

推荐 (维持)

大智若愚，大巧不工

2018年11月29日

银行业2019年度投资策略

上证指数 2567

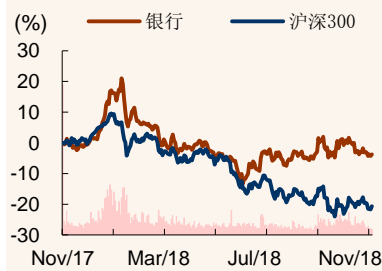
行业规模

占比%

股票家数 (只)	28	0.8
总市值 (亿元)	63993	14.1
流通市值 (亿元)	59619	16.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4.8	-1.1	-4.9
相对表现	-5.0	15.9	16.8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《系统重要性金融机构监管点评—不必过度恐慌，中小行附加资本压力有限》2018-11-28
- 2、《〈理财子公司新规〉点评—理财监管框架落地，悲观预期逐渐纠偏》2018-10-21
- 3、《2018年内第三次降准点评—宽松逐渐加码，回调坚决布局》2018-10-07

邹恒超

021-68407543

zouhc@cmschina.com.cn

S1090515040001

核心观点: 明年银行业基本面缓慢回落已成共识, 但我们不建议投资者大幅降低银行仓位。预计明年上半年板块呈震荡走势, “稳”是核心标签; 相对收益不在银行自身, 而是取决于“队友”的表现好坏。

- 低估值的银行是否会沦为价值陷阱? 经济没有全面崩溃情况下可能性很小。
1) 银行信贷结构已有质的变化。上一轮 2012-2016 年的不良周期中, 低端制造业链条的不良暴露程度最大, 制造业往上游延伸是采矿业、往下游延伸是批发零售。截至 1H18 三“高”行业贷款合计占比为 18.8%, 较 2014 年末降低 10pc, 腾挪出来的空间给了零售, 而上一轮经济下行周期表明零售贷款不良率波动远低于对公贷款; 2) “一二五”政策并非硬性考核。市场担心监管再次搞“运动式”的硬性摊派, 从而使银行被动“背锅”。实际上我们调研反馈“一二五”只是方向性指引, 政策目的不是要求银行提升风险偏好给资质差的民企放款, 而是希望银行将降的过低的风险偏好纠正回适度水平。
- 银行股十年复盘, 预计此轮回撤低点就是今年年中, 明年即便二次探底也空间不大。从估值水平和过去五轮银行股上涨下跌周期的幅度来看, 判断今年年中从年初高点接近 30%的回撤就是此轮底部, 其背景是对资管新规的过度悲观, 而下半年随着资管新规的纠偏缓和开始了一轮小“V”反弹。目前行业对应 0.77x19PB 估值, 2012 年至今行业最低 PB 估值为 0.7x, 我们认为此轮不良上行周期中银行面临的信用风险低于上一轮, 估值创新低的可能性极小, 而股价底部在 BVPS 增厚下逐级上台阶。
- 基本面缓慢回落, 预计 2018/2019 年净利润增长 7%/5%。1) 净利息收入增速前高后低: 主要源于基数效应, 明年息差呈小幅缓慢回落态势; 对公银行息差压力较大, 零售银行通过贷款结构调整仍能保持息差的稳定; 2) 手续费收入增速逐季恢复: 预计理财业务收入明年仍为负增长, 但拖累较今年减少; 各行持续加码信用卡背景下, 银行卡手续费收入将延续较快增长; 3) 资产质量成为分化的关键因素: 部分提前出现不良拐点、拨备覆盖率积累较高的银行存在信贷成本趋势性下移、反哺利润的空间; 今年刚出现不良拐点、但拨备尚未积累起来的银行, 利润增速仍存在反复; 资产质量存量历史包袱尚未出清、增量问题又逐步浮现的银行, 预计利润增速将继续下行。
- 银行股逻辑从“短多长空”到“短空长多”, 首推招行、农行。1) 原来银行扎堆给大型国企放贷, 银行自身的风险小了, 但经济的风险是积累的; 国企大多集中在上游, 现在利润好; 民企集中在下游, 现在利润差; 迟早下游需求不行会传导到上游, 就是“短多长空”; 2) 现在要求不歧视民企, 但不是强制摊派, 更多还是纠正原来过于收缩的风险偏好, 而不是要求银行提高风险偏好, 短期可能承担一些社会责任, 但随着财政政策、减税、放宽准入给民企创造好的营商环境, 后面整体经济活力是有希望的, 就是“短空长多”。
- 风险提示: 1) 经济下行超预期; 2) 中美贸易摩擦恶化。

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、低估值：机会还是陷阱？	4
（一）价值陷阱，来自中国华融的惨痛教训	4
（二）银行会成为价值陷阱吗？贷款结构已有质变	6
（三）监管让银行被动成为价值陷阱？“一二五”担忧过度	8
二、十年复盘：那些年经历的回撤	9
（一）银行股十年复盘	10
（二）从涨跌幅和估值两个角度看回撤底线	12
三、基本面展望：2019 年缓慢回落	13
（一）净息差：小幅回落	13
（二）手续费：逐季走高	16
（三）资产质量：压力上升，分化加大	18
四、投资建议：大智若愚，大巧不工	19

图表目录

图 1: 华融今年股价持续创新低.....	4
图 2: 华融 PB 越跌越低, PE 越跌越“贵”.....	4
图 3: 1H18 华融净利润同比下滑 95%.....	5
图 4: 1H18 华融 ROE 大幅下降至 1.1%.....	5
图 5: 华融收购重组类不良债权资产中近 60%是房地产行业.....	6
图 6: 上轮不良周期中制造业、批发零售、采矿业不良率上升幅度最大.....	7
图 7: 2014 年后制造业、批发零售、采矿业贷款占比压缩 10 个百分点.....	7
图 8: 2014 年后银行零售贷款占比提升 10 个百分点.....	8
图 9: 上一轮经济周期零售贷款不良率表现远好于对公.....	8
图 10: 2005 年以来银行股经历的五次幅度在 30%以上的回撤.....	10
图 11: 2012 年以来银行股动态 PB 估值最低是 0.7x.....	12
图 12: 3Q18 人民币贷款加权平均利率环比小幅下降 3bp.....	13
图 13: 3Q18 金融机构人民币贷款基准上浮占比开始回落.....	14
图 14: 2017 年以来银行存款成本逐渐抬升.....	14
图 15: 同业存单利率预计未来维持在 3Q18 低位水平.....	15
图 16: 零售贷款收益率与对公贷款收益率剪刀差拉大.....	15
图 17: 2015 年以来银行信贷资源显著向零售倾斜.....	16
图 18: 1H18 开始银行手续费收入同比增速由负转正.....	16
图 19: 银行卡手续费收入始终保持两位数以上增长.....	17
图 20: 2017 年银行信用卡发卡量重回高增长.....	17
图 21: 不良贷款净生成率有重新抬头迹象.....	19
图 22: 逾期贷款净生成率有走高趋势.....	19
图 23: 不良贷款偏离度越低、拨备覆盖率越高的银行资产质量压力越小.....	19
表 1: 近 5 年来中国华融不良资产经营业务扩张最快的是收购重组类.....	5
表 2: 2014 年以来民营企业新增贷款占比显著下降.....	9
表 3: 2005 年以来银行股五轮大的上涨周期和下跌周期.....	12
表 4: 1H18 银行理财业务手续费收入同比下降 27%.....	18
表 5: 上市银行估值表.....	21

一、低估值：机会还是陷阱？

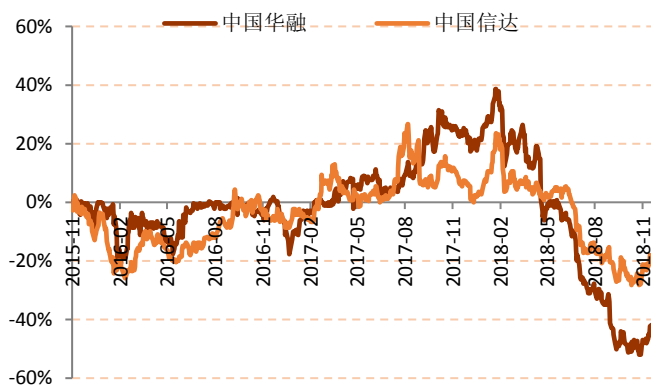
低估值的银行是否会沦为价值陷阱？经济没有全面崩溃情况下可能性很小。1) 银行信贷结构已有质的变化。上一轮 2012-2016 年的不良周期中，低端制造业链条的不良暴露程度最大，制造业往上游延伸是采矿业、往下游延伸是批发零售。截至 1H18 三“高”行业贷款合计占比为 18.8%，较 2014 年末降低 10pc，腾挪出来的空间给了零售，而上一轮经济下行周期表明零售贷款不良率波动远低于对公贷款；2) “一二五”政策并非硬性考核。市场担心监管再次搞“运动式”的硬性摊派，从而使银行被动“背锅”。实际上我们调研反馈“一二五”只是方向性指引，政策目的不是要求银行提升风险偏好给资质差的民企放款，而是希望银行将降的过低的风险偏好纠正回适度水平。

（一）价值陷阱，来自中国华融的惨痛教训

什么是价值陷阱？价值陷阱，是指股价较高点虽然有很大幅度的下跌，估值看起来也挺便宜了，投资者买入低价资产抄底，但随后却发现，股票价格还是一蹶不振，甚至一降再降。直到上市公司发布业绩，同比大幅下滑，估值瞬间又变得不便宜。价值陷阱其实是我们买入了看似便宜，却实质上非常昂贵的股票。

