

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

宽信用政策效果渐显, 关注估值底附近的确定性机会

——银行行业月报

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

发布日期: 2019年02月18日

银行

公司简称	17BVPS	18BVPS	18PB	评级
农业银行	4.39	4.79	0.73	买入
建设银行	7.12	7.83	0.81	增持
招商银行	17.69	19.44	1.29	增持
中信银行	7.45	7.93	0.68	增持
光大银行	5.24	5.41	0.71	增持
上海银行	16.27	12.44	0.90	增持
宁波银行	11.26	13.49	1.21	增持

银行相对沪深300指数表现

相关报告

- 1 《银行行业月报: 行业基本面稳健, 关注股份行与城商行相对表现》 2019-01-11
- 2 《银行行业专题研究: 上市银行资本: 监管要求、现实压力与中期缺口》 2018-12-28
- 3 《银行行业点评报告: 央行创设 TMLF, 流动性进一步宽松》 2018-12-20

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **行业指数表现改善, 超跌优质股强势反弹。**近一月, 沪深300指数涨8.7%, 银行指数涨6.1%。在29个行业指数中, 银行指数位居第10位, 较前两月明显改善。前期超跌的招商银行、常熟银行、平安银行、吴江银行与建设银行股价反弹幅度较大, 领涨银行板块。上月推荐组合中, 招商银行、建设银行、宁波银行与农业银行表现相对较好。
- **宽信用政策效果渐显, 社会融资规模与M2增速明显改善。**紧信用格局于18年12月开始悄然改善, 19年1月, 信用环境进一步改善。1月, 新增社融规模4.6万亿元, M2同比增速8.4%, 均超出市场预期。新增社融构成中, 表内、表外融资与债券融资同比均明显改善。认为, 当前支持中小企业、民营企业融资的一系列政策对信用的刺激效果开始逐步释放, 同时, 金融监管对融资规模的负面影响随着时间流逝而逐渐减弱, 预计19年信用环境较18年会明显改善。认为, 19年银行规模增速较18年改善的可能性较大, 规模对收入的相对驱动力将增强。
- **多数银行公布业绩快报, 资产质量好于市场预期。**大部分股份制银行、城商行与农商行发布18年业绩快报。总体来看, 18年上市银行业绩具有如下特点: 收入端增速环比普遍改善, 净利润增速环比普降, 整体资产质量保持稳定但个体资产质量存差异。预计收入端改善的主要原因有三个: 息差受市场利率下行影响改善、四季度资产规模增速或有所提升、金融监管对手续费及佣金净收入的负面影响进一步减弱。上市银行整体资产质量稳定且不良偏离度改善, 好于市场预期。
- **银行历史估值底具有很高的安全边际。**截至2月13日, 18家破净银行股的整体估值为0.84倍PB, 估值隐含的不良率为2.16%, 高于账面不良率0.61个百分点, 具有较高安全边际。如果该18家银行整体估值降至0.77倍PB(即1月初出现的历史低点), 则估值隐含的不良率为3.36%, 高于账面不良率1.81个百分点, 具有很高的安全边际。
- **投资建议。**截至2月15日, 银行板块估值相对沪深300指数合理偏低, 维持行业“同步大市”投资评级。建议从三个方向精选个股。方向一: 关注盈利改善较为明显的股份行, 推荐光大银行与中信银行。方向二: 关注盈利稳定、资产质量较好、拨备水平较高的稳健大行, 推荐建设银行、农业银行与招商银行。方向三: 关注业绩突出、资产质量优异、成长性较好的城商行, 推荐上海银行与宁波银行。
- **风险提示: 资产质量大幅恶化, 系统性风险。**

内容目录

1. 行情跟踪.....	3
2. 经济数据跟踪.....	4
3. 金融数据跟踪.....	5
4. 资金利率跟踪.....	7
5. 政策跟踪.....	8
5.1. 银行资本补充债券获政策支持.....	8
5.1.1. 人民银行创设 CBS 提高银行永续债流动性.....	9
5.1.2. 银保监会允许保险资金投资银行发行的资本补充债券.....	10
5.2. 人民银行等部门联合发布《关于金融服务乡村振兴的指导意见》.....	12
5.3. 中办、国办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》.....	12
6. 公司跟踪.....	14
7. 银行股历史估值底的安全边际很高.....	15
8. 投资建议.....	16
9. 风险提示.....	17

图表目录

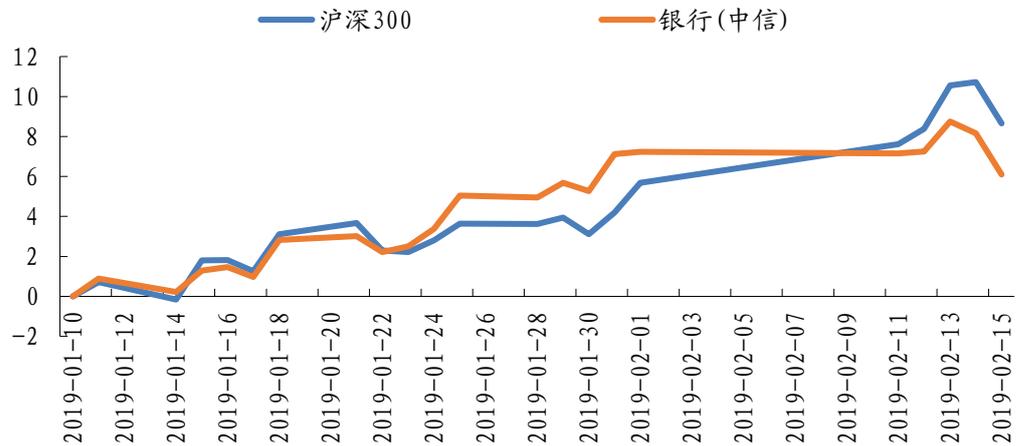
图 1: 19 年 1 月 10 日-19 年 2 月 15 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅 (%) 走势图 ...	3
图 2: 各行业指数 (中信) 1 月 10 日-2 月 15 日区间涨跌幅 (%)	3
图 3: 上市银行 1 月 10 日-2 月 15 日区间涨跌幅 (%)	4
图 4: 上市银行不良率与 GDP 增速.....	5
图 5: 上市银行不良率与 GDP 增速环比变动	5
图 6: M2 同比增速	6
图 7: 2017-19 年各月社会融资规模及同比增速.....	6
图 8: 2017-19 各月新增人民币贷款及同比增速.....	6
图 9: 2017-19 年各月新增委托贷款.....	6
图 10: 2017-19 年各月新增信托贷款及同比增速.....	6
图 11: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)	8
图 12: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)	8
图 13: 2017-19 年同业存单发行利率 (%)	8
图 14: 2017-19 年质押式回购利率(%).....	8
图 15: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM).....	16
图 16: 银行与沪深 300 指数 PB(LF).....	16
表 1: 银行资产增速测算.....	7
表 2: 各上市银行其他一级资本工具与可转债发行情况	9
表 3: 上市银行总资产、净资产规模 (亿元) 与各级资本充足率 (%)	11
表 4: 股份制银行 18 年主要业绩指标	14
表 5: 城商行 18 年主要业绩指标.....	15
表 6: 农商行 18 年主要业绩指标.....	15
表 7: 重点公司估值表	16

