

政策助力，估值修复

本周核心观点

本周对银行股的观点：看好，上涨有望延续。19 年 PB 仍在 0.7 倍以下，政策助力，估值修复。主要原因有三：

其一、估值低。19 年的 PB 仍在 0.7 倍附近，安全边际极高。全面降准资金释放助力业绩修复；本月公布了几家银行 18 年业绩快报，其共同特点是四季度不良率均在下降，拨备计提力度也都有明显的加大，表明 19 年银行抵御经济下行压力的能力实际上在增强。此外，无论是营收还是利润增速均较 17 年大幅回升，业绩支持估值修复。这背后的原因是去年 4Q 银行信贷投放超预期，17 年 4Q 新增贷款 2.3 万亿，在监管的要求下 18 年同期新增 2.6 万亿，同比增 13%；同期行业 NIM 回升，从而 4Q 银行业业绩超预期。这是业绩快报超预期的核心原因，也是 1 月行情向上的主要驱动力。

其二、年初信贷超预期。预计 1 月新增贷款 3 万亿以上。

其三、无风险利率下降，抬升估值。尽管 19 年不良率会回升，风险溢价抬高，但无风险利率下行幅度会超过风险溢价抬升，贴现率下降，银行股估值修复。

上周银行股获得了较大的绝对收益和相对收益。主要受央行创设 CBS 支持永续债发行，银行资本金压力缓解提升估值。同时，也表明为支持实体经济，政策对银行的支持是全面性的，印证了我们“政策助力，估值修复”的逻辑。此外，上周全面降准资金已经释放完毕，流动性充裕，降低负债成本，助力低成本资金流向实体，经济下行风险有望降低。

另外，招行业绩快报也是催化剂。上周招行公布业绩快报，净利增 15%，不良率环比降 6 个 bp 达 1.36%。招行净利增速没有被窗口指导。我们对去年 12 月窗口指导有了新认识。从行业看，19 年不良率回升，资产质量压力加大，银行需 18 年加大拨备计提少放业绩；但从各家行看，如果预计 19 年资产质量压力大，从而 18 年多提拔备少放业绩，比如：光大、兴业、上海；等，但是如果预计 19 年不良率仍会下降，从而正常释放业绩，无需多提拔备，比如：招行。

CBS 赋予永续债抵押品属性，便于发行，资本金压力缓解提估值。通过“以券换券”的方式，免费赋予永续债抵押品属性，央行从需求端提高了永续债的流动能力，同时将永续债纳入货币

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

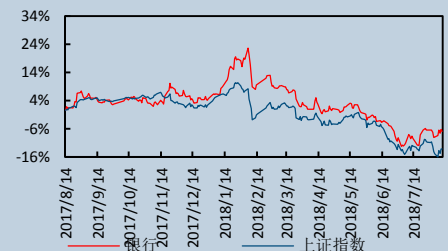
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2019 年 01 月 28 日

市场表现



相关研究报告

- 18.01.08 银行业周报 99 期：去杠杆细化政策出台降风险，资金利率全线回落提估值
- 18.01.03 银行业动态：IFRS 9 落地，对银行业影响几何？
- 18.01.02 银行业周报 98 期：流动性至降利率，银行股确定性向上

政策工具的担保品的范围，大幅提高了商业银行和其他金融机构投资永续债的意愿。目前，中行 400 亿永续债已经发行成功，全场认购倍数超 2 倍，票面利率 4.5%，超基准债券利率 157 个 BP，吸引了境内外 140 多家投资者。我们认为，中行的永续债仅仅是一个开始，后续还会有其他银行参与永续债的发行，不仅包括大行，也包括浦发银行、盛京银行、哈尔滨银行等中小银行。从而银行资本金压力在政策助力下大幅缓解，约束估值的枷锁有望打开。

仓位小幅下调，关注度仍高。上周全部基金四季度末持仓数据公布完毕。截至四季度末，重仓股仓位达 47.99%，环比下降 1.30 个百分点，但银行股仓位达 5.78%，仅环比下降 0.01 个百分点。与其他行业相比，银行股仓位调整也是最少的，关注度仍然较高。个股中，如招行、平安、常熟等优质股由于基金业绩兑现所致，减仓较多，预计在 19 年一季度很可能会回调。此外，兴业、光大等低估值仓位在四季度末有所上升，防御能力凸显。低仓位也是银行股又一个亮点。

本周专题：上市公司交流总结。上周，我们与部分上市银行进行了交流，主要得到以下信息：其一、2019 年新增信贷规模可能低于 18 年，但 1 月份无论是存款和贷款增长均较高；其二、19 年净息差不需要过度担心，新增对公贷款或已下降，但零售贷款还没有，同时高成本结构性存款增速将会明显放缓，结构上降低负债成本；其三、19 年不良率仍有下降的可能性和空间，主要取决于 19 年核销出清力度，即便不良上升也不会出现大幅度上升。其四、理财子公司的推进速度可能较快，预计 19 年年中就可能开业；其五、银行对民企小微信贷是积极态度的，但本身也更注重风控，因此民企小微贷款不会盲目增长；其六、在资产配置上，19 年地方债、零售或是相对更优质资产。

从国际比较来看，国内银行股估值已处于低位，银行业 ROE 基本保存稳定。我们的测算显示：19 年行业 ROE 合理中枢为 14% 左右，随着政策逐步托低经济，对经济增长的预期会有改善；同时随着政策开始化解地方政府债务风险，银行股对应的风险溢价将逐步降低，对应的 PB 将逐步修复。目前老 16 家上市银行 18/19 年 PB 只有 0.78/0.70 倍，估值优势显著。

