

# 银行 2005-2018 年复盘：防御性优选板块，关注盈利及资产质量



## 核心观点

- **银行股可做为具有良好相对收益的防御性板块进行配置。**银行股在大盘震荡或下跌行情中，容易获得显著相对收益，具有较好的防御性。在经济下行环境中，银行业盈利稳定，风险相对可控，股息率相对其他行业也较高，为避险资金优选标的。
- **驱动银行股价的核心指标为盈利能力及资产质量。**当前，银行业仍然具有较为稳定的盈利，且对资产质量有较好的风控能力，具有配置价值。银行业指标的变化与宏观经济强共振，当盈利指标和资产质量指标改善时，银行股容易获得绝对收益，作为防御性配置版块时，相对收益幅度会更大。银行的盈利增长有新增信贷作保障，看好生息资产规模扩张；且银行有能力优选资产，控制风险。盈利及资产质量两方面均可作为配置银行股提供基本面支撑。
- **零售业务水平及获取优质企业端资产的能力，是保障当前银行盈利和资产质量的核心。**银行业盈利增长及资产质量改善的源动力经历了从“对公业务”向“同业业务”再向“零售业务”的交叉转变。较强的零售业务能力可为负债端贡献较低的成本，且个人零售业务资产端不良率极低。获取优质资产的能力可较大程度地抵御经济下行压力，成为控制资产质量风险的关键要素。
- **银行股估值当前修复空间仍在。**按照 17 年 ROE 对应的合理 PB 值 1.14，我们测算出当前股价隐含不良率在 7%-9% 之间，与银保监会公布的行业整体 1.87% 的不良率有明显差距。且当前银行股盈利能力稳定，资产质量可控。市场下行时，银行股也会得到防御性估值溢价，当前市场对银行股的估值过于悲观，银行股估值修复空间仍在。

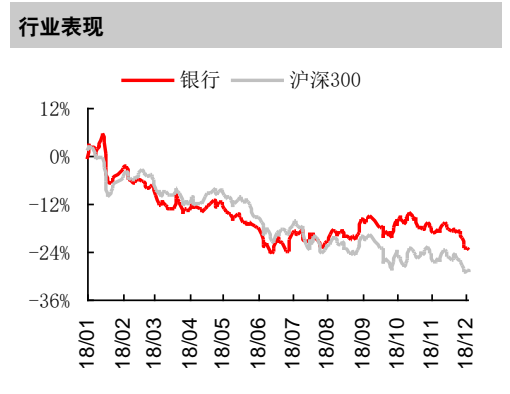
## 投资建议与投资标

- **银行股为优选防御性配置板块。**银行盈利能力未见下滑，资产质量总体平稳，股息率处于较高水平。相比其它行业，银行业确定性较高，容易获得较好的相对收益。
- **关注零售业务带来的边际增量，看好大行的风险抵御能力。**个人零售业务佳的银行具有较强的资产端和负债端议价能力，尤其是在增加房贷、消费贷和居民存款方面，息差有保障。个人零售业务也以其极低的不良率成为资产质量的稳定器。客群广泛、资产多样、业务种类丰富的大行具有较强的风险分散能力，获取企业端优质资产的能力较强，盈利能力及资产质量保障性较高，可以提供较好的相对收益。具体标的方面，建议关注工商银行(601398，未评级)、建设银行(601939，未评级)、农业银行(601288，未评级)、招商银行(600036，未评级)。

## 风险提示

- 内需、外需修复或不达预期，造成实体经济对银行信贷需求减弱，且资产质量下滑。
- 若监管力度加大，银行业风险控制能力或面临压力。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	银行
报告发布日期	2019 年 01 月 21 日



资料来源：WIND

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzippei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060001

**联系人** 张静娴  
021-63325888-4311  
zhangjingxian@orientsec.com.cn

<b>相关报告</b>	
看好新增信贷增速持续超预期	2018-11-23
资产质量平稳，息差改善提振利润	2018-11-12
转型零售，顺势而为	2018-11-06
高度相关经济周期，估值提升仍有空间	2018-03-01

## 目 录

<b>1. 历史行情回顾：银行股为防御性优选配置标的</b>	<b>4</b>
<b>2. 基本面核心指标发掘：盈利能力与资产质量改善为股价的主要驱动力</b>	<b>6</b>
2.1. 宏观经济与银行业指标高度相关	6
2.2. 股价核心驱动指标发掘：盈利能力与资产质量	10
2.2.1. 2005-2007：黄金年代，盈利与资产质量极佳	10
2.2.2. 2011-2012：防御优选，盈利与资产质量承压但相对收益明显	11
2.2.3. 2016-2017：筑底反弹，盈利与资产质量显著改善	12
2.2.4. 2018：防御首选，盈利保障加资产质量稳定	12
<b>3. 估值提升空间探讨：银行股估值修复空间仍在</b>	<b>14</b>
<b>4. 个股表现驱动力：关注盈利及资产质量，踏准转型方向</b>	<b>15</b>
<b>5. 投资建议：防御性优选板块，关注零售业务佳的大行</b>	<b>18</b>
<b>6. 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

表 1: 银行收益防御性佳.....	5
表 2: 上市银行股息率水平较高 (%) .....	5
表 3: 上市银行资产质量改善 .....	13
图 1: 银行指数在大盘震荡或下跌时具有较好的防御性 .....	4
图 2: 2005–2007 年经济高速增长，金融危机以后经济增长中枢下行（单位%） .....	7
图 3: 银行股价表现与净息差、不良率相关度较高 .....	7
图 4: 银行业盈利情况与宏观经济波动相关度高 .....	8
图 5: 银行业回报率 2011 年以后下滑 (%) .....	8
图 6: 银行业不良率 2011 年以后上升 (%) .....	8
图 7: 关注类贷款金额及占比 2013 年后上升，2016 年开始下降 .....	9
图 8: 不良贷款金额及占比 2011 年后不断上升，2016 年企稳 .....	9
图 9: (不良+关注) 贷款金额及占比 2013 年后上升，2016 年开始下降 .....	9
图 10: 拨备覆盖率 2011 年开始下滑，直至 2016 年企稳 (%) .....	9
图 11: 净息差 2011 年以后下滑，直至 2017 年企稳 (%) .....	10
图 12: 资本净额及充足率整体上升.....	10
图 13: 核心一级资本充足率 2015 年见顶.....	10
图 14: 一级资本净额及充足率整体上升 .....	10
图 15: 2011–2012 年国房景气指数下滑.....	11
图 16: 人民币贷款同比增速远超社融同比（累计值，亿元） .....	13
图 17: 银行股估值长期稳定 .....	14
图 18: 估值隐含不良率远高于参考披露值.....	15
图 19: 主要银行股价表现与阶段性业务风口相关度较高 .....	16
图 20: 净利润同比增速与阶段性业务风口高相关 (%) .....	16
图 21: 零售优势强的银行净息差高于上市银行平均值.....	16
图 22: 零售业务好的银行 ROE 高于上市银行平均值 .....	17
图 23: 零售业务好的银行年化实际不良贷款生成率较低 .....	17
图 24: 国有行网点数量占据绝对优势（网点数量：个） .....	17

