

银行

专题！前瞻银行 19 年半年报： 营收同比保持高增，利润增速持平

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

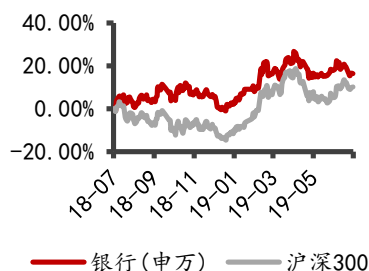
研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	9,508,516
行业流通市值(百万元)	6,413,460

行业-市场走势对比



相关报告

<<杭州银行 1H19 业绩快报：资产质量继续改善，归母净利润同比+20%>>2019.07.15

<<银行角度看 6 月社融数：数据好时，别乐观；数据差时，别悲观>>2019.07.14

<<银行投资面：“核心资产”逻辑持续-银行业周报 2019 年 7 月第 1 期>>2019.07.08

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.60	0.79	0.82	0.86	0.90	7.09	6.81	6.53	6.22	-	增持
建设银行	7.18	0.96	1.01	1.05	1.10	7.44	7.08	6.83	6.51	-	增持
农业银行	3.59	0.58	0.57	0.59	0.63	6.19	6.34	6.05	5.70	-	增持
招商银行	35.3	2.78	3.19	3.54	3.97	12.6	11.05	9.98	8.89	-	增持
宁波银行	22.6	1.80	2.10	2.42	2.91	12.5	10.75	9.35	7.78	-	增持

备注：

投资要点

- **半年报营收同比：预计国有行在 10%，股份行 18%；小银行 20%左右。**基数原因使营收 2 季度仍能保持同比高增：假设在存贷利差环比稍降背景下，我们预计净息差环比微幅下降 8-10bp，1-2 季度非息累积同比依旧分别为 20%、15%，则国有行、股份行半年报营收同比较 1 季度下降 0.5 个百分点左右、国有行在 10%，股份行 18%；小银行半年报较 1 季度略降 2 个点，在 20%左右。
- **净息差分析与中收：存贷利差略收窄，主动负债利率环比贡献较小。**1、存贷利差：供求弱平衡及结构因素驱使下，贷款利率缓慢下行，但存款压力相对减缓，存贷利差降幅预计不大。2、主动负债利率：对净息差环比贡献较小，同比主动负债资产差额大的受益较多。**中收：传统业务高增，创新业务平稳。**1、传统中收业务预计继续保持高增速：银行低风险偏好下对零售资产的追求进一步加大。2、创新业务预计平稳：理财预计持续承压；委贷、信托等非标资产收缩放缓，对中收有一定支撑；19 年以来保费收入保持较高的增长，预计银行在代销业务上的收入也有一定高增。
- **资产质量近期压力不大，不良率保持稳定。**总体银行业的资产质量压力目前不大：1、资产质量虽然与宏观经济高度相关，但时间有滞后性。2、资产质量与宏观经济是“弱周期的”逻辑：经济缓慢下行，资产质量的压力近期不大。（详见我们年度策略：银行 2019 年策略：“弱周期” or “强周期”）3、微观逻辑：存量风险消化较多，新增授信更为谨慎。银行刚从资产质量压力中走出来，放贷是比较谨慎的，新增以按揭和大型企业为主。
- **拨备有释放空间，预计利润增速与一季度持平，国有行 4.2%、股份行 9%，小银行 14%。**1、存量拨备处于较高水平，有释放利润的空间。2、1 季度营收高增，银行以丰补歉大幅计提拨备，拨备反哺利润空间进一步加大。3、净利润对信用成本敏感性较高，我们对信用成本对净利润做了敏感性分析：每少计提 5bp 信用成本，净利润同比增速可提升 2.5 个百分点。
- **银行资产负债表：整体平稳高增；分化趋势加剧，强者愈强。**1、**负债端呈分化趋势：**2 季度行业整体存款保持 8.4 个点平稳高增，存款呈现向上市大中型银行集中的趋势。包商破刚兑以来，中小银行主动负债承

压。**2、负债端分化加速驱动资产端的分化：**2 季度信贷整体保持 13 个点平稳高增。流动性分层背景下城商行缩表抛售利率债，国有行配置力度大幅上升。

- **银行板块投资建议：稳健收益的来源。**银行半年报持续稳健，预计不会有雷；预期经济缓慢下行，限制板块弹性；但低估值、业务持续稳健能为板块带来稳健收益，大规模机构资金会青睐。个股方面，核心资产逻辑会持续，看好招行银行、宁波银行；我们 7 月金股是常熟银行。偏进攻性的组合是：南京银行和兴业银行；偏防御的组合是工商银行、建设银行和农业银行。
- **风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超出预期。中美协商进度不及预期。**

目录

一、净息差：存贷利差略收窄，主动负债利率环比贡献较小	- 4 -
二、中收：传统业务高增，创新业务预计平稳	- 7 -
三、营收同比：上半年低基数仍有贡献，3、4 季度低基数效应基本消除	- 9 -
四、资产负债规模：整体平稳高增；分化趋势加剧，强者愈强	- 11 -
五、资产质量相对平稳	- 13 -
六、拨备有释放空间，预计利润增速与一季度持平	- 16 -
七、投资建议	- 19 -
风险提示	- 19 -

一、净息差：存贷利差略收窄，主动负债利率环比贡献较小

1.1 存贷利差：略收窄，降幅预计不大

1.1.1 供求与结构角度看贷款利率：缓慢下行

- **3月贷款加权平均利率较去年12月上升：贷款的季节因素与结构因素共同驱使。** 季节因素方面，1季度是去年年末储备项目的集中释放，贷款需求在1季度是高点，此时银行的议价能力较强。另一方面，地方基建和房地产领域贷款对价格不敏感，预计1季度贷款还是有一定体量资金进入这些领域。结构因素方面，较高利率的企业中长期贷款、居民消费贷占比均较去年12月提升，较低利率的票据较去年年底占比下降。

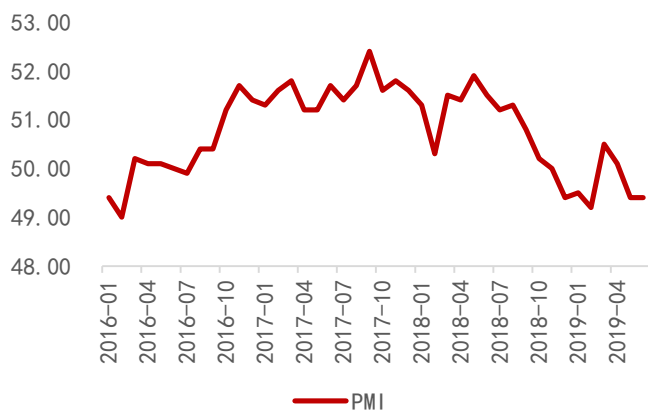
图表：新增贷款结构占比情况

	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票融	非银
2018-12	14.1%	28.5%	-7.3%	18.3%	31.4%	14.1%
2019-01	9.1%	21.6%	18.3%	43.3%	16.0%	-10.5%
2019-02	-33.1%	25.1%	16.7%	57.9%	19.1%	13.8%
2019-03	25.4%	27.2%	18.3%	38.9%	5.8%	-16.1%
2019-04	10.7%	40.8%	-13.9%	27.7%	18.4%	13.9%
2019-05	16.5%	39.6%	10.2%	21.4%	9.6%	0.5%

