

行业研究/深度研究

2019年05月04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

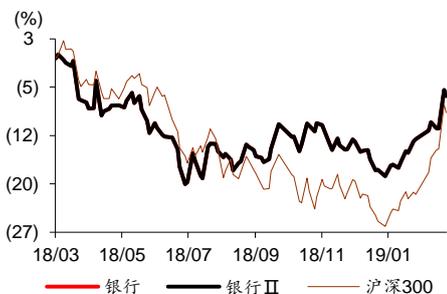
相关研究

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

银行业绩之春, 资金暖风仲夏

上市银行 2019 年一季报综述

一季度业绩开门红, 精选量升价稳质优标的

上市银行一季报业绩呈现向好态势, 1Q19 归母净利润同比增长 6.22%, 增速较 2018 年提升 0.61pct。板块内部正面临分化, 大行资产扩张、非息收入回暖带动盈利微升; 中小行量价齐升, 盈利加速释放。我们认为 2019 年中小行业绩有望继续亮眼。当前正是大资金流入的关键时点, 科创板启动, MSCI5 月正式提高权重引入外资, 理财、保险加大入市等。银行基本面向好, 作为高股息、高权重、高流动性优质蓝筹有望更受资金青睐, 推动估值修复回升。个股推荐成都银行、交通银行、平安银行、招商银行。

量: 量增趋势明朗, 上半年或集中投放

“量”增趋势逐渐明朗。2018 年下半年以来监管多措并举, 包括多次降准和调整普惠金融考核口径、创新货币政策工具、支持银行多渠道补充资本等, 引导银行加强信贷供给。2019 年以来社融数据回暖, 银行信贷扩张带动资产增速加快, 宽信用持续深入。银行一般上半年信贷集中投放, 我们预计银行业上半年信贷与资产增速可大体保持平稳, 下半年或有一定调整。

价: 大型银行息差承压, 中小银行表现亮眼

“价”上显著分化。大型银行息差总体下行, 生息资产收益企稳、计息负债成本抬升, 我们认为主要是存款竞争激烈使得大型银行核心优势受损。中小型银行息差表现亮眼, 一方面生息资产收益率企稳, 具核心资产优势银行提升, 另一方面计息负债成本继续下行, 中小行同业负债占比较高, 市场化负债成本低位的贡献继续。

非息: 中收有所回暖, 理财有望加大贡献

非息收入显著回暖。大型银行客群基础扎实, 业务结构均衡, 中间业务收入增长可持续性较强。另外大型银行理财子公司均于 2019 年初获银保监会批准, 上半年有可能开业, 理财相关收入或快于其他类型银行回暖。中小型银行表现不一, 部分股份行继续发力信用卡业务, 带动中收增速提升, 而其他银行如南京、江苏则受益于债券投资的阶段性收益机会。各类型银行资产质量均有改善, 不良贷款比率下降, 拨备覆盖率高位提升。针对逾期 60 天以上贷款纳入不良贷款的监管引导趋势, 我们在 4 月 10 日《逾期 60+ 贷款纳入不良对银行影响如何?》测算分析总体影响可控。

投资: 基本面继续稳健, 资金暖风促行情升级

银行正迎来量升价稳质优, 资金暖风催化行情升级。当前阶段投资主线逻辑在于抓住资本充裕具有资产扩张空间, 具有核心资产优势, 息差与资产质量更为稳健的优质银行。从量升角度看, 具有优质资产组织能力的银行更大程度享受宽信用红利。核心资产优势包括渠道和客户基础扎实, 以及细分类型资产具有组织优势。从价稳角度看, 宽信用环境零售转型领先、有抓取高收益资产能力的银行在息差上或表现更优。投资副线逻辑为抓估值弹性与修复空间较强银行, 市场向上环境下, 高弹性银行进取机会更佳。

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)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601838	成都银行	9.45	增持	1.29	1.55	1.86	2.22	7.33	6.10	5.08	4.26
601328	交通银行	6.26	增持	0.99	1.06	1.14	1.23	6.32	5.91	5.49	5.09
000001	平安银行	13.85	买入	1.45	1.65	1.92	2.24	9.55	8.39	7.21	6.18
600036	招商银行	34.45	增持	3.19	3.62	4.14	4.84	10.80	9.52	8.32	7.12

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

序言：银行业绩春方好，资金暖风送夏来.....	4
盈利分析：利润增速微升，盈利驱动强劲.....	5
归因：大小银行驱动分化，加拨备为行业共性.....	5
基本面：资产扩张深入，价与质构筑预期差.....	7
规模：资产提速扩张，贷款占比继续上升.....	7
息差：资产定价压力缓和，负债成本继续低位.....	8
资产质量：继续稳健向好，风险抵御能力提升.....	10
中间收入：回暖趋势明显，理财子公司推进.....	11
资本：资本压力得到缓解，创新工具迅速推广.....	13
投资逻辑：“基本面+大资金”驱动估值修复.....	15
选股主线：关注核心资产禀赋.....	15
选股副线：看好较强估值弹性.....	15
成都银行：西部城商行标杆，高成长性可持续.....	15
交通银行：基本面改善，大行具核心资产禀赋.....	16
平安银行：零售转型提质增效，基本面改善显著.....	17
招商银行：零售龙头银行，基本面多维度优异.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 2019 年一季度上市银行营业收入增速普遍提升, 反映盈利驱动强劲	5
图表 2: 2019 年一季度上市银行净利润增速多数提升, 业绩释放分化格局明显	5
图表 3: 2019 年一季度上市银行净利润增速上扬, 资产、息差、非息收入多维度贡献	6
图表 4: 大型银行归因: 资产与非息收入为主要贡献	6
图表 5: 股份行归因: 息差与资产为主要贡献	6
图表 6: 城商行归因: 非息收入为主要贡献	6
图表 7: 农商行归因: 资产、其他收入为主要贡献	6
图表 8: 2019 年以来银行业资产和贷款增速整体上行	7
图表 9: 2019 年以来表外融资降幅收窄, 呈现回暖趋势	7
图表 10: 上市银行个股资产增速变化	8
图表 11: 各类型银行资产增速变化	8
图表 12: 各类型银行贷款占总资产比例变化	8
图表 13: 上市银行息差总体平稳, 大型银行息差承压, 中小银行息差普遍提升	9
图表 14: 2019 年以来企业债收益率回升, 贷款定价压力一定程度缓和	9
图表 15: 2018 年以来上市银行零售贷款占比持续提升	10
图表 16: 2019 年以来同业市场利率继续处于低位, 预计持续支撑银行净息差	10
图表 17: 各类型银行不良贷款率变化	11
图表 18: 各类型银行拨备覆盖率变化	11
图表 19: 2018 年末大部分不良偏离度高于 100% 的上市银行已将偏离度降至 100% 以下	11
图表 20: 上市银行个股中间业务收入增速变化	12
图表 21: 各类型银行中间业务收入增速变化	12
图表 22: 上市银行理财子公司设立进度: 7 家已获银保监会通过	12
图表 23: 上市银行个股核心一级资本充足率变化	13
图表 24: 单季度商业银行资本补充金额: 2019 年 Q1 同比增长 54%	13
图表 25: 上市银行永续债发行议案汇总: 12 家合计发行金额 5220 亿元	14
图表 26: 成都银行——西部城商行标杆, 高成长性可持续	16
图表 27: 交通银行——基本面多维度改善, 大行具有核心资产优势	16
图表 28: 平安银行——集团持续支持, 零售转型提质增效	17
图表 29: 招商银行——零售龙头银行, 基本面多维度优异	18

