

分析师: 王鸿行

执业证书编号: S0730519050002

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

## 压力之下存韧性, 底部之上有弹性

——银行行业半年度策略

### 证券研究报告-行业半年度策略

同步大市 (维持)

#### 盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年06月14日

公司简称	18BVPS	19BVPS	19PB	评级
招商银行	20.07	22.44	1.57	增持
宁波银行	12.68	13.49	1.72	增持
建设银行	7.59	8.31	0.87	增持
工商银行	6.29	7.02	0.82	增持
上海银行	12.94	10.94	1.07	增持
南京银行	8.01	8.63	0.98	增持

#### 银行相对沪深 300 指数表现



#### 相关报告

- 1 《银行行业月报: 宏观数据波动起伏, 行业基本面整体稳健》 2019-05-17
- 2 《银行行业点评报告: 行业拨备计提力度或进一步加大》 2019-05-06
- 3 《银行行业月报: 经济转暖初现, 积极关注行业估值修复》 2019-04-18

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:

- **宏观与监管形势对银行基本面压力深化。**预计下半年宏观经济对净息差、资产质量与规模增长的压力逐步深化。此外, 行业监管重心由同业、资管业务向化解信用风险过渡, 行业加快夯实资产质量, 贷款、非标与信用债投资风险或上升。再者, 货币政策总基调不变, 进一步宽松有余地但空间不大, 货币政策对净息差与规模的提振效果减弱。
- **行业转型与风险化解的中长期趋势未变, 上市银行基本面存在韧性。**从银行转型及风险化解的长周期来看, 银行业资产结构优化以及信贷资产风险持续化解的长期趋势未变。以上长期趋势是银行基本面韧性所在, 有利于缓冲短期经济波动对银行基本面的压力, 对银行的资产质量与净息差形成一定支撑。此外, 2017年以来, 银行拨备安全垫明显增厚, 这也有利于缓冲宏观经济波动对资产质量的压力。
- **预计行业基本面稳中窄幅下行。**预计下半年行业基本面大幅走弱的可能性很小, 上市银行仍能实现较为稳健的业绩表现。具体判断如下: 营业收入增速或已过高点, 下半年随息差与规模增速回落, 但仍能保持正增长; 手续费及佣金净收入改善, 主要驱动因素是资管与投行相关业务手续费修复, 由于缺乏显著的增长点, 手续费与佣金收入增速仍难以大幅释放; 不良贷款率以及前瞻性指标改善趋势趋于平缓, 预计大行资产质量稳定, 中小行资产质量边际走弱的可能性较大。
- **维持行业“同步大市”投资评级。**下半年息差与资产质量压力制约板块估值提升。由于当前板块估值位于历史底部附近, 且银行基本面在压力之下仍存在韧性, 认为银行板块具备较高的安全性, 下半年向上弹性大于向下空间。宏观预期好转是板块估值提升的充分条件, 下半年需密切关注宏观经济政策, 银行估值将因宏观预期转暖而提升。当前板块估值相对沪深 300 指数合理, 维持行业“同步大市”投资评级。
- **两条线选股, 把握板块轮动机会。**大多数个股的机会在于获取低估值安全垫上的 ROE, 部分估值低但基本面良好的标的存在相对收益。建议围绕安全性与弹性两条线选股: 安全线选择基本面非常优异的中小行与稳健大行, 重点推荐招商银行、宁波银行、建设银行与工商银行; 弹性线选择基本面优异的低估值中小行, 重点推荐上海银行、南京银行。从历史表现来看, 行业板块轮动特征较为显著。重点关注两方面的轮动机会: 银行板块与沪深 300 的轮动、银行子板块之间的轮动。

**风险提示: 资产质量大幅恶化, 系统性风险。**

## 内容目录

1. 行情回顾	4
2. 宏观不确定性上升、监管趋严，行业基本面承压	5
2.1. 宏观不确定性对基本面的负面影响逐步深化	5
2.2. 监管侧重点变化，行业加快夯实资产质量	7
2.3. 货币政策对规模和净息差的提振效果弱化	7
3. 行业转型与风险化解的中长期趋势不改，上市银行基本面韧性犹存	9
3.1. 资产投放过程中产生的潜在风险大幅降低	9
3.2. 贷款分布向低风险领域倾斜，贷款整体安全性持续提升	10
3.3. 资产质量真实性提高，隐性风险释放压力已明显减轻	10
3.4. 较厚的拨备安全垫有利于缓冲不良生成率上行压力	11
3.5. 上市银行处于银行业的头部位置，抗风险能力强	11
4. 对下半年行业基本面的判断	12
4.1. 总体判断	12
4.2. 净息差	13
4.3. 资产规模	14
4.4. 手续费与佣金净收入	14
4.5. 资产质量	15
5. 投资建议	21
5.1. 维持行业“同步大市”投资评级	21
5.2. 围绕安全性与弹性选股	22
5.3. 把握板块轮动的机会	22
6. 风险提示	23

## 图表目录

图 1: 18 年 11 月 16 日-19 年 6 月 11 日银行指数与沪深 300 指数区间涨跌幅 (%)	4
图 2: 各行业指数 (中信) 2018 年 11 月 16 日-2019 年 6 月 11 日区间涨跌幅 (%)	5
图 3: 上市银行 2018 年 11 月 16 日—2019 年 6 月 11 日区间涨跌幅 (%)	5
图 4: 5 月 CPI 增速上行, PPI 增速下行	6
图 5: 5 月 PMI 环比略降	6
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: 银行业监管侧重点发生变化	7
图 11: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)	8
图 12: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)	8
图 13: 2017-19 年同业存单发行利率 (%)	8
图 14: 2017-19 年质押式回购利率(%)	8
图 15: M1 与 M2 同比增速	8
图 16: 2017-19 年各月社会融资规模及同比增速	9
图 17: 2017-19 年各月新增人民币贷款及同比增速	9
图 18: 17 年以来商业银行总资产增速 (%) 显著下降	9

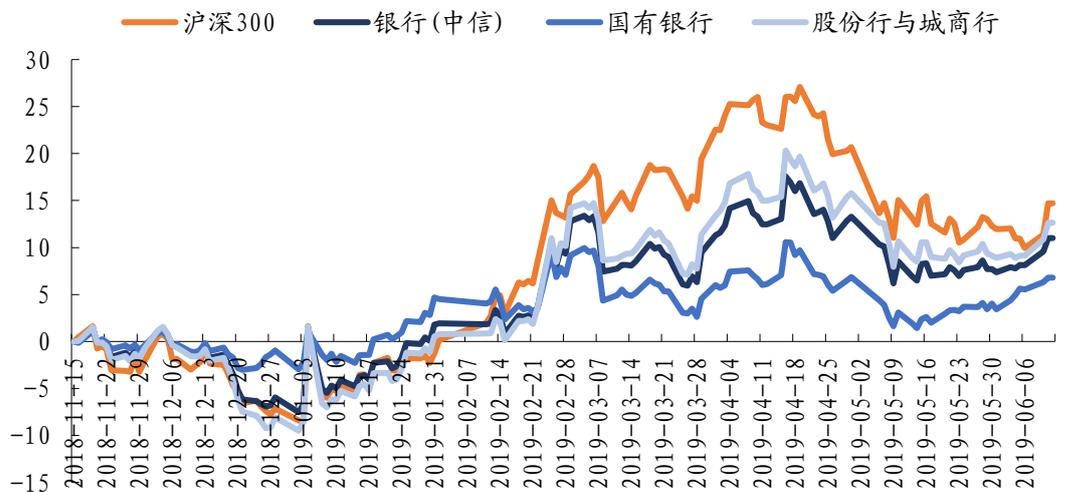
图 19: 商业银行总资产占银行业金融机构的比重 (%)	9
图 20: 上市银行对公贷款占比	10
图 21: 上市银行个人贷款占比	10
图 22: 上市银行制造业贷款占比	10
图 23: 上市银行批发零售业贷款占比	10
图 24: 上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款	11
图 25: 上市银行逾期贷款/不良贷款	11
图 26: 上市银行资产减值损失同比增速	11
图 27: 上市银行拨备覆盖率 (%)	11
图 28: 上市银行营业收入同比增速	12
图 29: 上市银行归母净利润同比增速	12
图 30: 上市银行利息净收入同比增速	12
图 31: 上市银行手续费及佣金净收入同比增速	12
图 32: 利率市场化下商业银行净息差变动规律	13
图 33: 商业银行净息差 (%)	13
图 34: 商业银行净息差同比增速	13
图 35: 上市银行手续费及佣金净收入同比增速	14
图 36: 当季 GDP 增速 (%) 与上市银行不良率 (%)	15
图 37: 当季 GDP 增速与上市银行环比变动 (百分点)	15
图 38: 上市银行不良率 (%)	15
图 39: 上市银行关注类贷款占比	15
图 40: 上市银行逾期贷款占比	16
图 41: 上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款	16
图 42: 上市银行各项个人贷款占贷款总额的比重	16
图 43: 2015-16 年城商行总资产增速 (%) 明显提升	17
图 44: 2014-16 年城商行占行业总资产比重明显提升	17
图 45: 商业银行不良率 (%)	17
图 46: 商业银行拨备覆盖率 (%)	17
图 47: 上市银行逾期贷款的拨备覆盖率	20
图 48: 全部逾期贷款纳入不良后的拨备缺口测算	20
图 49: 破净银行股当前估值给予的不良率 (%) 具备较高的安全边际	21
图 50: 银行指数 (中信) PE	21
图 51: 银行指数 (中信) PB	21
图 52: 银行指数 (中信) 相对沪深 300 指数的 PB	23
图 53: 银行子版块相对银行板块的 PB	23
表 1: 逾期 1 年以上贷款全部纳入损失类贷款影响测算 (规模指标单位为亿元)	18
表 2: 逾期 270-360 天贷款全部纳入可疑类贷款影响测算 (规模指标单位为亿元)	19
表 3: 对部分金融资产进行五级分类的影响测算 (规模指标单位为亿元)	19
表 4: 重点公司推荐逻辑	22
表 5: 重点公司估值表	22

## 1. 行情回顾

2018年11月16日--2019年6月11日,沪深300指数上涨约15%,银行指数上涨11%,银行指数跑输沪深300指数3个百分点。在沪深300指数上涨阶段(2019年1月--2019年4月上半月)银行股表现弱于前者,在沪深300指数下跌阶段(2019年4月下旬--2019年6月上旬)银行指数表现强于沪深300指数。在29个中信一级行业指数中,银行指数区间涨幅位居第11位。

2018年11月16日-19年6月10日,银行板块表现大体可分为四个阶段。18年11月下旬至12月,银行指数跌幅明显,背后有两方面的原因:一,年末考核临近,持有银行股获得可观收益的机构有出售股票锁定收益的需要;二,18Q4经济下滑幅度略超预期,市场对银行资产质量的担忧进一步加剧。19年1月至19年4月上半月,银行指数明显上涨。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。春节后,银行跟随大盘上涨明显。3月金融经济数据转暖,银行股进一步上涨。4月下旬至5月上半月,市场前期较快上涨过程中聚集的风险集中释放,同时中美贸易战升级、经济金融数据低于预期,银行指数随沪深300指数下跌。5月下旬以来,银行指数较为稳定。

