

银行

精选优质个股穿越周期—2020年中期策略

基本面：资产质量预期决定估值。银行经营杠杆很高，资产结构以贷款为主，银行把贷款投放出去，追求的是利息收入，但是却可能损失本金、冲减拨备、甚至冲击净资产。因此，相比于几个 bps 的利息收益率来说，资产质量的管控能力更为关键。换句话说，控制风险就是节约成本、就是获取盈利。此外，在利率下行、息差收窄的环境背后，也隐含了对经济预期较为悲观的判断。因此判断银行股走势最朴素的逻辑即为：判断经济走势。

宏观经济的不确定性 VS 政策的确定性：1、国内经济正稳步恢复。目前生产复苏较快，五月五大集团耗煤量已恢复往年的 95%。需求也在稳步恢复，6 月官方制造业 PMI、财新 PMI 持续回升至 50.9%、51.2%，其中 PMI 新订单指数已恢复至 2 月以来最高的 51.4%。2、逆周期调节政策不断落地，托底经济。1) 大方向上，相对宽松的流动性环境仍将持续（根据易纲行长的发言，全年新增社融不低于 30 万亿）。2) 节奏上，宽信用政策主要围绕三大主题：**A、财政政策发力**（实际赤字率将达到历史最高的 6.6%（估算），超过 2008 年“四万亿”的水平），基建托底经济，中长期项目需求提升；**B、相比 2008 年，本轮政策更加注重对中小企业的呵护**，有利于中小银行资产质量的稳定；**C、加大政策支持来引导“合理让利”，Q3 或为“存款降息”窗口。**3、**当前经济的不确定性在于出口。**海外疫情反复，出口订单的恢复进度有较大不确定性，或对经济带来一定负面影响。因此，从行业层面而言，经济有一定的不确定性，但政策托底，定向呵护的力度很强，“让利”1.5 万亿落地，银行板块继续下跌的空间非常有限。何时企稳并大幅反弹，需要明确的经济企稳预期，我们判断下半年或将出现较好的时间窗口。

资产质量：行业有压力，个股有分化。

1、行业：在各项政策呵护，及对部分领域贷款“应延尽延”的指引下，风险滞后暴露，预计银行报表资产质量各项指标表现相对较为稳定。但银行在实际经营中仍遇到一定困难，分业务来看：

1) 零售：受国内疫情影响，零售资产质量承压，但边际缓解。从 1-5 月 ABS 数据高频跟踪来看，11 个产品的当期违约率（当期违约金额/产品发行总额）持续上升至 5 月的 0.49%，表明不良仍在暴露中；但逾期 90 天以内贷款占比已从 2 月的 2.76%（疫情影响最大的时间段）持续下降至 5 月的 1.94%，新增压力已连续 3 个月缓解。参考海外经验，预计随着今年 GDP 增速逐步回升，居民收入随之恢复，年底消费金融风险或有望见顶。

2) 对公：基建等中长期项目托底，出口下滑或有扰动，但与 08 年金融危机相比，负面影响减半。我国经济对于出口的依赖度从 2008 年的 31% 大幅降至当前的 17%。从疫情发展情况来看，欧美、尤其是美国较为严重、且尚未得到控制，亚洲地区如日韩等已慢慢恢复正常。欧美地区出口占我国出口总量比例接近 30%，海外疫情正缓慢恢复，但仍有一定不确定性，出口或持续对我国经济带来一定影响。

2、个股：分化非常大。各家银行公司治理能力不一样、风险管控能力不一样，不良暴露、处置的节奏也会不一样。对于公司治理优异的银行来说，拨备覆盖率普遍比较高，安全垫较厚，有能力提前认定某笔贷款的预期损失增加、加大拨备计提、以及核销处置的力度，更早的将风险出清，维持经营稳定。因此我们认为，在当前的宏观经济、政策环境下，银行股的投资策略定位为：精选优质个股，穿越周期。

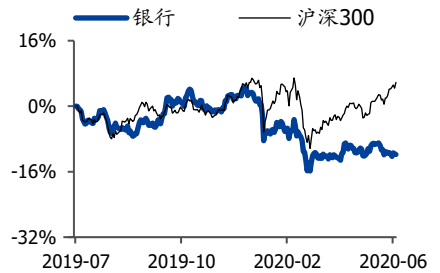
其他基本面因素：1、息差：多因素共振，下行趋势较为确定。1) **资产端：**LPR+低利率环境传导+政策引导下，下行压力加大，Q1 一般贷款发行利率大幅下降 26bps。2) **负债端：**存款利率相对刚性但有所松动，高成本结构性存款要求压降，Q3 或为下调存款基准利率的时间窗口。3) **假设一次性重定价完成的“终极测算”：**若贷款利率整体下降 20bps，存款基准利率下调 10bps，同业利率下降 40bps，同时降准 1.5pc，上市银行息差将收窄 7bps，对营收、利润分别负面影响 2.23%、4.54%（2019 年营收、利润增速分别为 10.18%、6.87%）。**2、规模增长及资产配置：**贷款将保持高增长，驱动规模增速持续提升。全年新增贷款不低于 20 万亿，结构上对公中长期贷款仍为助力。

投资建议：2020 年来宏观环境变化较快，新冠疫情、LPR 改革、全球流动性宽松、金融让利等一系列因素影响下，银行业基本面的不确定性增加。但当前行业估值（0.66xPB）已创历史新低，充分反映市场悲观情绪，板块股息率在 4% 左右，高于 2.9% 左右的国债收益率，配置价值凸显。下半年应在诸多不确定性中寻找确定性，精选优质个股。**个股推荐：**宁波银行、招商银行、常熟银行、邮储银行、工商银行等。

风险提示：疫情再度发酵，宏观经济加速恶化，利率市场化推动超预期，金融监管力度超预期。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 陈功

邮箱：chenggong2@gszq.com

相关研究

- 《银行：若出口下滑，对银行资产质量的影响有多大？--3 大维度入手，与 08 年金融危机对比》2020-06-03
- 《银行：还原拨备，银行的盈利质量如何？--- 换个角度看银行的业绩和估值》2020-05-10
- 《2020 银行业研究框架暨业绩综述：2020 银行业研究框架暨业绩综述：如何看财务报表、经营情况、识别风险》2020-05-05



内容目录

一、宏观环境的不确定性 VS 政策的确定性	4
1.1 宏观环境：经济处于恢复中，但出口仍有“不确定性”	4
1.2 政策与流动性基调的确定性：逆周期政策将不断落地，继续推进宽信用	6
二、基本面：关注个股分化	10
2.1 资产质量：行业整体压力加大，但个股分化较大	11
2.1.1 零售：风险或在年底见顶，不具备爆发卡债危机的条件	12
2.1.2 对公：出口下滑对资产质量的最终影响可控	18
2.1.3 行业有压力，个股间分化更大	21
2.2 资产配置：规模增速提升，对公中长期贷款将形成支撑	22
2.3 息差：多因素共振，下行趋势较为确定	23
三、投资建议：守得云开见月明，精选优质个股穿越周期	25
3.1 宁波银行：基本面长期领先，资产质量稳健，财富管理业务打开空间	25
3.2 招商银行：零售之王，强者恒强	27
3.3 常熟银行：有望逐步成长为江苏省微贷业务龙头	28
3.4 邮储银行：最具“成长性”的国有大行	29
3.5 工商银行：低估值+稳健分红，对公业务综合实力强的“宇宙行”	29
风险提示	31

图表目录

图表 1: 复工：6 大发电集团耗煤量（万吨）已基本恢复历年水平	4
图表 2: 复产：5 月工业增加值持续弱复苏（%）	4
图表 3: 需求端：5 月社消零售增速仍为负增长（%）	4
图表 4: 官方制造业 PMI、财新 PMI 稳步恢复（%）	4
图表 5: 5 月出口增速开始下滑，但优于预期（%）	5
图表 6: 招行小微企业调研：延迟回款占比与地区疫情程度相关（%）	5
图表 7: 东盟 10 国出口占比持续提升	6
图表 8: 我国整体出口依存度（出口/GDP）相比 2008 年已有明显下降	6
图表 9: 5 月社融增速已回升至 12.5%	6
图表 10: M1、M2 增速 2020 年以来持续提升	6
图表 11: 实际赤字率历年走势	7
图表 12: 2020 年至今基建领域投向明显提升	7
图表 13: 当前我国针对小微企业、普惠金融的主要政策汇总	8
图表 14: 2019 年上市银行信贷业务综合利差情况（%）	9
图表 15: 2000 年以来 1 年期存款基准利率与 CPI 的走势（%）	10
图表 16: 上市银行利润增长贡献度分解，及对 2020 年的判断	10
图表 17: 2012 年以来，上市银行息差、资产质量的走势	11
图表 18: 上市银行资产质量相关指标表现	12
图表 19: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况	13
图表 20: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况	14
图表 21: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本的实际房价指数走势	14
图表 22: 主要经济体居民部门杠杆率情况（%）	15
图表 23: 主要经济体居民部门资产负债率情况（%）	15
图表 24: 主要经济体 2016 年居民储蓄率情况（%）	15

图表 25: 我国 P2P 平台代偿贷款、平台情况 (个, 亿元)	15
图表 26: 我国居民部门杠杆率走势 (%)	15
图表 27: 我国实际 GDP 累计增速及预测 (% , 虚线表示预测值)	16
图表 28: 3 家机构消费贷+信用卡 ABS 当期违约率走势	17
图表 29: 3 家机构消费贷+信用卡 ABS 当期逾期贷款率走势	17
图表 30: 3 家机构消费贷+信用卡 ABS 逾期 90 天以上贷款占比走势	17
图表 31: 3 家机构消费贷+信用卡 ABS 逾期 90 天以内贷款占比走势	17
图表 32: 3 家机构消费贷+信用卡 ABS 当期回收率走势	17
图表 33: 我国主要失业率指标走势 (%)	17
图表 34: 2008 年金融危机期间老 16 家上市银行逾期贷款比例情况	18
图表 35: 老 16 家上市银行贷款占比及收入结构	19
图表 36: 老 16 家上市银行资产质量和核销情况	19
图表 37: 老 16 家上市银行核销及转出比例大幅提升	20
图表 38: 近年来商业银行整体拨备覆盖率保持在 180% 左右	20
图表 39: 上市银行信贷行业分布以及不良率情况	20
图表 40: 上市银行资产质量主要指标 (亿元)	21
图表 41: 上市银行整体生息资产投放结构: 2019 VS 2018 (亿元, %)	22
图表 42: 企业贷款投放结构 (亿元)	22
图表 43: 居民贷款投放结构 (亿元)	22
图表 44: LPR、新发放贷款利率走势 (%)	23
图表 45: 资金市场利率 2020 年以来快速下降	23
图表 46: 各类银行结构性存款情况以及预计 2020 年所需压降的规模 (亿元)	23
图表 47: 上市银行息差影响因素综合计算 (基于 2019 年年报数据)	24
图表 48: 银行板块估值(PB)低, 盈利能力(ROE)相对较强(倍)	25
图表 49: 银行股息率与 10 年期国债收益率水平 (%)	25
图表 50: 宁波银行 ROE 相比同业的差距不断拉大	26
图表 51: 宁波银行逾期贷款占比相比同业更低、更稳定	26
图表 52: 招商银行客户、AUM 分布情况	27
图表 53: 招商银行 ROE 相对国有大行+股份行的优势不断拉大	27
图表 54: 上市银行净息差、贷款收益率、存款成本率 (2019A)	28
图表 55: 常熟银行存量不良指标持续改善	28
图表 56: 邮储银行利润增速相比国有五大行更高	29
图表 57: 12 年以来邮储银行资产质量情况	29
图表 58: 工商银行基建类贷款占总贷款比重在国有大行+股份行中最高	30
图表 59: 工商银行不良生成率相比老 16 家上市银行稳定更低	30
图表 60: 银行板块部分个股估值情况 (倍)	31

一、宏观环境的不确定性 VS 政策的确定性

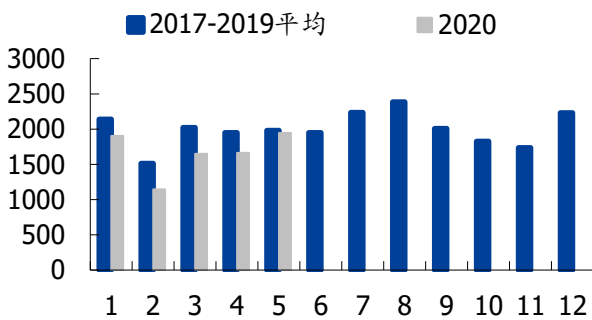
1.1 宏观环境：经济处于恢复中，但出口仍有“不确定性”

目前生产复苏较快，近期需求也开始逐步恢复。

生产端--复工复产恢复较快，具体体现为：1) 复工：基本恢复。5月六大集团耗煤量已恢复至过去3年的平均水平，高炉开工率、房地产成交量等多指标也表明国内复工情况基本回归往年平均水平。根据工信部数据，5月中旬中小企业复工率已达到91%。2) 复产：稳步复苏。5月工业增加值同比增4.4%，较4月提升0.5pc，环比增长1.5%。6月官方制造业PMI、财新中国PMI指数已分别回升至50.9%、51.2%。

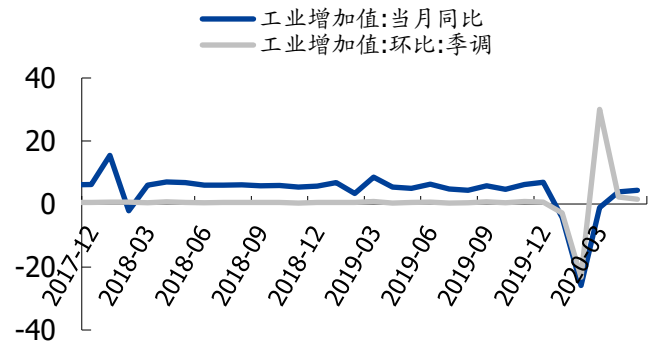
需求端--逐步复苏：1) 消费正在弱复苏。5月社会消费品零售总额当月同比-2.8%（仍为负增长），较4月回升4.7pc。2) 6月PMI新订单指数已恢复至2月以来最高的51.4%，表明需求正逐步恢复。

图表1：复工：6大发电集团耗煤量（万吨）已基本恢复历年水平



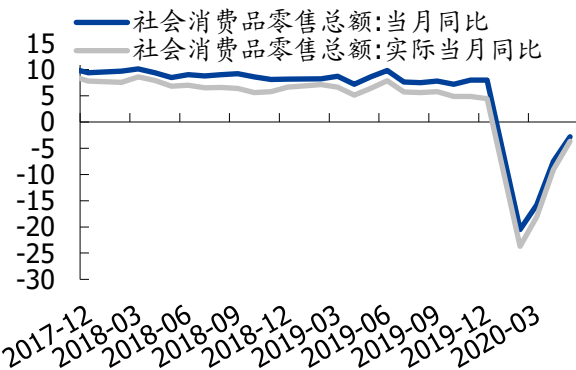
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表2：复产：5月工业增加值持续弱复苏（%）



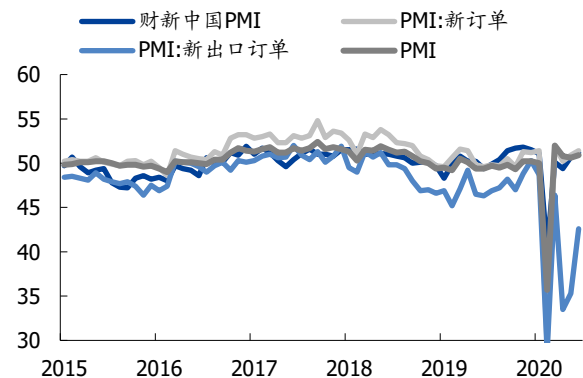
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表3：需求端：5月社消零售增速仍为负增长（%）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表4：官方制造业PMI、财新PMI稳步恢复（%）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

下半年宏观经济的不确定性：出口订单恢复的进度。

数据跟踪--5月出口增速下滑但优于预期，需持续观察后续趋势：2020年5月中国出口同比-3.3%，优于预期（-9.8%），主要是复工带动前期积压订单交货、防疫物资出口较好，形成一定支撑。

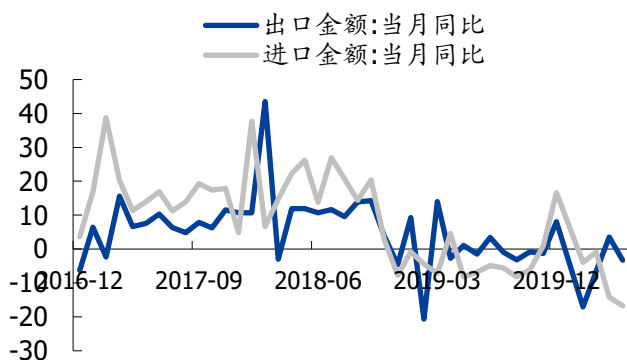
银行实际经营情况：各地区、行业恢复情况不一。

- 1) 分出口地区：**从《不确定性的阴霾下：招商银行小微企业调研报告》来看，近8成外向型企业销售回款出现不同程度的延迟，且出现回款延迟的地区与疫情严重程度明显相关，反映了不同地区的需求恢复程度：**A、北美及西欧的回款延迟占比均超过20%**，在各类地区中最高，反映当地需求仍受到疫情较大的影响。**B、亚洲地区整体恢复情况较好**，其中日本、韩国延期回款占比在**8%左右**，东盟国家（越南、马来西亚、印尼、菲律宾等国家）占比在**7%左右**，恢复情况相对较好。
- 2) 分行业来看：**批发零售（**51.7%**）和制造（**17.1%**）是回款延迟影响比较集中的两个行业。细分行业中，我们预计汽车、家电有所好转，但电子、机械制造等出口订单较低迷，仍有现金流压力。