来自中国华融的惨痛教训。今年的中国华融就是价值陷阱的典型案列，原本以为随着商业银行不良资产供给增加，AMC 有望迎来不良资产经营业务的扩张周期，但实际上华融的股价从 2 月以来就开始持续下跌，半年不到跌幅接近一半，8 月 12 日公司发布业绩预告，半年度利润同比明显下滑，8 月底中报披露，业绩同比下降 95%。

图 1：华融今年股价持续创新低



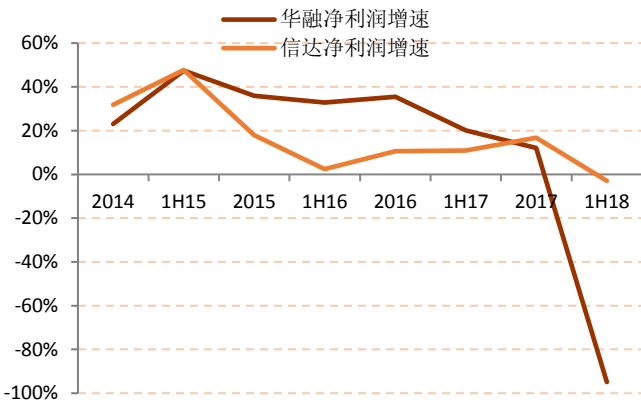
资料来源：Wind、招商证券

图 2：华融 PB 越跌越低，PE 越跌越“贵”



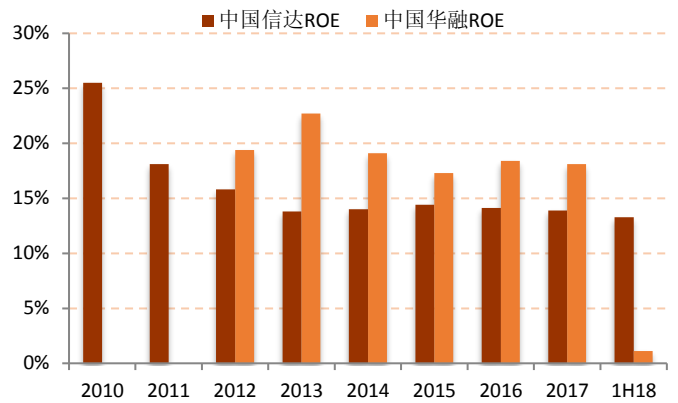
资料来源：Wind、招商证券

图 3: 1H18 华融净利润同比下滑 95%



资料来源: 公司财报、招商证券

图 4: 1H18 华融 ROE 大幅下降至 1.1%



资料来源: 公司财报、招商证券

中国华融究竟是 AMC 还是影子银行? 如果只是做坏账生意, AMC 的估值不至于像现在这么低。实际上这些年以来, AMC 已经偏离了传统的不良资产经营主业, 转而成为紧急资金的提供者, 成了影子银行。AMC 现在最大的一块业务就是收购重组类业务, 即类信贷业务, 但它的客户风险却比银行高的多, 60%都是房地产行业。AMC 凭借自己的高等级信用在市场上发行低成本的债券, 转手借给从银行得不到贷款的限制性行业, 赚取利差; 而一旦气候突破变, 去杠杆之下以房地产为首的这些高杠杆行业首先浮出水面。

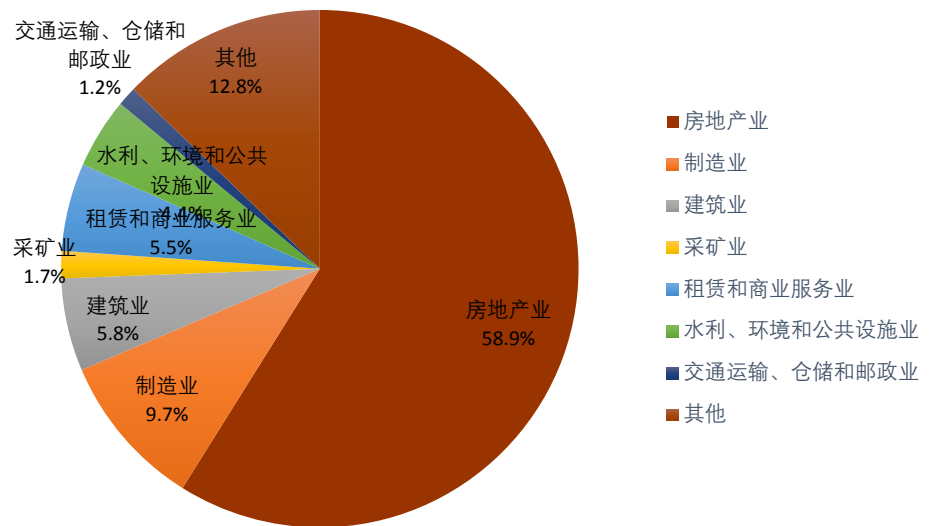
表 1: 近 5 年来中国华融不良资产经营业务扩张最快的是收购重组类

收购处置类业务 (亿)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
期初处置类不良资产总额	18.5	31.3	81.3	223.4	487.4	596.0
新增不良资产收购成本	27.2	92.4	217.1	580.2	1066.8	1375.6
处置不良资产账面成本	13.4	38.5	76.4	318.2	966.3	564.7
期末处置类不良资产总额	31.3	81.3	223.4	487.4	596.0	1409.0
处置不良资产净损益	2.5	5.1	8.9	15.3	36.5	45.8
已实现损益	3.5	8.9	7.6	13.4	28.3	43.7
未实现公允价值变动	(1.0)	(3.8)	1.3	1.9	8.2	2.1
内部收益率	14.7%	15.7%	16.0%	20.2%	15.9%	11.9%
处置净收益率	26.4%	23.2%	9.9%	4.2%	2.9%	7.7%
收购重组类业务 (亿)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
附重组条件类不良资产总额	552.3	921.3	1,694.1	2,221.3	2,686.1	3,279.9
资产减值准备余额	(39.1)	(72.5)	(114.7)	(193.8)	(236.5)	(228.5)
附重组条件类不良资产净额	513.2	848.9	1,579.4	2,027.5	2,449.6	3,051.4
新增不良资产收购成本	406.2	662.8	1,283.8	1,663.8	2,413.5	4,079.9
附重组条件类不良资产收入	66.6	111.8	186.2	260.1	285.1	316.0
资产减值损失	(25.5)	(34.1)	(43.3)	(80.5)	(107.7)	(36.6)
附重组条件类不良资产月均年化收益	19.4%	17.9%	13.1%	12.5%	12.1%	9.8%
信贷成本	4.6%	4.6%	3.3%	4.1%	4.4%	1.2%
已减值不良资产余额	4.8	24.9	27.5	33.0	53.2	73.8
减值比率	0.90%	2.70%	1.60%	1.50%	1.98%	2.25%
拨备覆盖率	811.2%	290.8%	416.5%	587.1%	444.4%	309.5%
拨备比	7.1%	7.9%	6.8%	8.7%	8.8%	7.0%
债转股业务 (亿)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
账面价值总额	214.8	215.9	243.9	242.0	191.3	124.6
未上市类	127.7	129.6	117.4	111.0	98.6	39.5

上市类	87.2	86.3	126.5	131.0	92.7	85.1
处置资产的收购成本	6.0	7.5	27.9	20.4	17.0	32.1
股权处置净收益	11.6	31.6	24.8	55.2	29.6	34.0
股利收入	2.6	3.6	2.3	1.5	1.8	1.5
处置倍数	2.9	5.2	1.9	3.7	2.7	2.1

