

银行业投资观点： Q2抓稳银行股，共享稳健投资收益

证券分析师：马婷婷

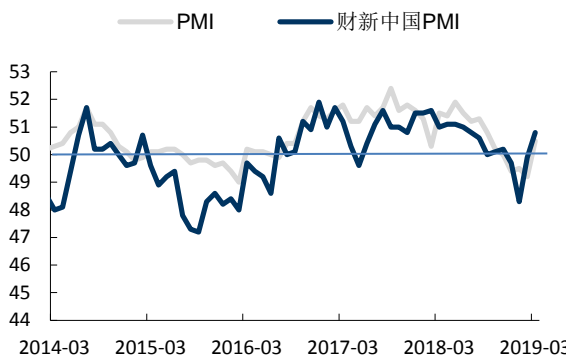
执业证书编号：S0680519040001

二零一九年四月

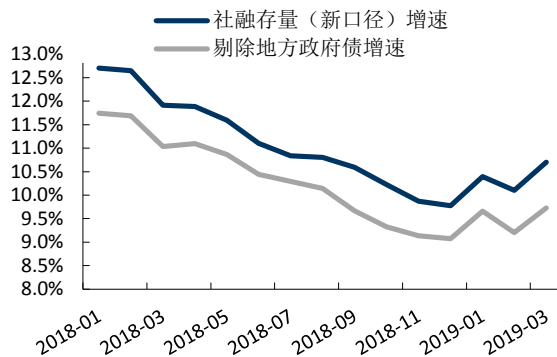
■ 前瞻指标已现企稳现象，预期层面有所改善

- ✓ 前瞻指标超预期改善：3月PMI大幅回升至50.6、社融增速提升至10.7%（且1-3月整体增速均高于10%，已连续三个月出现企稳改善的迹象）。
- ✓ 中长期信贷投放亦有所改善：1-3月，企业中长期贷款同比多增1200亿，扭转18年整体持续少增的态势。

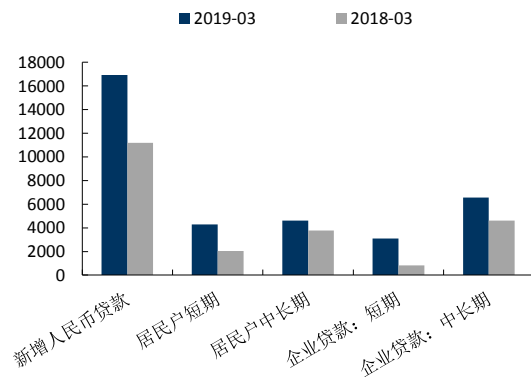
■ 3月PMI、财新PMI均大幅回升至荣枯线以上（%）



■ 一季度社融存量增速整体企稳改善（%）



■ 3月企业中长期贷款继续同比多增（亿元）



资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

■ 全年来看，政策总基调预计仍将保持宽松

- 主要逻辑：经济远未到达“反转”的阶段。其中，居民消费仍在动态下行、外需目前较为疲弱、固定资产投资增速、工业企业利润仍显弱势。
- ✓ 货币政策：降准仍有空间，关注4月集中缴税窗口，仍具降准可能性。
- ✓ 财政政策：减税政策不断落地，基建补短板仍是重要方向。
- ✓ 金融政策：金融供给侧改革大框架下，引导支持民企、小微为主要方向。

■ 量：银行业规模增速将稳中略升，中小行提升幅度更大

• **Q1数据表现：**2月银行业总资产增速较18年提升1.3pc，其中国有大行、股份行、城商行、农村金融机构增速分别提升1.3pc、1pc、1.6pc、1.8pc。

• 核心逻辑：

- 1) 监管引导加大信贷投放+信贷额度放宽：18年中，信贷额度开始放宽，支撑中小行信贷2019Q1同比高增（城商行、农商行Q2、Q3信贷投放是去年同期的2.1、2.5倍）；
- 2) 资本压力与监管约束减轻：MPA参数调整、银行密集再融资，非标处置压力减轻；
- 3) 预计流动性仍将保持宽裕，资金成本将维持维持低位运行态势。

