



# 强于大市

# 银行业 2019 年年度策略

## 防御至上，改善先行

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
工商银行	601398.SH	5.29	买入
中国银行	601988.SH	3.61	未有评级
农业银行	601288.SH	3.6	买入
招商银行	600036.SH	25.2	买入
中信银行	601998.SH	5.45	未有评级
民生银行	600016.SH	5.73	中性
浦发银行	600000.SH	9.8	增持
光大银行	601818.SH	3.7	买入
华夏银行	600015.SH	7.39	未有评级
北京银行	601169.SH	5.61	增持
南京银行	601009.SH	6.46	增持
宁波银行	002142.SZ	16.22	增持
上海银行	601129.SH	11.19	增持
江苏银行	600919.SH	5.97	未有评级
杭州银行	600926.SH	7.4	增持
江阴银行	002807.SZ	5.08	未有评级
无锡银行	600908.SH	5.24	增持
常熟银行	601128.SH	6.14	买入
吴江银行	603323.SH	6.11	增持
张家港行	002839.SZ	5.35	未有评级
成都银行	601838.SH	8.05	中性

资料来源：万得，中银国际证券  
以2018年12月28日当地货币收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

展望2019年，我们认为货币环境的宽松与强监管节奏的放缓有利于银行资产负债表右端压力进一步缓释，但资产端由于有效需求不足与风险偏好下行弹性有限。在此背景下，银行股上行机会将要依赖于经济预期的改善和不确定性的修复，短期受到制约。不过目前板块2019年估值仅0.75xPB，股息率4.8%，对应估值隐含不良率近14%，弱市环境下防御性凸显。随着A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期配置价值。个股方面，我们推荐受益监管压力缓释、资产负债表右端压力改善的低估值股份行（光大银行）以及长期基本面稳健的行业龙头（大行和招商银行）。

### 支撑评级的要点

#### ■ 政策重心转移，由堵向疏缓解经济下行压力。

2018年中政治局会议首提“六稳”新要求，将“稳金融”摆在突出位置。就银行业而言，随着政策重心的转移，我们认为2019年的监管环境将更为友好：1) 货币政策方面，政策方向从保持中性转向松紧适度，预计全年银行准备金率有2-3次下调空间。2) 定向调控力度加大，疏通货币传导机制，提升银行对民营及小微企业的支持力度。3) 金融监管更注意节奏把控，监管政策通过实施细则的完善提升可操作性。

#### ■ 资产负债表右端压力改善，信用疏通仍需时日

受益于货币政策的边际转向以及强监管节奏调整，银行资产负债表右端压力改善。1) 负债端：同业负债结构调整逐步到位，宽货币推动同业负债成本下行，过去两年受监管和紧货币冲击较大的中小银行迎来改善窗口期；2) 资本金：监管一方面拓宽银行资本补充渠道，一方面提升银行再融资审批时效，2018年年底密集将包括交通银行、中信银行、平安银行、华夏银行在内的多家银行的再融资方案予以批复。原先存在资本金压力的中小银行，经过资本金补充后，扩张能力修复。

我们认为负债端的改善有利于银行体系将资金引流向实体经济，因此预计2019年全年新增信贷将保持充裕。预计全年新增人民币贷款17万亿，同比多增1.4万亿（对应增速12.5%）。但从结构来看，经济下行压力加大背景下，企业的融资需求与银行的风险偏好均呈下行趋势，因此短期很难看到明显改善。结构上，居民贷款和票据贴现占比仍将维持高位，对公则需依赖财政发力，信用疏通仍需时日。社融方面，表外融资收缩持续，地方专项债与企业债发力对冲，整体规模近21万亿，同比多增2万亿，表现略优于2018年。

#### ■ 基本面整体平稳，息差与资产质量存下行压力

展望2019年，我们认为行业基本面整体保持平稳，规模增速随着监管压力缓释以及政策引导有望企稳回升（预计2019年同比增8%），息差受资产端定价下行因素影响，预计全年收窄2-3BP。资产质量方面，不良压力随着宏观经济下行将有所增加，预计全年不良生成率同比上行10BP至1%左右，但大幅恶化可能性较低。综合来看，考虑到银行报表逆周期调节因素，预计2019年行业整体业绩增速为6.7%（vs18年6.8%），整体保持平稳。

### 评级面临的主要风险

#### ■ 经济下行超预期导致银行资产质量大幅恶化。



## 目录

政策重心转移，由堵向疏缓解经济下行压力 .....	6
资产负债表右端压力改善，信用疏通仍需时日 .....	10
基本面整体平稳，息差与资产质量存下行压力 .....	20
投资建议：防御配置，上行弹性等待经济预期改善.....	30
光大银行 .....	35
招商银行 .....	37
农业银行 .....	39
宁波银行 .....	41
常熟银行 .....	43



## 图表目录

图表 1. 降准更注重定向引导.....	6
图表 2. 银行存款准备金率今年以来 4 次下调.....	7
图表 3. MLF 余额仍在高位 .....	7
图表 4. 预计全年资金利率将稳定在低位.....	7
图表 5. 无风险利率仍有下行空间.....	7
图表 6. 宏观政策加大对于小微及民企的引导.....	8
图表 7. 金融监管政策有所微调 .....	8
图表 8. 同业存单利率接近 2016 年低利率时期.....	10
图表 9. 中小行负债成本的改善更为明显.....	10
图表 10. 存款结构呈现定期化.....	11
图表 11. 2018 年新增结构性存款约 3.5 万亿 .....	11
图表 12. 结构性存款产品比较.....	11
图表 13. 股份行和城商行负债端成本情况.....	12
图表 14. 同业负债占比情况 (2017Hvs2018H) .....	13
图表 15. 银行核心一级与一级资本补充情况 .....	14
图表 16. 监管希望通过改善银行资产负债表右端压力来驰援实体.....	15
图表 17. PMI 下半年以来持续下行 .....	15
图表 18. 企业贷款需求转弱.....	15
图表 19. 小微贷款增速 18 年以来呈下行趋势.....	16
图表 20. 18 年对公贷款靠中长期及票据支撑.....	16
图表 21. 19 年新增信贷 17 万亿.....	16
图表 22. 银行信贷结构中票据占比继续回升 .....	16
图表 23. 零售贷款比重不断提升 .....	17
图表 24. 按揭贷款占比略有下行.....	17
图表 25. 国内消费贷款保持高速增长 .....	17
图表 26. 国内消费贷款在 GDP 比重低于美国 .....	17
图表 27. 基建投资增速滑落至历史低位 .....	18
图表 28. 企业中长期贷款增长弱于 2017 年.....	18
图表 29. 理财业务仍在调整期.....	18
图表 30. 表内非标压降.....	18
图表 31. 监管大方向未变, 表外融资承压.....	19
图表 32. 预计 2019 年社融 20-21 万亿 .....	19
图表 33. 表外融资持续低迷.....	19



图表 34. 18 年行业规模增速筑底.....	20
图表 35. 上市银行规模增速表现分化 .....	20
图表 36. 行业 2019 年规模增速预计为 8%.....	20
图表 37. 贷款占比预计将继续提升.....	20
图表 38. 3 季度贷款收益率微降.....	21
图表 39. 2018 年以来上市银行定期存款占比提升.....	21
图表 40. 置换式降准 100BP 正面改善行业息差 1BP .....	21
图表 41. 行业息差表现同比回落 .....	22
图表 42. 营收同比增速有所下行 .....	22
图表 43. 2018 年手续费收入增速维持低位.....	22
图表 44. 银行卡业务成手续费收入增长的主要支撑 .....	22
图表 45. 代理（包括理财）手续费收入占营收比重约 5%.....	23
图表 46. 2019 年手续费收入预计同比增 6%.....	23
图表 47. 2018 年 3 季度不良生成率同比小幅回升 .....	23
图表 48. 行业不良+关注贷款占比企稳 .....	23
图表 49. 上轮信贷扩张存在的问题.....	24
图表 50. 银行体系 2013 年以来不良处置力度加大.....	25
图表 51. 零售贷款占比不断提升 .....	25
图表 52. 地方政府债务监管文件梳理 .....	26
图表 53. 2018 年下半年地方政府专项债发行提速.....	27
图表 54. 专项债置换规模.....	27
图表 55. 信用卡风险有所抬升.....	28
图表 56. 信用卡贷款逾期率有所抬升 .....	28
图表 57. 中美贸易摩擦不断.....	28
图表 58. 上市银行资产质量表现 .....	29
图表 59. 银行板块跑赢沪深 300.....	30
图表 60. 银行板块涨跌幅居于第二.....	30
图表 61. A 股银行涨跌幅 .....	31
图表 62. H 股主要内资银行涨跌幅.....	31
图表 63. 银行板块走势与宏观经济相关度高 .....	31
图表 64. 银行板块动态估值对应 2018 年 0.75x.....	32
图表 65. 银行估值对应隐含不良率.....	32
图表 66. 银行板块股息率较实际利率溢价走阔 .....	32
图表 67. 银行股息率 vs 沪深 300 .....	32
图表 68. A 股国际化脚步加快.....	33



---

图表 69. 陆股通机构配置行业分布 .....	33
附录图表 70. 报告中提及上市公司估值表 .....	34

## 政策重心转移，由堵向疏缓解经济下行压力

我们认为在宏观经济下行压力抬升的背景下，政府工作重心将进一步从去杠杆向稳增长转移，2018年中政治局会议首提“六稳”（稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）新要求，将“稳金融”摆在突出位置。就银行业而言，随着政策重心的转移，我们认为2019年的监管环境将更为友好，从破旧立新、强化业务规范与整治向稳定行业经营环境，疏通货币传导机制转变。具体来看，我们的核心判断有以下三部分：

- 1) 货币政策方面，政策方向从保持中性转向松紧适度，预计全年银行准备金率有2-3次下调空间，操作方式或将继续通过置换式操作开展，金融市场流动性将保持宽裕。
- 2) 定向调控力度加大，疏通货币传导机制，提升银行支持实体，尤其是对民营及小微企业的支持力度。
- 3) 金融监管方面，更注意节奏把控，监管政策通过实施细则的完善提升可操作性，缓解银行调整压力。

### 1.1 货币政策松紧适度，2019年流动性将维持宽裕

我们认为，2019年政府依然将维持稳健的宏观政策基调，保证经济稳定增长、需求侧刺激力度会有所加大。在货币政策方面，预计整体仍将维持2018年下半年以来相对宽松的货币环境，并综合运用数量、价格等多种货币工具，加强定向调控，重点提升货币政策传导的有效性。无风险利率仍有下行空间，银行间货币市场将维持相对宽松的流动性环境。

面对国内宏观经济下行压力的抬升，2018年央行进行了4次降准操作，值得注意的是，有别于普惠式降准，央行2018年的4次降准更为强调“专款专用”，其中两次用于置换存量MLF，一次用于对普惠贷款投放的引导，另一次则用于小微及债转股，定向滴灌操作更为频繁。

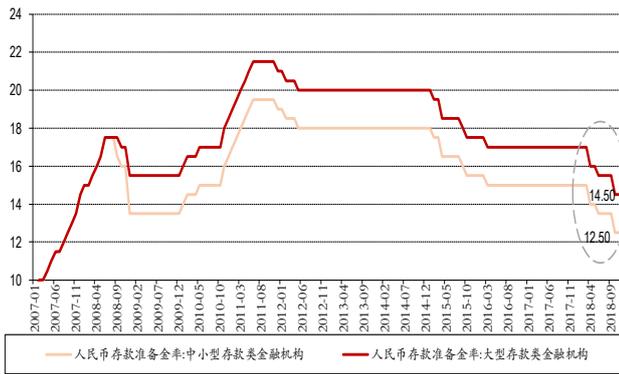
图表1.降准更注重定向引导

时间	降准幅度	相关要求
2018年1月25日	根据普惠金融实施情况，下调0.5/1个百分点	<b>第一档：</b> 凡前一年普惠金融贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点； <b>第二档：</b> 前一年普惠金融贷款余额或增量占比达到10%的商业银行，存款准备金率可按渐进原则在第一档基础上再下调1个百分点。
2018年4月25日	下调1个百分点	使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF），以2018Q1数据估算，操作当日偿还MLF约9000亿元，同时释放增量资金约4000亿元。
2018年7月5日	下调0.5个百分点	1. 鼓励5家国有大型商业银行和12家股份制商业银行运用定向降准和从市场上募集的资金，按照市场化定价原则实施债转股”项目； 2. 鼓励邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行应将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。
2018年10月15日	下调1个百分点	1. 降准所释放的部分资金用于偿还10月15日到期的约4500亿元中期借贷便利（MLF），这部分MLF当日不再续做。 2. 除去偿还MLF，降准还可再释放增量资金约7500亿元。

资料来源：央行，中银国际证券

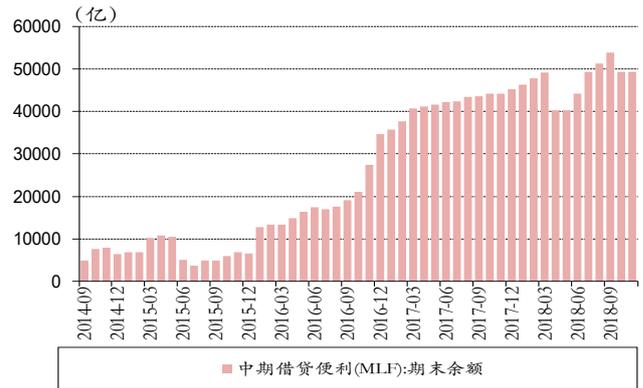
展望2019年，我们认为央行仍会延续18年的操作思路，一方面通过置换式降准降低金融机构负债成本（截至18年11月末MLF余额约4.9万亿，置换式降准仍有较大余地），另一方面通过对于指定用途降准来疏通实体融资结构性问题，结合来看，我们判断明年仍有3-4次的降准空间。

图表2. 银行存款准备金率今年以来4次下调



资料来源：万得，中银国际证券

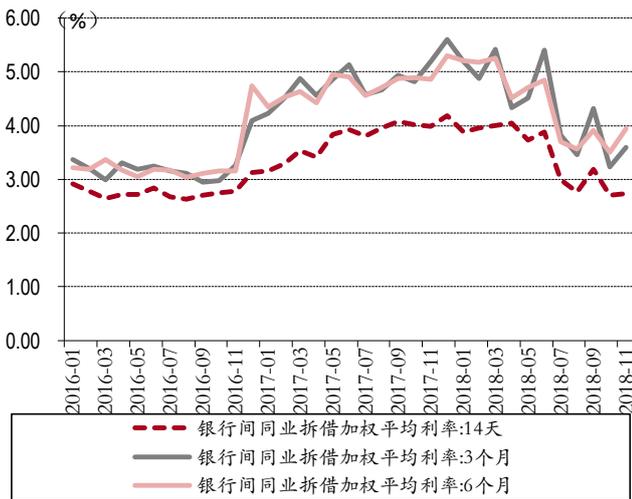
图表3. MLF 余额仍在高位



资料来源：万得，中银国际证券

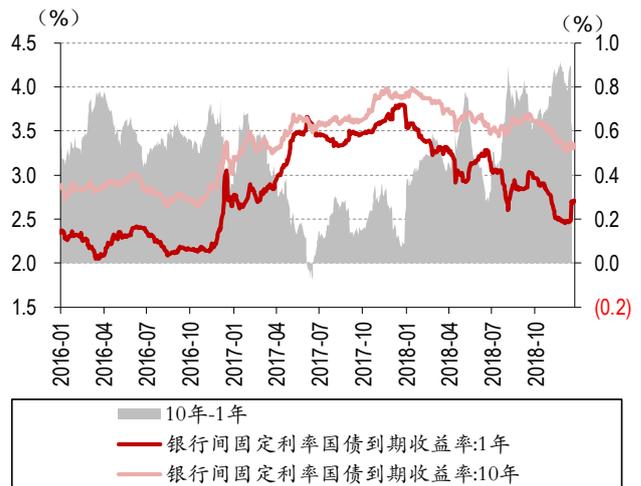
受益于货币政策呵护，预计2019年资金面将维持充裕，资金利率持平于2018年下半年的中枢位置，同时，随着短端利率向长端的传导，预计10年期国债收益率仍有进一步下行的空间。

图表4. 预计全年资金利率将稳定在低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表5. 无风险利率仍有下行空间



资料来源：万得，中银国际证券

## 1.2 定向政策加码，加大对于小微及民企的引导

除了传统的数量型工具外，在疏通金融体系向实体的资金供给通道，尤其是向小微和民企的融资渠道方面，2018年下半年以来监管定向指导政策也是不断出台，政策发布的密集程度与涉及的广度均是近10年来最大的一次，旨在改善小微及民企的经营环境和融资环境。

- 1) **针对融资难问题：**央行通过扩大MLF抵押品范围、定向降准、再贷款、新增MPA小微专项指标、创设TMLF工具等全方位加大对于金融机构信贷投向的引导。
- 2) **针对融资贵问题：**银保监会严格落实“两增两控”考核，“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，尤其是在融资成本上，要求银行相关贷款定价要稳步下行。
- 3) **针对税负问题：**财政部税务总局上调小微企业纳税基数，调降所得税率。

