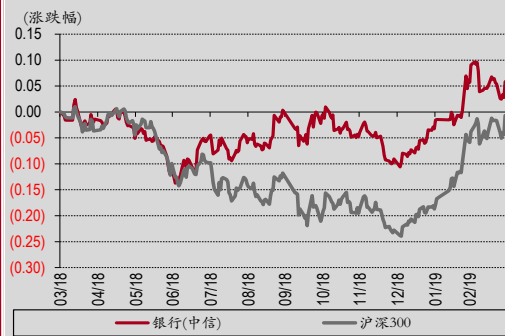




强于大市

银行行业月报

银行板块走势



资料来源：万得，中银国际证券

相对表现存改善空间，业绩期关注质优个股

年初以来，随着宽信用政策效果的显现以及监管的宽松，前期市场对国内经济过度悲观的预期有所修正。年初以来银行股上涨 18.4%，涨幅明显跑输市场，相对表现存在改善空间。4 月进入经济数据与 1 季报披露期，我们认为板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平（对应 19 年 0.85xPB）将对股价形成支撑，关注补涨机会。从长期来看，伴随 A 股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股关注板块业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）与受益政策放松，边际改善延续的股份行。

■ 板块表现

银行：3 月份银行板块上涨 0.1%，跑输沪深 300 指数 5.4 个百分点。板块中涨幅靠前的是宁波银行(+10.1%)、招商银行(+6.87%)、南京银行(+6.32%)，涨幅靠后的是北京银行(-3.43%)、浦发银行(-3.92%)、中信银行(-3.97%)。次新股中涨幅靠前的是紫金银行(+3.08%)、郑州银行(+2.91%)，涨幅靠后的是张家港行(-3.77%)和苏农银行(-6.46%)。

信托：3 月份信托板块中，陕国投 A、中航资本分别上涨 9.96%、1.55%，经纬纺机、爱建集团、安信信托分别下跌 0.99%、1.27%、4.24%。

■ 行业基本面

量：从供给端来看，我们认为中小企业的融资环境在相关政策支持下有所改善，同时银行在无风险利率下行背景下提前放贷意愿强。从需求端来看，“稳增长”政策效果开始显现，3 月份制造业 PMI 为 50.5%，较 2 月上行 1.3 个百分点，创 2018 年 10 月以来新高，中小企业融资需求有望转好。结合供需两端，我们预计 3 月新增信贷规模约为 1.1-1.3 万亿（vs2018 年同期 1.12 万亿）。社融方面，3 月地方债发行提速，新增专项债 6200 亿；债券融资功能继续修复，新增企业债 3500 亿；但未贴现承兑汇票规模预计随着防套利监管趋严将有所下行，我们预计 3 月社融增量约为 1.8-2.0 万亿。

价：展望 2 季度，行业资产端收益率在宽货币环境下存边际向下压力，但与此同时，市场资金利率的下行有助于缓解银行负债端成本压力，部分对冲资产端收益率的下行。综合来看，我们预计 2 季度行业整体息差略有下行。个体表现存在差异，其中，同业负债占比较高的中小银行更受益于同业负债成本压力的缓解；对于大行而言，监管对大行 2019 年民营企业信贷投放提出量化要求，在一定程度上约束了资产端定价能力。

资产质量：尽管国内外经济形势错综复杂，但监管定调积极财政政策以及更稳健的货币政策，叠加银行在经历上一轮（2013-2014 年）不良高发时期后收敛的风险偏好，我们认为银行资产质量大幅恶化可能性较低。展望 2 季度，我们认为在监管政策支持以及宽信用政策效果逐步显现背景下，中小企业经营情况或有改善，银行资产质量预计整体表现平稳。我们预计全年行业不良生成率约为 100BP，后续需关注内外经济形势变化。

■ **政策展望：**民企信贷监管文件、结构性存款的管理办法、理财产品监管文件。

■ **风险提示：**经济下行导致资产质量恶化超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517110001

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者



目录

行业观点及公司推荐	4
银行板块展望	5
行业基本面	5
汇率	6
信贷、社融、存款	6
资金价格	8
债券融资市场回顾	9
3 月月报观点综述	10
行业	10
公司	13
风险提示	23

图表目录

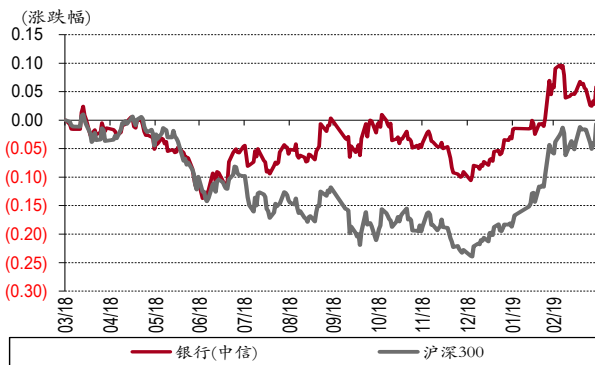
图表 1. 银行板块本月跑输沪深 300	4
图表 2. 银行板块涨跌幅表现.....	4
图表 3. 上市 16 家银行 3 月涨跌幅.....	4
图表 4. 次新股 3 月涨跌幅	4
图表 5. 美元兑人民币汇率.....	6
图表 6. 票据融资增量下降.....	7
图表 7. 2 月信贷季节性回落.....	7
图表 8. 2 月人民币存款同比多增	7
图表 9. 2 月社融增速较 1 月下行.....	7
图表 10. 7 天/30 天 SHIBOR 利率.....	8
图表 11. 银行同业拆借利率	8
图表 12. 票据贴现利率.....	8
图表 13. 银行理财产品收益率.....	8
图表 14. 非金融企业债券融资规模.....	9
图表 15. 非金融企业债券融资结构.....	9
附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表.....	22

行业观点及公司推荐

银行: 3 月份银行板块上涨 0.1%，跑输沪深 300 指数 5.4 个百分点。板块中涨幅靠前的是宁波银行 (+10.1%)、招商银行 (+6.87%)、南京银行 (+6.32%)，涨幅靠后的是北京银行 (-3.43%)、浦发银行 (-3.92%)、中信银行 (-3.97%)。次新股中涨幅靠前的是紫金银行 (+3.08%)、郑州银行 (+2.91%)，涨幅靠后的是张家港行 (-3.77%) 和苏农银行 (-6.46%)。

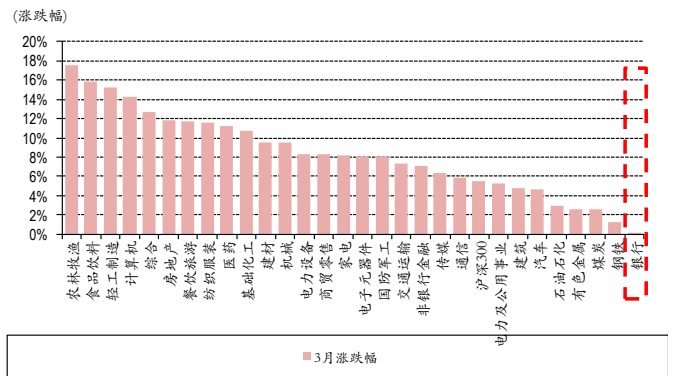
信托: 3 月份信托板块中，陕国投 A、中航资本分别上涨 9.96%、1.55%，经纬纺机、爱建集团、安信信托分别下跌 0.99%、1.27%、4.24%。

图表1. 银行板块本月跑输沪深 300



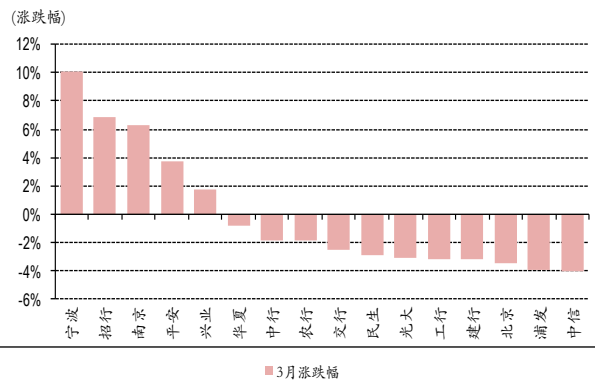
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表2. 银行板块涨跌幅表现



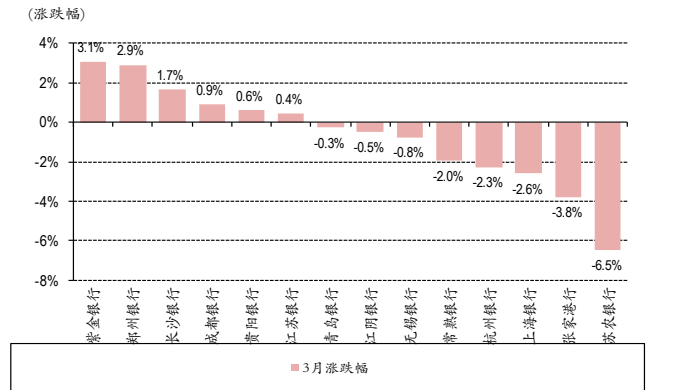
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表3. 上市 16 家银行 3 月涨跌幅



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表4. 次新股 3 月涨跌幅



资料来源: 万得, 中银国际证券



银行板块展望

行业基本面

量:

