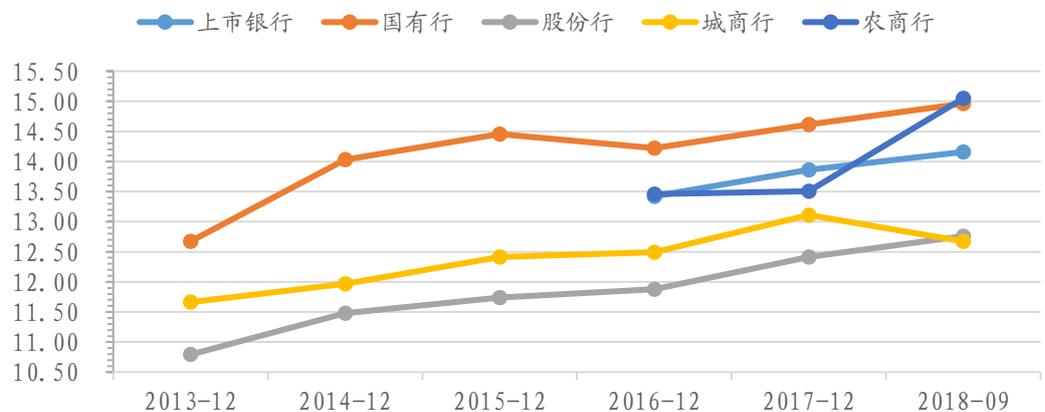
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 上市银行一级资本充足率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 上市银行资本充足率 (%)

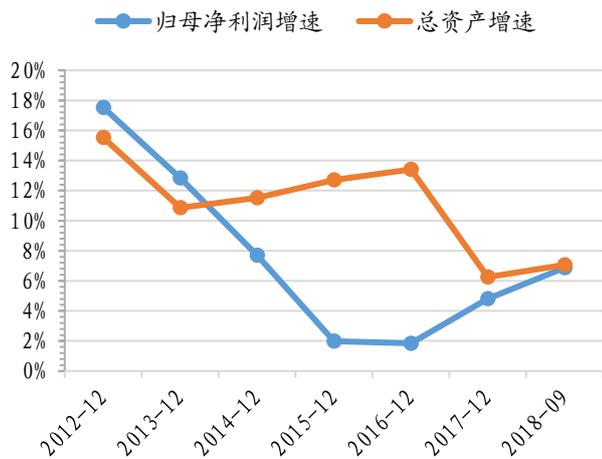


资料来源: Wind, 中原证券

商业银行资本压力正逐步加大，一级资本压力更为迫切。未来随着监管要求提高（如国内系统重要性银行名单确定、全球系统性银行 TLAC 正式实施），商业银行资本压力将进一步凸显。

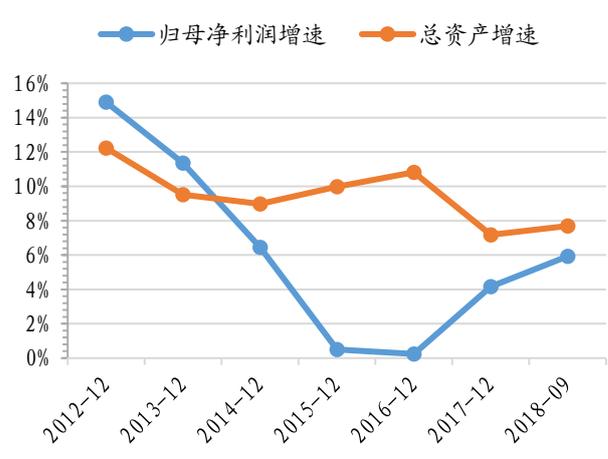
除了其他一级资本工具单一及监管要求可能提高的客观原因外，上市银行资本压力还来自两个方面。一方面，受近年来净息差收窄影响，银行净利润增速相对资产规模的增速明显下降，核心资本内生增长速度明显下降。如果未来宏观经济进一步下滑，同时，在政策刺激下，信用逐步扩张、利率进一步下降，则银行业资产增速与净利润增速的鸿沟进一步拉大。

