

2019年05月15日

证券研究报告 | 行业点评

# 金融行业中期策略：不确定中寻找确定性

证券分析师：马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

研究助理：蒋江松媛

二零一九年五月

# 第一部分：银行

## 不确定中把握“确定性”，继续看好银行板块的投资价值

- 当前市场上宏观经济与政策环境等不确定性较多，但银行板块估值低，盈利能力较强，继续看好其配置价值

# 第一章

## 宏观经济与政策环境

- 宏观经济：弱化扰动，把握核心确定的因素
- 资金面：金融市场持续宽松，关注社融节奏
- 政策环境：金融供给侧改革 — 关注差异化政策

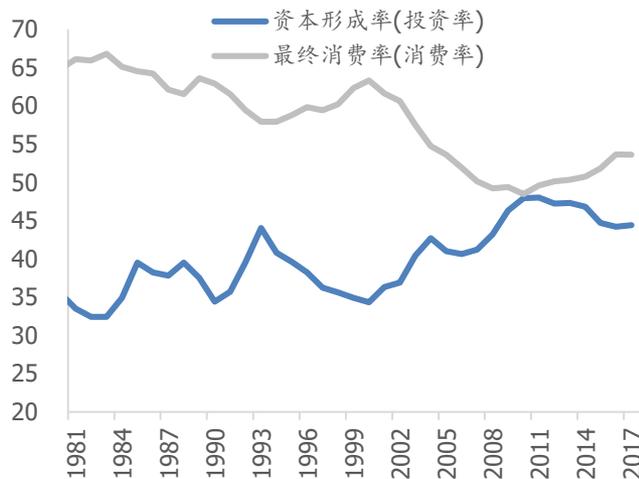
**核心观点：**站在当前时点展望下半年宏观经济，扰动因素多、不确定性强，较难把握。但我们可以把握的是：**1)**即便不考虑外围因素影响，我国经济结构也处于换挡期，靠基建地产拉动等快速增长长期已结束；**2)**外围因素+经济结构调整，预计资金面仍将“合理充裕”；**3)**减税降费叠加金融供给侧改革，中小企业的信用环境改善，对就业、经济均起到托底作用。综合看，我国产业资源丰富、政策执行力强，经济韧性较强。

- **外围因素扰动：**贸易战作为中美双方长期博弈的一个过程，将会对我国出口有一定的影响和扰动。但中国的经济结构相对均衡，国内产业资源丰富，中华民族勤奋自律，中长期来看能跨越贸易战带来的短期负面影响。
- **我国经济处于换挡期，经济结构调整转型：**从10年以来，投资率从48%以上下降到44%；而消费率从48%上升到接近54%，经济结构正向消费拉动转型。
- **信用环境：**在18年政策不断引导“宽信用”的情况下，企业信用环境已有企稳迹象（社融增速稳步在10.4%左右），且在减税降费政策不断落地的情况下，企业偿付能力边际有所改善。从近期信用债违约情况来看，19年1-4月的违约数量71只，违约金额下降至473亿，环比18年下半年下降60%以上，已有明显改善。

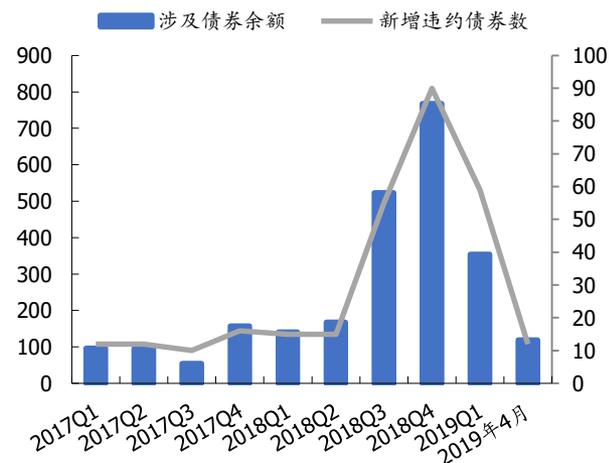
图：近期出口数据波动较大（%）



图：10年以来，消费率明显上升（%）



图：19年以来债券违约情况边际改善（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## ■ 金融市场资金面：或将持续宽松。

1) 当前资金利率处于历史较低水平。18年以来资金利率虽然阶段性的短期有所波动，但是总体看还是处于历史较低的位置。

- ✓ 当前DR007、R007、3个月同业存单发行利率、10年期国债收益率分别为2.62%、2.75%、3.34%、2.95%，基本是15年以来的最低水平。
- ✓ 19年以来R007、10年期国债平均利率为2.54%、3.18%，与07年以来历次“经济底部”的利率水平基本相当（09年为0.95%、3.97%；12年为3.19%、3.26%；15年为2.38%、3.51%）。

2) 预计未来还会持续宽松。一方面外围不确定性因素加大，另一方面内部经济型换挡期下经济仍有下行风险（4月PMI、社融增速已双双回落），政策仍需托底，预计未来将持续宽松。

## ■ 社融结构：预计全年增速为10.4%，19Q1或为高点。

1) 信贷：全年保持稳定。银行的信贷投放，除受融资需求的影响外，也受存款增长、一系列监管指标的约束，如流动性类指标、资本充足率等。综合这些因素，我们粗略预计2019年信贷投放规模为16.7万亿，目前2019Q1的投放量为6.28万亿，占比为38%。虽然节奏上难免继续前高后低，但全年来看，信贷投放仍较为稳定。此外，受政策影响，客户结构上预计将向中小企业倾斜。

2) 表外融资：处置压力边际放缓，预计保持平稳。

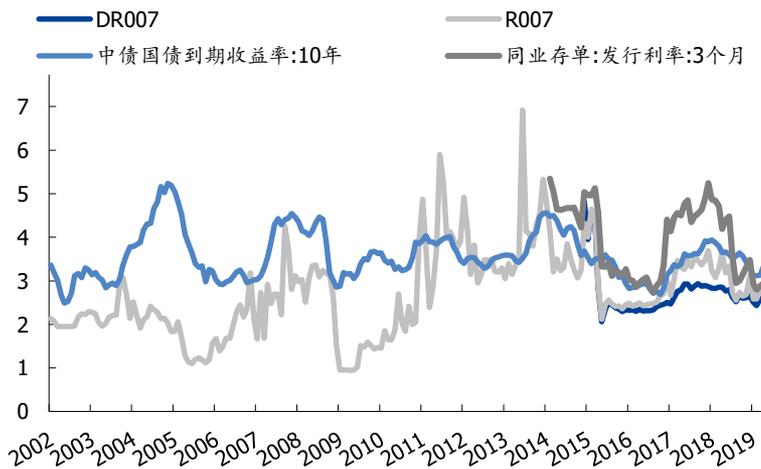
《720指导意见》明确“过渡期内老产品可以对接新资产”，从银行实际经营情况来看，存量非标可续作，但新增非标部分需满足资管新规的期限匹配等要求。

下半年理财子公司将逐步落地，《理财子公司细则》对非标投资的比例有所宽松（仅要求投资总额不超过理财产品净资产的35%），但受制于地方政府债务约束、新增非标部分仍需满足资管新规要求等因素，预计新增部分空间有限。