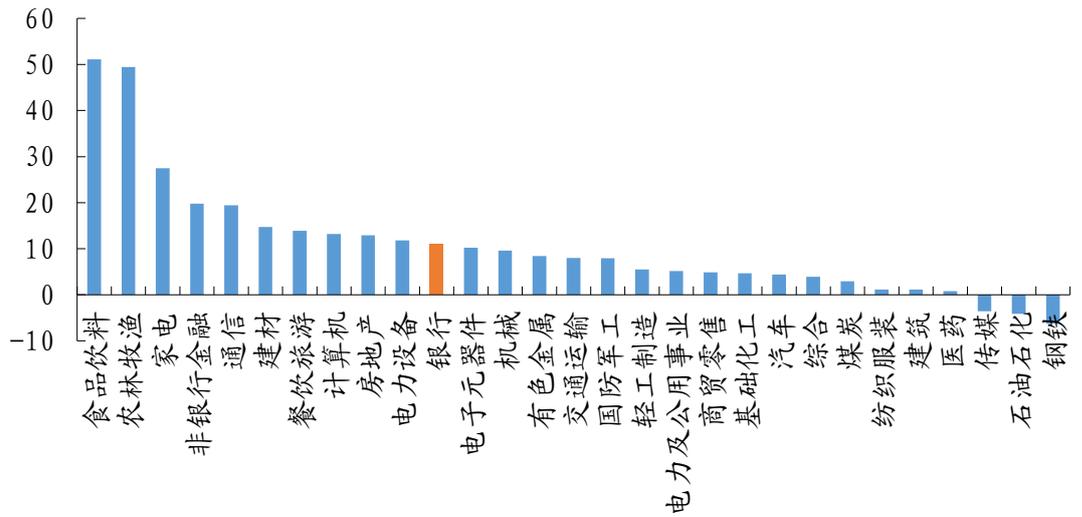
图1: 18年11月16日-19年6月11日银行指数与沪深300指数区间涨跌幅(%)



资料来源: Wind, 中原证券

期间,股份行与城商行股价表现整体好于国有行与农商行。股份行与城商行表现较好的主要原因在于:一,市场利率下降,息差带动营收明显改善;二,针对同业业务、理财业务的金融监管产生的负面影响逐步减弱,资产负债表与利润表相关项目修复;三,不良资产处置力度较大,资产质量改善且真实性提升。国有行与农商行表现较弱的主要原因在于:一,市场利率下降传导至资产端,净息差阶段性见顶后稳步回调,收入端增速回落;二,受宏观经济下行负面影响,资产质量改善幅度逐步收窄,市场对资产质量的预期偏悲观。

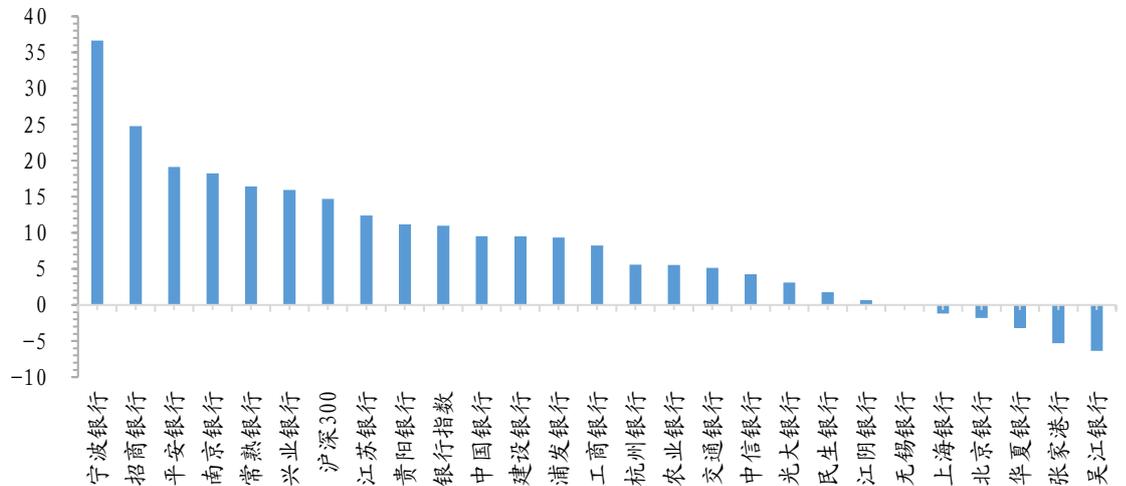
图 2: 各行业指数 (中信) 2018 年 11 月 16 日-2019 年 6 月 11 日区间涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

个股中, 资产质量非常优异、盈利能力非常突出的宁波银行 (区间涨幅超过 35%) 与招商银行 (区间涨幅为 25%) 领涨银行板块。平安银行 (零售转型效果明显, 基本面拐点向上)、南京银行 (基本面优异, 负面事件影响弱化)、常熟银行 (业绩突出, 资产质量优异)、兴业银行 (市场利率下降的最大受益者, 基本面拐点向上) 表现依次随后, 均跑赢沪深 300 指数。

图 3: 上市银行 2018 年 11 月 16 日—2019 年 6 月 11 日区间涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

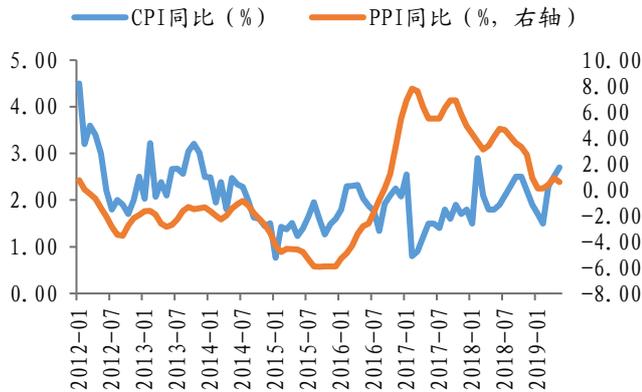
## 2. 宏观不确定性上升、监管趋严, 行业基本面承压

### 2.1. 宏观不确定性对基本面的负面影响逐步深化

鉴于中美贸易战升级导致下半年经济不确定性上升, 同时逆周期政策对经济金融数据提振效果在 Q1 后趋于弱化, 认为下半年宏观经济表现偏弱, 银行基本面因此承压。经济偏弱对银行基本面的压力具体表现在两个方面: 一是贷款需求较弱, 净息差与资产规模承压, 银行利息净收入增速阶段性拐点向下; 二是企业盈利边际走弱, 不良生成率上升, 资产质量有走弱的压

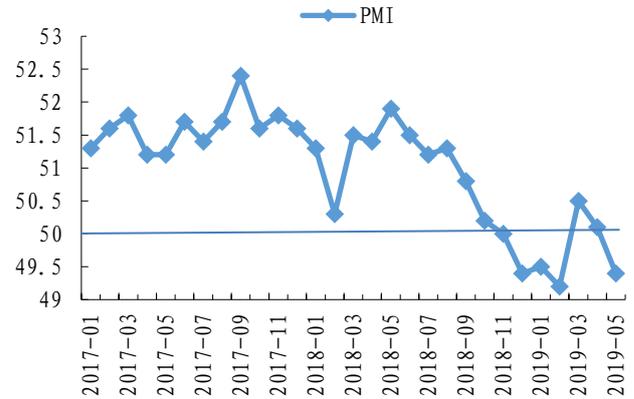
力。其中，由于中小企业盈利表现更弱，以中小企业为主要客户的中小银行资产质量压力更大。

图 4: 5 月 CPI 增速上行, PPI 增速下行



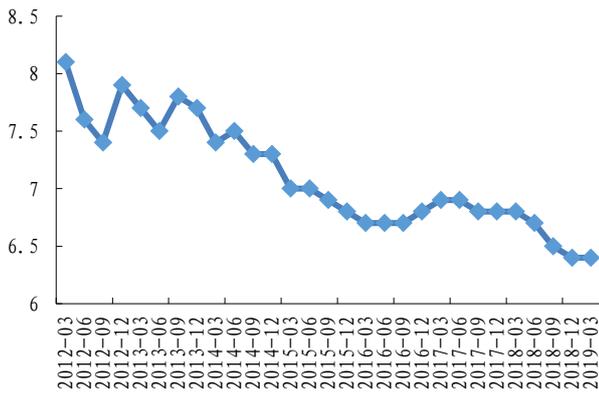
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 5 月 PMI 环比略降



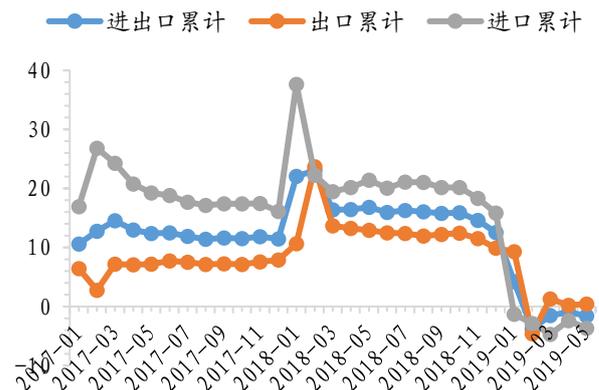
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 单季度 GDP 同比增速 (%)



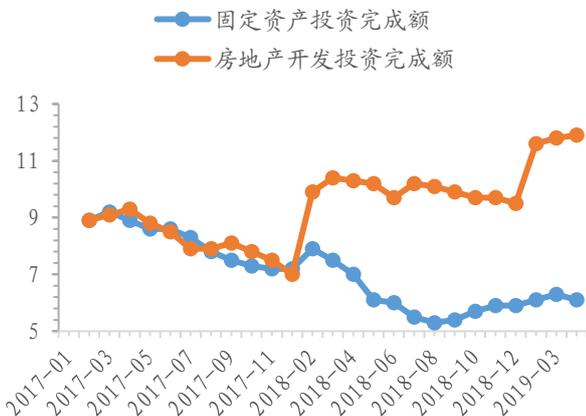
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 进出口同比增速 (%)



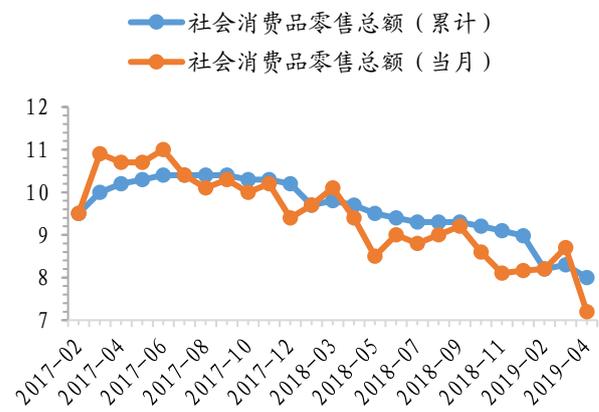
资料来源: Wind, 中原证券

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 (%)