图 6：上市银行归母净利润与总资产增速



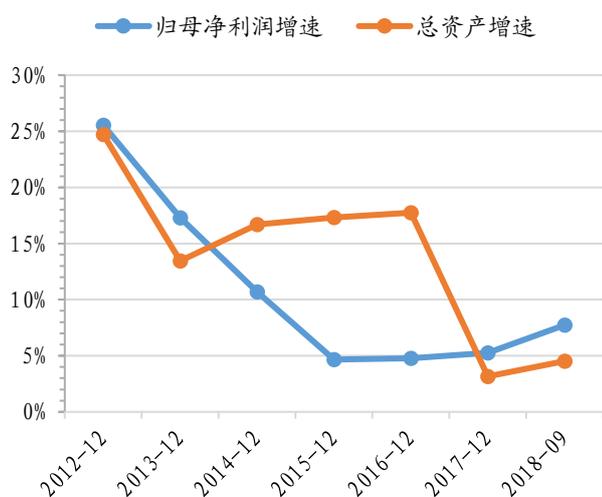
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：国有银行归母净利润与总资产增速



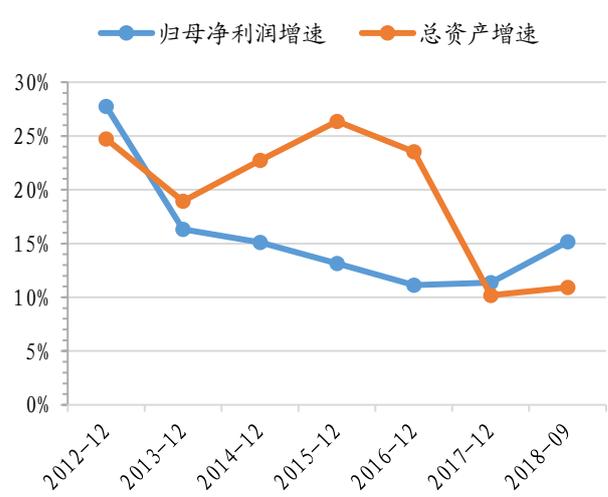
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：股份制银行归母净利润与总资产增速



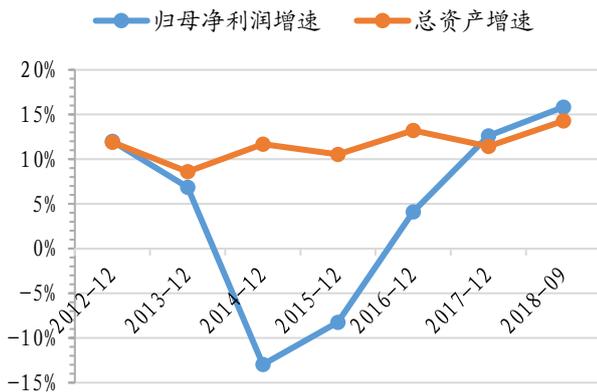
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：城商行归母净利润与总资产增速



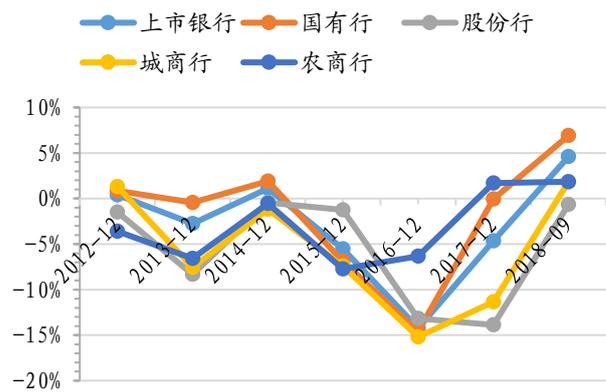
资料来源：Wind, 中原证券

图 10: 农商行归母净利润与总资产增速



资料来源: Wind, 中原证券

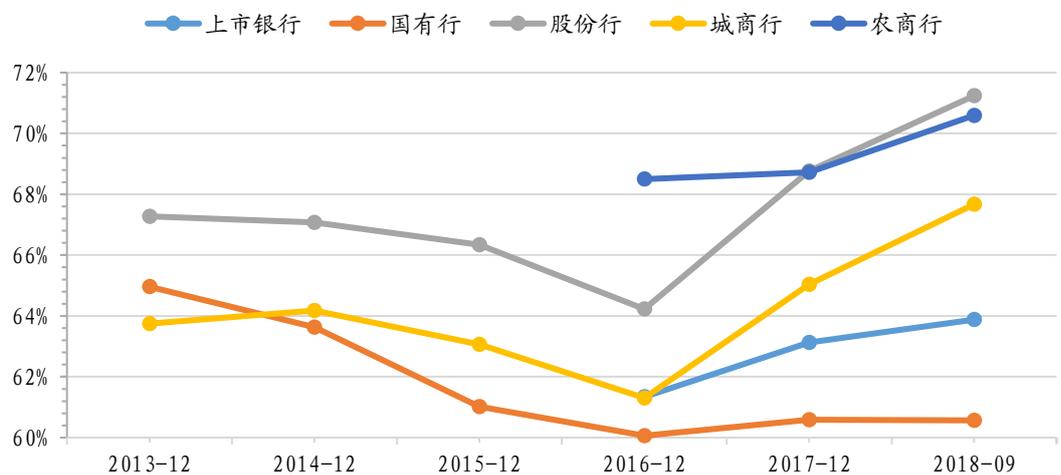
图 11: 上市银行净息差同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