重点推荐标的

每周一股：平安银行（存量风险下降，私行发展带动零售优势持续增强，估值低）

中长期重点推荐：优质银行股、招行、平安、浦发、上海、常熟、民生

目录

一、上周行情回顾	3
二、本周专题：上市银行交流总结	4
(1) 2019 年信贷规划：增速或低于去年，零售为重	4
(2) 理财子公司进展：推进速度很快	4
(3) 小微、民企信贷政策：积极支持，但预计难大幅增加	5
(4) 净息差：不一致的观点	5
(5) 不良率：仍有下降的可能性	5
(6) 资本补充	5
(7) 存款增长：困难一直在，积极因素也有	6
(8) 地方政府债务：地方债或是 19 年的优质资产	6
三、金融科技专栏：工商银行打造扶贫区块链平台	6
四、市场资金利率跟踪：地方债发行利率继续下降	7
五、行业面分析：	8
(一) 四季度基金重仓银行股数据简评：《仓位小幅下调，关注度仍高》	8
(二) 央行创设 CBS 支持永续债发行简评：《CBS 助力永续债发行，资本金压力缓解提估值》	9
六、公司面分析：	11
(一) 光大银行 2018 年业绩快报简评：《营收增速超预期，不良率保持稳定》	11
(二) 招商银行 2018 年业绩快报简评：《不良率创新低，利润增速加快》	12
(三) 无锡银行 2018 年业绩快报简评：《资产质量齐提升，负债端业务有待加强》	13
七、上市公司动态	14
八、下周需重点关注事情：	14
九、投资建议：	15

图表目录

图表 1：银行股周涨跌幅	1
图表 2：Shibor 利率 (%)	1
图表 3：银行间拆借利率 (%)	1
图表 4：国债到期收益率 (%)	1
图表 5：理财产品预期年收益率 (%)	1
图表 6：地方政府债券发行利率 (%)	1
图表 7：上周上市公司动态信息	1

一、上周行情回顾

1、板块行情

上周，银行板块上涨 2.17%，领先沪深 300 指数（0.51%）1.65 个百分点，获得较高的绝对收益和相对收益。

2、个股行情

平安银行（5.47%）、招商银行（5.24%）、宁波银行（3.09%）、南京银行（2.81%）排名靠前，上海银行（-1.06%）、江阴银行（-1.32%）、张家港行（-2.42%）排名落后。

3、每周股

上周推荐的每周股：平安银行，上涨 5.47%，持续获得较高的收益。我们推荐的理由是：存量风险显性化、零售转型成效显著。

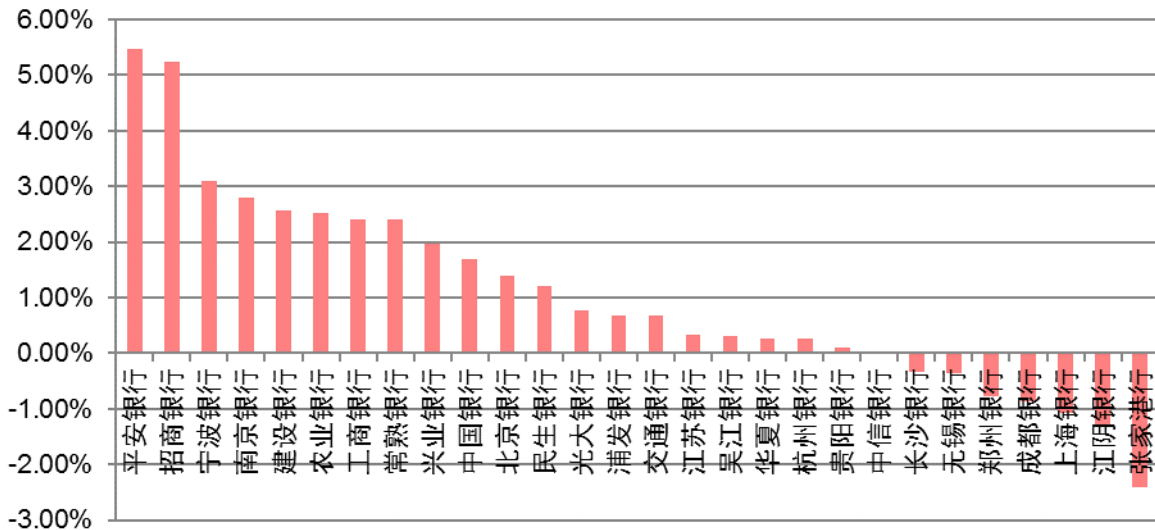
19 年重点推荐平安的原因是：其一、零售端优势持续增强，重点在：私行发展、零售存款增速回升、零售贷款占比继续提高和结构优化；其二、风险显性化加速，重点在：逾期贷款占总贷款比重下降。

一直以来我们都十分看好平安银行的零售业务转型工作，而且零售贷款占比提高到 58% 以后其将加快向零售银行 2.0 转型，加快私人银行业务的发展。目前，平安信托财富管理团队人员已经完全并入到平安银行私人银行部，后续将逐步开始高净值客户的转化，从而实现私人银行客户和股权类产品对接的私行发展路径，我们看好这块业务未来发展前景，不仅推动零售业务持续升级，同时也将为其贡献较高的负债，毕竟私人银行客户的 AUM 较高。

从公司 2018 年成果来看，平安银行主要由三大特点：一是业绩增速在逐季加快；二是资产端潜在风险下降。不良率虽然没有改善甚至有所反弹，但未来不良确认压力在大幅减少，不良贷款的偏离度在本年内成功实现低于 1 的目标；三是零售端负债恢复，零售贷款占比持续回升。零售贡献仍在加大，零售贷款和零售存款增速高达 35%，零售贷款占比也进一步上升至 57.80%。其四、轻型银行转型效果凸显，三项指标均环比继续上升，资本进一步夯实。

4、银行股周涨跌幅

图表1： 银行股周涨跌幅



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

二、本周专题： 上市银行交流总结

近期，我们与几家上市银行就 2019 年信贷规划、净息差和不良率趋势变化、小微民企信贷政策、理财子公司进展、资本补充等问题进行了交流。总结如下：

(1) 2019 年信贷规划：增速或低于去年，零售为重

某大行表示，2019 年安排的新投放规模可能要低于 2018 年，毕竟 2018 年实际投放规模也是超年初预期的，同时考虑到存款增长存在困难，因此 19 年贷款规模就要小一些。但是具体到 1 月信贷，某股份行也表示已经取得“开门红”，1 月前四周贷款增幅十分不错。

