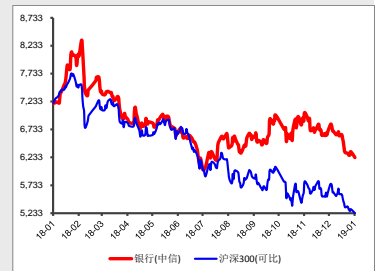


信用渐纾 业绩渐落

——银行业 2019 年年度策略

中性

市场表现 截至 2019.1.1



⑤ 稳字当头 宽货币走向宽信用

银行放贷行为、盈利能力和资产质量都跟经济周期息息相关。2019 年宏观经济下行压力增大：对外有贸易战隐忧、对内企业盈利向下、居民消费乏力。经济下行周期银行风险偏好降低，信贷向地方政府和房地产的流通渠道遭限制后，呈现宽货币紧信用格局。一方面银行间市场利率不断走低，另一方面 M2 和社融纷纷创下历史新低。随着央行多次降准和积极的财政政策，2019 年信用紧缩有望缓解。

⑤ 量稳价降 行业景气度略下行

行业基本面承压，业绩有所回落。规模方面，截至 2018 年三季度我国银行业金融机构本外币资产 264 万亿元，同比增长 7.0%，环比持平，缩表基本到位。价格方面，2018 年三季度金融机构贷款平均利率为 5.94%，环比回落 3 个 bp。这也预示着从 2016 年开始的这波利率上行已走到尾声，息差或止升向下。此外，理财存量继续调整，符合监管要求的增量短期难以大幅提升中收。银行整体业绩在 2019 年会有所下滑。

⑤ 稳中有忧 资产质量或继续恶化

资产质量是压制银行估值的关键因素之一。信用风险蔓延、企业盈利能力下滑，银行整体不良率从 2017 年的 1.74% 攀升到 2018 年第三季度的 1.87%。2019 年监管对不良确认的严要求没变、企业利润向下走的趋势没变，因此银行整体不良仍将小幅上升。而行业内部的分化也会持续，即强者恒强、优者恒优。同时，行业计提拨备的压力也会提升，这将进一步拖累公司业绩。

⑤ 投资策略

我们预计 2019 年银行整体业绩和资产质量都将略逊与 2018 年，估值进一步提升空间有限，给予 2019 年银行业“中性”的评级。个股方面，推荐名副其实的零售王者招商银行（600036）、低估值高弹性的兴业银行（601166）。

⑤ 风险提示

经济增速超预期下滑 监管政策的不确定性 系统性金融风险

分析师：贺众营

执业证书号：S1490514050001

Tel: 010-85556195

邮箱: hezhongying@hrsec.com.cn

联系人：孙珍珍

执业证书号：S1490117070023

Tel: 010-85556190

邮箱: sunzhenzhen@hrsec.com.cn

证券研究报告

目 录

一、2018 年银行业回顾.....	4
(一) 行情面：跑赢大市，相对收益明显.....	4
(二) 基本面：估值低位 短期难以回升.....	5
(三) 政策面：资管新规落地 鼓励支持民企.....	6
二、2019 年宏观篇：稳字当头 宽货币走向宽信用.....	8
(一) 经济周期：稳中有变 稳中有忧.....	8
1、经济增速：下行压力渐增.....	8
2、企业盈利：修复持续性受限.....	9
3、居民消费：静观减税效果.....	9
(二) 信用周期：纾解信用扩张之困.....	10
1、货币政策：滴灌还是漫灌？.....	10
2、财政政策：发力正当时.....	11
3、宏观审慎：强化引导作用.....	12
数据整理：华融证券.....	13
三、2019 年行业篇：业绩回落 景气度或有下行.....	13
(一) 资产负债：从负债荒到资产荒.....	13
1、规模：收缩基本到位 略有反弹.....	13
2、结构：调整持续进行 突出主业.....	14
3、矛盾：贷款需求回落 寻找优质标的.....	15
(二) 业绩增速：从复苏到回落.....	16
1、息差：稳中有降 利息收入承压.....	16
2、中收：边际改善 理财重新起航.....	17
3、创新：科技助力 布局零售领域.....	19
(三) 资产质量：从拐点到隐忧.....	19
1、不良：小幅上升 内部有所分化.....	19
2、拨备：平滑利润 计提压力增加.....	20
四、投资建议.....	21
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 2018 年银行板块涨幅位列第二	4
图表 2: 2017 年银行各子板块涨幅情况	5
图表 3: 2018 年银行各子板块涨幅情况	5
图表 4: 2018 年银行盈利能力稳步提升 (%)	6
图表 5: 银行估值纵向比较	6
图表 6: 严监管下表外融资仍然承压	7
图表 7: 宏观经济下行压力加大 (%)	8
图表 8: 工业企业利润难以持续修复加速下滑 (%)	9
图表 9: 人均可支配收入短期难以显著提高 (%)	10
图表 10: 居民短期贷款持续走高 (%)	10
图表 11: 表外断崖下滑制约信用扩张 (%)	11
图表 12: 信用周期跟房地产和基建周期息息相关 (%)	11
图表 13: 基建投资走低拖累固定资产整体投资 (%)	12
图表 14: 财政发力有利于纾解信用紧缩 (%)	12
图表 15: MPA 从七大方面对商业银行进行考核	13
图表 16: 银行资产规模收缩基本到位	14
图表 17: 上市银行资产结构分布	15
图表 18: 上市银行负债结构分布	15
图表 19: 上市银行资产内部结构同比增速	15
图表 20: 上市银行负债内部结构同比增速	15
图表 21: 银行长期贷款疲弱有效需求不足	16
图表 22: 贷款需求指数大幅下滑	16
图表 23: 上市银行净息差净利差走势 (%)	17
图表 24: 上市银行净利息收入同比增速 (%)	17
图表 25: 上市银行非息收入及增速、占比 (亿元, %)	18
图表 26: 银行理财余额及增速 (万亿, %)	18
图表 27: 上市银行非息收入占比 (%)	18
图表 28: 部分银行对金融科技战略定位	19
图表 29: 银行整体不良率及关注类贷款占比 (%)	20
图表 30: 上市银行不良率 (%)	20
图表 31: 上市银行拨备覆盖率	21
图表 32: 招商银行 (600036) 盈利预测	22
图表 33: 兴业银行 (601166) 盈利预测	22

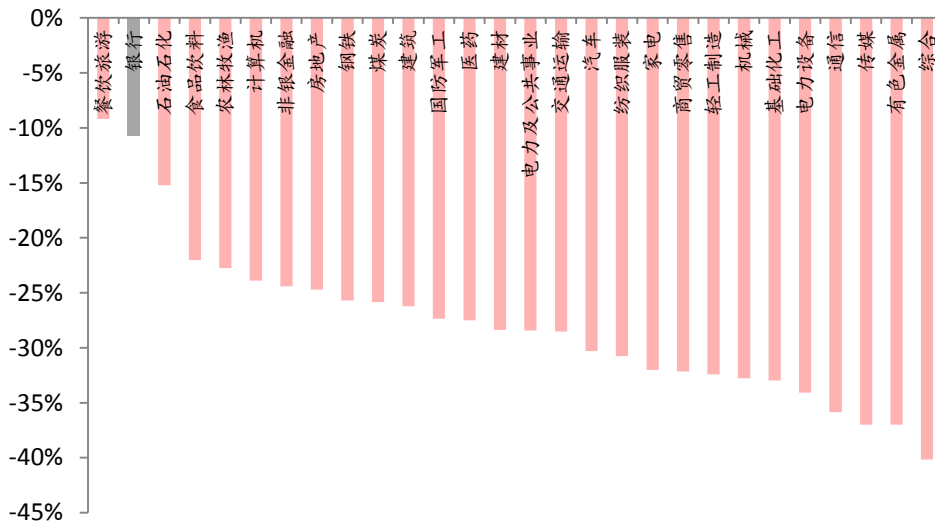
一、2018 年银行业回顾

(一) 行情面：跑赢大市，相对收益明显

2018 年银行金融指数累计下跌 11%，在 29 个中信一级行业中排名第二，同期沪深 300 指数下挫 25%，银行金融指数跑赢沪深 300 指数 14 个百分点。

