

行业研究/深度研究

2019年03月22日

行业评级:

银行 增持 (维持)
银行 II 增持 (维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

孟蒙 0755-82573832
联系人 mengmeng@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

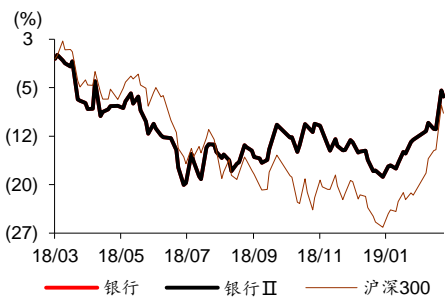
相关研究

1《银行: 不良剪刀差消化, 理财转型成效佳》
2019.03

2《中信银行(601998, 增持): 大股东积极认购
转债, 提振市场信心》2019.02

3《银行: 利润增速下滑, 但基本面稳健》
2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

制度改革与大资金, 促银行行情升华

银行股历史复盘与未来展望

宽信用逻辑已具备, 本轮正在发生深刻变化

鉴古知今, 我们认为本轮周期已经具备了驱动银行板块相对收益行情的主要逻辑——流行性与信用环境宽松以及政策驱动预期改善, 叠加市场轮动和年报行情, 银行板块有较大补涨机会。更进一步来说, 本轮周期面临着市场环境的深刻变化, 制度变革与大资金推动银行板块持续上行。投资主线逻辑是抓住具有优质资产组织能力, 息差占优、资产质量稳健和资本充裕的优质转型标的。在市场向上环境下, 副线逻辑为选择成长空间较大的弹性标的。个股我们重点推荐平安银行、常熟银行、招商银行。

历史归因, 宽松环境与预期改善为主要驱动

我们回顾与本轮经济、政策及市场环境类似的周期, 历史宽信用周期主要集中在 2008-2009 年、2011-2012 年、2014-2015 年, 具备经济承压、政策驱动流动性与信用环境改善的特征, 并且上述三轮周期银行板块均在周期中期政策驱动预期改善以及周期后期经济企稳取得了相对收益机会。

制度多维度变革, 激活市场长期活力

除具备历史行情驱动的流动性与信用环境改善特征之外, 本轮还面临着制度变革驱动的市场环境深刻变化, 该点需引起市场关注。三条制度改革主线推升板块长期上行逻辑。第一是以科创板为先锋的资本市场制度改革, 激活市场长期活力, 带动高权重的银行板块长期上行。第二是减费让利、金融供给侧改革等政策全方位为实体经济谋福利, 引导经济结构调整, 积蓄经济增长动能, 构筑长牛市场环境基石。第三是加大对外开放, 国际环境危中有机, 更大程度开放开启更大量级与更长周期的外资流入潮。

大资金加速入市, 有望提振板块估值

长期稳定资金加速进入 A 股市场是 2015 年以来银行股长期跑赢大盘的主要原因。2019 年长期资金入市节奏继续加快。首先, 资本市场对外开放使外资加速入场, 包括 2019 年沪深股通北向资金流入加速、QFII 制度改革及扩容、A 股纳入 MSCI 的因子提升, 外资对银行股偏好推动估值修复。其次, 五大行理财子公司均已获批, 我们认为银行股作为低波动标的将受理财资金偏爱。第三, 打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈, 保险及社保资金体量较大、考核区间长、以保值增值为主要目标, 具有高股息率的银行股有望成为良好配置标的。

基本面继续稳健, 承载长牛行情当仁不让

2019 年银行基本面或迎来量升价稳, 稳健基本面支撑补涨行情。信贷与资产扩张将是 2019 年的主要盈利驱动。而净息差受益于同业负债成本低位、资产收益相对粘性以及小微、民企等相对高收益资产支撑, 息差平稳或是基本面的第一个预期差。资产质量继续保持稳健将是第二个预期差, 2018 年末已将不良贷款剪刀差消化, 隐性不良确认压力减轻。减税降费力度加大, 不良贷款生成放缓可期。当前拨备覆盖率较高, 盈利释放可进可退。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001	平安银行	12.69	买入	1.35	1.45	1.60	1.79	9.40	8.75	7.93	7.09
601128	常熟银行	7.87	增持	0.56	0.66	0.78	0.92	14.09	11.92	10.10	8.57
600036	招商银行	31.98	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	11.50	10.03	8.57	7.25

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

市场环境：宽松东风已具备，更添改革锦书来	4
回顾历史：宽松环境推升板块，后牛行情反弹显著	4
放眼当下：历史逻辑多维具备，改革开放催生新潮	8
历史逻辑：信用宽松逻辑具备，短期轮动机会较大	8
制度变革：多维改革激活市场，推升板块长期上行	9
资金配置：长期资金加速入场，持续赋予上扬动能	10
基本面：稳中向好趋势不改，价与质构成预期差	14
预期差一：同业成本下行，小微支撑收益	14
预期差二：资产质量平稳，政策修复信用	15
投资逻辑：“改革+大资金+基本面”三大因素驱动估值修复	17
选股主线：关注资本、息差与资产质量	17
选股副线：看估值弹性强的成长标的	17
平安银行：零售转型提质增效，基本面改善显著	17
常熟银行：农商行战略先行者，转债转股补资本	18
招商银行：零售优质银行，基本面多维度优异	19
风险提示	19

图表目录

图表 1：全文逻辑图	4
图表 2：三轮经济相对承压周期，银行相对收益配置价值抬升	5
图表 3：三轮流动性与信用宽松环境，银行板块均凸显更强配置价值	5
图表 4：市场偏牛或偏熊，银行板块均具有相对收益配置价值	5
图表 5：三轮宽信用周期主要刺激政策回顾	6
图表 6：2008-2009年：流动性宽松预期开启，银行相对收益突出	7
图表 7：2008-2009年：经济企稳改善，银行相对收益突出	7
图表 8：2011-2012年：流动性与信用环境改善，推升银行相对收益机会	7
图表 9：2011-2012年：经济企稳，银行相对收益机会再现	7
图表 10：2014-2015年：流动性与信用环境改善，后牛市行情阶段，银行相对收益配置价值凸显	7
图表 11：2014-2015年：周期尾部，经济企稳，银行相对收益配置价值再次凸显	7
图表 12：2008年至今银行板块历史行情：当前时点估值较低	8
图表 13：流动性与信用环境改善初期，板块阶段性行情初显	8
图表 14：轮动补涨与年报催化，等待经济企稳，正值行情启动黎明期	8
图表 15：科创板增量改革推动全量革新，激发市场活力	9
图表 16：创业板征集意见稿出台，激发市场活力，银行投资价值凸显	9
图表 17：2019年以来对外开放进程继续加快	10

图表 18: 大类资金入市架构图.....	10
图表 19: 2015-2016 年银行指数取得超额收益.....	11
图表 20: 2015-2016 年保险资金入市加速.....	11
图表 21: 2014-2017 年上交所投资者结构: 其他专业机构和沪港通持股市值占比显著上升.....	11
图表 22: 2017-2019 年 2 月沪深股通北向资金净流入: 19 年 1-2 月均超 600 亿元....	12
图表 23: MSCI 纳入权重由 5%提升至 20%带来的增量资金测算.....	12
图表 24: 2018 年末沪深股通银行股持仓比例较国内资金更高.....	12
图表 25: 近五年各行业日涨跌幅标准差 (2014.3.22-2019.3.21): 银行板块波动率最小.....	13
图表 26: 保险资金股票和证券投资余额及占比: 预计 2019 年可新增 5393 亿元.....	13
图表 27: 2019 年以来存款类金融机构资金运用增速持续提升, 宽信用初显成效.....	14
图表 28: 2019 年以来同业市场利率继续下行, 预计继续支撑银行净息差.....	15
图表 29: 2017-2018 年上市银行不良贷款偏离度: 基本已降至 100%以内.....	15
图表 30: 2017-2018 年单季存款类金融机构贷款核销: 不良贷款核销提速.....	16
图表 31: 2016 年以来平安零售贡献持续提升.....	17
图表 32: 2018 年净息差持续高位上扬.....	17
图表 33: 2018 年消化不良贷款剪刀差, 信贷成本压力较大缓和.....	18
图表 34: 2018 年以来核心一级资本充足率持续提升.....	18
图表 35: 2016-2018 年上市农商行归母净利润增速: 常熟银行显著高于行业水平.....	18
图表 36: 此前曾触发提前赎回条款银行转债: 转股比例均超过 99%.....	19
图表 37: 2018 前三季招行 ROE 显著高于其他上市股份行.....	19
图表 38: 2018 年前三季招行净息差在上市股份行中排名第一.....	19

