

银行

证券研究报告
2019年04月02日

年报综述：基本面平稳，银行股或将有相对收益

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

林瑾璐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业点评:评 18 年理财报告:规模平稳, 结构优化》2019-04-01
- 《银行-行业研究简报:4 月策略: 银行股或将有相对收益》2019-03-29
- 《银行-行业专题研究:“非标转标”走向何方?》2019-03-28

Q4 净利增速主动压降，多数行拨备增厚

截至 3 月 29 日，30 家 A 股上市银行中已有 17 家公布 18 年年报，分别为 5 家国有大行、6 家股份行，以及 6 家城商行、农商行。上市行 18 年净利润同比增速较前三季度下行 1.2pct 至 5.3%，或是受监管指导主动压降，且考虑经济处于下行周期，加大拨备计提力度（拨贷比环比提升），以平滑盈利。

宁波银行、招商银行净利润增速持续领先。大行净利润增速维持在 4-5% 左右，较前三季度略降。股份行净利增速分化较大。其中，招行净利增速高位提升，其他股份行则有不同程度下降。民生银行受不良影响降幅较大。

零售银行高盈利水平逐渐凸显，中小行净息差企稳走阔

收入端来看，1) 招行和平安拨备前利润处于领先水平，作为零售银行的代表，两家行均有较高的净利息收入水平，同时中收表现亦较好。在经济下行周期中，零售银行较高的盈利水平逐渐凸显。预计在拨备计提压力缓解之下，平安银行盈利水平有望提升。2) 光大银行存款高增及资本增厚推动规模较快增长，信用卡业务（贡献 72% 的中收）表现亮眼，带来 18 年超预期营收增长，19 年或可维持。3) 多数中小行 2H18 净息差企稳走阔，1H19 负债成本或可持续下行，支撑息差改善。

不良认定趋严，多数行资产质量平稳向好

五大行资产质量平稳向好。股份行中，招商、浦发不良双降。多数行不良认定趋严，交行、中信、民生、光大、平安尤甚。在近三年对不良高发行业贷款持续压降之后，未来资产质量压力或不必过于担忧。平安、中信、浦发制造业、批发零售业贷款占比、逾期贷款比率均有大幅下降。未来或需关注股份行零售贷款不良率走势。

投资建议：基本面平稳，板块或将有相对收益

18 年上市银行基本面平稳向好。下半年市场利率走低以来，净利息收入持续改善；信用卡、结算类业务支持中收平稳增长。多数行在资产质量平稳向好之下，持续加大拨备计提力度，拨备水平进一步增厚。19 年宽信用政策逐步发挥效果，资产质量或能保持平稳。我们预计上市银行 19 年受资产收益率下行影响，业绩增速稳中微降，基本面保持平稳。

在银行基本面平稳预期、后续经济企稳和中长期资金面利好共同驱动之下，银行股估值有望修复，或将有一定的相对收益。

个股我们短期主推低估值的拐点标的——兴业、南京、贵阳，受益于低市场利率以及地方债务风险缓解，看好低估值且基本面稳健的江苏银行。中长期主推零售银行龙头——平安、招行，零售银行为长期逻辑。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量恶化；政策调整影响交易情绪等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001.SZ	平安银行	13.18	买入	1.45	1.61	1.95	2.37	9.09	8.19	6.76	5.56
600036.SH	招商银行	34.08	买入	3.19	3.58	3.99	4.47	10.68	9.52	8.54	7.62
601166.SH	兴业银行	18.65	买入	2.75	2.92	3.17	3.50	6.78	6.39	5.88	5.33
601009.SH	南京银行	8.19	增持	1.14	1.26	1.51	1.75	7.18	6.50	5.42	4.68

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 净利增速环比下行，零售银行高盈利优势逐渐凸显	4
2. 中小行负债成本压力缓解，收入端改善明显	5
2.1. 中小行收入改善明显	5
2.2. 净息差企稳走阔	7
2.3. 平安、宁波和中行零售信贷收益率提升较快	8
2.4. 负债成本率呈下行趋势	9
2.5. 中收低位增长，光大中收逆势高增	10
3. 股份行规模增长分化，存款增速回升	11
3.1. 股份行规模增长分化	11
3.2. 零售信贷增长较快	12
3.3. 多数行存款增速有所回升	12
4. 不良认定趋严，资产质量平稳向好	13
4.1. 大行资产质量持续较好，股份行不良认定趋严	13
4.2. 90 天以内逾期贷款有所上行，零售贷款资产质量需持续关注	14
5. 拨备计提力度加大，资本充足率提升	15
6. 投资建议：基本面平稳，银行股或将有相对收益	17
7. 风险提示	19

图表目录

图 1：上市行 18 年净利润同比增速较前三季度下行	4
图 2：宁波、招行净利增速持续领先	4
图 3：杜邦盈利拆解（2018 年）	5
图 4：上市行拨备前利润同比增速维持高位平稳	5
图 5：多数行拨备前净利润增速维持平稳或提升	6
图 6：营收同比增速	6
图 7：中行、交行及多数中小行营业收入环比改善	7
图 8：大行及招行、平安净息差较高	8
图 9：18 年下半年生息资产收益率保持上行	8
图 10：平安、宁波以及中行生息资产收益率提升较快	8
图 11：平安、宁波、中行零售贷款收益率环比提升较快	9
图 12：多数行计息负债成本率环比下行	9
图 13：平安、宁波以及中行生息资产收益率提升较快	9
图 14：较 18 年中，各期限市场利率下行达 150BP	9
图 15：同业存单发行利率较 18 年中下行近 150BP	10
图 16：2018 年末各行同业负债占比	10
图 17：2018 年末浦发、中信、民生银行贷存比偏高	10
图 18：18 年中收同比低增，较 17 年略有回升	11
图 19：各行中收低位增长，光大银行中收逆势高增	11

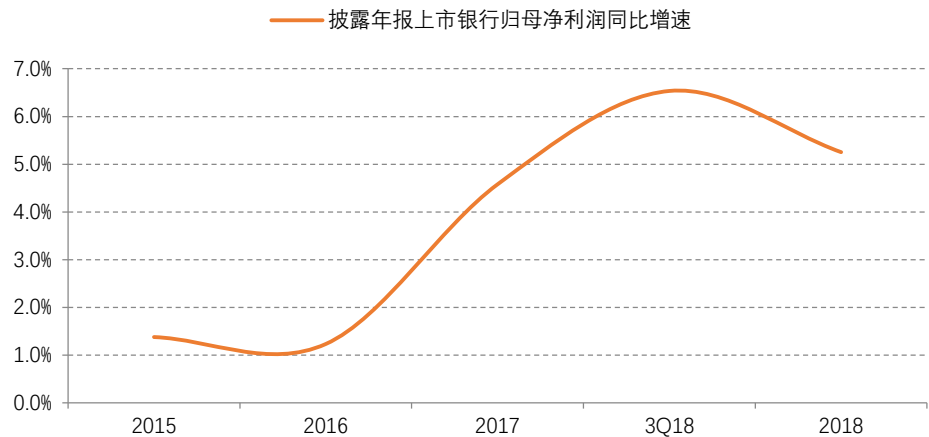
图 20: 光大银行银行卡中收占比高达 72%.....	11
图 21: 股份行生息资产增速分化较大.....	12
图 22: 多数行贷款同比增速高于生息资产增速.....	12
图 23: 零售贷款增速明显高于对公贷款增速.....	12
图 24: 存款增速（存款含应计利息）.....	12
图 25: 各行 18 年存款增速 vs 贷款增速.....	13
图 26: 宁波、招行不良率、关注率持续较低.....	13
图 27: 多数行不良率环比下行，招商、民生降幅较大.....	13
图 28: 多数行 90 天以上逾期/不良较年初下行，平安降幅最大.....	14
图 29: 宁波、光大逾期 90 天以内贷款有所上行.....	15
图 30: 多数行制造业及批零贷款占比持续下降.....	15
图 31: 股份行零售贷款不良率普遍上升.....	15
图 32: 中信、浦发信用卡不良率环比 1H18 明显上行.....	15
图 33: 18 年末，宁波、招行拨备覆盖率持续领先.....	16
图 34: 18 年末招行拨贷比 4.88%，领先同业.....	16
图 35: 多数行拨备覆盖率同比提升，招商提升较大.....	16
图 36: 多数行拨备计提力度加大，拨贷比提升.....	16
图 37: 多数行 18 年末核心一级资本充足率较年初提升.....	16
图 38: 各行资本充足率.....	16
图 39: 商业银行净息差回升.....	17
图 40: 商业银行资产质量平稳向好.....	17
图 41: 预计上市银行 19 年业绩增速稳中微降.....	18
图 42: 19 年初以来，银行（中信）指数上涨约 16.4%，跑输同期万得全 A 的 30.7%涨幅.....	18
图 43: 各行 PB vs ROE.....	19
表 1: 各行净息差及变化.....	7
表 2: 行业关注贷款率、逾期贷款率较 1H18 下降.....	14
表 3: 各行 18 年度分红预案一览.....	17