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

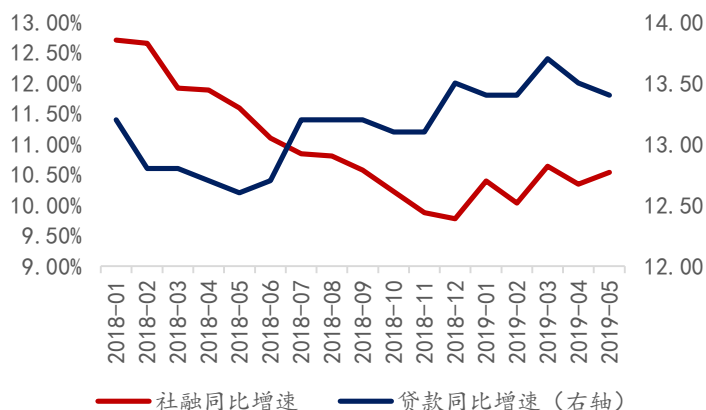
- **2季度供求关系较1季度的渐变：1、需求端边际转弱，2季度经济较1季度转弱，PMI自3月高点开始下行，5、6月连续两个月低于荣枯线。2、供给端没有边际收紧，信贷以及社融保持高增长，融资供给压力没有边际增加。在供需弱平衡状态下，预计贷款利率缓慢下行。**

图表：19年2季度PMI走弱



来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：社融及贷款保持高增长

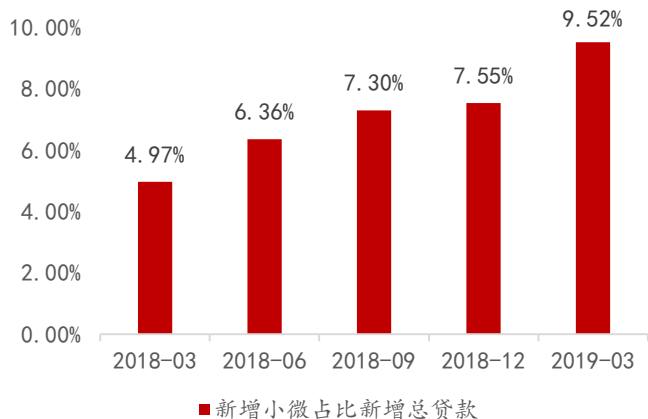


来源：人民银行，中泰证券研究所

- **2季度的结构因素：较高收益的企业中长期信贷、居民消费贷占比环比并未提升，新增小微预计也会拖累贷款收益率，但总体影响较小。1、4-5月新增企业中长期贷款占比较3月下降10-20个点；新增居民消费**

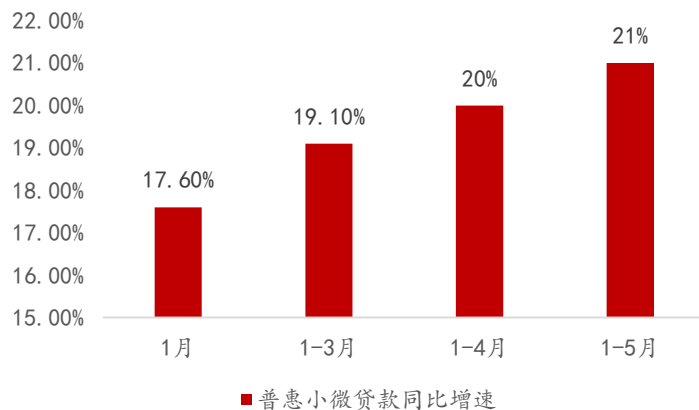
贷占比下降 10 个点；较低利率的票据占比有回升，上升了 5-15 个点。
 2、新增小微贷款预计也会拖累贷款收益率，但总体影响可能有限，1 季度小微新增贷款占比总新增贷款 9.5%，在结构与供求关系拉动下，3 月贷款利率较 12 月仍是上行的。

图表：新增小微占比新增总贷款情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：19 年以来普惠小微贷款同比增长情况

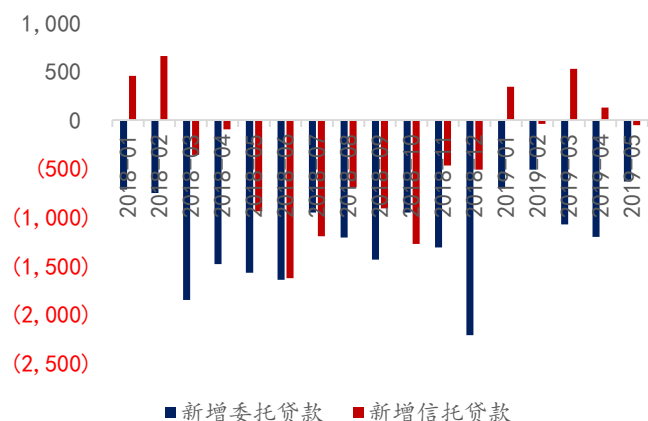


来源：人民网等公开资料，中泰证券研究所

1.1.2 派生与分流角度看存款利率：上行、但缓慢

- 存款派生延续 1 季度相对顺畅的趋势：监管相对放松背景下，通过信贷、非标投放的资金派生为存款的渠道较去年顺畅了很多。贷款保持 13 个点以上的高增长；非标收缩边际放缓，新增信托贷款甚至回归正增长；M2 整体保持 8.5 个点的平稳高增。

图表：非标收缩边际放缓（亿元）



来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：M2 保持平稳高增



来源：人民银行，中泰证券研究所

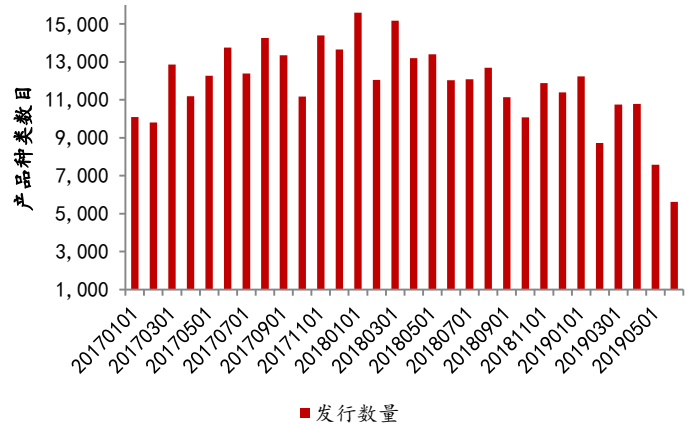
- 理财对存款的分流压力有缓解：随资金市场利率下行而走低的理财收益率对居民的吸引力相对减弱，产品的发行数量随着净值化转型也在下降，对存款的分流压力是相对减缓的。

