

证券研究报告

2020年04月10日

行业报告 | 行业专题研究

银行

6大行19年报综述：业绩较好，或催化估值修复

作者：

分析师 廖志明 SAC执业证书编号：S1110517070001

分析师 朱于旼 SAC执业证书编号：S1110518090006



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

营收增速平稳，盈利增速微升

- 整体营收增速平稳，盈利增速微升。6大行19年整体营收YoY +7.9%，与18年相同。6大行19年整体归母净利润增速5.2%，较18年上升0.3个百分点。剔除新加入的邮储银行，5大行盈利增速为近5年最好成绩。
- 未来盈利增速或小幅承压。考虑到经济下行压力，资产质量预计平稳但难以明显改善，净息差下行压力较大，未来1年盈利增速预计小幅回落。

资产扩张稳健，净息差下行压力较大

- 资产增长较快。2019年6大行整体贷款增速10.1%，相比18年提升0.9个百分点；6大行总资产规模增速8.3%，较18年提升1.7个百分点；资产端贷款占比整体上升0.92个百分点。存款增速回落。存款19年整体增速6.4%，较18年末下降1.6个百分点；存款占比也下降1个百分点；此外，同业负债占比较18年末提升。
- 净息差下行。6大行19年平均净息差2.10%，较18年下降7BP，下降较多。市场利率大降对资产收益率的影响已体现，逆周期调节政策令市场利率继续下降，预计资产收益率仍将小幅下行，大行净息差仍将小幅收窄。

资产质量改善，拨备较充足

- 资产质量稳中向好，拨备较充足。19年末6大行平均不良贷款率1.33%，较年初下降6BP。截至19年末，建行、中行、农行逾期/不良已低于100%，不良认定趋严。19年6大行拨贷比达较高，风险抵御能力较强。大行中农行拨贷比（4.06%）最高，邮储银行拨备覆盖率（389%）为大行最高。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量显著恶化；贷款利率大幅下行；新冠疫情持续扩散等。

目录

- 1、 营收增速平稳， 盈利增速提升
- 2、 资产规模扩张稳健， 存款增速回落
- 3、 净息差下行压力较大
- 4、 非息收入改善， 成本收入比平稳
- 5、 资产质量向好， 不良担忧不大
- 6、 投资建议： 年报催化及经济刺激， 或支撑大行估值修复

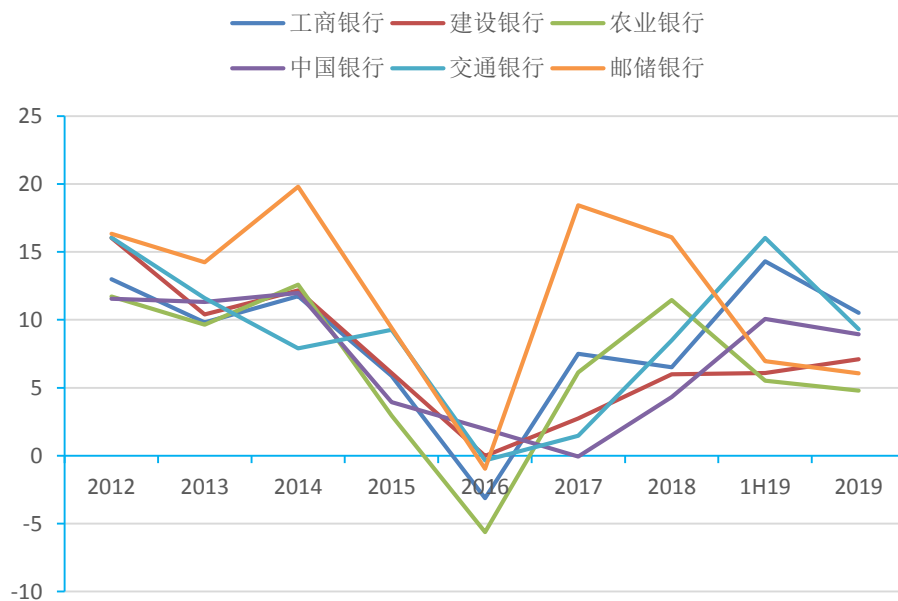
1 营收增速平稳，盈利增速提升

1、营收增速平稳，盈利增速提升

1.1 大行营收增速平稳，盈利增速提升

- **19年大行整体营收增速较18年持平。** 6大行整体营收YoY +7.9%，与18年相同；19年农行/邮储营收增速较18年下降6.67/10.01 pct，工行/建行/中行/交行营收增速分别为10.5%/7.1%/8.9%/9.3%，分别较18年提升4.01/1.1/4.63/0.83 pct。
- **19年大行（除交行外）净息差收窄，利息净收入增速下行，使得营收增速小幅下行。**

图1：大行19年营收增速较18年下行（%）



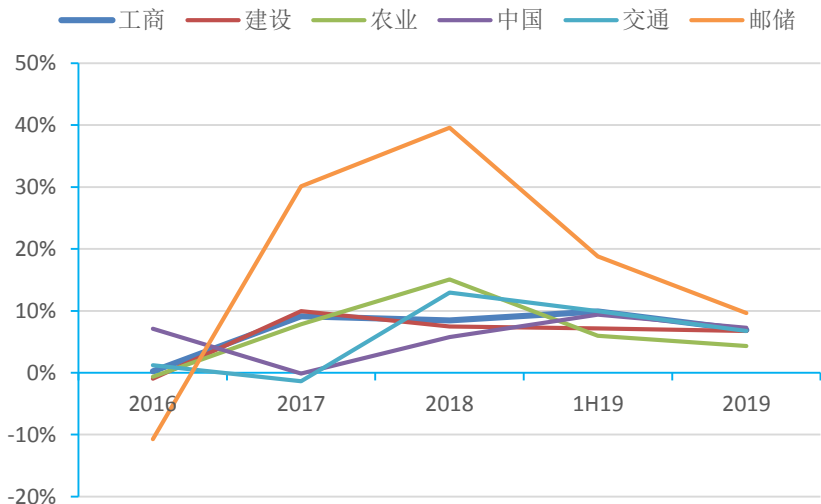
资料来源：WIND，天风证券研究所

1、营收增速平稳，盈利增速提升

1.1 大行营收增速平稳，盈利增速提升

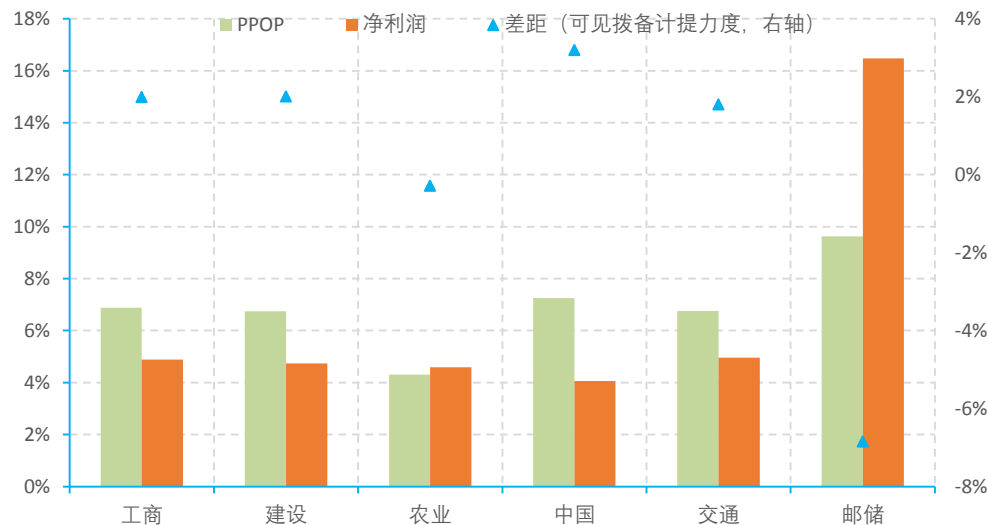
- **拨备前利润增速回落。** 6大行19年拨备前利润增速除中行外较18年均有所回落，邮储、农行、交行分别回落29.96/10.78/6.18 pct。**拨备计提力度较大。** 2019年除农行和邮储，其余大行拨备计提力度均较大。显示大行在业绩较好时期主动加大拨备计提力度，以丰补歉，平滑盈利波动。
- 多计提的减值准备可能以非信贷资产或以公允价值计量的贷款减值准备的形式，也可能用于核销，未必体现在拨贷比上。

图2：大行19年PPOP增速回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

图3：除邮储外拨备前利润增速显著高于净利润增速



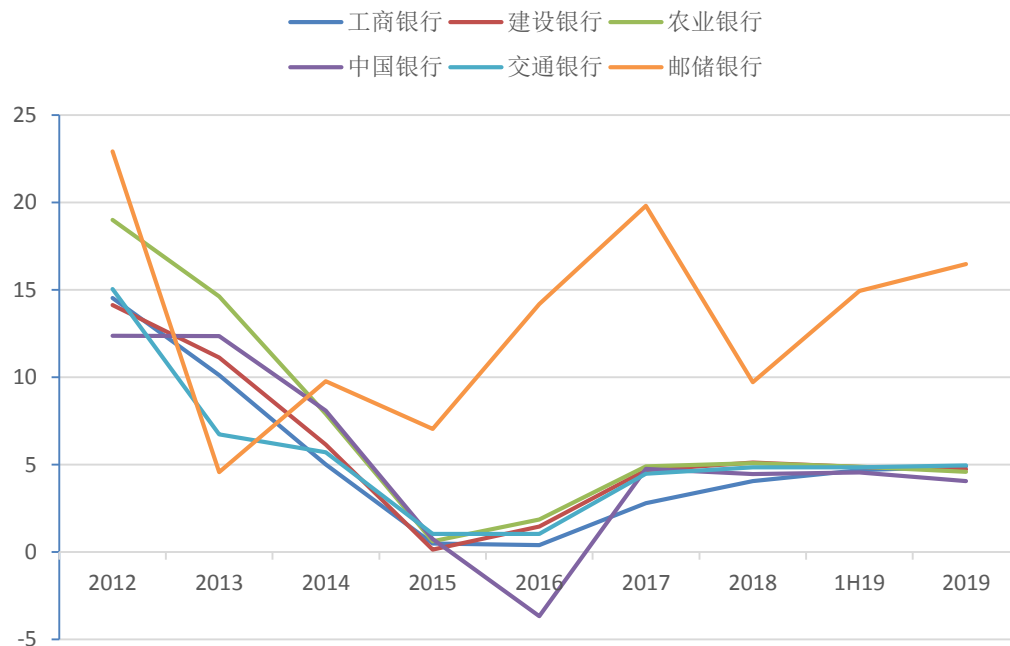
资料来源：WIND，天风证券研究所

1、营收增速平稳，盈利增速提升

1.1 大行营收增速平稳，盈利增速提升

- 6大行19年整体归母净利润增速5.2%，较18年上升0.3个百分点。建行/农行/中行19年归母净利润增速分别较18年下降0.37/0.5/0.39 pct，工行/交行/邮储分别上升0.83/0.11/6.77 pct。

图4：大行19年归母净利润平均增速同比提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

1、盈利增速提升——杜邦分解

1.2 19年ROE杜邦分析-建行ROE领先

- **建行ROE领先。** 建行、邮储及工行营收能力较强，利息净收入（息差）好于平均；交行国债、地方债投资带来的所得税优惠较多，负贡献仅-0.10 pct；邮储深耕县域，净利息收入贡献最高为2.43 pct，所得税负贡献仅-0.03 pct，但中收贡献仅0.17 pct，低于其他大行。19年大行中建行ROE最高为13.18%，其次是邮储13.10%、工行13.05%。

图5：大行2019盈利杜邦拆解

| 2019杜邦分解 | 工商 | 建设 | 农业 | 中国 | 交通 | 邮储 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2.96% | 2.90% | 2.64% | 2.49% | 2.39% | 2.81% |
| 净利息收入 | 2.10% | 2.10% | 2.05% | 1.70% | 1.48% | 2.43% |
| 净手续费收入 | 0.54% | 0.56% | 0.37% | 0.41% | 0.45% | 0.17% |
| 其他非息收入 | 0.32% | 0.24% | 0.23% | 0.39% | 0.46% | 0.20% |
| 营业支出 | -1.61% | -1.56% | -1.52% | -1.36% | -1.49% | -2.17% |
| 营业税金及附加 | -0.03% | -0.03% | -0.02% | -0.02% | -0.03% | -0.02% |
| 管理费用 | -0.69% | -0.74% | -0.81% | -0.70% | -0.68% | -1.59% |
| 拨备前利润 | 1.97% | 2.01% | 1.71% | 1.60% | 1.44% | 1.21% |
| 资产减值损失 | -0.62% | -0.67% | -0.58% | -0.46% | -0.53% | -0.56% |
| 税前利润 | 1.36% | 1.34% | 1.12% | 1.14% | 0.91% | 0.65% |
| 所得税 | -0.27% | -0.24% | -0.23% | -0.22% | -0.10% | -0.03% |
| 净利润 | 1.08% | 1.11% | 0.90% | 0.92% | 0.80% | 0.62% |
| ROAA | 1.08% | 1.11% | 0.90% | 0.92% | 0.80% | 0.62% |
| 权益乘数 | 12.04 | 11.91 | 13.86 | 12.49 | 13.94 | 21.18 |
| ROE(加权)披露值 | 13.05% | 13.18% | 12.43% | 11.45% | 11.20% | 13.10% |

资料来源：WIND，天风证券研究所

A young man with dark hair and black-rimmed glasses is smiling warmly at the camera. He is wearing a dark suit jacket, a white shirt, and a blue patterned tie. The background is a blurred office or business environment with other people and warm lighting. A semi-transparent orange banner is overlaid across the middle of the image, containing the section header.