从供给端来看,我们认为中小企业的融资环境在相关政策支持下有所改善,同时银行在无风险利率下行背景下提前放贷意愿强。从需求端来看,“稳增长”政策效果开始显现,3月份制造业 PMI 为 50.5%,较 2 月上行 1.3 个百分点,创 2018 年 10 月以来新高,中小企业融资需求有望转好。结合供需两端,我们预计 3 月新增信贷规模约为 1.1-1.3 万亿 (vs2018 年同期 1.12 万亿)。社融方面,3 月地方债发行提速,新增专项债 6200 亿;债券融资功能继续修复,新增企业债 3500 亿;但未贴现承兑汇票规模预计随着防套利监管趋严将有下行,我们预计 3 月社融增量约为 1.8-2.0 万亿。

价:

展望 2 季度,行业资产端收益率在宽货币环境下存边际向下压力,但与此同时,市场资金利率的下行有助于缓解银行负债端成本压力,部分对冲资产端收益率的下行。综合来看,我们预计 2 季度行业整体息差略有下行。个体表现存在差异,其中,同业负债占比较高的中小银行更受益于同业负债成本压力的缓解;对于大行而言,监管对大行 2019 年民营企业信贷投放提出量化要求,在一定程度上约束了资产端定价能力。

资产质量:

尽管国内外经济形势错综复杂,但监管定调积极财政政策以及更稳健的货币政策,叠加银行在经历上一轮(2013-2014 年)不良高发时期后收敛的风险偏好,我们认为银行资产质量大幅恶化可能性较低。展望 2 季度,我们认为在监管政策支持以及宽信用政策效果逐步显现背景下,中小企业经营情况或有改善,银行资产质量预计整体表现平稳。我们预计全年行业不良生成率约为 100BP,后续需关注内外经济形势变化。

政策展望:

民企信贷监管文件、结构性存款的管理办法、理财产品监管文件。

4 月观点:

年初以来,随着宽信用政策效果的显现以及监管的宽松,前期市场对国内经济过度悲观的预期有所修正。年初以来银行股上涨 18.4%,涨幅明显跑输市场,相对表现存在改善空间。4 月进入经济数据与 1 季报披露期,我们认为板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平(对应 19 年 0.85xPB)将对股价形成支撑,关注补涨机会。从长期来看,伴随 A 股国际化脚步的加快,海外增量资金的持续流入将利好银行,重视板块长期配置价值。个股关注板块业绩领先的优质个股(招商银行和宁波银行)与受益政策放松,边际改善延续的股份行。

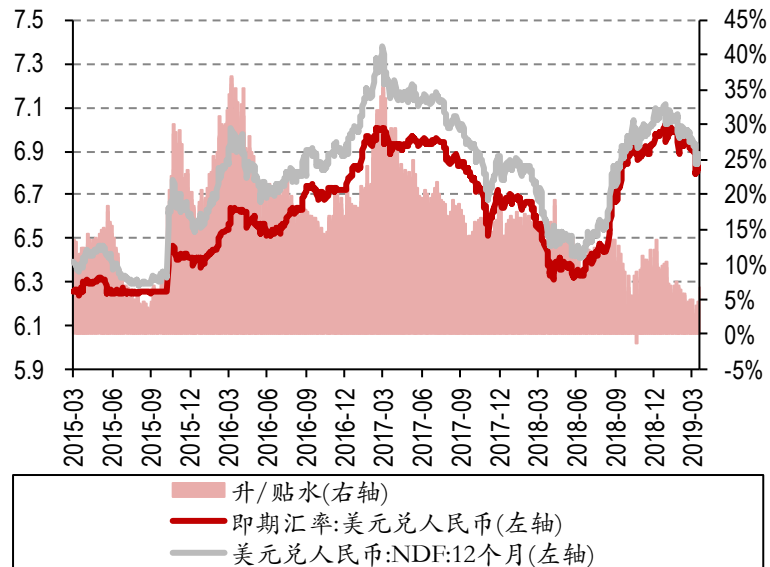


用数据说话

汇率

3月美元兑人民币即期汇率呈上升趋势，月末较月初上升3BP至为6.72，离岸人民币月末较月初提升1.9个百分点至6.0%。

图表5. 美元兑人民币汇率



资料来源：万得，中银国际证券

信贷、社融、存款

企业短贷改善，居民信贷显疲弱

2月新增人民币贷款8858亿，2月信贷投放总量减少主要受春节假期因素影响，结合前两个月来看信贷表现并不弱（新增人民币贷款4.11万亿，同比多增3748亿）。具体来看，1-2月新增企业信贷3.41万亿，同比多增8894亿。其中企业短贷改善，1-2月新增7399亿，同比多增2241亿；但企业有效融资需求仍有待进一步观察，1-2月企业中长期贷款新增1.92万亿，同比少增758亿。2月票据融资随着监管的趋严，增量有所下降（2月新增1695亿）。居民端受春节因素、消费贷监管以及限购政策下楼市降温影响，2月信贷规模下降706亿。展望3月，预计新增人民币贷款在1.2-1.3万亿。

票据拖累社融增速下行，表外融资降幅收窄

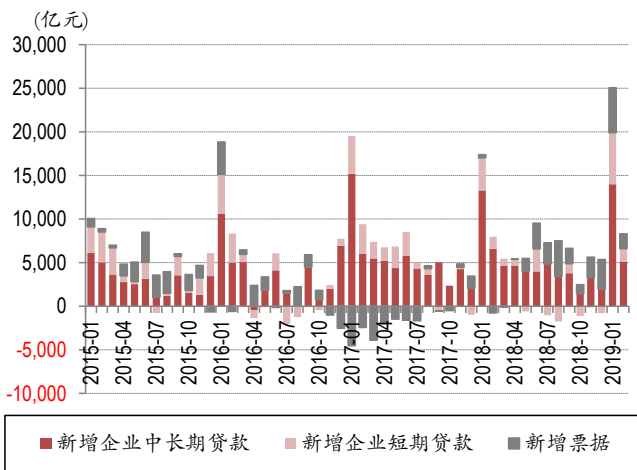
2月新增社融7030亿，同比少增4847亿，同比增速较1月下行0.3个百分点至10.1%；旧口径下社融同比增速较1月下行0.4个百分点至8.6%，主要受春节因素以及票据监管影响。2月监管层开展对票据融资套利的检查，未贴现票据下降3103亿。表外融资的信托和委托贷款调整压力减轻，前两个月委托贷款下降1208亿，同比少降251亿；信托贷款实现正增308亿。直融方面，1-2月企业债新增5546亿，同比多增3740亿，股票受制于市场环境小幅增长408亿。展望3月，预计新增社融规模在1.3-1.4万亿。



M1 增速小幅回升，带动剪刀差收窄

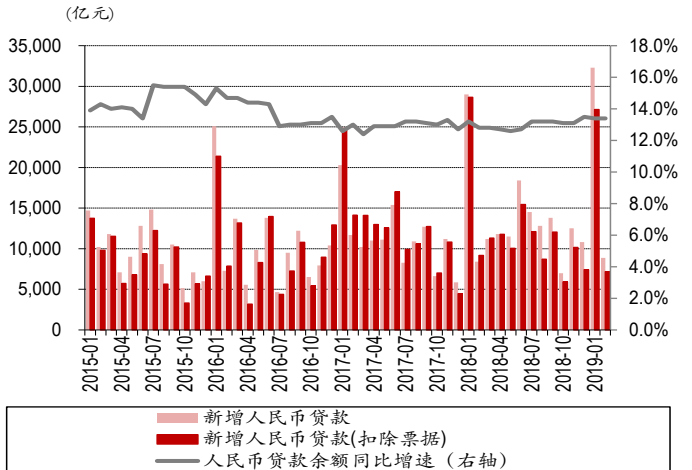
2月新增人民币存款1.31万亿，同比多增1.61万亿，多增部分主要来自于企业以及财政存款。2月企业存款减少1.2万亿，同比少降1.2万亿，主要受春节错位因素影响。在地方债提前发行背景下，财政存款新增3242亿，同比多增8529亿。居民端，2月存款新增1.33万亿，同比少增1.54万亿，我们认为2月居民存款的少增主因春节错位因素以及市场情绪改善下居民资金流向股市（2月非银存款新增6757亿，同比多增3632亿）。2月受信贷增量回落影响，M2增速较1月下行0.4个百分点至8.0%；M1同比增速较1月小幅回升至2.0%，但依然维持低位，2月的PPI数据也反映出企业真实的经营尚未有明显改善，M1与M2的剪刀差收窄的可持续性待观察。

