

加速变革下 风险和收益的再平衡

——银行业 2019 年中期投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 06 月 21 日

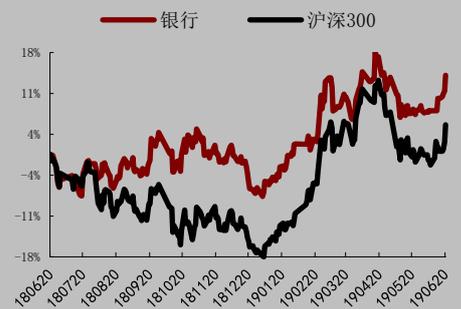
投资要点：

- **短期经济企稳，流动性整体保持宽松：**2019 年下半年，在政策托底基建的背景下，房地产下行的风险将成为主要矛盾。我们维持此判断，经济中枢位置还是取决于基建发力对冲房地产投资的下行程度。我们预计最终全年 GDP 以 6.2%-6.4% 为中枢窄幅震荡格局。在宏观经济下行的压力尚未完全消除的情况下，流动性水平大概率维持宽松。但是货币政策重心发生了变化，已经从稳增长转向调结构。市场预期央行可能继续采用结构性工具如定向降准，以及公开市场操作平滑流动性缺口。
- **息差方面，维持净息差下降 2-3BP 的预期：**资产端无论是供给端的上升角度还是需求端的放缓角度看，都不支持融资利率的大幅下行。负债端，在风险事件后，信用利差将被拉大，同业负债的重定价影响因素消退后，存款相对宽裕的情况下，短期看负债端的压力有所下降。综合资产和负债两端的情况，我们维持 2019 年银行板块年度投资策略的判断，全年银行的净息差下降 2-3BP，而结合下半年的预期看，大行和部分城商行息差收缩幅度好于预期。
- **资产质量，风险继续向下游企业传导：**本轮经济特点是价格有一定的韧性。而价格的韧性背后更多的应该与产能周期有关。近几年供给侧改革，使得供给层面始终处于不是很宽裕的状态，从国内经济的需求看，下滑幅度有限。在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难。而从今年民企债的违约情况看，压力有增无减。随着监管对不良认定的进一步趋严以及范围的扩大，整体风险暴露压力不减。
- **投资策略：**银行板块目前的估值处于历史低位（部分银行对应的 2019 年 PB 已经降到 0.6 倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。市场整体风险偏好保持低位，银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定，以及保持行业间的相对优势。在金融供给侧结构性改革的大趋势下，银行业将加速分化，头部银行的规模优势，区域银行的市场优势将逐步体现。而各家银行的风险定价能力，将成为核心竞争力。我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。
- **风险提示：**经济下滑超预期引发不良大幅增加

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.30	6.97	0.84	增持
农业银行	4.54	4.98	0.73	增持
招商银行	20.07	22.63	1.67	增持
宁波银行	12.41	13.86	1.72	增持

银行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 06 月 20 日

相关研究

万联证券研究所 20190617_银行业周观点_AAA_央行呵护市场流动性
万联证券研究所 20190612_银行业月报_AAA_社融增速回升
万联证券研究所 20190610_银行业周观点_AAA_持续关注流动性

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：010-66060126

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、2019 年下半年主要投资逻辑	3
2、短期经济企稳 融资端利率降幅有限	4
2.1 逆周期调节下的短期经济企稳	4
2.2 金融供给侧结构性改革服务于是实体经济	5
2.3 流动性：保持合理充裕，利率下行幅度有限	6
2.3.1 合理充裕仍维持，但最宽松的时期已经过去	6
2.3.2 社融已经见底，利率下行幅度有限	7
3、多因素影响各银行息差分化明显	8
3.1 准备金预计下调 200 个基点，短期降息概率不大	8
3.2 维持净息差下降 2-3BP 的预期	9
3.2.1 资产端：规模增长将分化，结构调整持续	9
3.2.2 负债端：下半年压力略有缓解	11
3.2.3 净息差：维持全年净息差下降 2-3BP 判断	12
4、资产质量：风险继续向下游企业传导	13
4.1 总体资产表现平稳	13
4.2 价格韧性将挤压下游企业利润	13
4.3 风险暴露持续	14
5、投资策略	14
5.1 板块市场表现	14
5.2 投资策略	15
5.2.1 基本假设	15
5.2.2 投资策略和选股逻辑	16
6、风险提示	16
图表 1：GDP 同比增速	4
图表 2：基建投资增速和房地产投资增速	5
图表 3：金融供给侧结构性改革	5
图表 4：监管文件统计	6
图表 5：同业存单发行规模和利率	7
图表 6：社融增速变动情况	7
图表 7：存款准备金率	8
图表 8：平均贷款利率	8
图表 9：贷款平均利率上浮水平（年化值）	9
图表 10：首套房贷款利率和二套房贷款利率	10
图表 11：贷款总额占比	11
图表 12：理财产品收益率	11
图表 13：存款总额占比	12
图表 14：银行板块净息差变动趋势	12
图表 15：整体不良率生成率变动趋势	13
图表 16：价格韧性	14
图表 17：银行板块 PB 估值	15
图表 18：各行业涨跌幅排序	15
图表 19：年初至今板块个股涨幅	15