图表：理财收益率下行



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：全部理财产品发行数量下降



来源：Wind，中泰证券研究所

1.2 主动负债利率：对净息差环比贡献较小，同比主动负债资产差额大的受益较多

- 环比来看，2 季度主动负债利率对息差贡献较小，经测算，对付息成本节约贡献约在 1.3 个 bp：**1、新增的同业负债对付息成本基本没有贡献：**由 18 年同业负债久期情况来看，约 75% 的同业负债久期为 3 个月；22% 的久期在 3 个月到 1 年。由当前资金市场利率情况可知，1 个季度滚续的同业负债对付息成本基本没有贡献。**2、环比 1 季度仍有贡献的可能是 1H18 之前的较高付息率负债在 2 季度的得到了替换，但这部分规模较小，对付息成本的贡献约在 1.3 个 bp。**我们测算如下：对 1H18 期限在 3 个月到 1 年的这一部分同业负债进行线性平均，约有 (22%*3/9) 的部分将在 19 年 2 季度进行置换，假设新发利率较之前下降 50bp，经计算可得，节约的付息成本在 0.3-0.8 个 bp 之间。对 1H18 期限在 1 年的同业存单、约 59% 的部分将在 19 年 2 季度进行置换，同样假设新发利率较之前下降 50bp，节约的付息成本为 0.8 个 bp；合计对负债成本边际贡献约 1.3 个 bp。

图表：上市银行主动负债重定价日期结构

同业负债							
	3 个月内	3 个月至 1 年					
上市银行	75.0%	21.5%					
国有行	74.9%	19.1%					
股份行	76.1%	23.1%					
城商行	62.4%	37.6%					
同业存单							
	1M	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y
商业银行	2.27%	12.75%	8.43%	16.37%	59.22%	0.13%	0.84%

注：上市银行为老 16 家
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

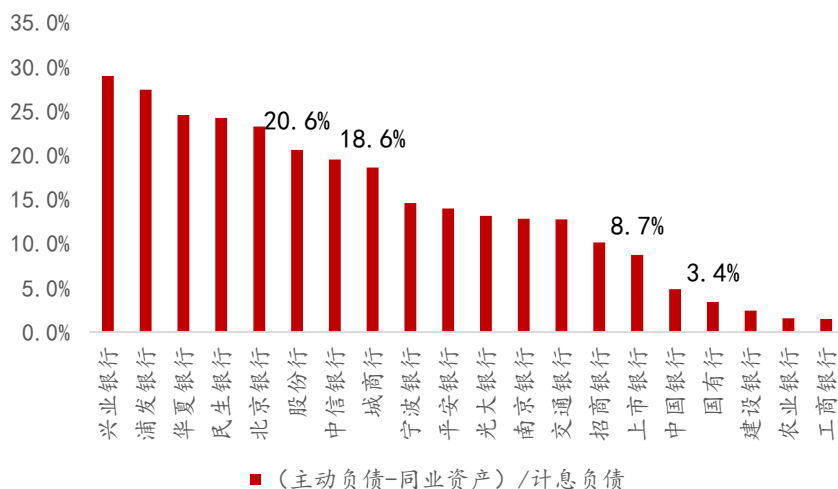
图表：主动负债置换对付息成本的贡献（百万元）

同业负债					
	1H18 同业负债	2 季度重定价占比	1Q19 计息负债	节约成本	对负债成本的边际贡献 (bp)
上市银行	18,162,696	=21.5%*1/3	139,289,646	1,626	0.5
国有行	9,199,559	=19.1%*1/3	95,708,144	732	0.3
股份行	8,412,115	=23.1%*1/3	39,002,193	811	0.8
城商行	551,022	=37.6%*1/3	4,579,309	86	0.8
同业存单					
	1H18 同业存单	2 季度重定价占比	1Q19 计息负债	节约成本	对负债成本的边际贡献 (bp)
上市银行	3,916,420	59.2%	139,289,646	2,899	0.8

注：上市银行为老 16 家

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 同比来看，主动负债与同业资产差额大的银行在利率下行背景下受益程度更大。宽货币背景下，资金市场利率自 1H18 走低，银行高付息率的主动负债不断替换为当前较低利率的负债，同时，资产端配置的同业资产价格也在走低，相较去年同期仍然较高的付息成本，主动负债与同业资产差额占比较高的银行受益更多。

图表：主动负债与同业资产差额大的银行相对受益（1Q19）


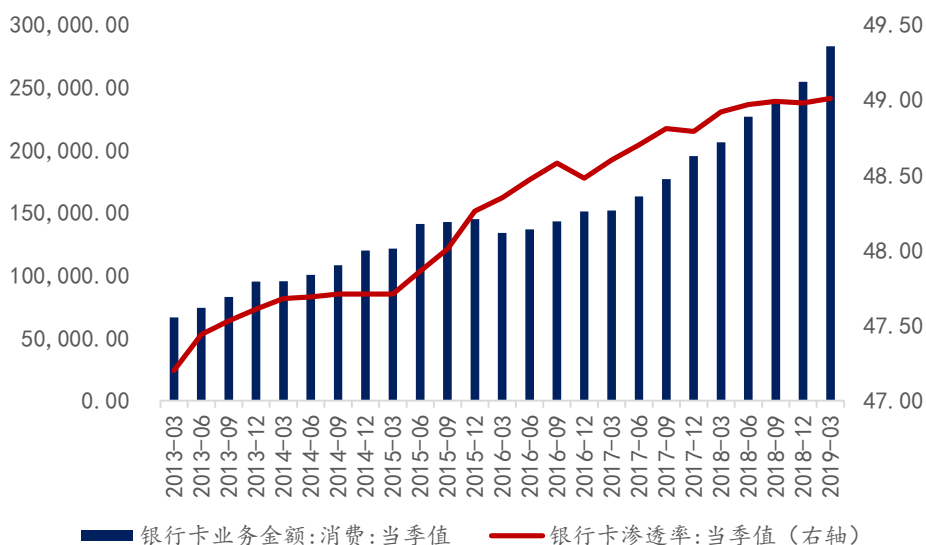
注：上市银行为老 16 家

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

二、中收：传统业务高增，创新业务预计平稳

- 传统中收业务预计继续保持高增速：银行低风险偏好下对零售资产的追求进一步加大。5 月中旬银保监会 23 号文强调在稳增长的同时要防风险，地产授信再次严控，在资产荒进一步加剧背景下，银行更偏好不良率低的零售资产，从金融数据交叉验证来看，2 季度新增居民消费贷保持了较高的占比，因此预计信用卡等个人业务能延续 1 季度高增的趋势。