1. 行情跟踪

2019年1月10日至2019年2月15日，沪深300指数涨8.7%，银行指数涨6.1%。春节前，银行指数表现略好于沪深300指数，春节后，银行指数表现落后于沪深300指数。在29个行业指数中，银行指数位居第10位。

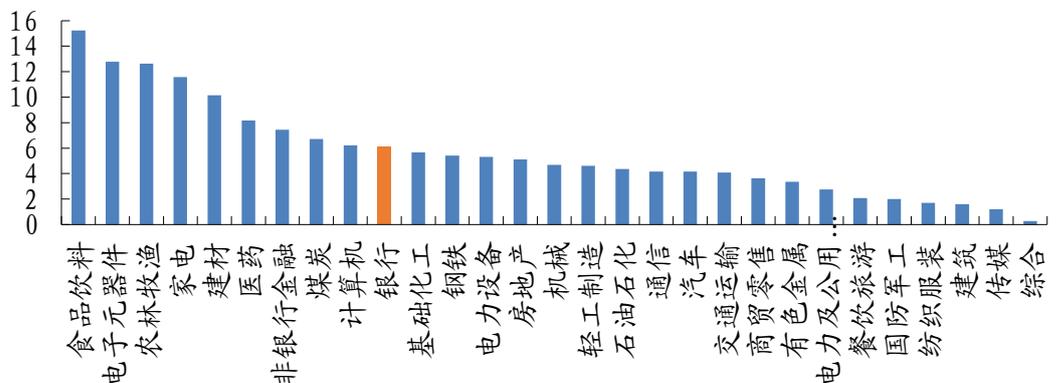
与各行业横向比较，银行指数表现较此前两个月明显好转。11月至12月，银行指数表现在29个行业中表现靠后，主要原因有两个。其一，18年7月至10月，银行指数相对沪深300指数走出独立行情，银行板块获得机构资金青睐，18年11-12月，由于年度考核临近，机构有出售股票锁定收益的需要。其二，虽然11-12月经济数据下滑在预期之中，但下滑幅度仍略超预期，市场对银行资产质量的担忧进一步加剧。19年1月，银行业绩快报陆续发布，收入端与资产质量均好于市场预期，银行指数明显反弹，估值有所修复。

图1：19年1月10日-19年2月15日银行指数与沪深300指数区间涨跌幅（%）走势图



资料来源：Wind, 中原证券

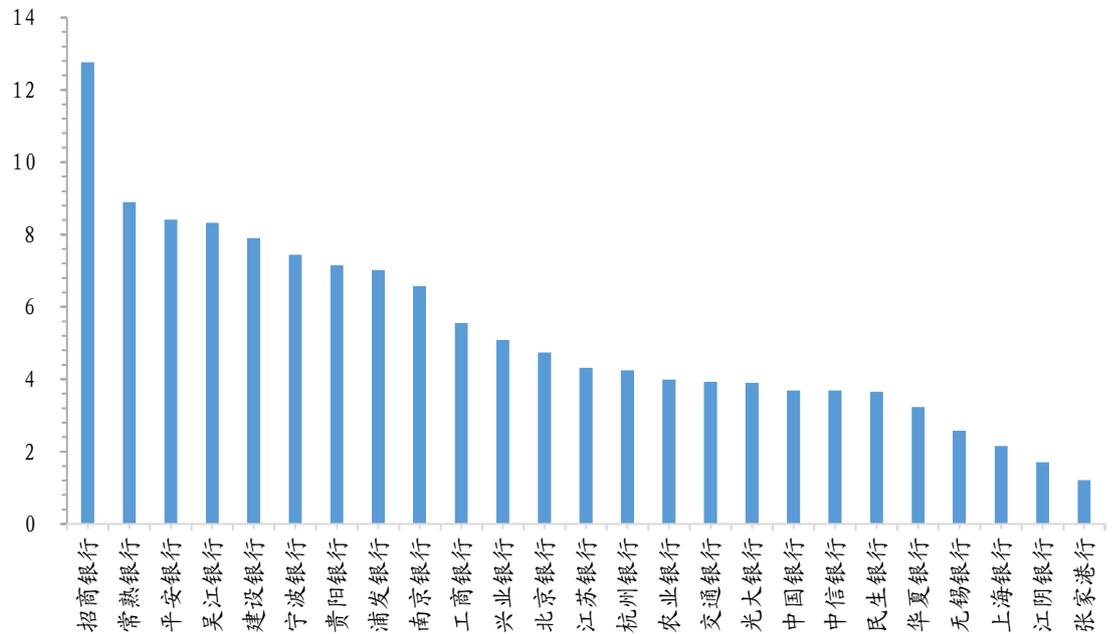
图2：各行业指数（中信）1月10日-2月15日区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 中原证券

个股方面，前期超跌的招商银行、常熟银行、平安银行、吴江银行、建设银行与常熟银行股价反弹幅度较大，领涨银行板块；部分农商行、城商行与股份行表现相对靠后。推荐组合中，招商银行、建设银行、宁波银行与农业银行表现相对较好。

图 3：上市银行 1 月 10 日-2 月 15 日区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 中原证券

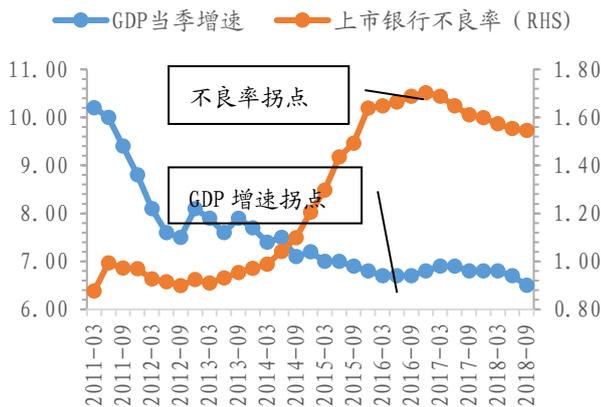
2. 经济数据跟踪

1 月经济数据依然较为低迷，PMI 虽然环比回升 0.1 至 49.50，但仍位于荣枯线下方，PPI 与 CPI 同比涨幅分别环比下降 0.8 与 0.2 个百分点至 0.1% 与 1.7%。18 年下半年来，经济下行压力明显加大，对银行资产质量的负面影响加大，银行不良率面临较大上行压力。

