

银行

银行3季报深度前瞻：稳健性持续，投资核心逻辑是经济

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qizq.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

电话：

Email: dengmj@r.qizq.com.cn

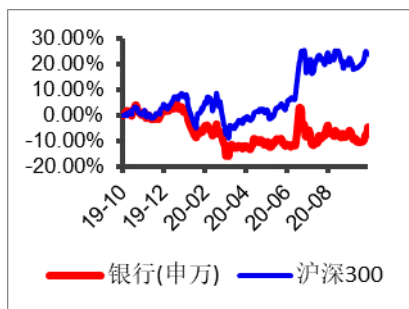
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qizq.com.cn

基本状况

| | |
|-------------|-----------|
| 上市公司数 | 36 |
| 行业总市值(百万元) | 9,345,160 |
| 行业流通市值(百万元) | 6,398,675 |

行业-市场走势对比



相关报告

深度 | 银行一季报分析：稳健性超预期，优质银行持续强-2020.05.05

重点公司基本状况

| 简称 | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | | PE G | 评级 |
|------|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|----|
| | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | | |
| 招商银行 | 39.78 | 3.19 | 3.62 | 3.56 | 4.06 | 12.45 | 10.99 | 11.18 | 9.79 | | 增持 |
| 平安银行 | 17.10 | 1.39 | 1.41 | 1.38 | 1.45 | 12.26 | 12.15 | 12.43 | 11.81 | | 增持 |
| 宁波银行 | 35.17 | 2.10 | 2.30 | 2.48 | 2.85 | 16.71 | 15.27 | 14.18 | 12.33 | | 增持 |
| 常熟银行 | 8.62 | 0.66 | 0.65 | 0.66 | 0.74 | 13.13 | 13.24 | 12.98 | 11.60 | | 增持 |

备注：

投资要点

- 3 季度净息差预测：预计微幅环比下行。1、资产端：综合贷款利率虽然缓慢下行，但边际定价在提升。**增量信贷的走高对整体信贷收益率的拉动仍需要时间，但经济修复带来的定价能力环比提升；不利因素是监管的让利指导。**2、负债端：存款与主动负债一正一负贡献，预计负债端总体平稳微降 1bp。**结构性存款规模压降，银行用定期存款与主动负债弥补资金缺口，新发结构性存款利率下行，预计对净息差正向贡献 2 bp 左右。预计主动负债 3、4 季度合计成本上升 5bp，最终对净息差负向贡献 1 个 bp 左右。**3、综合来看，资产端和负债端的负向与正向相抵，考虑让利，预计总体净息差环比下降 1-2bp 左右。**
- 3 季度资产质量预测：能持续保持稳健性。**行业加大不良认定、加速出清，报表更加干净。拨备计提充足，抵御不良垫子较厚。上市银行计提的信用成本对逾期生成的覆盖近年均处于“盈余”状态。**资产增速预测：社融高增奠定全年资产规模增速不弱的基调。**按照行业信贷投放节奏 3322、政府债全年新增 8.5 万亿预测，高点将在 10 月份，11 月、12 月略微向下，全年存量同比增速 13.5%。
- 3 季度营收和利润预测：营收同比、拨备前利润 6% 增速左右；净利润则观察政策，存在边际放松可能。**3 季度和全年营收大概率与上半年持平，同比+6%左右；拨备前利润也能维持稳定预计在 6%-7%左右，银行之间分化加大。净利润方面，半年报监管对利润“一刀切”；预计随着经济修复，监管的压力边际环境，各家银行利润增速会偏“市场化”：营收高增、资产质量优异的银行有释放利润的空间。
- 银行板块投资建议：核心逻辑是宏观经济，看好 4 季度估值切换+市场风格转换机会。**1、我们 8 月初转看多银行，继续看多银行股；银行股核心逻辑是经济，尤其目前监管态度与经济息息相关。4 季度估值切换，银行板块大概率会有好的表现；当市场风格切换为追求稳健收益时，银行也占优。**2、个股建议：重点推荐、中长期看好的是优质的银行：平安银行、招商银行和宁波银行。**短期看好业绩有弹性标的：股份行中的兴业银行和光大银行；中小银行中的常熟银行、杭州银行、江苏银行和南京银行。
- 前瞻：哪类银行将率先迎来息差拐点？**从各板块贷款收益率比年初下行幅度情况来看，大行、股份行、农商行是下降最多的，前期深蹲的大行、

股份行、农商行的定价能力随着经济修复将会迎来修复的机会。负债端方面，随着资金市场利率中枢抬高，拥有低成本、稳定负债来源的银行将率先享受资产定价上行带来的净息差上行；存款占比高、尤其是活期存款占比高的银行有优势。

- **风险提示：**经济下滑超预期，海外疫情影响超预期。行业核心一级资本有压力。

目录

| | |
|---|--------|
| 一、净息差预测：微幅下行 | - 4 - |
| 1.1 资产端：综合贷款利率缓慢下行，边际定价提升 | - 4 - |
| 1.2 负债端：存款与主动负债贡献一正一负，预计总体平稳、微降 1bp | - 7 - |
| 1.3 净息差总体平稳、或微降 1-2bp | - 10 - |
| 二、资产质量预测：稳健性依旧好于预期..... | - 11 - |
| 三、资产增速预测：前三季度社融高增奠定全年资产规模增速不弱的基调 | - 13 - |
| 四、3 季度营收和利润预测：营收同比、拨备前利润 6%增速左右；净利润则观察政策，存在边际放松可能 | - 14 - |
| 五、银行板块投资建议..... | - 17 - |
| 5.1 4 季度投资策略：估值切换+市场风格转换 | - 17 - |
| 5.2 个股建议：重点推荐招行、平安和宁波..... | - 20 - |
| 六、前瞻：哪类银行净息差能率先出现拐点..... | - 21 - |

一、净息差预测：微幅下行

1.1 资产端：综合贷款利率缓慢下行，边际定价提升

- **1、利率维度：贷款定价提升，后续将在财报反映**
- **新发放贷款定价自6月开始回升：**直观上货币政策边际收紧，资金市场利率走高将对信贷市场利率有所传导；但更深层次原因是经济修复，即使货币政策维持中性，生产扩张带来的融资需求扩张也将使收益率曲线抬升。我们比对了资金市场利率与新投放信贷利率的传导情况，发现新发放信贷利率走高几乎与资金市场利率回升同步，但资金市场利率的走低对信贷利率的传导却有一定的时滞，显示在间接融资体系下，银行对企业客户仍保有较强的议价能力。

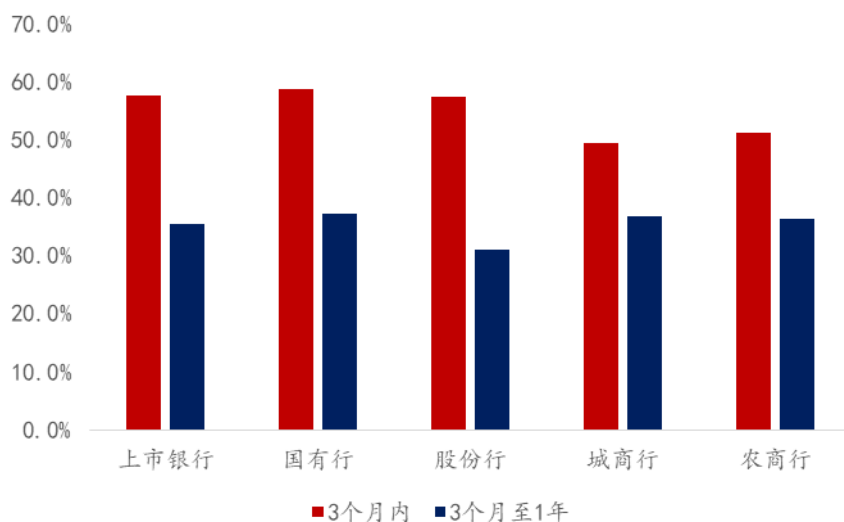
图表：同业存单发行利率与新发放贷款利率情况



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **存量贷款重定价带来的贷款利率下行占比逐季下降：**由于行业早投放早收益的行为驱使，行业信贷发放集中于上半年，每年对信贷的重新定价也多集中于上半年。根据2019年年报数据披露，接近60%的存量信贷在1季度完成重定价，35%左右的存量贷款将在2-4季度完成重定价，意味着由存量贷款利率走低带来的影响是在减弱的。

图表：2020 年贷款重定价占比情况



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 增量贷款利率走高与存量贷款利率走低这一正一负在财报上的体现：由于存量信贷比重更大，增量信贷的走高对整体信贷收益率的拉动仍需要时间，但经济修复带来的定价能力提升、最终在银行的财报反映是必然趋势。2020 年各单个季度增量信贷占比存量总贷款分别为 5%、3%、2%、2%，增量信贷占比总体较低，当前对整体收益率影响有限。我们对存量与增量影响做了具体的测算，假设如下：
 - 1) 2-4 季度存量贷款重定价比例分别为 15%、10%、10%。
 - 2) 重新定价贷款利率比原来的下降 30bp。这一假设相对悲观，实际重新定价的贷款利率取决于银行对客户的议价能力，不完全跟随 LPR 利率同步下行。
 - 3) 增量贷款利率边际走高 15bp。
- 最终测算得：由于存量重定价利率下行拖累 3、4 季度贷款收益率下降 2bp，而 3、4 季度增量贷款利率边际走高对全年贷款收益率拉动 0.0025%，利率边际走高对 20 年贷款综合收益率的影响相对较小，但在 21 年影响将有所体现。

图表：2020 年新增贷款占比 (百万元)

| | 2019 | 1Q20 | 1H20 | 1-3Q20 | 2020 |
|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 上市银行存量贷款 | 103,027,828 | 108,530,940 | 111,557,368 | 113,989,407 | 116,421,446 |
| | | | | | |
| | 2019 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 |
| 上市银行增量贷款 | | 5,503,112 | 3,026,428 | 2,432,039 | 2,432,039 |
| | | | | | |
| 增量贷款占比存量 | | 5.1% | 2.7% | 2.1% | 2.1% |