序言：银行业绩春方好，资金暖风送夏来

一言以蔽之，上市银行一季报业绩继续改善，增长动能后劲绵绵。2019年一季度营业收入、PPOP、归母净利润增速分别为15.9%、26.3%、6.22%，较2018年提升7.7pct、5.5pct、0.61pct。大小银行业绩驱动分化。大型银行息差承压，资产加速扩张带动盈利微升。中小型银行量价齐升，资产质量稳健，盈利普遍加速释放。我们认为2019年中小型银行业绩有望继续亮眼，资产扩张提速与息差稳健有望支撑盈利继续释放。当前正是大资金跑步入场的关键时点，科创板启动，5月MSCI正式加大权重引入外资，保险与养老金等加大权益投资，银行作为高股息、高权重、高流动性的优质蓝筹有望获大资金青睐，优质基本面有望承接估值持续修复提升。

一季度以来银行业经营环境在量价上都面临一定的形势变化。首先是“量”增趋势逐渐明朗。2018年下半年以来监管多措并举，包括多次降准和调整普惠金融考核口径、创新货币政策工具、支持银行多渠道补充资本等，引导银行加强信贷供给。2019年以来社融数据回暖，银行信贷扩张带动资产增速加快，宽信用持续深入。银行一般上半年信贷集中投放，我们预计银行业上半年信贷与资产增速可大体保持平稳，下半年或有一定调整。

第二是“价”上显著分化。大型银行息差总体下行，生息资产收益企稳、计息负债成本抬升，我们认为主要是存款竞争激烈使得大型银行核心优势受损。中小型银行息差表现亮眼，一方面生息资产收益率企稳，具核心资产优势银行甚或提升，另一方面计息负债成本继续下行，中小行同业负债占比较高，市场化负债成本低位的贡献继续。4月初央行货币政策例会指出“把好货币供给总阀门”，保持流动性合理充裕，预计流动性环境有望维持相对宽裕，市场化负债成本总体处于低位，对银行息差持续形成正向贡献。

第三是资产质量普遍改善，拨备覆盖率继续提升。一季度以来各类型银行资产质量均处于改善区间，不良贷款比率总体下降，拨备覆盖率继续高位提升，维持了2018年向好趋势。同时2018年末上市银行已基本全部将逾期90天以上贷款纳入不良贷款（除华夏银行以外），尤其是大型银行不良贷款偏低度（逾期90天以上贷款/不良贷款）均在60%左右，隐性不良贷款包袱较小。针对逾期60天以上贷款纳入不良贷款的监管引导趋势，我们在4月10日发布的《逾期60+贷款纳入不良对银行影响如何？》报告中进行解析和测算，监管引导对于银行业不良贷款比率和利润增速的影响总体适度，且可在相对长阶段逐步确认，银行业新增不良贷款的确认压力相对可控。

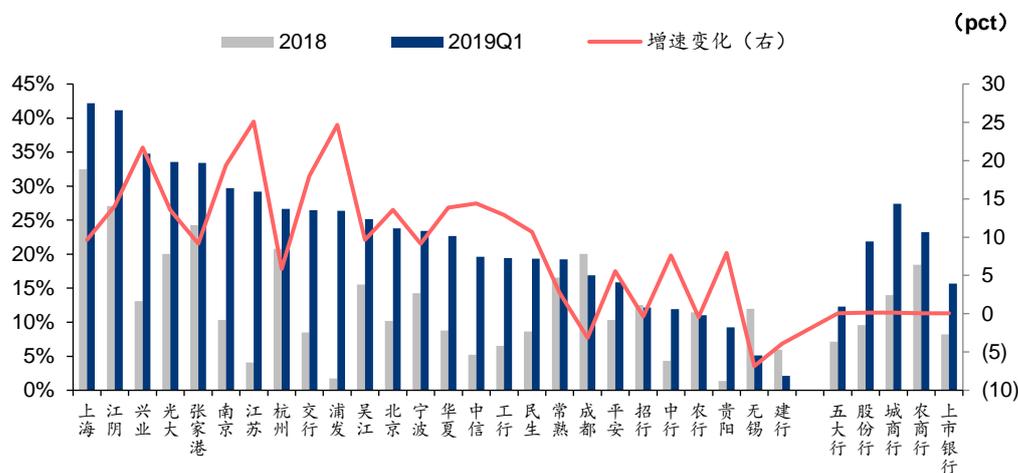
第四是非息收入回暖。大型银行非息收入延续2018年形势，预计主要依靠电子银行等收入贡献。大型银行客群基础扎实，业务结构均衡，中间业务收入增长可持续性较强。另外大型银行理财子公司均于2019年初获银保监会批准，上半年有可能开业，理财相关收入或快于其他类型银行回暖。中小型银行表现不一，部分股份行如光大、招行、平安、中信等银行继续发力信用卡业务，带动中收增速提升，而其他银行如南京银行、江苏银行则受益于债券投资的阶段性收益机会。

当前阶段投资主线逻辑在于抓住资本充裕具有资产扩张空间，具有核心资产优势，息差与资产质量更为稳健的优质银行。从量升角度看，具有优质资产组织能力的银行更大程度享受政策环境红利。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。主线角度建议选择零售战略成效显著的平安银行、资本充裕的零售龙头招商银行，以及资产组织禀赋优势突出的大型银行，如交通银行。投资副线逻辑为市场走势向上环境下，估值具有弹性和修复空间的优质标的更具有提升空间。建议选择高速成长、估值有提升空间的城商行标杆成都银行。

盈利分析：利润增速微升，盈利驱动强劲

上市银行一季度营业收入增长强劲，反映盈利核心驱动后劲充足。上市银行Q1营业收入增速较2018年20升5降。营业收入增速最快的银行为上海银行、江阴银行、光大银行、张家港行、南京银行。一季度营业收入快速增长，利息收入与非息收入双向支撑，增势迅猛反映了上市银行业务发展动能充足，核心盈利驱动强劲。