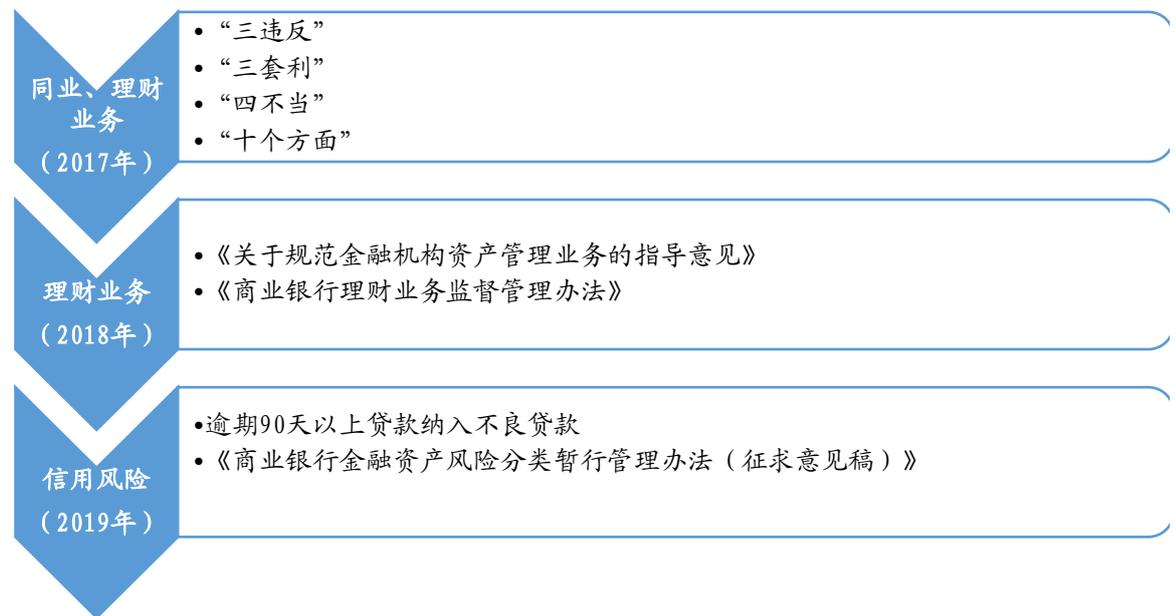


资料来源: Wind, 中原证券

## 2.2. 监管侧重点变化，行业加快夯实资产质量

2018年下半年以来，银行业监管侧重点逐步由同业业务和资管业务向信用风险管理与处置过渡。监管对银行基本面的影响也随之发生变化：一方面，同业业务监管与资管新规对利润表和资产负债表的负面影响逐步减弱，受影响较大的中小银行的利润表与资产负债表的相关项目已开启修复通道；另一方面，银行将在监管要求下加强信用风险管理与处置，主动夯实贷款以及投资类金融资产的信用风险，这将从操作层面加大不良资产暴露压力。在资产质量压力加大情形下，为维持拨备覆盖水平保持在稳定水平，银行不得不加大拨备计提力度，行业盈利增长将受到制约。

图 10: 银行业监管侧重点发生变化



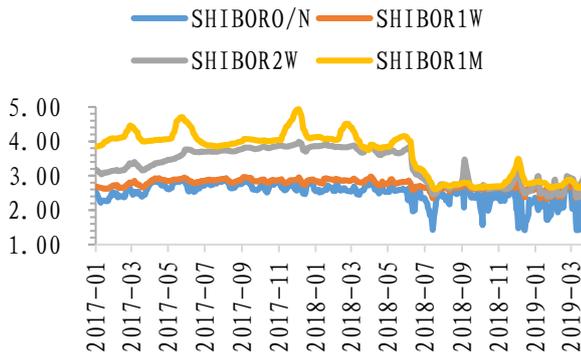
资料来源：Wind，中原证券

## 2.3. 货币政策对规模和净息差的提振效果弱化

近期外围市场货币政策转向迹象明显，这为国内货币政策保持适度宽松提供了较有利的外围环境。由于短期内实施稳健货币政策的总基调不变，预计下半年我国货币政策工具的摆布余地充足但大幅宽松的空间不大。预计下半年货币政策依然保持适度宽松，目前银行流动性相对充裕，下半年市场利率进一步大幅下降可能性很小。

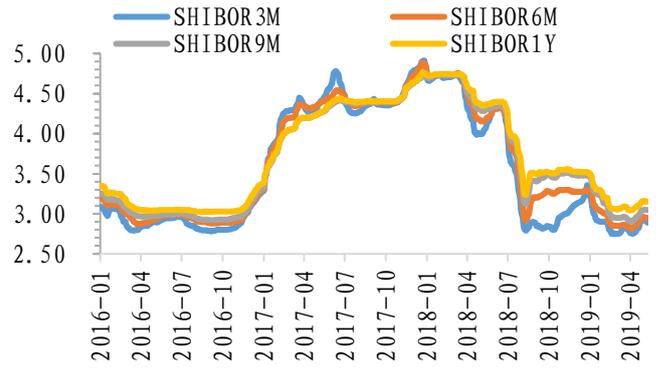
基于以上判断，认为下半年货币政策对净息差的提振作用进一步减弱。市场利率前期的显著下降将持续向银行资产端定价传导，预计银行业 19H2 资产端收益率边际下行，净息差由扩张转向收敛。同时，由于货币政策不会大水漫灌、且前期宽信用货币政策的刺激作用在下半年逐步弱化，预计下半年 M2 与社融规模增速难以大幅提升，银行规模增速向上动力不足。

图 11: 2017-18 年 SHIBOR 利率 (1M 内,%)



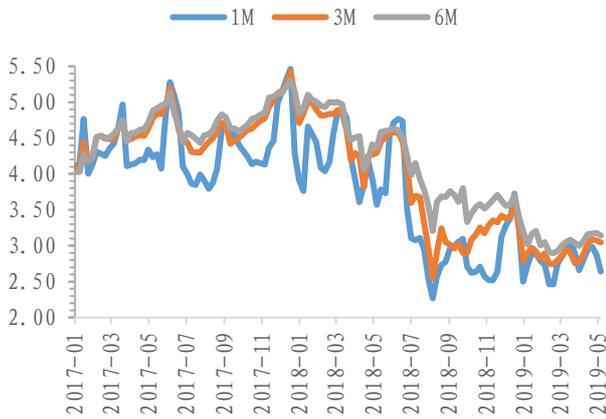
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 2016-19 年 SHIBOR 利率 (1M-1Y,%)



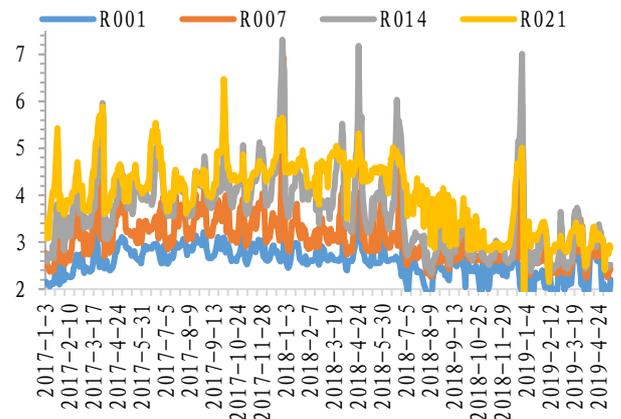
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 2017-19 年同业存单发行利率 (%)



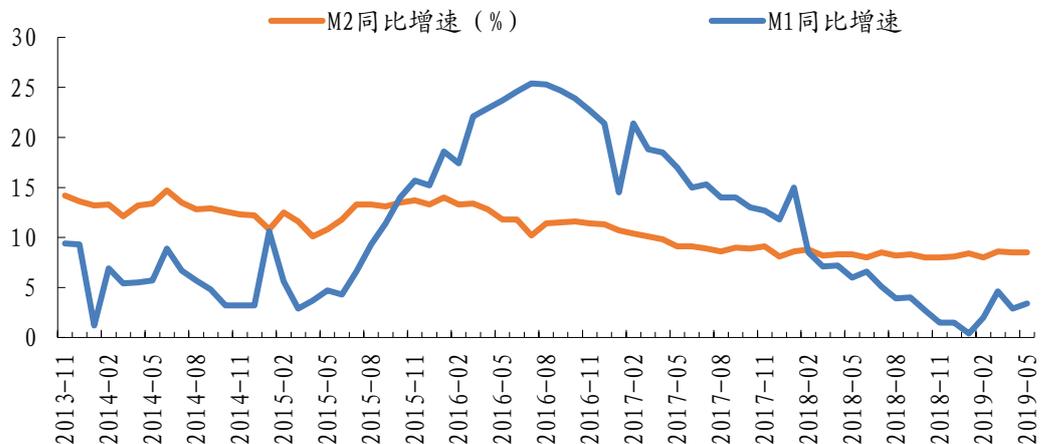
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 2017-19 年质押式回购利率 (%)



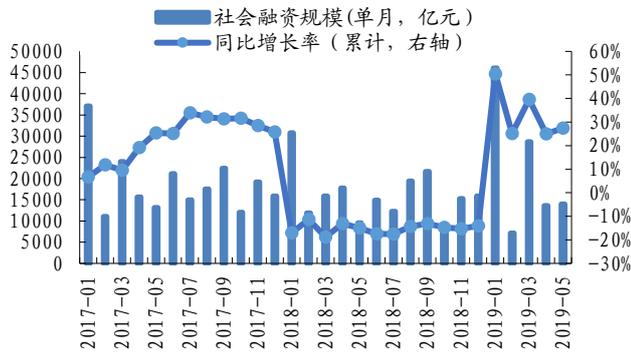
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: M1 与 M2 同比增速



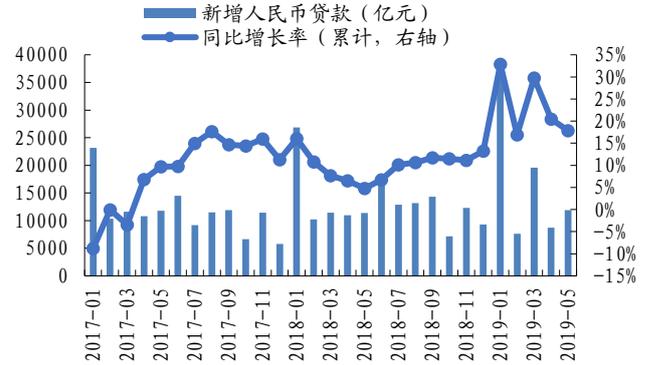
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 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 17: 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

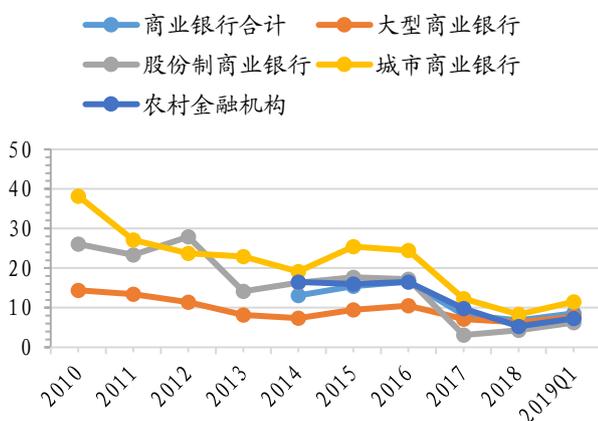
### 3. 行业转型与风险化解的中长期趋势不改，上市银行基本面韧性犹存

从银行转型及对风险处置的中长期来看，银行业资产结构优化以及信贷资产风险持续被化解的长期趋势未变，以上长期趋势是银行基本面受经济波动影响时的韧性所在，对银行的资产质量与净息差形成一定的支撑。此外，2017 年以来银行拨备安全垫明显增厚，也有利于缓冲宏观经济波动对资产质量的压力。

#### 3.1. 资产投放过程中产生的潜在风险大幅降低

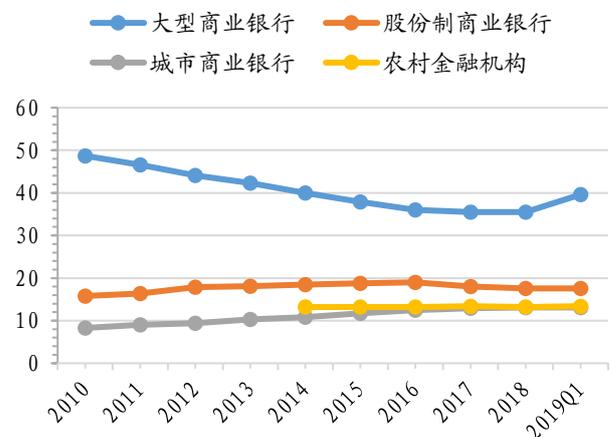
近年来，银行资产增速明显下降，2017 年以来银行总资产增速已降至 10% 以下，银行总资产进入低速增长新常态。资产增速的显著下降意味着资产投放过程中产生的潜在风险较资产大幅增长时期明显降低。此外，在资产增速的显著下降的情况下，以规模覆盖信用风险的粗放型风险管理模式逐步过时，随着银行前期规模快速增长过程中聚集的风险逐步暴露，银行不得不提高风险管控能力，17 年以来银行资产投放过程中对风险的把控更为审慎，进一步降低了投放过程中的潜在风险。