虽然出口存在较大不确定性，但相比**2008年**我国出口结构已发生了显著的变化，抗外需冲击能力更强，具体来说：

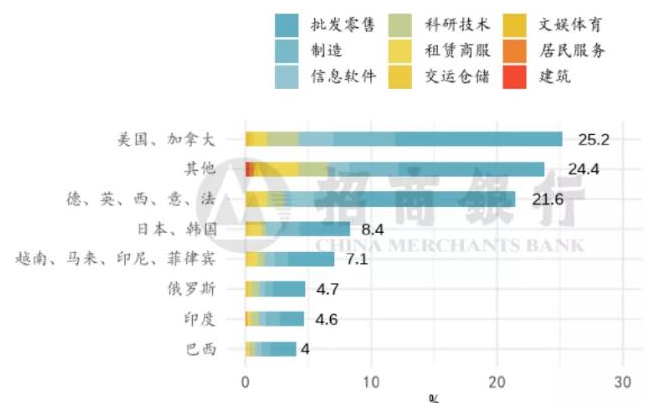
- 1) 出口依存度下降了一半左右：**我国出口依存度（出口/GDP）已从**31%（2008年）**降至**17%（2019年）**；外贸出口型地区出口依存度下降更为明显，如长三角和珠三角，**2008年**出口依存度分别为**59%和65%**，**2019年**下降至仅为**32%和34%**，基本减半。未来若出口大幅下降，对经济的负面影响将大幅减弱。我们根据银行分地区信贷投放比例和区域出口依存度进行加权平均简单测算，如经营区域集中在长三角地区的宁波银行，其“出口系数”大幅下降，**2019年**仅为**39%**，基本上是**2008年**一半的水平。
- 2) 出口结构中亚洲地区已占据半壁江山：**特别是东盟地区出口占比已提升至**15%**，超过欧盟，**2020年**以来成为我国最大的贸易伙伴，且**2020年**以来出口仍为正增长。据国际货币基金组织估计，**2020年**亚洲经济将实现零增长，而全球GDP将下降**3.0%**，美国将下降**5.9%**，欧元区将下降**7.5%**，亚洲经济状况将好于欧美。当前我国在出口方面对于美欧的依赖程度已经大幅下降，贸易重心转向亚洲集中的趋势增强。

图表5：5月出口增速开始下滑，但优于预期（%）



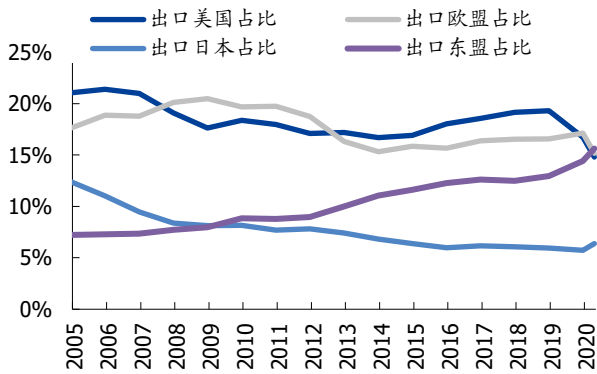
资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表6：招行小微企业调研：延迟回款占比与地区疫情程度相关（%）



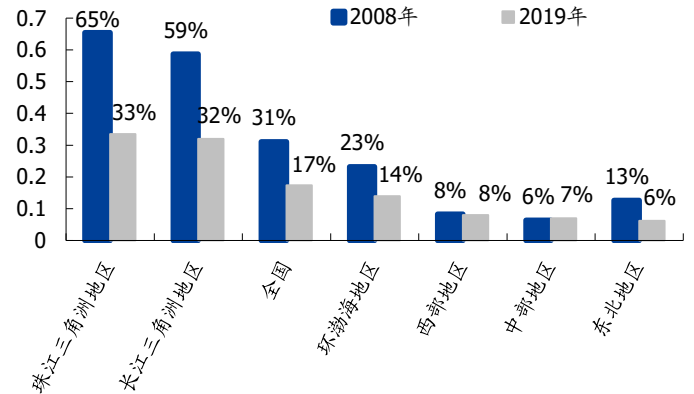
资料来源：招商银行，国盛证券研究所

图表7: 东盟10国出口占比持续提升



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表8: 我国整体出口依存度(出口/GDP)相比2008年已有明显下降

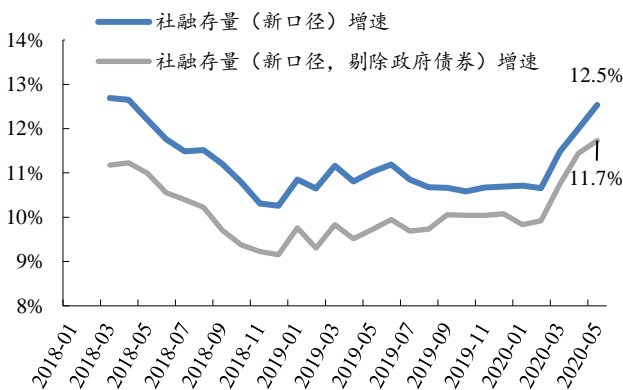


资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

1.2 政策与流动性基调的确定性: 逆周期政策将不断落地, 继续推进宽信用

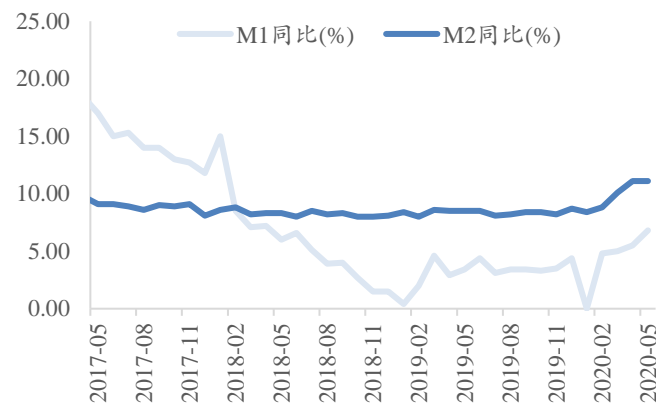
大的方向上看, 预计宽松的流动性环境仍将持续。1) 根据前文的分析, 当前经济仍有一定不确定性, 因此央行仍需引导利率下行; 2) 从政策层的表态来看, 《政府工作报告》明确了“M2增速、社融高增速要明显高于去年”(去年分别为8.7%、10.7%), 易纲行长在陆家嘴论坛也表示“下半年货币政策还将保持流动性的合理充裕, 预计带动全年贷款新增近20万亿, 社融规模增量超过30万亿元”。以此估算, 2020年社融增速将至少保持在11.9%以上。

图表9: 5月社融增速已回升至12.5%



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表10: M1、M2增速2020年以来持续提升



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

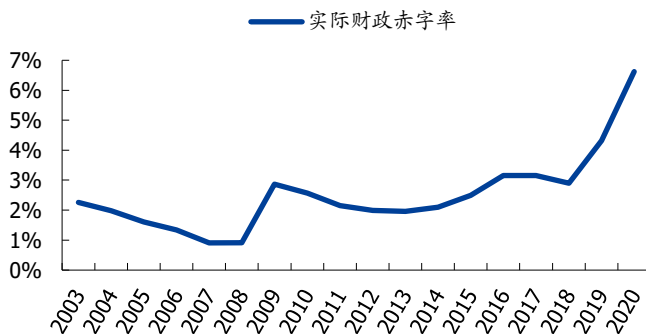
节奏上, 宽信用政策主要围绕三大主题展开: 基建托底、呵护小微、引导金融服务实体

1、财政政策发力, 基建仍是托底经济的有效支撑:

1) 2020年我国预算赤字规模为3.76万亿, 较2019年增加1万亿元, 考虑结转结余及调入资金后的实际赤字规模达到6.76万亿, 按全年GDP增速3%测算实际赤字率高达6.6%, 超过2009年“四万亿”刺激时的赤字率水平(四万亿时期实际财政赤字为1万亿, 考虑撬动的社会资本后形成4万亿刺激)。

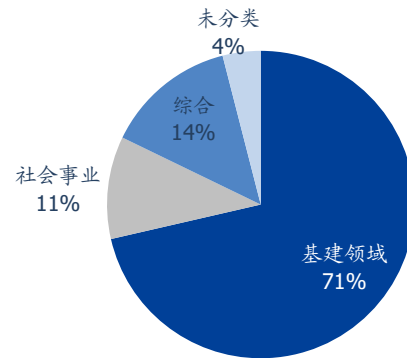
2) 地方政府专项债券从 2019 年的 2.15 万亿元进一步扩容至 3.75 万亿元。截止五月底，专项债已发行 2.15 万亿元，达到 2019 年全年发行量。从投向来看，基建领域占比高达 71% (2019 年全年占比仅为 30%)。由于 2020 年专项债不得投向土地储备与棚户区改造项目 (此两项在 2019 年投向比例分别高达 32% 和 33%)，预计全年专项债投向基建的比例仍将显著高于 19 年，以更好地发挥专项债对基建的引导撬动作用。

图表 11: 实际赤字率历年走势



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 12: 2020 年至今基建领域投向明显提升



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2、监管更加注重对中小企业的呵护。

相比于 2008 年的“四万亿”下大中型企业更加受益，本轮政策除了基建托底经济之外，监管也给予中小企业更多的呵护，整体政策思路更加全面，重点措施包括：

1) 常规资金支持加码：A、2018 年以来央行 12 次降准，共释放长期资金约 8 万亿元 (仅 2020 年至今就已经通过 3 次降准释放资金 1.75 万亿元)；B、先后提供 3 批再贷款、再贴现资金，额度共 1.8 万亿元；C、全年小微专项债目标达到 3000 亿 (平均发行利率仅 2.63%)；D、6 月 30 日央行下调再贷款再贴现利率 25bps、金融稳定再贷款利率 50bps。

2) 创新设立两大直达实体的货币政策工具：

A、小微贷款“应延尽延”，且给与 1% 的激励。小微企业贷款最长可延期至 2021 年 3 月底，若届时经济有所恢复，可有效减少疫情期间小微贷款报表资产质量的波动。与此同时，央行提供 400 亿元再贷款资金，通过特定目的工具 (SPV) 将地方法人银行的续贷本金的 1%，作为对其的“补贴”，预计可以支持延期贷款本金约 3.7 万亿元；400 亿元的“补贴”相当于 2019 年地方城商行+农商行净利润 (1.3 万亿元) 的 3% 左右，而对于小微业务本身较为出色的银行 (如宁波银行、常熟银行) 不良率在 1% 以下，1% 的激励相当于直接覆盖了其信用成本。

B、4000 亿购买小微信用贷。央行将提供 4000 亿元再贷款资金，用于购买 3 月到 12 月期间发放的，最近一个季度评级在 1 级-5 级的地方性银行发放的，期限在 6 个月以上的普惠小微信用贷款 (按 40% 的比例看，最多可撬动 1 万亿元小微信用贷款投放)。旨在鼓励银行加大小微企业信用类贷款的投放，贷款由银行收取利息，同时银行自身承担风险，相当于央行为银行提供 4000 亿元的“免息”资金。

3) 积极引导大行“发挥头雁”作用，对小微企业形成支持。A、价降，明确全国性商业银行内部 FTP 定价优惠力度要不低于 50 个基点；B、量增，明确 5 家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40% (此前要求为 30%)。2019 年五大行普惠型小微企业的贷款余额为 2.6 万亿元，按照 40% 的增速来看，2020 年继续投放超过 1.04 万亿元。大行对于小微企业的支持力度明显增强。

4) 引导银行更有效地支持中小企业, 有利于小微业务有既有优势的专业化中小行。如4月《小微企业金融服务评价办法》, 考核银行小微贷款的“首贷户”指标, 且将大行、股份行统计口径放宽至3000万, 可有效减少小微行业的“无序竞争”。

图表 13: 当前我国针对小微企业、普惠金融的主要政策汇总

类别	主要政策
核心要求	<p>“两增两控”:</p> <p>“两增”: 单户授信总额1000万元以下(含)小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速, 贷款户数不低于上年同期水平; (国有大行+股份行考核放宽至3000万以下的小微企业贷款)</p> <p>“两控”: 即合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本; 突出对小微企业贷款质量并重、可持续发展的监管导向。</p> <p>除“两增两控”外, 单独提出:</p>
“量”增	<p>1) 明确5家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于40%(此前要求为30%)。</p> <p>2) 在风险可控的前提下, 力争实现新发放信用贷款占比显著提高。督促商业银行提高首次从银行体系获得贷款的户数。允许将符合条件的小微企业续贷贷款纳入正常类贷款, 鼓励商业银行加大中长期贷款投放力度, 力争2020年小微企业续贷比例高于上年。</p> <p>3) 在前期已经设立3000亿元疫情防控专项再贷款的基础上, 增加再贷款再贴现专用额度5000亿元, 以及面向中小银行的1万亿元再贷款再贴现额度, 共计1.8万亿元低成本资金。同时, 下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。其中, 支农、支小再贷款额度分别为1000亿元、3000亿元, 再贴现额度1000亿元。</p> <p>4) 允许符合一定条件的中小微高新技术企业在等值500万美元额度内自主借用外债。</p> <p>5) 加大小微企业信用贷款支持力度。实施普惠小微信用贷款支持方案, 通过创新货币政策工具, 支持符合条件的地方法人银行业金融机构新发放普惠小微信用贷款, 支持银行业金融机构提高信用贷款占比。</p> <p>6) 鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。</p>
“价”控	<p>1) 明确要求国有大行普惠型小微企业贷款综合融资成本要再降0.5个百分点。</p> <p>2) 全国性商业银行内部FTP定价优惠力度要不低于50个基点。</p> <p>3) 20年湖北普惠型小微企业综合融资成本力争下降1个百分点以上。</p> <p>4) 用好专项再贷款政策, 支持银行提供优惠利率贷款, 由财政再给予一半的贴息, 确保企业贷款利率低于1.6%。</p> <p>5) 20年6月底前, 对地方法人银行新发放不高于LPR加50个基点的普惠型小微企业贷款, 允许等额申请再贷款资金。</p>
创新货币政策工具	<p>1) 普惠小微企业信用贷款支持计划: 6月起, 央行将提供4000亿再贷款额度, 用于购买3月到12月期间发放的, 新评级在1级-5级的地方性银行发放的, 期限在6个月以上的普惠小微信用贷款, 预计信用贷款支持可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元。(相当于央行为银行提供4000亿元的“免息”资金)</p> <p>2) 普惠小微企业贷款延期支持工具: 提供400亿元再贷款资金, 通过特定目的工具(SPV)与地方法人银行签订利率互换协议的方式, 向地方法人银行提供激励, 激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的1%, 预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿元。(相当于提供400亿元的“补贴”)</p>
差异化货币政策	<p>1) 对大中型银行: 创设定向中期借贷便利(TMLF, 期限可长达3年, 利率仅3.15%);</p> <p>2) 对中小金融机构: 增加再贷款和再贴现额度、差异化降准(已将多数县域农商行存准率降至8%)、进一步研究中小行更低的存准率框架;</p> <p>3) 开发性、政策性银行下达专项贷款额度达3500亿</p> <p>4) 对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点, 对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点, 支持发放普惠金融领域贷款。</p>
风险权重优惠	<p>1) 在权重法下适用75%的优惠风险权重, 在内部评级法下比照零售贷款适用优惠的资本监管要求。</p> <p>2) 研究放宽小微企业贷款享受风险资本优惠权重的单户额度限制。</p>
支持银行资本补充	<p>1) 加快商业银行资本补充债券工具创新, 支持通过发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券等创新工具补充资本。</p> <p>2) 股东人数累计超过200人的非上市银行, 在满足发行条件和审慎监管要求的前提下, 将无须在“新三板”挂牌即可直接发行优先股。</p> <p>3) 推动中小银行补充资本和完善治理, 更好服务中小微企业。</p>
利息收入的增值税减免	<p>从18年9月1日至2020年底, 将符合条件的小微企业贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限, 由100万元提高到500万元。</p>
资本市场融资支持	<p>1) 引导公司信用类债券净融资比2019年多增1万亿元, 释放更多信贷资源支持小微企业。</p> <p>2) 支持金融机构2020年发行小微专项金融债券3000亿元, 专门用于发放小微企业贷款。</p> <p>1) 要求国有大行设立普惠金融事业部, 支持区域性银行在小微企业集中的地区设立村镇银行。</p>
组织机制、银行定位	<p>2) 通过评估体系, 要求农商行准确把握自身在银行体系中的差异化定位, 完善适合小法人和支农支小定位的公司治理机制, 专注服务本地、服务县域、服务社区, 专注服务“三农”和小微企业。</p> <p>3) 推进“六项机制”建设: 各项小微企业金融服务政策, 强化利率风险定价机制、独立核算机制、高效审批机制、激励约束机制、专业人员培训机制和违约信息通报机制等。</p>
调整MPA参数	<p>合理调整商业银行宏观审慎评估参数, 以鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放。</p>
不得盲目抽贷	<p>加大对受疫情影响严重的行业和地区信贷支持, 简化银行办理小微企业首贷、续贷流程, 不得盲目抽贷、断贷、压贷, 特别要下调贷款利率, 让利于企业。</p>
增信	<p>1) 设立国家担保基金, 小微担保金额占比不低于80%; 20年新增再担保业务规模不得低于4000亿元; 大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率; 要求政府性融资担保行业减半收费, 将综合融资担保费率降至1%以下, 确保2020年新增的支农支小业务占比不得低于80%。</p> <p>2) 20年将新增支持100万个人创业者、1万家小微企业, 增长的幅度会比上年增长50%以上。</p> <p>3) 发挥应收账款融资服务平台作用, 促进中小微企业2020年应收账款融资8000亿元。</p> <p>4) 改进政府性担保机制。提高政策性融资担保机构放大倍数, 扩大融资担保规模, 弱化盈利考核要求, 降低担保费率和反担保要求。鼓励地方建立风险补偿“资金池”, 用于小微企业应急转贷、政府性融资担保机构资本补充等。</p> <p>5) 坚持下沉一线, 更好地发挥放大效应, 推动国家融资担保基金加快开展股权投资, 力争2020年投资10家支小支农成效明显的地市级政府性融资担保机构。</p>
纳入MLF担保品范围	<p>不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券, AA+、AA级公司信用类债券(优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券), 单户授信1000万元及以下的小微企业贷款和绿色贷款。</p>
贷款期限	<p>推广无还本续贷, 支持银行业金融机构合理提高无还本续贷业务在小微企业贷款中的比重, 且采用“应延尽延”原则, 可延期到2021年Q1</p>
扩展融资渠道	<p>支持企业扩大债券融资。鼓励金融机构创新大额存单、可转换票据、集合债券等产品, 引导更多社会资金投向小微企业, 拓宽直接融资渠道。深入开展“信易贷”支持中小微企业融资。</p>