银行板块表现强于市场主要有两条逻辑，一是基本面稳健，虽然 2018 年监管仍高压，但银行基本面全方面改善，贷款利率不断上行使息差稳中有升、企业盈利维持高位使资产质量压力减缓，银行整体业绩有所反弹；二是市场低迷情况下，银行板块防御价值凸显，成为整个市场的压舱石。2018 年 A 股主要指数跌幅巨大，上证指数、深证成指、创业板指分别下跌 24.59%、34.42%、28.65%。

图表 1：2018 年银行板块涨幅位列第二

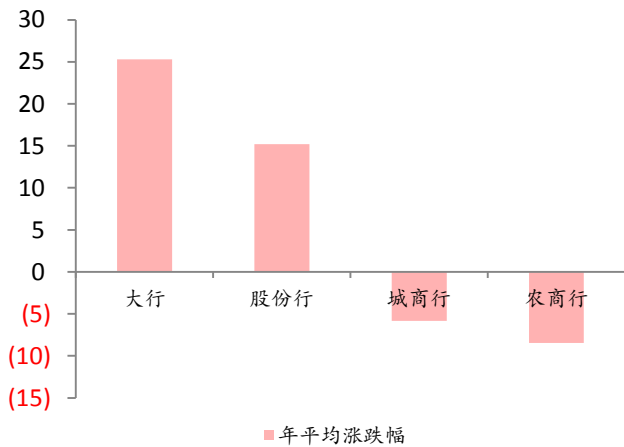


数据来源：Wind，华融证券

与 2017 年相比，2018 年银行板块内部情况相似：大行 2018 年内涨跌幅为 -8%，表现最好；农商行涨跌幅为 -26%，拖累板块整体。这主要是因为：防风险作为三大攻坚战之首，在过去为了实现该目标金融行业监管处于不断收紧的状态，大行业务布局更加合理，受金融严监管的负面影响相对较小，反而得益于行业集中度的提升；中小银行存款增长乏力、同业负债压缩、资产调整压力大等制约其估值的提升。个股方面，上海银行，农业银行、交通银行、光大银行和中国银行表现相对较好，涨跌幅分别为 14%、-1.3%、-2.03%、-4.08%、

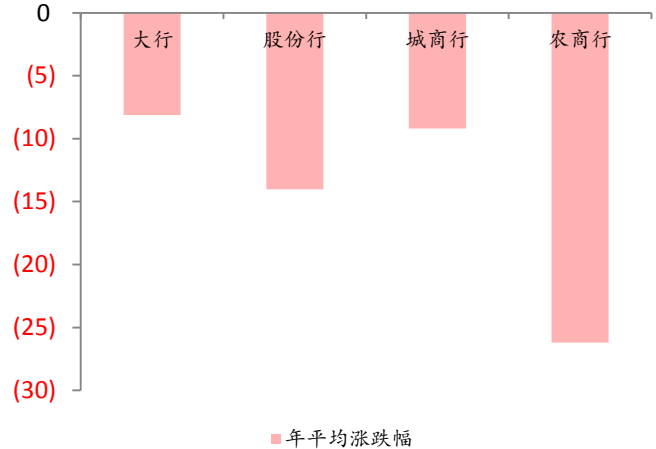
-4.53%，上海银行是因为业绩略超预期及自身回购，农行交行光大和中行则估值无论纵向还是横向均处于低水平，安全边际高。

图表 2：2017 年银行各子板块涨幅情况



数据来源：Wind，华融证券

图表 3：2018 年银行各子板块涨幅情况



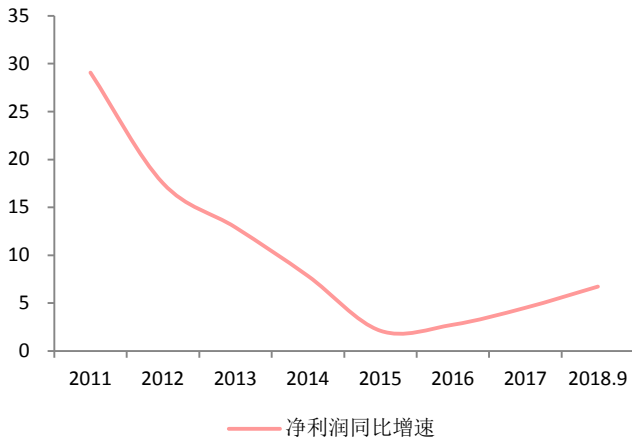
数据来源：Wind，华融证券

(二) 基本面：估值低位 短期难以回升

2018 年银行盈利处于改善通道中，上市银行净利润增速由 2017 年的 4.8% 反弹至 2018 年第三季度的 6.9%，改善幅度明显。但是银行估值并未提升，反而有所下降，截至 2018 年 12 月 24 日，A 股上市银行 PB 为 0.76 倍，PE 为 6.13 倍，二者均处于一个历史底部。估值水平的下移主要反映了投资者对经济的悲观，对银行资产质量的担忧。2018 年信用风险频发，全年新增 42 家违约主体，涉及债券 118 只。违约金额方面，2018 年债券市场涉及违约金额达 1154.5 亿元，而 2017 年这一数据为 337.5 亿元。信用风险的扩散加剧了投资者对银行资产质量的担忧，使银行板块估值持续走低。

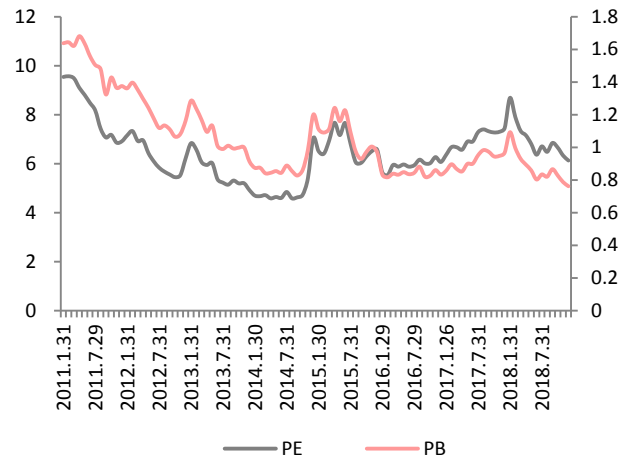
未来随着经济增速趋缓，央行仍将多次降准，一方面释放流动性力图宽信用，另一方面通过降低银行负债成本的方式来降低企业的融资成本。降准可期、降息难盼情况下，银行息差或稳中略降，盈利能力有所下滑。经济磨底过程中企业现金流量表或继续恶化，金融机构面对较高的信用风险仍是投资者的担忧所在。2019 年非金融类信用债到期量合计 4.64 万亿，其中除短融外的中长期债券到期量 2.94 万亿，同比增长 11%。另外，2019 年全部信用债的总付息金额目前计算已超过 1 万亿，比 2017 年和 2018 年分别增长 10% 和 3%。虽然银行持有信用债规模较小，但是金融体系天然具有传染性，因此我们认为银行板块的估值短期难以显著回升。

图表 4：2018 年银行盈利能力稳步提升 (%)



