

行业研究/中期策略

2020年06月10日

行业评级:

银行 增持(维持)
银行 II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报(第二十三周)》2020.06
- 2 《常熟银行(601128 SH, 增持): 入股镇江农商行, 打开成长空间》2020.06
- 3 《非银行金融/银行: 两大创新工具推出, 效力直达小微》2020.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

云开月明, 淘沙取金

2020年银行业中期策略

核心观点

我们认为 2020 年是银行业经营压力较大的一年, 但行业变革与分化也在孕育新的机遇。疫情的影响为结构性的, 优质客户等资源禀赋有望加速向最优秀的银行流动, 应重视优质银行的经营韧性。虽然银行业尚未进入盈利修复周期, 但目前股价已充分反映出市场对银行年内基本面的预期; 而宏观政策对经济及银行基本面的影响存在滞后性, 但银行股估值则一般会提前修复。当前为银行板块估值、仓位双底部, 在经济修复驱动下是战略配置时机。建议精选优质中小行, 推荐股份行招商银行、兴业银行、平安银行, 以及特色区域性银行常熟银行、南京银行、成都银行。

基本面表现: 压制因素仍存, 分化亦不可小觑

2020 年银行业有一定经营压力, 中性情境下我们预计商业银行、上市银行净利润同比增速分别为 2.3%、3.0%。资产配置方面, 我们认为零售贷款有望接力对公, 贷款需求平稳向上, 低利率环境下债券配置谨慎, 预计 2020 年末资产同比增速有望明显高于 2019 年。息差方面, 行业整体面临下行压力, 负债端是分化的关键, 预计负债结构较优的股份行、龙头城商行表现更佳, 存款向经济大省集中, 减轻当地银行负债压力。资产质量方面, 不良生成有所滞后, 重点关注二三季度风险压力, 外贸省份和外需型行业或受境外疫情冲击。

市场预期: 悲观预期充分反映, 企稳回升值得期待

银行业景气度指数可准确反映银行一线业务人员的预期, 与银行股股价较为同步, 但景气度指数领先银行净利润增速、不良贷款率、净息差等基本面指标半年到一年左右。2020 年一季度, 银行业景气度指数和银行指数的累计跌幅分别为 -17.5%、-14.8%, 我们认为银行股股价走势已充分体现了市场对银行基本面的悲观预期。疫情以来货币政策力度较大, 从历史经验来看, 政策对银行基本面的影响存在滞后, 但银行股估值有望先于基本面修复, 我们认为目前是银行股较好的布局时机。

投资建议: 估值仓位双底部, 精选优质中小行

银行股估值和仓位处于双底部, 有望迎来边际修复。估值方面, 目前银行板块 PB 估值处于历史低位, 后续随经济边际改善, 估值有望修复。仓位方面, 2020 年一季度偏股型公募基金银行股仓位降至 4.0%; 北向资金则受到境外流动性危机影响而被动抛售银行股, 后续二者均有一定边际提升空间。长期来看, 外资、机构资金等中长线资金偏好银行为其带来了配置机遇。在中小银行加速改革、政策对其也持续倾斜的背景下, 我们建议精选优质中小行。推荐股份行招商银行、兴业银行、平安银行, 以及特色小行常熟银行、南京银行、成都银行。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001	平安银行	13.67	买入	1.45	1.64	1.89	2.19	9.43	8.34	7.23	6.24
600036	招商银行	35.53	增持	3.68	4.15	4.79	5.56	9.65	8.56	7.42	6.39
601009	南京银行	7.87	买入	1.24	1.40	1.62	1.90	6.35	5.62	4.86	4.14
601128	常熟银行	7.72	增持	0.65	0.75	0.88	1.06	11.88	10.29	8.77	7.28
601166	兴业银行	16.25	买入	3.17	3.43	3.81	4.28	5.13	4.74	4.27	3.80
601838	成都银行	7.92	增持	1.54	1.77	2.09	2.48	5.14	4.47	3.79	3.19

资料来源: 华泰证券研究所

敬请参阅尾页重要声明及华泰证券股票和行业评级标准

正文目录

引言：云开月明，淘沙取金	4
基本面表现：压制因素仍存，分化亦不可小觑	5
资产配置：贷款增速保持高位，驱动资产较快增长	5
贷款：向发达区域集中，零售或接力对公	6
债券：利率下行环境偏交易，重点增配地方债	8
息差：下行压力依旧存在，负债端是分化关键	9
分类型特征：基于负债结构优势，股份+龙头城商行较优	10
区域特征：存款向发达地区集中，减轻当地银行负债压力	10
资产质量：二三季度为观察时点，境外疫情或有冲击	11
区域特征：东部省份 Q1 表现优，关注境外疫情压力	12
行业特征：对公关注境外疫情冲击，消费贷款拐点将至	13
风险处置：监管鼓励应核尽核，下半年或有望强化	14
2020 年利润预测：利润增速下降，上市银行更优	15
市场预期：悲观预期充分反映，企稳回升值得期待	17
历史复盘：股价与景气度同步，领先基本面指标	17
现状判断：悲观预期 Price in，政策驱动板块企稳	18
投资建议：估值仓位双底部，精选优质中小行	20
行业建议：估值+仓位底部，改善空间较大	20
招商银行：零售业务标杆，财富管理强行	21
兴业银行：“商行+投行”战略，迎接直融时代	22
平安银行：对公零售同发展，打造新型银行	23
常熟银行：开拓蓝海市场，银行的成长股	23
南京银行：定增充实资本，区域优势突出	24
成都银行：坚守本源业务，成长空间可期	25
风险提示	25

图表目录

图表 1：2020 年银行业中期策略逻辑图	4
图表 2：2020 年以来银行业总资产增速提升	5
图表 3：2020 年 4 月末大型银行贷款占比较 2019 年末提升	6
图表 4：2020 年 4 月末中小型银行贷款占比较 2019 年末提升	6
图表 5：2015 - 4M2020 新增贷款向经济发达地区集中	6
图表 6：2019 年以来全国及重点省市贷款余额同比增速（单位：%）	7
图表 7：2019 年末上市全国性银行长三角+珠三角区域贷款占比较高	7
图表 8：2020 年 1-4 月对公贷款投放力度进一步加强	8
图表 9：2020 年一季度新增零售贷款较 2019 年下降	8
图表 10：2020 年 4 月末疫情相关行业贷款增速均较 2019 年末提升	8
图表 11：2020 年 4 月末重点领域中长期贷款增速较 2019 年末提升	8
图表 12：2018 年以来商业银行债券投资占总资产比例走势	9
图表 13：2020Q1 上市银行新增金融投资类资产主要以交易为目的	9

图表 14: 2019 年 8 月以来商业银行托管债券月度环比增量	9
图表 15: 2020 年 4 月末商业银行托管债券结构	9
图表 16: 2020 年 4 月末银行定期、结构性存款占比较 2019 年末提升	10
图表 17: 4M2020 定期存款新增规模与 19 年定期存款新增规模持平	10
图表 18: 2020 年 Q1 上市银行净息差较 2019 年下行, 城商行表现相对较优	10
图表 19: 2019 年以来全国及重点省市各项存款余额同比增速 (单位: %)	11
图表 20: 4M2020 新增存款向长三角、珠三角及北京等地区集中化趋势明显	11
图表 21: 2020 年 1 月以来工业企业利息保障倍数大幅下滑后仍未恢复至 2019 年水平	12
图表 22: 2015 年以来全国及重点区域不良贷款率 (单位: %)	12
图表 23: 2020 年 Q1 末长三角、珠三角及北京等经济大省不良率较 19 年末增幅较小	13
图表 24: 2020 年以来全国及重点省市产业债信用利差较上月变化情况 (单位: bp)	13
图表 25: 2020 年以来重点行业产业债信用利差较上月变化情况 (单位: bp)	14
图表 26: 2019 年 12 月以来招商银行“和智”一期至八期个人消费贷款 ABS 平均逾期率	14
图表 27: 2020 年 Q1 社会融资贷款核销规模同比小幅下降	15
图表 28: 2020 年 4 月社会融资贷款核销规模同比大幅上升	15
图表 29: 2020 年上市银行和银行业净利润同比增速预测	16
图表 30: 银行家问卷调查扩散指数	17
图表 31: 银行业景气指数与股价较为同步	18
图表 32: 银行业景气指数领先上市银行净利润同比增速半年左右	18
图表 33: 银行业景气指数领先净息差半年到一年左右	18
图表 34: 银行业景气指数领先不良贷款率半年到一年左右	18
图表 35: 2003 年以来银行业指数的上涨与社融存量同比增速基本同步	19
图表 36: 疫情以来的货币政策操作	19
图表 37: 2010 年以来上市银行 PB 估值与经济增速较为相关	20
图表 38: 2013-2020Q1 偏股型公募基金银行股仓位走势	21
图表 39: 2020 年 1-3 月招商银行股价下行主要受外资减持影响	21
图表 40: 2018 年-2020 年 6 月沪深股通持股银行市值及占比	21
图表 41: 2013-2020 年 4 月保险资金股票和证券投资金额及占比	21
图表 42: 2020 年 Q1 招商银行年化 ROE 位列上市股份行第一	22
图表 43: 2018Q2-2020Q1 招商银行不良贷款率及拨备覆盖率	22
图表 44: 2014-2019 年兴业银行非金融企业债券承销金融及市占率	22
图表 45: 2016-2019 年兴业银行逾期 90 天以上贷款偏离度	22
图表 46: 2018-2020Q1 平安银行零售客户数量增速	23
图表 47: 2018Q2-2020Q1 平安银行各类贷款增长趋势	23
图表 48: 2019 年常熟银行村镇银行与全行贷款同比增速、存款同比增速	24
图表 49: 2018 年末和 2019 年末常熟银行分业务板块不良率	24
图表 50: 2019 年末南京银行贷款地区分布	24
图表 51: 2020 年 3 月末南京银行不良贷款率在上市城商行中位列第 2	24
图表 52: 2019 年末部分上市城商行本地贷款市占率	25

引言：云开月明，淘沙取金

2020年是银行业经营压力较大的一年，但行业变革与分化也在孕育新的机遇。受新冠疫情影响，银行业一季度净利润同比增速下行至5%，净息差较2019年下降10bp，不良贷款率较上年末上升5bp至1.91%，行业景气度下行明显。上市银行表现强于行业，但大部分标的也不同程度的出现了净利润同比增速下降、信用风险暴露的现象。虽然二季度以来国内疫情形势缓和，实体经济步入复苏通道，但海外疫情的第二波冲击、银行不良贷款生成的滞后性、银行继续向实体经济让利三大因素意味着**银行业尚未进入盈利修复周期**。整体来看，2020年银行业信用风险暴露、净息差收窄是基本面压制因素。**行业分化是趋势，建议寻找优质银行战略配置价值。**

疫情的影响呈现结构性，应重视优质个股韧性。各家银行经营区域、客户基础、自身能力均不相同，疫情冲击也不一致，疫情是检验银行经营能力的试金石。疫情对银行业的影响可分为信贷需求减弱、息差收窄、资产质量恶化等方面，其中市场对资产质量尤为关注。我们认为政策呵护下，通过时间换空间，资产质量有望缓和，客户结构较好、资产配置灵活性强、风控能力优秀的银行可更从容地面对挑战。**经此一疫，优质客户等资源禀赋有望加速向最优秀的银行流动，行业集中度或继续提升。**此时，优质银行可危中寻机，借客户习惯改变、政策支持力度加大等机遇实现新的跨越。上市银行中云集了大部分最优秀的银行，应看到这部分最优秀银行的配置价值。

悲观预期释放充分，优质个股的配置时机来临。年初以来，银行指数PB(LF)估值跌至历史低位，绝对收益率为-11.2%，相对沪深300的收益率为-9.9%（截至6月9日），指数走势与央行调查的银行业景气指数基本一致。而银行业景气指数走势来源于银行一线调查，走势领先于行业利润增速、息差、资产质量等账面指标。我们认为银行股股价走势已充分反映了市场对银行基本面的预期，后续账面净息差下行、不良率抬升之时，银行指数或难有进一步下跌空间。宏观政策力度已经显著加大，银行指数或先于基本面步入修复通道，我们认为当前时点是选配优质银行股的良机。