图表6. 票据融资增量下降



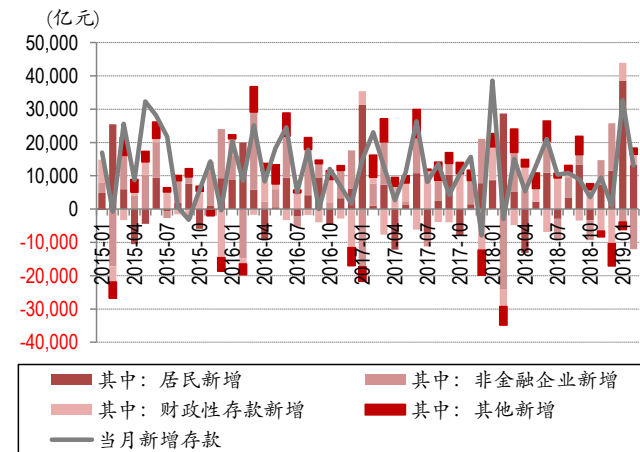
资料来源：万得，中银国际证券

图表7. 2月信贷季节性回落



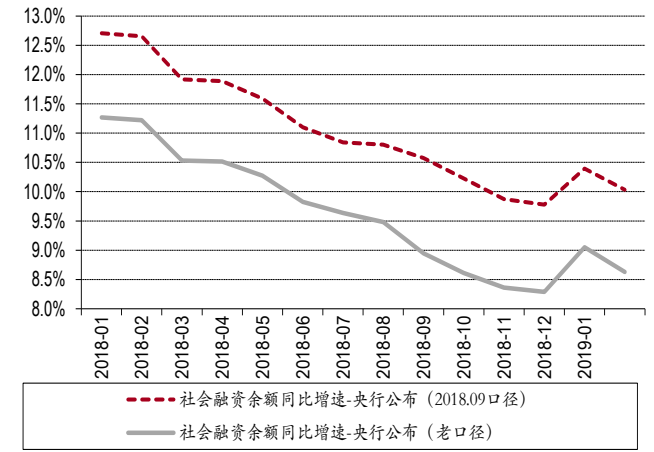
资料来源：万得，中银国际证券

图表8. 2月人民币存款同比多增



资料来源：万得，中银国际证券

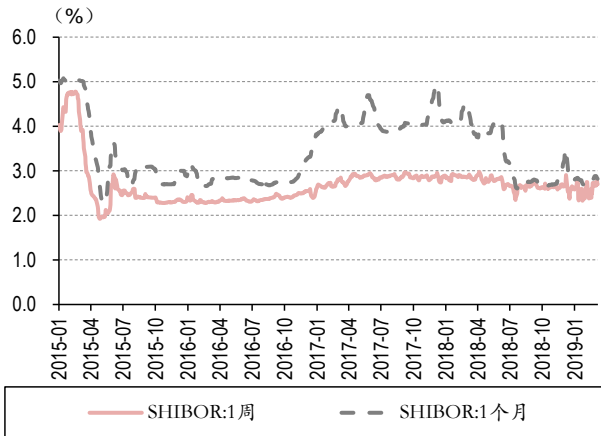
图表9. 2月社融增速较1月下行



资料来源：万得，中银国际证券

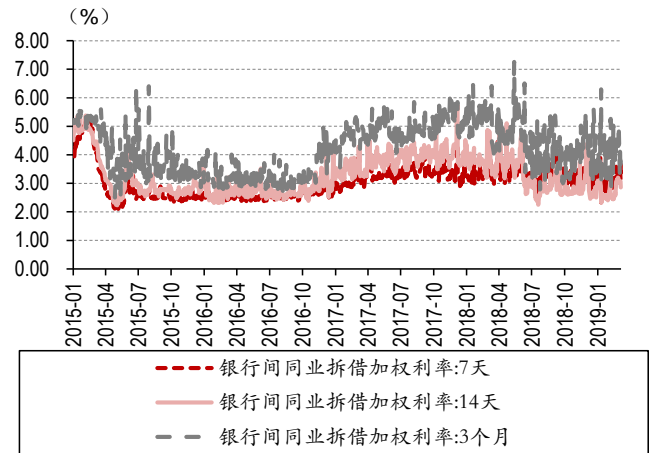
资金价格

图表10.7 天/30天 SHIBOR 利率



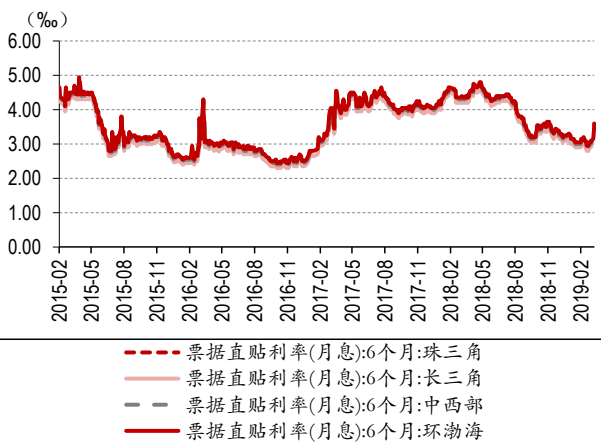
资料来源：万得，中银国际证券

图表11. 银行同业拆借利率



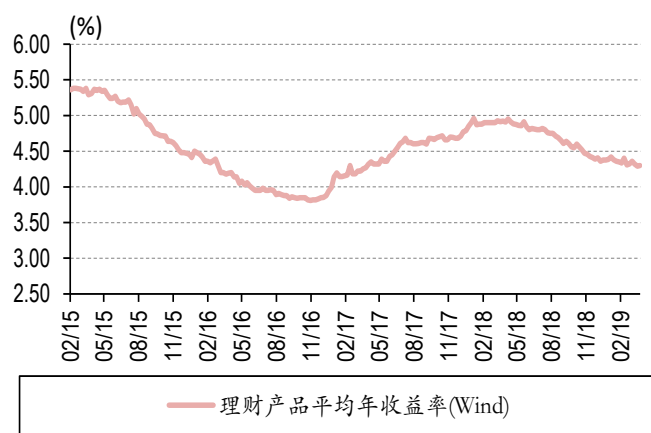
资料来源：万得，中银国际证券

图表12. 票据贴现利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表13. 银行理财产品收益率

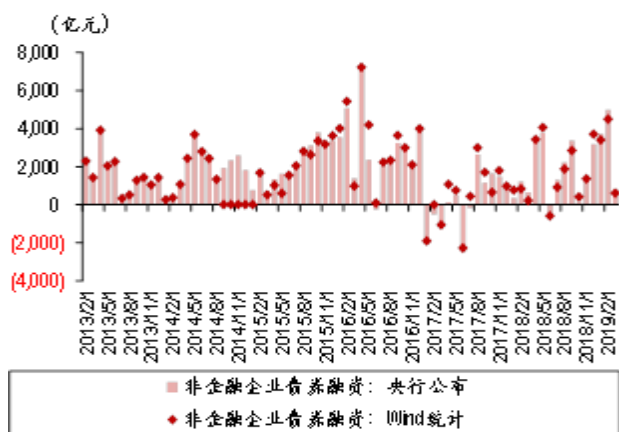


资料来源：万得，中银国际证券

债券融资市场回顾

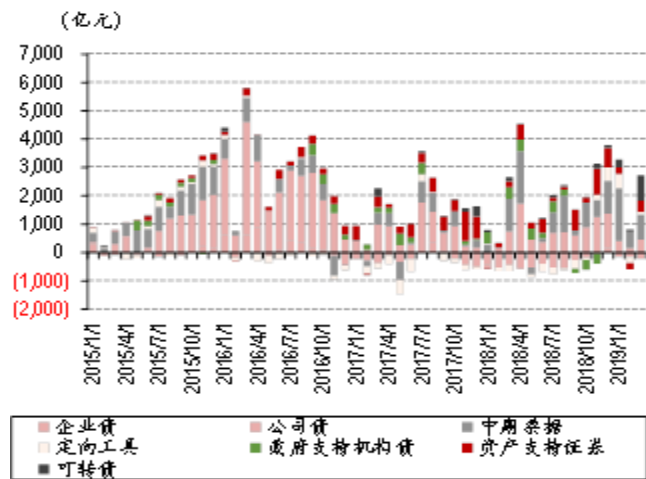
据万得不完全统计，3月非金融企业债券净融资规模 3506 亿元，其中发行规模 1.13 万亿元，到期规模 7766 亿元。

图表14. 非金融企业债券融资规模



资料来源：万得，中银国际证券

图表15. 非金融企业债券融资结构



资料来源：万得，中银国际证券



3 月月报观点综述

行业

从美国经验看存款管制放开：并轨恰逢其时，行业影响分化

时代背景：金融创新叠加利率上行倒逼管制放松

在 70 年代金融创新加快叠加市场利率不断走高的背景下，银行的存款利率在 Q 条例的约束下难以匹配，导致银行在揽储端压力较大，在此背景下，倒逼监管从美国 70 年代后期到 80 年代开始对于利率管制的放松。

影响分析：“双轨”趋近，银行风险偏好被动抬升

通过观察美国存款管制放开后期的表现能够看到，存款利率与市场利率逐步趋近，相较于管制时期，两者的相关性明显增加，但利差空间依然存在，在绝大部分时间内，存款综合利率低于市场利率 100-200BP，只有在 2008 金融危机后的零利率时期，出现过存款利率与市场利率趋同甚至高于市场利率的情况。

而在市场利率大幅攀升以及存款管制不断放松的背景下，美国的银行业将保持盈利能力的稳定摆在更突出位置，寄希望于通过抬升资产端收益率来维持息差的稳定。然而，银行风险偏好在此背景下被动抬升，使得整个行业脆弱性上升，尤其是抗风险能力本就较差的小型储贷机构。最后由于 80 年代中后期内外部经济环境的恶化，最终导致银行不良率的大幅攀升以及盈利水平的恶化，以中小金融机构的倒闭潮而告终。

经验借鉴：“双轨并轨”恰逢其时，行业影响分化

从美国存款利率管制放开的历程能够了解到，在市场利率下行期间正是推进存款利率管制放开的有利时机。而目前国内市场利率正值下行期，在此背景下推进利率“双轨并轨”恰逢其时。从目前来看，我们认为存款基准利率及自律机制等软性约束的完全放开对国内银行业的影响较小，行业整体大幅提升存款上浮比例的可能性较低。

但鉴于大小行揽储能力的差异，存款管制放开对小行负债端产生的影响更大。预计大中型银行仍然会保持存款挂牌利率的稳定，通过结构性存款、大额存单等补充产品来实现边际获客，但对相对吸储能力较弱的部分小行而言，出于存款竞争的压力仍可能会出现突破利率浮动上限的情况，长期来看，未来在存款利率自由定价模式下，银行业的竞争将对银行的负债管理能力提出新的更高挑战。