另一方面,受金融业业务回归本源影响,商业银行贷款占总资产的比重逐步提升,总资产风险权重也因此逐步提高。2017 年以来,在金融业务回归本源的监管理念下,非标转标、表外回表内的趋势逐步形成,上市银行总资产风险权重(总资产风险权重=风险加权资产/总资产)逐步提升。截至 18Q3 末,上市银行总资产风险权重由 16 年末的 61%提升至 64%。其中,因股份制银行与城商行受金融监管的影响更大,因此,股份制银行与城商行总资产风险权重提升幅度较农商行与国有银行提升更大,分别由 16 年末的 64%和 61%提升至 18Q3 末的 71%和 68%。

图 12: 上市银行总资产风险权重



资料来源: Wind, 中原证券

## 5. 一级资本充足率及一级资本缺口测算

### 5.1. 上市银行整体

在上市银行只依靠内生增长来补充资本的情况下,未来三年内,只要每年净利润增速不低于 3%,总资产增速不超过 7%,则三年后资本充足率仍会高于 8.8%,较目前的监管要求(目前上市银行整体核心一级资本充足率的监管要求为 8.3%)仍至少具备 0.5 个百分点的安全边

际。

如果未来三年上市银行持续保持目前的核心一级资本充足率（11%）与一级资本充足率（11.8%），在中性假设下，上市银行未来三年的核心一级资本与其他一级资本整体缺口约为 1.8 万亿元，其他一级资本的缺口约为 2000 亿元。若将已通过证监会审核尚未发行的可转换、非公开发行 A 股及优先股计入，则上市银行未来三年的核心一级资本与其他一级资本整体缺口缩小至 1.6 万亿与 1400 亿元。此种情况下，由于核心一级资本缺口较大，短期内并不能保证通过外部融资全额补充，因此，预计未来三年上市银行整体核心一级资本充足率稳中有降可能性较大。在中性假设下，预计三年后上市银行只依靠内生增长的核心一级本充足率约为 9.5%，若期间发行可转债或普通股，则核心一级资本充足率将在 9.5% 之上。

目前上市银行一级资本安全边际较低，预计随着永续债及优先股等发行进度的加快，其他一级资本缺口预计可以补齐，且一级资本充足率的安全边际有望提升。参照目前上市银行已发行的 7000 亿优先股规模，若上市银行三年内永续债或者优先股发行规模增加 7000 亿元，则中性假设下，上市银行一级资本充足率安全边际约提升 0.6 个百分点，与核心一级资本充足率与资本充足率拥有相同的安全边际。

表 4：上市银行一级资本缺口测算假设

项目	假设
总资产增速	未来三年每年增速相同，增速区间保持 3%~11%，中性假设的增速为 5%
净利润增速	未来三年每年增速相同，增速区间保持 3%~11%，中性假设的增速为 5%
现金分红比例	上市银行未来三年整体现金分红比例均与 2017 年度相同，即 27.39%
优先股股息	上市未来三年每年的优先股股息=2018 年末优先股规模*票面利息*汇率
内生增长补充资本 (核心)一级资本缺口	优先股(永续债)股(利)息和现金分红后的归母净利润均作为核心一级资本在(核心)一级资本充足率始终保持 18Q3 末水平的情况下，除通过内生增长外，需要额外通过融资补充的资本规模
其他一级资本缺口	核心一级资本充足率与一级资本充足率始终保持 18Q3 末水平的情况下，除通过内生增长外，需要额外通过融资补充的一级资本缺口与核心一级资本缺口的差额
总资产风险权重	2018-2021 年资产权重逐年提高 1 个百分点，由 64% 提升至 67%