■ 价：息差继续上升动能减弱，中小行相对受益低利率环境

• **资产端：收益率下行趋势趋缓，关注信贷结构变化**

1) 贷款综合收益率的下行趋势或将趋缓。

- ✓ 价：低利率环境不断向信贷市场传导，Q4新发放一般贷款利率已经下行至5.79%，首套房房贷利率已连续4个月下降，到3月末已降至5.56%；
- ✓ 结构：票据贴现类贷款的高增长趋势放缓，对息差的拉低作用减弱。且收益率较高的民营小微企业、个人（如消费贷、信用卡分期）等信贷投放力度加大，利于息差稳定回升。

2) 结构：贷款占比提升利好息差，关注非标投放情况

- ✓ 信贷额度放宽下贷款占生息资产比重持续提升，正面贡献息差；
- ✓ 重点关注当前非标投放、期限以及收益率情况。

• **负债端：存款成本趋势向上，中小行继续受益于低利率环境**

1) 存款：受定期化、理财分流等多方面因素影响，成本继续趋势向上；

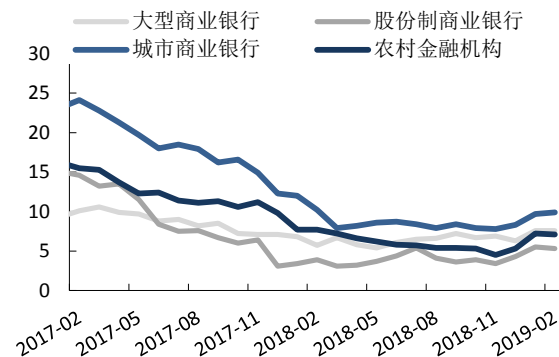
2) 同业利率低位运行：同业存单发行利率保持低位，且Wind口径跟踪的行业存量同业存单利率保持持续下行趋势；

3) 降准存在空间，可降低负债端综合成本：关注4月集中缴税窗口，简单测算每降准1pc，（若其中一半置换MLF），对息差的正向贡献+2.5bps；

• 中小行同业负债+同业存单占比相对大行更高，充分受益低利率环境。

诚信|担当|包容|共赢

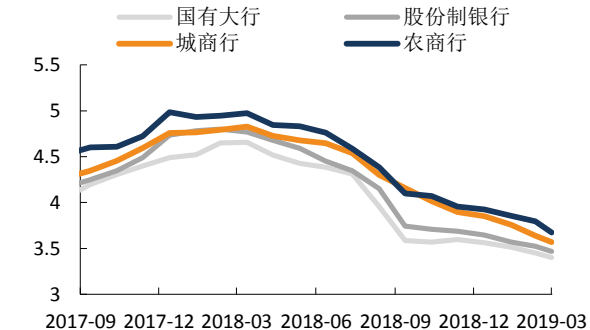
■ 各类银行总资产同比增速情况（%）



■ 18Q1-Q3各类银行信贷增长情况（%）

	信贷增量同比增速			信贷存量同比增速		
	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
国有行	-23.7%	8.4%	43.2%	2.80%	2.46%	2.33%
股份行	-14.8%	19.6%	55.4%	3.79%	4.06%	3.18%
城商行	36.7%	105.2%	145.5%	4.73%	7.44%	5.88%
农商行	32.7%	115.2%	140.1%	3.91%	5.02%	5.41%
整体	-19.0%	16.5%	53.4%	3.16%	2.83%	2.75%

■ 各类银行同业存单存量利率仍在下行（%）



资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

3、资产质量整体稳健，关注特定领域风险

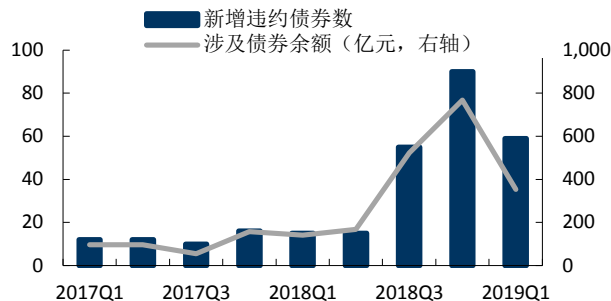
■ 数据观察:

- ✓ 资产质量指标继续改善: 18Q4行业整体不良率稳步下降4bps至1.84%，拨备覆盖率提升6bps至186.3%，上市银行逾期贷款占比整体下降，多数在2.5%以下;
- ✓ 债券违约量下降: 2019Q1新增债券违约数量为59只，涉及金额353.94亿元，分别较2018Q4减少34%、54%;
- ✓ 垫款净增减少: 金融机构各项垫款1-2月净增162亿元，较18年同期可比时间段均少增，亦表明企业部门信用风险有所缓和。

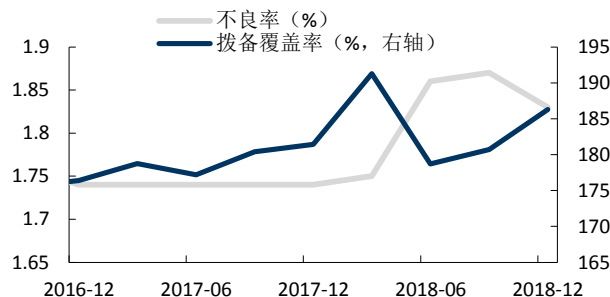
■ 预计二季度资产质量整体稳健，关注特定领域风险。

- ✓ 新增风险角度: 宏观经济环境有所改善，支撑资产质量保持稳健
 - 1) 宏观经济各前瞻性指标企稳，信用风险有所缓和;
 - 2) 中美贸易谈判进展顺利，不确定性因素有所缓解;
 - 3) 加大对地方政府债务风险化解的政策支持力度，包括地方债扩容、引导国开行参与地方政府债务等。
- ✓ 存量风险角度: 银行当前存量包袱相对较小，且各项指标仍不断改善
 - 1) 过去几年加大核销及转出力度: 老16家上市银行13年以来核销及转出不良贷款2.17万亿，占利润总额的31%，当前行业整体各项不良指标持续改善;
 - 2) 大多数银行不良偏离度降至100%以下，存量部分继续暴露压力较小。
- ✓ 关注特定领域风险:
 - 1) 信用卡不良率整体有所上升，银行间有所分化(如招行保持稳定);
 - 2) 关注小微、民企的潜在不良影响: 如某行的民企不良率超6%。

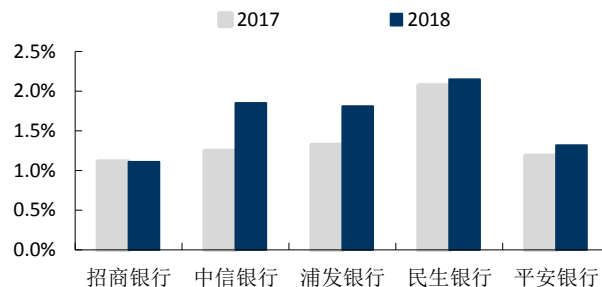
■ 19Q1债券违约情况环比好转(亿元)



■ Q4银行业不良率下降，拨备覆盖率上升(%)



■ 股份行信用卡不良率变化情况(%)



4、估值水平仍处较低水平，安全边际充足

■ 当前板块估值水平仅**0.89x**，处于历史较低水平；对应老**16家**上市银行隐含不良率**7.2%**（**Q3实际不良率仅1.55%**），安全边际较足。

