

**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

## 经济转暖初现, 积极关注行业估值修复

**——银行行业月报**

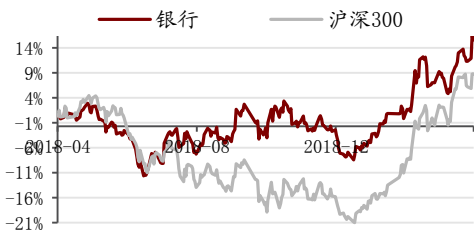
### 证券研究报告-行业月报

**同步大市 (维持)**

发布日期: 2019年04月18日

**银行**

公司简称	18BVPS	19BVPS	19PB	评级
工商银行	6.29	7.02	0.86	增持
建设银行	7.59	8.31	0.93	增持
招商银行	20.07	22.44	1.60	增持
中信银行	8.21	8.86	0.75	增持
光大银行	5.55	6.03	0.73	增持
上海银行	12.94	13.66	0.93	增持
南京银行	8.01	8.64	1.06	增持
宁波银行	12.68	13.49	1.71	增持

**银行相对沪深300指数表现**

**相关报告**

- 《银行行业月报: 基本面稳健, 积极关注行业估值修复》 2019-03-13
- 《银行行业月报: 宽信用政策效果渐显, 关注估值底附近的确定性机会》 2019-02-18
- 《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

**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:**

- **行业指数表现同步沪深300指数, 个股普涨。**由于3月金融经济数据出现转暖迹象, 近期银行估值相应有所修复。3月13日至4月16日, 沪深300指数上涨8.80%, 银行指数上涨8.72%。在行业横向比较中, 银行表现较前两个月明显改善。在29个行业指数中, 银行指数位居第10位。基本面较好的股份行、城商行与国有行涨幅较大, 农商行表现相对落后。推荐组合中, 宁行、招行、建行、上海银行表现较好。
- **宏观经济转暖初现, 银行资产质量压力可控。**19Q1GDP增速为6.4%, 略好于预期。从单月数据看, PMI、PPI、出口、投资与消费数据均环比改善, 经济企稳转暖信号初现。经济数据的转暖将缓解前期经济下行对银行资产质量的压力。后续宏观经济是否持续转暖还需一定时间观察, 在经济持续转暖确认前, 银行资产质量的担忧仍然存在。尽管如此, 我们认为存在三方面积极因素支撑银行资产质量保持稳定, 预计19年银行资产质量总体仍能保持稳定, 部分银行的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。
- **社融与M2明显改善, 规模因素对收入的相对驱动力将增强。**3月社融数据与金融数据再次大幅超预期。认为19年信用格局较18年明显改善的趋势不变, 银行资产负债表扩张较18年改善趋势不变。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, 银行规模增速将随之改善。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。
- **上市银行18年资产质量好于市场预期。**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(股份行与城商行)或稳中略降(国有行), 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。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。从前瞻性指标看, 上市银行整体逾期与关注类贷款占比较18H1末下降, 大部分银行逾期与关注类贷款余额也较18H1末下降。
- **投资建议。**在行业稳健基本面支撑下, 结合近期经济金融层面的积极信号, 认为市场对银行基本面的悲观预期或开始逐步修正。当前银行板块估值具有较大优势, 后续银行板块估值向上修复的可能性较大。维持行业“同步大市”投资评级, 建议重点关注工商银行、建设银行、招商银行、中信银行、光大银行、上海银行、宁波银行与南京银行。
- **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.....	4
2. 经济数据跟踪.....	5
3. 金融数据跟踪.....	8
4. 资金利率跟踪.....	11
5. 监管跟踪.....	12
6. 公司跟踪.....	13
6.1. 18 年业绩跟踪.....	13
6.2. 上市银行加快资本补充步伐.....	15
7. 投资建议.....	17
8. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1: 19 年 3 月 13 日-19 年 4 月 16 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅 (%) 走势图 ...	4
图 2: 各行业指数 (中信) 3 月 13 日-4 月 16 日区间涨跌幅 (%) .....	4
图 3: 上市银行 3 月 13 日-4 月 16 日区间涨跌幅 (%) .....	5
图 4: 3 月 CPI 与 PPI 同比增速改善 .....	5
图 5: 3 月 PMI 改善.....	5
图 6: 单季度 GDP 同比增速.....	6
图 7: 进出口同比增速 .....	6
图 8: 固定资产投资完成额同比增速.....	6
图 9: 社会消费品零售总额同比增速.....	6
图 10: 上市银行不良率与 GDP 增速.....	7
图 11: 上市银行不良率与 GDP 增速环比变动 .....	7
图 12: 上市银行不良偏离度明显下降.....	7
图 13: 上市银行拨备覆盖率具有较高的安全边际 .....	8
图 14: 3 月 M1 与 M2 同比增速反弹 .....	9
图 15: 2017-19 年各月社会融资规模及同比增速.....	9
图 16: 2017-19 各月新增人民币贷款及同比增速.....	9
图 17: 2017-19 年各月新增委托贷款及同比增速.....	10
图 18: 2017-19 年各月新增信托贷款及同比增速.....	10
图 19: 2017-2019 各月新增未贴现银承及同比增速.....	10
图 20: 2017-2019 各月新增债券融资及同比增速 .....	10
图 21: 2017-2019 各月新增股票融资及同比增速 .....	10
图 22: 2017-2019 各月地方政府专项债券及同比增速.....	10
图 23: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%) .....	12
图 24: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%) .....	12
图 25: 2017-19 年同业存单发行利率 (%) .....	12
图 26: 2017-19 年质押式回购利率(%).....	12
图 27: 银行与沪深 300 指数的相对估值 (PB) .....	18
图 28: 子版块相对银行指数的估值 (PB) .....	18
图 29: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM).....	18
图 30: 银行与沪深 300 指数 PB(LF).....	18

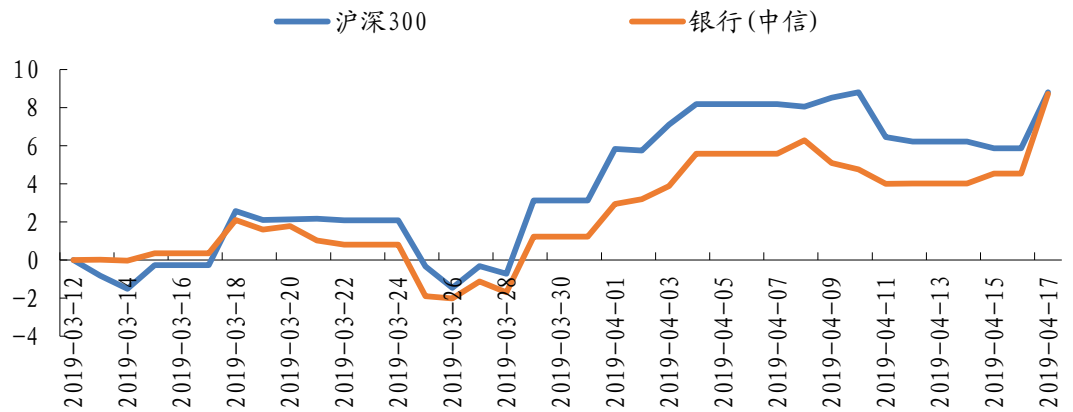
表 1: 银行资产增速测算.....	11
表 2: 国有银行 18 年主要业绩指标.....	14
表 3: 股份制银行 18 年主要业绩指标.....	14
表 4: 城商行 18 年主要业绩指标.....	14
表 5: 农商行 18 年主要业绩指标.....	15
表 6: 上市银行总资产、净资产规模 (亿元) 与各级资本充足率 (%) .....	15
表 7: 各上市银行其他一级资本工具与可转债发行情况 .....	16
表 8: 重点公司估值表 .....	18