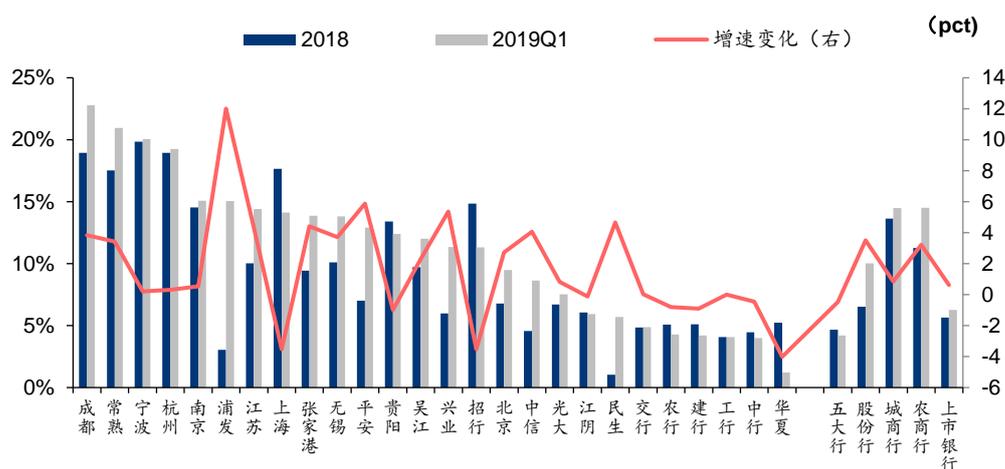
图表1：2019年一季度上市银行营业收入增速普遍提升，反映盈利驱动强劲



资料来源：Wind，华泰证券研究所

上市银行一季度业绩释放加快，大行与中小行（包含股份行）呈现增速分化格局。2019Q1归母净利润增速较2018年16升9降，其中大型银行利润增速均有下降，中小型银行总体提升。分类型银行业绩释放分化格局明显，大行利润增速均在5%以下，股份行中浦发银行、平安银行、兴业银行、招商银行增速最快，均超过10%，区域行中成都银行、常熟银行、宁波银行、杭州银行增速较快，净利润增速均超过20%。

图表2：2019年一季度上市银行净利润增速多数提升，业绩释放分化格局明显

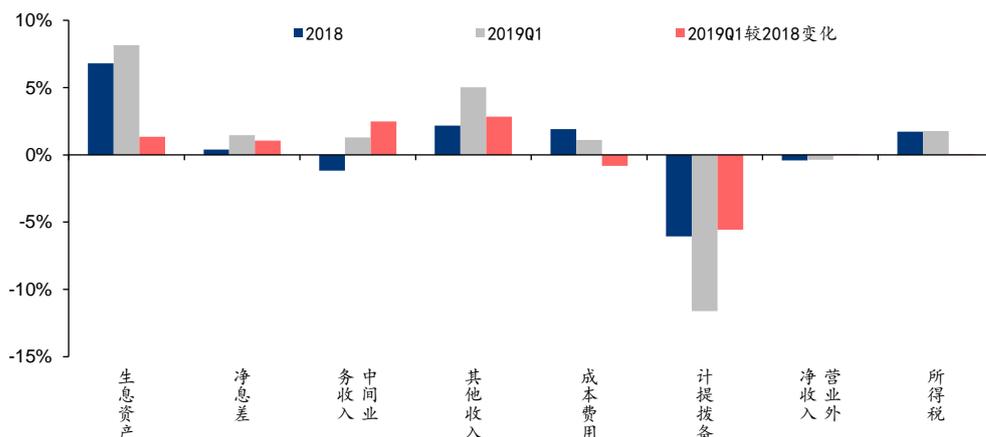


资料来源：Wind，华泰证券研究所

归因：大小银行驱动分化，加拨备为行业共性

上市银行业绩向好，主要由非息收入、资产与息差贡献，基本面多角度改善。上市银行2019年一季度归母净利润增速6.22%，较2018年提升0.61pct，业绩继续向好的主要贡献来源于资产规模提速扩张、息差上行、非息收入贡献，而拨备与成本费用是主要拖累项。银行盈利的主要驱动因子资产扩张、息差、中间业务收入、其他非息收入（主要为投资收益）贡献均有改善，说明当前银行业基本面处于健康向好状态。一季度银行业拨备计提力度显著加大，对利润增速有一定拖累，但增厚风险抵御能力，有利于长期的利润释放。

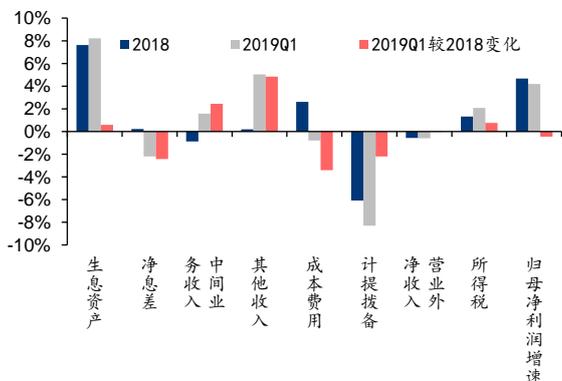
图表3： 2019年一季度上市银行净利润增速上扬，资产、息差、非息收入多维度贡献



资料来源：Wind，华泰证券研究所

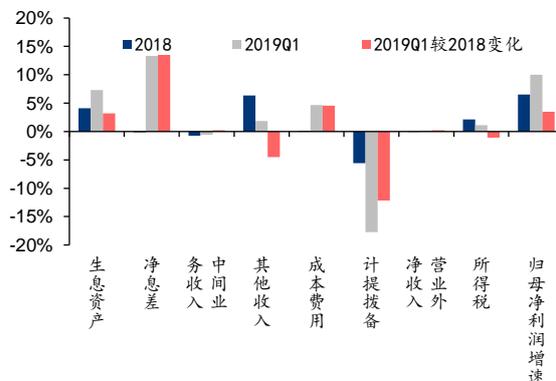
各类型银行盈利驱动差异较大，大型银行利润增速变化正向因子主要为资产提速扩张与非息收入，股份行较大受益于息差，区域性银行则主要受益于资产与其他收入(主要为IFRS9会计准则切换影响)。各类型银行在息差与非息收入上呈现明显分化：大型银行息差承压，对盈利产生负面影响，中小银行则普遍受益于息差回升；大型银行中间业务收入显著回暖，中小银行则主要依靠其他收入贡献。而在拨备上各类型银行主则一致性地加大计提力度，对盈利产生拖累作用，反映行业当前利润释放的谨慎态度。

图表4： 大型银行归因：资产与非息收入为主要贡献



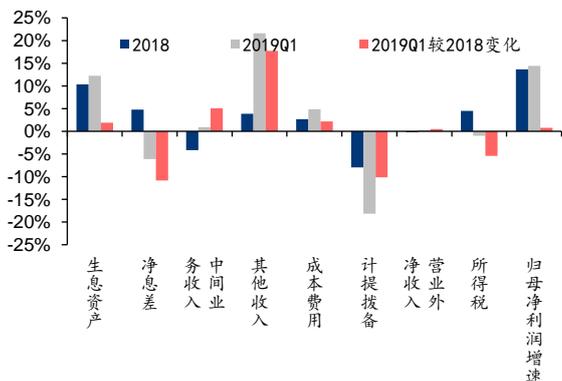
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表5： 股份行归因：息差与资产为主要贡献



