

证券研究报告—深度报告

银行

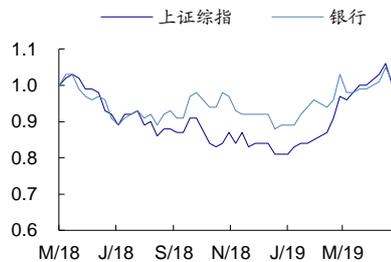
银行业 2018 年报及 2019 年一季报综述

超配

(维持评级)

2019 年 05 月 05 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《银行估值体系探讨: 低估值之谜》——2019-04-12
- 《2019 年 4 月银行业投资策略: 继续精选紧密服务实体的个股》——2019-04-01
- 《基于企业微观行为的分析: 社融的真相与掣肘》——2019-03-10
- 《2019 年 3 月银行业投资策略: 精选紧密服务实体的个股》——2019-03-04
- 《2019 年 2 月银行业投资策略: 避险情绪下的首选板块》——2019-02-01

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

行业专题

压力如期显现

● 业绩回顾: 净利润增速向上势头放缓

从刚刚披露的上市银行 2018 年报和 2019 一季报数据来看, 行业净利润增速继续回升, 但向上的势头放缓, 经营压力如期显现。上市银行整体 (指 16 家老上市银行合计, 下同) 2018 年净利润/归母净利润同比增长 5.1/5.3%; 2019 年一季度净利润/归母净利润同比增长 6.6/6.0%。

● 关键驱动因素观察: 净息差、不良生成压力显现

行业净息差在 2018 年逐季回升, 但 2019 年一季度环比回落。2018 年四季度净息差上升, 主要是因为货币市场利率下行、负债端重定价完成后, 计息负债付息率回落, 其中同业融资占比高的中小银行表现更加明显。但中小行的计息负债付息率下降势头在一季度明显放缓, 显示出负债端的重定价可能已经接近尾声;

2018 年和 2019 年一季度上市银行部分不良贷款指标好转, 但不良贷款的边际生成加快。行业不良率、关注率、逾期率回落, 不良/逾期 90 天以上贷款上升, 这些指标表现较好; 但不良生成率、逾期 90 天以上贷款生成率同比均上升, 而且上市银行再次加大不良贷款处置力度, 贷款损失准备的计提力度也有所减弱。

2018 年三季度以来上市银行总资产增速小幅回升, 但对净利润增长贡献不明显。

2019 年一季度手续费净收入、其他非息收入对净利润增长形成正贡献。在基数以及理财业务逐步转型、资本市场回暖等影响下, 手续费净收入有望对净利润增长持续形成正贡献; 其他非息收入波动性很大, 我们认为其对净利润增长的贡献大概率要下降。

● 展望: 维持行业景气度下行的判断

此次年报和一季报数据, 符合我们年度策略“2019 年行业景气度下行”的判断。目前我们继续维持这一判断, 理由亦跟年度策略一致, 包括: 净息差对净利润增长的贡献或将大幅下降; 不良生成压力继续增加; 手续费净收入增速有望对净利润增长形成正贡献, 但一般不是净利润增长的决定性因素。

最后, 鉴于 2018 全年行业净利润增速较前三季度陡然下降导致基数较低, 我们预计 2019 年行业净利润增速跟 2018 年大致相当。

● 投资建议

考虑到 2019 年行业整体景气度下行, 我们预计未来一年板块整体估值很难有提升, 板块收益仍以赚取 ROE 为主。我们维持行业“超配”评级, 个股方面继续推荐农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

● 风险提示

会计准则变化带来的扰动可能引起误差; 宏观经济波动可能会对预判产生影响。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (十亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601288	农业银行	买入	3.76	1296	0.59	0.62	6.4	6.1
002142	宁波银行	买入	22.9	119	2.49	2.89	9.2	7.9
601128	常熟银行	增持	8.16	20	0.70	0.83	11.7	9.8

资料来源: 上市银行定期报告、国信证券经济研究所预测

内容目录

业绩回顾与分析：净利润增速向上势头放缓	4
驱动因素之净息差：环比压力显现	5
驱动因素之资产质量：边际生成加快	8
驱动因素之资产规模：增速小幅回升	10
其他因素：手续费增速低基数下有望好转，其他非息收入存在波动性	10
展望：维持行业景气度下行的判断	11
投资建议	11
风险提示	12
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