提高不良贷款容忍度与推进尽职免责

- 1) 推进尽职免责外, 小微不良率容忍度为“不高于各项贷款不良率3%。”
- 2) 实施临时性延期还本付息安排, 免收罚息, 不下调贷款风险分类、不影响征信记录; 对受疫情影响导致不良贷款、形成损失的, 鼓励银行业金融机构适当简化内部认定手续, 加大自主核销力度。
- 3) 增加信用贷款和中长期贷款的方式, 支持企业尽快复工复产。
- 4) 决定提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率; 将普惠金融在银行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。

丰富信贷资产流转

- 1) 支持银行业金融机构通过多种方式盘活小微企业信贷资源。鼓励符合条件的银行业金融机构一次注册、自主分期发行, 开展小微企业贷款资产证券化业务。
- 2) 对商业银行理财产品投资小微企业信贷资产流转和收益权转让相关产品, 按银监会有关规定在银行业信贷资产登记流转中心完成转让和集中登记的, 相关资产不计入非标准化债权资产统计。
- 3) 进一步拓宽小微企业不良资产处置渠道。在不良资产证券化试点框架下, 鼓励试点金融机构发行小微企业不良贷款资产支持证券。

稳就业

- 1) 扩大中小微企业稳岗返还政策的受益面, 30人以下的参保企业裁员率不超过参保职工总数20%的, 可以申请失业保险稳岗返还政策。企业在目前的停工期间、疫情的恢复期间, 组织职工参加各类线上线下培训的, 可以纳入现有的补贴类培训范围。
- 2) 降低创业担保贷款申请门槛: 小微企业当年新招用符合条件创业担保贷款申请条件的人数与企业现有在职职工人数的占比, 由20%下降为15%, 超过100人的企业下降为8%; 全力支持重点群体创业就业: 符合条件的个人最高可申请创业担保贷款额度由15万元提高至20万元; 适当放宽创业担保贷款借款人条件, 提高贷款额度上限, 创业担保贷款上年到期还款率达到90%以上的, 本年可适当提高放大倍数至担保基金存款余额的10倍。

减税降费

- 1) 2020年底前免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费, 减免小规模纳税人增值税, 免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税, 减免民航发展基金、港口建设费。预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元。
- 2) 小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。
- 3) 延长中小微企业贷款延期还本付息政策。对于2020年底到期的中小微企业贷款本金、2020年底前存续的中小微企业贷款应付利息, 还本付息日期最长可延至2021年3月底, 金融机构对普惠型小微企业贷款要应延尽延, 对其他困难企业贷款协商延期。预计延期政策可覆盖普惠中小微企业贷款本金约7万亿元。
- 4) 地方各级政府融资担保、再担保机构2020年全年对小微企业减半收取融资担保、再担保费, 力争将小微企业综合融资担保费率降至1%以下。
- 5) 2020年力争新增再担保业务规模4000亿元。与银行业金融机构开展批量担保贷款业务合作, 提高批量合作业务中风险责任分担比例至30%。对合作机构单户100万元及以下担保业务免收再担保费, 2020年全年对100万元以上担保业务减半收取再担保费。

资料来源: 央行, 银保监会, 国盛证券研究所

3、加大政策支持, 引导金融体系合理“让利”实体经济。

617 国常会指出 2020 年全年推动金融系统向各类企业合理让利 1.5 万亿元(直接影响营收, 而非利润)。预计主要通过引导贷款利率下降、企业债利率下降、延期还本付息、低息再贷款、减费让利、担保基金、减少贷款费用等方式进行。

但仅靠银行自身力量, 让利空间有限, 因此需要政策加大支持。根据上市银行 2019 年数据粗略测算, 生息资产收益率(4.05%)扣除负债成本(2.07%)、运营成本(0.86%)、信用成本(0.77%)后, 银行剩余利差仅剩 0.38%, 需要政策给予更多的支持。因此除了降准、宽松的流动性支持外, 未来政策将发力, 继续为银行疏压解困, 如:

- 1) 进一步发挥存款自律机制要发挥作用。如存款控制或者下调存款利率浮动(目前在30%-40%左右)、加强对存款“创新”的监管等等。
- 2) 规范行业无序的存款竞争。如加强对结构性存款监管, 要求 2020 年压降至年初 2/3 的水平。
- 3) 直接下调存款基准利率。5 月 CPI 已从年初的 5%快速下降至 2.4%。从历史上看 CPI 低于 3%时目前对“存款降息”已不构成制约; 当 CPI 低于 2%时, 降息概率将会提升, 以此推测 Q3 或为降息的时间窗口。
- 4) 多措并举缓解中小行压力, 恢复其信用扩张能力。将特别国债的部分用于补充中小银行资本金、适当降低中小行拨备要求、适度放宽流动性指标要求等等。

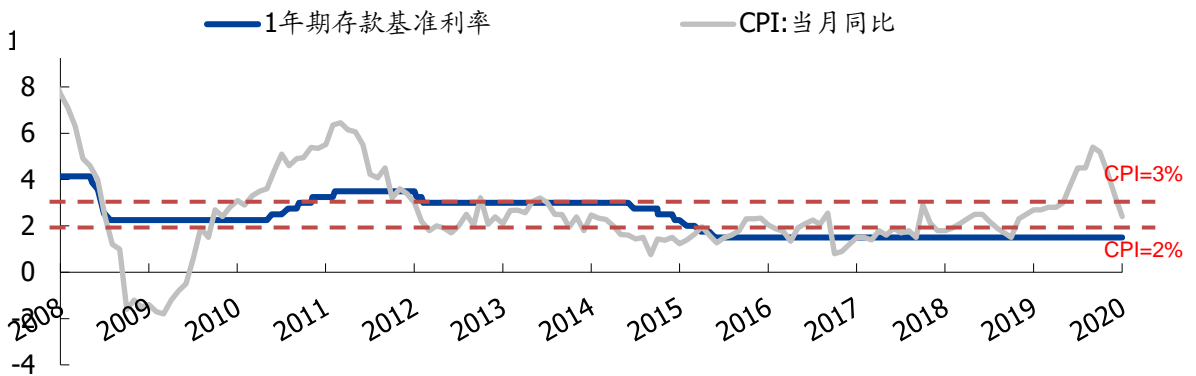
图表 14: 2019 年上市银行信贷业务综合利差情况 (%)

上市银行	生息资产收益率	付息负债成本率	运营费用成本	综合信用成本	剩余利差
国有大行	3.85%	1.85%	0.85%	0.62%	0.52%
股份行	4.55%	2.47%	0.91%	1.14%	0.03%
城商行	4.58%	2.58%	0.73%	0.91%	0.36%
农商行	4.81%	2.28%	1.03%	1.04%	0.46%
上市银行整体	4.08%	2.07%	0.86%	0.77%	0.38%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 信用成本计算方式为资产减值损失/平均生息资产, 运营成本计算方式为管理费用/平均生息资产。

图表 15: 2000 年以来 1 年期存款基准利率与 CPI 的走势 (%)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

二、基本面：关注个股分化

2020 年银行业基本面整体下行压力加大，但预计最终利润仍将保持稳健，不会断崖式下跌，具体来说：

- 1) 利息净收入：下行压力加大。资产端收益率下行压力进一步加大的背景下，息差下行趋势较为确定，规模增速提升将实现部分“以量补价”；
- 2) 手续费及佣金收入：经济下行趋势下增速预计继续放缓，但相对利息净收入幅度较小；
- 3) 其他非息收入：2019 年 19 切换带来非息收入高增，但 2020 年这一因素消除，最终其他非息收入或稳中略降；
- 4) 管理费用：除个别银行将加大 IT 投入可能带来一定影响外（如招行将 IT 投入占营收比重或逐步提升至 3%），大部分银行预计仍保持稳定。
- 5) 拨备计提：将随着行业信用风险的提升而提升，增速的提升幅度或相对有限，以平滑 2020 年营收下行压力，保持行业最终利润整体稳定。

图表 16: 上市银行利润增长贡献度分解，及对 2020 年的判断

	2015	2016	2017	2018	2019H	2019	2020Q1	2020 年展望
净利润同比变动	2.2%	2.3%	5.4%	5.7%	7.1%	6.9%	5.5%	下行压力加大
净利息收入	14.5%	-11.5%	10.8%	16.6%	17.3%	17.5%	15.1%	下行压力加大
生息资产	27.6%	24.2%	20.0%	9.6%	12.7%	15.7%		规模稳中有升
净息差	-13.2%	-35.7%	-9.1%	7.0%	4.6%	1.8%		下行压力加大
非息收入	10.5%	11.4%	-2.0%	8.9%	10.9%	8.7%	5.2%	稳中略降
手续费及佣金净收入	7.6%	4.8%	0.1%	1.3%	5.2%	3.5%	3.1%	稳中略降
其他非息收入	2.9%	6.6%	-2.1%	7.7%	5.8%	5.2%	2.1%	稳中略降
管理费用	-3.5%	-1.9%	-3.8%	-5.4%	-4.0%	-6.0%	-9.7%	保持稳定
拨备	-18.0%	-7.8%	-5.5%	-15.6%	-14.4%	-10.6%	-10.5%	稳中略升
所得税及其他	-1.2%	12.1%	5.9%	1.2%	-2.7%	-2.7%	5.4%	保持平稳

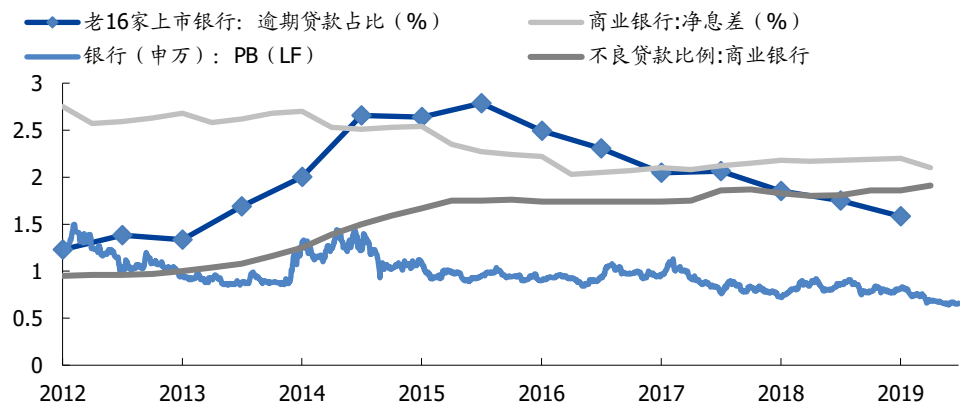
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

注: 由于 2020Q1 为单季度数据, 存在一定季节效应, 如一般 Q1 成本收入比偏高。

当前环境下，我们认为在基本面各项因素中，资产质量相比息差更重要。银行经营的杠杆很高，资产结构中贷款是大头，银行把贷款投放出去，追求的是利息收入，但是却可能损失本金、冲减拨备、甚至冲击净资产。因此，相比于几个 bps 的利息收益率来说，资产质量的管控能力更为关键。换句话说，控制风险就是节约成本、就是获取盈利。此外，在利率下行、息差收窄的环境背后，也隐含了对经济预期较为悲观的判断。因此判断银行股走势最朴素的逻辑即为：判断经济的走势。

从行业层面而言，经济有一定的不确定性，但政策托底、定向呵护的力度很强，银行“让利”1.5万亿落地，银行板块继续下跌的空间非常有限。何时企稳并大幅反弹，需要经济企稳预期，我们判断 Q3 末、Q4 或为较好的时间窗口。

图表 17: 2012 年以来，上市银行息差、资产质量的走势



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.1 资产质量: 行业整体压力加大, 但个股分化较大

从上市银行 2019 年年报、2020 年一季报来看, 报表资产质量各项指标表现较为稳定:

1) 存量风险指标逐步改善: 20Q1 上市银行整体不良率仅 1.44%, 较 19A 上升 1bps。从更客观的指标来看, 2019A 逾期贷款、逾期 90 天以上贷款占比 (1.57%、1.00%) 环比 19H 分别大幅下降 15bps、13bps。

2) 动态指标保持稳健: 19A 加回核销及转出的不良生成率 (0.98%) 环比上升 9bps。原因在于上市银行在不良认定继续保持审慎严格的情况下, 下半年加大核销力度 (下半年核销与转出合计 4463 亿, 环比上半年 +782 亿; 2019 年全年上市银行核销及转出共计 8144 亿)。逾期生成率则由于逾期贷款减少, 环比下降 5bps 至 0.81%。

3) 风险抵御能力持续增强: 2019 年末, 上市银行整体的拨备覆盖率环比年中提升 5.25pc, 2020Q1 进一步提升 2.84pc 至 223.6%。

图表 18: 上市银行资产质量相关指标表现

	不良贷款 (20Q1)			逾期贷款 (19A)		逾期生成率 (19A)		不良生成率 (19A)		拨备覆盖率 (20Q1)		
	占比	环比19A	19A 环比19H	占比	环比19H	占比	环比19H	占比	环比19H	占比	环比19A	19A 环比19H
国有大行	1.39%	+0.01pc	-0.02pc	1.36%	-0.14pc	0.53%	+0.03pc	0.69%	+0.10pc	225.90%	-0.61pc	+7.13pc
股份行	1.60%	--	-0.02pc	2.07%	-0.20pc	1.54%	-0.21pc	1.76%	+0.04pc	205.10%	+8.55pc	+0.92pc
城商行	1.30%	+0.02pc	-0.02pc	1.68%	-0.14pc	0.82%	-0.33pc	1.04%	+0.08pc	283.60%	+10.93pc	+7.41pc
农商行	1.37%	-0.03pc	+0.01pc	1.85%	+0.40pc	1.54%	+0.81pc	1.16%	+0.16pc	305.60%	+13.26pc	+3.23pc
上市银行整体	1.44%	+0.01pc	-0.02pc	1.57%	-0.15pc	0.81%	-0.05pc	0.98%	+0.09pc	223.60%	+2.84pc	+5.25pc

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

考虑到 2020 年疫情的冲击, 以及下半年经济所面临的一系列不确定性, 市场对于资产质量主要有两方面担忧:

- 1) 出口下滑对对公业务资产质量的影响有多大?
- 2) 本轮零售信用风险如何演化, 以及何时见顶?