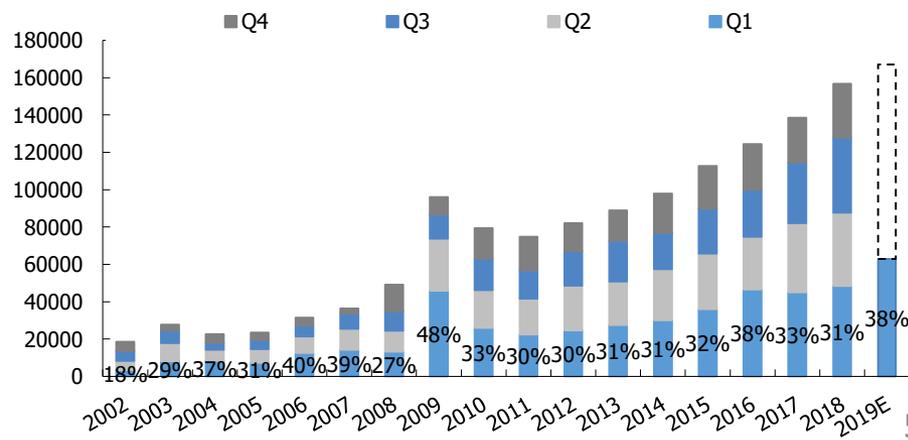
3) 信用债：预计将逐步回暖。政策引导下（发挥民企纾困基金、CRMW等增信作用，及对引导银行对中小企业的信贷投放力度加大），信用环境或逐步恢复，信用债发行预计继续回暖（1-4月企业债融资共计1.27万亿，已同比多增3200亿）。

4) 股权融资：预计保持稳定。截止5月12日，上交所已经受理108家企业的申报，单家拟募集金额在10亿左右，预计下半年将陆续有企业上市。此外，19年以来，IPO过会率提升，以及再融资松绑，预计股权融资将保持稳定增长。

图：市场利率基本处于历史较低水平（%）



图：02年以来对实体经济发放的贷款分季度情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

短期来看，对银行经验层面来讲，金融供给侧改革更多的是信贷结构调整，支持民营、小微企业；政策引导越来越有针对性和差异化安排。

## ■ 18年以来政策不断引导银行加大对实体经济（尤其是小微、民企）的支持力度，目前已初见成效。

- 1) 18年银行业信贷投放力度明显加大，中小行尤为明显（上市城商行、农商行18年新增贷款为9665亿、917亿，约为17年增幅的1.52、1.82倍）。
- 2) 结构上小微贷款增长明显加快（披露相关数据的上市银行18年同比增24%，远高于贷款整体增速10.8%）。

## ■ 政策角度：差异化融资政策或为重要方向。

### 1) 差异化存款准备金率的政策框架。

A. 中小行差异化降准。5月6日央行针对县域农商行大幅降低存准率至仅8%，预计未来对于区域性中小行还有较大的降准空间；

B. 发挥普惠金融降准的作用。（可进一步放松I、II档的考核标准，或进一步加大降准幅度）。

### 2) 发挥创新型公开市场工具的“定向滴灌”作用。

A. 针对中大型银行可加大TMLF的施行力度（具有期限长、利率低的特点，但目前19Q1、Q2分别实施2575亿、2674亿，未来空间较大）；

B. 针对中小行加大在贷款、再贴现的支持力度。

## ■ 银行经营角度：关键在于平衡收益与成本。

银行开展小微、民企业务天然具有高信贷成本（18年不良率高达6%左右）、高人力成本的特点，因此政策的核心在于多措并举减轻其“综合成本”，包括：

- 1) 保持较低成本的资金环境；
- 2) 适度放宽监管指标（如调整MPA考核参数、降低小微业务的资本占用系数、细化不良容忍度管理等）；
- 3) 进一步降低其他综合成本（如对其利息收入进一步税收减免等）。

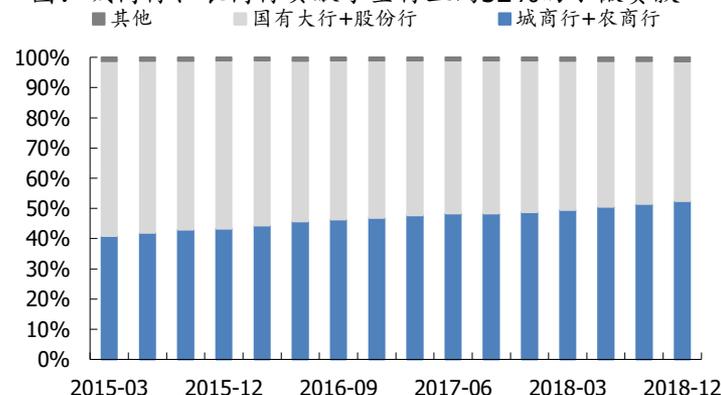
深耕小微业务、区域经济发达且风控过硬的中小行相对受益。因其经过多年的积淀，业务角度上更擅长这类信贷的投放、管理与风控（城商行+农商行贡献了全行业52%的小微贷款），将充分受益于优惠政策。

诚信|担当|包容|共赢

图：上市银行小微贷款投放情况（亿元）

上市银行	小微贷款余额	占贷款余额比重	较17年末增速
工商银行	3216.85	2.09%	18.06%
建设银行	6310.17	4.58%	50.78%
农业银行	4937.00	4.13%	28.90%
中国银行	3042.00	2.57%	12.26%
交通银行	1149.74	2.37%	29.63%
招商银行	3505.34	8.91%	12.09%
中信银行	1363.53	3.78%	48.45%
民生银行	4069.38	13.31%	13.31%
兴业银行	919.98	3.14%	61.38%
光大银行	1281.76	5.29%	30.74%
北京银行	4256.00	33.73%	19.18%
南京银行	1652.31	34.40%	14.69%
上海银行	170.01	2.00%	34.33%
江苏银行	3635.00	40.88%	16.13%
郑州银行	228.22	14.30%	26.74%
长沙银行	526.43	25.75%	26.39%
青岛银行	98.81	7.79%	33.04%
西安银行	243.10	18.32%	21.74%
常熟银行	603.63	65.05%	
青农商行	46.32	3.38%	

图：城商行、农商行贡献了全行业约52%的小微贷款



资料来源：Wind，国盛证券研究所

# 1.3 政策环境：金融供给侧改革——相关政策不断加码

图：现有的小微、民企监管要求与政策优惠

类别	小微	民企
<b>一、相关要求</b>		
核心要求	“两增两控”：	“一二五”要求：
“量”增	除“两增两控”外，单独提出国有大行19年普惠型小微贷款力争增长30%以上。	除“一二五”指导性要求外，尚无具体要求，但提及要重点考核考核服务企业数量和金额。
“价”控	1) 明确要求19年国有大行的小微企业贷款利率需下降1pc。 2) 银行内部转移定价（FTP）要给予优惠，压低小微资金成本。	1) 授信不得附加条件（不得要求以贷转存、严惩强行返点）。 2) 同等条件下民企和国企贷款利率和贷款条件保持一致。
单列全年计划	1) 年初单列全年小微信贷计划，执行过程中不得挤占、挪用。 2) 制定“四单原则”。	每年制定民营企业服务目标。
组织机制、银行定位	1) 要求国有大行设立普惠金融事业部，支持区域性银行在小微企业集中的地区设立村镇银行。 2) 要求农商行准确把握自身在银行体系中的差异化定位，专注服务本地、服务县域、服务社区，专注服务“三农”和小微企业。	
不得盲目抽贷	对于经营良好、暂遇流动性困难的企业，要求银行不得盲目抽贷、断贷。	
<b>二、相关优惠</b>		
风险权重优惠	在权重法下适用75%的优惠风险权重，在内部评级法下比照零售贷款适用优惠的资本监管要求。研究放宽小微企业贷款享受风险资本优惠权重的单户额度限制。	尚无相关规定。
利息收入的增值税减免	从18年9月1日至2020年底，将符合条件的小微贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限，由100万元提高到500万元。	无相关规定
贷款期限	推广无还本续贷。	鼓励银行向民营企业发放3年期以上的中长期贷款。
扩展融资渠道	鼓励金融机构创新大额存单、可转换票据、集合债券等产品，引导更多社会资金投向小微企业，拓宽直接融资渠道。	加大票据融资支持力度、加快民营和地方法人、设立联合授信试点、加大非信贷类融资渠道（促进地方股权融资的规范发展和直接融资）。
提高不良贷款容忍度、尽职免责	推进尽职免责外，小微不良率容忍度为“不高于各项贷款不良率3%”。	进一步明确尽职免责。
支持银行资本补充	加快商业银行资本补充债券工具创新，支持通过发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券等创新工具补充资本。	
差异化货币政策	1) 对大中型银行：创设定向中期借贷便利（TMLF，期限可长达3年，利率仅3.15%）。 2) 对中小金融机构：增加再贷款和再贴现额度、差异化降准（已将多数县域农商行存准率降至8%）、进一步研究更低的存准率框架。 3) 继续放宽普惠金融降准要求，或加大期降准幅度。	
调整MPA参数	合理调整商业银行宏观审慎评估参数，以鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放。	
增信	设立国家担保基金，小微担保金额占比不低于80%，其中支持单户授信500万元及以下小微企业贷款及个体工商户、小微企业主经营性贷款的担保金额占比不低于50%。19年需支持小微企业2000亿元担保贷款、户数10万户以上。	
纳入MLF担保品范围	不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），单户授信1000万元及以下的小微企业贷款和绿色贷款。	
丰富信贷资产流转	支持银行业金融机构通过多种方式盘活小微企业信贷资源。鼓励符合条件的银行业金融机构一次注册、自主分期发行，开展小微企业贷款资产证券化业务。	
推广债券融资支持工具	确保19年民营企业发债融资规模、金融机构发行小微企业专项金融债券规模均超过2018年水平。	