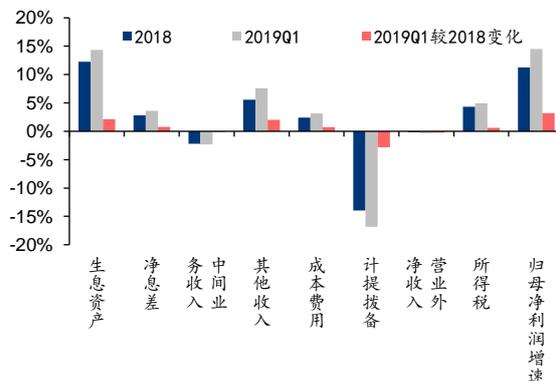
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表6： 城商行归因：非息收入为主要贡献



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表7： 农商行归因：资产、其他收入为主要贡献



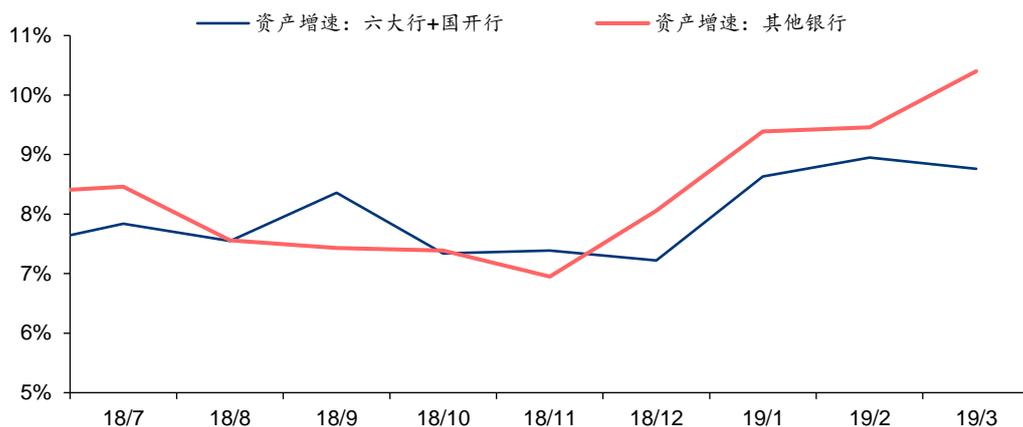
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

基本面：资产扩张深入，价与质构筑预期差

规模：资产提速扩张，贷款占比继续上升

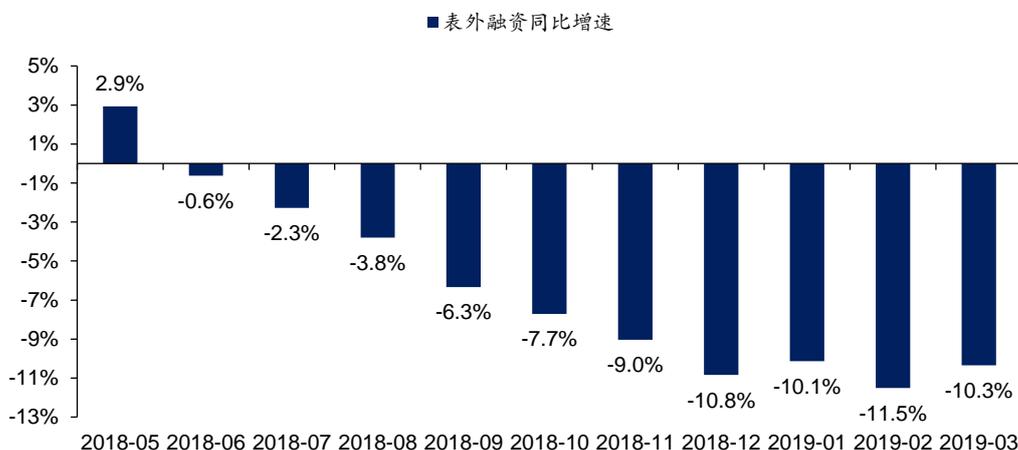
2019年以来宽信用环境逐渐明朗，银行资产增速步入上升通道，表外融资降幅收窄。货币当局及监管部门灵活运用降准、鼓励资本工具创新、加大小微及民企支持力度方式鼓励加大信贷投放。2019年Q1社会融资规模数据超预期。表内融资方面，银行业资产增速步入上行通道；表外融资方面，3月末社融表外融资（委托贷款+信托贷款+未贴现银承）同比-10.3%，降幅较2018年12月末收窄0.5pct，实现基本企稳。

图表8：2019年以来银行业资产和贷款增速整体上行



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

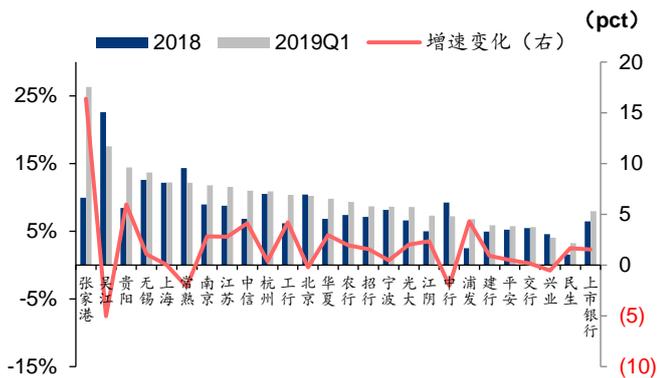
图表9：2019年以来表外融资降幅收窄，呈现回暖趋势



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

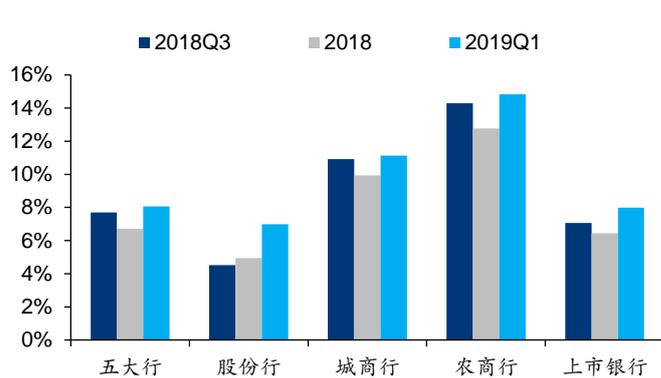
资产增速整体上行，其中股份行、农商行的资产增速上行更快。2019年Q1末上市银行资产增速为8.0%，较2018年末+1.5pct。其中股份行、农商行资产增速提升的幅度更大，2019年Q1末资产增速分别为7.0%、14.8%，均较2018年末提升2.1pct。个股方面，张家港行、贵阳银行和浦发银行的提升幅度居前。我们预计上市银行的资产增速提升将在后三个季度持续，资产扩张是2019年银行盈利释放的核心驱动，资本充裕具有资产投放能力、核心资产优势突出的银行将更受益于宽信用环境。