在对公、零售资产大类配置上，虽然没有规定具体的比例，但某大行仍比较看好零售市场，并且仍然会以按揭贷款为主。如果房地产市场行情不错，不排除加大按揭贷款的投放规模。某股份行表示，2019 年整体配置会维持 18 年的策略，即对公、零售新增贷款维持 1:1 的比例，对公领域将会紧跟国际政策，零售领域仍比较看好消费贷、信用卡市场。

(2) 理财子公司进展：推进速度很快

目前已经拿到经营许可牌照的某大行表示，快的话理财子公司在 2019 年 6、7 月就能够开业。主要困难在于人员的缺失，虽然内部资管部门能够转换一部分，但还有比较大的缺口，包括中后台人员。在理财子公司成立之后，资金配置仍然会以固收类、现金管理类为主，一开始权益类资产会比较少，主要由旗下其他基金子公司来做。从理财整体规模来看，2018 年由于资管新规刚推出，理财业务在年中有所停滞，居民接受度也有一点

低，但整体规模仅较年初略微上升。

某股份行也表示将争取成本第一批设立理财子公司的股份制银行，子公司的人员同样主要来自于内部，资金配置上也是更注重风险控制，以固收类和现金管理类为主。其存量非标已经不足 10%，在 2020 年之前有望大批到期。另有某股份行表示，理财子公司的成立将降低银行本身资本充足率 0.4 个百分点，由于公司在金融市场业务牌照齐全、机构客户合作基础雄厚，未来理财业务会比较有特色。

（3）小微、民企信贷政策：积极支持，但预计难大幅增加

支持小微企业、民营企业信贷融资是 2019 年监管政策的核心重点之一，各家银行也纷纷出台了支持民企的具体政策，但这些政策仍然是以定性为主，这与银行重视风险密切相关。

某大行表示，积极财政政策对改善小微、民企信贷环境可能更有效，商业银行只能在风险容忍度之内，加大对两类企业的信贷，但大幅增长存在难度。某股份行也表示，将会认真完成监管对小微、民企的明确的指标。另一股份行也表示，加大对民企的信贷也需要监管支持银行补充资本做前提，银行内部也有 FTP 考核，信贷原则上仍坚持竞争中性原则，所有制性质不会区别对待，但对客户的产品、项目、风险底线等多方面指标会有要求。

（4）净息差：不一致的观点

某大行表示 2019 年 NIM 向下的可能更大，主要是由于四季度新发放贷款收益率已经开始出现下降，投资类资产收益率更早就可是下降，而存款成本率只是上升势头的放缓。当然，2019 年高成本的存款增长可能会趋缓，这是比较好的现象。

然而，某股份行表示，2019 年 NIM 将有上升的空间，一方面是有资产负债结构上的调整，另一方面，利率下行对资产端的影响并没有那么快显现。

（5）不良率：仍有下降的可能性

在经济下行压力加大下，银行资产质量问题是抑制银行估值的重要因素。目前整个银行业不良率在 1.89%，四大行在 1.4% 左右，基本上属于较低的水平。某大行也表示，虽然上升压力要大于下降压力，但银行业已经吸取了 13 年的经营，不良率不会有大幅上升。

某股份行也表示，2019 年不良率应该还是稳定的，不排除还有下降的可能。主要是是核销力度已经比较大了，2018 年上半年公司核销贷款比较多，并且加快了不良的认定，否则账面不良率应该更高。

（6）资本补充

中行将发行永续债引起了市场广泛关注，我们也了解到另有大行在积极研究永续债的发行，但他们也表示，一些政策尚没有完全突破，还需要看看同业的情况。另外，他们也认为，在满足 TLAC 监管要求的过程中，商业银行不应该是主导因素，主要还要看央行的政策，如果大行要满足 TLAC 的监管要求，还存在缺口 5 个百分点，也就是 6000 亿左右的资本缺口，难度太大。

某股份行也表示，2018 年资本充足率大幅下降主要来自于信贷增长的超预期，2019 年公司优先股有望落地，

可以补充其他一级资本，可转债的转股价格在分红后将会下修，也有助于转股。其他资本补充计划还没有。

（7）存款增长：困难一直在，积极因素也有

整体上，2019 年存款增长可能仍然是比较困难的。但也存在几个比较好的因素：一是 2019 年流动性更加宽裕，货币供应量有望增长；二是高成本的结构存款增速将会放缓，基础性存款有望增加；三是某股份表示，从一季度存款增长来看，增速比较不错，既有对公存款也有零售存款；四是某股份行表示，2019 年激励机制也将会向核心存款倾斜。

（8）地方政府债务：地方债或是 19 年的优质资产

某大行认为，在地方政府债务中银行一直是出于比较被动的位置，特别对财政部名单中的平台公司贷款，但由于有财政对这些平台的支持力度比较大，不良率只有 0.3%。另外对于名单之外的平台贷款，银行会按照公司贷款来管理，也具有比较好的主动权。总体来看，平台类贷款总量处于稳中趋降，总量在 5000 亿左右。某股份行也表示平台类贷款一直比较少，只有几百亿，并且没有不良的发生。

在债券配置上，某大行也表示 2018 年地方债是主要配置方向，2019 年地方债很可能仍是重点，但总体投资规模可能会低一些。此外，某股份行也表示与 18 年相比，可能会更多考虑地方债。

