

# 春种秋实不良拐点可期，关注部分小银行的经营分化

## 银行行业

### ▶ 上半年商业银行经营环境和经营情况总结

年初以来受疫情的影响，央行出台了一系列逆周期的货币政策以及持续加强对实体的融资规模和融资成本上的引导，在整体量增价跌以及资产质量略有下行的背景下商业银行的业绩增速保持相对稳定，超出市场预期。一季度，商业银行实现净利润 6001 亿元，同比增长 5% (2019 年调整口径为 5.8%); 行业净息差为 2.1%，同比下降 7BP，环比下降 10BP; 整体不良率为 1.91%，较上季末提升 5BP，疫情影响下有所回升。一季度，上市银行的业绩、资产质量等指标在趋势上以及结构上均符合行业整体的情况，但整体表现上要好于行业整体情况。

### ▶ 下半年资产质量有望边际改善，不良拐点可期

下半年随着经济的企稳回升，商业银行整体的资产质量压力边际下降。一方面疫情以来政策集中发力奠定了较好的基础。一季度末整体贷款需求指标特别是制造业贷款需求指标开始明显回升；大型和中型企业的贷款需求在国家加大基础项目投资下整体也有明显的回升，整体降低融资成本和提升融资规模刺激信贷需求的政策发挥成效，对资金链的安全以及后续的复工复产都奠定较好的基础。另一方面进入二季度政策成效渐显，下半年经济增长预期提升。随着企业开始复工复产，经济整体有所恢复：4 月工业企业增加值指标已经同比转正。后续在政策的持续发力和落地企业盈利的逐步恢复中商业银行的不良生成压力将逐渐下降。另外，结合监管对中小微企业延期还款安排的延长政策，以时间换空间，整体下半年我们认为资产质量拐点可期，四季度不良率有望持平或开始回落。

### ▶ 存款成本有望在 LPR-FTP 传导中下降，负债端成本压力减轻对冲资产端收益下行压力

今年以来商业银行的资产端定价压力持续加大，在后续贷款利率继续下行以及存量转换的逐渐完成下行业的息差面临进一步收窄压力，但是我们也要看到负债端的一些积极的改善，可以部分减轻资产端收益下行的压力。首先，存款成本有望在利率市场化改革中下行。在 LPR 利率跟随 MLF 下行的背景下，反应到商业银行的 FTP 定价中也会传导到商业银行吸收存款的成本报价下行。未来高成本的结构性存款产品以及部分大额存单等存款产品的利率均有下行，带动整体存款成本的边际下降。其次，市场化的存款产品和主动负债在市场利率下行以及流动性宽松预期下成本显著下行。整体来看目前同业存款的发行利率已经同比下降 100-150BP。对于高成本的结构性存款和同业负债、同业存单等主动负债产品，我们大体做了测算：在乐观假设下对上市银行 2020 年的净息差和净利润的影响分别为 2.6BP 和 2.14 个百分点，同

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

时对城商行和股份行的影响相对更加明显。

## ► 部分中小银行在持续低利率以及信用成本高企下分化加剧

我们认为今年受疫情的影响对中小银行经营形成比较大的考验，主要体现在以下几个方面：1) 在息差逐渐收窄的压力下以及相对单一的营收结构下整体营收压力加大；2) 疫情对中小银行的主要客群小微企业冲击相对更大，所以两会对小微企业的政策支持力度明显加强。3) 受资产质量压力和信贷投放拨备计提影响下整体信用成本提升压力相对更大。目前在不良率高位和拨备低位下，后续在疫情冲击的恢复阶段整体不良生成还将保持在较高水平，相对高拨备的银行可以消耗拨备加大处置等缓解不良率明显提升的压力同时保持信用成本的相对平稳；但拨备水平较低的银行其不良处置能力和信用成本提升压力相对会更大。整体上，中小银行的风险是可控的，但需关注在营收压力和信用成本压力下部分小银行的经营分化加大。

## ► 投资建议和个股推荐

我们上调行业投资评级为“推荐”，主要的逻辑是：首先，目前板块的估值静态 PB 仅为 0.6 倍出头，处于历史最低水平。后续整体政策托底还将延续，板块整体估值趋势是底部向上。其次，在上半年一系列货币和财政等政策的持续落地后整体经济筑底回升可期。整体板块的估值压制因素也将逐渐消除，打开整体估值提升的空间。如果三、四季度的 GDP 增速有望达到 2019 年下半年的水平即 6% 左右，我们预计整体估值有望提升至下半年的估值中枢水平，整体估值修复空间为 15% 左右。最后，一般在经济预期提升下低估值的银行板块的弹性会有较为明显的提升，有望获得一定相对收益。

个股上，我们优选经营稳健、业绩稳定和质量高、资产质量以及风险抵补水平较好的银行，我们重点推荐：招行、兴业、宁波、常熟、邮储。另外关注低估值的大行的结构性机会。

## 风险提示

- 1) 经济下行压力加大，信用风险显著提升，商业银行的信用成本显著上升侵蚀利润；
- 2) 银行利率显著收窄拖累业绩表现；
- 3) 部分中小银行爆发结构性的风险等；
- 4) 公司经营层面出现重大风险等。

## 盈利预测与估值

股票	股票	收盘价	投资	重点公司				P/B			
				2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
600036	招商银行	33.43	买入	20.07	22.89	25.71	28.93	1.67	1.46	1.30	1.16
601658	邮储银行	5.09	买入	4.9	5.7	6.28	6.89	1.04	0.89	0.81	0.74
601166	兴业银行	15.86	买入	21.18	23.37	25.84	28.5	0.75	0.68	0.61	0.56
601128	常熟银行	6.77	买入	4.46	6.18	6.77	7.37	1.52	1.10	1.00	0.92
002142	宁波银行	25.15	买入	10.76	14.23	17.3	21.46	2.34	1.77	1.45	1.17

资料来源：万得资讯、华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 正文目录

<b>1. 上半年商业银行的经营环境和经营情况总结</b>	5
1.1. 逆周期的货币政策量价齐发力，监管加强引导提升成效	5
1.1.1. 量：定向降准精准滴灌，持续增加再贷款和再贴现等规模	5
1.1.2. 价：LPR 报价充分市场化，持续压降实体融资成本；未来存量转换纳入考核	6
1.2. 一季度银行业经营情况：好于预期，但仍存隐忧	8
1.2.1. 一季度行业主要监管指标数据：以量补价行业业绩保持相对稳定，但分化相对明显	8
1.2.2. 上市银行一季报：业绩好于市场预期，零售银行的基本面韧性更强	9
<b>2. 下半年行业经营环境和经营情况展望</b>	11
2.1. 稳健的货币政策延续，更加积极的财政政策发力	11
2.1.1. 货币政策从总量更多的侧重价格引导，财政政策更加积极有为	11
2.1.2. 监管加强引导商业银行下沉，继续深化金融供给侧改革	13
2.2. 商业银行经营情况展望：不良拐点可期，关注部分小银行的经营分化	13
2.2.1. 下半年资产质量有望边际改善，不良拐点可期	13
2.2.2. 存款成本有望在 LPR-FTP 传导中下降，负债端成本压力减轻对冲资产端收益下行压力	16
2.2.3. 部分中小银行在持续低利率以及信用成本高企下分化加剧	19
<b>3. 投资建议和个股推荐</b>	24
3.1. 年初以来板块表现相对较差	24
3.2. 投资评级和个股推荐	25
<b>4. 风险提示</b>	27

## 图表目录

图 1 中小银行的存款准备金率已经下降至历史较低的水平	6
图 2 3 月开始，社融、M2、贷款增速均有明显提升	6
图 3 受降准等影响货币乘数持续攀升	6
图 4 银行超额存款准备金利率再降至历史新低水平	6
图 5 年初以来 MLF 持续调降	7
图 6 LPR 利率报价跟随市场利率下行	7
图 7 商业银行贷款利率下行幅度明显超过 LPR 降幅	7
图 8 LPR 减点的贷款利率占比明显提升	7
图 9 一季度商业银行业绩增速如期下滑	9
图 10 一季度股份行的业绩表现相对较好	9
图 11 一季度行业息差同比下滑 7BP，但股份行同比提升 1BP	9
图 12 一季度行业不良率较年初提升，中小银行上行较为明显	9
图 13 一季度上市银行整体利润增速超出市场预期	10
图 14 一季度上市银行不良率整体较年初持平，好于商业银行整体情况	11
图 15 2020 年政府制定财政赤字率提升至 3.6%	12
图 16 2020 年地方专项债规模明显提升	12

图 17 2020 年初开始专项债发行提速.....	12
图 18 预计今年基建投资增速将有明显回升.....	12
图 19 4 月工业企业增加值同比转正.....	14
图 20 工业增加值和不良率相关性较强.....	14
图 21 3 月 PMI 指标也开始好转 .....	15
图 22 一季度末制造业贷款需求指数明显回升 .....	15
图 23 一季度末大型和中型企业的贷款需求指数明显回升 .....	15
图 24 贷款审批指数从疫情以来明显提升 .....	15
图 25 2020 年政府对新增就业人数和财政赤字率设定的目标.....	15
图 26 预计全年 GDP 为 2.5%-3% .....	15
图 27 一季度以来商业银行结构性存款占比回升 .....	16
图 28 中小银行的结构性存款占比较高 .....	16
图 29 年初以来 7 天逆回购利率持续调降 .....	17
图 30 MLF 利率已经降至最低水平 .....	17
图 31 目前 SHIBOR 利率创近十年新低.....	17
图 32 DR001、DR007 均创历史新高 .....	17
图 33 股份行和城商行的同业存单和同业负债的占比相对较高 .....	18
图 34 股份行和城商行的同业存单占比较高 .....	18
图 35 同业存单的到期期限主要集中于一年期和三个月期 .....	18
图 36 2020 年城商行同业存单的到期占比最高 .....	18
图 37 一季度农商行和城商行的息差降幅更加明显 .....	19
图 38 2019 年农商行的存款占比接近 80%.....	19
图 39 2019 年存款中定期存款占比最高的是农商行 .....	20
图 40 2019 年报中农商行和城商行的贷款占比较低 .....	20
图 41 2019 年报中城商行和农商行的同业和投资资产的占比较高 .....	20
图 42 2019 年报中农商行的营收收入中净利息收入占比超过 80%.....	20
图 43 农商行和城商行的普惠小微企业贷款占比合计超 50%.....	21
图 44 2 月小型企业的 PMI 下降最为明显.....	21
图 45 小微企业面临的主要困难中最主要是营收的减少 .....	22
图 46 疫情之后小微企业对产能恢复的预期较低.....	22
图 47 疫情之后小微企业对一季度和上半年的营收预期较为悲观 .....	22
图 48 预计上半年营收减少 75% 以上的小微企业占比接近 30%.....	22
图 49 小微企业的运行信心指数还有待提升 .....	22
图 50 普惠金融贷款增速明显高于行业整体贷款增速 .....	22
图 51 中小银行的不良率从 2017 年开始有较为明显的提升 .....	23
图 52 目前中小银行的拨备覆盖率处于行业较低水平 .....	23
图 53 年初以来银行板块涨幅位于全部 30 个子行业的 24 位 .....	24
图 54 年初以来银行板块跑输市场 .....	24
图 55 年初以来全部上市公司均下跌 .....	24
图 56 板块目前的估值位于历史底部位置 .....	26
图 57 最近几年银行板块的表现 .....	26
图 58 板块行情与资产质量相关 .....	26
图 59 板块最近几年的绝对和相对收益表现 .....	26
 表 1: 主要假设和预测情况 .....	18
表 2: 敏感性分析: 主要假设和预测情况.....	25