图表10: 上市银行个股资产增速变化



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

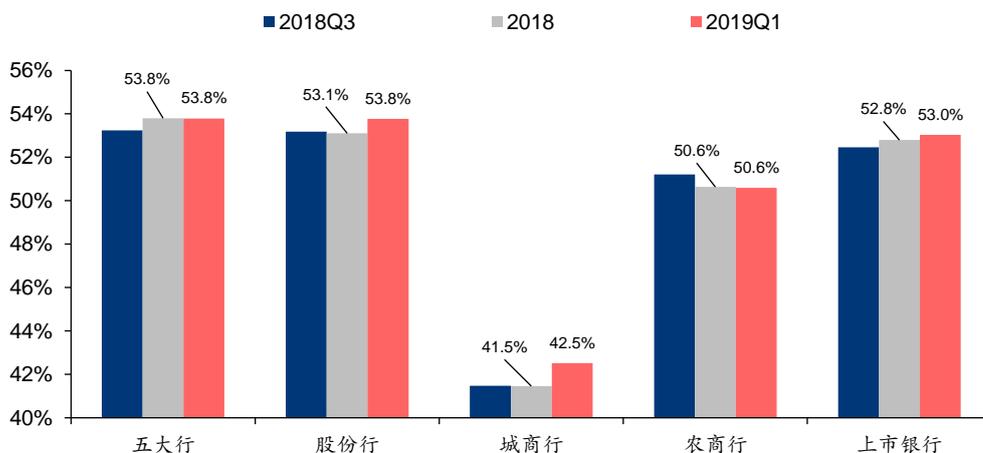
图表11: 各类型银行资产增速变化



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

贷款占总资产比例继续提升, 有利于呵护净息差。2019Q1末上市银行贷款占总资产比例为53.0%, 较2018年末+0.2pct。其中股份行、城商行的贷款占比提升(提升幅度分别为0.7pct、1.0pct), 大行、农商行贷款占比保持稳定。股份行、城商行的表内同业资产、非标资产较多, 具有更大的资产结构调整空间, 因此贷款占比保持了持续上升态势。由于贷款收益率水平整体高于同业资产及投资类资产, 上市银行的贷款占比的提升既符合银行服务实体经济的监管导向, 又有利于在宽信用时期维持净息差的稳定。

图表12: 各类型银行贷款占总资产比例变化



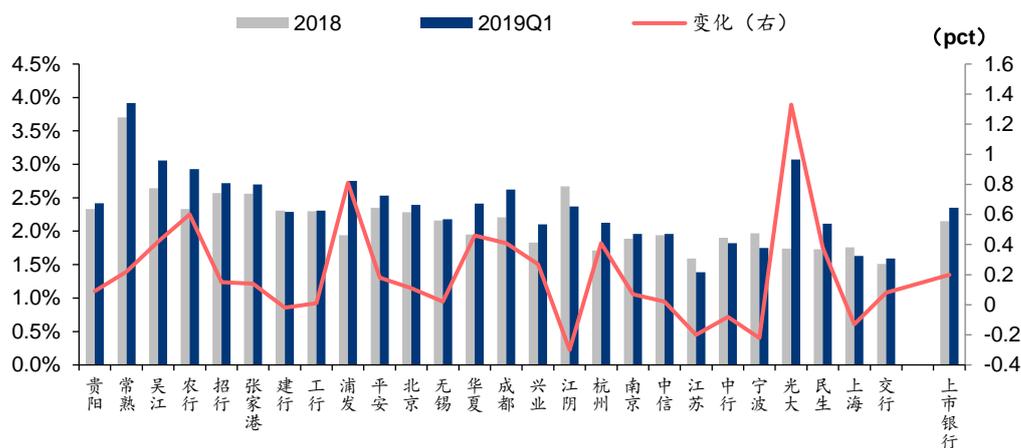
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

息差: 资产定价压力缓和, 负债成本继续低位

上市银行净息差呈现分化, 大型银行承压, 中小银行表现亮眼。由于一季度较多银行未披露净息差, 我们采用测算数据分析, 我们测算上市银行一季度净息差10升15降。大型银行资产收益率企稳、计息负债成本抬升两端挤压, 我们预计银行业回归存贷本源、中小银行发力存款, 大型银行负债端承受一定压力。中小银行息差则相反, 资产收益抬升与计息负债成本下降两端贡献, 我们认为银行业零售转型为中小银行提供了较多高收益资产, 另外同业负债成本低位对于市场化负债比例更高的中小行也形成持续贡献。总体来看, 中小行息差优势短期内预计可继续保持。

2019年一季度净息差最高银行为常熟银行、苏农银行、张家港行、招商银行、平安银行, 总结可发现优质区域性银行与零售型银行息差更具有优势。我们认为上述两类银行息差表现优秀是源于其在资产端与负债端的差异化禀赋。资产端优质零售资产收益相对较高, 尤其是信用卡、消费贷等资产。负债端优质区域性银行具有属地经营优势, 存款基础较强, 而零售型银行在活期存款沉淀上也具有一定优势。

图表13: 上市银行息差总体平稳, 大型银行息差承压, 中小银行息差普遍提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

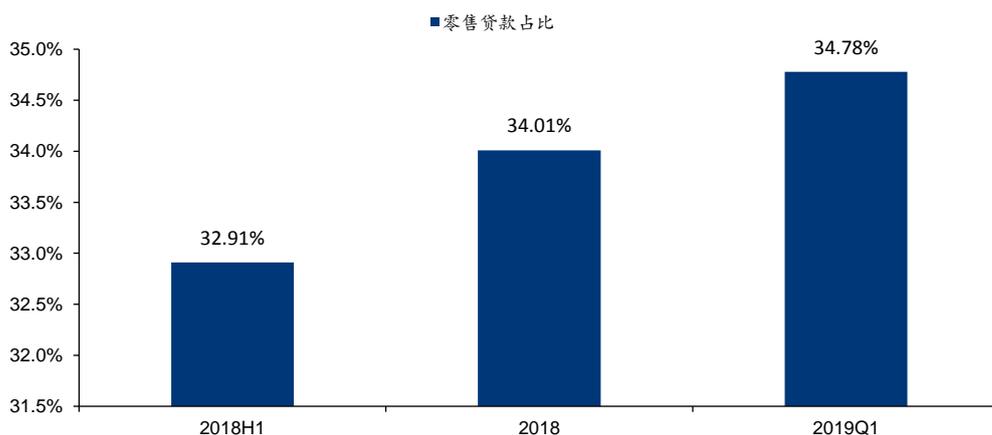
资产收益率企稳, 预计主要是市场利率企稳传导, 零售比例继续提升, 以及相对高收益的非标投资回暖贡献。一季度定价数据仅平安银行披露, 其贷款收益较 2018 年提升了 16bp。银行业贷款收益企稳主要有三方面因素。一是企业债收益率回升的传导作用。由于债权融资的替代效应, 贷款定价与企业债收益率走势一定程度相近。我们观察 2019 年初以来的企业债收益率走势, 各信用等级、各期限的企业债收益率均呈现触底回升趋势。企业债收益率上行, 银行贷款定价压力缓解, 一季度预计总体企稳。二是银行零售转型深入, 零售贷款比例总体提升。零售贷款收益相对较高, 对资产收益形成较强贡献。三是非标投资回暖, 社融数据反映包括非标在内的表外融资修复, 非标资产收益相对较高, 对于总体资产收益率企稳形成支撑。