图 18: 17 年以来商业银行总资产增速 (%) 显著下降



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 商业银行总资产占银行业金融机构的比重 (%)

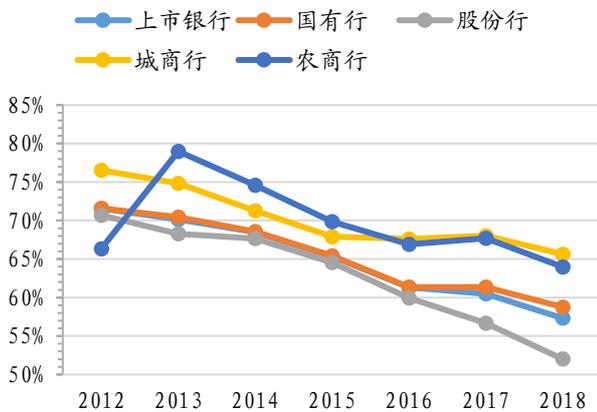


资料来源: Wind, 中原证券。

### 3.2. 贷款分布向低风险领域倾斜，贷款整体安全性持续提升

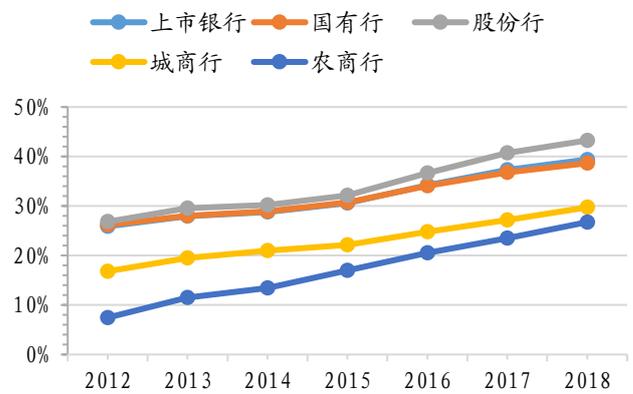
近年来，银行贷款的行业分布持续调整。一是零售贷款占比明显提升而对公贷款占比明显下降。2012-2017年，上市银行对公贷款占总贷款的比重由2012年70%下降至2018年的60%以下，零售贷款占总贷款的比重则由25%左右提升至40%以上。二是对公贷款的行业分布优化。制造业与批发零售业等不良贷款重灾行业占比下降。2012-2018年，上市银行制造业贷款占比由20%下降至10%左右，批发零售业贷款占比由8%下降至4%左右。由于不良资产逐步暴露，制造业与批发零售业不良贷款率则逐年上升。除有利于提升贷款整体安全性之外，零售贷款占比的持续提升也有助于提升行业的净息差水平。

图 20: 上市银行对公贷款占比



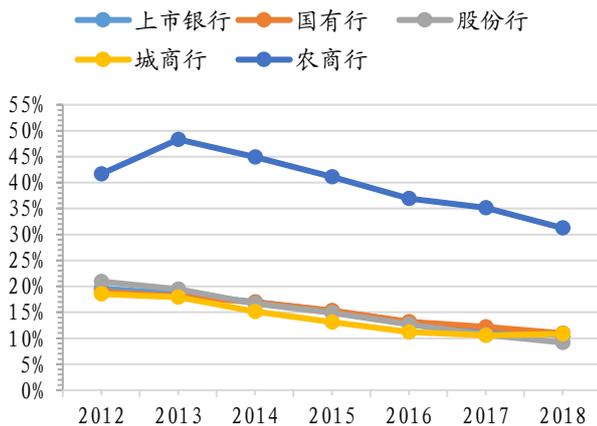
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 上市银行个人贷款占比



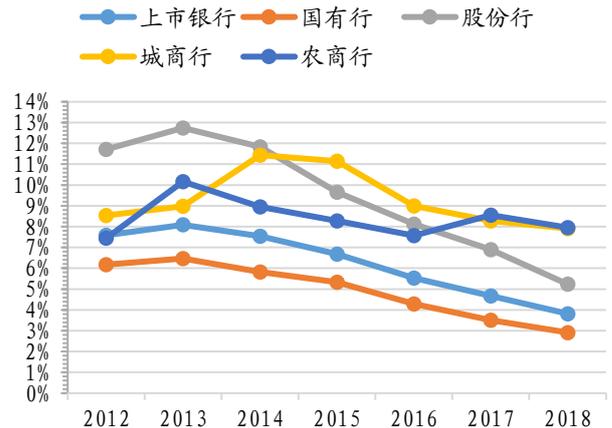
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 上市银行制造业贷款占比



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 上市银行批发零售业贷款占比



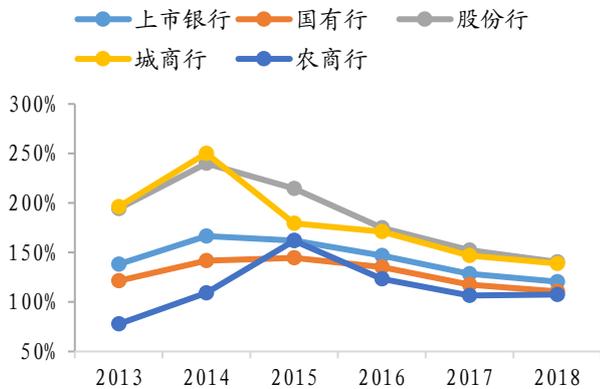
资料来源: Wind, 中原证券

### 3.3. 资产质量真实性提高，隐性风险释放压力已明显减轻

2015年以来，银行业不良资产认定逐步趋严，上市银行逾期90天以上贷款占不良贷款的比重由近100%下降至80%，逾期贷款占不良贷款的比重由160%以上下降至110%以下。其

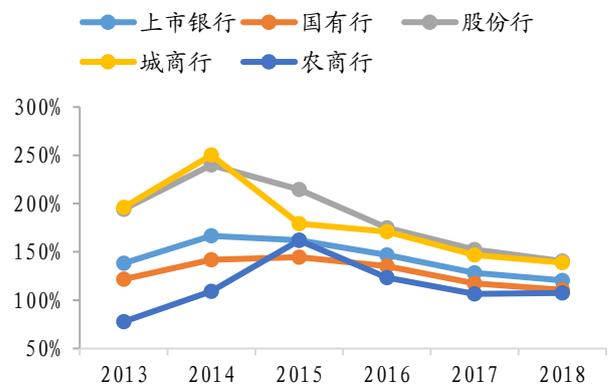
中，股份行与城商行不良上述指标改善非常明显，个别有条件的银行已将全部的逾期贷款纳入不良贷款。未来认定趋严对不良率的压力已明显减轻。

图 24: 上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款



资料来源: Wind, 中原证券

图 25: 上市银行逾期贷款/不良贷款

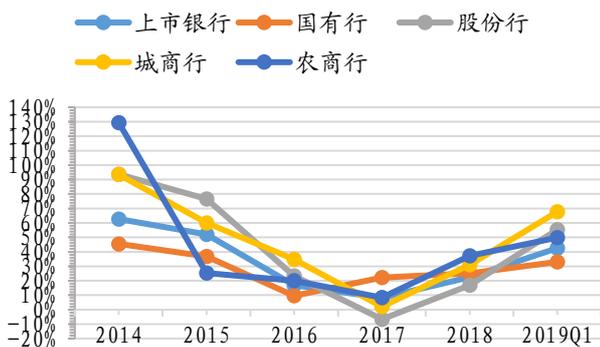


资料来源: Wind, 中原证券

### 3.4. 较厚的拨备安全垫有利于缓冲不良生成率上行压力

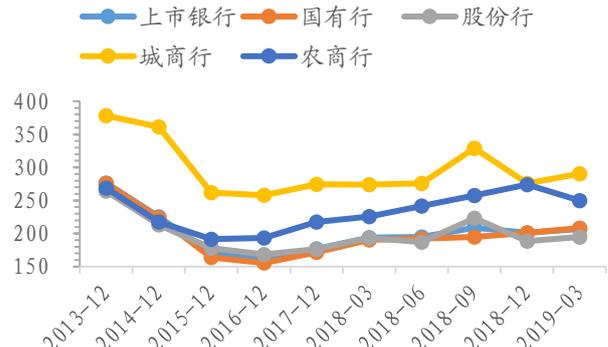
2016 年，银行业不良率达到阶段性高点。2016 年开始，国有行计提资产减值损失增速拐点向上，2017 年开始，股份行、城商行与农商行计提资产减值增速拐点向上。受益拨备计提力度加大，上市银行拨备覆盖率自 2016 年以来显著提升近 40 个百分点至 210%，较测算的上市银行整体拨备覆盖率 135% 的监管要求高 75 个百分点。较高安全垫有利于上市银行保持较大的核销力度，缓冲不良生成率上行压力。

图 26: 上市银行资产减值损失同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 27: 上市银行拨备覆盖率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

### 3.5. 上市银行处于银行业的头部位置，抗风险能力强

从行业经营风格与风控能力而言，上市银行作为银行业头部板块，经营稳健、风控良好，其资产质量与净息差仍有好于预期的可能性。上市银行国有行与股份行为银行业第一方阵与第二方阵。上市城商行中的江苏银行、上海银行、北京银行、宁波银行与南京银行为城商行中的头部银行，其他上市城商行均为区域性龙头城商行。上市农商行均为经济发达区域的农商行。近期个别中小银行的风险事件为个案，有其特殊性，不会产生系统性风险。从业务风险角度来

讲，近期的风险事件可能会加大银行体系中尾部银行负债端压力，但对上市银行的边际影响非常有限。

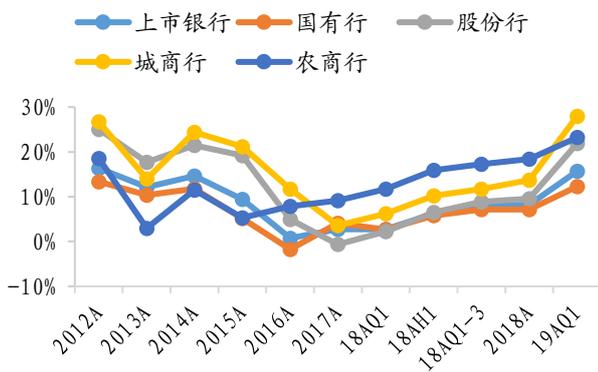
## 4. 对下半年行业基本面的判断

### 4.1. 总体判断

预计行业营业收入增速与净利润增速或稳中放缓，资产质量承压，指标改善趋势趋于平缓。由于行业基本面存在韧性，预计下半年行业基本面大幅走弱的可能性很小，上市银行仍能实现相对稳健的业绩表现。