## 1. 行情跟踪

2019年3月13日至4月16日，沪深300指数上涨8.80%，银行指数上涨8.72%。4月16日前，银行指数表现略落后于沪深300指数。4月16日，银行股放量大涨，表现明显好于沪深300指数。在行业横向比较中，银行表现较前两个月明显改善。在29个行业指数中，银行指数位居第10位。

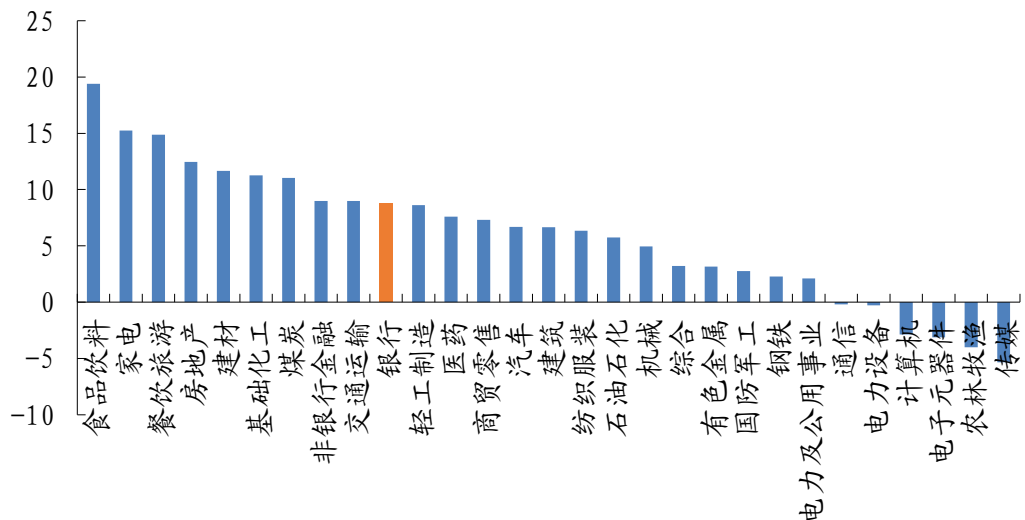
19年1月，银行业绩快报陆续发布，收入端与资产质量均好于市场预期，银行指数明显反弹，估值有所修复。春节后，股市转暖，银行跟随大盘上涨明显。在行业横向比较中，银行股在19年前两个月的表现相对靠后。由于3月金融经济数据转暖，近期银行估值有所修复，表现在行业横向比较中靠前。

图1：19年3月13日-19年4月16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

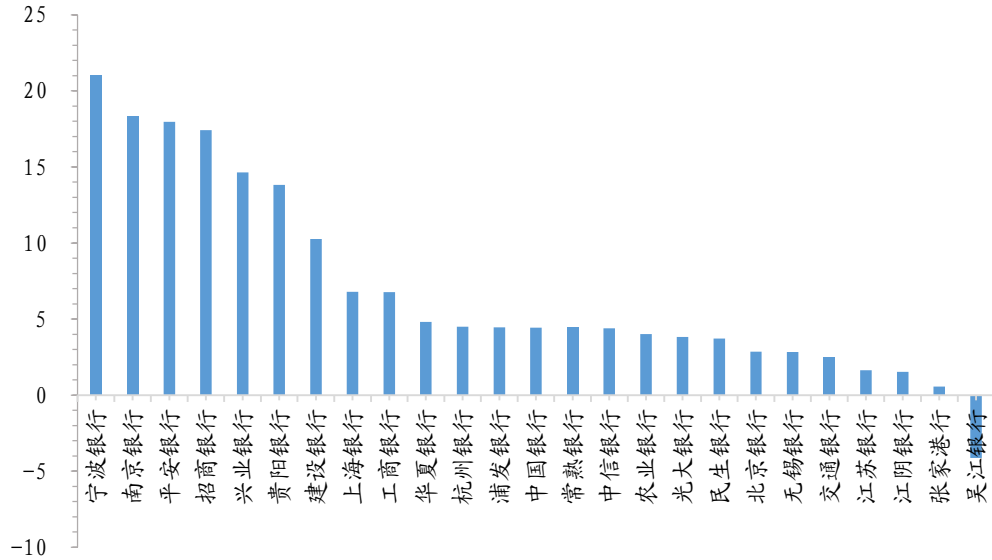
图2：各行业指数（中信）3月13日-4月16日区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind, 中原证券

3月13日-4月16日，A股银行实现普涨。其中，基本面良好的股份行、城商行与国有行涨幅较大，农商行表现相对落后。具体而言，宁波银行涨幅超过20%，南京银行、平安银行、招商银行涨幅超过15%，兴业银行、贵阳银行、建设银行涨幅超过10%。推荐组合中，宁波银行、招商银行、建设银行、上海银行表现相对较好。

图3：上市银行3月13日-4月16日区间涨跌幅（%）

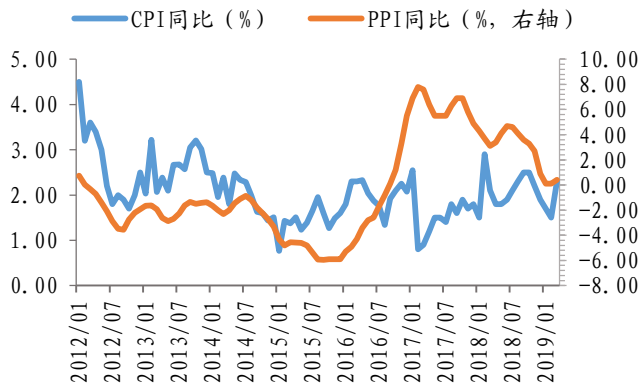


资料来源：Wind, 中原证券

## 2. 经济数据跟踪

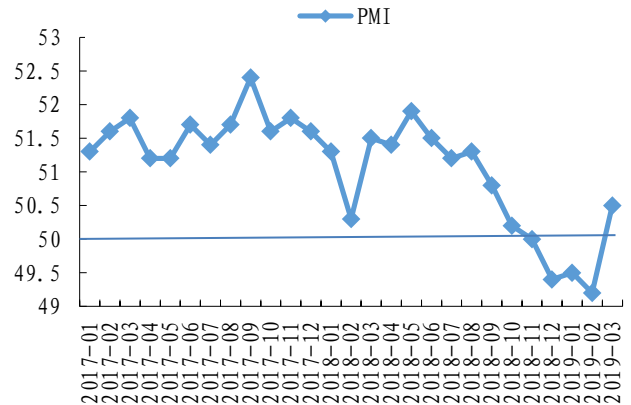
19Q1GDP 增速为 6.4%，基本符合预期。从单月数据看，PMI、PPI、出口、投资与消费数据均环比改善，经济企稳转暖信号初现。3月 PMI 环比上行 1.3 至 50.5，时隔 3 月再次站上荣枯线；3月 PPI 同比涨幅为 0.4%，环比提升 0.3 个百分点；CPI 同比涨幅环比提升 0.8 个百分点至 2.3%。3月出口增长超预期，投资增速与社会消费品零售总额增速环比改善。