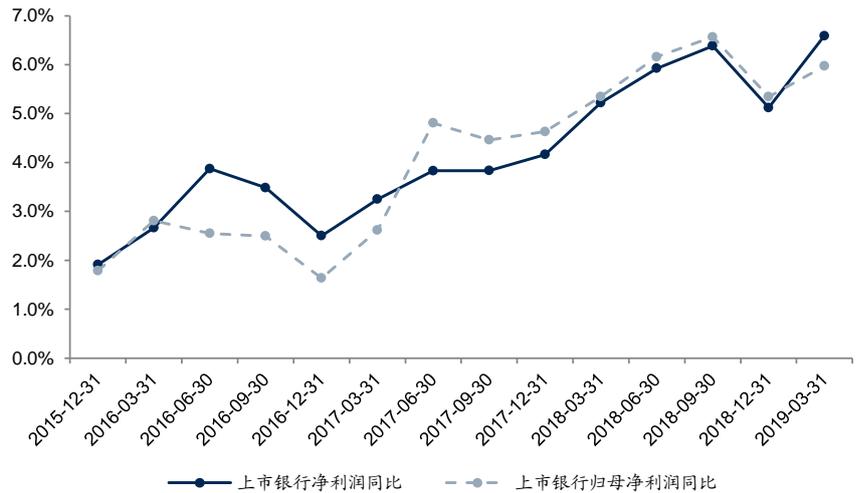
图表目录

图 1: 上市银行整体净利润增速继续回升, 但斜率变平	4
图 2: 上市银行整体净利润增速归因	4
图 3: 上市银行整体净利润增速归因: 2018 年三季报 vs 年报	5
图 4: 上市银行整体净息差 2018 年逐季回升, 2019 年一季度下降	5
图 5: 净息差归因: 生息资产收益率 vs 计息负债付息率	6
图 6: 同业融资占比高的中小银行在 2018 年四季度负债成本下降明显	6
图 7: ...但是银行的存款成本仍在上升。相比之下, 大行存款成本上升更少	7
图 8: 一季度国有行、城商行生息资产收益率 (还原基金分红及 FVPL 收益) 下降	7
图 9: 上市银行 2018 年以来不良贷款率持续回落	8
图 10: ...关注贷款率持续回落	8
图 11: ...逾期率下半年再度下降	8
图 12: ...不良/逾期 90 天以上贷款上升	8
图 13: 不良生成率同比上升	9
图 14: 逾期 90 天以上贷款生成率同比上升	9
图 15: 不良贷款处置力度再次加大	9
图 16: 贷款损失准备计提力度减弱	9
图 17: 工业企业偿债能力下降	9
图 18: 2018 年三季度以来上市银行总资产增速有所回升	10
图 19: 上市银行手续费净收入增长 2017 年以来表现不佳, 2019 年好转	10
图 20: 2017 年以来银行卡收入增长较快, 但资产管理及财富管理收入增速下滑	10
图 21: 2019 年一季度其他非息收入 (剔除基金分红及 FVPL 投资收益) 增长主要是高波动性的公允价值变动收益和汇兑收益	11
表 1: 重点个股估值表	13

业绩回顾与分析：净利润增速向上势头放缓

从刚刚披露的上市银行 2018 年报和 2019 一季报数据来看，行业净利润增速继续回升，但向上的势头放缓，经营压力如期显现。上市银行整体（指 16 家老上市银行合计，下同）2018 年净利润同比增长 5.1%，归母净利润同比增长 5.3%；2019 年一季度净利润同比增长 6.6%，归母净利润同比增长 6.0%。2018 年净利润增速短暂回落，2019 年一季度恢复到正常水平，但增速向上的趋势变得平缓。

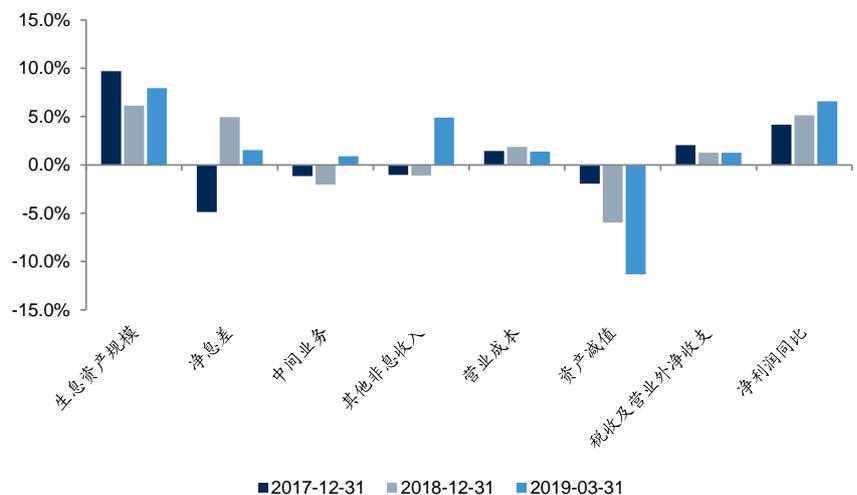
图 1：上市银行整体净利润增速继续回升，但斜率变平



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

2018 年与 2019 年一季度净利润增速回升驱动因素并不相同。我们将基金分红及 FVPL 投资收益还原为利息收入后，对净利润增长进行归因分析。从分析来看：2018 年净利润增速较 2017 年回升主要依靠净息差同比改善，而 2019 年一季度则主要依靠其他非息收入增加（主要是公允价值变动净收益、汇兑净收益增加）。此外，资产减值损失计提大量增加在 2018 年和 2019 年一季度均对净利润增速形成不利影响。