资料来源：国务院，央行，银保监会，国盛证券研究所整理

## 第二章

# 银行报表表现

- 资产质量：风险可控，资产质量更扎实
- 量：继续保持稳中略升
- 结构：存贷款占比将继续提升，信贷结构持续调整优化
- 价：息差上升动能已减弱，下半年或稳中略降
- 中收：低基数效应，同比或改善

**核心观点：**资产质量为银行价值的核心要素，监管引导银行认定趋严，资产质量越来越扎实；同时拨备覆盖率提升，风险抵御能力增强，利于估值中枢提升。

## ➤ 银行积极应对：核销及转出力度加大、不良认定趋严

- 1) 核销力度加大。18年上市银行共核销贷款超过7318亿，较去年同期多核销近1625亿。
- 2) 监管引导下，上市银行整体不良认定趋于严格。目前大多数银行将逾期90天以上贷款全部纳入不良。

## ➤ 从更客观的逾期指标来看，资产质量仍较为稳健

- 1) 关注类贷款占比继续大幅改善，较18H大幅下降19bps至2.69%。
- 2) 逾期贷款占比较18H下降21bps至1.85%，逾期90天以上贷款占比下降11bps至1.20%。

➤ **剔除不良认定因素后，实际风险小幅提升、且整体可控：**我们假设行业不良/逾期90天以上贷款与17年保持一致，不考虑其它变量的情况下，粗略测算行业不良生成率降至0.92%，较17年小幅上升4bps，整体可控。

## ➤ 展望下半年：

- 1) 经济仍有下滑压力，需进一步关注不良风险的走势（特别关注贸易战不确定性因素对出口型企业的影响）。
- 2) 上市银行资产质量将更为扎实。监管引导下（特别是《风险分类新规》出台后），银行信贷、投资类资产将严格按照逾期情况分类（对大多数上市银行而言压力不大），IFRS9准则切换下银行也一次性加大了拨备计提力度。风险可控+资产质量更扎实有利于减轻市场对“隐藏风险”的担忧，利于估值水平提升。

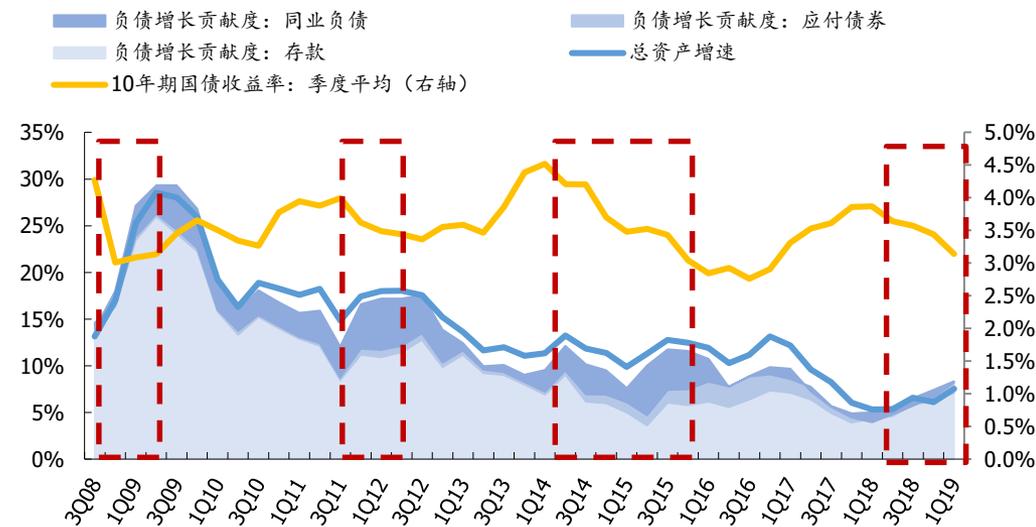
图：上市银行18年不良指标一览（亿元，%）

	不良率	关注类 贷款占比	不良 生成率	剔除不良认定 影响的 不良生成率	逾期贷款 占比	逾期90天以上 贷款占比	不良/逾期 90天以上	核销金额	核销 同比增速	核销占 利润比重
国有大行	1.50%	2.81%	0.78%	0.71%	1.66%	1.07%	139.26%	3,874.15	20.25%	38.40%
股份行	1.68%	2.58%	1.68%	1.47%	2.36%	1.55%	108.73%	3,046.90	40.53%	82.07%
城商行	1.31%	1.70%	1.17%	1.00%	1.78%	1.15%	113.77%	348.94	32.15%	34.73%
农商行	1.48%	3.61%	1.05%	0.76%	1.67%	1.04%	141.82%	48.16	24.02%	55.04%
上市银行整体	1.53%	2.69%	1.04%	0.92%	1.85%	1.20%	127.36%	7,318.15	28.55%	49.14%

预计“低利率+宽信用”环境将持续，大多数上市银行资产负债结构调整到位，MPA、资本金约束相对减缓，行业规模增速或将稳步提升。但相比前几轮“宽信用”周期，由于同业负债、同业存单、非标投资业务受到相关监管，因此增速提升幅度有限。

- **宏观环境：**回顾08-09年、11-12年、14-15年三轮“宽信用+利率下行”周期，行业资产增速均有所回升（分别提升了15.4pc、3.19pc、2.56pc）。
- **资本金约束：**资本密集补充（18年至今上市银行已完成再融资规模接近8800亿）+内生利润增长，资本金扩充对规模提升有支撑。
- **资产负债调整压力减轻：**17年起各家银行加大资负结构调整，多数银行调整完毕结束缩表。
- **MPA考核约束：**央行调整结构性参数 $\alpha$ ，广义信贷增速上限提升，为规模增长打开空间。

图：历史上“宽信用+利率下行”周期中行业规模增速均有所提升



但预计行业规模增速提升幅度相对有限。主因信用宽松周期与往轮相对不同：

- ✓ **11-12年、14-15年：**主要通过同业负债+同业存单的方式获取资金来支撑规模的快速扩张。
- ✓ **当前：**“同业存单+同业负债”占比需满足低于33%的监管要求，通过市场资金加杠杆的空间有限。

注：央行调整结构性参数 $\alpha$ 新闻来源：<https://www.fx678.com/C/20180726/201807261543361440.html>