尽管如此，我们应同时看到三个积极的方面：一是经济增速预计不会出现持续下滑，经济增速下行幅度可控；二是随着银行对不良资产认定的逐步趋严，隐匿不良资产的暴露将逐渐减弱，不良认定趋严对不良生成的压力逐步减轻；三是银行拨备覆盖水平较高，银行对不良资产较大的核销力度具有可持续性。综上，预计 19 年银行资产质量总体仍能保持稳定，不良贷款率可能会有波动，但大幅上行或持续上行的可能性不大，出现新一轮不良周期的可能性较小。

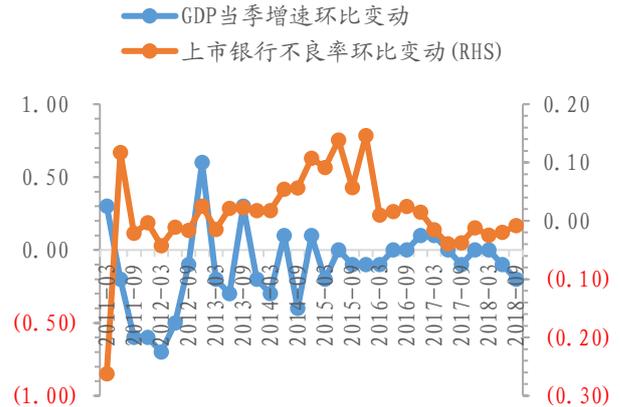
银行不良率与经济增速有较强的负相关，但不良率的拐点约滞后 GDP 拐点三个季度左右，至 18 年末，上市银行不良率走势可能由环比改善进入平台期。在上市银行不良率明显上升阶段（2013-2015 年），GDP 增速持续下滑，单季度 GDP 增速环比下降的幅度普遍在 0.2-0.4 个百分点左右。不良率进入平台期后是否会继续上升还要看经济增速是否会持续下滑。根据万得一致预期，19 年 GDP 增速约为 6.4%，较 18 年下滑幅度有限。由于 19 年经济增速持续下滑可能性不大，认为，上市银行不良率再度持续上行的可能性不大。

图 4: 上市银行不良率与 GDP 增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 上市银行不良率与 GDP 增速环比变动



资料来源: Wind, 中原证券

3. 金融数据跟踪

紧信用格局已于 18 年 12 月开始悄然改善, 19 年 1 月信用环境进一步改善。1 月份新增社会融资规模 4.6 万亿元, M2 同比增速 8.4%, 均超出市场预期。社融构成中, 表内、表外融资与债券融资同比均明显改善。

认为, 当前支持中小企业、民营企业融资的一系列政策对信用的刺激效果开始逐步释放。同时, 金融监管对融资规模扩张的负面影响随着时间流逝而逐渐减弱, 预计 19 年信用环境较 18 年会明显改善。基于该预期, 认为 19 年银行规模增速较 18 年改善的可能性大, 规模对收入相对驱动力将增强。

表内融资方面, 1 月居民贷余额增量同比多增 900 亿元(短期贷款与中长期贷款各多增 300 与 600 亿元), 企业贷款余额增量同比多增 7800 亿元(短期贷款 2000 亿元, 中长期贷款 1000 亿元, 票据融资 4800 亿元)。与中长期贷款相比, 短期贷款与票据融资增量明显提升。由于短期贷款与票据融资是中小企业主要的贷款种类, 据此判断, 中小企业融资环境正在逐步改善。

值得注意的是, 现阶段贴现利率与结构性存款利率倒挂现象或产生部分中小企业的套利行为, 因此, 实体经济真实的融资规模或没有总量数据显示的那么理想。然而, 综合社会融资规模各构成部分来看, 紧信用格局的改善是实实在在的。

表外融资改善也非常明显, 尤其是信托贷款与委托贷款环比明显改善, 对社融规模的负面作用明显减弱。其中, 新增信托贷款规模止降为升(18 年 12 月为-508 亿元, 19 年 1 月为 345 亿元), 新增委托贷款规模降幅大幅收窄(18 年 12 月为-2210 亿元, 19 年 1 月为-699 亿元), 新增未贴现银行承兑汇票规模多增 2400 亿元。

直接融资方面, 新增债券融资规模同比多增 2800 亿元, 股票融资同比少增 200 亿元。19 年 1 月, M2 同比增长 8.4%, 环比改善 0.3 个百分点。

预计随着金融监管影响逐步减弱, 19 年新增表外融资将较 18 年明显改善。考虑到 18 年

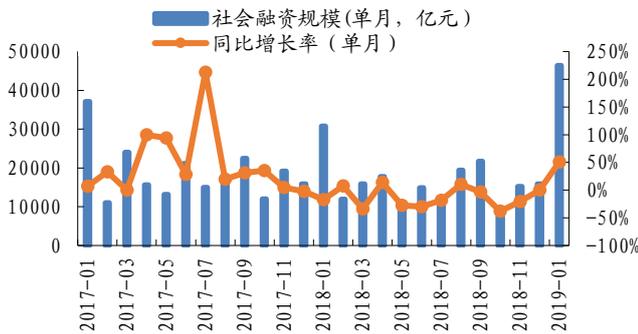
上半年新增表外融资规模基数很低，预计 19 年新增表外融资同比将大幅改善，新增表外融资的大幅改善也将明显带动新增社融增速的改善。

图 6: M2 同比增速



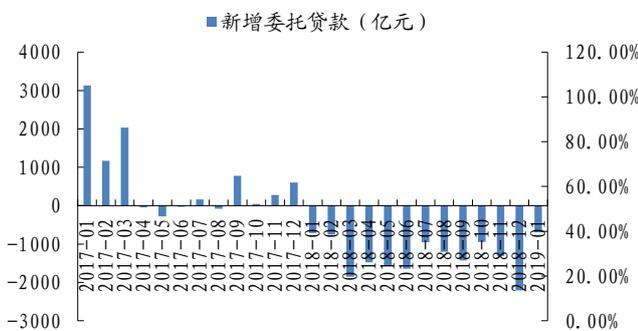
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 2017-19 年各月社会融资规模及同比增速



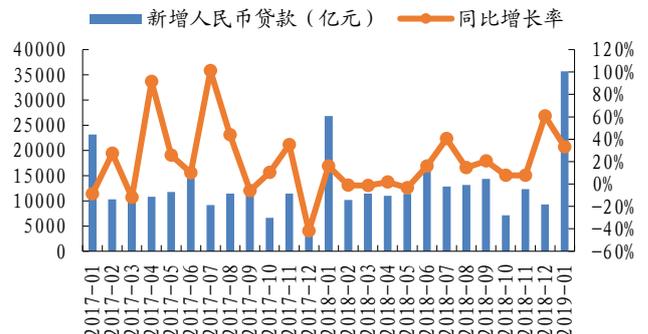
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 2017-19 年各月新增委托贷款