## 1. 历史行情回顾：银行股为防御性优选配置标的

当前时点，银行股可做为具有良好相对收益的防御性板块进行配置。

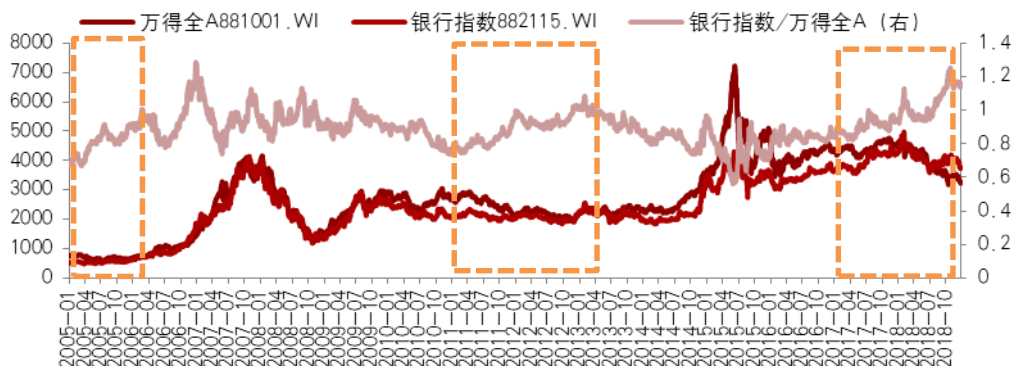
从历史行情来看，银行股在大盘震荡或下跌时，具有良好的相对收益，表现出较强的防御性。相对收益的幅度则取决于行业基本面改善程度。2005-2018年，银行股出现相对收益的区间主要为：

1) 2005年1月至2006年2月：银行股相对收益的出现，与大盘震荡下跌行情的时间区间吻合。随后，大盘上涨趋势确立，银行股的相对收益也相应收敛。相对收益幅度方面，银行在这期间受益于经济高速增长，盈利能力及资产质量极佳，相对收益十分显著。（注：2006年下半年，受到工行和中行IPO的影响，银行股相对收益大幅提升，属于特例，在此不计入研究范围。）

2) 2011年1月至2013年3月：银行股相对收益的出现，与大盘下跌行情的时间区间吻合。历经2年时间，银行股相对收益稳步提升。这期间由于金融危机后的经济刺激计划逐步退出，银行业盈利能力及资产质量都承受一定压力，因此从防御性角度来看，年化相对收益率小于上一阶段。

3) 2017年4月至2018年10月：2018年2月之前，伴随大盘上涨，银行股也出现了明显的相对收益，主要为基本面改善驱动。但2月以后，随着大盘下跌，银行板块的防御性开始凸显，相对收益进一步增加。

图 1：银行指数在大盘震荡或下跌时具有较好的防御性



注：wind 二级行业指数银行指数与万得全 A 指数具有可比性：二者基期都是 1999 年 12 月 31 日，基点均为 1000 点，加权方式均为流通股本，具有较强的可比性

数据来源：Wind，东方证券研究所

银行股出现绝对收益时，行情节奏与大盘基本同步，未呈现先行或滞后特征。银行股出现绝对收益的时间区间为：

1) 2005年1月-2007年10月：银行与大盘行情启动与结束的时间节点基本一致，行情结束后的调整时间也差别不大；银行绝对收益显著强于大盘。

2) 2008年10月-2009年7月：银行指数与万得全 A 指数基本同步反弹，反弹行情也基本同步结束；但银行整体反弹幅度稍弱。

3) 2014年4月-2015年6月：银行股与大盘启动时间节点较为接近；收益率方面，银行股受资产质量和盈利能力拖累，上涨速度、幅度弱于大盘。

4) 2016年1月-2018年2月：银行股与大盘行情启动与结束时间基本一致；收益率方面，2017年4月以前，银行股绝对收益率与大盘相差不大。2017年4月以后，由于盈利能力和资产质量显著改善，银行股绝对收益率显著高于大盘。

5) 2018年6月-2018年10月：银行股走势与大盘背离，银行股在大盘下跌过程中出现反弹，10月以后再次跟随大盘下跌。银行股在明显背离大盘下跌趋势的情况下，获得了显著的绝对收益。

2018年6月-10月的行情中，资金的避险特征显著，存量博弈导致相对收益大幅提高，银行股绝对收益也大幅提升。获得绝对收益的核心原因在于，经济下行环境中，银行业盈利稳定，资产质量风险可控，整体基本面情况较为稳健。另外，银行股息率也较高，可为避险资金提供确定性股息收益，为避险优选标的。

**表 1：银行收益防御性佳**

年化绝对收益	大盘	银行	绝对收益之差
2005.1-2007.10	252%	371%	119%
2008.10-2009.7	184%	168%	-16%
2014.4-2015.6	175%	95%	-80%
2016.1-2018.2	18%	29%	11%
2018.7-2018.10	-33%	51%	84%
2005-2018 年化绝对收益	9%	14%	5%

数据来源：Wind, 东方证券研究所

**表 2：上市银行股息率水平较高（%）**

	2018	2017	2016
南京银行	5.3406	2.3994	2.0500
交通银行	4.9326	4.3720	4.6794
光大银行	4.8919	2.4198	4.8593
中国银行	4.8753	4.2317	5.0872
中信银行	4.7890	3.4677	3.3073
北京银行	4.7594	2.5148	2.1346
建设银行	4.5683	3.6198	5.0368
农业银行	4.5620	4.4386	5.3806
工商银行	4.5520	3.7790	5.2902
兴业银行	4.3507	3.5903	3.7794
成都银行	3.4783		
招商银行	3.3333	2.5500	3.9205
上海银行	3.1916	2.7124	0.0000
贵阳银行	3.0899	1.9461	0.0000
江苏银行	3.0151	2.4218	0.0000

常熟银行	2.9315	2.5245	0.0000
杭州银行	2.8958	1.8585	0.0000
无锡银行	2.8625	1.9060	0.0000
吴江银行	2.4550	0.5608	0.0000
宁波银行	2.4004	1.5117	2.7043
华夏银行	2.0433	1.6759	3.3456
江阴银行	1.9684	1.8116	0.0000
张家港行	1.8692	0.8532	
平安银行	1.4499	1.1880	1.4011
民生银行	1.3089	3.3969	3.8546
浦发银行	1.0204	1.1700	2.8882