## 1. 上半年商业银行的经营环境和经营情况总结

年初以来，我国受到疫情的冲击整体经济增长放缓、下行压力持续加大，为应对疫情对整体经济的冲击特别是短期做到有效缓冲，央行实施了更加灵活的货币政策，一系列逆周期的货币政策持续发力；监管也陆续出台一系列政策加强引导银行对实体的有效支持，一方面保障了实体的融资可得性，同时还对还款困难的企业进行延期安排等避免短期经营困难对企业造成的冲击、另一方面从融资成本上支持，降低实体的资金使用成本加大对其生产经营的恢复支持。

商业银行在其中发挥了资金引水渠的重要作用，加大对实体的资金支持帮助企业度过难关、复工复产。同时在监管要求下持续让利实体，资产定价收益明显下行。但自身的经营风险也在对实体的救助和支持的过程中得到缓解，整体经营情况好于市场预期。

### 1.1. 逆周期的货币政策量价齐发力，监管加强引导提升成效

#### 1.1.1. 量：定向降准精准滴灌，持续增加再贷款和再贴现等规模

年初以来，央行分别实施了年内普惠金融考核定向降准、1次全面降准和2次定向降准等措施。1月，全面降准0.5个百分点释放资金8000多亿元；3月，实施2019年普惠金融定向降准释放资金4000亿元并同时对符合条件的股份制银行再额外定向降准1个百分点释放资金1500亿元；4月，对中小银行实施定向降准1个百分点释放长期资金4000亿元同时下调金融机构在央行的超额存款准备金利率从0.72%至0.35%。年初以来共释放长期资金1.75万亿元，结构上更多的投向受疫情影响较大的普惠和中小企业实体，保证资金投放上的精准滴灌。

另外，疫情发生之后对商业银行的正常经营也产生一些影响，为此央行直接增加再贷款和再贴现规模，便于商业银行直接从央行融资支持实体。1月31日，设立3000亿元专项再贷款定向支持疫情防控重点领域和重点企业；2月26日，增加5000亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产；4月20日，再增加再贷款再贴现额度1万亿元支持经济恢复发展。三批次的再贷款和再贴现整体规模为1.8万亿元。从成效上看，根据一季度货政报告：第一批3000亿元专项再贷款政策已进入收官阶段；第二批5000亿元再贷款再贴现政策发放进度近80%；第三批1万亿元再贷款再贴现政策已经落地，对支持疫情防控、复工复产和经济社会发展发挥了积极作用。

图 1 中小银行的存款准备金率已经下降至历史较低的水平



图 2 3月开始，社融、M2、贷款增速均有明显提升

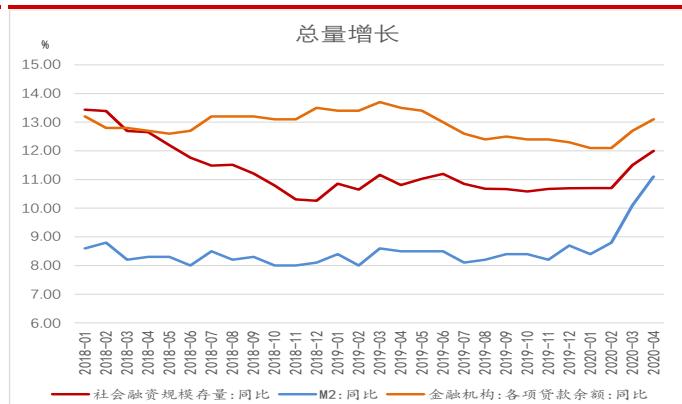
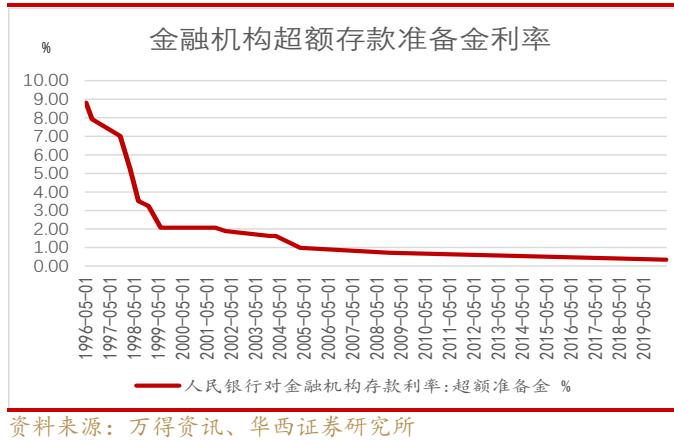


图 3 受降准等影响货币乘数持续攀升



图 4 银行超额存款准备金利率再降至历史新低水平



### 1.1.2. 价：LPR 报价充分市场化，持续压降实体融资成本；未来存量转换纳入考核

按照国务院决策部署，2019年8月17日中国人民银行发布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制公告，深化贷款利率市场化改革。之后，LPR 报价水平跟随MLF利率逐步下行，截止目前1年期LPR累计下降40BP，年初以来下降了30BP，伴随市场资金供求的变化LPR定价机制有效传导，实体的融资成本下限打破同时也有效降低了实体的融资成本。一方面，2019年8月开始至今LPR降了40BP，但贷款利率降了54BP，一般贷款降了48BP，显著高于基准的降幅；另一方面，4月中旬一般贷款中利率低于贷款基准利率0.9倍的贷款占比为28.9%，是LPR改革前2019年7月的3倍，贷款利率的隐性下限已完全被打破，贷款利率定价的市场化程度明显提高。整体上LPR改革以来利率传导效率明显提升，市场化更加有效。

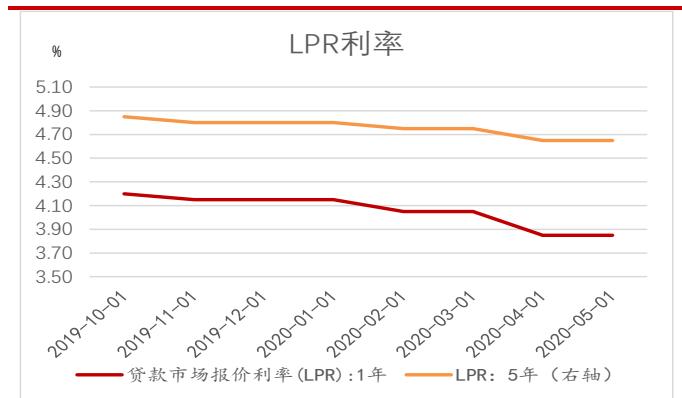
在 LPR 调降的同时，监管也同时持续引导金融机构加大对 LPR 的应用和实际利率的压降，引导各类银行发放优惠利率贷款。一方面，监管将银行新发放贷款运用 LPR 定价情况纳入宏观审慎评估（MPA）考核，推动银行有序运用 LPR 进行贷款定价。截至 2019 年 12 月末，商业银行新发生贷款中运用 LPR 定价的占比已超过 90%；且自 2020 年 1 月 1 日起，要求金融机构不得新签参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。另一方面，在此基础上存量浮动利率贷款定价基准转换于 2020 年 3 月 1 日如期启动。一季度货政报告中指出，未来央行将加强对转换进度的监测，将金融机构存量企业贷款转换进度纳入 MPA 和合格审慎评估考核。未来伴随存量贷款 LPR 的转换完成，未来的利率传导效率将更加有效。

图 5 年初以来 MLF 持续调降



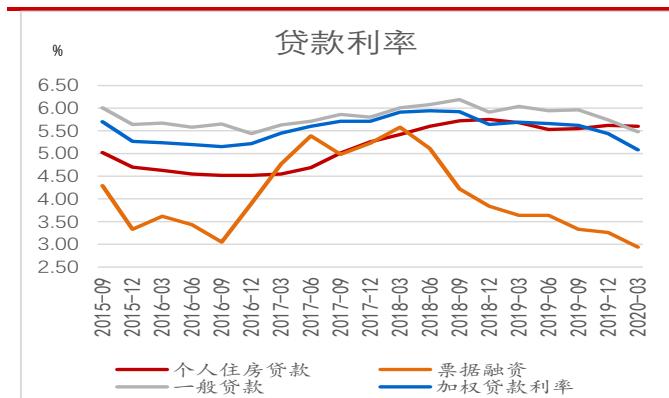
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 6 LPR 利率报价跟随市场利率下行



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 7 商业银行贷款利率下行幅度明显超过 LPR 降幅



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 8 LPR 减点的贷款利率占比明显提升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

## 1.2. 一季度银行业经营情况：好于预期，但仍存隐忧

一季度受新冠疫情的影响，银行分支机构的正常经营也受到影响，为此银行加大开展线上经营部分对冲线下受到的冲击；疫情对企业正常生产的影响引发的还款问题监管也及时出台了延期还款的安排，有效缓解了企业资金链的压力同时也给商业银行因资产质量恶化信用成本大幅提升形成短期缓冲；同时在央行加大逆周期调节下实现整体以量补价。在以上背景下，商业银行和上市银行的整体业绩增速虽然如期回落，但相对均好于市场的预期水平。但也要看到，一是整体业绩还是有一定时点因素；另一方面小银行的经营情况相对有分化。

### 1.2.1. 一季度行业主要监管指标数据：以量补价行业业绩保持相对稳定，但分化相对明显

5月12日，银保监会公布银行业2020年一季度主要监管指标数据：2020年一季度末，银行业金融机构的本外币总资产302.4万亿元，同比增长9.5%；商业银行不良率为1.91%，较上季末增加5BP，关注类贷款占比为2.97%，较上季末增加6BP；拨备覆盖率为183.2%，较上季末下降2.88个百分点；核心一级资本充足率为10.88%，较上季末下降4BP；超额备付金率为2.51%，较上季末下降9BP。

