



银行业

中性（下调）

市场数据（2019-08-21）

行业指数涨幅

近一周	-0.52%
近一月	-2.82%
近三月	-1.07%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
招商银行	600036.SH	推荐
平安银行	000001.SZ	推荐
常熟银行	601128.SH	推荐
建设银行	601939.SH	推荐

行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

黄超

执业证书编号：S0070518020001

电话：010-83991714

邮箱：huangchao@grzq.com

联系人

陈佳

电话：010-83991784

邮箱：chenjia@grzq.com

相关报告

LPR 改革，银行下半年关注净息差、资产质量

——银行业点评报告

投资要点

- **投资逻辑转变：已由政策宽松推动的规模扩张转向业务资源分配及风险定价能力。**我们认为银行业规模化扩张的时代已趋于尾声，行业内部将更趋分化，未来要更加看重银行的资产端资源分配、负债端结构、风险定价能力及资产质量控制能力。
- **下半年基本面预判：营收增速下行，资产质量承压，加速行业分化。**预计银行今年中报营收略有放缓，虽然利润仍可通过拨备的平滑，保持一定的增速，但基本上仍呈现下行趋势：一方面是规模扩张放缓，净息差缩窄，导致利息收入增速下行；另一方面资产质量面临下行压力。总的来看，行业内部分化，部分中小银行同业压缩加剧，影响业绩和估值。
- **投资机会：以中收占比、资产质量和零售占比为导向。**银行业在 29 个一级行业对比中业绩更稳定、估值更具吸引力，防御配置型凸出，震荡市中继续看好。具体选股上，我们坚持优选中间收入和零售占比高、不良率低的银行，经营更稳定更具效率的银行有望能穿越牛熊。
- **投资建议：建议关注招行、平安、常熟和建行。**
- **风险因素：经济下行导致银行资产质量恶化，政策改革净息差收窄。**

1.1 投资逻辑已由政策宽松转向业务资源分配及定价能力

以前，银行板块的交易机会多来自于政策的宽松。自 2010 年以来，宏观经济长期下行，增长主要依赖地产和基建投资的拉动，在国内间接融资为主的金融体系下就会带来银行业资产负债表的同步扩张，因此彼时投资机会主要是把握政策转宽的时点。

但随着近两年国家宏观调控思路调整，政策刺激力度减弱，一方面要减小对地产和基建的依赖，另一方面通过资管新规、去杠杆加强监管推动银行表外资产回归表内，今年又开启金融供给侧结构性改革，着重于疏通信用传导和调整信贷结构，LPR 的改革继续推进利率市场化，利于传统商业银行业务扩张的非市场化的利率环境不复存在，包商事件更是为中小银行的同业扩张模式敲响了警钟。

我们认为银行业规模化扩张的时代已趋于尾声，行业内部将更趋分化，未来要更加看重银行的资产端资源分配、负债端结构、风险定价能力及资产质量控制能力。

1.2 下半年基本面预判：营收增速下行，资产质量承压

预计银行今年中报营收略有放缓，虽然利润仍可通过拨备的平滑，保持一定的增速，但基本上仍呈现下行趋势：

一方面是规模扩张放缓，净息差缩窄，导致利息收入增速下行；

从量上分析：我们预计下半年银行资产负债规模增速较一季度将小幅下降。主要因为实体经济贷款需求偏弱，金融同业“刚兑预期”被打破，那些通过同业负债支撑资产扩张的中小银行，规模扩张难度加大。

从价上分析：

资产收益率：贷款供给量增加，但企业信贷需求疲软，同时监管仍将延续对民营、小微的政策支持，将导致资产端收益率的下行。同时在 LPR 机制完善后，前期银行间市场利率的下行会逐步的传导贷款端，尤其是在未来的 1-2 个季度内，而这势必会影响银行资产端的收益率，但影响程度可能存在分化：对于大行的影响小于中小行，因为大行中长期贷款占比较高，会在时间上推迟 LPR 贷款利率的应用，而且大行贷款定价本就偏低，下降空间有限，收入反应相对缓和。

负债成本率：负债端也存在分化，大型银行由于存款占比较高，负债端结构调整与成本管理的压力相对较小，但另一方面，包商事件后，随着金融供给侧改革推进，信用分层，部分中小银行同业负债面临“量缩价升”的困境，将推升一般存款需求与集中度，存款基础薄弱、同业负债占比高的中小银行将面临的压力相对较大。总体而言，下半年银行业整体净息差水平将收窄。

基于上述对规模和净息差的判断，我们判断下半年利息收入增速将低于上半年。但是从板块内部来看，正如前述，还是存在一定的分化，大行优于中小行。

另一方面资产质量面临下行压力：

目前我国经济增长下行压力加大，长期积累的风险逐步暴露，中美贸易战一定程度上增加了外部风险和下行压力，叠加杠杆高位，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度。银行景气度下行趋势的核心矛盾便在于资产质量。好在近几个季度拨备计提的力度较大，新增计提的压力上升有所缓解。