通过 2008 年金融危机的复盘、与海外代表国家的对比、结合当前我国经济结构, 我们认为最终对银行资产质量的影响整体可控。

2.1.1 零售: 风险或在年底见顶, 不具备爆发卡债危机的条件

1、复盘 2008 年金融危机: “东亚优势”下, 消费信贷资产质量整体受影响较小。

由于 2008 年金融危机期间我国消费金融正处于快速发展期, 与当前新冠疫情环境的可比性较差, 因此我们通过研究当时消费金融已经较为成熟的五个代表性国家与地区 (美国、英国、韩国、日本、中国台湾) 在金融危机的表现, 来研判未来我国消费金融风险的走势。

整体来看, 亚洲地区 2008 年经济受金融危机的冲击都较大, 信用卡 (或消费贷) 资产质量的影响相对较小。金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP 增速分别下降了 5.1pc、8.3pc、8.6pc、9.7pc、15.9pc, 亚洲地区受到的冲击更大 (更依赖出口), 但从对信用卡 (或消费贷) 资产质量的影响来看:

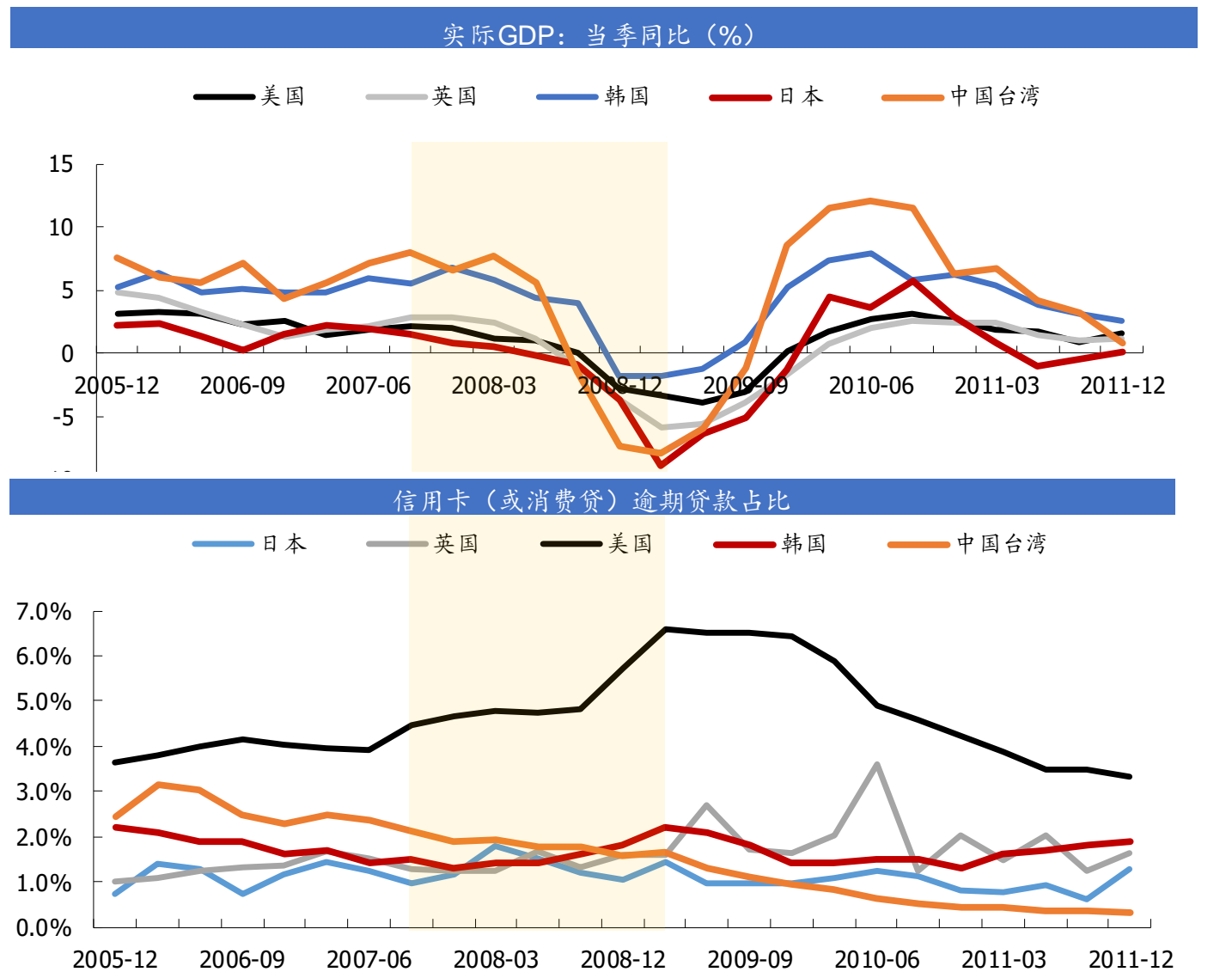
1) 美国: 信用卡逾期率提升 2.6pc, 持续 2 年。信用风险暴露从 2007 年 Q3 即开始到 2009 年 Q4 才基本见顶, 尤其在金融危机爆发期间加速暴露。信用卡分期、消费贷的逾期率从 08 年以前的 4%、2% 左右的水平, 上升至 2009 年末 6.51%、3.70%, 提升了 2.6pc、1.7pc。

2) 英国: 消费贷逾期 90 天以上贷款占比 2.4pc, 也持续了 2 年。风险暴露从 2008 年 Q2 开始到 2010 年 Q2 才基本见顶, 持续 2 年。其消费贷的逾期 90 天以上贷款占比从 08 年以前的 1.3% 左右的水平, 上升至 2010 年 6 月末达到 3.60%。

3) 韩国: 信用卡逾期率小幅提升 0.6pc, 仅持续 3 个季度。其信用卡逾期率 2008 年 6 月末的从 1.40% 提升至 2019 年 3 月末的 2.20%, 此后持续回落至 1.5% 左右的正常水平, 金融危机对其消费金融信用风险的影响非常有限。

4) 台湾和日本基本没有受到影响, 其中台湾地区受益于 2006 年卡债危机后清理了大量的违规民营银行, 消费金融行业更加规范, 居民信用风险有效化解, 金融危机期间信用卡逾期 90 天以上贷款占比反而持续下降至 0.5% 左右。而从日本最大的金融集团 MUFG 的消费贷逾期 90 天以上贷款占比来看, 在金融危机期间基本在 1% 上下波动, 并未受到金融危机的影响。

图表 19: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况



资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, CEIC, 国盛证券研究所

注: 美国、韩国均为信用卡逾期贷款占比, 英国为消费贷逾期 90 天以上贷款占比, 台湾为信用卡贷款逾期 90 天以上贷款占比, 日本由于没有官方披露的数字, 我们用日本最大的银行三菱日联信用卡逾期 90 天以上消费贷款占比作为估算。

东亚地区居民消费金融资产质量表现更好的主要原因在于:

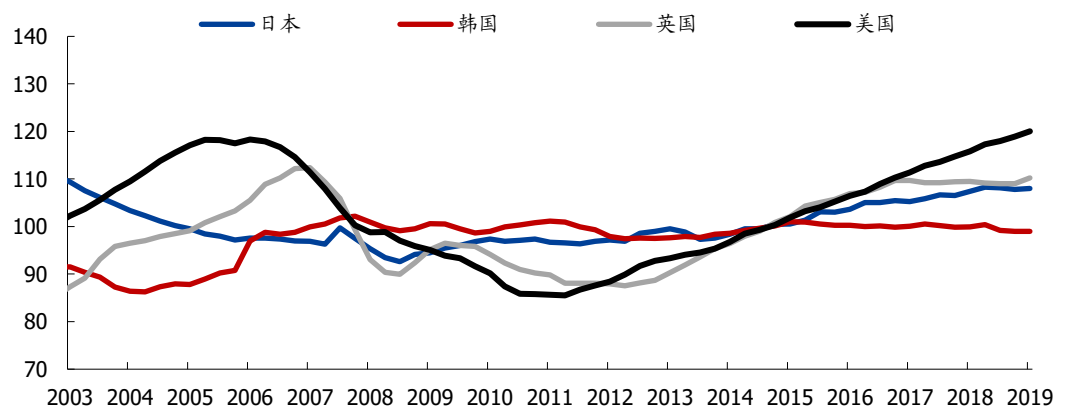
- 1) 金融危机期间, 东亚地区房价较为稳定。2008 年金融危机正是由于房价泡沫破灭所致, 而对各个国家而言房贷均占居民负债的主要部分 (占比至少在一半以上), 尤其是我们测算美国由房贷带来的居民部门杠杆率到从 2000 年末的 47.9% 提升至 2008 年末达到了 73.3%。OECD 数据显示, 美国房价从 2006 年初开始下跌, 到 2012 年初累计下跌了 27.7%, 金融危机爆发也直接传导至英国, 英国房价从 2007 年末到 2019 年下跌了 19.8%, 但相比之下日本、韩国的房价则较为稳定。
- 2) 2008 年英、美两国居民杠杆率水平较高 (均在 90% 以上), 而东亚地区杠杆率较低 (日本、韩国分别为 60%、71%)。
- 3) 东西方消费、信贷文化的差异, 东亚人民一方面更具“储蓄习惯”, IMF 数据显示 2008 年中国、日本、韩国储蓄率分别为 51.8%、23.2%、30.3%, 明显高于美国、英国的 12.6%、14.8%; 另一方面, 东亚人民历史上就对个人违约、失信行为看得较重, 不到万不得已违约的意愿较低。

图表 20: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本、中国台湾 GDP、信用卡资产质量的情况

风险暴露期	逾期率			GDP 增速变化情况	2008 年居民部门杠杆率	测算其中来自:		储蓄率	
	起始	最高升至	提升幅度			房贷	其他个人贷款		
美国	2007Q3-2009Q4	3.90%	6.51%	2.61%	从 2007 年的 2% 迅速下降至 2009Q2 的 -3.05%，2010Q1 增速基本恢复正常 (1.7%)。	95.9%	73.3%	22.6%	12.5%
英国	2008Q2-2010Q2	1.24%	3.60%	2.36%	从 2007 年的 2.8% 迅速下降至 2009Q2 的 -5.51%，2010Q2 增速基本恢复正常 (2.02%)	92.6%	55.1%	37.5%	14.8%
韩国	2008Q3-2009Q1	1.60%	2.20%	0.60%	从 2007 年的 6.8% 迅速下降至 2009Q1 的 -1.80%，2009Q4 增速基本恢复正常 (5.20%)	71.0%	38.3%	32.7%	30.0%
日本	逾期 90 天以上贷款占比保持在 1% 左右波动				从 2007 年的 0.9% 迅速下降至 2009Q1 的 -8.80%，2009Q4 增速基本恢复正常 (-1.30%)	60.0%	52.6%	7.4%	23.2%
台湾	逾期 90 天以上贷款占比持续下降至 0.5% 以下				从 2008 年 Q1 的 7.7% 迅速下降至 2009Q1 的 -7.90%，2009Q4 增速基本恢复正常 (8.6%)	59.2%	42.0%	17.2%	--

资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, CEIC, 国盛证券研究所

图表 21: 金融危机期间美国、英国、韩国、日本的实际房价指数走势



资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, OECD, 国盛证券研究所

2、结论: 当前中国不具备卡债危机的条件, 消费金融风险或今年逐步见顶。

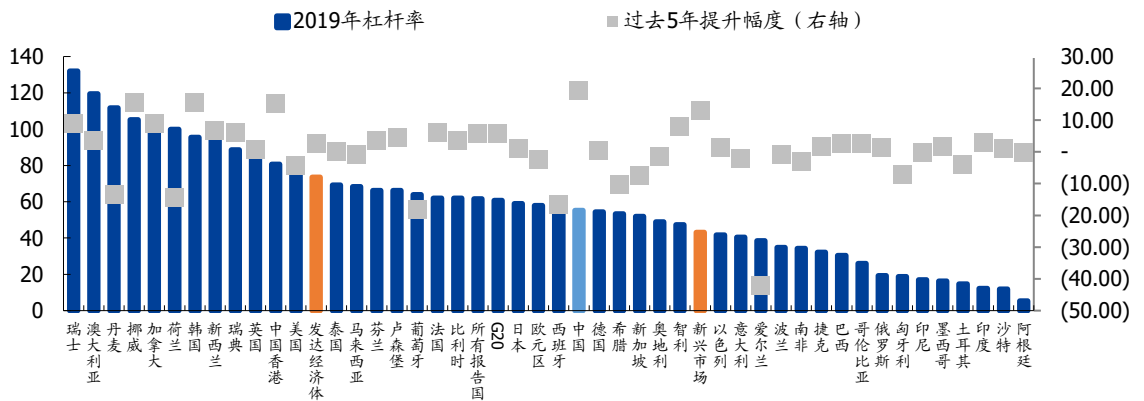
对比英美日韩台的经验, 当前中国仍不具备爆发卡债危机的条件, 主要基于:

1) 从简单宏观数据比较来看, 我国过去几年虽然居民部门杠杆率提升速度较快, 但到 2019 年居民部门总杠杆率也只有 55.2%, 远低于 2008 年危机发生时英国、美国 90% 以上的水平, 也低于当时受金融危机影响有限的东亚地区, 日本 (60%)、韩国 (71%)、中国台湾 (59.2%) 的水平。与此同时一直以来我国储蓄率一直保持在 40% 以上, 其中居民部门的储蓄率也高达 36%, 远高于其他国家, 居民部门整体抗风险能力较强。

2) 我国居民债务主要由房贷驱动, 纯信用类消费贷带来的杠杆有限。2019 年末 55.2% 的居民杠杆率中, 33.97% 由房贷驱动, 11.33% 由经营贷驱动 (大多有抵质押或担保, 纯信用类占比较少), 只有 9.9% 由纯信用类的消费贷 (含信用卡) 驱动。从这个角度来看, 只要房价不发生大规模波动, 居民偿债的能力与意愿也能得到保证, 按揭贷款也将有效发挥“压舱石”的作用。

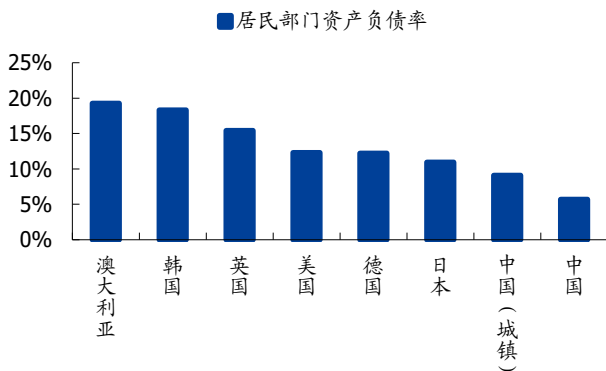
3) 我国监管层反应更迅速, 及时化解了行业内部的潜在风险。我国监管层在 2018 年即开始整顿 P2P、严查违规消费贷, 到 2019 年末 P2P 平台基本整改过半, P2P 待还余额已减少了 55%, 运营平台已从最多 3000 多家锐减到只有 343 家, 按这一速度线性推算预计在 2020 年底可基本整改完毕。

图表 22: 主要经济体居民部门杠杆率情况 (%)



资料来源: 美联储, 央行, 国盛证券研究所

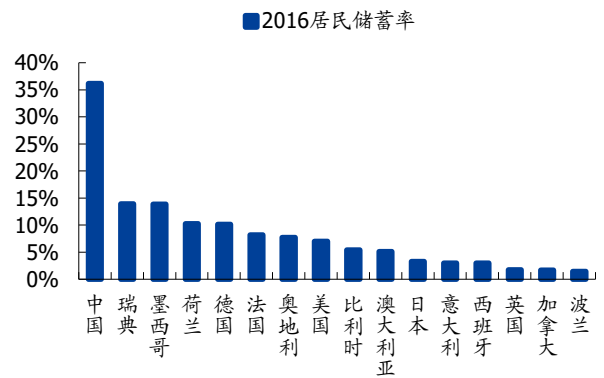
图表 23: 主要经济体居民部门资产负债率情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 各国统计局, 国盛证券研究所

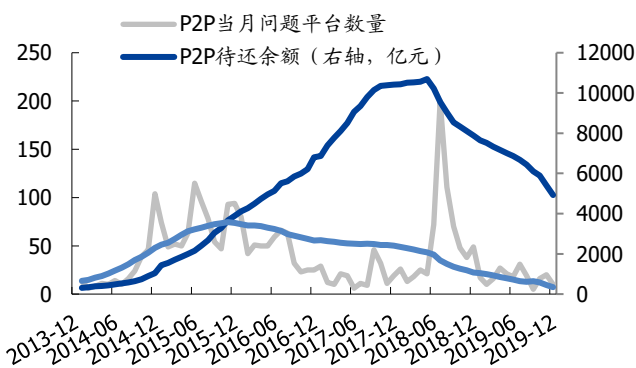
注: 中国 (城镇) 数据来自 2019 年央行数据, 中国整体数据来自 CHFS, 韩国数据来自 2019 年韩国央行抽样调查数据, 美国为 2019 年居民部门资产负债表数据, 其余国家为 2018 年资产负债表数据

图表 24: 主要经济体 2016 年居民储蓄率情况 (%)



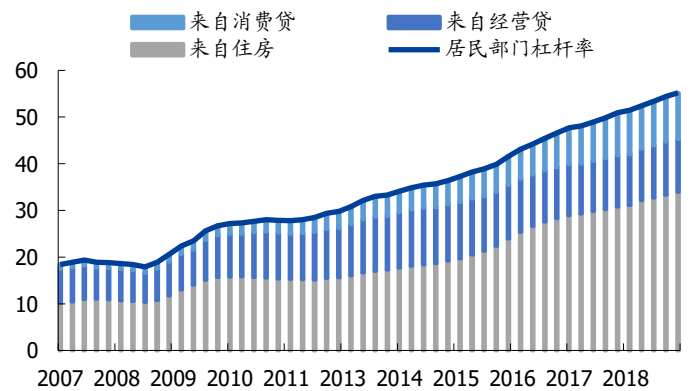
资料来源: OECD, 国盛证券研究所

图表 25: 我国 P2P 平台代偿贷款、平台情况 (个, 亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 26: 我国居民部门杠杆率走势 (%)