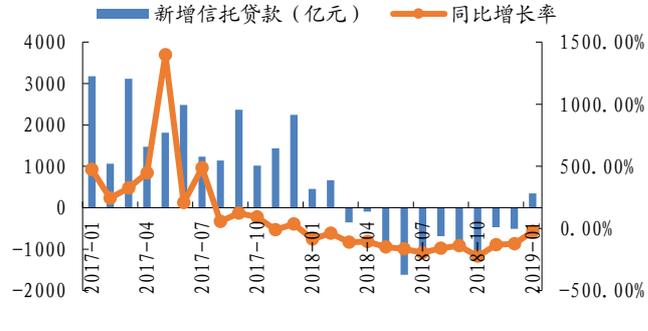
资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 2017-19 各月新增人民币贷款及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 2017-19 年各月新增信托贷款及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

随着信用传导机制的疏通和对企业融资支持力度的加大, 预计 M2 增速及社融增速将在 19

年有所改善, 银行规模增速或随之改善。以 8.1%~9.0% 为 M2 增速区间, 在一定假设条件下, 我们测算上市银行 19 年总资产增速区间为 7.47%~8.27%, 其中, 上市银行发放贷款及垫款增速区间为 10.63%~11.45%。如果将 M2 增速区间向右缩窄至 8.5%~9.0%, 则上市银行总资产增速区间为 7.82%~8.27%, 其中, 上市银行发放贷款及垫款增速区间为 10.99%~11.45%。在 M2 增速区间为 8.5%~9.0% 的情形下, 上市银行未来一年总资产增速与发放贷款及垫款增速有望分别较 18Q3 提升 0.8~1.3 个百分点与 0.7~1.2 个百分点。

表 1: 银行资产增速测算

M2 增速	8.10%	8.20%	8.30%	8.40%	8.50%	8.60%	8.70%	8.80%	8.90%	9.00%
银行业总资产增速	7.19%	7.28%	7.36%	7.45%	7.54%	7.63%	7.72%	7.81%	7.90%	7.99%
上市银行总资产增速	7.47%	7.56%	7.65%	7.74%	7.82%	7.91%	8.00%	8.09%	8.18%	8.27%
上市银行发放贷款增速	10.63%	10.72%	10.81%	10.90%	10.99%	11.08%	11.18%	11.27%	11.36%	11.45%

资料来源: 中原证券

4. 资金利率跟踪

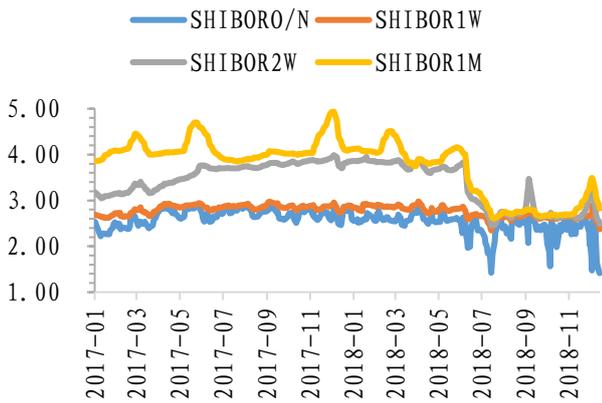
2019 年 1 月 25 日, 中国人民银行开展了 2018 年度普惠金融定向降准动态考核。在政策激励下, 与上年相比, 更多金融机构达到普惠金融定向降准标准, 可分别享受 0.5 个或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠。此次动态考核净释放长期资金约 2500 亿元, 加上 1 月 4 日宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点置换中期借贷便利后净释放的长期资金 3000 多亿元, 以及 1 月 23 日开展的 2575 亿元定向中期借贷便利操作, 上述三项措施共释放长期资金约 8000 亿元。

受降准影响, 19 年 1 月市场利率较 18 年 12 月有所下降。预计银行流动性合理充裕的局面仍会持续。在这种局面下, 银行同业负债成本率会明显下降。同时, 市场利率的下降也会传导到资产端的定价, 银行资产端收益率或已进入平台期, 19 年或稳中有降。**对于股份行和城商行, 因同业负债占总负债的比重较高, 且同业负债成本率先于资产端收益率下降, 净息差存在继续改善窗口。对于国有行和农商行, 因同业负债成本对负债端成本率的影响较弱, 且资产端收益率将进入平台期, 净息差改善空间将受到限制。**

对国有银行和农商行而言, 负债端受益于市场利率下降的程度较小, 同时资产端收益率上行难度加大, 若经济持续下滑, 资产端收益率甚至会随之下降。因此, 我们认为, 国有行和农商行净息差或进入平台期。考虑到国有行与农商行 18 年净息差基数逐季抬高, 19 年净息差同比持续改善的动能减弱, 息差对收入的驱动作用将减弱。

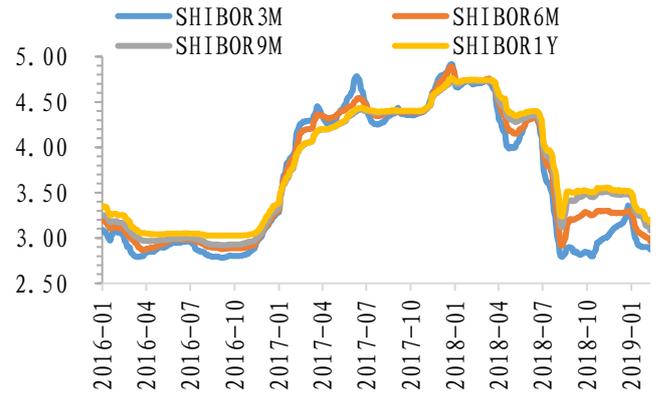
对股份行和城商行而言, 虽然资产端收益率与国有行和农商行面临相似的情形, 但负债端成本率受益于市场利率下降的幅度较大。因此, 认为股份行与城商行净息差仍有进一步改善的空间。考虑到股份行与城商行 17 年及 18H1 净息差基数较低, 预计股份行与城商行 18 年及 19 年上半年净息差增速相对 19Q1 与 19Q1-3 时更高。

图 11: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)



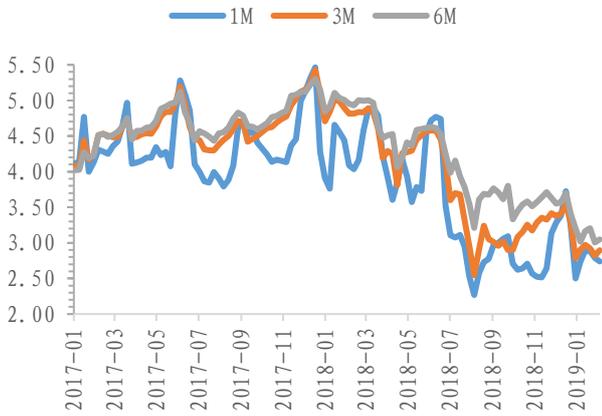
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)