银行板块处于估值、仓位双底部，建议精选优质中小行。目前银行板块的“双底部”特征为：1)低估值。银行指数PB(LF)为0.72倍（截至6月9日），分位值为1.1%（2010年以来），估值为绝对低位。2)低仓位。3月末银行板块的偏股型公募基金持仓占比为4.0%，为近年来较低水平；而北向资金由于前期的境外流动性危机，也将银行股仓位降低至较低水平。从长期视角看，外资的逐渐回流、A股投资者机构化的趋势，为银行板块提供了更强股价支撑。**在中小银行加速改革、政策对中小银行也持续倾斜的背景下，我们建议精选优质中小行。**包括股份行中的零售及财富管理之王**招商银行**、“商行+投行”模式的标杆**兴业银行**、背靠集团的锐意改革者**平安银行**；区域性银行中的小微金融楷模**常熟银行**、区位优势且元气修复的优质城商行**南京银行**、以天府之国为经营根据地的**成都银行**。

图表1：2020年银行业中期策略逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

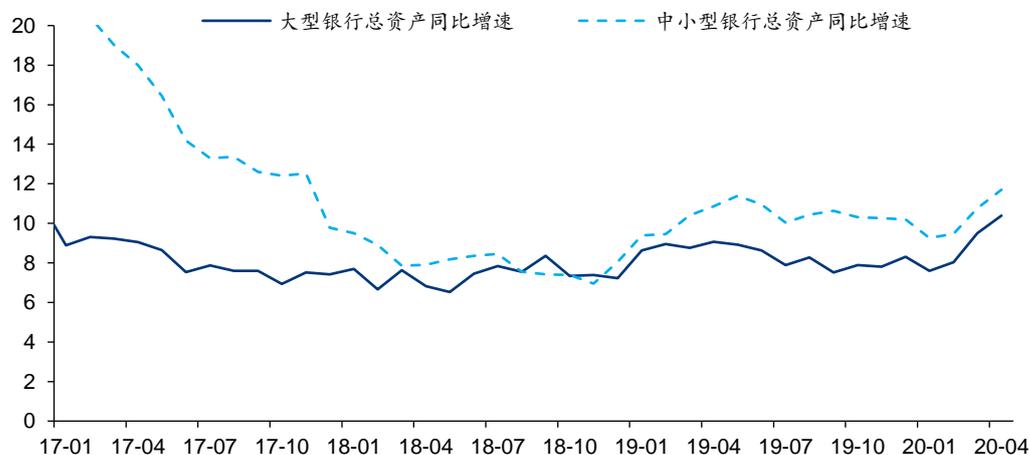
基本面表现：压制因素仍存，分化亦不可小觑

我们预计 2020 年银行业利润增长预计承压，投资核心是寻找分化机遇。2020 年一季度银行业净利润增速下行至 5%，净息差较 2019 年下降 10bp，不良贷款率较上年末上升 5bp 至 1.91%。上市银行表现强于行业，但利润增速下降、信用风险暴露也是普遍现象。5 月央行在《客观看待第一季度银行业利润增长》一文提出银行后期不良贷款处置和资本消耗压力有望明显加大，不排除 2020 年银行利润零增长或负增长的可能。我们认为整个行业面临海外疫情的第二波冲击、银行不良贷款生成的滞后性、银行继续向实体经济让利等压力，利润零增长或负增长的情况是可能发生的，但优质个股的经营韧性也不容忽视。中性情景下，我们预测 2020 年商业银行和上市银行净利润同比增速分别为 2.3%、3.0%。本文详解了市场关注的三大压制因素：资产增速、息差、资产质量的分化情况，寻找能经受检验的优质银行。

资产配置：贷款增速保持高位，驱动资产较快增长

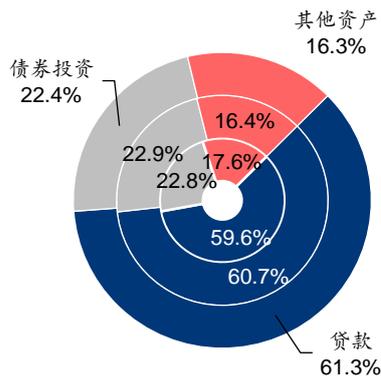
贷款增速保持在较高水平，债券投资占比或略有回落。新冠疫情发生以来，国家逐步加大货币政策力度，实施降准、再贷款再贴现等措施，引导银行业加大贷款投放力度以支持实体经济。财政政策也更加积极，地方政府专项债放量，为银行直接提供优质资产的同时，可进一步拉动银行业基建类贷款投放。政策支持下，2020 年以来银行业资产规模快速扩张，主要由贷款贡献，债券投资则保持稳定。我们预计在贷款需求平稳向上，债券配置稳中有降的情景下，2020 年末资产同比增速有望明显高于 2019 年。贷款方面，6 月 1 日央行推出两大创新货币政策工具支持小微贷款投放，零售贷款也有一定边际改善空间，随着对公储备项目的投放，我们认为小微贷款和零售贷款有望接力对公。但受需求影响，后续贷款增速难以持续快速上行，我们预计将保持在较高水平。债券投资方面，低利率环境下银行对债券资产配置较为谨慎，后续债券投资占比或略有回落。

图表2：2020 年以来银行业总资产增速提升



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

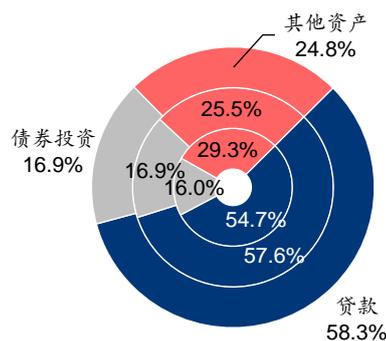
图表3：2020年4月末大型银行贷款占比较2019年末提升



注：外圈至内圈时点分别为2020年4月末、2019年末、2018年末

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表4：2020年4月末中小型银行贷款占比较2019年末提升



注：外圈至内圈时点分别为2020年4月末、2019年末、2018年末

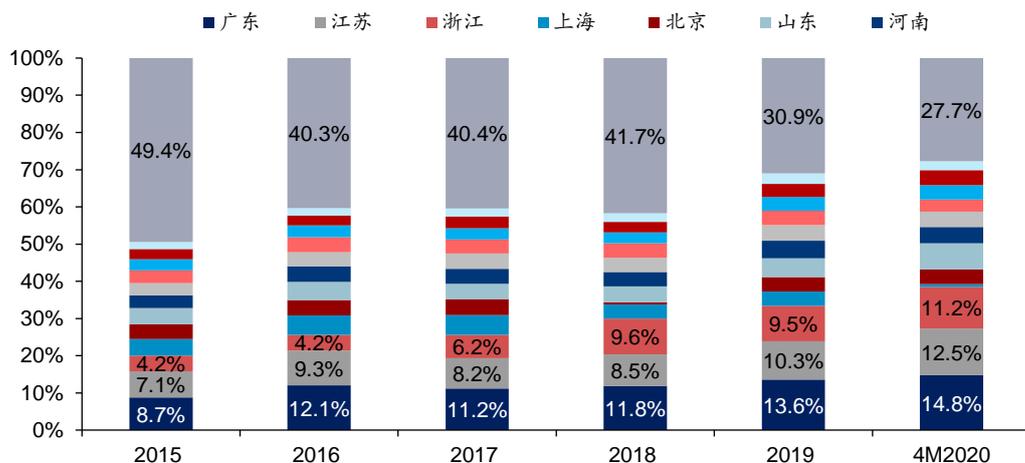
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

贷款：向发达区域集中，零售或接力对公

贷款投放的区域集中度进一步提升，江浙、广东的优势增强。随着国家在长三角、珠三角等地区重点战略布局的推进，全国新增贷款逐渐向江苏、浙江、广东等经济发达省份集中，2020年以来这一趋势更为明显。2020年1-4月，38.5%的新增贷款集中于以上三省，较2019年提升5.1pct。4月末广东、江苏、浙江贷款同比增速均达到16%以上，远高于同期全国水平。以上地区产业升级进度较快、实体企业抵御风险能力较强，在疫情之中银行也更专注于优质区域。上市银行在经济发达区域的贷款投放更多，3月末上市银行贷款同比增速为13%，高于行业水平（12.7%）。

京沪等地Q1贷款需求不足，但恢复空间较大。同处经济发达区域的直辖市北京、上海，2020年以来却出现了贷款同比增速显著下行的现象，主要是什么原因？我们认为一线城市的人口大部分由外省输入，春节返乡后返城的进度延滞，导致消费贷款需求萎缩，2020年1-4月上海、北京的零售贷款均为负增长状态。此外，两地经济服务业占比较高，大部分领域复工进度较工业等其他行业慢，贷款需求也因此得到抑制。但随着人口回流、复工复产，京沪等地的贷款同比增速有望在下半年迎来恢复性提升。

图表5：2015-4M2020 新增贷款向经济发达地区集中



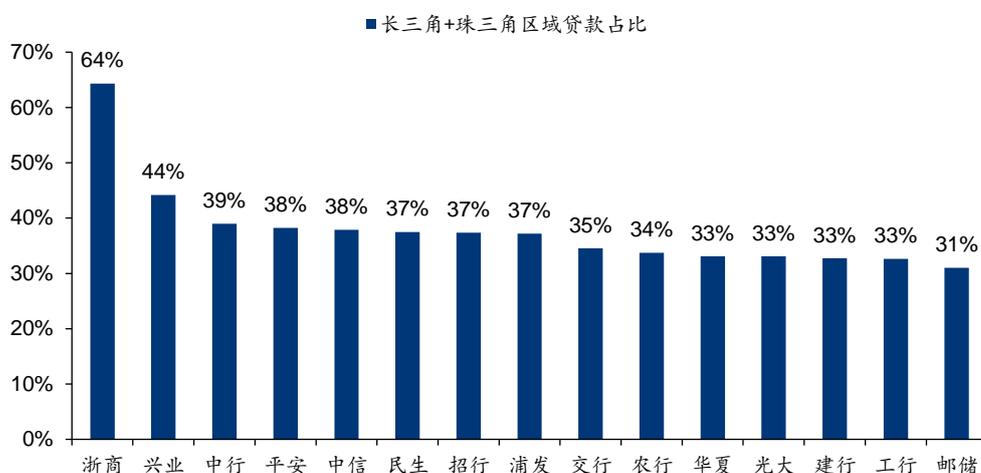
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表6： 2019年以来全国及重点省市贷款余额同比增速（单位：%）

	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04
全国	13.4	13.4	13.7	13.4	13.3	13.0	12.6	12.4	12.5	12.4	12.4	12.3	12.1	12.1	12.7	13.1
广东	16.5	15.9	16.5	16.4	16.8	16.2	15.2	14.7	15.1	15.0	14.8	15.7	14.3	14.7	16.4	17.2
江苏	14.7	14.3	14.8	14.6	14.7	14.7	14.5	14.7	14.7	14.5	14.6	14.7	15.0	15.4	15.9	16.3
浙江	18.1	17.6	18.3	17.8	17.8	17.2	16.4	16.1	15.8	15.3	15.1	15.1	15.3	15.9	17.0	17.5
上海	10.2	9.6	9.6	8.7	8.0	8.0	6.7	8.1	7.8	7.2	7.9	9.0	4.0	4.4	4.8	5.4
北京	11.2	10.5	11.6	10.1	10.5	9.7	8.2	8.0	7.5	7.8	8.7	9.1	8.4	9.4	9.4	9.3
山东	11.1	10.9	11.4	11.3	11.3	11.3	11.1	11.1	11.3	11.3	10.9	10.9	10.7	10.8	12.0	12.7
河南	16.3	16.4	17.7	17.8	18.1	17.5	17.2	16.8	17.1	17.0	16.9	16.4	15.5	15.0	15.4	15.5
四川	13.8	13.8	14.3	14.0	13.8	13.0	12.7	12.7	13.3	13.2	13.3	12.8	11.9	11.4	12.2	12.4
湖北	16.0	15.6	16.8	16.6	16.2	16.2	15.1	14.9	14.5	14.1	14.4	14.1	13.4	11.9	12.1	12.1
福建	12.1	12.0	11.7	12.2	12.3	12.2	11.9	12.2	13.9	13.0	13.7	13.2	13.1	13.6	14.4	14.0
湖南	15.2	14.7	15.3	15.3	15.5	15.8	15.4	15.2	15.8	16.2	16.3	16.3	15.7	16.1	17.1	18.3
重庆	14.7	15.1	15.3	15.1	15.6	15.5	14.8	14.8	14.3	14.9	14.6	15.1	13.7	13.0	13.6	14.0

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表7： 2019年末上市全国性银行长三角+珠三角区域贷款占比较高