投资建议：

通过梳理美国存款利率管制放开进程我们可以发现，美国的存款利率管制放开是通过产品的创新，分账户、分金额逐步打开利率上限的过程，从时机选择上来看正式开始于市场利率下行周期。管制放开后存款利率和市场利率关联性增强，但两者之间始终存在着一定合理利差，存款规模开始保持稳定。对行业基本面的影响来看，在市场利率大幅攀升以及存款管制不断放松的背景下，美国的银行业将保持盈利能力的稳定摆在更突出位置，寄希望于通过抬升资产端收益率来维持息差的稳定。然而，银行风险偏好在此背景下被动抬升，加之外部经济环境的恶化使得大量小型银行破产倒闭，最终推动行业集中度上升。

目前中国的存款利率在竞争激烈背景下保持上行，市场利率下行，两者的利差已不超过 1 个百分点，实际已经和美国的双轨平均利差（100BP 左右）较为接近，正是推进存款利率管制放开的恰当契机。但我们认为由于中美情况的差异，国内银行不会采取“一刀切”上调存款牌价的方式，而是通过多元化的创新型产品，结构性地调整存款利率以应对管制放开的挑战，同时大小行比较而言，吸储能力更强的大行在利率管制放开后竞争优势将更加明显。

目前银行板块估值对应 19 年 0.82xPB，绝对估值仍处市场低位，安全边际高，存配置吸引力。同时，海外增量资金的持续流入也将利好银行，重视板块长期配置价值。个股方面关注受益政策放松、边际改善延续的股份行以及业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。



结构性存款专题：去伪存真，夯实基础

随着理财监管细则落地，与结构性存款相关的监管办法预计年内出台。其中，对于保底收益率的确定和对衍生品投资要求值得关注。如若从严约束，预计结构性存款收益率将有所下行，与此同时，部分中小银行存在调整压力，对行业整体影响可控。长期来看，夯实客户基础才是提升银行负债能力的关键。目前板块估值对应 19 年 0.85xPB，绝对估值仍处市场低位，安全边际较高，存在配置吸引力，但趋势性向上机会仍需等待国内经济数据印证。个股方面，我们推荐以光大银行为代表的低估值、基本面边际改善股份行以及长期基本面稳健的招商银行和大行。

存款竞争加剧，结构性存款规模快增

在同业存单被纳入同业负债考核、流动性管理办法出台加强同业业务监管影响下，商业银行从同业端获取资金的能力受限，因此银行负债端资金的获取更加依赖于稳定的存款。但 2017 年以来行业存款增长乏力，负债端资金压力凸显，结构性存款成为重要的负债端资金补充方式。另外，资管新规落地后保本理财待转型。结构性存款具备门槛低、利率较灵活的特点，成为保本理财较优的替代品。2017 年下半年开始结构性存款增长迅猛，行业的结构性存款占存款比重提升（截至 2019 年 1 月为 6.6%）。

业务细则待明确，银行通过高收益提升吸引力

理财新规落地后，预计结构性存款的管理办法将于年内出台。从目前来看，结构性存款诸多细则待明确，产品风险、结构设计尚不清晰，处于监管“模糊地带”。目前，市场上整体结构性存款收益较高，通过设定高保底收益率、提升浮动收益条款触发概率等方式为客户实现高收益。预计这将会成为监管约束的主要方面，从而提升结构性存款真实性。

收益率回归合理区间，关注吸储能力差异

如若监管从严约束，结构性存款产品预期收益率或有下行，吸引力的下降带来一定业务调整压力，但影响可控，结构性存款规模大幅压降的可能性低。我们认为在无风险利率下行背景下，同类产品收益率亦存下行趋势，弱化预期收益率下行对结构性存款带来的负面影响。目前结构性存款占存款比重低，我们认为办法出台对行业整体负债端资金影响有限，但部分结构性存款依赖度较高的中小行可能存在调整压力。从长期来看，一般性存款依然是负债端稳定资金最重要的来源，存款市场份额的争夺仍需凭借综合实力，网点布局广及客户黏性高的银行（大行及招行）、具有区域资源禀赋优势的地方银行更加具备吸储优势。

投资建议：

随着理财监管细则落地，与结构性存款相关的监管办法预计年内出台。其中，对于保底收益率的确定和对衍生品投资要求值得关注。如若从严约束，预计结构性存款收益率将有所下行，与此同时，部分中小银行存在调整压力，对行业整体影响可控。长期来看，夯实客户基础才是提升银行负债能力的关键。目前板块估值对应 19 年 0.85xPB，绝对估值仍处市场低位，安全边际较高，存在配置吸引力，但趋势性向上机会仍需等待国内经济数据印证。个股方面，我们推荐以光大银行为代表的低估值、基本面边际改善股份行以及长期基本面稳健的招商银行和大行。

理财年报点评：表外理财规模稳健，非标调整压力可控

理财规模全年稳定，股份行略有压降

18 年末存量非保本理财规模 22.04 万亿，绝对规模与 17 年末（22.17 万亿）基本持平。从发行主体来看，大行非保本理财的规模小幅增长，较 1 月末增长 2400 亿至 8.51 万亿，而股份行整体则较 1 月末压降了 3100 亿至 8.8 万亿。我们认为这样的结构变化主要反映了对资管新规及理财新规落地的调整压力的差异，业务合规性更高以及客户基础更好的大行受影响较小。股份行同业理财规模的压降拖累了规模增长。



产品端久期有所拉长，开放式产品占比提升

从产品端来看，18年银行非保本理财中的开放式产品占比进一步提升，占当年全部非保本理财募集规模的85%，同比提升7%。对于封闭式理财，发行久期有所拉长，平均期限同比提升20天至161天（近6个月），而三个月内的产品募集资金同比下降了59%。我们认为上述变化主要反映银行正在积极通过拉长久期来应对资管新规有关期限匹配的监管要求，预计未来产品端的期限的变化会继续延续这一趋势。

资产端非标占比稳定，收益率略有下行

18年理财资产配置端变化相对较小，其中非标资产与权益类资产的比重略有增长，分别从17年的16.2%/9.47%提升至18年的17.23%/9.92%。我们认为背后原因可能来自两方面：1) 距离2020年过渡期结束尚有时间，且资管新规补丁又对存量业务的开展有所放松，缓解了压降压力；2) 除回表外，尚未找到有效对接表外非标及权益类资产的有效途径。因此，预计整体上未来2年整体非标及权益类资产将会进入下行通道。18年下半年以来理财收益率有所下降，主要还是受到无风险利率下行影响，在19年资金面宽松背景下，预计下行趋势仍会延续。

短期调整压力可控，关注理财子公司落地

展望19年，我们认为在资管新规过渡期内，存量理财仍将以结构调整为主，整体规模难有大幅增长。针对资产端调整压力最大的非标与权益类资产部分，考虑到离过渡期结束仍有两年时间，因此19年对各家银行而言仍有回旋余地，调整压力相对可控，19年需要重点关注监管对于标准化资产认定的相关规则的明确，或将对非标转标带来积极影响。与此同时，积极关注各家银行理财子公司的筹建进展。

投资建议

2019年银行业基本面整体保持稳健，目前板块2019年PB仅0.83x，绝对估值仍处市场低位，安全边际高，存配置吸引力，但估值的持续上行仍需等待经济拐点信号的进一步确认，随着海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股方面建议关注业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）以及受益政策放松、边际改善延续的股份行。

可转债强赎影响点评：转债强赎触发概率提升，关注赎回期限及稀释比例

转债购置意愿走强，强赎条款触发可能性提升

2019年以来可转债发行提速，目前披露可转债预案的银行有交行、浦发和民生；已完成转债发行的有江苏、中信、平安、张家港、吴江、无锡、江阴、常熟、宁波以及光大，除了江苏、中信、平安及张家港，其余均已进入转股期。随着可转债市场回暖以及正股股价走强，可转债触发提前赎回机制的可能性提升。其中，常熟银行3月18日发布触发提前赎回条款。从已发行转债的个股来看，部分银行的最新收盘价较转股价溢价水平较高，预计后续仍有个别转债将触发提前赎回条款。综合考虑银行资本补充诉求以及历史上转债强赎触发情况，我们认为各家银行均会在触发条款之后进行提前赎回。

转股补充资本金，关注赎回期限及稀释比例

对于银行而言，可转债强赎转股后能够补充核心一级资本，但市场也担心转股后对于正股的抛压。我们认为转债强赎的影响需关注两方面：1) 转债存量规模及转股后对正股的稀释比例：如果稀释比例较低，对正股的影响较为有限；2) 实施赎回期限长短：如果给予较长赎回期限，正股抛压也将有所缓解。历史上完成转股的民生、工行及中行转债，均在触发强赎条款后集中转股，转股后对正股的稀释比例均分别为7%、1%、2%；给予的赎回期限约1.5~2个月。截至2019年3月20日，已发行的可转债中待转股规模总计1,338亿。从对正股的稀释比例来看，无锡、张家港、江苏、江阴转债转股后稀释比例相对高，转债转股数占流通股本的比例达到55%、48%、42%、41%。



转债强赎后正股股价表现存不确定性

我们认为触发强赎条款后正股股价变动存在不确定性，从民生、工行以及中行的股价表现来看，工行和中行从公告强赎触发到完成强赎期间，相对银行板块存在相对收益，而民生跑输板块。我们认为民生的表现可能与当时剧烈的市场波动相关，弱市环境下投资者对影响股价的信息更为敏感。从目前进入转股期的银行来看，由于部分银行存在触发提前赎回的可能性，且集中转股后对股本稀释的比例较高，需要关注其对赎回期限的设置以及对正股股价带来的影响。