三、金融科技专栏：工商银行打造扶贫区块链平台

随着金融科技的发展，各大商业银行开始发展区块链技术，工商银行在 2017 年就已经在贵州省政府的支持下与贵州省贵民集团联合打造了脱贫攻坚基金区块链管理平台。

此次合作主要是为了解决政府扶贫事业资金难，追溯难等问题，是业界首个服务于精准扶贫的区块链平台，这一区块链平台是通过银行金融服务链和政府扶贫资金行政审批链的跨链整合与信息互信，以区块链技术其交易可追溯、不可篡改的特点实现了扶贫资金的“透明使用”、“精准投放”和“高效管理”。

所谓“透明使用”，就是所有扶贫资金的审批流程是要区块链化的，任何一个环节都是要责任到人，从而使审批信息和实际支付信息紧密相关，由于区块链具有多方共识和数据共享的特点，所以和本次扶贫有关的各方机构，如政府部门、银行等都能够自动地进入到监管环节，从而实现整个流程的透明化，实现所谓的扶贫资金“透明使用”。

所谓的“精准投放”，就是使用区块链技术对扶贫资金是否到位进行精准化的监管，资金走向由原来的层层审批再交付的扶贫项目，经过区块链技术变成先确定资金用途再根据实际情况进行资金交付的方式，从而拒绝“大水漫灌”，实现“精准滴灌”，做到真正的精准扶贫。

所谓“高效管理”，则是要通过金融服务链和扶贫资金行政审批链的跨链合作来实现的，从而使“区块链”和“大数据”能够实现有机结合。通过“区块链”结合“大数据”，能够满足对于扶贫资金的数字化管理和把控。宏观层面上，各级政府可以实时的掌握辖区内扶贫资金的需求、动向和实际使用情况；微观层面上，相关政府部门实现了对每一个扶贫项目、每一笔扶贫资金的穿透式监管。

四、市场资金利率跟踪：地方债发行利率继续下降

上周，Shibor 利率出现小幅反弹回升。隔夜、1 周和 1 个月 Shibor 利率分别回升 18.35、0.80 和 4.20 个 BP 至 2.3620%、2.6260% 和 2.8190%；而 3 个月 Shibor 利率继续下降 1.60 个 BP 至 2.9020%。

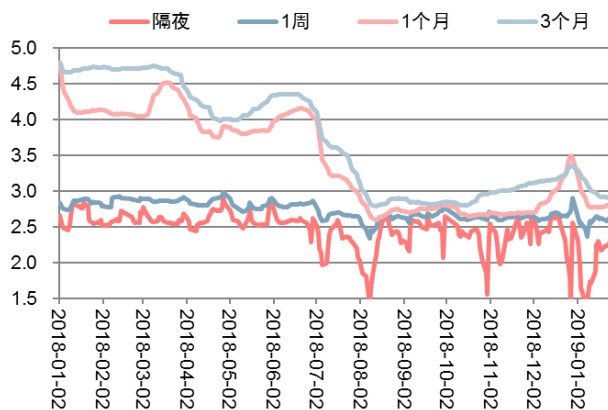
银行间同业拆借利率同样在短端出现反弹回升。1 天、7 天和 1 个月同业拆借利率分别回升 17.82、2.09 和 39.33 个 BP 至 2.4141%、3.0572% 和 3.5146%；而 6 个月同业拆借利率继续下降 4.76 个 BP 至 3.4000%。

国债到期收益率上周继续小幅波动，6 个月、5 年和 10 年期国债到期收益率分别小幅上升 1.93、1.85 和 3.59 个 BP 至 2.3837%、2.9433% 和 3.1383%；而 1 年期国债到期收益率分别下降 1.85 个 BP 至 2.4040%。

银行理财预期收益率并未出现以往年底大幅回升的情况，上上周，仅 1 周理财预期收益率上升 10.90 个 BP 至 4.1548%；而 1 个月、6 个月和 1 年理财预期收益率分别下降 1.03、2.09 和 8.28 个 BP 至 4.2773%、4.4041% 和 4.4276%。

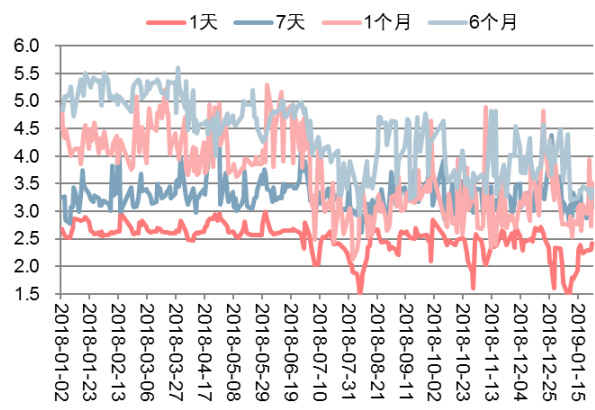
此外，上周三年期地方政府债券发行重启，最新（2019 年 01 月 25 日）发行利率在 3.12%，较年前（2018 年 12 月 24 日）低 0.19 个百分点。

图表2： Shibor 利率 (%)



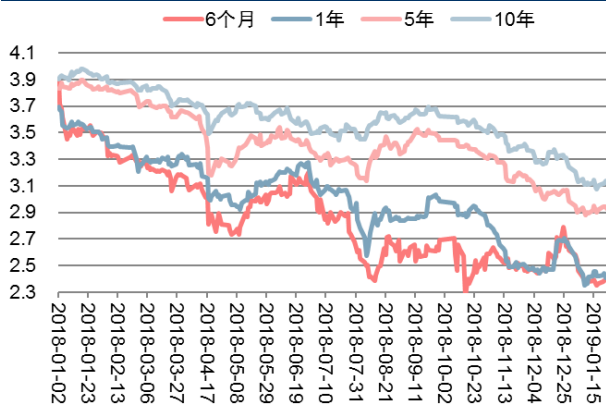
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表3： 银行间拆借利率 (%)