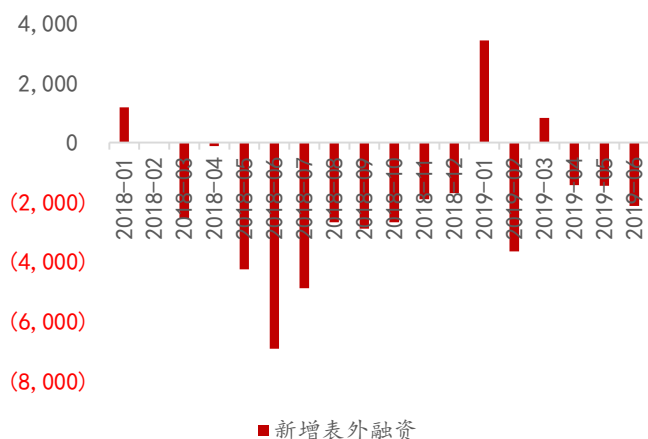
图表：银行卡当季消费金额与渗透率均呈上升趋势（亿，%）



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **创新业务大概率平稳：1、理财预计持续承压，资管新规下净值型产品发行难度加大，叠加收益率下行，理财产品发行数量自1H18持续下滑。**一方面，客户已经对于理财产品刚性兑付形成了消费习惯，打破刚兑需要对客户进行教育和观念培育。另一方面，理财产品收益率随资金市场利率走低，对客户的吸引力也有所下降。**2、委贷、信托等非标资产收缩放缓，对中收有一定支撑。**1H19新增非标-4394亿，较去年同期的-1.26万亿的萎缩量有大幅的放缓。**3、19年以来保费收入保持较高的增长，预计银行在代销业务上的收入也有一定高增。**由于18年的低基数，19年保费收入同比增速达14个百分点以上。

图表：新增表外融资缩量放缓（亿）



来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：保费收入同比增速（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

三、营收同比：上半年低基数仍有贡献，3、4 季度低基数效应基本消除

- **低基数带来 1 季度营收同比高增：**1 季度息差、中收、净其他非息均有低基数影响，息差方面，1Q18、2Q18 受负债端压力息差总体处于低位，18 年下半年流动性宽松以后，3Q18 息差环比大幅上行，而 4Q18、1Q19 基本环比持平。中收方面，理财收入 1H18 年以前受严监管影响，以及负债端升幅高于资产端。净其他非息方面，18 年下半年流动性宽松，金融资产公允价值上升、价差收益提升。
- **基数原因使营收 2 季度仍能保持同比高增，下半年低基数效应基本消除。**
我们做的两种情况低基数贡献相关测算，一个是假设息差环比持平，一个是息差环比下降 8-10bp 的情况：
1、假设息差环比持平、1-2 季度非息累积同比分别为 20%、15%，国有行、股份行半年报情况与 1 季度的营收同比接近、预计国有行 11%，股份行 18%，全年分别 8.5%、13%；小银行半年报较 1 季度略降 2 个点，在 20%左右，全年 15%。

图表：假设息差环比持平，低基数对营收同比增速贡献

	实际营收	低基数贡献营收				超预期贡献营收
	1Q19	1Q19	1H19	3Q19	2019	1Q19
工商银行	10.7%	13.1%	12.3%	11.3%	10.6%	-2.4%
建设银行	8.4%	5.0%	7.1%	5.6%	6.1%	3.4%
农业银行	9.4%	9.1%	9.9%	9.1%	8.7%	0.4%
中国银行	11.3%	14.9%	11.0%	10.5%	8.4%	-3.5%
交通银行	18.5%	20.0%	18.9%	14.7%	12.0%	-1.5%
招商银行	12.1%	16.4%	13.7%	11.2%	9.2%	-4.4%
中信银行	19.6%	19.7%	15.7%	13.0%	11.0%	-0.1%
浦发银行	26.9%	21.7%	22.6%	18.5%	15.6%	5.1%
民生银行	19.4%	11.1%	26.0%	21.7%	17.4%	8.3%
兴业银行	34.7%	18.3%	13.7%	10.7%	8.6%	16.4%
光大银行	33.7%	29.3%	22.6%	17.3%	14.3%	4.4%
华夏银行	22.7%	25.1%	24.5%	21.8%	18.1%	-2.4%
平安银行	15.9%	14.6%	13.7%	15.4%	13.2%	1.3%
北京银行	23.8%	24.1%	21.0%	18.9%	15.7%	-0.3%
南京银行	30.0%	12.7%	15.1%	16.1%	15.1%	17.3%
宁波银行	23.5%	34.2%	27.0%	21.3%	18.1%	-10.7%
江苏银行	29.1%	5.0%	8.2%	9.0%	8.6%	24.2%
贵阳银行	9.3%	7.7%	19.4%	20.3%	17.5%	1.6%
杭州银行	26.6%	2.7%	3.5%	1.4%	2.9%	23.9%
上海银行	42.2%	44.9%	36.3%	28.3%	21.5%	-2.6%
成都银行	16.9%	33.7%	27.7%	22.5%	18.5%	-16.8%
江阴银行	41.4%	31.2%	29.0%	20.5%	17.8%	10.2%
无锡银行	4.8%	12.4%	10.2%	9.2%	9.6%	-7.6%
常熟银行	19.6%	23.6%	20.0%	15.2%	12.9%	-4.0%
吴江银行	25.2%	14.2%	17.1%	14.9%	12.9%	11.0%
张家港行	33.2%	39.5%	32.6%	33.0%	29.8%	-6.3%
上市银行	14.7%	13.8%	13.5%	11.7%	10.3%	0.9%
国有行	10.5%	10.9%	10.7%	9.5%	8.8%	-0.5%
股份行	21.9%	18.6%	18.2%	15.4%	12.7%	3.3%
城商行	27.5%	22.2%	20.7%	18.0%	15.2%	5.2%
农商行	23.2%	23.5%	21.2%	17.8%	15.9%	-0.2%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 2、假设在存贷利差环比稍降背景下，大行息差环比下降 10bp，中小行略受益主动负债利率贡献、环比下降 8bp，1-2 季度非息累积同比依旧分别为 20%、15%，则国有行、股份行半年报营收同比较 1 季度下降 0.5 个百分点左右、预计国有行在 10%，股份行 18%；小银行半年报较 1 季度略降 2 个点，在 20%左右。**

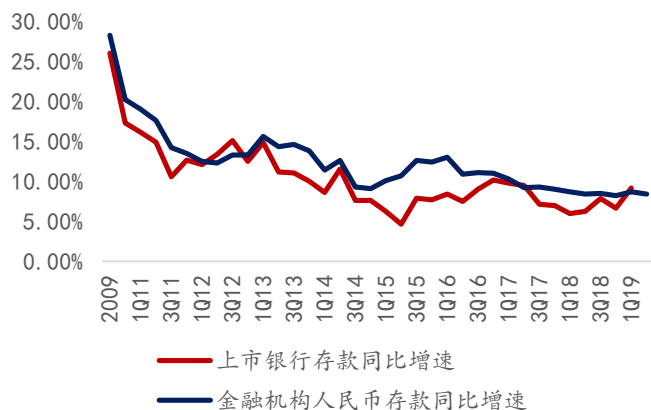
图表：假设息差环比微降，低基数对营收同比增速贡献

	1Q19	1H19
工商银行	13.1%	11.9%
建设银行	5.0%	6.7%
农业银行	9.1%	9.4%
中国银行	14.4%	10.6%
交通银行	19.9%	18.5%
招商银行	16.4%	13.6%
中信银行	19.7%	15.7%
浦发银行	21.7%	22.6%
民生银行	11.1%	26.0%
兴业银行	18.3%	13.6%
光大银行	29.3%	22.6%
华夏银行	25.1%	24.5%
平安银行	14.6%	13.7%
北京银行	24.1%	21.0%
南京银行	12.7%	15.1%
宁波银行	34.2%	26.9%
江苏银行	5.0%	8.2%
贵阳银行	7.7%	19.4%
杭州银行	2.7%	3.5%
上海银行	44.9%	36.3%
成都银行	33.7%	27.7%
江阴银行	31.2%	28.9%
无锡银行	12.4%	10.2%
常熟银行	23.6%	19.9%
吴江银行	14.2%	17.0%
张家港行	39.5%	32.5%
上市银行	13.73%	13.20%
国有行	10.85%	10.30%
股份行	18.65%	18.20%
城商行	22.23%	20.66%
农商行	23.49%	21.18%