注：假设 2020 年贷款同比增长 13%

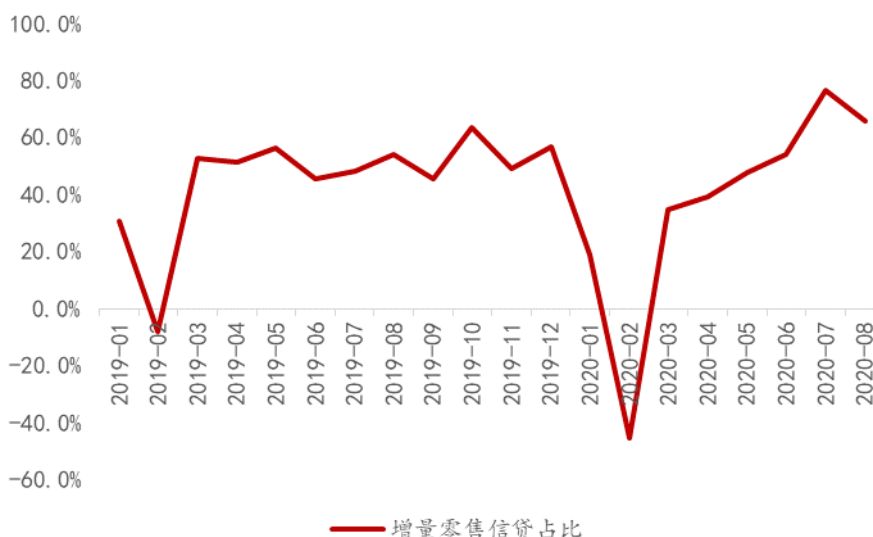
来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：2020 年存量重定价与增量利率边际走高影响测算（百万元）

| | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 3、4 季度贷款收益率变动 |
|------------------|---------|--------|--------|-------|---------------|
| 存量重定价带来利息收入减少 | 185,450 | 34,772 | 15,454 | 7,727 | -0.02% |
| 增量贷款利率上行带来利息收入增加 | | | 1,824 | 912 | +0.0025% |

来源：公司财报，中泰证券研究所

- **2、结构维度：零售贷款占比提升将对贷款利率拉动 1bp**
- **增量零售信贷占比提升也将对综合贷款收益率有拉动作用**，但如前述增量信贷部分的分析，由于增量占比仍然相对较低，对整体贷款利率影响目前相对有限。原增量零售信贷占比增量贷款 50%左右，随着经济修复，居民收入与就业率的好转，增量零售信贷占比提升至 70%左右，边际上升的 20%替代了对公部分，假设零售信贷收益率对比公高出 2 个点，则对贷款综合收益率边际拉动 1bp 左右

图表：金融机构增量零售信贷占比增量贷款情况


来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：2020 年增量零售信贷占比提升影响测算（百万元）

| | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 贷款收益率变动 |
|--------------------|------|------|-------|-------|---------|
| 增量零售贷款占比上行带来利息收入增加 | | | 4,864 | 2,432 | +0.01% |

来源：公司财报，中泰证券研究所

- **3、监管让利的的影响**
- **金融部门向市场主体让利进程进入尾段**，预计对金融机构定价修复程度有一定的负面影响，使市场化定价修复步伐略微放缓。国常会提出将推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元：1) 利率的下行实现金融市场或者金融体系对实体经济的让利，这块大概是 9300 亿元。包括

贷款利率下行，包括债券利率的下行，包括通过再贷款、再贴现政策支持的一些优惠利率贷款的发放。2) 如果直达政策工具能达到一定规模，包括前期还本付息政策，大约让利 2300 亿元。3) 通过银行减少收费 3200 亿元，包括前期已经减少的收费，后面全年还要继续减免的收费。前 7 个月已为市场主体减负 8700 多亿元。

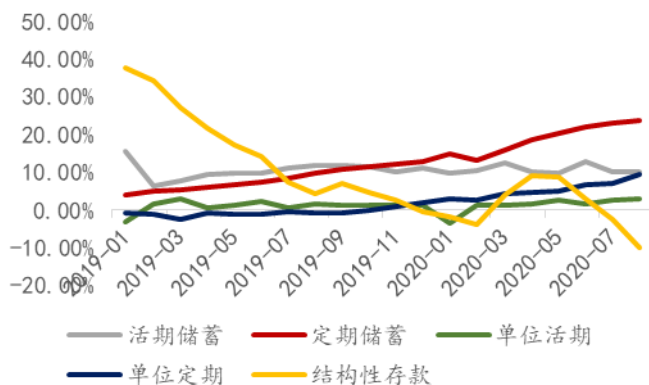
图表：金融机构让利 1.5 万亿元

| 让利途径 | 规模 |
|-------------|--------|
| 利率的下行 | 9300 亿 |
| 直达工具和延期还本付息 | 2300 亿 |
| 减费让利 | 3200 亿 |

资料来源：人民银行等公开资料，中泰证券研究所

1.2 负债端：存款与主动负债贡献一正一负，预计总体平稳、微降 1bp

- **1、存款：结构性存款利率边际走低及规模压降对净息差正向贡献 2bp 左右**
- **结构性存款规模压降，银行用定期存款与主动负债弥补资金缺口，预计对净息差正向贡献 1bp 左右。**从银行披露的存款与同业存单发行数据跟踪来看，结构性存款自 7 月开始压降，而定期存款增速提升，同业存单发行也加速。后续定存和同业存单对结构性存款的承接预计仍可对息差正向贡献 1bp，具体测算：1、结构性存款压降规模已知，2020 年 12 月 31 日前银行需要将结构性存款规模压降至年初规模的三分之二，则截至 8 月底，大型银行和中小型银行分别仍有 1.2 万亿和 1.8 万亿的压降规模目标。2、行业当前结构性存款利率在 3.5% 左右，假设定存和同业存单承接可节约资金成本 50bp，则从 9 月份到年底，可节约利息支出 150 亿左右，仍可对净息差贡献在 1 个 bp 左右。

图表：银行业各类存款同比增速情况


来源：Wind，中泰证券研究所

图表：行业同业存单发行规模增加 (亿元)


来源：Wind，中泰证券研究所

图表：定存与同业存单承接结构性存款节约资金成本（亿元）

| | 大行个人结构性存款 | 大行单位结构性存款 | 中小行个人结构性存款 | 中小行单位结构性存款 | 合计 |
|----------------------|-----------|-----------|------------|------------|-----|
| 2019 年底规模 | 21,266 | 12,862 | 20,536 | 41,316 | |
| 2020.8 月规模 | 18,941 | 15,658 | 17,595 | 42,009 | |
| 2020 年底规模 | 14,178 | 8,575 | 13,690 | 27,544 | |
| 2020 年 9-12 月压降规模 | 4,763 | 7,084 | 3,904 | 14,464 | |
| 定存/主动负债替代节约资金成本 50bp | 24 | 35 | 20 | 72 | 151 |

来源：Wind，中泰证券研究所

图表：定存与同业存单承接结构性存款对净息差贡献（亿元）

| | 2019 | 2020 |
|-------|-----------|-----------|
| 总资产 | 2,323,369 | 2,578,940 |
| 资金节约 | | 151 |
| 贡献净息差 | | 0.01% |

注：假设 20 年总资产同比增长 11%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 新发结构性存款利率边际走低预计也将对净息差贡献 1bp 左右。**由融 360 数据跟踪看，8 月份结构性存款平均到期收益率为 3.41%，环比下降 16bp，结构性存款到期收益率自 6 月开始逐月环比走低，显示银行压降结构性存款成本意图。**结构性存款利率边际预计对净息差贡献 1 个 bp 左右，具体测算：**
 - 确定新发结构性存款规模。**结构性存款久期相对较短，根据融 360 数据统计，平均期限在 111 天、不到 4 个月，意味着年底存量 6.4 万亿的结构性存款自 9 月起已经经历过到期、重发行的周期。
 - 确定利率边际走低幅度。**从现有数据跟踪看，8 月结构性存款利率较 6 月下行了 18bp，我们谨慎估计新发利率边际走低幅度在 20bp 左右，则 6.4 万亿重发行的结构性存款将边际节约资金成本 130 亿左右。

图表：结构性存款发行量和收益率


来源：融 360 大数据研究院，中泰证券研究所

图表：新发结构性存款利率边际走低节约资金成本 (亿元)

| | 大行个人结构性存款 | 大行单位结构性存款 | 中小行个人结构性存款 | 中小行单位结构性存款 | 合计 |
|-----------------|-----------|-----------|------------|------------|-----|
| 2020 年底规模 | 14,178 | 8,575 | 13,690 | 27,544 | |
| 存量滚动资金成本下行 20bp | 28 | 17 | 27 | 55 | 128 |

来源：Wind，中泰证券研究所

图表：新发结构性存款利率走低对净息差贡献 (亿元)

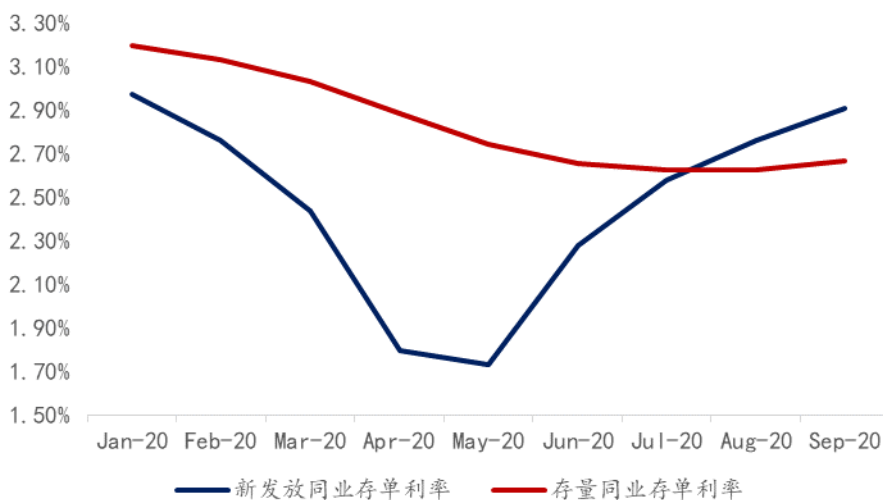
| | 2019 | 2020 |
|-------|-----------|-----------|
| 总资产 | 2,323,369 | 2,578,940 |
| 资金节约 | | 120 |
| 贡献净息差 | | 0.01% |

注：假设 20 年总资产同比增长 11%

来源：Wind，中泰证券研究所

- **2、主动负债：成本开始回升，对净息差拖累 1bp 左右**
- **9 月存量同业存单利率较 8 月开始上行、环比+5bp**：新发放同业存单利率自 6 月已开始边际回升，截至 9 月底，新发放 CD 利率已升至 2.9%，与年初 2.97% 利率接近。在存量同业存单到期、逐渐被新发放 CD 所替代，行业存量的 CD 利率也在 9 月底开始反映出成本上行趋势，存量同业存单利率环比上行了 5bp 至 2.67%。