图4：3月CPI与PPI同比增速改善



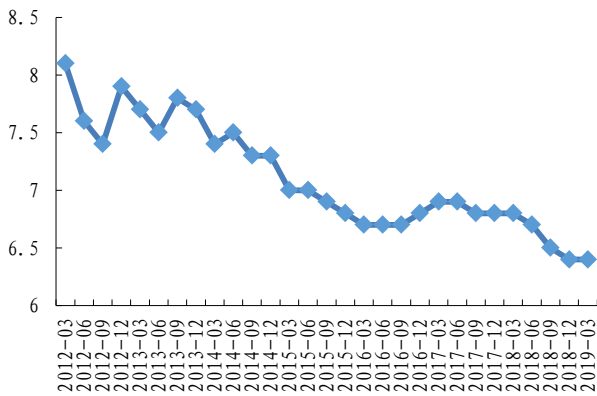
资料来源：Wind, 中原证券

图5：3月PMI改善



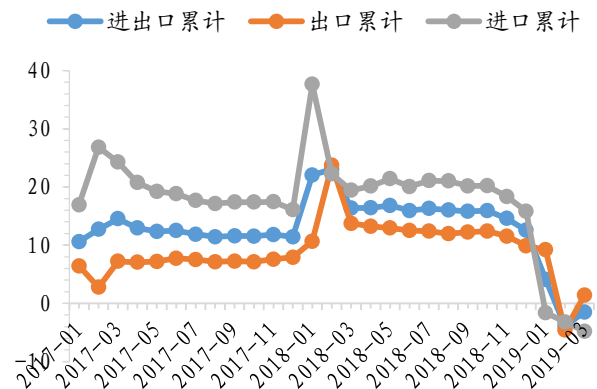
资料来源：Wind, 中原证券

图 6: 单季度 GDP 同比增速



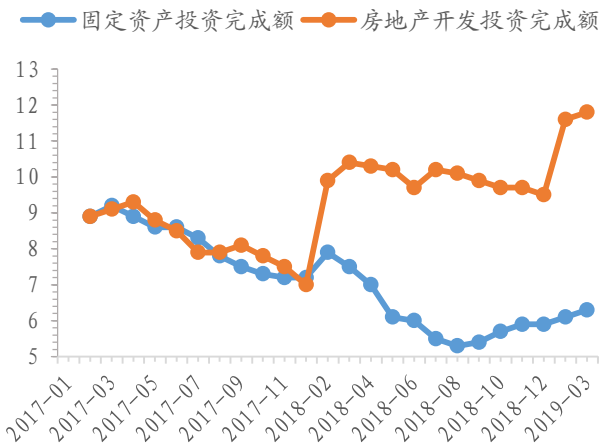
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 进出口同比增速



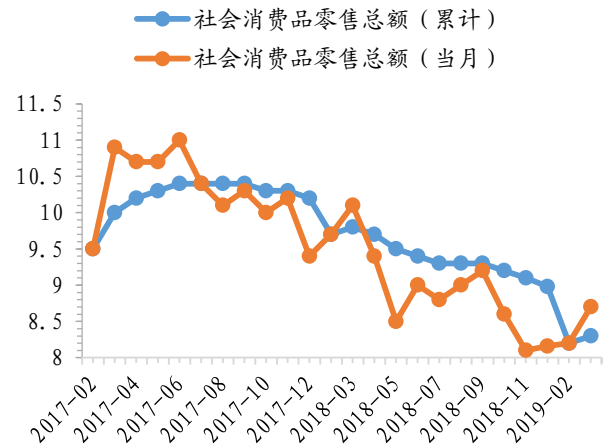
资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 固定资产投资完成额同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 社会消费品零售总额同比增速

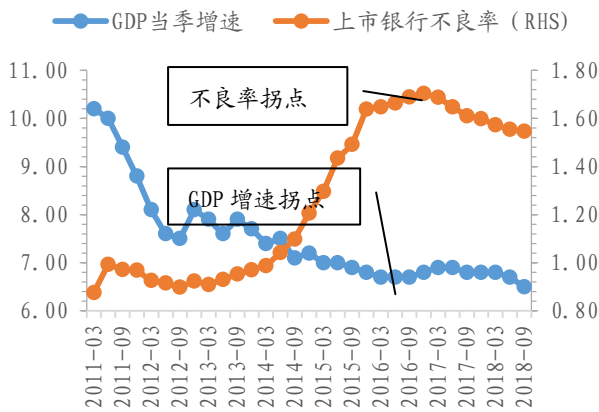


资料来源: Wind, 中原证券

经济数据的转暖将缓解前期经济下行对银行资产质量的压力。后续宏观经济是否持续转暖还需一定时间的观察,在经济持续转暖确认前,银行资产质量的担忧仍然存在。尽管如此,我们认为存在三方面积极因素支撑银行资产质量保持稳定,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。

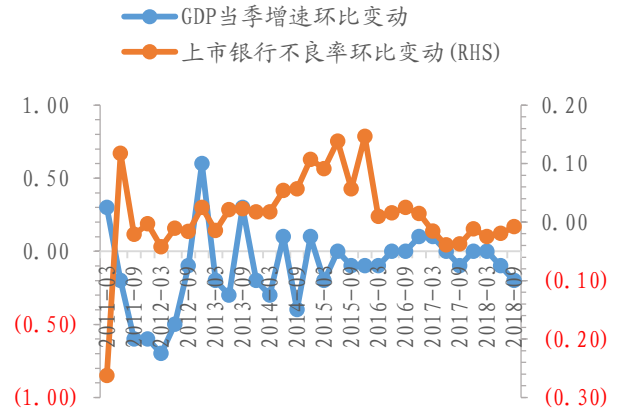
一是经济增速预计不会出现持续下滑,19 年经济增速下行幅度可控。银行不良率与经济增速有较强的负相关,但不良率的拐点约滞后 GDP 拐点三个季度左右,预计 18 年末,上市银行不良率走势可能由环比改善进入平台期。在上市银行不良率明显上升阶段(2013-2015 年),GDP 增速持续下滑,单季度 GDP 增速环比下降的幅度普遍在 0.2-0.4 个百分点左右。不良率进入平台期后是否会继续上升还要看经济增速是否会持续下滑。根据万得一致预期,19 年 GDP 增速约为 6.3%,其中 19 年下半年经济增速较 19 年上半年略有回升,全年经济增速较 18 年下滑幅度有限。由于 19 年经济增速持续下滑可能性不大,认为,上市银行不良率再度持续上行的可能性不大。