图表6.宏观政策加大对于小微及民企的引导

时间	发布机构	政策内容	主要内容概括
2018年6月1日	央行	扩大MLF合格担保品范围	新纳入中期借贷便利担保品范围的有：不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款。
2018年6月24日	央行	2018年第三次定向降准	7月5日起，下调国有大型商业银行等人民币存款准备金率0.5个百分点。其中2000亿主要用于支持相关银行发放小微企业贷款。
2018年6月25日	央行	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	增加支小支农再贷款和再贴现额度共1500亿元，下调支小再贷款利率0.5个百分点；将单户授信500万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利（MLF）的合格抵押品范围等。
2018年7月11日	财政部 税务总局	《关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》	自2018年1月1日至2020年12月31日，将小型微利企业的年应纳税所得额上限由50万元提高至100万元，对年应纳税所得额低于100万元（含100万元）的小型微利企业，其所得减按50%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税
2018年9月5日	财政部 税务总局	《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	自2018年9月1日至2020年12月31日，对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
2018年9月26日	财政部	国家融资担保基金有限责任公司成立	财政部持股45.4%的国家融资担保基金有限责任公司成立，并分别与安徽省等8家省级担保再担保机构签订了再担保业务合同，与建设银行等7家商业银行签订“总对总”银担合作协议。
2018年10月23日	央行	设立民企债券融资支持工具、增加再贷款和再贴现额度	在6月份增加再贷款和再贴现额度的基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元。
2018年11月9日	央行	扩大MLF合格担保品范围	将中期借贷便利合格担保品范围从单户授信500万元及以下小微企业贷款扩至1000万元。
2018年11月9日	央行	新增MPA临时专项考核指标	在宏观审慎评估（MPA）中新增临时性专项指标，专门用于考察金融机构小微企业贷款情况，在结构性参数计算中，将考察范围拓展至普惠金融领域
2018年12月20日	央行	创设TMLF	央行创立定向中期借贷便利（TMLF），根据金融机构对小微企业、民营企业贷款的增长情况，提供长期稳定资金来源。TMLF资金可使用三年，利率比MLF优惠15BP，目前为3.15%。
2018年12月20日	央行	新增再贷款、再贴现额度	新增再贷款、再贴现额度1000亿元以支持小微、民营企业贷款。

资料来源：央行，财政部，中银国际证券

### 1.3 金融强监管力度有所调整

2018年以来，金融监管延续了2017年“三三四十”检查以来的强度和要求，年初以来监管新规落地不断。不过从落地新规涉及的业务领域来看，较2017年没有太大的变化，大都是对于去年出台征求意见稿版本的落地。

此外，我们发现2018年落地的不少监管新规正式版虽然在监管要求上并未有明显放松，但是过渡期较征求意见稿有了一定的延长，政策可操作性增强。对银行而言，获得了更多适应监管新规的时间，整体压力有所减轻。

图表7.金融监管政策有所微调

文件名	涉及业务板块	原要求	新要求
MPA	广义信贷	结构性参数的基准值为1	下调MPA中的结构性参数至0.5
关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	理财、非标	过渡期2019/6/30	过渡期2020年底
大额风险暴露管理办法	同业业务、资管产品投资	过渡期2018/12/31	过渡期2018年12月31日，对匿名客户的风险暴露应于2019年12月31日前达到本办法规定的大额风险暴露监管要求。
商业银行流动性风险管理办法	同业、非标、存贷款	流动性匹配率：应当在2019年底前达到100%，在2018年底前达到90%。 优质流动性资产充足率：应当在2018年底前达到100%，在2018年6月底前达到	流动性匹配率：应当自2020年1月1日起执行流动性匹配率监管要求。2020年前，流动性匹配率为监测指标。 优质流动性资产充足率：应当在2019年6月底前达到100%，在2018年底前达到80%。
资管新规执行细则	理财、非标	1) 理财禁止投向非标； 2) 对资管产品进行净值化管理，坚持公允价值计量原则； 3) 过渡期之前完成理财投资非标的有序压降。	1) 公募产品可以投资非标资产； 2) 过渡期内，银行类资管产品和半年以上定开理财能够运用摊余成本法计价； 3) 非标存续和回表处置更具弹性：合理调整MPA参数支持表外资产回表；过渡期后对未回表非标进行妥善处理。

资料来源：央行，银保监会，中银国际证券



需要了解的是，由于金融业务的复杂性，很多监管政策的严厉与否很大程度上取决于执行层面，因此在一些细则上的变动会对实际业务的开展带来巨大的影响。央行7月20日发布的资管新规补丁文件——《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》（以下简称“执行细则”）就能够很好地反映这个问题。

相较于资管新规，央行发布的执行细则给予了银行理财以更大的操作弹性，从而缓解了银行表外理财的调整压力，主要体现在以下方面：

- 1) 公募产品可以投资非标资产。**此前资管新规中公募理财是否投资能够非标没有明确，但在实际操作中监管基本予以禁止。此次执行细则明确放开，考虑到非标资产的收益率要高于债券、存单等标准化资产。允许公募理财投资非标将有利于提升理财产品吸引力，同时也能够增加表外非标承接主体，减轻银行回表压力。
- 2) 过渡期内，银行类货基产品和半年以上定开理财能够运用摊余成本法计价。**今年以来银行净值化转型有所推进，但效果不甚理想，对银行理财资金负债端造成压力。我们认为投资者对于市值法计价的真净值产品的接受需要一定时间，过渡期内让银行能够继续发行摊余成本法计价的理财产品有利于银行更平稳实现产品过渡，也能够降低由银行理财负债端紧张所导致的金融市场波动。
- 3) 表外非标资产的存续和回表将受到更大支持。**执行细则明确“对于通过各种措施确实难以消化、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，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表。”此外，“过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。”有利于缓解市场对于表外回表问题的担忧。

## 资产负债表右端压力改善，信用疏通仍需时日

受益于货币政策的边际转向以及强监管节奏调整，银行资产负债表右端压力改善：**1) 负债端**：同业负债结构调整逐步到位，宽货币推动同业负债成本下行，过去两年受监管和紧货币冲击较大的中小银行迎来改善窗口期；**2) 资本金**：监管一方面拓宽银行资本补充渠道，一方面提升银行再融资审批时效，2018年年底密集将包括交通银行、中信银行、平安银行、华夏银行在内的多家银行的再融资方案予以批复。原先存在资本金压力的中小银行，经过补充后，资本金水平得到充实。

监管旨在通过改善银行体系的资金来源问题来增加对于实体的资金供给。但需要注意的是，负债端的改善有利于银行体系将资金引流向实体经济，但并非充分条件，银行向实体的信贷投放需要充分考虑外部经济环境的影响及企业的经营环境，而在经济下行压力不断加大的情况下，无论是企业的融资需求亦或是银行的风险偏好均呈下行趋势，因此短期很难看到明显改善。我们判断受政策引导，预计2019年信贷总量将保持充裕，预计全年新增人民币贷款17万亿（vs2018年约15.6万亿），同比多增1.4万亿（对应增速12.5%vs2018年13.3%），结构上居民贷款和票据贴现占比维持高位，对公仍需依赖财政发力。社融方面，表外融资收缩持续，地方专项债与企业债发力对冲，整体规模近21万亿，同比多增2万亿。

### 2.1 负债端：结构调整逐步到位，宽货币推动同业负债成本下行

2018年以来货币政策的边际宽松推动资金利率步入下行通道，极大地改善了银行同业负债成本的压力。以6个月期限同业存单利率为例，2018年下半年的平均发行利率为3.22%，较2018年上半年的均值大幅下降了120BP。因此，从3季度各家银行的负债成本来看，受益于同业资金利率的下行，大部分银行负债成本均有所下降，尤其是原先同业负债占比更高的股份制银行（浦发银行）和部分区域性银行（上海银行、杭州银行）。

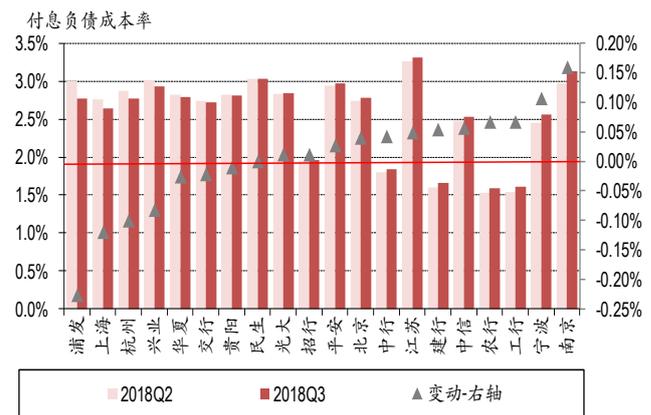
展望2019年，我们认为在央行货币政策相对宽松的背景下，资金利率仍有下行空间，行业同业负债成本的改善仍会持续，结构上，同业负债依赖度更高的中小银行改善空间更大。

图表8. 同业存单利率接近2016年低利率时期



资料来源：万得，中银国际证券

图表9. 中小行负债成本的改善更为明显

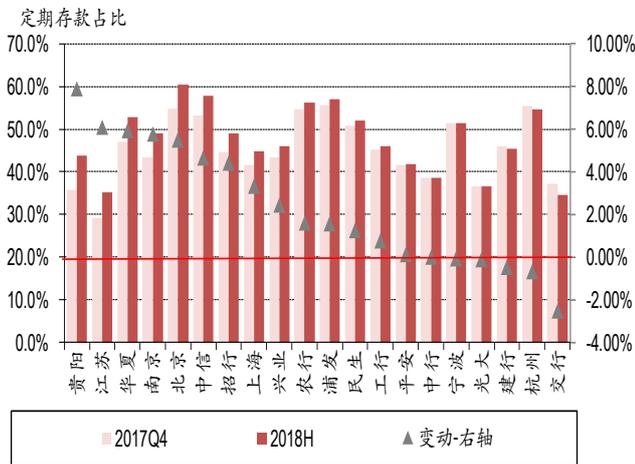


资料来源：万得，中银国际证券

从存款端来看，在M2增速维持低位的背景下，2018年行业整体存款增长乏力，各行间对于存款的竞争激烈。从上市各家银行半年报披露的存款结构也能够看到，绝大部分银行定期存款的占比均有不同程度的提升，而在定期存款中，结构性存款的增速迅猛，截至央行11月末的数据，银行结构性存款较同比增长48%至10.8万亿，考虑到结构性存款的定价市场化程度更高，明显高于其他定期存款，因此也成为推动银行负债成本上行的因素。

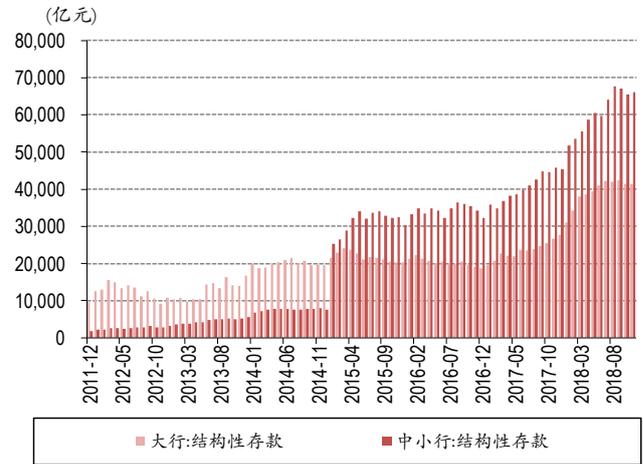
不过同样受益于流动性环境的改善，从下半年来看，结构性存款的发行定价也有所走低，整体水平较6月末下降近40BP。因此，我们认为虽然存款端的激烈竞争在2019年仍将持续，因此各家银行依然会将结构性存款作为补充负债的主要手段，但在发行成本上，能够较2018年有所降低，对抬升银行总负债成本的负面影响会有所减弱。

图表10.存款结构呈现定期化



资料来源：万得，中银国际证券

图表11.2018年新增结构性存款约3.5万亿



资料来源：万得，中银国际证券

图表12.结构性存款产品比较

银行	产品名称	发行利率-2018年12月	发行利率-2018年6月	差额
农业银行	金钥匙	3.60%	3.80%	0.20%
交通银行	稳添利	3.80%	4.20%	0.40%
招商银行	NA	3.68%	3.90%	0.22%
中信银行	乐赢	4.10%	4.65%	0.55%
民生银行	稳赢	4.10%	4.50%	0.40%
光大银行	安存宝	4.20%	4.55%	0.35%

资料来源：各银行官网，中银国际证券

从目前来看，市场资金利率水平已趋近2016年货币宽松时期，而通过对当下各家银行综合负债成本与2016年同期水平能够发现，在存款端具有优势，同业负债占比较低的大行、股份行中的招行以及大部分农商行的负债成本变化不大，相比之下，大部分股份制银行以及城商行的负债成本均大幅提升，主要由于这些银行市场化负债占比更高，对于资金利率的变化更为敏感。而从2019年来看，在资金面维持宽松的环境下，我们认为上述两类银行在负债成本上的差异有望收窄，过去两年受监管和紧货币冲击较大的中小银行迎来改善窗口期。



图表13.股份行和城商行负债端成本情况

	2016			2018H			变化		
	存款	非存款	总负债	存款	非存款	总负债	存款	非存款	总负债
工行	1.53%	1.98%	1.60%	1.43%	2.79%	1.63%	-0.10%	0.81%	0.03%
建行	1.45%	2.48%	1.61%	1.34%	3.14%	1.61%	-0.11%	0.66%	0.00%
中行	1.60%	2.07%	1.69%	1.61%	2.70%	1.83%	0.01%	0.62%	0.14%
农行	1.47%	2.68%	1.61%	1.35%	3.07%	1.57%	-0.12%	0.39%	-0.04%
交行	1.86%	2.19%	2.17%	2.26%	3.48%	2.65%	0.40%	1.28%	0.48%
招行	1.27%	2.69%	1.63%	1.43%	3.18%	1.90%	0.16%	0.49%	0.27%
中信	1.68%	2.85%	2.12%	1.80%	3.86%	2.47%	0.12%	1.02%	0.35%
民生	1.78%	3.00%	2.27%	1.96%	4.06%	2.92%	0.18%	1.06%	0.65%
兴业	1.70%	3.02%	2.40%	2.08%	3.99%	3.01%	0.38%	0.97%	0.61%
浦发	1.61%	2.84%	2.10%	1.84%	4.15%	2.88%	0.23%	1.32%	0.78%
光大	1.98%	2.91%	2.33%	2.10%	3.99%	2.84%	0.12%	1.08%	0.51%
华夏	1.69%	2.98%	2.07%	1.66%	4.13%	2.67%	-0.03%	1.15%	0.60%
平安	1.91%	2.73%	2.13%	2.35%	3.89%	2.89%	0.44%	1.16%	0.76%
北京	1.63%	3.10%	2.20%	1.71%	4.23%	2.72%	0.08%	1.13%	0.52%
南京	2.04%	3.07%	2.36%	2.28%	3.97%	2.82%	0.24%	0.90%	0.46%
宁波	1.71%	2.95%	2.18%	1.76%	3.84%	2.47%	0.05%	0.89%	0.29%
上海	1.96%	2.71%	2.30%	1.96%	3.66%	2.72%	0.00%	0.95%	0.42%
江苏	1.93%	3.28%	2.43%	2.38%	4.48%	3.21%	0.45%	1.20%	0.78%
贵阳	1.38%	3.35%	1.76%	1.56%	4.57%	2.65%	0.18%	1.22%	0.89%
杭州	1.80%	3.14%	2.34%	2.04%	4.12%	2.86%	0.24%	0.98%	0.52%
江阴	2.18%	2.50%	2.23%	2.04%	3.76%	2.40%	-0.14%	1.26%	0.17%
无锡	2.50%	4.31%	2.58%	2.28%	5.13%	2.51%	-0.23%	0.83%	-0.07%
常熟	2.13%	3.16%	2.22%	2.00%	4.17%	2.52%	-0.13%	1.01%	0.30%
吴江	1.60%	2.70%	1.60%	1.50%	5.58%	1.23%	-0.10%	2.88%	-0.37%
张家港	2.04%	2.65%	2.07%	2.01%	2.72%	2.16%	-0.03%	0.07%	0.09%

资料来源：各上市公司财报，中银国际证券

此外，在结构调整压力上，新版《商业银行流动性管理办法》于年初落地，对于各家银行的流动性管理考核要求趋严，其中具体来看，主要的压力来自于：1) 新增流动性匹配率指标；2) 同业存单正纳入同业负债的考核口径。

从目前来看，前者由于监管放宽了调整要求，将原先的达标时点从2019年推后至2020年，因此短期对各家银行的调整压力减轻，而后者由于监管此前于各家银行沟通时间较长，准备时间相对充分，目前来看，上市银行基本均能够达到新口径同业负债的考核要求。



图表14.同业负债占比情况 (2017Hvs2018H)

	2017H			2018H		
	同业负债占比	同业存单占比	同业负债+同业存单占比	同业负债占比	同业存单占比	同业负债+同业存单占比
工行	11%	0%	11%	10%	0%	10%
建行	11%	0%	11%	11%	1%	11%
中行	16%	0%	17%	16%	0%	16%
农行	9%	0%	9%	9%	1%	10%
交行	28%	1%	29%	23%	3%	26%
招行	19%	4%	24%	19%	4%	23%
中信	23%	6%	29%	20%	7%	27%
民生	29%	8%	37%	30%	7%	36%
兴业	35%	9%	45%	36%	8%	44%
浦发	28%	9%	37%	28%	8%	36%
光大	23%	11%	34%	26%	6%	32%
华夏	23%	11%	34%	22%	9%	32%
平安	19%	11%	30%	19%	10%	30%
北京	20%	11%	30%	19%	13%	32%
南京	9%	16%	25%	9%	16%	25%
宁波	15%	15%	30%	11%	15%	26%
上海	30%	12%	42%	30%	11%	41%
江苏	25%	12%	37%	17%	16%	33%
贵阳	11%	17%	28%	8%	21%	29%
杭州	21%	20%	41%	17%	15%	33%
成都	10%	6%	16%	7%	13%	20%

资料来源：各银行财报，中银国际证券

注：口径中未剔除同业结算性存款

## 2.2 资本金：监管审批提速，再融资进程加快缓释资本压力

过去两年间，资本金瓶颈成为了限制诸多银行业务扩张的主要因素。尤其是在核心一级资本补充方面，很多银行虽然早早提交包括定增、可转债在内的资本补充方案，但在证监会对审批和发行节奏的调控下迟迟难以获批。我们认为这一定程度受到这轮金融监管趋严的影响。