图表：新发放同业存单利率与存量同业存单利率走势



来源：Wind，中泰证券研究所

- 假设行业主动负债与同业存单趋势一致，3、4季度合计成本上升5bp，则最终对净息差负向贡献1个bp左右，具体测算：1、上市银行主动负债占比计息负债在22%左右。2、假设2020年行业总负债同比增长11%、年底规模达到236.5万亿，计息负债≈总负债。3、则主动负债利率上行5bp将带来利息支出增加260亿，对净息差负向贡献1bp。

图表：主动负债利率上行对净息差拖累测算 (亿元)

| | 2019 | 2020 |
|---------------------|-----------|-----------|
| 总负债 | 2,130,922 | 2,365,323 |
| 主动负债利率上行5bp带来利息支出增加 | | 260 |
| | 2019 | 2020 |
| 总资产 | 2,323,369 | 2,578,940 |
| 对净息差负向贡献 | | 0.01% |

注：假设2020年总负债同比增长11%

来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

1.3 净息差总体平稳、或微降1-2bp

- 预计行业净息差总体平稳、或微降1-2bp：资产端贷款存量重定价仍拖累综合贷款收益率，我们测算对净息差负向贡献在1个bp左右；负债端存款与主动负债贡献一正一负，我们测算预计微降1bp。但考虑监管让利指导，市场化定价修复进程或会相对缓慢，资产端和负债端的负向与正向相抵，预计总体净息差平稳、大概率微降1-2bp。

图表：信贷利率与结构维度变化对净息差影响测算（亿元）

| | 2019 | 2020 | |
|--------------------|-----------|-----------|--------|
| 总资产 | 2,323,369 | 2,578,940 | |
| | 3Q20 | 4Q20 | 合计 |
| 存量重定价带来利息收入减少 | -155 | -77 | |
| 增量贷款利率上行带来利息收入增加 | 18 | 9 | |
| 增量零售贷款占比上行带来利息收入增加 | 49 | 24 | |
| 合计利息收入变动 | -88 | -44 | -131 |
| 对净息差贡献 | | | -0.01% |

来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

二、资产质量预测：稳健性依旧好于预期

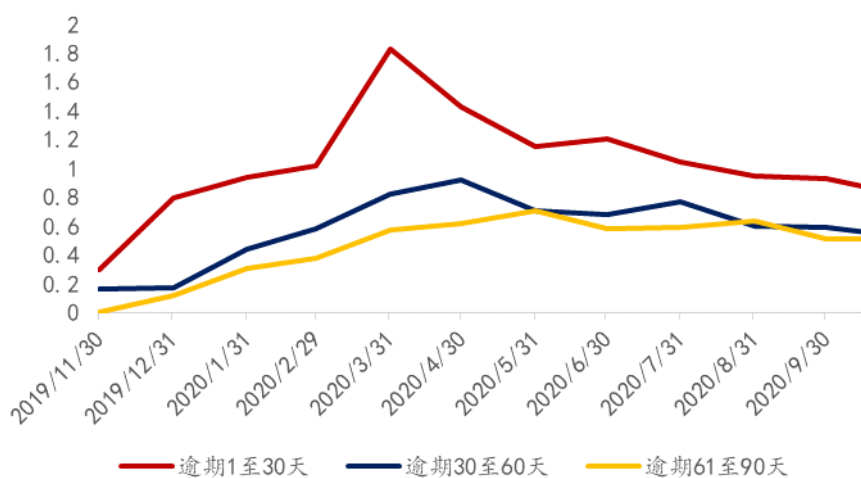
- 行业加大不良认定、加速出清，报表更加干净。**1、上市银行中报加回核销的不良净生成环比上升0.5个百分点至1.46%；不良率环比上升4bp至1.47%，关注类占比较年初下降12bp至2.18%，关注类占比的大幅下行，显示行业对不良的认定趋严，未来的资产质量压力有限。2、更为真实的逾期数据也显示行业资产质量实则在改善，逾期占比总贷款较年初下降1bp至1.56%。

图表：上市银行资产质量情况

| | 不良净生成率 | | | | 不良率 | | | | 关注类 | | | 逾期率 | | |
|------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | 2019 | 1Q20 | 1H20 | 环比 | 2019 | 1Q20 | 1H20 | 环比 | 2019 | 1H20 | 比年初 | 2019 | 1H20 | 比年初 |
| 工商银行 | 0.67% | 1.18% | 1.14% | -0.04% | 1.43% | 1.43% | 1.50% | 0.07% | 2.71% | 2.41% | -0.30% | 1.60% | 1.37% | -0.23% |
| 建设银行 | 1.45% | 0.70% | 1.90% | 1.20% | 1.42% | 1.42% | 1.49% | 0.08% | 2.93% | 2.99% | 0.06% | 1.15% | 1.14% | -0.02% |
| 农业银行 | 1.40% | 0.74% | 1.99% | 1.25% | 1.40% | 1.40% | 1.43% | 0.04% | 2.24% | 2.09% | -0.15% | 1.37% | 1.33% | -0.04% |
| 中国银行 | 0.82% | 0.57% | 0.63% | 0.06% | 1.37% | 1.38% | 1.42% | 0.04% | 2.22% | 1.94% | -0.28% | 1.25% | 1.36% | 0.11% |
| 交通银行 | 0.98% | 1.51% | 1.60% | 0.09% | 1.47% | 1.59% | 1.68% | 0.09% | 2.16% | 1.78% | -0.38% | 1.71% | 1.74% | 0.04% |
| 邮储银行 | 1.06% | 0.47% | 1.38% | 0.91% | 0.86% | 0.86% | 0.89% | 0.02% | 0.66% | 0.53% | -0.13% | 1.03% | 0.88% | -0.15% |
| 招商银行 | 0.78% | 0.58% | 1.05% | 0.47% | 1.16% | 1.11% | 1.14% | 0.03% | 1.17% | 0.99% | -0.18% | 1.41% | 1.35% | -0.06% |
| 中信银行 | 1.74% | 1.45% | 1.74% | 0.29% | 1.65% | 1.80% | 1.83% | 0.03% | 2.22% | 2.55% | 0.33% | 2.60% | 3.11% | 0.51% |
| 浦发银行 | 2.29% | 1.32% | 1.70% | 0.37% | 2.05% | 1.99% | 1.92% | -0.07% | 2.53% | 2.80% | 0.27% | 2.21% | 2.53% | 0.32% |
| 民生银行 | 1.68% | 1.93% | 2.02% | 0.09% | 1.56% | 1.55% | 1.69% | 0.14% | 2.96% | 3.13% | 0.17% | 2.02% | 1.96% | -0.07% |
| 兴业银行 | 1.48% | 1.61% | 1.42% | -0.19% | 1.54% | 1.52% | 1.47% | -0.05% | 1.78% | 1.67% | -0.11% | 1.86% | 1.92% | 0.06% |
| 光大银行 | 1.83% | 1.77% | 1.88% | 0.11% | 1.56% | 1.55% | 1.55% | 0.00% | 2.21% | 2.19% | -0.02% | 2.27% | 2.22% | -0.05% |
| 华夏银行 | 2.49% | 1.26% | 2.10% | 0.84% | 1.83% | 1.82% | 1.88% | 0.06% | 3.56% | 3.50% | -0.06% | 2.20% | 1.88% | -0.32% |
| 平安银行 | 2.55% | 1.24% | 2.03% | 0.79% | 1.65% | 1.65% | 1.65% | 0.00% | 2.01% | 1.86% | -0.15% | 2.24% | 2.54% | 0.30% |
| 浙商银行 | 0.98% | 1.45% | 1.11% | -0.34% | 1.38% | 1.42% | 1.41% | -0.01% | 2.34% | 2.16% | -0.18% | 2.05% | 1.64% | -0.41% |
| 北京银行 | 0.94% | 1.06% | 0.93% | -0.13% | 1.40% | 1.47% | 1.54% | 0.07% | 1.25% | 1.27% | 0.02% | 1.85% | 2.04% | 0.19% |
| 南京银行 | 1.24% | 0.92% | 1.00% | 0.08% | 0.89% | 0.89% | 0.90% | 0.01% | 1.21% | 1.33% | 0.12% | 1.28% | 1.24% | -0.03% |
| 宁波银行 | 0.63% | 0.80% | 0.72% | -0.08% | 0.78% | 0.78% | 0.79% | 0.01% | 0.74% | 0.59% | -0.15% | 0.86% | 0.90% | 0.04% |
| 江苏银行 | 0.68% | 1.17% | 0.86% | -0.31% | 1.38% | 1.38% | 1.37% | -0.01% | 1.94% | 1.83% | -0.11% | 1.49% | 1.52% | 0.03% |
| 贵阳银行 | 1.12% | 2.16% | 1.10% | -1.06% | 1.45% | 1.62% | 1.59% | -0.03% | 2.76% | 2.74% | -0.02% | 4.42% | 6.02% | 1.60% |
| 杭州银行 | 0.96% | 0.14% | 0.15% | 0.01% | 1.34% | 1.29% | 1.24% | -0.06% | 0.94% | 0.99% | 0.05% | 1.27% | 1.17% | -0.10% |
| 上海银行 | 1.20% | 1.71% | 1.48% | -0.23% | 1.16% | 1.18% | 1.19% | 0.01% | 1.88% | 1.95% | 0.07% | 1.65% | 2.14% | 0.50% |
| 成都银行 | 0.82% | 1.07% | 0.50% | -0.57% | 1.43% | 1.43% | 1.42% | -0.01% | 0.92% | 0.80% | -0.12% | 1.64% | 1.46% | -0.18% |
| 长沙银行 | 1.66% | 1.68% | 1.11% | -0.57% | 1.22% | 1.24% | 1.23% | -0.01% | 3.44% | 3.08% | -0.36% | 1.53% | 1.80% | 0.27% |
| 青岛银行 | 2.36% | 2.58% | 1.73% | -0.85% | 1.65% | 1.65% | 1.63% | -0.02% | 3.49% | 2.15% | -1.34% | 1.44% | 1.46% | 0.02% |
| 郑州银行 | 2.39% | 2.68% | 2.25% | -0.43% | 2.37% | 2.35% | 2.16% | -0.19% | 2.08% | 2.14% | 0.06% | 3.65% | 3.26% | -0.38% |
| 西安银行 | 0.41% | 0.57% | 0.56% | -0.01% | 1.18% | 1.17% | 1.17% | 0.00% | 2.41% | 2.63% | 0.22% | 1.52% | 1.88% | 0.37% |
| 江阴银行 | 1.76% | 2.11% | 2.75% | 0.64% | 1.83% | 1.83% | 1.83% | 0.00% | 2.23% | 1.94% | -0.29% | 2.47% | 2.93% | 0.46% |
| 无锡银行 | 0.33% | 0.26% | 1.02% | 0.76% | 1.21% | 1.11% | 1.15% | 0.04% | 0.37% | 0.32% | -0.05% | 0.93% | 0.49% | -0.44% |
| 常熟银行 | 0.86% | 0.55% | 0.72% | 0.17% | 0.96% | 0.98% | 0.96% | -0.02% | 1.55% | 1.34% | -0.21% | 1.25% | 1.30% | 0.06% |
| 苏州银行 | 1.89% | 0.74% | 1.08% | 0.34% | 1.34% | 1.29% | 1.24% | -0.05% | 4.16% | 3.94% | -0.22% | 1.12% | 1.14% | 0.02% |
| 张家港行 | 2.23% | 1.01% | 1.87% | 0.86% | 1.38% | 1.36% | 1.21% | -0.14% | 2.57% | 2.18% | -0.39% | 1.36% | 1.18% | -0.18% |
| 晋商银行 | 1.00% | 1.16% | 1.15% | -0.01% | 1.46% | 1.43% | 1.49% | 0.06% | 6.03% | 5.62% | -0.41% | 3.03% | 1.78% | -1.25% |
| 紫金银行 | 0.79% | 1.73% | 0.87% | -0.86% | 1.69% | 1.68% | 1.68% | 0.00% | 1.75% | 1.34% | -0.41% | 1.57% | 1.55% | -0.02% |
| 渝农商行 | 1.64% | 0.25% | 2.17% | 1.92% | 1.25% | 1.27% | 1.28% | 0.01% | 2.32% | 2.41% | 0.09% | 1.16% | 1.33% | 0.17% |
| 上市银行 | 1.24% | 1.01% | 1.46% | 0.46% | 1.43% | 1.43% | 1.47% | 0.04% | 2.30% | 2.18% | -0.12% | 1.57% | 1.56% | -0.01% |
| 国有行 | 1.06% | 0.85% | 1.43% | 0.58% | 1.37% | 1.38% | 1.44% | 0.06% | 2.38% | 2.20% | -0.18% | 1.36% | 1.30% | -0.06% |
| 股份制 | 1.73% | 1.37% | 1.66% | 0.28% | 1.60% | 1.60% | 1.61% | 0.01% | 2.21% | 2.25% | 0.04% | 2.07% | 2.16% | 0.09% |
| 城商行 | 1.04% | 1.23% | 0.99% | -0.24% | 1.28% | 1.30% | 1.30% | 0.00% | 1.64% | 1.58% | -0.06% | 1.68% | 1.84% | 0.16% |
| 农商行 | 1.35% | 0.76% | 1.61% | 0.86% | 1.34% | 1.34% | 1.34% | 0.00% | 2.76% | 2.61% | -0.15% | 1.58% | 1.43% | -0.14% |