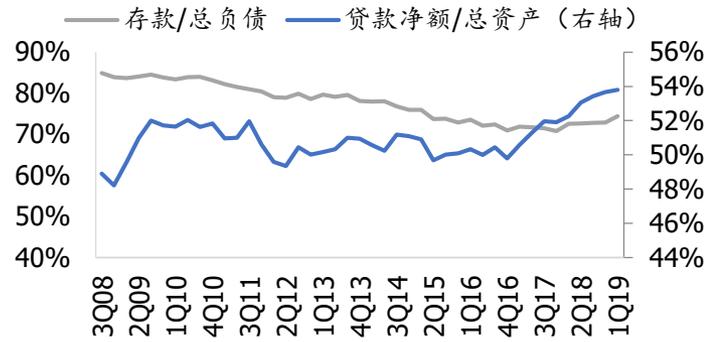
## ■ 资产端：信贷仍为核心资产，多投零售、小微，关注票据变化

- ✓ **信贷占比将继续提升：**1) 银行间资金已非常充裕（隔夜Shibor利率降至1%左右）；2) 外围环境不确定性加大+内部经济尚未完全企稳，监管仍将鼓励放贷；3) 静待实体经济中长期信贷需求回升。
- ✓ **继续多投零售：**15年以来，行业新增零售贷款占比逐步提升至50%左右，零售贷款存量占比也提升至34.2%。
  - ✓ **供给端：**银行投放意愿较强，主要有三层因素：1) 风险分散。客户单笔金额小，可有效分散风险（零售整体不良率低于对公1pc以上）；2) 收益率相对较高；3) 资本占用风险权重较低。个人按揭贷款信用风险权重为50%，其他个人贷款75%，对公贷款则为100%。
  - ✓ **需求端：**居民购房、消费需求仍相对于对公贷款较为稳定。
- ✓ **小微贷款增长将继续加速：**18年披露相关数据的上市银行共计新增小微贷款约8000亿，同比增24%（详细数据见前文1.3）；19年在“两增两控”要求继续保持，新增提出国有大行普惠型小微贷款增速不低于30%。
- ✓ **关注票据变化：**若实体经济的流动性边际收紧，票据贴现类贷款的投放量将率先减少、或者票据的利率将率先回升。

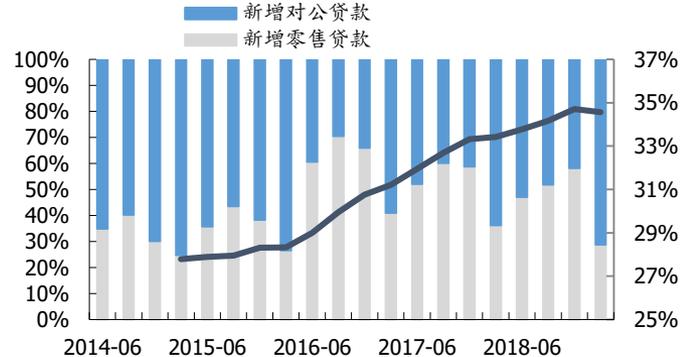
## ■ 负债端：存款仍为核心负债，竞争压力边际减弱

- ✓ **存款仍将为负债核心：**1) “同业存单+同业负债”占比限制在33%以内；2) 各流动性指标中存款为“重中之重”，边际上看：
  - ✓ **边际竞争压力有所减弱。**1) 低资金利率环境下（余额宝的收益率甚至低于3%）互联网金融“分流效应”边际减弱；2) 结构性存款冲击边际减弱，部分18年高增的结构性存款，到期后将逐步重定价。
  - ✓ **结构上，定期化中长期趋势仍将持续。**1) 流动性管理引导银行拉长负债久期；2) 居民理财意识提高，定期存款（含结构性存款）相对利率更高，更利于竞争客户；3) 企业流动资金并不充裕（M1中的单位活期存款增速已由17年15%左右的水平降至19年1月为-2.2%，但19年2月以来又企稳回升至3%左右，这一点或成为下半年的扰动因素）。
- ✓ **同业融入资金预计稳定：**1) 监管引导下，当前同业融入资金已从15年“规模扩张工具”回归“流动性管理工具”。2) 各上市银行负债结构基本调整到位。“同业存单+同业负债”占比均控制在33%以下，未来同业融入整体再度扩张的可能性不大。3) 部分同业负债占比较低、流动性监管指标压力不大的银行，在满足监管的情况下，也有一定的增长空间。

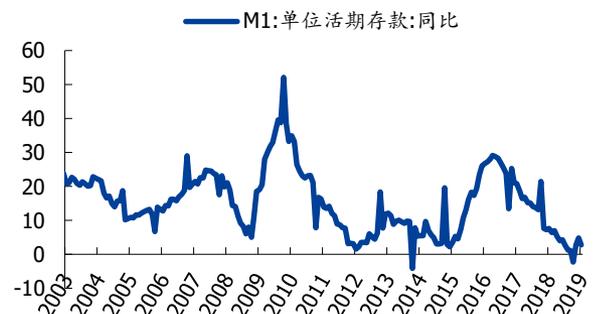
图：老16家上市银行存、贷款占比不断提升



图：15年以来行业信贷资源持续向零售倾斜



图：单位活期存款增速已降至低位，且19年来有所企稳



资料来源：Wind, 国盛证券研究所

## 2.4 价：息差上升动能减弱，下半年或稳中略降

从银监资产端的票据利率、同业资产利率、部分投资资产利率,负债端的同业融入利率、结构性存款利率等均与资金面宽松情况有较大相关性。而资金面的宽松情况,面临较大的不确定性。从历史数据来看,19Q1的资金面已较为宽松。受外围因素影响,未来或维持在较低水平,但继续大幅宽松的空间或有限。

►资产端：信贷占比提升及结构优化+票据利率触底，利好生息资产收益率边际改善

若实体经济的流动性边际收紧，票据贴现类贷款的投放量将率先减少、或者票据的利率将率先回升（4月以来，票据的利率水平已由2.8%反弹至3.0%），对贷款端利率的压制边际减弱。

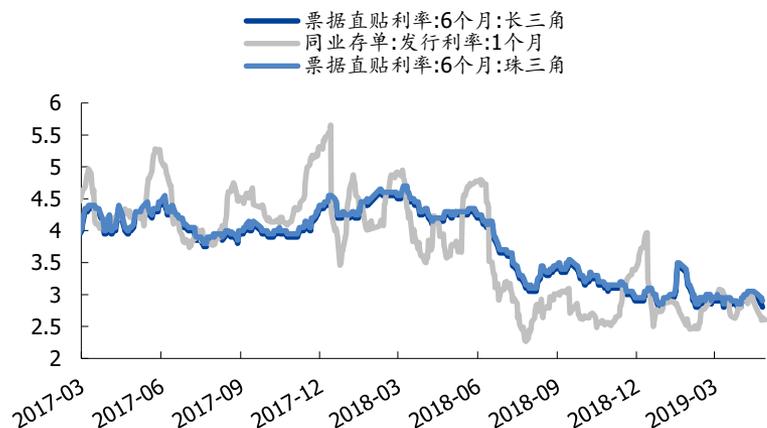
►负债端：19Q1降准1pc, 资金面较为宽松。未来不确定性较大,但边际更宽松的空间较小。

A、降准：粗略测算，每降准1pc，释放资金约1.5万亿，若其中一半用于置换MLF，则对净息差的改善幅度为2bps。

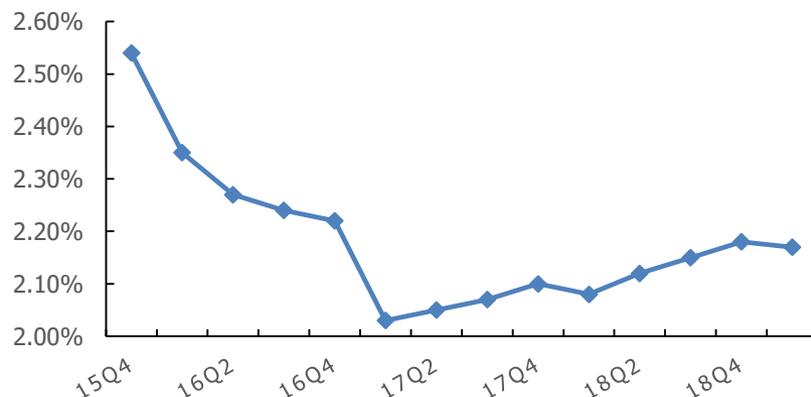
B、同业融入资金：一季度股份行、城商行的息差改善幅度较大，主要是受益于同业利率下行。但近期同业利率已较低位有所提升。未来或底部运行，但波动或将加大。