1、2019 年下半年主要投资逻辑

2019 年一季度受流动性预期改善以及风险偏好提升影响，市场整体迎来了估值修复行情。银行板块整体估值从 2018 年的 PB 0.8 倍修复到 0.9 倍。4 月份以后，受货币政策边际收紧以及贸易摩擦升级影响，市场整体调整。银行板块的防御性，使得板块整体跑赢沪深 300 指数。

2019 年下半年，在政策托底基建的背景下，房地产下行的风险将成为主要矛盾。我们维持此判断，经济中枢位置还是取决于基建发力对冲房地产投资的下行程度。我们预计最终全年 GDP 以 6.2%-6.4% 为中枢窄幅震荡格局。流动性整体保持宽裕的情况下，展望未来，银行间的流动性将维持合理充裕，但是我们判断最宽松的时期已经过去。在宏观经济下行的压力尚未完全消除的情况下，流动性水平大概率维持宽松。但是货币政策重心发生了变化，已经从稳增长转向调结构。市场预期央行可能继续采用结构性工具如定向降准，以及公开市场操作平滑流动性缺口，这就意味着资金面最宽松的时期可能已经过去。此外，考虑到利率市场化的推进问题，客观要求培育一个稳定的基准利率，因此货币市场利率预计不会出现太大波动。监管方面，金融供给侧结构性改革的主线仍是在稳增长的基础上防控风险。

息差方面，资产端无论是供给端的上升角度还是需求端的放缓角度看，都不支持融资利率的大幅下行。负债端，在风险事件后，信用利差将被拉大，同业负债的重定价影响因素消退后，存款相对宽裕的情况下，短期看负债端的压力有所下降。综合资产和负债两端的情况，我们维持 2019 年银行板块年度投资策略的判断，全年银行的净息差下降 2-3BP，而结合下半年的预期看，大行和部分城商行息差收缩幅度好于预期。

资产质量方面，本轮经济特点是价格有一定的韧性。而价格的韧性背后更多的应该与产能周期有关。近几年供给侧改革，使得供给层面始终处于不是很宽裕的状态，从国内经济的需求看，下滑幅度有限。在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难。而从今年民企债的违约情况看，压力有增无减。随着监管对不良认定的进一步趋严以及范围的扩大，整体风险暴露压力不减。

我们预计明年社融规模增长 19 万亿，其中，新增人民币信贷在 15 万亿，表外信托和委托贷款压降放缓。银行总资产的增速略有回升到 7.5%。息差水平小幅下行 2-3 个 BP，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大；在经济下行期间，信用成本将小幅上升到 1.14% 的水平。对银行整体业绩进行测算，预计 2019 年银行板块整体归母净利润同比增速在 6% 附近，略低于 2018 年的 7%。

银行板块目前的估值处于历史低位（部分银行对应的 2019 年 PB 已经降到 0.6 倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。市场整体风险偏好保持低位，银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定，以及保持行业间的相对优势。在金融供给侧结构性改革的大趋势下，银行业将加速分化，头部银行的规模优势，区域银行的市场优势将逐步体现。而各家银行的风险定价能力，将成为核心竞争力。我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

2、短期经济企稳 融资端利率降幅有限

2.1 逆周期调节下的短期经济企稳，下半年不确定上升

2019 年一季度 GDP 同比增长 6.4%，略超出市场预期。我们认为二三季度经济依然有向上的惯性，预计二三季度 GDP 可能维持在 6.4%、6.2%。主要是基于以下三个正面促进因素的考虑：第一，社融持续超预期对后续经济增长仍有持续的带动作用；第二，4 月和 5 月的减税降费政策，有助于微观经济的增速回升，以及消费的回升；第三，基建将持续发力。