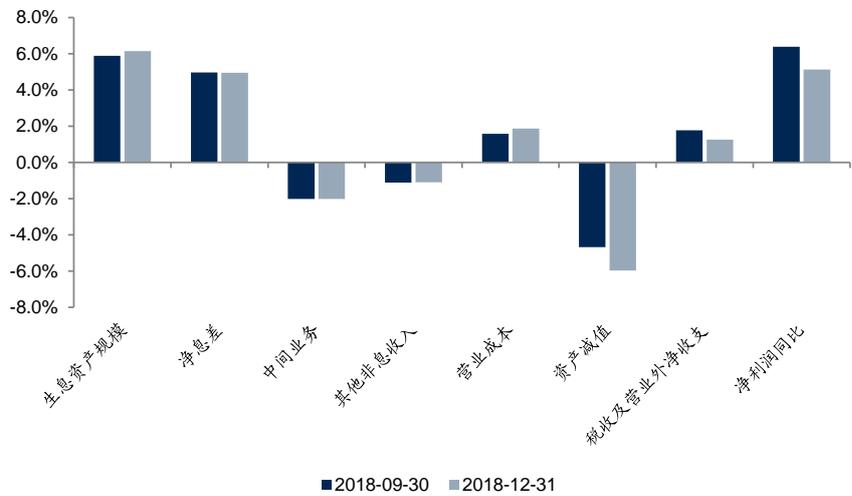
图 2：上市银行整体净利润增速归因



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

我们再回过头看为何 2018 年报净利润增速比三季度下降？从归因分析来看原因很简单，就是年底资产减值损失计提增加导致。

图 3：上市银行整体净利润增速归因：2018 年三季度报 vs 年报

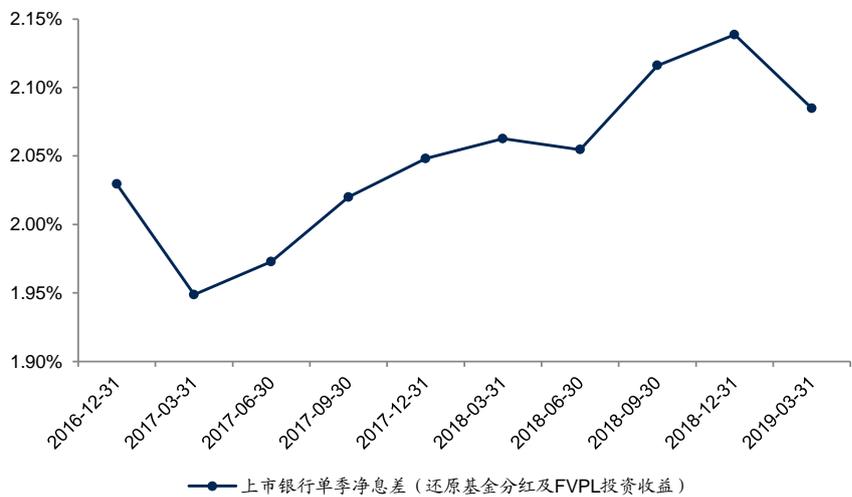


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

驱动因素之净息差：环比压力显现

上市银行整体净息差在 2018 年逐季回升，但 2019 年一季度环比回落。

图 4：上市银行整体净息差 2018 年逐季回升，2019 年一季度下降

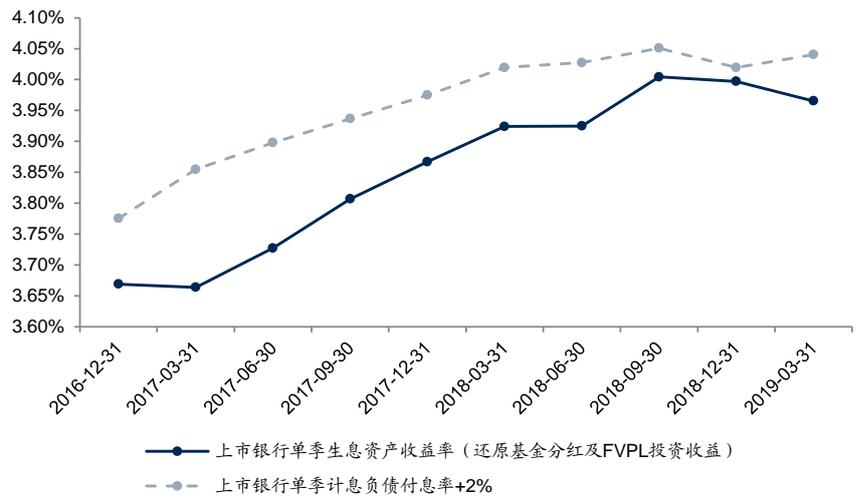


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

具体来看：

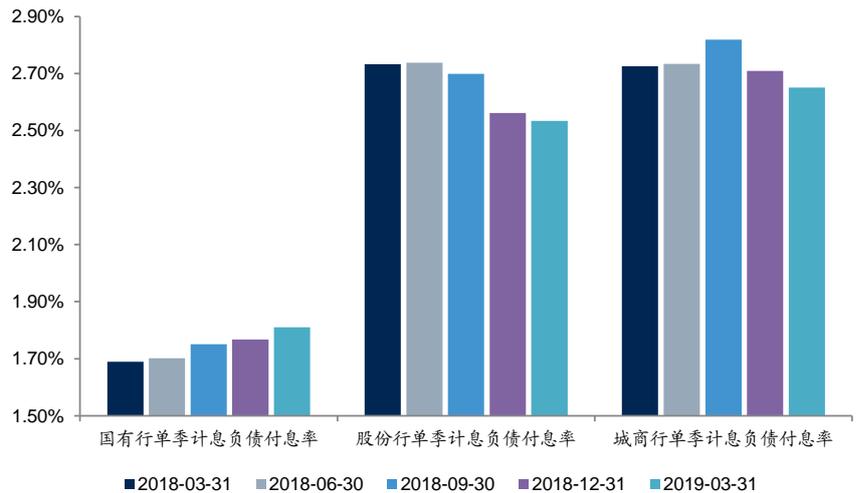
- ✓ 2018 年四季度净息差上升，主要是因为货币市场利率下行、负债端重定价完成后，计息负债付息率回落（图 5）。需要特别指出的是，银行的存款付息率仍在上升（图 7），只是同业融资付息率下降导致整体负债付息率下降，因此我们看到这期间同业融资占比高的中小银行负债成本下降明显（图 6）；