C、存款：低利率环境利于存款吸收，但结构性存款仍与同业利率相关性较大。Q1资金利率较低（如余额宝的收益率甚至低于3%）利于银行吸收存款。即便是以成本较高的结构性存款的方式。此外，2018年银行做的部分结构性存款，在到期后逐步重定价，也有利于银行负债端成本的改善。

图：同业存单发行利率、票据利率触底（%）



图：近年来银行业净息差整体水平

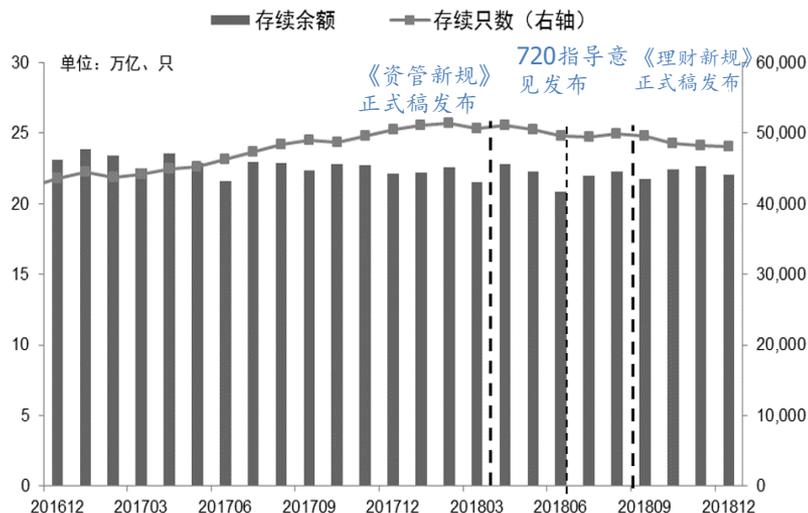


**19Q1行业手续费及佣金净收入已出现了明显回暖，增速较18Q4大幅提升12.9pc至14.93%，预计主要是银行卡业务保持高增的同时，理财、托管、代销业务边际回暖。展望下半年，理财规模预计稳定回升（产品调整压力减轻+子公司筹建不断推进），代销、托管等手续费在18年下半年资本市场低迷带来的低基数效应下，预计也有较好表现；整体中收预计仍将持续回暖。**

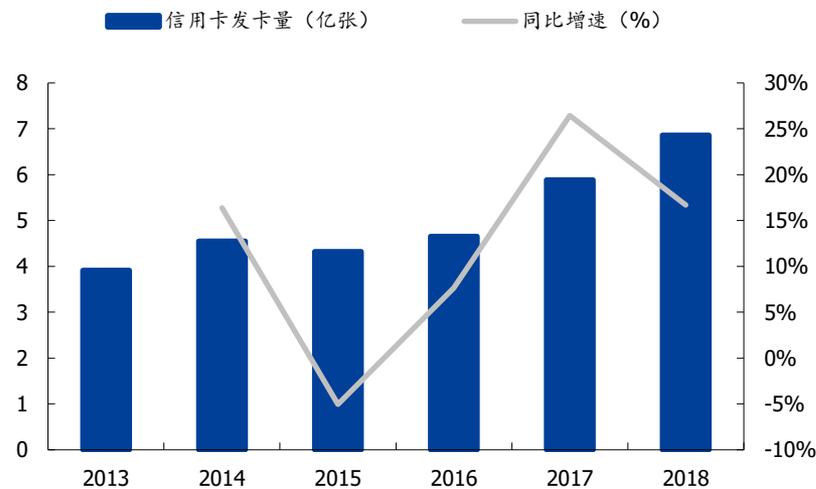
## ◆ 手续费及佣金收入：银行卡手续费将继续高增长，关注理财、代销等业务回暖

- **理财：**产品调整压力减轻+子公司筹建推进，预计理财规模或将稳定回升。但各家净值化程度不同，理财业务经营情况或将分化，理财整体对于中收贡献或将减弱。密切跟踪下半年，或由于监管环境的变化而波动。
- **代销、托管业务：**下半年资本市场走势仍有一定不确定性。但低基数效应下同比或改善（18年下半年股票市场表现较弱：上证综指下跌12%以上，股基日均成交额仅不到3500亿）。
- **银行卡：**预计收入仍将继续保持较快增长。
  - ✓ **空间：**我国信用卡市场仍有广阔发展空间（我国人均持卡量不足1张 VS 美国人均持卡3张）；17-18年年均新增发卡量在1亿张左右，增速较快。
  - ✓ **银行自身：**低资本占用+风险分散，银行投放意愿较强。

图：银行业理财规模情况（万亿）



图：中国信用卡发卡量保持较高增速



# 第三章

## 估值与个股推荐

- 板块估值仅**0.8x**，处于历史低位，安全边际足
- 个股关注三条主线：
  - ✓ 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；
  - ✓ 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；
  - ✓ 关注大行的补涨机会。