市场环境：宽松东风已具备，更添改革锦书来

图表1：全文逻辑图



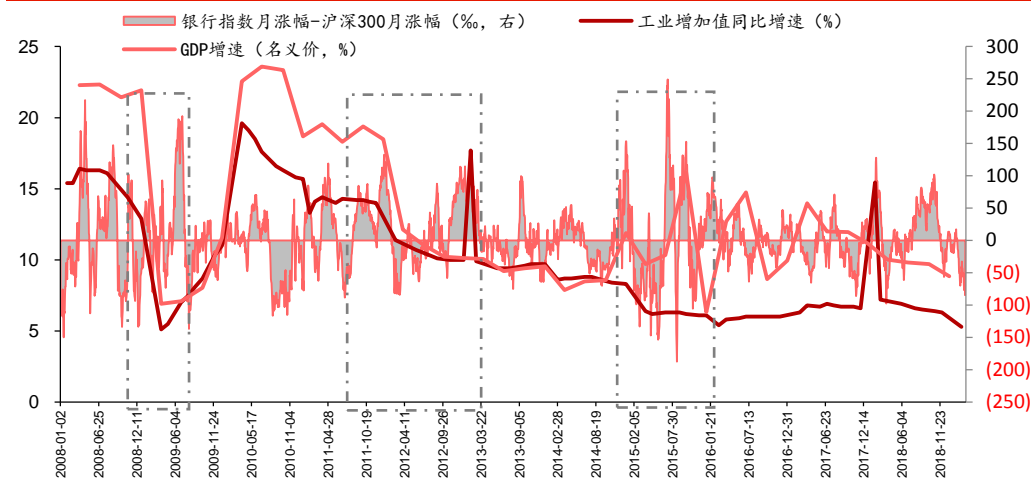
资料来源：华泰证券研究所

我们回顾历史上与本轮环境相似的三轮宽信用周期，发现在流动性与信用环境宽松、政策驱动预期改善以及经济企稳回暖的多个阶段银行均具有显著的相对收益机会。目前银行股已经具备了上述要素中的流动性与信用环境宽松以及政策驱动预期改善特征，叠加当前市场轮动行情以及年报催化，中短期内银行股补涨机会较大。更进一步来说，本轮板块行情除了具备前几轮的政策改善、流动性与信用环境宽松驱动之外，还有更为深刻的资本市场改革、经济结构调整、加大对外开放等重大因素影响，从根源上本次政策牛市不是简单的流动性改善驱动，而是制度改革构筑长牛环境，银行板块由其高权重、高股息、高流动性、稳健基本面的三高一稳特征，将是本轮向上市场环境的重要载体。

回顾历史：宽松环境推升板块，后牛行情反弹显著

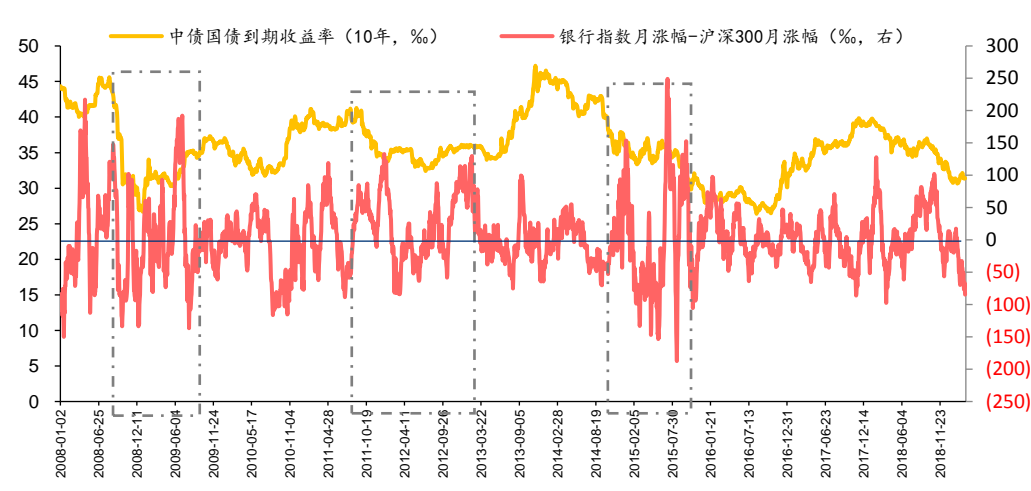
我们从经济周期、信用环境、市场行情三个维度观察并拆解银行板块历史行情驱动因子，发现经济承压、宽信用均对银行板块取得相对收益具有强正向贡献，而市场行情在牛市风格与熊市风格下银行板块均具有相对收益机会。其中，经济周期以工业增加值增速衡量，信用环境以无风险利率（10年期国债收益率）与金融机构资金运用增速衡量，市场行情采用上证综指衡量。

图表2： 三轮经济相对承压周期，银行相对收益配置价值抬升



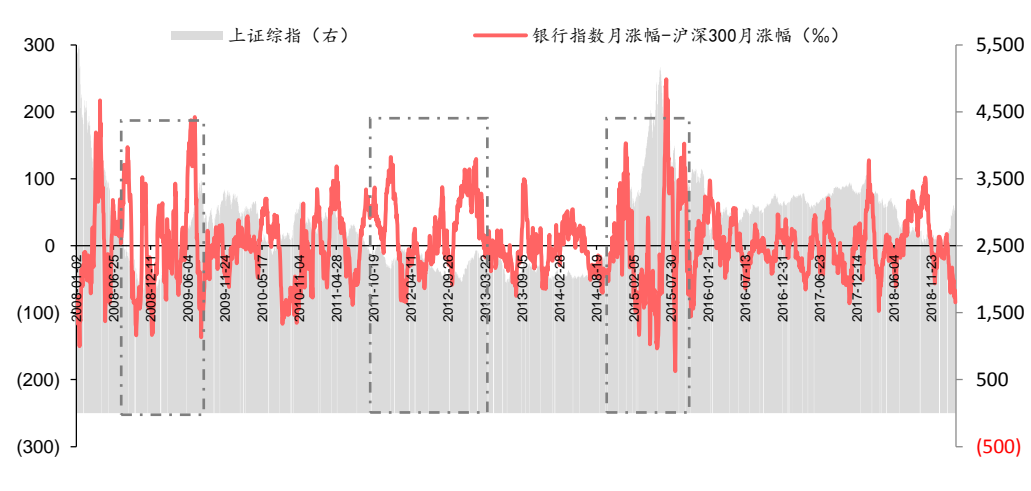
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 三轮流动性与信用宽松环境，银行板块均凸显更强配置价值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 市场偏牛或偏熊，银行板块均具有相对收益配置价值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2008年以来银行板块相对收益行情集中于2008-2009年、2011-2012年、2014-2015年，三轮行情均具有上述经济周期、信用环境上的相似点，而市场行情则具有差异。

三轮周期都伴随经济承压、信用环境宽松。经济走弱，刺激政策适时出台，扭转市场预期，改善流动性与信用环境。第一轮周期2008-2009年，内外部风险因素传导、工业增加值增速2008年持续下行，2008年三季度起刺激政策陆续出台，连续两个月2次降准、2次降息，2008年11月中央提出四万亿投资计划。第二轮周期2011-2012年经济面临增速显著换挡压力，央行连续启动降准、降息。第三轮周期2014-2015年经济数据再度走弱，货币政策适时宽松，9月推出PSL（抵押补充贷款工具）和MLF（中期借贷便利），11月实施不对称降息，2015年连续降准降息等。上述三轮周期在政策改善市场预期与信用环境宽松推动下，银行板块均在承压周期的中后端、预期改善的起点迎来显著相对收益机会，如09年上半年、12年下半年、15年下半年等阶段，持续时间均达2-3个季度。

图表5：三轮宽信用周期主要刺激政策回顾

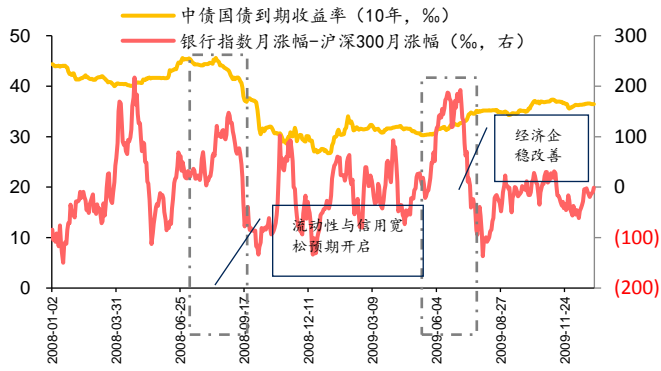
阶段	时间	政策
第一轮宽信用周期 (2008-2009)	2008/9/15	下调存款准备金率1pct；下调基准利率0.27pct
	2008/10/8	下调存款准备金率0.5pct；下调基准利率0.27pct
	2008/10/30	下调一年期存贷款基准利率各0.27pct
	2008/11/26	下调大型银行存款准备金率1pct、中小银行2pct；下调基准利率1.08pct
	2008/12/22	下调存款准备金率0.5pct；下调基准利率0.27pct
	2008/11/5	推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施（“四万亿计划”）
	2008/11	取消对商业银行信贷规划的约束
第二轮宽信用周期 (2011-2012)	2011/11/30	下调存款准备金率0.5pct
	2012/2/18、2012/5/12	连续两次下调存款准备金率各0.5pct
	2012/6/7	下调一年期存贷款基准利率各0.25pct
	2012/7/5	下调一年期贷款基准利率0.31pct，一年期存款基准利率0.25pct
第三轮宽信用周期 (2014-2015)	2014/4/22	下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2pct，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5pct
	2014/6/9	“三农”和小微定向降准下调存款准备金率0.5pct
	2014/9	央行创设MLF
	2014/11/22	下调一年期贷款基准利率0.4pct，一年期存款基准利率0.25pct
	2015/2/5	下调存款准备金率0.5个pct；达到定向降准城农商行额外下调0.5pct，农发行额外下调4pct
	2015/4/20	下调存款准备金率1pct；农村金融机构额外降低额外下调1pct，中国农业发展银行额外下调2pct
	2015/6/28	达到定向降准的银行降低存款准备金率0.5pct
	2015/8/26	下调存款准备金率0.5个pct；农村金融机构额外降低额外下调0.5pct
	2015/10/24	下调存款准备金率0.5个pct；达到定向降准的银行额外降低存款准备金率0.5pct
	2015年3月、5月、6月、8月、10月	连续五次下调一年期存贷款基准利率各0.25pct