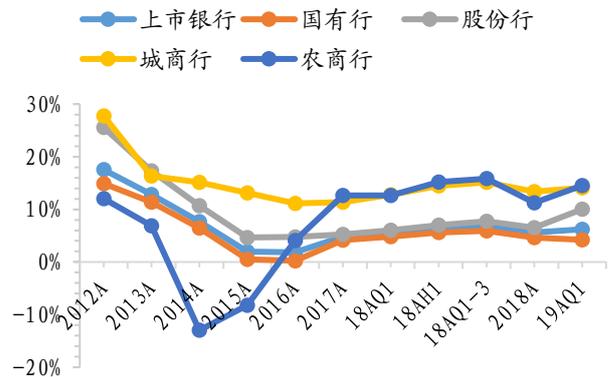
对行业基本面的具体判断如下：1) 营业收入增速或已过高点，下半年营业收入增速随息差与规模增速回落而回落，但仍能保持正增长。2) 手续费及佣金净收入改善明显，主要驱动因素是理财业务、托管、投行手续费表现因监管影响弱化而明显改善，而银行卡手续费因风险策略偏于谨慎继续高位回落。但由于缺乏显著的增长点，手续费与佣金净收入下半年的趋势主要是边际改善而非大幅释放。3) 经济下行压力与监管趋严，资产质量承压，不良率以及前瞻性指标改善趋势趋于平缓，非标投资与信用债投资信用风险上升，大行资产质量好于中小行。

图 28: 上市银行营业收入同比增速



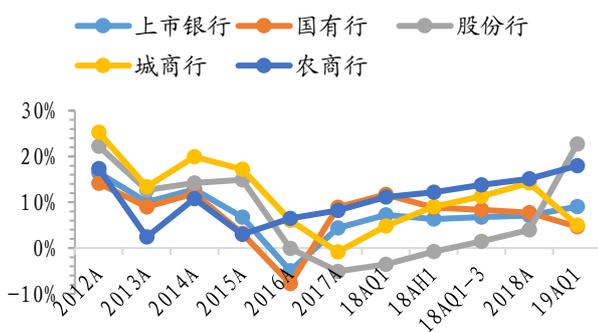
资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 上市银行归母净利润同比增速



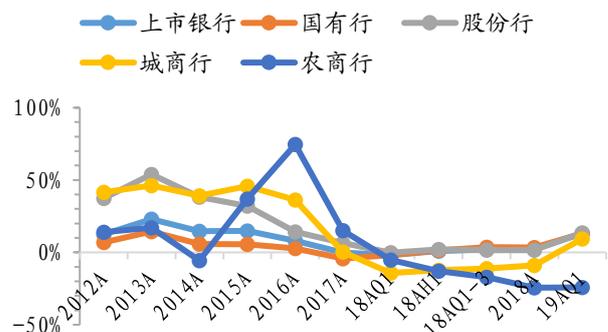
资料来源: Wind, 中原证券

图 30: 上市银行利息净收入同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 31: 上市银行手续费及佣金净收入同比增速

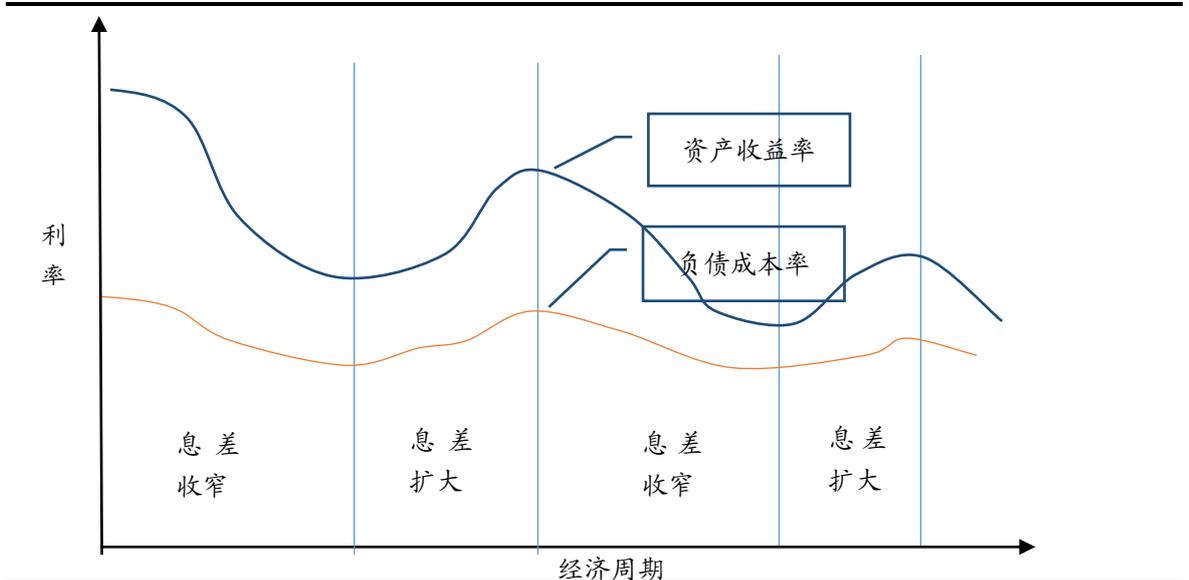


资料来源: Wind, 中原证券

### 4.2. 净息差

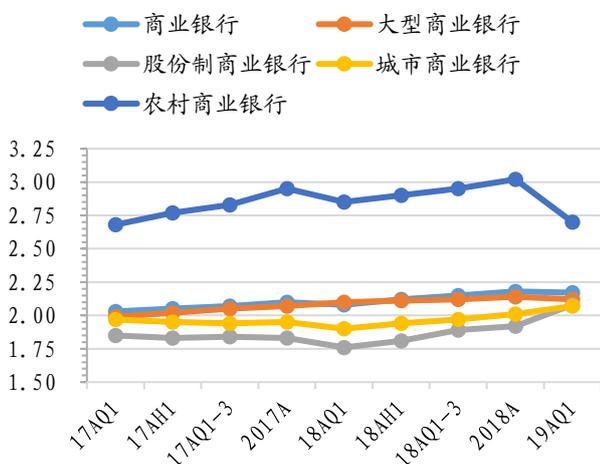
在利率市场化的背景下，商业银行净息差长期有收窄的趋势，同时，伴随经济周期与货币政策周期，商业银行净息差会有阶段性的波动。预计随着降息效应由同业市场向贷款领域的进一步传导，以及同业市场利率下降对中小银行负债成本的正面影响淡出，银行业整体净息差水平将从阶段性高点稳步回落。其中，国有行与农商行净息差延续 19Q1 收窄态势，不排除国有行与农商行净息差同比下降的可能性；预计 19Q1 为股份行与城商行净息差的阶段性高点，净息差随后回落的可能性较大。由于下半年净息差股份行与城商行净息差下行可能性较大，且 18 年同期净息差基数逐步抬升，预计股份行与城商行 19Q1 净息差同比增速为阶段性高点，随后同比增速将回落，但预计全年仍能保持正增长。

图 32: 利率市场化下商业银行净息差变动规律



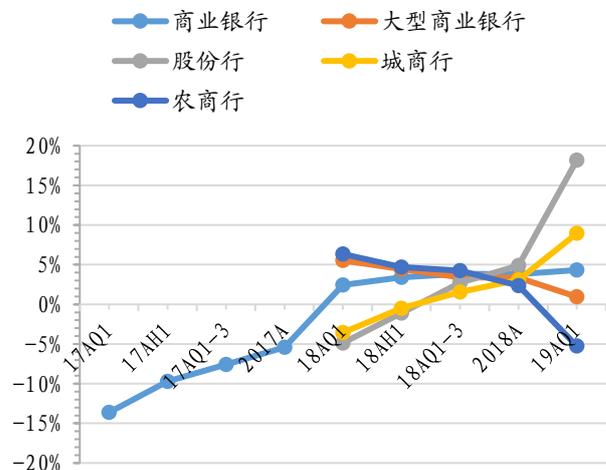
资料来源：中原证券

图 33: 商业银行净息差 (%)



资料来源：Wind, 中原证券

图 34: 商业银行净息差同比增速

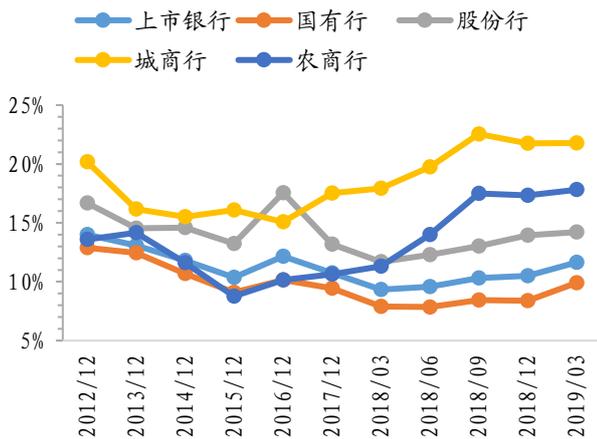


资料来源：Wind, 中原证券

### 4.3. 资产规模

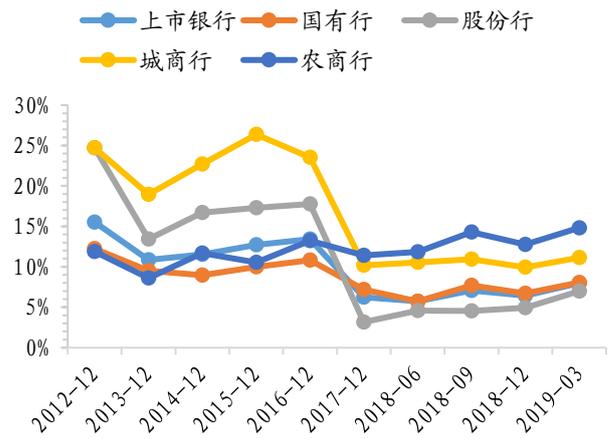
预计宽信用政策对规模的刺激效应在 19Q1 已过半，后续规模扩张速度仍会回归到由实体经济贷款需求与贷款供给决定的平衡点。19Q1 末，上市银行总资产同比增速达到 8% 左右，其中发放贷款与垫款增速达到 12% 左右，均为 2018 年以来的高点。考虑到实体经济贷款需求与经济表现相关，短期内或难实现突破，加之 18 年同期贷款基数逐步提升，预计下半年贷款增速稳中回落的可能性较大，预计 19 年上市银行总资产增速在 7% 左右，贷款增速 10% 左右。

图：上市银行发放贷款与垫款余额增速



资料来源：Wind, 中原证券

图：上市银行总资产增速

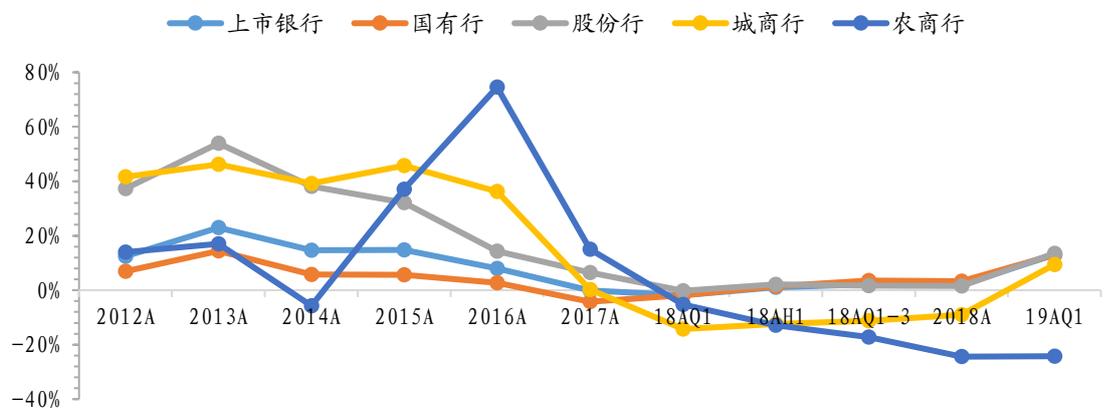


资料来源：Wind, 中原证券

### 4.4. 手续费与佣金净收入

预计下半年上市银行手续费与佣金净收入增速回升。回升的主要逻辑在于理财、投行、托管手续费增速改善。由于缺乏增长点，下半年手续费与佣金净收入的表现主要是适度修复而非大幅释放。19Q1，上市银行手续费及佣金净收入增速较 18 年明显改善 10 个百分点至 10% 以上，预计 19 年下半年增速改善幅度减弱，上市银行全年手续费及佣金净收入增速在 10% 左右。