图 5: 净息差归因: 生息资产收益率 vs 计息负债付息率



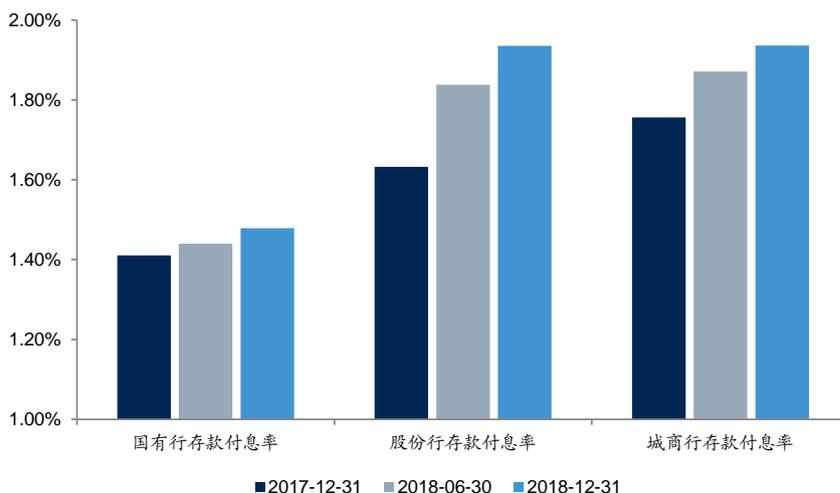
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 同业融资占比高的中小银行在 2018 年四季度负债成本下降明显...



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

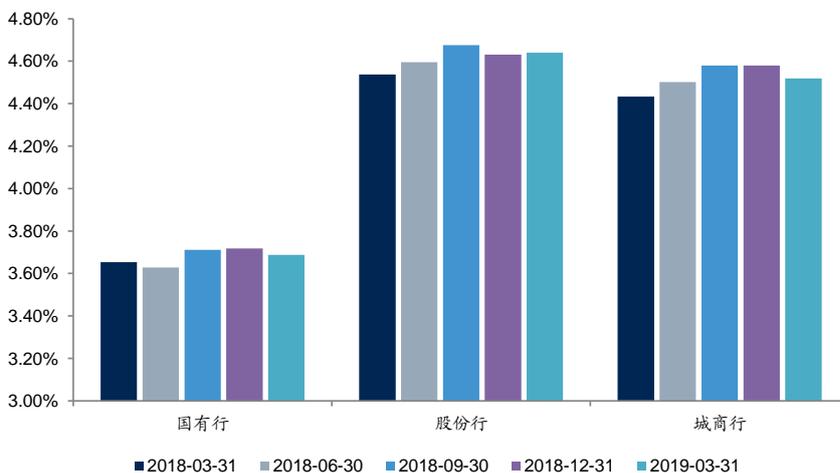
图 7: ...但是银行的存款成本仍在上升。相比之下, 大行存款成本上升更少



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

✓ 2019 年一季度净息差回落, 则是因为计息负债付息率上升、生息资产收益率下降 (图 5)。分类型银行来看, 计息负债付息率上升主要是国有行上升较快, 股份行、城商行略有下降 (图 6), 跟上一段所分析的存款成本上升、同业融资成本下降有关。但是我们也注意到, 中小行的计息负债付息率下降势头也明显放缓, 显示出负债端的重定价可能已经接近尾声; 生息资产收益率下降, 则是国有行、城商行收益率下降 (图 8), 我们认为跟资产端逐渐到期重定价有关。