资料来源：央行，财政部，华泰证券研究所

而市场行情偏牛与偏熊，银行板块均有相对收益机会。市场环境偏牛，银行板块相对收益机会主要聚集在牛市行情中端及后期，前期上涨较快行情中银行尾部反弹涨幅更大，如2009年上半年、2015年下半年。慢牛行情中银行持续具有波段性相对收益机会，频率相对均匀，与财报行情吻合度较高。而当市场环境偏熊，银行则具有更显著的相对收益机会，如2011-2013年，主要是银行基本面平稳、股息率较高及流动性较好，配置价值突出。

总结而言，经济周期、信用环境与市场行情三者对于银行板块的驱动逻辑为，经济承压企稳、信用宽松形成的预期改善均能推动银行板块上行，市场行情偏牛的中后端以及市场环境偏熊的全周期，银行均有相对收益机会。

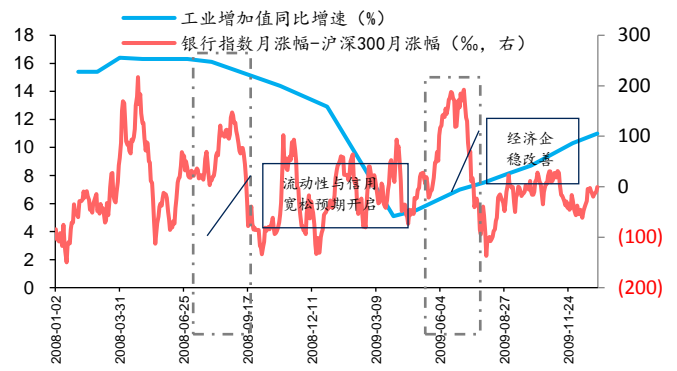
图表6：2008-2009年：流动性宽松预期开启，银行相对收益突出



注：虚线框内为银行相对收益突出阶段，行情空白期为节假日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

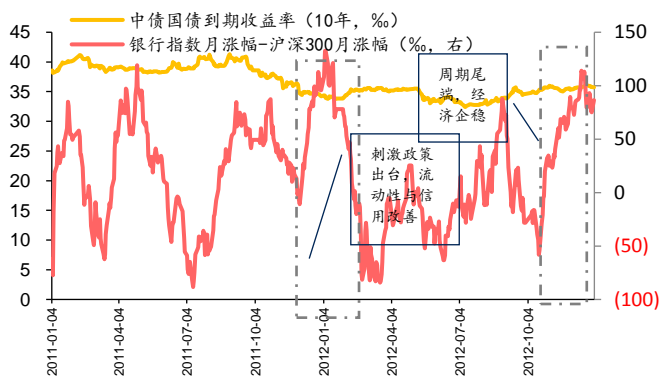
图表7：2008-2009年：经济企稳改善，银行相对收益突出



注：虚线框内为银行相对收益突出阶段，行情空白期为节假日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

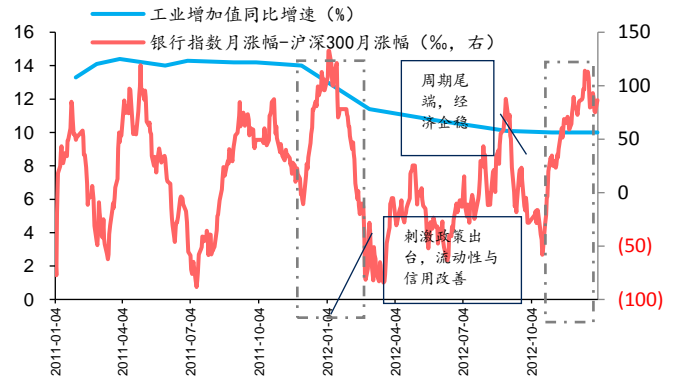
图表8：2011-2012年：流动性与信用环境改善，推升银行相对收益机会



注：虚线框内为银行相对收益突出阶段，行情空白期为节假日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

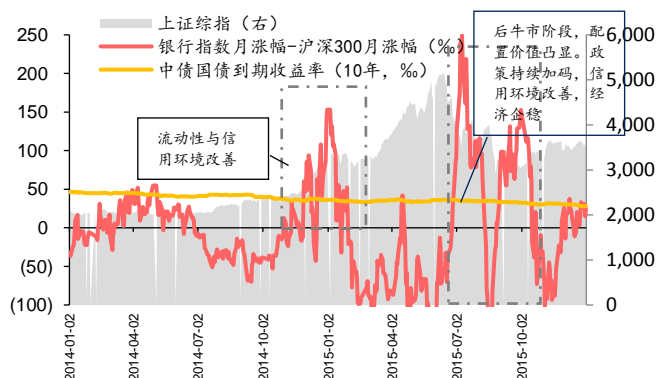
图表9：2011-2012年：经济企稳，银行相对收益机会再现



注：虚线框内为银行相对收益突出阶段，行情空白期为节假日。剔除2012年1月工业增加值春节期间的异常数据。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

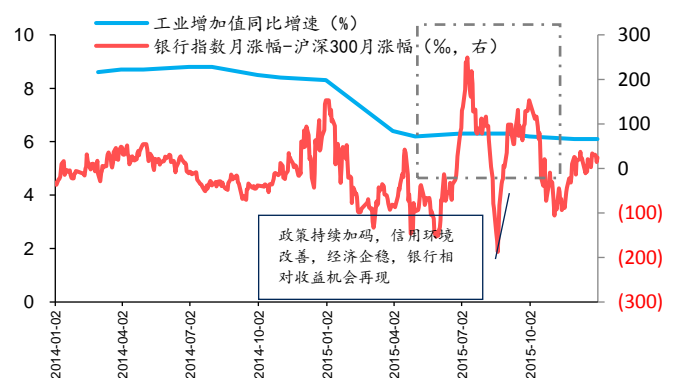
图表10：2014-2015年：流动性与信用环境改善，后牛市行情阶段，银行相对收益配置价值凸显



注：虚线框内为银行相对收益突出阶段，行情空白期为节假日。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：2014-2015年：周期尾部，经济企稳，银行相对收益配置价值再次凸显



注：虚线框内为银行相对收益突出阶段，行情空白期为节假日。

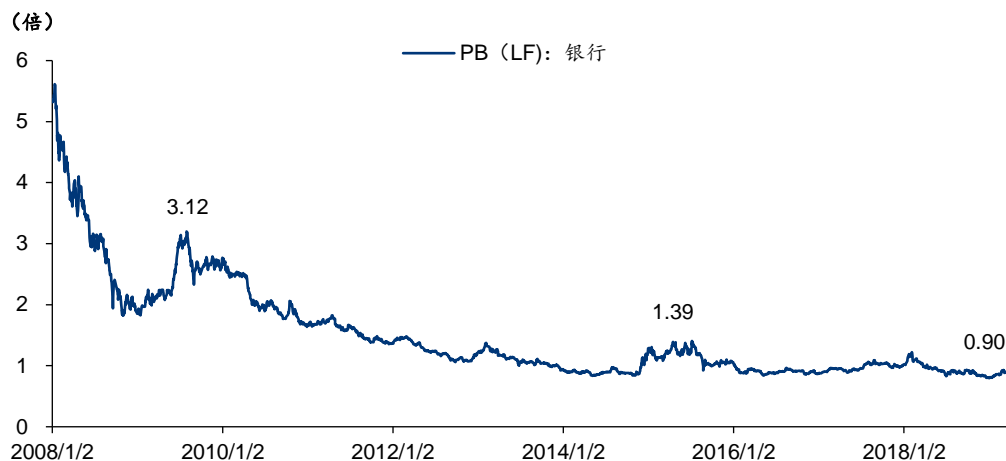
资料来源：Wind，华泰证券研究所

放眼当下：历史逻辑多维具备，改革开放催生新潮

历史逻辑：信用宽松逻辑具备，短期轮动机会较大

2019年以来的市场上涨具有与前三轮宽松周期相似特征，主要在于流动性与信用环境改善。行情起步阶段：政策面宽松，2019年1月以来央行先后调整普惠降准小微口径、全面降准、开展TMLF操作，市场主体对政策持续宽松的预期促成了市场行情启动。行情演绎第二阶段：2019年1月信贷数据放量，信用环境有实质改善，市场估值继续回升。

图表12：2008年至今银行板块历史行情：当前时点估值较低



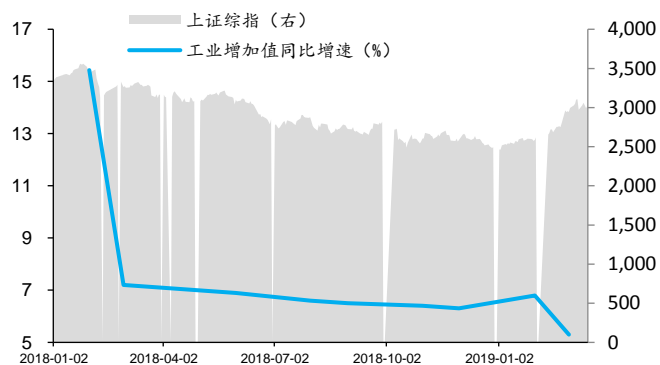
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13：流动性与信用环境改善初期，板块阶段性行情初显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14：轮动补涨与年报催化，等待经济企稳，正值行情启动黎明期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