但在进入12月后，证监会发审会在短短几日内将多家银行的再融资方案予以批复，推动银行再融资落地提速。考虑到原先存在资本金压力的主要为中小银行，经过此番补充后，资本金水平将得到大幅夯实，扩张能力得以提升。



图表15. 银行核心一级与一级资本补充情况

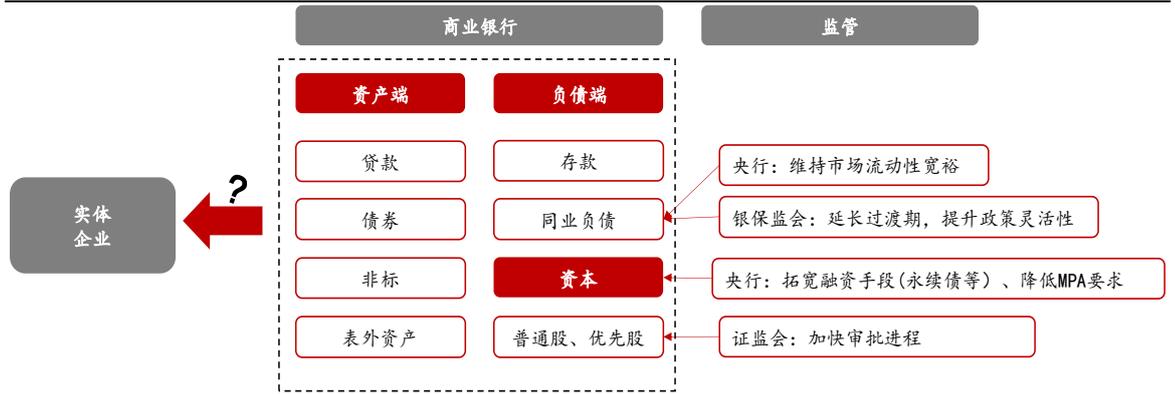
(%)	核心一级资本 充足率-18Q3	一级资本充 足率--18Q3	资本补充方式	融资规模	进度
工行	12.5	12.9	优先股1000亿	1000亿	股东大会通过
建行	13.3	13.9	优先股600亿	600亿	完成
中行	11.1	12.0	优先股1200亿	1200亿	董事会预案
农行	11.3	11.9	定增1000亿	1000亿	完成
交行	10.9	11.9	可转债600亿	600亿	发审委通过
招行	11.6	12.8			
中信	8.7	9.5	可转债400亿	800亿	发审委通过 董事会预案
民生	8.8	9.0	可转债500亿	500亿	股东大会通过
兴业	9.2	9.8	优先股300亿	300亿	发审委通过
浦发	10.0	10.7	可转债500亿	500亿	股东大会通过
光大	8.9	9.8	优先股350亿	350亿	银保监会通过
华夏	8.0	9.0	定增292亿	292亿	发审委通过
平安	8.5	9.4	可转债260亿	260亿	发审委通过
北京	8.8	9.7			
南京	8.2	9.5	定增140亿		被否
宁波	9.0	9.7	定增80亿	80亿	股东大会通过
上海	10.1	11.5			
江苏	8.6	10.3	可转债200亿	200亿	发审委通过
贵阳	9.7	9.7	优先股50亿	50亿	完成
杭州	8.2	10.0			
江阴	14.0	14.1	可转债20亿	20亿	完成
无锡	10.5	10.5	可转债30亿	30亿	完成
常熟	9.7	10.1	可转债30亿	30亿	完成
吴江	11.1	11.1	可转债25亿	25亿	完成
张家港	11.4	11.4			
成都	10.7	10.7			

资料来源：各银行财报，中银国际证券

### 2.3 政策效果待观察，信用疏通仍需时日

考虑到国内融资结构仍以间接融资为主，银行在其中扮演的角色十分关键，我们认为这也是监管自下半年以来政策调整的主要目的，通过改善银行体系的资金来源问题来增加对于实体的资金供给。但需要注意的是，负债端的改善有利于银行体系将资金引流向实体经济，但并非充分条件，银行向实体的信贷投放需要充分考虑外部经济环境的影响及企业的经营环境，而在经济下行压力不断加大的情况下，无论是企业的融资需求亦或是银行的风险偏好均呈下行趋势，因此短期很难看到明显改善，未来需更多关注需求侧的发力情况以及融资结构的优化。

图表16.监管希望通过改善银行资产负债表右端压力来驰援实体

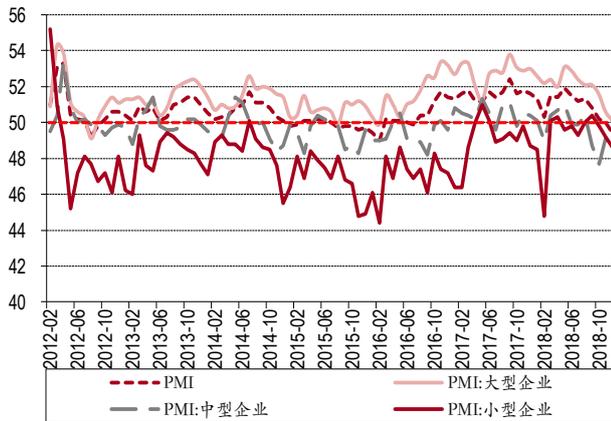


资料来源：央行，银保监会，证监会，中银国际证券

■ **实体融资需求走弱，银行风险偏好收敛**

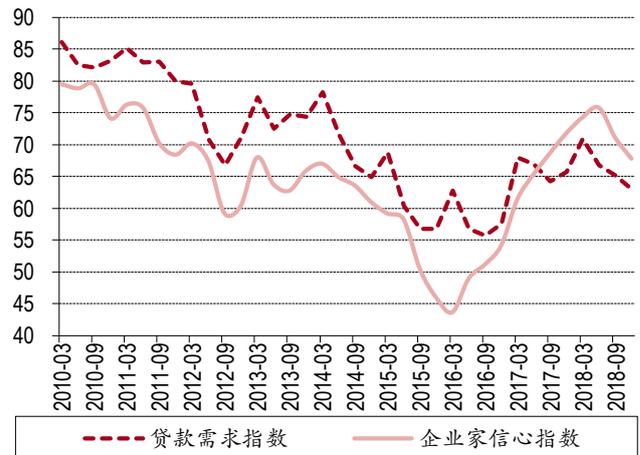
进入下半年后，国内经济下行压力加大，从PMI来看，呈明显下行趋势，12月末PMI自16年7月以来首次降至荣枯线以下（49.4%），且主要依靠大型企业支撑（50.1%），更反映实体经济活力的中型企业（48.4%）和小型企业（48.6%）PMI继续走低。企业经营活力的下降直接影响到信贷需求，根据央行银行家调查，银行贷款需求指数已经连续3个季度回落。

图表17.PMI下半年以来持续下行



资料来源：万得，中银国际证券

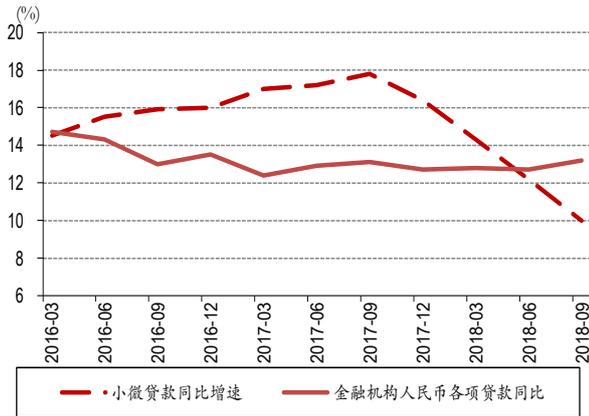
图表18.企业贷款需求转弱



资料来源：万得，中银国际证券

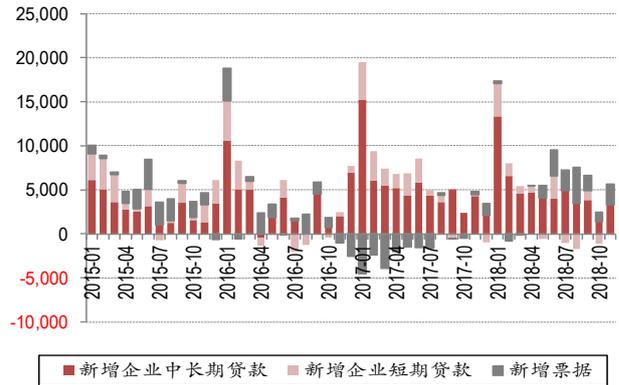
与此同时，银行的风险偏好2018年以来也逐步收敛，我们从信贷投放结构能够明显看到，2018年以来小微贷款的增速明显回落并弱于整体贷款增速，银行对公信贷主要依托中长期项目贷款支撑，剩余部分用票据来挤占额度。

图表19.小微贷款增速 18 年以来呈下行趋势



资料来源：万得，中银国际证券

图表20.18 年对公贷款靠中长期及票据支撑

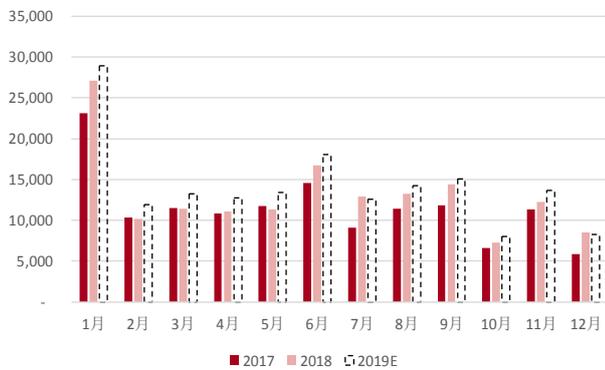


资料来源：万得，中银国际证券

■ 信贷总量宽松，结构改善仍需等待

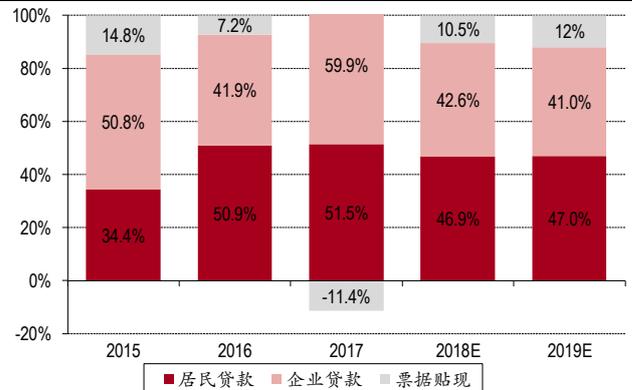
展望 2019 年，我们认为在目前相对宽松的货币环境下，叠加政策鼓励银行放贷，我们判断全年信贷增长总量将维持充裕，预计全年新增信贷规模 17 万亿 (vs2018 年 15.6 万亿)，对应增速 12.5% (vs2018 年 13.3%)。不过从信贷结构来看，在融资需求发力以及银行风险偏好收敛的背景下，短期内我们或将难以看到结构的大幅改善，具体投向上，整体资产质量更优的零售贷款依然会受到更多倾斜，预计将占到新增信贷近一半的增量，而对公端则更多依赖于财政刺激力度，短贷短期难有复苏。

图表21.19 年新增信贷 17 万亿



资料来源：万得，中银国际证券

图表22.银行信贷结构中票据占比继续回升



资料来源：万得，中银国际证券

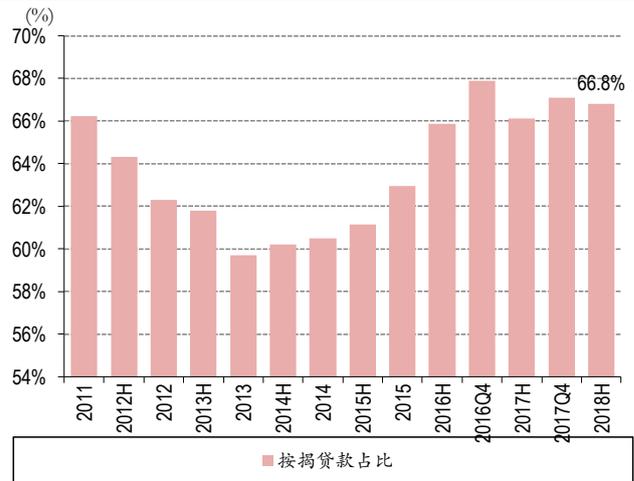
零售信贷依然是各家银行投放重点。从过去几年来看，银行业对于零售贷款的投放持续快速增长，从今年上半年来看，上市银行合计零售贷款环比年初增 8.1%，高于对公贷款 2.9 个百分点，推动零售贷款占比不断提升。在对公缺乏优质资产的情况下，零售贷款轻资产低风险的优势进一步凸显。而从零售贷款的结构来看，非按揭类贷款的增长更为迅猛，信用卡分期和消费贷成为了各家银行零售信贷投放的主战场。

图表23.零售贷款比重不断提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表24.按揭贷款占比略有下行



资料来源：万得，中银国际证券

我们认为在中央促进消费和监管的各项利好政策促进下，消费类信贷的增长有望成为零售贷款未来的新兴增长驱动力。具体而言，对比中国和美国消费贷款余额同比增速，可以看出中国消费贷款仍处在低基数高增长阶段，2017年消费贷款同比增速38%，高出美国同时期增速32.8个百分点；同时目前国内消费信贷在GDP中的占比仅为9%，和美国21%的占比水平存在较大差异，可以看出消费贷款市场的巨大潜在空间。综合来看，消费类信贷收益更高，定价水平在10%上下区间波动，有助于银行提高资产端收益，提升盈利能力。

图表25.国内消费贷款保持高速增长



资料来源：万得，中银国际证券

图表26.国内消费贷款在GDP比重低于美国



资料来源：万得，中银国际证券

**对公依赖政策发力。**今年企业端贷款增长的乏力不仅限于与民营中小企业相关的短期贷款，中长期项目类贷款的增长同样不及2017年，2018年前11月企业中长期贷款增长5.4万亿，而2017年全年这一数字为6.4万亿，考虑到12月信贷增量大幅放量的可能性较低，因此预计2018年全年对公中长期贷款的增长会弱于2017年。我们认为这很大程度受到了基建增速下滑的拖累，截至11月末，基建投资同比增速仅为3.7%，为5年内最低水平。从背后原因来看，2018年以来再度加大的对于地方政府隐性债务盘查的力度，与此同时，资管新规的落地也使得部分资金来源受限，从而使得地方政府基建项目的增长大幅放缓。

展望2019年，我们认为目前国内经济下行压力急需需求端的刺激予以部分对冲，基建投资则是其中重要一环。从目前来看，财政部也传递出了一些积极信号，一方面，于11月财政部就提前下达了对地方转移支付的通知，2019年均衡性转移支付规模为1.3万亿，地方债的发行也将提前至1月开始，有利于缓解地方财政压力。因此，我们判断在政策发力情况下，对公中长期贷款的表现会有明显改善。不过从短贷来看，有效需求不足的问题依然存在，因此预计投放表现将持续低迷。

图表27.基建投资增速滑落至历史低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表28.企业中长期贷款增长弱于2017年



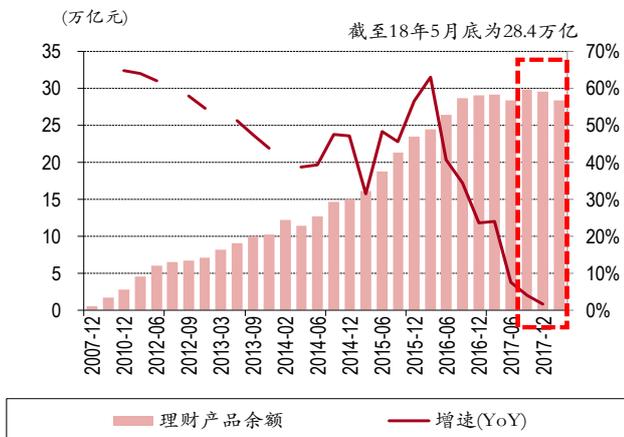
资料来源：万得，中银国际证券

■ 监管大方向未变，表外融资收缩或将持续

在表外融资方面，虽然监管要求在2018年有所松动，但是大方向未有改变，打破刚兑、压降通道及限制错配等要求依然对原先“银行→非银通道→委托贷款/信托贷款→融资方”的业务模式带来较大约束，具体来看包括以下两方面：

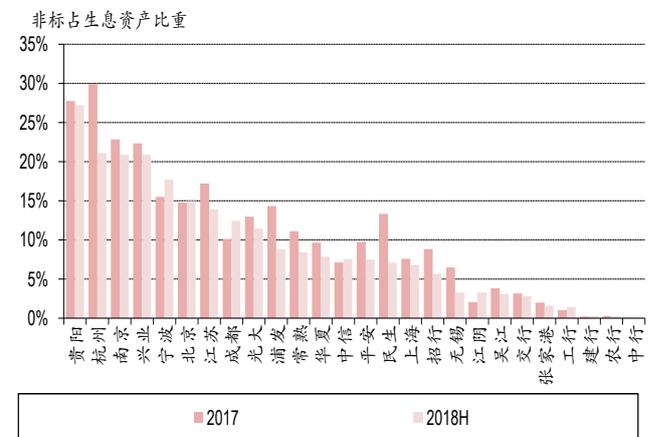
- 1) **出资层面：**银行表外理财资金受限于资管新规中有关期限错配的要求，募集能力大幅下降，银行表内资金则受监管“三三四十”以来更为严格的检查要求约束。因此，可以看到无论是银行的表内非标亦是理财非标，在今年起来的规模均呈继续压降态势，预计这样的趋势将会持续到2019年。