资料来源：公司财报、招商证券

图 5：华融收购重组类不良债权资产中近 60%是房地产行业

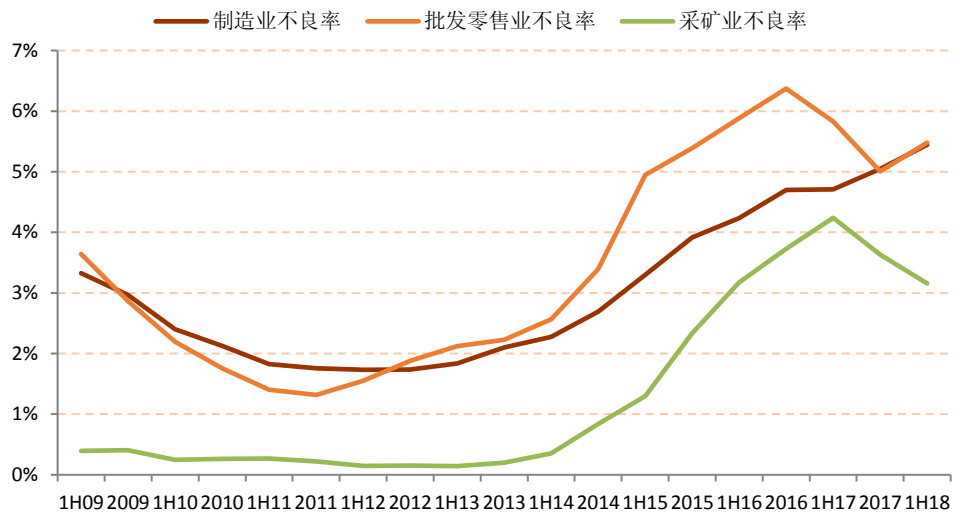


资料来源：公司财报、招商证券

（二）银行会成为价值陷阱吗？贷款结构已有质变

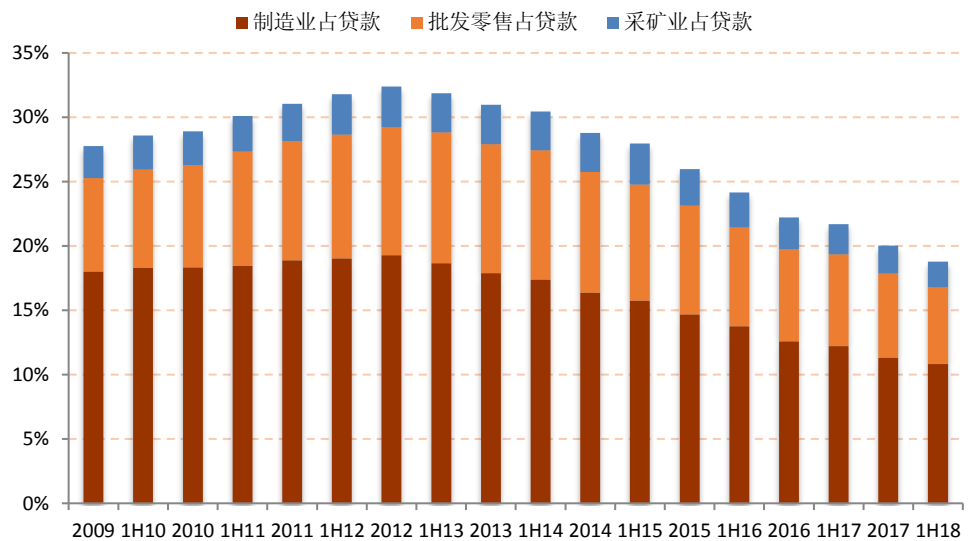
银行贷款结构已有质的改变，三“高”行业贷款占比主动压降。在上一轮 2012-2016 年的不良周期中，主要还是低端制造业链条的不良暴露程度最大，制造业往上游延伸就是采矿业，往下游延伸就是批发零售业，三者不良率的上升幅度远超其他行业。吸取了上轮的经验教训之后，商业银行也开始着手主动压降低端制造业链条的贷款占比，截至 1H18，制造业+批发零售+采矿业，典型的三“高”行业贷款合计占比为 18.8%，较 2014 年末降低 10 个百分点。

图 6: 上轮不良周期中制造业、批发零售、采矿业不良率上升幅度最大



资料来源: 公司财报、招商证券

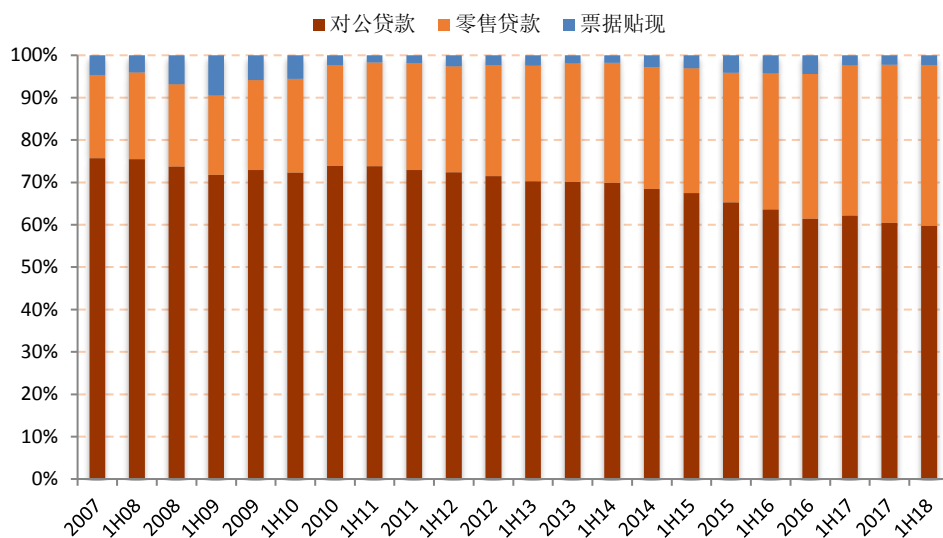
图 7: 2014 年后制造业、批发零售、采矿业贷款占比压缩 10 个百分点



资料来源: 公司财报、招商证券

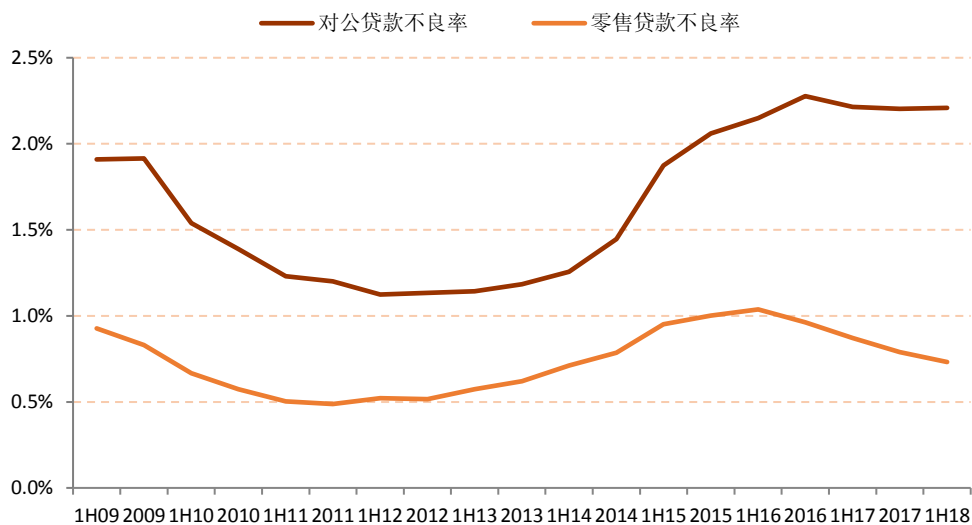
腾挪出来的贷款空间给了谁? 答案是零售。2014 年后, 商业银行纷纷加码零售业务, 对公一般贷款 (不含票据贴现) 占比 2007-2013 年仅下降 6.5 个百分点, 而 2014-1H18 大幅下降 10.4 个百分点, 相应的零售贷款占比 1H18 较 2014 年末提升 9.1 个百分点。上一轮的经济周期表明, 零售贷款的资产质量远好于对公贷款, 一方面是由于居民杠杆率总体较低, 另一方面个人没有破产制度、负有无限责任。2012-2016 年的经济下行周期中, 对公贷款不良率的上升幅度远高于零售贷款, 同时在 2017 年经济复苏周期中, 零售贷款不良率又率先大幅改善。

图 8：2014 年后银行零售贷款占比提升 10 个百分点



资料来源：公司财报、招商证券

图 9：上一轮经济周期零售贷款不良率表现远好于对公



资料来源：公司财报、招商证券

（三）监管让银行被动成为价值陷阱？“一二五”担忧过度

市场对“一二五”担忧过度，银行还是市场化的商业银行。11月8日，银保监会主席郭树清接受媒体采访时提出，银行对民营企业的贷款要实现“一二五”目标，次日板块大跌3%，市场担心监管再次搞“运动式”的硬性摊派，从而使银行被动“背锅”。实际上我们近期走访多家银行反馈，“一二五”只是方向性指引，政策目的不是要求银行提升风险偏好给资质差的民企放款，而是希望银行将降得过低的风险偏好纠正回适度水平，银行不能因为大环境将政策收的很严、主动或被动的不作为，对于暂时遇到困难的企业不能盲目的压贷、抽贷、断贷。

表 2: 2014 年以来民营企业新增贷款占比显著下降

余额占比	国有控股企业	集体控股企业	私人控股企业	港澳台商控股企业	外商控股企业
2010	52%	9%	30%	4%	4%
2011	49%	10%	34%	4%	4%
2012	48%	9%	36%	4%	3%
2013	46%	8%	39%	3%	2%
2014	48%	8%	38%	4%	3%
2015	50%	8%	37%	3%	2%
2016	54%	7%	34%	3%	2%
增量占比	国有控股企业	集体控股企业	私人控股企业	港澳台商控股企业	外商控股企业
2011	27%	14%	55%	3%	1%
2012	37%	3%	58%	2%	-1%
2013	37%	0%	66%	1%	-5%
2014	54%	7%	29%	6%	5%
2015	114%	1%	16%	-14%	-17%
2016	78%	2%	17%	2%	1%

资料来源: Wind、招商证券

1) “一二五”是原则性指引，并非强制要求。“一二五”目标提出后，银保监会也在出进一步的说明，目前只是一个原则性的指引，代表了监管对银行贷款组合方面的希望，但明确表态不是强制性监管，没有变成一个考核的要求。未来银行向民企投放的力度要加强，但没有强制性的比例要求。

2) 民营企业的口径，后续有待进一步明确。民营企业没有一个统一的监管口径，只是之前人民银行有一个监测报表，将公司类贷款按所有制形式进行划分，目前来看最大的口径是将非国有、非外资统计为民营企业，包括私人控股、集体控股企业、小微业主、个体工商户，后续人行或银保监会可能会做进一步明确。

3) 民企贷款不存在两套标准，下一步加以优化。银行之前也没有针对国企、民企专门制定放贷策略或者执行标准，都是按照实质性风险统一把握，没有区分所有制。只是过去可能在审贷过程中对民企会更加审慎，目前银行也在修订尽职免责的政策。下一步，银行一方面会重检信贷政策，对一些不合理的规定加以改进和优化，另一方面服务民营企业的途径上，要从产品和服务模式上进行创新。