图 10: 上市银行不良率与 GDP 增速



资料来源: Wind, 中原证券

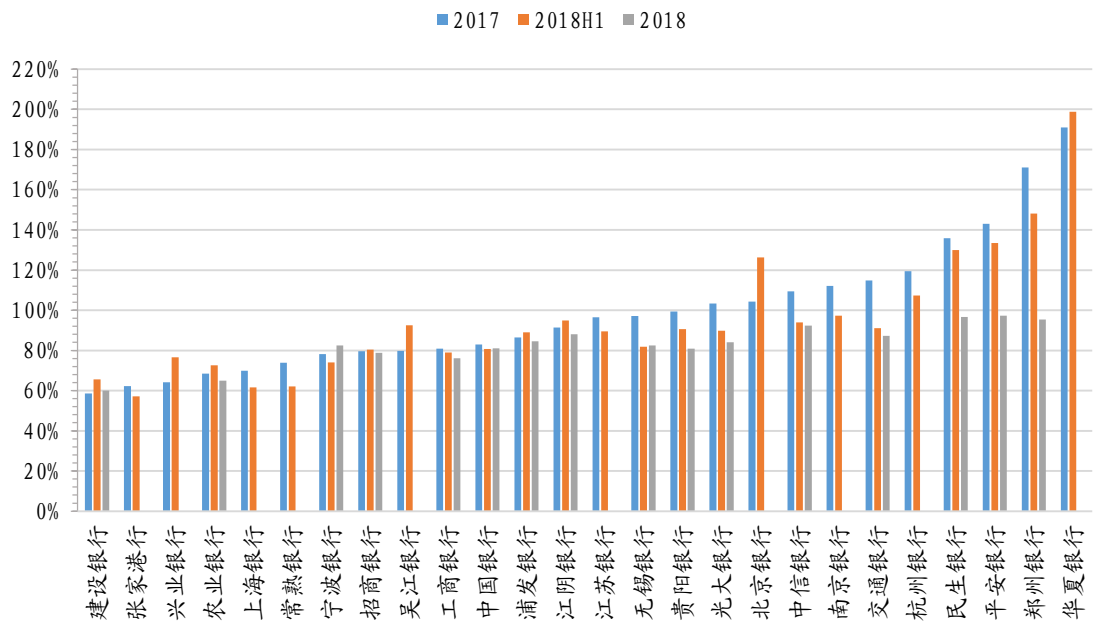
图 11: 上市银行不良率与 GDP 增速环比变动



资料来源: Wind, 中原证券

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力度边际减弱, 不良认定趋严对不良生成的压力逐步减轻。据统计, 已发布 2018 年度报告的上市银行已将所有逾期 90 天以上逾期贷款全部纳入不良贷款, 我们预计所有上市银行已于 2018 年底将所有逾期 90 天以上不良贷款纳入逾期贷款。

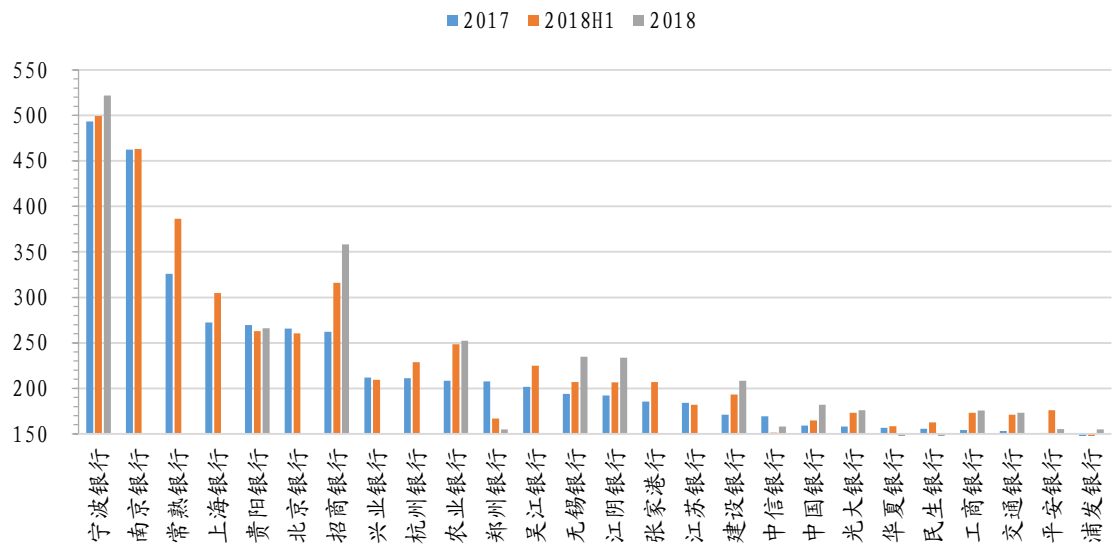
图 12: 上市银行不良偏离度明显下降



资料来源: Wind, 中原证券

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。2018 年, 上市银行核销贷款净额同比增长 33%, 整体核销力度较大, 较大的核销力度让银行资产质量在 18 年顶住压力继续保持稳中改善。我们测算在监管新规的要求下, 上市银行整体的拨备覆盖率要求为 135%, 目前上市银行整体拨备覆盖率接近 200%, 具有较高的安全边际。预计 19 年银行仍能保持对不良贷款的较大核销力度。

图 13: 上市银行拨备覆盖率具有较高的安全边际



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, 社融数据大幅超预期。2 月社融与金融数据总量低于预期, 但由于结构方面的积极变化仍然存在, 且 2 月金融数据受季节性因素影响较大, 2 月单月数据不足以逆转信用环境改善的趋势。3 月社融数据与金融数据再次大幅超预期。认为 19 年信用格局较 18 年明显改善的趋势不变, 银行资产负债表扩张较 18 年改善趋势不变。

19 年一季度社会融资规模增量累计为 8.18 万亿元, 比上年同期多 2.34 万亿元。其中, 对实体经济发放的人民币贷款增加 6.29 万亿元, 同比多增 1.44 万亿元; 对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 241 亿元, 同比少增 251 亿元; 委托贷款减少 2278 亿元, 同比少减 1031 亿元; 信托贷款增加 836 亿元, 同比多增 109 亿元; 未贴现的银行承兑汇票增加 2049 亿元, 同比多增 829 亿元; 企业债券净融资 9071 亿元, 同比多 3801 亿元; 地方政府专项债券净融资 5391 亿元, 同比多 4622 亿元; 非金融企业境内股票融资 531 亿元, 同比少 752 亿元。3 月份社会融资规模增量为 2.86 万亿元, 比上年同期多 1.28 万亿元。