图表29.理财业务仍在调整期



资料来源：万得，中银国际证券

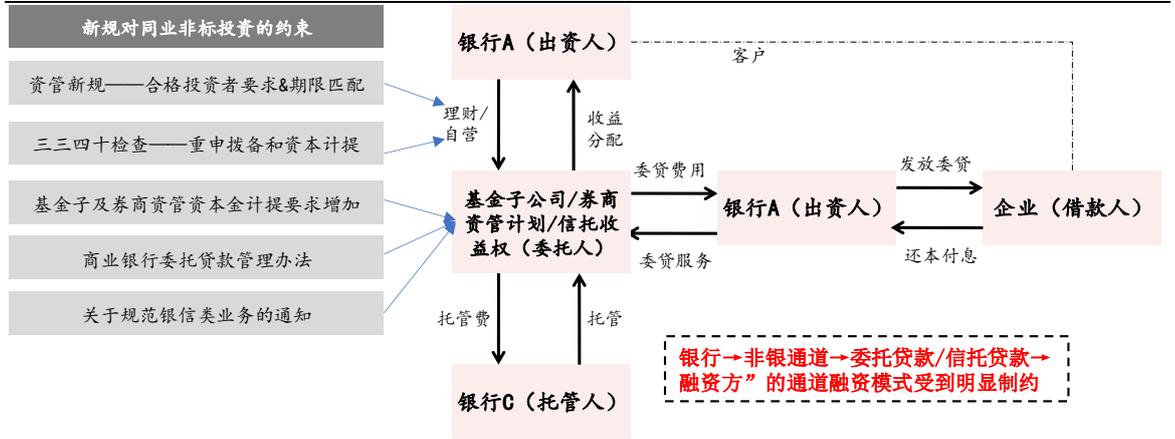
图表30.表内非标压降



资料来源：万得，中银国际证券

2) **通道层面**：基金子及券商通道在与各自相关的资本管理新规出台后面临更为严格的资本计提要求，融资功能基本丧失，非银通道仅剩信托，但考虑到信托与银行同属银保监会监管，底层资产透明度提升，通道价值同样受限。

**图表31.监管大方向未变，表外融资承压**

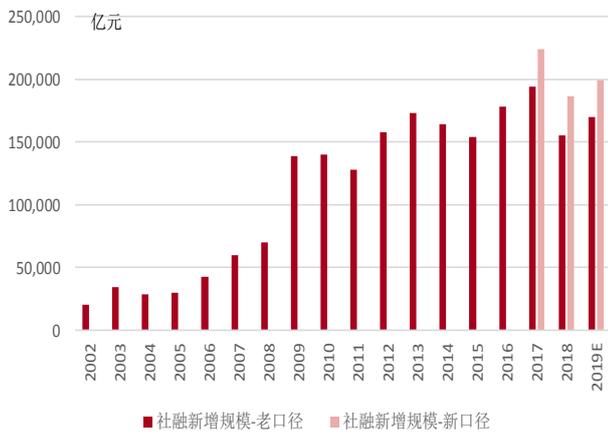


资料来源：央行，银保监会，中银国际证券

■ **预计2019年全年新增社融20万亿，债融对冲表外下行**

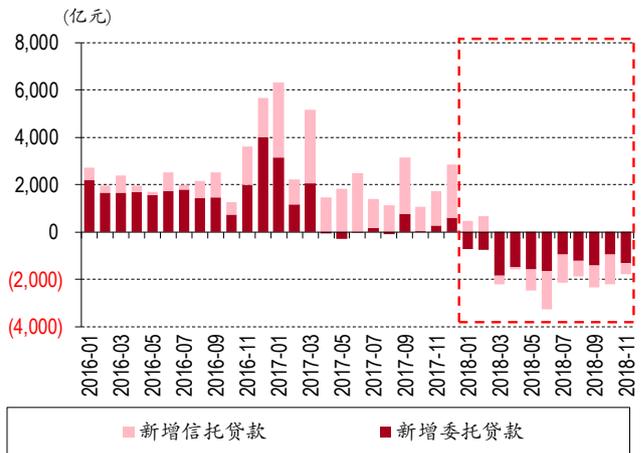
受监管的影响，预2019年社融中表外融资的压降仍会持续，但幅度好于2018年，从社融分项来看，需要寄希望于企业债券融资的发力予以对冲，我们预计老口径新增社融规模在17万亿，与人民币贷款增量持平 (vs2018年15.5万亿)，对应同比增速9%，新口径社融增量在20-21万亿左右 (vs2018年18.7万亿)，对应增速10-11%，社融增速大幅提升的可能性较低。

**图表32.预计2019年社融20-21万亿**



资料来源：万得，中银国际证券

**图表33.表外融资持续低迷**



资料来源：万得，中银国际证券

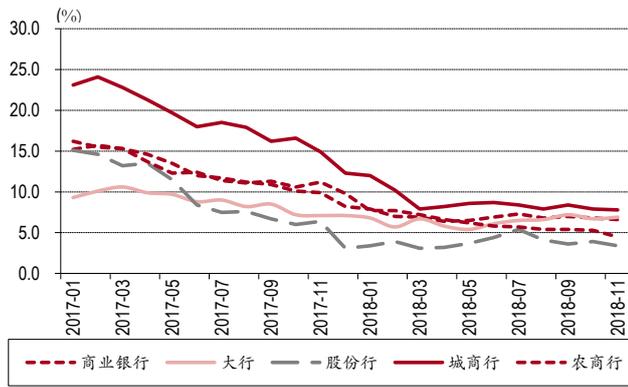
## 基本面整体平稳，息差与资产质量存下行压力

展望 2019 年，我们认为行业基本面整体保持平稳，规模增速随着监管压力缓释以及政策引导有望企稳回升(预计 2019 年同比增 8%vs2018 年 7%)，息差受资产端定价下行因素影响，预计全年收窄 2-3BP。资产质量方面，不良压力随着宏观经济下行将有所增加，预计全年不良生成率同比上行 10BP 至 1%左右，大幅恶化可能性较低。综合来看，考虑到银行报表逆周期调节因素，预计 2019 年行业整体业绩增速为 6.7% (vs2018 年 6.8%)，整体保持平稳。

### 3.1 量：规模增速企稳回升，结构持续向信贷倾斜

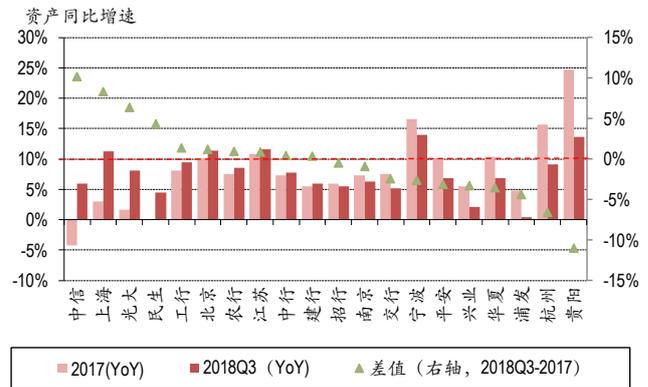
2018 年以来，随着资产负债结构调整的逐步到位，行业规模增速稳中略降，截至 11 月末，商业银行口径资产规模同比增 6.6% (vs17 年同比增速 8.2%)。具体来看，大行表现最为稳健，规模同比增速稳定在 7%左右，股份行低位企稳，同比增速较 2017 年提升 0.3 个百分点至 3.4%，区域性银行的规模降幅较大，城商行/农商行的规模增速分别较 2017 年下降 4.5/5.3 个百分点至 7.8%和 4.5%。可以发现，相比于 2017 年之前大小行之间较大的增速差异，在过去两年的监管引导后，各类银行的规模增速趋近。

图表34.18 年行业规模增速筑底



资料来源：万得，中银国际证券

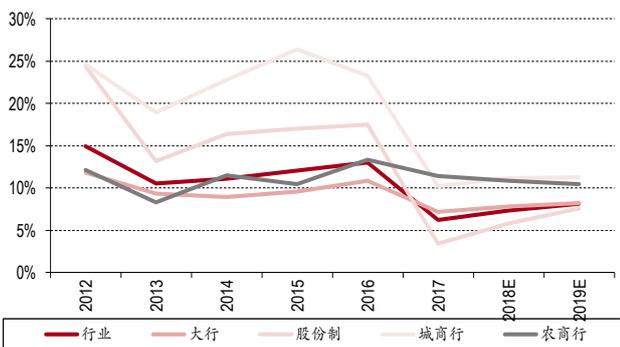
图表35.上市银行规模增速表现分化



资料来源：万得，中银国际证券

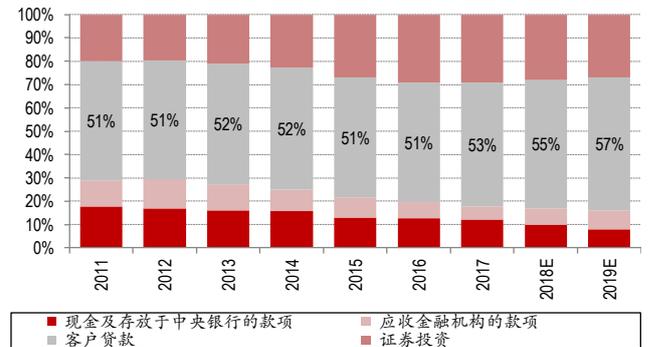
展望 2019 年，在银行表内加大信贷投放力度，同时表外业务监管要求适度放宽的背景下，预计行业资产规模增速将稳中有升，预计全年银行业规模增速较 2018 年提升 1 个百分点至 8%。结构上，原先受资本金约束资产规模扩张速度受限的中小银行，受益于资本补充进程提速，其规模增速改善幅度更大。从结构上来看，在非标资产持续压降的情况下，预计资产结构将持续向信贷类资产倾斜。

图表36.行业 2019 年规模增速预计为 8%



资料来源：万得，中银国际证券

图表37.贷款占比预计将继续提升



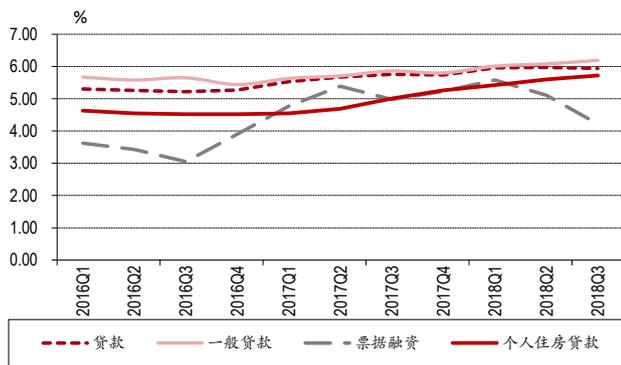
资料来源：万得，中银国际证券

### 3.2 价：资产端定价下行，行业息差小幅回落

预计行业存贷利差在2019年将有所下行。从贷款端来看，收益率预计呈下行趋势。一方面来自无风险利率的下行以及实体疲弱的需求，与此同时在银行零售贷款中占比较高的按揭贷款的利率伴随楼市降温也会有所松动，另一方面，银行风险偏好更为审慎将使得低收益票据的投放加快，结构差异将带来贷款端收益水平的下行。

在存款方面，整体成本仍有抬升压力。考虑到整体存款增长的乏力在2019年将会持续，而同业资金来源又受制于1/3红线限制的情况下，存款依然是各家银行抢夺重点。因此，2019年整体存款市场竞争依然激烈，在结构性存款等高定价存款的拉动下，存款定期化趋势将会延续，将推动存款成本的上行。

图表38.3 季度贷款收益率微降



资料来源：万得，中银国际证券

图表39.2018年以来上市银行定期存款占比提升



资料来源：万得，中银国际证券

资金面宽松的环境能够部分对冲存贷利差的收窄。2018年下半年以来，在央行边际宽松的货币政策（包括定向降准）、给予额外的信贷额度影响下，流动性的改善带来市场资金利率的下行，尤其是3季度以来，同业存单利率明显回落，目前市场资金利率已经接近2016年货币宽松时期的水平，我们认为2019年高成本同业负债的置换将减缓负债成本率的抬升压力，尤其是受市场资金利率影响更大的中小银行。

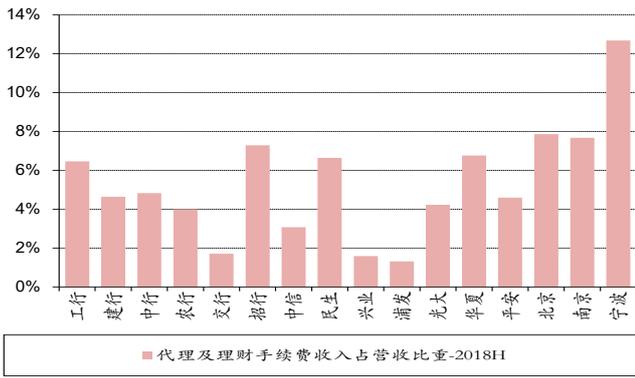
图表40.置换式降准100BP 正面改善行业息差1BP

百万元	存款余额(2018H)	降准100BP 释放准备金	MLF利率-存款准备金 利率	降准对净息差的影响 (bps)	降准对净利润影响
工行	20,818,042	208,180	1.7%	1.29	0.9%
建行	16,965,489	169,655	1.7%	1.23	0.8%
中行	14,352,853	143,529	1.7%	1.18	1.0%
农行	16,939,933	169,399	1.7%	1.26	1.0%
交行	5,732,928	57,329	1.7%	1.03	1.0%
招行	4,257,803	42,578	1.7%	1.10	0.7%
中信	3,587,994	35,880	1.7%	1.02	1.0%
民生	3,157,881	31,579	1.7%	0.89	0.8%
兴业	3,103,429	31,034	1.7%	0.80	0.7%
浦发	3,210,412	32,104	1.7%	0.86	0.7%
光大	2,435,534	24,355	1.7%	0.98	0.9%
华夏	1,461,842	14,618	1.7%	0.94	0.9%
平安	2,079,278	20,793	1.7%	1.06	1.1%
北京	1,388,019	13,880	1.7%	0.93	0.9%
南京	761,268	7,613	1.7%	1.05	0.8%
宁波	637,864	6,379	1.7%	0.91	0.7%
上海	990,640	9,906	1.7%	0.83	0.7%
行业	101,881,208	1,018,812	1.7%	1.09	0.8%

资料来源：各上市公司财报，中银国际证券

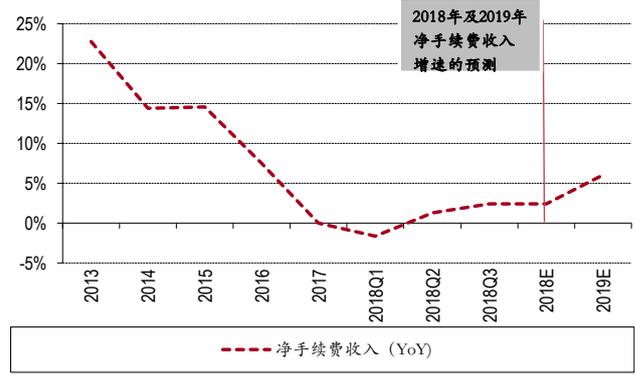


图表45.代理（包括理财）手续费收入占营收比重约5%



资料来源：万得，中银国际证券

图表46.2019年手续费收入预计同比增6%



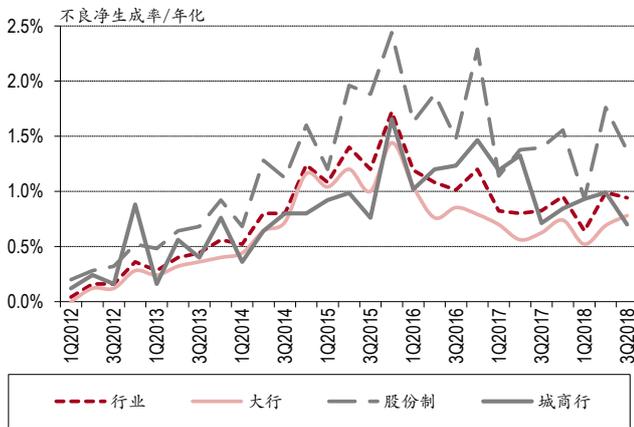
资料来源：万得，中银国际证券

### 3.4 质：不良上行压力加大，但大幅恶化可能低

从上市银行的资产质量表现来看，2018年以来整体延续改善趋势，3季度不良率环比下行2BP至1.53%，不过需要注意的是，3季度不良生成率较去年同期有所抬升，我们测算上市银行2018年3季度单季年化不良生成率为0.94%，同比提升12BP。我们认为不良生成同比上行一定程度仍与部分银行提升不良认定审慎程度有关，但考虑到大行不良生成率也出现了连续两个季度的回升，叠加3季度以来宏观经济下行压力有所增大，因此未来潜在压力值得关注。

展望2019年，我们认为“稳中有变，变中有忧”的经济形势对银行资产质量所带来的负面压力将有体现。我们预计全年不良生成率较2018年提升10BP至100BP左右。同时，随着行业整体不良认定的逐步趋严，原先不良确认不够审慎的银行将面临更大的抬升压力。

图表47.2018年3季度不良生成率同比小幅回升



资料来源：万得，中银国际证券

图表48.行业不良+关注贷款占比企稳



资料来源：万得，中银国际证券

#### ■ 与上轮（2013-2014年）不良高发时期的比较：存量压力减轻，风险偏好收敛

##### (1) 存量坏账压力大幅减轻

银行体系在过去3-4年大幅度化解存量不良资产，存量不良风险已经基本出清。根据我们的测算，2011年以来，上市银行累计核销和转出的规模高达2.5万亿，且从核销和转出规模来看，2013年开始核销速度明显提升。而从不良率、不良生成速度来看，目前绝对水平与银行资产质量问题开始显露的时期（2012年-2014年）相比仍居高位，我们认为存量压力已经得到大幅改善，2019年进一步大幅恶化的可能性较低。