1. 净利增速环比下行，零售银行高盈利优势逐渐凸显

截至3月29日，30家A股上市银行中已有17家公布18年年报，分别为5家国有大行、6家股份行，以及6家城商行、农商行。

18年净利润同比增速较前三季度下行。披露年报银行18年净利润同比5.3%，较前三季度的6.5%下行1.2个百分点。净利润增速下行主要原因或是1)受监管指导主动压降；2)Q4一般是各行费用支出、拨备计提力度较高的季度。

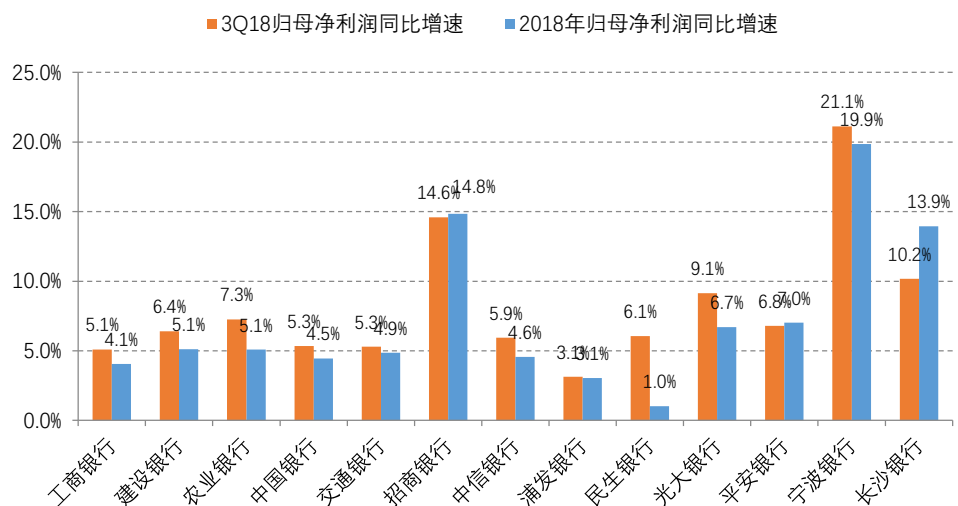
图1：上市行18年净利润同比增速较前三季度下行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

宁波银行、招商银行净利润增速持续领先。大行净利润增速维持在4-5%左右，较前三季度略有下行。股份行净利增速分化较大。其中，招行净利增速高位提升，其他股份行则有不同程度下降。民生银行降幅较大，主要是其仍处于风险持续暴露之中，在4季度加大了不良核销处置和拨备计提力度。

图2：宁波、招行净利增速持续领先



资料来源：公司财报，天风证券研究所

我们对主要覆盖银行进行盈利拆解：

从收入端看，招行和平安拨备前利润处于领先水平，作为零售银行的代表，两家行均有较

高的净利息收入水平，同时中收表现亦较好。

从支出端看，招行、平安管理费用支出相对较高，或与两家行分别在零售 3.0、科技引领的战略转型导向下，加大了科技金融的投入有关。较为不同的是，平安拨备计提带来的负面影响更大，拖累最终盈利表现。

招行 ROAA 指标明显领先平安及同业。ROAA 次高的为建行、工行以及宁波银行，均由于收入端强劲，同时拨备计提力度较平稳。

从所得税情况看，交行国债、地方债投资带来的所得税优惠较多；其 18 年有效所得税率仅 13.8%，处于较低水平。

整体来看，在经济下行周期中，零售银行较高的盈利水平逐渐凸显。预计在拨备计提压力缓解之下，平安银行盈利水平有望提升。

图 3：杜邦盈利拆解（2018 年）

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	招商银行	中信银行	浦发银行	民生银行	光大银行	平安银行	宁波银行
营业收入	2.88%	2.91%	2.74%	2.48%	2.29%	3.81%	2.81%	2.76%	2.64%	2.61%	3.50%	2.69%
利息净收入	2.13%	2.14%	2.19%	1.77%	1.41%	2.46%	1.78%	1.80%	1.29%	1.45%	2.24%	1.78%
手续费及佣金净收入	0.54%	0.54%	0.36%	0.43%	0.44%	1.02%	0.77%	0.63%	0.81%	0.87%	0.94%	0.54%
净其他非息收入	0.21%	0.22%	0.20%	0.28%	0.44%	0.33%	0.25%	0.33%	0.54%	0.29%	0.32%	0.37%
营业支出	-1.50%	-1.55%	-1.60%	-1.35%	-1.36%	-2.18%	-1.88%	-1.71%	-1.64%	-1.64%	-2.53%	-1.62%
营业税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%
管理费用	-0.69%	-0.74%	-0.86%	-0.70%	-0.69%	-1.18%	-0.86%	-0.69%	-0.79%	-0.75%	-1.06%	-0.93%
拨备前利润	3.59%	3.67%	3.62%	3.19%	3.01%	5.03%	3.69%	3.48%	3.46%	3.39%	4.60%	3.64%
资产减值损失	-0.60%	-0.67%	-0.63%	-0.49%	-0.47%	-0.93%	-0.99%	-0.97%	-0.78%	-0.85%	-1.44%	-0.67%
税前利润	1.38%	1.36%	1.15%	1.13%	0.93%	1.63%	0.93%	1.05%	0.99%	0.97%	0.97%	1.07%
所得税	-0.27%	-0.23%	-0.22%	-0.18%	-0.13%	-0.39%	-0.15%	-0.14%	-0.14%	-0.17%	-0.22%	-0.03%
ROAA	1.11%	1.12%	0.93%	0.88%	0.79%	1.24%	0.76%	0.90%	0.85%	0.80%	0.74%	1.04%
权益乘数	12.46	12.50	14.71	13.64	14.09	13.41	15.03	14.60	15.29	14.49	15.43	17.98
ROE (加权)	13.79%	14.04%	13.66%	12.06%	11.17%	16.57%	11.39%	13.14%	12.94%	11.55%	11.49%	18.72%

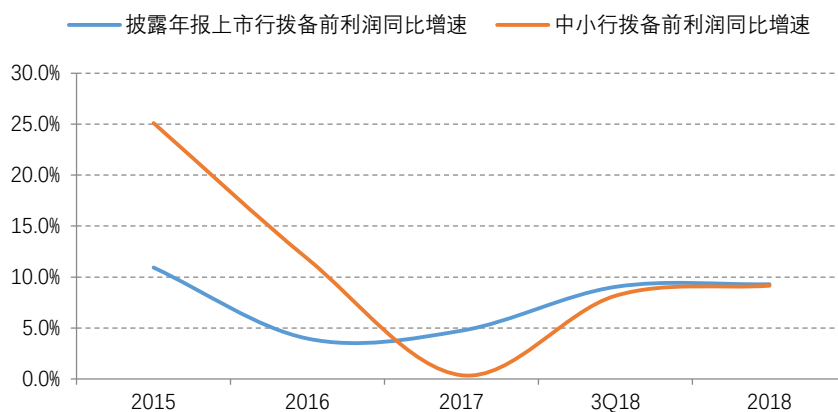
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 中小行负债成本压力缓解，收入端改善明显

2.1. 中小行收入改善明显

收入增长持续较好。由于存在新旧会计准则切换，影响净利息收入可比口径。我们主要来看，更反映收入情况的拨备前利润增速。上市行拨备前净利润增速环比 3Q18 高位平稳。其中，中小行拨备前利润增速平稳上行。

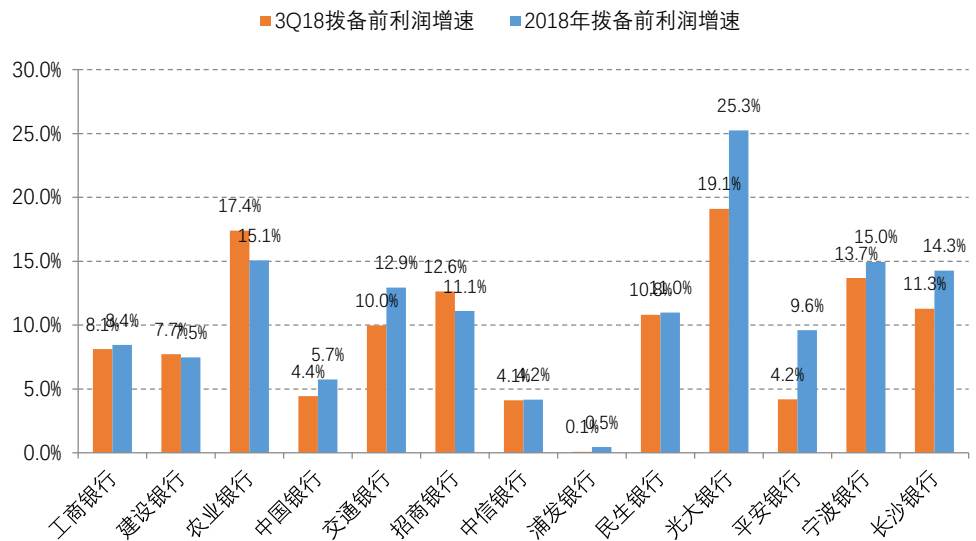
图 4：上市行拨备前利润同比增速维持高位平稳



资料来源：公司财报，天风证券研究所

五大行中，交行改善较为显著，拨备前净利润由 3Q18 的 10.0% 提升至 2018 年的 12.9%，主要受益于市场利率低位之下，18H2 负债成本率企稳下行。多数中小行收入改善明显。其中改善幅度较大的为光大、平安和宁波。