注：将全部 A 股按股息率从高到低排名，3%的股息率约在第 350 位，约一半上市银行股息率都高于 3%，因此上市银行中高股息率的银行占比较高，可为避险资金提供确定性股息收益。

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2. 基本面核心指标发掘：盈利能力与资产质量改善为股价的主要驱动力

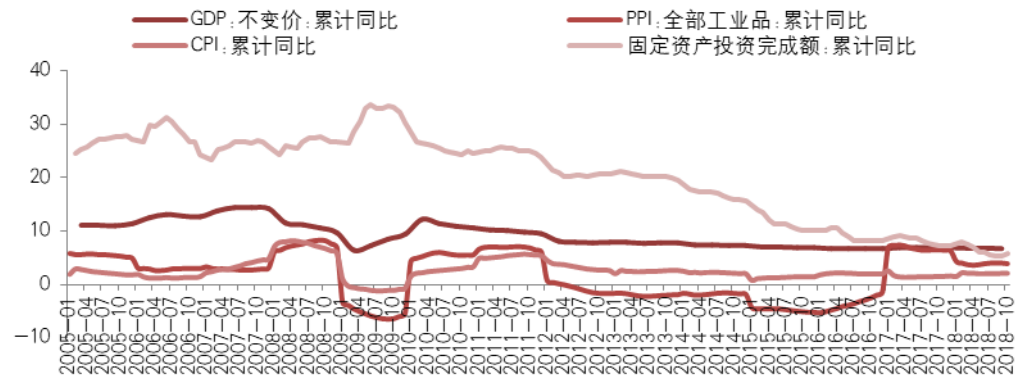
### 2.1. 宏观经济与银行业指标高度相关

银行业指标的变化与宏观经济高度相关。当行业指标，尤其是盈利指标和资产质量指标改善时，**银行业容易获得绝对收益**。银行业财务指标的变动就如宏观经济之镜，其效益性指标反映银行自身造血能力，信用风险指标反映了其他行业的盈利及偿债能力，资本充足率及流动性指标反映了金融系统的安全性。研究发现，当效益性指标（盈利能力）以及信用风险指标（资产质量）改善时，银行业容易获得绝对收益。

2005 年至 2007 年，宏观经济高速增长，GDP 不变价累计同比在高位持续增长，从 11.1% 增长到 14.2%。银行业受益于良好的宏观经济，净利润增速及资产质量均不断改善，资产回报率和权益回报率也明显呈上升趋势。大盘和银行均有明显绝对收益。银行相对收益较高。



**图 2：2005—2007 年经济高速增长，金融危机以后经济增长中枢下行（单位%）**



数据来源：Wind，东方证券研究所

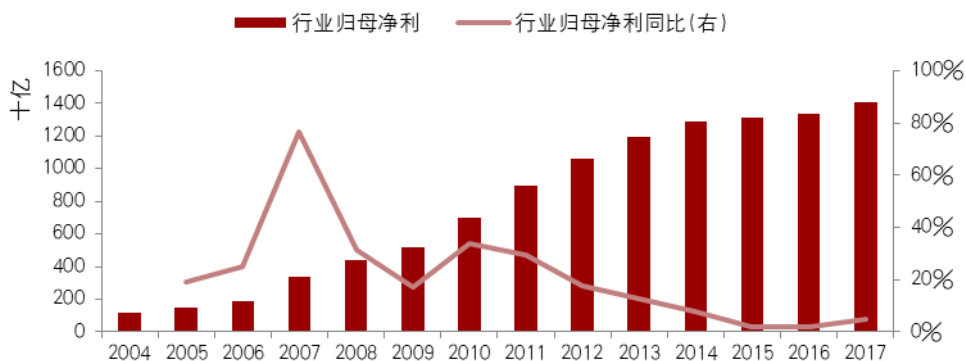
**图 3：银行股价表现与净息差、不良率相关度较高**



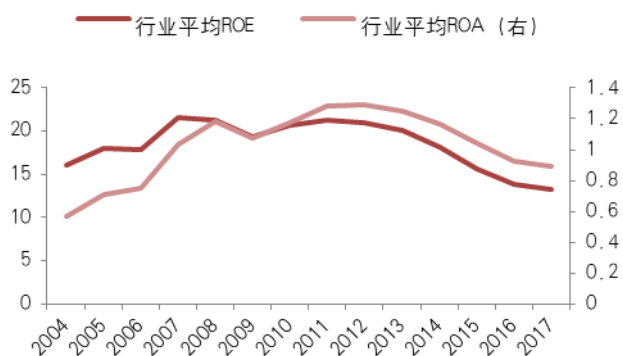
注：为方便比较，对不良率和净息差作倍数处理，分别除以 5。

数据来源：Wind，东方证券研究所

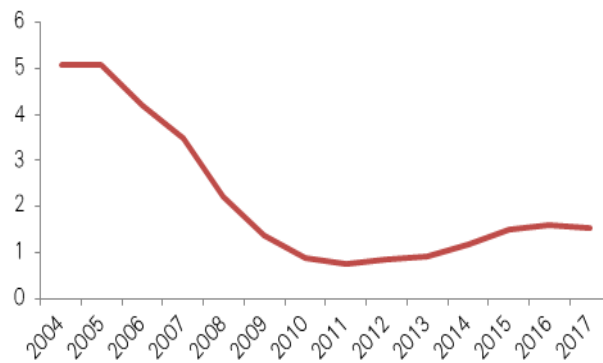
2008 年末至 2009 年，随着政府推出的“四万亿”经济刺激计划的逐步推进，GDP、PPI 和 CPI 等主要宏观经济指标在经历了大幅度下跌之后，明显修复。宏观经济基本面及银行业盈利能力及资产质量指标也明显修复。大盘及银行指数均迎来明显反弹。

**图 4：银行业盈利情况与宏观经济波动相关度高**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 5：银行业回报率 2011 年以后下滑 (%)**


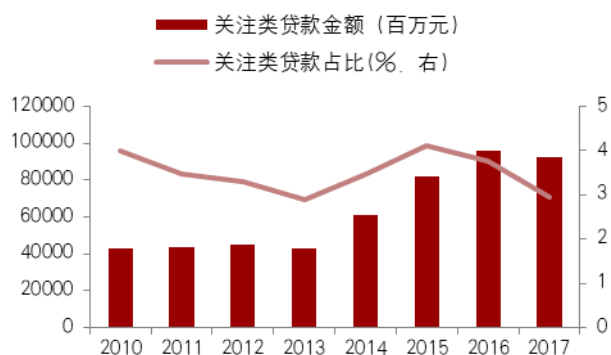
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 6：银行业不良率 2011 年以后上升 (%)**