4) 银行授信标准不会因此放低。从监管培训的态度来看，是鼓励银行支持好的民营企业，但也强调不能放松标准，监管的着力点更多是对于暂时遇到困难的企业不能盲目的压贷、抽贷、断贷。银行也还是从实质性风险进行尺度把握，做到商业可持续、风险可控。政策的最终目的还是要把经济的活力激发出来，现在通过财政政策、降税、放宽准入，给民营企业营造一个更宽松的营商环境，有利于改善民营企业的财务状况。

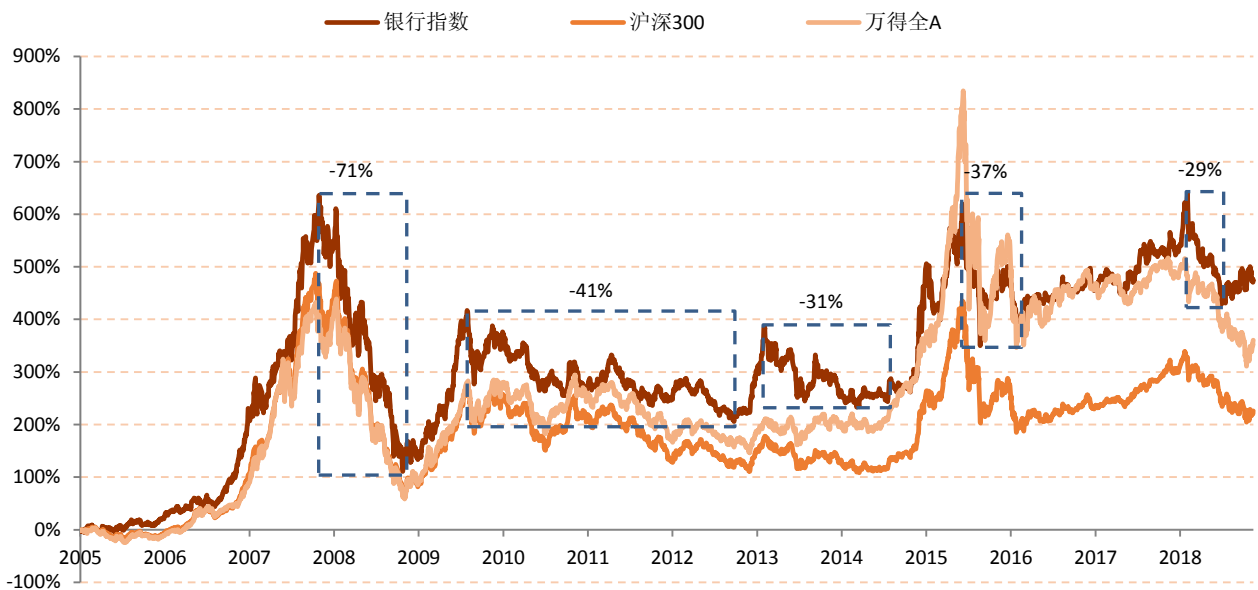
二、十年复盘：那些年经历的回撤

银行股十年复盘，预计此轮回撤低点就是今年年中，明年即便二次探底也空间不大。从估值水平和过去五轮银行股上涨下跌周期的幅度幅来看，判断今年年中从年初高点接近 30% 的回撤就是此轮底部，其背景是对资管新规的过度悲观，而下半年随着资管新规的纠偏缓和开始了一轮小“V”反弹。目前行业对应 0.77x19PB 估值，2012 年至今行业最低 PB 估值为 0.7x，我们认为此轮不良上行周期中银行面临的信用风险低于上一轮，估值创新低的可能性极小，而股价底部在 BVPS 增厚下逐级上台阶。

（一）银行股十年复盘

2005 年以来，银行股持续时间长、级别大的回撤共有 5 次，其中 1 次跌幅超过 70%，2 次跌幅 40% 左右，2 次跌幅 30% 左右，下跌的核心逻辑不外乎货币紧缩、去杠杆（要么针对经济、要么针对股市）、经济下行。

图 10：2005 年以来银行股经历的五次幅度在 30% 以上的回撤



资料来源：Wind、招商证券

1、2008：货币紧缩+美国次贷危机

熊市的上半场来自于货币紧缩。央行在 2007 年 7、8、9 月三个月连续加息，12 月中央经济工作会议上，央行行长周小川表示从稳健的货币政策到稳中适度从紧的货币政策，再到明年实施从紧的货币政策，完全从紧的表述是当时十年来的首次，最终成为了压垮牛市的最后一根稻草，到 2008 年 4 月，银行股较去年高点最多跌去了 41%。

熊市的下半场海外因素成为主导。美国次贷危机礁石不断浮现，市场又开始了新一轮下跌，出口断崖下跌、需求瞬间消失，9 月中旬雷曼破产将危机推向高潮，恐慌情绪继续蔓延，A 股在 10 月底被砸出历史低点，这时的银行股较 4 月份又跌了 50%。

直到 2008 年 11 月 5 日，国务院常务会议提出后来所谓的“四万亿”工程建设计划，市场才开始走出底部。

2、2010-2012：刺激政策的后遗症

在“四万亿”刺激政策的带动下，中国经济从 2009 年开始又一路高歌猛进，2010 年一季度 GDP 数据公布，11.9% 的实际增速宣告经济确实过热，房地产政策重回调控、信贷也开始紧缩。期间虽然也有几次反弹，如 2010 年“十一”期间海外的 QE2，以及 11 年的春季躁动，但愈演愈烈的通胀和持续不断的调控对经济的压力在 11 年上半年逐步显现，经济增长指标滑落，经济的颓势到 2012 年年中愈发明显，银行股股价也如同

温水煮青蛙，一路阴跌。

直到 2012 年 12 月，宏观数据开始回暖，外资打响了银行股反弹的第一波，压抑了两年之久的银行股迎来了持续两个月气势如虹的反弹。

3、2Q13-1H14：同业监管+钱荒

2011 年央行祭出差别准备金率对信贷额度进行管控，地方融资平台、房地产企业和产能过剩行业成了银监会限制的贷款投向领域。为了突破存贷比 75% 的红线、降低资本消耗，银行创新出非标这种类信贷资产。

2013 年 3 月 25 日，银监会出台 8 号文，限制非标的野蛮生长，之后的三个交易日银行股大跌 8.8%。进入 6 月资金面开始异常紧张，金融市场资金利率全线攀升，到 6 月 20 日，隔夜头寸拆借利率最高飙升到 13.44%，创下历史纪录。6 月份短短 15 个交易日，银行股暴跌 16.8%，不过随着央行向市场注入流动性，市场对银行股信心又开始恢复，到 9 月基本收复钱荒失地。

2013 年 4 季度开始，经济基本面加速恶化，企业利润萎缩很快，银行不良也加速往外冒，银行股又进入了长达半年的阴跌模式。

直到 2014 年 11 月 17 日沪港通开通，以及 11 月 21 日降息，场外资金开始青睐一直滞涨的银行股，填平最后的估值洼地，消灭 1 倍以下 PB 银行股，不过这轮行情与基本面无关。

4、2H15-1Q16：三次股灾

2015 年过度拥挤的杠杆交易，最终在场外配资收紧下引发了市场雪崩。在大家期待创业板点位不久即将超越主板，6 月 15 日再次一根 5.22% 的巨阴，小票开始踩踏，短短 15 个交易日创业板指数从高点下杀 40%。不过由于国家队买入银行股救市，因而在股灾 1.0 中银行股跌幅不大，而是在市场企稳后开始了补跌。

股灾 2.0 源于 8 月 11 日的第二次汇改，人民币贬值 2%，起初市场没有反应，直到 8 月 18 日市场开始再次下杀，8 月 24、25 日银行股大跌 9%、6%，砸出了年内低点，此后银行股摇摇晃晃反弹至年底。

2016 年开年第一天市场就出现“熔断”，拉开了股灾 3.0 的序幕，1 月底市场破位再次创出新低，不过由于银行股本身估值就低，这轮调整的低点没有跌破 2015 年低点。

5、1H18：去杠杆+资管新规

2016 年的供给侧改革在 2017 年终于见到成效，龙头企业市场份额提升，经济又回到了欣欣向荣的上升通道。整个 2017 年是价值投资重新盛行的一年，蓝筹白马城为核心资产。“在这样的复苏周期中，银行股除了涨，没有其他选择”逐渐开始成为大家的一致预期，以致于 2018 年开年第一个月银行股就大涨 13.5%。

2018 年 2 月 2 日，美股持续的低波动率下突然暴跌，引发了 A 股年内第一波调整，银行股几近抹去年内涨幅。春节前后短暂的反弹后，去杠杆再次引发了市场对未来经济的担忧，银行股再度转跌。4 月底资管新规出台，表外融资开始断崖式下跌，信用债违约事件不断挑动着投资者的神经，市场对银行资产质量的悲观预期逐步扩散，4 月底到 7

月初银行股再度下跌 13.3%。

转折出现在 7 月份，7 月 20 日中午一则消息开始流传：资管新规执行通知即将出台，公募理财可投非标、老产品可以投新资产、整改不设硬性指标，下午开盘银行股便开始暴动，当天上涨 4.3%。而后在理财新规、理财子公司新规的持续超预期下，银行股逐渐反弹，在大盘不断创新低下相对收益明显。