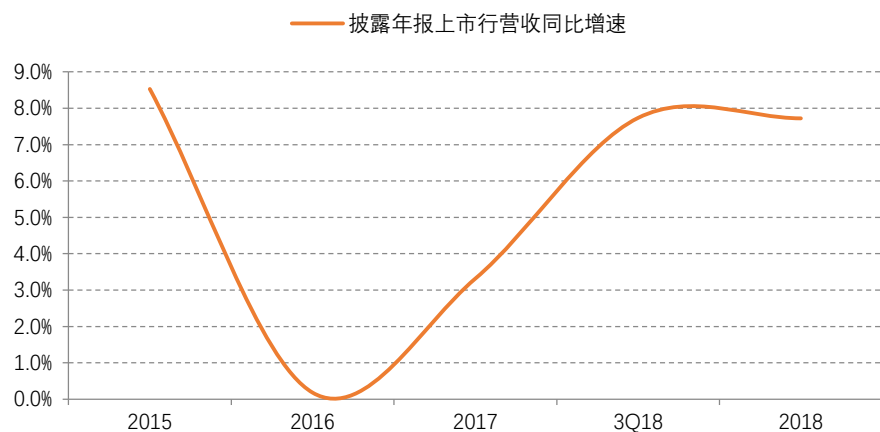
图 5：多数行拨备前净利润增速维持平稳或提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

全年营收明显改善。18 年上市行营收同比增 7.7%，较 17 年的 3.3% 有明显改善，回升至 2015 年流动性较充裕、监管政策未明显收紧时期的营收水平。展望 19 年，受小微政策以及宽信用政策影响，信贷利率或进入下行通道带来资产收益率下行，结合考虑负债端成本压力缓解，营收有望维持平稳增长。

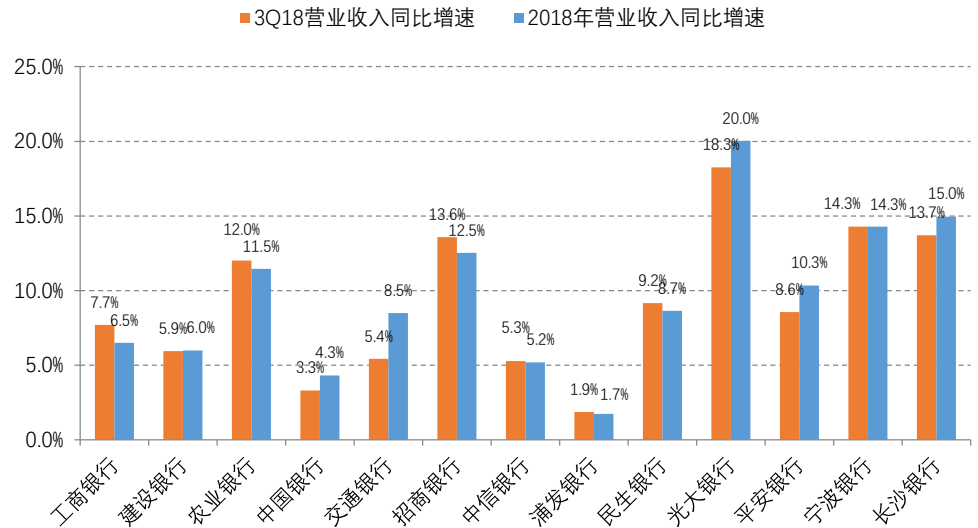
图 6：营收同比增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

18Q4 营收持续改善的主要为中行、交行及多数中小行。18 年下半年市场利率走低带来负债压力缓解是主要推动因素。此外，光大银行营收同比高增，主要源于其存款增长较好且在 17 年完成资本补充带来了规模较快增长。光大银行 18 年存款较年初增 11.7%（17 年为 7.2%），生息资产同比增 6.6%（17 年为 1.7%）。

图 7：中行、交行及多数中小行营业收入环比改善



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2. 净息差企稳走阔

18年下半年交行及多数股份行净息差企稳走阔。净息差半年度环比来看，浦发、光大、交行改善幅度较大，分别环比提升 17/11/10BP。大行中，建行及农行净息差高位略降。预计伴随市场利率维持低位，部分股份行负债成本在 1H19 仍有下行空间，将支撑净息差持续改善。

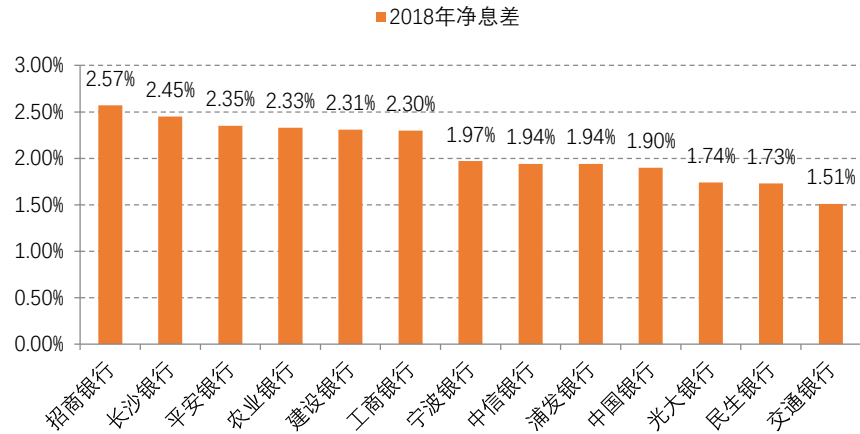
表 1：各行净息差及变化

	1H18	3Q18	2018	净息差环比 1H18 (BP)
工商银行	2.30%	2.30%	2.30%	0
建设银行	2.34%	2.34%	2.31%	-3
农业银行	2.35%	n.a.	2.33%	-2
中国银行	1.88%	1.89%	1.90%	2
交通银行	1.41%	1.47%	1.51%	10
招商银行	2.54%	2.54%	2.57%	3
中信银行	1.89%	1.92%	1.94%	5
浦发银行	1.77%	n.a.	1.94%	17
民生银行	1.64%	n.a.	1.73%	9
光大银行	1.63%	1.68%	1.74%	11
平安银行	2.26%	2.29%	2.35%	9
宁波银行	1.81%	1.90%	1.97%	16
长沙银行	3.16%	2.37%	2.45%	-71

资料来源：公司财报，天风证券研究所

大行及零售银行净息差较高。招行、长沙及平安银行 2018 年净息差分别 2.57%、2.45%、2.35%，在已披露年报的银行中处于较高水平，其次为四大行。多数股份行及交行 2018 年净息差绝对水平仍偏低。其中，交行净息差 1.51%，若还原国债地方债投资的免税效益，其“净息差”为 1.68%。

图 8：大行及招行、平安净息差较高



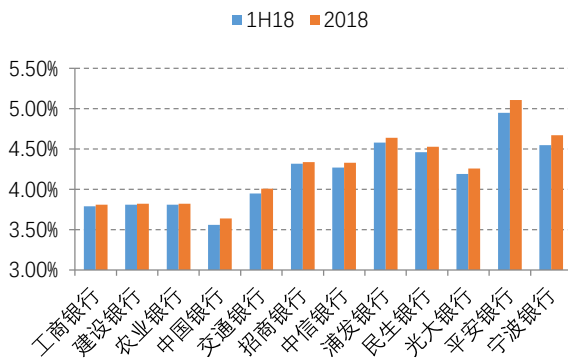
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.3. 平安、宁波和中行零售信贷收益率提升较快

18年下半年各行生息资产收益率不同程度上行，主要源于各行信贷占比提升，同时贷款收益率上行。从生息资产收益率提升幅度来看，平安、宁波、中行提升较快，分别提升16、12、8BP。

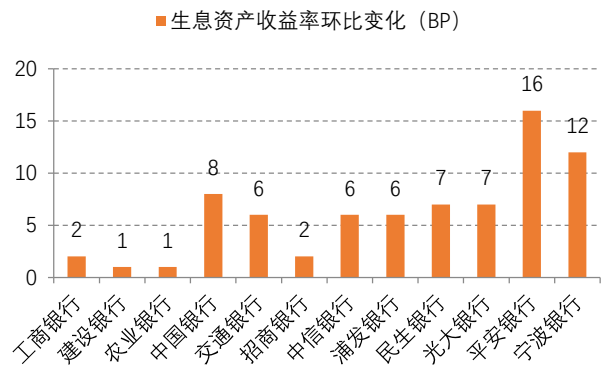
从生息资产收益率绝对水平来看，平安银行在零售转型战略引领下，18年资产收益率5.11%，维持行业较高。