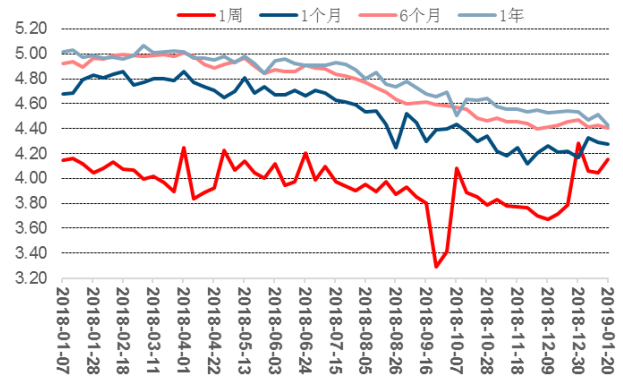
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表4： 国债到期收益率 (%)



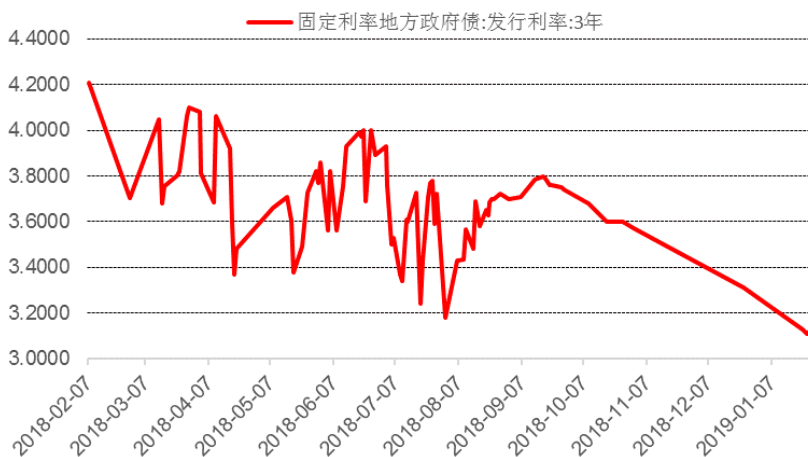
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表5： 理财产品预期年收益率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表6： 地方政府债券发行利率 (%)



资料来源: 中信建投证券研究发展部

五、行业面分析：

（一）四季度基金重仓银行股数据简评：《仓位小幅下调，关注度仍高》

事件：

截至 1 月 22 日，A 股基金四季报已经发布完毕。据此，我们统计了 2018 年四季度开放式股票型基金、偏股混合型基金的重仓股配置情况。

简评：

请参阅最后一页的重要声明

1、四季度持仓 5.78%，环比小幅下降 0.01 个百分点

截至 18 年四季度末，基金重仓股市值占其股票投资总市值比达 47.99%，较三季度下降了 1.30 个百分点，其原因一方面是权益配置整体规模缩小，另一方面是持股更加分散。

在这当中，重仓银行股市值占比为 5.78%，较三季度末仅小幅下降 0.01 个百分点，主要是受部分基金业绩兑现需求所致。总体看，2018 年基金对银行股持股呈“V”字型变化，二季度持仓 4.29%，较年初下降 0.76 个百分点，但四季度又比二季度高 1.49 个百分点，较年初高 0.73 个百分点。

2、银行股仓位调整最少，关注度仍高

与其他行业相比，四季度银行股持仓比例仍然是最高的，其次是食品饮料（5.67%）。从环比变化来看，四季度，建筑装饰、房地产等基础设施建设相关行业受关注最大，持仓比例分别环比上升 1.03 和 0.70 个百分点。

而银行板块是所有持仓比例下降最少的行业，我们认识基金对银行板块的关注度还是比较高的，在整体重仓股市值比大幅下降的情况下，银行股持仓仍要高于年初水平。

3、业绩兑现需求导致部分优质股仓位下降，低估值标的获青睐

截至四季度末，招商银行重仓持股最高，达 1.61%，其次为兴业银行，达 0.80%。然而，从环比来看，招商银行四季度仓位环比下降了 0.24%，在所有持仓银行股中环比降幅最大。此外，如建设银行、平安银行、南京银行、常熟银行等基本面较优质而估值相对较高的个股获减持幅度也较大。因此，我们推测基金公司自身业绩兑现需求可能是其减持高估值优质标的主要原因。

同时，部分低估值标的仓位有所上升。如兴业银行四季度持仓上升了 0.16%，交通银行上升了 0.12%，光大、农行也均有不同程度的上升。

4、投资建议

四季度基金对银行股持仓总体保持稳定，仅小幅下降，主要是自身收益确认所致，而非银行股基本面问题，尤其是仓位下调的个股大多是基本面有保证但估值相对高于同业的优质标的。因此我们判断在 19 年一季度，这些优质标的仓位很可能迎来回调需求。此外，低估值有拐点的标的在四季度仓位上升也表明银行股估值低，防御能力凸显是比较受市场认可的。

（二）央行创设 CBS 支持永续债发行简评：《CBS 助力永续债发行，资本金压力缓解提估值》

事件：

1 月 24 日晚，央行发布公告决定创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS），为银行发行永续债提供流动性支持。另外央行将不低于 AA 级的银行永续债纳入货币政策工具合格担保品范围。

简评：

1、政策背景：解除永续债发行障碍

2018年12月26日，央行公布称将尽快启动永续债的发行。但永续债发行实际上也有障碍：

一方面，永续债本身不是新兴债务工具，但我国从未有商业银行发行过永续债，同时永续债在清偿顺序上甚至要低于二级资本工具，因此其流动性和市场接受程度存在较大不确定性；

另一方面，永续债不能做为抵押品，流动性差，其它非银机构持有永续债成本高，发行难度大。

2、CBS 的操作方式

公开招标，到期等额换回。首先，采用固定费率数量招标的方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。其次，中标机构将合格银行发行的永续债换出给央行，并换入等额的央行票据。最后，在央行票据到期日（同互换期限到期日），央行与中标机构互相换回债券，合约终止。

利息怎么算？互换本质上是利息的互换，而此次创设的 CBS 规定永续债的利息仍归一级交易商所有，以中行二级资本债票面利率为基准，我们预计永续债利率可能会在 4.5% 左右；而 3 年期央行票据利率在 2.2%。我们预计 CBS 本身费率可能会超过 2.2%，因为通过互换，交易商持有债券流动性是增强的，相应综合收益应该有所下降。