综合来看，宽松预期及流动性实质改善是本轮行情与2009年、2011-2012年、2014-2015年的相似之处。市场行情启动之初，资金聚集于高弹性板块，因此银行走势相对较弱（截至3月20日，2019年涨幅16.81%，弱于沪深300指数10.53pct）。随着市场行情演化，银行作为估值低、重基本面的板块具有补涨机会。截至2019年3月20日，银行板块PB(LF)估值为0.90倍，处于历史较低水平，且远低于2009年、2015年的峰值。

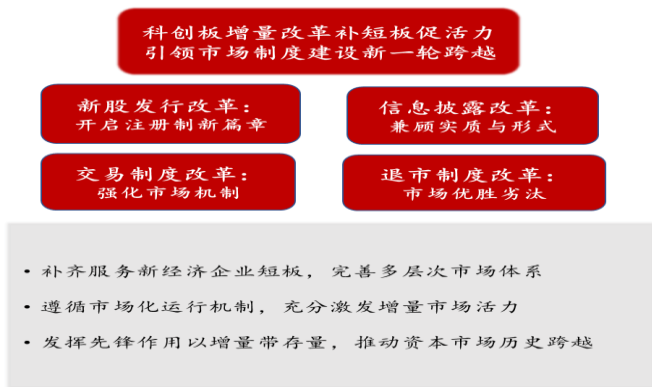
本轮行情行至此，经济承压企稳、流动性与信用环境宽松、预期改善的行情启动要素已具备，我们认为上述要素已构成银行板块中短期轮动上涨行情的支撑，但更进一步，我们提请市场关注的是，本轮市场环境正在发生深刻变化。

政策预期、流动性与信用环境改善依然构筑本轮的中短期利好，但在此基础上，本轮市场环境还迎来了历史多轮宽松环境所不具备的制度改革和大资金入场背景。其中对于资本市场与银行板块具有深刻利好的主要在于两部分：第一是制度层面，改革为资本市场注入源源动能，减费让利、优化经济结构，切实提升企业经营效益，加大多领域对外开放，在制度改革背景下吸引长线大资金入场；第二是资金层面，除了海外资金之外，理财、养老金、险资等大资金在制度改善驱动下加速入场，银行以高权重、高股息、高流动性、稳健基本面的三高一稳特征，成为大资金入场兼具成长与价值的优选板块。

制度变革：多维改革激活市场，推升板块长期上行

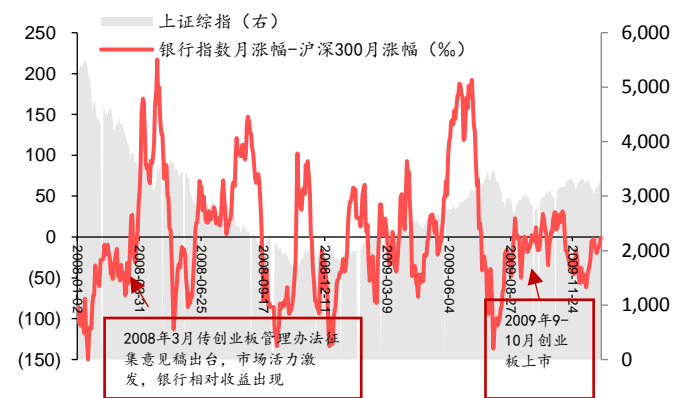
三条制度改革主线推升板块长期上行逻辑。第一是以科创板为先锋的资本市场制度改革，激活市场长期活力，推升市场信心修复，带动高权重的银行板块长期上行。科创板是资本市场增量改革，补齐资本市场服务新经济企业短板，遵循市场化运行机制激发市场活力，着力构造市场化运作、良性循环的增量市场。科创板的改革先锋作用，有望以增量倒逼存量改革，最终引导资本市场循序渐进实现历史跨越。资本市场激活，大类资产配置从房地产向金融资产逐步切换的历史背景，都预示着本轮不是简单的流动性与信用环境改善驱动的短期政策市，而是形成制度改革预期、构成长牛市场环境支撑。我们回顾创业板推出背景，2008年3月创业板管理办法征求意见稿出台，市场活力激发，叠加外部风险因素传导，银行板块相对收益机会凸显。资本市场的制度性改革，引导市场环境全方位跨越升级，形成市场活力激发的长期预期，这是本轮市场环境历史周期具有本质差异的第一点。

图表15： 科创板增量改革推动全量革新，激发市场活力



资料来源：华泰证券研究所

图表16： 创业板征求意见稿出台，激发市场活力，银行投资价值凸显



资料来源：Wind，证监会，华泰证券研究所

第二是减费让利、金融供给侧改革等政策全方位为实体经济谋福利，引导经济结构调整，积蓄经济增长动能，构筑长牛市场环境基石。减费让利政策落到实处，2019年3月15日政府工作会议答记者问中，总理明确表示2019年将推出更大规模的减税降费，2019年4月1日起下调增值税率，5月1日起下调社保费率，2019年减税降费红利将达到2万亿元。减税降费切实降低企业成本，提振企业经营效益，激发市场与经济活力。而金融供给侧改革深入推进，引导金融机构增加有效信贷供给，信贷资金合理流向实体经济，重点支持民营企业与小微企业，有利于提升民营企业和小微企业经营活力，优化经济结构，积蓄经济增长动能，为资本市场长期上扬构筑经济基本面基础。政策切实提升实体经济活力，优化经济结构，积蓄长周期增长动能，这是本轮周期与历史周期具有显著差异的第二点。

第三是加大对外开放，国际环境危中有机，更大程度开放开启不同量级与周期的外资流入潮。2018年以来实体经济、金融、外汇等多领域的加大开放信号不断释放，金融行业市场准入和业务范围逐步扩大，与此同时金融市场如债券市场的开放步伐也在提速。2019年3月的粤港澳大湾区发展纲要公布了部分金融开放政策在湾区内可先行先试，更进一步加快了金融对外开放进程。而2019年3月15日发布的外商投资法，则从立法的高度，表明了我国继续完善投资环境、大力吸引外资、推进对外开放的政策意图。对外开放的实际进程大幅加快，我们认为中国资本市场对于外资的吸引不再是短期的阶段性波动，而是基于我国相对全球主要经济体更强的经济增长动能、持续加大对外开放的政策导向、经济结

构转型升级长期趋势向好的转型预期等制度与经济支撑，外资长期加大对中国投资配置为趋势所在。2018年MSCI纳入A股、富时指数纳入A股、2019年MSCI宣布提升A股权重等，均反映了外资持续加大中国资产配置的长期倾向。**外资长线大资金持续入场，是本轮周期与历史周期具有本质差异的第三点。**

图表17： 2019年以来对外开放进程继续加快

时间	政策	要点
2019/2/19	粤港澳大湾区发展纲要	推进湾区金融市场互联互通。逐步扩大大湾区内人民币跨境使用规模和范围。扩大香港与内地居民和机构进行跨境投资的空间，稳步扩大两地居民投资对方金融产品的渠道，建立资金和产品互通机制
2019/3/5	银保监会表态	银行保险推出15套措施，已基本落地，2019年金融业对外开放还会继续推进。
2019/3/5	政府工作报告	进一步放宽市场准入，缩减外资准入负面清单，允许更多领域实行外资独资经营。
2019/3/15	外商投资法	外商投资领域基础性法律，将中国外资政策上升为法律，以法的形式确立对外商投资的投资准入、投资促进、投资保护和投资管理。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

资金配置：长期资金加速入场，持续赋予上扬动能

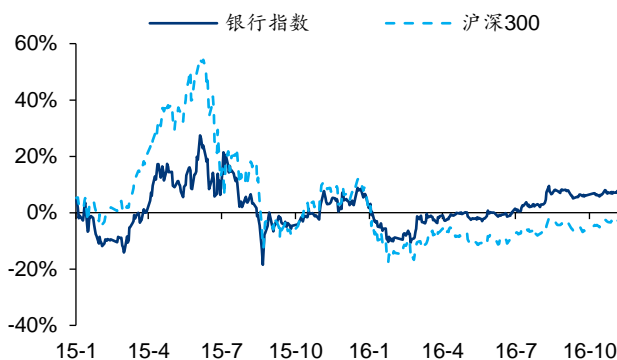
图表18： 大类资金入市架构图



资料来源：银保监会，MSCi，人社部，外管局，Wind，华泰证券研究所

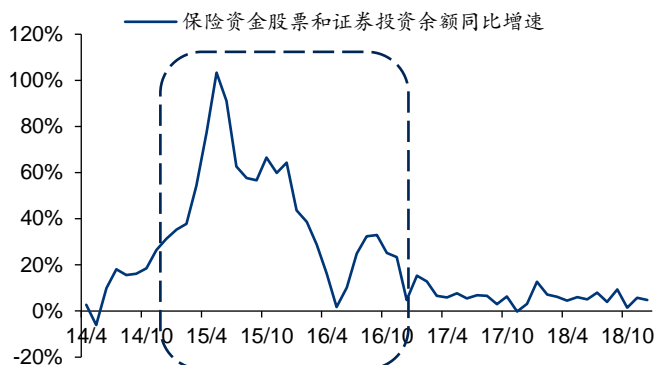
长期稳定资金是银行股的主要投资者，其加速进入A股市场是2015年以来银行股长期跑赢大盘的主要原因。2015年以来险资、外资等长期资金入场加速，个人投资者占比逐渐下滑。根据《上海证券交易所2018年统计年鉴》的数据，2017年末自然人持股市值占上交所总市值的21.17%，较2014年末下降2.34pct。2014年沪港通开通、2015-2016年保险资金加速入场（保险资金股票及证券投资余额同比增速基本保持在20%）以上为市场带来了大量的长期稳定资金。长期资金对低估值、高ROE、高股息的银行股有偏好，因此银行股迎来相对行情。2015-2016年银行指数上涨4.28%，而同期沪深300指数下跌6.33%。