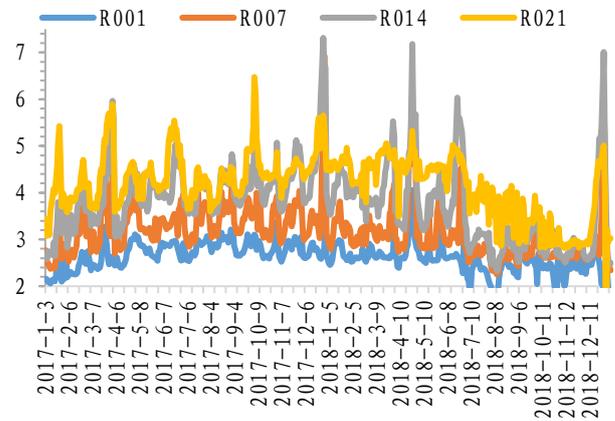
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 2017-19 年同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 2017-19 年质押式回购利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

根据静态测算,若同业市场利率下降 1 个百分点,上市银行净息差将在 2018 年上半年的基础上提升 5.06%,股份行/城商行/国有行/农商行净息差提升幅度约分别为 12%/9%/3%/2%,对应营业收入的提升幅度分别约为 5%/7%/2%/1%。

5. 政策跟踪

5.1. 银行资本补充债券获政策支持

由于商业银行补充其他一级资本的需要非常迫切,同时,监管层出于疏通货币政策传导机制对商业银行发行永续债予以政策支持((详见 18 年 12 月 28 日报告《银行业专题研究:上市银行资本:监管要求、现实压力与中期缺口》),从监管层表态推动尽快启动银行永续债发行到中国银行成功发行首单无固定期限资本债券,时间仅过了一个月。12 月 25 日,金融委办公室召开专题会议,研究多渠道支持商业银行补充资本有关问题,推动尽快启动永续债发行。1 月 25 日,中国银行成功发行首单无固定期限资本债券。期间,人民银行与银保监会先后出台政策支持银行发行永续债。

与核心一级资本充足率与资本充足率相比，上市银行一级资本充足率安全边际最低。这与目前国内其他一级资本工具较为单一（目前以优先股为主）有关，预计随着未来永续债等新工具的实施和优先股发行规模的扩大，上市银行其他一级资本短板可以补齐。在中性假设下，若上市银行未来三年永续债或优先股发行规模增加 7000 亿（与目前上市银行在国内发行的存量优先股规模接近），则一级资本充足率安全边际将提升 0.5 个百分点。

表 2: 各上市银行其他一级资本工具与可转债发行情况

银行	境内优先股 (亿元)	境外优先股 (亿美元)	境外优先股 (亿欧元)	境外优先股 (亿元)	境外永续债 (亿美元)	可转债 (亿元)
工商银行	450	29.4	6	120	10	0
建设银行	600	30.5	0	0	0	0
中国银行	600	0	0	400	0	0
农业银行	800	0	0	0	0	0
交通银行	450	24.5	0	0	0	600 (已过会)
招商银行	275	10	0	0	0	0
中信银行	350	0	0	0	0	400 (已过会)
民生银行	0	14.39	0	0	0	0
兴业银行	260+300 (已过会)	0	0	0	0	0
浦发银行	300	0	0	0	0	500 (已过会)
光大银行	300+350 (已过会)	0	0	0	0	300
华夏银行	200	0	0	0	0	0
平安银行	200	0	0	0	0	260 (已过会)
北京银行	179	0	0	0	0	0
南京银行	99	0	0	0	0	0
宁波银行	200	0	0	0	0	100
上海银行	200	0	0	0	0	0
江苏银行	200	0	0	0	0	200 (已过会)
贵阳银行	50	0	0	0	0	0
杭州银行	100	0	0	0	0	0
江阴银行	0	0	0	0	0	20
无锡银行	0	0	0	0	0	30
常熟银行	0	0	0	0	0	30
吴江银行	0	0	0	0	0	25
张家港行	0	0	0	0	0	25

资料来源：公司公告，中原证券

5.1.1. 人民银行创设 CBS 提高银行永续债流动性

1 月 24 日，为提高银行永续债（含无固定期限资本债券）的流动性，支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行决定创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。同时，将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入中国人民银行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。

为保障金融支持实体经济的可持续性，银行需要有充足的资本金，永续债是银行补充一级资本的重要渠道。央行票据互换工具可以增加持有银行永续债的金融机构的优质抵押品，提高银行永续债的市场流动性，增强市场认购银行永续债的意愿，从而支持银行发行永续债补充资本，为加大金融对实体经济的支持力度创造有利条件，也有利于疏通货币政策传导机制，防范和化解金融风险，缓解小微企业、民营企业融资难问题。

央行票据互换操作采用固定费率数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。中国人民银行从中标机构换入合格银行发行的永续债，同时向其换出等额央行票据。到期时，中国人民银行与一级交易商互相换回债券。银行永续债的利息仍归一级交易商所有。央行票据互换操作的期限原则上不超过3年，互换的央行票据不可用于现券买卖、买断式回购等交易，但可用于抵押，包括作为机构参与央行货币政策操作的抵押品。央行票据期限与互换期限相同，即在互换到期时央行票据也相应到期。在互换交易到期前，一级交易商可申请提前换回银行永续债，经中国人民银行同意后提前终止交易。由于央行票据互换操作为“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响是中性的。

目前，央行票据互换操作可接受满足下列条件的银行发行的永续债：一是最新季度末的资本充足率不低于8%；二是最新季度末以逾期90天贷款计算的不良贷款率不高于5%；三是最近三年累计不亏损；四是最新季度末资产规模不低于2000亿元；五是补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

5.1.2. 银保监会允许保险资金投资银行发行的资本补充债券

1月25日，中国银保监会发布《中国银保监会关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》。

根据《通知》，保险资金可以投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。保险资金投资的商业银行二级资本债券和无固定期限资本债券，其发行人应当符合下列条件：最新经审计的总资产不低于10000亿元人民币，净资产不低于500亿元人民币；核心一级资本充足率不低于8%，一级资本充足率不低于9%，资本充足率不低于11%；国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级的长期信用级别。保险资金投资的商业银行资本补充债券应符合下列条件：二级资本债券应当具有国内信用评级机构评定的AAA级或者相当于AAA级的长期信用级别；无固定期限资本债券应当具有国内信用评级机构评定的AA+级或者相当于AA+级以上的长期信用级别。

根据18年三季度报告披露信息，所有上市银行的各级资本充足率均满足保险资金投资资本补充债券的要求，但部分中小城商行和农商行资产规模与净资产规模不满足保险资金投资资本补充债券的要求。按照相关要求筛选，目前保险资金可以直接投资全部国有行与股份行以及头部城商行（北京银行、上海银行、江苏银行、宁波银行、南京银行）发行的资本补充债券，杭州银行在短期内也可以达到保险资金投资资本补充债券的要求。其他规模较小的城商行与农商行资产规模与净资产规模与保险资金投资资本补充债券的要求差距较大，因此，保险资金短