来源：公司财报，中泰证券研究所

- 不良率的预测：预计整体不良率仍会微升 1-2bp。**
 - 零售不良率的次高点或在 3 季度**，金融机构响应监管要求，在二季度开始收紧信用卡逾期政策，后续信用卡不良净生成大概率重回高位。但从影响信用卡的整体风险看两个因素，居民收入和就业率的持续改善情况来看，零售风险的高点已经过去。从高频消费贷 ABS 数据逾期情况来看，逾期 30 天在好转，显示未来逾期总体进入平稳改善期。
 - 对公不良在缓慢释放，不良率高点或在明年 1 季度。**《延期还本付息通知》要求，对于 2020 年年底到期的普惠小微贷款本金、2020 年年底存续的普惠小微贷款应付利息，银行业金融机构应根据企业申请，给予一定期限的延期还本付息安排，最长可延至 2021 年 3 月 31 日，并免收罚息。期间银行也将加大对存量历史不良的认定和处置，总体不良在逐渐释放。

图表：招银和智 2019 年第七期个人消费贷款 abs 逾期情况


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 拨备计提充足，抵御不良垫子较厚。**上市银行计提的信用成本对逾期生成的覆盖近年均处于“盈余”状态。2010 年至今，信用成本对逾期 90 天以上净生成率累积盈余 3.8 个点。行业数据也是一致，自 17 年到 19 年，银行处于历史坏账出清后周期，历年通过核销手段处置不良分别为 7600 亿、1 万亿、1.1 万亿，而计提的资产减值损失在 1.2 万亿、1.7 万亿和 1.8 万亿，计提的资产减值用于核销处置后仍有盈余。

图表：老 16 家上市银行信用成本与逾期 90 天以上净生成率情况


来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：行业整体不良处置与资产减值损失计提情况 (亿元)

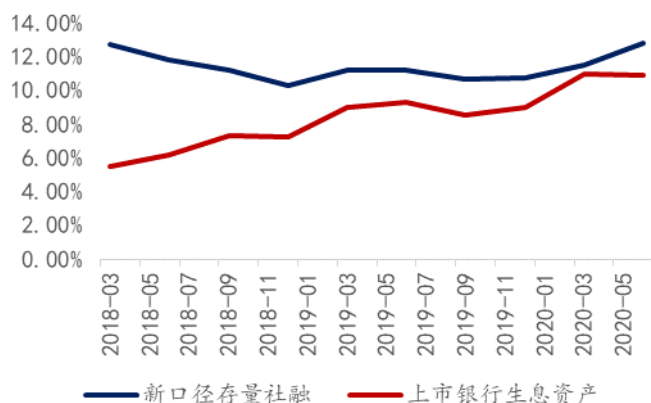
| | 不良处置 | 其中：核销 | 资产减值损失计提 |
|------|--------|--------|----------|
| 2017 | 14,491 | 7,586 | 11,855 |
| 2018 | 20,309 | 10,155 | 16,945 |
| 2019 | 23,000 | 10,551 | 17,726 |
| 1H20 | | 4,463 | 9,463 |
| 2020 | 34,000 | | |

来源：人民银行，中泰证券研究所

三、资产增速预测：前三季度社融高增奠定全年资产规模增速不弱的基调

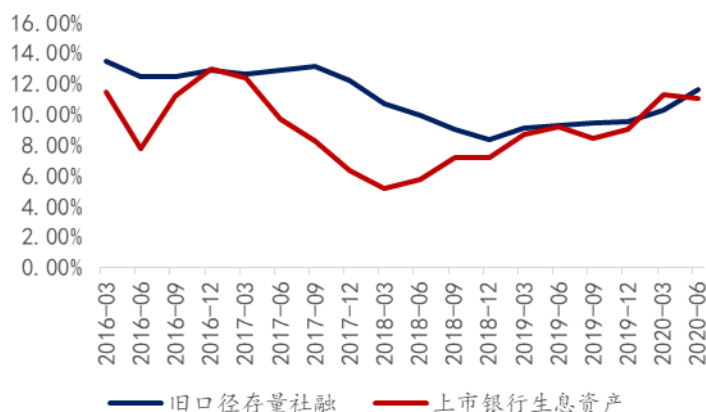
- 银行生息资产规模扩张基本与社融增速同步：今年宽信用下社融高增奠定了银行业全年资产规模增速不弱的基调。**从新旧口径的存量社融与上市银行生息资产同比增速比对来看：除去 2018 年银行业表外去杠杆的影响，其余年份银行业资产增速方向基本与社融一致。按照行业信贷投放节奏 3322、政府债全年新增 8.5 万亿预测，高点将在 10 月份，11 月、12 月略微向下，全年社融增速预计能到 13.5%。

图表：新口径社融与上市银行生息资产同比增速



来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

图表：旧口径社融与上市银行生息资产同比增速



来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

图表：存量社融同比增速预测



资料来源：Wind，中泰证券研究所

四、3 季度营收和利润预测：营收同比、拨备前利润 6%增速左右；净利润则观察政策，存在边际放松可能

- 预计营收稳定，行业将以量补价，全年营收大概率与上半年持平，同比+6%左右。1、全年净息差降幅判断：预计净息差全年降幅在 10bp 左右。让利带来行业资产端贷款利率全年下降 50bp，对应资产端收益率下降 25bp；央行前期通过降准、MLF 利率下降、监管高息揽储等行为对银行负债成本缓释 15bp 左右，假设下半年央行不再通过货币政策工具对银行资金成本进行缓释，则银行净息差全年降幅预计在 10bp 左右。2、以量补价：全年社融增速预计在 13.5%左右，假设行业生息资产假设同比增速在 11%。3、基于息差降幅 10bp、生息资产同比 11%进行测算，上市银行 20 年全年营收同比增长 5.5%。