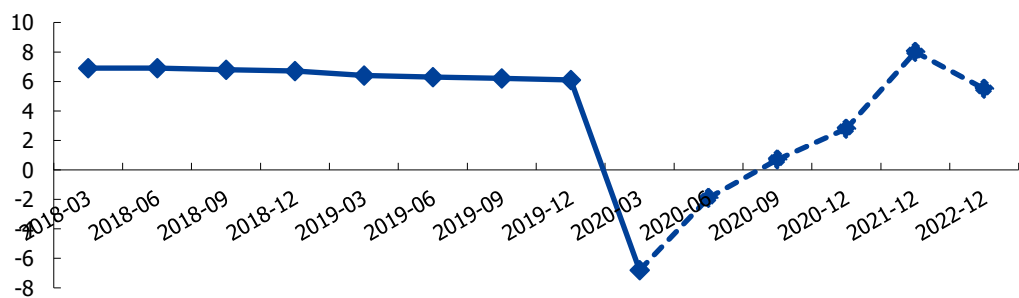


资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

节奏上，预计消费金融风险的上升势头在今年或见顶，但报表暴露节奏可能存在一定时滞。我国尚不具备爆发系统性卡债危机的条件，本轮信用风险的上升主要来自 2018 年以来“共债风险”的延续，叠加 2020 年新冠疫情下全球经济下滑所带来的的一次性冲击：其中：

- 1) “共债风险”方面，前文线性推算，P2P 平台的整改预计到 2020 年底或可基本完成；
- 2) “疫情冲击”方面，我们复盘金融危机期间海外各国的表现：
 - A、与我国国情更相似的韩国，预计其信用卡逾期率上升周期在三个季度左右。
 - B、当 GDP 增速触底时，各家银行的信用卡逾期率基本同步见顶。本次疫情对我国经济影响最大的时期在 Q1，预计 Q3、Q4 我国 GDP 累计增速将逐步“由负转正”（根据国盛宏观组预测，2020 年、2021 年累计增速将恢复至 2.8%、8% 左右的水平）。
- 3) 下半年消费信贷增速将回升，分母端缓释不良率、逾期率上升压力。一方面，目前我国疫情已基本控制，消费增速正逐步恢复；另一方面，当前银行消费贷投放已恢复正常，叠加“双十一”等活动，预计下半年投放力度将更大。
- 4) 但仍需关注各家银行“逾期进不良”的进度。疫情影响下，不少银行 Q1 逾期入催的消费贷、信用卡分期有所增加，但自 4 月复工复产推进以来，“入催率”显著下降。未来需关注逾期时间较久、陆续计入不良，影响业绩的部分。

图表 27: 我国实际 GDP 累计增速及预测 (%，虚线表示预测值)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券宏观组预测

3、ABS 角度跟踪零售信用风险：不良仍在暴露，但新增压力边际缓解。

我们统计了 11 款 2019 年以前发行、仍在存续期的、且数据更新至 5 月的 ABS 产品的情况（按产品形态划分，3 款消费贷、8 款信用卡；按发行主体划分，招商银行 7 款，中信银行 1 款，兴业消费金融公司 3 款），整体看：

1、不良贷款仍在暴露中，但新增压力继续缓解：

1) 当期违约率继续上升。11 款产品 5 月当期违约率（当期违约金额/产品发行总额）为 0.49%，相比 4 月提升 8bps；

2) 逾期贷款率也在继续上升。11 款产品 5 月整体逾期贷款率（逾期贷款金额/产品发行总额）为 4.34%，较 4 月继续提升 36bps，其中：

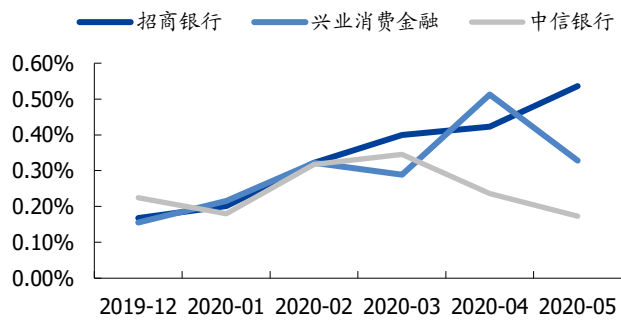
A、逾期 90 天以上贷款占比提升较快。从 2 月的 1.20% 提升至 5 月的 2.39%。随着时间推移，部分逾期贷款拖欠天数自然增加。一般超过 90 天之后，银行的损失概率也越来越大，不少或最终确认为不良，需密切关注这一指标何时见顶。

B、新增压力已连续三个月缓解：2 月疫情爆发时新增压力明显增加，11 款产品逾期 3 个月以内贷款占比从 1.71% 跳升至 2.76%，但 3-5 月逾期 3 个月以内贷款占比逐步下降至 2.30%、2.03%、1.94%，表明随着国内疫情阶段性得到控制，新增逾期贷款压力已明显减轻。预计随着疫情影响的这一批贷款逐步确认为不良以后，未来报表不良的新增压力有限。

2、催收业务基本完全恢复正常。2月催收业务受疫情影响最大，11款产品的当期回收率（当期回收的违约贷款金额/累计违约金额）从1月的0.92%大幅下降至仅0.29%。但3月以来消费贷、信用卡业务常态化，尤其是催收业务恢复以来效果显著，3-5月的当期回收率已提升至1.27%、1.31%、1.33%。

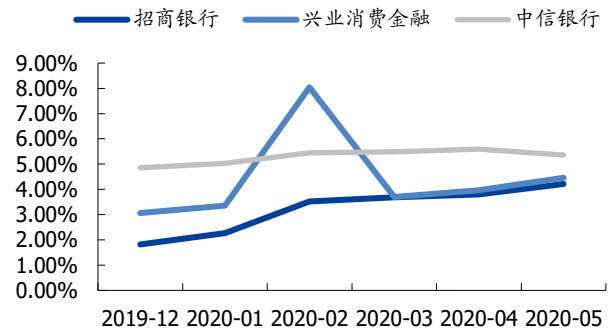
零售贷款资产质量未来持续关注: 1) 就业情况: 5月城镇调查失业率边际回落至5.90%，但仍处高位; 2) 各家银行Q1新增逾期贷款后续进入不良的压力。

图表 28: 3家机构消费贷+信用卡ABS当期违约率走势



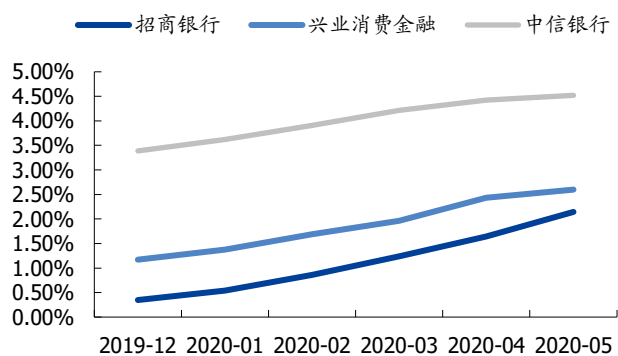
资料来源: CNABS, 国盛证券研究所

图表 29: 3家机构消费贷+信用卡ABS当期逾期贷款率走势



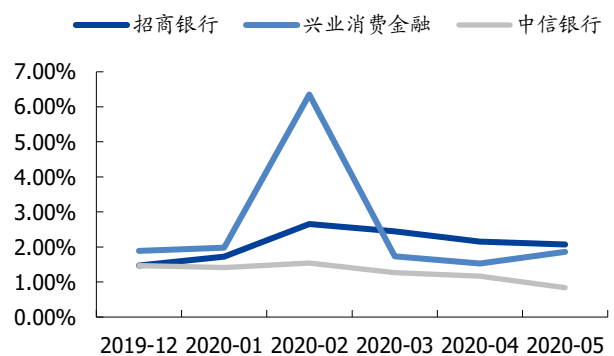
资料来源: CNABS, 国盛证券研究所

图表 30: 3家机构消费贷+信用卡ABS逾期90天以上贷款占比走势



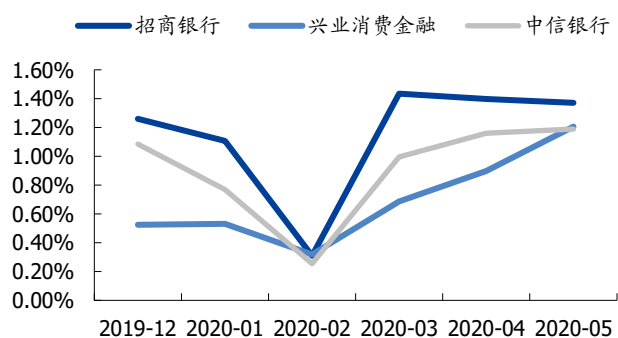
资料来源: CNABS, 国盛证券研究所

图表 31: 3家机构消费贷+信用卡ABS逾期90天以内贷款占比走势



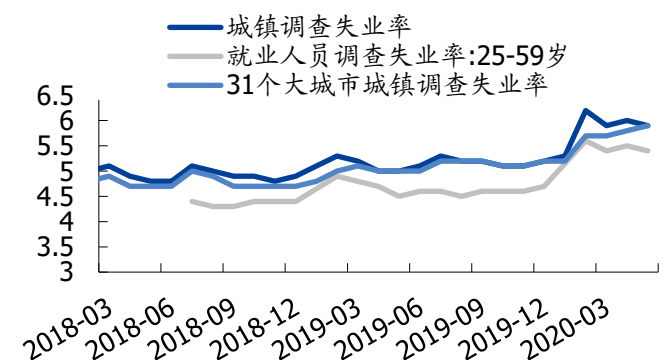
资料来源: CNABS, 国盛证券研究所

图表 32: 3家机构消费贷+信用卡ABS当期回收率走势



资料来源: CNABS, 国盛证券研究所

图表 33: 我国主要失业率指标走势 (%)



资料来源: 统计局, Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.1.2 对公：出口下滑对资产质量的最终影响可控

我们从经济结构、政策环境、银行经营情况 3 个维度入手分析，并与 2008 年金融危机进行对比。无论从哪一维度来看，当前情况均显著好于 2008 年，未来即便出口下滑，对银行业资产质量的影响也相对有限。

维度 1--经济结构：我国经济对于出口的依赖度大幅降低。前文已分析我国出口依存度（出口/GDP）已从 31%（2008 年）降至 17%（2019 年），且外需恢复情况较好的亚洲地区出口占比已超过一半，我国经济抗外需冲击能力更强。

维度 2--政策环境：前文已分析，除了基建托底经济之外，也给予中小企业更多的呵护，政策思路更加全面。复盘 2008 年金融危机期间，银行的资产质量整体是好转的（老 16 家上市银行逾期率从 2007 年末的 3.04% 下降到 2010 年末的 1.14%），主要受益于当时宏观经济的韧性（GDP 增速最低点仍有 6.4%），以及“四万亿”投放进一步缓解了不良的暴露。其中，大中型国有银行和股份行整体较为稳健，但城商行和农商行数据略有波动，或与客群分化有关（“四万亿”投入主要以基建等项目为主，对应客户以大型国企央企为主，相对受益）。而本轮政策思路更加全面，对小微企业进行了全方面的呵护，“应延尽延”等一系列政策稳定了中小企业的现金流，也利于中小银行资产质量的稳定。

维度 3--银行自身经营情况：质量更高，抵御风险能力更强。

1) 信贷结构：老 16 家上市银行零售贷款占比从 19%（2008 年）提升至 41%（2019 年）；外需影响型行业贷款占总贷款的比重已经从 23.6% 下降到 13% 左右，信贷结构有所改善。

2) 收入结构：2019 年，老 16 家上市银行非利息收入占营业收入比重已经突破 30%，收入来源更加丰富，一定程度上也提升了银行在经济下行时期的抗风险能力。

3) 资产质量：2019 年老 16 家上市银行核销及转出比例高达 60%（核销/不良余额），而 2008 年金融危机期间仅不到 15%。此外，商业银行整体拨备覆盖率基本稳定在 180%，比 2008 年高出 60pc，老 16 家上市银行更是提升 100pc，抵御风险能力显著增强。

图表 34：2008 年金融危机期间老 16 家上市银行逾期贷款比例情况

	07A	08H	08A	09H	09A	10H	10A
工商银行	3.69%	3.74%	3.25%	2.49%	1.99%	1.82%	1.51%
建设银行	2.78%	2.70%	2.29%	2.08%	1.54%	1.31%	0.99%
农业银行	23.13%		2.80%		1.89%	1.78%	1.53%
中国银行	3.39%	3.10%	2.97%	2.13%	1.57%		1.11%
交通银行	2.42%	2.41%	2.21%	1.66%	1.41%	1.12%	0.93%
招商银行	2.03%		1.67%	1.24%	1.02%	0.98%	0.85%
中信银行	1.86%	1.95%	1.67%	1.33%	1.01%	1.00%	0.84%
浦发银行	1.39%	1.33%	0.87%	0.81%	0.65%	0.55%	0.44%
民生银行	1.97%	2.19%	2.23%	1.27%	1.09%	0.95%	0.76%
兴业银行	1.07%	1.32%	1.05%	0.85%	0.70%	0.66%	0.55%
光大银行	5.31%		3.00%		1.79%		1.28%
华夏银行	3.05%	2.36%	2.24%	1.98%	1.58%	1.22%	0.82%
平安银行	6.52%	6.07%	1.93%	1.63%	1.15%	1.15%	1.04%
北京银行	2.32%	2.07%	1.72%	1.20%	1.03%	0.79%	0.66%
南京银行	1.77%	1.47%	0.79%	1.14%	0.91%	0.96%	0.49%
宁波银行	0.34%	0.37%	0.77%	0.58%	0.85%	0.85%	0.63%
老16家上市银行	3.04%	2.93%	2.55%	1.93%	1.57%	1.40%	1.14%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

备注：2007 年农行正处于不良剥离阶段，因而计算老 16 家整体时对其剔除处理；平安银行 2008 年下半年进行了大额核销，逾期率下降较快

图表 35: 老 16 家上市银行贷款占比及收入结构

上市银行	2008					2019				
	贷款总额占比	零售贷款占比	对公贷款占比	外需影响行业贷款占比	非息收入占比	贷款总额占比	零售贷款占比	对公贷款占比	外需影响行业贷款占比	非息收入占比
工商银行	46.9%	18.6%	81.4%	20.7%	15.1%	55.7%	38.1%	61.9%	13.1%	29.0%
建设银行	50.2%	21.7%	75.2%	20.2%	15.9%	58.9%	43.7%	56.3%	11.9%	27.6%
农业银行	44.2%	15.0%	85.0%	-	8.2%	53.6%	40.6%	59.4%	12.6%	22.4%
中国银行	47.4%	24.4%	75.6%	22.5%	28.6%	57.2%	38.7%	61.3%	12.9%	31.9%
交通银行	49.6%	15.4%	84.6%	32.4%	14.4%	53.5%	33.1%	66.9%	15.5%	38.0%
招商银行	55.6%	26.6%	73.4%	25.0%	15.2%	60.5%	52.6%	47.4%	9.5%	35.8%
中信银行	56.0%	13.2%	86.8%	31.9%	10.1%	59.2%	43.3%	56.7%	10.1%	32.2%
浦发银行	53.3%	15.5%	84.5%	34.9%	8.8%	56.7%	42.2%	57.8%	11.8%	32.4%
民生银行	62.4%	16.5%	83.5%	19.6%	13.2%	52.2%	40.5%	59.5%	13.2%	45.7%
兴业银行	48.9%	25.8%	74.2%	22.4%	11.9%	48.2%	42.1%	57.9%	17.2%	43.2%
光大银行	55.0%	20.2%	79.8%	-	9.6%	57.3%	42.7%	57.3%	14.1%	23.3%
华夏银行	48.6%	10.9%	89.1%	42.4%	23.4%	62.0%	26.9%	73.1%	18.1%	23.8%
平安银行	59.8%	26.0%	74.0%	24.5%	13.2%	59.0%	58.4%	41.6%	9.0%	34.8%
北京银行	46.3%	9.1%	90.9%	21.2%	9.9%	52.8%	30.8%	69.2%	18.3%	21.5%
南京银行	42.9%	11.6%	88.4%	28.0%	19.5%	42.3%	30.2%	69.8%	18.4%	34.1%
宁波银行	47.6%	26.5%	73.5%	39.0%	15.1%	40.2%	34.0%	66.0%	26.7%	44.2%
平均	48.8%	19.4%	80.0%	23.6%	15.9%	55.8%	40.7%	59.3%	13.0%	30.58%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

备注: 2008 年建设银行对公贷款占比与零售贷款占比不足 100%, 是由于其将海外业务单列出来未做零售或对公区分; 2008 年农业银行、光大银行未上市, 故无法获得分行业贷款明细。