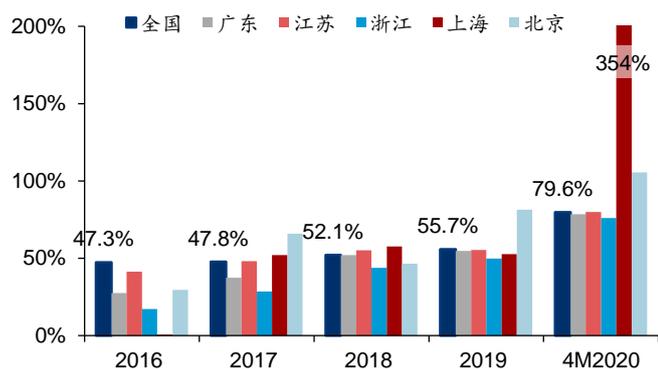


注：一般用长三角+珠三角地区贷款来近似计算东部沿海区域贷款，中行和交行利用华东地区贷款，平安利用东区+南区贷款计算，兴业利用福建+广东+江苏+浙江+上海计算

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

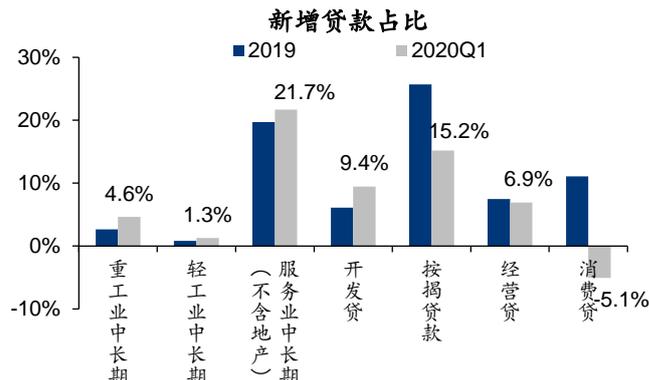
2020年1-4月八成新增贷款为对公贷款，其中制造业增速较快。2020年1-4月新增贷款中对公贷款的比例为79.6%。为支持实体经济发展，定向降准、再贷款再贴现等政策精准发力支持受疫情影响行业，4月末相关行业贷款同比增速较2019年末提升。地方专项债放量、银保监会对大行提出了制造业的“五一三”任务，均针对重点投放领域发力。4月末对公、制造业、基建和服务业（不含房地产）中长期贷款同比增速分别为12.3%、17.8%、11.2%、14.7%，制造业中长期贷款增速较2019年末提升幅度最为明显。我们认为制造业贷款需求较为旺盛，银行投放意愿提升，这是2020年以来的明显变化。

图表8：2020年1-4月对公贷款投放力度进一步加强



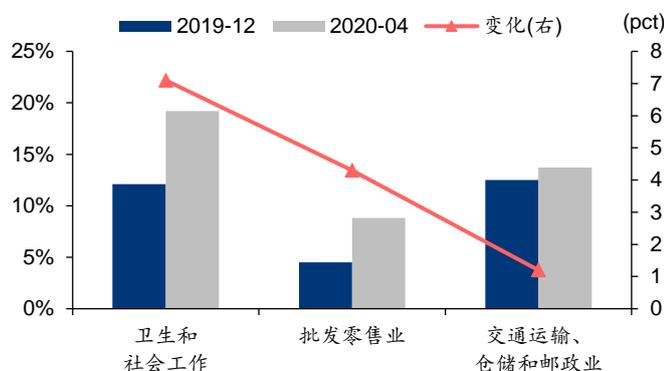
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表9：2020年一季度新增零售贷款较2019年下降



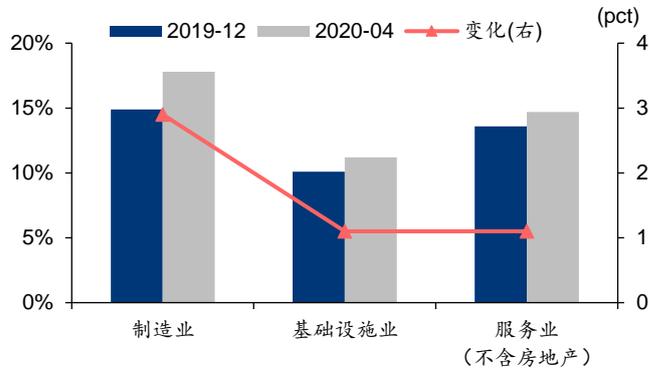
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表10：2020年4月末疫情相关行业贷款增速均较2019年末提升



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表11：2020年4月末重点领域中长期贷款增速较2019年末提升

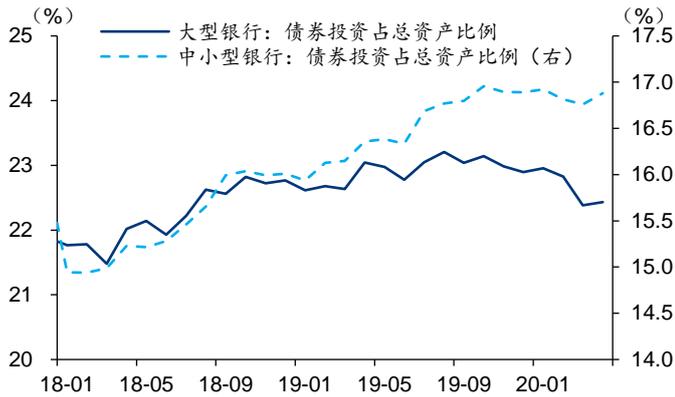


资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

债券：利率下行环境偏交易，重点增配地方债

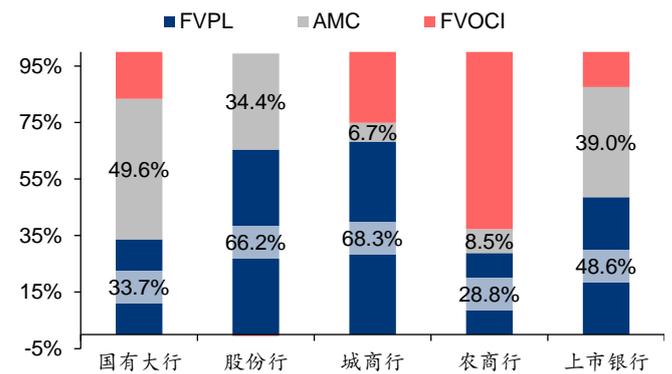
2020年以来商业银行债券投资占比稳中有降，上市银行债券投资风格偏向交易。截至2020年4月末，大型银行债券投资占总资产比例较2019年末略下降0.5pct至22.4%（主要由于贷款驱动总资产快速扩张），中小型银行则维持在16.9%左右。虽然债券投资占比较为稳定，但银行债券投资风格和细分持仓券种等方面均有较大变化。投资风格方面，由于债券投资为银行金融投资类资产的主要构成项，因此可利用金融投资类资产的类别来反应银行债券投资风格的变化。2020年一季度上市银行新增FVPL（以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产）占金融投资类资产比例达到48%（3月末FVPL存量占比仅为17%），其中股份行和城商行均超过65%。上市银行加大了以交易为目的的金融资产配置，主要由于一季度利率快速下行，债券交易可获得较高收益。

图表12: 2018年以来商业银行债券投资占总资产比例走势



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表13: 2020Q1上市银行新增金融投资类资产主要以交易为目的

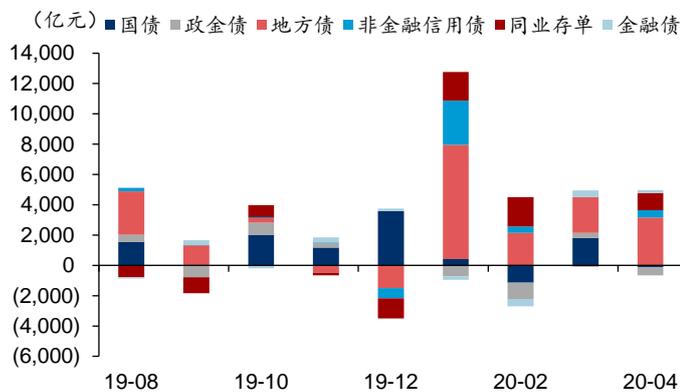


注: FVPL 为以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产; AMC 为以摊余成本计量的金融资产; FVOCI 为以公允价值计量且变动计入其他综合损益的金融资产

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

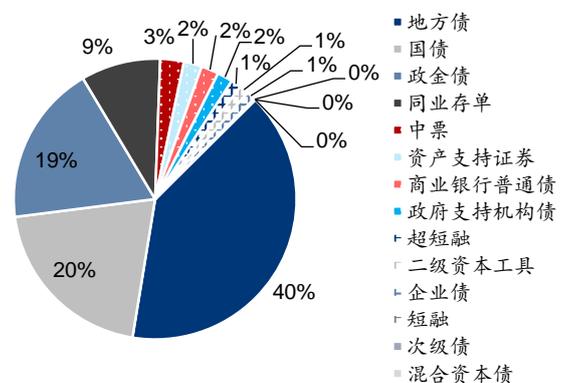
2020年以来商业银行增持地方债、同业存单和非金融信用债。持仓结构变化方面, 2020年以来商业银行主要增持地方债、同业存单和非金融信用债, 4月末持仓较2019年末分别增加1.52万亿元、4957亿元、3779亿元。分银行类型来看, 全国性银行主要增持地方债, 区域性银行对同业存单(主要为农商行)和非金融信用债配置也较为积极。地方政府专项债的前置发行叠加额度放量, 导致商业银行持续增加地方债的配置。但2020年以来国债和政金债配置逐渐减弱, 主要由于利率快速下行至绝对低位, 叠加经济边际好转和利率债供给压力增加等负面因素, 银行债券交易盘有止盈需求, 配置盘也较为审慎, **部分银行将利率债仓位切换为同业存单、中长久期非金融类信用债以增厚收益。**基于以上负面因素, 我们预计2020年下半年银行债券投资占比稳中有降。

图表14: 2019年8月以来商业银行托管债券月度环比增量



资料来源: 上清所, 中债登, 华泰证券研究所

图表15: 2020年4月末商业银行托管债券结构

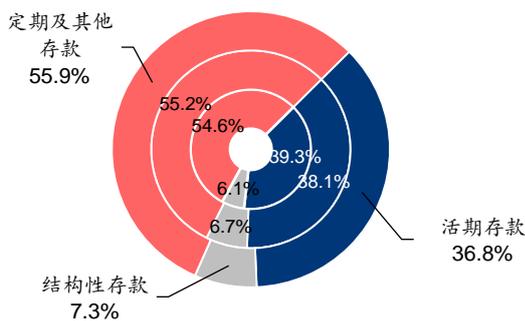


资料来源: 上清所, 中债登, 华泰证券研究所

息差: 下行压力依旧存在, 负债端是分化关键

资产端收益率下行压力明显, 息差的核心分化因素在负债端。Q1 商业银行净息差较19年-10bp, 我们测算上市银行净息差较19年-4bp。LPR 下行、让利实体经济导致资产端收益率下行。分化主要体现在负债端: 同业利率快速下行, 带动Q1上市银行计息负债成本率有所改善; 但2020年以来疫情导致资金钝化, 存款定期化趋势明显, 结构性存款占比提升, 我们测算定期率每提升1pct, 存款成本率将提升2bp。仅考虑定期率变化因素, 2020年1-4月银行存款成本率或上升约5bp(定存利率在下降通道, 实际上升幅度更小)。预计后续息差仍有下行压力, 但负债端也有一定对冲力: 一是同业负债重定价将在Q2-Q3集中体现; 二是随着市场利率继续低位运行, 存款成本有望见顶。负债结构有望成为息差分化的关键, 我们认为同业负债占比更高的股份行、龙头城商行有望表现更佳。

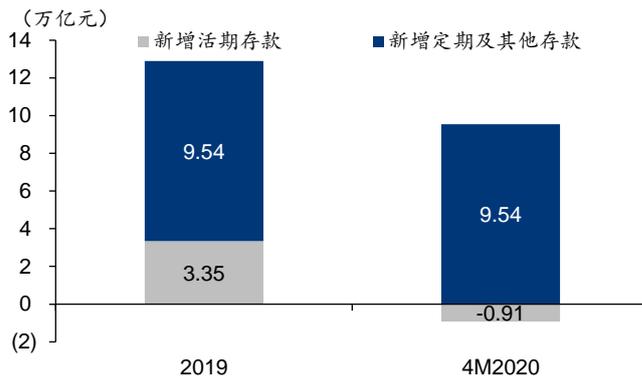
图表16: 2020年4月末银行定期、结构性存款占比较2019年末提升



注: 外圈至内圈时点分别为2020年4月末、2020年2月末、2019年末

资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表17: 4M2020定期存款新增规模与19年定期存款新增规模持平