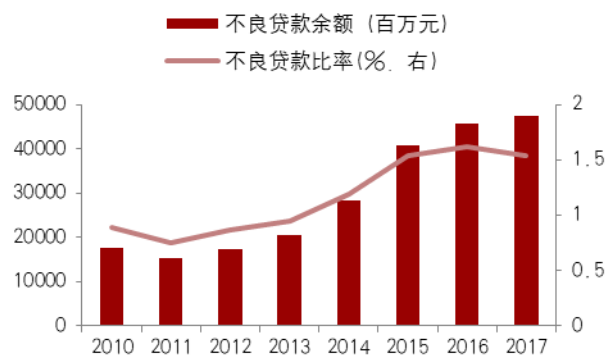
数据来源：Wind，东方证券研究所

2010年至2012年，“四万亿”经济刺激计划逐步退出以后，市场对宏观经济预期出现分歧，2010年大盘及银行指数均呈现震荡行情。2011年以后主要宏观经济指标呈下降态势，银行业信用风险指标中不良率也因此上升，效益性指标中净利润增速下降，资产回报率下降。这期间，大盘及银行股均没有明显绝对收益。



**图 7：关注类贷款金额及占比 2013 年后上升，2016 年开始下降**


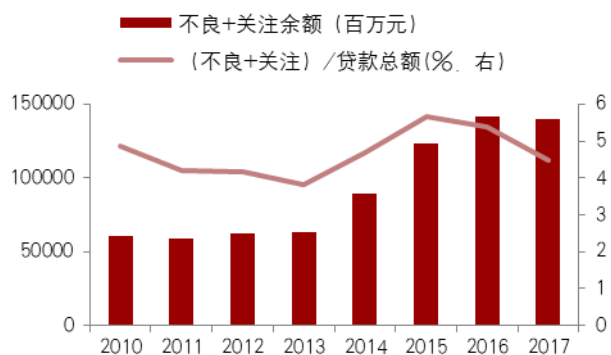
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 8：不良贷款金额及占比 2011 年后不断上升，2016 年企稳**


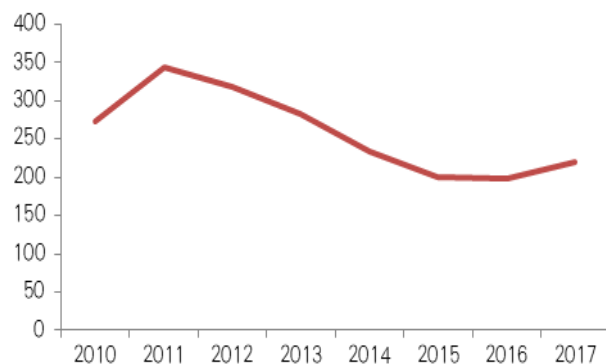
数据来源：Wind，东方证券研究所

2013 年至 2015 年，宏观经济仍处于“探底”过程中，银行业主要指标也反映出行业经营存在一定压力。大盘与银行绝对收益的来源为资金驱动，与基本面关系不大。这期间银行相对收益为负。

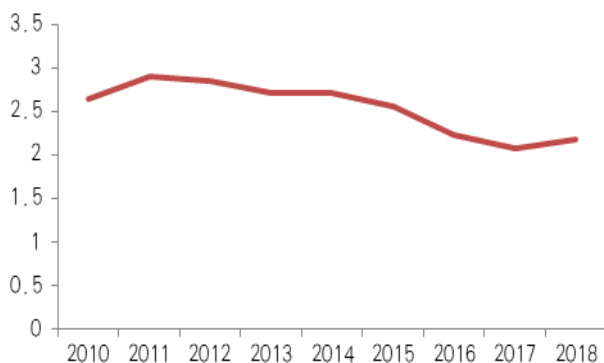
2016 年至 2017 年，宏观经济有所复苏，银行业不良率开始企稳下降，盈利能力开始回升。大盘及银行股收益也显著提高。

**图 9：（不良+关注）贷款金额及占比 2013 年后上升，2016 年开始下降**


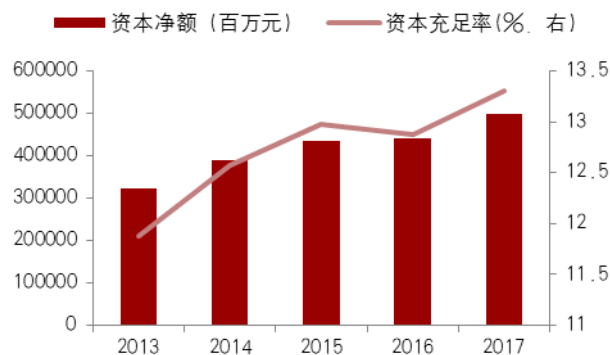
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：拨备覆盖率 2011 年开始下滑，直至 2016 年企稳 (%)**


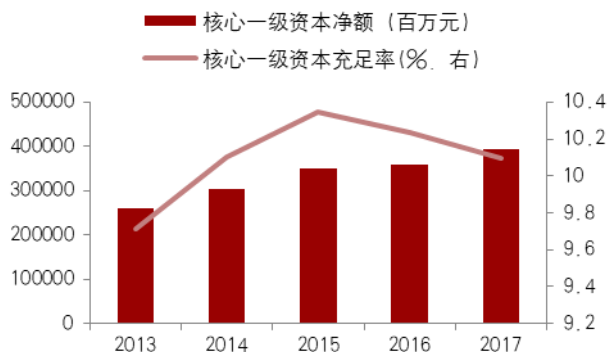
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 11：净息差 2011 年以后下滑，直至 2017 年企稳 (%)**


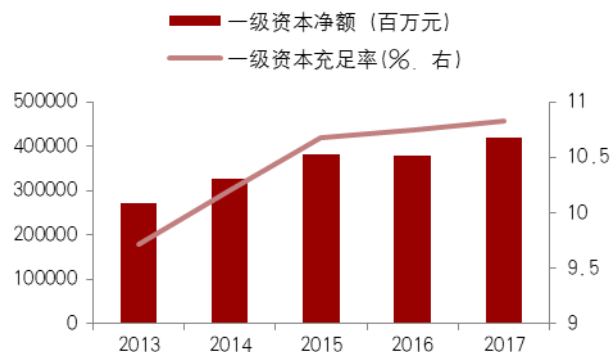
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 12：资本净额及充足率整体上升**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 13：核心一级资本充足率 2015 年见顶**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 14：一级资本净额及充足率整体上升**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2. 股价核心驱动指标发掘：盈利能力与资产质量