(2) 信贷投放模式改进

2009年以后为托底经济，政府曾通过“4万亿计划”刺激经济，银行业在此过程中获得了充足的信贷额度，并在监管的大力倡导下积极加大了对小微企业的信贷投放。但从2013年开始，经济增速放缓，银行业的小微贷款不良开始逐步暴露，不良率提升，成为银行发展的沉重包袱。因此在本轮政策再次引导银行加大对小微信贷投放的过程中，银行业对风险判断更为审慎，不再盲目进行扩张。

上一轮银行业小微业务的开展主要分为以下五种业务模式，总体而言都是通过加强内外部增信的方式来为还款提供保障，在关注企业本身经营状况方面，由于缺乏金融科技手段的支持，数据和信息较少，因而不能真正把握企业风险：

**资产抵押、质押：**主要通过房屋、厂房、货品等固定资产抵押作为还款来源保证。但一是具备足额抵押物的小微企业数目较少；二是厂房、存货等资产价值变动较大，管理不易，容易出现抵押不足值情况；三是一旦出现不良，固定资产处置周期长，变现慢。

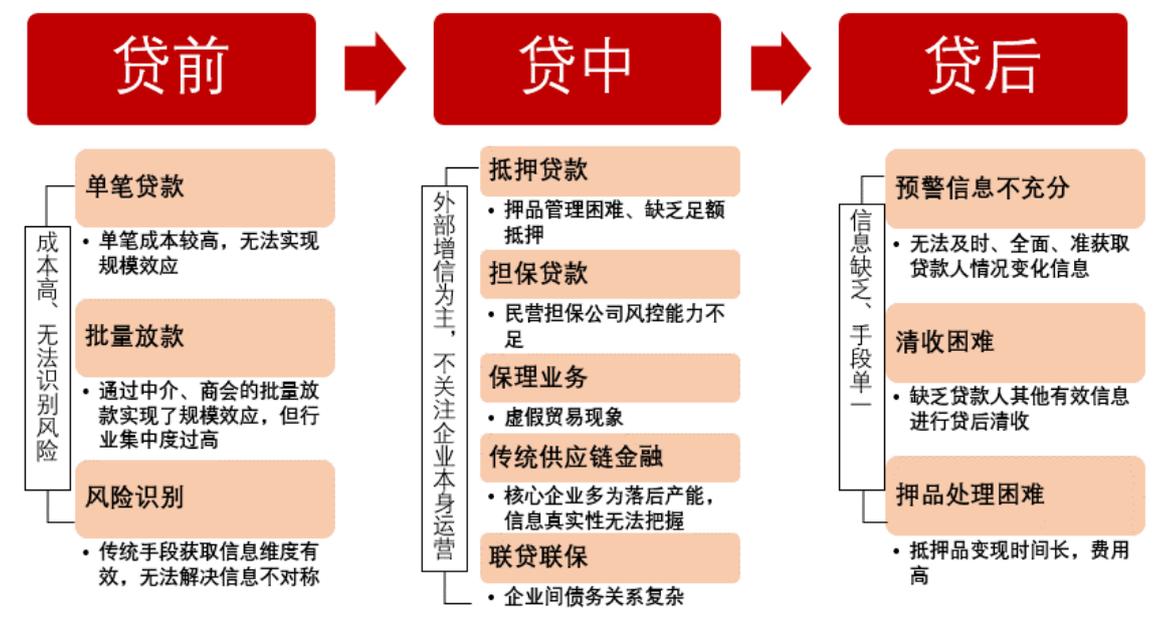
**担保增信：**通过担保公司给小微企业提供增信，进而发放贷款给达不到信贷要求的小微企业主。但很多民营担保公司担保能力很弱，风控流程不严，在风险真正来临时并不能真正发挥担保作用。

**保理业务：**基于企业的应收账款发放贷款，但由于信息的不对称性，存在大量非真实的保理业务。

**供应链金融：**给一家核心企业的上下游产业链小微企业提供授信，但传统核心企业主要为汽车、煤炭、钢铁等行业，随着产业结构的逐步转型升级，核心企业经营面临困难，上下游小微企业大批倒闭，失去还款能力。同时由于无法真正把握小微企业和核心企业之间的真实交易数据，也难以对风险进行衡量。

**联贷联保：**由小微企业几家作为一组，相互进行担保增信的模式来抵御风险。但小企业之间往往存在各种账务关系，一家企业出现风险状况，往往会牵扯出多层债务关系，带来不良暴露的连锁反映。

图表49.上轮信贷扩张存在的问题



资料来源：中银国际证券

### (3) 信贷投放偏好收敛

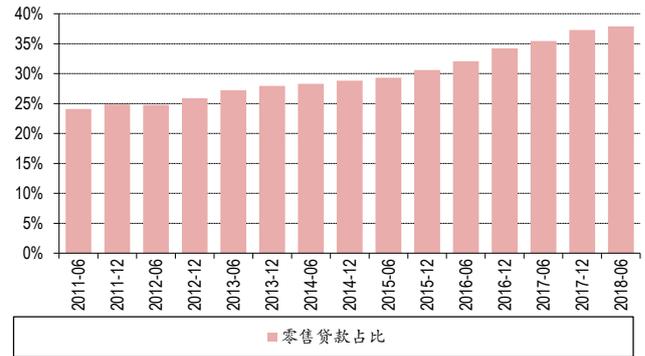
经历过“不良爆发”时期后，银行的信贷投放偏好收敛。在信贷结构调整方面，上市银行加大对风险更低的零售贷款投放力度，截至2018年半年末，零售贷款余额占贷款总额比重为38%，较2011年（25%）提升13个百分点。另外，银行在对公贷款投向上也进行相应调整，减少不良率高发的制造业、交运以及批发零售业信贷投放比重；在项目的选择上优选具备政府信用背书的项目；在企业类型的选择上，更偏向于信用风险较低的大企业。

图表50. 银行体系 2013 年以来不良处置力度加大



资料来源：万得，中银国际证券

图表51. 零售贷款占比不断提升



资料来源：万得，中银国际证券

#### ■ 潜在风险需关注，但出现系统性风险可能性较低

##### 1、地方债务问题：地方政府债务高筑，风险化解以稳为先

2015 年以来，基建投资成为托底经济的重要方式，因此城投平台能够通过非标业务渠道从银行获得资金以开展基建项目，随之而来的是地方政府隐性债务规模逐步庞大和政府部门杠杆率的高企。根据财政部，截至 2017 年末，全国地方政府债务余额 16.5 万亿元，控制在人大限额范围内。但如果考虑了地方政府隐性债务，**根据我们测算，截至 2017 年末，真实的地方政府债务余额约为 44 万亿。其中，地方政府债余额约 15 万亿，融资平台债务约 29 万亿。**

为了防范金融风险的发生，2016 年年底开始非标业务监管文件陆续出台，从非标业务的资金方、通道方和融资方进行管制。因此，部分地方政府融资平台借通道从银行获得资金以融资需求的路径不再通畅。此外，2018 年以来地方政府平台债务监管升级，7 月份一轮由多部门参与的地方政府隐性债务排查启动，重点检查 PPP 等重大项目负债、资金流情况；近期相关规范隐形债务的文件也已经下发，对隐形债务进行规范和监管，在庞大的隐性债务存量以及融资渠道受阻背景下，地方政府隐性债务潜在风险成为市场另一担忧点。

图表52.地方政府债务监管文件梳理

机构	时间	文件名	内容	监管方向
财政部	2017/4/26	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作；切实加强融资平台公司融资管理；禁止通过政府和社 会资本合作（PPP）和各类投资基金变相举债；促进台、PPP、变相举债 防控监和信息公开。	违规担保、融资平
财政部	2017/5/28	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》	禁止的通过政府购买服务采购货物、工程，以及违 背先有预算、后购买服务的行为。	政府购买
发改委	2017/8/15	《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》	1.针对存量企业债，若涉及政府性债务，发改委应做好地方政府债务风险的排查化解。针对新增企业债， 发债企业与政府信用应当严格隔离； 2.严禁地方政府及部门为企业发行债券提供不规范的政府和社会资本合作、政府购买服务、财政补贴 等情况。	城投债
银保监会	2017/12/22	《关于规范银信类业务的通知》	1 不得利用信托通道掩盖风险实质，规避资金投向、 资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定； 2 不得通过信托通道虚假出表； 3 不得违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市 场、产能过剩等限制或禁止领域。	融资平台
银保监会	2018/1/6	《商业银行委托贷款管理办法》	1 银行不能做委托人变相放贷； 2 资管产品不能发委贷； 3 募集资金不得投资国家禁止的领域和用途。	融资平台等
银保监会	2018/1/8	《关于加强保险资金运用管理，支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》	严禁以“明股实债”为地方融资平台融资。	融资平台
发改委	2018/2/13	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》	1 提高城投企业发行企业债的要求； 2 纯公益性项目不得作为募投项目申报企业债券； 3 规范 PPP 项目发行债券融资。	城投债
财政部	2018/3/28	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	1 不得直接或通过地方国有企业事业单位等间接渠道 为地方政府及其部门提供任何形式的融资； 2 不得违规新增地方政府融资平台公司贷款； 3 不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债 责任； 4 不得提供债务性资金作为地方建设项目、PPP 项目 资本金。	贷款、违规担保、 PPP 等
国务院	2018/8/15	《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》	统一隐性债务口径，即地方政府在法定政府债务限 额外，以任何形式违法违规或变相举借的债务，都 是隐性债务。	地方政府隐性债务
国务院	2018/8/25	《地方政府隐性债务问责办法的通知》	1 坚决遏制隐性债务增量，积极稳妥化解存量隐性债 务； 2 地方政府隐性债务问责办法出台，中央对地方政府 债务“终身问责、倒查责任”的要求将逐步落地。	地方政府隐性债务

资料来源：银保监会，财政部，发改委，国务院及中银国际证券

但我们也可以看到，监管层已出台了多项疏导政策以稳步处置地方政府隐性债务，减缓债务处置对经济带来的负面影响，短期来看地方政府债务风险可控。

### 监管层指导信托公司加速项目投放

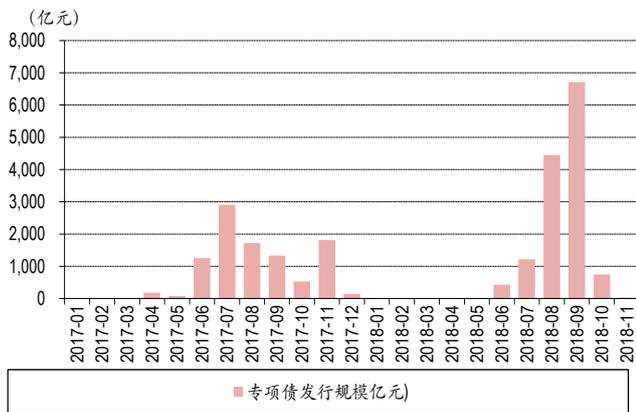
资管新规和 55 号文进一步封堵银信通道业务，使得银信通道业务逐渐缩减，但 18 年下半年以来监管对部分信托公司等金融机构进行窗口指导，在符合资管新规和执行细则的条件下，加快项目投放。我们认为在此背景下，部分地方政府融资平台债务偿还压力将有缓解。

### 加速专项债发行，推动在建基建项目

7月23日国务院常务会议召开，表示将更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展。会议定调更为积极的财政政策，加快2018年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度。政府专项债的加速发行，在一定程度上表示了存量融资平台债务的置换，加快存量债务从“非标”转化为标准的“专项债”。截至2018年12月26日，专项债发行规模共计1.36万亿元，已经完成年初制定计划。我们认为地方政府专项债是未来地方政府存量债务化解的重要途径，除了能够替换存量隐性债务，地方政府专项债的发行也是宽财政的重要发力点，将专项债的发行所筹集的资金投放于重要领域建设以及协助在建项目的顺利进行以稳基建投资增速。我们判断2019年新增专项债规模仍然会维持较快的扩张速度。

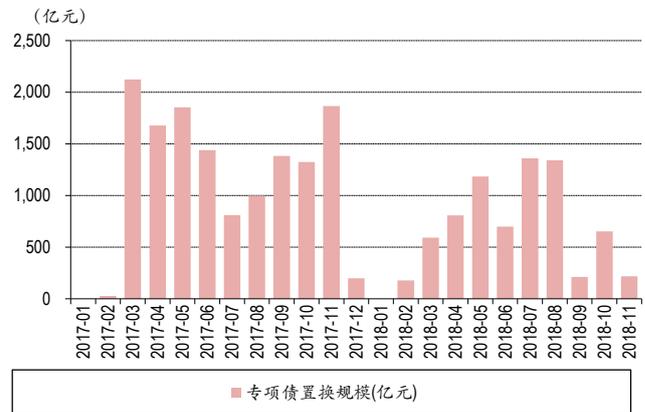
此外，财政部网站近期公布一系列文件，内容为中央政府向地方提前下达部分类型转移支付，涉及金额达1.66万亿。转移支付是重要的地方财力补充手段，在当前经济下行压力增大、地方债务风险隐忧仍存背景下，转移支付的提前下达也传递积极财政信号，预计地方政府债务风险的去化将伴随积极政策进行对冲以保证经济的平稳运行。

图表53.2018年下半年地方政府专项债发行提速



资料来源：万得，中银国际证券

图表54.专项债置换规模



资料来源：万得，中银国际证券

## 2、零售板块风险：信用卡不良率抬升，谨防“共债”危机

在国内经济增速放缓、金融严监管趋严背景下，银行对公和同业板块增长放缓，相比之下，零售板块成为了大家转型发力的重点，信用卡业务则成为各家零售补短板的突破口，各行积极通过加强场景渗透和金融产品创新对存量信用卡客户展开深入挖掘。但我们也关注到在今年上半年P2P平台风险集中爆发，信用卡业务的信用风险有所抬升，从已披露数据的几家银行来看，部分行的信用卡贷款不良率有所上升，特别是信用卡存量规模较大的建行和招行，信用卡的不良率都有所上行，市场关注居民“共债”风险加剧引发卡债危机。

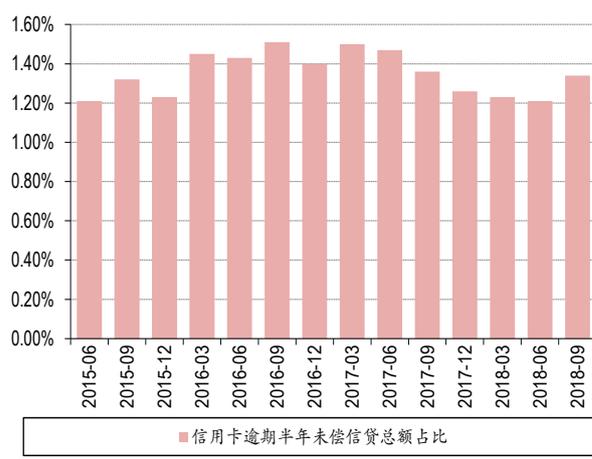
但实际上，中国大陆的银行信用卡业务风控一直较为审慎，目前金融监管环境趋严，个人征信体系正不断完善，信用卡的不良率和逾期率一直保持在较低水平，我们认为就目前而言不会发生韩台卡债危机的类似情况。截止2018年3季度，我国银行业逾期半年以上信用卡贷款占信用卡贷款应收账款额的比重较2017年提升8BP至1.34%，但和台湾发生卡债危机时逾期3个月以上占比(3.3%)还有很大的差距。目前来看，银行信用卡贷款整体质量可控，不过在信用卡贷款和消费贷款快速发展过程中，需要关注出现不良率的波动趋势对银行资产质量的影响。

图表55.信用卡风险有所抬升



资料来源：万得，中银国际证券  
注：仅部分银行公布了信用卡不良率

图表56.信用卡贷款逾期率有所抬升

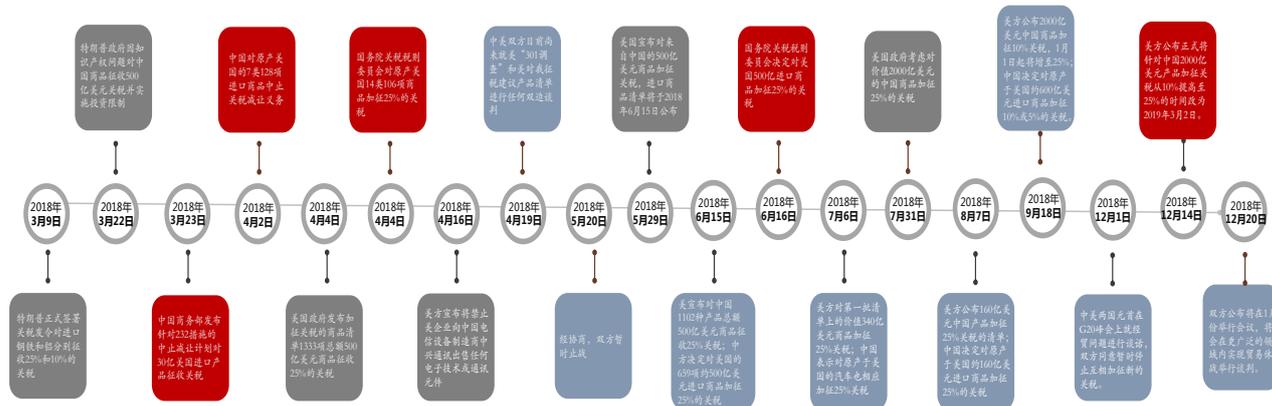


资料来源：万得，中银国际证券

### 3、关注贸易摩擦的进程

自2018年3月份美方宣布对中国商品加征关税以后，中美贸易摩擦不断。12月份，中美两国元首在G20峰会后同意暂时停止互相加征新的关税，并表示在2019年1月份开展进一步谈判。虽然中美贸易摩擦暂缓，但未来的发展趋势还存在较大的不确定性。从进出口数据来看，在出口订单“抢跑”效应的影响下，对美出口的关税加征在今年尚未对进出口贸易有明显负面影响，但大概率会在2019年显现。我们认为中美贸易的不确定性是影响2019年经济走势的变数之一，如果中美贸易紧张局势进一步升级将加大国内经济下行压力，宏观经济的边际走弱将对银行资产质量带来负面影响。