图 9：18年下半年生息资产收益率保持上行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：平安、宁波以及中行生息资产收益率提升较快



资料来源：公司财报，天风证券研究所

通过比较各行贷款结构及收益率水平，平安、宁波、中行收益率提升幅度较大，是由于三家行在零售信贷占比维持平稳或提升的同时，零售贷款收益率提升较快，环比1H18分别提升45、33、33BP，或是在零售金融领域风险偏好有所提升。

图 11： 平安、宁波、中行零售贷款收益率环比提升较快

	1H18贷款收 益率	18年贷款收 益率	环比变化 (BP)	1H18零售贷 款收益率	18年零售贷 款收益率	零售贷款收益率 环比变化 (BP)	17年零售日均 贷款占比	18年零售日均贷 款占比
工商银行	4.33%	4.38%	5	4.39%	4.38%	-1	31%	34%
建设银行	4.31%	4.34%	3	4.57%	4.58%	1	37%	40%
农业银行	4.39%	4.40%	1	4.41%	4.42%	1	35%	38%
中国银行	4.08%	4.22%	14	4.34%	4.67%	33	31%	31%
交通银行	4.81%	4.87%	6	5.43%	5.49%	6	29%	33%
招商银行	5.08%	5.13%	5	5.93%	6.03%	10	48%	49%
中信银行	4.80%	4.86%	6	4.48%	4.58%	10	37%	39%
浦发银行	5.31%	5.34%	3	6.45%	6.35%	-10	38%	40%
民生银行	5.07%	5.18%	11	5.41%	5.52%	11	38%	36%
光大银行	4.60%	4.69%	9	4.40%	4.49%	9	38%	42%
平安银行	6.16%	6.45%	29	7.41%	7.86%	45	42%	55%
宁波银行	5.60%	5.78%	18	6.83%	7.16%	33	27%	30%

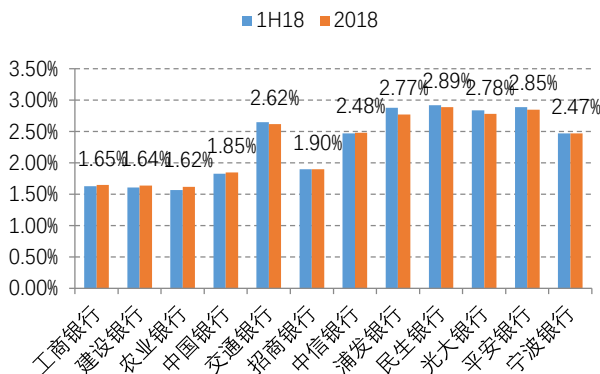
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.4. 负债成本率呈下行趋势

在市场利率低位之下，18年下半年各行计息负债成本率呈现下行趋势。其中下行幅度较大的为浦发、光大和平安银行。

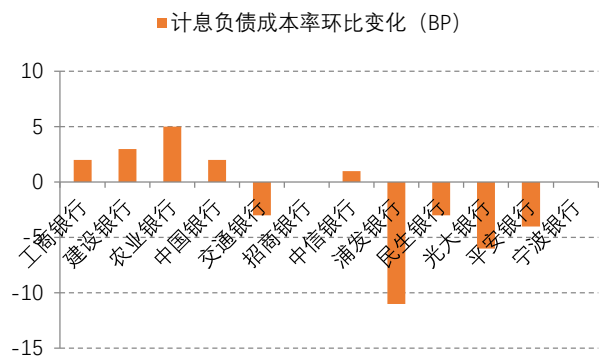
民生银行 18 年计息负债成本率 2.89%，在主要银行中较高。行业存款竞争加剧下，四大行仍保持了强大的客户基础和低成本负债优势。

图 12： 多数行计息负债成本率环比下行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

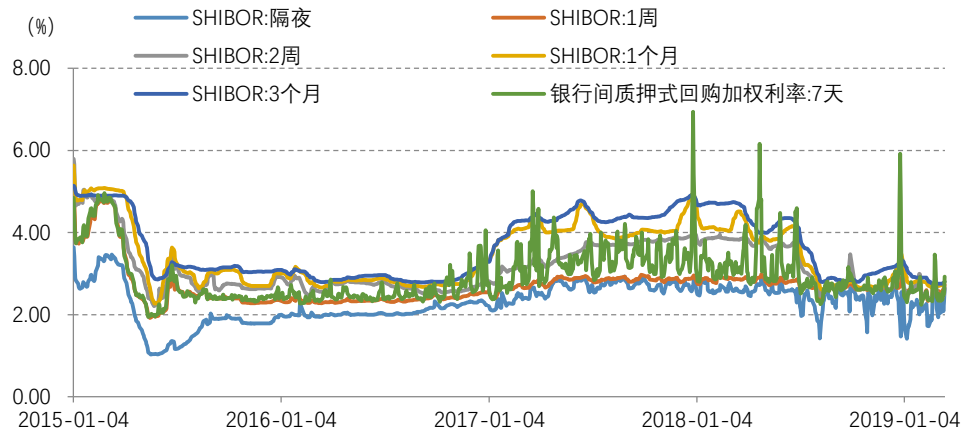
图 13： 平安、宁波以及中行生息资产收益率提升较快



资料来源：公司财报，天风证券研究所

相较 18 年中，当前市场利率已明显下行。各期限 SHIBOR 下行近 150BP，已回到 16 年的低位水平。

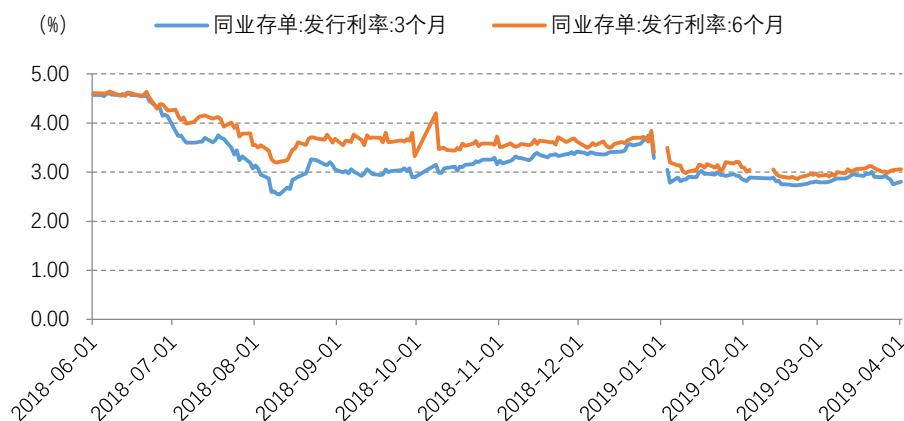
图 14： 较 18 年中，各期限市场利率下行达 150BP



资料来源：Wind，天风证券研究所

在流动性及流动性预期充裕之下，同业存单发行利率较 19 年初下降 50BP，较 18 年中下降亦达 150BP。

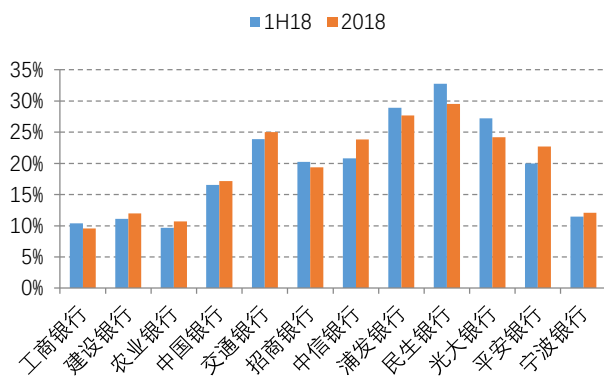
图 15：同业存单发行利率较 18 年中下行近 150BP



资料来源：Wind，天风证券研究所

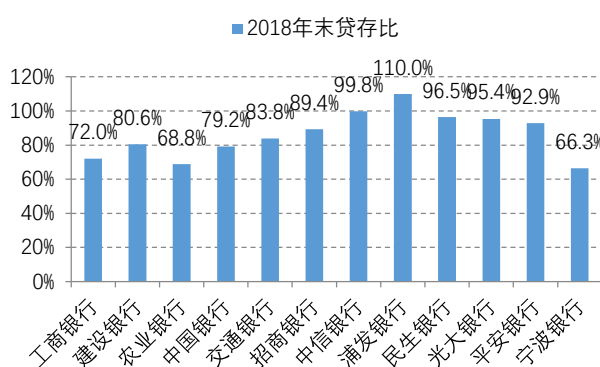
同业负债占比高的中小银行负债端成本下行趋势可维持。中小行高成本同业负债或在 1H19 到期，负债成本率仍可进一步下行。此外，股份行中浦发、中信、民生银行 18 年末贷存比分别达到 110%、100%、97%，贷存比偏高，负债结构调整空间仍较大。