2020年一季度，商业银行累计实现净利润6001亿元，同比增长5%；ROA为0.98%，ROE为12.09%；净息差为2.1%。

具体来看：

- 1) 一季度商业银行实现净利润6001亿元，同比增长5%（2019年调整口径为5.8%）；其中大行、股份行、农商行分别同比增长4.7%、9.4%、1.9%，城商行同比下降1.2%，预计主要是资产质量和息差的拖累。股份行一季度增速较2019年全年增速还提升0.3个百分点，预计主要是量增价稳以及资产质量相对较好信用成本未明显提升的贡献。
- 2) 从息差来看，一季度行业净息差为2.1%，同比下降7BP，环比下降10BP，在一季度降息以及监管加强价格引导上有较为明显的下行；其中大行、城商行、农商行的净息差分别下降8BP、7BP、26BP，股份行的净息差同比提升1BP，表现较好。
- 3) 从资产来看，一季度末商业银行整体资产同比增速为10.8%，其中大行和股份行的增速分别为10.4%、12.8%，股份行的增速较去年同期的增速（2019Q1, 6.2%）提升一倍有余。
- 4) 一季度末银行业整体不良率为1.91%，较上季末提升5BP，疫情影响下有所回升；其中大行、城商行、农商行的不良分别较上季末提升1BP、13BP、19BP，股份制银行较上季末持平于1.64%的水平。关注类贷款占比为2.97%，较上季末提升6BP。
- 5) 从息差、资产质量、业绩等指标看，股份行相对表现更优；城商和农商等中小银行的息差、不良率和业绩等指标有较为明显的下行。

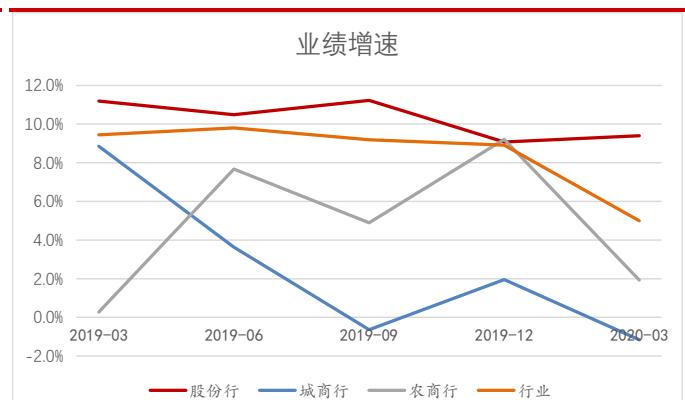
整体上，年初以来受疫情的影响，央行出台了一系列逆周期的货币政策以及持续加强对实体的融资规模和融资成本的引导，在整体量增价跌以及资产质量略有下行的背景下商业银行的业绩增速保持相对稳定。但分类银行来看分化相对加大，部分中小银行相对单一的盈利结构在后续息差和资产质量压力下经营压力也相对较大。

图 9 一季度商业银行业绩增速如期下滑



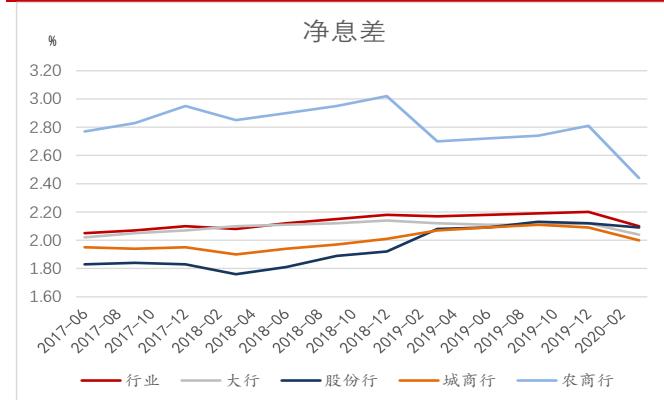
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 10 一季度股份行的业绩表现相对较好

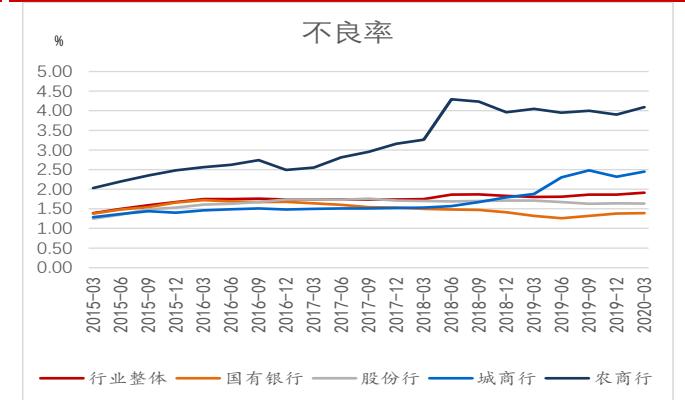


资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 11 一季度行业息差同比下滑 7BP，但股份行同比提升 1BP  
图 12 一季度行业不良率较年初提升，中小银行上行  
较为明显



资料来源：万得资讯、华西证券研究所



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

### 1.2.2. 上市银行一季报：业绩好于市场预期，零售银行的基本面韧性更强

一季度，36家上市银行（口径下同）实现资产总额198.42万亿元，同比增长5.51%（2019年，8.99%）；实现营业收入1.42万亿元，同比增长7.2%（2019年，10.2%）；实现归母净利润4892亿元，同比增长5.5%（2019年，6.92%）。整体不良率1.43%，较年初持平；拨备覆盖率208%，较年初提升6个百分点。

虽然市场对银行一季度和今年的整体业绩下滑的方向有一致的预期，但幅度上之前预期的相对较为悲观。整体上市银行一季报的成绩单超出市场预期，主要体现在以下几点：

1) 营收和业绩增速均超出预期，主要是之前市场对息差和减值计提预期较悲观。其中归母净利润实现增速5.5%，增速超出市场预期，主要是信用减值的提升好于预

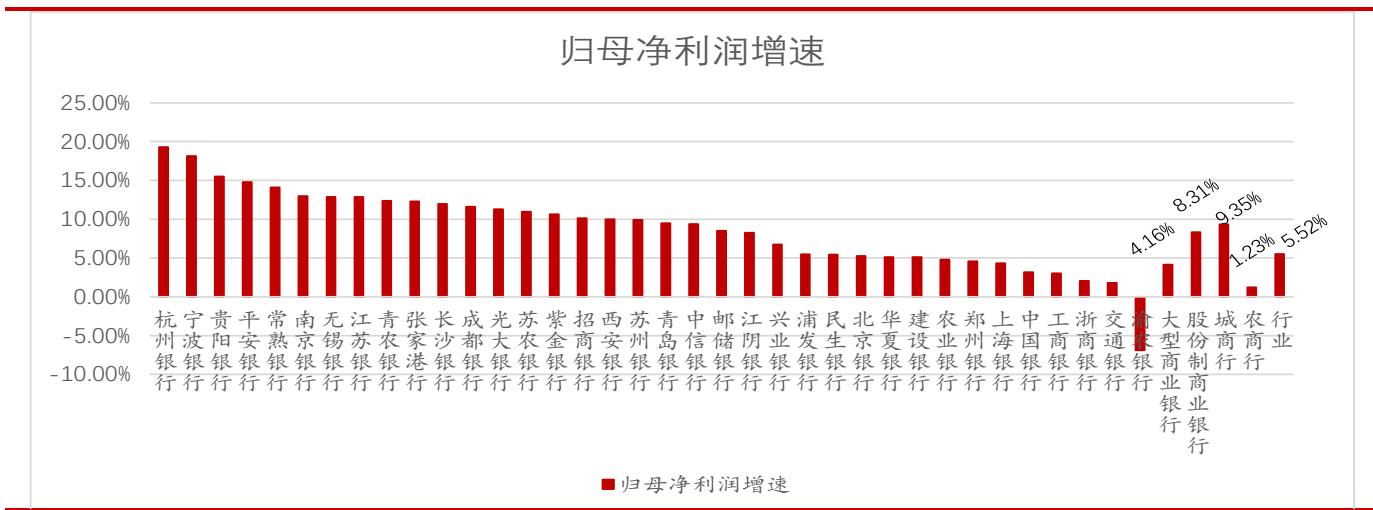
期，全部上市银行一季度实现 PPOP 同比增长 8.83% (2019Q1, 17.5%)，减值计提同比增长 14.2% (2019 年, 15.1%; 2019Q1, 43%)，大体测算的信用成本为 1.5% (2019 年, 1.34%)，同比仅提升 3BP。

2) 资产质量好于预期但逾期和关注类指标确有提升；拨备覆盖率延续提升。期末上市银行整体不良率 1.43%，持平于年初，其中大行和城商行的不良分别较年初提升 1BP、2BP，股份制银行和农商行的不良率较年初持平。从不良的隐含指标来看，大部分银行的逾期率和关注类贷款比例受疫情的影响确实也较年初有较为明显的提升。从拨备覆盖率来看，上市银行整体的拨备覆盖为 208%，同比提升 5.4 个百分点，风险抵补能力继续提升。

3) 疫情对零售银行的影响好于市场预期，业绩和资产质量等方面的韧性更强；股份制银行业绩好于预期。零售银行的业绩保持较高的增长韧性，资产质量和风险抵补能力继续提升，受疫情的影响好于市场预期。其中宁波银行、招商银行的业绩增速分别为 18%、10%，不良率分别较年初变化 0BP、-5BP；拨备覆盖率分别较年初持平、+24.5 个百分点，在本身较高的资产质量和拨备水平下延续提升，在疫情影响表现出更加稳健的增长。另外，股份行的业绩同比仅下降 1.7 个百分点好于我们预期，一方面营业端在量价提升下增速实现 11.2% 的高增长，其中我们测算的净息差同比还提升 1BP，另一方面资产质量好于预期较年初持平没有上升，整体减值计提压力下降减少了对利润消耗，业绩保持了相对的稳定性。