资料来源：公司公告，中原证券

表 5：未来三年上市银行核心一级资本充足率及核心一级资本缺口测算

年份	内生增长下的核心一级资本充足率					核心一级资本缺口(亿元)				
<b>2019 年</b>										
总资产增速	3%	5%	7%	9%	11%	3%	5%	7%	9%	11%
归母净利润增速	3%	5%	7%	9%	11%	3%	5%	7%	9%	11%
	11.08%	11.13%	11.17%	11.21%	11.25%					
	10.67%	10.71%	10.75%	10.79%	10.83%	3775	3355	2927	2491	2046
	10.27%	10.31%	10.35%	10.39%	10.43%	8271	7851	7423	6987	6542
	9.90%	9.93%	9.97%	10.01%	10.05%	12852	12432	12004	11568	11123
	9.54%	9.58%	9.62%	9.65%	9.69%	17518	17098	16670	16233	15789
<b>2020 年</b>										

总资产增速		3%	5%	7%	9%	11%	3%	5%	7%	9%	11%
归母净利润增速											
3%	10.63%	10.69%	10.75%	10.82%	10.89%	4200	3545	2864	2157	1424	
5%	10.03%	10.09%	10.15%	10.21%	10.28%	11188	10532	9851	9145	8411	
7%	9.48%	9.54%	9.59%	9.65%	9.71%	18447	17791	17110	16404	15670	
9%	8.97%	9.02%	9.07%	9.13%	9.19%	25982	25327	24646	23939	23206	
11%	8.49%	8.54%	8.59%	8.64%	8.70%	33800	33144	32463	31756	31023	

2021年		3%	5%	7%	9%	11%	3%	5%	7%	9%	11%
总资产增速											
归母净利润增速											
3%	10.19%	10.28%	10.36%	10.45%	10.55%	9235	8326	7363	6345	5270	
5%	9.44%	9.51%	9.59%	9.68%	9.77%	19072	18163	17200	16183	15107	
7%	8.75%	8.82%	8.90%	8.98%	9.06%	29487	28578	27616	26598	25522	
9%	8.13%	8.19%	8.26%	8.33%	8.41%	40504	39595	38632	37614	36539	
11%	7.56%	7.62%	7.68%	7.75%	7.82%	52143	51234	50272	49254	48178	

资料来源：公司公告，中原证券

表 6: 未来三年上市银行一级资本充足率及其他一级资本缺口测算

年份		内生增长下的一级资本充足率					其他一级资本缺口 (亿元)				
2019年		3%	5%	7%	9%	11%	3%	5%	7%	9%	11%
总资产增速											
归母净利润增速											
3%	11.78%	11.82%	11.86%	11.90%	11.95%	77					
5%	11.33%	11.37%	11.41%	11.45%	11.49%	1018	1018	1018	1018	1018	
7%	10.91%	10.95%	10.99%	11.03%	11.07%	1329	1329	1329	1329	1329	
9%	10.52%	10.55%	10.59%	10.63%	10.67%	1645	1645	1645	1645	1645	
11%	10.14%	10.18%	10.21%	10.25%	10.29%	1968	1968	1968	1968	1968	
2020年		3%	5%	7%	9%	11%	3%	5%	7%	9%	11%
总资产增速											
归母净利润增速											
3%	11.29%	11.35%	11.41%	11.48%	11.55%	1070	1070	1070	1070	1070	
5%	10.66%	10.71%	10.78%	10.84%	10.90%	1553	1553	1553	1553	1553	
7%	10.07%	10.13%	10.18%	10.24%	10.30%	2054	2054	2054	2054	2054	
9%	9.53%	9.58%	9.63%	9.69%	9.75%	2575	2575	2575	2575	2575	
11%	9.02%	9.07%	9.12%	9.17%	9.23%	3115	3115	3115	3115	3115	
2021年		3%	5%	7%	9%	11%	3%	5%	7%	9%	11%
总资产增速											
归母净利润增速											
3%	10.83%	10.91%	10.99%	11.09%	11.18%	1440	1440	1440	1440	1440	
5%	10.03%	10.10%	10.18%	10.27%	10.35%	2120	2120	2120	2120	2120	
7%	9.30%	9.37%	9.44%	9.52%	9.60%	2840	2840	2840	2840	2840	
9%	8.63%	8.70%	8.77%	8.84%	8.92%	3602	3602	3602	3602	3602	
11%	8.03%	8.09%	8.15%	8.22%	8.29%	4406	4406	4406	4406	4406	