期内无法投资该类银行的资本补充债券。

然而，根据中国银行永续债发行结果来看，各路机构资金认购永续债的积极性较高。中国银行首单永续债全场认购倍数超过 2 倍，票面利率为 4.50%，较本期债券基准利率（前 5 日五年期国债收益率均值）高出 157bp。该次债券吸引了境内外的 140 余家投资者参与认购，涵盖商业银行、保险公司、证券公司、财务公司、证券投资基金、理财产品等境内债券市场主要投资人，以及央行、保险公司和资产管理公司等境外机构。上市银行是银行业优质标的，预计中小城商行与农商行资本补充债券并不会因为受到保险资金投资限制而在市场中受到冷遇。

表 3: 上市银行总资产、净资产规模（亿元）与各级资本充足率（%）

银行	总资产	净资产	核心一级资本充足率	一级资本充足率	资本充足率
工商银行	281,981.35	22,808.61	12.48	12.94	14.81
建设银行	233,540.78	19,388.49	13.34	13.92	16.23
中国银行	209,256.62	16,890.80	11.14	11.99	14.16
农业银行	227,003.25	16,348.68	11.32	11.91	14.99
交通银行	93,915.37	6,890.85	10.87	11.93	14.08
招商银行	65,086.81	5,288.89	11.97	12.84	15.46
中信银行	58,647.96	4,371.47	8.65	9.46	12.23
民生银行	59,658.27	4,224.44	8.77	9.01	11.89
兴业银行	65,432.29	4,608.56	9.19	9.75	12.10
浦发银行	60,891.89	4,620.34	9.96	10.68	13.59
光大银行	43,554.29	3,150.38	8.89	9.84	12.69
华夏银行	26,129.91	1,824.54	8.01	9.00	11.82
平安银行	33,520.56	2,352.31	8.53	9.41	11.71
北京银行	25,326.93	1,896.44	8.77	9.69	12.03
南京银行	12,170.97	756.12	8.21	9.46	12.72
宁波银行	10,861.63	679.43	8.96	9.65	13.39
上海银行	19,583.28	1,584.09	10.06	11.52	13.34
江苏银行	19,393.39	1,214.44	8.58	10.30	12.48
杭州银行	8,699.92	558.40	8.21	10.01	13.32
贵阳银行	4,919.60	290.68	9.68	9.71	11.52
成都银行	4,840.10	299.75	10.65	10.66	13.60
青岛银行	3,138.79	267.40	8.90	12.72	16.79
郑州银行	4,577.57	386.79	8.66	10.97	13.54
长沙银行	5,176.22	306.70	9.84	9.86	12.66
紫金银行	1,903.77	107.44	8.89	8.89	12.67
江阴银行	1,138.30	101.00	14.05	14.06	15.24
无锡银行	1,458.19	106.46	10.46	10.47	17.09
常熟银行	1,647.75	128.32	10.03	10.08	14.84
吴江银行	1,105.08	93.29	11.06	11.07	15.01
张家港行	1,084.87	90.68	11.39	11.39	12.55

资料来源：Wind，中原证券

5.2. 人民银行等部门联合发布《关于金融服务乡村振兴的指导意见》

为深入贯彻落实中央农村工作会议、《中共中央 国务院关于实施乡村振兴战略的意见》和《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》有关要求，切实提升金融服务乡村振兴效率和水平，人民银行、银保监会、证监会、财政部、农业农村部日前联合印发《关于金融服务乡村振兴的指导意见》（以下简称《指导意见》）。

《指导意见》对标实施乡村振兴战略的三个阶段性目标，明确了相应阶段内金融服务乡村振兴的目标。短期内，突出目标的科学性和可行性，到2020年，要确保金融精准扶贫力度不断加大、金融支农资源不断增加、农村金融服务持续改善、涉农金融机构公司治理和支农能力明显提升。中长期，突出目标的规划性和方向性，推动建立多层次、广覆盖、可持续、适度竞争、有序创新、风险可控的现代农村金融体系，最终实现城乡金融资源配置合理有序和城乡金融服务均等化。

《指导意见》指出，要坚持农村金融改革发展的正确方向，健全适合乡村振兴发展的金融服务组织体系，积极引导涉农金融机构回归本源；明确重点支持领域，切实加大金融资源向乡村振兴重点领域和薄弱环节的倾斜力度，增加农村金融供给；围绕农业农村抵质押物、金融机构内部信贷管理机制、新技术应用推广、“三农”绿色金融等，强化金融产品和服务方式创新，更好满足乡村振兴多样化融资需求；充分发挥股权、债券、期货、保险等金融市场功能，建立健全多渠道资金供给体系，拓宽乡村振兴融资来源；加强金融基础设施建设，营造良好的农村金融生态环境，增强农村地区金融资源承载力和农村居民金融服务获得感。

为确保各项政策措施有效落实落地，《指导意见》提出，要完善货币政策、财政支持、差异化监管等政策保障体系，提高金融机构服务乡村振兴的积极性和可持续性。金融机构也要切实加强组织领导，不折不扣抓好落实。同时，开展金融机构服务乡村振兴考核评估，从定性指标和定量指标两大方面对金融机构进行评估，定期通报评估结果，强化对金融机构的激励约束，有效提升政策实施效果。

5.3. 中办、国办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》

据新华社2月14日报道，近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》（以下简称《意见》），并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。点评如下：

高屋建瓴指出民营企业融资难症结所在，要求各地区各部门着力解决民企融资障碍。民营企业融资难有着深刻的制度原因和市场原因，《意见》的指导原则紧扣实际，精确指出问题所在，要求各地区各部门着力解决该类问题。《意见》要求各地区各部门重点解决金融机构对民营企业“不敢贷、不愿贷、不能贷”问题，要求各地区各部门在有效缓解当前融资痛点、堵点的同时，精准分析民营企业融资难融资贵背后的制度性、结构性原因，注重优化结构性制度安排，建立健全长效机制，持续提升金融服务民营企业质效。

实施差异化货币信贷支持政策，鼓励金融机向民营企业信贷投放。合理调整商业银行宏观审慎评估参数，鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放。完善普惠金融定向降准政策。增加再贷款和再贴现额度，把支农支小再贷款和再贴现政策覆盖到包括民营银行在内的符合条件的各类金融机构。加大对民营企业票据融资支持力度，简化贴现业务流程，提高贴现融资效率，及时办理再贴现。加快出台非存款类放贷组织条例。支持民营银行和其他地方法人银行等中小银行发展，加快建设与民营中小微企业需求相匹配的金融服务体系。深化联合授信试点，鼓励银行与民营企业构建中长期银企关系。

在金融机构资本补充、资本监管、投资范围、不良资产支持等方面给予金融机构更多的政策支持，盘活更多资金投向民营企业。加快商业银行资本补充债券工具创新，支持通过发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券等创新工具补充资本。从宏观审慎角度对商业银行储备资本等进行逆周期调节。把民营企业、小微企业融资服务质量和规模作为中小商业银行发行股票的重要考量因素。研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制，规范实施战略性股权投资。聚焦民营企业融资增信环节，提高信用保险和债券信用增进机构覆盖范围。引导和支持银行加快处置不良资产，将盘活资金重点投向民营企业。