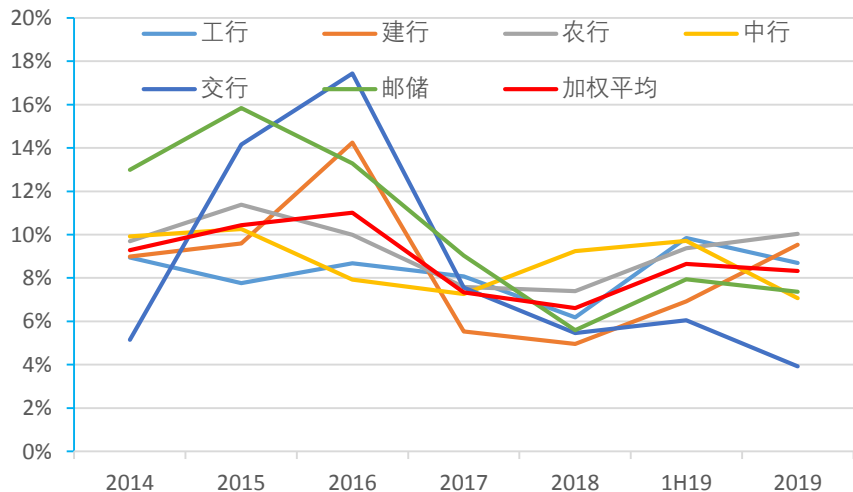
2 资产规模扩张稳健，存款增速回落

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

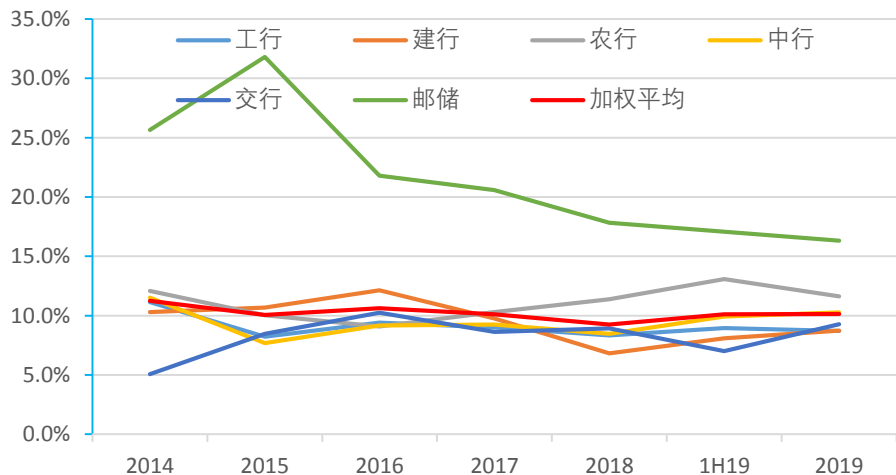
- **资产规模增速显著回升。**19年6大行资产规模增速8.3%，相比18年提升1.7个百分点。中行、交行增速较18年略有回落，其余大行增速均提升明显。其中建行19年末资产增速较18年末提升4.6 pct，为大行中增幅最高；农行19年资产规模增速在大行中最高，达10.0%。
- **贷款增长较快。**19年6大行贷款增速10.1%，相比18年提升0.9个百分点，增长较快。除邮储外其余大行贷款增速均较18年小幅提升，其中建行贷款增速较18年提升1.9 pct，为大行最高；邮储19年贷款增速在6大行中最高为16.3%。

图6：大行资产规模增速显著回升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图7：大行贷款增速较高



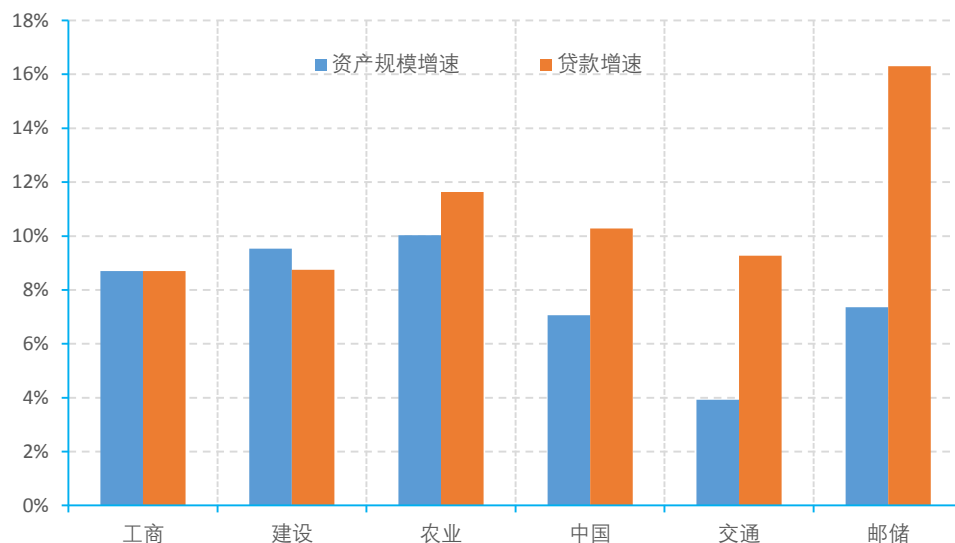
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

- **贷款增速大多高于资产规模增速。**受同业严监管及服务实体经济的严监管之下，银行普遍压降同业资产占比，提升信贷投放力度。2019年多数大行贷款增速明显高于总资产增速，邮储、交行、中行、农行19年贷款增速较资产增速分别高8.9/5.3/3.2/1.6 pct，工行持平，建行贷款增速较总资产增速低0.8 pct。

图8：大行2018年及2019新增贷款情况（亿元）



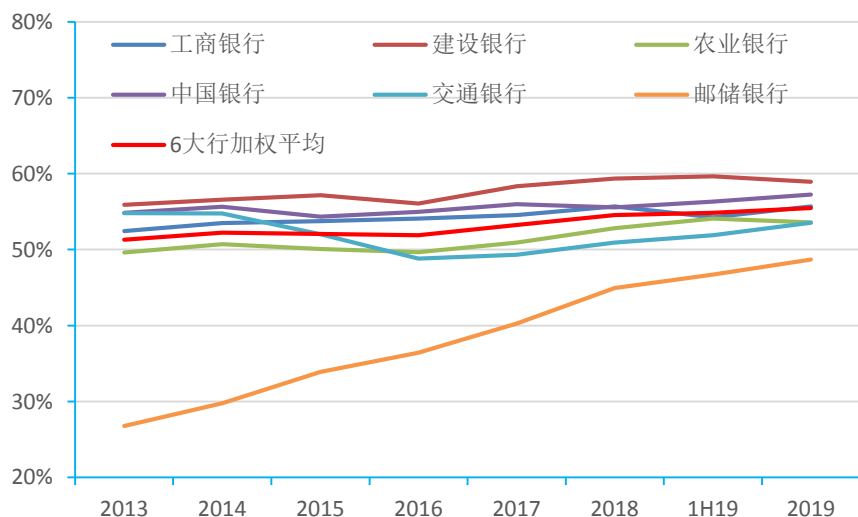
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

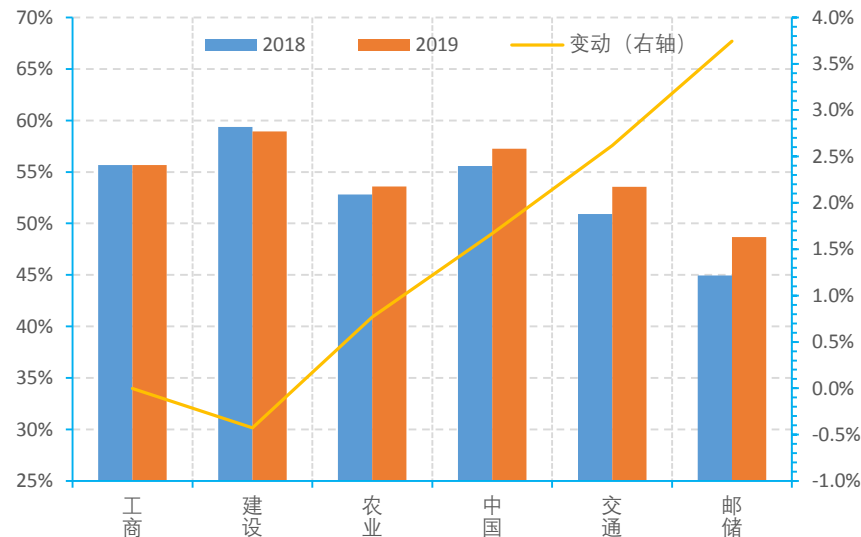
- **贷款占比较高。** 6大行19年资产中贷款占比加权平均为55.5%，占比较高，其中建行最高，达58.9%；邮储贷款占比虽然较低（48.7%），但保持较快增长的趋势。
- **贷款占比稳定提升。** 大行19年贷款加权平均占比较18年提升0.92 pct，建行贷款占比略有减低（-0.43 pct），工行保持持平，邮储占比提升最高达3.74 pct，交行、中行、农行分别提升2.62/1.67/0.77 pct。

图9：大行贷款占比较高



资料来源：WIND，天风证券研究所

图10：大行贷款占比及变动情况



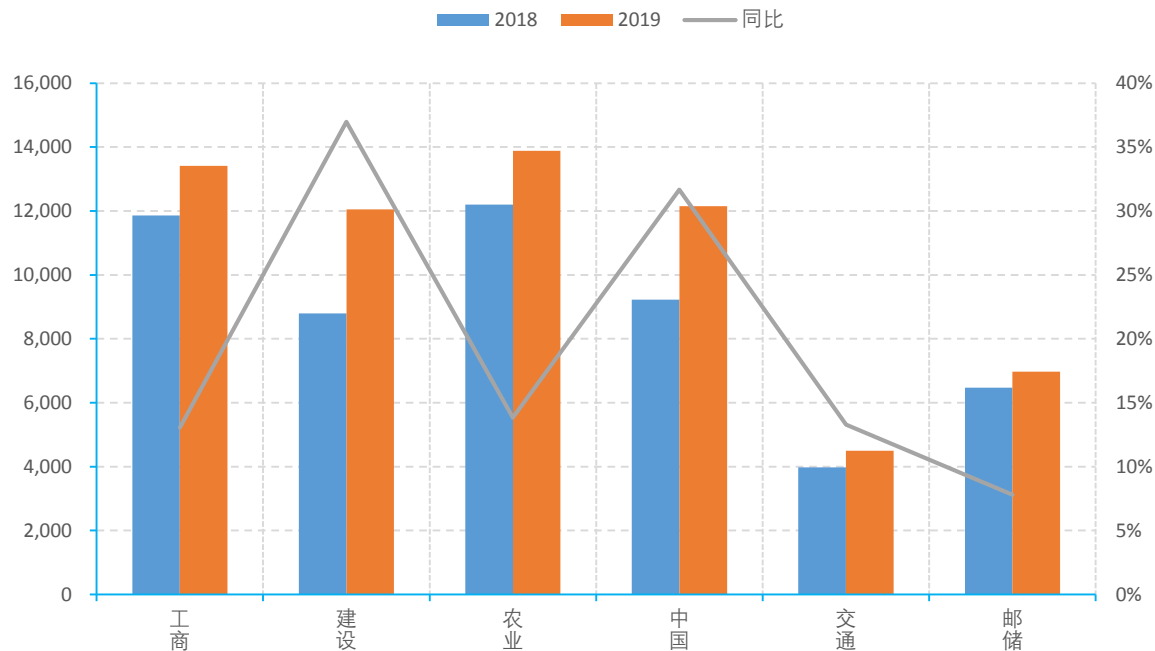
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