图表：上市银行营业收入同比增速预测-1

| | 2019 | 1Q20 | 1H20 | 1-3Q20E | 2020E |
|------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 工商银行 | 7.0% | 2.1% | 1.8% | 1.5% | 2.0% |
| 建设银行 | 6.9% | 4.3% | 4.5% | 4.2% | 4.3% |
| 农业银行 | 3.8% | 7.6% | 4.5% | 5.5% | 5.9% |
| 中国银行 | 7.7% | 5.9% | 3.2% | 3.7% | 4.4% |
| 交通银行 | 6.6% | 3.7% | 4.6% | 4.3% | 4.4% |
| 邮储银行 | 5.8% | 5.4% | 3.2% | 3.8% | 4.3% |
| 招商银行 | 8.3% | 11.1% | 6.9% | 6.2% | 7.6% |
| 中信银行 | 13.8% | 8.6% | 9.5% | 6.9% | 6.0% |
| 浦发银行 | 11.0% | 10.3% | 3.8% | 2.4% | 1.9% |
| 民生银行 | 15.0% | 12.4% | 11.2% | 11.3% | 11.2% |
| 兴业银行 | 14.5% | 5.6% | 11.2% | 12.1% | 12.9% |
| 光大银行 | 20.6% | 10.2% | 9.0% | 9.0% | 9.4% |
| 华夏银行 | 17.3% | 20.9% | 19.6% | 21.9% | 19.8% |
| 平安银行 | 18.2% | 16.8% | 15.5% | 14.7% | 13.4% |
| 北京银行 | 13.8% | 5.1% | 1.4% | 2.3% | 3.3% |
| 南京银行 | 18.3% | 15.4% | 6.5% | 7.7% | 9.2% |
| 宁波银行 | 21.2% | 33.7% | 23.4% | 22.0% | 21.7% |
| 江苏银行 | 27.6% | 17.8% | 14.3% | 16.2% | 17.0% |
| 贵阳银行 | 16.0% | 17.4% | 18.6% | 12.6% | 10.9% |
| 杭州银行 | 25.5% | 25.4% | 23.0% | 24.4% | 26.1% |
| 上海银行 | 13.5% | 0.5% | 1.0% | 3.7% | 6.2% |
| 成都银行 | 9.8% | 14.1% | 11.6% | 12.8% | 11.8% |
| 长沙银行 | 22.1% | 13.1% | 8.2% | 7.6% | 6.0% |
| 青岛银行 | 30.5% | 37.5% | 34.3% | 31.3% | 28.1% |
| 郑州银行 | 20.9% | 30.4% | 23.2% | 22.0% | 17.8% |
| 西安银行 | 14.5% | 3.5% | -0.8% | 2.0% | 3.9% |
| 江阴银行 | 6.8% | -3.5% | 0.2% | 1.9% | 1.7% |
| 无锡银行 | 10.8% | 30.9% | 18.7% | 16.5% | 14.8% |
| 常熟银行 | 10.7% | 10.4% | 9.4% | 8.2% | 7.3% |
| 苏农银行 | 11.8% | 6.1% | 10.3% | 6.3% | 4.7% |
| 张家港行 | 28.5% | 18.5% | 17.6% | 19.2% | 21.3% |
| 青农商行 | 17.0% | 33.3% | 17.3% | 15.4% | 13.9% |
| 紫金银行 | 10.5% | 10.4% | 2.5% | 2.7% | 3.2% |
| 渝农商行 | 2.0% | 4.6% | 5.0% | 5.5% | 5.8% |
| 上市银行 | 9.1% | 7.2% | 5.8% | 5.8% | 6.1% |
| 国有行 | 6.3% | 4.7% | 3.5% | 3.7% | 4.0% |
| 股份行 | 13.8% | 11.1% | 9.7% | 9.3% | 9.3% |
| 城商行 | 18.7% | 14.4% | 10.6% | 11.4% | 12.0% |
| 农商行 | 8.3% | 11.5% | 8.6% | 8.3% | 8.1% |

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：上市银行营业收入同比增速预测-2

| | 2018 | 2019 | 1Q20 | 1H20 | 2020E |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净息差 | | 2.01% | 1.95% | 1.90% | 1.90% |
| 生息资产规模 | 169,634,433 | 184,937,316 | 194,764,363 | 198,960,805 | 205,280,420 |
| 平均资产 | | 177,285,874 | | | 195,985,726 |
| 营收同比增速 | | 9.2% | 7.3% | 5.9% | 5.5% |

注：假设生息资产同比+11%，净息差比年初下降10bp

来源：公司财报，中泰证券研究所

- 拨备前利润预测：**核心盈利拨备前利润预计也会保持稳定、同比6%-7%左右。营收平稳决定了拨备前利润的平稳，行业的业务及管理费用上半年受疫情影响，整体费用支出有所减少，奠定了全年费用增速相对较低的基调。

图表：上市银行拨备前利润同比增速预测

| | 拨备前利润 | | | | |
|------|-------|-------|-------|---------|-------|
| | 2019 | 1Q20 | 1H20 | 1-3Q20E | 2020E |
| 工商银行 | 6.9% | 2.9% | 2.1% | 1.4% | 2.5% |
| 建设银行 | 6.7% | 5.8% | 5.4% | 5.7% | 6.7% |
| 农业银行 | 4.3% | 7.8% | 5.7% | 6.3% | 6.0% |
| 中国银行 | 7.3% | 8.0% | 5.3% | 5.9% | 5.7% |
| 交通银行 | 8.4% | 2.9% | 4.2% | 4.3% | 3.1% |
| 邮储银行 | 9.4% | 6.7% | 2.0% | 5.0% | 4.7% |
| 招商银行 | 6.5% | 10.8% | 5.5% | 6.8% | 7.8% |
| 中信银行 | 18.9% | 13.4% | 14.3% | 12.1% | 12.9% |
| 浦发银行 | 15.0% | 18.3% | 4.2% | 2.4% | 3.0% |
| 民生银行 | 21.5% | 15.5% | 12.1% | 12.8% | 13.1% |
| 兴业银行 | 15.8% | 5.3% | 12.5% | 11.8% | 13.9% |
| 光大银行 | 23.3% | 11.7% | 10.1% | 11.9% | 11.7% |
| 华夏银行 | 21.0% | 18.3% | 22.5% | 22.5% | 20.7% |
| 平安银行 | 19.6% | 19.2% | 18.8% | 17.1% | 16.0% |
| 北京银行 | 16.6% | 10.1% | 4.0% | 3.9% | 3.9% |
| 南京银行 | 20.2% | 17.1% | 6.6% | 7.6% | 8.6% |
| 宁波银行 | 21.3% | 32.7% | 22.6% | 21.0% | 20.7% |
| 江苏银行 | 33.9% | 19.5% | 16.5% | 15.7% | 16.6% |
| 贵阳银行 | 16.5% | 23.8% | 25.2% | 15.8% | 17.6% |
| 杭州银行 | 27.8% | 27.6% | 24.9% | 26.2% | 27.4% |
| 上海银行 | 14.3% | 0.1% | 2.3% | 3.5% | 3.8% |
| 成都银行 | 8.5% | 16.1% | 13.1% | 12.5% | 14.3% |
| 长沙银行 | 29.0% | 19.5% | 12.5% | 9.8% | 11.9% |
| 青岛银行 | 32.9% | 45.5% | 42.2% | 38.5% | 39.1% |
| 郑州银行 | 23.0% | 52.8% | 38.5% | 33.1% | 31.4% |
| 西安银行 | 18.1% | 6.3% | -0.4% | 3.1% | 4.5% |
| 江阴银行 | 10.5% | -5.1% | 0.3% | 1.8% | 4.0% |
| 无锡银行 | 10.6% | 36.3% | 27.1% | 22.5% | 22.9% |
| 常熟银行 | 7.6% | 7.1% | 5.4% | 5.4% | 7.9% |
| 苏农银行 | 11.5% | 9.8% | 15.8% | 7.6% | 7.3% |
| 张家港行 | 37.0% | 27.2% | 24.0% | 28.2% | 27.1% |
| 青农商行 | 20.3% | 41.1% | 20.5% | 18.1% | 18.4% |
| 紫金银行 | 16.8% | 17.7% | 4.9% | 4.9% | 5.3% |
| 渝农商行 | 4.7% | -7.0% | -1.6% | 4.7% | 3.5% |
| 上市银行 | 10.3% | 8.6% | 6.8% | 6.9% | 7.4% |
| 国有行 | 6.6% | 5.6% | 4.2% | 4.5% | 4.9% |
| 股份行 | 16.3% | 13.3% | 11.0% | 10.7% | 11.3% |
| 城商行 | 20.8% | 16.8% | 12.6% | 12.2% | 12.9% |
| 农商行 | 10.6% | 7.6% | 6.7% | 9.1% | 9.1% |

来源：公司财报，中泰证券研究所

- 净利润的情况：**行业中报利润增速的差异化源于监管的差异化，预计随着经济修复，行业资本压力增大，各家银行利润增速会偏“市场化”，各类银行三季报增速会呈现“差异化”：营收高增、资产质量优异的银行有释放利润的空间。个股的分化其实在中报中也有体现，股份行板块中**招商银行**上半年净利润仅同比-1.6%，城商行板块中**宁波银行**实现上市银行最高增速、同比+14.6%，**杭州银行与成都银行**也实现两位数同比增长，分别同比+12%、+10%。其中**宁波、杭州与成都银行**营收端同比增速均较强，即使多计提拨备，在一定程度仍能实现优于行业的利润增速。另一方面，则是这几家银行资产质量相对优异，招行一直以稳健著称，宁波风控经历过周期检验，杭州与成都地理位置优越，不同原因使得公司资产质量相对优异，通过不良确认严格、多计提拨备的幅度有限。

图表：上市银行净利润同比增速历史情况

| | 净利润 | | |
|------|-------|-------|--------|
| | 2019 | 1Q20 | 1H20 |
| 工商银行 | 4.9% | 3.0% | -11.4% |
| 建设银行 | 4.7% | 5.1% | -10.7% |
| 农业银行 | 4.6% | 4.8% | -10.4% |
| 中国银行 | 4.1% | 3.2% | -11.5% |
| 交通银行 | 5.0% | 1.8% | -14.6% |
| 邮储银行 | 16.5% | 8.5% | -10.0% |
| 招商银行 | 15.3% | 10.1% | -1.6% |
| 中信银行 | 7.9% | 9.4% | -9.8% |
| 浦发银行 | 5.4% | 5.5% | -9.8% |
| 民生银行 | 6.9% | 5.4% | -10.0% |
| 兴业银行 | 8.7% | 6.8% | -9.2% |
| 光大银行 | 11.0% | 11.3% | -10.2% |
| 华夏银行 | 5.0% | 5.1% | -11.4% |
| 平安银行 | 13.6% | 14.8% | -11.2% |
| 北京银行 | 7.2% | 5.3% | -10.5% |
| 南京银行 | 12.5% | 13.0% | 5.0% |
| 宁波银行 | 22.6% | 18.1% | 14.6% |
| 江苏银行 | 11.9% | 12.9% | 3.5% |
| 贵阳银行 | 12.9% | 15.5% | 6.7% |
| 杭州银行 | 22.0% | 19.3% | 12.1% |
| 上海银行 | 12.6% | 4.3% | 3.9% |
| 成都银行 | 19.4% | 11.6% | 9.9% |
| 长沙银行 | 13.4% | 12.0% | 7.5% |
| 青岛银行 | 13.0% | 9.5% | 6.5% |
| 郑州银行 | 7.4% | 4.6% | -2.1% |
| 西安银行 | 13.3% | 10.0% | 1.1% |
| 江阴银行 | 18.2% | 8.2% | 1.5% |
| 无锡银行 | 14.1% | 12.9% | 5.0% |
| 常熟银行 | 20.1% | 14.1% | 1.4% |
| 苏农银行 | 13.8% | 11.0% | 2.2% |
| 张家港行 | 14.3% | 12.3% | 4.0% |
| 青农商行 | 16.8% | 12.4% | 4.8% |
| 紫金银行 | 13.0% | 10.6% | 2.0% |
| 渝农商行 | 7.8% | -6.9% | -9.9% |
| 上市银行 | 6.9% | 5.5% | -9.4% |
| 国有行 | 5.2% | 4.2% | -11.2% |
| 股份行 | 9.6% | 8.3% | -8.1% |
| 城商行 | 13.3% | 10.4% | 2.9% |
| 农商行 | 11.8% | 1.2% | -3.7% |