政策期望达到的效果：民营企业融资规模扩大、融资效率提升、融资成本下降至合理水平等。通过综合施策，实现各类所有制企业在融资方面得到平等待遇，确保对民营企业的金融服务得到切实改善，融资规模稳步扩大，融资效率明显提升，融资成本逐步下降并稳定在合理水平，民营企业特别是小微企业融资难融资贵问题得到有效缓解，充分激发民营经济的活力和创造力。

强化融资服务基础设施建设，着力破解民营企业信息不对称、信用不充分等问题。地方政府依托国家数据共享交换平台体系，抓紧构建完善金融、税务、市场监管、社保、海关、司法等大数据服务平台，实现跨层级跨部门跨地域互联互通。健全优化金融机构与民营企业信息对接机制，实现资金供需双方线上高效对接，让信息“多跑路”，让企业“少跑腿”。发展各类信用服务机构，鼓励信用服务产品开发和创新。支持征信机构、信用评级机构利用公共信息为民营企业提供信用产品及服务。发挥国家融资担保基金引领作用，推动各地政府性融资担保体系建设和业务合作。政府出资的融资担保机构应坚持准公共定位，不以营利为目的，逐步减少反担保等要求，对符合条件的可取消反担保。对民营企业和小微企业贷款规模增长快、户数占比高的商业银行，可提高风险分担比例和贷款合作额度。鼓励有条件的地方设立民营企业和小微企业贷款风险补偿专项资金、引导基金或信用保证基金，重点为首贷、转贷、续贷等提供增信服务。研究探索融资担保公司接入人民银行征信系统。

完善绩效考核和激励机制，着力疏通民营企业融资堵点。商业银行要推动基层分支机构下沉工作重心，提升服务民营企业的内生动力。尽快完善内部绩效考核机制，制定民营企业服务年度目标，加大正向激励力度。新发放公司类贷款中，民营企业贷款比重应进一步提高。贷款审批中不得对民营企业设置歧视性要求，同等条件下民营企业与国有企业贷款利率和贷款条件保持一致。金融监管部门按法人机构实施差异化考核，形成贷款户数和金额并重的考核机制。

发现数据造假的，依法严肃处理相关机构和责任人员。国有控股大型商业银行要主动作为，加强普惠金融事业部建设，落实普惠金融领域专门信贷政策，完善普惠金融业务专项评价机制和绩效考核制度，在提高民营企业融资可获得性和金融服务水平等方面积极发挥“头雁”作用。商业银行要坚持审核第一还款来源，把主业突出、财务稳健、大股东及实际控制人信用良好作为授信主要依据，合理提高信用贷款比重。商业银行要依托产业链核心企业信用、真实交易背景和物流、信息流、资金流闭环，为上下游企业提供无需抵押担保的订单融资、应收应付账款融资。

6. 公司跟踪

大部分股份制银行、城商行与农商行发布 18 年业绩快报。总体来看，18 年上市银行业绩具有如下特点：收入端增速环比普遍改善，净利润增速环比普降，整体资产质量保持稳定但个体资产质量存差异。

预计收入端改善的主要原因有三个：一方面，息差受市场利率下行影响改善，进而驱动利息净收入增速提升；另一方面，四季度资产规模增速或有所提升，规模对收入的驱动有所提升；再者，金融监管对手续费及佣金净收入的负面影响进一步减弱。上市银行中，由于股份行与城商行同业负债占比较大，因此该类银行收入端改善或主要由净息差改善驱动。股份行与城商行中，光大银行、兴业银行、平安银行、长沙银行、上海银行、江苏银行等收入增速环比改善。预计农商行收入改善主要由规模增速提升所致。农商行中，无锡银行、张家港银行、吴江银行收入增速环比提升。

预计净利润增速环比下降的主要原因是拨备计提力度加大所致。拨备计提力度加大有利于银行加大不良资产核销力度，进而有利于不良率的改善。此外，从逆周期调节的角度看，拨备计提力度加大将有利于平滑经济下行阶段的银行业绩波动。

各银行不良率表现有差异但整体保持稳定，各银行不良率环比改善、持平、上升的现象均存在。受经济下行压力及不良认定趋严影响，部分银行不良率略有反弹，但未明显上升。

表 4: 股份制银行 18 年主要业绩指标

银行	营业收入增速				归母净利润增速				不良贷款率			
	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
招商银行	7.20%	11.75%	13.21%	12.57%	13.50%	14.00%	14.58%	14.84%	1.48%	1.43%	1.42%	1.36%
兴业银行	2.15%	7.36%	10.95%	13.06%	4.94%	6.51%	7.32%	5.93%	1.58%	1.59%	1.61%	1.57%
浦发银行	-6.54%	-1.32%	1.88%	1.73%	-1.09%	1.43%	3.14%	3.05%	2.13%	2.06%	1.97%	1.92%
民生银行	1.36%	6.75%	8.93%	8.65%	5.23%	5.45%	6.07%	1.03%	1.71%	1.72%	1.75%	1.76%
中信银行	4.92%	5.84%	5.27%	5.20%	6.82%	7.12%	5.93%	4.57%	1.70%	1.80%	1.79%	1.77%
光大银行	7.13%	12.73%	18.26%	20.03%	2.50%	6.71%	9.15%	6.70%	1.59%	1.51%	1.58%	1.59%
平安银行	1.13%	5.86%	8.56%	10.33%	6.13%	6.52%	6.80%	7.02%	1.68%	1.68%	1.68%	1.75%

资料来源：公司公告，中原证券

表 5: 城商行 18 年主要业绩指标

银行	营业收入增速				归母净利润增速				不良贷款率			
	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
长沙银行	13.74%	9.24%	13.71%	14.95%	14.90%	10.21%	9.78%	13.94%			1.31%	1.29%
上海银行	11.86%	28.28%	29.48%	32.49%	13.52%	20.21%	22.46%	17.65%	1.10%	1.09%	1.08%	1.14%
江苏银行	0.54%	0.89%	1.69%	4.09%	10.32%	10.93%	11.67%	10.02%	1.41%	1.40%	1.39%	1.39%
杭州银行	28.41%	26.33%	24.88%	20.96%	16.17%	19.25%	20.37%	18.96%	1.57%	1.56%	1.52%	1.45%
郑州银行	4.81%	6.17%	10.75%	8.82%	9.83%	4.19%	2.51%	-29.10%	1.88%			2.47%

资料来源: 公司公告, 中原证券

表 6: 农商行 18 年主要业绩指标

银行	营业收入增速				归母净利润增速				不良贷款率			
	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
无锡银行	14.26%	14.15%	11.67%	12.00%	12.01%	10.87%	11.81%	9.85%	1.35%	1.33%	1.28%	1.26%
张家港行	5.20%	19.20%	16.80%	23.49%	12.12%	17.00%	15.31%	9.57%	1.77%	1.72%	1.67%	1.47%
江阴银行	12.95%	18.84%	28.72%	27.08%	4.74%	4.27%	5.38%	6.06%	2.37%	2.29%	2.28%	2.15%
吴江银行	12.25%	11.38%	11.54%	15.55%	14.63%	15.41%	16.25%	9.71%	1.54%	1.46%	1.55%	1.31%