（二）从涨跌幅和估值两个角度看回撤底线

涨跌幅的角度：认为此轮回撤的低点就是今年年中。从 2005 年以来银行股五轮大的上涨周期和下跌周期的涨跌幅来看，上涨周期积累的涨幅越大，下跌周期的回撤幅度相对也大。2008 年银行股超 70% 的跌幅，对应的是前一轮接近 7 倍的涨幅；2010-2012 年、2015-2016 年银行股 40% 左右的跌幅，对应的是前一轮翻倍的涨幅；2013-2014 年、2018 年银行股 30% 的跌幅，对应的是前一轮 60% 左右的涨幅。

表 3：2005 年以来银行股五轮大的上涨周期和下跌周期

银行股上涨周期	最大涨幅	银行股下跌周期	最大跌幅
2005-2007	683.0%	2008	-71.3%
2009	145.1%	2010-2012	-40.8%
2012-2013	59.0%	2013-2014	-31.5%
2014-2015	116.2%	2015-2016	-37.4%
2016-2018	64.6%	2018	-28.6%

资料来源：Wind、招商证券

估值的角度：明年估值不会创新低，因而明年股价低点应高于今年低点。目前行业对应 0.77x19PB 估值，2012 年至今行业最低 PB 估值为 0.7x，我们认为此轮不良上行周期中银行面临的信用风险低于上一轮，估值创新低的可能性极小，而股价底部在 BVPS 增厚下逐级上台阶。

图 11：2012 年以来银行股动态 PB 估值最低是 0.7x



资料来源：Wind、招商证券

三、基本面展望：2019 年缓慢回落

我们预计 2019 年上市银行净利润增速较 2018 年小幅放缓 2 个百分点至 5%。

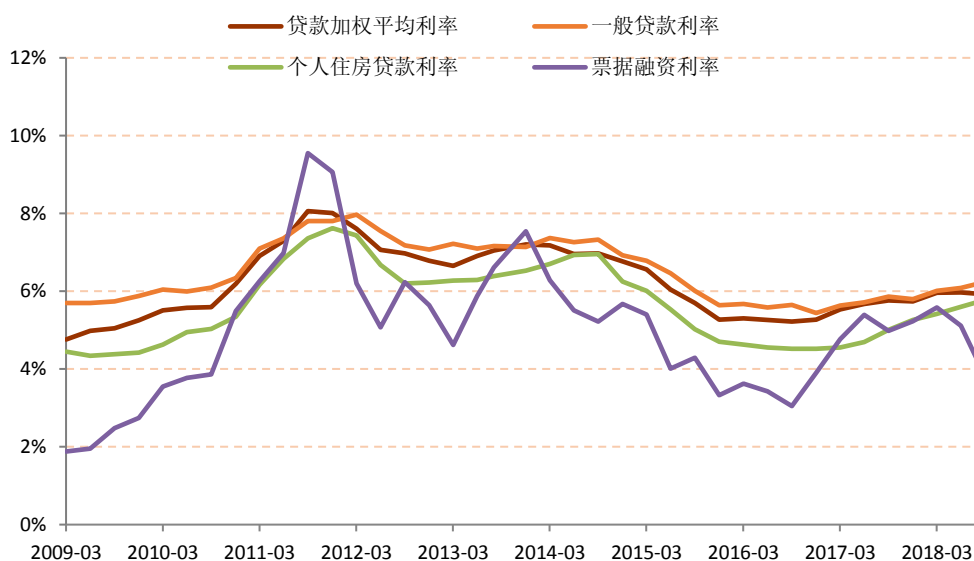
- 1) 净利息收入增速前高后低。主要源于基数效应，明年息差呈小幅缓慢回落态势；对公业务为主的银行息差压力较大，零售银行通过贷款结构调整能保持息差的高位稳定。
- 2) 手续费收入增速逐季走高。理财业务收入明年仍为负增长，但拖累较今年减少；各行持续加码信用卡等零售消费信贷业务，银行卡手续费收入将维持较快增长。
- 3) 资产质量成为明年各行分化的关键因素。部分提前出现不良拐点、拨备覆盖率积累较高的银行存在信贷成本趋势性下移、反哺利润的空间；今年刚出现不良拐点、但拨备尚未积累起来的银行，利润增速仍存在反复；资产质量存量历史包袱尚未出清、增量问题又逐步浮现的银行，预计利润增速将继续下行。

(一) 净息差：小幅回落

我们预计明年息差呈小幅缓慢回落态势。1) 价是负面因素：资产定价有收窄趋势，负债成本有上升压力；2) 结构是正面因素：银行继续向零售贷款倾斜，通过结构调整可以延缓息差下行的速度。

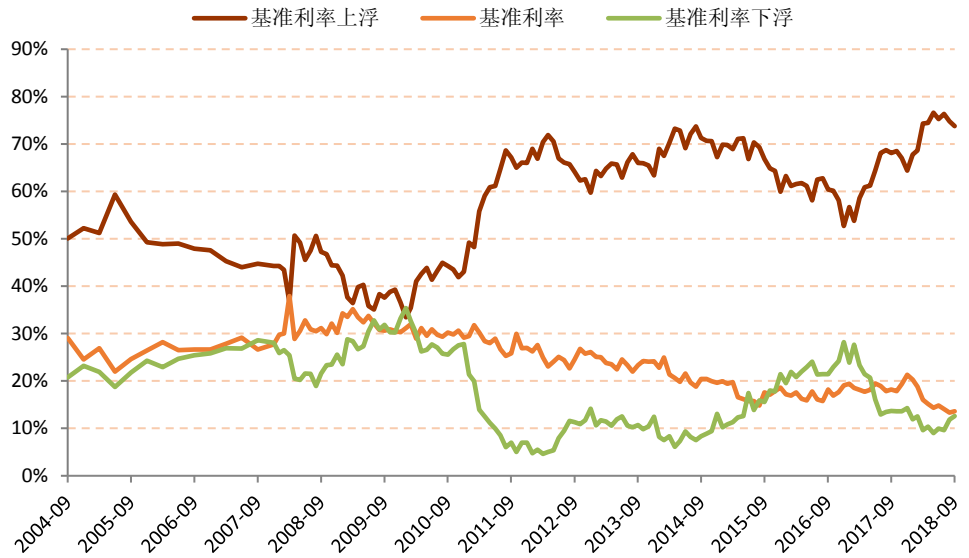
基准上浮占比回落，贷款定价有下行趋势。我们看到 3Q18 金融机构贷款基准上浮占比较 2Q18 下行 1.4pc，而基准下浮占比提升 2.7pc，3Q18 贷款加权平均利率较 2Q18 下行 3bp，分项来看：1) 对公贷款：贷款需求不如上半年，议价能力回落，国务院要求小微贷款利率 4Q18 仍需降低 30bp；2) 零售贷款：3Q18 零售贷款新发放上浮占比仍在提升，按揭小于消费信贷；3) 票据贴现：3Q18 大幅回落 90bp，与银行间利率同步走低。

图 12: 3Q18 人民币贷款加权平均利率环比小幅下降 3bp



资料来源：Wind、招商证券

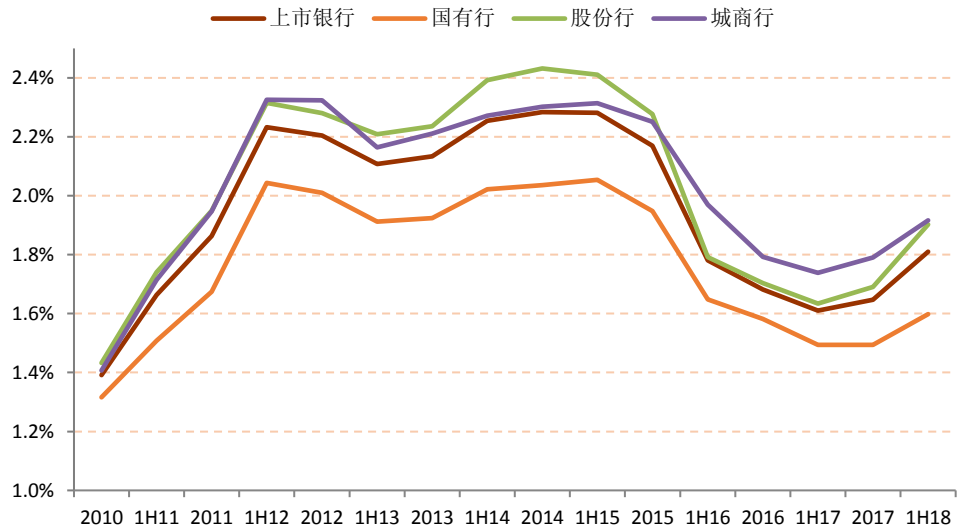
图 13: 3Q18 金融机构人民币贷款基准上浮占比开始回落



资料来源: Wind、招商证券

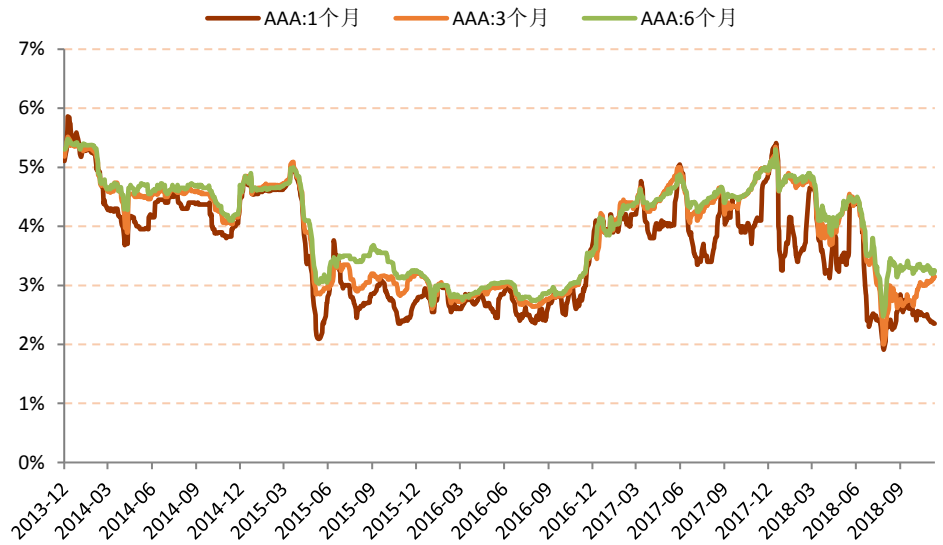
负债成本整体明年仍有上升压力。1) 存款: 2017 年以来银行存款成本逐渐抬升, 现阶段由于同业负债占比不得超过 1/3 限制, 因而核心存款成为了各行争夺的焦点, 小型银行预计还会倾向于使用价格手段, 导致大型银行存款成本也会出现被动抬升; 2) 同业负债: 经过 6、7 月份同业存单利率大幅下行之后, 3Q18 基本保持在这一水平, 预计未来继续大幅下降空间不大, 同业负债重定价对中小行息差改善的逻辑明年将明显弱化。