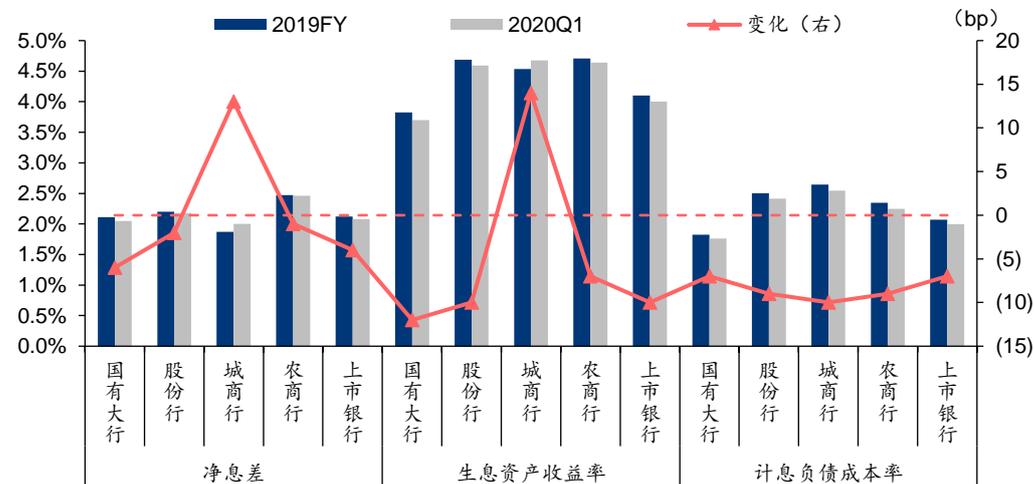
注: 数据口径为金融机构本外币境内存款中的住户存款+非金融企业存款

资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

分类型特征: 基于负债结构优势, 股份+龙头城商行较优

同业负债利率下行明显, 股份行、龙头城商行受益而表现更佳。从行业整体看, Q1 净息差较19年-10bp, 大行、股份行、城商行、农商行分别较19年-8bp、-3bp、-9bp、-37bp。行业内部分化明显, 其中股份行息差表现较优, 我们归因于同业负债占比较高, 同业利率下行利于息差改善; 而农商行息差下行压力较大, 作为小微服务主力军, 让利于小微企业拖累资产端收益率。从上市银行看, Q1 净息差较19年下降4bp, 优于行业整体。其中城商行表现较优, 一是同业负债占比高, 二是上市城商行较为优质, 能够通过优化负债结构改善负债成本。**Q2-Q3 同业负债重定价有望利好同业负债占比较高的股份行、龙头城商行; 若后续存款基准利率迎来下调, 将对存款利率本身较低的大型银行形成更有利影响。**

图表18: 2020年Q1上市银行净息差较2019年下行, 城商行表现相对较优



注1: 息差、生息资产收益率、计息负债成本率均使用首尾及分位点平均法计算

注2: 红色虚线为右轴(变化)的0刻度线, 用来区分正负

资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

区域特征: 存款向发达地区集中, 减轻当地银行负债压力

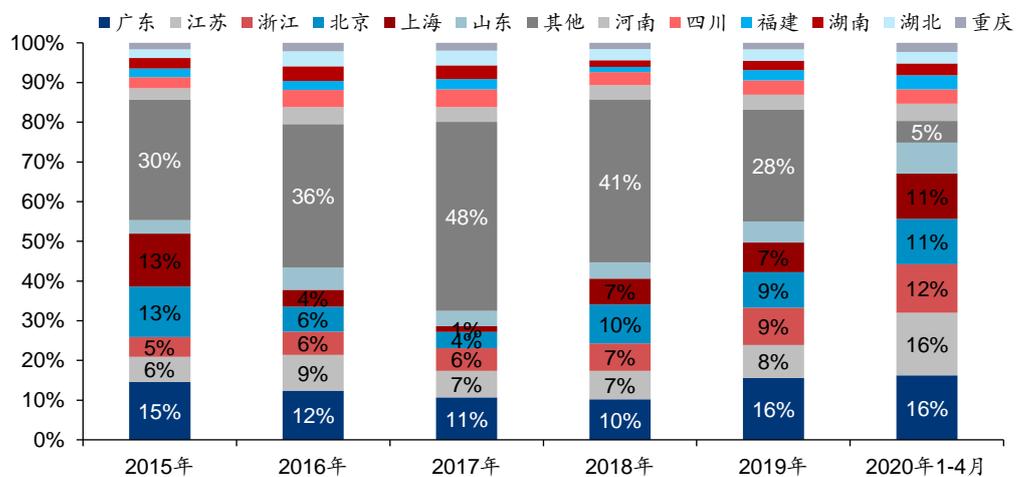
新增存款向长三角、珠三角集中, 缓释当地银行存款成本压力。2020年以来新增存款向发达区域集中化趋势明显, 1-4月长三角、珠三角及北京等区域新增存款占全国新增存款的比重居于前列; 其中, 广东、江苏、浙江、北京、上海共占全国67.1%的新增存款, 较19年大幅提升17.3pct。从揽储节奏看, 2020年以来上述区域存款增速受宏观环境影响较小; 其中, 浙江、广东、北京1-4月增速始终领先于全国, 上海、江苏增速也先后恢复至全国水平以上。发达区域存款增长态势良好, 当地银行经营压力较小, 利好存款成本改善; 而上市银行存款业务主要集中于上述区域, 下半年负债成本有望优于行业, 减轻息差压力。

图表19: 2019年以来全国及重点省市各项存款余额同比增速(单位: %)

	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04
全国	7.23	8.25	8.34	8.21	8.13	8.10	7.78	8.16	8.09	8.06	8.24	8.57	8.29	8.08	9.21	9.69
浙江	8.86	10.27	11.62	11.64	11.68	12.43	11.09	11.11	11.55	11.55	11.43	12.69	12.07	12.41	13.95	15.61
广东	7.26	8.48	9.92	9.89	10.31	11.88	9.91	9.74	10.47	10.26	10.31	11.73	11.14	11.02	13.00	13.59
上海	7.40	9.31	9.05	10.24	9.01	11.11	8.75	10.90	9.19	9.27	9.53	9.67	7.99	9.14	10.84	13.03
北京	7.40	9.07	9.60	8.99	10.99	8.32	9.50	10.14	7.38	10.31	10.97	8.89	12.92	10.69	10.87	12.88
江苏	8.97	9.92	11.52	10.98	10.98	11.21	10.08	9.09	8.95	8.20	8.30	8.95	7.35	7.87	10.03	10.56
山东	7.92	9.36	9.86	9.41	9.78	10.16	9.88	9.61	8.88	9.07	8.73	8.64	8.02	7.30	8.55	10.01
福建	5.12	6.34	6.21	6.93	7.17	8.93	8.55	8.66	6.77	7.25	7.78	8.78	7.40	8.78	10.77	9.73
湖南	4.14	4.67	6.48	4.95	5.35	4.88	5.83	5.96	7.17	7.78	6.49	7.48	7.82	6.91	7.44	8.90
河南	10.05	10.79	10.95	10.78	11.08	9.97	10.18	10.20	9.25	9.21	8.75	8.91	7.78	6.29	8.13	7.95
湖北	8.04	7.63	8.48	8.95	8.71	9.89	9.02	8.97	7.90	7.97	7.48	7.96	6.99	6.40	6.65	6.83
四川	7.17	7.11	7.80	8.23	7.67	7.88	8.08	7.72	7.60	6.86	6.53	7.40	6.23	5.33	5.84	6.06
重庆	6.30	6.53	7.79	8.79	8.53	8.20	8.67	6.08	8.28	9.01	8.66	7.04	5.15	3.59	5.10	6.04

资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图表20: 4M2020 新增存款向长三角、珠三角及北京等地区集中化趋势明显



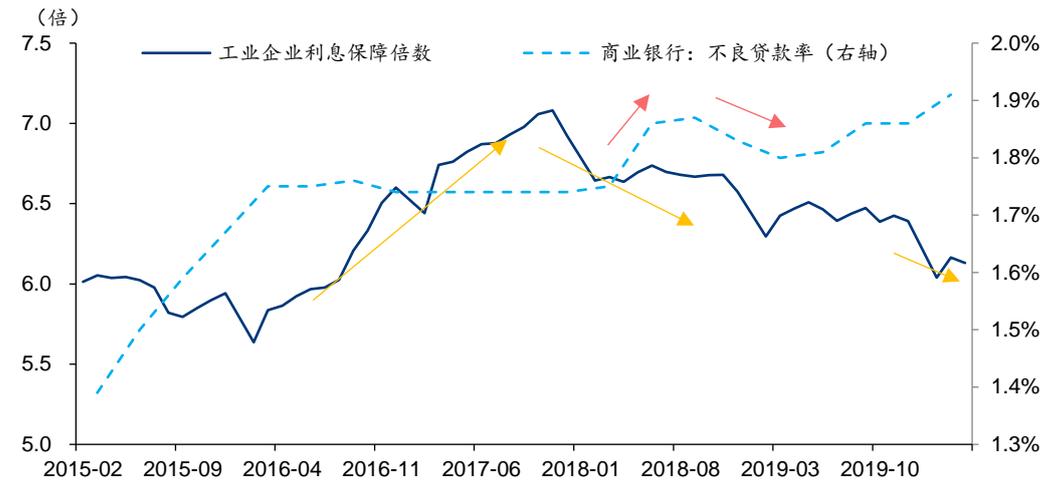
注: 由于部分省市未单独披露境内存款余额, 因此数据统一采用全口径的“各项存款”, 包括境内及境外存款

资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

资产质量: 二三季度为观察时点, 境外疫情或有冲击

资产质量整体承压, 关注 Q2-Q3 风险变化及海外疫情影响。2020 年 Q1 末商业银行不良率较 19 年末上升 5bp, 上市银行不良率较 19 年末上升 1bp。值得注意的是, 上市银行不良率仅微幅上升, 我们认为主要有三方面原因: 一是再贷款再贴现等政策支持下, Q1 贷款投放放量, 扩大了不良率分母端; 二是复工复产和中小微企业的帮扶政策不断出台, 缓释短期风险, 不良率分子端上升有限; 三是上市银行客群较优, 大型对公客户、零售中高端客户资产质量受冲击较小。工业企业利息保障倍数 1 月下滑后未有明显改善, 且不良贷款生成存在滞后, 后续资产质量压力仍存, 二三季度为重要观察时点。我们认为上市银行经营区域较优, 资产质量有望优于行业, 但同时需注意部分外贸省份和外需型行业或受境外疫情冲击。

图表21： 2020年1月以来工业企业利息保障倍数大幅下滑后仍未恢复至2019年水平



注1：利息保障倍数=(工业企业利润总额+工业企业利息费用)/工业企业利息费用

注2：由于工业企业利润季节性波动明显，因此利息保障倍数取自过去12个月移动平均值

资料来源：Wind，国家统计局，华泰证券研究所

区域特征：东部省份 Q1 表现优，关注境外疫情压力

东部省市 Q1 资产质量较优，中西部内陆地区压力较大。从不良率高低水平来看，银行贷款投放较为集中的北京、浙江、上海、江苏、广东等东部经济发达区域的不良率均低于全国平均值。从不良率变动幅度来看，江苏不良率较 19 年末下降 6bp，浙江、上海、广东的不良率仅小幅上升 1-2bp。东部经济发达省份的产业结构较优、实体企业抵御风险能力较强，资产质量相对较优。

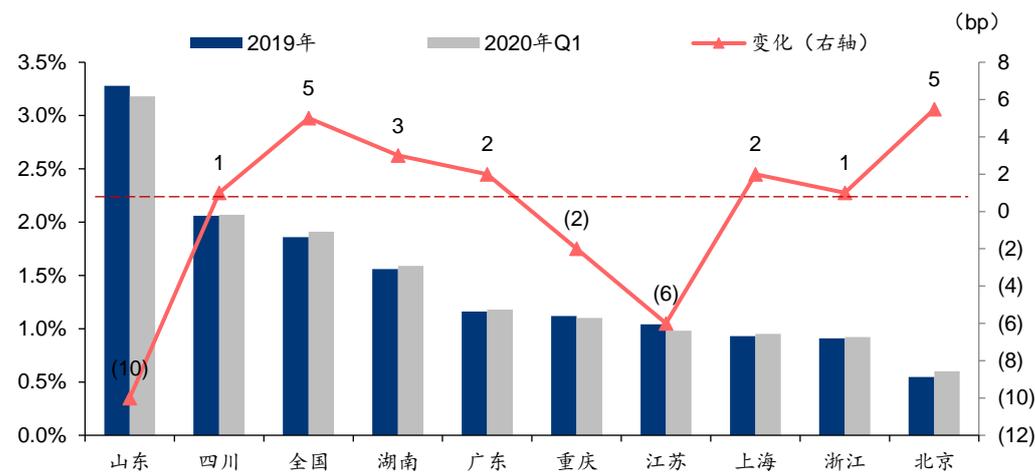
图表22： 2015年以来全国及重点区域不良贷款率（单位：%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
全国	1.67	1.74	1.74	1.83	1.86	1.91
广东	1.43	1.38	1.30	1.39	1.16	1.18
江苏	1.55	1.42	1.30	1.21	1.04	0.98
浙江	2.50	2.26	1.70	1.15	0.91	0.92
上海	1.01	0.68	0.60	0.78	0.93	0.95
北京	0.84	0.55	0.50	0.34	0.55	0.60
山东	2.32	2.48	3.00	3.41	3.28	3.18
重庆	0.99	1.28	1.20	1.08	1.12	1.10
河南	1.48	1.84	1.90	1.91	n.a	n.a
四川	2.00	2.33	2.50	n.a	2.06	2.07
湖南	1.67	1.75	1.90	n.a	1.56	1.59
湖北	1.58	1.68	1.50	n.a	1.48	n.a
福建	2.77	2.73	2.10	n.a	n.a	n.a