图 8: 一季度国有行、城商行生息资产收益率 (还原基金分红及 FVPL 收益) 下降



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

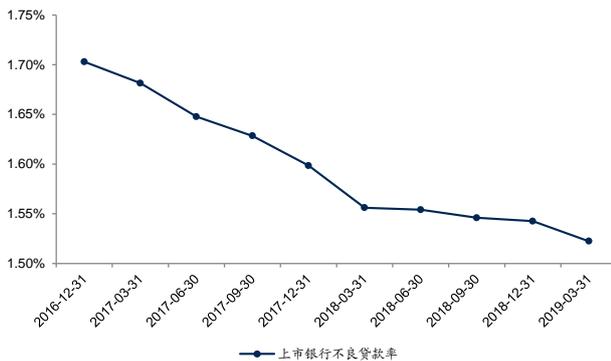
我们判断 2019 年后续净息差环比将保持稳定或略有回落。我们认为负债端同业融资的重定价接近尾声, 而资产端重定价将在接下来几个季度逐渐进行。如果后续市场利率维持低位, 则银行净息差将承压。考虑到很多银行加大高收益零售资产投放, 净息差亦有可能维持稳定, 因此我们判断 2019 年后续净息差环比将保持稳定或略有回落。

驱动因素之资产质量：边际生成加快

2018 年和 2019 年一季度上市银行部分不良贷款指标好转，但不良贷款的边际生成加快。从主要观测指标来看：

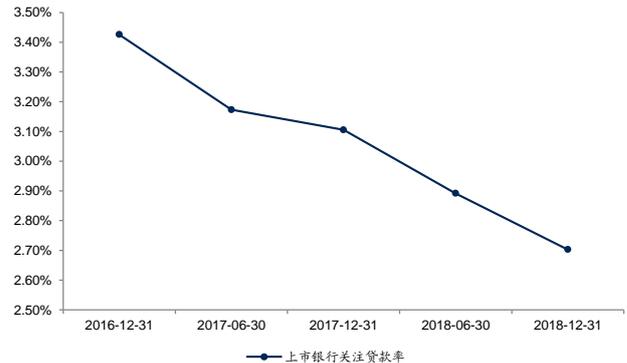
- ✓ 上市银行整体不良贷款率、关注贷款率持续回落，逾期率去年上半年小幅回升之后，下半年再次下降；不良/逾期 90 天以上贷款上升。这些指标表现较好；

图 9：上市银行 2018 年以来不良贷款率持续回落...



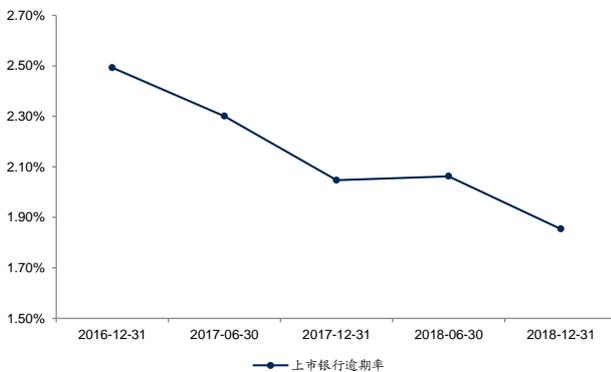
资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 10：...关注贷款率持续回落...



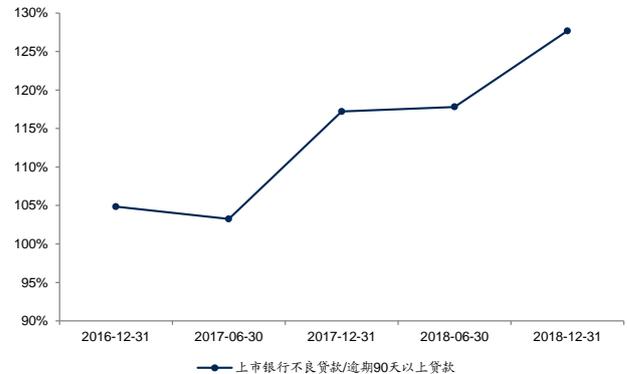
资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 11：...逾期率下半年再度下降...