图表19: 2015-2016年银行指数取得超额收益



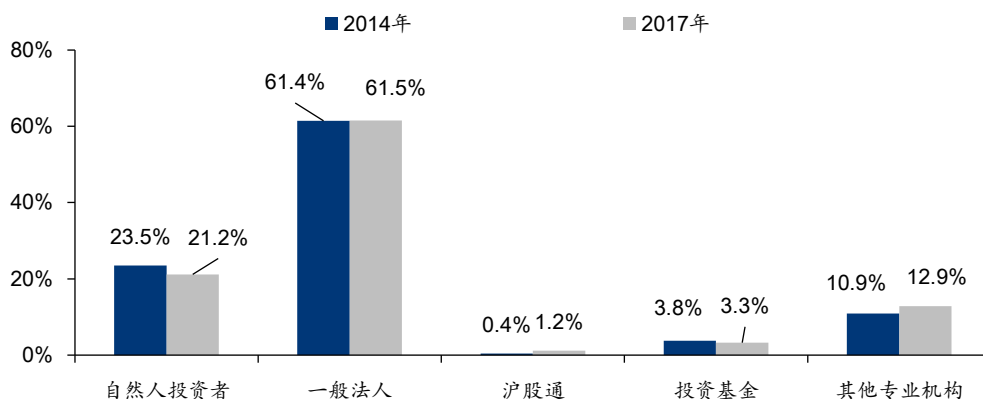
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 2015-2016年保险资金入市加速



资料来源: 银保监会, 华泰证券研究所

图表21: 2014-2017年上交所投资者结构: 其他专业机构和沪股通持股市值占比显著上升



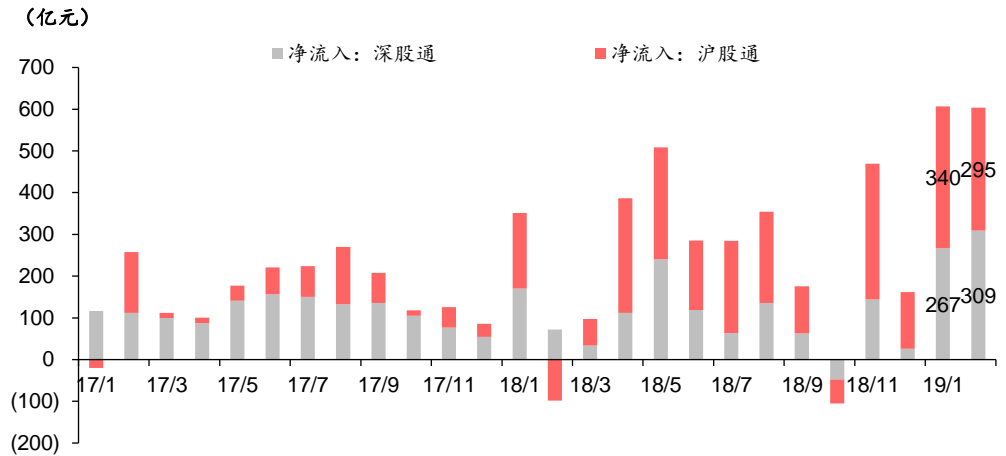
备注: 其他专业机构包括券商自营、社保基金、保险资金、资产管理及QFII

资料来源: 上交所统计年鉴, 华泰证券研究所

在金融供给侧改革、对外开放程度提高的背景下, 2019年长期资金入市节奏加快, 其对银行股的偏好有望提振板块估值。中央政治局第十三次集体学习提出构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系, 资本市场有望迎来大发展。随着市场的改革开放, 加速入市的资金主要有三类, 一是境外资金, 二是理财子公司资金, 三是保险及社保资金。

第一, 资本市场对外开放深度推进, 增量境外资金有望提升银行股估值。2019年A股市场对外开放主要体现在三个方面: 1) 沪深股通北向资金流入加快。2019年1月、2月, 沪深股通北向资金净流入分别为607亿元、604亿元, 显著高于2017-2018年各月。2) QFII、RQFII改革及扩容。2019年1月, 证监会在QFII、RQFII配套制度的征求意见稿中提出拟将两项制度合并, 并取消数量型指标要求, 放宽准入条件。同月外汇管理局将QFII总额度由1500亿美元扩大一倍至3000亿美元。这是继2002年以来的第五次上调, 也是幅度最大的一次。3) MSCI指数中A股的纳入因子提升。2019年3月MSCI决定将现有大盘A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子由5%提高至20%。据MSCI测算, 纳入因子提高有望为大盘A股带来约660亿美元的境外增量资金。

图表22： 2017-2019年2月沪深股通北向资金净流入：19年1-2月均超600亿元



资料来源：Wind，华泰证券研究所

境外资金将促成银行股的配置比例提升，进而推动估值修复。一方面，银行股是A股的高权重品种。根据MSCI的数据，A股银行股纳入市值占全部大盘A股的20.3%。MSCI纳入因子提升至20%将给银行股带来900亿元增量资金。另一方面，从沪深股通持股情况来看，外资对银行股的配置比例高于国内机构。2018年末沪深股通持仓银行股市值占其全部A股持股市值的9.32%，而同期公募基金重仓股、融资账户的银行股比例分别为8.49%、7.87%。我们认为外资对银行股具有更强的偏好，其在A股投资者中的比例提升有望推动银行股估值修复。

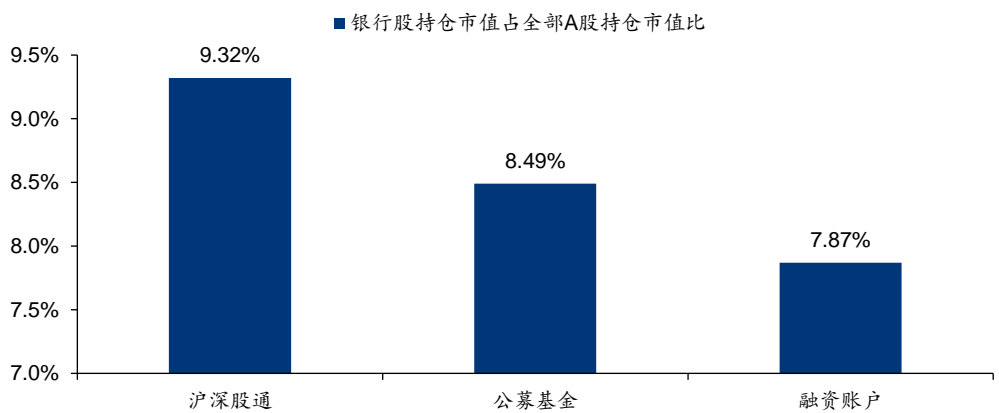
图表23： MSCI纳入权重由5%提升至20%带来的增量资金测算

	纳入市值 (亿元)	增量资金 (亿元)
五大行	646	304
股份行	994	469
城商行	269	127
上市银行	1909	900

注：纳入市值根据3月19日收盘价计算，增量资金根据3月19日美元中间价计算

资料来源：MSCI，华泰证券研究所

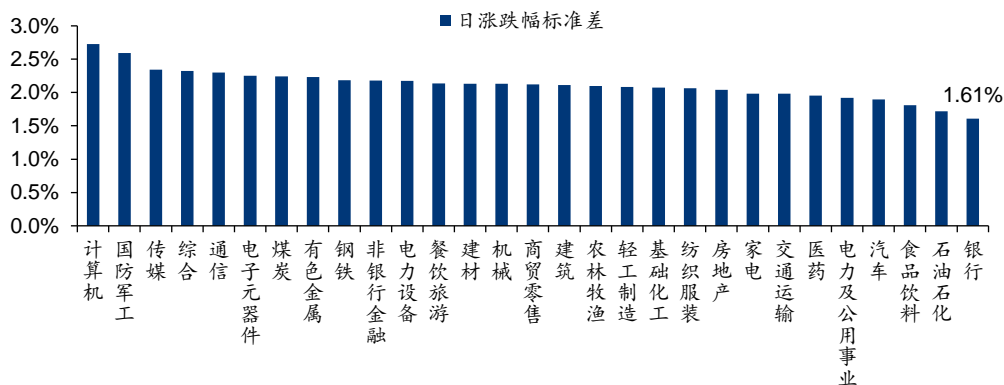
图表24： 2018年末沪深股通银行股持仓比例较国内资金更高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第二，银行理财子公司进入筹建阶段，预计初始入市资金可达 1.1 万亿元左右。《商业银行理财子公司管理办法》规定银行理财子公司可直接投资于二级市场股票，2018 年末银行表外理财规模达 22 万亿元，理财子公司有望成为 A 股市场的重要新角色。2018 年 12 月-2019 年 2 月，五大行的理财子公司已获批，进入筹建阶段。我们假设理财初始入市资金比例为 5%，则入市资金规模约 1.1 万亿元。由于银行理财客户以低风险偏好的个人投资者为主，控制产品的净值波动非常重要。银行作为波动率较小的板块，有望成为理财资金的重要配置品种。