注：由于数据披露限制，2019年上海采用2020年1月数据、湖北采用2019年Q1数据，2018年山东采用2019年Q1数据

资料来源：银保监会，各地银保监局，华泰证券研究所

图表23: 2020年Q1末长三角、珠三角及北京等经济大省不良率较19年末增幅较小



注1: 福建、湖北、河南未披露2020年一季度末不良贷款率, 因此未纳入研究对象

注2: 红色虚线为右轴(M4-5较Q1变化)的0刻度线, 用来区分正负

资料来源: 银保监会, 各地银保监局, 华泰证券研究所

预计外贸省份 Q2-Q3 风险压力或有加大。我们通过信用利差来实时观测各省信用风险的边际变化。2020年4月, 浙江、江苏、上海等东部省市的信用利差上升较多, 增幅均在18bp以上, 三者外贸依存度相对较高, 海外疫情因素或导致其信用风险预期下滑, 外贸型省份 Q2-Q3 的资产质量风险变化值得关注。

图表24: 2020年以来全国及重点省市产业债信用利差较上月变化情况 (单位: bp)

	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	5M2020累计
全国	-1	1	-1	19	-14	5
江苏	8	22	-2	26	-15	39
上海	-2	5	-1	18	-15	6
北京	0	3	0	13	-12	4
广东	-3	3	1	16	-13	4
河南	2	-17	-14	32	-10	-6
福建	-2	-1	-8	16	-12	-7
浙江	0	4	-19	28	-23	-10
重庆	39	21	-38	-11	-28	-17
湖北	-17	4	-17	24	-25	-30
山东	4	3	-21	15	-37	-35
湖南	1	-3	-18	8	-29	-42
四川	9	6	-22	-9	-37	-52

注: 数据采用各时间区间内平均值, 各省市按照2020年1-5月累计变化值降序排列

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业特征: 对公关注境外疫情冲击, 消费贷款拐点将至

对公端重点关注外需型行业的信用风险。2020年1-4月多数行业的信用利差均呈上升态势。1-2月纺织服装、家用电器等批发零售业的信用利差增长较多, 3月-5月均有明显回落, 预计随着国内疫情逐渐得到控制, 信用风险得到缓释。但4月以来, 港口、商业贸易、计算机、汽车等外需型行业的信用利差出现较大上升, 4月升幅均超过20bp, 预计外需型行业受海外疫情影响较大。2020年2、3季度需重点关注对公端的外需型产业, 海外疫情后续进展或导致其资产质量风险的不确定性加大。

图表25： 2020年以来重点行业产业债信用利差较上月变化情况（单位：bp）

	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	5M2020累计
轻工制造	7	8	23	18	-2	54
港口	-6	2	11	47	-16	39
商业贸易	3	-8	-2	36	-5	23
汽车	-5	3	7	25	-14	16
食品饮料	8	6	-2	20	-20	12
通用机械	-3	7	8	25	-26	11
钢铁	-2	3	0	24	-15	11
航空运输	0	4	2	14	-17	3
机械设备	1	7	-4	15	-18	1
铁路运输	3	9	-5	7	-16	-1
医药生物	4	4	-21	5	4	-4
农林牧渔	-7	-23	-34	56	-10	-17
电子	-3	4	-3	10	-25	-18
房地产	2	-6	-21	15	-15	-25
计算机	-63	-7	9	33	-16	-44
家用电器	14	-12	-30	29	-49	-48

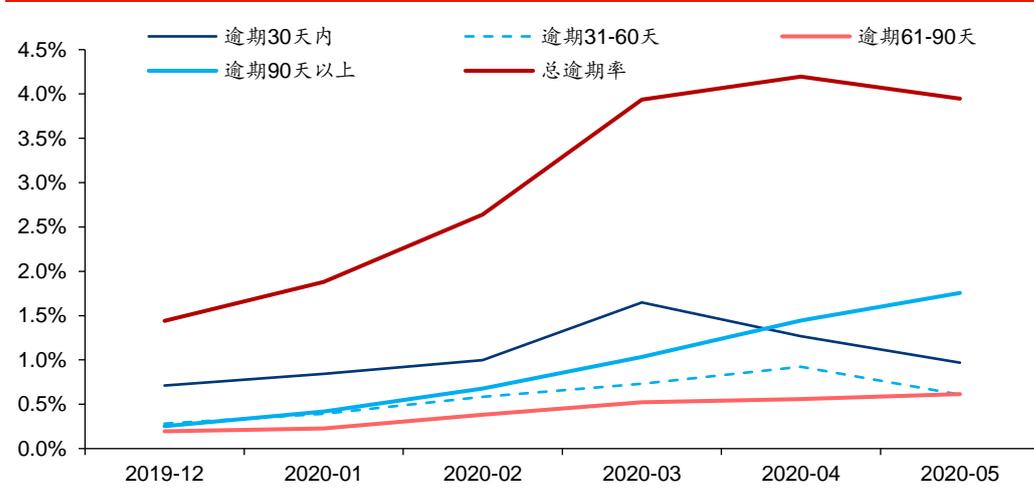
注1：数据采用各时间区间内平均值

注2：仅选取部分重点行业，各行业按照2020年1-5月变化值降序排列

资料来源：Wind，华泰证券研究所

零售端信用风险拐点已现，后续压力预计可控。选取发行数量最多、规模较大的招行2019年“和智”一期-八期个人消费贷款ABS作为样本。2-3月“和智”ABS入池资产的30天内逾期率快速上行，归因于Q1疫情对零售贷款影响较大，风险暴露率先反映在零售端；但3月以来，30天内逾期率已迎来明显拐点，总逾期率也在4月触顶后出现边际改善。我们预计复工复产背景下居民收入有所恢复，新增风险可控，主要压力为存量逾期贷款的确认压力。

图表26： 2019年12月以来招商银行“和智”一期至八期个人消费贷款ABS平均逾期率



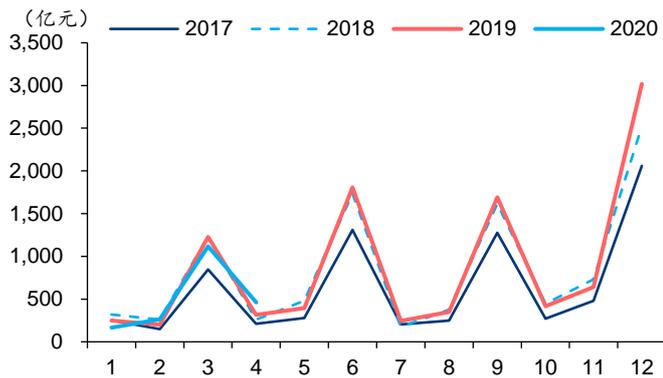
注：平均逾期率=各期逾期账户总额/各期合格账户总额

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险处置：监管鼓励应核尽核，下半年或有望强化

监管鼓励“应核尽核”，核销力度有望加大，缓解不良率上升压力。2018-2019年贷款核销力度持续加大。但2020年以来，疫情对不良处置的客观条件形成限制，Q1累计贷款核销规模较去年同期下滑7.8%，但4月贷款核销规模同比上升45.5%。我们预计下半年贷款核销力度加强，主要基于三个因素：一是疫情影响具有滞后效应，不良暴露逐渐加快；二是监管引导银行业对于不良贷款“应核尽核”，6月2日金融支持稳企业保就业新闻发布会再次强调银行要“加大不良资产的核销和处置能力”；三是银行拨备覆盖率较高，处置空间大，2020年Q1末商业银行拨备覆盖率达183%。

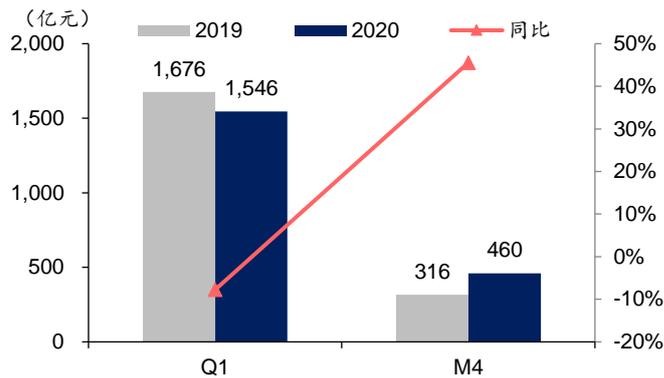
图27: 2020年Q1社会融资贷款核销规模同比小幅下降



注: 横轴数字表示月份

资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

图28: 2020年4月社会融资贷款核销规模同比大幅上升



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

2020年利润预测: 利润增速下降, 上市银行更优

银行业有一定经营压力, 预计上市银行业绩优于行业。2020年银行业经营有一定压力, 但上市银行区域优势突出、资产负债管理能力和风控能力均较强, 在政策强力对冲下, 我们认为上市银行整体经营压力较为可控。为预测2020年上市银行净利润增速, 我们首先对上市银行资产增速、净息差和资产质量三方面进行预测, 具体如下:

资产增速方面, 我们预计下半年增速较上半年会略有放缓, 但仍会高于2019年末水平。2020年1-4月, 银行业总资产增速快速上行主要依靠对公贷款驱动, 随着对公储备项目的投放, 零售贷款和小微贷款有望接力对公。债券投资占比则受利率绝对水平较低、经济边际改善等负面因素或稳中有降。我们预计在贷款需求平稳向上, 债券配置稳中有降的情景下, 2020年末资产同比增速有望明显高于2019年。由于上市银行贷款投放领域多集中于经济发达区域, 贷款需求较充足, 且债券投资能力更强, 预计上市银行资产增速可高于银行业整体水平。中性情形下, 我们预计2020年末商业银行、上市银行资产同比增速分别为11%、12%。

息差方面, 我们预计上市银行净息差仍有压力, 但下降幅度会低于银行业整体水平。资产端存量贷款逐渐转化为LPR定价, LPR下行趋势也较为明确(预计后续LPR仍有5-10bp的下降空间), 预计2020年上市银行生息资产收益率为3.90%, 较2019年-20bp。负债端受益于同业利率下行, 一季度上市银行计息负债成本率下行较快, 但由于存款出现定期化的现象, 预计后续负债端成本率仍有阶段性的压力, 预计2020年上市银行计息负债成本率为1.96%, 较2019年-11bp。银行业净息差有较大的收窄压力, 但上市银行有望通过优化资产负债结构对冲息差下行压力。中性情形下, 我们预计2020年商业银行净息差较2019年下降20bp至2.00%, 上市银行净息差较2019年下降10bp至2.02%。

资产质量方面，我们预计 2~3 季度压力较大，需提防海外疫情冲击。一季度银行业不良率抬头，而上市银行资产质量相对稳健，但由于不良生成有滞后性，未来资产质量有一定压力。由于上市银行拨备覆盖率相对较高，有能力保持利润增速相对平稳。上市银行贷款多分布在资产质量较为优异的经济发达地区，可凭借区域优势获得优于行业的资产质量水平。中性情形下，我们预计 2020 年末商业银行、上市银行不良贷款率较 2019 年末分别+15bp、+10bp 至 2.01%、1.53%，拨备覆盖率分别下降至 169%、201%。

我们预计 2020 年上市银行利润增速有一定下滑，但仍好于行业水平。根据上述对 2020 年上市银行资产增速、净息差和资产质量的预测，我们预计 2020 年上市银行净利润同比增速为 3.0%，较 2019 年-4.3pct，但仍高于银行业 2.3%的水平。在乐观、悲观情形下，预计 2020 年上市银行净利润同比增速分别为 4.5%、0.7%。