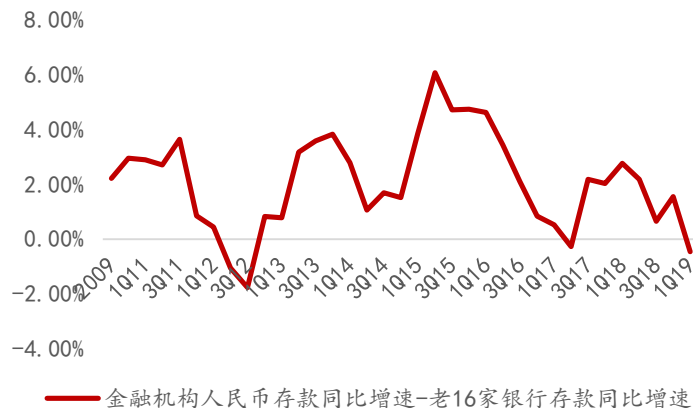
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

四、资产负债规模：整体平稳高增；分化趋势加剧，强者愈强

- **负债端呈分化趋势：2 季度行业整体存款保持 8.4 个点平稳高增，存款呈现向上市大中型银行集中的趋势。**自 1H18 资管新规要求理财破刚兑以来，小银行通过高收益理财揽储的行为受到限制，理财对存款的分流减弱，行业整体存款与上市大中型银行存款同比增速差拉大，存款逐渐向综合吸储能力强的银行聚集。

图表：2 季度行业整体存款保持平稳高增


来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

图表：行业存款与上市大中型银行存款同比增速差拉大


来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

- 包商破刚兑以来，中小银行主动负债承压。**通过对同业存单的发行情况跟踪，事件以来的第七周，中低评级存单发行成功率较事件初发的前两周有较大幅度的提升，但最终的成功率还是低于事件发生前的水平，整体对中小银行的负债端仍有压力。

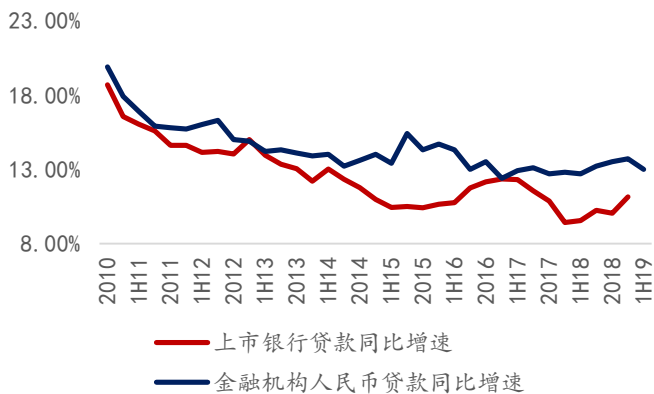
图表：同业存单发行成功率跟踪

	5月第2周	5月第3周	包商第1周	包商第2周	包商第3周	包商第4周	包商第5周	包商第6周	包商第7周
AAA	91.60%	91.70%	68.00%	86.50%	91.00%	95.66%	88.83%	91.49%	89.36%
AA+	75.20%	67.80%	42.50%	32.90%	43.40%	73.37%	65.80%	59.21%	69.76%
AA	65.20%	58.80%	8.20%	15.10%	9.70%	34.96%	34.25%	27.04%	22.84%
AA-	75.60%	52.50%	11.40%	17.90%	37.20%	54.73%	47.46%	32.43%	29.97%
A+	62.00%	60.40%	40.40%	20.30%	20.70%	44.07%	40.78%	56.12%	43.62%
A	74.10%	67.50%	25.00%	25.00%	53.60%	70.59%	73.85%	63.81%	82.76%
A-	100.00%	97.90%	100.00%			100.00%	20.00%		0.00%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

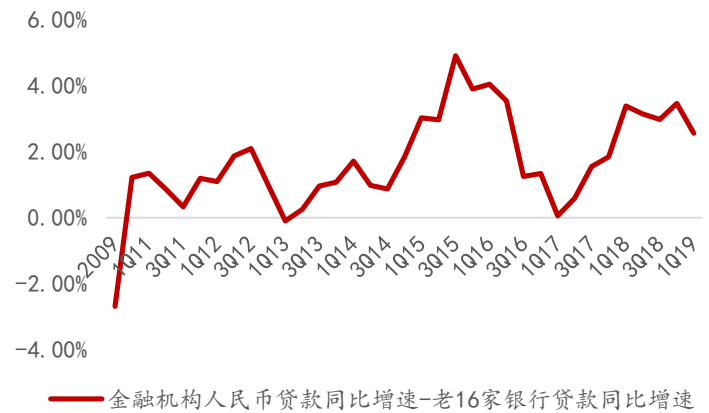
- 负债端分化加速驱动资产端的分化：2 季度信贷整体保持 13 个点平稳高增，小银行增速高于大中型银行的趋势或将扭转。**行业整体信贷增速与上市大中型银行增速差拉大的年份有 15-16 年，17 年底至今，15-16 年对应着中小行同业链条加杠杆带来的资产端高增速；17 年底至今则是贷款额度放开、回归传统信贷背景下中小行的信贷高增。而这一趋势或将面临扭转，在负债端存款向上市大中型银行聚集、主动负债承压的背景下，中小行资产端的高增速难以为继。

图表：2 季度行业整体贷款保持平稳高增



来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

图表：行业贷款与上市大中型银行贷款同比增速差拉大趋势将扭转



来源：Wind，公司财报，中泰证券研究所

- 流动性分层背景下城商行缩表抛售利率债，国有行配置力度大幅上升。包商事件后中小行负债端压力传导到资产端，银行优先考虑抛售流动性较好的资产，6月城商行利率债抛售近2000亿，而流动性充足的国有行则加大了配置力度，当月净增5000多亿。