总的来看，行业内部分化，部分中小银行同业压缩加剧，影响业绩和估值。

1.3 投资机会：以中收占比、资产质量和零售占比为导向

银行业在 29 个一级行业对比中业绩更稳定、估值更具吸引力，防御配置型凸出，震荡市中继续看好。

具体选股上，我们坚持优选中间收入和零售占比高、不良率低的银行，经营更稳定更具效率的银行有望能穿越牛熊。

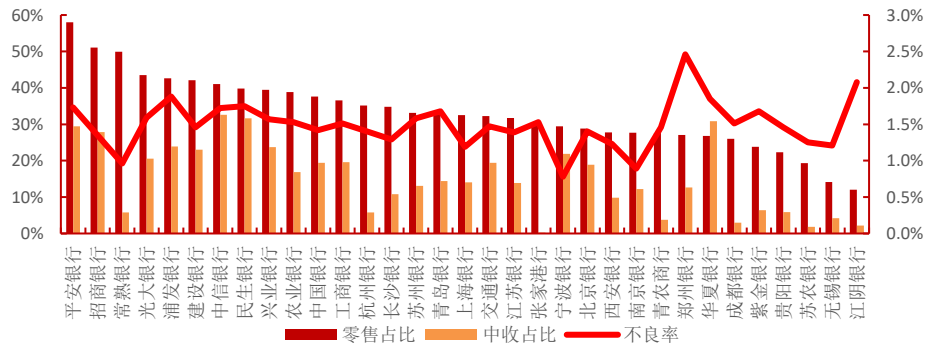
首先，选择中收占比较高的银行：如果说下半年利息收入对营收增长的贡献会明显减弱，那中间业务收入将会是支撑起业绩增长的重要力量，因此，我们认为中间业务收入占比较高的商业银行在本年保持业绩稳定增长的能力更强。

其次，选择质量优质的银行：基于对下半年经济增速下行，资产质量承压的预期，我们在选股时要考虑不良率，选取资产质量优质的银行。

最后，重中之重，选择零售占比较高的银行：资产端资源分配是息差分化的主要原因之一，零售业务其收益率相较于对公贷款要更加稳定，综合回报率更高，而且一般零售贷款利率敏感度较低，所以 LPR 下行对其影响相对较小，更有助于银行的 NIM 稳定。同时零售业务资本占用率低，在资产规模扩张受限的情况下，发展零售业务更具优势；而且零售业务风险占用更低、资产质量更优以及对于非息收入有更强的拉动能力，这些特质正是我们分析下半年行业发展环境中所亟需的。因此，在下半年净息差收窄、利息收入增速下行、资产规模增速下降和资产质量承压的预期下，零售占比较高的银行无疑是较为优质的选择。

最终，我们筛选出零售占比高、资产质量优质以及中收占比较为突出的银行，股份行中的招商和平安，农商行中的常熟，大行中的建行。

图 9：行业整体净利同比归因分析（单位：%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.4 投资建议：建议关注招行、平安、常熟和建行

招商银行：行业零售龙头，盈利能力突出。招行的零售布局存在先发优势，在信用卡、财富管理领域已经积累了明显的优势，短期内难以被赶超；信用卡市场份额创下新高，达到 12.3%；财富管理无论是 AUM 总量还是人均 AUM 招行都是业内第一。零售业务贡献持续加大，零售条线税前利润占比达到 57%。其零售特性使得招商银行兼具盈利稳定性和资本节约性，目前 ROE 水平位于行业前列。零售的特性也推动其资产质量稳中趋好，不良率为上市国有银行和股份行中最低。不良贷款率已连续 9 个季度下降；为上市国有银行和股份行中最低，拨备覆盖率也领跑股份行；稳健的资产质量及坚实的风险抵御能力赋予充足的利润反哺空间。我们认为招行稳健审慎的经营风格，零售领域优势的不断巩固以及金融科技投入成效的逐步显现，使其在经济下行期风险防御能力强于同业。

平安银行：零售业务出色，定价能力较强。平安银行依托集团资源优势，零售转型成效显现，零售板块带来的收入和税前利润贡献度已过半。同时随着公司对公业务调整逐步，存量资产质量包袱减轻，基本面改善明显，业绩表现持续向好。19 年中报靓丽超预期，贷款端在维持高收益的基础上实现了风险可控，存款端在对公做精、零售做大财富管理后成本首次出现拐点，未来成长仍旧可期。公司已于年初完成可转债发行，下半年即将进入转股期，目前公司股价已接近于触发强制赎回的转股价格，对估值形成一定支撑。

常熟银行：精耕小微客群，零售保障息差行业领先；审慎经营保持资产质量优异。作为一家以小微业务为特色的农商行，公司息差水平领先同业，且逐步探索出一条独具特色的小微业务风控模式，资产质量保持优异。因此高 NIM、低不良率的小微信贷模式支撑其扩张及保持零售端优势。在当前国家大力倡导扶持小微企业发展，推动乡村振兴战略的背景下，常熟银行小微业务经营模式有助于其在未来分享更多的发展政策红利，公司基本面在上市农商行中较优。

建设银行：负债端稳定、拨备充足、风控体系完善的大型银行。作为国有大行，建行具备负债端成本优势，资金来源稳定且成本较低。低成本及成本结构能更好地应对金融市场波动，相信为目前较低市场风险偏好下较好的选择。综合化布局领先同业，大型客户和政府资源丰富，在信贷投放方面具备更好的

灵活度，更易获得低风险优质资产。公司整体盈利能力强，2019Q1 净利润增速以及 ROE 水平均居四大行首位。另外，目前估值较低，具备较高的股息率。

仅供签约客户使用，请勿转发

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；

推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；

谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

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。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。