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

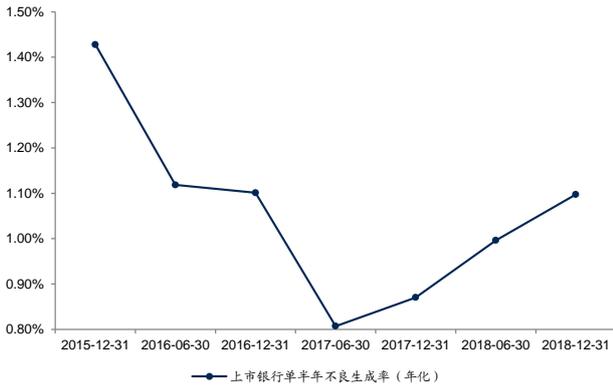
图 12：...不良/逾期 90 天以上贷款上升



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

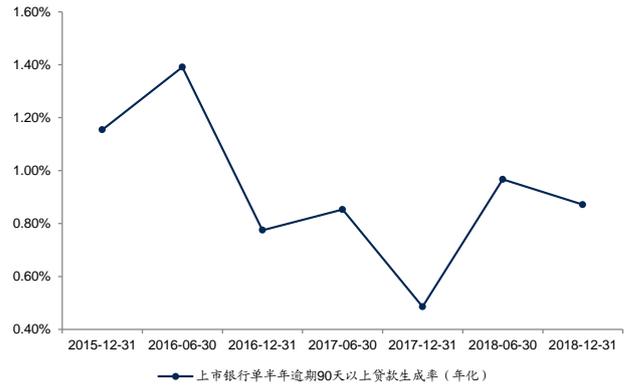
- ✓ 但不良生成率、逾期 90 天以上贷款生成率同比均有所上升。可能是受前期经济下行、监管从严等因素影响，2018 年下半年不良生成率同比上升。考虑到 2018 年存在部分银行逾期 90 天以上贷款一次性进不良的扰动，我们观察逾期 90 天以上贷款生成率，发现该指标同比也是上升的。

图 13: 不良生成率同比上升



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

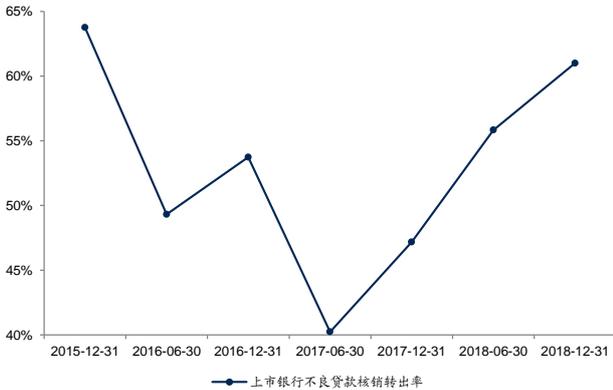
图 14: 逾期 90 天以上贷款生成率同比上升



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

✓ 我们还观察到, 上市银行加大了不良贷款的处置力度, 核销转出率同比上升; 此外, 随着不良生成率上升, 贷款损失准备的计提力度也有所减弱。当然, 这两个指标的变动可能也跟逾期 90 天进不良有部分关系。