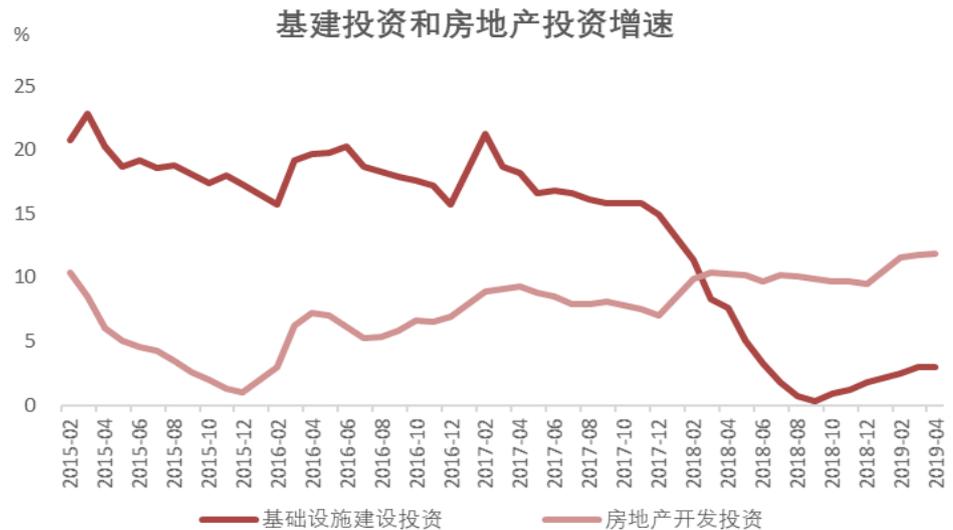
图表1：GDP同比增速



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

根据我们2019年度银行业投资策略中的判断，2019年经济增速将面临下行压力，在政策托底基建的背景下，房地产下行的风险将成为主要矛盾。我们维持此判断，经济中枢位置还是取决于基建发力对冲房地产投资的下行程度。从目前数据看，地产下行有韧性，基建上行也存在掣肘，二者变动的幅度大概率都会低于投资人的预期。我们预计最终全年GDP以6.2%-6.4%为中枢窄幅震荡格局。

图表2：基建投资增速和房地产投资增速



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

2.2 金融供给侧结构性改革服务于实体经济

4月公布数据显示经济有企稳迹象，宽信用政策逐渐见效，信用收缩风险得到有效控制乃至部分化解。但是，拆分结构不难发现，经济的企稳源于财政支出提前发力和房地产等。

不过，目前经济内生动力不足，经济的短期波动与逆周期调节政策的松紧直接相关。近几年供给侧改革，使得供给层面始终处于不是很宽裕的状态，从国内经济的需求看，下滑幅度有限。在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难，就会造成失业问题。而且两会的政府工作报告也提出了就业优先政策。因此，主线仍是在稳增长的基础上防控风险。

图表3：金融供给侧结构性改革



资料来源：万联证券研究所

金融供给侧结构性改革，在防控风险方面，自2017年起到目前推出了一系列监管政策，其中无论是对同业资产的清理、资管新规、流动性管理、委托贷款的规范、大额风险暴露管理办法等等，都是从制度上完善到监管补短板的执行。预计未来在制度不断完善，业务不断规范的同时，加速了银行业的分化，其中大的银行将相对受益，而中小银行得发展受所在区域经济得影响更大。

图表4：监管文件统计

公布时间	政策
2017.12.22	《关于规范银信类业务的通知》（55号文）
2018.1.4	《规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（302号文）
2018.1.6	《商业银行委托贷款管理办法》
2018.1.13	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》
2018.2.28	《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》
2018.4.27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》
2018.4.27	《关于进一步放宽外资银行市场准入有关事项的通知》
2018.5.4	《关于规范民间借贷行为 维护经济金融秩序有关事项的通知》
2018.5.4	《商业银行大额风险暴露管理办法》
2018.5.9	《关于规范银行业金融机构跨省票据业务的通知》
2018.5.25	《商业银行流动性风险管理办法》
2018.6.1	《银行业金融机构联合授信管理办法（试行）》
2018.6.8	《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》
2018.6.25	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》
2018.8.18	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》
2018.9.28	《商业银行理财业务监督管理办法》
2018.12.2	《商业银行理财子公司管理办法》
2018.12.29	《规范银行业金融机构异地非持牌机构的指导意见》
2019.3.19	《商业银行净稳定资金比例信息披露办法》

资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

2.3 流动性：保持合理充裕，利率下行幅度有限

2.3.1 合理充裕仍维持，但最宽松的时期已经过去

根据2019年一季度货币政策执行报告，2019年一季度末银行间超储率为1.3%，与2018年同期持平。年初以来，在货币政策持续宽松的背景下，银行间的回购利率持续低于政策利率。4月份以来，受到财政缴税、地方债的发行，资金面波动有所加大。随着货币政策出现边际收紧，资金中枢也出现了上移。

展望未来，银行间的流动性将维持合理充裕，但是我们判断最宽松的时期已经过去。在宏观经济下行的压力尚未完全消除的情况下，流动性水平大概率维持宽松。但是货币政策重心发生了变化，已经从稳增长转向调结构。市场预期央行可能继续采用结构性工具如定向降准，以及公开市场操作平滑流动性缺口，这就意味着资金面最宽松的时期可能已经过去。此外，考虑到利率市场化的推进问题，客观要求培育一个稳定的基准利率，因此货币市场利率预计不会出现太大波动。

同业存单近期受到信用风险暴露事件的影响，发行规模迅速收缩。未来，市场对信用风险的逐步重新定价将推升中小银行同业负债成本。

图表5：同业存单发行规模和利率



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

2.3.2 社融已经见底，利率下行幅度有限

在2018年下半年以来诸多宽信用措施的推动下，一季度社融企稳，信用环境实现一定改善。信贷和社融都实现了明显的超预期增长，分别达到5.81万亿和8.2万亿。社融增速的反弹，降低了信用收缩导致的信用违约潮的风险，股权质押，失业等风险得以缓解，市场对宏观经济预期开始回暖。