- **大行信贷投放力度较大。**19年6大行新增贷款6.3万亿，较2018年同比提升36.72 pct，信贷投放力度加大。其中，农行19年新增贷款达1.39万亿元，为大行之首；建行新增贷款增速最高为37.0%。

图11：大行2018年及2019新增贷款情况（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

- **贷款投向以按揭、基建及制造业为主。** 2019年6大行信贷主要投向住房按揭、基建及制造业。2019年大行个贷增加3.22万亿，其中，个人住房贷款增加2.48万亿；对公贷款增加3.03万亿，增量排名前五行业依次为：交通运输、仓储和邮政业（8775亿）、租赁和商业服务（5228亿）、房地产业（3615亿）、水利、环境和公共设施管理业（2964亿）、制造业（1858亿），其中与基建相关的新增贷款达1.77万亿。租赁和商业服务业贷款主要是给融资平台公司的。
- **新增贷款中基建和房地产占比高。** 6大行19年整体新增贷款6.33万亿中，个人住房贷款+2.48万亿，房地产业企业贷款+3615亿，合计占比达45%，较18年占比减少12 pct。

表1：6大行新增贷款分布情况（亿元）

| | 18年 | 19年 |
|------------------|-------|-------|
| 制造业 | -1235 | 1858 |
| 批发零售 | -1726 | -30 |
| 房地产业 | 3992 | 3615 |
| 交通运、仓储和邮政业 | 5623 | 8775 |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 1370 | 706 |
| 建筑业 | 1263 | 923 |
| 租赁和商业服务 | 3021 | 5228 |
| 水利、环境和公共设施管理业 | 2054 | 2964 |
| 农林牧渔 | -76 | 49 |
| 信息传输、软件和信息技术服务 | 29 | -3 |
| 对公贷款 | 14812 | 30304 |
| 个人住房按揭贷款 | 25864 | 24821 |
| 信用卡贷款 | 4221 | 2723 |
| 个人贷款 | 31555 | 32212 |
| 贷款总额 | 52529 | 63281 |

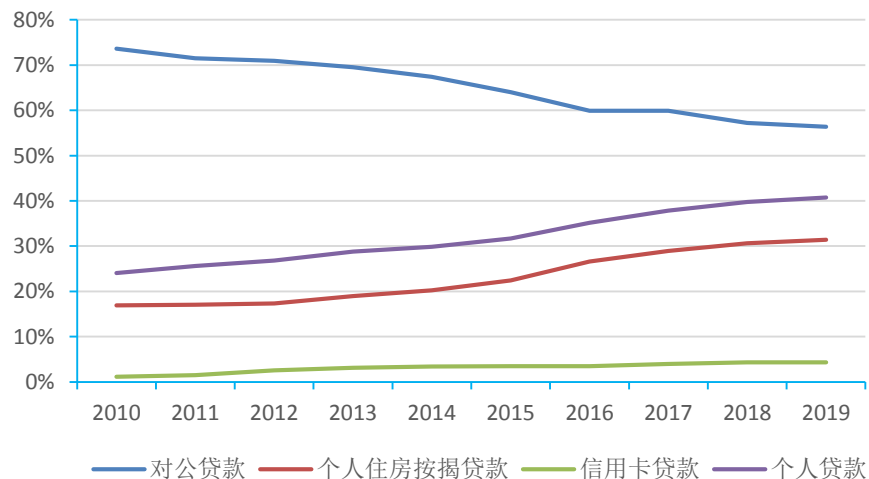
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

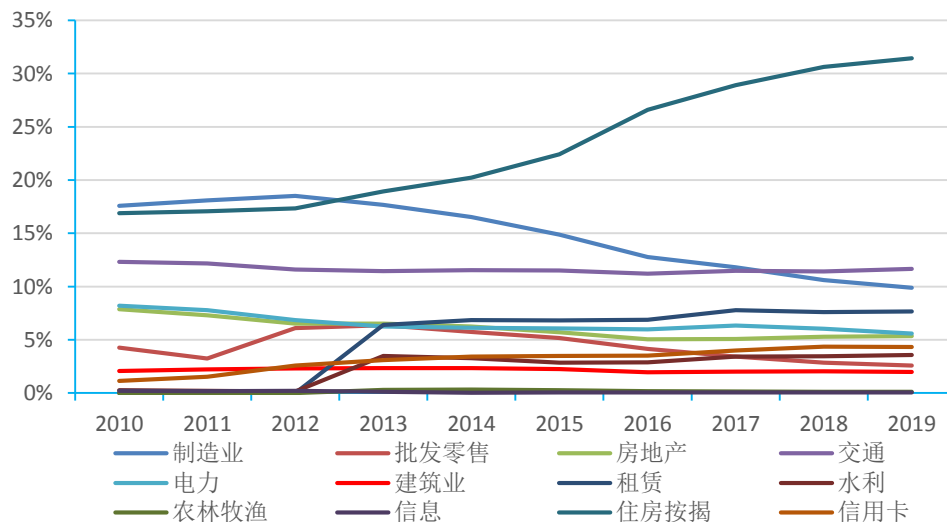
- ▶ **对公贷款减少，个人贷款投放力度加大。** 19年大行整体对公贷款占比较18年减少0.9 pct至56.4%，而个人贷款占比较18年提升1.0 pct至40.8%，个人贷款增加主要是个人按揭贷款快速增长。
- ▶ **房贷快速增长，制造业占比压缩。** 大行19年贷款总额中个人按揭贷款占比继续攀升至31.4%，制造业占比继续压缩至9.9%，交通运输、仓储和邮政业占比继18年超过制造业后小幅上升0.2 pct至11.6%。

图12：大行对公贷款占比下降，房贷占比增加



资料来源：WIND，天风证券研究所

图13：大行对公制造业贷款占比下降，交通运输行业占比上升



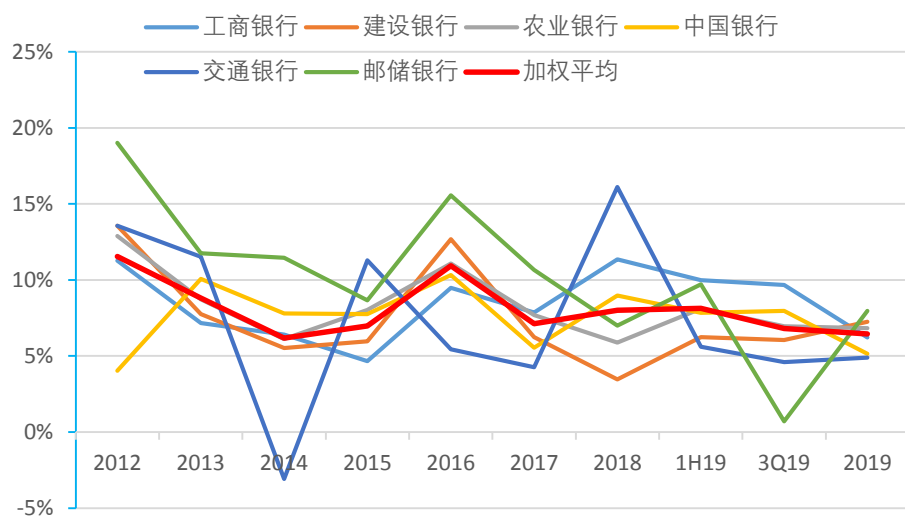
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.2 存款增速回落，占比下降

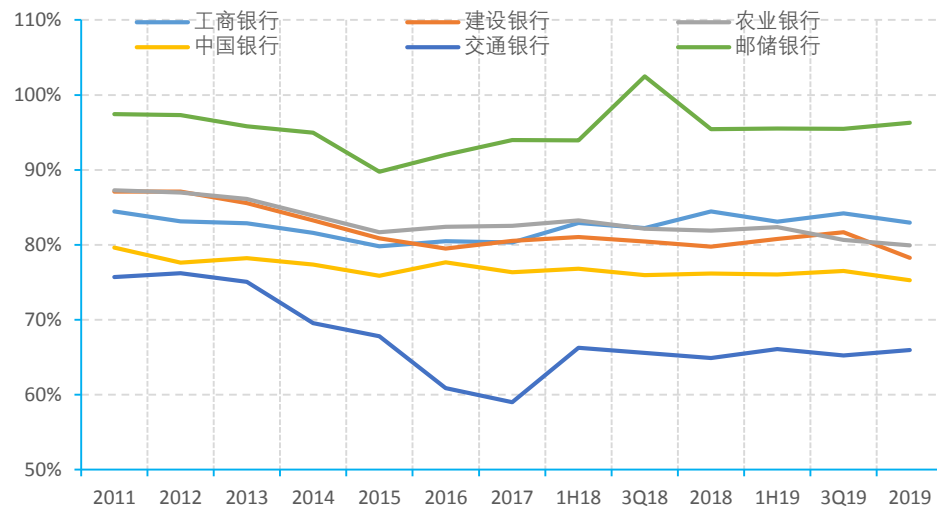
- **整体存款增速略有回落。** 6大行19年末整体存款增速为6.4%，较18年末降低1.6个百分点。其中，交行/工行/中行19年存款增速分别降低11.2/5.1/3.8 pct，建行/邮储/农行则分别提升3.8/1.0/0.9 pct。
- **整体存款占比下降。** 6大行19年末整体存款占比79.7%，较18年末下降1个百分点。其中，工行/建行/农行/中行19年存款占比分别减少1.5/1.5/2.0/0.9 pct，交行与邮储则分别提升1.1/0.9 pct。

图14：大行19年整体存款增速回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

图15：大行19年整体存款占比下降



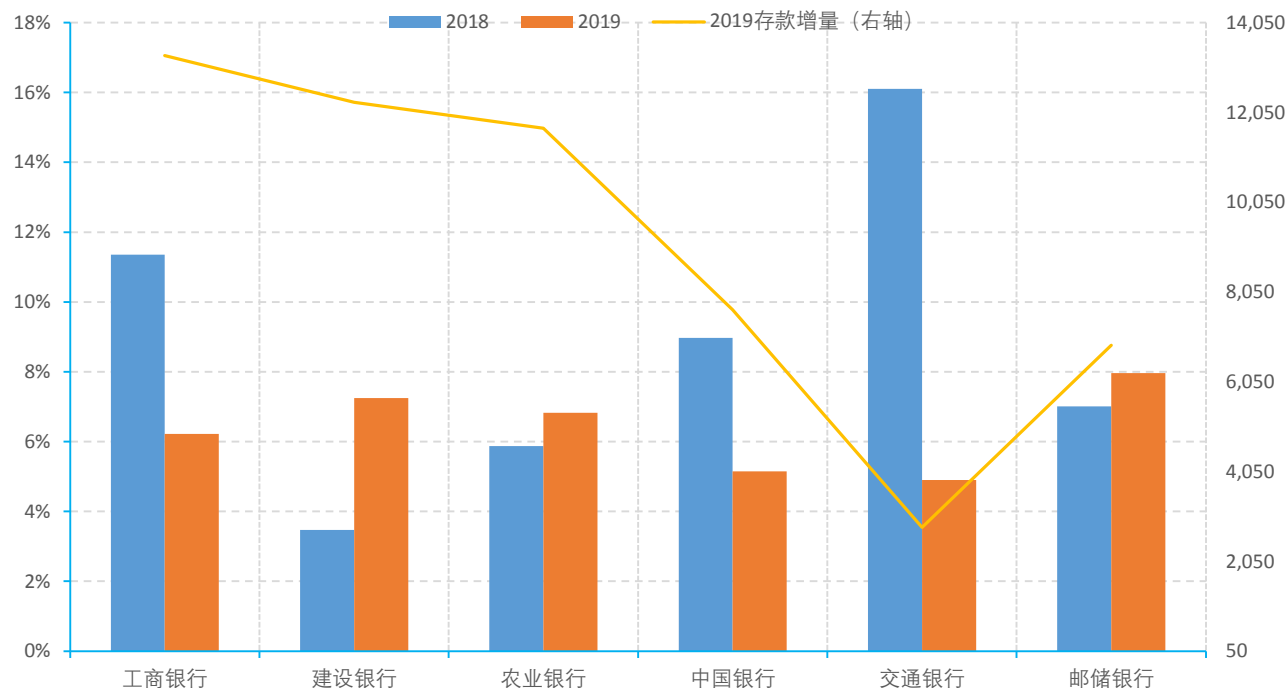
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.2 存款增速回落，占比下降