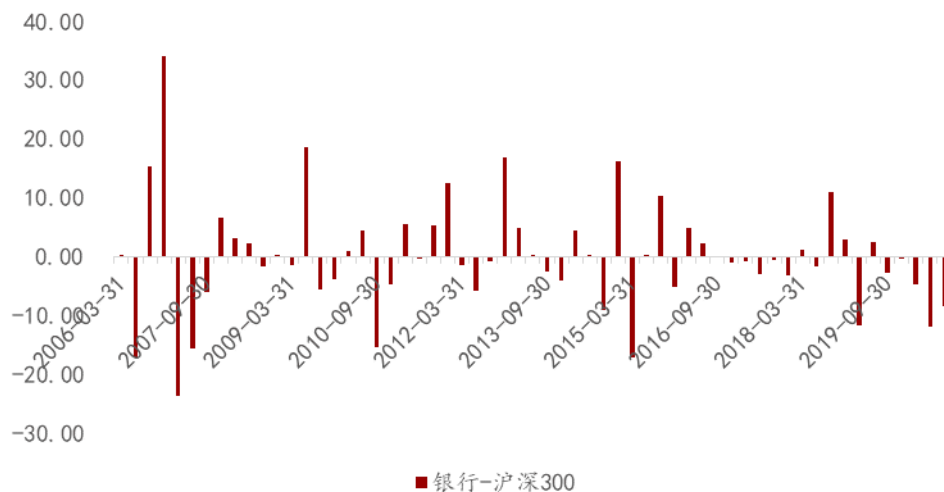
来源：公司财报，中泰证券研究所

五、银行板块投资建议

5.1 4 季度投资策略：估值切换+市场风格转换

- 4 季度估值切换，银行板块大概率会有好的表现。我们统计了 2006-2019 年等 14 个年份的相对收益情况，银行板块有 7 年在 4 季度取得正的超额收益，平均绝对收益在 13% 左右。

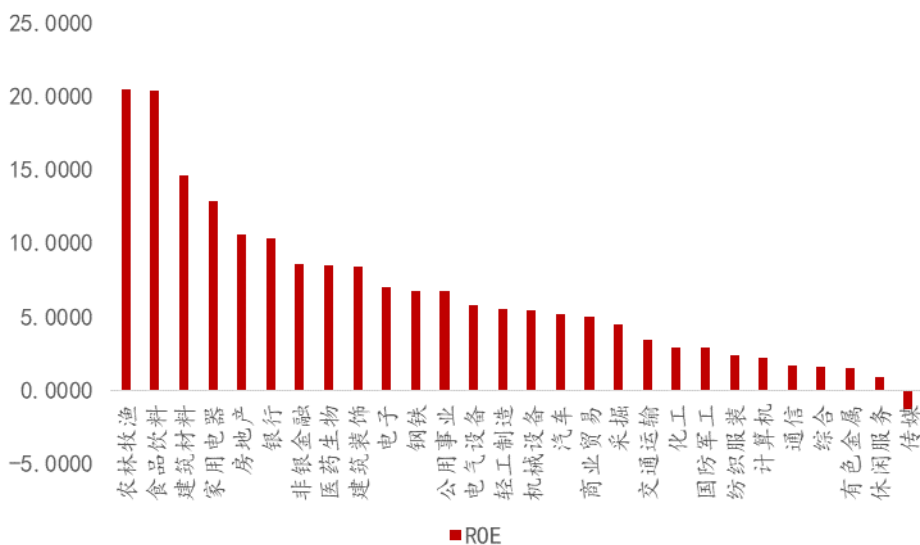
图表：银行指数相对沪深 300 超额收益情况 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

- 与其他行业相比，银行板块估值最低，但 ROE 稳健性超预期，当市场风格切换为追求稳健收益时，银行板块是首选。1、ROE 的稳健性。20 年上半年银行板块年化 ROE 为 10%，在 28 个行业中位列第 6。对银行 2020 年净利润增速分别作 0、-5%、-15%、-30% 的压力测试，可以看到银行的 ROE 仍能保持相对稳健、维持在 7-10%。当利润增速为零增长时，银行 ROE 在 10% 左右。当利润增速为 -5% 时，银行 ROE 在 9-10%。当利润增速为 -15% 时，银行 ROE 在 8-9%。即使利润增速降为 -30% 时，银行的 ROE 仍能保持在 7% 左右，行业稳健性较强。

图表：各行业 ROE 情况 (1H20)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行业 ROE 稳健性较强

| | | 假设净利润同比增速 | | | |
|-------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | | 0 | -5% | -15% | -30% |
| | 2019ROE | 2020 ROE | 2020ROE | 2020ROE | 2020ROE |
| 工商银行 | 12.47% | 11.02% | 10.50% | 9.45% | 7.85% |
| 建设银行 | 12.72% | 11.35% | 10.82% | 9.73% | 8.08% |
| 农业银行 | 11.72% | 10.32% | 9.83% | 8.84% | 7.34% |
| 中国银行 | 10.82% | 9.63% | 9.17% | 8.25% | 6.84% |
| 交通银行 | 10.36% | 9.29% | 8.85% | 7.95% | 6.59% |
| 邮储银行 | 11.97% | 10.61% | 10.11% | 9.09% | 7.55% |
| 招商银行 | 16.13% | 14.12% | 13.46% | 12.13% | 10.10% |
| 中信银行 | 10.07% | 8.87% | 8.45% | 7.59% | 6.29% |
| 浦发银行 | 11.49% | 10.10% | 9.62% | 8.65% | 7.18% |
| 民生银行 | 11.46% | 9.86% | 9.39% | 8.44% | 7.01% |
| 兴业银行 | 13.08% | 11.47% | 10.93% | 9.83% | 8.17% |
| 光大银行 | 10.57% | 9.25% | 8.81% | 7.92% | 6.57% |
| 华夏银行 | 9.04% | 7.86% | 7.49% | 6.72% | 5.57% |
| 平安银行 | 10.20% | 8.62% | 8.21% | 7.37% | 6.11% |
| 浙商银行 | 11.38% | 9.74% | 9.27% | 8.34% | 6.92% |
| 北京银行 | 10.73% | 9.84% | 9.37% | 8.43% | 6.99% |
| 南京银行 | 15.12% | 13.38% | 12.75% | 11.48% | 9.55% |
| 宁波银行 | 15.14% | 12.80% | 12.20% | 10.98% | 9.13% |
| 江苏银行 | 11.45% | 10.43% | 9.94% | 8.94% | 7.42% |
| 贵阳银行 | 15.71% | 13.83% | 13.19% | 11.88% | 9.89% |
| 杭州银行 | 11.03% | 10.03% | 9.55% | 8.59% | 7.13% |
| 上海银行 | 12.01% | 10.86% | 10.35% | 9.31% | 7.73% |
| 成都银行 | 16.63% | 14.48% | 13.81% | 12.45% | 10.36% |
| 长沙银行 | 14.18% | 11.77% | 11.21% | 10.09% | 8.39% |
| 郑州银行 | 8.73% | 8.17% | 7.77% | 6.98% | 5.79% |
| 西安银行 | 12.28% | 10.72% | 10.21% | 9.18% | 7.63% |
| 青岛银行 | 8.03% | 7.36% | 7.00% | 6.29% | 5.21% |
| 苏州银行 | 9.63% | 8.52% | 8.11% | 7.29% | 6.04% |
| 无锡银行 | 11.11% | 10.18% | 9.70% | 8.72% | 7.24% |
| 江阴银行 | 9.09% | 8.26% | 7.86% | 7.06% | 5.85% |
| 常熟银行 | 12.00% | 10.02% | 9.54% | 8.58% | 7.12% |
| 苏农银行 | 8.73% | 7.63% | 7.26% | 6.52% | 5.40% |
| 张家港行 | 9.27% | 8.56% | 8.15% | 7.32% | 6.07% |
| 青农商行 | 12.57% | 10.94% | 10.42% | 9.37% | 7.78% |
| 紫金银行 | 10.88% | 9.80% | 9.33% | 8.39% | 6.96% |
| 渝农商行 | 12.35% | 10.53% | 10.03% | 9.03% | 7.49% |
| 上市银行 | 11.91% | 10.53% | 10.03% | 9.02% | 7.49% |
| 国有行 | 11.88% | 10.55% | 10.05% | 9.04% | 7.50% |
| 股份行 | 11.91% | 10.38% | 9.89% | 8.89% | 7.38% |
| 城商行 | 12.25% | 10.97% | 10.45% | 9.40% | 7.81% |
| 农商行 | 11.54% | 10.04% | 9.56% | 8.60% | 7.13% |

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

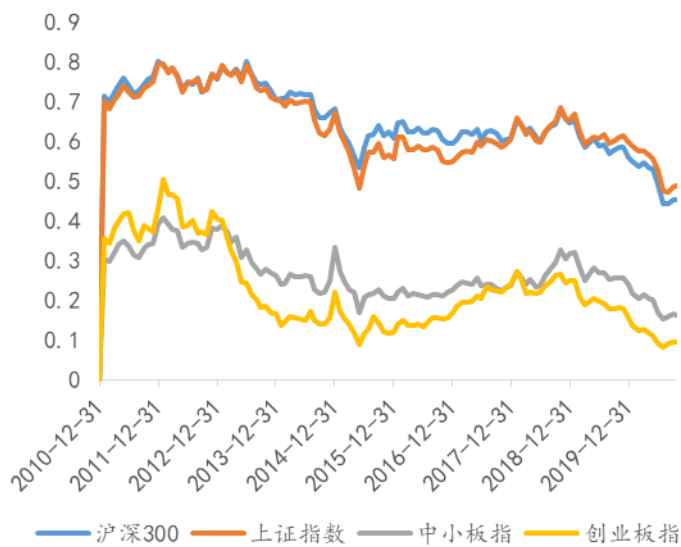
- 2、估值的安全边际。银行指数估值与中小板指、创业板指估值差再度拉大，估值差与 14、15 年接近。当前银行指数 PB 估值相对沪深 300、上证综指、中小板指、创业板指分别为 0.5、0.5、0.16、0.1，与其估值差再度拉大至历史差值最大。**