投资建议

目前板块估值对应 2019 年为 0.83x，板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平对股价形成支撑，中长期来看，伴随 A 股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股关注受益政策放松，边际改善延续的股份行以及板块业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

公司

招商银行 18 年年报业绩点评：息差提升超预期，优异基本面支撑龙头溢价

事项：招商银行公布 2018 年年报，2018 年净利润同比+14.84%。总资产 6.75 万亿元 (+7.12%，YoY/+3.64%,QoQ)。其中贷款+9.82%YoY/-0.54%QoQ；存款+8.94%YoY/+2.97%QoQ。营业收入同比+12.52%，净息差 2.57% (+14bp, YoY)，利息净收入同比+10.7%，手续费净收入同比+3.85%。成本收入比 31.02% (+79bp, YoY)。不良贷款率 1.36% (-6bps,QoQ)。拨备覆盖率 358% (+32.2pct,QoQ)。公司年化 ROA 1.24% (+9bp, YoY)；年化 ROE 16.57% (+3bp, YoY)，公司核心一级资本充足率 11.78%，资本充足率 15.68%；现金分红率 30.05%。

息差改善带动净利息收入增速提升，中收业务持续调整

招商银行 2018 年净利润同比增长 14.84%，符合我们预期，增速较前 3 季度 (+14.6%，YoY) 提升 0.2 个百分点，增速预计居股份行前列；年化 ROE 16.57%，同比增长 3BP，是上市银行中为数不多 ROE 保持上行的公司。公司净利润增速的提升主因息差的明显改善，从而带动净利息收入增速较前三季度提升 0.86 个百分点至 10.7%。但中收业务依然存在调整压力，手续费收入增速 (3.85%，YoY) 的放缓拖累营收表现，营收增速较前三季度下降 1.05 个百分点至 12.52%。其中，受资管新规影响，年末公司表外理财余额为 2.05 万亿，较 2017 年末下降 5.77%，受托理财收入同比下降 37.50%。2019 年为理财业务转型的过渡期，公司理财业务调整将会持续，受此影响手续费收入预计仍维持低位增长。

息差提升超预期，存款表现优异

招行 4 季度息差表现是亮点所在，全年息差为 2.57%，同比提升 14BP，改善幅度优于股份行平均 (9BP)；单季净息差为 2.66%，环比上升 12BP，息差的亮眼表现主因贷款结构优化带来的资产端收益的提升。公司 4 季度贷款季节性放缓，规模环比下降 0.54%，但贷款结构中零售贷款占比较半年末提升 3 个百分点至 51%，尤其是高收益的信用卡业务快速发展，信用卡贷款余额同比增 17.1%，快于按揭 (11.57%) 和小微 (12.25%)，信用卡贷款占比 (14.63%) 较半年末提升 1.42 个百分点。因此，在行业整体贷款收益率下行背景下，公司单季贷款收益率仍能保持上行，环比 3 季度提升 10BP 至 5.23%。负债端，招行 4 季度存款同环比分别增长 8.94%/2.97%，同比增速较 3 季度 (+8.20%，YoY) 进一步提升 74BP，在宽货币环境下市场资金利率下行，存款分流现象有所缓解。结构上来看，招行活期存款占比较 3 季末提升 5.05 个百分点至 65.34%，彰显了招行扎实的客户基础。存款增长压力的缓解以及招行的零售基础优势使得公司 4 季度存款成本率环比持平于 1.48%，计息负债成本率环比仅上升 1BP 至 1.90%。



不良继续下行，资产质量优于同业

资产质量方面，招行4季度不良贷款率环比下降6BP至1.36%，不良率在上市银行中处于较低水平，且今年以来连续4个季度保持改善。我们测算公司4季度单季年化不良生成率为0.48%，环比下行12BP，同比基本持平，同时公司关注类贷款占比基本与半年末持平为1.51%。截止2018年末，公司逾期90天以上贷款/不良贷款的比值为78.9%，不良认定严格；拨备覆盖率环比进一步提升32个百分点至358%，拨备计提充分。综合来看，以零售业务为特色的招行，无论是资产质量还是风险抵御能力，在行业中都处于领先水平。

零售基础进一步夯实，金融科技投入加大

招行的零售布局存在先发优势，零售业务贡献进一步加大，2018年零售条线利润同比增20.24%，税前利润占比较半年末提升0.6个百分点至57.22%。另外，公司加大在金融科技领域的投入力度，2018年信息科技投入同比增35.17%，占营收比重较2017年提升0.46个百分点至2.78%。前瞻性的战略眼光与布局将保证招行未来在金融创新领域的竞争力持续位居行业前列。展望2019年，我们认为招行的资源配置继续向零售倾斜，并且借助金融科技深化零售战略转型，零售条线对公司的经营贡献度有望进一步提升。

投资建议：招商银行4季度息差显著改善，带动营收保持较快增长，年化ROE进一步提升，在行业中处于领先水平。考虑到资产端定价向下压力，以及稳中有变的经济形势下公司主动加大拨备计提力度，我们调整招行2019/2020年净利润增速至12.9%/11.0%（原为13.3%/12.3%），目前股价对应2019/2020年市净率为1.43/1.27倍。我们认为招行稳健审慎的经营风格，零售领域优势的不断巩固以及金融科技投入成效的逐步显现，使其在经济下行期风险防御能力强于同业，盈利能力能够保持优异，维持**买入**评级。

宁波银行18年年报业绩点评：息差环比继续走阔，盈利能力保持优异

事项：宁波银行公布2018年年报，2018年净利润同比+19.9%。总资产1.12万亿元（+8.18%，YoY/+2.79%QoQ）。其中贷款+23.9%YoY/+6.34%QoQ；存款+14.4%YoY/+0.27%QoQ。营业收入同比+14.3%，净息差1.97%（+3bp, YoY），利息净收入同比+16.7%，手续费净收入同比-1.72%。成本收入比34.4%（-19bp, YoY）。不良贷款率0.78%（-2bp, QoQ）。拨备覆盖率521.8%（+19.2pct, QoQ）。公司年化ROA 1.04%（+7bp, YoY）；年化ROE 18.72%（-0.3pct, YoY），公司核心一级资本充足率9.16%，资本充足率14.86%，2018年分红率19%。

息差走阔促净利息收入增速提升，手续费收入降幅收窄

宁波银行全年净利息收入同比增16.7%，较前三季度提升10.4个百分点，主要的改善因素来自于息差的走阔。净利息收入增速的提升带动营收增速较前三季度进一步提升16BP至14.3%。全年净利润同比增速较前三季度下降1.3个百分点至19.9%，主因公司主动加大拨备计提力度，全年拨备计提72亿，其中贷款减值39亿，拨备余额同比增21.1%。除了贷款，公司进一步加大其他非贷款类资产拨备计提力度。全年手续费收入同比下降1.72%，降幅较前三季度（-2.76%）收窄，其中在信用卡业务快速发展下银行卡收入实现快增（15.7%，YoY），部分对冲理财收入因资管新规影响对公司手续费收入带来的负面影响。

息差改善明显，资产配置优化

宁波银行全年净息差为1.97%（vs前三季度1.90%），息差明显改善，我们认为公司息差的走阔主要来自于资产端收益率的提升。公司资产配置继续优化，结构上向更高收益的信贷（6.34%，QoQ）倾斜。从信贷结构来看，个人贷款（8.71%，QoQ）投放积极，且消费贷款的快增使其占贷款总额比重较半年末（25.8%）进一步提升至（26.8%）。另外，公司证券投资中减配同业存单的同时增配信用债、ABS以及非标资产，配置策略的调整促进公司投资端收益提升，全年收益率由上半年的4.52%提升至4.64%。公司4季度存款同环比分别增14.4%/0.27%，存款同比增速预计处于同业前列。公司的吸储优势有助于提升负债端资金来源以及成本的稳定性，全年负债端成本率为2.47%，与上半年持平。

资产质量保持优异，拨备水平领先同业

宁波银行4季末逾期90天以上贷款/不良为82%，较半年末（74%）有所提升，但不良认定整体严格；关注类贷款占比环比3季度微降1bp至0.55%。我们测算公司4季度加回核销的年化不良生成率约为0.82%，同环比分别提升32BP/51BP，我们认为受经济下行压力加大以及季末核销力度加大的影响，但公司不良生成绝对值处于行业低位，资产质量保持优异。公司拨备水平远高于行业平均，4季末拨备覆盖率进一步提升至522%。



投资建议：宁波银行盈利能力保持优异，业绩增速以及 ROE 水平均维持行业前列，资产质量表现处于同业较优水平，且公司拨备厚实风险抵御能力强，我们认为这是公司估值较行业中枢水平存在溢价的重要因素。我们维持宁波银行 2019/20 净利润同比增速为 19.0%/16.4%，目前股价对应 2019/20 年市盈率为 8.31 倍/7.14 倍，市净率为 1.46 倍/1.25 倍，维持**增持**评级。

建设银行 18 年年报业绩点评：存款成本抬升拖累息差环比下行，资产质量保持稳健

事项：建设银行公布 2018 年年报，2018 年净利润同比+5.11%。总资产 23.22 万亿元 (+4.96%，YoY/-0.56%，QoQ)。其中贷款+6.29%YoY/-0.05%QoQ；存款+4.55%YoY/-0.69%QoQ。营业收入同比+5.99%，净息差 2.31% (+10bp, YoY)，利息净收入同比+7.48%，手续费净收入同比+4.45%。成本收入比 26.42% (-53bp, YoY)。不良贷款率 1.46% (-1bp, QoQ)。拨备覆盖率 208.37% (+13.2pct, QoQ)。公司年化 ROA 1.13% (-0bp, YoY)；年化 ROE 14.04% (-0.76pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 13.83%，资本充足率 17.19%，2018 年分红率 30.04%。