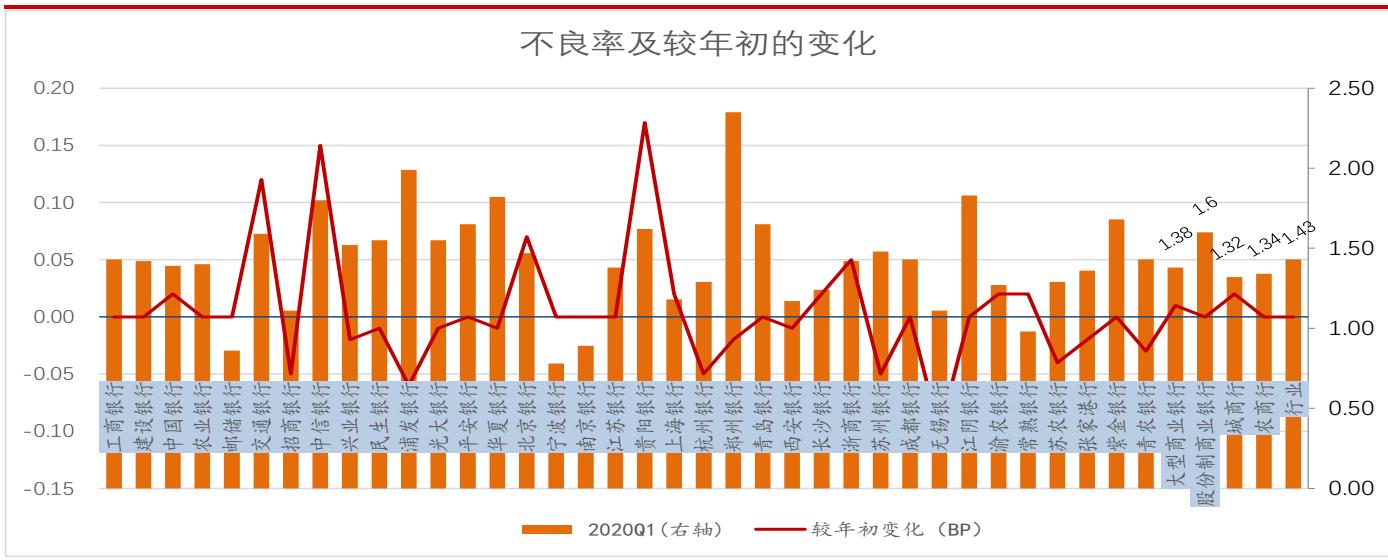
整体上，一季度上市银行的业绩、资产质量等指标在趋势上以及结构上均符合行业整体的情况，但整体表现上要好于行业整体情况。

图 13 一季度上市银行整体利润增速超出市场预期



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 14 一季度上市银行不良率整体较年初持平，好于商业银行整体情况



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

## 2. 下半年行业经营环境和经营情况展望

展望下半年：

首先，在经济企稳、筑底回升阶段，逆周期的货币政策和积极的财政政策还将保持延续性，特别是在货币政策量价均加大调节来稳定和刺激需求之后，未来积极的财政政策将承接发挥更大的作用去引导和刺激投资，促进实体经济尽快恢复动能。

其次，行业层面下半年我们认为：1) 有些政策还将延续落地，比如说贷款利率的继续下行，引导中小金融机构的经营下沉等；2) 有些方面会有积极的改善，主要体现在：伴随经济的企稳整体资产质量也将边际改善、拐点可期；负债成本在市场化存款产品以及主动负债的定价下行下整体改善；3) 有些需要关注的方面，比如金融科技监管和数字货币等方面进展、部分中小银行在持续低利率以及信用成本高企下分化加剧等。

### 2.1. 稳健的货币政策延续，更加积极的财政政策发力

#### 2.1.1. 货币政策从总量更多的侧重价格引导，财政政策更加积极有为

年初以来，稳健的货币政策更加强调逆周期性、针对性和前瞻性。量上，年初以来降准释放了 1.75 万亿的长期资金、再贷款再贴现释放了 1.8 万亿的资金以及通过公开市场等释放 1.7 万亿的短期流动性资金。在总量充足的背景下，整体市场利率明

显下行、企业的融资可得性明显提升。社融和 M2 增速均明显回升，企业存款也同比增速回升至 8.4% 的 2018 年 1 月以来的新高水平等，一系列指标表明整体实体的资金相对充裕。

后续在保持市场流动性充裕的背景下，货币政策更多的从数量型向价格型转变，通过持续降低实体的融资成本进一步刺激企业的投资需求，央行的一季度货政报告中也提到未来仍将深化 LPR 改革，推进存量贷款定价转换，用改革的办法促进社会融资成本进一步下行。我们预期整体 LPR 还有进一步下降的空间。

另外，在货币政策释放了充足的长期资金之后且后续更多转向价格和结构的引导的阶段后，未来财政政策将接力、更加积极有为。根据华西宏观团队的分析，后续财政将显著发力。2020 年财政赤字率（一般预算）提高至 3.6% 以上，新增政府债券 8.5 万亿，较 2019 年 4.7 万亿增加 3.8 万亿，增幅达 81%。在一般预算赤字、狭义赤字和广义赤字较为显著拉大下，鉴于今年基建主体融资与基建实际投资的关联度会比 2018-2019 年强，过往地方专项债融资中土储和棚改占比很高，今年主要是基建类专项债体量大，且专项债可以用作资本金，会配套信贷、城投债融资。预计基建投资回升至 13% 附近。

图 15 2020 年政府制定财政赤字率提升至 3.6%



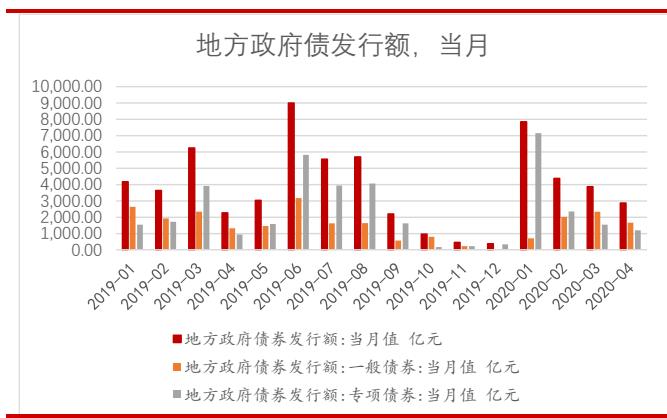
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 16 2020 年地方专项债规模明显提升



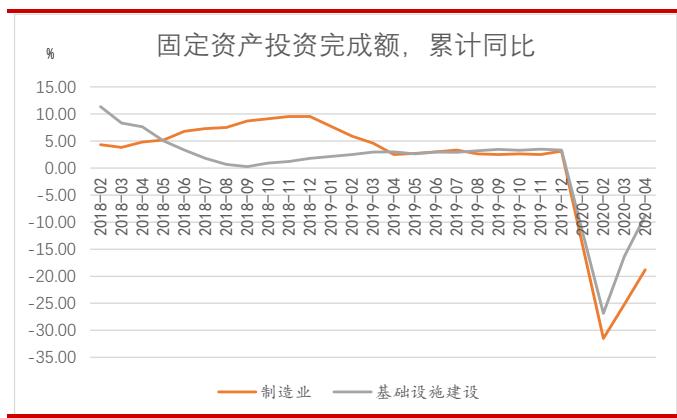
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 17 2020 年初开始专项债发行提速



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 18 预计今年基建投资增速将有明显回升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

### 2.1.2. 监管加强引导商业银行下沉，继续深化金融供给侧改革

一方面，疫情对中小企业的冲击相对更大一些，为此疫情以来监管部门一直引导商业银行加大对普惠型小微企业的支持力度，从融资可得性、融资成本、财税、市场经营成本等多角度联合帮助小微企业渡过难关、复工复产。后续，监管还将持续加强对小微企业的支持：

货币政策上：1) 4月21日召开的国务院常务会议提出，为促进金融机构更好服务小微企业，会议确定将普惠金融在银行业金融机构分支行综合绩效考核指标中的权重提升至10%以上，鼓励加大小微信贷投放；2) 两会政府工作报告中提出2020年大型商业银行的普惠型小微企业贷款增速要高于40%，较去年的水平再提升10个百分点，持续加大对小微企业的信贷支持。

监管政策上：1) 对小微企业的逾期还款政策进行延期，缓冲中小银行的资产质量压力；2) 采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度，一方面提升自身的风险防御和化解能力，另一方面也是为了增强信贷投放能力，更好服务中小微企业。

另一方面，继续深化金融供给侧改革和中小银行的风险治理。央行发布的《2019年第二季度中国货币政策执行报告》中指出，部分中小银行出现的局部性、结构性流动性风险，本质上是真实资本水平不足导致的市场选择结果。要推动中小银行补充资本，将银行资本补充与深化金融供给侧结构性改革、加强金融风险防范基础能力以及促进中小银行健康发展结合起来。

2017年金融供给侧改革之后银行体系的金融风险得到有效防控，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。之前在一季度金融机构经营情况发布会上监管表示，目前中小银行公司治理已经取得了初步成效。一是加大了股东股权违法违规乱象治理力度，银保监会去年针对股东股权与关联交易问题开展了专项整治。二是稳妥开展高风险机构违规股东股权清理整治。

### 2.2. 商业银行经营情况展望：不良拐点可期，关注部分小银行的经营分化

#### 2.2.1. 下半年资产质量有望边际改善，不良拐点可期

下半年随着经济的企稳回升，商业银行整体的资产质量压力边际下降。

一方面，疫情以来政策集中发力奠定了较好的基础：

一季度商业银行的不良率环比上升 5BP，关注类贷款占比环比上升 6BP，在疫情影响下整体资产质量小幅下行并没有显著恶化，主要是逆周期政策发力以及监管对困难企业的还款计划做出延迟安排下商业银行的资产质量受到的冲击相对较小。可以看到在一系列逆周期的货币政策下，一季度末的整体贷款需求指标特别是制造业贷款需求指标开始明显回升；大型和中型企业的贷款需求在国家加大基础项目投资下整体也有明显的回升；同时银行的贷款审批指数也相应的明显的提升。实体的融资可得性明显提升，对资金链的安全以及后续的复工复产都奠定较好的基础。

另一方面，进入二季度政策成效渐显，下半年经济增长预期提升：

进入二季度随着企业开始复工复产，经济整体有所恢复：4月 PMI 指标保持在 50% 以上，且超过去年同期水平；4月工业企业增加值指标已经同比转正。从历史数据来看，工业增加值与不良指标的相关性较强，后续在企业盈利的恢复过程中商业银行的不良生成压力也将逐渐下降。

根据华西宏观团队的分析，要实现两会制定的就业目标（新增就业 900 万人以上）以及结合财政赤字安排的情况，预估今年 GDP 增速在 2.5%-3%，季度分布大致为：-6.8%、3%、7%、7%。未来经济增长恢复的驱动力量来自于：更加积极财政支持下“两新一重”类基建投资的显著增长，结构性政策发力下制造业投资渐趋稳定；疫情控制后消费的自然恢复；下半年海外疫情减弱后，在“引进来、走出去”之开放政策完善下，外需也将出现改善。整体经济增长预期提升。

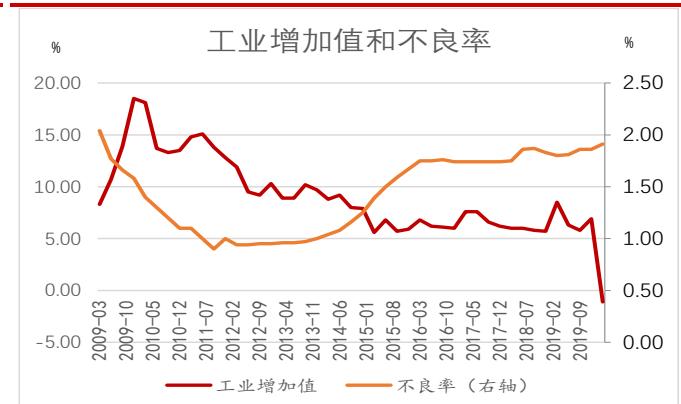
另外，结合监管对中小微企业延期还款政策的延长，以时间换空间，我们预计，下半年商业银行的资产质量拐点可期，四季度不良率或将持平甚至开始回落。