- **19年存款增量工行居首。** 19年工行存款增加1.33万亿元，增量居大行之首。交行存款增速回落较多。

图16：工行存款增量较高，建行存款增速提升（亿元）



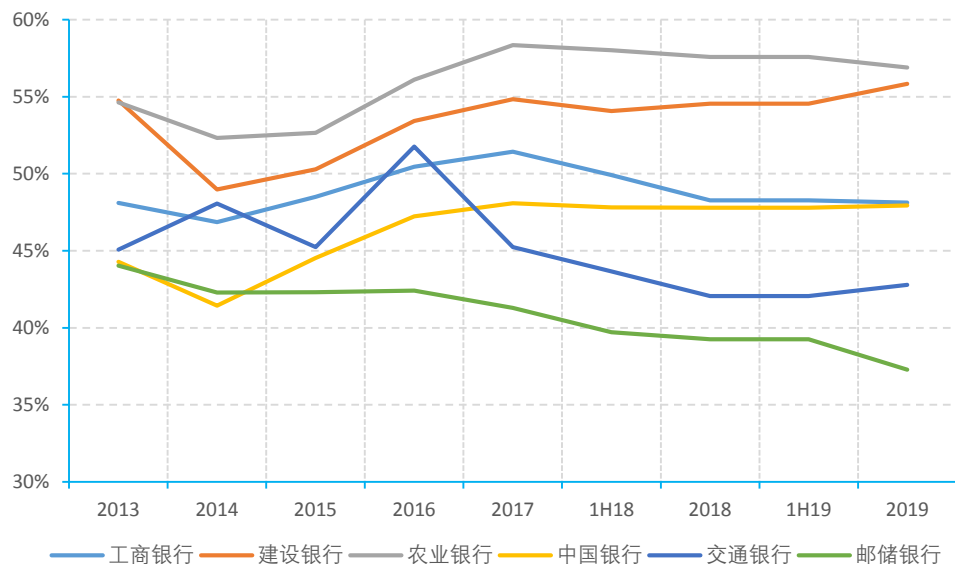
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.2 存款增速回落，占比下降

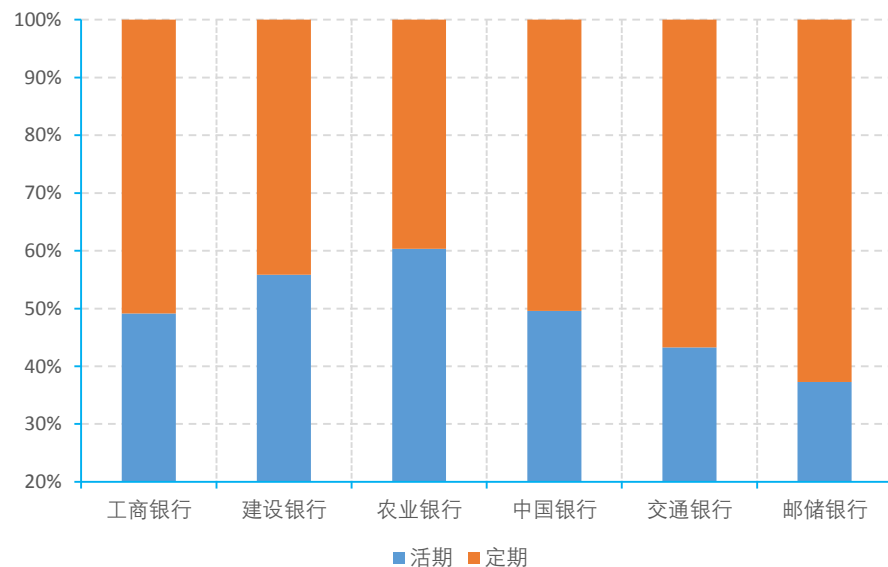
- **大行存款结构平稳。**大行中农行活期存款占比保持最高，19年为56.9%，较18年降低0.7个百分点；建行活期存款占比提升1.3个百分点至55.8%，升幅较大；邮储活期存款占比则持续降低，19年为37.3%，低于大行平均。

图17：大行活期存款占比比较平稳



资料来源：WIND，天风证券研究所

图18：19年邮储定期存款占比高，农行活期存款占比高



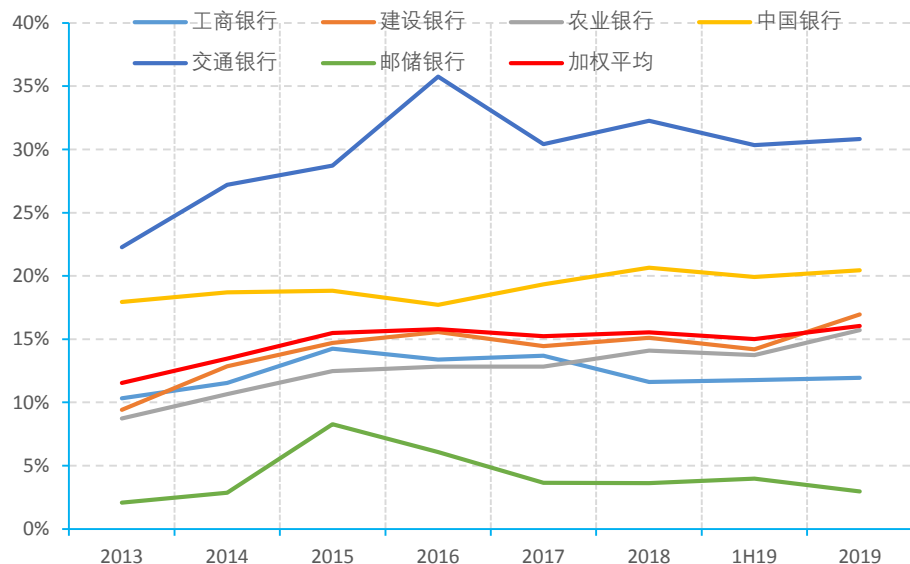
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，存款增速回落

2.3 同业负债占比平稳

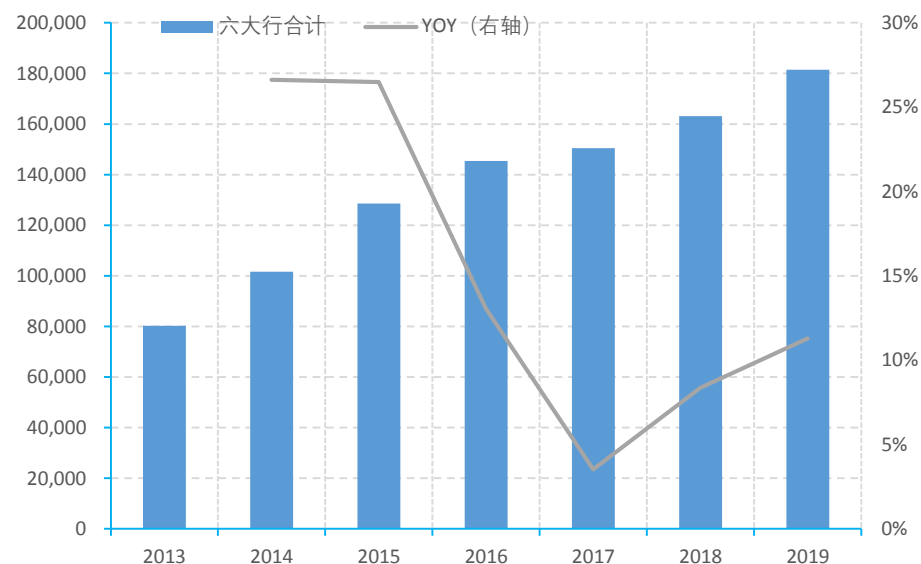
- **大行同业负债占比稳中有升，规模增速继续上升。** 19年大行整体同业负债（含应付债券）占比16.0%，较18年末上升0.5个百分点。其中，工行、建行、农行同业负债占比分别上升0.3/1.8/1.6 pct；中行、交行、邮储同业负债占比分别下降0.2/1.4/0.6 pct；交行同业19年负债占比达30.8%，显著高于其他大行。19年6大行同业负债规模yoy + 11%，较18年末提升3 pct。

图19：大行同业负债（含应付债券）占比16年后趋于稳定



资料来源：WIND，天风证券研究所

图20：大行19年同业负债规模同比增速有所上升（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所



3

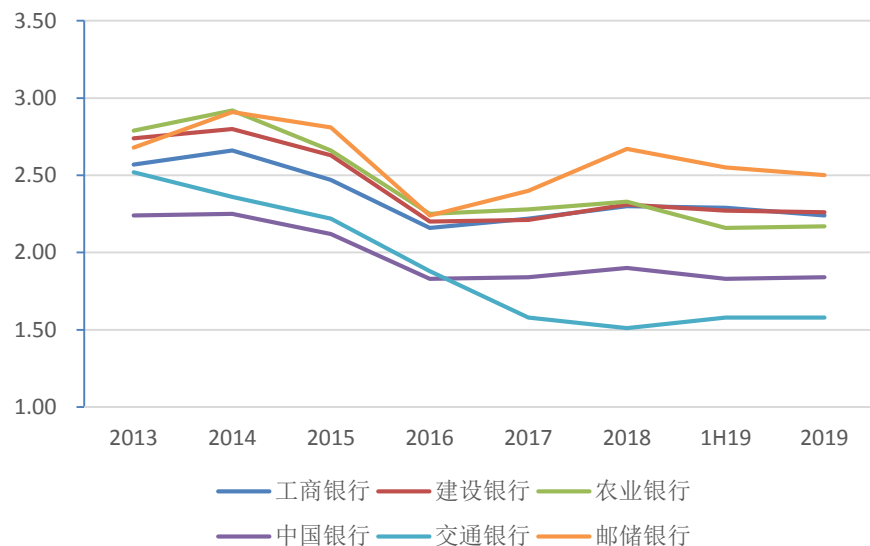
净息差下行压力较大

3、净息差下行压力较大

3.1 净息差略微下行

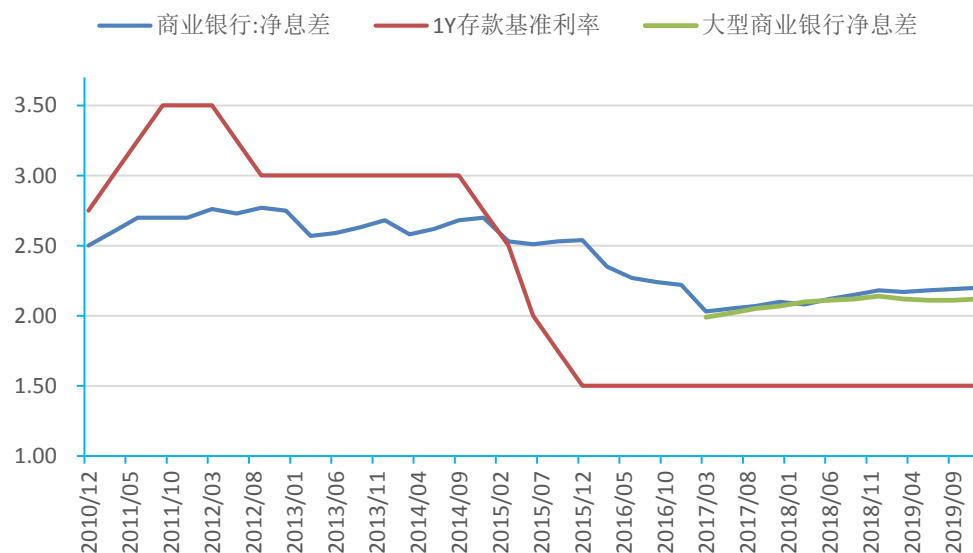
- **商业银行整体净息差平稳。** 商业银行19年净息差2.2%，与18年持平，表现平稳。
- **大行净息差略微下行。** 19年大行平均净息差2.1%，同比下降7BP，季度环比下降12BP。其中邮储银行19年净息差在大行中变现最好为2.5%，但同比降幅在大行中也是最高（-17BP）；农行净息差同比下降16BP，降幅仅次于邮储；大行中仅交行净息差同比上升，但其净息差为1.58%，在大行中垫底。

图21：除交行外大行19年净息差均小幅降低（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图22：商业银行净息差整体平稳（%）