图 14: 2017 年以来银行存款成本逐渐抬升



资料来源: 公司财报、招商证券

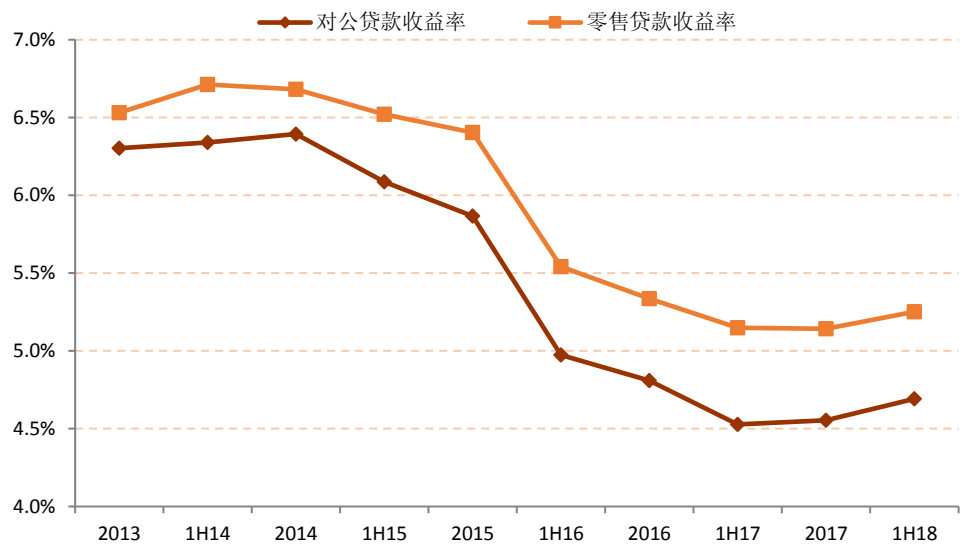
图 15: 同业存单利率预计未来维持在 3Q18 低位水平



资料来源: Wind、招商证券

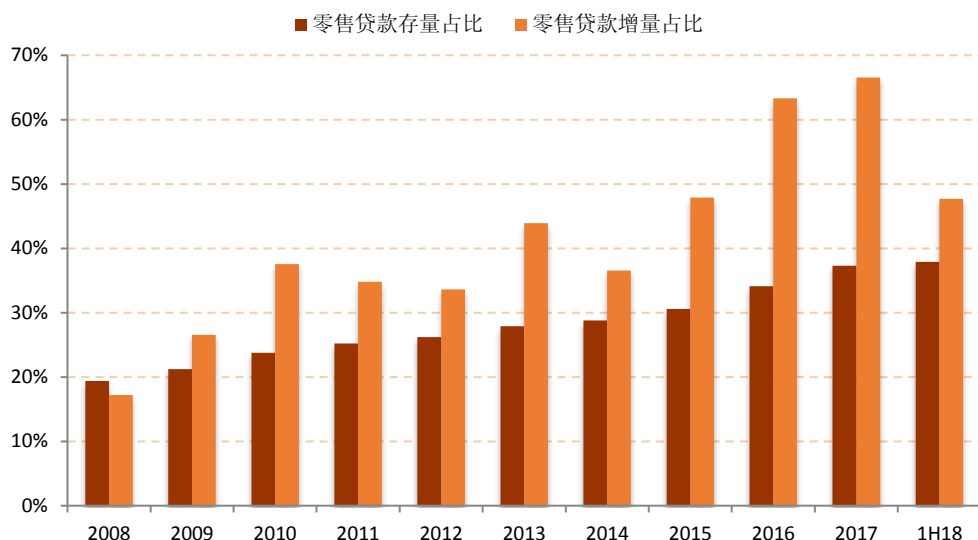
不过由于各家银行都在加大零售转型, 新增贷款以零售为主有利于延缓息差下行。1) **零售贷款利率高于对公:** 从利率市场化和上一轮降息以来, 零售贷款利率下降的幅度明显小于对公贷款, 零售与对公贷款收益率的剪刀差拉大; 2) **零售贷款投放高于对公:** 2015 年以来银行信贷资源显著向零售倾斜, 新增贷款中零售: 对公大约为 6: 4, 有利于支撑贷款收益率。

图 16: 零售贷款收益率与对公贷款收益率剪刀差拉大



资料来源: 公司财报、招商证券

图 17: 2015 年以来银行信贷资源显著向零售倾斜

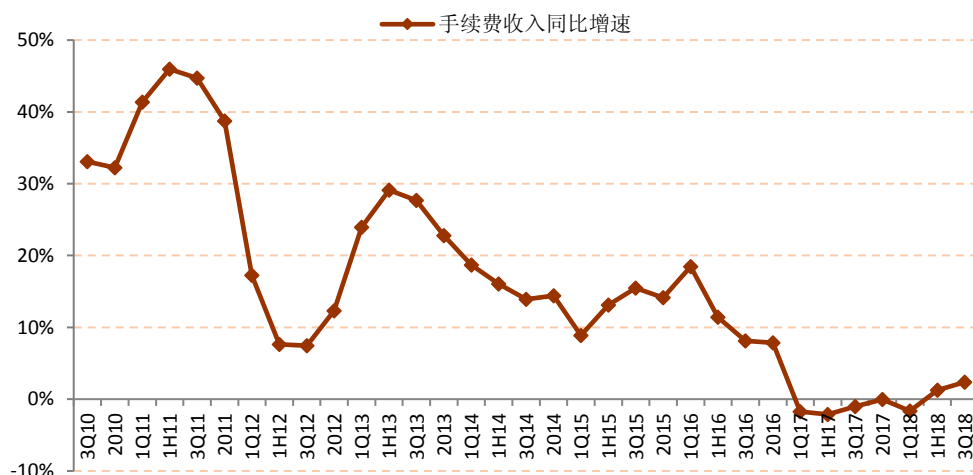


资料来源: 公司财报、招商证券

(二) 手续费: 逐季走高

预计 2019 年手续费收入增速逐季走高。1H18 以来上市银行手续费收入增速结束了 1Q17-1Q18 连续 5 个季度负增长态势, 并在 3Q18 继续提高, 预计这一趋势在明年仍将延续。手续费收入中银行卡及理财业务合计占比超过一半, 是对银行中收影响最大的两个变量, 我们预计明年银行卡手续费仍将维持 25% 左右的增长, 是最大的增量来源; 理财业务收入可能仍为负增长, 但由于基数下降拖累较今年减少。

图 18: 1H18 开始银行手续费收入同比增速由负转正

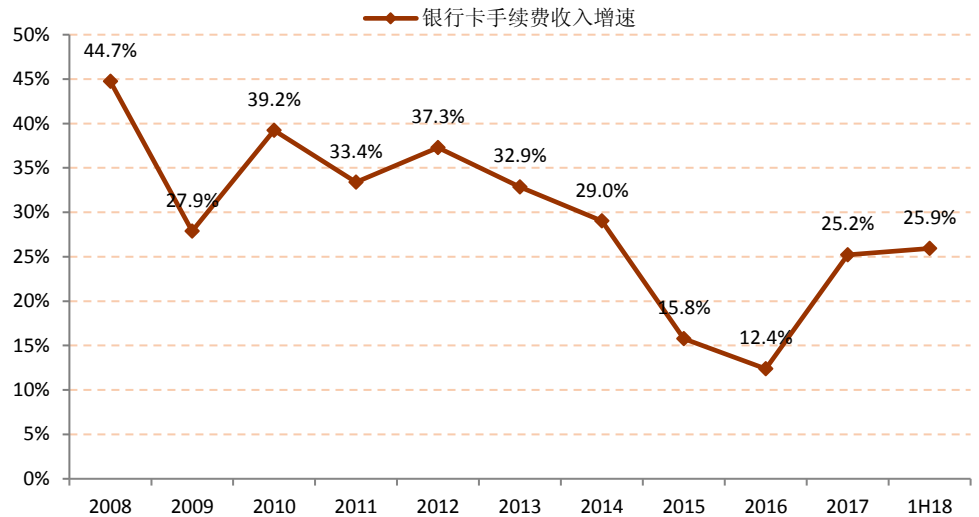


资料来源: 公司财报、招商证券

银行卡手续费收入始终是银行中收的中流砥柱, 目前已占到银行手续费收入的 39%。过去 10 年无论经济上行还是下行, 银行卡手续费始终能够保持两位数以上的正增长, 虽然在 2015、2016 年曾有两年短暂的下滑至 20% 以下, 但随着各行持续向信用卡等