图 19 4月工业企业增加值同比转正



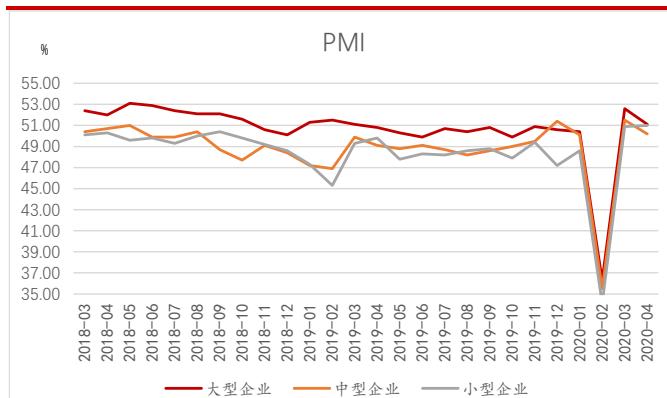
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 20 工业增加值和不良率相关性较强



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 21 3 月 PMI 指标也开始好转



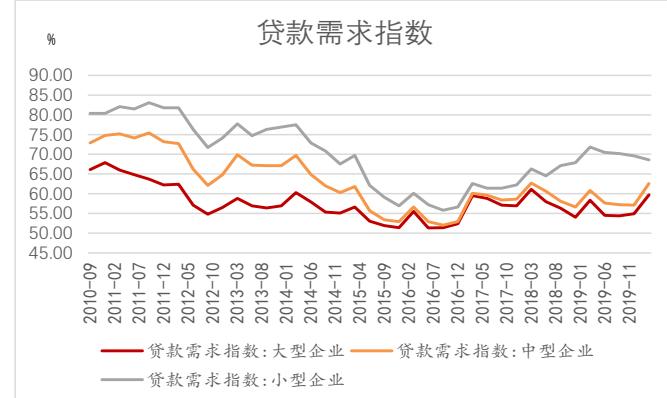
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 22 一季度末制造业贷款需求指数明显回升



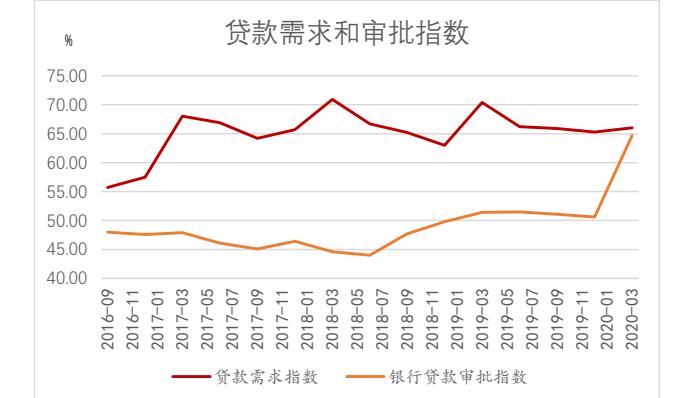
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 23 一季度末大型和中型企业的贷款需求指数明显回升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 24 贷款审批指数从疫情以来明显提升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 25 2020 年政府对新增就业人数和财政赤字率设定的目标



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 26 预计全年 GDP 为 2.5%-3%



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

## 2.2.2. 存款成本有望在 LPR-FTP 传导中下降，负债端成本压力减轻对冲资产端收益下行压力

今年以来商业银行的资产端定价压力持续加大，在后续贷款利率继续下行以及存量转换的逐渐完成下行业的息差面临进一步收窄压力，但是我们也要看到负债端的一些积极的改善，可以部分减轻资产端收益下行的压力。

首先，存款成本有望在利率市场化改革中下行。

在 LPR 利率跟随 MLF 下行的背景下，反应到商业银行的 FTP 定价中也会传导到商业银行吸收存款的成本报价。央行一季度货政报告中指出 LPR 改革对存款利率市场化改革起到重要推动作用。随着贷款市场利率整体下行，银行发放贷款收益降低，为了保持和资产收益相匹配，银行会适当降低其负债端成本，高息揽储的动力也会随之下降，从而引导存款利率下行。存款利率与市场利率正在实现“两轨合一轨”，贷款市场利率改革有效地推动了存款利率市场化。

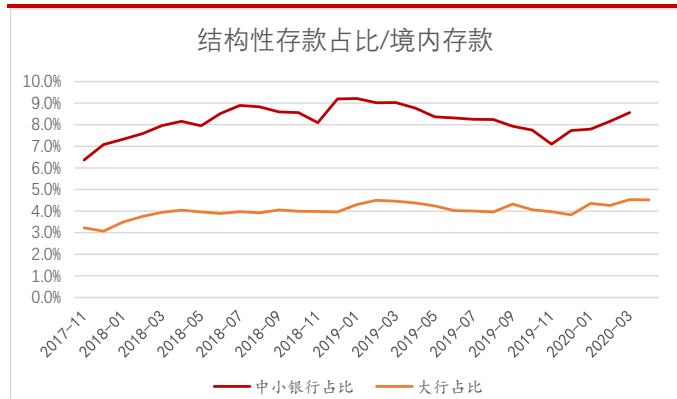
截止到 2020 年 4 月底，商业银行存款中高成本的结构性存款的占比为 6.5%，这个比例较 2019 年末提升了 1.1 个百分点。结构上，大型银行的结构性存款占境内存款的比例为 4.1%，中小银行的占比为 8.6%。未来这部分高成本的存款产品以及部分大额存单等存款产品的利率均有望下行，带动整体存款成本的边际下降。

图 27 一季度以来商业银行结构性存款占比回升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 28 中小银行的结构性存款占比较高



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

其次，市场化的存款产品和主动负债在市场利率下行以及流动性宽松预期下成本显著下行。

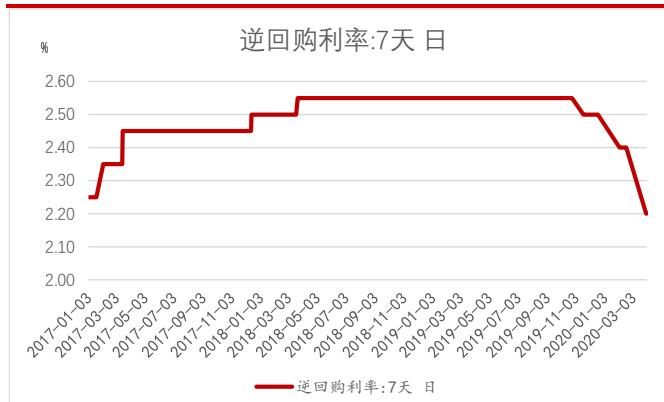
一季度行业的净息差为 2.1%，同比下降 7BP，环比下降 10BP，在一季度降息以及监管加强价格引导上有所下行，但其中主动负债成本在市场流动性持续宽松下的下降也实现了部分对冲。具体来看，年初以来，央行将 MLF 利率从 3.25% 调降至 2.95%，将 7 天逆回购利率从年初的 2.5% 调降至 2.2%。进入二季度，受政策利率持续下降的传导以及充裕的流动性环境的影响，市场利率均持续下行，7 天 SHIBOR 利率下降至近十年以来的新低 1.48%；DR001 利率降至有数据以来的新低至 0.68%，低于调整前

的 0.72%的超额存款准备金利率的水平等等。市场利率的持续下行下，一方面商业银行的主动负债的发行成本大幅下行，比如 3 个月的同业存单的发行利率降至 1.55%的历史新低水平，已经同比下降了 100-150BP。

从上市银行口径来看，2019 年末同业负债和同业存单合计占负债的比例为 18%，其中城商和股份行的占比较高，分别为 28.6%、27.6%。具体看高成本的同业存单的情况，股份行和城商行的同业存单分别占市场份额的 38、36.9%；2020 年有 14 万亿的存量存单到期，期限上一年和三个月的到期比较集中，分别占 49.5%、18.9%，发行主体上城商行的到期量占比为 40%，其次为股份行，占比为 36.1%。

对于高成本的结构性存款和同业负债、同业存单等主动负债产品，我们大体做了一下测算，在悲观、中性、乐观的假设下，分别假设结构性存款和同业存款的利率同比下降 25BP、50BP、100BP，对上市银行 2020 年的净利润和净息差的影响情况。整体来看，在我们乐观假设下对上市银行整体 2020 年的净息差和净利润的影响分别为 2.6BP 和 2.14 个百分点左右，影响相对还是比较明显的。同时在结构上，这部分负债占比较高的城商行和股份行的影响相对更加明显一些。

图 29 年初以来 7 天逆回购利率持续调降



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 30 MLF 利率已经降至最低水平



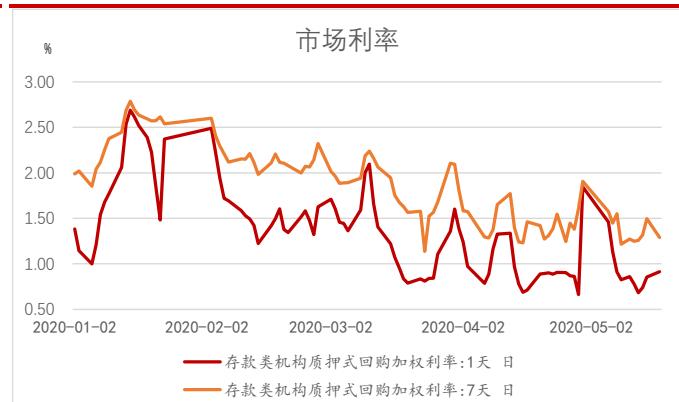
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 31 目前 SHIBOR 利率创近十年新低



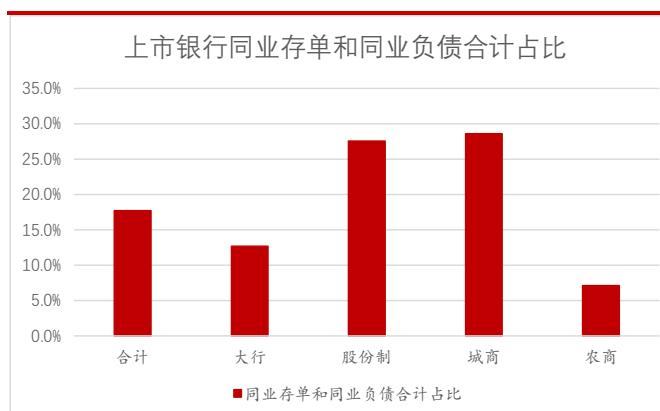
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 32 DR001、DR007 均创历史新高