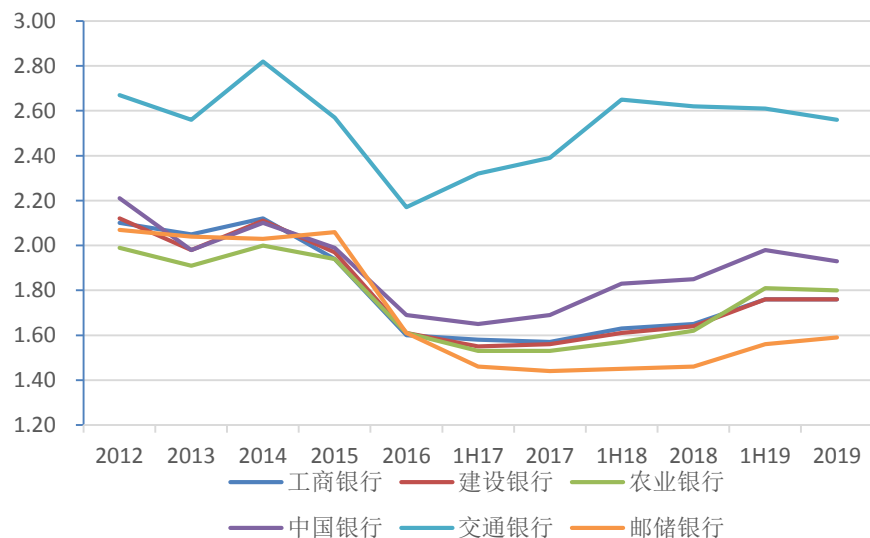
资料来源：WIND，天风证券研究所

3、净息差下行压力较大

3.2 交行息差上升收益于市场利率大降

- **市场利率同比大降。** AAA评级3个月及1年同业存单到期收益率19年以来大幅下降，对同业负债占比高的大行如交行（30.8%）贡献大，带动其负债成本率降低。
- **19年负债成本率整体上升。** 除交行外其他大行由于同业负债占比很低，市场利率下降对其负债成本影响小，反而因为存款脱媒等影响，负债成本率有所上升。

图23：除交行外大行负债成本率均有所上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图24：同业存单发行利率大幅下降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

3、净息差下行压力较大

3.2 交行息差上升收益于市场利率大降

- 资产收益率小幅上升。其中邮储银行19年生息资产收益率较18年降低6BP至4.04%，与交行收益率持平，为大行中最高；工行、建行、农行、中行、交行收益率分别提升3/6/1/1/3 BP。
- 交行而负债成本率收益于市场利率大降，叠加资产收益率同比上升，息差上升；邮储及农行负债成本率均大幅上行，因此息差回落较多。

图25：大行19年资产收益率大多上升（%）

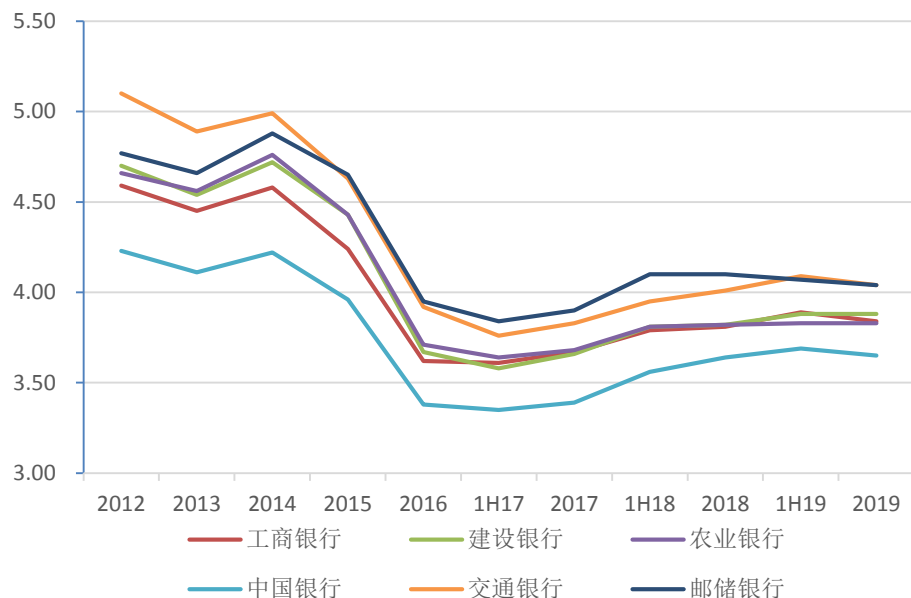
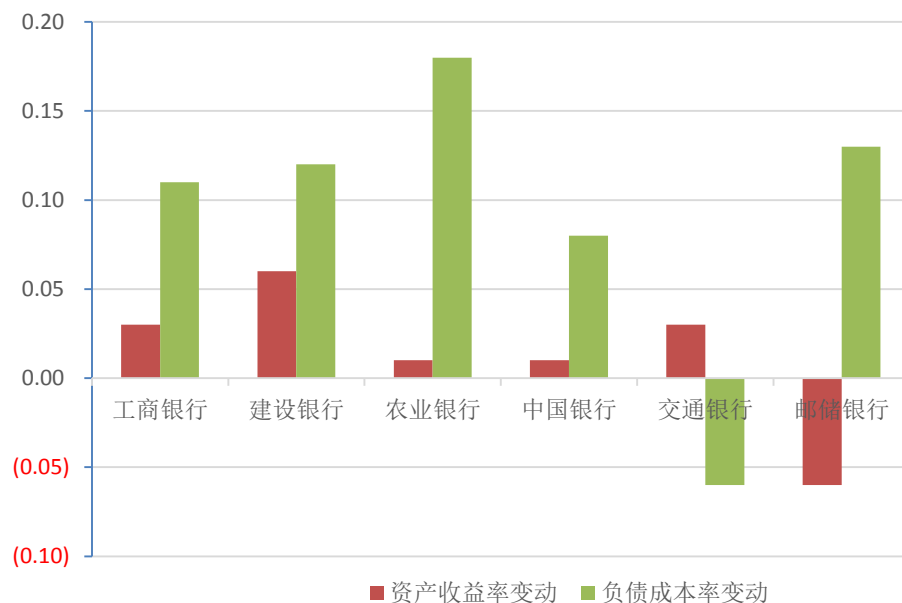


图26：交行息差升幅大受益于负债成本率大降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

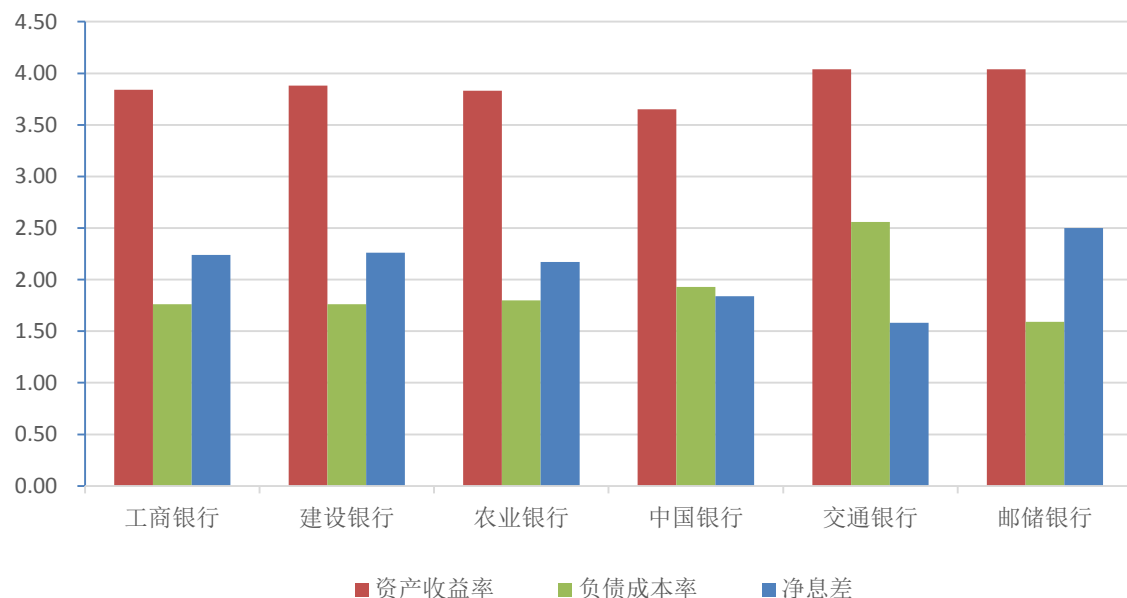
资料来源：WIND，天风证券研究所

3、净息差下行压力较大

3.3 哪些大行息差高？

- 银行营收主要来自利息净收入，因而息差对银行业绩影响很大，非常关键。
- 净息差由生息资产收益率及付息负债成本率共同决定，负债成本率较低而资产收益率较高的银行净息差高，如邮储。而负债成本率偏高，资产收益率偏低的银行净息差低，如交行。

图27：大行19年负债成本及资产收益率情况（%）



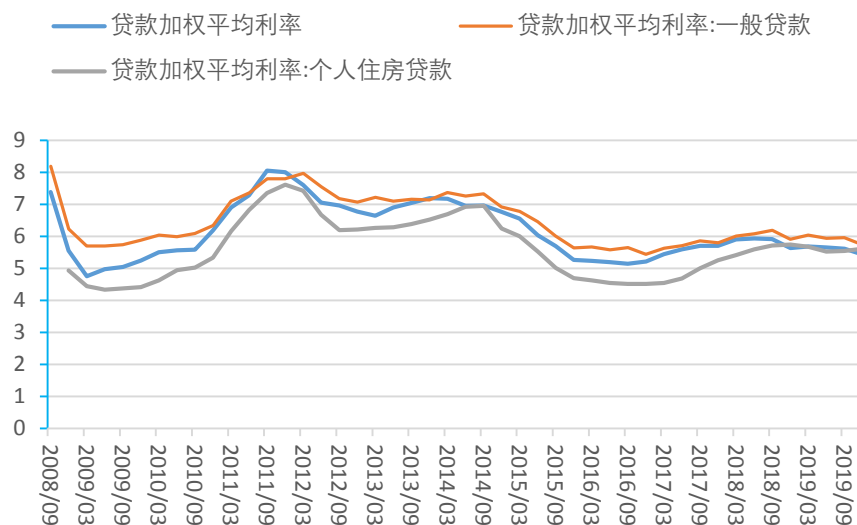
资料来源：WIND，天风证券研究所

3、净息差下行压力较大

3.4 预计净息差下行压力较大

- ▶ 预计负债成本将小幅上升。因为大行负债主要为存款（19年占比为79.7%），存款成本因定期化等众多因素，即使市场利率下行也无法阻止存款成本上升。我们预计大行未来负债成本率仍将小幅上升。
- ▶ 由于银行资产久期明显大于负债，市场利率大降对资产收益率的影响已体现，且贷款利率已处于下行通道，市场利率继续下行将持续影响资产收益率。我们预计资产收益率将继续小幅下行，大行净息差下行压力较大。

图28：金融机构贷款利率处于下行通道（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所



4

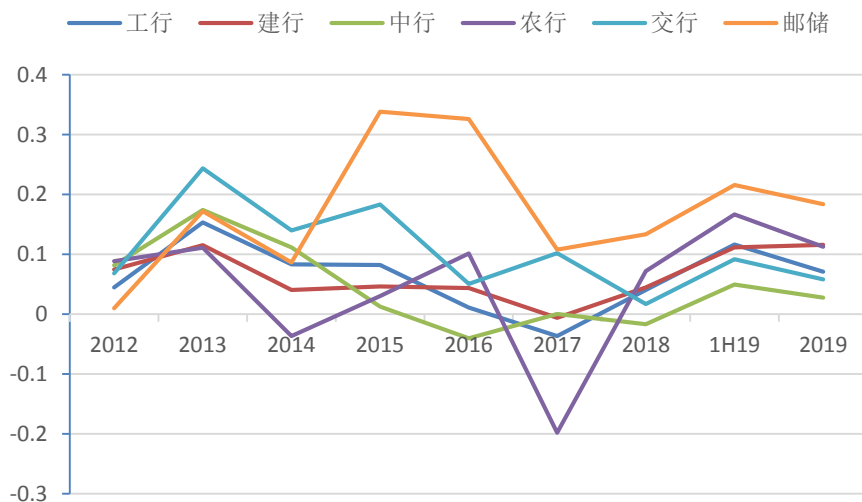
非息收入改善，成本收入比平稳

4、非息收入改善，成本收入比平稳

4.1 手续费及佣金净收入增速回升

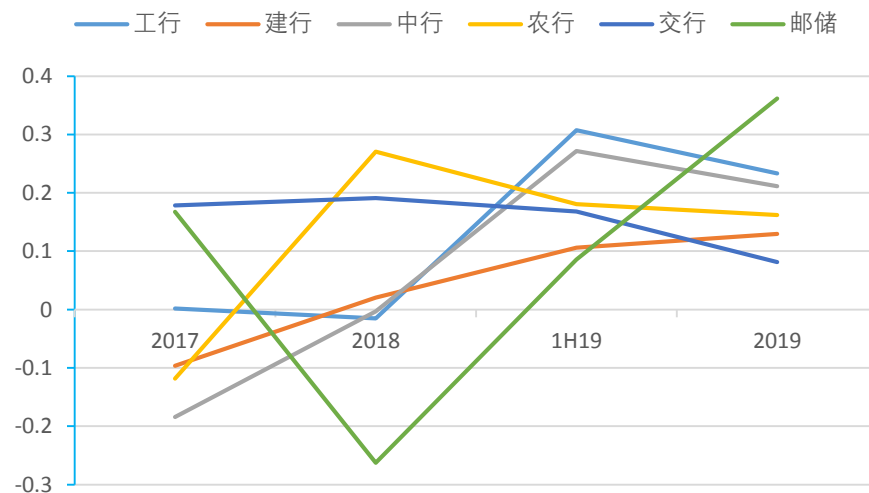
- **19年手续费及佣金净收入增速回升。**6大行19年手续费及佣金净收入平均增速为8.3%，较18年上升4.7pct。17-18年手续费及佣金收入低迷，主要是受资管新规导致理财收入下降影响较大。大行手续费及佣金净收入均有恢复性增长，主要是低基数和信用卡分期业务收入、结算清算业务等收入较快增长有关。
- **6大行19年非息收入整体增速有所回升。**在低基数的基础上，中收增速回升带动非息收入增速整体上升。