图 35：上市银行手续费及佣金净收入同比增速

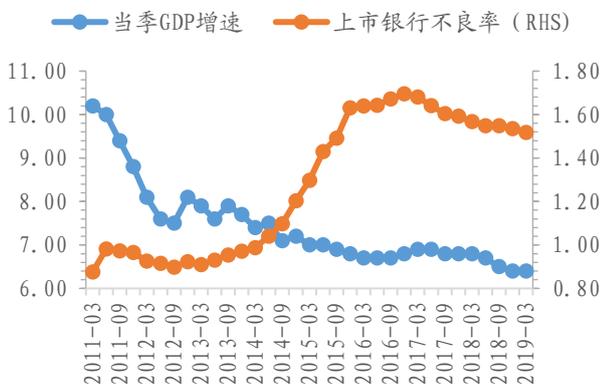


资料来源：Wind, 中原证券

4.5. 资产质量

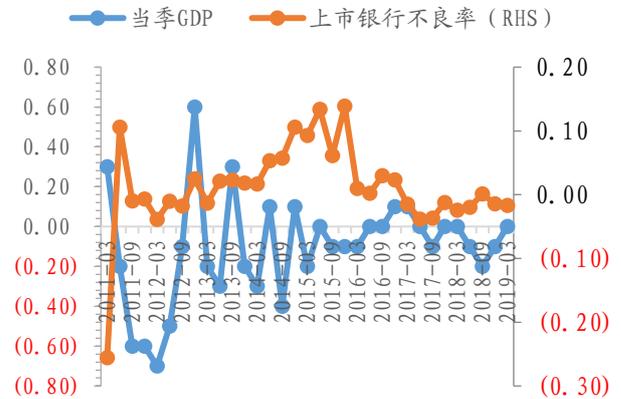
经济与监管压力或致下半年贷款质量边际走弱。与 2012-2016 年不良率上升期相比，当前经济下行波动幅度小，经济压力对贷款质量的负面影响较为温和，贷款质量边际走弱的趋势也更为直观。除经济因素外，还可能存在监管因素促使银行业贷款分类更严格，导致银行业各级贷款整体向下迁移力度加大。预计上市银行不良认定将进一步趋严，以逾期天数作为贷款风险分类依据将被更广泛地采用。预计下半年会有更多银行主动将逾期 60 天以上贷款纳入不良贷款、主动将逾期 360 天以上贷款纳入损失类贷款。在经济与不良认定趋严的双重压力下，下半年上市银行不良贷款率生成率以及投资类资产的不良生成率普遍承压，上市整体不良率与损失类贷款占比稳中略升可能性较大。其中，大行面临的压力相对较小，预计下半年不良率保持稳定，中小银行不良率或小幅走弱。

图 36: 当季 GDP 增速(%)与上市银行不良率(%)



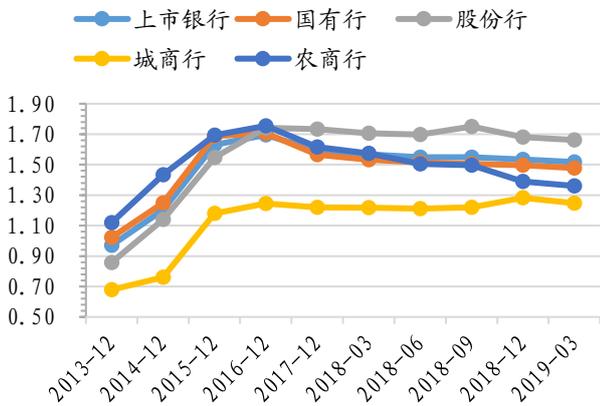
资料来源: Wind, 中原证券

图 37: 当季 GDP 增速与上市银行环比变动 (百分点)



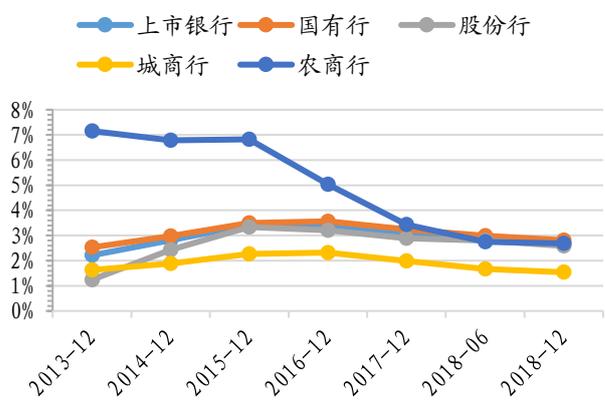
资料来源: Wind, 中原证券

图 38: 上市银行不良率 (%)



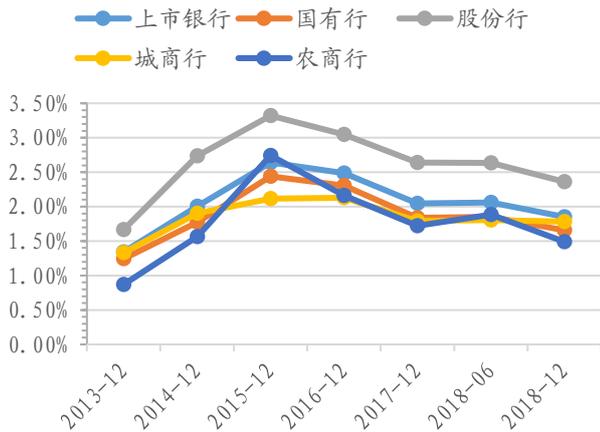
资料来源: Wind, 中原证券

图 39: 上市银行关注类贷款占比



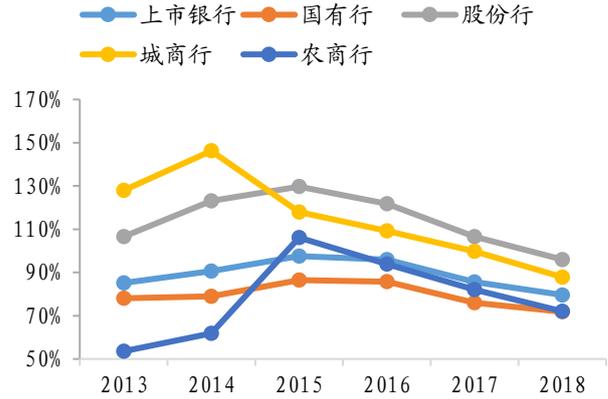
资料来源: Wind, 中原证券

图 40: 上市银行逾期贷款占比



资料来源: Wind, 中原证券

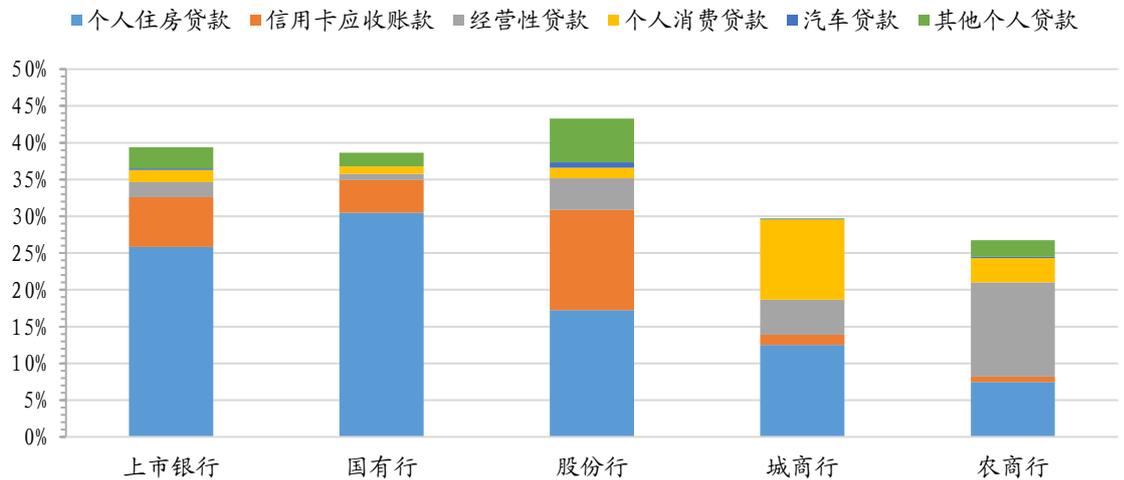
图 41: 上市银行逾期 90 天以上贷款/不良贷款



资料来源: Wind, 中原证券

中小银行前期零售贷款快速增长过程中集聚的风险或缓慢释放。近几年商业银行零售资产增速较快, 形成了国有行以按揭贷款为主、股份行按揭贷款与信用卡贷款并重、城商行按揭贷款与消费贷款并重、农商行以经营性贷款和按揭贷款为主的格局。其中, 信用卡贷款、消费贷款与经营性贷款的风险控制因行而异, 潜在风险相对按揭贷款更高, 以上三类资产在前期过快增长过程中积累的风险有缓慢释放的迹象。18 年以来, 上市银行信用卡贷款与消费贷款不良率有上升苗头, 上市银行对发展信用卡业务与消费贷业务的态度已由激进转向谨慎, 业务准入阶段的风险控制更加严格, 预计信用卡贷款与消费贷风险可控。

图 42: 上市银行各项个人贷款占贷款总额的比重

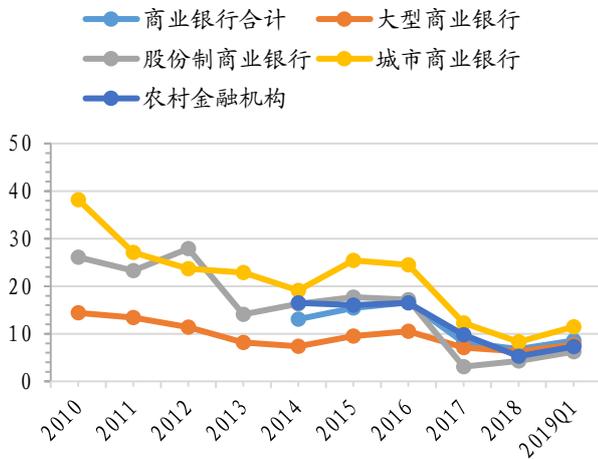


资料来源: Wind, 中原证券

非标资产和信用债投资的隐性风险或有所暴露。与贷款相比, 银行持有的非标资产与信用债投资的信用风险较为隐蔽, 这部分资产的质量面临来自监管和宏观经济的双重压力。预计下半年非标类资产和信用债投资的风险暴露或加大, 风险暴露加大将导致资产减值损失上升, 进而制约银行盈利表现。2013-2016 年, 银行业非标投资规模快速增长, 占总资产的比重迅速提升至 20% 以上, 18 年下半年以来, 来自经济层面和监管层面的压力加大, 该类资产信用风险