图表：国有行与城商行债券托管净增情况

国有行	利率债	政府支持机构债券	商业银行债	企业债券	资产支持证券	中期票据
2019/1	5,526		(783)	(42)		(7)
2019/2	3,414	3	(137)	(63)	23	4
2019/3	1,792	(16)	567	15	117	(63)
2019/4	3,352	20	613	10	293	(181)
2019/5	1,584	5	(319)	(25)	196	(16)
2019/6	5,087	(17)	(155)	23	474	3
城商行	利率债	政府支持机构债券	商业银行债	企业债券	资产支持证券	中期票据
2019/1	556		(65)	26		2
2019/2	416	(4)	(6)	(0)	(5)	(1)
2019/3	381	(1)	58	8	(3)	(11)
2019/4	907	(2)	137	16	4	(5)
2019/5	612	(0)	(35)	54	14	(3)
2019/6	(1,940)	3	(96)	(4)	(79)	(4)

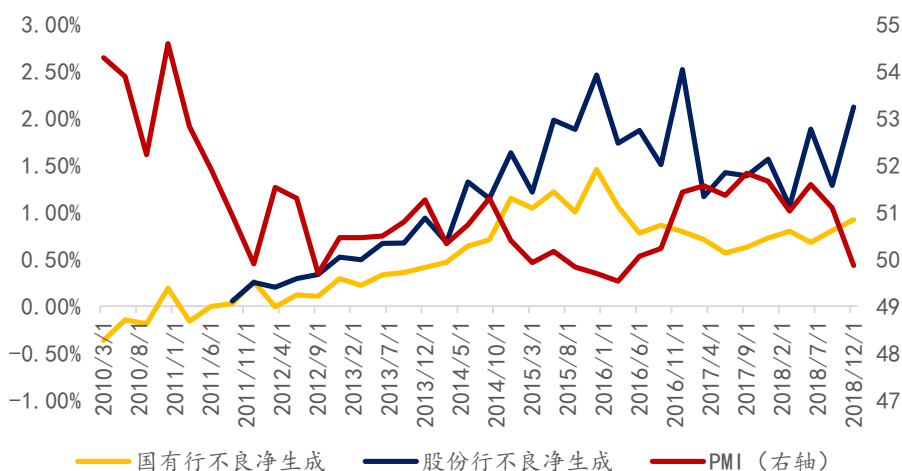
资料来源：中债登，中泰证券研究所

五、资产质量相对平稳

- 资产质量与宏观经济高度相关，但时间有滞后性：资产质量与PMI相关关系线性推理——国有行、城商行约滞后于PMI 4个季度；股份行会更

早些, 滞后于 PMI 3 个季度。PMI 自 18 年中走弱, 19 年 1 季度有回升, 5 月、6 月起低于荣枯线。

图表：不良净生成率与 PMI 相关性



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：不良净生成率与 PMI 回归结果

国有行					股份行				
Dependent Variable: SNPR Method: Least Squares Date: 12/12/18 Time: 23:09 Sample (adjusted): 2011Q1 2018Q3 Included observations: 31 after adjustments					Dependent Variable: LLNPR Method: Least Squares Date: 12/12/18 Time: 23:23 Sample: 2011Q3 2018Q3 Included observations: 29				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.127070	0.037631	3.376735	0.0022	C	0.246335	0.108759	2.264961	0.0324
PDL01	2.28E-05	0.000501	0.045503	0.9640	PDL01	-0.000865	0.001038	-0.833429	0.4125
PDL02	-2.96E-05	0.000206	-0.143820	0.8867	PDL02	-0.000521	0.000424	-1.229105	0.2305
PDL03	-0.000249	0.000257	-0.970737	0.3403	PDL03	-2.73E-05	0.000534	-0.051122	0.9596
R-squared	0.330692	Mean dependent var	0.005919		R-squared	0.302992	Mean dependent var	0.012383	
Adjusted R-squared	0.256324	S.D. dependent var	0.003699		Adjusted R-squared	0.219351	S.D. dependent var	0.007213	
S.E. of regression	0.003189	Akaike info criterion	-8.538011		S.E. of regression	0.006373	Akaike info criterion	-7.146068	
Sum squared resid	0.000275	Schwarz criterion	-8.352981		Sum squared resid	0.001015	Schwarz criterion	-6.957475	
Log likelihood	136.3392	Hannan-Quinn criter.	-8.477696		Log likelihood	107.6180	Hannan-Quinn criter.	-7.087003	
F-statistic	4.446717	Durbin-Watson stat	0.432086		F-statistic	3.622527	Durbin-Watson stat	0.662663	
Prob(F-statistic)	0.011555				Prob(F-statistic)	0.026795			
Lag Distribution of PMI					Lag Distribution of PMI				
i	Coefficient	Std. Error	t-Statistic		i	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	
0	-0.00091	0.00077	-1.17953		0	6.8E-05	0.00172	0.03937	
1	-0.00020	0.00035	-0.55735		1	-0.00037	0.00078	-0.47730	
2	2.3E-05	0.00050	0.04550		2	-0.00087	0.00104	-0.83343	
3	-0.00026	0.00032	-0.80242		3	-0.00141	0.00067	-2.11829	
4	-0.00103	0.00061	-1.68353		4	-0.00202	0.00127	-1.58593	
Sum of Lags -0.00238 0.00074 -3.21364					Sum of Lags -0.00460 0.00214 -2.14630				

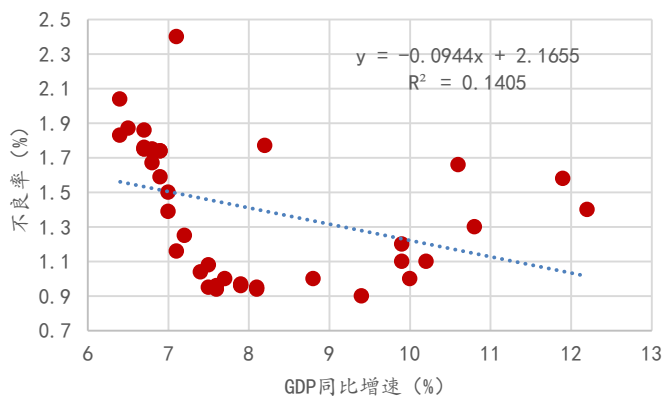
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **宏观逻辑：经济缓慢下行，资产质量的压力近期不大。**

1、历史数据的弱周期性：08 年到 18 年，经济的几轮波动，银行不良率主要在 1%-2% 之间，没有出现大规模的波动。银行资产质量与宏观经济的“非线性”：资产质量主要在乎企业能否活着还利息；经济缓慢下行，企业和个人活得不好，但还能还利息，资产质量不会明显恶化。资产质量更看重经济的“底”，经济下滑不要失控。

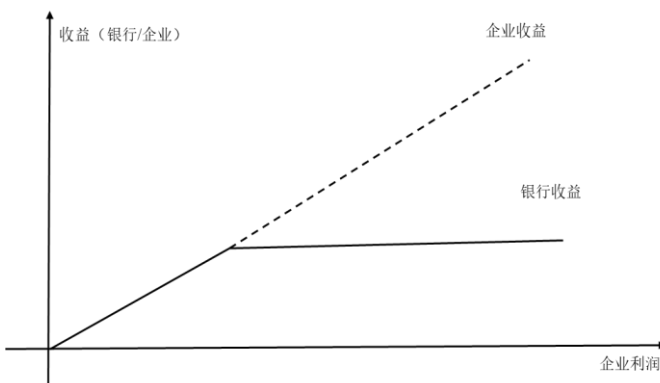
2、中国特色导致银行的资产质量是“0”、“1”状态：我国银行业贷款集中与“政府信用”相关，贷款投向集中于国有企业、政府领域、房地产，估计在 70% 以上，银行资产质量风险更多是“系统性风险”。