### 2.2.1. 2005-2007：黄金年代，盈利与资产质量极佳

2005 年至 2007 年，依托良好的宏观经济，银行业的净利润不断攀升，资产质量显著改善。因此我们看到无论是从股价的绝对收益还是相对收益上，银行股都有较好表现。银行指数走势与 A 股整体走势整体差别不大。

金融危机后，在积极财政政策的刺激下，2009 至 2010 年经济有所复苏，银行业盈利情况在 2010 年有所好转，但随后开始了漫长的低增长时期。由于对宏观经济增长速度的预期调整，以及银行业本身开始的利率市场化改革、四万亿经济刺激计划带来的隐性不良贷款等问题的负面影响一时难以解决，银行股价长期横盘。

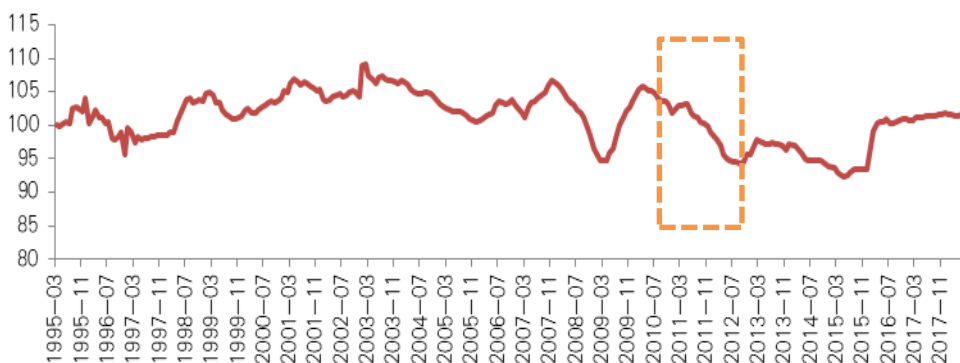
2011 年之前，整体宏观情况与 2011 年之后有比较大的不同，高速增长的经济情况不再，加上利率市场化和金融脱媒的影响，银行业的经营环境发生了较大的变化。故而，在研究行业基本面变化与股价表现的关系时，经济增长中枢下移后的行业数据显得更为关键。

### 2.2.2. 2011-2012：防御优选，盈利与资产质量承压但相对收益明显

**银行业资产质量持续承压。**金融危机以后，随着经济增速的下滑，供给侧产能过剩现象突出。地产调控加银根收紧，导致流动性危机爆发，银行业不良率持续攀升，资产质量压力加大，资产收益率也有所下滑，盈利能力下降。2011年间，央行通过多次提高法定存款准备金率、要求银行为承兑汇票的保证金额缴纳存款准备金等方式收紧银根，银行开始抽贷。这一政策的直接效果为，温州地区大量以炒房为目的的中小企业最先遭受资金链断裂。温州民间盛行“联保联贷”，银根收紧造成的资金链断裂，通过互相担保的方式层层传导。同时，“四万亿”时期，全国范围内很多企业都借了大量短期贷款，用于地产和大宗商品投机。资金链断裂的情况不断扩散，违约率不断上升，银行在这一阶段开始出现大量不良贷款。

从信用风险指标上来看，（关注+不良）/贷款总额占比基本维持稳定，不良贷款率持续上升，带来拨备覆盖率下降，和资产质量持续承压。这一时期，关注类贷款金额和占比都呈现下降趋势，这主要是因为大量的关注类贷款迅速转化为不良贷款，所以呈现出关注类贷款下降，不良贷款攀升的状态。随着不良贷款比率上升，拨备覆盖率自然下降。这一时期，信贷投放受到限制，拨贷比呈现上升趋势。开启于温州的不良资产周期扩散较为迅速。同时，2011至2012年间，整个房地产市场的景气程度持续下滑，加剧了不良率的攀升。

图 15：2011-2012 年国房景气指数下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

**银行业盈利水平压力增大。**效益指标方面，净利润同比增速 2010 年为 44.23%，2011 年为 36.95%，2012 年则为 21.88%，盈利压力明显增大。ROA2011 年为 1.28%，2012 年为 1.27%，降幅较小。ROE2011 年为 21.01%，2012 年为 20.71%，降幅也较小。虽然 ROA 和 ROE 的降幅较小，但 2010 年之前的上升趋势终止，带来了负面的边际预期。同时，净息差也掉头向下，接下来 5 年也一直没有显著起色。

**流动性指标整体变化不大。**存贷比基本没有变化，维持在 67% 的水平，备付金比率由 5.34% 降至 4.92%，短期资产流动性比率从 41.13% 升至 43.16%。

**资本充足率指标小幅上升。**资本充足率方面，按照 2013 年之前的老版资本充足率计算，2010 年上市银行平均资本充足率为 12.25%，2011 年为 12.69%，2012 年为 13.21%，呈现小幅上升趋势；2010 年上市银行平均核心资本充足率为 9.88%，2011 年为 9.90%，2012 年为 10.30%，呈

现小幅上升趋势。银行业整体的系统安全性并没有受到不良资产周期的冲击，资本充足率小幅提升，抵御风险的能力加强。

两年间，银行指数基本呈现横盘状态，期间指数反复小幅波动。由于2011到2012年间，主要宏观经济指标持续下行，银行资产质量和盈利能力双降。但由于能够对信贷投放行业及时调整，风险控制能力较强；且利率市场化的进程尚没有完全开启，银行在资产端、负债端的议价能力均很高，息差有保障。

因此，银行股跌幅明显小于大盘，呈现出良好的相对收益，具有较好的防御特性。

### 2.2.3. 2016-2017：筑底反弹，盈利与资产质量显著改善

2015年底已经可以看到未来银行业盈利能力、资产质量改善的迹象，所以，从2015年底到2016年银行股的长期上涨趋势启动。2015年底净利润同比增速终于筑底，非利息业务收入比重持续大幅增加，成本收入比大幅下降，核心一级资本充足率、一级资本充足率以及资本充足率都达到了历史高点。盈利能力和资产质量的改善迹象明显。

**信用风险指标显示银行业资产质量显著改善。**从信用风险指标上来看，关注类贷款占比在经历了2013至2015年的快速上涨后，2016年迎来首次下降。同时，不良贷款余额和不良贷款比率在2016年的增幅比前期大幅放缓，不良贷款边际改善。（关注+不良）/贷款总额2016年也实现下降。拨备覆盖率与上年基本持平，下降趋势得到扼制。2017年不良率持续下降，拨备覆盖率持续回升，资产质量边际改善。

**效益性指标显示银行业盈利能力回升。**从效益指标上来看，净利润同比增速企稳回升，2016年净利润同比增速约为2015年净利润同比增速的1.5倍。2017年净利润同比增速约为2016年的2倍，达到10%，虽然不及2010年44%的净利润增速，但已经大大缓解了金融危机以来连续6年的利润下降趋势。2017年ROA、ROE下降趋势明显放缓，带来收益率的边际改善。净息差仍呈下降趋势。成本收入比在2016年达到历史低点。