图表：银行指数 PB 估值与其他指数 PB 估值情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行指数 PB 估值相对其他指数 PB 估值

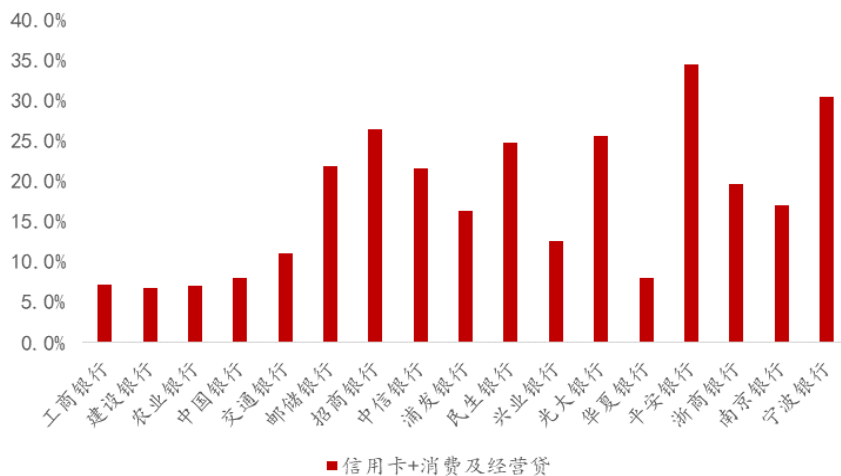


来源：Wind，中泰证券研究所

5.2 个股建议：重点推荐招行、平安和宁波

- 行业资产质量稳健性依旧，负债端稳定的银行将率先迎来净息差拐点，前期资产端深蹲的银行修复力度最大，从这个维度看大行、股份行和农商行板块均有较强的基本面支撑。具体到个股的预期差来看：
- 招行负债端优势显著，活期存款占比计息负债高达 47%；资产端随着经济修复，居民收入和就业率好转，有望迎来较大的修复空间，同时其高占比的零售信贷受明年 LPR 重定价影响较小，当前股价对应 20 年 PB 1.58 倍、21 年 PB 1.4 倍。

图表：上市银行信用卡+消费及经营贷占比总贷款



来源：公司财报，中泰证券研究所

- **平安银行同样受益零售修复逻辑，但当前股价对应 20 年 PB 1.13 倍、21 年 PB 1.04 倍，蕴含较大的预期差。**市场主要担忧其资产质量问题，而平安银行实质对公资产质量在继续夯实，零售不良虽然在暴露，但预计总体压力有限。1、平安银行继续夯实对公条线资产质量，总的对公不良率环比下降 5bp 至 1.76%，一般企业贷款环比下降 4bp 至 2.01%。在对公做精做强战略下，客群聚焦战略客户和围绕产业链上下游的小微客群，预计对公条线资产质量能进一步改善。2、零售条线方面，新一贷、汽融不良持续暴露，但由于二者占比总贷款仅为 14 个点，且新一贷规模一直处于收缩状态，预计总体不良压力有限。新一贷、汽车贷不良率分别环比上升 21bp、33bp 至 1.84%、1.4%。信用卡不良呈现企稳的迹象，半年度不良率仅环比上升 3bp 至 2.35%。

图表：平安银行对公与零售不良率变动 (%)

| % | 2018 | 1Q19 | 1H19 | 3Q19 | 2019 | 1Q20 | 1H20 | 环比 | 比年初 |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 企业贷款 | 2.68 | 2.59 | 2.51 | 2.57 | 2.29 | 1.81 | 1.76 | -0.05 | -0.53 |
| 其中：一般企业贷款 | 2.82 | 2.79 | 2.71 | 2.9 | 2.54 | 2.05 | 2.01 | -0.04 | -0.53 |
| 贴现 | | | | | | | | | |
| 个人贷款 | 1.07 | 1.1 | 1.09 | 1.07 | 1.19 | 1.52 | 1.56 | 0.04 | 0.37 |
| 其中：住房按揭贷款 | 0.11 | | | | 0.3 | 0.4 | 0.42 | 0.02 | 0.12 |
| 新一贷 | 1 | 1.14 | 1.13 | 1.12 | 1.34 | 1.63 | 1.84 | 0.21 | 0.5 |
| 汽车金融贷款 | 0.54 | 0.62 | 0.62 | 0.73 | 0.74 | 1.07 | 1.4 | 0.33 | 0.66 |
| 信用卡应收账款 | 1.32 | 1.34 | 1.37 | 1.35 | 1.66 | 2.32 | 2.35 | 0.03 | 0.69 |
| 其他(注) | 7.29 | | | | 3.55 | 3.17 | 2.66 | -0.51 | -0.89 |
| 发放贷款和垫款本金总额 | 1.75 | 1.73 | 1.68 | 1.68 | 1.65 | 1.65 | 1.65 | 0 | 0 |

注：19 年年报对 18 年按揭、其他类不良率进行了重述；按揭口径加入“持证抵押贷款”，其他类口径加入“个人经营贷”

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **个股建议：重点推荐、中长期看好的是优质的银行：平安银行、招商银行和宁波银行。**短期看好业绩有弹性标的：股份行中的兴业银行和光大银行；中小银行中的常熟银行、杭州银行、江苏银行和南京银行。

六、前瞻：哪类银行净息差能率先出现拐点

- **大行、股份行和农商行的定价能力将会增强：**这一轮疫情主要冲击中小微企业、外贸出口企业以及居民消费，随着经济修复，这类企业和客群边际修复最多，对应的授信主体理论上中小银行。但从各板块贷款收益率比年初下行幅度情况来看，大行、股份行、农商行是下降最多的。
- 主要是大行身负让利任务最重，同时也包括企业发债利率下降很多，对信贷利率下行有传导，企业发债主体以国企为主，大部分为大行的客户，发债对银行信贷有一定的替代，同时发债成本的下降也一定程度带来贷款利率的下降。股份行则是零售信贷投放受影响。农商行支持小微，同时也有受大行低利率投放小微行为的挤压。城商行由于主要投放基建、地产，其实信贷利率受影响相对较小，城商行新增基建和涉房类占比分别为 33%、30%，比去年全年上升 10%和 27%。从这个维度看，前期

深蹲的大行、股份行、农商行的定价能力随着经济修复将会迎来修复的机会。

图表：2020年上市银行贷款收益率下降情况

| | 贷款收益率 | | 比年初下降 |
|------|-------|-------|--------|
| | 4Q19 | 2Q20 | |
| 工商银行 | 4.31% | 4.16% | -0.15% |
| 建设银行 | 4.35% | 4.16% | -0.19% |
| 农业银行 | 4.37% | 4.22% | -0.14% |
| 中国银行 | 4.08% | 3.87% | -0.21% |
| 交通银行 | 4.68% | 4.41% | -0.27% |
| 邮储银行 | 4.76% | 4.56% | -0.20% |
| 招商银行 | 5.04% | 4.94% | -0.10% |
| 中信银行 | 5.06% | 4.92% | -0.14% |
| 浦发银行 | 5.13% | 4.73% | -0.40% |
| 民生银行 | 4.94% | 4.80% | -0.14% |
| 兴业银行 | 4.70% | 4.56% | -0.14% |
| 光大银行 | 5.58% | 5.38% | -0.20% |
| 华夏银行 | 4.99% | 4.75% | -0.23% |
| 平安银行 | 6.06% | 5.90% | -0.17% |
| 浙商银行 | 5.79% | 5.62% | -0.17% |
| 北京银行 | 4.71% | 4.63% | -0.08% |
| 南京银行 | 5.35% | 5.38% | 0.03% |
| 宁波银行 | 5.36% | 5.31% | -0.05% |
| 江苏银行 | 5.10% | 5.09% | -0.01% |
| 贵阳银行 | 5.80% | 5.80% | 0.01% |
| 杭州银行 | 5.37% | 5.22% | -0.15% |
| 上海银行 | 5.19% | 4.94% | -0.25% |
| 成都银行 | 5.09% | 4.89% | -0.20% |
| 长沙银行 | 5.91% | 5.77% | -0.14% |
| 青岛银行 | 5.09% | 5.03% | -0.06% |
| 郑州银行 | 5.68% | 5.58% | -0.10% |
| 西安银行 | 5.59% | 5.36% | -0.23% |
| 江阴银行 | 5.33% | 5.11% | -0.22% |
| 无锡银行 | 5.00% | 4.84% | -0.16% |
| 常熟银行 | 6.78% | 6.37% | -0.41% |
| 苏农银行 | 5.55% | 5.28% | -0.27% |
| 张家港行 | 6.08% | 5.98% | -0.10% |
| 青农商行 | 5.75% | 5.55% | -0.20% |
| 紫金银行 | 5.00% | 4.72% | -0.28% |
| 渝农商行 | 5.36% | 5.24% | -0.13% |
| 上市银行 | 4.63% | 4.45% | -0.18% |
| 国有行 | 4.35% | 4.17% | -0.18% |
| 股份行 | 5.16% | 4.98% | -0.19% |
| 城商行 | 5.17% | 5.08% | -0.09% |
| 农商行 | 5.56% | 5.37% | -0.19% |

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：2020年上市银行新增贷款投放情况

| 2019 | 制造业 | 批零业 | 基建 | 涉房类 | 信用卡 | 消费及经营贷 |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 上市银行 | 1.37% | -0.8% | 25.0% | 39.8% | 6.3% | 7.7% |
| 国有行 | 2.91% | 0.0% | 29.1% | 46.0% | 4.3% | 6.2% |
| 股份行 | -1.80% | -2.9% | 17.7% | 39.4% | 11.9% | 9.3% |
| 城商行 | 2.31% | 0.1% | 22.4% | 2.6% | 1.3% | 10.7% |
| 农商行 | 0.88% | 8.1% | 27.4% | 19.8% | 0.0% | 12.6% |
| 1H20 | 制造业 | 批零业 | 基建 | 涉房类 | 信用卡 | 消费及经营贷 |
| 上市银行 | 12.27% | 5.1% | 29.7% | 34.7% | -0.7% | 7.7% |
| 国有行 | 14.21% | 5.5% | 30.0% | 34.0% | 0.2% | 8.4% |
| 股份行 | 8.53% | 3.8% | 28.7% | 38.1% | -3.2% | 5.7% |
| 城商行 | 7.06% | 5.5% | 32.7% | 30.2% | 0.1% | 5.1% |
| 农商行 | 9.92% | 6.8% | 21.0% | 24.7% | -0.1% | 19.4% |