我们预计社融增速继续回升预计会持续三、四个季度。而且M2和社会融资要和名义GDP匹配，目前看仍有一定的空间。在贸易战的大环境下，经济增长的短期波动将促使其他融资的放开，下半年非标的增速可能会好于预期。因此，融资利率下行的幅度有限。而且纵观当前的利率水平，仍处于低位。

图表6：社融增速变动情况



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

3、维持净息差下降 2-3BP 的预期

3.1 准备金预计下调200个基点，短期降息概率不大

我们维持 2019 年银行板块年度投资策略中的判断，预计 2019 年降准 2 个百分点，大型银行的准备金率下降到 12.5%，中小银行的准备金率降到 10.5%。考虑到经济增速放缓的压力以及外部贸易摩擦的影响，我们预判货币政策有望继续保持宽松。

图表 7：存款准备金率



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

虽然美国经济增速放缓，且市场对美国有降息预期升温。不过美联储不会因为美国经济景气回落而立刻降息。考虑到汇率等因素，国内短期内降息的不大。虽然当前的贷款利率上浮比例较高，但是整体利率水平仍处于低位。

图表 8：平均贷款利率



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

3.2 维持净息差下降2-3BP的预期

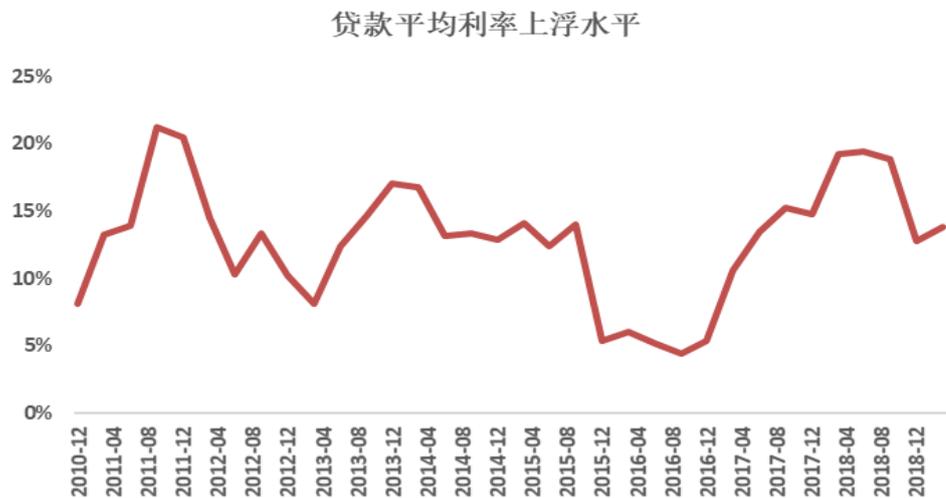
3.2.1 资产端：规模增长将分化，结构调整持续

2018年下半年以来，宽信用政策加码以及银行资本补充进度加快，信贷增速回升。上市银行2019年一季度生息资产环比增长3.1%，增幅较2018年高1.8个百分点。各子板块，国有大行、股份行、城商行以及农商行一季度生息资产环比增长分别为3%，-0.9%，1.5%，1.4%。从结构上看，贷款总额占比继续提升，投资以及同业资产占比也开始企稳回升。各子板块的情况看，除了农商行外，其他子板块贷款占比均上升；除股份行外，其他板块的同业资产占比均上升；除了国有大行外，其他子板块投资资产占比均上升。

综合看前1-4月信贷投放量较大，达到7.16万亿，同比增长20.5%，占社融的比重75.1%。由于年初行业整体预期贷款利率将持续下行，而且至少持续到二季度。因此，在年初各行均加大贷款的投放，在高位锁定客户收益。但是由于监管层加大对中小微企业贷款新增占比的考核，加大了大行信贷投放的力度。

信贷的快速增长，首先表现为票据业务的繁荣和总量规模的扩张，未来随着利率的下行，结构方面将有所改善。从一季度利率综合利率水平看，由于对公贷款的利率较2018年四季度有所上升，带动整体贷款利率上行，贷款平均上浮比例年化值有所上升。一季度，在降低中小微企业融资利率的大背景下，新增信贷超预期大规模投放，对公贷款利率仍保持上升态势，表内贷款仍然是稀缺资源。而且根据我们调研情况看，部分银行由于储备项目不足3月份信贷的投放略有放缓，不过部分卡位较好的银行移位再贷的贷款利率有所上升，银行本身的溢价能力回到了均衡水平。从贷款的总体需求看，虽然总体偏紧，但是卡位发达地区，贷款需求相对旺盛的银行溢价能力更强，总体将更加受益。