**资本充足率指标显示银行业系统风险的安全性得到提升。**一级资本充足率和资本充足率出现回升，这代表虽然风险资产增加，但银行业对于风险的承受能力也得到了提升，整体系统性风险的安全性有保障。

**过剩产能趋于出清后，银行资产质量改善，盈利能力回升。**2015年底至2016年初，国内供给侧改革不断年推进，过剩产能快速出清，不良资产被大量清理，银行资产质量改善。GDP同比增速止跌走平。同时海外经济复苏，外需回暖。供给人为收缩加外需回暖，资产的投资收益率大幅提升，银行盈利情况改善。这期间，银行净利润同比、ROA、ROE以及净息差皆触底回升。

随着银行业资产质量和盈利能力的改善，从2016年初到2017年末，银行业指数基本跑赢大盘，2017年涨幅扩大。

### 2.2.4. 2018：防御首选，盈利保障加资产质量稳定

2018年上半年，宏观经济下行压力逐步凸显，去杠杆程度不断加深，货币市场以及信用市场偏紧的情况愈发突出。资本市场对实体经济流动性风险扩大的担忧加剧（详见课题《当前政策金融环境下潜在流动性危机风险传递机制研究》），银行盈利能力、资产质量持续显著改善的逻辑已经被打破。2018年2月到6月无论是银行股还是大盘都有较大幅度的下跌，绝对收益为负，随后银行股出现反弹。

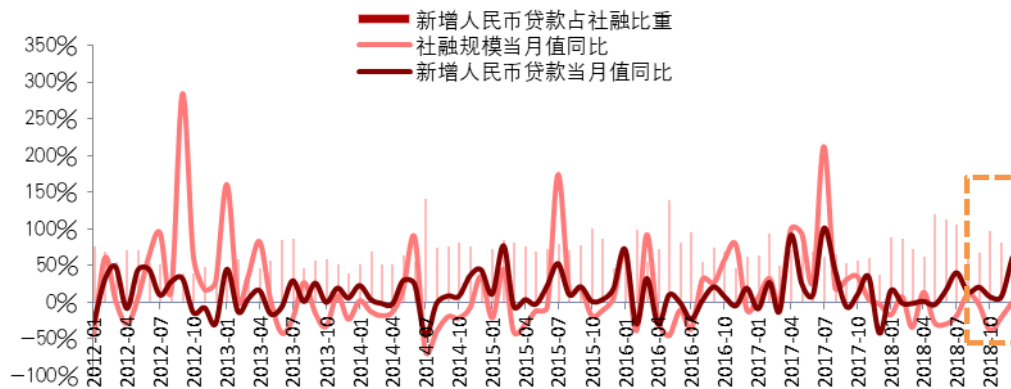
银行业因为和其他行业相比仍然具有较为稳定的盈利，且资产质量迅速恶化的可能性不高，因此获得了防御性配置的相对收益。

4月到7月，新增人民币贷款占社会融资规模的比重持续增加，银行贷款规模扩张有较强基础，同时净息差较为平稳，盈利保障性较高。这期间，由于去杠杆程度进一步加深，市场资金面也较为紧张，大盘系统性风险不断提高，股市资金继续呈现流出状态。受到大盘影响，这期间银行股仍然跟随下跌。

7月以后，政策面虽然大方向不变，但执行上有所宽松，7月理财新规的征求意见稿和9月的正式稿很大程度上减弱了市场对非标风险集中暴露的担忧。银行表外以及保险表内投资所对接的非标资产投资风险降低，有助于消除短期银行业净利润下行风险。

此后，虽然宏观经济的长期下行压力仍在，但银行新增信贷有保障，生息资产规模扩张使银行利润增速有保障。由于社会融资规模整体倚仗银行信贷，其他融资方式对银行信贷的替代作用不强，委托贷款、信托贷款在金融去杠杆的大环境下持续萎缩，企业债券融资未有明显起色，银行信贷对具有融资需求的企业来讲，作为融资途径变得愈加重要，银行业增长确定性较高，成为在大盘下跌中良好的防御板块。

图 16：人民币贷款同比增速远超社融同比（累计值，亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

同时，银行资产质量仍然较为稳定，成为支持银行股作为防御性板块，获取绝对收益及相对收益的坚实基础。虽然2018年上半年银行资产质量的边际变化较去年压力有所增加，但主要指标的生成率仍然低于当时的不良贷款率或逾期90天以上贷款率的平均水平，因此不良率和逾期90天以上贷款率仍在下降。

表 3：上市银行资产质量改善

	年化实际不良贷款生成率			不良/逾期90天以上贷款			关注类贷款占比			逾期90天以上贷款生成率		
	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1	2017H1	2017	2018H1
上市银行合计	0.80%	0.85%	0.96%	102.80%	116.73%	117.73%	3.17%	3.09%	2.86%	0.83%	0.67%	0.92%
国有行合计	0.63%	0.65%	0.78%	115.05%	131.71%	131.91%	3.27%	3.24%	2.99%	0.66%	0.49%	0.76%
股份行合计	1.27%	1.37%	1.49%	82.25%	93.80%	96.23%	3.08%	2.89%	2.80%	1.33%	1.13%	1.41%
城商行合计	0.67%	0.85%	0.60%	90.35%	99.22%	101.10%	2.06%	1.97%	1.62%	0.65%	0.72%	0.56%

数据来源：公司公告，东方证券研究所



### 3. 估值提升空间探讨：银行股估值修复空间仍在

从估值角度来看，银行股估值较为稳定，估值中枢与宏观经济增长中枢关联性较高。银行股的市净率在 2007 年之前维持在 2-2.5 左右，主要是因为宏观经济向好，银行业利润增速较高，同时不良率一直在下降，资产质量持续改善。2011 年后，宏观经济增长中枢较金融危机前下移，并维持稳定，银行股的估值从 2.5 左右逐渐下行至 1 左右，并保持长期稳定。

2016 之前银行股估值一直没有改善，一方面在于宏观经济在中速增长平台上维持稳定，调结构特征突出，对银行业盈利及资产质量的改善促进作用不明显；另一方面，从银行业本身发展规律来看，银行也已经经过了高速增长阶段，逐步迈入行业生命周期的成熟阶段，竞争业态比较稳定，“增长”赋予高估值的时期已经过去。