图表57.中美贸易摩擦不断



资料来源：财联社官网，中银国际证券

### ■ 个体维度：哪些银行更健康？

我们进一步从现状以及潜在压力两个维度对上市26家银的资产质量表现进行比较，资产质量现状主要根据逾期率以及不良率；潜在压力则根据不良的前瞻指标（关注贷款占比）、不良认定严格程度（逾期90天以上贷款/不良贷款）进行判断。

从资产质量现状来看，不良率以及逾期率指标比较都比较好的银行为部分城农商行（例如南京银行、宁波银行、常熟银行）；



从潜在压力角度来看,从不良认定以及关注+不良贷款占比两个指标来看,表现较出色的有宁波银行、常熟银行、招商银行、上海银行。

我们认为部分城农商行资产质量表现较好的原因在于区域优势以及风控管理,这些城农商行主要分布在长三角地区经济较发达的地市,区域经济的企稳减缓银行资产质量压力,存量资产质量表现较优;另外城农商行的业务深耕当地,对借款主体的经营情况、经济能力、信誉更为了解,因此资产质量风控做的相对到位。除了城农商行,得益于较为审慎的信贷投放以及严格的风控管理,大行以及部分股份行(招商银行)的资产质量表现也相对稳健。

图表58.上市银行资产质量表现

2018H	不良贷款率	逾期贷款率	90天以上逾期贷款率/ 不良贷款率	关注类占比	不良+关注类占比
工行	1.54%	1.81%	<b>79%</b>	3.23%	4.77%
建行	1.48%	1.42%	<b>66%</b>	2.82%	4.30%
中行	1.43%	<b>2.41%</b>	<b>81%</b>	2.93%	4.36%
农行	1.62%	1.83%	<b>73%</b>	3.10%	4.72%
交行	1.49%	1.92%	91%	2.60%	4.09%
招行	1.43%	1.59%	<b>79%</b>	<b>1.50%</b>	<b>2.93%</b>
中信	<b>1.80%</b>	<b>2.76%</b>	95%	2.57%	4.37%
民生	<b>1.72%</b>	<b>3.16%</b>	<b>130%</b>	<b>3.72%</b>	<b>5.44%</b>
兴业	1.59%	2.12%	<b>77%</b>	2.33%	3.92%
浦发	<b>2.06%</b>	<b>2.75%</b>	89%	3.21%	<b>5.27%</b>
光大	1.51%	2.29%	90%	2.35%	3.86%
华夏	<b>1.77%</b>	<b>4.44%</b>	<b>199%</b>	<b>4.60%</b>	<b>6.37%</b>
平安	<b>1.68%</b>	<b>3.19%</b>	<b>124%</b>	3.41%	<b>5.09%</b>
北京	<b>1.23%</b>	2.07%	<b>126%</b>	<b>1.33%</b>	<b>2.56%</b>
南京	<b>0.86%</b>	<b>1.29%</b>	97%	<b>1.44%</b>	<b>2.30%</b>
宁波	<b>0.80%</b>	<b>0.88%</b>	<b>79%</b>	<b>0.51%</b>	<b>1.31%</b>
上海	<b>1.09%</b>	1.48%	<b>61%</b>	1.89%	<b>2.98%</b>
江苏	1.40%	1.54%	90%	2.11%	3.51%
贵阳	1.39%	<b>3.95%</b>	91%	2.87%	4.26%
杭州	1.56%	1.69%	94%	2.08%	3.64%
江阴	<b>2.29%</b>	<b>2.82%</b>	95%	1.68%	3.97%
无锡	1.33%	<b>1.37%</b>	<b>82%</b>	<b>0.81%</b>	<b>2.14%</b>
常熟	<b>1.01%</b>	<b>1.00%</b>	<b>74%</b>	2.17%	<b>3.18%</b>
吴江	1.46%	<b>3.40%</b>	93%	<b>5.20%</b>	<b>6.66%</b>
张家港	<b>1.72%</b>	<b>1.36%</b>	<b>57%</b>	<b>5.03%</b>	<b>6.75%</b>

资料来源:各上市公司财报,中银国际证券

标红为该指标绝对值较低;黑体加粗为该指标绝对值较高

## 投资建议：防御配置，上行弹性等待经济预期改善

展望2019年,我们认为货币环境的宽松与强监管节奏的放缓有利于银行资产负债表右端压力进一步缓释,但资产端受限于融资需求与自身风险偏好弹性有限。在此背景下,银行股受制于经济数据的下行和预期不确定性的抬升,缺乏向上弹性。不过目前板块2019年估值仅0.75xPB,股息率4.8%,对应估值隐含不良率近14%,弱市环境下防御性凸显。伴随A股国际化脚步的加快,海外增量资金的持续流入也将利好银行,重视板块长期配置价值。

个股方面,我们推荐受益监管压力缓释的低估值股份行(光大银行)以及长期基本面稳健的行业龙头(大行和招商银行)。

### 4.1 银行板块18年走势回顾：跑赢大市，防御属性凸显

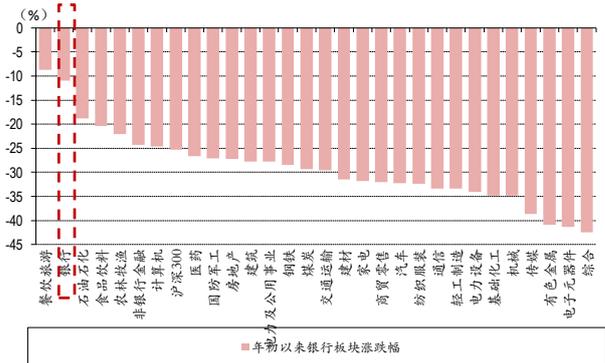
银行板块2018年全年走势先扬后抑,在1月单月跑出12.5/6.4个百分点的绝对和相对收益后开始下行。2月至6月银行板块下跌22.3%,跑输沪深300指数4.4个百分点,主要受宏观经济预期下行、金融监管持续深入、中美贸易摩擦等多方面因素的共同影响。但从7月以来,板块跑出4.5/14.3个百分点的绝对和相对收益,监管及流动性边际放松背景下,银行板块防御性再度凸显。全年来看,银行板块下跌12%,跑赢沪深300指数14.3个百分点,在所有板块中排名第二。

图表59.银行板块跑赢沪深300



资料来源：万得，中银国际证券

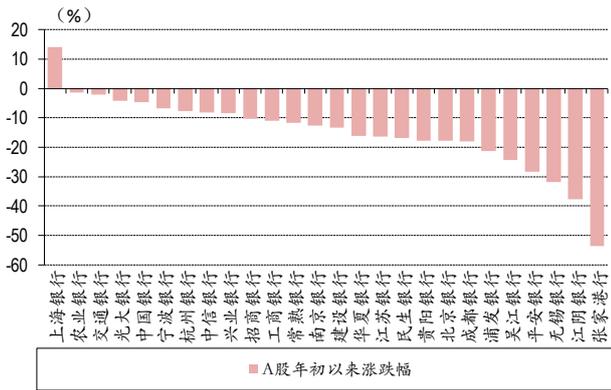
图表60.银行板块涨跌幅居于第二



资料来源：万得，中银国际证券

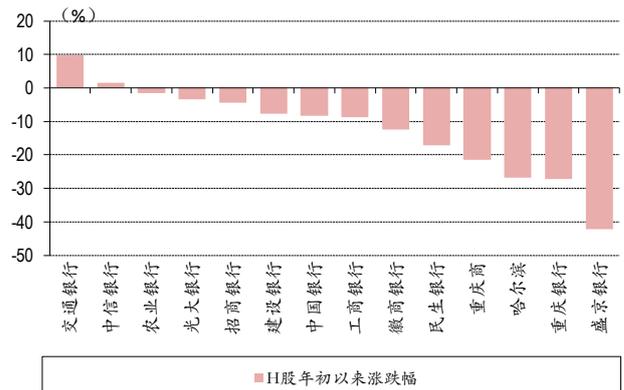
从个股来看,今年仅有上海银行(11.7%)取得正收益。此外,跌幅相对小的有农业银行、交通银行、光大银行等,股价表现略逊的主要为农商行。2018年不少中小银行的涨跌幅表现排名靠前,主要原因在于:1)得益于基本面的修复,诸如上海银行、光大银行,在2017年都受到监管的较大冲击,2)得益于此前较低的持仓,抛压更轻,在2018年市场下行的环境中体现出更好的防御性。

图表61.A股银行涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

图表62.H股主要内资银行涨跌幅

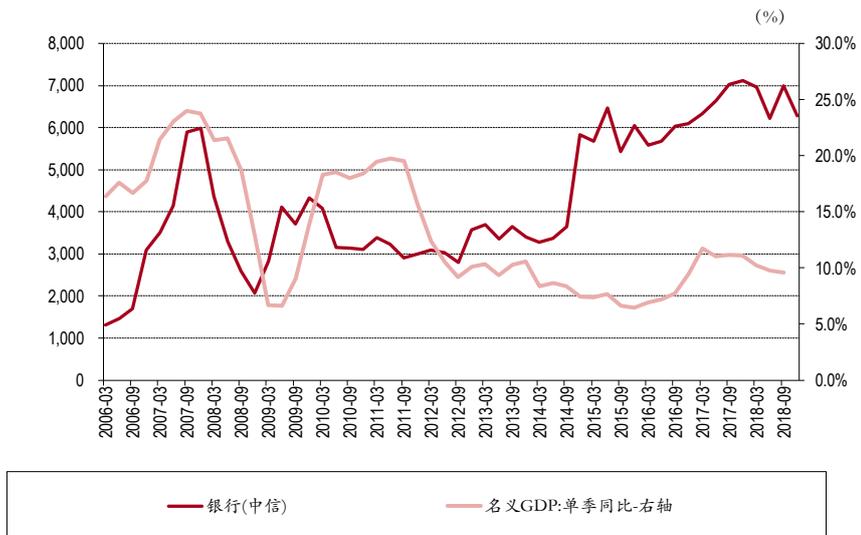


资料来源：万得，中银国际证券

### 4.2 经济下行限制银行估值向上弹性

银行板块的走势历来与宏观经济相关度较高，从数据来看，名义GDP单季增速从2018年1季度开始进入下行通道，各项经济数据同步走弱。我们判断2019年银行股受至于经济数据的下行和预期不确定性的抬升，缺乏向上弹性。

图表63.银行板块走势与宏观经济相关度高

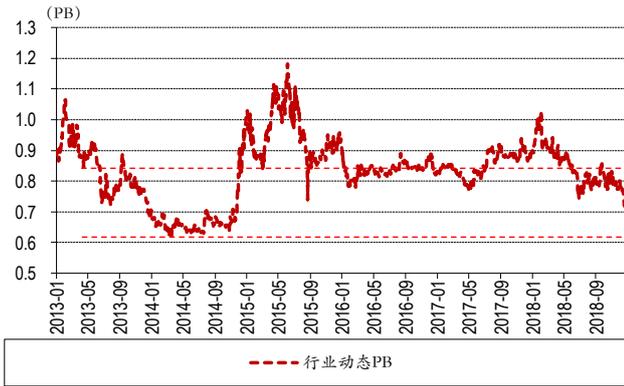


资料来源：万得，中银国际证券

### 4.3 估值回落股息收益率提升，弱市环境体现防御性

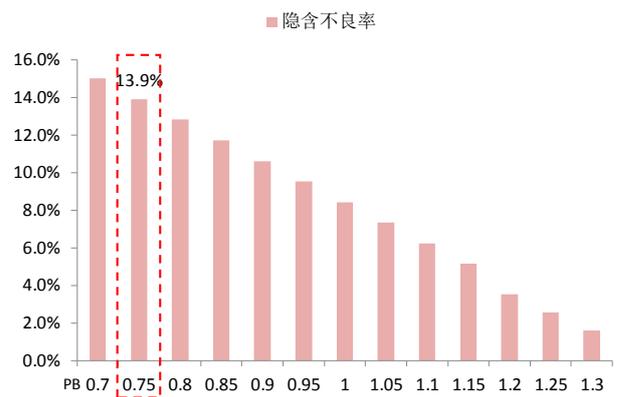
不过从绝对估值水平来看，目前估值对应动态PB为0.75x，估值低于过去四年的中枢水平(0.85x)。我们测算目前行业估值隐含不良率约14%，反应市场对于银行资产质量的悲观预期较为充分，在弱市环境下银行板块存在防御价值。

图表64. 银行板块动态估值对应 2018 年 0.75x



资料来源：万得，中银国际证券

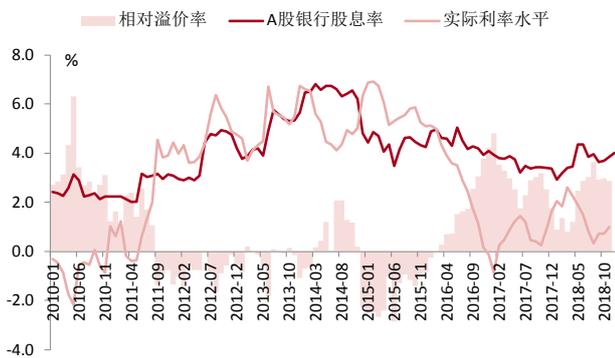
图表65. 银行估值对应隐含不良率



资料来源：万得，中银国际证券

而从股息率来看 2018 年银行股股息率较实际利率的溢价水平呈现持续扩张趋势，相对溢价率 (2.9%) 已经位于近年来低位，相较沪深 300 股息率水平，2018 年下半年以来银行股股息率溢价一直处于 1% 左右的水平，考虑到 2019 年宽货币持续引导无风险利率下行，目前板块接近 5% 的股息收益率存在吸引力。

图表66. 银行板块股息率较实际利率溢价走阔



资料来源：万得，中银国际证券

图表67. 银行股息率 vs 沪深 300



资料来源：万得，中银国际证券

#### 4.4 外资流入背景下，重视银行板块长期配置价值

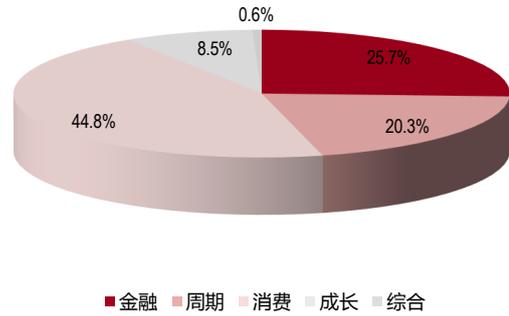
近年来随着 A 股国际化脚步提速，外资入市的节奏加快，展望明年，包括富时、MSCI 在内国际指数纳入以及沪伦通的开通将为 A 股带来更多海外增量资金，考虑到外资更偏向于蓝筹的配置，银行将会因此受益，板块长期配置价值值得重视。(vs2018 年 3 季末公募基金对银行的配置仅 7% 不到)

图表68.A 股国际化脚步加快

时间	事件	主要内容
2018年5月1日	扩大沪港通、深港通额度	中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会同意将沪股通及深股通每日额度从130亿元分别调整为520亿元人民币。沪港通下的港股通及深港通下的港股通每日额度从105亿元分别调整为420亿元人民币，自2018年5月1日起生效。
2018年5月15日	A股被纳入MSCI指数	MSCI表示将从2018年6月起把A股纳入MSCI新兴市场指数，此次纳入的成分股数量为234只，纳入因子为2.5%。 <b>2018年8月将会提升纳入比例至5%。</b>
2018年9月26日	扩大A股纳入MSCI范围	全球第一大指数公司MSCI将纳入因子调整5%，且宣布有 <b>望在明年的审议通过后，将中国大盘A股的纳入因子从5%增加到20%</b> 。此外，MSCI将考虑在2020年5月将中盘A股纳入。
2018年9月27日	A股纳入富时罗素指数	富时罗素表示，第一阶段中国A股在富时罗素新兴市场指数占比5.5%，占富时罗素全球市场指数比重为0.57%。A股纳入分三个步骤，2019年6月纳入20%， <b>2019年9月纳入40%，2020年3月纳入40%，涵盖大、中、小股票。</b>
2018年12月4日	沪伦通开通在即	沪伦通规定确定了中英双方上市公司将以存托凭证的方式跨市场上市。12月4日傍晚，上海证券交易所发布公告称，根据相关规定，对中国国际金融(英国)有限公司予以沪伦通全球存托凭证(GDR)英国跨境转换机构备案。此前英国伦敦市副市长Rajesh Agrawal曾表示沪伦通很可能会在今年12月份真正落地。