从结构看, 一季度对实体经济发放的人民币贷款占同期社会融资规模的 76.9%, 同比低 6.1 个百分点; 对实体经济发放的外币贷款占比 0.3%, 同比低 0.5 个百分点; 委托贷款占比 -2.8%, 同比高 2.9 个百分点; 信托贷款占比 1%, 同比低 0.2 个百分点; 未贴现的银行承兑汇票占比 2.5%, 同比高 0.4 个百分点; 企业债券占比 11.1%, 同比高 2.1 个百分点; 地方政府专项债券占比 6.6%, 同比高 5.3 个百分点; 非金融企业境内股票融资占比 0.6%, 同比低 1.5 个百分点。

3 月末, 广义货币(M2)余额 188.94 万亿元, 同比增长 8.6%, 增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 0.4 个百分点; 狭义货币(M1)余额 54.76 万亿元, 同比增长 4.6%, 增速比上月末高 2.6 个百分点, 比上年同期低 2.5 个百分点; 流通中货币(M0)余额 7.49 万亿元, 同比增长 3.1%。

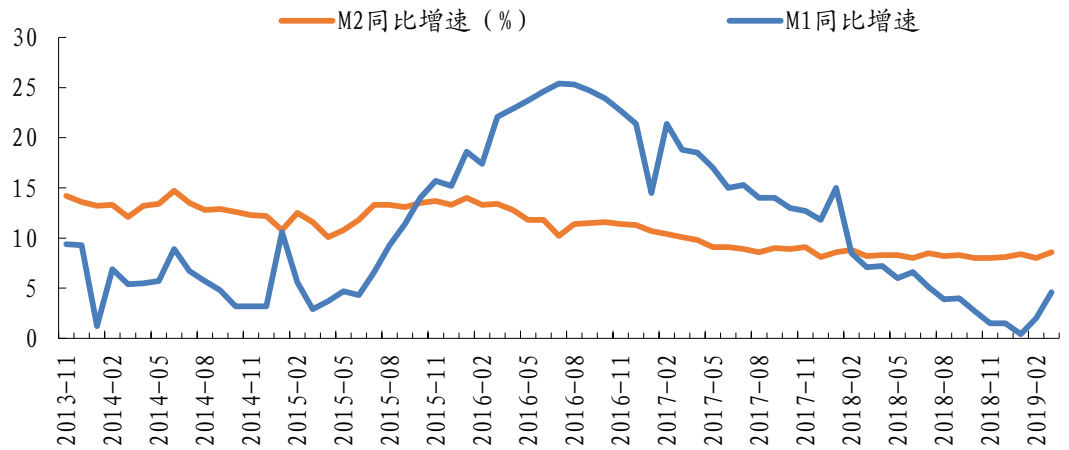


一季度净投放现金 1733 亿元。

预计 19 年信用环境较 18 年会明显改善。一方面，基础设施建设、支持中小企业与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。另一方面，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。

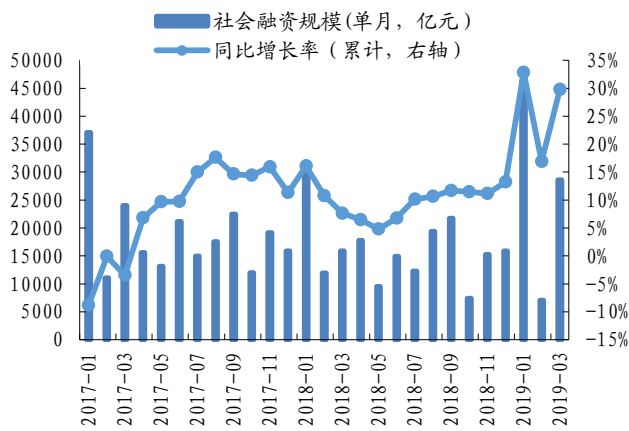
值得注意的是，3 月社融数据相对滞后的中长期贷款数据明显改善，有利于夯实全年信用改善基础。

图 14: 3 月 M1 与 M2 同比增速反弹



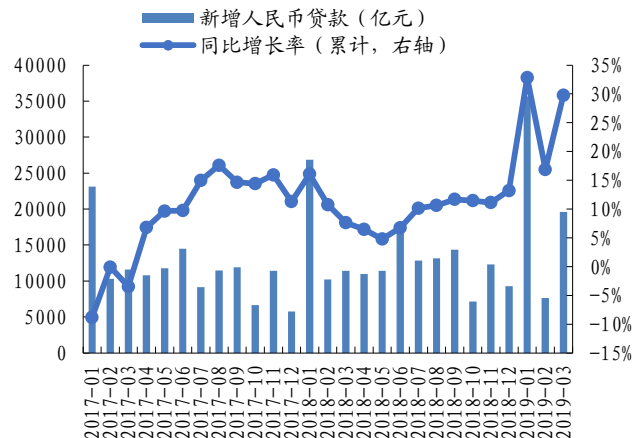
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 2017-19 年各月社会融资规模及同比增速



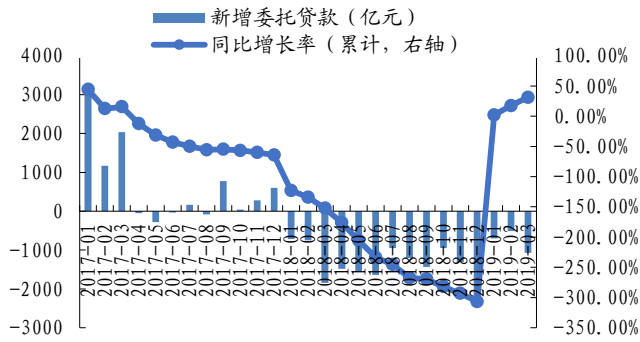
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 2017-19 各月新增人民币贷款及同比增速



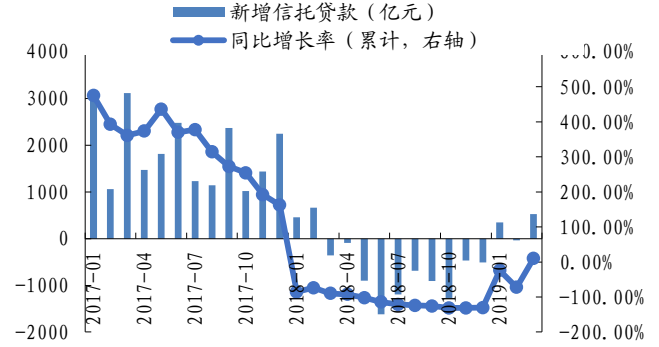
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 2017-19 年各月新增委托贷款及同比增速