拨备前利润稳定增长，存款成本抬升拖累息差小幅收窄

建行 2018 年净利润同比增 5.1%，增速较前三季度增速 (+6.4%, YoY) 小幅回落 1.3 个百分点，主要是由于拨备计提力度加大所致，拨备前净利润同比增 7.5%，增速仍保持稳定。公司营收同比增 5.99%，其中手续费收入在信用卡和互联网金融业务的快速发展带动下增速提升，较前三季度提高 1.3 个百分点至 4.4%。但净利息收入方面同比增速较前 3 季度放缓 2.2 个百分点至 7.5%，一方面是由于量的因素，4 季度公司规模增速放缓，资产规模环比降 0.6%；另一方面息差小幅下降，建行全年息差 2.31%，低于前 3 季度 2.34% 的水平，我们根据期初期末余额测算，建行 4 季度单季净息差 2.11%，较 3 季度下降 13bps。息差的收窄主要是由于存款增长压力增大，存款成本较 2018H 提升 5BP 带动付息负债成本提升 3BP，而生息资产平均收益率较 2018H 仅上行 1BP。

资产结构向零售倾斜，对公存款增长承压

截止 4 季度末建行总资产同环比分别增 5%/-0.6%，其中贷款同环比分别增 6%/0%，在总资产中的占比 57.6% (vs2017 年, 56.8%)。拆分信贷结构来看，公司信贷资源进一步向零售端倾斜，新增贷款中有 73% 投向零售贷款。2018 年对公贷款同比增幅仅为 0.84%，而零售贷款同比增 12.4%，在总贷款中占比提升 2.12 个百分点至 42.4%，其中按揭贷款和信用卡业务均有良好表现，分别同比增 12.8%/15.6%。负债端，截止 4 季度末存款同环比分别增 5%/-0.7%，其中活期存款占比 53.5%，总体保持稳定。但结构上来看，2018 年总存款的增长主要依靠竞争激烈的零售存款拉动，而对公存款增长面临压力，规模较半年末减少 3.6%，一定程度上受到了第三方支付备付金存款集中交存央行的监管政策影响，后续仍需关注零售转型对存款增长产生的影响

资产质量保持稳健，拨备覆盖进一步夯实

建行 4 季度不良贷款率环比降 1BP 至 1.46%，不良率连续 4 个季度呈下行改善趋势，我们测算公司 4 季度单季不良生成率 0.76%，环比保持稳定。关注类贷款占比 2.81%，环比下降 1BP。建行资产质量总体保持稳定，但结构上对公贷款不良率较半年末提升 8BP 至 2.60%，对公不良有所提升，值得关注未来变动趋势。截止 18 年 4 季度末，建行逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比值为 60.1%，不良认定标准严格。在 2018 年建行进一步加大了拨备计提力度 (+26.8%，YoY)，拨备覆盖率同环比本别增 37.3/8.2 个百分点至 208.4%，同时拨贷比环比增 17BP 至 3.04%，拨备夯实无忧，抵御风险的能力进一步增强。

投资建议：建行综合化布局领先同业，多年来积累大型客户和政府资源优势明显，且公司持续发力金融科技服务业务发展，科技赋能初显成效。2018 年业绩依旧保持稳健，资产质量表现优于同业，对公存款虽表现偏弱，但活期存款占比稳定，存款后续增长值得关注。考虑到公司 19 年息差上升空间受资产端整体定价下行的制约以及拨备计提力度的加大，我们下调建行 19/20 年盈利增速至 5.5%/6.5% (原预测为 9.4%/8.0%)。目前股价对应 2019/20 年 PE 为 6.47x/6.07x，PB 为 0.83x/0.76x，维持**买入**评级。



农业银行 18 年年报业绩点评：资产质量稳中向好，低风险偏好下 4 季度息差环比下行

事项：中国农业银行公布 2018 年年报，2018 年净利润同比+5.09%。总资产 22.61 万亿元（+7.39%，YoY/-0.40%，QoQ）。其中贷款+11.10%YoY/+1.47%QoQ；存款+7.11%YoY/+0.27%QoQ。营业收入同比+11.46%，净息差 2.33%（+5bp，YoY），利息净收入同比+8.11%，手续费净收入同比+7.18%。成本收入比 31.27%（-1.69pct，YoY）。不良贷款率 1.59%（-1bp，QoQ）。拨备覆盖率 252.18%（-2.76pct，QoQ）。公司年化 ROA 0.93%（-2bp，YoY）；年化 ROE 13.66%（-91bp，YoY），公司核心一级资本充足率 11.55%，资本充足率 15.12%，现金分红率 28.6%。

盈利稳定增长，低风险偏好下 4 季度息差环比下行

农业银行 2018 年净利润同比增 5.1%，主要受到拨备计提力度加大的影响，但拨备前净利润保持高增（+15.1%，YoY），盈利能力表现良好。2018 年农行营收同比增 11.5%，其中净手续费收入较前三季度实现平稳增长，同比增 7.2%，信用卡业务和电子银行业务为主要增长点，分别同比增 12.7%/34.6%。2018 年农行净利息收入同比增 8.1%，增速较前三季度回落 1.5 个百分点，主要是由于：1) 量的方面农行 4 规模增速放缓，资产总额环比降 0.4%；2) 价的方面，农行全年息差 2.33%，低于 2018H 末 2.35% 的水平 2BP，我们根据期初期末余额测算，农行 4 季度单季净息差 2.21%，较 3 季度下降 3bps。我们认为息差的收窄主要还是由于负债端存款增长压力增大，农行存款成本较 2018H 提升 4BP 带动付息负债成本提升 5BP；而资产端主要投向了收益较低的国债、按揭贷款等低风险领域，生息资产平均收益率较 2018H 仅上行 1BP，资负两端结合来看使得息差环比下行。

资负两端平稳增长，对公存款表现偏弱

截止 4 季度末，农行总资产同环比分别增 7%/0.4%，其中贷款同环比分别增 11%/1.5%，在总资产中的占比提升 1.7 个百分点至 50.7%。公司信贷结构上进一步向零售贷款倾斜，2018 对公零售贷款分别同比增 6%/16.6%，新增贷款中有 56% 投向零售贷款，带动其在总资产中的占比提升 1.8 个百分点至 39.1%。负债端，截止 4 季度末存款同环比分别增 7%/0.3%，在总负债的中占比稳定在 83% 的水平，其中活期存款占比 58.2%，基本保持稳定（vs2018H，58%），继续在同业中处于领先水平。总体而言，农行存款保持了稳定的增长，但结合存款成本小幅上行来看，18 年存款增长面临一定压力，尤其是对公存款增长表现偏弱，结构上公司和零售存款 2018 年分别同比增 2.8%/5.9%，后续表现值得关注。

不良认定标准更趋严格，风险抵御能力进一步增强

农行 4 季度不良贷款率环比降 1BP 至 1.59%，不良率连续 4 个季度呈下行改善趋势。结构上对公贷款不良率较半年末小幅上升 3BP 至 2.37%，对公不良有所提升，值得关注未来变动趋势。我们测算公司 4 季度单季不良生成率 1.24%，环比提升 48BP，估计是由于公司进一步严格信贷分类标准，加大不良出清所致，所以我们可以看到农行关注类贷款占比较 2018H 下降 36BP 至 2.74%，逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比值较 2018H 下降 7.6 个百分点至 65%，不良认定标准进一步趋严。同时农行在 2018 年进一步加大了拨备计提力度（+39.5%，YoY），拨备覆盖率同比大幅提升 44 个百分点至 252%，在四大行中最高；拨贷比同比增 24BP 至 4.01%，抵御风险的能力进一步增强。

投资建议：农业银行全年盈利能力表现良好，负债端成本小幅上行拖累息差表现，对公存款表现偏弱，但公司县域网点布局完善，具备扎实的零售客户基础，揽储能力和负债端成本表现仍然优于同业。公司资产质量稳中向好，不良认定趋严，拨备基础进一步夯实。考虑到公司 19 年息差上升空间受资产端整体定价下行的制约以及拨备计提力度的加大，我们下调农行 2019/20EPS 至 0.61/0.64（原预测为 0.63/0.67），对应净利润增速为 5.1%/5.9%，目前股价对应 2019/20 年 PE 为 6.13x/5.78x，PB 为 0.75x/0.69x。农行基本面稳健且将乡村振兴作为业务重点，“三农”金融服务领先同业，未来在政策支持、市场空间和负债优势方面将享受更多红利，我们维持公司**买入**评级。



光大银行18年年报业绩点评：营收及拨备前利润保持靓丽，资产质量有待观察事项：宁波事项：光大银行公布2018年年报，2018年净利润同比+6.70%。总资产4.36万亿元（+6.58%，YoY/+0.04%,QoQ）。其中贷款+19.21%YoY/+2.15%QoQ；存款+13.17%YoY/+3.50%QoQ。营业收入同比+20.03%，净息差1.74%（+22bp, YoY），利息净收入同比+0.15%，手续费净收入同比+19.89%。成本收入比28.79%（-3.13pct, YoY）。不良贷款率1.59%（+1bp, QoQ）。拨备覆盖率176.16%（+3.51pct, QoQ）。公司年化ROA 0.80%（+2bp, YoY）；年化ROE 11.55%（-1.20pct, YoY），公司核心一级资本充足率9.15%，资本充足率13.01%，现金分红率25.11%。