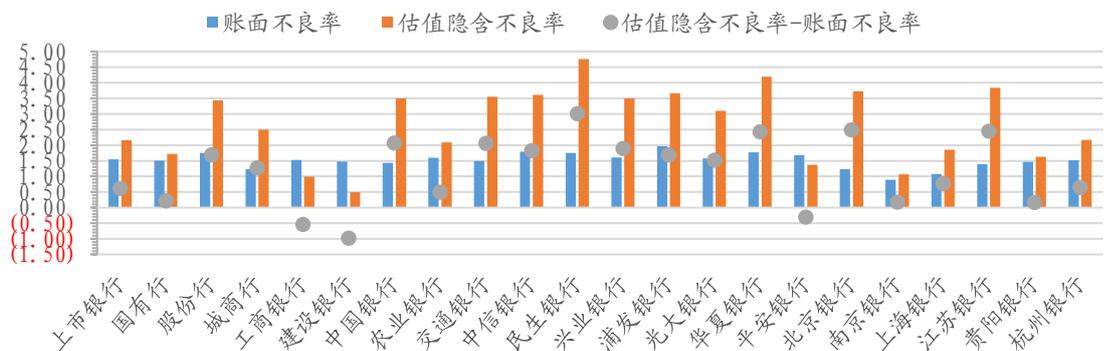
资料来源: 公司公告, 中原证券

7. 银行股历史估值底的安全边际很高

自 18 年下半年以来, 银行指数估值一度从最低时的 0.8 倍 PB 修复至 0.9 倍 PB。截至 2 月 13 日, 银行指数估值为 0.87 倍 PB, 除招商银行、宁波银行、部分农商行外与部分次新城商行外, 其余银行估值均低于 1 倍 PB。

我们测算了 18 家截至 2 月 13 日估值低于 1 倍 PB 银行的估值所隐含的不良率, 认为目前隐含。截至 2 月 13 日, 这 18 家银行整体估值为 0.84 倍 PB, 估值隐含的不良率为 2.16%, 高于账面不良率 0.61 个百分点, 具有较高的安全边际。其中, 国有行/股份行/城商行估值为 0.87/0.73/0.82 倍 PB, 估值隐含不良率为 1.72%/3.44%/2.50%, 高于账面不良率 0.21/1.69/1.27 个百分点。如果 18 家银行整体估值降至 0.77 倍 PB (即 1 月初出现的历史低点), 则估值隐含的不良率为 3.36%, 高于账面不良率 1.81 个百分点, 具有很高的安全边际。

图: 2 月 13 日上市银行当前估值隐含不良率



资料来源: Wind, 中原证券

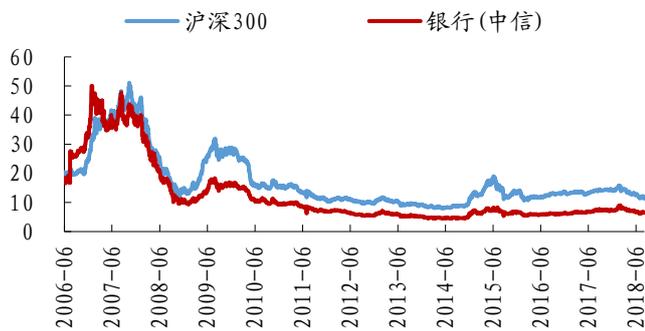
8. 投资建议

现阶段对资产质量的担忧成为压制银行估值的核心因素。同时也应看到，银行历史估值底部所隐含的不良率已经反映了市场对银行资产质量较悲观的预期，具有很高的安全边际。因此，可积极关注银行估值底部的确定性投资机会。

鉴于 18 年上半年股份行与城商行净息差在历史低点，同时 18 年下半年以来市场利率保持在低位利于息差改善，预计股份行与城商行上半年收入端增速改善仍会持续。此外，股份行与城商行 18 年业绩快报公布的收入与资产质量均好于市场预期。以上，仍然看好股份行与城商行在上半年来相对银行板块的表现。

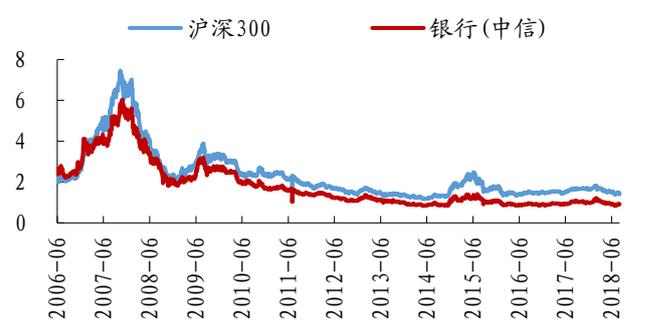
截至 18 年 2 月 15 日，银行板块与沪深 300 指数 PB (LF) 分别为 0.86 与 1.37 倍，银行板块估值相对沪深 300 合理偏低，维持行业“同步大市”投资评级。建议从三个方向精选个股。方向一：关注息差改善预期大、盈利端改善较为明显的股份制银行，推荐光大银行与中信银行。方向二：关注盈利稳定、资产质量较好、拨备水平较高的稳定大行。该类银行业绩发挥稳定，推荐建设银行、农业银行与招商银行。方向三：关注业绩突出、资产质量优异、成长性较好的地方性银行，推荐上海银行与宁波银行。

图 15: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM)



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)



资料来源: Wind, 中原证券

表 7: 重点公司估值表

银行简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E
农业银行	3.65	0.59	0.59	0.65	6.19	6.19	5.62	4.39	4.79	5.24	0.83	0.76	0.70
建设银行	6.84	0.97	1.02	1.1	7.05	6.71	6.22	6.52	7.34	8.08	1.05	0.93	0.85
招商银行	29.15	2.78	3.11	3.47	10.49	9.37	8.40	17.69	20.06	22.81	1.65	1.45	1.28
中信银行	5.62	0.87	0.94	1.03	6.46	5.98	5.46	7.45	7.93	8.57	0.75	0.71	0.66
光大银行	3.99	0.6	0.65	0.71	6.65	6.14	5.62	5.24	5.41	5.86	0.76	0.74	0.68
上海银行	11.4	1.96	1.69	1.89	5.82	6.75	6.03	16.27	12.44	13.66	0.70	0.92	0.83
宁波银行	17.61	1.84	2.21	2.65	9.57	7.97	6.65	11.26	13.49	15.47	1.56	1.31	1.14

资料来源: Wind, 中原证券。注: 收盘价为 2019 年 2 月 15 日收盘价。

9. 风险提示

- 1) 资产质量大幅恶化;
- 2) 系统性风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。