期限如何？央行票据期限与互换期限相同，即在互换到期时央行票据也相应到期。目前央行票据期限有 3 个月、6 个月、1 年、2 年和三年。

3、对流动性的影响真的为中性吗？

央行票据互换在操作上属于“以券换券”，即在央行资产负债上资产端新增对其他存款性公司债权，从负债端新增一笔发行债券，而不影响“储备货币”科目，即没有基础货币投放，因此，从互换操作的角度对流动性的影响是中性的。

然而，互换的央行票据虽然不可用于现券买卖、买断式回购等交易，但可用于抵押，包括作为机构参与央行货币政策操作的抵押品，从而从这方面来看，由于合格抵押品规模增大了，流动性实际上会增强。此外，央行规定 AA 以上银行发行的永续债本身也可以作为 MLF、TMLF、SLF 和再贷款的合格担保品范围，同时也意味着流动性释放的能力是增强（具体流动性是否增加取决于央行货币政策工具的额度规定）。流动性增强，增加机构持有意愿，确保永续债顺利发行。

4、对商业银行的影响：提高永续债投资意愿，资本补充有望加速

CBS 的创设将提高金融机构对永续债的投资意愿。一方面，将低信用的永续债换成高信用的央行票据，将会明显增加永续债的流动性；另一方面，在互换的过程中，持有的永续债大概率将不会出表，这意味着资本计提不会因为互换而出现变化，但互换取得的央行票据可以用于抵押换取低成本负债资金，从而降低了金融机构投资永续债的机会成本。

同时，在供给端，在央行的这种政策利好之下，银行发行永续债的成本会降低，从而供给将增加，资本补充预计将加速。

此外，央行也明确永续债接受范围，将更利好大中型银行。央行可接受永续债的发行银行需满足以下条件：一是最新季度末的资本充足率不低于 8%；二是最新季度末以逾期 90 天贷款计算的不良贷款率不高于 5%；三是最近三年累计不亏损；四是最新季度末资产规模不低于 2000 亿元；五是补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。从以上几个条件来看，上市农商行将排除合格永续债范围之外。

5、投资建议：上涨有望延续

为了更好支持实体经济发展，实现宽信用的目的，政策对商业银行的支持是显而易见的，如之前为将银行负债端成本创设了 TMLF，此次又为增加银行资本补充能力而创设 CBS 来鼓励永续债发行，银行补充其它一级资本有了新的融资工具，资本金压力部分减轻，恢复银行扩张信贷的能力，业绩和估值都可修复。因此，政策助力降低银行风险，推动估值修复。

六、公司面分析：

（一）光大银行 2018 年业绩快报简评：《营收增速超预期，不良率保持稳定》

事件：

1 月 21 日，光大银行发布 2018 年业绩快报，其中营业收入同比增长 20.03%，归母净利润同比增长 6.7%。

点评：

1、营收增速超 20%，但拨备计提力度加大影响利润

2018 年全年，公司实现营业收入 1102.44 亿元，同比增长 20.03%，为近三年来最高水平；实现归母净利润 336.59 亿元，同比增长 6.7%。从四季度单季来看，营收同比增长 25.28%，较三季度下降 4.40 个百分点；归母净利润同比下降 3.48%，较三季度下降 17.51 个百分点。营收与利润之间增速的较大反差主要因为公司在四季度计提了较多的拨备，风险抵御能力实际在增强。

盈利能力有所下降。2018 年加权平均 ROE 为 11.55%，较去年同期下降 1.20 个百分点；EPS 为 0.61 元/股，较去年减少 0.03 元；BVPS 为 5.55 元/股，较去年同期增加 0.31 元。

2、资产规模平稳增长，资产质量总体可控

截至 2018 年末，公司总资产达 4.36 万亿元，比上年末增长 6.59%。资产规模增长稳定，但增速明显小于营收增速，主要是因为 18 年公司 NIM 较去年有了较大幅度的提升。

截至 2018 年末，公司不良贷款率为 1.59%，与上年末基本持平，但比三季度末略高 1 个 BP。资产质量总体可控，仍处于股份行优秀水平，并且在公司加大拨备计提之后，抵御 19 年可能面临的信用风险能力较强。

（二）招商银行 2018 年业绩快报简评：《不良率创新低，利润增速加快》

事件：

1月23日晚，招商银行发布2018年年度业绩快报，其中营收同比增长12.57%，归母净利润同比增长14.84%。

简评：

1、归母净利润同比增 14.85%，ROE 继续提高

2018 年全年，公司实现营业收入 2486.56 亿元，同比增长 12.57%；实现归母净利润 805.60 亿元，同比增长 14.84%。从四季度单季来看，营收同比增长 9.50%，较三季度下降 7.55 个百分点；归母净利润同比增长 16.17%，较三季度继续上升 0.43 个百分点。

盈利能力仍小幅上升。2018 年加权平均 ROE 为 16.57%，较去年同期提高 0.03 个百分点，预计仍然是老 16 家上市银行最高值，高 ROE 的估值溢价在巩固；EPS 为 3.13 元/股，较去年增加 12.59%；BVPS 为 20.07 元/股，较去年同期增加 13.45%。

2、利息收入环比增速加快，而非息收入增速明显放缓

全年实现利息收入 1603.84 亿元，同比增长 10.72%；非息收入 882.72 亿元，同比增速 16.08%。单季度来看，利息收入同比增 13.20%，增速快于三季度 0.95 个百分点，从而我们预计四季度 NIM 将是稳定或有小幅上升。