图表：资产质量与宏观经济的弱周期性



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行更看重企业是否能活着还利息



来源：中泰证券研究所

- **微观逻辑：存量风险消化较多，新增授信更为谨慎。**08年-14年银行行为激进，但存量风险已消化较多。银行通过核销、处置、计提拨备等手段处理的不良贷款额在4万亿左右，在大行的贷款占比6%。新增风险方面，16-18年，银行总体谨慎。银行刚从资产质量压力中走出来，放贷是比较谨慎的，新增以按揭和大型企业为主。

图表：银行不良处置情况（百万元）

	2013-2018 累计不良核销+净转出+升级	2016 贷款余额	累计不良占比总贷款
国有行	3,133,917	48,609,838	6.4%
股份行	1,159,658	17,931,547	6.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：上市银行比年初新增贷款占比总新增贷款

	2016	1H17	2017	1H18	2018
制造业	-4.7%	9.2%	0.2%	4.0%	-1.5%
批零	-3.5%	2.1%	-3.7%	-1.7%	-4.4%
建筑业	-0.3%	2.5%	1.6%	4.8%	2.6%
房地产	-1.0%	6.9%	6.1%	7.9%	9.8%
交运	7.5%	10.1%	10.3%	6.3%	6.7%
电力	4.6%	7.3%	7.0%	3.5%	2.1%
水利	5.0%	10.8%	9.5%	5.7%	4.5%
金融业	8.6%	-9.5%	-5.6%	4.4%	4.7%
租赁服务	11.3%	20.9%	18.4%	12.2%	7.4%
按揭	55.6%	34.4%	40.3%	30.0%	36.4%
信用卡	8.8%	10.6%	15.5%	10.8%	13.9%
消费及经营贷	-1.1%	4.6%	6.8%	6.0%	7.7%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

六、拨备有释放空间，预计利润增速与一季度持平

- 拨备：有平滑利润的空间。存量拨备处于较高水平，有释放利润的空间。**
 截至 18 年底全部上市银行拨备覆盖率、拨贷比已经分别处于 201.4%、3.09%的较高位水平。

图表：银行业拨备覆盖率（环比不受 19 影响）

	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	4Q18 环比	1Q19 环比	同比变动
工商银行	174.51%	173.21%	172.45%	175.76%	185.85%	3.31%	10.10%	11.34%
建设银行	189.48%	193.16%	195.16%	208.37%	214.23%	13.21%	5.86%	24.75%
农业银行	238.75%	248.40%	254.94%	252.18%	263.93%	-2.76%	11.75%	25.19%
中国银行	168.10%	164.79%	169.23%	181.97%	184.62%	12.74%	2.65%	16.52%
交通银行	165.85%	174.46%	171.09%	173.13%	173.47%	2.04%	0.34%	7.62%
招商银行	295.93%	316.08%	325.98%	358.18%	363.17%	32.20%	4.99%	67.24%
中信银行	187.84%	151.19%	160.95%	157.98%	169.89%	-2.97%	11.91%	-17.95%
浦发银行	152.17%	146.52%	152.36%	154.88%	159.71%	2.53%	4.83%	7.54%
民生银行	172.17%	162.74%	161.68%	134.05%	137.82%	-27.63%	3.77%	-34.35%
光大银行	179.11%	173.04%	172.65%	176.16%	178.70%	3.51%	2.54%	-0.41%
华夏银行	159.11%	158.47%	159.67%	158.59%	157.51%	-1.08%	-1.08%	-1.60%
平安银行	172.65%	175.81%	169.14%	155.24%	170.59%	-13.90%	15.34%	-2.06%
江阴银行	196.86%	206.50%	240.77%	233.80%	269.98%	-6.97%	36.18%	73.12%
无锡银行	196.89%	206.82%	229.27%	234.58%	263.04%	5.31%	28.47%	66.16%
张家港行	188.69%	207.01%	211.54%	223.73%	221.50%	12.19%	-2.23%	32.81%
上市银行	190.73%	190.64%	193.33%	197.10%	204.15%	3.77%	7.05%	13.42%
国有行	190.39%	192.82%	195.01%	201.08%	208.14%	6.07%	7.06%	17.75%
股份行	191.58%	184.89%	188.70%	186.72%	193.55%	-1.98%	6.83%	1.97%
农商行	194.57%	206.74%	229.05%	231.22%	253.61%	2.17%	22.38%	59.04%

注：表格仅统计不受 19 影响的银行

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：银行业拨贷比（环比变动不受19影响）

	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	4Q18 环比	1Q19 环比	同比变动
工商银行	2.70%	2.67%	2.64%	2.68%	2.80%	0.04%	0.12%	0.11%
建设银行	2.83%	2.85%	2.86%	3.04%	3.13%	0.18%	0.09%	0.30%
农业银行	4.00%	4.03%	4.08%	4.02%	4.03%	-0.05%	0.00%	0.02%
中国银行	2.41%	2.36%	2.41%	2.57%	2.61%	0.16%	0.04%	0.20%
交通银行	2.49%	2.60%	2.55%	2.59%	2.56%	0.04%	-0.03%	0.07%
招商银行	4.38%	4.51%	4.64%	4.88%	4.90%	0.24%	0.02%	0.52%
中信银行	3.19%	2.72%	2.88%	2.80%	2.93%	-0.08%	0.13%	-0.26%
浦发银行	3.25%	3.02%	3.01%	2.97%	3.00%	-0.04%	0.03%	-0.24%
民生银行	2.94%	2.81%	2.83%	2.36%	2.41%	-0.47%	0.05%	-0.53%
光大银行	2.85%	2.62%	2.72%	2.80%	2.85%	0.07%	0.05%	-0.01%
华夏银行	2.81%	2.80%	2.83%	2.93%	2.91%	0.10%	-0.02%	0.11%
平安银行	2.90%	2.95%	2.84%	2.71%	2.94%	-0.12%	0.23%	0.04%
江阴银行	4.66%	4.73%	5.50%	5.03%	5.62%	-0.47%	0.59%	0.96%
无锡银行	2.66%	2.74%	2.94%	2.92%	3.18%	-0.02%	0.26%	0.52%
张家港行	3.34%	3.56%	3.54%	3.29%	3.40%	-0.25%	0.11%	0.06%
上市银行	3.02%	2.99%	3.01%	3.06%	3.12%	0.05%	0.07%	0.11%
国有行	2.92%	2.92%	2.94%	3.01%	3.08%	0.08%	0.06%	0.16%
股份行	3.30%	3.16%	3.22%	3.17%	3.24%	-0.05%	0.07%	-0.06%
农商行	3.50%	3.63%	3.94%	3.70%	4.00%	-0.24%	0.30%	0.50%