图29：6大行19年手续费及佣金净收入增速上升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图30：6大行19年非息净收入增速上升



资料来源：WIND，天风证券研究所

4、非息收入改善，成本收入比平稳

4.2 表外理财规模平稳，理财收入增速有所恢复

- 据我们统计，6大银行19年表外理财规模合计9.38万亿，较年初增加0.68万亿，规模保持相对平稳。除工行、交行未披露外，其他4大行19年理财收入合计约264亿元，较18年同比下降4%，建行农行上升，中行邮储下降。

图31：6大行19年表外理财规模情况（亿元）

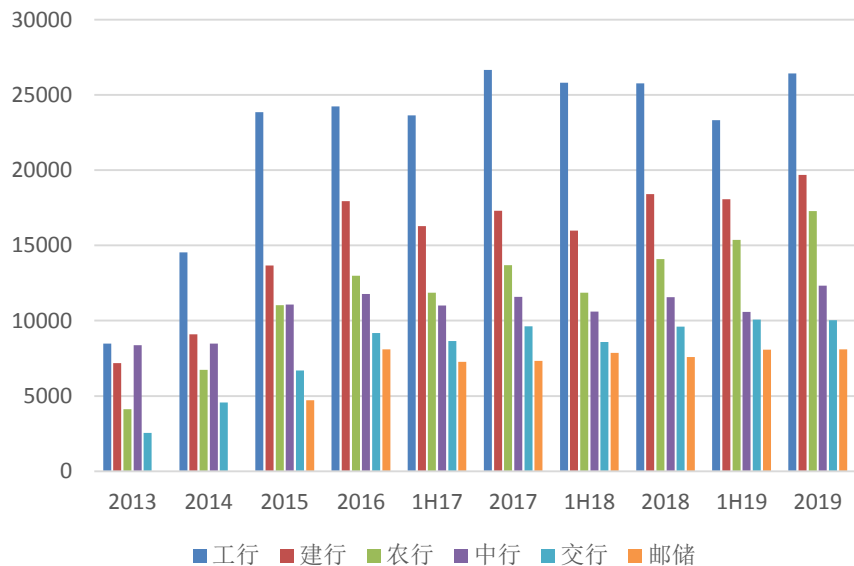
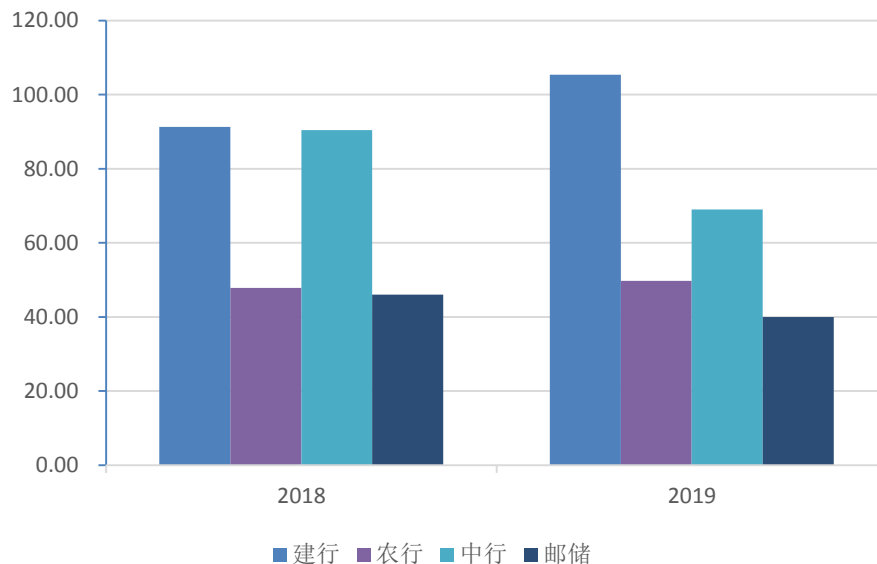


图32：大行理财收入情况（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

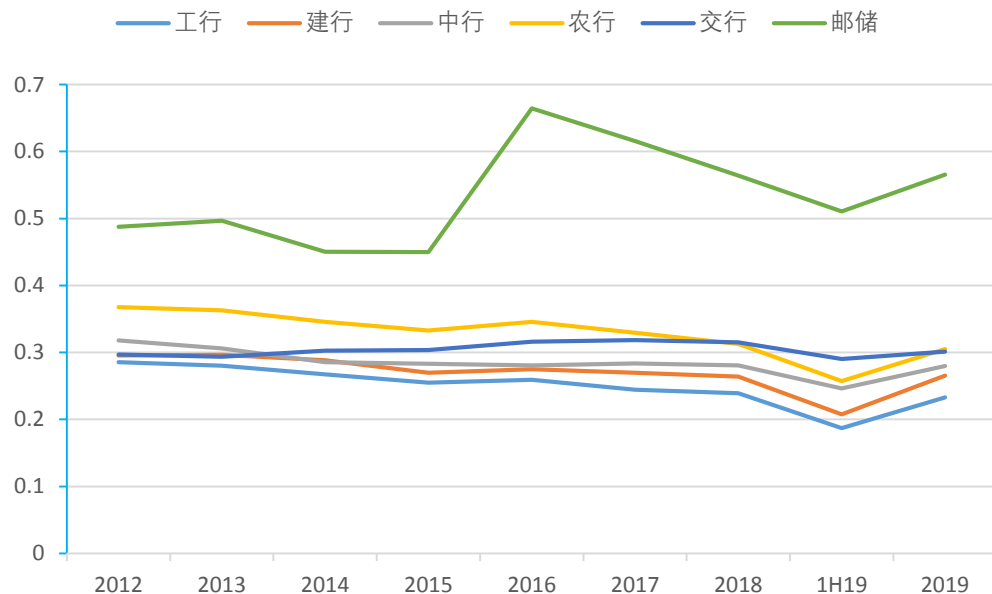
资料来源：WIND，天风证券研究所

4、非息收入改善，成本收入比平稳

4.3 成本收入比平稳

- **成本收入比平稳。**19年6大行平均成本收入比为27.68%，同比下降0.56pct。
- 19年邮储银行成本收入比达57%，为A股上市银行最高。

图33：6大行成本收入比下行（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

A photograph of several business professionals in a meeting room, clapping their hands. The image is partially obscured by an orange overlay at the bottom.

5

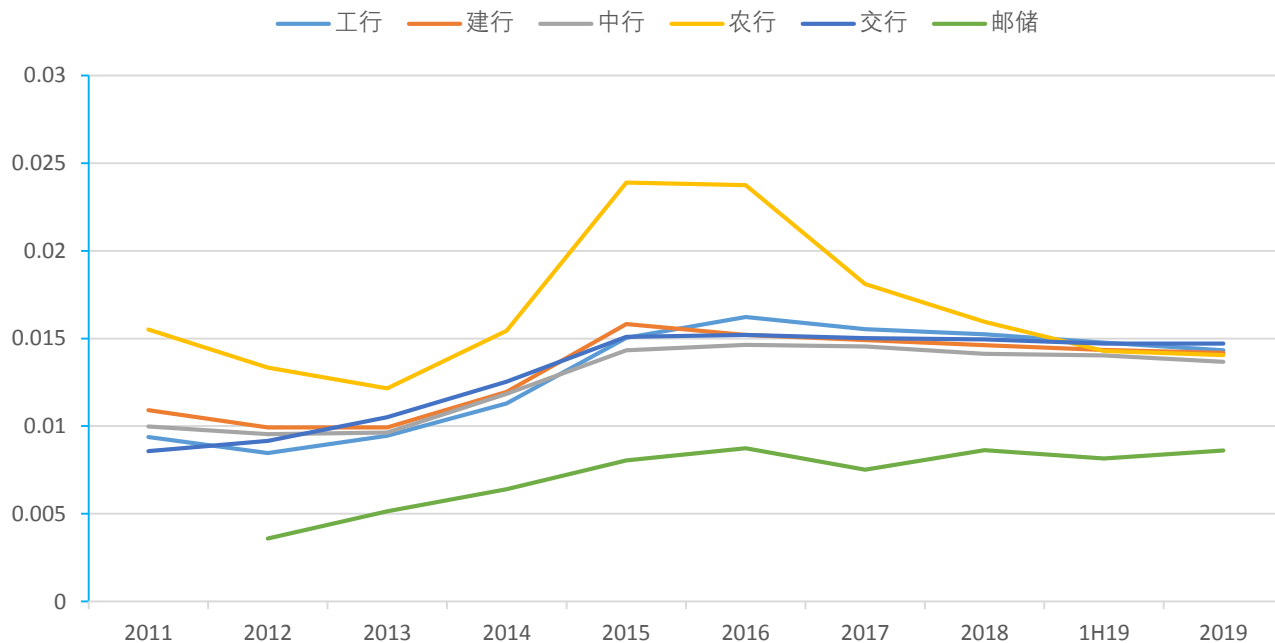
资产质量向好，不良担忧不大

5、资产质量向好，不良担忧不大

5.1 不良贷款率下降，资产质量向好

- **6大行不良率下降。**19年末6大行平均不良贷款率1.33%，较年初下降6BP。其中，工/建/中/农/交/邮依次为1.43%/1.42%/1.37%/1.4%/1.47%/0.86%。

图34：6大行不良率稳中趋降



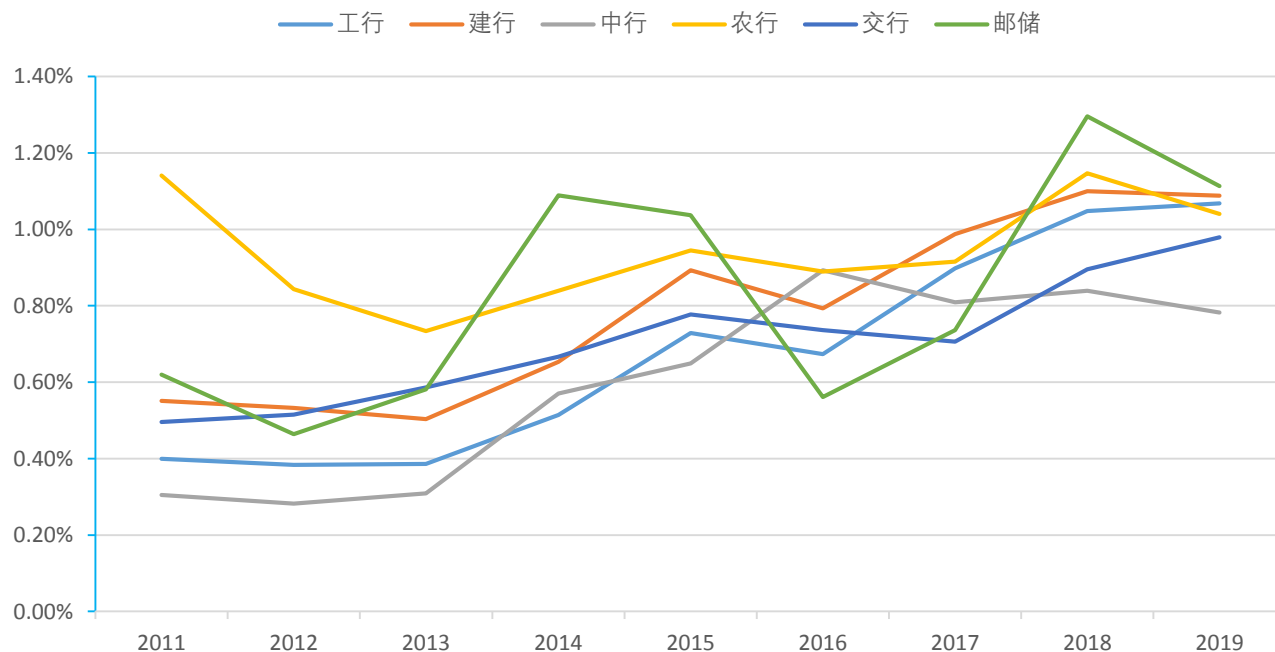
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量向好，不良担忧不大