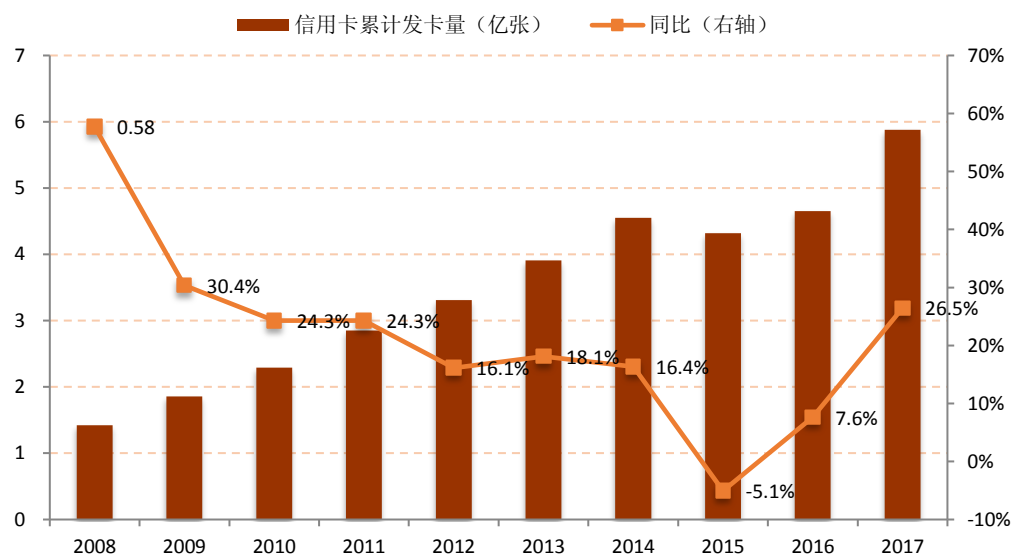
零售消费信贷转型、2017年信用卡发卡量的再次提速,银行卡手续费在2017年和1H18又重新回到了25%的增长。

图 19: 银行卡手续费收入始终保持两位数以上增长



资料来源: 公司财报、招商证券

图 20: 2017年银行信用卡发卡量重回高速增长



资料来源: Wind、招商证券

理财占手续费收入比例由21%降至15%，因此即便明年依旧负增长，但负面影响程度会减轻。由于存量理财中还有大量的非标资产贡献超额收益，因此随着理财非标占比的逐渐下降，明年理财业务收入可能还会负增长，直到理财规模再次走向扩张，才会走出“V”型的右侧。不过在经历过今年资管新规的冲击之后，理财业务收入占银行手续费收入比重已经由1H17的21%下降至1H18的15%，即便明年仍可能负增长，但由于基数下降，对手续费总体拖累程度亦有减轻。

表 4: 1H18 银行理财业务手续费收入同比下降 27%

	理财手续费收入 (亿)			非保本理财余额 (亿)				
	1H17	1H18	YoY	2017	2017	1H18	YoY	HoH
工行	275.24	239.39	-13.0%	23,631	26,658	25,801	9.2%	-3.2%
农行	45.83	17.53	-61.8%	11,862	13,689	11,850	-0.1%	-13.4%
中行	51.93	50.02	-3.7%	11,004	11,577	10,610	-3.6%	-8.4%
建行	123.81	65.52	-47.1%	16,273	17,308	15,991	-1.7%	-7.6%
交行	72.36	65.11	-10.0%					
招行	62.39	55.4	-11.2%	21,281	21,779	19,902	-6.5%	-8.6%
民生				9,127	8,138	8,186	-10.3%	0.6%
兴业	31.25	25.55	-18.2%					
浦发				14,313	15,353	13,876	-3.1%	-9.6%
中信				9,931	11,327	10,329	4.0%	-8.8%
光大	22.56	5.02	-77.8%	8,624	7,379	6,894	-20.1%	-6.6%
华夏	37.26	15.61	-58.1%					
平安	22.42	5.59	-75.1%	5,896	5,011	4,842	-17.9%	-3.4%
北京	14.65	10.32	-11.2%	3,273	3,488	3,346	2.2%	-4.1%
宁波	10.78	2.85	-73.6%					
南京				3,017	3,253	3,101	2.8%	-4.7%
上海	2.76	2.74	-0.7%	2,134	2,302	2,360	10.6%	2.5%
江苏	0.92	1.37	48.9%	2,615	2,580	2,794	6.8%	8.3%
杭州	1.74	0.58	-66.7%	1,817	1,773	1,655	-8.9%	-6.7%
贵阳	2.29	2.18	-4.7%					
成都	1.05	0.55	-47.7%		199	203		2.0%
无锡	0.14	0.13	-9.6%	140	129	126	-9.8%	-2.3%
常熟				260	276	268	3.2%	-2.9%
江阴	0.07	0.03	-53.4%	48	45	58	20.1%	28.9%
吴江				60	71	105	73.6%	47.9%
国有行	569.17	437.57	-23.1%	62,771	69,232	64,252	2.4%	-7.2%
股份行	175.88	107.17	-39.1%	69,172	68,987	64,029	-7.4%	-7.2%
城商行	34.19	20.59	-39.8%	12,855	13,595	13,459	3.1%	-1.0%
农商行	0.21	0.16	-24.9%	508	521	557	9.6%	6.9%
上市银行	779.45	565.49	-27.5%	145,306	152,335	142,298	-2.2%	-6.6%

资料来源: 公司财报、招商证券

(三) 资产质量: 压力上升, 分化加大

明年全行业资产质量压力上升, 逾期压力最大在一季度, 不良压力最大在半年末, 但我们强调这一轮银行资产质量恶化的压力不及上一轮。

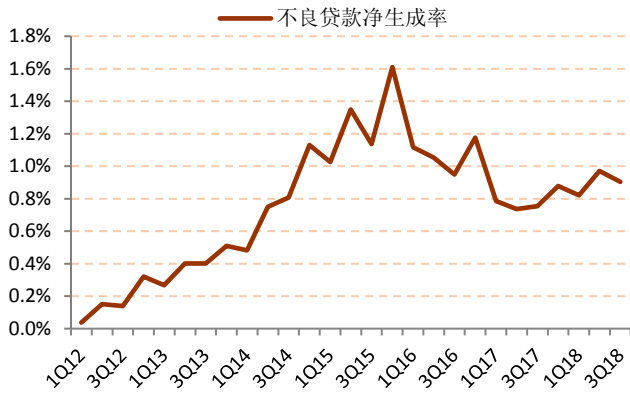
1) 逾期贷款 1Q19 压力最大。首先是银行的因素, 银行为了年底的报表好看一点, 年底打包、核销的力度肯定是最大的, 明年一季度能用的手段、能有的资源可能提前被消耗了。其次是春节的因素, 第一, 企业往往到春节是现金流比较难的时候, 好不容易筹钱把农民工工资给付了, 一过年还要还贷款; 第二, 北方冬天气候比较冷, 有一些企业停工例如建筑、工程机械相关的, 工作情况、回款情况都不太好; 第三是信用卡催收, 外包公司的催收人员春节是过一个月的, 这段时间没人催收。

2) 不良贷款 1H19 压力最大。监管要求逾期 90 天以上全进不良, 因而不良高峰滞后逾期 3 个月。

目前展望明年下半年的资产质量还看得不是特别清楚。明年下半年银行资产质量出现改善或者继续恶化, 取决于今年 7 月以来的防御性宽松措施能否生效, 以及基建反弹的力

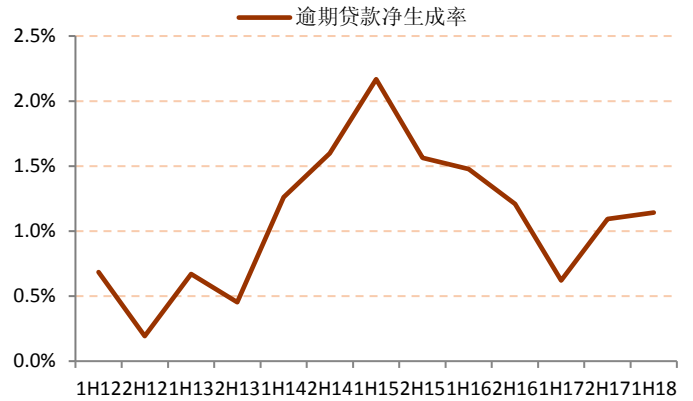
度。目前中央对基建的态度明确是补短板，对地方隐性债务管理并没有放松，因此这一轮基建投资反弹的角色更多是给经济托底，与 2009 年提振经济的目的不太一样。