数据来源：Wind，华融证券

图表 5：银行估值纵向比较



数据来源：Wind，华融证券

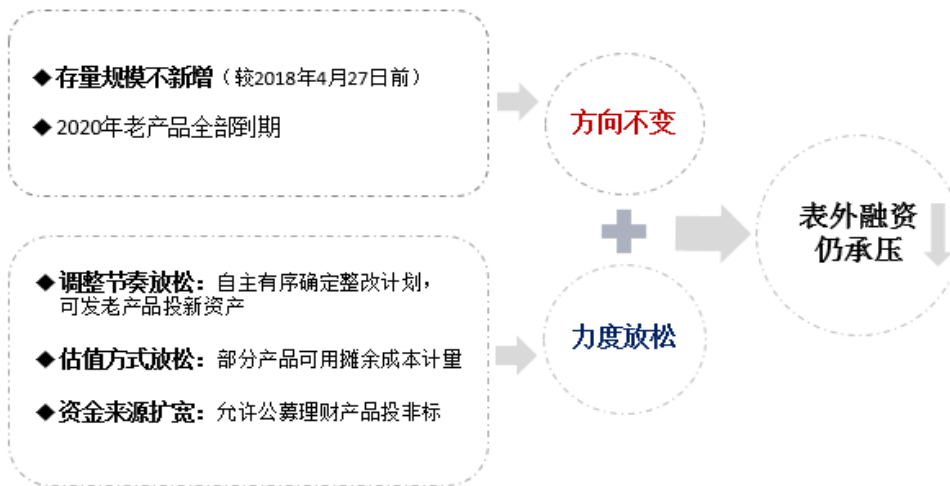
（三）政策面：资管新规落地 鼓励支持民企

金融去杠杆成为过去两年影响资本市场最重要的不确定性，货币政策的趋紧叠加金融监管的发力使资本市场出现较大幅度调整，广义货币 M2 创下历史最低的 8%，金融机构加权平均利率高位维持在 5.94%，其他存款性公司同业资产收缩上万亿。我们曾将金融去杠杆分为四个步骤：（1）货币边际收紧：拉长资金期限——2016 年 8 月和 9 月央行分别重启了 14 天逆回购 28 天的逆回购，抬升资金成本——2017 年一季度央行两次上调 MLF 利率；（2）存量业务的整顿：2016 年 12 月央行将表外理财纳入广义信贷、2017 年 3 月银监会“三违反、三套利、四不当”监管风暴、8 月央行将明年一季度起资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核；（3）增量业务的规范：资管新规制定基本方向和原则，监管细则随后跟进；（4）监管体系协调、行业发展有序：金融监管体系日渐完善，使以往分业监管、混业发展滋生的监管套利难以为继，行业边界明确后步入健康良性发展，更好服务实体经济。我们可以看到，现阶段金融去杠杆已基本完成过渡到稳杠杆。

资管新规在 2018 年逐步落地，落地后对银行影响几何？资管新规细则有所放松，如银行调整节奏放松可以自主有序确定整改计划；部分产品可以用摊余成本法；允许公募基金投资非标等。但是最核心的要求并没有改变，打破刚性兑付、净值化管理、不许期限错配、存量规模不新增、老产品 2020 年全部到期等。短期内银行表外将持续收缩，拖累非息收入；长期看银行纷纷成立理财子公司，子公司为未来银行理财市场打开了更为宽广的想象空间。首先是不设置理财产品销售起点金额，使得银行理财与公募基金站在了“同一起跑线”；

其次，拓宽了投资者购买渠道，不仅银行业金融机构可以代销，其他银保监会认可的机构也可代销；三是允许子公司发行分级理财产品；四是允许子公司发行的公募理财产品直接投资股票。

图表 6：严监管下表外融资仍然承压



数据整理：华融证券

解决小微企业融资难融资贵、修复民营企业融资能力在 2018 年也成为政策的一个主基调。稳就业位居六稳之首，稳就业的前提是重新激发民营经济的活力。为此央行提出“三支箭”的政策组合，从信贷、债券、股权等方面，引导金融机构加大对民营企业小微企业的支持力度。银保监会主席郭树清提出“一二五”目标，即大型银行对民营企业贷款占比不低于 1/3，中小型银行占比不低于 2/3，并且争取三年以后银行业整体对民营企业贷款占新增企业类贷款的比例不低于 50%。随后资本市场马上用暴跌的形式对官方定调给与了回应。

实际上，从 2018 年以来很多银行已经积极响应政策号召，加大对小微、科创等领域的贷款，前三季度单户授信 1000 万元以下(含)小微企业贷款增长 19.8%，远超银行平均贷款增速。小微给银行带来的可谓“喜忧参半”，一方面小微相对于国企议价能力较弱，银行定价能力强从而提升了其净息差，18 家主要商业银行(5 家大型国有银行、邮储银行以及 12 家股份制银行)对小微企业平均利率 6.23%，远高于金融机构加权平均利率；另一方面由于信息相对不透明，小微企业风险较高，信息成本和信用成本给银行带来较多挑战。信用风险的不断攀升不断侵蚀银行的利润，甚至对其可持续经营都构成威胁。大数据挖掘、征信等领域信息技术的快速发展某种程度上有利于消除信息不对称，但真正解决小微融资问题依旧任重而道远。

二、2019 年宏观篇：稳字当头 宽货币走向宽信用

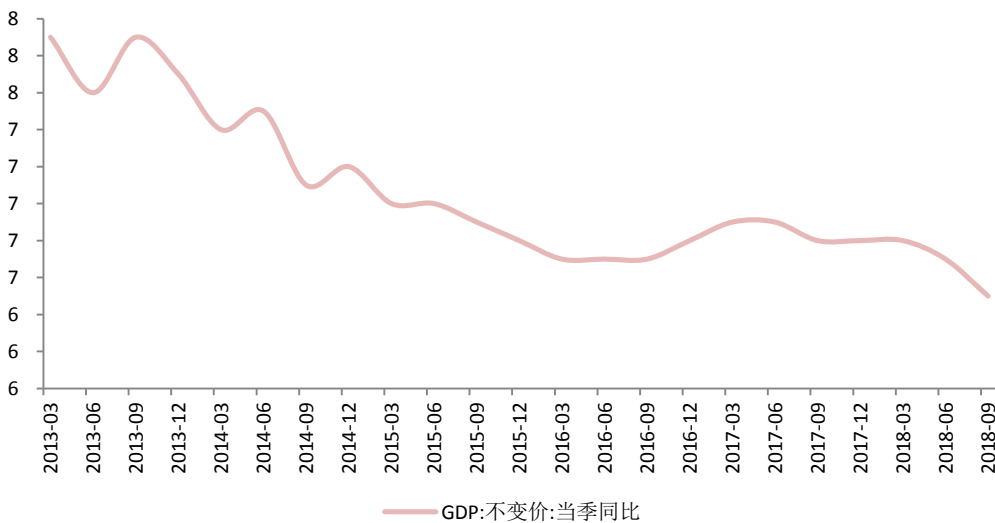
（一）经济周期：稳中有变 稳中有忧

1、经济增速：下行压力渐增

银行作为典型的顺周期行业，放贷行为、盈利能力和资产质量都跟经济周期息息相关。从 2014 年 12 月开始央行连续六次降息降准，宽松的货币条件下房地产一路高歌猛进使得房地产投资和相关产业链走好，叠加全球经济复苏下出口向好，中国经济在 2016 年迎来一波复苏，银行业基本面逐渐走好，业绩向上不良向下，中信银行指数也创下了历史新高。随后大盘整体走弱及经济走弱使银行板块整体有所回调，但是全年相对收益仍明显。

2019 年宏观经济挑战更大：贸易战下出口承压、信用紧缩下企业资产负债恶化、地产大潮回落拖累投资等使得经济动能趋弱，下行压力陡增。但银行拨备尚处高位，且监管和流动性的放松将大幅缓解银行的资产质量压力，未来银行盈利能力有所下滑，但幅度较小。

图表 7：宏观经济下行压力加大 (%)