# 3.1 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**0.80x**，处于历史较低水平；对应隐含不良率**12%**（Q1实际不良率仅**1.52%**），安全边际较足。

图：上市银行历史估值情况

	18PB	19PB	18PB跌至08年 以来底部空间	最近3年				最近10年			股息率
				最高	平均	最低	最低点出现日期	最高	平均	最低	
工商银行	0.88	0.79	6.35%	1.35	0.98	0.84	2017/1/4	3.08	1.40	0.83	4.52%
建设银行	0.92	0.83	14.56%	1.44	1.01	0.83	2016/5/18	3.31	1.39	0.80	4.40%
农业银行	0.79	0.72	0.28%	1.15	0.92	0.79	2019/5/9	1.68	1.08	0.79	4.83%
中国银行	0.72	0.66	3.60%	1.00	0.82	0.70	2019/1/14	2.59	1.15	0.70	4.96%
交通银行	0.70	0.64	8.43%	0.88	0.77	0.66	2018/8/17	3.79	1.19	0.64	5.01%
邮储银行H	0.76	0.68	10.07%	1.24	0.91	0.69	2019/1/14	1.24	0.91	0.69	4.86%
招商银行	1.63	1.43	81.89%	1.97	1.49	1.12	2017/1/10	4.73	1.80	0.90	2.87%
中信银行	0.72	0.65	6.70%	1.11	0.88	0.67	2019/1/2	3.39	1.30	0.67	3.92%
浦发银行	0.75	0.68	12.32%	1.33	0.98	0.67	2019/1/2	5.17	1.45	0.67	3.09%
民生银行	0.66	0.60	6.35%	1.19	0.88	0.62	2019/1/2	3.29	1.35	0.62	5.62%
兴业银行	0.86	0.77	19.97%	1.17	0.97	0.71	2019/1/2	1.68	1.12	0.71	3.80%
光大银行	0.72	0.65	8.76%	0.97	0.82	0.66	2018/8/17	4.12	1.14	0.66	4.12%
华夏银行	0.59	0.54	0.49%	1.09	0.83	0.58	2019/1/2	2.57	1.21	0.58	2.32%
平安银行	0.96	0.84	31.33%	1.42	0.96	0.73	2018/7/5	4.96	1.58	0.73	1.18%
北京银行	0.72	0.66	4.68%	1.41	1.02	0.69	2019/1/2	3.59	1.39	0.69	4.78%
南京银行	1.03	0.89	24.78%	1.53	1.23	0.83	2019/1/2	3.28	1.47	0.83	4.75%
宁波银行	1.75	1.49	81.98%	2.30	1.69	1.37	2016/6/13	5.00	1.91	0.96	1.81%
上海银行	0.89	0.86	2.50%	1.97	1.10	0.87	2019/1/2	1.97	1.10	0.87	3.89%
贵阳银行	0.99	0.97	1.07%	3.42	1.59	0.98	2018/12/27	3.42	1.59	0.98	3.10%
杭州银行	0.91	0.80	10.53%	2.39	1.21	0.82	2019/1/2	2.39	1.21	0.82	2.99%
江苏银行	0.83	0.69	20.95%	2.54	1.16	0.69	2019/1/2	2.54	1.16	0.69	4.59%
成都银行	1.01	0.89	9.05%	2.35	1.31	0.93	2019/1/31	2.35	1.31	0.93	4.00%
郑州银行	1.09	0.74	14.99%	1.94	1.24	0.95	2019/1/31	1.94	1.24	0.95	2.83%
长沙银行	1.05	0.93	9.22%	1.76	1.24	0.97	2019/1/30	1.76	1.24	0.97	2.93%
青岛银行	1.42	1.32	新低	2.23	1.74	1.44	2019/1/31	2.23	1.74	1.44	3.00%
西安银行	1.81	1.60	16.96%	2.91	2.41	1.55	2019/3/1	2.91	2.41	1.55	1.77%
无锡银行	1.03	0.99	13.07%	5.01	1.91	0.91	2019/1/2	5.01	1.91	0.91	2.97%
常熟银行	1.31	1.19	17.37%	3.79	1.94	1.12	2019/1/2	3.79	1.94	1.12	2.42%
江阴银行	0.84	0.79	新低	4.77	1.95	0.90	2019/1/2	4.77	1.95	0.90	1.01%
苏农银行	1.05	1.00	11.00%	3.25	1.66	0.94	2019/1/2	3.25	1.66	0.94	1.47%
张家港行	1.16	1.16	11.23%	7.39	2.51	1.04	2018/10/18	7.39	2.51	1.04	2.36%
紫金银行	2.09	1.96	35.53%	4.02	2.48	1.54	2019/1/3	4.02	2.48	1.54	1.43%
青农商行	2.02	1.89	25.74%	2.94	2.39	1.60	2019/3/26	2.94	2.39	1.60	1.81%

### ► 不确定性中把握“确定性”，继续看好银行板块的投资价值

- ✓ 估值处于历史较低水平，向下空间有限，配置性价比高。
- 历史纵向对比处于低位：当前板块估值水平仅0.80x，处于历史较低水平；
- 充分反映悲观预期：对应隐含不良率为12%，而Q1实际不良率仅1.52%；
- 横向比较“性价比”最高：银行18年三季报ROE水平（年化）为14.15%，仅低于食品饮料、家用电器、建筑材料和钢铁，盈利能力相对较强，但估值PB最低（切换成PE估值，仍为所有板块最低），配置性价比较高。
- ✓ 资产质量：不良认定趋严，资产质量更加扎实，利于估值提升。
- ✓ 资金面：外资入场，长期投资风格偏向价值投资，利好银行板块。

随着A股逐步被纳入“MSCI”和“富时罗素指数”，海外资金逐步入场。境外投资者更偏爱业绩稳定的行业龙头与大型蓝筹股，银行板块充分受益。

### ► 个股关注3条主线：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。

- ✓ 强者恒强，小微、零售业务突出，盈利能力+风控过硬的银行：常熟银行、宁波银行、招商银行；
- ✓ 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；
- ✓ 经济预期企稳，关注大行的补涨机会。

1. 宏观经济下滑；
2. 中美贸易摩擦加剧；
3. 金融政策超预期变化；
4. 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。

## 第二部分：券商

### 业绩弹性有限，关注政策催化

- 展望下半年，尽管贸易摩擦不断，市场仍有一定不确定性，但随着市场交投活跃度提升（18年下半年市场疲软，基数较低）+政策红利不断释放，券商经营情况向好。

**核心观点：券商板块业绩跟资本市场密切相关，ROE波动大，牛市可达20%，熊市仅不到5%。因此，券商板块应关注政策变化、资本市场表现等因素，以及各项业务的相关经营情况。**

- ✓ **经纪业务：与市场表现密切相关，关注“量+价”。**资本市场活跃时，成交暴增拉动业绩增长（经纪业务占收入比重超20%）；近些年行业佣金率呈下降趋势，但降幅趋缓，对业绩的负面影响边际减弱。
- ✓ **投行业务：与政策密切相关。**科创板推进较快，作为资本市场上短期可兑现的最大政策红利，将利好券商投行业务发展，但也取决于各家券商的投行业务能力与净资本实力，龙头券商更为受益。
- ✓ **自营业务：与资本市场表现相关，业绩弹性大，但难以同步反映到估值中。**自营的业绩弹性较大，且与债券、权益都密切相关；收入占比可达30%，也可降至20%以下，难以同步反映到估值中。同时自营盘的规模、投向等均变化较为频繁，需密切跟踪。
- ✓ **信用业务：两融(基数高、弹性有限)+股权质押(风险逐步缓解)。**14年两融业务快速发展（从约3500亿上升1万亿以上），使得券商业绩暴增，但此后板块的估值底有所下移。近年来两融余额中枢保持在8000-9000亿的水平，弹性有限。随着资本市场的回暖，股权质押业务风险缓解，但尚未完全解除。
- ✓ **资管业务：在金融去杠杆背景下，大资管整体去通道，规模收缩；**理财子公司落地后竞争或进一步加剧。但随着后续业务调整逐步到位，以及券商主动管理能力的提升，预计资管对于券商业绩贡献可保持稳定。
- **展望下半年，尽管贸易摩擦不断，市场仍有一定不确定性，但随着市场交投活跃度提升（18年下半年市场疲软，基数较低）+政策红利不断释放，券商经营情况向好。整体来看，行业龙头券商集中度提升，竞争优势愈加明显，建议关注。**

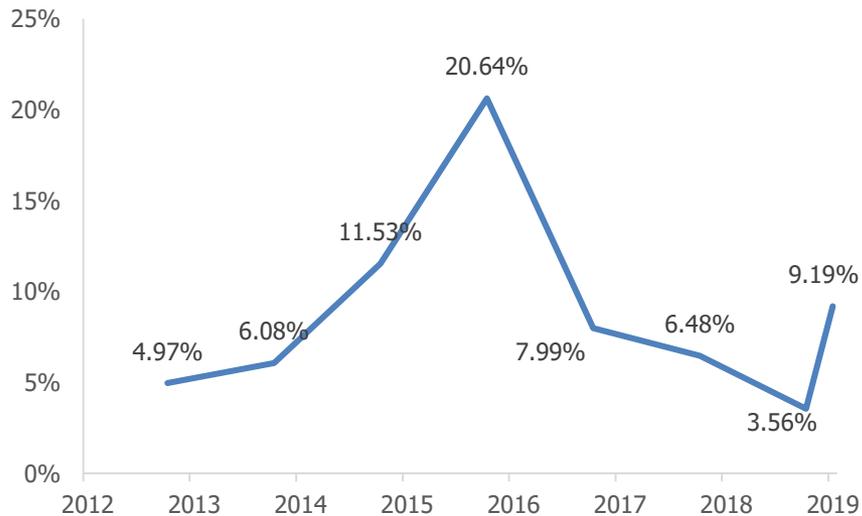
# 1. 市场回暖，交投活跃度提升明显

- **19年以来，市场回暖，市场交投活跃度明显提升，利好券商业绩表现：**
  - ✓ **股基成交金额：**1-4月日均成交金额**6800**亿，相比18年全年大幅提升接近**2700**亿。4月市场震荡，日均股基成交金额虽环比略有回落，但仍接近**8500**亿，处于高位。
  - ✓ **两融余额：**4月末曾一度接近万亿（4月24日为**9915**亿），近期随着市场震荡调整，虽回落到**9400**多亿的水平，但仍比18年末的**7557**亿有大幅提升。
  - ✓ **券商一季度整体业绩提升明显：**19Q1证券行业实现营业收入**1019**亿，净利润**440**亿，仅一个季度就实现相当于18年整体的**40%**和**66%**。ROE也从18年的**3.56%**（近10年最低值）上升至**9.19%**（Q1年化），触底回升。
- **展望下半年，贸易战负面影响持续扰动为资本市场带来一定的不确定性，但由于去年同期基数较低（上证综指下跌**12%**以上，股基日均成交额仅不到**3500**亿），下半年科创板上市或对市场情绪有催化，预计市场仍将活跃，对业绩有正向贡献。**