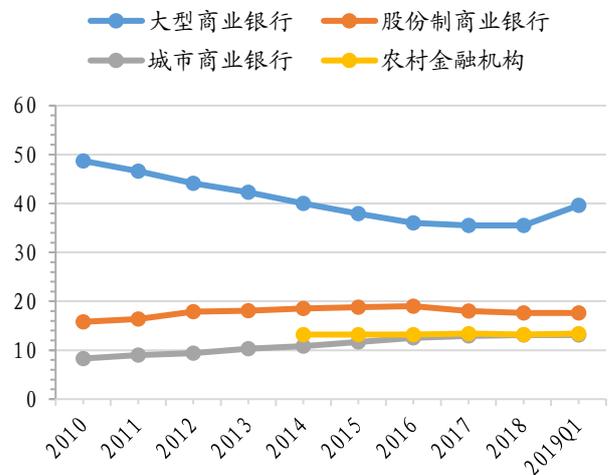
有上行压力。由于以股份行与城商行为代表的中小银行在 2013-2016 年非标类资产扩张较为激进，非标类资产占总资产的比重更大，因此中小银行面临的风险更大。

图 43: 2015-16 年城商行总资产增速 (%) 明显提升



资料来源: Wind, 中原证券

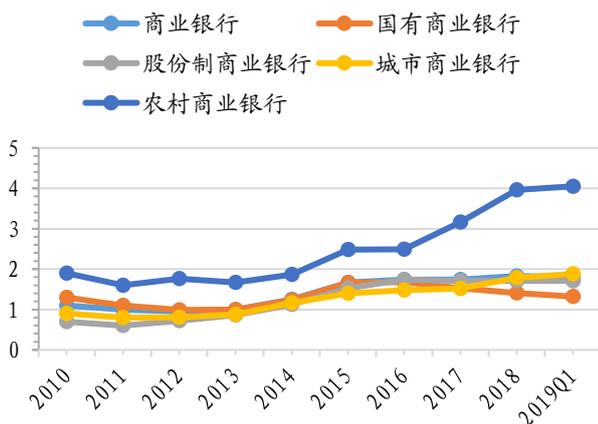
图 44: 2014-16 年城商行占行业总资产比重明显提升



资料来源: Wind, 中原证券。单位: %。

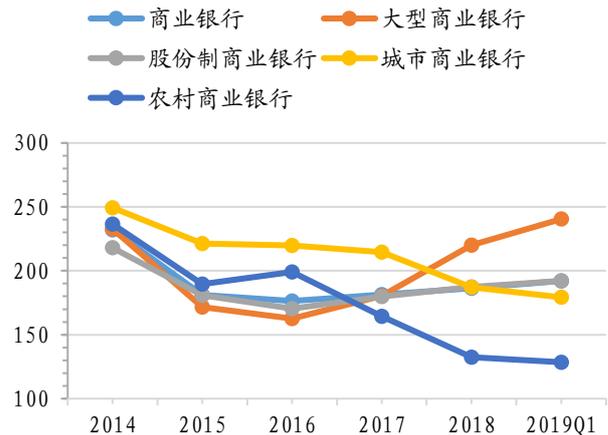
值得注意的是，在整个银行体系中，风险的暴露更多集中于规模小、风控较弱的尾部银行（如 2017-2018 期间的信用风险暴露主要集中于银行体系中规模较小的农商行，全国农商行整体不良率由 2016 年的 2.49% 快速上升至 2019Q1 末的 4.05%，不良贷款拨备覆盖率则由 200% 左右下降至 130% 左右），上市银行中的股份行与城商行是中小银行中的头部银行，其面临的风险仍明显小于中小银行整体风险，风险释放仍会保持平稳有序的节奏。

图 45: 商业银行不良率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 46: 商业银行拨备覆盖率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

若金融资产风险分类全面执行，上市银行将面临较大的拨备缺口。银保监会此前公布了《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，该风险分类办法将需要进行风险分类的金融资产由贷款扩展到承担信用风险的全部金融资产，将促使银行进一步加大拨备计提力度，对当期利润表产生较大的负面影响。上文对贷款、非标与信用债质量的判断已经包含了金融资产

风险分类渐进执行的预期。如该风险分类办法正式全面执行，上市银行仍会面临较大的拨备缺口。拨备缺口主要来自两个方面，一是逾期 360 天以上贷款全部纳入损失类贷款，二是与贷款可比性较强的非标投资与信用债投资的拨备计提将明显上升。逾期 360 天以上贷款全部纳入损失类贷款后，上市银行普遍面临缺口，大部分中小银行当期盈利将承受非常显著的负面影响。对非标投资与信用债投资进行风险分类后，国有行基本不受影响，大部分股份行与城商行面临较大缺口，当期盈利承受的负面影响非常显著。此外，我们也测算了将所有逾期贷款纳入不良这种极端情况下的拨备缺口，供参考。

**表 1: 逾期 1 年以上贷款全部纳入损失类贷款影响测算 (规模指标单位为亿元)**

银行	损失类贷款	逾期 1 年以上贷款	拨备缺口	拨备缺口占 18 年净利润的比例	补齐后的拨备覆盖率	拨备覆盖率提升幅度	补齐后拨贷比	拨贷比提升幅度
工商银行	358.80	949.33	295.27	12.32%	188.33	12.57	2.87%	0.19%
建设银行	261.79	554.13	146.17	6.83%	215.66	7.29	3.14%	0.11%
中国银行	678.12	647.08	0.00	0.00%	181.97	0.00	2.57%	0.00%
农业银行	183.40	664.48	240.54	14.02%	264.84	12.66	4.21%	0.20%
交通银行	203.45	312.42	54.49	9.51%	180.64	7.51	2.70%	0.11%
招商银行	150.38	258.25	53.94	8.00%	368.25	10.07	5.02%	0.14%
中信银行	71.08	259.77	94.35	25.64%	172.71	14.73	3.06%	0.26%
民生银行	110.19	250.48	70.15	16.43%	147.25	13.20	2.54%	0.23%
兴业银行	82.87	111.65	14.39	2.84%	210.40	3.12	3.31%	0.05%
浦发银行	212.96	234.45	10.75	2.49%	156.46	1.58	3.00%	0.03%
光大银行	65.92	109.81	21.95	7.91%	181.91	5.75	2.87%	0.09%
华夏银行	87.99	312.22	112.12	77.25%	196.20	37.61	3.62%	0.69%
平安银行	124.41	106.57	0.00	0.00%	155.24	0.00	2.70%	0.00%
北京银行	25.35	126.67	50.66	30.47%	243.04	25.53	3.82%	0.40%
南京银行	3.09	17.99	7.45	8.69%	480.12	17.44	4.27%	0.16%
宁波银行	6.48	13.31	3.41	3.82%	532.01	10.18	4.16%	0.08%
上海银行	8.48	14.23	2.88	2.01%	335.91	2.96	3.83%	0.03%
江苏银行	14.77	68.51	26.87	26.20%	225.55	21.71	3.14%	0.30%
贵阳银行	10.56	9.15	0.00	0.00%	266.05	0.00	3.60%	0.00%
郑州银行	0.05	16.67	8.31	27.17%	176.06	21.22	4.32%	0.52%
杭州银行	16.72	27.46	5.37	12.17%	266.56	10.56	3.87%	0.15%
江阴银行	1.15	5.73	2.29	42.44%	250.61	16.90	5.39%	0.36%
无锡银行	1.29	4.97	1.84	21.36%	254.42	19.66	3.16%	0.24%
常熟银行	0.15	2.66	1.25	11.19%	458.72	13.70	4.52%	0.14%
吴江银行	0.17	1.89	0.86	11.93%	259.17	10.99	3.41%	0.14%
张家港行	0.88	1.33	0.22	3.49%	226.39	2.54	3.33%	0.04%

资料来源：中原证券，公司公告，Wind。

注：测算值为根据最低计提比例进行测算的结果，鉴于目前上市银行的拨备覆盖水平较高，银行当前的拨备计提比例应明显高于最低要求比例，因此，实际产生的影响小于测算值。

表 2: 逾期 270-360 天贷款全部纳入可疑类贷款影响测算 (规模指标单位为亿元)

银行	可疑类贷款	逾期 270-360 天的贷款	拨备缺口	拨备缺口占 18 年净利润的比例
工商银行	608.57	167.69	0.00	0.00%
建设银行	786.53	130.51	0.00	0.00%
中国银行	493.41	140.98	0.00	0.00%
农业银行	1022.20	114.05	0.00	0.00%
交通银行	330.08	64.16	0.00	0.00%
招商银行	196.48	32.89	0.00	0.00%
中信银行	213.45	66.38	0.00	0.00%
民生银行	71.85	54.02	0.00	0.00%
兴业银行	170.03	50.46	0.00	0.00%
浦发银行	179.89	68.43	0.00	0.00%
光大银行	122.43	42.63	0.00	0.00%
华夏银行	0	25.27	7.58	5.22%
平安银行	45.09	46.63	0.00	0.00%
北京银行	0	8.66	2.60	1.56%
南京银行	0	4.43	1.33	1.55%
宁波银行	9.50	2.87	0.00	0.00%
上海银行	45.92	12.50	0.00	0.00%
江苏银行	10.03	7.71	0.00	0.00%
贵阳银行	5.28	1.90	0.00	0.00%
郑州银行	2.42	4.18	1.25	4.09%
杭州银行	5.30	2.04	0.00	0.00%
江阴银行	5.67	1.24	0.00	0.00%
无锡银行	1.55	0.55	0.00	0.00%
常熟银行	0	0.69	0.21	1.85%
吴江银行	0	0.71	0.21	2.98%
张家港行	2.43	0.51	0.00	0.00%

资料来源: 中原证券, 公司公告, Wind。

注: 可疑类贷款为年报公布值减去测算表 1 时损失类贷款缺口; 逾期 270-360 天贷款假设为年报公布的逾期 3 个月至 1 年贷款余额的 20%。

表 3: 对部分金融资产进行五级分类的影响测算 (规模指标单位为亿元)

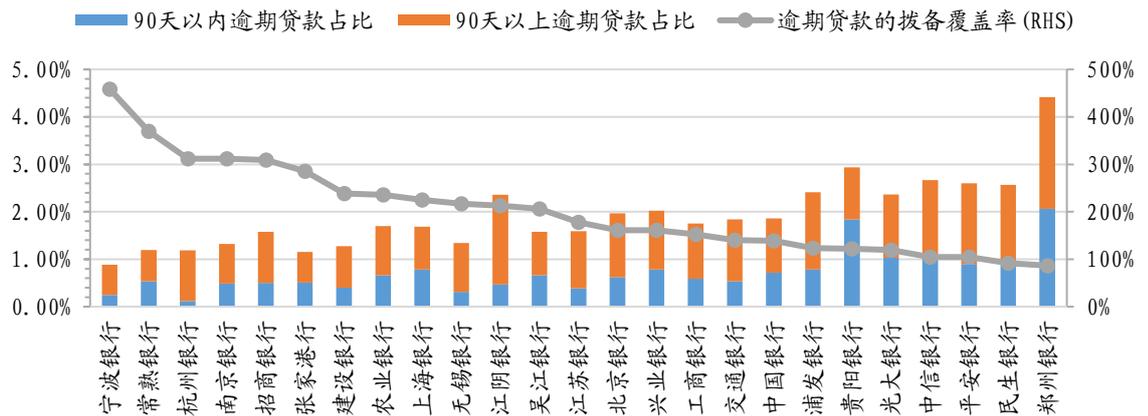
银行	应分类金融 投资余额	减值准备	减值准备/应 分类资产规 模	18 年底拨贷 比	根据拨贷比 调整后的应 提拨备	拨备缺口	拨备缺口占 净利润的比 例
工商银行	749.34	24.83	3.31%	2.68%	20.06	0.00	0.00%
建设银行	1508.36	68.35	4.53%	3.03%	45.70	0.00	0.00%
中国银行	1302.05	77.54	5.96%	2.57%	33.47	0.00	0.00%
农业银行	1919.23	91.87	4.79%	4.01%	77.01	0.00	0.00%
交通银行	2401.87	33.69	1.40%	2.59%	62.12	28.43	4.96%
招商银行	2588.26	80.80	3.12%	4.88%	126.28	45.48	6.75%
中信银行	3800.84	33.70	0.89%	2.80%	106.30	72.60	19.73%
民生银行	2757.48	30.59	1.11%	2.31%	63.77	33.18	7.77%