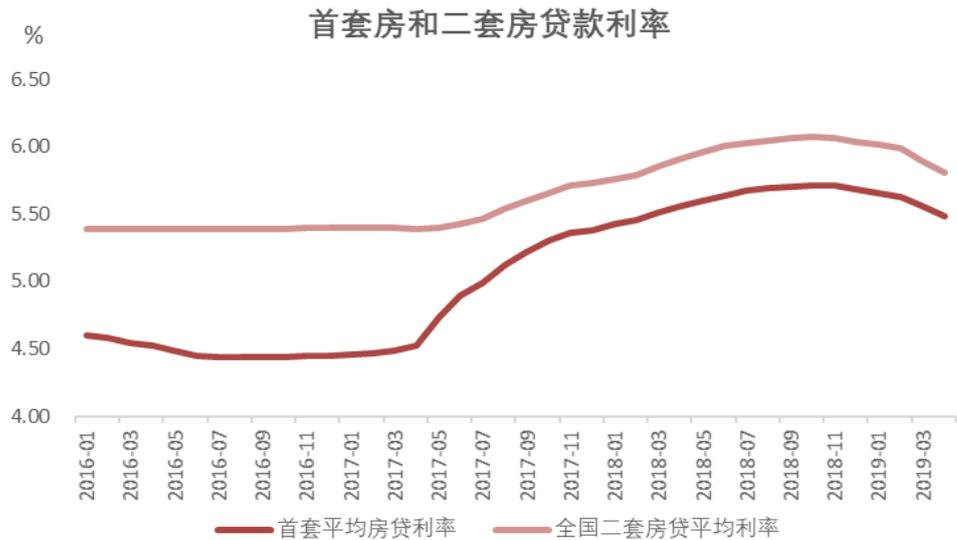
图表9：贷款平均利率上浮水平（年化值）



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

从按揭贷款利率看，2018年12月份以来，首套房贷款利率和二套房贷款利率均呈现持续下行态势。我们预计这种态势将持续到年中，未来预计受供需结构以及影响，继续下行的概率不大。

图表10：首套房贷款利率和二套房贷款利率



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

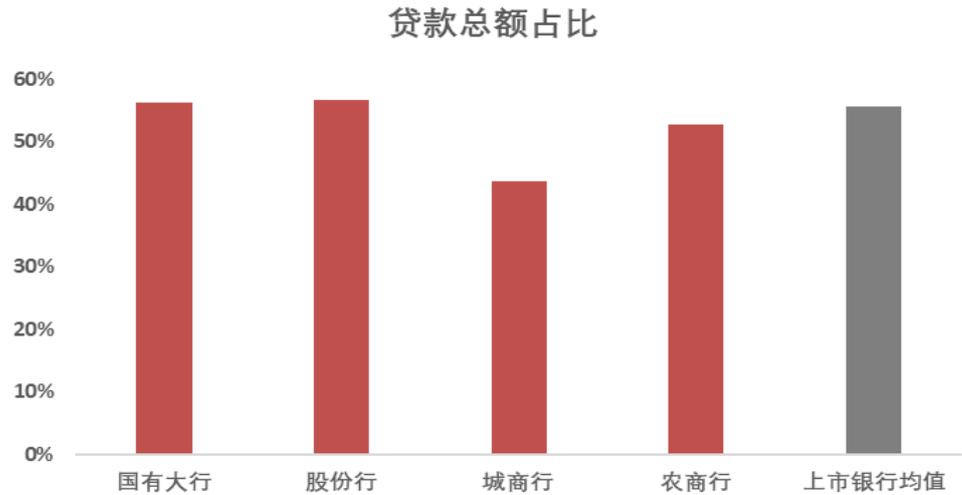
另外，从国内目前的现状以及转型升级的长期视角出发，拉动我国经济增长的传统动力正在减弱，寻找新的经济增长动力阶段。其中，调整投资消费比例关系是经济转型升级的方向。调整投资消费关系，重点在增加消费。此外，推动产业结构优化升级是经济转型升级的重要抓手。作为世界经济大国和人口大国，我国必须建立起完善的产业体系，并在产业发展上有所侧重，实现产业结构的优化。既要促进我国已具竞争优势的产业如通讯、高铁、造船等的发展，也要发现和培植一些对就业、收入、资源合理利用有积极正向作用的战略性新兴产业，推动增长的可持续性。而经济转型升级成功的关键在于激发科技创新活力。我国目前已经进入中等收入阶段，低成本优势已经逐步丧失，在低端市场难以与低收入国家竞争。需要加大研发能力和高端人力资本的投入。而优秀的教育资源又集中于大城市，人口也加速向大城市流动。因此，国家积极推进区域经济的发展，在今年3月总理的政府工作报告中，提到推动京津冀协同发展，落实粤港澳大湾区发展规划，长三角区域一体化发展上升为国家战略。

基于上述对我国经济现状及转型升级的背景分析，未来的需求将向区域发展加快的地方集中。而卡位在经济发达地区的银行，在贷款收益率上的优势将更加明显。

在近期包商银行托管、理财子公司快速推进事件后，金融供给侧结构性改革将加速推进。银行负债端的压力将向资产端传导，从而带来规模增长的分化以及资产配置结构的改变。我们判断大行和股份行仍具有资产端的扩张能力，中小银行资产端在负债端压力下将被动收缩。而在资产配置方面，延续上半年趋势，同业资产的占比预计保持小幅下降趋势，而投资资产占比继续上升。