图表29：2020年上市银行和银行业净利润同比增速预测

	预测基准(2019)	上市银行			商业银行
		乐观预测	中性预测	悲观预测	中性预测
资产同比增速	9.0%	13.0%	12.0%	10.5%	11.1%
贷款同比增速	11.7%	15.5%	14.7%	13.2%	14.0%
净息差	2.12%	2.05%	2.02%	1.97%	2.00%
不良贷款率	1.43%	1.50%	1.53%	1.58%	2.01%
拨备覆盖率	221%	205%	201%	196%	169%
信贷成本	1.34%	1.31%	1.27%	1.22%	1.15%
净利润同比增速	7.3%	4.5%	3.0%	0.7%	2.3%

注：上市银行样本为 36 家上市银行，上市银行净息差为测算口径，使用首尾及分位点平均法计算。

资料来源：公司财报，银保监会，华泰证券研究所

市场预期：悲观预期充分反映，企稳回升值得期待

股价已充分反映市场对银行年内盈利情况的悲观预期，预期差兑现有望驱动股价企稳。年初至今，银行指数绝对收益率为-11.2%，相对沪深300的收益率为-9.9%（截至6月9日），指数走势与央行调查的银行业景气指数基本一致。而银行业景气指数走势来源于银行一线调查，走势领先于行业利润增速、息差、资产质量等账面指标。我们认为银行股股价走势已充分反映了市场对银行基本面的预期，后续账面净息差下行、不良率抬升之时，银行指数或难有进一步下跌空间。政策力度已经显著加大，银行指数或有望先于基本面步入修复通道，我们认为当前时点是选配优质银行股的良机。

历史复盘：股价与景气度同步，领先基本面指标

银行业景气度可较好的反映出一线业务人员的预期，与银行股股价较为同步。银行业景气指数和货币政策感受指数是央行按季度披露的调查数据（披露时间为下季度第一个月末），调查样本为全国3200家左右的各类银行机构的总部负责人，及其一级、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长；指数计算方法采用扩散指数法进行计算，即将各选项的占比与对应权重加权求和。

$$\text{扩散指数} = \sum_{i=1}^n c_i q_i \quad (c_i \text{ 为各选项的占比, } q_i \text{ 为各选项对应的权重})$$

调查指数可较好的反映出银行业一线业务人员对银行业经营现状、货币政策感受程度等方面的预期。因此银行业景气度等调查指数与股价较为同步，均可反映对银行业经营情况的预期，二者均早于基本面指标的变化。

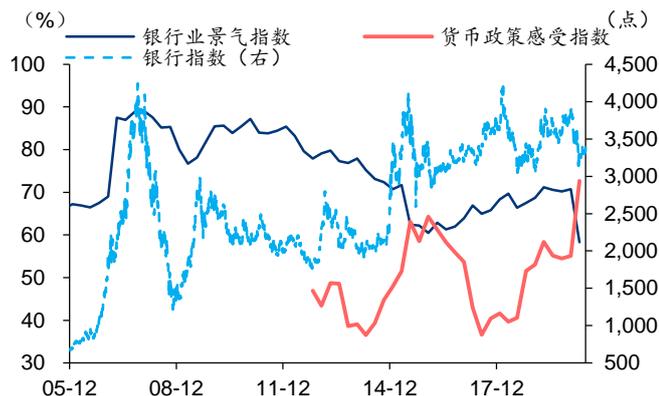
图表30：银行家问卷调查扩散指数

扩散指数	权重为 1	权重为 0.5	权重为 0	指数含义
	的选项	的选项	的选项	
银行业景气指数	较好	一般	较差	指数越高代表银行业景气度越好，2004年至今，银行业景气度并未出现过50%以下的数值。
货币政策感受指数	偏松	适度	偏紧	指数在50%以上，说明市场认为货币政策宽松，指数在50%以下，说明市场认为货币政策偏紧。

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

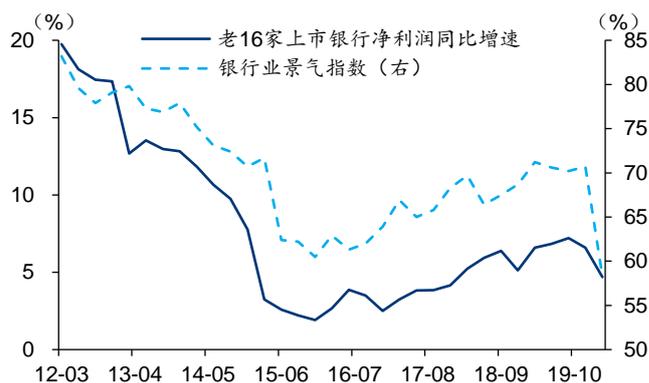
复盘历史，银行股行情与银行业景气度较为同步，景气度领先于银行基本面指标。2005年以来，银行业景气指数与股价较为同步，在2007年、2009年和2016年银行业景气度的上行期，银行股股价也处于上涨阶段。但2014年10月-2015年6月景气度与股价出现背离，而在此期间货币政策感受指数与股价较为同步，主要是由于四次降息+两次降准的货币政策组合力度较大，银行板块受政策驱动提前反映了对基本面企稳的预期。而银行业景气度一般领先银行净利润增速、不良贷款率、净息差等基本面指标半年到一年左右。而当不良贷款率抬头、净息差开始下行时，银行指数若已充分反映了悲观预期，则有望触底反弹，如2014年末、2016年2月末开启的银行股行情，分别对应着商业银行不良贷款率快速抬升、净息差快速下行。

图表31： 银行业景气指数与股价较为同步



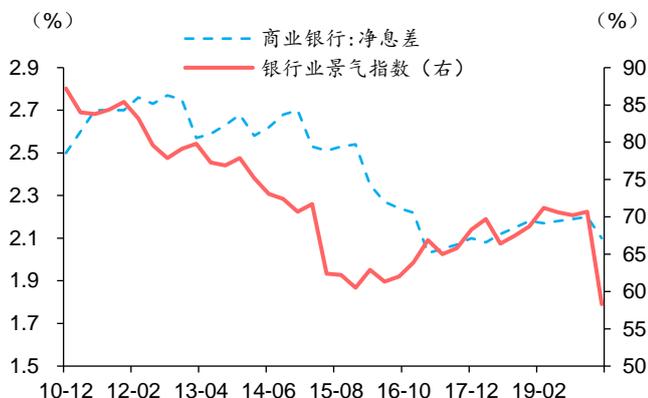
资料来源：中国人民银行，Wind，华泰证券研究所

图表32： 银行业景气指数领先上市银行净利润同比增速半年左右



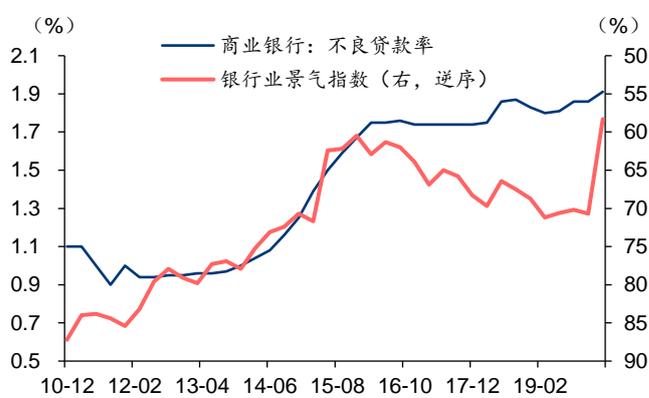
资料来源：中国人民银行，公司财报，华泰证券研究所

图表33： 银行业景气指数领先净息差半年到一年左右



资料来源：中国人民银行，银保监会，华泰证券研究所

图表34： 银行业景气指数领先不良贷款率半年到一年左右



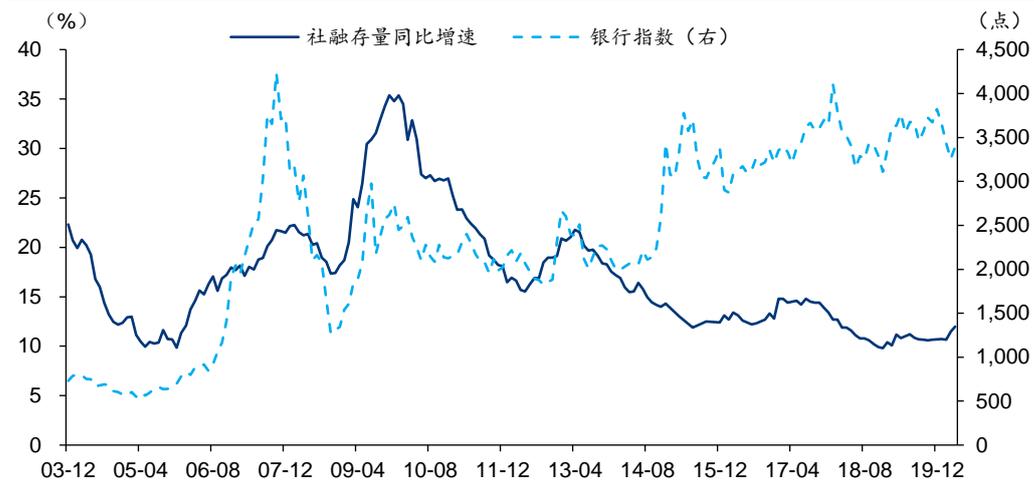
资料来源：中国人民银行，银保监会，华泰证券研究所

现状判断：悲观预期 Price in，政策驱动板块企稳

经济下行初期，银行业景气度大幅下挫至历史低点，股价充分反映悲观预期。2020年一季度银行业景气指数大幅下挫至58.3%，较2019年四季度-17.5%，为2004年以来的最低值。银行股股价也充分反映出景气度下行的市场预期，2020年1-3月银行板块绝对收益率为-14.8%，与银行业景气度下降幅度基本一致。截至6月9日，年初以来银行板块跌幅为11.2%。我们认为由于股价已充分反映出市场对银行业资产质量和净息差的担忧，后续悲观预期兑现时，股价有望触底反弹。

政策力度显著提升，社融已经放量，或带动市场提前反映经济企稳预期。疫情以来，央行两次定向降准+三轮再贷款再贴现+降低政策利率（OMO、MLF）30bp，货币政策力度较大，2020年一季度货币政策感受指数达到2012年以来的历史最高水平。一季度货币政策执行报告要求加强货币政策逆周期调节力度，后续货币政策有望持续发力。我们认为银行股股价有望先于基本面修复。历史上看，银行指数走势与社融存量同比增速基本同步，而近期社融存量同比增速已开始上行，我们认为目前是银行股较好的布局时机。

图表35： 2003年以来银行业指数的上涨与社融存量同比增速基本同步



资料来源：Wind，中国人民银行，华泰证券研究所

图表36： 疫情以来的货币政策操作

时间	货币政策
2月1日	央行要提供充足流动性， 保持金融市场流动性合理充裕 。引导金融机构加大信贷投放支持实体经济，促进货币信贷合理增长。为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化的金融服务。 设立 3000亿元专项再贷款 ， 向疫情防控重点企业提供支持 ，中央财政按企业获得贷款利率的50%进行贴息，实际利率低于1.6%。
2月3日	开展1.2万亿元逆回购操作，操作利率降低10bp。
2月17日	开展2000亿元MLF操作，操作利率降低10bp。
2月20日	1年期LPR为4.05%，较上月下降10bp。5年期LPR为4.75%，较上月下降5bp。
2月22日	存款基准利率是我国利率体系的“压舱石”，将长期保留。未来人民银行将按照国务院部署，综合考虑经济增长、物价水平等基本面临况，适时适度进行调整。
2月25日	新增5000亿元再贷款、再贴现额度，重点用于 中小银行加大对中小微企业信贷支持 。同时下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。
3月1日	对于2020年1月25日以来到期的困难 中小微企业 ，银行应给予临时性延期还本安排。还本日期最长可延至2020年6月30日。
3月13日	央行决定3月16日实施普惠金融定向降准，并对符合条件股份额外降准1pct，释放流动性5500亿元。
3月30日	央行将7天逆回购操作利率下降20bp至2.20%。
3月31日	国常会提出增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步实施对中小银行定向降准，引导中小银行将获得的全部资金以优惠利率向中小微企业贷款，扩大涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。
4月3日	对农商行、农合行、信用社、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，共释放长期资金约4000亿元。将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
4月20日	1年期LPR为3.85%，较此前的4.05%下调20个基点，5年期以上LPR为4.65%，较上次的4.75%调降10个基点。
6月1日	创设两大直达实体经济的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划。