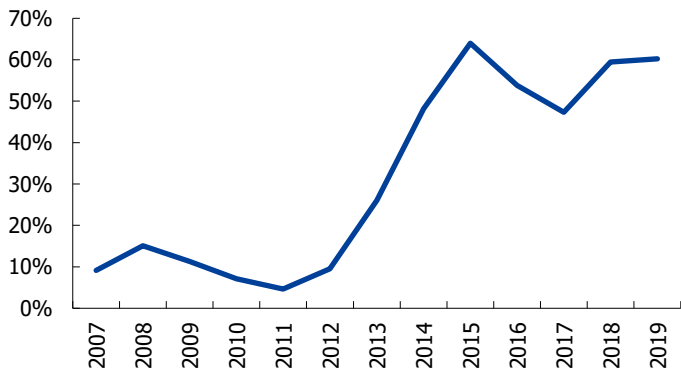
图表 36: 老 16 家上市银行资产质量和核销情况

上市银行	2008				2019			
	不良/逾期 90 天以上	核销比例	核销/利润 总额	拨备覆盖率	不良/逾期 90 天以上	核销比例	核销/利润 总额	拨备覆盖率
工商银行	118.9%	13.3%	10.3%	130.2%	129.7%	41.5%	24.9%	199.3%
建设银行	142.1%	15.8%	11.2%	131.6%	170.9%	42.0%	25.8%	227.7%
农业银行	288.2%	-	-	63.5%	167.3%	37.1%	26.4%	288.8%
中国银行	147.8%	6.3%	6.5%	121.7%	178.6%	50.9%	33.9%	182.9%
交通银行	121.6%	10.8%	6.8%	116.8%	126.7%	59.7%	49.1%	171.8%
招商银行	117.7%	7.3%	2.8%	223.3%	117.6%	60.1%	27.5%	426.8%
中信银行	119.7%	11.8%	5.7%	150.0%	131.9%	94.8%	107.3%	175.3%
浦发银行	171.6%	29.1%	15.3%	192.5%	156.3%	99.8%	97.4%	133.7%
民生银行	87.0%	19.8%	12.8%	150.0%	113.6%	94.5%	78.7%	155.5%
兴业银行	144.2%	18.8%	6.1%	226.6%	127.2%	79.2%	49.0%	199.1%
光大银行	129.0%	-	-	151.2%	124.5%	105.2%	89.5%	181.6%
华夏银行	102.4%	29.9%	51.4%	151.2%	115.9%	122.8%	132.8%	141.9%
平安银行	85.0%	85.0%	1338.2%	105.1%	121.8%	136.6%	131.6%	183.1%
北京银行	113.4%	9.5%	4.4%	180.2%	167.0%	54.5%	39.9%	224.7%
南京银行	240.5%	18.1%	5.7%	170.1%	116.3%	120.5%	34.6%	417.7%
宁波银行	309.2%	27.3%	2.3%	152.5%	108.5%	57.0%	12.6%	524.1%
平均	152.7%	15.1%	11.5%	115.5%	144.3%	60.2%	41.2%	214.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

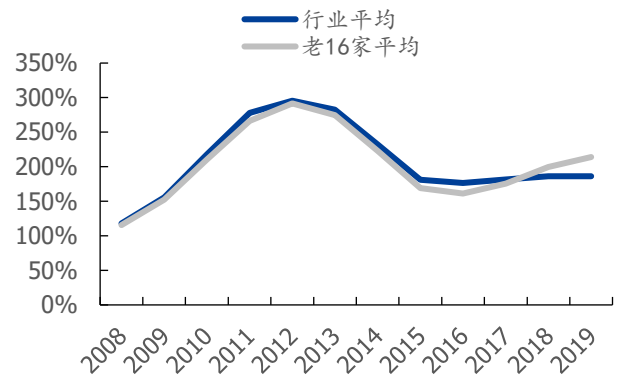
备注: 平安银行 2008 年进行了特别大额核销, 绝大部分为 2005 年以前发放的历史不良贷款, 金额相对较大。

图表 37: 老 16 家上市银行核销及转出比例大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 近年来商业银行整体拨备覆盖率保持在 180% 左右



资料来源: 银保监会, 国盛证券研究所

从较为审慎的角度出发, 我们假设本轮“外需冲击”下, 各家银行分行业贷款中:

- 1) 基建类贷款: 不良余额保持不变;
- 2) 受外需影响较大的行业: 不良余额上升 30%;
- 3) 其他行业: 不良余额提升 15% 的情况下, 带动整体不良余额提升的情况。

静态测算下, 上市银行整体不良率将提升 27bps, 位于长三角地区的南京和宁波银行由于自身存量资产质量较好, 不良率仅提升 19bps 和 16bps, 其中, 宁波、南京和邮储银行不良提升幅度在披露数据的上市银行中最低。

值得关注的是, 当前小微企业受到政策扶持的情况下, 我们的假设略为悲观, 资产质量实际受到的影响或更小; 此外, 由于各家银行风控、所处地区以及战略客户受到外需冲击的影响不同, 实际情况更为复杂, 在此仅为粗略测算。(详见我们的报告《若出口下滑, 对银行资产质量的影响有多大》)

图表 39: 上市银行信贷行业分布以及不良率情况

银行	对公贷款 (含票据)				零售贷款占比	不良率 19A	不良率提升幅度
	整体占比	基建类贷款占比	外需影响行业占比	其他对公贷款			
工商银行	61.91%	32.84%	13.08%	15.99%	38.09%	1.43%	0.29%
建设银行	56.28%	26.34%	11.93%	18.02%	43.72%	1.42%	0.27%
农业银行	59.43%	31.17%	12.58%	15.68%	40.57%	1.40%	0.27%
中国银行	61.27%	29.54%	12.88%	18.85%	38.73%	1.37%	0.20%
交通银行	66.92%	21.46%	15.51%	29.95%	33.08%	1.47%	0.29%
邮储银行	44.70%	17.42%	7.59%	19.69%	55.30%	0.86%	0.17%
招商银行	47.39%	16.01%	9.45%	21.92%	52.61%	1.16%	0.22%
中信银行	56.71%	21.01%	10.12%	25.58%	43.29%	1.65%	0.32%
浦发银行	57.82%	15.75%	11.76%	30.30%	42.18%	2.05%	0.41%
民生银行	59.49%	20.00%	13.24%	26.25%	40.51%	1.56%	0.28%
兴业银行	57.88%	19.50%	17.23%	21.15%	42.12%	1.54%	0.33%
光大银行	57.32%	20.82%	14.13%	22.37%	42.68%	1.56%	0.32%
华夏银行	73.14%	27.05%	18.05%	28.03%	26.86%	1.83%	0.40%
平安银行	41.58%	2.72%	9.00%	29.85%	58.42%	1.65%	0.31%
北京银行	69.24%	22.77%	18.30%	28.16%	30.76%	1.40%	-
南京银行	69.83%	30.47%	18.37%	20.99%	30.17%	0.89%	0.19%
宁波银行	66.04%	25.57%	26.66%	13.81%	33.96%	0.78%	0.16%
上海银行	66.91%	14.34%	14.12%	38.45%	33.09%	1.16%	0.27%
贵阳银行	78.64%	15.21%	20.33%	43.10%	21.36%	1.45%	0.27%
杭州银行	61.66%	32.80%	12.18%	16.68%	38.34%	1.34%	0.22%
江苏银行	63.87%	19.62%	21.89%	22.36%	36.13%	1.38%	-
成都银行	71.80%	36.89%	12.06%	22.86%	28.20%	1.43%	0.28%
郑州银行	69.58%	15.00%	22.60%	31.98%	30.42%	2.37%	0.56%
长沙银行	60.82%	19.86%	14.68%	26.28%	39.18%	1.22%	-
青岛银行	68.45%	16.18%	21.94%	30.33%	31.55%	1.65%	0.44%
西安银行	64.34%	19.23%	15.11%	30.00%	35.66%	1.18%	-
无锡银行	83.48%	25.72%	34.09%	23.67%	16.52%	1.21%	-
常熟银行	46.21%	9.46%	26.04%	10.71%	53.79%	0.96%	-
江阴银行	84.85%	11.58%	48.64%	24.63%	15.15%	1.83%	-
苏农银行	78.93%	7.78%	48.34%	22.82%	21.07%	1.33%	-
张家港行	64.14%	14.22%	32.12%	17.81%	35.86%	1.38%	-
紫金银行	75.15%	22.21%	20.39%	32.56%	24.85%	1.68%	-
青农商行	74.45%	14.24%	24.68%	35.52%	25.55%	1.46%	0.31%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

备注: 平安银行由于分行业贷款分类与其他银行略有差异, 因此统计数据或存在一定误差; “-”为未披露分行业不良数据。

2.1.3 行业有压力，个股间分化更大

各家银行公司治理能力不一样、风险管控能力不一样，不良暴露、处置的节奏也会不一样。对于公司治理优异的银行来说，拨备覆盖率普遍比较高，安全垫较厚，有能力提前认定某笔贷款的预期损失增加、加大拨备计提、以及核销处置的力度，更早期的将风险出清，维持经营稳定。

因此我们认为，在当前的宏观经济、政策环境下，银行股的投资策略定位为：精选优质个股，穿越周期。从这个角度出发，经济下行周期下，我们更加坚定地推荐资产质量稳健较优的宁波银行、招商银行、常熟银行、邮储银行、工商银行等（详细推荐逻辑见本文第三章）。

图表 40: 上市银行资产质量主要指标 (亿元)

上市银行	不良率 (20Q1)	关注类贷款占比 (19A)	逾期贷款占比 (19A)	不良生成率 (19A)	逾期生成率 (19A)	核销及转出额 (19A)	不良/逾期 (19A)	不良/逾期 90天以上 (19A)	拨备覆盖率 (20Q1)
银行整体	1.44%	2.30%	1.57%	0.98%	0.81%	8144.2	91%	143%	224%
工商银行	1.43%	2.71%	1.60%	0.67%	0.60%	976.5	90%	130%	199%
建设银行	1.42%	2.93%	1.15%	0.70%	0.36%	844.1	123%	171%	230%
农业银行	1.40%	2.24%	1.37%	0.57%	0.50%	704.0	102%	167%	290%
中国银行	1.39%	2.22%	1.25%	0.81%	0.58%	850.0	110%	179%	185%
交通银行	1.59%	2.16%	1.71%	1.01%	0.83%	433.1	86%	127%	154%
邮储银行	0.86%	0.66%	1.03%	0.41%	0.39%	114.0	84%	148%	387%
招商银行	1.11%	1.17%	1.41%	0.78%	0.72%	322.0	83%	118%	451%
中信银行	1.80%	2.22%	2.60%	1.74%	1.77%	606.9	64%	132%	177%
浦发银行	1.99%	2.53%	2.21%	2.29%	1.85%	680.0	93%	156%	147%
民生银行	1.55%	2.96%	2.02%	1.68%	1.50%	509.3	77%	114%	156%
兴业银行	1.52%	1.78%	1.86%	1.48%	1.21%	365.3	83%	127%	199%
光大银行	1.55%	2.21%	2.27%	1.83%	1.46%	404.0	69%	124%	182%
华夏银行	1.82%	3.56%	2.20%	2.54%	2.04%	366.2	83%	116%	156%
平安银行	1.65%	2.01%	2.24%	2.55%	2.38%	476.8	73%	122%	200%
北京银行	1.47%	1.25%	1.85%	0.94%	0.75%	100.4	76%	167%	231%
南京银行	0.89%	1.21%	1.28%	1.24%	1.01%	51.5	70%	116%	423%
宁波银行	0.78%	0.74%	0.86%	0.63%	0.50%	19.1	91%	108%	524%
上海银行	1.18%	1.88%	1.65%	1.20%	1.15%	86.9	70%	119%	337%
贵阳银行	1.62%	2.76%	4.42%	1.12%	0.94%	12.6	33%	95%	279%
杭州银行	1.29%	0.94%	1.27%	0.96%	1.01%	29.0	105%	116%	355%
江苏银行	1.38%	1.94%	1.49%	0.68%	0.36%	40.7	93%	113%	239%
成都银行	1.43%	0.92%	1.64%	0.82%	0.52%	10.8	87%	122%	260%
郑州银行	2.35%	2.08%	3.65%	2.39%	2.39%	31.1	65%	113%	162%
长沙银行	1.24%	3.44%	1.53%	1.66%	1.03%	28.6	80%	159%	279%
青岛银行	1.65%	3.49%	1.44%	2.36%	1.01%	22.5	114%	160%	166%
西安银行	1.17%	2.41%	1.52%	0.41%	0.02%	3.3	78%	104%	271%
无锡银行	1.11%	0.37%	0.93%	0.33%	0.07%	1.6	131%	151%	323%
常熟银行	0.98%	1.55%	1.25%	0.86%	1.22%	6.6	77%	162%	463%
江阴银行	1.83%	2.23%	2.47%	1.76%	2.18%	11.7	74%	115%	258%
苏农银行	1.29%	4.16%	1.12%	1.85%	0.75%	9.7	119%	175%	274%
张家港行	1.36%	2.57%	1.36%	2.23%	2.96%	12.5	101%	167%	267%
紫金银行	1.68%	1.75%	1.57%	0.79%	1.21%	4.5	107%	144%	241%
青农商行	1.43%	6.03%	3.03%	1.00%	2.19%	9.0	48%	135%	323%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2 资产配置：规模增速提升，对公中长期贷款将形成支撑

政策支持下，贷款将保持高增长，驱动规模增速继续提升。按照2020年新增贷款不低于20万亿、社融不低于30万亿的假设测算，社融、贷款增速将从2019年的10.7%、12.5%至少提升1.2pc、0.7pc至11.9%、13.2%。

信贷结构：全年以对公中长期为主，下半年零售贷款或将继续回暖。

1)对公中长期贷款全年将保持高增长。在经济下行+利率下行周期中，从商业逻辑出发，银行更倾向于投放长久期、安全的资产，也就是国企、央企、以基建为主的中长期项目。从2019年年报来看，上市银行对公贷款投放3.9万亿，其中基建类贷款高达2.5万亿（占比高达64%）。而2020年1-5月贷款共计投放10.3万亿，其中对公投放7.8万亿，对公中长期投放4.1万亿，同比多增了1万亿。

（我们从去年下半年开始跟踪、提示银行业对公业务回暖的迹象，并对上市银行对公业务做了详细的梳理，见深度报告：《深度专题：银行对公业务怎么样了？》）

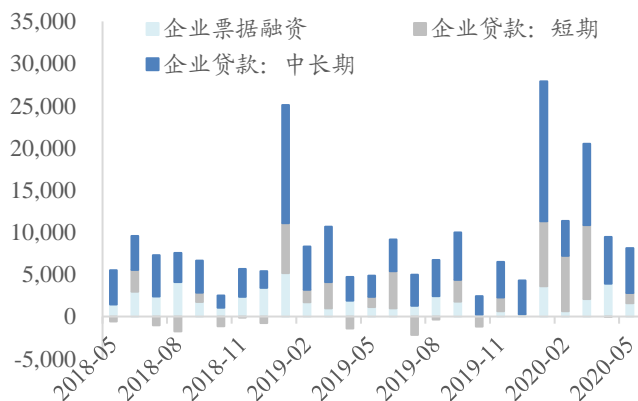
2)下半年零售贷款或将有所回暖。从1-5月贷款数据来看，除了2月居民短期贷款（以消费贷、信用卡为主）受疫情冲击，单月净减少4500亿以外，3-5月居民贷款基本恢复正常（共计投放2.4万亿，同比多增2800亿）。预计随着疫情得到有效控制，复工复产有序推进，下半年零售贷款将继续回暖。

图表 41: 上市银行整体生息资产投放结构: 2019 VS 2018 (亿元, %)

	2019相比2018			2018相比2017		
	新增额	增量占比	增速	新增额	增量占比	增速
生息资产	148,716		9.0%	87,079		5.6%
存放央行	-6,014		-3.5%	-13,641		-7.3%
生息资产 (剔除存放央行)	154,731	100.0%	10.5%	100,720	100.0%	7.3%
贷款	104,392	67.5%	11.6%	76,897	76.3%	9.4%
对公	39,312	25.4%	7.8%	24,730	24.6%	5.2%
基建类	25,131	16.2%	11.0%	17,821	17.7%	8.5%
票据贴现	12,352	8.0%	40.2%	10,459	10.4%	51.6%
个人	52,698	34.1%	14.6%	52,890	52.5%	17.2%
按揭	36,445	23.6%	15.5%	32,456	32.2%	16.0%
消费贷+信用卡	8,904	5.8%	11.4%	14,836	14.7%	23.5%
经营贷及其他	7,349	4.7%	15.6%	5,598	5.6%	13.5%
投资类资产	41,782	27.0%	8.6%	23,469	23.3%	5.1%
债券	38,968	25.2%	10.1%	10,895	10.8%	3.1%
政府债券	29,215	18.9%	12.3%	20,445	20.3%	9.4%
基金	6,057	3.9%	22.4%	9,555	9.5%	80.5%
非标	-10,671	-6.9%	-16.2%	-17,425	-17.3%	-19.7%
同业资产	8,556	5.5%	9.2%	354	0.4%	0.4%

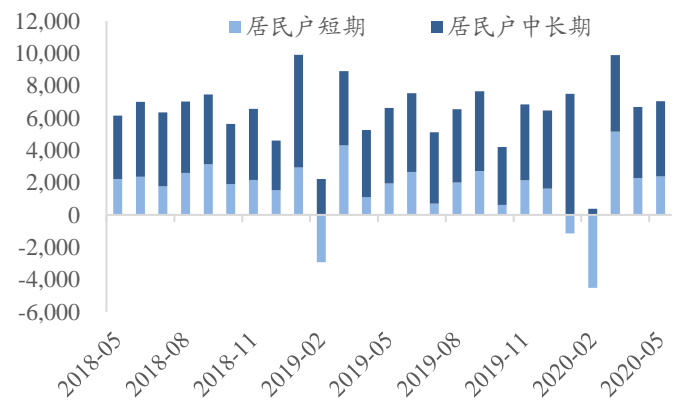
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 42: 企业贷款投放结构 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 43: 居民贷款投放结构 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.3 息差：多因素共振，下行趋势较为确定