在资产端结构不断调整的过程中，结合市场需求的变动特征看，生息资产端的收益率弹性更多的来自于贷款端的定价能力。我们预计一些卡位在贷款需求旺盛地区、产业结构合理以及中小企业活力强的银行，总体将更加受益，包括部分城商行和农商行。

图表11：贷款总额占比



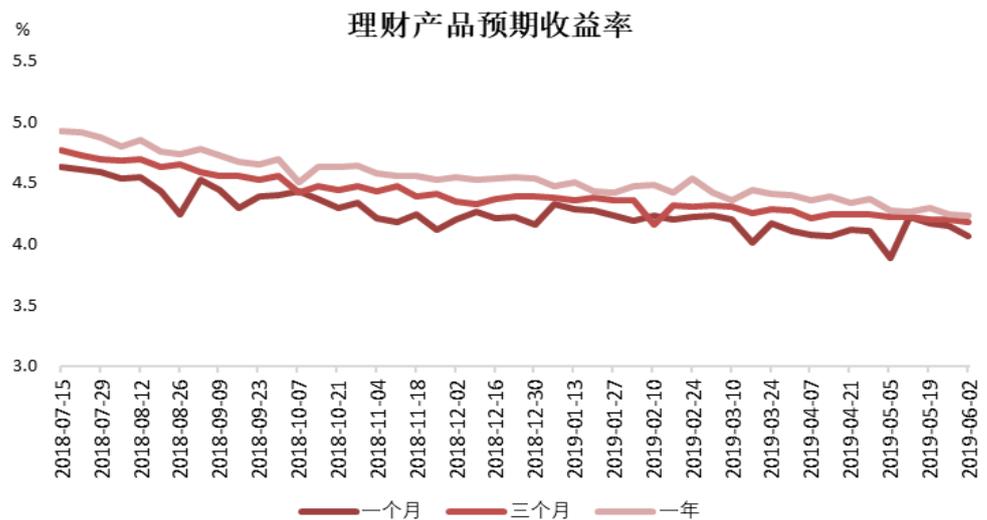
资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

3.2.2 负债端：下半年压力略有缓解

2019 年一季度上市银行存款环比增长 6%，增速较 2018 年提高 5.5 个百分点。各子板块存款的环比增速，国有大行为 5.3%、股份行 5.1%、城商行 8.4%、农商行 8.5%。除了季节性原因外，银行资产增速企稳回升以及一季度信贷大量投放是导致 2019 年一季度存款增长超季节性的原因。

从付息负债的结构看，2019 年一季度存款占付息负债的比重均环比上升，同业负债规模继续收缩，占比下降。各子板块结构趋势一致。

图表12：理财产品收益率

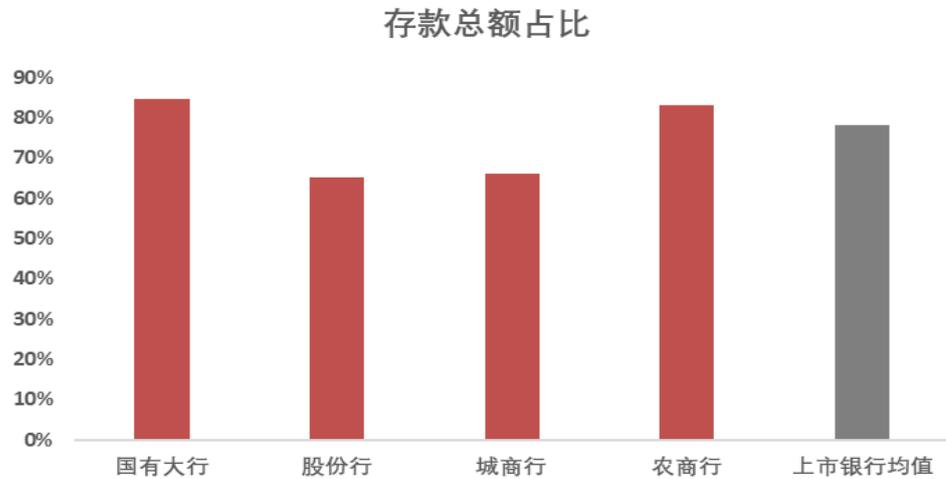


资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

近期信用风险事件的发生将推动整个金融业链条的变动，特别是对机构风险差别的定价将提升。再来看整个银行板块，同业负债重定价影响因素消退后，负债端成本的变动则主要取决于存款成本的变动，而受风险偏好的影响，存款可能出现进一步的集中化趋势，这将负债端成本的进一步分化。不过考虑到上市银行的整体结