数据整理：华融证券

2、企业盈利：修复持续性受限

2015 年底中央经济工作会议首次提出“三去一降一补”以来，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，供给侧改革随之启动。2016 年开始的供给侧改革使得上游企业产能出清、价格、利润大幅改善，工业企业利润总额随之在 2017 年初达到 31.5% 的顶峰，之后呈现缓慢回落的趋势。工业企业盈利能力从高点的 31.5% 回落到 2018 年 11 月的 11.8%。现阶段供给侧改革已取得阶段性胜利，供给侧改革力度减弱和高基数下工业企业利润仍将继续回落。

企业盈利走弱后银行不良率从 2018 年一季度的 1.75% 上升到第三季度的 1.87%，2019 年信用风险或进一步暴露，但相对可控。

图表 8：工业企业利润难以持续修复加速下滑 (%)



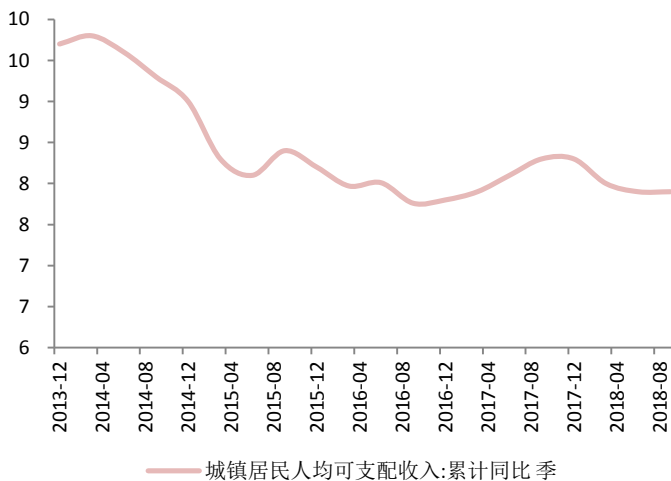
数据整理：华融证券

3、居民消费：静观减税效果

消费金融越来越受到银行的青睐，金融机构短期贷款增速高达 24%，2018 年最终消费支出对 GDP 的贡献率也处于历史高位的 78%。2019 年国家又出台了一系列促进消费的措施：首先是个税改革，新一轮个税改革将起征点调高至每月 5000 元，3%、10% 和 20% 三档税率级距扩大，同时增加子女教育、继续教育、大病医疗、房贷利息和房租以及赡养老人等六项支出的专项附加扣除。这对中低收入群体的减税效果明显，而这部分人群带来的边际消费更多；其次

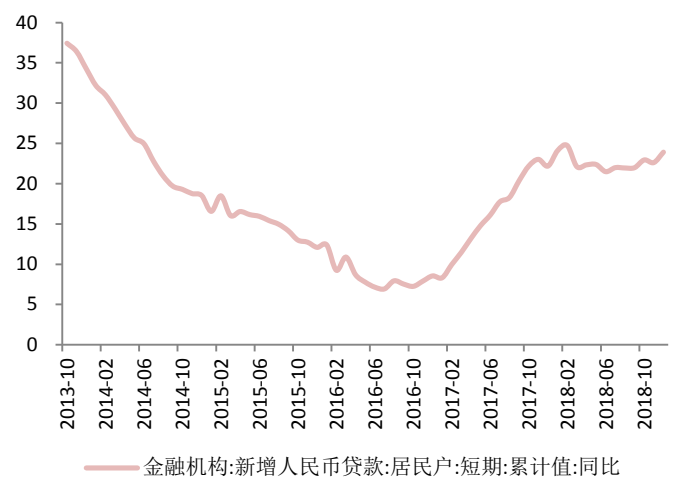
发改委也提出要进一步出台鼓励汽车和家电的刺激新政；最后是消费体制机制的建设更加完善。2018年9月份，《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》以及《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》发布，将推动优化消费政策体系、标准体系和信用体系，有利于激发居民消费潜力。

图表 9：人均可支配收入短期难以显著提高 (%)



数据来源：Wind，华融证券

图表 10：居民短期贷款持续走高 (%)



数据来源：Wind，华融证券

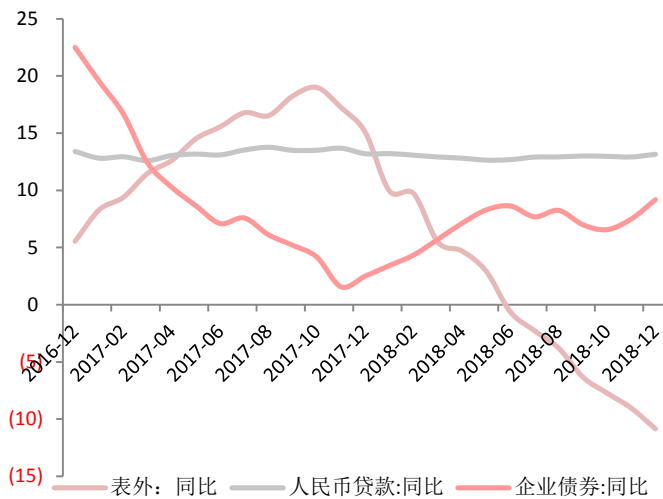
(二) 信用周期：纾解信用扩张之困

1、货币政策：滴灌还是漫灌？

2018年M2持续低于名义GDP的增长，“宽货币、紧信用”矛盾日益突出。信用的紧缩主要是表外下滑，尤其是非标的全方位萎缩。为纾解信用扩张之困，货币当局开始鼓励商业银行加大信贷投放和债券配置、资管新规细则也边际放松，但表外的断崖式下滑仍拖累社融增长。央行通过多次降准来释放流动性扩张信用，效果并不理想。

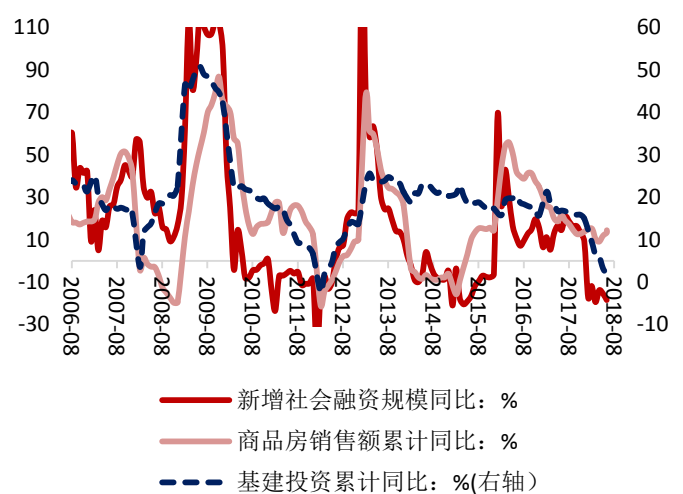
房地产和基建往往是“吸金大户”，其融资需求对全社会信用走势有较大影响。2019年房地产投资边际走弱，基建投资会有反弹，综合来看信用紧缩有所缓解，但反弹有限。央行的滴灌式的货币政策或转向整体略微宽松的货币政策。

图表 11: 表外断崖下滑制约信用扩张 (%)



数据来源: Wind, 华融证券

图表 12: 信用周期跟房地产和基建周期息息相关 (%)