资产端：LPR+低利率环境传导+政策引导下，下行压力加大。1年期、5年期LPR自19年8月以来较贷款基准利率已下调50bps、25bps(其中2020年以来下调30bps、15bps)，综合疫情、经济运行压力以及金融系统让利1.5万亿的目标，LPR或仍未触底。此外，3月-8月各家银行开始LPR存量准换，重定价压力加大(首次转换房贷执行利率不变，重定价压力体现在2021年)。最终从数据跟踪上看，Q1新发放一般贷款收益率(5.48%)大幅下降26bps，加速下行。

负债端：存款相对刚性但压力边际缓解，资金利率下行形成支撑。

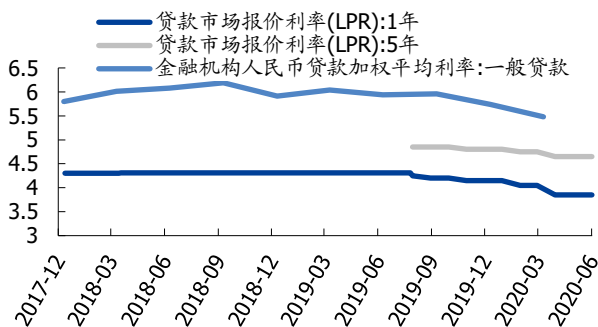
1)存款：自律机制+竞争加剧的背景下，存款成本相对刚性，但近期压力边际有所缓解，主要是：

A、《结构性存款新规》、《类资管管理办法》等政策陆续出台，此外根据财新报道银保监会要求结构性存款在9月底以前压降至年初规模，年底前进一步压降至年初的2/3，全年高成本结构性存款将压降5.7万亿，一部分或可以转化为普通存款，减轻负债端压力。这一系列举措将规范存款无序竞争行为，并引导全社会无风险利率下行。

B、存款基准利率有下调的空间(前文已分析Q3或为时间窗口)，可直接缓解负债压力。

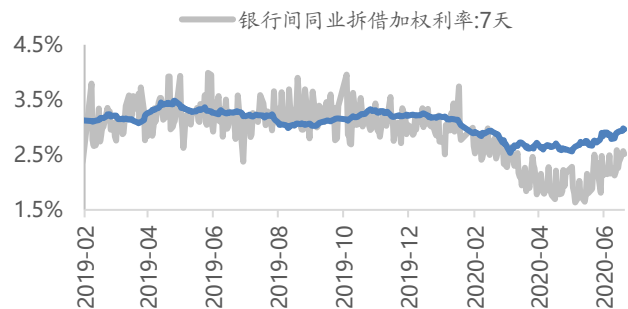
2)同业负债+同业存单：疫情+经济下行背景下，今年流动性环境较为宽松(前文已分析，预计全年继续保持宽松的环境)，资金市场利率下行，对息差将形成支撑。如DR007一度触及1.2%的历史低位，3个月期同业存单发行利率(AAA级)一度降至1.45%，基本与同期限的存款基准利率(1.10%)相当，目前虽有所回升但依旧保持2.20%左右的较低水平。

图表 44: LPR、新发放贷款利率走势(%)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 45: 资金市场利率 2020 年以来快速下降



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 46: 各类银行结构性存款情况以及预计 2020 年所需压降的规模(亿元)

		大型银行			中小型银行			银行业整体		
		个人	对公	合计	个人	对公	合计	个人	对公	合计
结构性存款余额	2019年末	21,266	12,862	34,129	20,536	41,316	61,852	41,802	54,179	95,981
	2020年4月末	24,348	17,966	42,315	22,768	56,312	79,080	47,117	74,278	121,395
预计规模减少	压降至年初水平	3,082	5,104	8,186	2,233	14,995	17,228	5,315	20,099	25,414
	占存款总额比重	0.33%	0.54%	0.87%	0.24%	1.62%	1.87%	0.29%	1.08%	1.37%
	压降至年初的2/3	10,171	9,391	19,562	9,078	28,767	37,845	19,249	38,159	57,407
	占存款总额比重	1.09%	1.00%	2.09%	0.98%	3.11%	4.10%	1.03%	2.05%	3.09%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 大型银行为国有六大行+国开行, 中小型银行包括股份行、城商行、农商行等银行业金融机构。

“终极测算”：多因素共振下，息差会下降多少？

当前影响息差的外部环境较多，包括降准、LPR 存量转化、同业利率下行、存款基准利率下行等等。

我们根据 2019 年年报数据进行，系统的测算，即不考虑到期限、重定价节奏的情况下，从影响息差的主要因素分析各因素对银行息差的综合影响（*测算逻辑详见我们的报告《多因素共振下，银行的净息差到底会下降多少？》*），测算结果为：

- 1) 资产端：贷款利率跟随 LPR 每下降 20bps，对息差的负面影响大约 12bps；
- 2) 负债端：存款基准利率、同业存单利率每下降 20bps，对息差正面支撑约 8bps；
- 3) 降准：每下调 50bps，对息差正面支撑约 1bp。

综合来看，若贷款利率整体下降 20bps，存款基准利率下调 10bps，同业利率下降 40bps，同时降准 1.5pc，上市银行息差将下降 7bps，对营收、利润分别负面影响 2.23%、4.54%（2019 年营收、利润增速分别为 10.18%、6.87%）。考虑到规模增速的提升可实现部分“以量补价”，以及拨备计提的“平滑”作用，预计最终利润仍能保持相对稳健。

图表 47：上市银行息差影响因素综合计算（基于 2019 年年报数据）

上市银行	对息差的影响						对业绩的影响		
	贷款	资产端综合	存款	同业	负债端综合	降准	合计	对营收的影响	对利润的影响
工商银行	-0.12%	-0.15%	0.04%	0.00%	0.04%	0.03%	-0.08%	-2.47%	-4.88%
建设银行	-0.12%	-0.14%	0.04%	0.00%	0.04%	0.03%	-0.08%	-2.44%	-4.30%
农业银行	-0.11%	-0.13%	0.03%	0.01%	0.04%	0.03%	-0.07%	-2.38%	-4.76%
中国银行	-0.12%	-0.19%	0.03%	0.00%	0.04%	0.02%	-0.12%	-4.58%	-8.33%
交通银行	-0.11%	-0.15%	0.04%	0.03%	0.07%	0.03%	-0.05%	-1.93%	-4.00%
邮储银行	-0.10%	-0.12%	0.06%	0.00%	0.06%	0.04%	-0.02%	-0.75%	-2.12%
招商银行	-0.13%	-0.16%	0.03%	0.02%	0.05%	0.03%	-0.09%	-2.07%	-4.24%
中信银行	-0.13%	-0.15%	0.03%	0.02%	0.06%	0.03%	-0.07%	-2.21%	-5.45%
浦发银行	-0.12%	-0.15%	0.03%	0.04%	0.07%	0.03%	-0.05%	-1.71%	-3.89%
民生银行	-0.10%	-0.13%	0.04%	0.03%	0.06%	0.03%	-0.04%	-1.27%	-2.65%
兴业银行	-0.10%	-0.13%	0.03%	0.03%	0.07%	0.03%	-0.04%	-1.26%	-2.37%
光大银行	-0.12%	-0.14%	0.04%	0.03%	0.07%	0.03%	-0.05%	-1.51%	-3.66%
华夏银行	-0.12%	-0.14%	0.02%	0.04%	0.06%	0.02%	-0.06%	-2.14%	-6.07%
平安银行	-0.12%	-0.18%	0.04%	0.01%	0.04%	0.04%	-0.10%	-2.52%	-8.33%
北京银行	-0.11%	-0.14%	0.03%	0.05%	0.07%	0.02%	-0.04%	-1.57%	-2.99%
南京银行	-0.09%	-0.11%	0.05%	0.06%	0.10%	0.04%	0.03%	1.19%	2.15%
宁波银行	-0.09%	-0.11%	0.05%	0.04%	0.09%	0.04%	0.01%	0.35%	0.63%
上海银行	-0.10%	-0.14%	0.03%	0.03%	0.06%	0.03%	-0.06%	-1.96%	-3.46%
贵阳银行	-0.08%	-0.10%	0.03%	0.07%	0.10%	0.03%	0.04%	1.30%	2.49%
杭州银行	-0.09%	-0.13%	0.03%	0.08%	0.11%	0.03%	0.01%	0.42%	0.91%
江苏银行	-0.11%	-0.13%	0.04%	0.07%	0.10%	0.03%	0.00%	0.13%	0.27%
成都银行	-0.09%	-0.11%	0.03%	0.06%	0.10%	0.03%	0.02%	0.66%	1.20%
郑州银行	-0.09%	-0.09%	0.03%	0.08%	0.11%	0.03%	0.05%	1.79%	3.41%
长沙银行	-0.09%	-0.18%	0.03%	0.08%	0.11%	0.04%	-0.03%	-0.89%	-2.03%
青岛银行	-0.09%	-0.12%	0.03%	0.07%	0.10%	0.03%	0.01%	0.34%	0.79%
西安银行	-0.11%	-0.13%	0.03%	0.06%	0.09%	0.03%	-0.01%	-0.45%	-0.86%
无锡银行	-0.10%	-0.12%	0.05%	0.02%	0.07%	0.04%	-0.01%	-0.37%	-0.71%
常熟银行	-0.12%	-0.13%	0.04%	0.03%	0.08%	0.04%	-0.01%	-0.33%	-0.92%
江阴银行	-0.11%	-0.15%	0.04%	0.00%	0.04%	0.03%	-0.08%	-2.89%	-8.90%
苏农银行	-0.13%	-0.14%	0.04%	0.06%	0.10%	0.04%	-0.01%	-0.21%	-0.48%
张家港行	-0.11%	-0.15%	0.04%	0.00%	0.04%	0.04%	-0.08%	-2.56%	-7.30%
紫金银行	-0.13%	-0.15%	0.05%	0.12%	0.18%	0.04%	0.07%	2.06%	5.19%
青农商行	-0.12%	-0.14%	0.04%	0.07%	0.11%	0.04%	0.01%	0.24%	0.54%
上市银行合计	-0.12%	-0.15%	0.04%	0.01%	0.05%	0.03%	-0.07%	-2.23%	-4.54%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

三、投资建议：守得云开见月明，精选优质个股穿越周期

估值创新低，配置性价比较高，可提前开始左侧布局。

1) 历史横向对比：银行板块当前 PB 仅 0.66x，创历史新低。当前估值对应隐含不良率高达 16%（而 20Q1 实际不良率仅 1.44%），已反映了市场悲观的预期。

2) 行业间纵向比较：银行 19 年年报整体 ROE 水平为 11.6%，28 个行业中排名第 7，盈利能力相对较强，即便假设 2020 年利润“0 增长”，测算行业 ROE 仍有 10.6%。但 PB 角度看，银行板块估值最低，具配置价值。

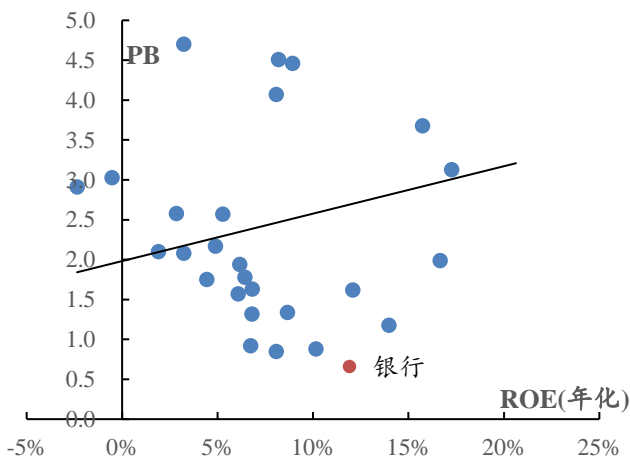
高股息率：大行基本在 5% 以上，估值稳定的情况下可获得稳健的投资收益。

板块整体股息率在 4% 左右，国有五大行、大多数股份行股息率均在 4% 以上，远高于 2.9% 左右的十年期国债收益率。

个股关注 2 条主线：

- 1) 经济不确定性较大的情况下，用心经营客群，强者恒强、资产质量稳定的优质零售、小微银行的相对优势将更加明显，如宁波银行、招商银行、常熟银行、邮储银行等；
- 2) 低估值、不良贷款出清力度较大、对公综合业务较强的银行预计表现更加稳健，如工商银行等。

图表 48：银行板块估值(PB)低，盈利能力(ROE)相对较强(倍)



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 49：银行股息率与 10 年期国债收益率水平 (%)



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

3.1 宁波银行：基本面长期领先，资产质量稳健，财富管理业务打开空间

宁波银行立足江浙两地（信贷占比超 86%），区域经济发达，企业盈利稳定，偿付能力强，为其稳健优异的基本面打下了基础。一方面其管理层、经营机制高度市场化，具有敏锐的市场判断力，最大化效益地使用了每一份资本。另一方面公司自身风控非常严格（审批权集中于总行；贷前、数据、贷后均采用严格独立的人员与考核指标），保障了其稳定、优异的资产质量。

体现在报表上：1) 19年不良率仅为0.78%，不良认定划分标准严格，不良/逾期90天以上贷款比例超过108%；逾期贷款占比仅为0.86%，在上市银行中最低，拨备覆盖率水平达524%，上市银行最高水平；2) 盈利能力长期优于同业，剔除再融资因素，ROE稳定在18%-20%左右。

未来宁波银行将进一步在三大领域发力，为客户“播种专业，遇见森林”：

1) 财富管理业务发力。19年宁波银行首次将个人业务条线细分为个人银行、财富管理、消费信贷、私人银行、信用卡五大板块。与此同时，宁波银行不断加大专业人员配置力度，19年个人业务新增约1400人至4900个员工（增幅达40%），且专业素质较高，全行员工本科及以上学历占比提升至高达97.5%；各项业务多点开花，19年末AUM增24%至4378亿，其中私人银行AUM大幅增43%至671亿。

2) 依托现有优势进一步做强国际业务、金融市场业务。江浙地区的企业外汇需求非常旺盛，宁波银行具备外汇远期掉期做市商资格，在国际业务、金融市场业务积淀了深厚的底蕴与优势：2019年衍生品名义金额高达3.49万亿（以外汇掉期、利率互换等帮助客户对冲利率、汇率风险的工具为主），占总资产规模高达264%，在可比银行中最高；2019年其国际业务客户2.24万户，增长35%，国际结算量突破1000亿美元，同比增长23%；

3) 继续加强金融科技，推动“四管加一宝”等产品升级，抓住痛点与客户深入绑定：19年全年宁波银行重点服务的零售公司客户增长31%，达29万户；个人客户1384万户，同比增长26%。

由于宁波银行专注服务江浙地区小微企业，市场容易类比2008年，对其资产质量有一定担忧。2020年初以来宁波银行PB(LF)从最高2.01x左右持续下挫至最低1.49x，一季报发布后又回升至1.60x左右，当前2020PB仅1.54x，充分反映了市场的悲观情绪。

但从实际情况来看，市场或过于悲观，关注继续未来估值修复的机会，主要基于：

1) 区域经济：宁波银行的经营区域平均出口依存度已从52.45%下降到33.90%，抗外需冲击能力更强；

2) 行业配置：其稳定的基建类贷款、个人贷款占比提升至25.6%、34.0%；

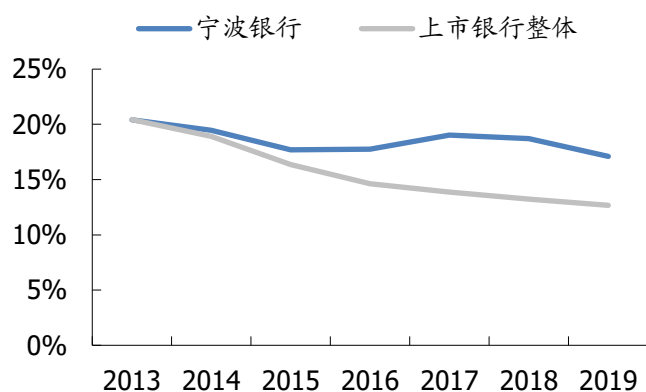
3) 收入结构：非息收入占比已提升至49%，随着财富管理转型的推进、有望继续提升；

4) 自身风控：“今非昔比”，更成熟稳健。

5) 一季报表现亮眼，为市场打下强心剂。营收、利润增速分别高达33.7%、18.1%，不良率持平于0.78%，不良生成率仅0.63%。

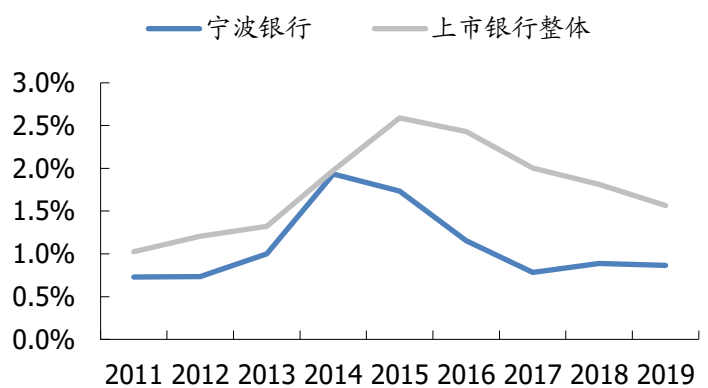
宁波银行为何资产质量稳定较优？为何盈利能力领先同业？详见我们的深度报告《宁波银行：优质城商行，高增长是否可持续？》