图：市场股基成交金额和两融余额情况（亿元）



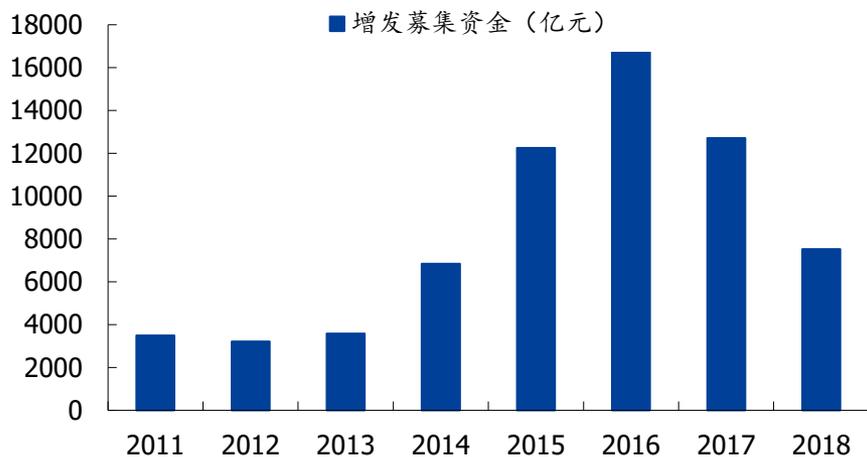
图：证券行业ROE触底回升（19年为一季度年化数据）



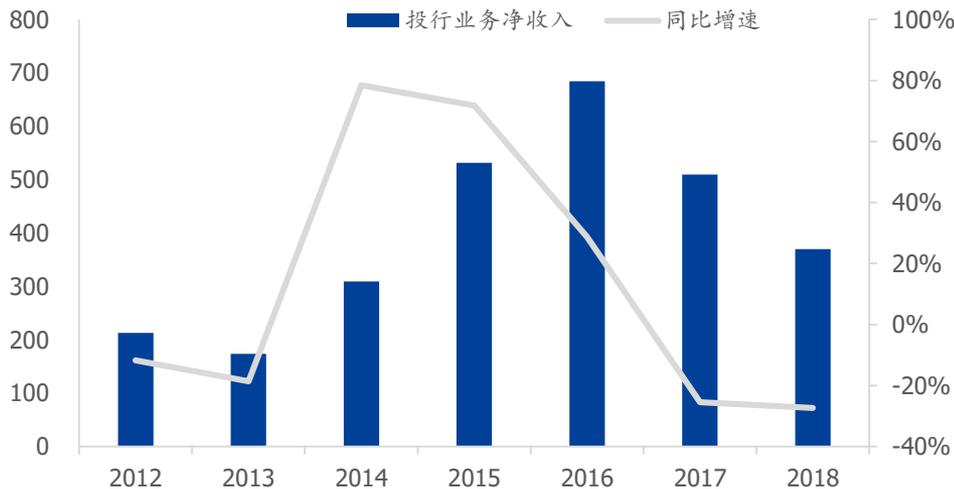
## 2. 政策红利不断释放，利好券商经营发展

- 严监管背景下，券商部分业务开展受限：16年以来，“金融去杠杆”背景下，资本市场从严监管。市场乱象在一定程度上得到整治，但是券商创新业务能力和部分业务开展也受到了抑制，如17年2月再融资政策收紧，当年定增规模相比16年缩减25%至1.27万亿；而18年继续缩减至7524亿，相比17年缩减40%。业务量的减少直接对券商投行业务产生负面影响，17和18年券商整体证券承销与保荐及财务顾问业务净收入分别下降26%和27%。
- 18年10月以来，政策不断释放积极信号，呵护资本市场意图明显，券商行业作为市场最重要的资本中介，直接受益于政策红利：
  - 建立多层次资本市场体系：推动科创板发展，实行注册制。
  - 促进市场健康发展，活跃资本市场：
    - 1) 投行业务：再融资和并购重组限制放松；
    - 2) 衍生品：股指期货松绑等。

图：17年再融资新规颁布后，定增规模缩水

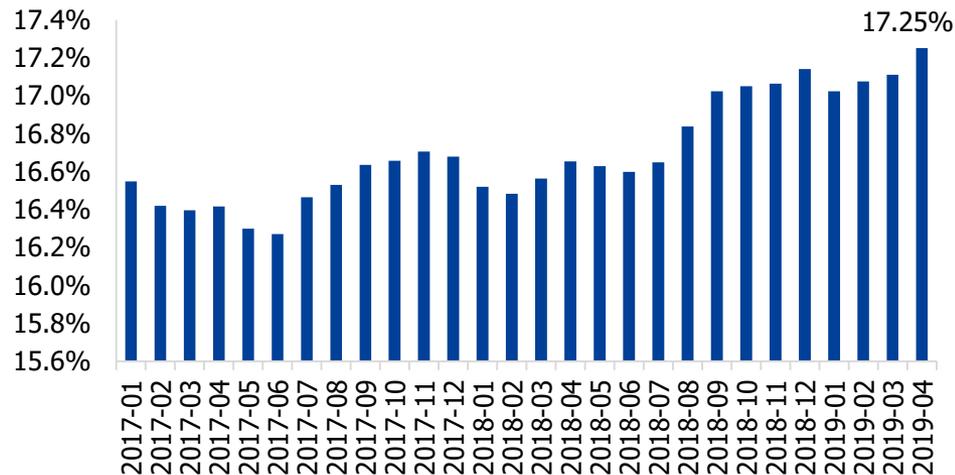


图：17年以来投行业务净收入持续下滑（亿元）



- **科创板：19年资本市场改革中可兑现的最大红利，直接为券商带来增量业务，引导行业积极发展。**
- ✓ **战略定位：**金融供给侧改革背景下，有效支持中小企业融资，符合国家经济转型的战略导向，提升直接融资占比。
- **符合经济转型的导向：**近期，中央政治局等高层会议频繁提及推进“金融供给侧改革”，科创板定位于弥补科创型中小企业融资需求的不足，服务实体经济。有利于构建我国多层次资本市场体系，符合经济向新兴产业转型的战略导向。
- **带动直接融资占比提升：**我国社融存量中直接融资占比仅为17%左右，而证监会数据显示，美国早在20世纪90年代初，社融存量中直接融资占比即达到80%。
- ✓ **科创板推进效率高，19年即可兑现业绩：**科创板作为资本市场改革的重要一环，自提出到整体细节征求意见稿的出台，仅不到3个月的时间。当前上交所已受理108家企业的申报，预计下半年将陆续有企业上市，对于全行业业绩的贡献在19年即可显现。