资料来源：中国人民银行，国务院，华泰证券研究所

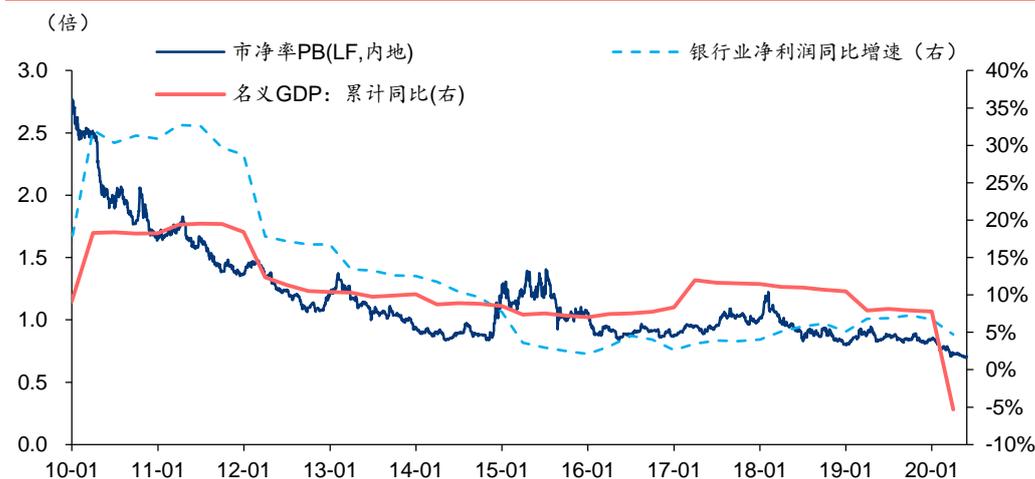
投资建议：估值仓位双底部，精选优质中小行

银行估值、仓位双底部，建议精选优质中小行。目前银行板块的“双底部”特征为：1) 低估值。截至6月9日，银行指数PB(LF)分位值为1.1% (2010年以来)，估值处于绝对低位。2) 低仓位。2020年3月末银行板块的偏股型公募基金持仓占比为4.0%，为近年来较低水平；而北向资金由于前期的境外流动性危机，也将银行股仓位降低至较低水平（截至2020年6月8日银行股持仓占总持仓的7.51%）。从长期视角看，外资的逐渐回流、A股投资者机构化的趋势，为银行板块提供了更强股价支持。**在中小银行加速改革、政策对中小银行也持续倾斜的背景下，我们建议精选优质的中小行。**包括股份行中的零售及财富管理之王**招商银行**、“商行+投行”模式的标杆**兴业银行**、背靠集团的锐意改革者**平安银行**；区域性银行中的小微金融楷模**常熟银行**、区位优势且元气修复的优质城商行**南京银行**、以天府之国为经营根据地的**成都银行**。

行业建议：估值+仓位底部，改善空间较大

估值处于历史低位，下半年有望边际修复。目前银行指数PB(LF)估值仅为0.72倍（截至2020年6月9日）。历史上名义GDP同比增速与银行股PB估值相关，当经济出现边际改善时，银行业PB估值有望迎来修复。我们认为2020年一季度GDP增速见底(-6.8%)，随着复工复产的推进，降息、降准、再贷款等货币政策的实施，经济有望出现边际修复，下半年银行业PB估值有提升空间。

图表37：2010年以来上市银行PB估值与经济增速较为相关



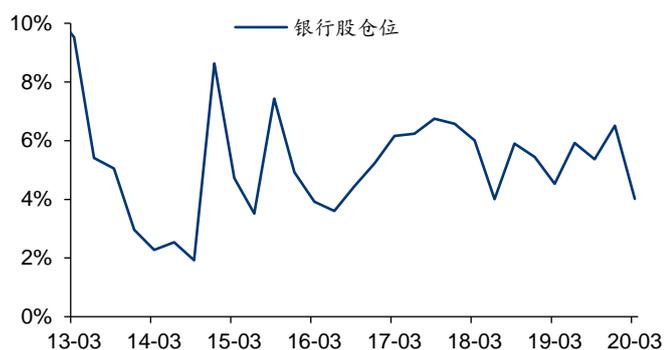
注：为保证数据连续性，上市银行样本为2009年前上市的14家银行。

资料来源：公司财报，Wind，华泰证券研究所

目前银行股仓位较低，有边际改善空间。一是公募基金仓位较低，2020年3月末偏股型公募基金银行股仓位较2019年末下降2.5pct至4.0%，为2018年9月以来的最低水平。银行一季度跑输沪深300指数，公募基金作为相对收益导向的投资者，对银行板块配置力度减弱。二是北向资金仓位较低，2020年6月8日银行股持仓占总持仓的7.51%，亦为2019年中以来的最低水平。2020年以来北向资金受境外流动性危机的影响，对银行股形成了被动抛售。我们认为公募基金、北向资金均具有银行股仓位边际提升的空间，为银行估值修复提供助力。

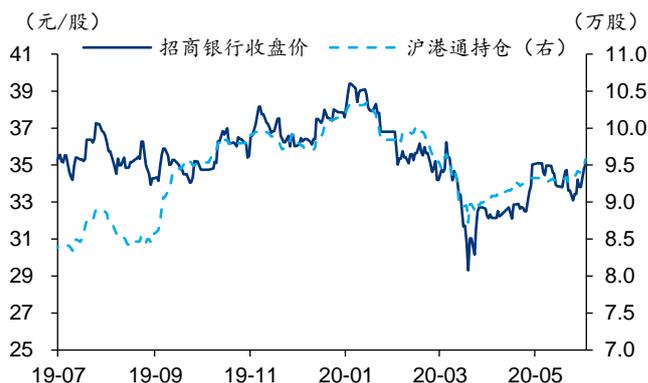
银行股是A股市场成熟度提高的受益者，中长线资金偏好银行构建长期投资价值。A股正发生三个方面的变化，以逐渐对标成熟市场，为银行股创造估值提升空间。第一方面，资本市场的对外开放深化，境外资金入市投资便利程度大大提升，目前QFII、RQFII额度限制已取消，A股逐渐被纳入全球股票指数。对外开放带动A股投资风格与海外趋同，境外资金偏好可提振板块估值。第二方面，保险、养老金、银行理财等中长线资金的地位不断提升，逐渐占据主导定位并掌握定价权，银行作为典型大盘蓝筹有望受益。第三方面，被动管理的指数型基金继续加速崛起。2020年一季度指数型基金持有A股规模增加691亿元至8367亿元，季末同比增速达39.6%。指数型基金重仓持股中，银行股的比例显著高于主动管理的偏股型基金，银行股是投资被动化的受益者。

图表38：2013-2020Q1 偏股型公募基金银行股仓位走势



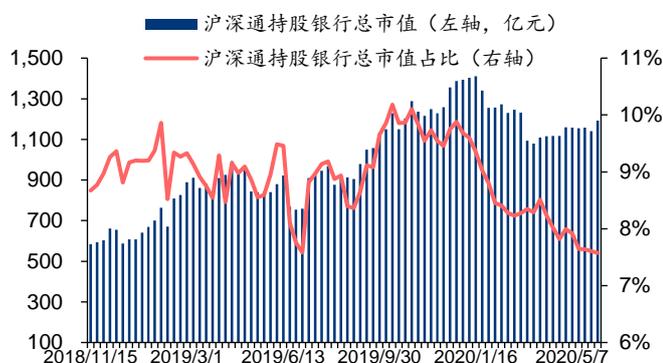
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39：2020年1-3月招商银行股价下行主要受外资减持影响



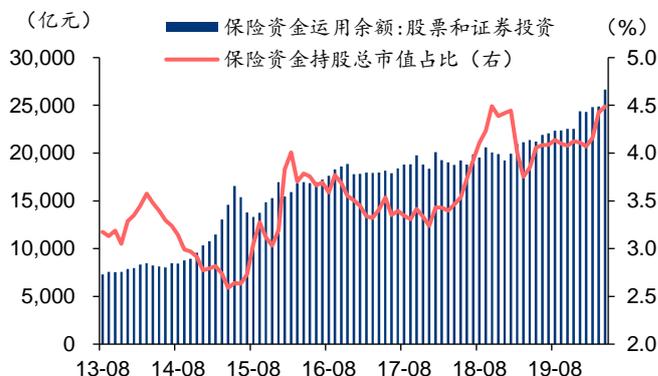
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40：2018年-2020年6月沪股通持股银行市值及占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41：2013-2020年4月保险资金股票和证券投资金额及占比



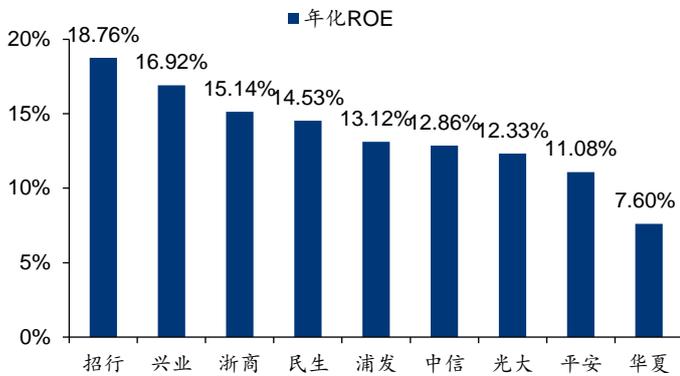
资料来源：Wind，华泰证券研究所

招商银行：零售业务标杆，财富管理强行

招商银行的逻辑为作为建立了零售与财富管理先发优势的银行，抵御周期能力强、继续成长可期。招商银行深耕零售业务，2019年零售收入贡献与税前利润贡献分别为53.7%、56.7%。招商银行建立了财富管理先发优势，2020年Q1财富管理收入同比大增68.5%，占比达到13%，疫情中消费场景被限制提升了客户的财富管理需求。零售和财富管理优势助其建立了盈利能力和资产质量优势：盈利能力方面，2020年一季度招行ROE在上市股份行中排名第一。资产质量方面，2020Q1末不良贷款率仅有1.11%，远低于其他上市股份行；拨备覆盖率超过450%，风险抵御能力强大，可抵御疫情冲击，为利润提供了安全垫。零售与财富管理业务的客户需求、资产质量的周期性较弱，且成长空间依旧较大，招行作为领先龙头银行是首要获益者。

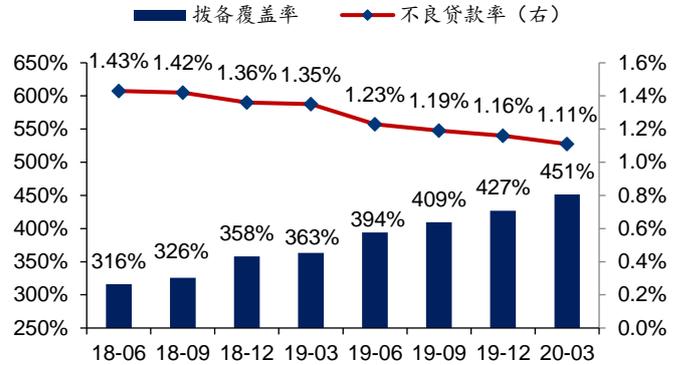
我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 12.8%/15.3%/16.2%，EPS 为 4.15/4.79/5.56 元，2020 年 BVPS 预测值为 25.84 元，对应 PB1.38 倍。维持 2020 年目标 PB1.5~1.6 倍，目标价 38.76~41.35 元，维持“增持”评级。

图表42：2020年Q1招商银行年化ROE位列上市股份行第一



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表43：2018Q2-2020Q1 招商银行不良贷款率及拨备覆盖率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

兴业银行：“商行+投行”战略，迎接直融时代

兴业银行的投资逻辑为“商投并进”迎接直融时代，存量风险释放充分。一方面，兴业银行“商投并进”迎接直融时代，注重提升结算型、投资型、交易型银行三项能力。直接融资大发展时代来临，兴业银行作为坚持“商行+投行”战略的标杆行，有望乘时代之风实现再度跨越。公司债券承销实力雄厚，NAFMII 承销金额领跑，投行能力与商行能力形成了良好互补，实现综合化服务、轻型化经营。银行理财规模领先且转型较快，理财子公司于 2019 年 12 月已开业。托管和代客 FICC 业务均有鲜明特色，有望成为直接融资时代弄潮儿。另一方面，兴业银行的存量风险释放充分。2017 年起兴业银行步入调结构阶段，不良贷款认定标准也逐渐严格，2019 年末非标投资拨贷比达到 3% 以上，存量风险压力释放为公司重新启程奠定了坚实基础。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 8.2%/11.1%/12.3%，EPS 为 3.43/3.81/4.28 元，2020 年 BVPS 预测值为 26.04 元，对应 PB0.62 倍。维持 2020 年目标 PB0.78~0.82 倍，目标价 20.31~21.35 元，维持“买入”评级。