资料来源：万得，中银国际证券

图表69.陆股通机构配置行业分布



资料来源：万得，中银国际证券



附录图表 70. 报告中提及上市公司估值表

公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净 资产 (元/股)
				2017A	2018E	2017A	2018E	
工商银行	买入	5.29	1,885	0.80	0.86	0.92	0.84	6.12
中国银行	未有评级	3.61	1,063	0.59	0.63	0.76	0.70	5.02
农业银行	买入	3.60	1,260	0.55	0.59	0.94	0.78	4.43
招商银行	买入	25.20	636	2.78	3.18	1.42	1.27	19.49
中信银行	未有评级	5.45	267	0.87	0.93	0.73	0.67	7.95
民生银行	中性	5.73	251	1.14	1.21	0.68	0.59	9.17
浦发银行	增持	9.80	288	1.85	1.91	0.73	0.64	14.49
光大银行	买入	3.70	194	0.60	0.66	0.72	0.66	5.32
华夏银行	未有评级	7.39	95	1.55	1.59	0.64	0.57	12.55
北京银行	增持	5.61	119	0.89	0.96	0.76	0.69	8.02
南京银行	增持	6.46	55	1.14	1.32	0.95	0.87	7.64
宁波银行	增持	16.22	84	1.79	2.15	1.68	1.33	11.78
上海银行	增持	11.19	122	1.40	1.72	0.96	0.88	12.62
江苏银行	未有评级	5.97	69	1.03	1.10	0.76	0.68	8.63
杭州银行	增持	7.40	38	0.89	1.04	0.91	0.82	8.94
江阴银行	未有评级	5.08	9	0.46	0.48	0.98	0.96	5.41
无锡银行	增持	5.24	10	0.54	0.61	1.05	0.96	5.38
常熟银行	买入	6.14	14	0.57	0.69	1.30	1.20	5.17
吴江银行	增持	6.11	9	0.50	0.59	1.06	0.99	6.16
张家港行	未有评级	5.35	10	0.42	0.49	1.17	1.08	4.95
成都银行	中性	8.05	29	1.08	1.28	1.17	1.01	8.28

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2018 年 12 月 28 日，未有评级及限制公司的盈利预测来自万得一致预期



601818.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 3.70

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.7)	(3.6)	(5.4)	(4.0)
相对上证指数	20.8	0.5	6.2	20.3

发行股数(百万)	52,489
流通股(%)	76
流通股市值(人民币 百万)	147,299
3个月日均交易额(人民币 百万)	230
净负债比率(%) (2018E)	201
主要股东(%)	
中国光大集团公司	25

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

## 光大银行

### 基本面改善优于同业, 高股息低估值价值凸显

公司新董事长的到任有望推动战略转型加速, 未来零售及财富管理发展的潜力值得关注。公司基本面改善优于同业, 净利润增速逐季回升, 且资产质量整体可控。公司目前股价对应18年估值较行业平均折价近20%, 我们认为随着公司基本面的改善估值折价空间有望修复。叠加公司较高的股息率(对应2018年为5.36%), 配置性价比高, 维持“买入”评级。

#### 支撑评级的要点

- **新董事长到任推动战略转型加快。**2018年公司新董事长李晓鹏上任, 新董事长曾任工行副行长、招行副董事长。根据公司的《中长期发展战略(2018-2027)》, 确定了打造“一流财富管理银行”的战略愿景, 以“综合化、特色化、轻型化、数字化”为转型方向, 积极推动公司、零售、资产管理三大板块协同发展。我们认为新管理层的到位将会推动战略转型加快, 未来公司零售及财富管理发展的潜力值得关注。
- **推进金融科技建设, 加快数字化转型。**公司成立云缴费事业中心, 云缴费等重点业务保持高速增长, 2018年半年末云缴费交易金额787亿, 同比增153%; 交易笔数4.64亿笔, 同比增139%。公司明确“一部手机, 一家银行”的“移动优先”策略, 推出新版手机银行, 在传统业务基础上将合作向大数据、云计算、互联网支付深入推进。截至2018年半年末公司手机银行客户达4079万户, 较2017年增加544万户。
- **信用卡优势突出, 基本面改善优于同业。**光大银行在信用卡业务领域深耕多年, 目前累计发卡突破5100万张, 18年上半年实现营业收入182亿, 同比增速达到41%, 表现优于同业, 在其他非息业务增长乏力的背景下, 成为支撑中收的重要因子。同时, 公司受益于负债端成本的下行以及资产质量压力的缓解, 18年以来业绩持续改善, 前三季度净利润同比增9.10%, 业绩改善幅度在股份行中靠前。

#### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

#### 估值

- 我们预计光大银行18/19年净利润同比增速为9.5%/9.3%, 当前股价对应2018/19年PE5.62x/5.14x, PB0.66x/0.61x, 维持“买入”评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	93,810	91,427	105,688	113,950	122,059
变动(%)	19.65	(2.54)	15.60	7.82	7.12
净利润	30,329	31,545	34,543	37,765	41,110
变动(%)	5.01	4.01	9.50	9.33	8.86
净资产收益率(%)	14.13	12.87	12.26	12.30	12.29
每股收益	0.58	0.60	0.66	0.72	0.78
市盈率(倍)	6.40	6.16	5.62	5.14	4.72
市净率(倍)	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.58	0.60	0.66	0.72	0.78
BVPS (摊薄/元)	4.72	5.14	5.60	6.10	6.65
每股股利	0.10	0.18	0.20	0.22	0.24
分红率(%)	15.08	30.12	30.12	30.12	30.12
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	1,795	2,032	2,296	2,595	2,932
证券投资	1,323	1,389	1,389	1,431	1,431
应收金融机构的款项	426	198	198	198	198
生息资产总额	3,882	3,922	4,179	4,523	4,869
资产合计	4,020	4,088	4,298	4,644	4,982
客户存款	2,121	2,273	2,318	2,411	2,507
计息负债总额	3,687	3,680	3,863	4,060	4,268
负债合计	3,769	3,783	3,969	4,288	4,597
股本	47	52	52	52	52
股东权益合计	250	305	329	355	384
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	65.29	60.95	59.22	64.73	69.86
净手续费及佣金收入	28.11	30.77	34.47	37.22	40.20
营业收入	93.81	91.43	105.69	113.95	122.06
营业税金及附加	(2.89)	(1.03)	(1.18)	(1.28)	(1.37)
拨备前利润	64.11	61.15	71.80	77.41	82.92
计提拨备	(23.93)	(20.57)	(30.93)	(32.72)	(34.27)
税前利润	40.18	40.58	40.88	44.69	48.65
净利润	30.33	31.55	34.54	37.76	41.11
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.60	1.59	1.58	1.59	1.58
NPLs	28.70	32.39	36.28	41.26	46.33
拨备覆盖率(%)	152	158	179	184	177
拨贷比(%)	2.43	2.52	2.83	2.92	2.80
一般准备/风险加权资(%)	1.64	1.79	2.17	2.34	2.36
不良贷款生成率(%)	1.37	0.87	1.20	1.10	1.20
不良贷款核销率(%)	(1.11)	(0.68)	(1.02)	(0.90)	(1.02)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	38.16	13.19	13.00	13.00	13.00
生息资产增长率	45.13	1.02	6.56	8.23	7.65
总资产增长率	46.88	1.70	5.14	8.05	7.28
存款增长率	18.79	7.16	2.00	4.00	4.00
付息负债增长率	47.45	(0.19)	4.96	5.09	5.13
净利息收入增长率	12.07	(6.64)	(2.84)	9.29	7.93
手续费及佣金净收入增长率	46.75	9.47	12.00	8.00	8.00
营业收入增长率	19.65	(2.54)	15.60	7.82	7.12
拨备前利润增长率	31.47	(4.62)	17.42	7.81	7.11
税前利润增长率	4.22	1.00	0.74	9.33	8.86
净利润增长率	5.01	4.01	9.50	9.33	8.86
非息收入占比	29.97	33.66	32.61	32.67	32.94
成本收入比	28.84	32.07	31.00	31.00	31.00
信贷成本	1.45	1.07	1.43	1.34	1.24
所得税率	24.37	22.26	15.50	15.50	15.50
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.78	1.52	1.72	1.75	1.75
拨备前 ROAA	1.90	1.51	1.71	1.73	1.72
拨备前 ROAE	29.86	22.03	22.66	22.63	22.43
ROAA	0.90	0.78	0.82	0.84	0.85
ROAE	14.13	12.87	12.26	12.30	12.29
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	15.08	30.12	30.12	30.12	30.12
贷存比	84.65	89.41	99.06	107.63	116.94
贷款/总资产	44.66	49.70	53.42	55.87	58.85
债券投资/总资产	32.91	33.98	32.32	30.81	28.72
银行同业/总资产	10.60	4.85	4.61	4.27	3.98
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	8.21	9.56	9.89	9.97	10.12
资本充足率	10.80	13.49	13.64	13.44	13.35
加权风险资产-一般法	2,665	2,857	3,004	3,245	3,482
% RWA/总资产(%)	66.29	69.88	69.88	69.88	69.88

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



600036.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 25.20

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.1)	(10.9)	(17.9)	(9.1)
相对上证指数	13.4	(6.8)	(6.3)	15.2

发行股数(百万)	25,545
流通股(%)	81
流通股市值(人民币 百万)	519,849
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,519
净负债比率(%) (2018E)	195
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

## 招商银行

### 零售优势领先, 风险管控到位

招商银行的零售优势领先, 公司前瞻性的战略布局以及坚定的执行力积累客户基础, 产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性, 零售地位短期内难被超越。公司的轻型化转型见成效, ROE 处于行业较高水平, 资本金补充压力较小, 我们认为公司未来的业绩能够维持稳健增长, 维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **零售业务贡献度不断提升。**招行在信用卡、财富管理领域已经积累了明显的优势, 零售业务优势突出, 短期内难以被其他银行赶超。公司零售对收入的贡献超 50%。零售业务具有低资本消耗、利润贡献稳定的特点, 在监管趋严的环境下优势更加突出。
- **控增速调结构, 不良延续双降。**招行 2018 年以来规模扩张增速放缓以调整结构, 资产结构上继续向贷款倾斜 (3 季度贷款占比为 58%)。公司资产质量改善持续, 3 季度不良率延续下行趋势, 资产质量在同类银行中表现优异。此外, 公司拨备覆盖率和拨贷比都处于行业较高水平, 表明了公司应对潜在的信用风险能力较强。
- **轻型化转型显成效, 资本金补充压力小。**公司的轻型化转型见成效, ROE 处于行业较高水平 (2018 年 3 季度年化 ROE 为 19.1%), 盈利能力保持行业前列。我们认为招行较高的 ROE 水平有助于资本的内生性补充, 公司资本金压力相对小。

#### 评级面临的主要风险

- **经济下行超预期、金融严监管超预期。**

#### 估值

- 考虑到银行或采取逆周期管理策略, 加大拨备计提力度以应对经济下行可能对资产质量带来的负面影响, 我们调整招商银行 2018-2019 年每股收益至 3.18 元/3.61 元 (原为 3.21 元/3.72 元), 对应净利润同比增速为 14.5%/13.3% (原为 15.6%/15.8%), 目前股价对应 2018/19 年市盈率为 7.91 倍/6.98 倍, 市净率为 1.27 倍/1.12 倍, 维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币 百万)	208,970	219,390	246,792	259,850	276,552
变动(%)	26.24	4.99	12.49	5.29	6.43
净利润(人民币 百万)	62,081	70,150	80,312	91,003	102,151
变动(%)	11.04	13.00	14.49	13.31	12.25
净资产收益率(%)	17.32	16.54	16.94	17.04	16.99
每股收益(人民币)	2.46	2.78	3.18	3.61	4.05
市盈率(倍)	10.24	9.06	7.91	6.98	6.22
市净率(倍)	1.58	1.42	1.27	1.12	1.00

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	2.46	2.78	3.18	3.61	4.05
BVPS (摊薄/元)	15.95	17.69	19.91	22.43	25.26
每股股利	0.74	0.84	0.96	1.09	1.22
分红率(%)	30.06	30.20	30.20	30.20	30.20
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	3,262	3,565	3,850	4,158	4,491
证券投资	1,460	1,597	1,709	1,812	1,920
应收金融机构的款项	582	484	484	484	484
生息资产总额	5,791	6,112	6,511	6,927	7,380
资产合计	5,942	6,298	6,708	7,137	7,603
客户存款	3,802	4,064	4,345	4,644	4,965
计息负债总额	5,375	5,613	5,908	6,208	6,528
负债合计	5,539	5,814	6,168	6,533	6,928
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	402	480	536	600	671
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	134.60	144.85	159.93	167.56	178.40
净手续费及佣金收入	60.87	64.02	67.86	73.29	79.15
营业收入	208.97	219.39	246.79	259.85	276.55
营业税金及附加	(6.36)	(2.15)	(2.47)	(2.60)	(2.77)
拨备前利润	145.12	150.61	169.44	179.44	193.73
计提拨备	(66.16)	(59.93)	(63.03)	(58.86)	(58.38)
税前利润	78.96	90.68	106.41	120.57	135.34
净利润	62.08	70.15	80.31	91.00	102.15
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.87	1.61	1.41	1.42	1.42
NPLs	61.12	57.39	54.29	59.05	63.77
拨备覆盖率(%)	180	262	353	392	421
拨贷比(%)	3.37	4.22	4.98	5.57	5.98
一般准备/风险加权资(%)	2.86	3.54	4.23	4.80	5.23
不良贷款生成率(%)	1.80	0.46	0.50	0.60	0.60
不良贷款核销率(%)	(1.35)	(0.57)	(0.58)	(0.48)	(0.49)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	29.74	9.30	8.00	8.00	8.00
生息资产增长率	25.21	5.55	6.51	6.40	6.54
总资产增长率	25.58	5.98	6.51	6.40	6.54
存款增长率	15.06	6.90	6.90	6.90	6.90
付息负债增长率	25.29	4.44	5.26	5.07	5.16
净利息收入增长率	20.17	7.62	10.41	4.77	6.47
手续费及佣金净收入增长率	36.18	5.18	6.00	8.00	8.00
营业收入增长率	26.24	4.99	12.49	5.29	6.43
拨备前利润增长率	38.06	3.78	12.50	5.90	7.96
税前利润增长率	7.53	14.84	17.35	13.31	12.25
净利润增长率	11.04	13.00	14.49	13.31	12.25
非息收入占比	29.13	29.18	27.50	28.20	28.62
成本收入比	27.77	30.44	30.40	30.00	29.00
信贷成本	2.17	1.76	1.70	1.47	1.35
所得税率	21.00	22.10	24.00	24.00	24.00
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.50	2.43	2.53	2.49	2.49
拨备前 ROAA	2.72	2.46	2.61	2.59	2.63
拨备前 ROAE	40.49	34.13	33.34	31.59	30.49
ROAA	1.16	1.15	1.24	1.31	1.39
ROAE	17.32	16.54	16.94	17.04	16.99
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.06	30.20	30.20	30.20	30.20
贷存比	85.79	87.72	88.62	89.53	90.45
贷款/总资产	54.89	56.61	57.40	58.26	59.06
债券投资/总资产	24.56	25.36	25.48	25.38	25.26
银行同业/总资产	9.79	7.69	7.22	6.78	6.37
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	11.54	12.06	10.63	11.31	12.00
资本充足率	12.00	12.66	13.13	13.66	14.21
加权风险资产-一般法	3,853	4,254	4,531	4,821	5,136
% RWA/总资产(%)	64.84	67.55	67.55	67.55	67.55

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



601288.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 3.60

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.8)	0.6	(7.5)	(0.0)
相对上证指数	23.7	4.7	4.2	24.3

发行股数(百万)	350,783
流通股(%)	84
流通股市值(人民币 百万)	1,058,599
3个月日均交易额(人民币 百万)	873
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	40

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

## 农业银行

### 存款优势明显, 资产质量扎实

农行深耕三农, 服务县域, 是全国物理网点布局最完善的大行, 较强的揽存能力带来资金端的成本优势, 负债端优势支撑公司息差的改善。农行的资产质量表现在 2018 年延续改善趋势, 不良认定严格, 资产质量扎实。公司目前估值较低, 对应 18 年市净率 0.79 倍, 维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **业绩稳定性。**在经济存在下行压力背景下, 大行的业绩较中小行更具确定性。农行 2018 年以来业绩稳定性强, 前三季度拨备前净利润同比增长 17.4%, 净利润同比增长 7.3%, 增速较上半年进一步提升 0.7 个百分点, 继续保持较快增长; 营收同比增长 12%, 较上半年提升 1.4 个百分点。农行利润和营收的增长在可比四大行中表现最为出色, 处于领先地位。
- **客户下沉县域, 存款优势凸显。**农行深耕三农, 服务县域, 是全国物理网点布局最完善的大行, 较强的揽存能力带来资金端的成本优势, 存款保持低成本(截止半年末平均成本 1.35%) 稳定增长, 3 季末存款在总负债中占比达 82%。在存款竞争激烈背景下, 我们测算农行 3 季度付息负债成本环比仅提升 6BP, 低于资产端收益提升幅度, 支撑农行 3 季度单季净息差环比改善 4BP 至 2.24%。展望 2019 年, 在存款市场竞争激烈背景下, 公司的揽储优势有望进一步发挥。
- **资产质量扎实。**农行 3 季度不良率为 1.60%, 环比下行 2BP。但在国内宏观经济不确定性仍存背景下, 不良生成率有所抬头, 我们测算公司 3 季度单季年化不良生成率为 0.76%, 环比小幅上行 24BP。公司不良认定严格(2 季末逾期 90 天以上贷款/不良贷款率为 72.6%), 不良生成绝对值仍处低位, 资产质量总体保持稳定。同时 3 季度拨备覆盖率和拨贷比分别提升 6.54pct/5BP 至 255%/4.08%, 拨备覆盖率在可比四大行中最高, 拨备夯实无忧。

#### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

#### 估值

- 考虑到银行或采取逆周期管理策略, 加大拨备计提力度以应对经济下行可能对资产质量带来的负面影响, 我们调整农行 2018/2019 年净利润同比增速至 7.1%/6.4% (原为 7.1%/9.8%), 目前股价对应 2018/19 年市盈率为 6.10 倍/5.73 倍, 市净率为 0.78 倍/0.71 倍, 维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	497,503	515,487	582,935	621,501	670,316
变动(%)	(2.03)	3.61	13.08	6.62	7.85
净利润	183,941	192,962	206,636	219,890	236,115
变动(%)	2.50	4.90	7.09	6.41	7.38
净资产收益率(%)	15.66	14.93	13.93	12.96	12.72
每股收益	0.57	0.55	0.59	0.63	0.67
市盈率(倍)	6.36	6.53	6.10	5.73	5.34
市净率(倍)	0.94	0.87	0.78	0.71	0.65