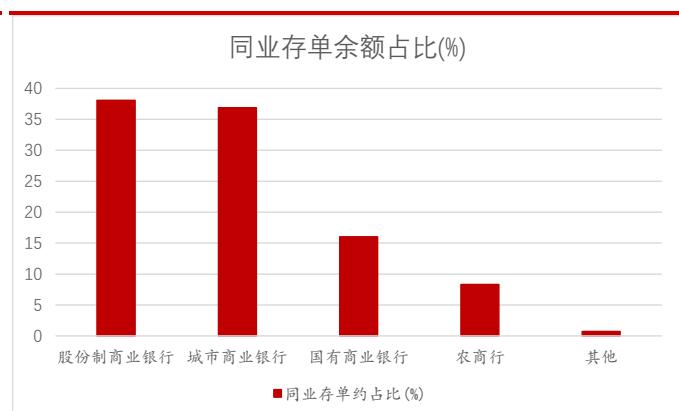
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 33 股份行和城商行的同业存单和同业负债的占比相对较高



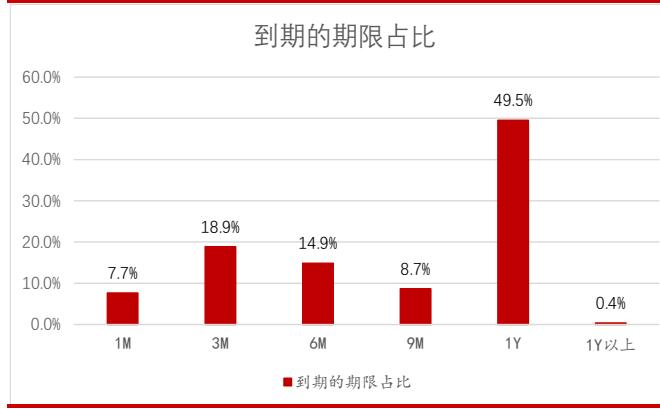
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 34 股份行和城商行的同业存单占比相对较高



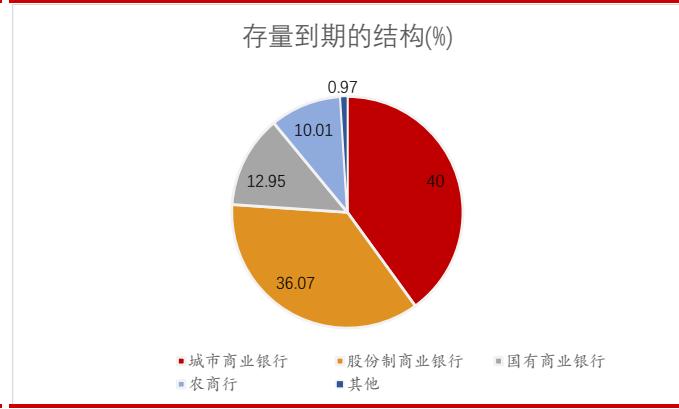
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 35 同业存单的到期期限主要集中于一年期和三个周期



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 36 2020 年城商行同业存单的到期占比最高



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

表 1：主要假设和预测情况

分类银行	悲观情形		中性		乐观情形	
	息差 (BP)	净利润	息差 (BP)	净利润	息差 (BP)	净利润
大型商业银行	0.31	0.25%	0.63	0.51%	1.26	1.01%
股份制商业银行	1.29	1.06%	2.58	2.12%	5.16	4.24%
城商行	1.64	1.40%	3.29	2.80%	6.57	5.61%
农商行	0.62	0.47%	1.23	0.95%	2.46	1.90%
行业	0.66	0.54%	1.32	1.07%	2.64	2.14%

资料来源：万得资讯、华西证券研究所

### 2.2.3. 部分中小银行在持续低利率以及信用成本高企下分化加剧

我们认为今年受疫情的影响对部分中小银行经营形成比较大的考验，相对来说进入比较关键的时期，主要体现在以下几个方面：

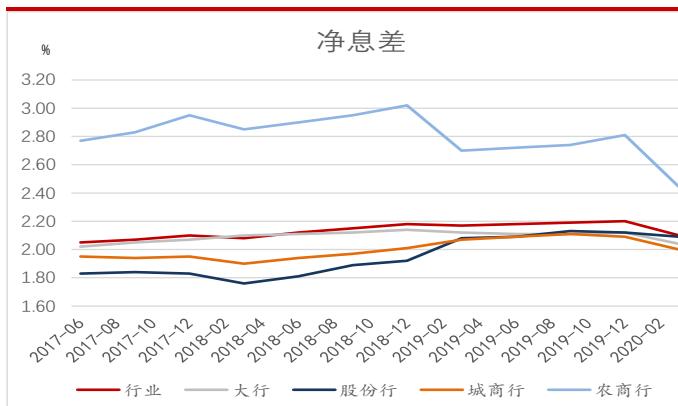
首先，在息差逐渐收窄的压力下以及相对单一的营收结构下整体营收压力加大  
我们认为今年中小银行的息差压力相较其他类型的银行更大，主要是：

1) 负债端，农商行的存款占总负债的比例为 75%，而且存款结构中定期存款的占比高达 60%以上，城商的存款占比相对较低为 64%，但定期存款占比位居行业第二高的水平为 57%。这就决定了，一方面高成本的定期存款占比比较高下整体存款的成本就相对较高且刚性较强，另一方面较高的存款占比在市场利率相对较低的环境下对负债端成本的下降贡献较小，不能部分对冲资产端定价的下行；

2) 资产端，2019 年 8 月贷款基准利率切换到 LPR 之后，目前 LPR 利率已经下调 40BP，中小银行的贷款占比相对较低下贷款定价下行的影响较小，但是占比更高的市场化资产年初以来的收益率水平降幅更加明显，比如说 10 年国债、地方债的到期收益率均同比下降了 60BP 以上，这部分资产的定价下行更加明显。整体上，相比其他银行，中小银行的整体资产端收益率的下行压力也更大。

另外，中小银行的非息收入占到营业收入的比例比较高，特别是农商行，占比超过 80%，在息差拖累营收的背景下非息收入的对冲相对更加有限，整体营收的压力相对会更大一些。

图 37 一季度农商行和城商行的息差降幅更加明显



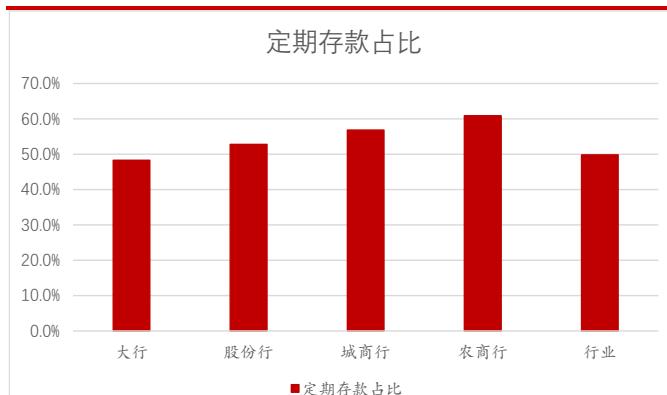
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 38 2019 年农商行的存款占比接近 80%



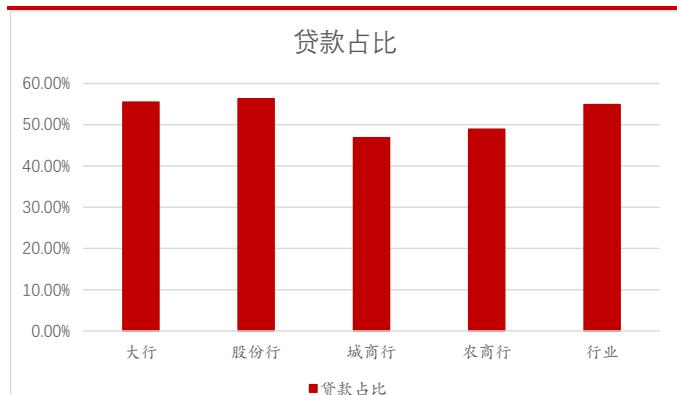
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 39 2019 年存款中定期存款占比最高的是农商行



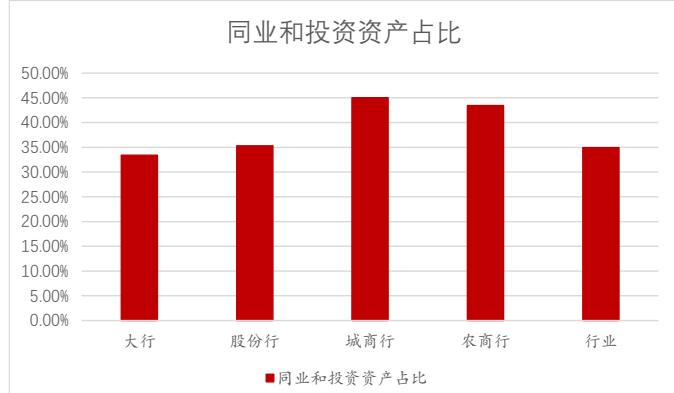
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 40 2019 年报中农商行和城商行的贷款占比较低



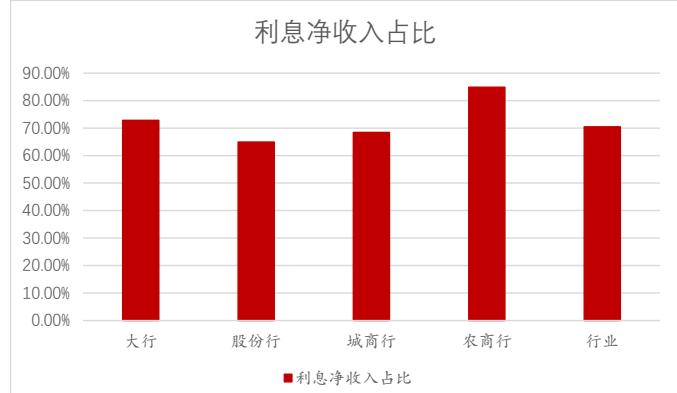
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 41 2019 年报中城商行和农商行的同业和投资资产的占比较高



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 42 2019 年报中农商行的营收收入中净利息收入占比超过 80%



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

其次，疫情对中小银行的主要客群小微企业冲击相对更大，两会政策支持力度明显加强

一方面，城商和农商行的主要客群是小微企业，小微贷款中两者的合计占比超过 50%，其中农商行的占比为 37%。疫情爆发以来小型企业受到的冲击更大，2 月小型企业的 PMI 指标仅为 34%。另外，一季度末的小型企业的贷款需求指数较年初还有下降，而中型和大型企业的贷款需求指数均较年初有明显的提升。