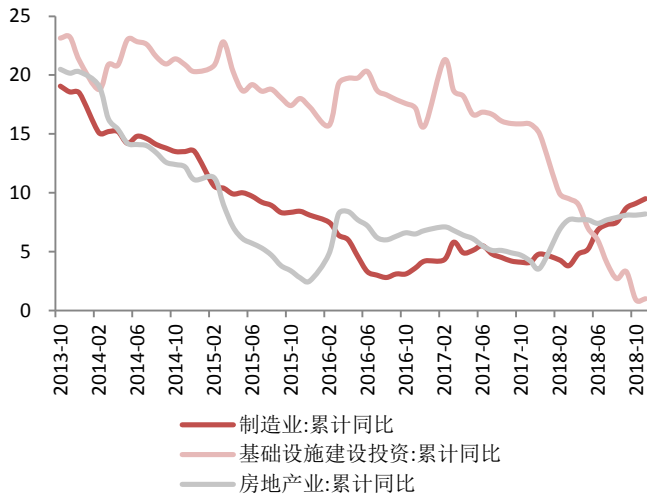
数据来源: Wind, 华融证券

2、财政政策：发力正当时

2018 年中央对地方政府债务仍采取高压势态，“偏门”遭围堵的情况下，“正门”即地方债发行下半年虽有所提速但仍是心有余力不足，基建投资增速坍塌式下滑。2019 年，财政政策将接力货币政策，成为短期需求管理的主要工具，预计财政政策将加速发力。

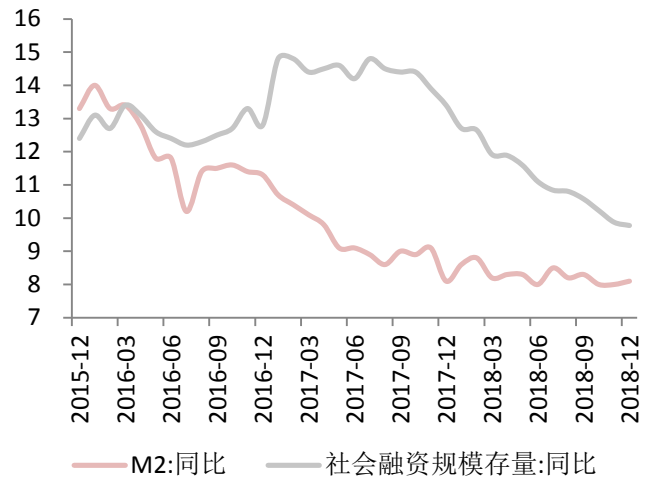
首先，地方债扩容。2018 年 12 月 29 日，全国人民代表大会官网发布第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议决定称，在 2019 年 3 月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，授权国务院提前下达明年地方政府新增债务限额。其中，地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元。其次，增值税减税有望加速。增值税税率有望进一步下调，充分发挥增值税减税拉动固定资产投资、更多利好高效率企业的效应。同时，针对小微企业和小微企业所受金融服务的增值税专项减免，亦有可能进一步扩大。积极的财政政策下，基建投资增速或回升到 8% 附近，从而支撑固定资产整体投资。2018 年 9 月央行首次将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计，2019 年地方债的扩容无疑有利于社融的企稳，此外财政发力使得财政存款减少，而财政存款的减少对 m2 是正面作用，有利于 m2 低基数上的反弹。

图表 13: 基建投资走低拖累固定资产整体投资 (%)



数据来源: Wind, 华融证券

图表 14: 财政发力有利于纾解信用紧缩 (%)



数据来源: Wind, 华融证券

3、宏观审慎: 强化引导作用

央行最近几年一直在构建“货币+宏观审慎”双支柱的政策构架。MPA 作为构建宏观审慎政策框架的重要探索之一,自实施以来对商业银行和金融体系产生了深远的影响。2016 年央行开始实施 MPA 考核,商业银行开始告别资产规模的高速扩张阶段;2017 年开始将表外理财纳入广义信贷,商业银行表内和表外资产都开始收缩;2018 年一季度起,将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核,商业银行同业急剧萎缩。

央行一直注重货币政策和宏观审慎的协调,例如鼓励小微贷款,货币政策方面,将未经央行内部(企业)评级的单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入常备借贷便利(SLF)的合格抵押品范围;宏观审慎方面,在“信贷政策执行情况”中增设临时性专项指标,引导定向降准范围内的金融机构将净释放资金用于发放小微企业贷款,并要求该类机构小微企业贷款加权平均利率不高于 2018 年第一季度小微企业贷款加权平均利率。未来央行将进一步通过宏观审慎来引导商业银行的行为,实施“奖惩分明”的监管政策,从而更好进行逆周期调节。

图表 15: MPA 从七大方面对商业银行进行考核

7大方面 (各100分)	多个指标
资本与杠杆情况	资本充足率 (80分)、杠杆率 (20分)、总损失吸收率 (20分)
资产负债情况	广义信贷 (60分)、委托贷款 (15分)、同业负债 (25分)
流动性	流动性覆盖率 (40分)、净稳定资金比例 (40分)、遵守准备金制度 (20分)
定价行为	利率定价 (100分)
资产质量	不良贷款率 (50分)、拨备覆盖率 (50分)
跨境融资风险	跨境融资风险加权资产余额 (100分)
信贷政策执行	信贷政策评估结果 (40分)、信贷政策执行情况 (30分)、央行资金运用情况 (30分)
	评估标准
A档	七大方面指标均为优秀 (优秀线90分), 执行最优档激励
B档	除A档、C档外机构, 执行正常档激励
C档	资本和杠杆情况、定价行为中任意一项不达标, 或资产负债情况、流动性、资产质量、融资风险、信贷政策执行中任意两项及以上不达标 (达标线60分), 给予适当约束

数据整理: 华融证券

三、2019 年行业篇：业绩回落 景气度或有下行

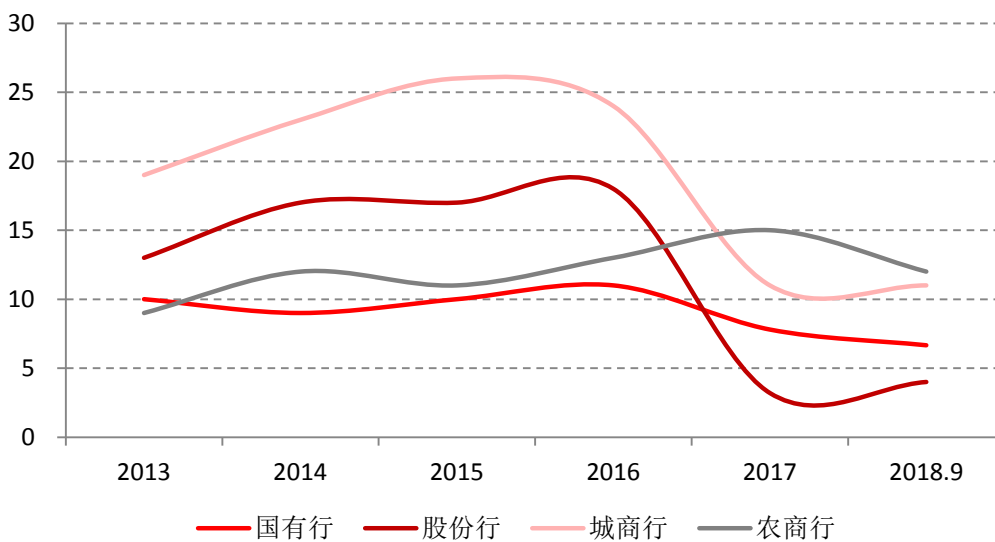
(一) 资产负债：从负债荒到资产荒

1、规模：收缩基本到位 略有反弹

十九大报告中提出三大攻坚战，即指防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治。防风险，尤其是防金融领域风险放在首位体现了中央最高层对金融的态度。银行作为金融领域中最重要分支也开始其缩表旅程。截至 2018 年三季度末，我国银行业金融机构本外币资产 264 万亿元，同比增长 7.0%，环比持平。其中，大型商业银行本外币资产 98 万亿元，占比 37.2%，资产总额同比增长 6.9%；股份制商业银行本外币资产 46 万亿元，占比 17.3%，资产总额同比增长 4.0%。在两年前的 2016 年银行业整体增速高达 15.8%，收缩幅度可谓巨大。