图 16：2018 年末各行同业负债占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 17：2018 年末浦发、中信、民生银行贷存比偏高

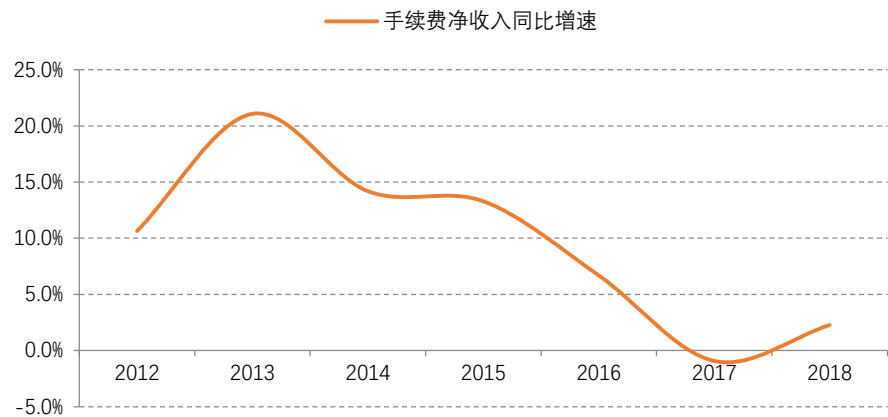


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.5. 中收低位增长，光大中收逆势高增

受监管影响，17、18 年银行理财规模增长有明显放缓，代理业务中收增长受压制；此外表外融资放缓负面影响受托业务中收增长。因此，整体来看，中收增长仍处于较低增长区间。主要银行 17 年中收同比下降 0.9%，18 年同比增 2.3%，略有回升。

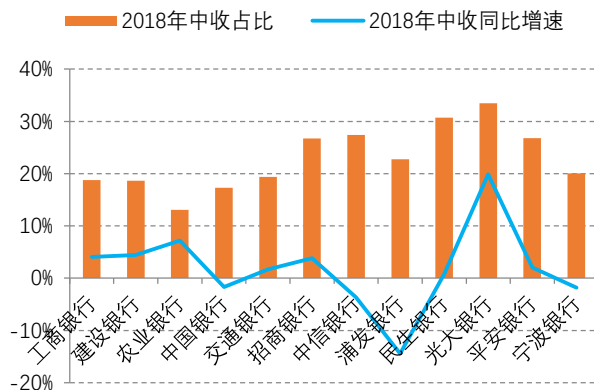
图 18：18 年中收同比低增，较 17 年略有回升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

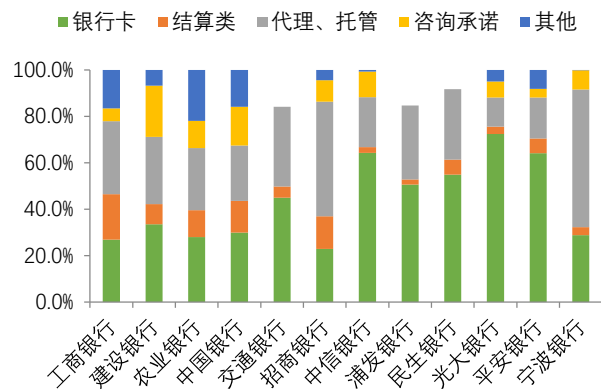
值得注意的是，18 年光大银行中收逆势高增 19.9%，主要源于其银行卡中收表现较好。2018 年光大银行卡中收同比增 40.6%，贡献占中收的 72.4%。

图 19：各行中收低位增长，光大银行中收逆势高增



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 20：光大银行银行卡中收占比高达 72%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 股份行规模增长分化，存款增速回升

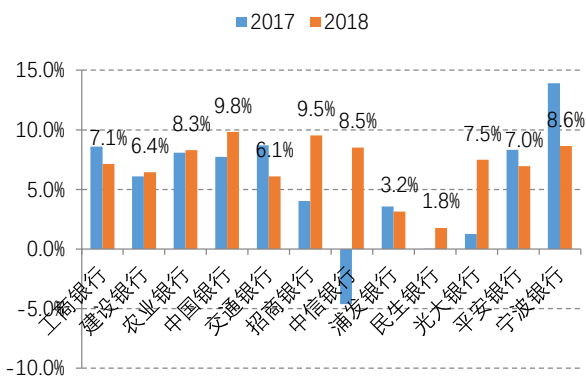
3.1. 股份行规模增长分化

2018 年多数行生息资产规模维持平稳增长，行业规模增速维持与名义 GDP 相当水平。在经济下行压力加大之下，银行资产规模增速一定程度反映了其审慎的风险偏好。

股份行生息资产规模增长分化明显。大行规模增速相当，但股份行分化较大。其中，招行维持较高增长；中信银行结束缩表，规模增速回升至 8.5%；光大银行在 17 年资本补充后，规模增速也有了大幅回升；但浦发、民生银行规模持续低增，分别同比增 3.2%、1.8%，系主动深度调整资产负债结构导致。

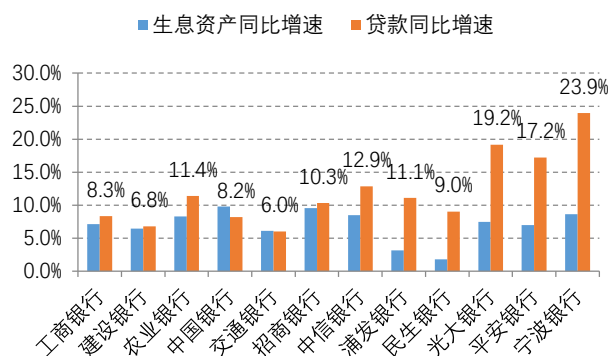
在重监管下，存款立行的重要性逐渐凸显。商业银行也愈加重视客户经营，逐渐回归存贷业务本源。18 年多数行贷款增速明显高于生息资产平均增速，带来信贷占比提升。

图 21：股份行生息资产增速分化较大



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 22：多数行贷款同比增速高于生息资产增速

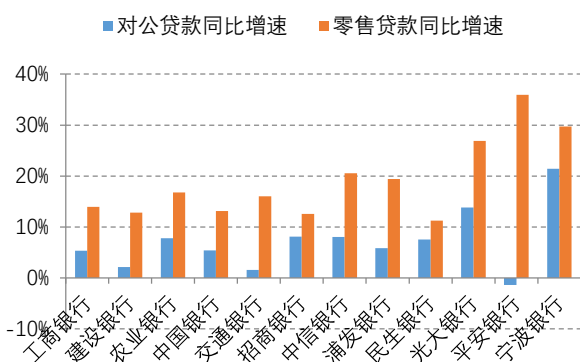


资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.2. 零售信贷增长较快

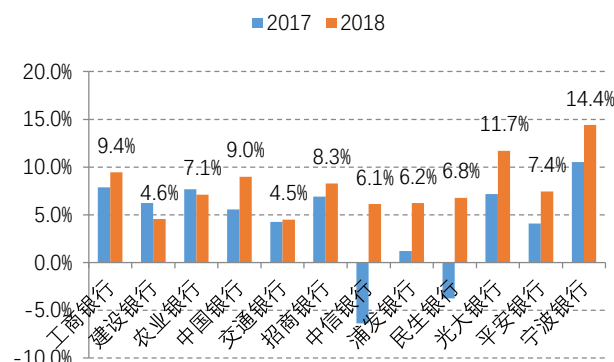
多数行信贷资源向零售倾斜。2018 年零售贷款增速明显高于对公贷款增速。平安、宁波、光大零售贷款增速超过 25%，分别达到 36%、30%、27%。在经济下行压力下，各行向零售转型加速。

图 23：零售贷款增速明显高于对公贷款增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 24：存款增速（存款含应计利息）

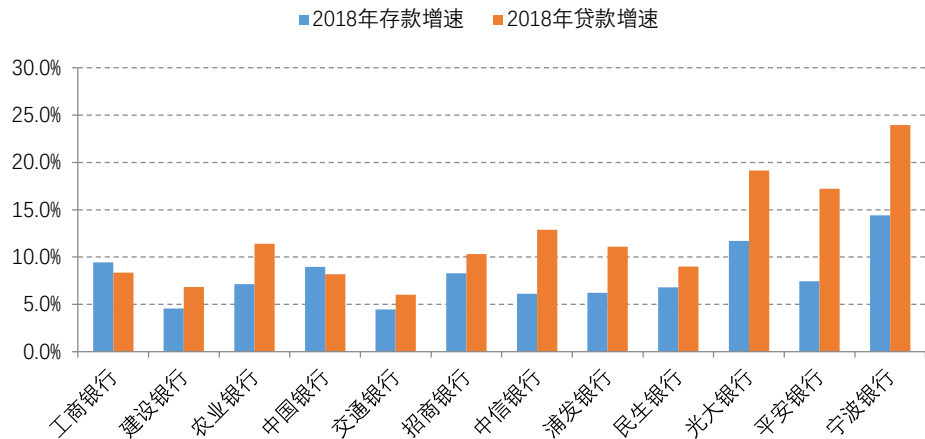


资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3. 多数行存款增速有所回升

各行存款增长较 18 年有所回升。大行中，工行存款（含应计利息）较年初增 9.4%，增长较快，其次为中行，较年初增 9.0%。股份行中，光大、招行存款增长领先。较快的存款增长主要与信贷增长较快与提升客户经营深度有关。