5.1 不良贷款率下降，资产质量向好

- **信用成本保持平稳，但仍处较高位。** 19年6大行平均信用成本1.01%，较18年下降4BP。其中，工/建/中/农/交/邮依次为1.07%/1.09%/0.78%/1.04%/0.98%/1.11%。

图35：6大行信用成本平稳，但维持高位



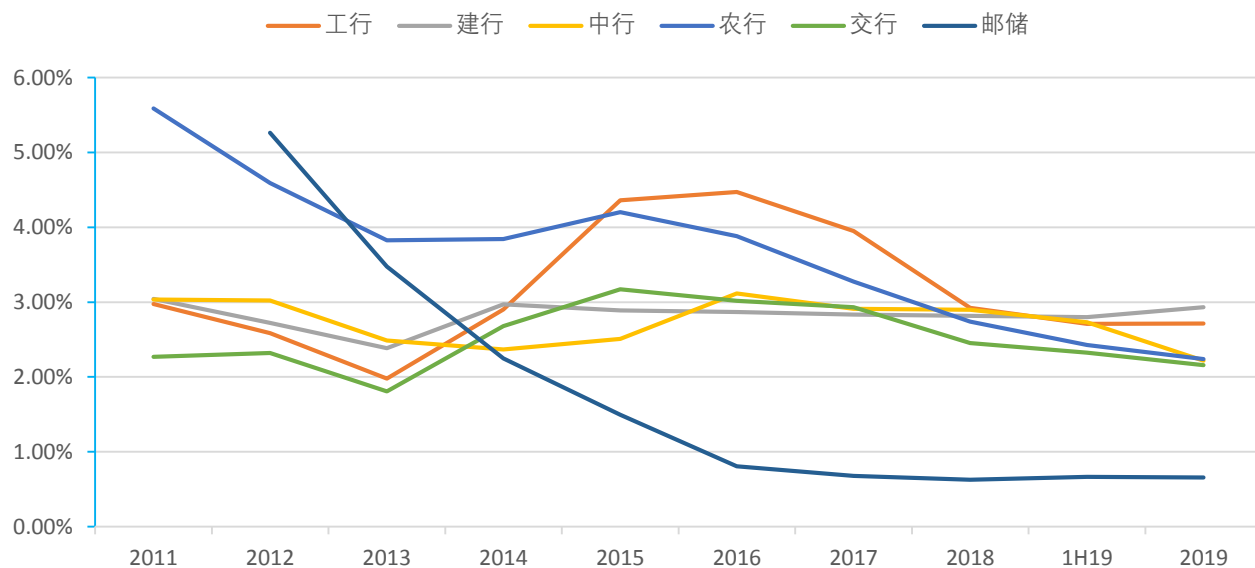
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量向好，不良担忧不大

5.1 不良贷款率下降，资产质量向好

- **19年6大行整体关注贷款率较年初下降。** 19年末6大行平均关注贷款率2.15%，较年初下降26BP。其中，工/建/中/农/交/邮依次为2.71%/2.93%/2.22%/2.24%/2.16%/0.66%。

图36：6大行19年关注贷款率情况



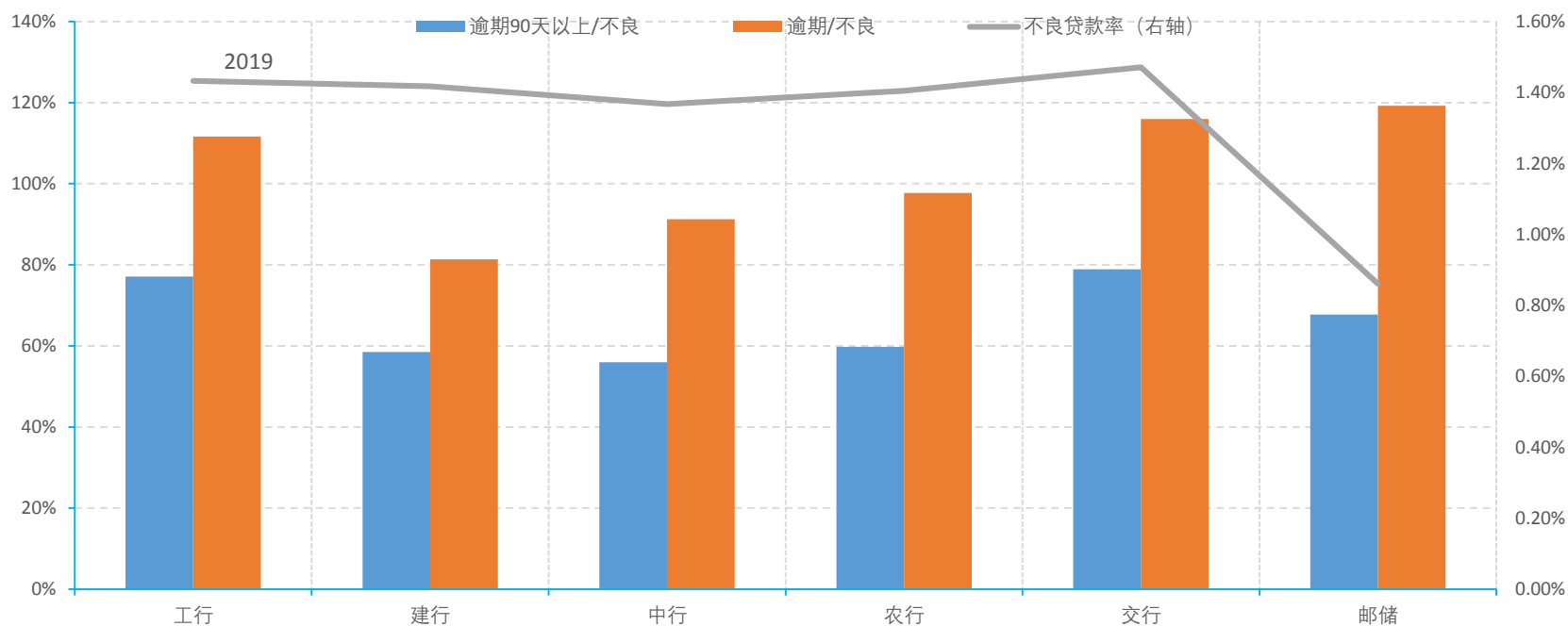
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量向好，不良担忧不大

5.1 不良贷款率下降，资产质量向好

- 逾期90天+比例低于不良率已是普遍现象。截至19年末，6大行逾期90天以上/不良均已低于100%。
- 三家大行逾期/不良已低于100%，不良认定严格。截至19年末，建行、中行、农行逾期/不良已低于100%。

图37：截至19年，6大行逾期90天以上/不良均已低于100%



资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量向好，不良担忧不大

5.2 信贷结构持续优化，不良担忧小

- ▶ 伴随着产业变迁和融资结构的变化，银行信贷结构也在发生很大的变化：1) 制造业和批发零售业贷款占比大幅下降；2) 个贷崛起，特别是个人住房贷款占比显著提升；3) 与消费相关的信用卡贷款占比提升显著。
- ▶ 自2012年以来，不良高发的制造业及批发零售业贷款占比持续下降，而基建相关的贷款占比上升，此外，不良低发的个人住房贷款占比显著上升。随着信贷结构持续调整优化，当前银行资产质量受经济周期影响下降，不良隐忧有所缓解。

表2：6大行制造业和批发零售业贷款占比持续压缩

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 制造业 | 17.59% | 18.10% | 18.51% | 17.68% | 16.51% | 14.86% | 12.77% | 11.80% | 10.60% | 9.89% |
| 批发零售 | 4.25% | 3.24% | 6.08% | 6.38% | 5.73% | 5.17% | 4.15% | 3.42% | 2.86% | 2.59% |
| 房地产业 | 7.86% | 7.28% | 6.53% | 6.52% | 6.23% | 5.71% | 5.03% | 5.08% | 5.30% | 5.33% |
| 交通仓储邮政 | 12.33% | 12.16% | 11.60% | 11.46% | 11.53% | 11.50% | 11.20% | 11.49% | 11.42% | 11.65% |
| 电力热力燃气及 水生产和供应业 | 8.19% | 7.78% | 6.86% | 6.25% | 6.12% | 6.06% | 5.99% | 6.34% | 6.02% | 5.57% |
| 建筑业 | 2.05% | 2.22% | 2.31% | 2.34% | 2.33% | 2.25% | 1.95% | 1.99% | 2.03% | 1.97% |
| 租赁和商业服务 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 6.40% | 6.83% | 6.80% | 6.87% | 7.77% | 7.60% | 7.66% |
| 水利、环境和公 共设施管理业 | 0.26% | 0.21% | 0.15% | 3.48% | 3.25% | 2.85% | 2.88% | 3.41% | 3.45% | 3.56% |
| 农林牧渔 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.28% | 0.32% | 0.26% | 0.18% | 0.13% | 0.11% | 0.11% |
| 信息传输、软件 和信息技术服务 | 0.21% | 0.16% | 0.19% | 0.10% | 0.03% | 0.04% | 0.04% | 0.05% | 0.05% | 0.04% |
| 对公贷款 | 73.66% | 71.52% | 70.92% | 69.53% | 67.42% | 64.04% | 59.88% | 59.89% | 57.21% | 56.35% |
| 住房按揭贷款 | 16.88% | 17.06% | 17.34% | 18.94% | 20.22% | 22.44% | 26.61% | 28.92% | 30.64% | 31.43% |
| 信用卡贷款 | 1.13% | 1.52% | 2.57% | 3.10% | 3.41% | 3.48% | 3.50% | 4.00% | 4.34% | 4.33% |
| 个人贷款 | 24.09% | 25.61% | 26.81% | 28.82% | 29.89% | 31.70% | 35.13% | 37.84% | 39.73% | 40.76% |
| 贴现 | 2.25% | 2.87% | 2.26% | 1.65% | 2.69% | 4.26% | 4.99% | 2.26% | 3.06% | 2.89% |

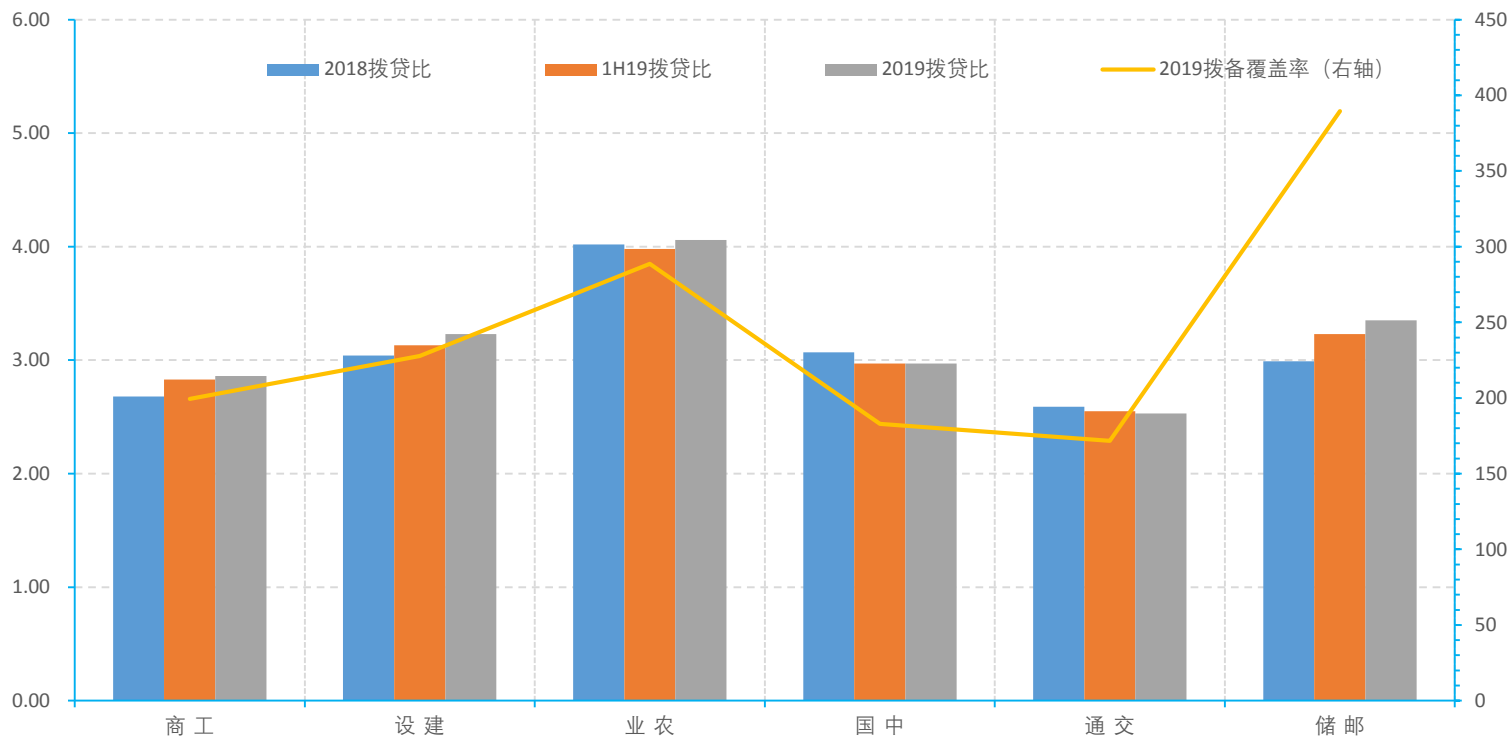
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量向好，不良担忧不大