而非息收入四季度同比仅同比增长 1.67%，较三季度环比下降 25.93 个百分点，或是四季度营收增速放缓的主要来源。

3、不良率大幅下降 25 个 BP，创近三年新低

截至 2018 年末，公司不良贷款率为 1.36%，较去年末大幅下降 25 个 BP，同时比三季度末还要低 6 个 BP。公司资产质量一直是股份行最优水平，从上半年公司不良率大幅下降 18 个 BP 之后，三季度仅下降 1 个 BP，而四季度又环比下降 6 个 BP 超出了市场预期。此外，1.36% 的不良水平也是公司自 2015 年以来最低的水平。

预计拨备覆盖率环比仍有小幅上升。公司四季度单季利润增速加快，而营收增速放缓，这意味着季度单季拨备计提力度并不大。然而由于不良率超预期下降并且幅度较大，因而拨备覆盖率预计还是有小幅上升。

4、贷款占比上升，但四季度贷款总额环比下降

截至 2018 年末，公司总资产达 6.75 万亿元，比年初增长 7.12%。其中贷款总额增速达 10.32%，因而贷款占总资产的比重较年初上升 1.69 个百分点至 58.30%。从单季度来看，四季度公司贷款总额环比减少了 205.21 亿元。

此外，公司总负债达 6.20 万亿元，较年初增长 6.67%。其中存款增速达 8.28%，超过总负债增速。

（三）无锡银行 2018 年业绩快报简评：《资产质量齐提升，负债端业务有待加强》

事件：

1 月 24 日，无锡银行发布 2018 年年度业绩快报，其中营收同比增长 12.00%，归母净利润同比增长 9.85%。

简评：

1、营收同比增 12.90%，归母净利润增长 9.85%

2018 年全年，公司实现营业收入 31.93 亿元，同比增长 12.00%；实现归母净利润 10.93 亿元，同比增长 9.85%。2018 年第四季度，营收较去年同比增长 12.90%，较上季度环比下降 0.6 个百分点；归母净利润同比增长 3.10%，较上季度环比下降 18.75 个百分点。

2018 年加权平均 ROE 为 10.65%，较去年同期下降 0.39 个百分点；EPS 为 0.59 元/股，较去年增加 9.26%；BVPS 为 5.87 元/股，较去年同期增加 17.17%。

2、利息净收入四季度负增长，非息收入提高

全年实现利息净收入 29.90 亿元，同比增长 11.35%；非息收入 2.02 亿元，同比增速 21.85%。

单季度来看，利息净收入第四季度同比增长 4.06%，但环比降低 2.00 个百分点；而非息收入四季度实现 0.48 亿元，去年同期为负，环比大幅提高 28.49 个百分点，扭转了第二季度以来的下降趋势；但整体来看，由于第四季度利息净收入的下降，非息收入提高未能逆转第三季度以来的营收负增长。

3、不良率稳步下降 12BP，不良控制能力提高

截至 2018 年末，公司不良贷款率为 1.26%，较去年末大幅下降 12 个 BP。公司资产质量稳步提升，上半年不良率下降 5 个 BP，下半年下降 7 个 BP，其中第四季度下降 2 个 BP。公司对不良的控制能力较前两年度有所提高。

预计拨备覆盖率环比增速提高。公司四季度单季营收环比略微下降，但利润下降明显，即使剔除管理费用上升较多的影响，预计其拨备计提力度也有所加大。同时由于不良率的稳步下降，预计拨备覆盖率增速将提高。

4、贷款占比有所上升，负债端业务有待加强

截至 2018 年末，公司总资产达 1543.48 亿元，比年初增长 12.56%。其中贷款和垫款总额增速达 13.74%，较去年大幅提高 3.94%，贷款占总资产的比重较年初上升 0.49 个百分点至 47.39%。从单季度来看，四季度公司贷款总额环比提升了 16.91 亿元。

此外，公司总负债达 1434.15 亿元，较年初增长 12.24%。其中存款全年增速 8.40%，与去年同比下降 3.51 个百分点。单季度存款环比提升 0.38 个百分点，较前两季度下降明显。与 2016 年来贷款增速的持续提升相比，

存款增速出现回落，说明公司负债业务有待加强。

七、上市公司动态

图表7： 上周上市公司动态信息

公司	内容
农业银行	➢ 引导金融资源向生态环保产业倾斜，已初步建立起涵盖绿色信贷、绿色投行、绿色“三农”、绿色租赁等领域的多元化产品和服务体系
建设银行	➢ 首获“全球贸易金融最具创新力银行”大奖，是唯一获此大奖的中资银行
招商银行	➢ 业绩快报显示，2018年总资产6.30万亿元，超越兴业银行；实现营业收入2487亿元，同比增长12.6%；归属于公司股东的净利润806亿元，同比增长14.8%；不良贷款率1.36%，较期初下降25个bp。
光大银行	➢ 业绩快报显示，2018年实现营业收入1102亿元，同比增长20.0%；利润总额408.52亿元，同比增长0.51%；归母净利润337亿元，同比增长6.7%；不良率1.59%，环比持平，较四季度上行1个bp。 ➢ 葛海蛟已获准担任执行董事及行长职位；2019年工作：推动一流财富管理银行建设再上新台阶。
平安银行	➢ 发布2019年地产金融白皮书《房地产业转型、升级与创新》，是其联手住建部政策研究中心连续第六年发布。
江苏银行	➢ 业绩快报显示，2018年营业收入为352.24亿元，较上年同期增长4.09%；归属于上市公司股东的净利润为130.65亿元，较上年同期增长10.02%；基本每股收益为1.04元，上年同期1.03元。
上海银行	➢ 业绩快报显示，2018年度营业收入438.88亿元，同比增长32.49%；净利润180.34亿元，同比增长17.65%；基本每股收益1.56元。
贵阳银行	➢ 发行不超45亿元二级资本债券获准。
长沙银行	➢ 业绩快报显示，2018年实现营业收入139.41亿元，同比增长14.95%；归属于上市公司股东的净利润44.79亿元，较上年同期增长13.94%；不良贷款率1.29%，环比上升5个bp。
无锡银行	➢ 业绩快报显示，2018年总资产6.30万亿元，超越兴业银行；实现营业收入2487亿元，同比增长12.6%；归属于公司股东的净利润806亿元，同比增长14.8%；不良贷款率1.36%，较期初下降25个bp。
江阴银行	➢ 业绩快报显示，2018年实现营业收入31.86亿元，同比增长27.08%；归属于公司股东的净利润8.57亿元，同比增长6.06%；不良贷款率2.15%，较期初下降24个bp；各项贷款总额629.86亿元，较年初增长12.77%，各项存款总额847.58亿元，较年初增长6.87%。