兴业银行	7351.99	169.66	2.31%	3.26%	239.64	69.98	13.83%
浦发银行	3113.58	75.03	2.41%	2.97%	92.48	17.45	4.04%
光大银行	4686.78	46.94	1.00%	2.78%	130.09	83.15	29.95%
华夏银行	2559.11	20.82	0.81%	2.93%	74.98	54.16	37.32%
平安银行	1748.85	73.61	4.21%	2.70%	47.31	0.00	0.00%
北京银行	3922.17	76.84	1.96%	3.42%	134.18	57.34	34.48%
南京银行	2443.53	29.63	1.21%	4.11%	100.55	70.92	82.71%
宁波银行	1225.17	31.93	2.61%	4.08%	49.95	18.02	20.20%
上海银行	1537.48	71.80	4.67%	3.80%	58.44	0.00	0.00%
江苏银行	2454.44	31.25	1.27%	2.84%	69.65	38.40	37.43%

资料来源：中原证券，公司公告，Wind。

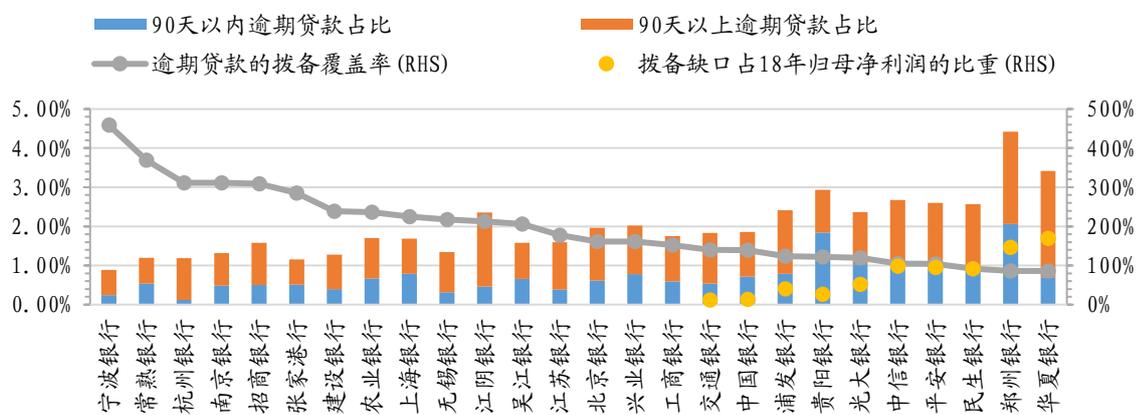
注：1.因各家银行年报公布的数据口径有差异，测算应分类金融投资余额的口径也不同，已采用新准则银行的口径为以摊余成本计量的金融资产项下的企业债券投资与资管计划余额，尚未采用新准则银行的口径为以摊余成本计量的金融资产项下的企业债券投资与应收款项类投资项下的资管计划余额之和。2.由于各银行数据的口径不一致，因此测算的拨备缺口分化较大，并不代表真实情况，测算结果仅供参考。3.测算拨备缺口时，假设应分类金融投资余额拨备率与拨贷比保持一致，实际中资管计划底层资产含有标准化产品，风险相对贷款较小，因此测算的拨备缺口大于实际情况。

图 47：上市银行逾期贷款的拨备覆盖率



资料来源：Wind, 中原证券

图 48：全部逾期贷款纳入不良后的拨备缺口测算



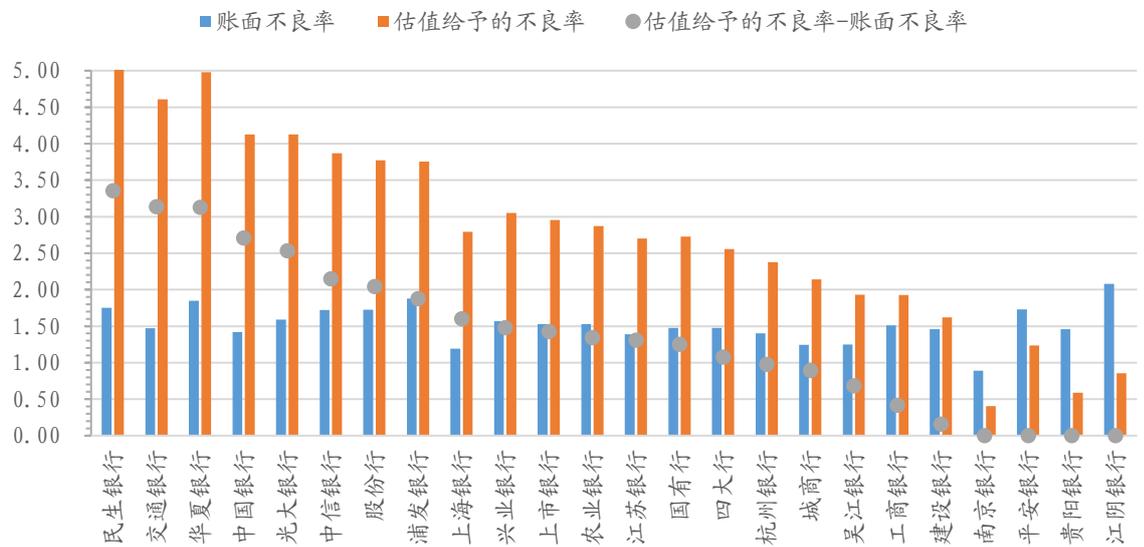
资料来源：Wind, 中原证券

## 5. 投资建议

### 5.1. 维持行业“同步大市”投资评级

行业净息差与资产质量承压，基本面压力的逐步兑现将制约板块估值提升。然而，由于当前估值水平低，且银行基本面在压力之下存在韧性，银行板块估值水平具备较高的安全性。当前市场给予破净银行股的不良率为 2.96%，较账面不良率高 1.43 个百分点，下半年板块向上弹性大于向下空间。宏观经济预期好转是板块估值提升的充分条件，下半年需密切关注宏观经济政策动态，银行估值将因宏观政策预期好转而提升。当前银行指数估值水平相对沪深 300 指数合理，维持行业“同步大市”投资评级。

图 49: 破净银行股当前估值给予的不良率 (%) 具备较高的安全边际



资料来源: Wind, 中原证券

图 50: 银行指数 (中信) PE



资料来源: Wind, 中原证券

图 51: 银行指数 (中信) PB



资料来源: Wind, 中原证券

## 5.2. 围绕安全性与弹性选股

大多数个股的机会在于赚取低估值的安全垫上的 ROE，部分估值低但基本面良好的标的存在相对收益。建议围绕安全性与弹性两条线选股：安全线选择基本面非常优异的稀缺标的与经营稳健的大行，该类银行安全性高，重点推荐招商银行、宁波银行、建设银行与工商银行；弹性线选择基本面优异但估值低的中小行标的，该类银行股价向上弹性较大，重点推荐上海银行与南京银行。

**表 4: 重点公司推荐逻辑**

银行	推荐逻辑
招商银行	股份行龙头，资产质量优异，拨备覆盖率高，盈利能力突出，零售业务独树一帜。
宁波银行	城商行典范，资产质量优异，拨备覆盖率高，盈利能力突出，公司治理完善。
建设银行	行业龙头，不良认定严格，资产质量优异，经营稳健，估值安全边际高。
工商银行	行业龙头，资产质量稳中向好，拨备覆盖率明显改善，估值安全边际高。
上海银行	城商行头部银行，成长性较好，资产质量优异，估值优势明显。
南京银行	优质城商行，资产质量优异，基本面拐点向上，业绩中长期修复空间打开。

资料来源：中原证券

**表 5: 重点公司估值表**

银行简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
招商银行	35.33	3.19	3.63	4.13	11.08	9.73	8.55	20.07	22.44	25.13	1.76	1.57	1.41
宁波银行	23.16	2.15	2.21	2.65	10.77	10.48	8.74	12.68	13.49	15.47	1.83	1.72	1.50
建设银行	7.25	1.02	1.08	1.16	7.11	6.71	6.25	7.59	8.31	9.08	0.96	0.87	0.80
工商银行	5.76	0.84	0.89	0.93	6.86	0.06	6.19	6.29	7.02	7.64	0.92	0.82	0.75
上海银行	11.7	1.65	1.51	1.81	7.09	7.75	6.46	12.94	10.94	12.12	0.90	1.07	0.97
南京银行	8.42	1.31	1.28	1.49	6.43	6.58	5.65	8.01	8.63	9.53	1.05	0.98	0.88

资料来源：Wind，中原证券。注：收盘价为 2019 年 6 月 12 日收盘价。

## 5.3. 把握板块轮动的机会

从历史经验来看，行业板块轮动特征较为显著，区间结构性机会相对收益可观。重点关注两方面的轮动：银行板块与沪深 300 的轮动，银行子版块之间的轮动。

**银行板块与沪深 300 的轮动：**在沪深 300 指数上行阶段，银行弹性较小，表现弱于沪深 300 指数；在沪深 300 指数下行阶段，银行指数防御性较好，表现好于沪深 300 指数（如 2018 年 6 月中旬至 18 年 11 月上旬，19 年 4 月下旬至 6 月上旬）。

**银行子版块之间的轮动：**以国有行为代表的大行与以股份行和城商行为代表的中小银行在资产负债结构以及资产质量方面存在差异性，在银行体系流动性及监管政策发生变化时，大行和中小行受到的影响存在差异，行情表现也不相同。例如，2018 年 2 月-4 月，市场利率在降准释放流动性后明显下降，股份行与城商行负债成本上行压力减轻，股价表现好于大行。再如，

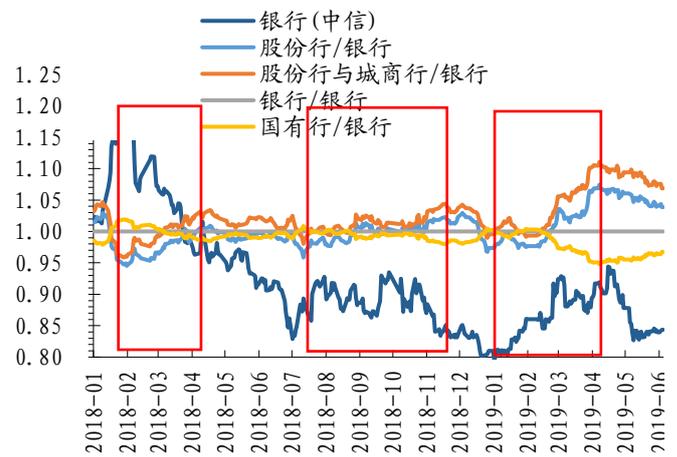
2018年6月下旬至11月下旬，由于资管新规于6月中旬边际放松，受资管新规影响更大的股份行与城商行股价表现好于大行。此外，资产负债结构以及资产质量的差异性也导致大行与中小行基本面的走势存在时滞，子板块基本面拐点附近也存在行业轮动机会。比如，2017年，大行拐点向上，估计表现明显好于中小银行；2018年下半年以来，中小行基本面拐点向上，表现好于大行。

图 52: 银行指数(中信)相对沪深 300 指数的 PB



资料来源: Wind, 中原证券

图 53: 银行子板块相对银行板块的 PB



资料来源: Wind, 中原证券

## 6. 风险提示

资产质量大幅恶化;

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。