图 21: 不良贷款净生成率有重新抬头迹象



资料来源: 公司财报、招商证券

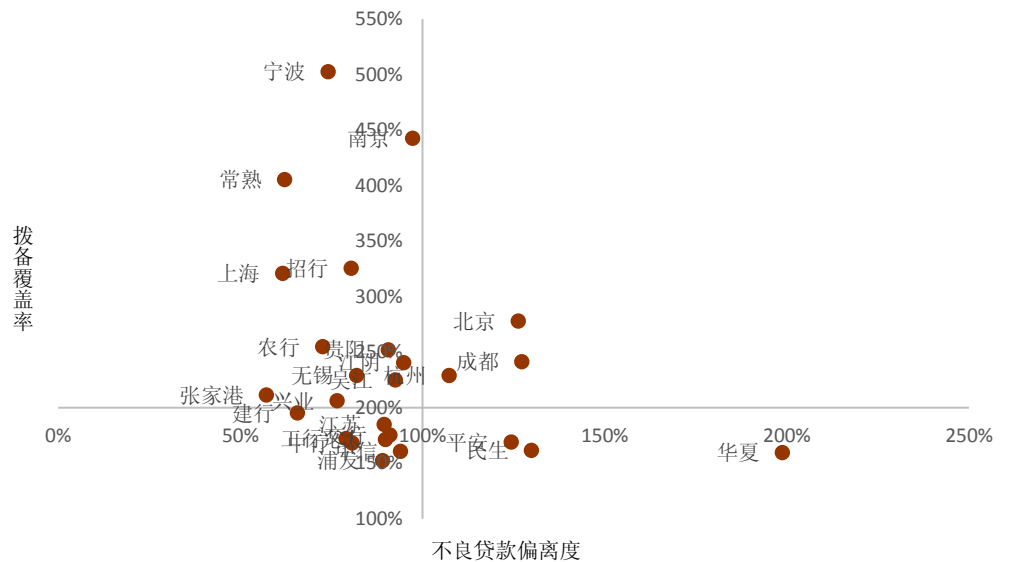
图 22: 逾期贷款净生成率有走高趋势



资料来源: 公司财报、招商证券

不同银行间资产质量压力产生分化。1) 不良贷款偏离度始终在 1 以下: 部分提前出现不良拐点、拨备覆盖率积累较高的银行存在信贷成本趋势性下移、反哺利润的空间; 2) 不良贷款偏离度刚压至 1 以内: 今年刚出现不良拐点, 但拨备尚未积累起来的银行, 利润增速仍存在反复; 3) 不良贷款偏离度仍远在 1 以上: 存量历史包袱尚未出清、增量问题又逐步浮现的银行, 预计利润增速将继续下行。

图 23: 不良贷款偏离度越低、拨备覆盖率越高的银行资产质量压力越小



资料来源: Wind、招商证券

四、投资建议: 大智若愚, 大巧不工

银行股逻辑从今年下半年的“短多长空”, 转为明年上半年的“短空长多”。1) 原来银行扎堆给大型国企放贷, 银行自身的风险小了, 但经济的风险是积累的; 国企大多集中在上游, 现在利润好; 民企集中在下游, 现在利润差; 迟早下游需求不行会传导到上

游，就是“短多长空”；2）现在要求不歧视民企，但不是强制摊派，更多还是纠正原来过于收缩的风险偏好，而不是要求银行提高风险偏好，短期可能承担一些社会责任，但随着财政政策、减税、放宽准入给民企创造好的营商环境，后面整体经济活力是有希望的，就是“短空长多”。

不过我们不建议投资者大幅降低银行仓位，预计明年上半年板块呈震荡走势，“稳”是核心标签；相对收益不在银行自身，而是取决于“队友”的表现好坏。短空已经部分提前预期，板块向下空间有限，不是趋势的逆转，判断明年的底部低点会高于今年年中的低点，跌下来是加仓机会。唯一劣势可能就是现在到明年上半年相对收益可能不佳，如果市场强势银行相对表现弱，但如果市场一般银行又相对可以，绝对收益依然看好。

相较于今年下半年选股偏进攻、讲息差修复的逻辑，明年上半年选股偏防守、略带进攻，首推招行、农行。

1) 招行：不确定环境下最确定的标的。公司贷款投向上零售：对公依旧 2: 1，息差在贷款结构向零售倾斜下依然有保证；信贷成本（1.7%左右）目前远高于不良净生成率（0.6%左右），信贷成本每下降 10bp 能够带来 2-3 个百分点的利润增速弹性；风险偏好提前收缩，对公里面大型企业以战略客户为主，小微做的是大行的小微客户，围绕大企业的供应链、有全额抵押；零售里面按揭安排较多，信用卡相比其他银行今年做的较少，存在共债问题的消费贷更偏谨慎。

2) 农行：大行中的首选标的。三农方面已不拖后腿，县域存款在行业负债成本不断上移环境下成为息差稳定器；贷款结构调整显著，三“高”行业（制造业、批发零售、采矿业）贷款占比在四大行中压缩最大；资产质量改善追赶明显，公司提出的三年战略不良率要降至其他三大行平均水平，明年不良率有望继续下降至 1.5%。

风险提示：1) 经济下行超预期：对银行的绝对收益和相对收益都不是好事；**2) 中美贸易摩擦恶化：**对银行绝对收益是坏事，但对银行的相对收益可能是好事。

表 5: 上市银行估值表

	股价(A)	EPS		BVPS		PE		PB		ROAE		股息率	
		18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
国有银行													
工商银行	5.34	0.85	0.89	6.33	6.97	6.2	6.0	0.84	0.77	14.18%	13.74%	4.80%	5.01%
农业银行	3.56	0.71	0.74	5.09	5.64	5.0	4.8	0.70	0.63	14.69%	14.59%	5.95%	6.26%
中国银行	3.60	0.62	0.64	5.17	5.63	5.8	5.6	0.70	0.64	12.44%	12.03%	5.14%	5.32%
建设银行	6.66	1.04	1.09	7.61	8.49	6.4	6.1	0.88	0.78	14.47%	14.01%	4.69%	4.92%
交通银行	5.83	0.98	1.01	8.23	8.23	5.9	5.8	0.71	0.71	11.94%	13.15%	5.06%	5.21%
股份制银行													
招商银行	28.47	3.20	3.75	19.93	22.55	8.9	7.6	1.43	1.26	17.00%	17.65%	3.37%	3.95%
民生银行	6.08	1.38	1.45	11.20	12.26	4.4	4.2	0.54	0.50	13.22%	12.12%	2.28%	2.38%
兴业银行	15.80	2.99	3.25	21.22	23.89	5.3	4.9	0.74	0.66	14.96%	14.81%	3.79%	4.12%
浦发银行	10.68	1.90	1.94	15.18	16.93	5.6	5.5	0.70	0.63	13.24%	12.09%	1.78%	1.82%
中信银行	5.66	0.94	1.00	8.11	8.82	6.0	5.7	0.70	0.64	12.03%	12.06%	4.96%	5.28%
光大银行	3.85	0.66	0.71	5.60	6.10	5.9	5.4	0.69	0.63	12.24%	12.30%	5.12%	5.54%
华夏银行	7.77	1.58	1.61	12.97	14.42	4.9	4.8	0.60	0.54	12.86%	11.75%	1.98%	2.02%
平安银行	10.27	1.44	1.59	13.38	15.14	7.1	6.5	0.77	0.68	11.48%	11.32%	1.41%	1.55%
城市商业银行													
北京银行	5.94	0.95	0.99	8.26	9.14	6.3	6.0	0.72	0.65	12.11%	11.41%	1.92%	2.01%
宁波银行	16.78	2.23	2.65	11.72	13.88	7.5	6.3	1.43	1.21	20.63%	21.10%	2.66%	3.15%
南京银行	7.01	1.35	1.56	7.72	8.84	5.2	4.5	0.91	0.79	18.56%	19.39%	5.76%	6.66%
成都银行	8.54	1.40	1.64	8.97	10.46	6.1	5.2	0.95	0.82	16.81%	16.48%	3.93%	4.61%
贵阳银行	11.14	2.26	2.46	12.83	15.20	4.9	4.5	0.87	0.73	19.18%	18.01%	3.35%	3.64%
杭州银行	7.77	1.51	1.76	12.74	14.44	5.1	4.4	0.61	0.54	12.51%	12.93%	4.86%	5.65%
江苏银行	6.42	1.14	1.28	9.10	10.41	5.6	5.0	0.71	0.62	13.44%	12.96%	3.56%	3.97%
上海银行	11.48	1.72	1.97	13.18	15.04	6.7	5.8	0.87	0.76	13.89%	14.86%	3.75%	4.29%
农村商业银行													
常熟银行	6.83	0.72	0.79	5.44	6.31	9.5	8.7	1.26	1.08	14.14%	15.14%	3.15%	3.46%
江阴银行	5.45	0.48	0.58	5.56	5.96	11.4	9.3	0.98	0.91	8.93%	8.65%	2.64%	3.22%
无锡银行	5.67	0.60	0.62	5.52	5.52	9.5	9.1	1.03	1.03	11.35%	11.31%	3.16%	3.28%
吴江银行	6.46	0.56	0.61	6.45	7.10	11.4	10.5	1.00	0.91	9.23%	9.07%	2.62%	2.85%
张家港行	6.05	0.47	0.51	4.97	5.45	12.9	12.0	1.22	1.11	9.80%	10.11%	2.32%	2.50%
平均													
国有行						5.89	5.65	0.76	0.71	13.54%	13.50%	5.13%	5.34%
股份行						6.02	5.57	0.77	0.69	13.38%	13.01%	3.08%	3.33%
城商行						5.93	5.23	0.88	0.76	15.89%	15.89%	3.72%	4.25%
农商行						10.95	9.92	1.10	1.01	10.69%	10.85%	2.78%	3.06%
上市银行						6.92	6.32	0.87	0.78	13.67%	13.58%	3.62%	3.95%

资料来源: 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，2011 年度新财富银行业最佳分析师第五名团队成员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。