图：社融中直接融资占比（存量）



# 2.1 科创板—19年资本市场最大政策红利

➤ **增加券商收入：**上市保荐费用+子公司跟投收益+配售经纪佣金。此外，若承销商采用“超额配售选择权”，或可获取额外收益。我们在此暂不考虑。

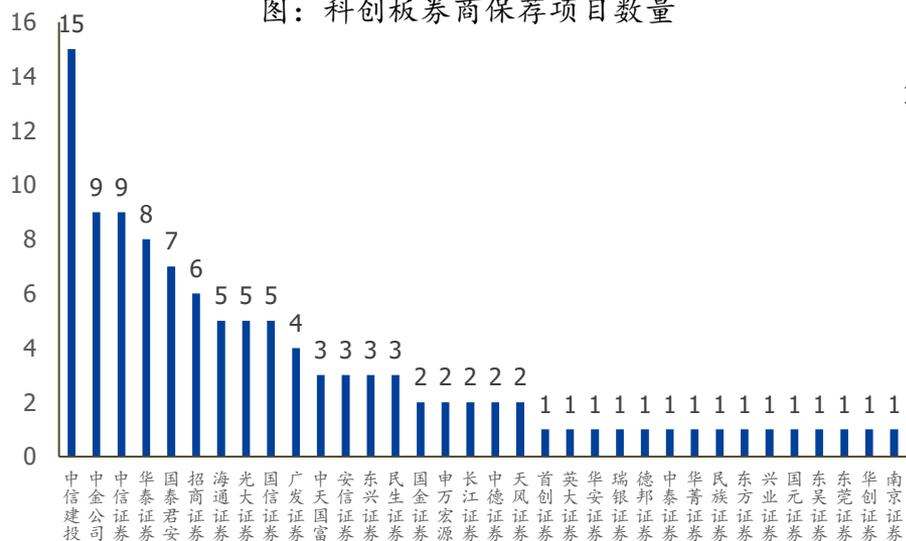
✓ **业绩贡献测算：**每年可为券商带来的收入金额为**42亿元**，占**2018年券商行业营业收入的比例为1.6%**。

◆ **假设如下：**

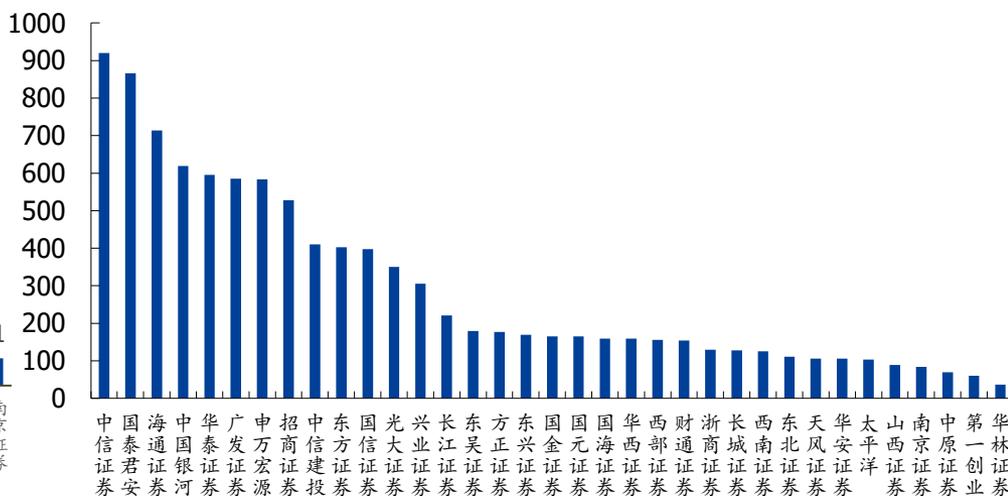
- 1) 每家上市企业募集资金为10亿，每年上市约80家（预计50-100家）；
- 2) 上市保荐费率约为5%；
- 3) 子公司跟投比例约为2%，收益每年约10%；
- 4) 配售经纪佣金为0.5‰。

➤ **从科创板的角度来看，**1) 投行业务能力较强；中信建投保荐项目排名第一，其次为中金、中信、华泰。2) 子公司跟投（比例为**2%-5%**）制度下，当前已受理的**108家企业**，平均每家预计募投资金在**10亿元左右**，保荐机构跟投比例为**2%**（对应上限**4000万**），预计将消耗券商资本金**43亿左右**。净资本实力相对雄厚的券商将充分受益，如中信证券、华泰证券。

图：科创板券商保荐项目数量



图：上市券商18年末净资本（亿元）



- 自**18年10月**以来，再融资和并购重组政策迎来放松周期。目前来看再融资政策放松的程度远小于并购重组，相比**17年**新规来看，再融资政策有望在定价等方面获得监管进一步的放松。
- 后续有望增厚投行业绩。Wind数据显示，19年以来已有**62**家公司公告并购重组议案，而18年全年为**134**家，政策放松以来以及市场回暖情况下，进程明显加快。预计政策红利不断释放下，利好券商投行业务。

图：18年10月以来，再融资和并购重组相关政策

时间	部门机构	核心内容
<b>再融资</b>		
2018/11/9	证监会	明确配股、发行优先股或非公开发行股票方式募集资金可全部用于补流和偿债，并将时间间隔缩至最短 <b>6</b> 个月。
2019年4月	证监会	副主席李超在博鳌亚洲论坛上表示，再融资、退市的规则变化都是本轮资本市场改革的重点。 根据 <b>21</b> 世纪经济报道记者从券商人士处获悉，目前监管层计划修改再融资政策，涉及减持要求、价格锁定、发行股本、投资者人数等。
<b>并购重组</b>		
2018/10/8	证监会	明确并购重组“小额快速”审核程序适用情形
2018/10/12	证监会	松绑并购重组融资用途，可以用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务
2018/11/1	证监会	试点定向可转债作为支付工具，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强

(备注：21世纪经济报道，相关链接<http://www.21jingji.com/2019/4-4/4NMDEzNzhfMTQ30Tc4Ng.html>)

### ➤ 股指期货自15年收紧后，17年以来已有四次放松：

- ✓ 2015年由于股票市场出现大幅波动，中金所接连收紧股指期货保证金比例、平今仓手续费及开仓数量，提升交易成本。2015年9月，股指期货（沪深300+中证500+上证50）单月成交额迅速下降，由此前的每月50万亿以上，下降至9月仅为2.39万亿；
- ✓ 自从2017年交易规则放松以来，股指期货交易金额整体呈上升趋势，单月成交额从17年的5000-6000亿，逐步上升至19年以来的2万亿以上，3-4月甚至提升至5万亿以上，整体交易活跃度有所提升；
- ✓ 部分品种的持仓保证金已经调整至15年收紧前水平，但整体交易成本仍严于2015年，例如平今仓手续费等仍有下降空间。

### ➤ 未来有望推动常态化交易，活跃资本市场：

- ✓ 对冲需求下的增量资金有望入市，提升市场整体活跃度，有助于资本市场走向成熟；
- ✓ 对于券商来说，利好自营业务的风险管理，有利于减少市场波动对于自营业绩带来的冲击，并带动衍生品等业务的发展。

图：股指期货交易规则调整情况

执行日期	套保持仓保证金			非套保持仓保证金			平今仓手续费	非套保异常开仓认定
	沪深300	上证50	中证500	沪深300	上证50	中证500	三大股指	三大股指
收紧前				10%			0.0023%，申报费1元	
2015/8/26	10%			12%			0.015%	600手
2015/8/27				15%				
2015/8/28				20%				
2015/8/31				30%				
2015/9/7	20%			40%			0.23%	10手
2017/2/17				合约价值 20%	30%	0.092%	20手	
2017/9/18				合约价值 15%	30%	0.069%		
2018/12/3	合约价值 10%	30%	合约价值 10%	30%	0.046%	50手		
2019/4/22	合约价值 10%	12%	合约价值 10%	12%	0.0345%	500手		

1. 中美贸易摩擦加剧；
2. 科创板推进进度不及预期；
3. 金融政策超预期变化；
4. 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。

## 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。