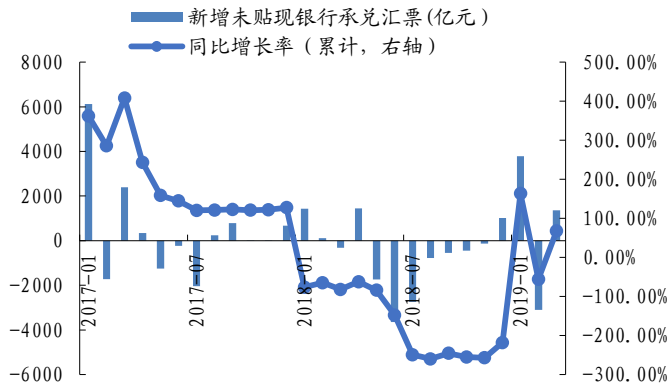
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 2017-19 年各月新增信托贷款及同比增速



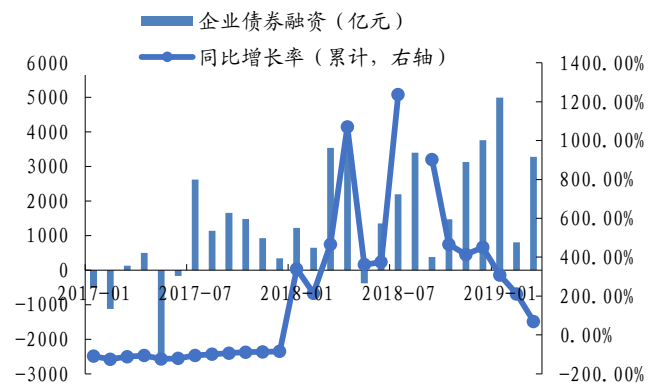
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 2017-2019 各月新增未贴现银承及同比增速



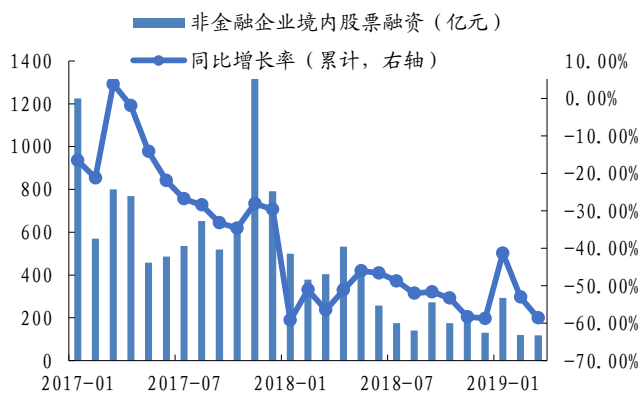
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 2017-2019 各月新增债券融资及同比增速



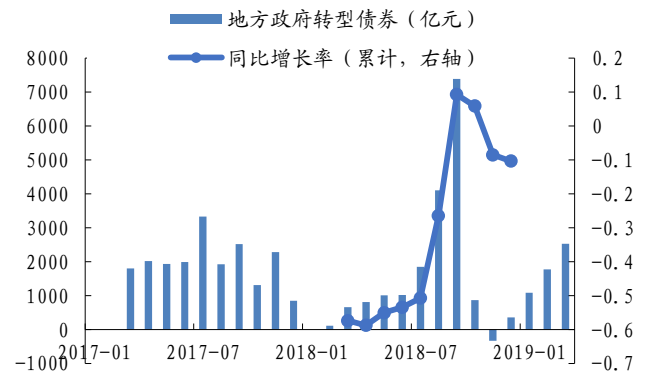
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 2017-2019 各月新增股票融资及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 2017-2019 各月地方政府专项债券及同比增速



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,银行规模增速将随之改善。认为 19 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。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

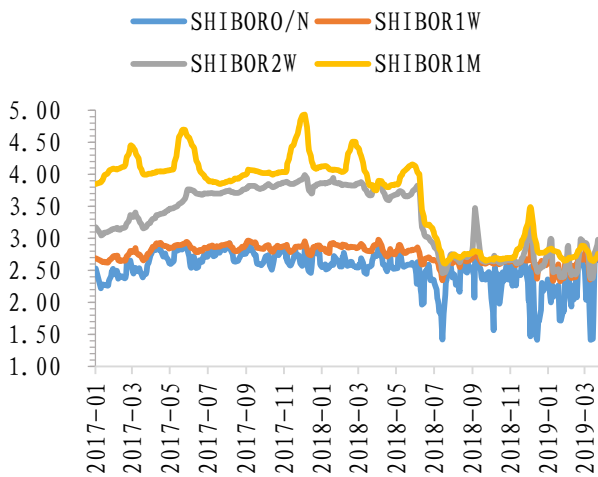
#### 4. 资金利率跟踪

4 月市场利率在低位保持稳定。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。

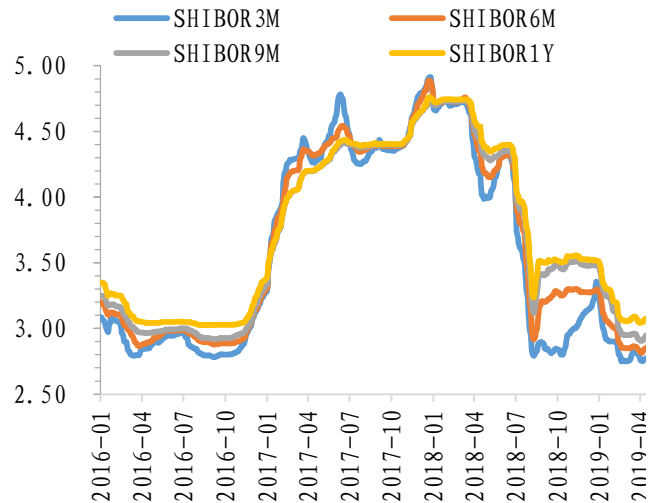
对股份行和城商行而言,虽然资产端收益率与国有行和农商行面临相似的情形,但负债端成本率受益于市场利率下降的幅度较大。因此,认为股份行与城商行净息差仍有进一步改善的空间。考虑到股份行与城商行 17 年及 18H1 净息差基数较低,预计股份行与城商行 18 年及 19 年上半年净息差增速相对 19Q1 与 19Q1-3 时更高。

图 23: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)



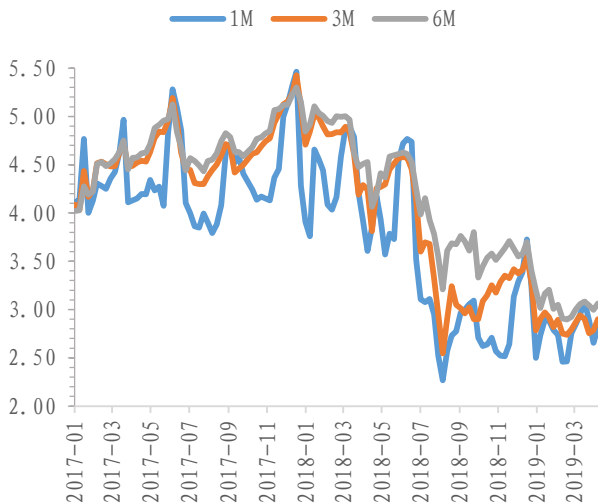
资料来源: Wind,中原证券

图 24: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)