图 15: 不良贷款处置力度再次加大



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

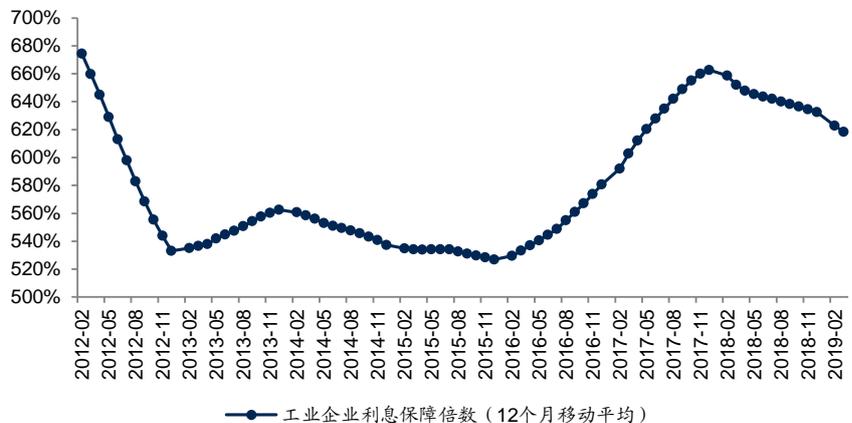
图 16: 贷款损失准备计提力度减弱



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

工业企业作为银行不良资产主要来源之一, 其偿债能力自 2018 年以来持续下降, 今年以来未见明显好转, 我们判断行业后续不良生成率仍有上升压力。

图 17: 工业企业偿债能力下降

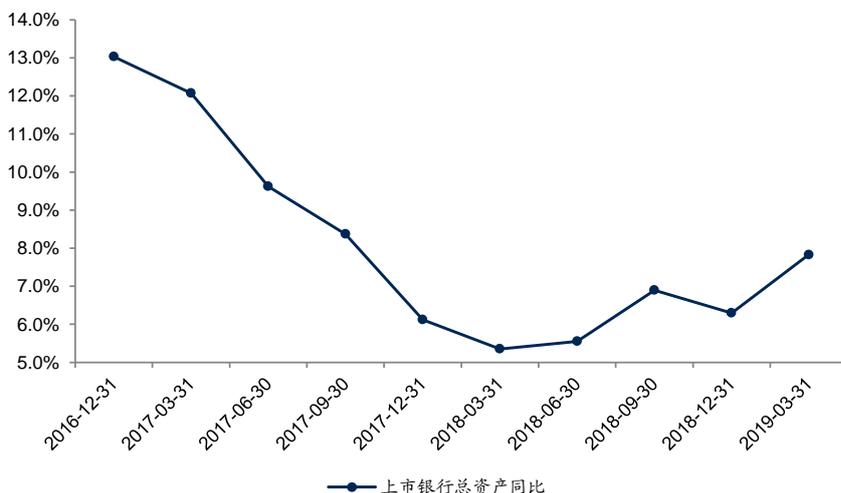


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

驱动因素之资产规模：增速小幅回升

资产增速一般与利率（或净息差）反向变动，所以我们看到去年三季度以来上市银行总资产增速有所回升。随着各项宽信用措施的推进，我们预计行业总资产增速后续仍将有小幅上升，但对净利润增长贡献不会很显著。

图 18：2018 年三季度以来上市银行总资产增速有所回升



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

其他因素：手续费增速低基数下有望好转，其他非息收入存在波动性

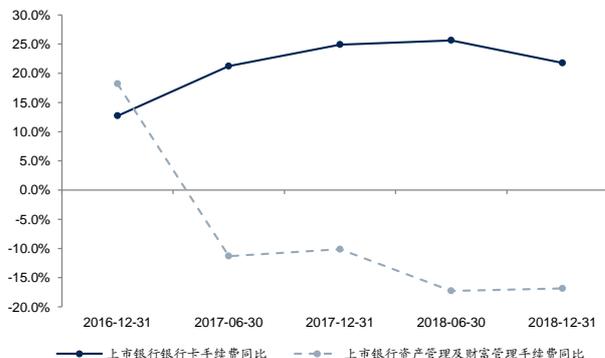
2017 及 2018 年手续费净收入增速不佳。手续费核心收入来源是两大类（其他来源比较分散）：一是银行卡，二是资产管理及财富管理手续费（包括理财、代理、受托三项）。2017 年以来不少银行加大信用卡业务投入，银行卡收入同比快速增长；但受资管监管加强、资本市场表现不理想等诸多因素影响，资产管理及财富管理手续费同比负增长。2019 年以来，在低基数以及理财业务逐步转型、资本市场回暖等因素影响下，手续费净收入有望对净利润增长形成正贡献。

图 19：上市银行手续费净收入增长 2017 年以来表现不佳，2019 年好转



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

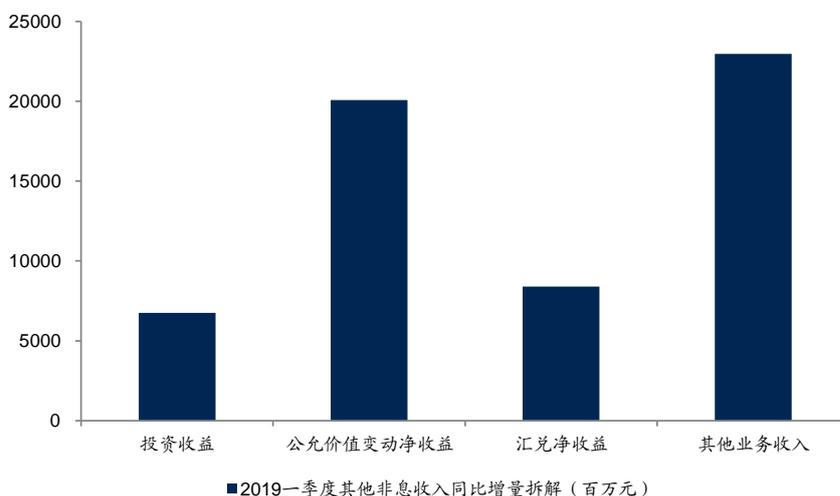
图 20：2017 年以来银行卡收入增长较快，但资产管理及财富管理收入增速下滑



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

此外，一季度其他非息收入增长较快，很大程度上是公允价值变动收益以及汇兑收益增加较多导致，这类收入的波动性很大，未来能否持续存在不确定性，但是我们判断其对净利润增长的贡献大概率是下降的，因为 2018 年后三个季度这两项收入合计的基数远高于一季度。

图 21：2019 年一季度其他非息收入（剔除基金分红及 FVPL 投资收益）增长主要是高波动性的公允价值变动收益和汇兑收益



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：“其他业务收入”的增长伴随着营业支出中的“其他业务成本”的增长，两者抵消后变动不大，我们一般不做关注。