图 25：各行 18 年存款增速 vs 贷款增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 不良认定趋严，资产质量平稳向好

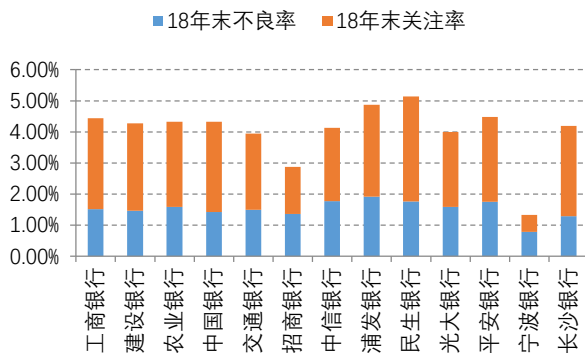
五大行资产质量平稳向好。股份行中，招商、浦发不良双降。多数行不良认定趋严，交行、中信、民生、光大、平安尤甚。多数行近三年对不良高发行业贷款持续压降，信贷结构调整力度较大。其中，平安、中信、浦发制造业、批发零售业贷款占比降幅较大。

4.1. 大行资产质量持续较好，股份行不良认定趋严

横向来看，18 年末五大行不良率水平较接近，均值为 1.50%；工行关注贷款率(2.92%)较高，交行为 2.45%。股份行中，民生银行不良+关注率较高，资产质量压力较大；招商银行不良率 1.36%，关注率 1.51%，为股份行低位，资产质量较优。城商行中，宁波银行不良+关注率仅 1.33%，大幅低于同业。

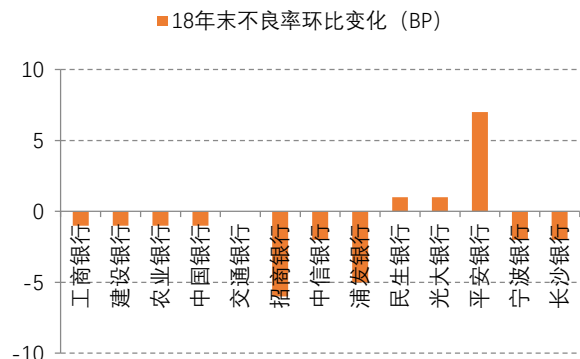
多数行不良率季度环比下行。四大行不良贷款率环比均下降 1BP，交行持平。股份行中，招商和浦发不良率降幅较大，分别下降 6BP、5BP；民生和光大略升；平安银行不良率上行，增幅为 7BP，主要是其不良认定大幅趋严，90 天以上逾期/不良比例较年初下降了 45.6 个百分点。

图 26：宁波、招行不良率、关注率持续较低



资料来源：公司财报，天风证券研究所

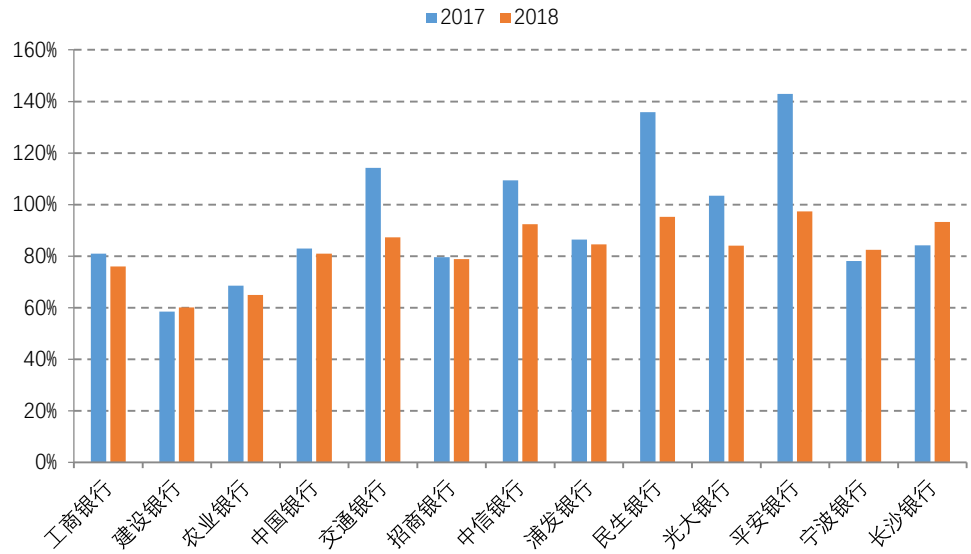
图 27：多数行不良率环比下行，招商、民生降幅较大



资料来源：公司财报，天风证券研究所

多数行不良认定趋严。其中，交行、中信、民生、光大、平安 90 天以上逾期贷款/不良均由 18 年初的超过 100%，大幅下降到年底的 100%以内，即 90 天以上逾期贷款全部纳入不良。建行、宁波、长沙 90 天以上逾期贷款/不良贷款比例同比略升。已披露 18 年年报银行的 90 天以上逾期贷款/不良贷款比例均小于 100%。

图 28：多数行 90 天以上逾期/不良较年初下行，平安降幅最大



资料来源：公司财报，天风证券研究所

逾期贷款率环比下行。至 2018 年底，五大行逾期贷款率较接近，建行略低；股份行中除招行较低外，其他行逾期贷款率在 2.5%左右；城商行中，宁波银行逾期贷款率处同业较低水平，仅为 0.89%。

从变化看，逾期贷款率环比普遍下降，五大行中的中行，股份行中的浦发、民生、平安环比 1H18 降幅较大，均超过 30BP。

表 2：行业关注贷款率、逾期贷款率较 1H18 下降

	关注贷款率	环比 1H18	逾期贷款率	环比 1H18
工商银行	2.92%	-0.31%	1.75%	-0.05%
建设银行	2.81%	-0.01%	1.27%	-0.15%
农业银行	2.73%	-0.37%	1.70%	-0.13%
中国银行	2.90%	-0.03%	1.87%	-0.54%
交通银行	2.45%	-0.15%	1.84%	-0.08%
招商银行	1.51%	0.01%	1.58%	-0.06%
中信银行	2.36%	-0.18%	2.67%	-0.05%
浦发银行	2.95%	-0.26%	2.41%	-0.34%
民生银行	3.38%	-0.34%	2.59%	-0.57%
光大银行	2.41%	0.06%	2.36%	0.08%
平安银行	2.73%	-0.68%	2.60%	-0.59%
宁波银行	0.55%	0.04%	0.89%	0.05%
长沙银行	2.90%	n.a.	1.80%	n.a.

资料来源：公司财报，天风证券研究所

4.2. 90 天以内逾期贷款有所上行，零售贷款资产质量需持续关注

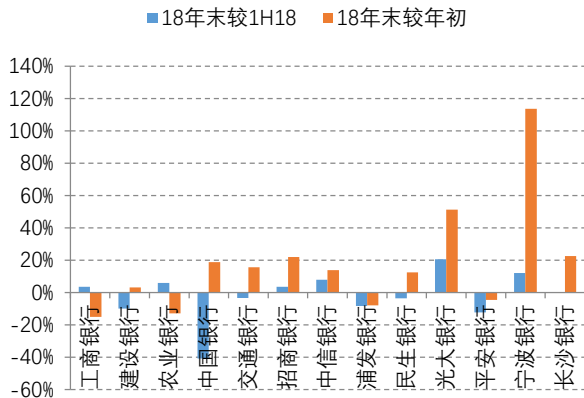
多数行逾期 90 天以内贷款余额较年初上升；五大行有所分化，中小行普遍上升。光大、宁波、同比增幅超过 40%，远超同业；工行、农行、浦发、平安同比下降，降幅在 15%以内。招商、中信、光大、宁波 90 天以内贷款有所上升。

贷款结构来看，制造业、批发零售业贷款占比持续下降。近年商业银行大力不良处置以及

严控新增投放贷款之下，多数上市行制造业、批发零售业贷款占比降至 20%以下。

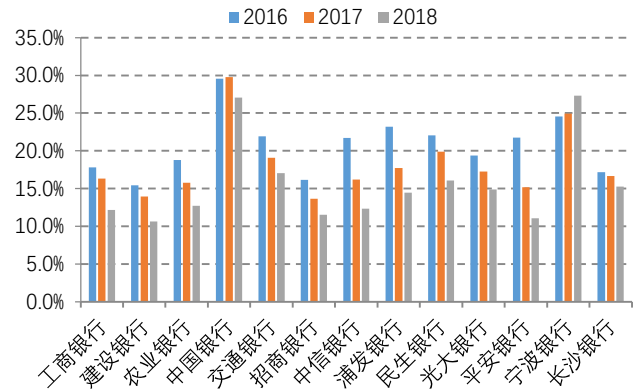
除了宁波银行制造业、批发零售业贷款占比有所上升，但考虑其较低的不良率及关注率水平，资产质量持续优异。平安、中信、浦发两年累计降幅分别为 10.68%、9.35%、8.75%，列行业前三，信贷结构调整力度较大。