构，存款成本的压力相对不高。

图表13：存款总额占比



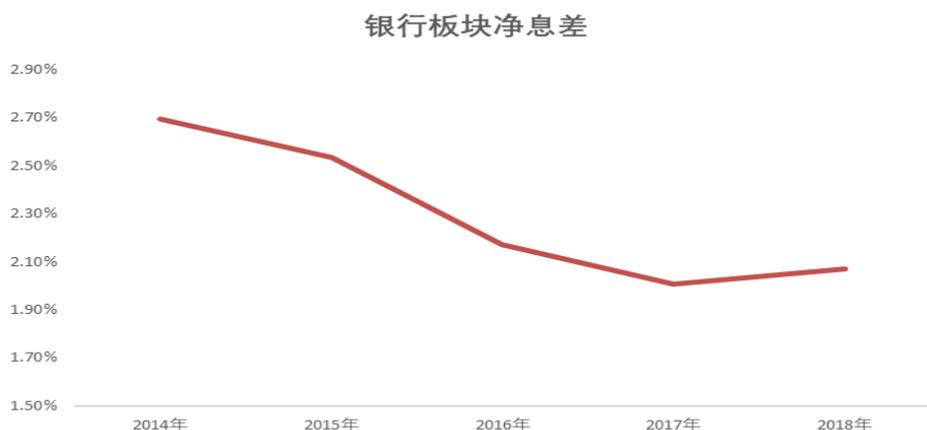
资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

3.2.3 净息差：维持全年净息差下降2-3BP判断

我们测算的数据显示，上市银行一季度生息资产收益率和付息负债成本率环比分别下降 1BP 和 0BP，净息差则环比下降 1BP。我们认为资产端的收益率下行和多数中小银行在 2019 年实施 IFRS9 有关；负债端成本率虽然保持不变，但是结构上看，国有大行的存款定价继续上行，而其他中小行则受益于同业资金成本的下降，两者相互抵消。

结合以上我们对未来融资趋势以及利率走势的判断，资产端无论是供给端的上升角度还是需求端的放缓角度看，都不支持融资利率的大幅下行。负债端，在风险事件后，信用利差将被拉大，同业负债的重定价影响因素消退后，存款相对宽裕的情况下，短期看负债端的压力有所下降。综合资产和负债两端的情况，我们维持 2019 年银行板块年度投资策略的判断，全年银行的净息差下降 2-3BP，而结合下半年的预期看，大行和部分城商行息差收缩幅度好于预期。

图表14：银行板块净息差变动趋势



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

4、资产质量：风险继续向下游企业传导

4.1 总体资产表现平稳

2019 年一季度，上市银行不良率环比进一步下降。行业整体不良率为 1.51%，同比下降 5BP，环比下降 2BP。其中，国有大行、股份行、城商行、农商行四个子板块不良率分别为 1.48%、1.66%、1.3%和 1.36%，环比分别下降 2BP、2BP、1BP 和 3BP。我们计算的，不良贷款余额加回核销和转出后的，不良生成率年化值为 0.96%，较 2018 年同期上行 13BP，环比下降 26BP。其中，国有大行、股份行、城商行、农商行的不良生成率年化值为 0.7%、1.5%、1.66%和 0.67%。同比数据看，国有大行和农商行不良生成率下降，股份行和城商行则上升；而从环比数据看，除城商行上升外，其他三个子板块均下降。

而从信用成本的角度看，一季度上市银行的信用成本年化值为 1.49%，同比上升 31BP，环比上升 21BP。其中，国有大行、股份行、城商行和农商行的信用成本年化值分别为 1.24%、2.01%、1.95%和 1.77%。无论是同比还是环比均有所上升。

从上述三个指标看，均有所上升。除了监管引导下不良认定、确认和处置力度均有所加大外，经济增长放缓，信用风险持续暴露压力显现。

图表 15：整体不良率生成率变动趋势



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

4.2 价格韧性将挤压下游企业利润

2018 年我国信用债的违约规模为 1234 亿元，总违约率 0.73%，均创下历史新高。2019 年违约规模再创新高，截至 2019 年 6 月初，新增违约债券数量达到 74 只，规模 516 亿元，违约率 0.26%，较去年同期的 22 只，190 亿元，上升幅度明显。其中，违约主体以民企为主，而且主要集中在中游企业。除了多元化过度投资的民企外，主要集中在房地产、商贸、化工、公用事业以及建筑装饰行业，这些行业均面临成本上升、经济下行需求走弱等压力。

本轮经济下行和此前不同的表现，就是价格有一定的韧性。而价格的韧性背后更多的应该与产能周期有关。近几年供给侧改革，使得供给层面始终处于不是很宽裕的状态，从国内经济的需求看，下滑幅度有限。在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难。

图表 16: 价格韧性



资料来源: WIND资讯, 万联证券研究所

4.3 风险暴露持续

从监管对资产质量评估的政策上看, 90 天以上逾期纳入不良已经基本达标, 但是市场有预期后续如果监管继续推进 60 天以上逾期纳入不良, 即便有过渡期, 也会带来一定的压力。4 月 30 日银保监会颁布的《商业银行金融资产风险分类暂行办法(征求意见稿)》, 把金融资产风险分类对象由贷款扩展到信用债和非标资产。综上, 无论是逾期纳入不良范围的扩大还是商业银行金融资产风险分类对象的进一步扩大, 都表明监管对银行资产质量的高度关注, 预计未来伴随着政策不断推出和执行, 商业银行的风险暴露压力也将持续。