图表 50: 宁波银行 ROE 相比同业的差距不断拉大



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 51: 宁波银行逾期贷款占比相比同业更低、更稳定



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

3.2 招商银行：零售之王，强者恒强

招行 04 年转型以来多年深耕零售金融业务，零售业务优势显著，对公业务则聚焦优质战略客户，具体来说：

1) 零售优势显著：其零售客户规模大 (1.44 亿)，并且高净值客户优势明显 (其人均 AUM 高达 5.4 万，上市银行最高)。财富管理体系成熟，其金葵花以上客户 (即户均 AUM 在 50 万以上的客户) 数量占比不到 2%，但贡献的 AUM 占比却超过 80%，我们测算金葵花以上客户全国的市占率为 10% 左右，相比同业优势显著。

2) 对公与优质战略客户深度绑定：其大型客户贷款占比超过 85%，为其贡献稳定的中收、低成本存款。2019 年招行公对公贷款 1.9 万亿的情况下，沉淀对公存款高达 3 万亿 (成本率仅 1.75%)，富余的 1.1 万亿低成本存款用于支持高收益的零售贷款 (收益率 6.07%) 投放，实现效益最大化。

3) 业内率先大力布局金融科技：IT 投入占营收比重超过 3.5%，已取得非常好的效果，如两大 APP 市占率稳居市场第一，通过金融科技进一步加固现有的护城河。

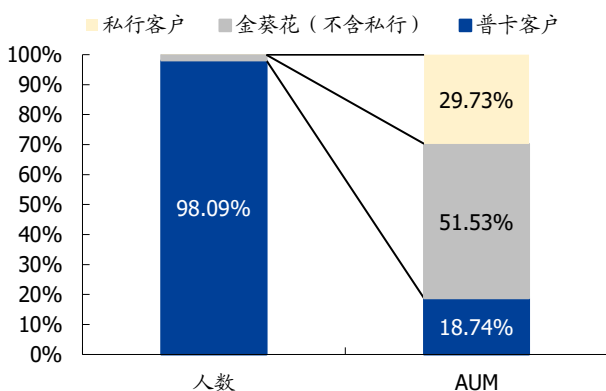
目前招行已形成“低成本-低风险偏好-高收益-内生补充资本”良性循环，强者恒强。

1) 零售+对公的优质客户带来稳定、低成本的存款：其整体活期存款占比高达 59.1%，存款综合成本仅为 1.58%，支撑净息差在股份行中最高 (2.59%)；

2) 优质客户+低风险偏好，资产质量稳定优异：一方面，零售业务本身就具备分散化、抗周期的特点，招行又把握着最优质客户，另一方面其对公业务主要面向优质大型企业，因此整体资产质量更佳；此外，由于负债端足够稳定，成本够低，因此招行在资产端的选择可以更“稳健”一些 (零售贷款中近一半为按揭贷款)，在保持息差较高的同时，长期看资产质量相对同业也更优。当前招行的不良率水平仅为 1.11% (其中零售不良率仅为 0.73%)，逾期贷款占比为 1.41%，股份行中最低。

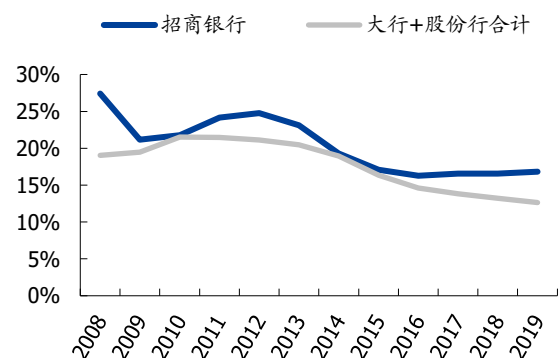
3) 最终招行业绩表现均稳定优于同业：其 ROE 水平稳定在 16-17% 的水平，相比同业优势不断扩大。在稳定高收益、优资产质量的模式下，招行资本使用效率较高，其 RAROC (资本收益率) 更是高达 26.2%。过去几年招行分红比例稳定在 30% 以上，在几乎没有再融资的情况下，其核心一级资本充足率基本稳定在 12% 左右的水平，形成了“高收益-高分红-内生补充”的良性循环。

图表 52: 招商银行客户、AUM 分布情况



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 53: 招商银行 ROE 相对国有大行+股份行的优势不断拉大



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

3.3 常熟银行：有望逐步成长为江苏省微贷业务龙头

常熟银行 10 余年的沉淀，打造了独特的“微贷”业务体系。这种贷款的户均金额均仅 20 万左右，具备“客户下沉+风险分散”的特点，并且在其特有的“IPC+信贷工厂+线上 MCP”模式下，既保留了个性化高效放贷优势、又极大减少信息不对称。微贷实现高收益率（8%以上）的同时资产质量较为稳定（不良率不到 1%）。14 年至今常熟银行加大了投放力度，其新增信贷约 50%投向微贷，19 年末个人经营性贷款余额达到 381 亿，占总贷款比重近 34.6%。

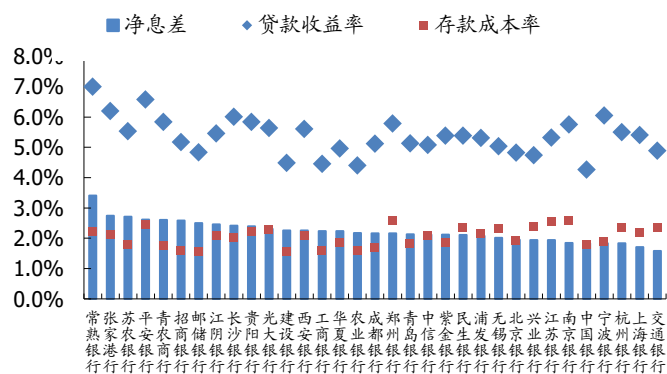
体现在财务表现上，常熟银行基本面在农商行中较优：1）盈利能力强。19 年利润增速达 20.1%，ROE（加权平均）为 11.50%，高于可比农商行。2）得益于小微业务优势，净息差高达 3.41%，上市银行最高；3）资产质量优异，19 年末不良率仅为 0.96%，逾期率仅 1.25%。拨备覆盖率高达约 481%，风险抵御能力充足。

疫情短期冲击不改“做小做微”的长期战略，中长期看，常熟银行微贷业务仍有广阔空间。微贷业务符合中国经济转型的大趋势，依旧是一条优质赛道。常熟银行作为江苏省微贷业务的龙头，四大优势（江苏省最全网点布局灵活人才招聘体制、“IPC+信贷工厂”成熟体系、稳定的管理层战略+公司治理）不仅没有减弱，经过这次疫情的考验其龙头地位或将更加稳固，中长期看微贷业务大有可为。

投资入股镇江农商行：省内异地网点翻番，龙头地位更稳固。常熟银行拟出资 10.5 亿元入股镇江农商行，成为其第一大控股股东（持股 33.3%）。将有效整合资源实现效益最大化，一次性打开镇江地区微贷业务拓展空间直接增加 36 家网点，异地网点翻番，打开镇江市微贷业务空间，在江苏省的龙头地位也更加稳固。

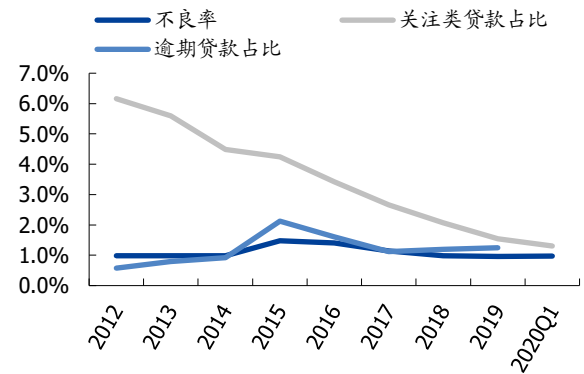
常熟银行的“微贷业务”为什么能成功？未来空间有多大？详见我们的深度报告《商业模式研究：为何常熟银行将成为江苏省微贷业务龙头？》

图表 54：上市银行净息差、贷款收益率、存款成本率（2019A）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 55：常熟银行存量不良指标持续改善



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

3.4 邮储银行：最具“成长性”的国有大行

邮储银行成立于2007年，且自营贷款业务2009年才开始，是最为年轻的国有大行，具有三大优势：

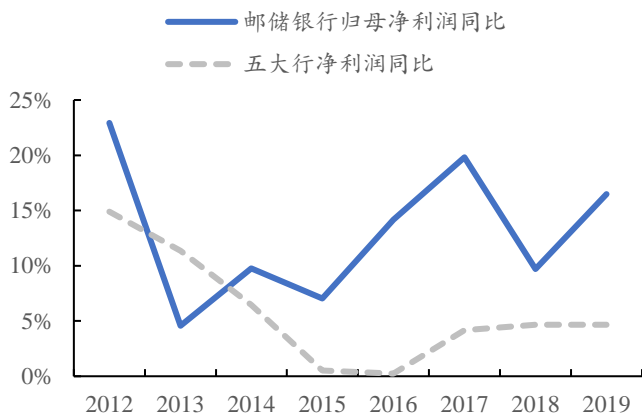
1) 独一无二的邮银合作体系，稳定的存款来源：**A、最大的网点布局：**近4万个（其中代理网点约占80%），覆盖中国所有城市和99%的县域地区；**B、庞大的客户群体：**个人客户数量达6亿户，超过中国人口总量的40%；**C、绝佳的存款基础：**个人存款中，代理网点贡献超过70%。其存款占付息负债比重高达97%，成本率仅1.55%。

2) 轻装上阵，资产质量较优：一方面邮储银行起步时间相对较晚，2009年后才开办自营对公贷款业务，避开了风险，基本没有历史存量包袱；另一方面其零售贷款占比55%（其中60%为按揭贷款）整体风险较低，19年末其逾期率仅1.03%，拨备覆盖率高达389%。

3) 资产业务+中间业务发展空间大：19年末存贷比仅53.4%，扩大放贷规模，提升的业绩空间；手续费及佣金净收入占比仅6.2%，相比国有大行17%左右的水平空间大。

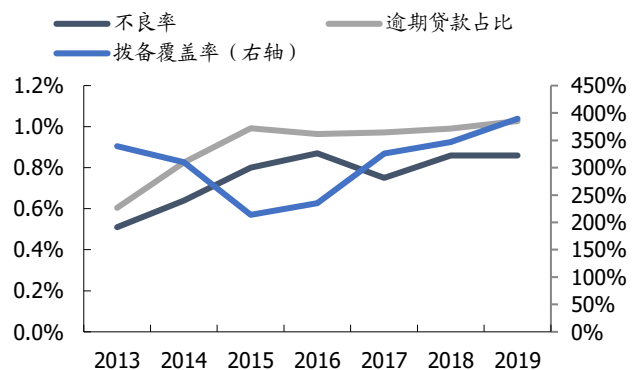
邮储银行为何过去几年快速增长？未来业绩提升的空间如何？详见我们的深度报告《邮储银行：独特的负债优势，资产端、中间业务为发展重心》

图表 56：邮储银行利润增速相比国有五大行更高



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 57：12 年以来邮储银行资产质量情况



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

3.5 工商银行：低估值+稳健分红，对公业务综合实力强的“宇宙行”

工商银行作为最大的国有大行，不论是经营、盈利、资产质量还是分红方面具有稳定的特点，当前 20PB 仅 0.69x，股息率高达 4.80%，可获取稳健的投资收益。

业务层面来看，工行在对公、零售业务方面均有优势：

1) 对公：优质客户、基建项目类资源较为丰富，2019 年其基建类贷款占总贷款比重达 33%，在大行+股份行中最高。优质对公客户为工行带来了：稳健的资产质量（19 年末对公业务不良率仅 2.02%）、大量低成本存款（对公存款综合成本率仅 1.43%）、中收、高经营效率高，其整体成本收入比仅 23.3%，在国有大行中最低。根据前文的分析，在积极的财政政策刺激下，以基建为主的对公中长期项目不断落地，工行将从中充分受益。

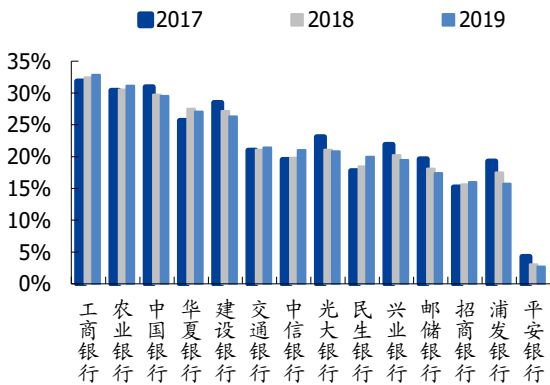
为什么说工行的对公业务综合实力最强如何？详见我们的深度报告《银行专题：银行对

公业务怎么样了?》

2) 零售: 工行品牌影响力较大, 负债端优势明显: 6月末工行零售存款余额达 10.4 万亿, 高出其零售贷款 4.1 万亿, 且零售存款成本率仅 1.71%, 这部分富余的低成本存款被用于支持对公业务、资金业务, 实现效益最大化;

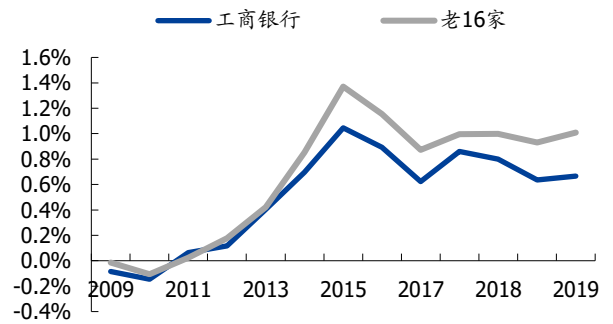
最终从报表层面来看, 工行基本面较为稳健: 1) 业绩增长较为稳定, 2018、2019 年利润增速为 4.06%、4.89%左右, 2020 年虽然有压力, 但预计利润仍能保持稳健; 2) 资产质量较为稳健, 2019 年不良生成率仅 0.67%, 且 2014 年以来稳定低于同业。

图表 58: 工商银行基建类贷款占总贷款比重在国有大行+股份行中最高



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 59: 工商银行不良生成率相比老 16 家上市银行稳定更低



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 60: 银行板块部分个股估值情况 (倍)

证券简称	PB		股息率	AH 溢价率	过去 5 年历史分位数	
	2019E	2020E			PB	AH 溢价率
工商银行	0.75	0.69	4.80%	19.21%	4.8%	80.0%
建设银行	0.76	0.69	4.84%	11.61%	1.4%	24.5%
农业银行	0.68	0.62	5.16%	17.15%	0.9%	36.4%
中国银行	0.62	0.59	5.32%	31.06%	1.5%	84.0%
交通银行	0.55	0.50	5.86%	17.66%	1.3%	47.0%
邮储银行	0.80	0.72	4.15%	11.30%	0.7%	6.9%
招商银行	1.48	1.29	2.77%	3.15%	46.2%	18.9%
中信银行	0.56	0.50	4.54%	63.80%	1.3%	92.4%
浦发银行	0.63	0.57	3.30%	--	5.0%	--
民生银行	0.55	0.50	6.08%	15.77%	0.9%	8.2%
兴业银行	0.68	0.61	4.36%	--	1.5%	--
光大银行	0.60	0.54	4.48%	34.59%	5.0%	81.4%
华夏银行	0.45	0.42	2.84%	--	1.3%	--
平安银行	0.91	0.79	1.13%	--	29.6%	--
北京银行	0.54	0.49	5.84%	--	3.6%	--
南京银行	0.80	0.82	5.29%	--	10.0%	--
宁波银行	1.72	1.54	1.53%	--	73.8%	--
上海银行	0.75	0.67	5.46%	--	4.5%	--
贵阳银行	0.68	0.63	5.58%	--	0.3%	--
江苏银行	0.60	0.51	5.98%	--	4.1%	--
杭州银行	0.87	0.87	2.76%	--	51.9%	--
常熟银行	1.21	1.13	2.40%	--	19.4%	--
无锡银行	0.83	0.76	3.63%	--	8.4%	--
苏农银行	0.71	0.65	2.24%	--	6.3%	--
江阴银行	0.75	0.69	1.27%	--	4.1%	--
张家港行	1.02	0.90	2.59%	--	12.8%	--
银行 (申万)		0.66	4.01%	--	4.5%	--

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 历史分位根据历史每日股价, 按频率计算结果, 如招商银行 PB 历史分位数为 46.2%, 意味着当前估值高于 46.2% 的历史水平。

风险提示

- 1、海内外疫情加速扩散, 拖累内外需持续疲软, 对我国中小企业经营带来负面影响;
- 2、宏观经济下滑, 资产质量加速恶化;
- 3、利率市场化推动超预期, 银行利差收窄过快影响业绩;
- 4、金融监管力度超预期, 对银行业经营产生负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com