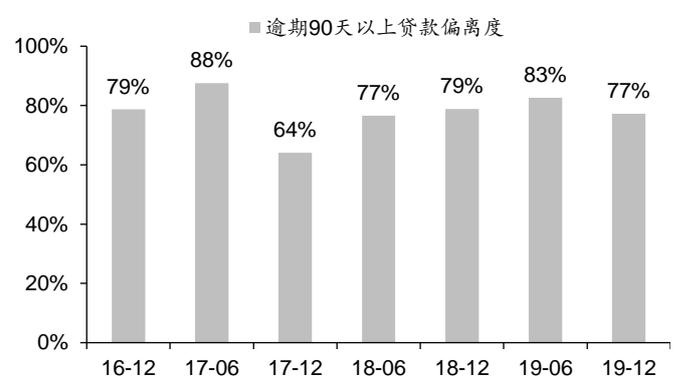
图表44：2014-2019年兴业银行非金融企业债券承销金融及市占率



注：标注数字为市场排名，统计口径为 NAFMII

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45：2016-2019年兴业银行逾期90天以上贷款偏离度



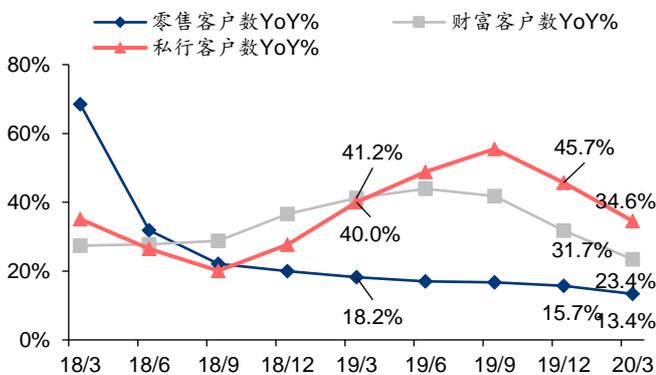
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

平安银行：对公零售同发展，打造新型银行

平安银行的投资逻辑为在科技引领、集团鼎力支持下有望成为一个更均衡的新型零售型银行。自2016年启动零售转型以来，平安银行的“科技引领、零售突破、对公做精”战略目前已步入全新阶段。金融科技为业务赋能，零售再攀高峰，对公则重新发力，战略执行成果显著。疫情影响下，2020年Q1归母净利润、营收、PPOP增速均保持在高位，资产质量表现较好。分业务板块看，对公成为中流砥柱，Q1新增贷款91%为对公(含贴现)，对公投放奠定了量增基础；零售更专注于中高端客户，3月末私行客户数、AUM较上年末增长7.7%、9.8%，分别快于零售客户数、零售AUM增速6.1pct、2.0pct。我们认为平安银行对公业务在科技引领、集团鼎力支持下有望再创辉煌，进而打造一个更均衡的新型银行。

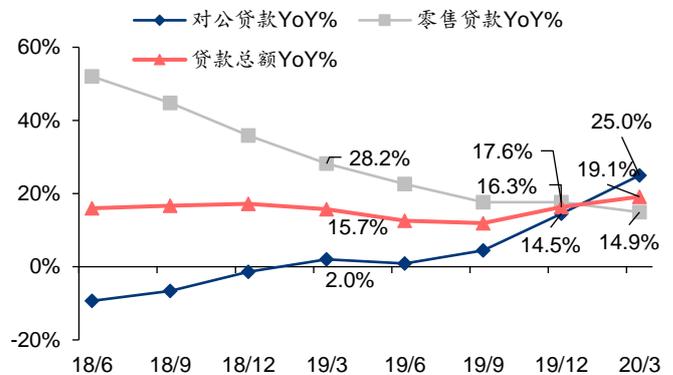
我们预计公司2020-2022年归母净利润增速13.2%/15.1%/15.5%，EPS为1.64/1.89/2.19元，2020年BVPS预测值为15.50元，对应PB0.88倍。维持2020年目标PB1.00~1.15倍，目标价15.50~17.82元，维持“买入”评级。

图表46：2018-2020Q1 平安银行零售客户数量增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表47：2018Q2-2020Q1 平安银行各类贷款增长趋势



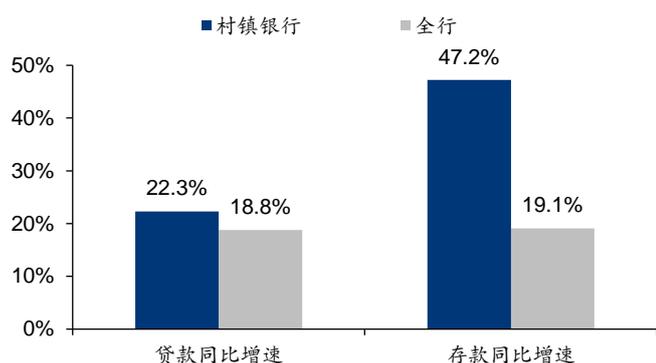
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

常熟银行：开拓蓝海市场，银行的成长股

常熟银行的投资逻辑为客群与经营模式独特，异地经营发展空间较大。小微金融业务是常熟银行的名片，其收益高、风险可控，目前这一特色正在持续深化。常熟银行小微业务坚持线上+线下结合的操作模式。2019年在金融科技投入、员工数量扩充上均有布局，全年科技投入占营收比例达到3.41%，2019年末员工人数同比+15.6%至6432人，主要新增为业务人员。6月3日常熟银行董事会决议拟出资10.5亿元入股镇江农商行，成为其第一大股东(持股33.33%)。我们认为若入股完成，常熟银行有望将自身的小微金融先进理念输出给镇江农商行，提升其经营效率，常熟银行的发展空间也有望进一步拓宽。后续常熟银行有望形成异地分支行、村镇银行、入股农商行(镇江农商行)的异地业务三驾马车，进一步巩固小微金融标杆的地位。6月1日，央行等八部委出台支持小微企业的系列政策，常熟银行作为小微特色的优质中小行，有望享受政策红利。

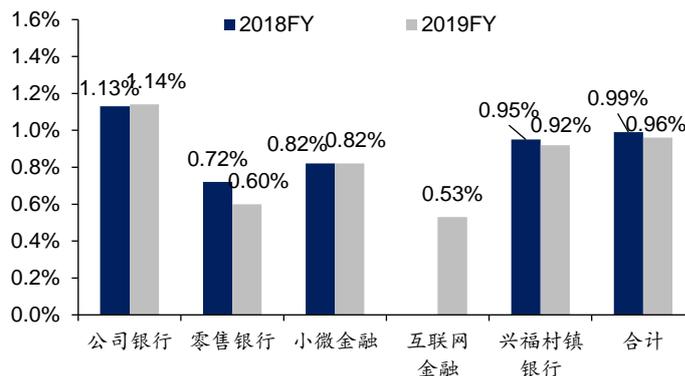
我们预计公司2020-2022年归母净利润增速15.8%/17.0%/20.1%，EPS为0.75/0.88/1.06元，2020年BVPS预测值为6.73元，对应PB1.15倍。维持2020年目标PB1.38~1.40倍，目标价9.29~9.42元，维持“增持”评级。

图表48: 2019年常熟银行村镇银行与全行贷款同比增速、存款同比增速



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表49: 2018年末和2019年末常熟银行分业务板块不良率



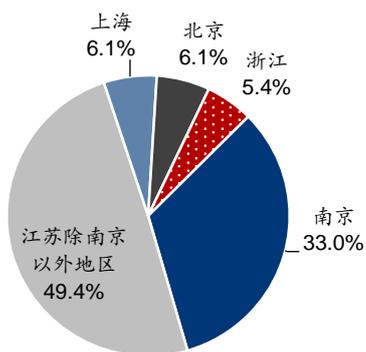
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

南京银行: 定增充实资本, 区域优势突出

南京银行的投资逻辑为近期定增完成夯实资本实力, 区域优势突出, 对公基础扎实, 稳步推进零售转型, 业绩稳健增长。南京银行立足江苏, 并将业务辐射至经济发达的京沪浙等地区, 良好的地理区位叠加完善的风控能力, 造就了同业领先的资产质量水平。公司对公业务基础扎实, 将大零售战略作为转型的重点方向(2019年末零售贷款占比为30%, 接近同业平均水平), 注重客户质量的提升和综合金融服务的输出。借助良好的管理体系、优越的地理条件和明确的战略定位, 南京银行取得了良好的业绩表现, 2020年一季度营收、归母净利润增速均在上市银行中处于领先水平。我们认为南京银行估值压制因素已解除, 股息率优势突出, 有较高的配置价值。

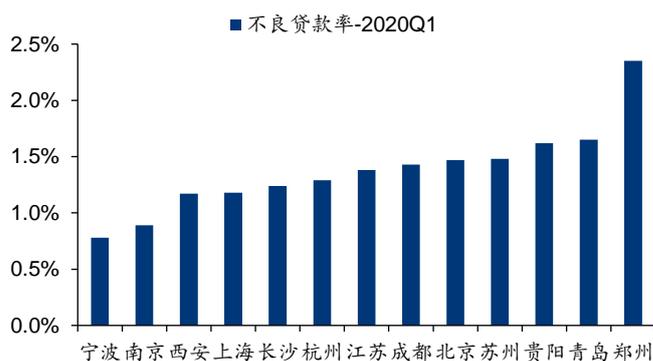
我们预计公司2020-2022年归母净利润增速12.7%/15.8%/16.8%, EPS为1.40/1.62/1.90元, 2020年BVPS预测值8.92元, 对应PB0.87倍。维持2020年目标PB1.05-1.10倍, 目标价9.37~9.81元, 维持“买入”评级。

图表50: 2019年末南京银行贷款地区分布



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表51: 2020年3月末南京银行不良贷款率在上市城商行中位列第2



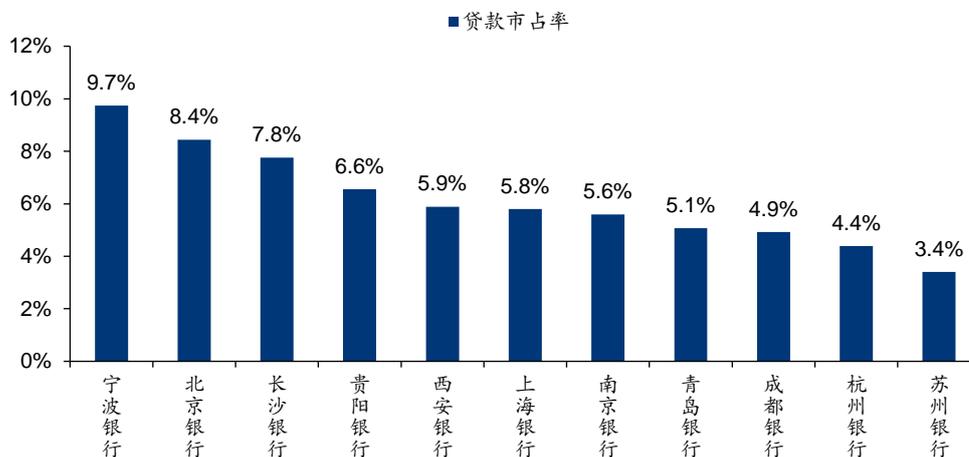
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

成都银行：坚守本源业务，成长空间可期

成都银行的投资逻辑为基本面改善有持续动能，成长性可期。成都市区域经济增长较快（2020年一季度不变价GDP同比增速-3.0%，显著高于全国平均水平）、人口稳步流入、成渝城市群战略定位较高，均为成都银行提供了跨越提升的机遇。未来成长空间较足的主要原因总结为：第一，腹地优势。2020年地方政府专项债放量，基建投资为经济增长的重要驱动因素，基建补短板需求集中于四川等西部省份，如成都市1-3月基建投资增速-0.7%（全国为-16.4%），基建投资加码供应了优质资产。第二，贷款市占率低位。2019年末成都银行在成都的贷款市占率为4.75%，无论横向、纵向相比均较低，尚有提升空间。第三，资产质量包袱出清较为彻底，3月末不良贷款率、关注贷款率分别较2019年末持平、-5bp至1.43%、0.87%，不良+关注类贷款占比为上市城商行第3低。目前正调整信贷结构，资产质量有望持续向好。

我们预计公司2020-2022年归母净利润增速15.8%/17.0%/20.1%，EPS为1.77/2.09/2.48元，2020年BVPS预测值为11.19元，对应PB0.71倍。维持2020年目标PB0.8~0.88倍，目标价8.95~9.85元，维持“增持”评级。

图表52：2019年末部分上市城商行本地贷款市占率



资料来源：公司财报，Wind，华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行超预期。2020年我国经济受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有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。投资者应当考虑到本公司及/或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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司