营收及拨备前利润保持高增，拨备计提力度加大至净利润增速回落

光大银行18年净利润同比增6.7%，同比增速较前三季度回落2.4个百分点，主要由拨备计提加大所致，全年拨备计提同比大增74%，导致净利润增速收窄。从收入端来看，18年全年保持高增，同比增速达到20%，主要改善因素来自：1) 息差较17年提升22BP带动净利息收入快增（由于19准则切换，部分净利息收入反映在投资收益中）；2) 手续费收入在信用卡相关收入的拉动下增长迅速，银行卡收入全年增长41%，使得手续费收入在资管板块受新规调整抑制的情况下，全年依然实现20%的增速。

息差延续改善趋势，资产端倾斜零售

光大银行全年净息差1.74%，同比提升22BP，我们按期初期末余额测算公司4季度单季净息差环比提升4BP至1.64%，全年逐季回升。我们认为公司18年息差取得较大幅度改善的原因来自两方面：1) 资产端结构优化：光大银行全年总资产同比增6.6%，其中贷款同比增速达到19%，结构明显向贷款倾斜，而在新增信贷中2/3投向零售，尤其是信用卡和消费贷，同比增速分别达到33%和247%，拉动全年贷款收益率同比提升25BP。2) 负债端受益资金利率下行，同业负债成本较6月末下降20BP至3.57%，应付债券成本较半年末下降22BP。不过需要关注的是，公司全年存款成本较半年末提升5BP至2.15%，可见公司全年13%的存款增长主要依赖于高息负债，活期存款全年仅增0.8%，拖累活期存款占比全年下降4.5个百分点，基础存款表现有待提升。

不良生成环比回升，关注零售资产质量

光大银行4季度不良贷款率环比上行1BP至1.59%，账面不良整体保持稳定，但我们测算公司4季度单季不良生成率1.72%，环比3季度提升64bp，同时光大银行4季末关注类贷款占比较2018H提升6BP至2.41%，资产质量压力有所增加。拆分结构来看，除对公持续主动出清，零售不良贷款余额占比同比提升2.48个百分点，生成速度有所加快，预计是由于信用卡和消费类贷款的快速增长有关，后续表现值得关注。截止18年4季度末，光大银行逾期90天以上贷款/不良贷款的比值为84%，较2018H进一步下行（89.8%），不良认定较为严格。拨备方面，光大银行的拨备覆盖率环比提升3.51个百分点至176%，拨贷比2.80%，较2018H提升18BP，拨备仍有进一步提升空间以提高风险防范的能力。

投资建议：光大银行2018年盈利增长符合预期，营收表现靓丽，不过资产质量边际走弱，尤其是零售不良增长有所加快，后续表现有待观察。公司在新董事长上任后，零售转型脚步加快，以信用卡为代表的特色业务增长迅猛，期待竞争优势向零售负债端的迁徙。考虑到公司19年息差修复空间受资产端整体定价下行的制约以及拨备计提力度的加大，我们下调19/20年公司盈利增速至6.2%/7.4%（原预测为9.3%/8.9%）。目前股价对应2019/20年PE为5.87x/5.47x，PB为0.67x/0.61x，公司估值仍处于行业低位，关注零售转型推进，维持光大银行**买入**评级。



浦发银行 18 年年报业绩点评：调结构促息差修复，关注资产质量改善趋势

事项：浦发银行公布 2018 年年报，2018 年净利润同比+3.05%。总资产 6.29 万亿元（+2.48%，YoY/+3.29%,QoQ）。其中贷款+11.3%YoY/+2.98%QoQ；存款+6.22%YoY/-1.45%QoQ。营业收入同比+1.73%，净息差 1.94%（+8bp,YoY），利息净收入同比+4.61%，手续费净收入同比-14.4%。成本收入比 25.12%（+78bp,YoY）。不良贷款率 1.92%（-5bp,QoQ）。拨贷比 2.97%（-4pct, QoQ），拨备覆盖率 154.9%（+2.28pct,QoQ）。公司年化 ROA 0.91%（-1bp, YoY）；年化 ROE 13.14%（-1.31pct, YoY），公司核心一级资本充足率 10.09%，资本充足率 13.67%，公司 2018 年分红率 18.37%。

营收增速低位改善，监管因素拖累手续费增长

浦发银行 18 年净利润同比增 3.05%，基本符合预期。营收同比增 1.73%，较前 3 季度小幅提升 0.42pct。营收的企稳回升主要得益于净利息收入的持续改善，净利息收入同比增 4.61%（vs 前三季度 2.4%）。受监管趋严影响，手续费增长乏力，全年同比下降 14.4%，在营收中的占比下降 4.29 个百分点至 22.7%，其中托管业务下降 39%，理财收入下降 55.4%，唯有信用卡业务表现积极，带动银行卡收入全年增长 32%。

资产结构调整显成效，但负债端的改善仍待观察

公司 18 年资产结构调整积极，全年总资产规模虽然仅增 2.5%，但结构优化明显，贷款全年同比增 11%，推动贷款占比提高 4.38 个百分点至 56.4%。具体在信贷结构上，对公以存量风险化解为主，将全年新增信贷的 68% 投向零售，其中信用卡贷款和以消费贷为主的其他贷款同比分别增长 3.61% 和 67.6%，推动了贷款收益率和生息资产收益率较上半年分别提升 3bp 和 6bp。不过从负债端来看，存款增长乏力的情况持续存在，浦发银行 4 季度存款环比下降 1.45%，全年同比增长 6.22%，与此同时，存款结构中活期存款占比同比下降 5.26 个百分点至 45.3%，体现了在吸储方面的压力依然存在，导致浦发银行全年存款成本较半年末上行 9BP。展望 19 年，预计公司资产端的结构调整仍会持续，零售倾斜对负债端存款的影响有待观察。整体来看，受益资产端结构的调整 and 同业负债成本的下行，公司全年净息差回升至 1.94%，较上半年 1.77% 的水平提升明显。

资产质量企稳改善，不良认定较为严格

资产质量方面，浦发银行 4 季度不良贷款率环比下降 5BP 至 1.92%，2018 年以来连续 4 个季度保持下行，改善趋势延续，但绝对值在上市银行中仍处相对较高水平。我们测算公司 4 季度单季不良生成率 1.6%，环比基本保持稳定。截止 2018 年末浦发银行逾期 90 天以上贷款/不良的比值为 84.6%，不良认定已较为严格。总体而言，浦发 18 年资产质量呈现底部企稳态势，对公压力暴露速度放缓。拨备方面，截止 4 季度末，浦发银行的拨备覆盖率环比提升 228 个百分点至 155%，仅略高于监管 150% 的要求，拨贷比 2.97%，环比下降 4BP，未来拨备水平还有待进一步提升以增强风险防范能力。

投资建议：我们认为浦发银行 18 年结构调整初显成效，与此同时，对公资产质量的暴露趋于稳定，整体经营风险明显下降。公司资产端主动向零售倾斜，未来关注重点转向存款端的表现以及零售的资产风险。考虑到公司结构调整对息差的正面影响以及资产质量压力的缓释，我们小幅上调公司 19/20 年 eps 至 2.0/2.1 元/股（原预测 1.91/1.98），对应增速 5.0%/4.7%。目前股价对应 2019/20 年 PE 为 5.51x/5.26x，PB 为 0.66x/0.60x，考虑目前公司低于行业平均的估值水平已较为充分的反映了公司资产质量的负面预期，维持浦发银行 **增持** 评级。

常熟银行 18 年年报业绩快报点评：营收增长小幅放缓，资产质量表现优异

事项：常熟银行公布 2018 年度业绩快报，2018 年净利润同比+18.1%。总资产 1667 亿元（+14.3%，YoY/+1.2%,QoQ）。其中贷款+19.3%YoY；存款+14.2%YoY/-1.3%QoQ。营业收入同比+16.2%。不良贷款率 0.97%（-3bp,QoQ）。拨备覆盖率 450%（+43.3pct,QoQ）。公司年化 ROE 12.68%（+16bps, YoY）。

营收增长小幅放缓，逆周期调节力度加强

常熟银行 2018 年营收同比增 16.2%，增速较前三季度（+18.3%，YOY）稳中有降。18 年公司净利润同比增速较前 3 季度下降 7.2 个百分点至 18.1%，主要是由于公司在经济下行压力增大背景下，出于稳健经营考虑积极进行逆周期管理，大幅增加拨备计提致净利润增速放缓，但从绝对值来看，预计利润增速在上市银行中仍处于领先水平。4 季度公司拨备覆盖率环比提升 43 个百分点至 450%，拨备覆盖率远高于行业平均。



资产质量表现优异，存款增长年末承压

资产质量方面，4季度常熟银行不良贷款率环比下降0.03个百分点至0.97%，资产质量改善延续，18年4个季度连续保持下行；此外，截止2018年2季度，常熟银行逾期90天以上贷款/不良的比值已达62.2%，不良认定已较为严格，加上年末拨备的大幅计提，防范风险的能力进一步增强，资产质量整体表现处于同业较优水平。截止4季度常熟银行资产规模保持平稳增长，同环比分别增14.3%/1.17%，其中贷款总额同环比分别增19.3%/1.0%，在资产规模中的占比55.7%。负债端，存款同环比分别增14.2%/1.26%，4季度存款在年底资金紧张状况下增长承压。