展望：维持行业景气度下行的判断

此次年报和一季报数据，符合我们年度策略中所提的“2019 年行业景气度下行”的判断。目前我们继续维持这一判断，理由亦跟年度策略一致，包括：

- ✓ 一是在市场利率维持低位的情况下，随着负债端重定价接近尾声，资产端逐渐开始重定价，行业净息差有下行压力，但考虑到银行高收益零售资产投放增加有望支撑净息差，我们预计后续净息差将稳定或略有下行。由于 2018 年下半年净息差基数较高，我们认为 2019 年净息差对净利润增长的贡献将大幅下降；
- ✓ 二是从当前数据来看，工业企业偿债能力仍在回落，而工业企业是银行不良贷款的主要分布区，因此工业企业偿债能力的持续回落将导致银行不良生成压力继续增加。再考虑到近期监管文件《商业银行金融资产风险分类暂行办法》已开始征求意见，后续实施之后，不良资产分类的严格程度增加，也可能会带来部分资产减值损失计提压力；
- ✓ 第三，虽然手续费净收入增速有望对净利润增长形成正贡献，但从历史数据来看，手续费净收入构成散乱，一般不是净利润增长的决定性因素。

最后，鉴于 2018 年行业净利润增速较前三季度陡然下降导致基数较低，我们预计 2019 年行业净利润增速跟 2018 年大致相当。

投资建议

考虑到 2019 年行业整体景气度下行，我们预计未来一年板块整体估值很难有提升，板块收益仍以赚取 ROE 为主。我们维持行业“超配”评级，在个股方面建议优先选择以大型企业为主要客群、基本面稳健、估值低的大型银行，和以

中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行，推荐农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

风险提示

2018年以来，受新会计准则影响，部分数据如净息差、生息资产收益率等与历史不完全可比，我们力求将口径调整为跟历史一样，但调整过程中难免存在误差。因此我们建议不必过分关注细小的波动，而要抓住大的趋势；

另外，如果货币政策或宏观经济出现较大波动，可能会对我们的预判产生影响。

表 1: 重点个股估值表

收盘日:		收盘价 (元)	ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2019/4/30	2018A		2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601288.SH	农业银行	3.76	13.0%	12.1%	11.6%	5.1%	4.4%	4.5%	0.83	0.76	0.70	6.6	6.4	6.1
601988.SH	中国银行	3.89	11.8%	11.1%	10.9%	4.5%	3.9%	4.9%	0.76	0.70	0.65	6.6	6.4	6.1
600036.SH	招商银行	34.45	15.8%	16.0%	16.3%	14.8%	14.3%	14.4%	1.72	1.52	1.34	11.0	9.6	8.4
601166.SH	兴业银行	19.92	13.7%	13.4%	13.1%	6.0%	8.6%	8.2%	0.94	0.84	0.76	7.0	6.4	5.9
600016.SH	民生银行	6.40	12.3%	11.6%	10.6%	1.0%	3.9%	4.8%	0.68	0.62	0.57	5.4	5.2	5.0
600000.SH	浦发银行	11.97	12.5%	12.5%	12.0%	3.1%	10.7%	6.9%	0.80	0.71	0.65	6.5	5.8	5.5
601998.SH	中信银行	6.29	10.6%	10.1%	9.7%	4.6%	4.2%	3.1%	0.77	0.71	0.65	7.1	6.8	6.6
000001.SZ	平安银行	13.85	10.8%	10.6%	10.3%	7.0%	6.9%	7.1%	1.08	0.98	0.89	9.9	9.3	8.6
601818.SH	光大银行	4.17	10.8%	10.7%	10.4%	6.7%	6.0%	5.6%	0.75	0.69	0.64	6.8	6.4	6.0
600015.SH	华夏银行	8.02	11.4%	9.3%	8.1%	5.2%	3.3%	3.5%	0.63	0.50	0.47	6.2	6.0	5.8
601169.SH	北京银行	6.37	10.9%	10.6%	10.6%	6.8%	6.2%	6.9%	0.77	0.71	0.66	7.0	6.6	6.1
601009.SH	南京银行	8.67	15.2%	15.2%	15.4%	14.5%	13.2%	13.0%	1.08	0.96	0.85	6.9	6.1	5.3
002142.SZ	宁波银行	22.90	16.9%	15.3%	15.6%	19.9%	17.9%	15.9%	1.81	1.55	1.33	10.9	9.2	7.9
600919.SH	江苏银行	7.34	11.2%	11.5%	11.7%	10.0%	11.9%	10.0%	0.83	0.75	0.69	7.0	6.2	5.6
601128.SH	常熟银行	8.16	12.8%	12.4%	13.0%	17.5%	17.9%	19.0%	1.60	1.31	1.20	13.8	11.7	9.8
平均			12.6%	12.1%	11.9%	7.8%	8.1%	7.9%	0.98	0.87	0.79	7.8	7.1	6.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032