图 29：宁波、光大逾期 90 天以内贷款有所上行



资料来源：公司财报，天风证券研究所

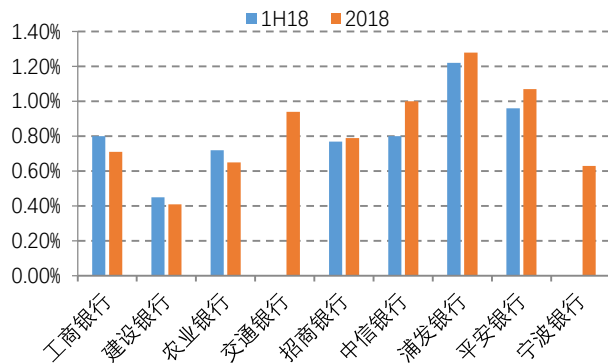
图 30：多数行制造业及批零贷款占比持续下降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

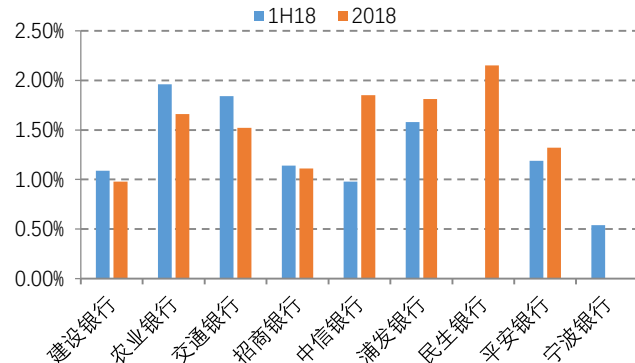
部分行零售贷款不良率上行，信用卡业务不良需持续关注。大行及招行零售业务以按揭信贷为主，零售不良率较平稳。建行、农行零售贷款不良率环比 1H18 下行，招行零售不良率维持低位平稳。其他中小行零售不良率呈上行趋势，中信、平安、浦发分别环比 1H18 上行 20、11、6BP，主要是信用卡业务不良率上行较快。信用卡业务不良情况需持续关注。

图 31：股份行零售贷款不良率普遍上升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

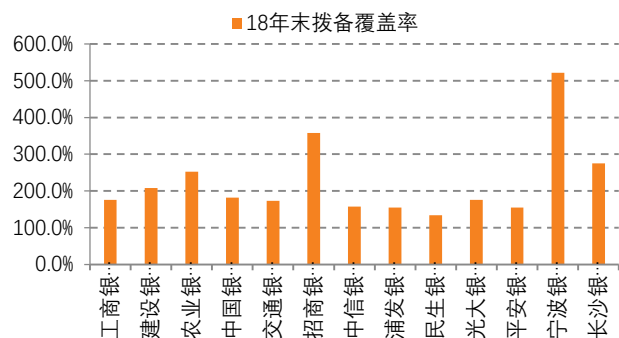
图 32：中信、浦发信用卡不良率环比 1H18 明显上行



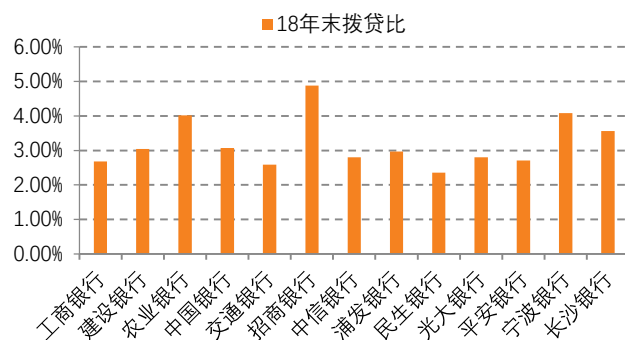
资料来源：公司财报，天风证券研究所

5. 拨备计提力度加大，资本充足率提升

招商、宁波维持了较高的拨备水平。宁波银行 18 年末拨贷比 4.08%，处行业前列，拨备覆盖率 522%，远高于同业，拨备厚实；招商拨备覆盖率 358%，拨贷比 4.88%，处股份行较高水平。

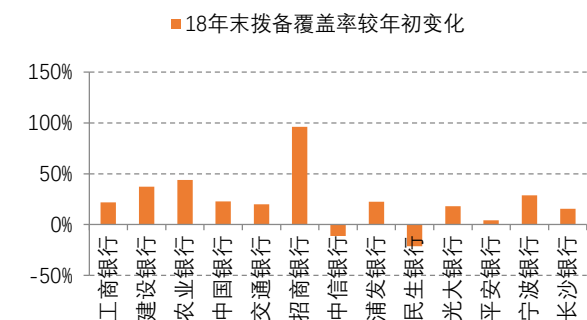
图 33：18 年末，宁波、招行拨备覆盖率持续领先


资料来源：公司财报，天风证券研究所

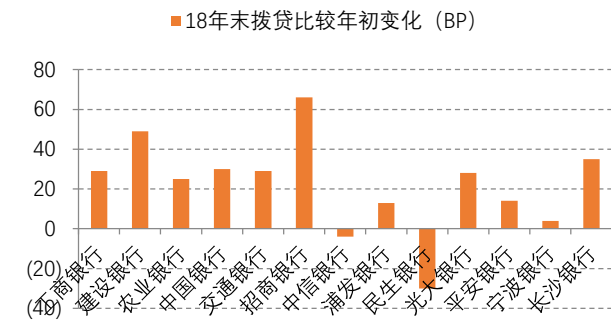
图 34：18 年末招行拨贷比 4.88%，领先同业


资料来源：公司财报，天风证券研究所

多数行拨备计提力度加大，拨贷比环比提升。中信、民生拨备水平较低。中信、民生 2018 年末拨备覆盖率分别同比下降 11 个百分点、22 个百分点，至 158%、134%，处行业较低水平；拨贷比分别下降 4BP、30BP 至 2.80%、2.36%，亦处行业较低水平。浦发银行拨备覆盖率同比上升 22 个百分点至 155%，拨备压力有所缓解。

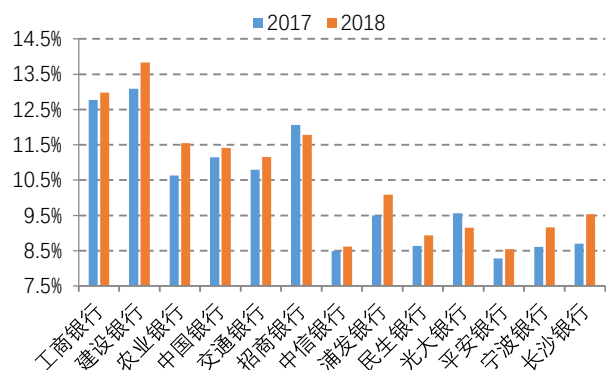
图 35：多数行拨备覆盖率同比提升，招商提升较大


资料来源：公司财报，天风证券研究所

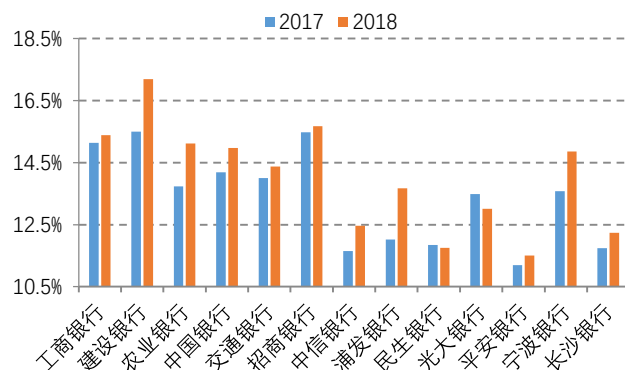
图 36：多数行拨备计提力度加大，拨贷比提升


资料来源：公司财报，天风证券研究所

多数行核心资本充足率同比提升，资本补充压力减轻。五大行及招行资本充足率处行业较高水平，内源性资本补充较好。股份行资本充足率相对较低，预计可转债获批后将陆续发行。

图 37：多数行 18 年末核心一级资本充足率较年初提升


资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 38：各行资本充足率


资料来源：公司财报，天风证券研究所

尽管未来持续加大信贷投放力度支持实体经济，以及资管新规到期后部分资产或由表外转表内对商业银行资本构成一定压力，但当前商业银行分红率仍维持平稳较高的水平。

表 3：各行 18 年度分红预案一览

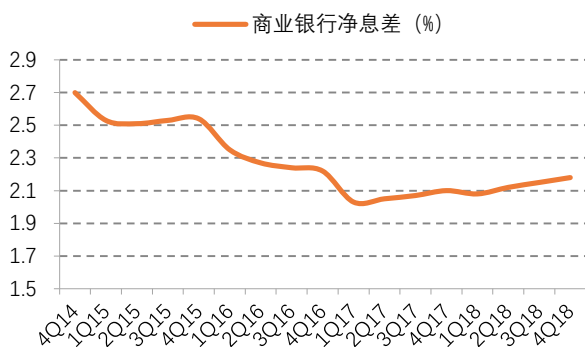
	每股现金分红（元）	资本公积转增股本	17 年分红率	18 年分红率
工商银行	0.25	否	30%	30%
建设银行	0.31	否	30%	30%
农业银行	0.17	否	30%	30%
中国银行	0.18	否	30%	30%
交通银行	暂未公布	暂未公布	30%	暂未公布
招商银行	0.94	否	30%	29%
中信银行	0.23	否	30%	25%
浦发银行	0.35	否	5%	18%
民生银行	0.35	否	27%	30%
光大银行	0.16	否	30%	25%
平安银行	0.15	否	10%	10%
宁波银行	0.40	否	22%	19%
长沙银行	0.28	否	0%	21%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