资料来源：中信建投证券研究发展部

八、下周需重点关注事情：

- 1、央行全面降准后，分支机构实施的情况；
- 2、银行理财子公司的最新进展；
- 3、银行理财子公司在净资本和流动性管理等相关配套制度的出台；
- 4、地方政府专项债发行的进展；
- 5、民营企业融资方式的变化和民营企业融资风险的化解；

请参阅最后一页的重要声明

九、投资建议：

1、本周对银行股的观点：看好，上涨有望延续。19年PB仍在0.7倍以下，政策助力，估值修复。

主要原因有三：

其一、估值低。19年的PB仍在0.7倍附近，安全边际极高。全面降准资金释放助力业绩修复；本月公布了几家银行18年业绩快报，其共同特点是四季度不良率均在下降，拨备计提力度也都有明显的加大，表明19年银行抵御经济下行压力的能力实际上在增强。此外，无论是营收还是利润增速均较17年大幅回升，业绩支持估值修复。这背后的原因是去年4Q银行信贷投放超预期，17年4Q新增贷款2.3万亿，在监管的要求下18年同期新增2.6万亿，同比增13%；同期行业NIM回升，从而4Q银行业业绩超预期。这是业绩快报超预期的核心原因，也是1月行情向上的主要驱动力。

其二、年初信贷超预期。预计1月新增贷款3万亿以上。

其三、无风险利率下降，抬升估值。尽管19年不良率会回升，风险溢价抬高，但无风险利率下行幅度会超过风险溢价抬升，贴现率下降，银行股估值修复。

上周银行股获得了较大的绝对收益和相对收益。主要受央行创设CBS支持永续债发行，银行资本金压力缓解提升估值。同时，也表明为支持实体经济，政策对银行的支持是全面性的，印证了我们“政策助力，估值修复”的逻辑。此外，上周全面降准资金已经释放完毕，流动性充裕，降低负债成本，助力低成本资金流向实体，经济下行风险有望降低。

另外，招行业绩快报也是催化剂。上周招行公布业绩快报，净利增15%，不良率环比降6个bp达1.36%。招行净利增速没有被窗口指导。我们对去年12月窗口指导有了新认识。从行业看，19年不良率回升，资产质量压力加大，银行需18年加大拨备计提少放业绩；但从各家行看，如果预计19年资产质量压力大，从而18年多提拨备少放业绩，比如：光大、兴业、上海；等，但是如果预计19年不良率仍会下降，从而正常释放业绩，无需多提拨备，比如：招行。

CBS赋予永续债抵押品属性，便于发行，资本金压力缓解提估值。通过“以券换券”的方式，免费赋予永续债抵押品属性，央行从需求端提高了永续债的流动能力，同时将永续债纳入货币政策工具的担保品的范围，大幅提高了商业银行和其他金融机构投资永续债的意愿。目前，中行400亿永续债已经发行成功，全场认购倍数超2倍，票面利率4.5%，超基准债券利率157个BP，吸引了境内外140多家投资者。我们认为，中行的永续债仅仅是一个开始，后续还会有其他银行参与永续债的发行，不仅包括大行，也包括浦发银行、盛京银行、哈尔滨银行、等中小银行。从而银行资本金压力在政策助力下大幅缓解，约束估值的枷锁有望打开。

仓位小幅下调，关注度仍高。上周全部基金四季度末持仓数据公布完毕。截至四季度末，重仓股仓位达47.99%，环比下降1.30个百分点，但银行股仓位达5.78%，仅环比下降0.01个百分点。与其他行业相比，银行股仓位调整也是最少的，关注度仍然较高。个股中，如招行、平安、常熟等优质股由于基金业绩兑现所致，减仓较多，预计在19年一季度很可能会回调。此外，兴业、光大等低估值仓位在四季度末有所上升，防御能力凸显。低仓位也是银行股又一个亮点。

本周专题：上市公司交流总结。上周，我们与部分上市银行进行了交流，主要得到以下信息：

其一、2019 年新增信贷规模可能低于 18 年，但 1 月份无论是存款和贷款增长均较高；其二、19 年净息差不需要过度担心，新增对公贷款或已下降，但零售贷款还没有，同时高成本结构性存款增速将会明显放缓，结构上降低负债成本；其三、19 年不良率仍有下降的可能性和空间，主要取决于 19 年核销出清力度，即便不良上升也不会出现大幅度上升。其四、理财子公司的推进速度可能较快，预计 19 年年中就可能开业；其五、银行对民企小微信贷是积极态度的，但本身也更注重风控，因此民企小微贷款不会盲目增长；其六、在资产配置上，19 年地方债、零售或是相对更优质资产。

从国际比较来看，国内银行股估值已处于低位，银行业 ROE 基本保存稳定。我们的测算显示：19 年行业 ROE 合理中枢为 14% 左右，随着政策逐步托底经济，对经济增长的预期会有改善；同时随着政策开始化解地方政府债务风险，银行股对应的风险溢价将逐步降低，对应的 PB 将逐步修复。目前老 16 家上市银行 18/19 年 PB 只有 0.78/0.70 倍，估值优势显著。

2、每周一股：平安银行（存量风险下降，私行发展带动零售优势持续增强，估值低）

3、中长期重点推荐：优质银行股、招行、平安、浦发、上海、常熟、民生。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名。

方才：南开大学金融学博士，2017 年加入中信建投研究发展部。2018 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名

研究助理

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859