5.3 拨备较充足，部分行核心一级资本压力较大

- 拨备较充足。19年6大行拨贷比达较高，拨备较充足，风险抵御能力较强。
- 大行中农行拨贷比最高，邮储银行拨备覆盖率为大行最高。

图38：6大行拨备较充足（%）



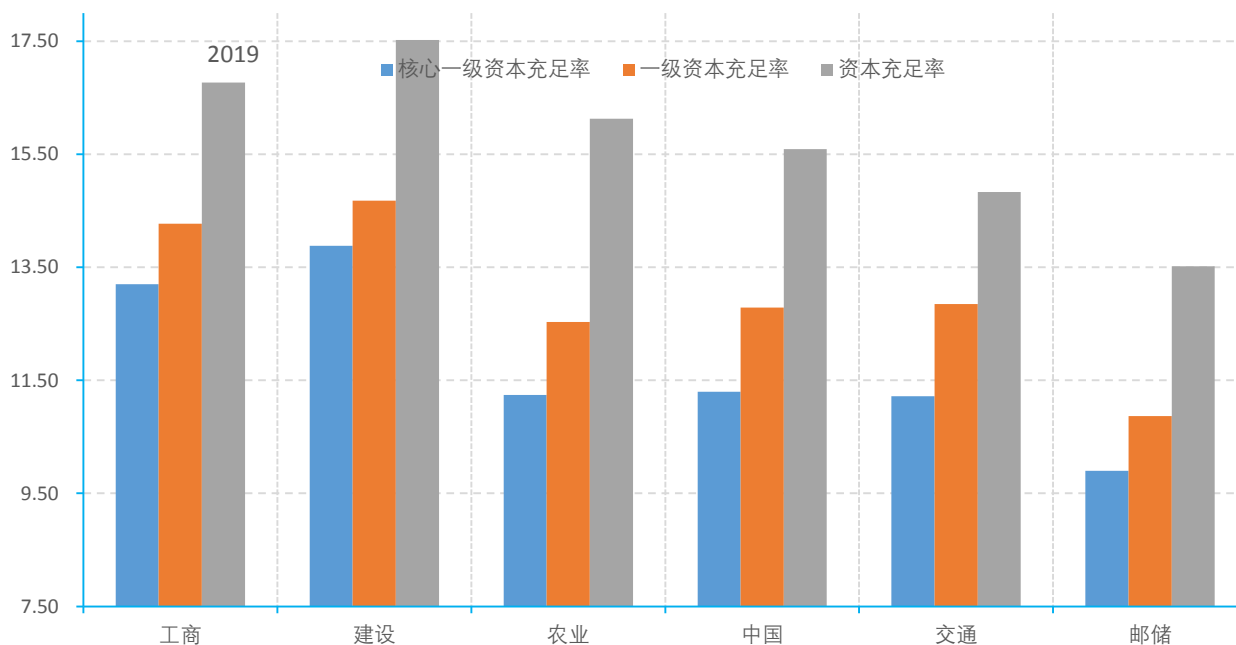
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量向好，不良担忧不大

5.3 拨备较充足，部分行核心一级资本压力较大

- **邮储银行核心一级资本压力较大。**19年邮储银行的核心/一级资本充足率距离监管要求较近，核心一级资本压力较大，未来或需要通过定增、可转债等方式补充核心一级资本。

图39：邮储银行核心一级资本充足率偏低（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所



6

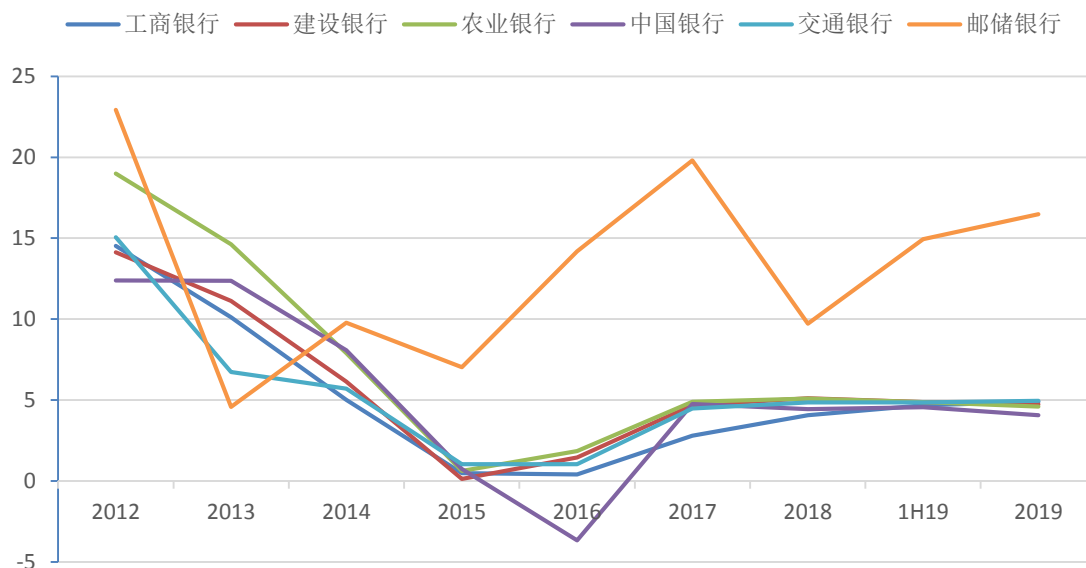
投资建议：年报催化及经济刺激，或支撑 大行估值修复

6、投资建议：年报催化及经济刺激，或支撑大行估值修复

6大行年报整体符合预期

- 6大行19年整体归母净利润增速5.2%，较18年上升0.3个百分点，盈利保持平稳。年报业绩符合预期，资产质量平稳，疫情之下逆周期调节力度加大，有望支撑大行估值修复。
- 预计未来1年盈利增速小幅下行。**考虑到新冠疫情造成经济下行压力，资产质量预计有小幅下降，随着资产收益率开始下降，净息差预计将行业性地小幅收窄，6大行盈利增速或将稳中略降。**

图40：19年6大行盈利增速平稳（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

6、投资建议：年报催化及经济刺激，或支撑大行估值修复

- **6大行股息率较高。**截至4月7日收盘，除邮储外，五大行股息率均超4%，工行、农行、中行、交行股息率超5%。

表3：2019年6大行分红方案汇总（截至2019年12月底）

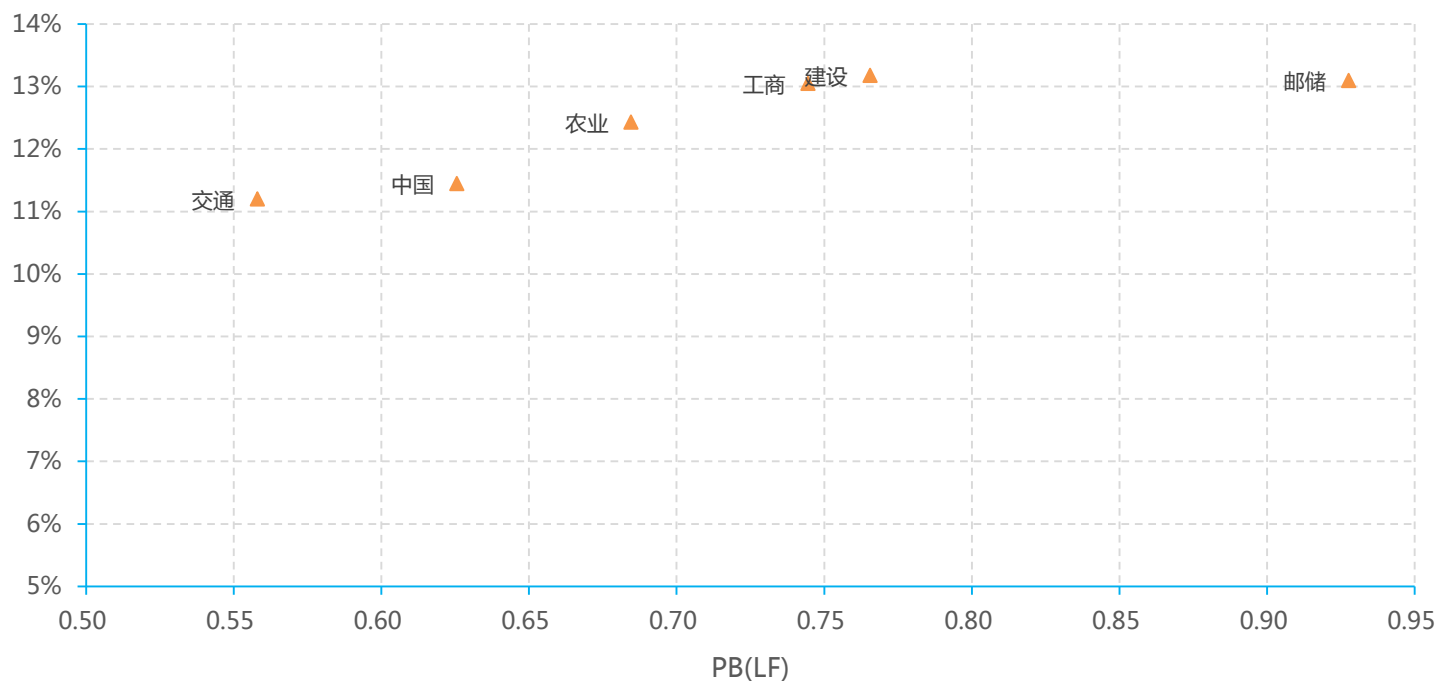
| 证券简称 | 分红派息预案 | 每10股派息 (元) | 现金分红总额 (亿元) | 现金分红率(%) | 现金分红率较18年变化 (百分点) | 当前股息率 | 收盘价 (元,截至) |
|------|--------------------------------|---------------|----------------|----------|----------------------|-------|---------------|
| 工商银行 | 每10股派息2.628元, 总额936.64亿元 | 2.628 | 936.64 | 30.00% | 0 | 5.09% | 5.16 |
| 建设银行 | 每股派息0.320元, 总额800.04亿元 | 3.2 | 800.04 | 29.99% | -0.05 | 4.98% | 6.42 |
| 农业银行 | 每10股派息1.819元, 总额636.62亿元 | 1.819 | 636.62 | 30.02% | 1.46 | 5.32% | 3.42 |
| 中国银行 | 每股派息0.191元, 总额562.28亿元 | 1.91 | 562.28 | 30.00% | -0.05 | 5.44% | 3.51 |
| 交通银行 | 每股分配股利0.315(含税), 共分配股利233.93亿元 | 3.15 | 233.93 | 30.27% | 0.01 | 6.05% | 5.21 |
| 邮储银行 | 每10股派息2.10元, 总额182.83亿元 | 2.1 | 182.83 | 30.01% | 0 | 3.97% | 5.29 |

资料来源：WIND，天风证券研究所

6、投资建议：年报催化及经济刺激，或支撑大行估值修复

- **6大行股息率高，资产质量平稳，受疫情影响相对较小。** 个股方面，我们看多龙头-低估值且基本面较好的标的，如工行（对公、零售及金融科技皆具实力的大行龙头，17年股价涨幅达47%）。尽管疫情使得大行短期业绩承压，但低估值是最大支撑。

图41：6大行仍聚集在高ROE（截至19H2）、低PB的区域（截至2020年4月7日收盘）



资料来源：WIND，天风证券研究所

7、风险提示

风险提示：经济下行超预期导致资产质量显著恶化，资产质量是银行生命线，经济下行超预期致使贷款违约容易造成资产质量急剧恶化；贷款利率大幅下行，贷款利率下行幅度过大会压缩息差，导致银行利润下滑；新冠疫情持续扩散，疫情失控会造成经济滑坡，从获客、资产质量等方面影响银行业务。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|----------------------------|------|------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

THANKS