		18PB	19PB	18PB跌至08年以来底部空间	最近3年				最近10年			分红情况	
					最高	平均	最低	最低点出现日期	最高	平均	最低	股息率	分红比例
A股	工商银行	0.92	0.83	11.73%	1.35	0.98	0.83	2019/1/14	3.08	1.41	0.83	4.14%	30.0%
	建设银行	0.97	0.88	21.31%	1.44	1.00	0.82	2016/5/9	3.31	1.40	0.80	3.95%	30.0%
	农业银行	0.83	0.70	8.00%	1.15	0.92	0.77	2019/1/14	1.76	1.09	0.77	4.72%	30.0%
	中国银行	0.76	0.69	11.14%	1.00	0.82	0.68	2019/1/14	2.59	1.16	0.68	4.52%	30.1%
	交通银行	0.73	0.67	13.86%	0.88	0.77	0.66	2018/8/17	3.79	1.20	0.64	4.54%	30.2%
	招商银行	1.74	1.53	93.1%	1.97	1.47	1.12	2017/1/10	4.73	1.81	0.90	2.41%	30.2%
	中信银行	0.77	0.71	19.3%	1.11	0.88	0.65	2019/1/2	3.39	1.30	0.65	4.10%	30.0%
	浦发银行	0.76	0.67	18.2%	1.33	0.99	0.64	2019/1/2	5.17	1.47	0.64	0.87%	5.4%
	民生银行	0.69	0.61	15.0%	1.19	0.89	0.60	2019/1/2	3.29	1.36	0.60	2.31%	15.4%
	兴业银行	0.90	0.81	30.0%	1.17	0.97	0.70	2019/1/2	4.38	1.48	0.70	3.39%	23.6%
	光大银行	0.76	0.69	14.2%	0.97	0.83	0.67	2019/1/2	1.72	1.00	0.67	4.34%	30.1%
	华夏银行	0.66	0.58	24.7%	1.09	0.83	0.53	2019/1/2	2.57	1.22	0.53	1.79%	9.8%
	平安银行	1.07	0.96	48.9%	1.42	0.95	0.72	2019/1/2	4.96	1.59	0.72	0.99%	10.1%
	北京银行	0.81	0.70	17.4%	1.41	1.03	0.69	2019/1/2	3.59	1.41	0.69	4.24%	30.1%
	南京银行	1.12	1.00	41.1%	1.53	1.23	0.79	2019/1/2	3.28	1.47	0.79	3.84%	30.3%
	宁波银行	1.83	1.61	90.8%	2.18	1.67	1.29	2019/1/2	5.00	1.91	0.96	1.72%	21.7%
港股	工商银行H	0.79	0.72	17.6%	1.05	0.87	0.67	2016/5/19	3.43	1.42	0.67	4.96%	30.0%
	建设银行H	0.78	0.70	17.9%	1.09	0.87	0.67	2016/5/19	3.27	1.38	0.66	5.00%	30.0%
	农业银行H	0.68	0.57	10.5%	0.96	0.79	0.65	2016/5/6	2.37	1.06	0.62	6.10%	30.0%
	中国银行H	0.61	0.56	8.8%	0.82	0.70	0.56	2019/1/2	2.38	1.04	0.56	5.70%	30.1%
	交通银行H	0.65	0.60	23.7%	0.77	0.65	0.54	2016/5/19	3.05	1.14	0.53	5.10%	30.2%
	招商银行H	1.72	1.52	114.6%	1.78	1.35	0.89	2016/5/24	4.71	1.86	0.80	2.51%	30.2%
	中信银行H	0.52	0.48	6.2%	0.73	0.61	0.49	2019/1/3	2.51	0.98	0.49	6.41%	30.0%
	民生银行H	0.54	0.48	16.6%	0.97	0.71	0.47	2018/6/27	1.94	1.04	0.47	1.84%	15.4%
光大银行H	0.58	0.53	9.7%	0.76	0.65	0.53	2019/1/3	1.15	0.72	0.53	5.59%	30.1%	

继续看好银行板块的投资价值

1) 当前板块估值水平仅**0.89x**，处于历史较低水平；

对应隐含不良率7.2%（上市银行Q3实际不良率仅1.55%），安全边际较足；

2) 3月经济数据表现超预期，经济预期边际好转，资产质量预期修复；

3) 一季报，银行业绩增长确定性较高；

贷款驱动生息资产增速稳中有升，支撑收入同比高增（尤其考虑18Q1的低基数）；

银行加大不良认定标准、拨备计提力度，短期适度压低利润增速，长期做实资产质量，利于估值中枢提升；

4) 金融供给侧改革框架下，监管鼓励银行支持民营、小微企业，未来或持续出台针对中小银行的利好政策。

个股关注3条主线：

1、估值低+性价比较高，基本面边际改善品种：兴业银行、南京银行。

2、强者恒强，小微、零售业务突出，盈利能力+风控过硬的银行：招商银行、宁波银行，常熟银行。

3、经济预期企稳，关注大行的补涨机会。

1. 宏观经济下滑，资产质量加速恶化；
2. 利率市场化、金融业对外开放进程加快等政策性影响带来的波动；
3. 投资风格转向。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

诚信|担当|包容|共赢