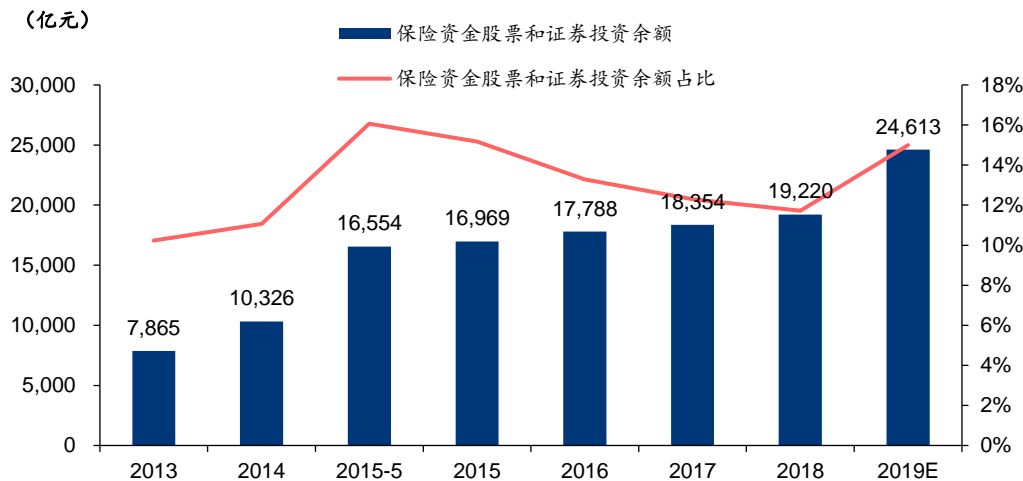
图表25：近五年各行业日涨跌幅标准差（2014.3.22-2019.3.21）：银行板块波动率最小



资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三，保险及养老金入市节奏加快，对高股息标的有偏好。2015 年银行股估值提升的重要原因因为保险资金的入市，2015 年全年各月保险资金股票及证券投资余额增速均在 35% 以上，带动了银行股的估值抬升。2019 年 2 月 27 日证监会主席易会满表示，将打通社保基金、保险、企业年金等各类机构投资者的入市瓶颈，吸引更多中长期资金入市。2018 年末保险资金运用余额达 16.41 万亿元（股票和基金投资占 11.7%），基本养老保险基金约 5.7 万亿元（委托投资仅占 15%，其中股票类资产投资上限 30%）。假设 2019 年保险资金股票投资比例提升至 15%（历史较高水平），基本养老保险基金委托投资比例稳步提升至 20%，则分别将为 A 股市场带来 5393 亿元、855 亿元增量资金。保险和基本养老保险基金资金规模较大、来源稳定、考核区间长、以保值增值为主要目标，是典型的长期投资者，具有高股息率的银行股有望成为良好配置标的。

图表26：保险资金股票和证券投资余额及占比：预计 2019 年可新增 5393 亿元



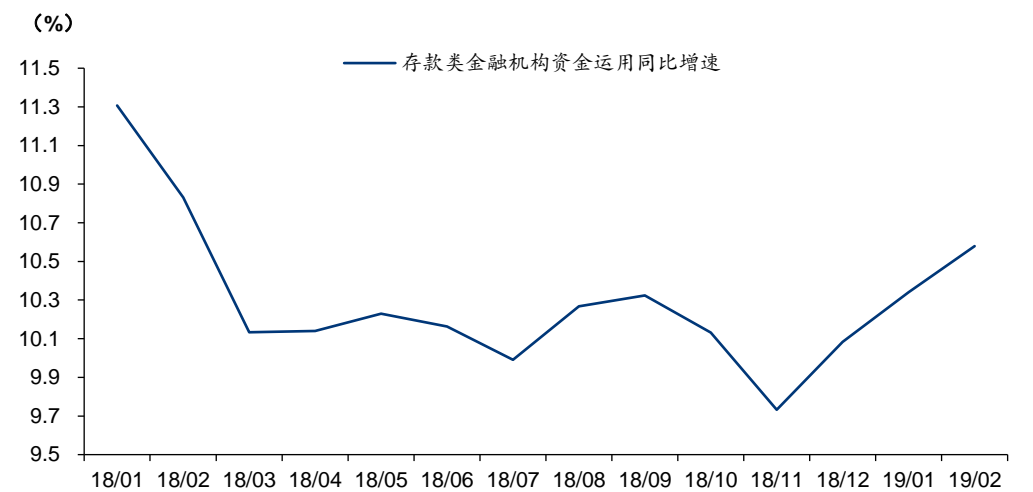
资料来源：银保监会，华泰证券研究所

基本面：稳中向好趋势不改，价与质构成预期差

2019年初以来宏观经济政策逆周期调节力度增强，普惠金融降准考核口径调整与全面降准1pct，监管支持银行多渠道补充资本并推动永续债发行，多维度提升银行信贷供给能力与信贷供给意愿，银行信贷扩张带动资产增速提升的趋势较为显著，量增趋势逐步明朗。资产扩张将是银行业2019年盈利释放的核心驱动，资本充裕，并且具有资产组织禀赋优势的银行将更受益于本轮宽信用环境。

价的维度，宽货币驱动负债成本下行对净息差具有较强支撑作用，另外本轮宽信用周期还伴随着行业零售转型与政策引导加大民企与小微融资支持，这两种资产收益均相对较高，对息差的支撑作用更强。质的维度，2019年以来减税降费让利政策超预期落地，切实改善企业经营环境，提振经营效益，也有助于银行业资产质量的平稳过渡。银行业有望迎来量升价稳的有利经营环境，基本面持续改善，尤其是净息差与资产质量或形成一定预期差。

图表27：2019年以来存款类金融机构资金运用增速持续提升，宽信用初显成效

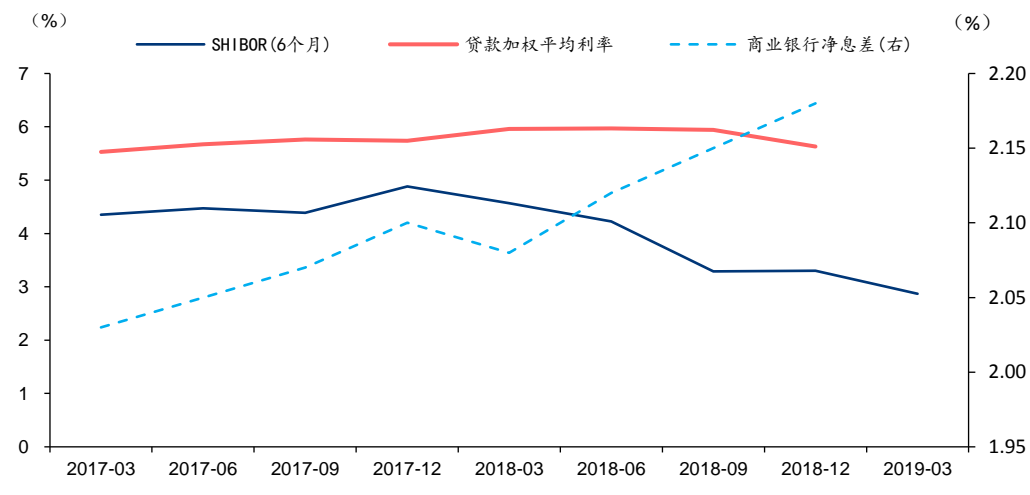


资料来源：Wind，华泰证券研究所

预期差一：同业成本下行，小微支撑收益

息差具有较强支撑的原因主要在于负债端宽松货币环境推动同业负债成本下行，资产端重定价较慢，以及部分相对高收益资产支撑。银行业目前继续受益于同业利率下行，负债端边际改善对于息差贡献已经显现。2018年商业银行净息差持续上行，2018年全年较上年回升8bp至2.18%，我们认为同业负债成本下降是主要利好因素。2019年以来SHIBOR（6个月）继续快速下行，由上年底3.30%快速下行至2019年3月20日的2.87%，在货币政策逆周期调节力度加强预期下，流动性合理充裕环境我们预计将继续保持，银行业低成本负债环境预计仍可维持较长阶段。

图表28： 2019年以来同业市场利率继续下行，预计继续支撑银行净息差



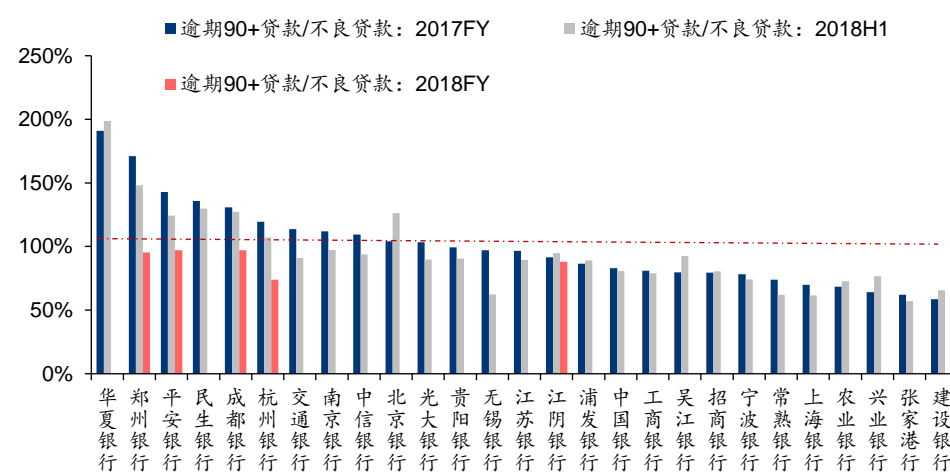
资料来源：Wind，华泰证券研究所

资产端虽然宽信用周期利率有下行压力，但加大民营企业和小微贷款配置也有助于支撑资产收益。第一是虽然宽信用周期信贷供给加大，资产收益具有下行压力，但由于仅新增资产具有重定价影响，而存量资产价格相对平稳，贷款期限较长，重定价总体较为缓慢，因此总体资产收益相对平稳。第二是监管明确引导银行加大对民营企业与小微企业融资支持，小微企业融资成本有望进一步下行，但由于信贷风险溢价的定价机理，小微企业贷款利率需要一定的溢价覆盖风险成本。根据2018年四季度货币政策执行报告，12月新发放的小微企业贷款利率为6.28%，较上年同期下降了0.26pct，但较银行贷款平均利率5.63%仍然高出65bp。2019年监管政策引导银行加大小微企业信贷投放，小微企业融资成本有望进一步下行，但是基于小微企业经营的较高波动性，较一般性贷款定价仍具有一定风险溢价，对于银行业息差也会形成一定支撑。