资料来源：公司公告，中原证券

## 5.2. 各类型银行

我们用同样的方法，根据各类型银行实际情况对假设条件中的参数进行适当调整，对未来三年各类型上市银行的一级资本充足率和一级资本缺口进行了测算。

### 5.2.1. 国有银行

国有银行在只依靠内生增长来补充资本的情况下，未来三年内，只要每年净利润增速不低于 3%，总资产增速不超过 7%，则三年后资本充足率仍会高于 9.7%，较目前的监管要求（目前国有银行整体核心一级资本充足率的监管要求为 8.7%）仍至少具备 1 个百分点的安全边际。

如果未来三年国有银行持续保持目前的核心一级资本充足率（12%）与一级资本充足率（12.7%），在中性假设下（即每年的归母净利润增速与总资产增速均为 5%），国有银行未来三年的核心一级资本缺口约为 1.1 万亿元，其他一级资本的缺口约为 800 亿元。若将已通过证监会审核但尚未发行的可转换，则国有银行未来三年的核心一级资本缺口缩小至 1.04 万亿。此种情况下，由于核心一级资本缺口较大，短期内并不能保证通过外部融资金额补充，因此，预计未来三年国有银行核心一级资本充足率稳中有降可能性较大。在中性假设下，预计三年后国有银行只依靠内生增长的核心一级资本充足率约为 11.1%，若期间发行可转债或普通股，则核心一级资本充足率将在 11.1% 之上。

预计随着永续债及优先股等发行进度的加快，国有银行其他一级资本缺口预计可以补齐，且一级资本充足率的安全边际有望提升。参照目前国有银行已发行的 4000 亿优先股规模，若国有银行三年内元永续债或者优先股发行规模增加 4000 亿元，则中性假设下，国有银行一级资本充足率安全边际将提升 0.5 个百分点。

### 5.2.2. 股份制银行

相对国有银行，股份制银行一级资本压力较为明显。在只依靠内生增长来补充资本的情况下，三年后，股份制银行要想保持资本充足率在 7.5% 以上（既目前股份制银行核心一级资本充足率最低监管要求），则每年净利润增速不低于 4% 且总资产增速不超过 6%。要想保持 8% 以上的核心一级资本充足率，则股份制银行需要在总资产增速不超过 6% 的情况下实现 17% 以上的净利润增速，难度较大。

在中性假设下（即每年的归母净利润增速为 8%，总资产增速均为 6%），预计三年后股份制银行只依靠内生增长的核心一级资本充足率约为 8.2%，若期间发行可转债或普通股，则核心一级资本充足率将在 8.2% 之上。

如果未来三年股份制银行持续保持目前的核心一级资本充足率（9.4%）与一级资本充足率（10.1%），在中性假设下，股份制银行未来三年的核心一级资本缺口约为 7000 亿元，其他一级资本的缺口约为 450 亿元。若将已通过证监会审核尚未发行的可转换、非公开发行 A 股及优先股计入，则股份制银行未来三年的核心一级资本缺口缩小至 5800 亿，其他一级资本缺口被填补。由于未来三年国内系统重要性银行名单确定的可能性较大，这会抬升股份制银行核心

一级资本充足率的监管要求，同时由于股份制银行核心一级资本安全边际较小，预计未来核心一级资本充足率下降的空间较小，股份制银行通过发行可转债或普通股补充核心一级资本的进度或加快。

预计随着永续债及优先股等发行进度的加快，股份制银行一级资本充足率的安全边际有望提升。参照目前股份制银行已发行的 2100 亿优先股规模，若股份制银行三年内永续债或者优先股发行规模增加 2100 亿元，则中性假设下股份制银行一级资本充足率安全边际将提升 0.5 个百分点。鉴于目前股份制银行一级资本充足率安全边际相对较低，未来若该安全边际提升 1 个百分点，则股份制银行永续债或优先股的发行规模将增加 4000 亿元。

### 5.2.3. 城商行

城商行的一级资本压力较股份制银行又略大一些。在只依靠内生增长来补充资本的情况下，未来三年内，城商行要想保持资本充足率在 7.5% 以上（既目前城商行核心一级资本充足率最低监管要求），则每年净利润增速不低于 25% 且总资产增速不超过 7%。要想保持 8% 以上的核心一级资本充足率，则城商行在总资产增速不超过 7% 的情况下实现 35% 以上的净利润增速，难度很大。

在中性假设下（即每年的归母净利润增速为 13%，总资产增速均为 9%），预计三年后城商行只依靠内生增长的核心一级资本充足率约为 6.6%，不能满足 7.5% 的监管要求。