另一方面，根据招商银行今年在企业网银和企业 APP 客户端启动的对企业客户的跟踪调研结果显示：

1) 4 月末我国小微企业（雇员人数小于 50）产能仅恢复四成，大中企业（雇员人数超过 100）产能恢复约七成。

2) 由于小微企业产能利用率更低，受产能恢复缓慢影响下对未来的预期也更为悲观。在被问及何时产能可恢复至 75% 以上时，仅有 61.6% 的小微企业表示三季度前可恢复，有 24.4% 的小微企业表示年内恢复无望。而在大企业中，80.1% 的企业表示三季度前可恢复，认为年内无法恢复的不到一成 (9.4%)。

3) 小微企业/大中企业中, 预期上半年营收下滑超过 25%的占比分别为 75.6%/47.5%, 预期营收下滑超过 75%的占比分别为 30.9%/7.1%。但即便对于大中企业而言, 预期上半年营收实现正增长的占比也很小 (13.4%), 正增长的小企业更是屈指可数 (6.4%)。

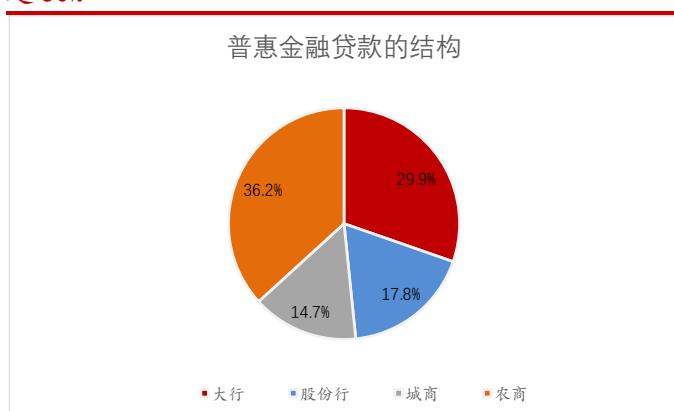
所以, 两会召开后政府工作报告中对小微企业的政策支持力度明显加大。

虽然整体上疫情发生以来国家针对小微企业的延续还款、复工复产等出台了一系列的政策, 一季度整体小微普惠金融贷款投放明显提升, 一季度末普惠金融贷款的整体增速达到 23.6%, 高于整体贷款增速近 11 个百分点。但根据我们上面提到的一些情况小微企业的整体恢复节奏上还需政策加强落地和时间消化。为此, 5 月 21 日发布的两会政府工作报告中明确提出以下几点:

- 1) 必须稳住上亿市场主体, 尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关;
- 2) 中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年 3 月底, 对普惠型小微企业贷款应延尽延, 对其他困难企业贷款协商延期;
- 3) 鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷;
- 4) 大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40% 等等。

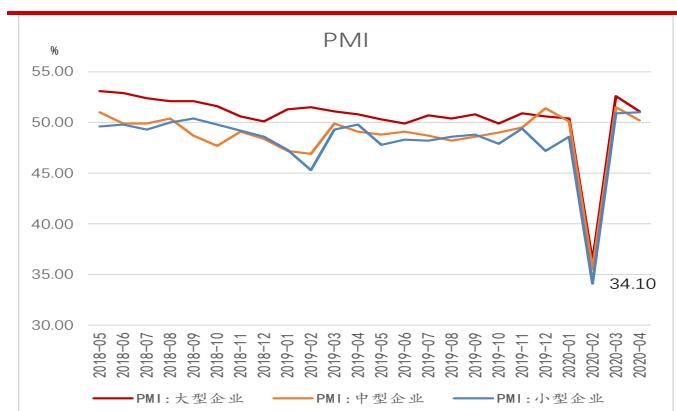
整体的政策支持力度有明显的提升, 预计后续小微企业的复工复产节奏在政策的持续落地后将有较快的提升。

图 43 农商行和城商行的普惠小微企业贷款占比合计超 50%



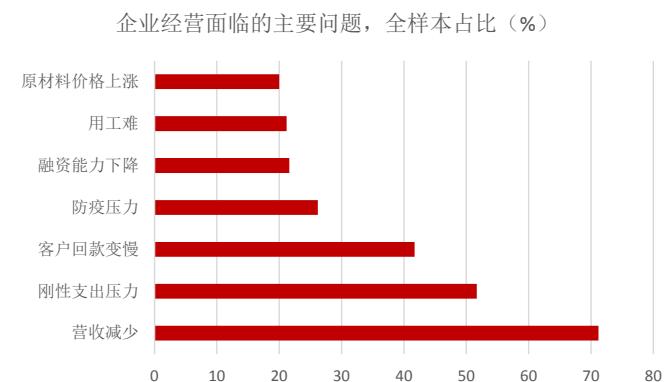
资料来源: 招商银行研究院、华西证券研究所

图 44 2 月小型企业的 PMI 下降最为明显



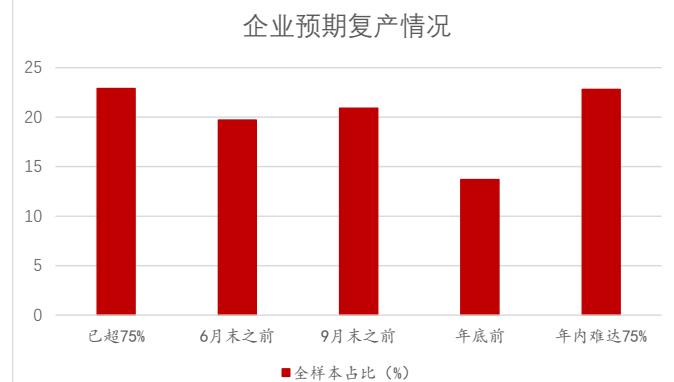
资料来源: 招商银行研究院、华西证券研究所

图 45 小微企业面临的主要困难中最主要的是营收的减少



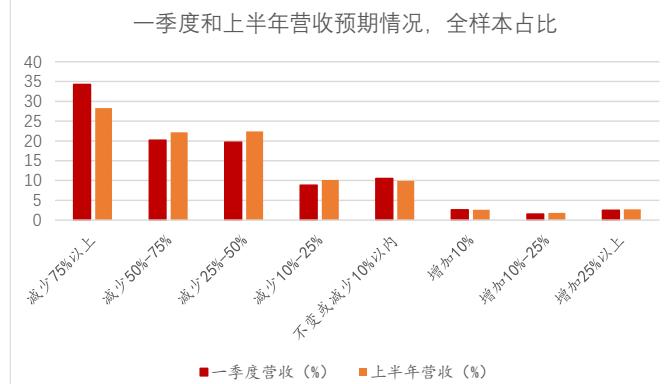
资料来源：招商银行研究院、华西证券研究所

图 46 疫情之后小微企业对产能恢复的预期较低



资料来源：招商银行研究院、华西证券研究所

图 47 疫情之后小微企业对一季度和上半年的营收预期较为悲观



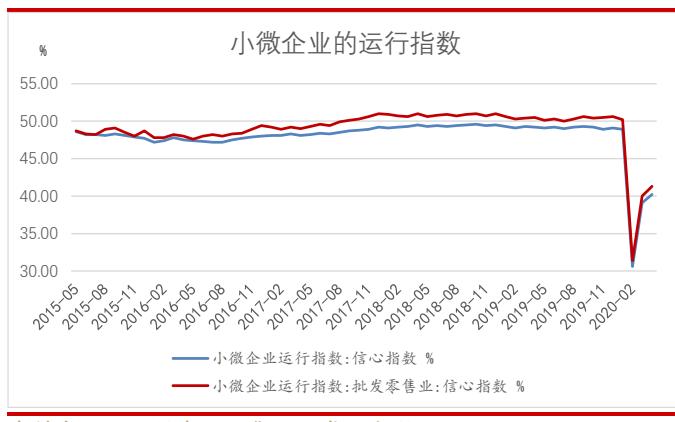
资料来源：招商银行研究院、华西证券研究所

图 48 预计上半年营收减少 75%以上的小微企业占比接近 30%



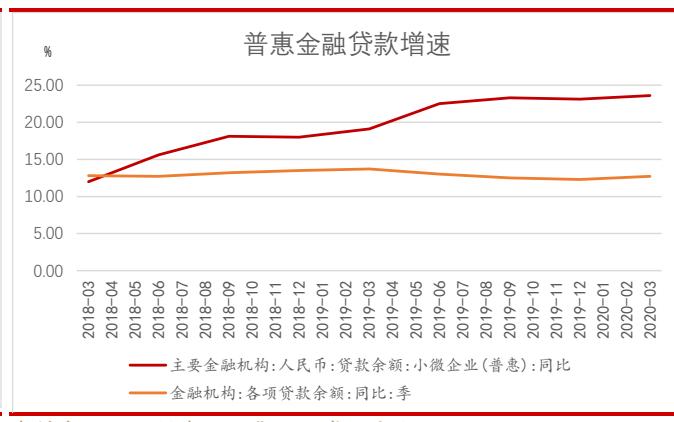
资料来源：招商银行研究院、华西证券研究所

图 49 小微企业的运行信心指数还有待提升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 50 普惠金融贷款增速明显高于行业整体贷款增速



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

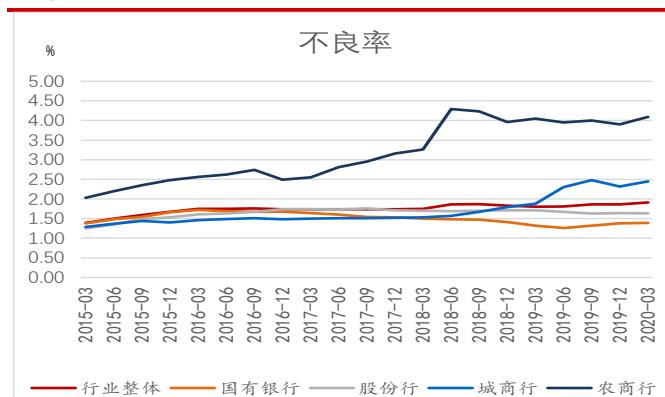
## 再次，受资产质量压力和信贷投放拨备计提影响下整体信用成本提升压力相对更大

2017年以来，中小银行的资产质量开始明显的提升：农商行的不良率在2017年开始明显上行但进入2019年开始整体平稳；而城商行的不良率在2018年开始提升特别是进入2019年提升更加明显。而且，年初以来受疫情的影响，中小银行的资产质量相较其他大中型银行有更明显的下行，不良率有较为明显的提升。

受此影响，农商行和城商行的拨备覆盖率持续下降。2017年开始农商行的拨备覆盖率降至行业最低水平，目前仅为121.8%；城商行的拨备覆盖率由2018年之前的行业最高水平降至2019年开始的行业第二低的水平，目前为149.9%。均低于150%的水平。