预期差二：资产质量平稳，政策修复信用

银行业资产质量稳健，减税降费有望继续缓释信用风险。2018年末商业银行不良贷款率为1.83%，较9月末下降4bp，资产质量向好。我们认为2019年对银行业不良贷款侵蚀利润的情况无需过度担心。主要原因有以下四个：一是**不良贷款剪刀差消化，隐性不良确认压力小**。2018年3月银监会根据贷款分类准确性等标准将拨备覆盖率、拨贷比监管要求分别由150%调整为120%~150%、由2.5%调整为1.5%~2.5%，鼓励银行加速不良贷款确认。银保监会透露2018年末银行业不良贷款偏离度已降至90%以下，不良贷款隐性压力减轻。

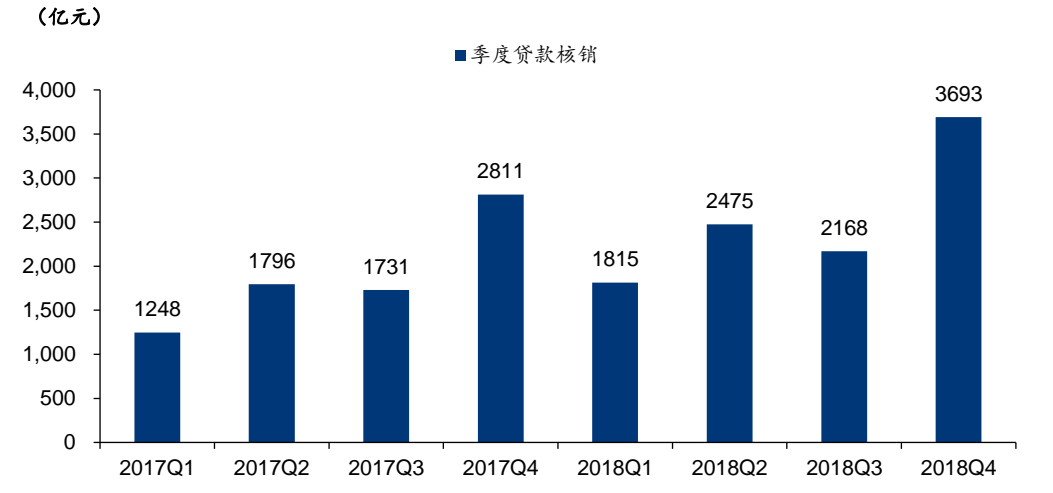
图表29： 2017-2018年上市银行不良贷款偏离度：基本已降至100%以内



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

二是不良贷款处置力度加大。根据银保监会披露的监管数据，2018年商业银行累计核销不良贷款 9880 亿元，同比增长 36%。2019 年监管层继续鼓励不良贷款核销，加速处置有望促使银行业不良贷款率向好。

图表30： 2017-2018 年单季存款类金融机构贷款核销：不良贷款核销提速



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

三是减税降费等逆周期政策加速，不良贷款生成放缓可期。2019年1月国常会已部署月销售额 10 万元以内的企业免征增值税。3 月政府工作报告提出下调增值税率、社保缴费费率，2019 年全年减税降费规模将达 2 万亿元。政策逆周期调节提速，有利于缓解实体经济的经营压力，不良贷款新增速度有望放缓。

四是拨备覆盖率较高，利润释放可进可退。2018 年末银行业拨备覆盖率为 186%，较 Q3 末银行+5pct，达到 2016 年以来的较高水平。叠加监管层将拨备覆盖率监管要求放低至 120%~150%，银行行业的利润释放缓冲空间更大。

总体来看，银行业基本面继续稳中向好，在监管政策多方面引导下，今年信贷与资产扩张将是盈利的核心驱动要素，而净息差总体平稳与资产质量继续稳健将是基本面相较于市场观点的主要预期差。我们认为银行将迎来量升价稳有利投资环境，而逆周期政策陆续加码，也有望进一步带动银行经营环境改善。基本面稳健支撑下，银行有望继续成为大资金入场的蓄水池。从短期来看，市场行情向慢牛切换，由β属性向α属性过渡，板块轮动上涨驱动下，银行基本面稳健叠加年报行情催化具有较强补涨机会。从中长期来看，资本市场等制度改革驱动市场回归价值本源，激发市场内生活力，引入海外等大资金持续入场。银行等蓝筹板块有望以基本面稳健、高权重、高股息、高流动性等特征吸引大资金配置，推动估值持续回升，当前正处于板块行情启动的曙光期，建议加大配置。

投资逻辑：“改革+大资金+基本面”三大因素驱动估值修复

选股主线：关注资本、息差与资产质量

银行基本面迎来量升价稳阶段，资产放量有望成为盈利核心驱动因素。我们认为投资主线逻辑在于抓住资本充裕有放量空间、息差具优势、资产质量较稳健的标的。首先，从量升角度看，资本充裕的标的在本轮宽信用周期中更具有资产扩张潜力，最大程度享受政策环境红利。其次，从价稳角度看，宽信用环境下零售转型具有优势、有获取高收益资产能力的银行将在息差上更具有支撑。最后，资产质量稳健标的将在经济承压环境下凸显价值。资产质量稳健包括不良贷款比率较低和拨备覆盖充足两方面，在经济承压期充足的拨备将成为银行盈利释放进退皆宜的关键助力。主线角度建议选择零售战略成效显著的平安银行、农商行中率先启动零售转型且资产质量优异的常熟银行、资本充裕的零售龙头招商银行。

选股副线：看估值弹性强的成长标的

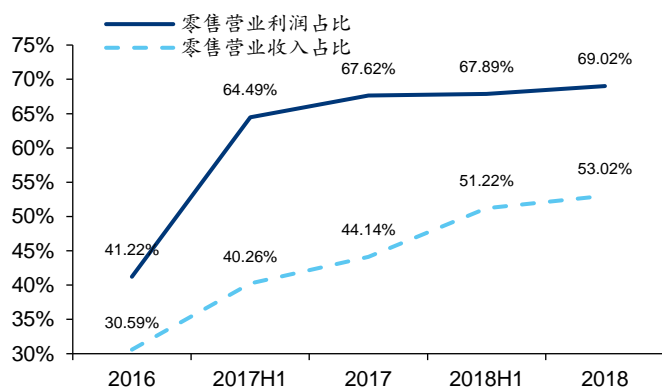
在市场走势向上的环境下，弹性标的更有成长空间。2014年初-2015年末，三家上市城商行南京银行、宁波银行、北京银行分别上涨139%、116%、111%，分别居银行业涨幅第1、第3、第4位。三家城商行均是市值较小的高速成长标的，2014年利润增速分别达24.7%、16.1%、16.1%，自由流通市值均在老16家上市银行后4位。我们认为基本面优质且估值弹性较强、高速成长的标的有望领涨板块。副线角度建议选择高速成长的农商行龙头常熟银行。

平安银行：零售转型提质增效，基本面改善显著

平安银行的核心投资逻辑有三点：一是集团持续支持，客户、渠道、资金、产品、科技、生态圈多维度全方面协同，依托集团综合金融平台，银行协同增长空间可观；二是零售转型提质增效，基本面已现拐点，净息差继续高位提升，资产质量总体改善，下一阶段看私人银行财富管理业务贡献提升，以及对公做精、恢复对于公司负债的贡献；三是可转债发行，大股东按持股比例认购，提振市场信心，提升转股概率，有望打开资产扩张空间，带动盈利加速释放。

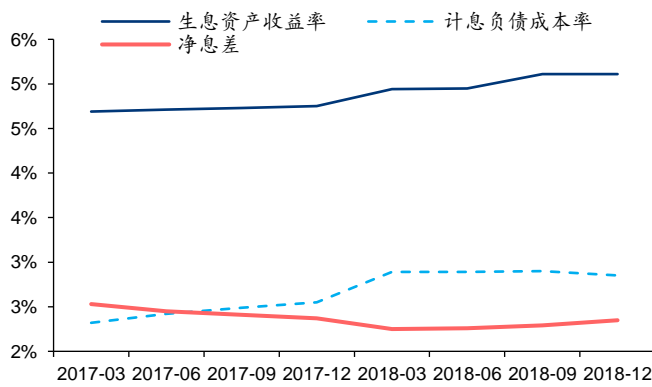
平安银行零售转型深入，2018年末零售贷款占比已达57.8%，零售业务收入贡献及利润贡献均持续提升。受益于加大贷款配置、存贷利差走阔、市场负债成本下行，公司净息差继续高位提升，较前三季提升6bp至2.35%。宽信用期零售贷款利率更具支撑，零售转型推动下公司净息差水平有望继续平稳。平安银行资产质量持续好转，2018年末消化不良贷款剪刀差，后续信贷成本压力缓和。公司260亿元可转债已完成发行，后续可转债转股有望进一步补充核心一级资本，提升资产扩张空间。