图表14: 2019 年以来企业债收益率回升, 贷款定价压力一定程度缓和



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

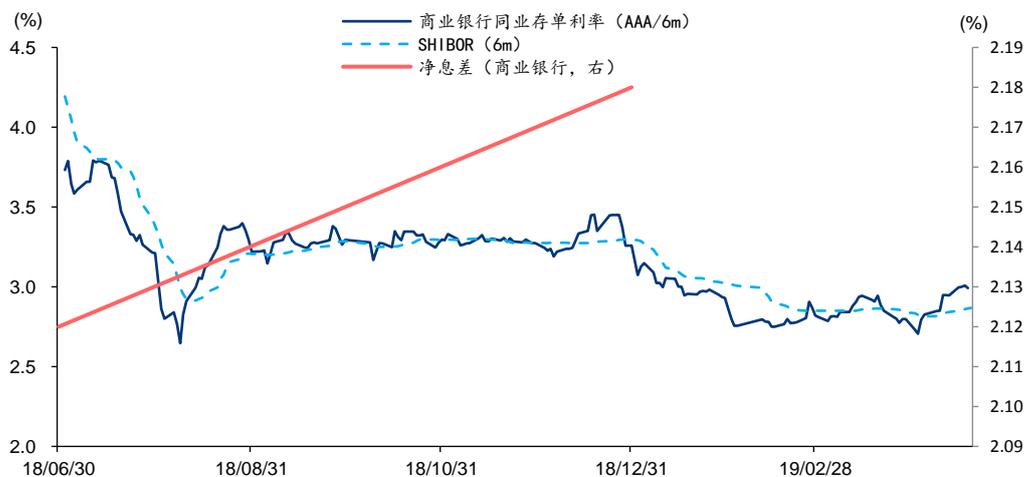
图表15： 2018年以来上市银行零售贷款占比持续提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

负债端同业负债成本预计仍处于低位，对息差形成持续贡献。一季度以来市场利率继续走低，4月以来小幅回升。2019年4月12日央行一季度货币政策例会，定调货币政策需要“把好货币供给总闸门”，保持流动性合理充裕。经济仍处于修复初期，流动性充裕环境预计仍有望继续维持，同业负债成本处于低位也将在一定阶段继续。负债成本处于低位有望对于息差形成持续支撑。

图表16： 2019年以来同业市场利率继续处于低位，预计持续支撑银行净息差

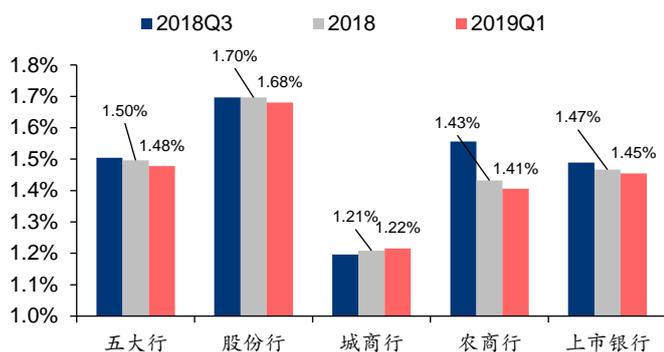


资料来源：Wind，华泰证券研究所

资产质量：继续稳健向好，风险抵御能力提升

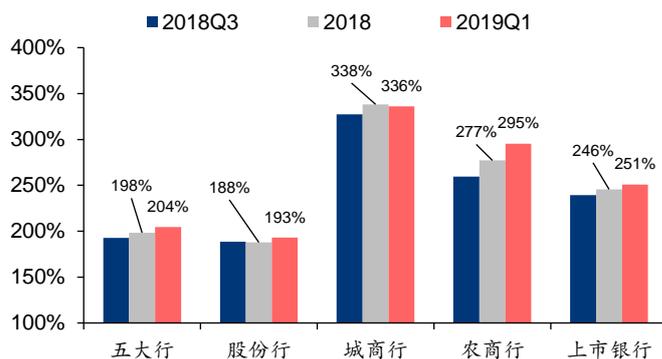
上市银行资产质量持续向好，不良贷款率降而拨备覆盖率升。2019年Q1末上市银行不良贷款率为1.45%，较2018年末-2bp。在逆周期调节加速的背景下，2019年以来实体经济的信用风险压力缓解，产业债信用利差收窄，银行的不良贷款压力也继续缓解。但我们预计零售贷款不良率或受现金贷共债风险影响有一定抬升。以披露不良率细分结构数据的平安银行为例，2019年Q1平安银行零售贷款不良率1.10%，较2018年末+3bp。为提高风险抵补能力，多数银行提高拨备覆盖率。2019Q1末上市银行拨备覆盖率为251%，较2018年末+5pct。

图表17: 各类型银行不良贷款率变化



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

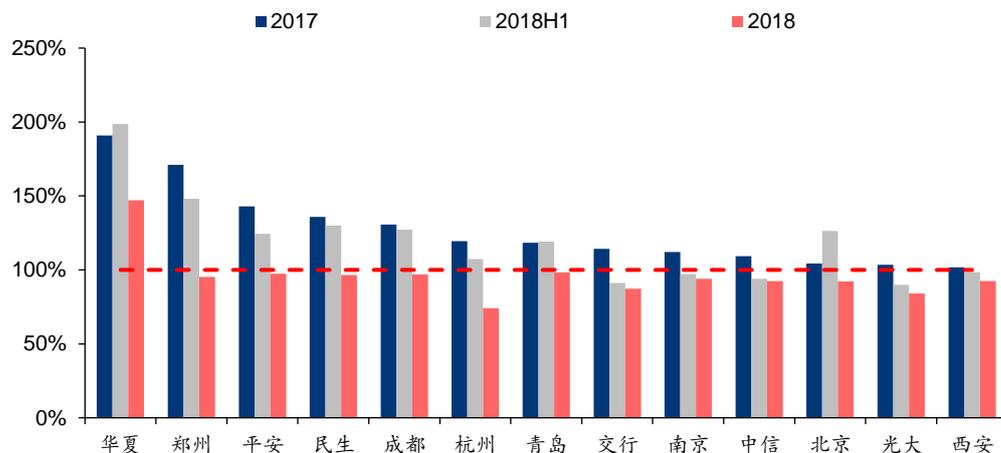
图表18: 各类型银行拨备覆盖率变化



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

2018年不良贷款剪刀差已经消化, 存量不良包袱减轻。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。银保监会披露2018年末银行业不良贷款偏离度已降至90%以下。从上市银行的年报数据来看, 绝大部分不良贷款偏离度高于100%的银行已将不良贷款偏离度降至100%以下。我们认为不良贷款存量包袱的消化为2019年资产质量的继续稳健奠定了基础。