6. 投资建议：基本面平稳，银行股或将有相对收益

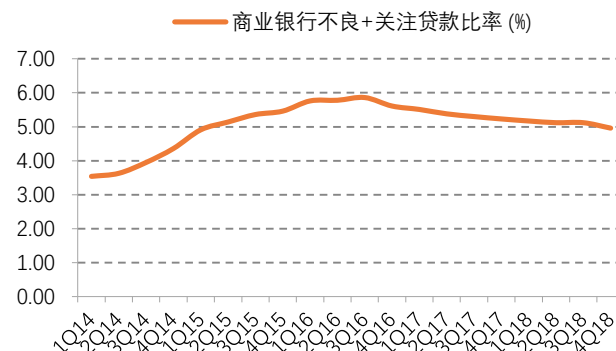
18 年上市银行基本面平稳向好。收入端来看，在下半年市场利率走低以来，净利息收入持续改善；信用卡、结算类业务给银行中收增长带来支撑。且多数行在资产质量平稳向好的背景下，持续加大拨备计提力度，拨备进一步增厚。从驱动因素来看，18 年下半年息差回升与资产质量保持平稳之下，上市银行整体 18 年业绩改善较明显。

图 39：商业银行净息差回升



资料来源：银保监会，天风证券研究所

图 40：商业银行资产质量平稳向好

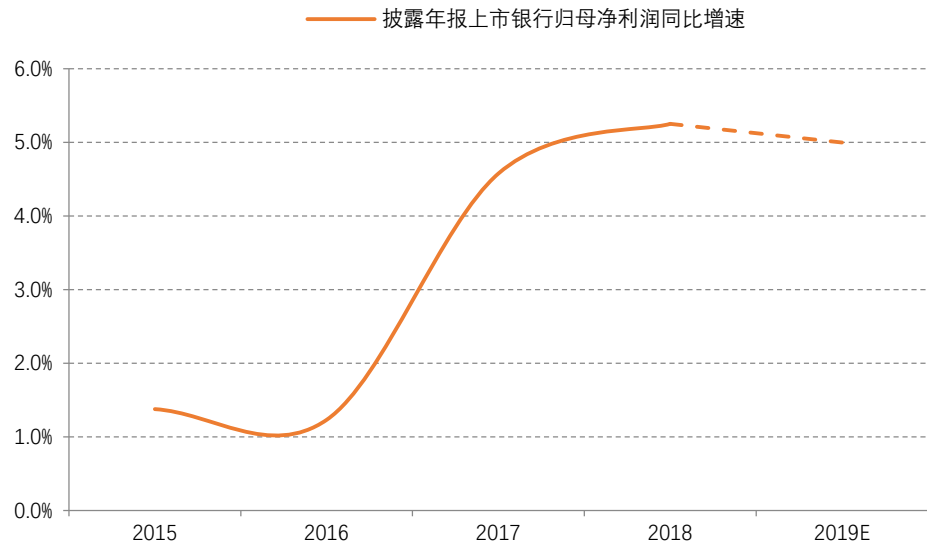


资料来源：银保监会，天风证券研究所

银行板块或有相对收益。

1) 展望 19 年，随着贷款利率进入下行通道，资产收益率或有所下行，由于负债结构之差异，不同银行息差表现或分化，整体同比或微降。由于宽信用政策逐步发挥效果，资产质量或能保持平稳。我们预计上市银行 19 年业绩增速稳中微降，基本面保持平稳。

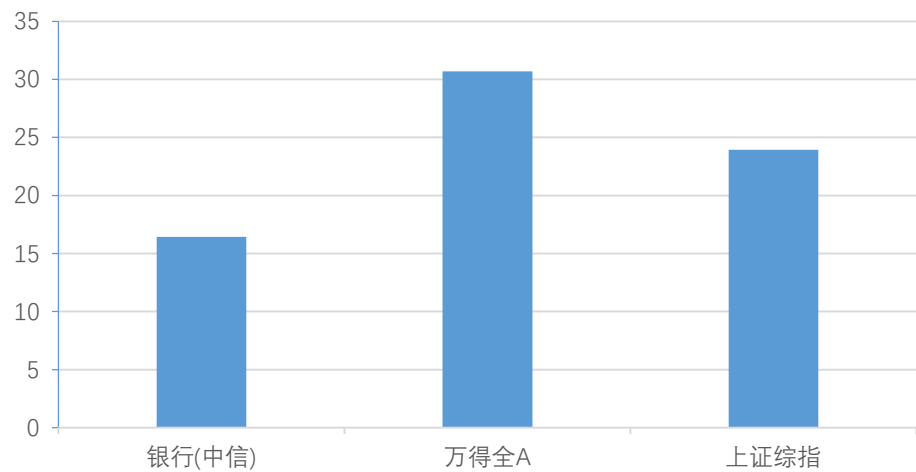
图 41：预计上市银行 19 年业绩增速稳中微降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2) 银行股估值低且显著滞涨。年初至今银行（中信）指数涨幅约 16.4%，大幅跑输同期万得全 A 的 30.7% 涨幅，显著滞涨。当前银行板块估值约 0.8 倍 19PB，估值处于历史底部；上看 1 倍 19PB 估值，仍有较大空间。

图 42：19 年初以来，银行（中信）指数上涨约 16.4%，跑输同期万得全 A 的 30.7% 涨幅



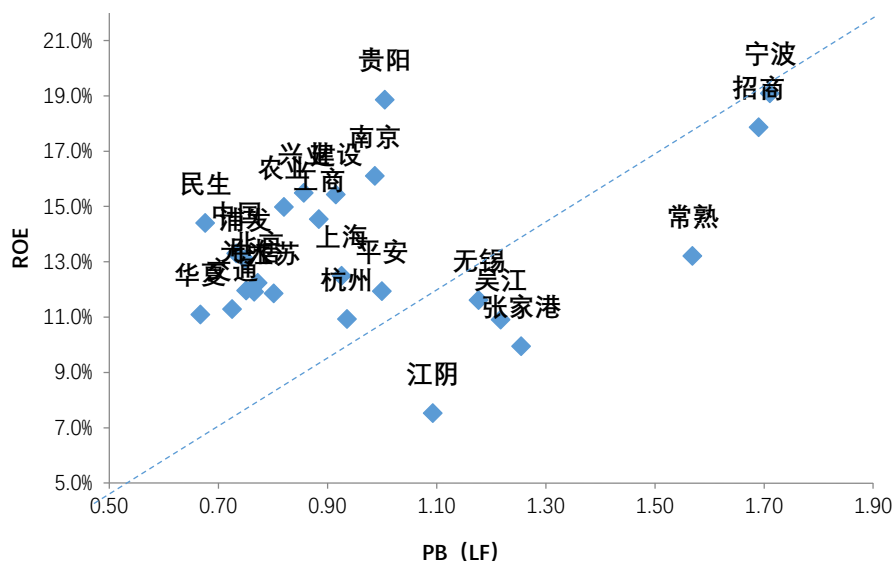
资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 资金面利好明显，支撑板块估值上升。一方面，海外被动指数纳入 A 股程度逐步提升，外资流入或较多，低估值高股息率的银行板块有望大幅受益；另一方面，银行板块或受益于“鼓励保险公司使用长久期账户资金增持优质上市公司股票和债券”政策。

我们认为，随着 18 年下半年以来的宽信用政策逐步发挥效果，经济或已进入衰退后期，后续经济企稳有望支撑银行股估值修复，银行股或将有一定的相对收益。

个股我们短期主推低估值的拐点标的——兴业、南京、贵阳，受益于低市场利率以及地方债务风险缓解，看好低估值且基本面稳健的江苏银行。中长期主推零售银行龙头——平安、招行，零售银行为长期逻辑。

图 43：各行 PB vs ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

经济下行超预期导致资产质量恶化；政策调整影响交易情绪等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com