图表31：2016年以来平安零售贡献持续提升



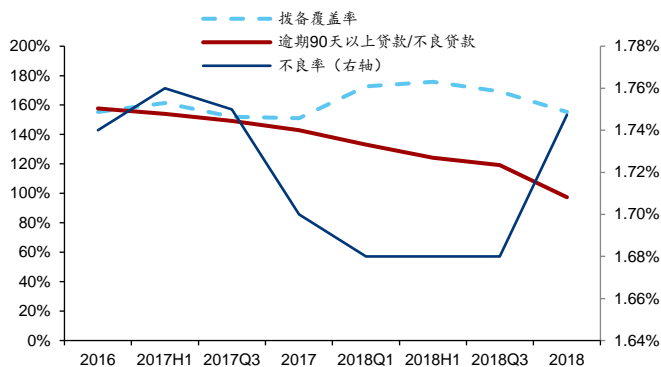
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：2018年净息差持续高位上扬



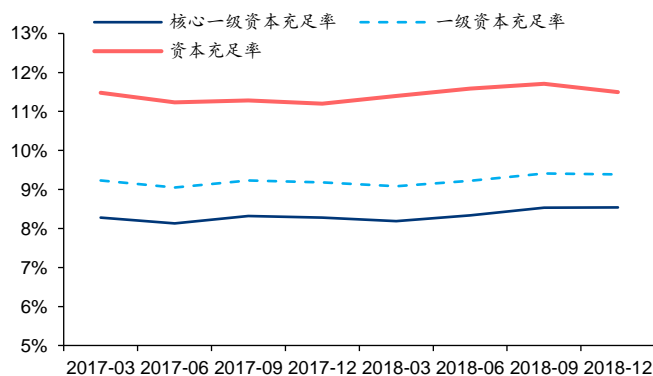
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 2018年消化不良贷款剪刀差，信贷成本压力较大缓和



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34： 2018年以来核心一级资本充足率持续提升



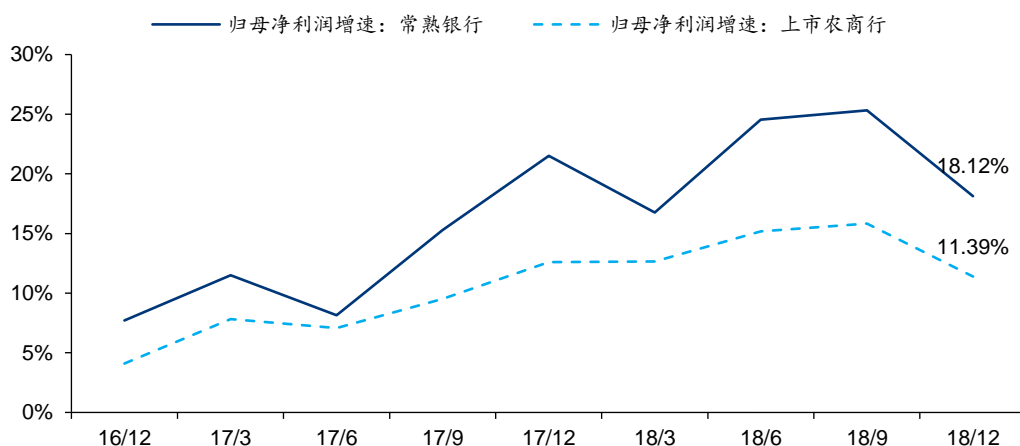
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们维持原预测，2019-2021年归母净利润增速10.45%/12.41%/14.92%，EPS1.60/1.79/2.06元，2019年BVPS14.27元。公司零售转型成效显著，资产质量包袱压力减轻，给予2019年1.1~1.2倍目标PB，维持目标价15.70~17.12元，维持“增持”评级。

常熟银行：农商行战略先行者，转债转股补资本

常熟银行的核心推荐逻辑为零售小微战略领跑，基本面指标全面领跑。首先，常熟银行是最早开展零售战略的农商行之一。常熟银行是唯一引进战略投资者（交通银行）的上市农商行，战略投资者入股提升了银行的战略高度。2013年常熟银行率先启动大零售转型，重点发展个人经营性贷款。第二，常熟银行具有优异的基本面。据业绩快报数据，2018年ROE为12.68%，是ROE同比升幅最大的上市银行；2018年归母净利润增速18.12%，具高成长性；2018年末不良贷款率0.97%，拨备覆盖率450%，资产质量优异。

图表35： 2016-2018年上市农商行归母净利润增速：常熟银行显著高于行业水平



资料来源：业绩快报，华泰证券研究所

第三，可转债已触发提前赎回条款，核心一级资本补充预计加速。2018年Q3末，常熟银行资本充足率、核心一级资本充足率分别为14.84%、10.03%，核心一级资本充足率相对偏低。2019年3月18日，常熟转债触发提前赎回条款，公司董事会已于当日决议将赎回可转债。由于赎回价格远低于正股价格，可转债转股有望提速。2014-2015年，工行转债、中行转债、民生转债曾先后触发提前赎回条款，但最终赎回比例均不超过1%（即转股比例超过99%）。若可转债全部转股，核心一级资本充足率有望提升至12.44%（以2018Q3末数据为基准计算）。核心一级资本充足率跃升，将提高资产扩张能力，为盈利提供支撑。

图表36： 此前曾触发提前赎回条款银行转债：转股比例均超过 99%

银行	条款触发日	赎回价格 (元/张)	赎回比例	条款触发日转股比例	赎回登记日转股比例
工商银行	2014/12/30	100.629	0.06%	54.92%	99.94%
中国银行	2014/12/30	101.304	0.06%	59.70%	99.94%
民生银行	2015/5/9	100.168	0.81%	8.58%	99.19%

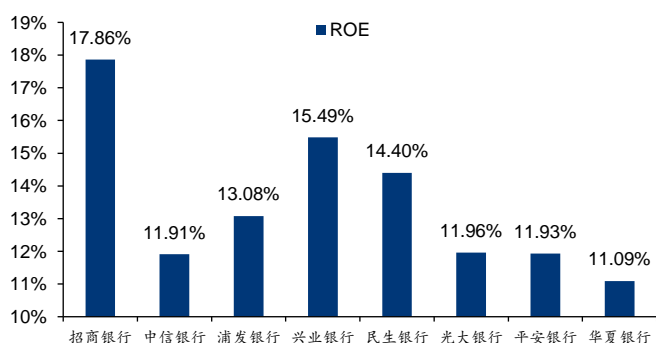
资料来源：公司公告。华泰证券研究所

我们维持原预测，公司 2019-2020 年归母净利润增速 18.0%/ 17.8%，EPS0.78/ 0.92 元，2019 年 BVPS5.68 元，对应 PB1.40 倍。维持 2019 年目标 PB1.7-1.8 倍，目标价 9.66~10.22 元，“增持”评级。

招商银行：零售优质银行，基本面多维度优异

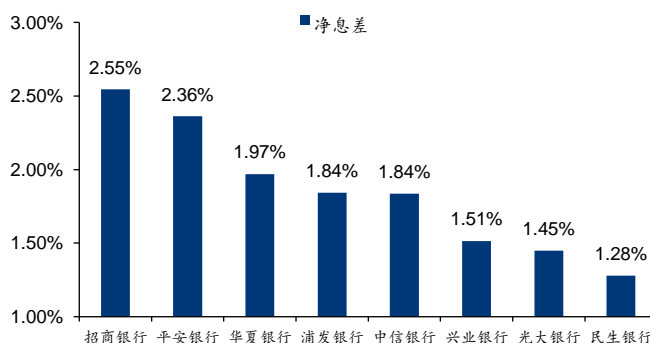
招商银行核心投资逻辑在于零售优质银行，基本面多维度优异，盈利能力突出。并且资产质量稳健，拨备覆盖率处于相当高位，风险抵御能力强，盈利释放空间也较为可观。招商银行深耕零售业务，2018 年上半年招行零售收入贡献与税前利润贡献分别为 49.87%、54.44%。得益于其以零售为重的业务结构，2018 年前三季度招行 ROE 及净息差均在上市股份行中排名第一。零售业务的发展也推动其资产质量稳中趋好。2018Q4 末不良贷款比率较 Q3 末继续下降 6bp 至 1.36%，为上市股份行中最低，拨备覆盖率也领跑股份行。稳健的资产质量及坚实的风险抵御能力赋予充足的利润反哺空间。公司资本也非常充裕，2018 年 Q3 末招商银行核心一级资本充足率为 11.97%，资本充足率为 15.46%，均在 A 股上市股份行中排名第一，资本充裕在宽信用时期为招行资产扩张提供充足空间。

图表37： 2018 前三季招行 ROE 显著高于其他上市股份行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38： 2018 年前三季招行净息差在上市股份行中排名第一



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们维持前次预测，预计公司 19-20 年归母净利润增速为 16.97/18.26%，EPS 为 3.73/4.41 元，19 年 BPS22.81 元。公司金融科技实力不断增强，享优质零售银行估值溢价，我们给予公司 19 年 1.4 到 1.5 倍 PB，目标价维持 31.93~34.22 元，维持“增持”评级。

风险提示

1. 经济下行超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com