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.57	0.55	0.59	0.63	0.67
BVPS (摊薄/元)	3.81	4.15	4.63	5.07	5.54
每股股利	0.17	0.18	0.18	0.19	0.20
分红率(%)	30.02	30.01	30.01	30.01	30.01
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	9,720	10,721	11,793	12,854	13,882
证券投资	5,365	6,181	6,799	7,479	8,227
应收金融机构的款项	1,527	1,176	1,176	1,235	1,296
生息资产总额	19,023	20,570	22,462	24,464	26,527
资产合计	19,570	21,053	23,016	25,067	27,181
客户存款	15,038	16,194	17,652	19,240	20,972
计息负债总额	17,381	18,710	20,390	22,226	24,232
负债合计	18,248	19,624	21,312	23,210	25,158
股本	325	325	350	350	350
股东权益合计	1,318	1,426	1,700	1,854	2,019
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	398.10	441.93	482.39	517.12	561.92
净手续费及佣金收入	90.94	72.90	76.55	80.38	84.39
营业收入	497.50	515.49	582.94	621.50	670.32
营业税金及附加	(11.45)	(4.95)	(5.60)	(5.97)	(6.44)
拨备前利润	313.07	337.64	394.91	426.98	460.20
计提拨备	(86.45)	(98.17)	(139.58)	(155.27)	(168.44)
税前利润	226.62	239.48	255.33	271.71	291.76
净利润	183.94	192.96	206.64	219.89	236.12
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	2.37	1.81	1.58	1.60	1.60
NPLs	230.83	194.03	186.32	205.66	222.12
拨备覆盖率(%)	173	208	248	265	284
拨贷比(%)	4.11	3.77	3.93	4.24	4.54
一般准备/风险加权资(%)	3.38	3.21	3.36	3.63	3.87
不良贷款生成率(%)	1.15	0.56	0.65	0.75	0.75
不良贷款核销率(%)	(0.96)	(0.92)	(0.72)	(0.59)	(0.63)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	20.02	10.30	10.00	9.00	8.00
生息资产增长率	22.29	8.13	9.20	8.91	8.43
总资产增长率	22.51	7.58	9.32	8.91	8.43
存款增长率	19.98	7.69	9.00	9.00	9.00
付息负债增长率	23.05	7.64	8.98	9.00	9.02
净利息收入增长率	(7.39)	11.01	9.15	7.20	8.66
手续费及佣金净收入增长率	13.49	(19.83)	5.00	5.00	5.00
营业收入增长率	(2.03)	3.61	13.08	6.62	7.85
拨备前利润增长率	4.28	7.85	16.96	8.12	7.78
税前利润增长率	(2.43)	5.67	6.62	6.41	7.38
净利润增长率	2.50	4.90	7.09	6.41	7.38
非息收入占比	18.28	14.14	13.13	12.93	12.59
成本收入比	35.18	34.34	32.00	31.00	31.00
信贷成本	0.93	0.96	1.24	1.26	1.26
所得税率	18.78	19.35	19.00	19.00	19.00
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.25	2.28	2.36	2.32	2.32
拨备前 ROAA	1.76	1.66	1.79	1.78	1.76
拨备前 ROAE	26.65	24.60	25.26	24.03	23.76
ROAA	1.03	0.95	0.94	0.91	0.90
ROAE	15.66	14.93	13.93	12.96	12.72
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.02	30.01	30.01	30.01	30.01
贷存比	64.63	66.20	66.81	66.81	66.19
贷款/总资产	49.67	50.92	51.24	51.28	51.07
债券投资/总资产	27.41	29.36	29.54	29.84	30.27
银行同业/总资产	7.80	5.59	5.11	4.93	4.77
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	10.38	10.63	10.77	10.92	11.08
资本充足率	13.04	13.74	13.62	13.53	13.49
加权风险资产-一般法	11,857	12,606	13,781	15,009	16,275
% RWA/总资产(%)	60.59	59.87	59.87	59.87	59.87

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



002142.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 16.22

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.1)	(4.8)	(8.7)	(6.8)
相对深证成指	25.1	1.9	5.2	27.3

发行股数(百万)	5,209
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	75,109
3个月日均交易额(人民币 百万)	339
净负债比率(%) (2018E)	347
主要股东(%)	
宁波开发投资集团有限公司	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

## 宁波银行

### 独具民营市场化基因, 盈利能力居同业前列

宁波银行盈利能力保持优异, 业绩增速以及 ROE 水平均维持行业前列, 公司已完成优先股发行, 资本补充后规模扩张空间再度打开。公司资产质量表现处于同业较优水平, 我们认为这是公司估值较行业中枢水平存在溢价的重要因素, 但由于公司地处以外向型经济为主导的宁波, 后续需要关注中美贸易摩擦对区域资产质量带来的影响。我们维持**增持**评级。

#### 支撑评级的要点

- **民营市场化基因, 务实深耕本地市场。**宁波银行股权结构中民企股东与管理层持股比例明显高于上市银行同业, 为公司带来有别于其他银行的市场化基因。公司管理层稳定, 作风务实, 带领队伍深耕本地市场, 区域市占率明显优于同业, 为公司业绩的稳健增长夯实基础。
- **盈利能力居同业。**宁波银行前三季度净利润同比增速较上半年提升 1.5pct 至 21.1%, 继续在行业中保持前列; 营收同比增 14.1%, 较上半年 (9.8%, YoY) 提升 4.3 个百分点。公司盈利增速的提升受益于息差的走阔, 根据我们测算公司 3 季度期初期末口径净息差环比提升 20BP, 其中资产端收益率的提升 (31BP) 高于负债端成本率 (11BP)。
- **资产质量保持优异, 拨备水平领先同业。**宁波银行不良认定严格 (半年末逾期 90 天以上贷款/不良占比为 74.1%), 3 季末不良率环比持平于 0.80%; 关注类贷款占比环比微升 5bps 至 0.56%, 我们测算公司 3 季度加回核销的年化不良生成率约为 0.31%, 环比下降 14BP, 不良生成绝对值处于低位, 因此公司整体资产质量保持优异。公司拨备水平远高于行业平均, 3 季末拨备覆盖率进一步提升至 503%。

#### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

#### 估值

- 考虑到中美贸易摩擦背景下, 以外向型经济为主导的宁波地区资产质量可能受负面影响, 我们调整宁波银行 18/19 年净利润增速至 19.8%/19.0% (原为 21.1%/20.6%) 的预测, 目前公司股价对应 18/19 年 PE7.56x/6.35x, PB1.33x/1.14x, 维持**增持**评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	23,627	25,302	28,733	32,022	35,605
变动 (%)	54.03	7.09	13.56	11.44	11.19
净利润	7,810	9,334	11,179	13,302	15,492
变动 (%)	38.78	19.51	19.77	18.99	16.46
净资产收益率 (%)	18.51	19.48	19.62	19.32	19.32
每股收益	1.54	1.79	2.15	2.55	2.97
市盈率 (倍)	10.53	9.05	7.56	6.35	5.45
市净率 (倍)	1.39	1.63	1.33	1.14	0.98

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	1.54	1.79	2.15	2.55	2.97
BVPS (摊薄/元)	11.66	9.94	12.21	14.23	16.57
每股股利	0.45	0.40	0.54	0.64	0.74
分红率(%)	22.47	21.73	25.00	25.00	25.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	301	346	402	462	531
证券投资	442	553	652	750	863
应收金融机构的款项	43	33	34	36	38
生息资产总额	871	1,008	1,172	1,342	1,537
资产合计	885	1,032	1,195	1,367	1,564
客户存款	511	565	633	709	794
计息负债总额	792	907	1,040	1,152	1,280
负债合计	835	975	1,125	1,286	1,471
股本	4	5	5	5	5
股东权益合计	50	57	70	80	93
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	17.06	16.39	19.71	22.72	26.02
净手续费及佣金收入	5.41	5.90	5.43	5.70	5.98
营业收入	23.63	25.30	28.73	32.02	35.60
营业税金及附加	(0.56)	(0.25)	(0.28)	(0.31)	(0.35)
拨备前利润	14.96	16.27	18.48	20.60	22.90
计提拨备	(5.32)	(6.11)	(6.43)	(6.26)	(6.21)
税前利润	9.64	10.16	12.05	14.34	16.70
净利润	7.81	9.33	11.18	13.30	15.49
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	0.91	0.82	0.80	0.80	0.80
NPLs	2.36	2.84	3.21	3.69	4.25
拨备覆盖率(%)	351	493	531	528	501
拨贷比(%)	3.19	4.04	4.25	4.22	4.01
一般准备/风险加权资(%)	1.87	2.32	2.44	2.44	2.33
不良贷款生成率(%)	1.55	0.27	1.00	1.00	1.00
不良贷款核销率(%)	(1.55)	(0.12)	(0.90)	(0.89)	(0.89)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	43.33	14.99	16.00	15.00	15.00
生息资产增长率	60.03	15.66	16.30	14.46	14.56
总资产增长率	59.72	16.61	15.77	14.38	14.44
存款增长率	66.84	10.53	12.00	12.00	12.00
付息负债增长率	63.00	14.50	14.64	10.79	11.09
净利息收入增长率	27.75	(3.94)	20.23	15.31	14.51
手续费及佣金净收入增长率	117.66	9.08	(8.00)	5.00	5.00
营业收入增长率	54.03	7.09	13.56	11.44	11.19
拨备前利润增长率	57.01	8.77	13.57	11.45	11.20
税前利润增长率	37.56	5.44	18.55	18.99	16.46
净利润增长率	38.78	19.51	19.77	18.99	16.46
非息收入占比	22.89	23.32	18.89	17.80	16.81
成本收入比	34.29	34.65	34.65	34.65	34.65
信贷成本	1.91	1.89	1.72	1.45	1.25
所得税率	18.97	7.95	7.00	7.00	7.00
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.95	1.94	1.94	1.94	1.94
拨备前 ROAA	2.08	1.70	1.66	1.61	1.56
拨备前 ROAE	35.46	30.31	29.12	27.42	26.49
ROAA	1.09	0.97	1.00	1.04	1.06
ROAE	18.51	19.48	19.62	19.32	19.32
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	22.47	21.73	25.00	25.00	25.00
贷存比	58.87	61.25	63.43	65.13	66.88
贷款/总资产	34.02	33.55	33.61	33.79	33.96
债券投资/总资产	49.91	53.56	54.59	54.88	55.15
银行同业/总资产	4.91	3.17	2.87	2.64	2.42
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	9.03	8.61	8.64	8.80	8.96
资本充足率	13.29	13.58	12.93	12.56	12.24
加权风险资产-一般法	443	604	699	800	915
% RWA/总资产(%)	50.01	58.50	58.50	58.50	58.50

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



601128.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.14

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12.3)	(11.5)	(3.2)	(11.7)
相对上证指数	13.2	(7.4)	8.5	12.6

发行股数(百万)	2,223
流通股(%)	45
流通股市值(人民币 百万)	6,123
3个月日均交易额(人民币 百万)	152
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
交通银行股份有限公司	9

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2018年12月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

## 常熟银行

### 存款优势凸显, 资产质量优于同业

公司率先引进战略投资者, 经营管理水平较为领先, 且公司股权结构均衡, 经营灵活。近年来公司加速大零售战略布局, 个人存贷规模增长稳健。公司吸储优势有利于应对存款市场竞争。随着区域经济表现的向好, 公司资产质量持续改善, 拨备水平保持较高水平, 盈利能力有望进一步改善。维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **零售布局加速, 存款优势凸显。**常熟银行深耕当地, 坚持服务“三农两小”, 在小微零售领域积累丰富的管理经验, 并且在常熟当地市场存贷份额稳定。近几年公司加快零售布局, 个人存贷款占比不断提升。2018年3季末, 个人贷款占贷款比重较年初(47.8%)进一步提升至49.2%; 个人存款占总存款比重为52.76%, 居上市农商行较高水平。公司吸储能力强, 3季度存款规模环比增15.8%, 低成本存款占比的进一步提升(75.4%, 2018Q3)有助于维持负债端成本的相对稳定。
- **服务网络下沉, 信贷审批集中。**常熟小微模式以个体工商户、夫妻店和三农为主要放款对象, 平均单户金额低于20万。此类贷款由个人承担无限连带责任, 往往风险更低更分散。同时常熟银行实行总行集中审批和信贷工厂的标准化审批模式, 审批权限全部收归总行, 异地严控大额信贷, 有效把控风险。此外常熟银行是当地网点布局最广的银行, 且各分支机构仍在不断推进网点下沉到乡到镇, 充分发挥熟人熟地优势获取客户多维数据。
- **资产质量居同业较优水平, 拨备充足无虞。**公司3季末不良贷款率/关注类贷款率分别较年初下降1BP/5bps至1.00%/2.12%, 3季度加回核销的年化不良生成率环比下行35BP至0.52%, 资产质量表现优于同业。受益于资产质量的改善, 3季末拨备覆盖率/拨贷比环比提升21pct/17BP至407%/4.07%, 拨备水平居行业前列。

#### 评级面临的主要风险

- 经济下行超预期、金融严监管超预期。

#### 估值

- 考虑到银行或采取逆周期管理加大拨备计提力度, 我们调整常熟银行18/19年净利润同比增速至21.1%/20.6% (原为25.3%/20.8%), 当前股价对应2018/19年PE8.92x/7.39x, PB1.20x/1.09x, 维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入-扣除其他成本	4,475	4,996	5,790	6,706	7,765
变动(%)	47.00	11.64	15.89	15.82	15.80
净利润	1,041	1,264	1,531	1,846	2,214
变动(%)	4.18	21.51	21.08	20.62	19.91
净资产收益率(%)	12.26	12.44	14.00	15.44	16.77
每股收益	0.47	0.57	0.69	0.83	1.00
市盈率(倍)	13.12	10.79	8.92	7.39	6.16
市净率(倍)	1.39	1.30	1.20	1.09	0.98

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.47	0.57	0.69	0.83	1.00
BVPS (摊薄/元)	4.43	4.71	5.13	5.63	6.24
每股股利	0.18	0.18	0.22	0.26	0.32
分红率(%)	38.45	31.65	31.65	31.65	31.65
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	66	78	93	112	133
证券投资	41	48	54	61	68
应收金融机构的款项	7	3	3	4	4
生息资产总额	126	142	165	191	221
资产合计	130	146	169	196	226
客户存款	89	99	110	122	135
计息负债总额	116	131	146	164	184
负债合计	120	135	157	183	212
股本	2	2	2	2	2
股东权益合计	10	10	11	13	14
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	4.01	4.32	5.08	5.89	6.81
净手续费及佣金收入	0.30	0.42	0.43	0.54	0.68
营业收入	4.48	5.00	5.79	6.71	7.77
营业税金及附加	(0.07)	(0.04)	(0.05)	(0.05)	(0.06)
拨备前利润	2.76	3.11	3.67	4.25	4.92
计提拨备	(1.44)	(1.44)	(1.67)	(1.84)	(2.02)
税前利润	1.31	1.67	2.00	2.41	2.89
净利润	1.04	1.26	1.53	1.85	2.21
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.40	1.14	1.00	1.01	1.01
NPLs	0.93	0.89	0.93	1.13	1.35
拨备覆盖率(%)	235	326	420	449	466
拨贷比(%)	3.29	3.72	4.20	4.54	4.71
一般准备/风险加权资(%)	2.38	2.66	3.12	3.49	3.73
不良贷款生成率(%)	1.75	0.96	0.80	0.85	0.85
不良贷款核销率(%)	(1.51)	(1.03)	(0.75)	(0.66)	(0.67)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	36.68	17.15	20.00	20.00	19.00
生息资产增长率	27.46	12.40	15.97	15.86	15.57
总资产增长率	27.85	12.19	15.97	15.86	15.57
存款增长率	19.55	11.48	11.00	11.00	11.00
付息负债增长率	26.79	12.51	11.87	12.00	12.14
净利息收入增长率	42.54	7.73	17.43	15.91	15.70
手续费及佣金净收入增长率	692.25	42.16	2.00	25.00	25.00
营业收入增长率	47.00	11.64	15.89	15.82	15.80
拨备前利润增长率	43.53	12.91	17.95	15.77	15.76
税前利润增长率	0.78	27.19	19.93	20.62	19.91
净利润增长率	4.18	21.51	21.08	20.62	19.91
非息收入占比	6.66	8.49	7.47	8.06	8.70
成本收入比	37.40	37.14	36.00	36.00	36.00
信贷成本	2.33	2.00	1.95	1.79	1.65
所得税率	19.58	20.75	20.00	20.00	20.00
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	3.22	2.91	2.99	2.99	2.99
拨备前 ROAA	2.38	2.26	2.33	2.33	2.33
拨备前 ROAE	32.47	30.62	33.56	35.52	37.25
ROAA	0.90	0.92	0.97	1.01	1.05
ROAE	12.26	12.44	14.00	15.44	16.77
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	38.45	31.65	31.65	31.65	31.65
贷存比	74.79	78.59	84.97	91.85	98.47
贷款/总资产	51.10	53.36	55.22	57.19	58.89
债券投资/总资产	31.73	33.05	32.21	31.13	30.17
银行同业/总资产	5.14	2.28	2.06	1.87	1.70
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	10.90	9.88	9.35	8.93	8.63
资本充足率	13.22	12.97	12.02	11.24	10.62
加权风险资产-一般法	92	109	126	146	169
% RWA/总资产(%)	70.69	74.44	74.44	74.44	74.44

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371