2016 年以后，宏观经济改善迹象明显，但银行股的估值仍存在压制因素。这种估值压制因素在于市场对银行披露不良资产的充分性存疑，担忧“四万亿”时期积累的不良资产仍隐藏在报表中没有出清。2008-2010 年间经济下行以及经济刺激计划带来的隐藏问题并没有得到充分解决，由于报表中不良资产的确认并不严格，这些没有被确认的“不良资产”会在未来对银行造成或有损失。因此，判断银行的估值的上行空间，核心在于判断估值多大程度反映了隐含的实际不良率，银行未来估值修复程度关键要素。

图 17：银行股估值长期稳定



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们在报告《看好新增信贷增速持续超预期——银行业 2019 年度策略报告》中，对当前银行业估值的隐含不良率做了测算，按照 17 年 ROE 对应的合理 PB 值 1.14，算出当前股价隐含不良率在 7%-9%之间，与银保监会公布的行业整体 1.87%的不良率有明显差距。从有效市场的角度来考虑，我们分析估值隐含的不良贷款率其实一定程度上反映了对银行未来经营情况的预期，而不仅仅是当前存量的不良贷款率。2017 年之前估值隐含不良贷款率基本维持在 7%，这其实反映了市场认为 2008 年以后宏观经济下行以及四万亿的带来的不良资产在宽松的不良确认环境下，并没有得到有效出清。2017 年市场对宏观经济企稳的预期增强，以上证 50 为代表的 A 股核心资产涨幅较大，预期银行的隐含不良率也有所降低。2018 年 2 月以后，由于去杠杆的风险暴露程度加强，叠加宏观下行压力加大，预期未来银行资产质量继续改善的可能性降低，因此市场对银行股预期的隐含不良率开始升高，并升高到历史高点。

估值预期差方面，银行的盈利增长有新增信贷作保障；资产质量上，银行在资产端议价能力

较强，资产质量迅速大幅恶化的可能性不大，至少中期内银行股的估值偏低，仍具有修复空间。当前银行在资产端具有较强的议价能力，有能力优选资产，严控资产质量风险，资本充足率和拨备覆盖率水平也较高，具有较强的不良资产缓冲能力和系统安全性。同时，由于社融持续回归信贷，银行存贷业务在资产端议价能力提升情况下，无论是在“量”还是“价”的方面，贡献利润都有保障。因此，从盈利的增长和资产质量方面，至少中短期内银行股的估值偏低（详见2019年度策略报告）。

防御性角度，即使宏观经济下行加速，市场整体行情不佳，通过长期的复盘分析，我们发现银行股在经济增长放缓期间具有较好的防御特征，市场会给予相应的防御性估值溢价，估值下行空间不大，且当前估值对资产质量过于悲观。

图 18：估值隐含不良贷款率远高于参考披露值



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 4. 个股表现驱动力：关注盈利及资产质量，踏准转型方向

从个股角度分析发现，盈利能力和资产质量的改善是促进银行股表现较好的重要因素。盈利增长及资产质量改善的源动力经历了从“对公业务”向“同业业务”再向“零售业务”的交叉转变。

2005年之前，银行业的经营同质化十分明显，除了传统的存贷业务之外，其他业务规模较小、发展较慢，银行股也呈现出较高的同质性。随后，金融创新拉开序幕，同业业务飞速发展，其中兴业银行被誉为“同业之王”。2007-2011年间，兴业银行股价表现最佳，对应较高的净利润增速和较低的不良贷款率。高利润增速的源头在于同业业务的飞速发展，同业资产扩张为总资产规模的扩张做出了重要贡献。2011-2014年间，兴业银行同业业务利息收入占总利息收入比重均超过了30%，远远高于其他银行。但2014年以后，央行开始整顿同业业务。至2016年，同业业务利息收入占总利息收入比重已经下降至3.26%，而到了2017年更是跌至2.46%。

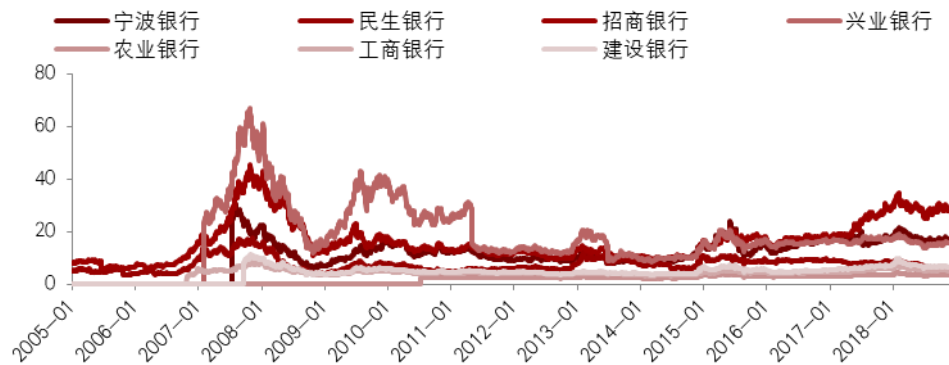
2005年以后，受到利率市场化进程的开启、金融脱媒等的影响，各家银行纷纷提出不同的转型战略。利率市场化的推动使银行利息业务的高增长面临压力，商业银行对大客户的议价能力不断下降，银行通过内生增长补充资本金，进而持续扩张的压力也更加突出。同时，商业银行的资本充足率要求更加严格。根据2005年银监会公布的《商业银行资本充足率管理办法》，要求到2007年1月1日，各商业银行资本充足率不得低于8%，核心资本充足率不低于4%。过渡期内部分银行面临资本充足率的考核压力，发展低资本消耗业务的重要性愈加凸显。零售业务以其低资本消耗、较高的资产端和负债端议价能力和较佳的资产质量成为转型趋势。（银行为何需要转型零售、如何



进行零售银行的选股详见报告《转型零售，顺势而为——商业银行转型深度研判系列之一》。）

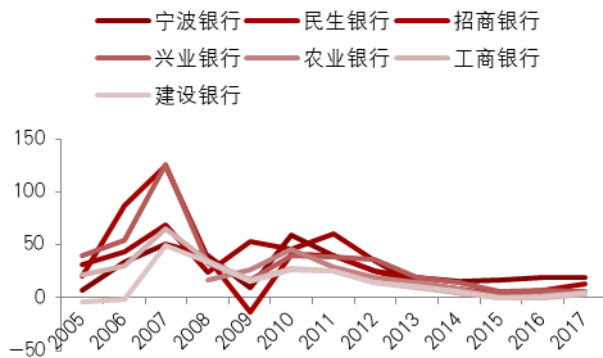
2014年以后，表现较好的银行大多是零售业务做得较好的银行。其中，工商银行、建设银行、农业银行、招商银行和宁波银行整体盈利能力和资产质量的改善较佳，整体优于上市银行平均水平，股价表现较好。其中零售业务最为成功的招商银行股价表现最佳。