注：表格仅统计不受19影响的银行

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **1 季度营收高增，银行以丰补歉大幅计提拨备，拨备反哺利润空间进一步加大。**1 季度行业增量拨备对不良净生成的覆盖大幅提升，同环比分别提升 39%、54%。

图表：银行业增量拨备/不良净生成（不受19影响）

	1Q18	1H18	3Q18	2018	1Q19	4Q18 环比	1Q19 环比	同比变动
工商银行	73.6%	13.9%	16.3%	26.5%	111.0%	10.2%	84.5%	37.5%
建设银行	200.8%	62.2%	38.2%	96.5%	106.5%	58.3%	10.0%	-94.3%
农业银行	291.2%	103.2%	82.6%	-2.2%	187.3%	-84.8%	189.5%	-103.9%
中国银行	-44.2%	4.7%	76.4%	94.5%	89.0%	18.1%	-5.5%	133.2%
交通银行	-68.8%	270.5%	-7.2%	15.9%	44.8%	23.1%	28.8%	113.6%
招商银行	921.0%	265.3%	139.7%	182.4%	115.1%	42.8%	-67.4%	-806.0%
中信银行	97.1%	-41.5%	111.9%	0.5%	70.0%	-111.4%	69.5%	-27.1%
浦发银行	-1.4%	-22.4%	22.3%	9.8%	21.4%	-12.5%	11.5%	22.8%
民生银行	-3.1%	1.6%	10.8%	-47.4%	30.4%	-58.3%	77.8%	33.5%
光大银行	40.2%	-20.7%	99.1%	28.9%	35.3%	-70.3%	6.4%	-5.0%
华夏银行	110.4%	45.5%	33.7%	37.6%	-30.8%	3.9%	-68.4%	-141.1%
平安银行	48.4%	31.3%	0.4%	-2.0%	86.8%	-2.5%	88.8%	38.3%
江阴银行	101.6%	57.4%	1113.2%	-56.2%	617.6%	-1169.4%	673.8%	516.0%
无锡银行	43.0%	93.9%	2000.0%	16.2%	176.2%	-1983.8%	160.0%	133.2%
张家港行	91.2%	169.5%	94.3%	-14.7%	59.3%	-109.0%	74.0%	-31.9%
上市银行	39.7%	21.4%	43.4%	24.3%	78.4%	-19.1%	54.1%	38.7%
国有行	32.2%	44.4%	40.3%	42.9%	112.2%	2.6%	69.3%	80.0%
股份行	55.6%	-2.5%	47.7%	0.8%	37.2%	-46.9%	36.5%	-18.4%
农商行	73.5%	96.0%	495.2%	-25.9%	189.9%	-521.0%	215.8%	116.3%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 预计半年度利润增速与1季度持平，国有行4.2%、股份行9%，小银行14%。另净利润对信用成本敏感性较高，我们对信用成本对净利润做了敏感性分析：每少计提5bp信用成本，净利润同比增速可提升2.5个百分点。

图表：半年度净利润增速预计与1季度持平

	1Q18	1H18	1-3Q18	2018	1Q19	1H19 E
上市银行	5.6%	6.5%	6.9%	5.6%	6.3%	6.1%
国有行	4.8%	5.6%	5.9%	4.7%	4.2%	4.2%
股份行	6.0%	7.0%	7.7%	6.5%	10.0%	9.2%
城商行	13.1%	15.0%	15.4%	13.6%	14.5%	14.2%
农商行	12.6%	15.2%	15.8%	11.3%	14.6%	14.3%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：净利润对信用成本的敏感性分析

		信用成本-5bp	信用成本-10bp		
	19E 净利润 1	19E 净利润 2	19E 净利润 3	净 2-净 1	净 3-净 1
上市银行	5.9%	8.4%	10.9%	2.5%	5.0%
国有行	4.5%	7.0%	9.4%	2.4%	4.9%
股份行	7.3%	10.0%	12.7%	2.7%	5.4%
城商行	13.5%	15.9%	18.3%	2.4%	4.8%
农商行	13.3%	16.2%	19.1%	2.9%	5.9%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

七、投资建议

- 银行板块投资建议：稳健收益的来源。**银行半年报持续稳健，预计不会有雷；预期经济缓慢下行，限制板块弹性；但低估值、业务持续稳健能为板块带来稳健收益，大规模机构资金会青睐。个股方面，核心资产逻辑会持续，看好招行银行、宁波银行；我们 7 月金股是常熟银行。偏进攻性的组合是：南京银行和兴业银行；偏防御的组合是工商银行、建设银行和农业银行。

风险提示

- 经济下滑超预期。金融监管超出预期。中美协商进度不及预期。**

图表：银行估值表

银行估值表（交易价格：2019-07-15）

	P/B		ROE		股息率
	2018	2019E	2018	2019E	2019E
工商银行	0.89	0.81	13.3%	12.6%	4.66%
建设银行	0.95	0.87	13.5%	12.9%	4.46%
农业银行	0.79	0.73	13.1%	12.2%	5.07%
中国银行	0.72	0.66	11.7%	11.1%	5.21%
交通银行	0.67	0.60	10.7%	10.5%	5.41%
招商银行	1.76	1.57	15.7%	15.9%	3.08%
中信银行	0.72	0.68	10.5%	10.4%	4.10%
浦发银行	0.76	0.69	12.4%	11.7%	1.03%
民生银行	0.64	0.59	12.3%	11.5%	2.95%
兴业银行	0.86	0.77	13.7%	13.2%	3.97%
光大银行	0.70	0.64	10.7%	10.8%	3.62%
华夏银行	0.59	0.54	10.8%	9.6%	1.88%
平安银行	1.09	0.98	10.7%	10.8%	1.13%
北京银行	0.68	0.63	10.9%	10.9%	3.93%
南京银行	1.06	0.93	15.2%	15.3%	3.51%
宁波银行	1.78	1.53	16.2%	15.5%	2.27%
江苏银行	0.77	0.69	11.2%	11.6%	5.66%
贵阳银行	1.06	1.28	17.0%	15.5%	2.42%
杭州银行	0.88	0.80	9.9%	10.1%	3.14%
上海银行	0.68	0.78	11.7%	12.1%	4.28%
成都银行	1.01	0.89	16.5%	16.5%	4.03%
江阴银行	0.78	0.90	7.8%	7.5%	1.67%
无锡银行	1.03	0.95	10.6%	10.7%	3.03%
常熟银行	1.41	1.28	12.9%	13.3%	3.15%
苏农银行	0.89	0.83	9.0%	9.2%	2.21%
张家港银行	1.08	1.02	8.9%	9.2%	2.07%
上市银行平均	1.03	0.97	12.1%	11.8%	3.01%
国有银行	0.84	0.73	12.5%	11.9%	4.96%
股份银行	0.89	0.81	12.1%	11.7%	2.72%
城商行	1.07	1.05	12.8%	12.7%	3.11%
农商行	1.29	1.21	10.4%	10.4%	2.21%

来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。