投资建议：从业绩快报情况来看，常熟银行营收增速小幅下降，但盈利能力和资产质量均处上市银行较优水平，逆周期调节力度加大将进一步增强公司风险防范能力，考虑到公司加大逆周期调节对利润增速产生一定影响，我们下调常熟银行2019/2020年的净利润增速至18.3%/17.3%（原预测为20.6%/19.9%），目前股价对应市净率为1.41X/1.27X，我们认为在目前国家大力倡导扶持小微民营企业发展背景下，以小微业务为特色的常熟银行未来发展将享受更多政策红利，维持**买入**评级。

南京银行18年年报业绩快报点评：营收增速小幅提升，战略转型持续推进

事项：南京银行公布2018年年报业绩快报，2018年净利润同比+14.5%，营业收入同比+10.3%；总资产1.24万亿元（+8.34%，YoY/+1.58%,QoQ）；不良贷款率0.89%（-0bps,QoQ）；拨备覆盖率462.6%（+19.9pct,QoQ）；资本充足率13.04%，核心一级资本充足率8.55%。

营收增速有所提升，转型推进规模小幅增长

南京银行2018年营收同比增10.3%，增速较前3季度（+8.75%，YOY）提升1.57个百分点；净利润同比增速较前3季度微降0.85个百分点至14.5%。公司持续推进控量提质转型，4季度资产规模环比3季度小幅增1.58%。截至4季末，公司核心一级资本充足率为8.55%，较前三季度提升0.34个百分点。我们预计公司4季度继续进行非标以及对公业务调整，优化信贷资源配置，但核心一级资本充足率依然接近监管红线，短期内公司的规模扩张也将受一定制约，预计后续将通过外部融资以补充资本金。

资产质量保持优异，拨备水平高于行业平均

资产质量方面，4季度南京银行不良贷款率环比3季度持平为0.89%，绝对值保持同业低位；此外，截止2018年2季度，公司逾期90天以上贷款/不良已压至97%，不良认定趋严，缓解公司不良确认压力。公司4季末拨备覆盖率较3季末提升20个百分点至463%，拨备覆盖水平高于行业平均。

投资建议：南京银行4季度营收增速有所提升，战略转型脚步坚定，资产负债结构的调整初见成效，但目前公司核心一级资本充足率接近监管红线，规模扩张短期受一定制约，预计后续将进行外部融资以补充资本金。我们维持南京银行2019/2020年净利润增速15.0%/10.8%的盈利预测，目前股价对应市净率为0.95X/0.86X，维持**增持**评级。



上市公司重要公告汇总

【工商银行】公布 2018 年年报：净利润同比增 4.06%，不良贷款率 1.52%，拨备覆盖率 175.8%。

【建设银行】(1)关于境外二级资本债券发行完毕的公告：公司于 2019 年 2 月 27 日在境外发行了 2029 年到期的 18.50 亿美元二级资本债券，品种为 10 年期固定利率债券，初始固定利率为每年 4.25%。(2)公布 2018 年年报：净利润同比增 5.11%，不良贷款率 1.46%，拨备覆盖率 208.37%。

【中国银行】公布 2018 年年报：净利润同比增 4.45%，不良贷款率 1.42%，拨备覆盖率 181.97%

【农业银行】(1)关于二级资本债券发行完毕的公告：本行在全国银行间债券市场发行人民币 600 亿元二级资本债券，于 2019 年 3 月 19 日发行完毕。(2)公布 2018 年年报：净利润同比增 5.09%，不良贷款率 1.59%，拨备覆盖率 252.18%

【交通银行】关于交通银行股份有限公司高管辞任的公告：26 日交通银行宣布高管付万军先生即日起辞去交行业务总监（公司与机构业务板块）职务。

【招商银行】招商银行公布 2018 年年报：18 年净利润同比增 14.8%，总资产 6.75 万亿，同比增 7.12%，净息差 2.57%，同比增 14bp；不良率 1.36%，环比降 6bp；拨备覆盖率 358%，同比增 32.2%。

【中信银行】(1)关于行长离任的公告：孙德顺先生因年龄原因，不再担任本行执行董事、行长。同时会议审议通过《关于聘任方合英先生为中信银行股份有限公司行长的议案》。(2)公开发行 A 股可转债公告：发行总额为人民币 400 亿元，期限为发行之日起六年，优先配售及网上申购时间为 2019 年 3 月 4 日，网下申购时间为 2019 年 3 月 1 日 17:00 前。(3)公布 2018 年年报：净利润同比增 4.57%，不良贷款率 1.77%，拨备覆盖率 157.98%。

【民生银行】公布 2018 年年报：净利润同比增 1.03%，不良贷款率 1.76%，拨备覆盖率 134.05%。

【兴业银行】董事会决议：同意 2021 年 6 月底前在境内外分次分期发行不超过等值于人民币 2000 亿元的金融债券，债券期限不超过 10 年，并提请股东大会批准董事会授权管理层组织实施。

【浦发银行】(1)关于 2019 年第一期小型微型企业贷款专项金融债券发行完毕的公告：经监管批准，浦发银行在全国银行间债券市场发行“2019 年第一期小型微型企业贷款专项金额债券”于 3 月 27 日完成发行，发行规模为人民币 500 亿元，3 年期固定利率债券，票面利率为 3.5%。(2)公布 2018 年年报：净利润同比增 3.05%，不良贷款率 1.92%，拨备覆盖率 154.90%。

【光大银行】公布 2018 年年报：净利润同比增 6.70%，不良贷款率 1.59%，拨备覆盖率 176.16%。

【平安银行】据平安董事长谢永林：平安银行正在申请理财子公司牌照，申请材料已经上报，已做好相关业务准备，保证牌照获批后子公司能在高起点上发展。

【北京银行】(1)关于媒体报道的说明公告：鉴于中信国安未能按期偿还 2019 年一季度利息，3 月 15 日公司依据保函条款约定，履行了 3945 万元担保责任；若最终中信国安未能按合同约定支付本金或利息，公司承担的最大风险敞口为该项目的全部本金（25 亿元）及利息。(2)董事会决议公告：同意非公开发行总数不超过 4 亿股的优先股，募集资金总额不超过人民币 400 亿元。(3)与 ING Bank N.V.关联交易事项的公告：董事会审议通过公司与 ING Bank N.V.共同出资人民币 30 亿元发起设立中外合资银行，ING Bank N.V.持股 51%，北京银行持股 49%。

【宁波银行】公布 2018 年年报：净利润同比增 6.70%，不良贷款率 1.59%，拨备覆盖率 176.16%。

【江苏银行】(1)公开发行可转换公司债券发行公告：本次拟发行可转债募集资金总额为人民币 200 亿元，发行数量为 2,000 万（20,000 万张）。本次发行的可转债期限为发行之日起 6 年，即自 2019 年 3 月 14 日至 2025 年 3 月 13 日。(2)公开发行可转换公司债券发行结果公告：本次发行的可转债规模为 200 亿元，按面值发行。本次发行原 A 股股东优先配售的缴款工作已于 19 年 3 月 14 日（T 日）结束，余额部分的网上认购缴款工作已于 19 年 3 月 18 日（T+2 日）完成。



【常熟银行】关于提前赎回“常熟转债”的提示性公告:公司发行的30亿元可转债,自2018年7月26日起进入转股期,现已触发可转债的赎回条款,董事会决定行使可转债的提前赎回权,对“赎回登记日”登记在册的“常熟转债”全部赎回。

【吴江银行】获中国银保监会苏州监管分局关于公司变更名称的批复的公告:公司收到监管批复,同意公司更名为江苏苏州农村商业银行股份有限公司。

【郑州银行】公布2018年年报:净利润同比减28.53%,不良贷款率2.47%,拨备覆盖率154.84%。



附录图表 16. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
601939.SH	建设银行	买入	7.14	1,785	0.97	1.02	1.05	0.95	7.59
601988.SH	中国银行	未有评级	3.83	1,128	0.59	0.63	0.81	0.74	5.48
601288.SH	农业银行	买入	3.77	1,319	0.55	0.58	0.98	0.82	4.54
600036.SH	招商银行	买入	34.08	859	2.78	3.19	1.93	1.71	20.07
601998.SH	中信银行	未有评级	6.40	313	0.87	0.93	0.86	0.79	8.21
600000.SH	浦发银行	增持	11.44	336	1.85	1.90	0.85	0.75	16.07
601818.SH	光大银行	买入	4.16	218	0.60	0.64	0.81	0.74	5.55
600015.SH	华夏银行	未有评级	8.45	130	1.29	1.32	0.88	0.78	11.76
601169.SH	北京银行	增持	6.28	133	0.89	0.96	0.85	0.78	8.87
601009.SH	南京银行	增持	8.19	69	1.14	1.30	1.21	1.11	8.80
002142.SZ	宁波银行	增持	22.20	116	1.79	2.15	2.30	1.82	15.53
601229.SH	上海银行	增持	12.19	133	1.40	1.65	1.05	0.96	12.62
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.27	84	1.03	1.10	0.92	0.83	10.36
600926.SH	杭州银行	增持	8.75	45	0.89	1.04	1.07	0.97	10.88
002807.SZ	江阴银行	未有评级	6.46	12	0.45	0.47	1.28	1.25	5.81
600908.SH	无锡银行	增持	6.71	12	0.54	0.59	1.34	1.14	5.87
601128.SH	常熟银行	买入	7.78	20	0.50	0.59	1.86	1.71	4.95
603323.SH	吴江银行	增持	7.70	13	0.45	0.52	1.51	1.41	5.66
002839.SZ	张家港行	未有评级	7.10	13	0.42	0.49	1.55	1.43	4.95

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日4月1日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。

银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371