图表19: 2018年末大部分不良偏离度高于100%的上市银行已将偏离度降至100%以下



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

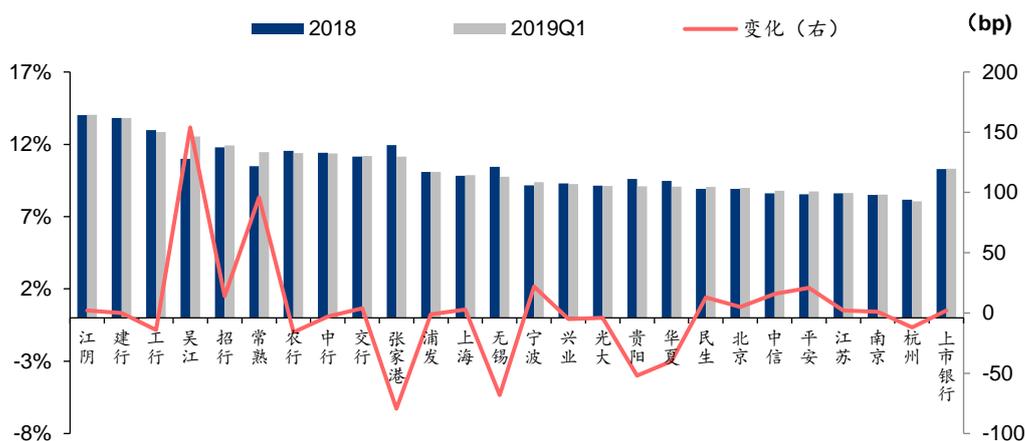
中间收入: 回暖趋势明显, 理财子公司推进

手续费及佣金净收入增速提升显著。2019年Q1上市银行手续费及佣金净收入同比增速为13.1%, 较2018年提升11pct, 其中大行、股份行、城商行增速均提升明显。2018年上市银行中间业务收入受到了理财收入的拖累, 13家大中型银行2018年理财收入下降幅度超过40%。理财收入下降的主要原因有非标等高收益资产争夺激烈等。2019年以来社融表外融资降幅不再扩大, 转为企稳状态, 我们认为监管层对非标的监管正从整治违规业务转向引导开展合规业务, 监管尺度边际放松。我们预计理财收入回暖是2019年Q1上市银行中收增速提升的重要原因。

资本：资本压力得到缓解，创新工具迅速推广

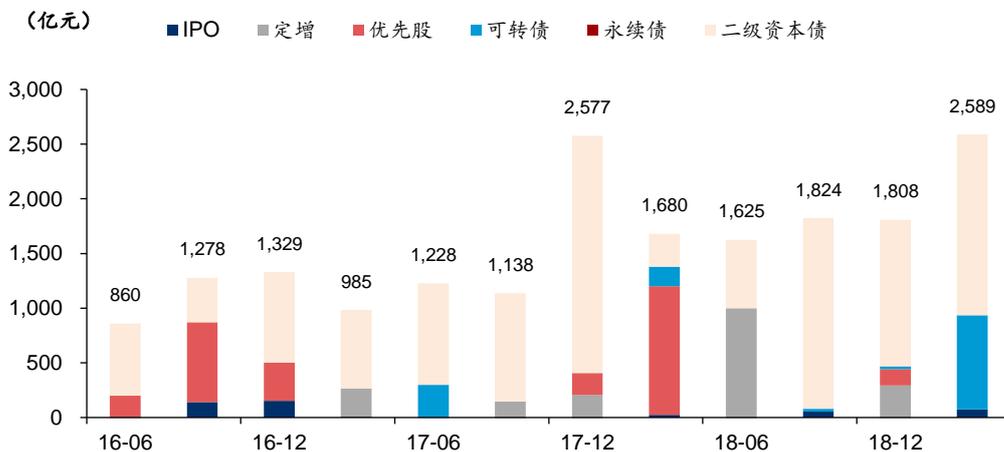
在鼓励资本补充的政策导向下，上市银行资本压力得到缓解。2019 年 Q1 末上市银行资本充足率、核心一级资本充足率分别为 13.86%、10.32%，较 2018 年末-13bp、+2bp。2019 年 Q1 苏农银行、常熟银行、宁波银行、平安银行核心一级资本充足率上升幅度超过 20bp，主要因为一季度股票市场走势较好，可转债转股进度加快（3 月常熟转债已触发提前赎回条款，对转股有促进作用。）2018 年以来央行在货币政策执行报告中多次提及鼓励银行资本补充，2019 年以来资本补充提速。一季度商业银行完成 IPO 融资 75 亿元、发行可转债 860 亿元、永续债 400 亿元、二级资本债 1654 亿元，资本补充总金额较 2018 年同期+54%。在外源补充加速背景下，上市银行的资本压力缓解。

图表23：上市银行个股核心一级资本充足率变化



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表24：单季度商业银行资本补充金额：2019 年 Q1 同比增长 54%



注：仅含境内融资金额

资料来源：Wind，华泰证券研究所

永续债等创新资本工具正加速推广，附属资本补充有利于放大普通股股东的杠杆。2019 年 1 月央行和银保监会先后通过创设 CBS、允许保险机构投资的方式支持银行永续债发行，1 月 25 日中国银行已完成首单银行永续债的发行。随后银行永续债得到了快速推广，截至 4 月末已有 12 家上市银行拟发行 5220 亿元永续债。除永续债外，央行已明确正在探索转股型二级资本债的发行。创新资本工具永续债、转股型二级资本债补充的是非核心一级资本，对归属普通股股东的 ROE 不造成稀释，可直接放大杠杆倍数，同时也有利于促进资产增速提升，增厚银行盈利水平。

图表25：上市银行永续债发行议案汇总：12家合计发行金额5220亿元

日期	银行	进度	金额（亿元）
2018/5/29	浦发银行	股东大会通过	300
2019/1/12	民生银行	股东大会通过	400
2019/3/21	华夏银行	股东大会通过	400
2019/3/28	工商银行	董事会通过	800
2019/3/29	中国银行	董事会通过	400
2019/3/29	农业银行	董事会通过	1200
2019/3/29	交通银行	董事会通过	400
2019/4/13	光大银行	股东大会通过	400
2019/4/24	平安银行	股东大会通过	500
2019/4/25	杭州银行	董事会通过	100
2019/4/25	张家港行	董事会通过	20
2019/4/30	兴业银行	董事会通过	300
	合计		5200

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资逻辑：“基本面+大资金”驱动估值修复

选股主线：关注核心资产禀赋

银行基本面迎来量升价稳质优阶段，资产放量继续作为盈利核心驱动因素，而息差企稳和资产质量稳健将是关键预期差。我们认为投资主线逻辑在于抓住资本充足更具有扩张空间，具有核心资产优势，息差与资产质量更为稳健的优质银行。

首先，从量升角度看，资本充裕且具有优质资产组织能力的银行更大程度享受政策环境红利。我们认为两类银行更具有资产组织优势。第一类是渠道和客户基础更为扎实银行，在宽信用时期获客和资产扩张更具有先发优势，主要为物理网点、线上渠道和基本结算户具有比较优势的大型银行。第二类是在当前周期具有优质零售资产组织优势的银行，零售批量获客为其供应相对充足的优质资产。