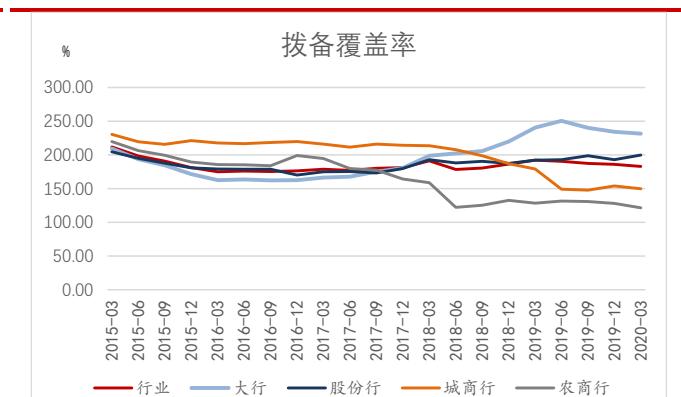
后续，在经济恢复阶段特别是主要客群小微企业恢复节奏相对较慢下整体小银行的资产质量还有压力，整体不良生成还将保持在较高水平，相对高拨备的银行可以消耗拨备加大处置等缓解不良率明显提升的压力同时保持信用成本的相对平稳；但拨备水平较低的银行其不良处置能力和信用成本提升压力相对会更大。

图51 中小银行的不良率从2017年开始有较为明显的提升



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图52 目前中小银行的拨备覆盖率处于行业较低水平



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

综上，整体风险可控，但需关注在营收压力和信用成本压力下部分中小银行的经营分化加大

首先，行业整体的风险相对还是可控的，一方面，未来国家还将持续加大对小微企业的融资、复工复产的支持等，随着政策的落地整体经营情况会逐渐好转；另一方面，根据两会政府工作报告监管对之前还款困难的中小企业的延期还款安排政策延长至2020年3月底，相对也对中小银行的资产质量压力给予一定的缓冲空间，以时间换空间，预计整体中小银行资产质量明显恶化的概率较低。

其次，分化必将加剧，部分中小银行的风险提升。如前所述，一方面营收的压力就较大，在此基础上拨备相对薄弱的银行又面临信用成本提升的压力，整体业绩压力显而易见，信用风险又会引发一些流动性以及经营风险等。整体上仍需关注一些风险偏好较高以及风险管理不严的个体银行的风险。

### 3. 投资建议和个股推荐

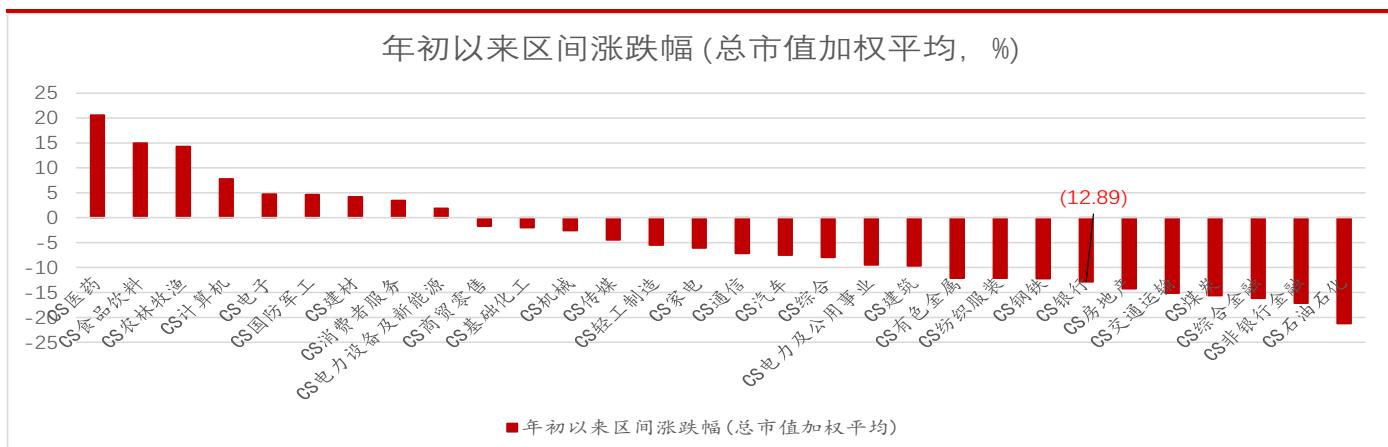
### 3. 1. 年初以来板块表现相对较差

年初以来截至 5 月 25 日收盘，银行板块整体下跌 13%，沪深 300 和全部 A 股分别下跌 8.2%、4.2%，银行板块分别跑输沪深 300 指数 5 个百分点、全部 A 股近 9 个百分点。银行板块的绝对收益和相对收益均为负，在中信 30 个子行业中涨幅排 24 位。

具体来看，大行、股份行、城商、农商行分别下跌 11%、15.7%、15.4%、25.7%，农商行相对下跌较为明显。

具体个股来看，截至5月25日收盘没有绝对收益为正的个股，相对板块表现较好的是杭州银行（-4.9%）、中国银行（-6.8%）、农业银行（-8.1%）、无锡银行（-9.5%）、交通银行（-9.6%）、民生银行（-9.7%）、宁波银行（-11.5%）、招商银行（-12%）、张家港行（12%）、建设银行（-12.4%）。青农银行、西安银行、紫金银行、渝农银行、常熟银行、平安银行等股价回落较为明显。

图 53 年初以来银行板块涨跌幅位于全部 30 个子行业的 24 位



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 54 年初以来银行板块跑输市场



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 55 年初以来全部上市公司均下跌



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

### 3.2. 投资评级和个股推荐

#### 1) 盈利预测

我们维持行业全年的盈利预测，在息差同比下降 10BP、不良率同比提升 7BP、信用成本小幅提升的假设下，2020 年全年上市银行的整体业绩增速为 4.7%左右。敏感性分析显示，大致的整体业绩区间在 2.4%-7%左右。

#### 2) 投资评级

我们上调行业的投资评级为“推荐”，主要的逻辑是：

首先，目前板块的估值静态 PB 仅为 0.6 倍出头，处于历史最低水平。后续整体政策托底还将延续，板块整体估值趋势是底部向上。

其次，如上所述，我们预计下半年最快三季度我们可以看到行业整体不良的拐点，而经济趋势预期和银行的资产质量是板块估值的主要压制因素，在上半年一系列货币和财政等政策的持续落地后整体经济筑底回升可期，一方面市场对下半年整体经济的预期也有望提升，另一方面商业银行的资产质量压力也将边际改善。整体上，板块的估值压制因素也就逐渐消除，打开整体估值提升的空间。如果三、四季度的 GDP 增速有望达到 2019 年的下半年的水平即 6%左右，我们预计整体估值有望提升至 2019 年的下半年估值的中枢水平，整体估值修复空间为 15%左右。

最后，一般在经济预期提升下低估值的银行板块的弹性会有较为明显的提升，有望获得一定相对收益。

#### 3) 个股推荐

后续我们认为商业银行主要面临低利率、信用风险相对缓和以及整体经济增长底部复苏的环境。这样的环境下，客群基础相对强大且粘性较强、相对非息收入盈利能力较强、资产风险偏好相对不高的银行其经营稳定性更高，以时间换空间，在经济有效回升之后增长也会相对更加突出。市场也会给予这样的银行更好的估值溢价。

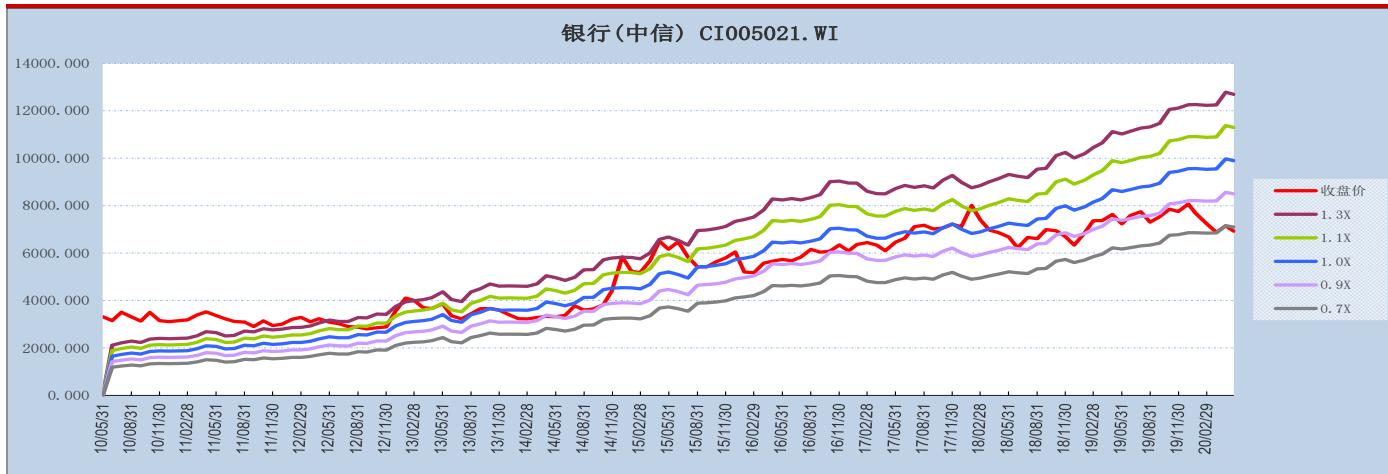
个股上，我们优选经营稳健、业绩稳定和质量高、资产质量以及风险抵补水平较好的银行、重点推荐：招行、兴业、宁波、常熟、邮储。另外关注低估值的大行的结构性机会。

表 2：敏感性分析：主要假设和预测情况

息差	1.89%	1.91%	1.93%	1.95%	1.97%
信用成本					
1.33%	4.3%	5.5%	6.8%	8.1%	9.30%
1.35%	3.2%	4.5%	5.8%	7.0%	8.30%
1.37%	2.2%	3.4%	4.7%	6.0%	7.20%
1.39%	1.1%	2.4%	3.6%	4.9%	6.20%
1.41%	0.1%	1.3%	2.6%	3.9%	5.10%

资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 56 板块目前的估值位于历史底部位置



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 57 最近几年银行板块的表现



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 58 板块行情与资产质量相关



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 59 板块最近几年的绝对和相对收益表现

%	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
上证综指	-21.68	3.17	-6.75	52.87	9.41	-12.31	6.56	-24.59	22.30
沪深300	-25.01	7.55	-7.65	51.66	5.58	-11.28	21.78	-25.31	36.07
中信一级银行指数	-3.57	19.04	-4.84	71.83	3.57	0.69	16.88	-10.95	27.28
相对收益	21.4	11.5	2.8	20.2	-2.0	12.0	-4.9	14.4	-8.8
相对表现	跑赢	跑赢	跑赢	跑赢	跑输	跑赢	跑输	跑赢	跑输

资料来源：万得资讯、华西证券研究所

## 4. 风险提示

- 1、经济企稳不及预期，信用风险再次显著提升，商业银行的信用成本显著上升侵蚀利润；
- 2、银行利率显著收窄拖累业绩表现；
- 3、部分中小银行爆发结构性的风险等；
- 4、公司经营层面出现重大风险等。

## 分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。