注：基建=交运+电力+水利+租赁服务；涉房类=地产+建筑+按揭

来源：公司财报，中泰证券研究所

- 随着资金市场利率中枢抬高，拥有低成本、稳定负债来源的银行将率先享受资产定价上行带来的净息差上行：从这个维度看，存款占比高、尤其是活期存款占比高的银行有优势。大行、农商行、股份行中的招行、光大、浙商，城商行中的南京、宁波、成都、长沙、西安存款占比计息负债达 70% 以上。活期存款占比较高的有大行和招行。

图表：上市银行存款和活期存款占比计息负债情况

| | 存款占比计息负债 | | 活期存款占比计息负债 | |
|------|----------|-------|------------|-------|
| | 2019 | 1H20 | 2019 | 1H20 |
| 工商银行 | 86.2% | 85.2% | 41.9% | 41.8% |
| 建设银行 | 82.2% | 83.9% | 45.9% | 46.4% |
| 农业银行 | 83.8% | 85.4% | 48.0% | 46.9% |
| 中国银行 | 78.8% | 80.4% | 37.8% | 38.3% |
| 交通银行 | 68.1% | 68.4% | 29.5% | 29.3% |
| 邮储银行 | 97.2% | 96.4% | 36.2% | 34.1% |
| 招商银行 | 73.8% | 76.5% | 43.6% | 47.4% |
| 中信银行 | 66.4% | 69.7% | 31.9% | 32.5% |
| 浦发银行 | 58.0% | 61.9% | 24.8% | 26.7% |
| 民生银行 | 59.9% | 60.5% | 23.6% | 22.9% |
| 兴业银行 | 58.3% | 59.9% | 22.7% | 23.7% |
| 光大银行 | 70.8% | 74.8% | 23.7% | 24.6% |
| 华夏银行 | 61.3% | 63.3% | 27.7% | 26.8% |
| 平安银行 | 69.6% | 68.4% | 22.7% | 22.2% |
| 浙商银行 | 70.5% | 75.4% | 23.5% | 24.5% |
| 北京银行 | 62.4% | 63.5% | 31.3% | 28.2% |
| 南京银行 | 70.0% | 71.6% | 20.9% | 21.3% |
| 宁波银行 | 67.1% | 70.9% | 29.4% | 31.1% |
| 江苏银行 | 62.8% | 67.2% | 20.9% | 21.4% |
| 贵阳银行 | 65.4% | 63.5% | 29.3% | 25.5% |
| 杭州银行 | 65.2% | 69.7% | 32.8% | 32.6% |
| 上海银行 | 59.2% | 60.3% | 22.5% | 22.4% |
| 成都银行 | 74.3% | 76.3% | 38.4% | 38.8% |
| 长沙银行 | 70.3% | 72.5% | 37.6% | 36.3% |
| 青岛银行 | 63.0% | 65.6% | 33.5% | 30.7% |
| 郑州银行 | 63.7% | 65.3% | 22.6% | 20.8% |
| 西安银行 | 68.1% | 72.3% | 30.1% | 28.0% |
| 江阴银行 | 83.8% | 87.5% | 31.5% | 28.3% |
| 无锡银行 | 87.6% | 89.3% | 26.7% | 26.9% |
| 常熟银行 | 83.3% | 87.0% | 31.3% | 31.8% |
| 苏农银行 | 84.7% | 86.8% | 39.3% | 38.8% |
| 张家港行 | 83.1% | 88.8% | 29.0% | 29.4% |
| 青农商行 | 69.7% | 69.1% | 30.1% | 28.4% |
| 紫金银行 | 71.2% | 73.6% | 30.5% | 29.2% |
| 渝农商行 | 72.7% | 74.8% | 26.0% | 25.8% |
| 上市银行 | 76.8% | 78.1% | 36.9% | 37.0% |
| 国有行 | 83.1% | 83.7% | 41.7% | 41.4% |
| 股份行 | 64.7% | 67.2% | 28.0% | 29.0% |
| 城商行 | 64.5% | 66.8% | 27.4% | 26.6% |
| 农商行 | 75.8% | 77.9% | 28.7% | 28.1% |

来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

- 风险提示：经济下滑超预期，海外疫情影响超预期。行业核心一级资本承压。

图表：银行估值表（交易价格：2020-10-16）

| | PB | | | ROAE | | | 股息率 | |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E |
| 工商银行 | 0.72 | 0.67 | 0.62 | 12.5% | 10.2% | 10.2% | 5.27% | 4.68% |
| 建设银行 | 0.76 | 0.72 | 0.66 | 12.7% | 10.6% | 10.5% | 5.00% | 4.48% |
| 农业银行 | 0.64 | 0.60 | 0.56 | 11.7% | 9.9% | 10.0% | 5.70% | 5.14% |
| 中国银行 | 0.58 | 0.54 | 0.50 | 10.8% | 8.7% | 8.5% | 5.91% | 5.24% |
| 交通银行 | 0.49 | 0.47 | 0.44 | 10.4% | 8.4% | 8.5% | 6.83% | 5.84% |
| 邮储银行 | 0.82 | 0.76 | 0.71 | 12.0% | 9.8% | 9.9% | 4.48% | 4.09% |
| 招商银行 | 1.74 | 1.58 | 1.40 | 16.1% | 14.3% | 14.7% | 3.02% | 2.73% |
| 中信银行 | 0.58 | 0.56 | 0.52 | 10.1% | 8.2% | 8.4% | 4.53% | 4.19% |
| 浦发银行 | 0.58 | 0.55 | 0.51 | 11.9% | 9.9% | 9.7% | 6.17% | 4.67% |
| 民生银行 | 0.53 | 0.49 | 0.45 | 11.5% | 9.3% | 9.3% | 6.86% | 5.15% |
| 兴业银行 | 0.75 | 0.69 | 0.63 | 13.1% | 11.1% | 10.7% | 4.32% | 3.98% |
| 光大银行 | 0.68 | 0.64 | 0.58 | 10.6% | 8.8% | 9.4% | 5.27% | 3.12% |
| 华夏银行 | 0.46 | 0.43 | 0.40 | 9.0% | 7.6% | 8.2% | 3.97% | 3.02% |
| 平安银行 | 1.22 | 1.13 | 1.04 | 10.2% | 8.8% | 8.9% | 1.27% | 0.83% |
| 浙商银行 | 0.81 | 0.77 | 0.71 | 11.4% | 9.0% | 9.3% | 5.65% | 3.86% |
| 北京银行 | 0.54 | 0.51 | 0.47 | 10.7% | 9.1% | 9.1% | 6.35% | 4.75% |
| 南京银行 | 0.92 | 0.82 | 0.72 | 15.1% | 14.3% | 14.4% | 4.68% | 4.62% |
| 宁波银行 | 2.32 | 2.01 | 1.76 | 15.1% | 14.2% | 14.0% | 1.42% | 1.48% |
| 江苏银行 | 0.64 | 0.60 | 0.54 | 11.4% | 11.1% | 11.5% | 4.41% | 4.18% |
| 贵阳银行 | 0.75 | 0.66 | 0.57 | 15.7% | 14.9% | 14.8% | 3.89% | 4.51% |
| 杭州银行 | 1.29 | 1.19 | 1.06 | 11.0% | 10.9% | 10.9% | 2.64% | 2.73% |
| 上海银行 | 0.76 | 0.71 | 0.64 | 12.0% | 11.7% | 11.9% | 4.77% | 4.67% |
| 成都银行 | 1.12 | 0.99 | 0.87 | 16.6% | 16.2% | 15.8% | 3.83% | 3.56% |
| 郑州银行 | 0.74 | 0.68 | 0.62 | 8.7% | 7.0% | 6.1% | 2.60% | 2.83% |
| 长沙银行 | 0.93 | 0.84 | 0.76 | 14.2% | 12.8% | 12.6% | 3.39% | 3.00% |
| 青岛银行 | 1.08 | 1.28 | 1.18 | 8.0% | 8.6% | 9.5% | 22.81% | 4.19% |
| 西安银行 | 1.04 | 0.97 | 0.89 | 12.3% | 11.0% | 11.1% | 3.33% | 2.74% |
| 苏州银行 | 0.95 | 0.88 | 0.81 | 9.7% | 9.3% | 9.8% | 2.53% | 2.13% |
| 江阴银行 | 0.78 | 0.76 | 0.71 | 9.1% | 8.7% | 8.6% | 4.26% | 2.25% |
| 无锡银行 | 0.95 | 0.93 | 0.85 | 11.1% | 11.2% | 11.7% | 3.00% | 3.20% |
| 常熟银行 | 1.40 | 1.31 | 1.20 | 12.0% | 10.4% | 10.8% | 2.32% | 2.24% |
| 苏农银行 | 0.75 | 0.75 | 0.70 | 8.7% | 8.1% | 8.4% | 3.14% | 2.19% |
| 张家港银行 | 1.09 | 1.04 | 0.96 | 9.3% | 9.2% | 9.8% | 2.44% | 2.04% |
| 紫金银行 | 1.13 | 1.07 | 1.00 | 10.9% | 10.3% | 10.3% | 2.36% | 2.35% |
| 青农商行 | 1.20 | 1.13 | 1.02 | 12.6% | 11.8% | 12.4% | 2.84% | 2.05% |
| 渝农商行 | 0.66 | 0.61 | 0.57 | 12.3% | 9.7% | 9.5% | 4.50% | 3.44% |
| 上市银行平均 | 0.90 | 0.84 | 0.77 | 11.7% | 10.4% | 10.5% | 4.61% | 3.50% |
| 国有银行 | 0.67 | 0.63 | 0.58 | 11.7% | 9.6% | 9.6% | 5.53% | 4.91% |
| 股份制银行 | 0.82 | 0.76 | 0.69 | 11.5% | 9.7% | 9.8% | 4.56% | 3.51% |
| 城商行 | 1.01 | 0.93 | 0.84 | 12.4% | 11.6% | 11.7% | 5.13% | 3.49% |
| 农商行 | 0.99 | 0.95 | 0.88 | 10.8% | 9.9% | 10.2% | 3.11% | 2.47% |

来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。