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、资本充裕的零售龙头招商银行，以及资产组织禀赋优势突出的大型银行，如交通银行。

选股副线：看好较强估值弹性

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城商行标杆成都银行。

成都银行：西部城商行标杆，高成长性可持续

成都银行的核心逻辑为地域优势明显，较高成长性可持续。四川及成都区域经济增长较快、经济结构优化、消费需求旺盛，成渝城市群的战略定位高，利于成都银行的跨越提升。成都银行2018年归母净利润增速为18.93%，我们认为高增速持续性较强，主要基于三点认识：第一，腹地优势与充裕资本赋予的规模高增长空间。成都地区基建投资正加码，提供了优质资产。成都银行的贷款市占率处于提升通道且尚有提升空间，并且成都银行资本充裕度为上市城商行最高。第二，存款优势较明显，低成本、稳定的存款有利于支撑高息差；第三，2018年末已消化不良剪刀差，目前正调整信贷结构，资产质量有望持续向好。

我们预计公司2019-2021年归母净利润增速20.8%/19.7%/19.2%，EPS1.55/1.86/2.22元，2019年BVPS为9.84元，对应PB0.96倍。维持2019年目标PB1.15-1.25倍，目标价为11.32~12.30元，维持“增持”评级。

图表26：成都银行——西部城商行标杆，高成长性可持续



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

交通银行：基本面改善，大行具核心资产禀赋

交通银行核心投资逻辑在于三点，基本面改善，转债补充资本打开空间，以及宽信用时期大行具有资产禀赋优势。第一是净息差与资产质量持续修复，基本面处于边际改善区间。受益于存贷利差走阔、资产端加大贷款、负债端优化结构，公司2018年净息差较前三季度上行4bp至1.51%，后续受益于结构调整的空间仍然较大。资产质量总体稳健向好，2018年末不良贷款率1.49%，与前三季持平。关注类贷款占比、逾期贷款占比与不良贷款偏离度（逾期90天以上贷款/不良贷款）均继续下行。第二是可转债预计较快发行，资本补足有望打开资产扩张空间。18年12月27日600亿元可转债获准发行，根据我们测算可转债转股，在2018年末基础上可提升各级资本充足率1.05pct，资产扩张空间有望打开。第三是公司作为基本面改善的大行，由于网点、规模与结算基本户的扎实基础，具有更强的资产组织优势，有望更受益于宽信用时期的扩张红利。

我们预计公司2019-2021年归母净利润增速6.9%/7.3%/8.1%，EPS1.06/1.14/1.23元，2019年BVPS为9.64元，对应PB0.65倍。维持2019年0.8-0.9倍目标PB，目标价为7.71~8.67元，维持“增持”评级。

图表27：交通银行——基本面多维度改善，大行具有核心资产优势



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

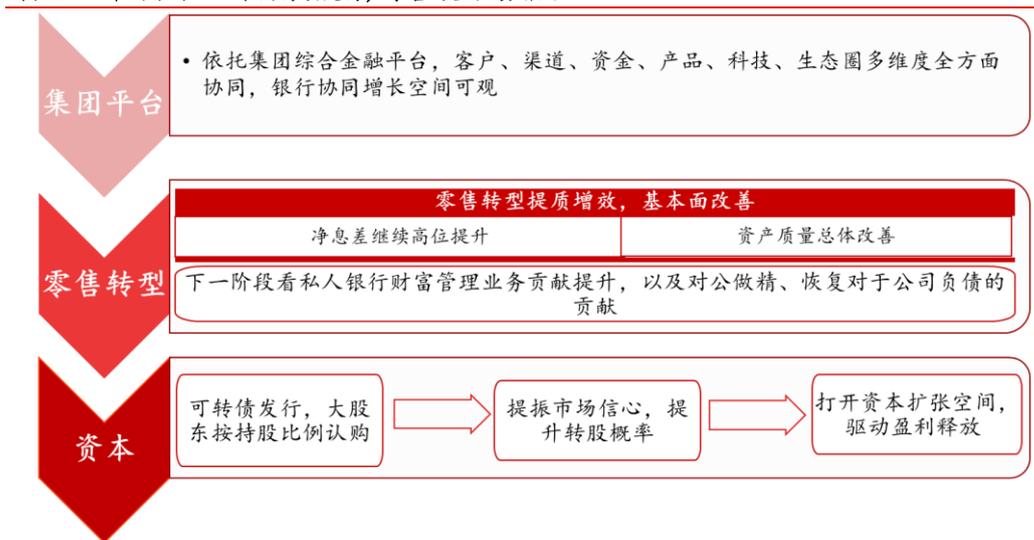
平安银行：零售转型提质增效，基本面改善显著

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；第三是可转债发行，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。

我们预计公司2019至2021年归母净利润增速达14.4%/16.2%/16.9%，EPS为1.65/1.92/2.24元，2019年BVPS为14.36元，对应PB0.96倍。我们认为公司转型进入提质增效阶段，资本补足预计打开资产扩张空间，盈利有望加速释放，维持公司2019年1.2-1.3倍PB，目标价为17.23-18.67元，维持“买入”评级。

图表28：平安银行——集团持续支持，零售转型提质增效



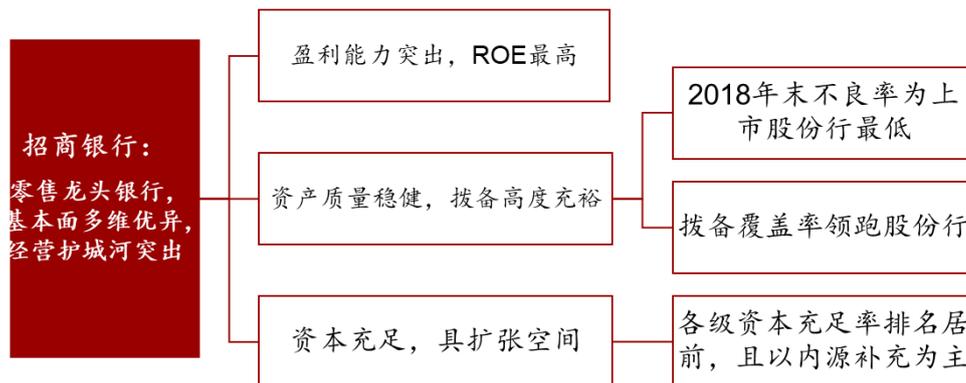
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

招商银行：零售龙头银行，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。

我们预计公司2019-2021年归母净利润增速为13.3%/14.4%/16.9%，EPS为3.62/4.14/4.84元，2019年BVPS为21.85元，对应PB1.58倍。公司金融科技实力不断增强，享优质零售银行估值溢价，我们维持公司2019年1.7到1.8倍目标PB，目标价为37.14-39.33元，维持“增持”评级。

图表29：招商银行——零售龙头银行，基本面多维度优异



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

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