截至 2018 年三季度在 29 家上市银行中，国有行资产同比增速为 6.66% 持续下滑，这主要是国有行规模庞大、调整缓慢；股份行资产同比增速 4%，较 2017 年末反弹近 1 个百分点，这是因为股份行反应更加灵敏，在过去调整中最为激烈和到位；城商行资产同比增速 11%，与年初持平；农商行资产增速同比 12%，较年初下降 3 个百分点。2019 年，在股份行带动下行业整体规模或有所反弹。

图表 16：银行资产规模收缩基本到位



数据来源：Wind，华融证券

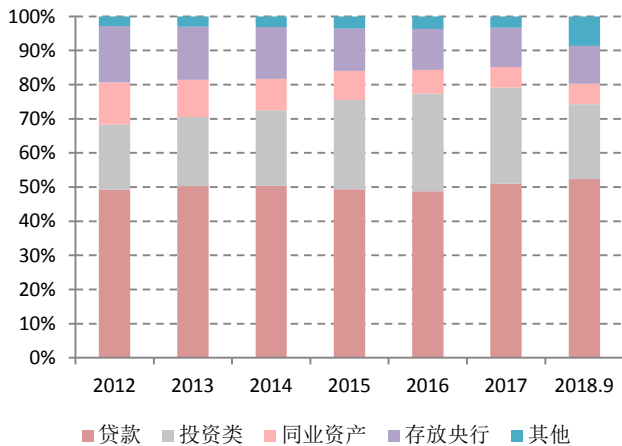
2、结构：调整持续进行 突出主业

银行资产负债结构曾在过去成为决定银行估值的最重要因素。2017 年银行的主要矛盾在负债端：存款乏力、同业受限使中小行负债端捉襟见肘；货币偏紧、利率上行使中小银行负债成本水涨船高。反观大行，存款占比较高增强了负债端的稳定性、降低了负债端的成本，因此银行股在这一年是得负债者得高涨幅。2018 年银行结构的矛盾逐渐从负债端向资产端转移，央行多次降准释放流动性和降低银行的负债成本，对于中小银行虽然负债端压力犹存，但是缺乏优质资产使资产端也面临挑战，在这一年则是低估值银行或有预期差的银行获得了较好的收益。

2019 年银行结构调整将持续进行：资产端，信贷占比在过去两年从 48% 提升到 52%，2019 年信贷占比将保持稳定，或难进一步提升。具体投向方面，零售贷款仍是必争之地、对公基建领域有空间、小微民企保持高增长。投资类，

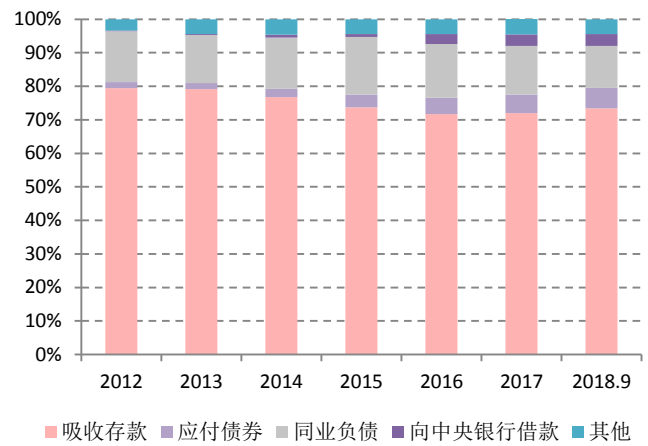
非标持续压缩、利率债吸引力犹存。负债端，存款竞争压力依旧、大行优势明显、同业负债+同业存单占比稳定。理财新规落地，过渡期的结构性存款将持续压缩，进一步降低银行的负债成本。

图表 17: 上市银行资产结构分布



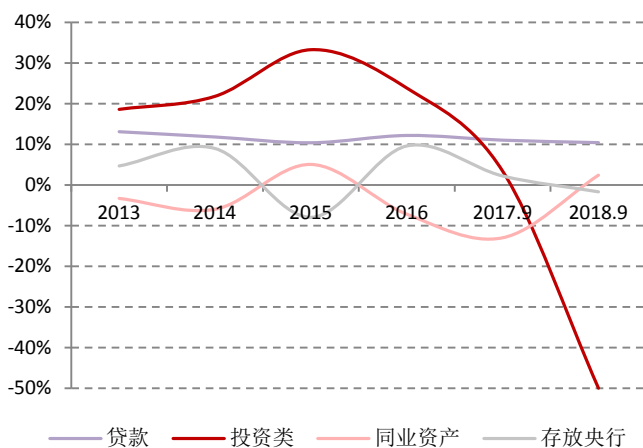
数据来源: Wind, 华融证券

图表 18: 上市银行负债结构分布



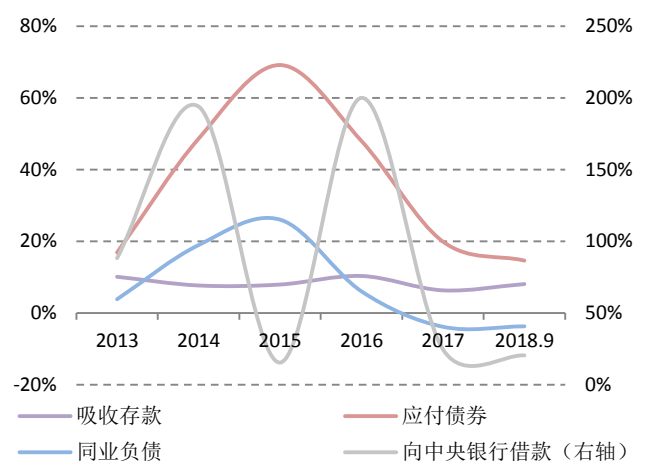
数据来源: Wind, 华融证券

图表 19: 上市银行资产内部结构同比增速



数据来源: Wind, 华融证券

图表 20: 上市银行负债内部结构同比增速



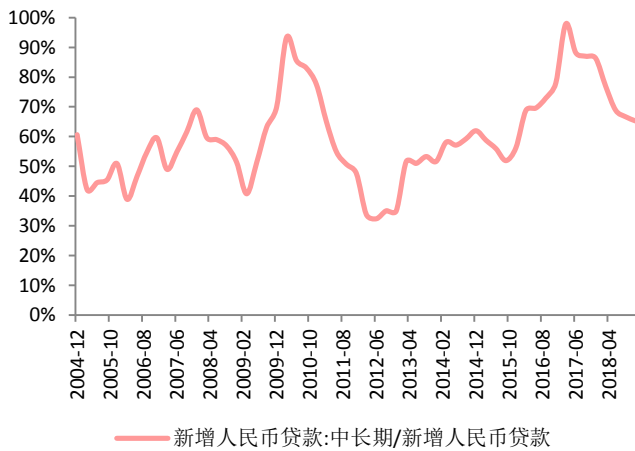
3、矛盾：贷款需求回落 寻找优质标的

尽管有人担心资本充足率的“硬约束”可能对未来商业银行的信贷投放造

成影响，但事实并非如此。当前商业银行整体资本充足率还算充足，同时银行利润的增长也可对资本形成一定补充。事实上真正制约银行资产扩张的是银行过低的风险偏好。随着去杠杆背景下实体经济趋缓以及贸易战的发酵，企业的现金流预期恶化、社会信用风险上升，这些都使得商业银行的风险偏好持续走低。银行的放贷行为更为谨慎，从而对信贷扩张产生较为明显的约束。

中长期贷款占新增贷款比和贷款需求指数较好反应银行的风险偏好，我们可以看到近期二者均呈现较大幅度的回落。以往基建和房地产占信贷的半壁江山，现阶段地方债务约束和对地产的高压事态使得信贷流向这些领域受限，而银行短期尚未形成对其他领域高效的风险识别和管控程序。2019 年寻找优质资产仍成为银行资产端的重要使命，在资产端有优质项目储备和民企小微领域有丰富经验的银行将会有较明显的优势。