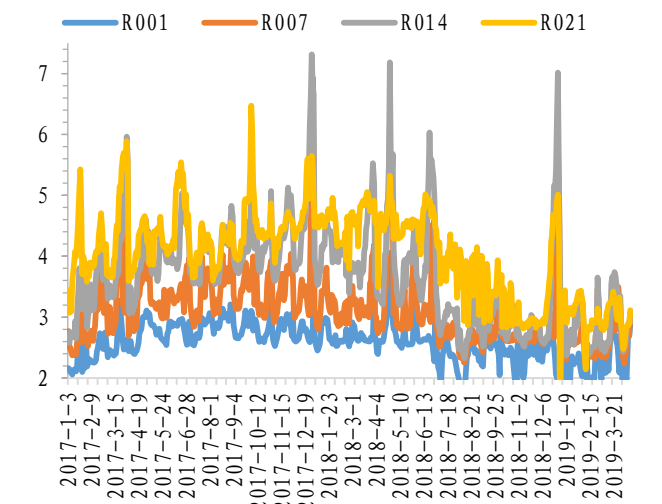
资料来源: Wind,中原证券

图 25: 2017-19 年同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind,中原证券

图 26: 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. 监管跟踪

中国人民银行货币政策委员会 2019 年第一季度例会 4 月 12 日在北京召开。会议分析了国内外经济金融形势。会议认为,当前我国经济呈现健康发展,经济增长保持韧性,增长动力加快转换。人民币汇率总体稳定,金融市场预期改善,应对外部冲击的能力增强。稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求,宏观杠杆率趋于稳定,金融风险防控成效显著,金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化,但仍存在一些深层次

问题和突出矛盾，国际经济金融形势错综复杂，不确定性仍然较多。

会议指出，要继续密切关注国际国内经济金融形势的边际变化，增强忧患意识，保持战略定力，坚持逆周期调节，进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调，适时预调微调，注重在稳增长的基础上防风险。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，稳妥推进利率等关键领域改革，进一步疏通货币政策传导渠道。按照深化金融供给侧结构性改革的要求，以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和信贷结构，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。综合施策提升金融服务实体经济的质效，改进小微企业和“三农”金融服务，推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环。进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。

## 6. 公司跟踪

### 6.1. 18 年业绩跟踪

全部国有行、股份制银行、大部分城商行与全部农商行发布 18 年年度报告或业绩快报。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（股份行与城商行）或稳中略降（国有行），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。

预计股份行与城商行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，理财、托管与投行业务收入降幅收窄。国有行收入端增速下降的主要原因是息差金融平台期，同比改善幅度减弱。

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，大部分银行前瞻性指标明显改善。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。上市银行中，国有行不良率继续保持了稳中改善的态势，部分中

小银行不良率有所反弹。从前瞻性指标看，上市银行整体逾期贷款占比与关注类贷款占比较 18 年上半年末下降，大部分银行逾期贷款与关注类贷款余额也较 18 年上半年末下降。

表 2: 国有银行 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
工商银行	4.05%	6.99%	7.71%	6.51%	3.98%	4.87%	5.10%	4.06%	1.54%	1.54%	1.53%	1.52%
建设银行	7.27%	6.09%	5.94%	5.99%	5.43%	6.28%	6.39%	5.11%	1.49%	1.48%	1.47%	1.46%
中国银行	-2.54%	1.29%	3.32%	4.31%	5.04%	5.21%	5.34%	4.45%	1.43%	1.43%	1.43%	1.42%
农业银行	5.04%	10.60%	12.01%	11.46%	5.43%	6.63%	7.25%	5.09%	1.68%	1.62%	1.60%	1.59%
交通银行	-10.54%	-1.76%	5.42%	8.49%	3.97%	4.61%	5.30%	4.85%	1.50%	1.49%	1.49%	1.49%

资料来源：公司公告，中原证券

表 3: 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%
华夏银行	-2.61%	-1.44%	1.07%	8.80%	1.11%	2.02%	2.01%	5.22%	1.76%	1.77%	1.77%	1.85%

资料来源：公司公告，中原证券

表 4: 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
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%
南京银行	7.53%	8.62%	8.75%	10.32%	17.61%	17.11%	15.35%	14.50%	0.86%	0.86%	0.89%	0.89%
宁波银行	2.30%	9.79%	14.12%	14.28%	19.61%	19.64%	21.12%	19.84%	0.81%	0.80%	0.80%	0.78%
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%
长沙银行	13.74%	9.24%	13.71%	14.95%	14.90%	10.21%	9.78%	13.94%			1.31%	1.29%
成都银行	23.53%	31.89%	28.59%	19.31%	20.45%	28.49%	20.85%	18.93%		1.61%	1.56%	1.54%
贵阳银行	11.72%	6.36%	1.66%	1.38%	19.95%	19.79%	17.14%	13.42%	1.51%	1.39%	1.46%	1.35%
郑州银行	4.81%	6.17%	10.75%	8.82%	9.83%	4.19%	2.51%	-29.10%		1.88%	1.88%	2.47%
青岛银行		10.45%		32.04%		3.58%		6.48%		1.69%		1.68%

资料来源：公司公告，中原证券

**表 5: 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%
常熟银行	12.50%	16.30%	18.27%	16.15%	16.76%	24.55%	25.32%	18.12%	1.08	1.01%	1.00%	0.97%
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%
紫金银行	6.21%	11.10%	13.17%	16.59%	7.33%	6.24%	12.31%	10.51%		1.74%		1.69%

资料来源: 公司公告, 中原证券

## 6.2. 上市银行加快资本补充步伐

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。

**表 6: 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

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 7: 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
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
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
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

与国有银行和农商行相比，股份制银行与城商行现阶段的一级资本充足率安全边际更低，一级资本补充需求更为迫切。对于股份行，在中性假设下（即每年的归母净利润增速为 8%，总资产增速均为 6%），预计三年后股份制银行只依靠内生增长的核心一级本充足率约为 7.7%，若期间发行可转债或普通股，则核心一级资本充足率将在 7.7% 之上。

由于未来三年国内系统重要性银行名单确定的可能性较大，这会抬升股份制银行核心一级资本充足率的监管要求，同时由于股份制银行核心一级资本安全边际较小，预计未来核心一级资本充足率下降的空间较小，股份制银行通过发行可转债或普通股补充核心一级资本的进度或加快。对于城商行，在中性假设下（即每年的归母净利润增速为 13%，总资产增速均为 9%），预计三年后城商行只依靠内生增长的核心一级本充足率约为 6.6%，不能满足 7.5% 的监管要求。鉴于城商行核心一级资本安全边际相对其他类型银行较低，未来核心一级资本充足率下降的空间较小，预计未来城商行通过发行可转债或普通股补充核心一级资本的进度将加快。

19 年以来，多家上市股份行与城商行非公开发行普通股票或公开发行可转换公司债券获得证监会通过。其中，平安银行、中信银行、江苏银行分别成功发行 260 亿、400 亿、200 亿元可转债，全部完成转股后将提高该行核心一级资本充足率 1 个百分点以上，华夏银行成功非公开发行 292 亿元普通股，将提高该行资本充足率 1.9 个百分点。兴业银行成功发行 300 亿元优先股，将提高该行一级资本充足率 0.7 个百分点。预计江苏银行、浦发银行与交通银行可转债也将于年内陆续发行。