图 19：主要银行股价表现与阶段性业务风口相关度较高



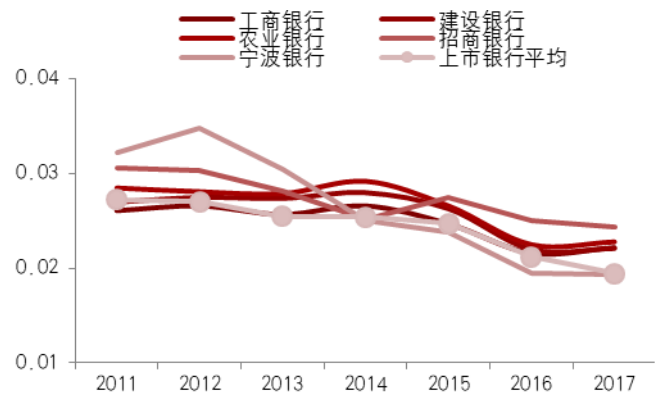
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：净利润同比增速与阶段性业务风口高相关（%）

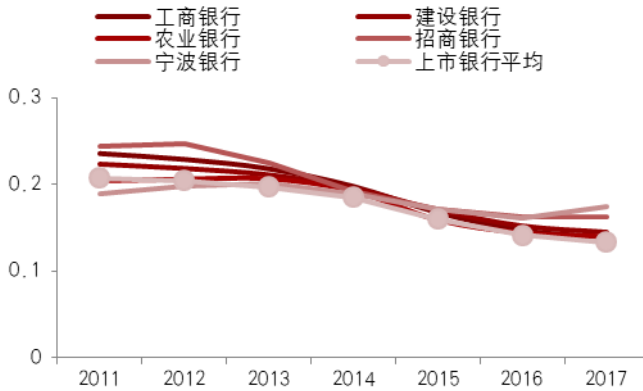


数据来源：Wind，东方证券研究所

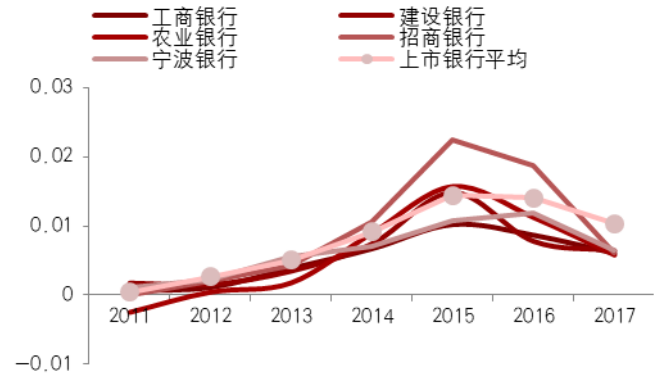
图 21：零售优势强的银行净息差高于上市银行平均值



数据来源：Wind，东方证券研究所

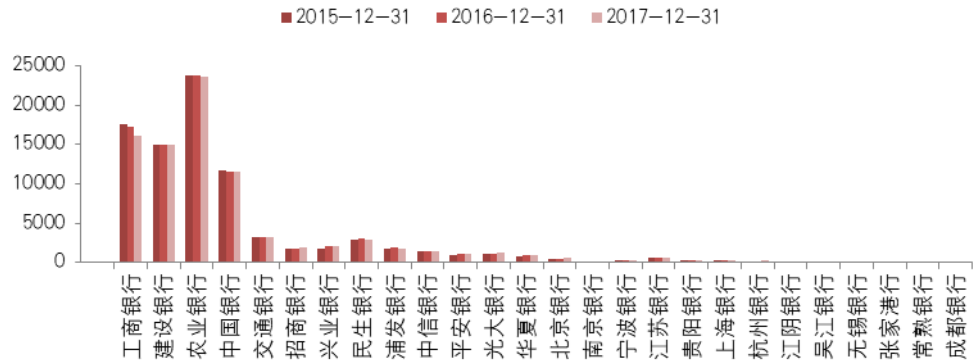
**图 22：零售业务好的银行 ROE 高于上市银行平均值**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 23：零售业务好的银行年化实际不良贷款生成率较低**


数据来源：Wind，东方证券研究所

总体而言，拥有适合当前经济政策环境下竞争优势的银行，更有可能分得绝对收益。比如，2005 年之前，存贷业务是行业最坚实的赢利点，拥有广泛客户基础和议价权的国有行是良好的投资标的；2005 年至 2014 年同业业务及各种通道业务大发展时期，中小行抓住发展时机，获得了较好的股价表现；2014 年之后随着利率市场化更加深入地推进，零售业务最为成功的招商银行，以及本身具有较强零售基础的国有行和区域优势明显的城商行表现较好。

**图 24：国有行网点数量占据绝对优势（网点数量：个）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

长期来看，银行采取不同的发展战略在中短期内均有可能获得较高的超额收益，但长期来看符合监管趋势和宏观经济演变特征的业务模式，更有可能获得长期增长。在经济下行或者监管强约束时期，客群广泛、资产多样、业务种类丰富的大行具有较强的风险分散能力，盈利能力及资产质量保障性较高，可以提供较好的相对收益。

## 5. 投资建议：防御性优选板块，关注零售业务佳的大行

银行股为优选防御性配置板块。当前，宏观经济整体下行风险较大，股票市场估值总体难有较大提升。根据复盘分析，银行股具有较好的防御性特征。银行盈利能力未见下滑，资产质量总体平稳，股息率处于较高水平。相比其它行业，银行业确定性较高，容易获得较好的相对收益。

关注零售业务带来的边际增量，看好大行的风险抵御能力。在宏观经济风险加大，企业盈利整体下行的大环境下，个人零售业务佳的银行具有较强的资产端和负债端议价能力，尤其是在增加房贷、消费贷和居民存款方面，息差有保障。个人零售业务也以其极低的不良率成为资产质量的稳定器。客群广泛、资产多样、业务种类丰富的大行具有较强的风险分散能力，获取企业端优质资产的能力较强，盈利能力及资产质量保障性较高，可以提供较好的相对收益。具体标的方面，建议关注工商银行(601398，未评级)、建设银行(601939，未评级)、农业银行(601288，未评级)、招商银行(600036，未评级)。

## 6. 风险提示

国内经济有下行压力增大风险，扩张性财政政策以及较为宽松的货币政策见效尚需时间。国内需求修复前景仍不甚明朗，可能导致银行资产端投资回报率下降，违约率上升，进而表现为盈利能力下滑，资产质量恶化。

贸易战有可能升级，对进出口造成的影响有进一步扩散的风险。若外需持续走弱，实体经济对银行信贷的需求也会受到负面影响。内需修复较慢，外需走弱，银行股“以量补价”的逻辑可能会被打破。

若监管执行力度加大，银行的风险控制能力将会面临压力。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