图表 21: 银行长期贷款疲弱有效需求不足



图表 22: 贷款需求指数大幅下滑



数据来源: Wind, 华融证券

(二) 业绩增速: 从复苏到回落

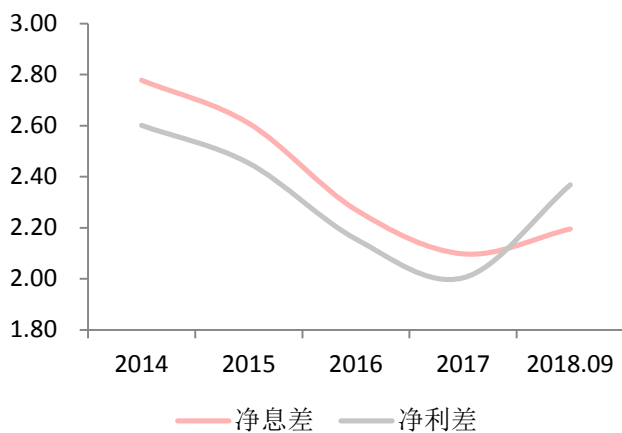
1、息差: 稳中有降 利息收入承压

过去两年银行整体迎来一波复苏。截至 2018 年三季度上市银行实现营业收入 3.2 万亿, 同比增长 8%, 远高于 2016 年、2017 年的营收增速 1%、3%。营业收入的大幅提升得益于息差的扩张, 上市银行 2016/2017/2018Q3 的净息差分别为 2.27%、2.10%、2.20%; 净利差分别为 2.15%、2%、2.37%。息差

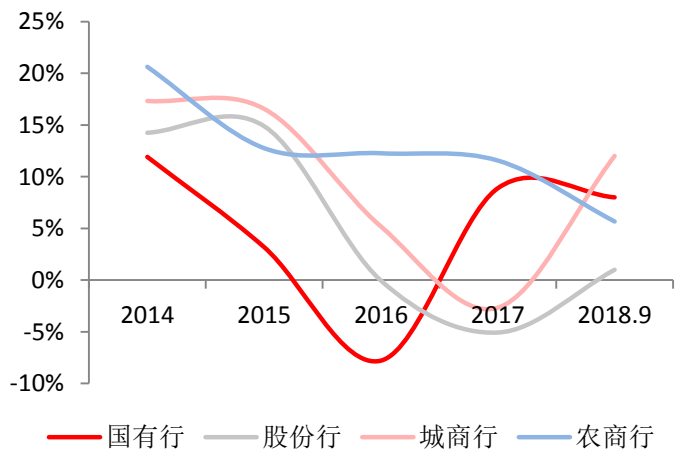
带动下净利息收入呈反弹态势，其中五大行净利息收入增速从 2016 年-7.78% 的低点反弹到 2017 年的最高点 8.88%，截至 2018 年三季度仍处于 8% 的高位；股份行和城商行净利息收入的低点则在 2017 年，晚于国有五大行，因此当下也仍处于反弹通道中，滞后于大行；农商行则走出稳步下滑的独立趋势。

根据央行《2018 年第三季度货币执行报告》看到金融机构贷款平均利率为 5.94%，环比回落 3 个 bp。这也预示着从 2016 年开始的这波利率上行已走到尾声。利率的传导只会迟到，但不会缺席。银行间利率的不断走低将逐渐传导到信贷端，银行息差渐承压从而拖累利息收入。此外，经济下行周期，银行也需要让利于企业，切实有效降低实体经济的融资成本。因此，2019 年我们认为银行的利息收入表现较 2018 年有所逊色。

图表 23：上市银行净息差净利差走势 (%)



图表 24：上市银行净利息收入同比增速 (%)



数据来源：Wind，华融证券

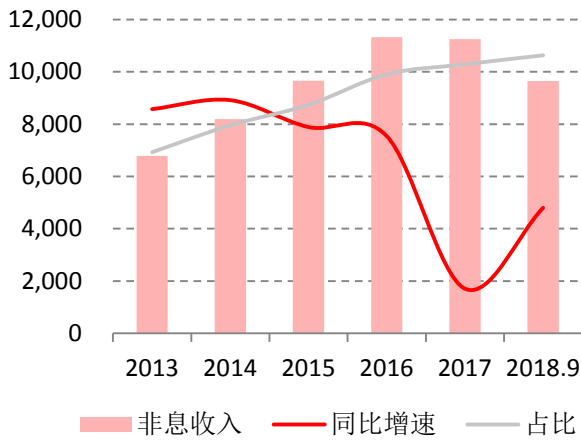
2、中收：边际改善 理财重新起航

“回归本源”基调下，商业银行中间业务收入在过去两年告别高增长，非息收入同比增速从 2016 年 17% 下跌到 2017 年的负增长。2018 年资管新规边际放松、居民对综合金融服务的需求等支持商业银行非息收入实现了一个较大幅度的反弹，截至 2018 年三季度上市银行非息收入同比增速为 9%。同时我们也看到非息收入占营收的比重一直在稳步提升，从 2013 年的 15% 上升到 2018 年的 26%。非息收入的提升得益于银行业务的多元化，它能增加银行的风险抵御能力，有效应对息差下滑对业绩的冲击。

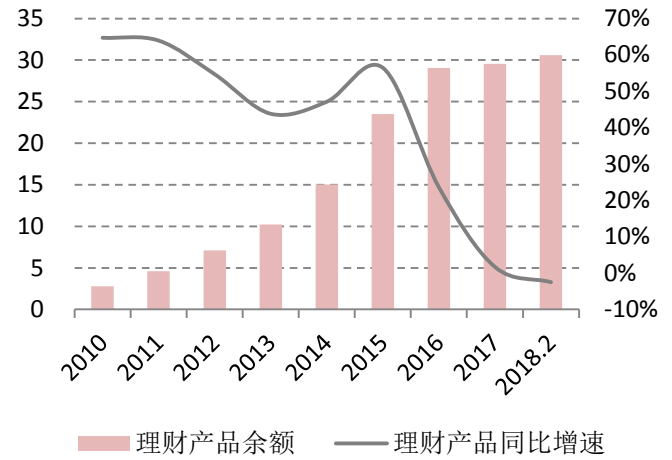
2018 年 4 月 27 日，一行两会外管局发布的《关于规范金融机构资产管理

业务的指导意见》标志着银行理财也进入了一个新的阶段。净值化作为银行理财的根本原则短期制约理财规模发展，长期则释放银行风险，真正实现买者自负盈亏。预计 2019 年理财规模将略有收缩，然后慢慢企稳。

图表 25: 上市银行非息收入及增速、占比 (亿元, %)