如果未来三年城商行持续保持目前的核心一级资本充足率（8.9%）与一级资本充足率（10.2%），在中性假设下，城商行未来三年的核心一级资本缺口约为 2300 亿元，其他一级资本的缺口约为 200 亿元。若将已通过证监会审核尚未发行的可转换计入，则股份制银行未来三年的核心一级资本缺口缩小至 2100 亿。鉴于城商行核心一级资本安全边际相对其他类型银行较低，未来核心一级资本充足率下降的空间较小，预计未来城商行通过发行可转债或普通股补充核心一级资本的进度将加快。

预计随着永续债及优先股等发行进度的加快，城商行其他一级资本缺口预计可以补齐，且一级资本充足率的安全边际有望提升。参照目前城商行已发行的 800 亿优先股规模，若城商行三年内元永续债或者优先股发行规模增加 800 亿元，则中性假设下城商行一级资本充足率安全边际将提升 0.8 个百分点。鉴于目前城商行一级资本充足率安全边际处于相对较低水平，未来若该安全边际提升 1 个百分点，则城商行永续债或优先股的发行规模将增加 1000 亿元。

### 5.2.4. 农商行

与股份制银行和城商行相比，农商行一级资本的安全边际较高，与国有银行接近。尽管如此，由于农商行规模扩张相对其他类型银行更快，对资本的消耗也更快。在只依靠内生增长来补充资本的情况下，未来三年内，只有每年净利润增速不低于 12%，总资产增速不超过 10%，则核心一级资本充足率三年后才能继续保持在 7.5% 的监管要求之上。

如果未来三年农商行持续保持目前的核心一级资本充足率（11.1%）与一级资本充足率

(11.2%)，在中性假设下（即每年的归母净利润增速为 14%与总资产增速均为 12%），农商行未来三年的核心一级资本缺口约为 270 亿元，不存在其他一级资本缺口。若农商行已发行的 150 亿可转债在未来三年内全部转股，则核心一级资本缺口缩小至 120 亿。目前农商行尚未发行过其他一级资本工具，未来不排除发行优先股与永续债等其他一级资本的可能性。

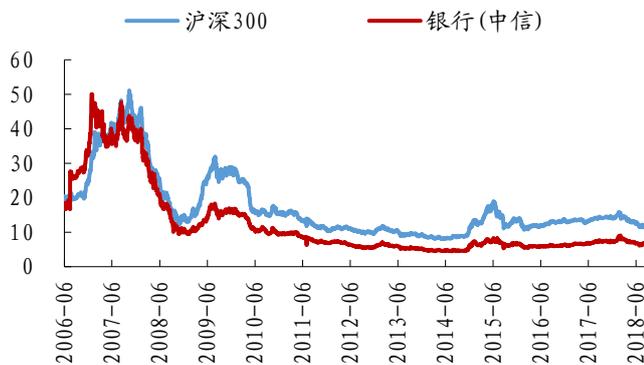
## 6. 投资建议

上市银行中期资本面临较大压力，银行资产规模因此受到制约，货币政策传导的有效性也会受到负面影响。预计未来三年银行通过外部融资补充资本的需求强烈，监管层在政策市也会予以支持。

现阶段对资产质量的担忧成为压制银行估值的核心因素，同时也应看到，目前银行的估值水平所隐含的不良率已经反映了市场对银行资产质量较悲的预期，具有较高的安全边际。截至 18 年 12 月 27 日，银行板块与沪深 300 指数 PB(LF) 分别为 0.81 与 1.26 倍，银行板块估值相对沪深 300 合理偏低，维持行业“同步大市”投资评级。

建议从三个方向精选个股。方向一：关注息差改善预期大、盈利端改善较为明显的股份制银行。预计 18 年四季度至 19 年上半年，该类银行净息差改善幅度相对同业较大，收入端改善幅度较为明显，推荐**光大银行与中信银行**。方向二：关注盈利稳定、资产质量较好、拨备水平较高的稳定大行。该类银行业绩发挥稳定，推荐**建设银行、农业银行与招商银行**。方向三：关注业绩突出、资产质量优异、成长性较好的地方性银行，推荐**上海银行与宁波银行**。

图 13: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM)



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)



资料来源: Wind, 中原证券

## 7. 风险提示

资产质量大幅恶化，系统性风险。

### 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。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接受到本报告而视其为本公司的当然客户。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。