根据上市银行一季度公布的情况以及民企债违约的数据看, 我们认为银行业整体的风险暴露将持续, 但是风险总体可控。不过考虑到上述分析的本轮经济周期的短期因素问题, 下半年的风险暴露可能继续向下游企业延伸。

5、投资策略

5.1 板块市场表现

2019 年一季度受流动性预期改善以及风险偏好提升影响, 市场整体迎来了估值修复行情。银行板块整体估值从 2018 年的 PB 0.8 倍修复到 0.94 倍, 但是跑输大盘。4 月后市场持续调整, 而银行板块今年以来涨幅较少, 且估值相对低位, 基金持仓又低, 在市场调整中, 板块保持相对优势。

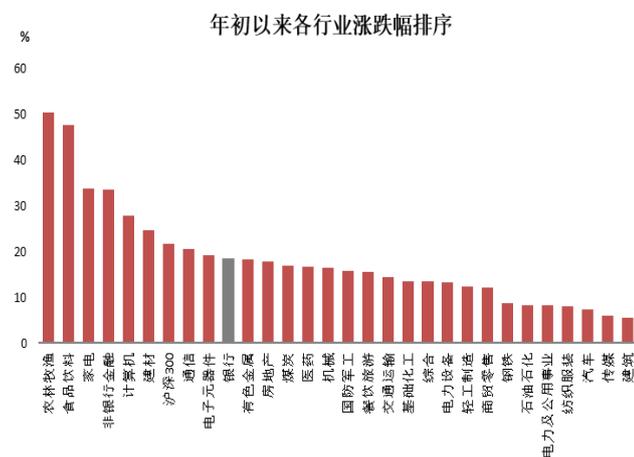
图表 17: 银行板块 PB 估值



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

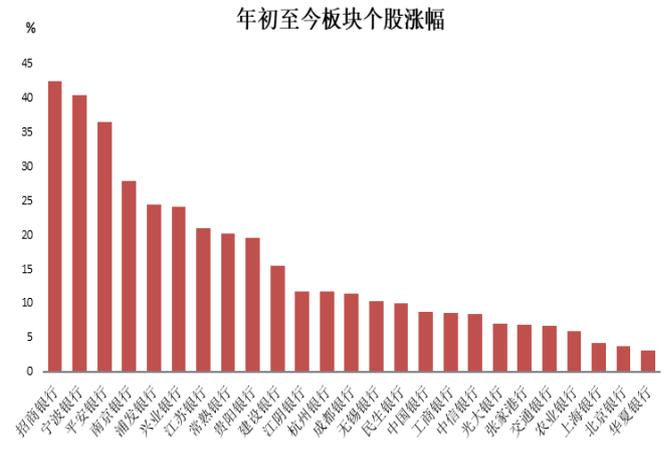
2019 年上半年银行指数整体上涨 18.5%，涨幅在所有板块中排名 9，而且跑输沪深 300 指数 3.2 个百分点。个股中，9 家银行跑赢板块指数，其中包括招商银行、宁波银行、平安银行、南京银行、浦发银行、兴业银行、江苏银行、常熟银行和贵阳银行。

图表 18: 各行业涨跌幅排序



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

图表 19: 年初至今板块个股涨幅



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

5.2 投资策略

5.2.1 基本假设

综合我们在上述几部分内容中，对宏观经济增长、监管环境等方面的预期，我们预计明年社融规模增长 19 万亿，其中，新增人民币信贷在 15 万亿，表外信托和委托贷款压降放缓。银行总资产的增速略有回升到 7.5%。息差水平小幅下行 2-3 个 BP，其中中小银行负债端压力大于大行，因此下行弹性更大；在经济下行期间，信用成本将小幅上升到 1.2% 的水平。对银行整体业绩进行测算，预计 2019 年银行板块

整体归母净利润同比增速在 6%附近，略低于 2018 年的 7%。

5.2.2 投资策略和选股逻辑

银行板块目前的估值处于历史低位（部分银行对应的 2019 年 PB 已经降到 0.6 倍以下），基本隐含了对经济前景、资产质量的悲观预期。市场整体风险偏好保持低位，银行板块的业绩确定性优势以及部分个股较高的股息率有助于板块估值的稳定，以及保持行业间的相对优势。

在金融供给侧结构性改革的大趋势下，银行业将加速分化，头部银行的规模优势，区域银行的市场优势将逐步体现。而各家银行的风险定价能力，将成为核心竞争力。

我们维持板块强于大势的投资评级，重点推荐国有大行、招商银行和宁波银行。

6、风险提示

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年06月20日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		18A	19E	20E		18A	19E	20E	
601398.SH	工商银行	6.30	6.97	7.65	5.85	0.93	0.84	0.76	增持
601288.SH	农业银行	4.54	4.98	5.50	3.64	0.80	0.73	0.66	增持
600036.SH	招商银行	20.07	22.63	25.45	37.69	1.88	1.67	1.48	增持
002142.SZ	宁波银行	12.41	13.86	16.98	23.79	1.92	1.72	1.40	增持

资料来源: WIND资讯, 万联证券研究所

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场