## 7. 投资建议

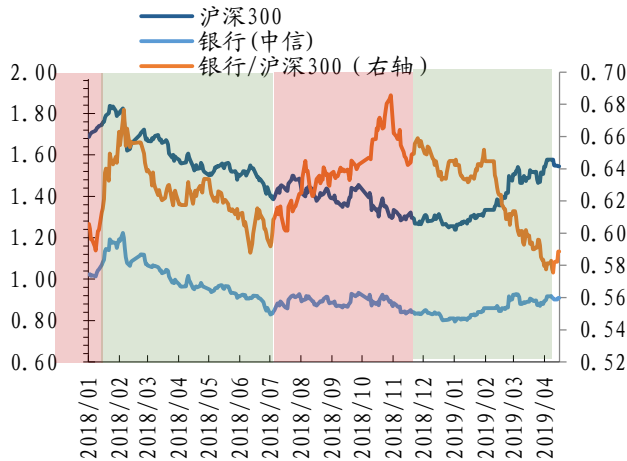
从银保监会最新公布的数据看，在认定趋严的情况下，18Q4 末银行业不良率为 1.83%，环比下降 0.04 个百分点，好于市场预期，各银行年报数据也印证了银保监会的数据。在行业稳健基本面支撑下，结合近期出现的一系列积极信号，市场对银行基本面的悲观预期或开始逐步修正，银行板块估值向上修复的可能性较大。

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。从估值上看，目前股份制银行与城商行的估值相对优势明显。以上，仍然看好股份行与城商行在上半年相对银行板块的表现。

截至 4 月 16 日，银行板块与沪深 300 指数 PB (LF) 分别为 0.95 与 1.60 倍，银行板块估

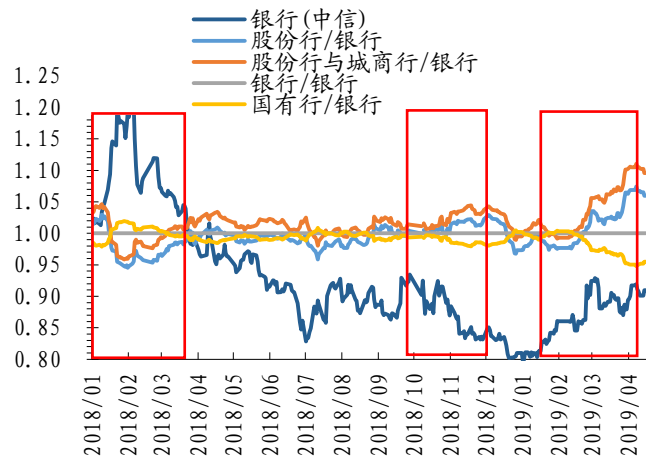
值相对沪深 300 合理偏低，维持行业“同步大市”投资评级。建议从三个方向精选个股。方向一：关注息差改善预期大、盈利端改善、不良压力逐步减轻的股份制银行，推荐光大银行与中信银行。方向二：关注盈利稳定、资产质量较好、拨备水平较高的稳定大行。该类银行业绩发挥稳定，推荐建设银行、工商银行与招商银行。方向三：关注业绩突出、资产质量优异、成长性较好的地方性银行，推荐上海银行、南京银行与宁波银行。

图 27: 银行与沪深 300 指数的相对估值 (PB)



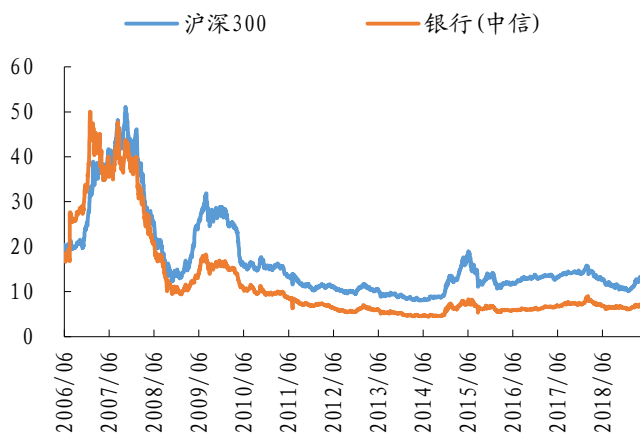
资料来源: Wind, 中原证券

图 28: 子版块相对银行指数的估值 (PB)



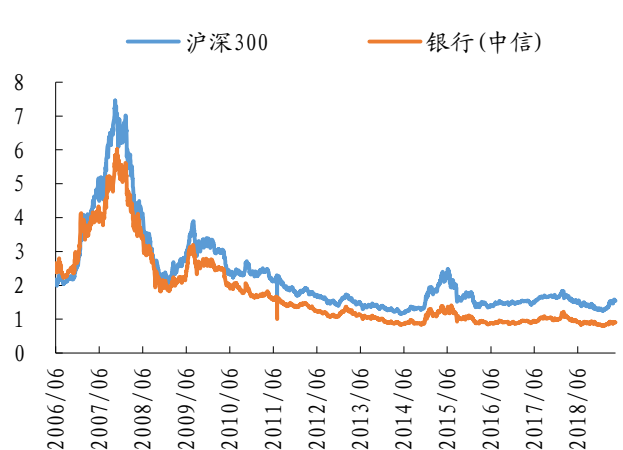
资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 银行与沪深 300 指数 PE(TTM)



资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 银行与沪深 300 指数 PB(LF)



资料来源: Wind, 中原证券

表 8: 重点公司估值表

银行简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E

工商银行	6.01	0.84	89	0.93	7.15	0.07	6.46	6.29	7.02	7.64	0.96	0.86	0.79
建设银行	7.76	1.02	1.08	1.16	7.61	7.19	6.69	7.59	8.31	9.08	1.02	0.93	0.85
招商银行	35.83	3.19	3.63	4.13	11.23	9.87	8.68	20.07	22.44	25.13	1.79	1.60	1.43
中信银行	6.63	0.91	0.98	1.06	7.29	6.77	6.25	8.21	8.86	9.56	0.81	0.75	0.69
光大银行	4.38	0.64	0.7	0.77	6.84	6.26	5.69	5.55	6.03	6.55	0.79	0.73	0.67
上海银行	12.77	1.96	1.89	2.21	6.52	6.76	5.78	12.94	13.66	15.1	0.99	0.93	0.85
南京银行	9.16	1.26	1.60	1.88	7.27	5.73	4.87	8.01	8.64	9.76	1.14	1.06	0.94
宁波银行	23.11	2.15	2.21	2.65	10.75	10.46	8.72	12.68	13.49	15.47	1.82	1.71	1.49

资料来源：Wind，中原证券。注：收盘价为 2019 年 4 月 17 日收盘价。

## 8. 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。