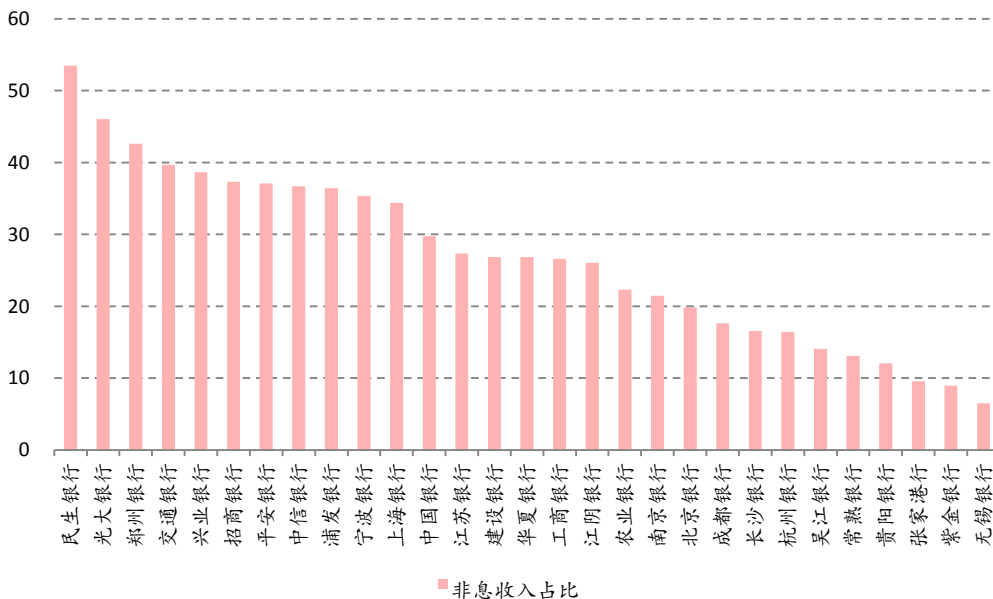


图表 26: 银行理财余额及增速 (万亿, %)



数据来源: Wind, 华融证券

图表 27: 上市银行非息收入占比 (%)



数据来源: Wind, 华融证券

3、创新：科技助力 布局零售领域

随着人工智能、云计算、大数据、区块链等技术的发展，金融科技已经成为驱动银行建立核心竞争力和转型的关键因素。正如招商银行行长田惠宇“唯一可能从根本上改变和颠覆银行商业模式的只会是科技。”中国的商业银行过去几年一直在金融科技领域发力，如兴业银行曾在 2015 年 11 月与多家科技公司共同出资成立兴业数金，为中小银行提供金融技术的输出。招行则在 2016 年 2 月成立全资子公司招银云创公司，作为招商银行科技输出的窗口。就连传统傲娇的大行也开始重视金融科技的力量，建设银行专门成立了金融科技子公司，迈出了实施金融科技战略的重要一步。

数字化、移动化是当代客户最典型的特征。银行传统获客渠道单一，对客户了解肤浅、运营效率偏低，而金融科技的发展既帮助银行线上获客，又全方位刻画用户肖像，加深了银行对客户需求、信用等多维度的了解。金融科技让用户更便捷、更高效的使用银行的金融服务，无形中增加了用户黏度。而场景的广泛性、多元性既促使用户更多的使用银行服务，更为银行的零售业绩打开了上升的空间。此外，金融科技在风险防范、投资模型构建等方面也大有可为。

图表 28：部分银行对金融科技战略定位

银行	金融科技定位
工商银行	拥抱金融科技打造智慧银行，成立网路金融部
建设银行	将金融科技作为三大战略之一，成立金融科技子公司
招商银行	打造金融科技银行，研究支出占营收 1%
平安银行	秉承“科技引领、零售突破、对公做精”的转型战略

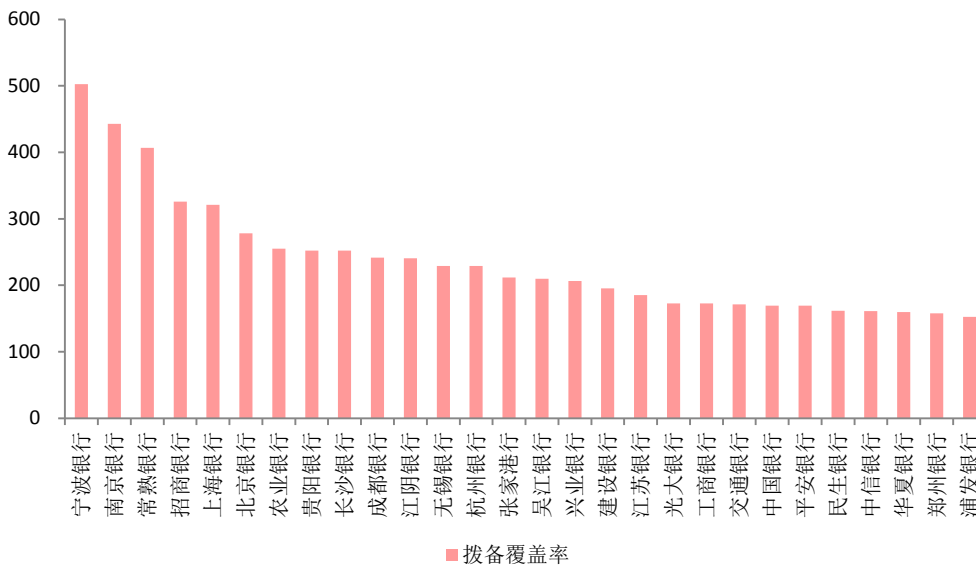
数据整理：华融证券

（三）资产质量：从拐点到隐忧

1、不良：小幅上升 内部有所分化

2017 年以来经济强于预期，企业利润改善明显，尤其是供给侧改革下过剩产能行业业绩大幅改善，商业银行资产质量也稳步提高。商业银行不良率在 2016 年、2017 年均为 1.74%，关注类贷款占比则从 2016 年的 3.87% 大幅下

加，净利润增速将略低于 2018 年。但对于前期不良暴露较为充分，拨备计提较为丰厚的银行则无需过多担心多计提拨备可能对业绩造成的困扰，这些资产质量优质的银行拨备或许可以反哺业绩。上市银行中，宁波银行、南京银行、常熟银行的拨备覆盖率均在 400% 以上，浦发银行、华夏银行、中信银行等股份行拨备覆盖率则在监管红线附近。

图表 31：上市银行拨备覆盖率


数据来源：Wind，华融证券

四、投资建议

我们预计 2019 年银行整体业绩和资产质量都将略逊与 2018 年，估值进一步提升空间有限，给予 2019 年银行业“中性”的评级。个股方面，推荐名副其实的零售王者招商银行 (600036)、低估值高弹性的兴业银行 (601166)。

招商银行作为零售领域的王者受经济下行的负面影响较小。零售业务风险分散、消耗资本少、逆周期性强，招行零售在营收、净利润均已过半壁江山，且招行在财富管理、私人银行、信用卡、消费金融等建立了一定的行业壁垒。此外，金融科技是招行的又一大利器。招行将营业收入的 1% 作为研发费用，远高于科技型企业。金融科技在获客能力、优化体验、增强粘性等方面进一步巩固招行的零售版图。综上，招行零售持续发力+高拨备反哺利润+金融科技厚积薄发将使公司强者恒强。

兴业银行低估值高弹性。兴业银行作为同业之王，过去两年金融去杠杆中受到的影响最大，估值受到的打击也最大。无论资产端还是负债端，公司在过去都大幅度高强度压缩同业和同业相关科目。2019年金融去杠杆已步入尾声，市场利率持续走低情况下，公司部分高成本同业负债或1季度到期置换，从而有效降低负债成本，对净利息收入带来较大贡献。此外，公司在过去先后抓住了地方融资平台、房地产、同业的发展机遇，说明公司对机遇的把握能力较强。经历过这轮严监管后，公司逐渐卸下包袱轻装上阵，估值或有一定的修复空间。

图表 32：招商银行（600036）盈利预测

	2017A	2018A	2019E
营业收入（亿元）	2208.97	2486.57	2700.23
归母净利润（亿元）	701.50	805.60	896.16
基本每股收益（元）	2.78	3.13	3.48
每股净资产（元）	17.69	19.50	22.31

图表 33：兴业银行（601166）盈利预测

	2017A	2018A	2019E
营业收入（亿元）	1399.75	1582.58	1850.84
归母净利润（亿元）	572.00	605.93	640.32
基本每股收益（元）	2.74	2.85	3.10
每股净资产（元）	18.82	21.33	22.97

五、风险提示

经济增速超预期下滑 监管政策的不确定性 系统性金融风险

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

贺众营，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn