

预计三季度板块仍将保持相对优势

——银行行业投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019年07月25日

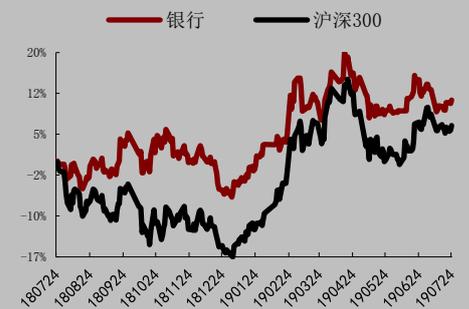
投资要点：

- **二季度银行板块获得净增持。**整个板块的配置比例环比小幅上升0.15个百分点。子板块中以股份行增仓为主，其中兴业银行、招商银行、平安银行增仓明显。二季度银行板块整体估值在PB 0.83-0.94倍之间波动，基本保持稳定。不过，板块中个股估值分化明显。
- **预计2019年银行板块全年业绩增速趋于放缓，资产质量在下半年经济增速下行压力下继续承压。**梳理了已经披露2019年中期业绩快报的9家银行数据，2季度的营收增速环比下降1.6个百分点，是2018年以来的季度数据环比首次下滑。从归母净利润的角度看，仍处于上升态势中。从上半年的新增信贷数据看，营收的下滑更多是受到净息差收窄的影响，而净利润的持续增长预计是拨备计提力度下降。
- **整个银行业零售业务转型加速，截至2019年6月，零售存量贷款占比已经上升到35%，较2010年上升12个百分点。**各行的发力点略有不同。国有大行主要以个人住房贷款为主。截至2018年，国有大行零售贷款占比达到35%，而个人住房贷款占零售贷款81%的比重。而以宁波银行为代表的中小银行，2018年末零售贷款占比32%，而发力点则在定价较高的个人消费贷和个人经营性贷款。以消费贷和经营贷为发力点的银行，零售贷款的综合收益率更高。零售贷款定价高出40%，手续费净收入的贡献也更高。
- **美国银行业零售贷款占比保持在40%-50%之间。**房贷占零售贷款比重60%，信用卡贷款占比15%-20%，其他消费贷款占比20%左右。与零售银行相关业务的不良贷款率情况，混业经营以来居民住房相关的贷款不良率均值在4.56%，而与消费相关的不良率在3.1%，其中信用卡贷款的不良率均值为3.89%，而其他消费信贷不良率均值为2.64%。但是违约率相对较低，且与消费相关的贷款违约率要高于住房相关贷款。
- **投资策略：**我们判断银行板块整体中期业绩表现良好。二季度基金持仓比例也出现一定上升。在提高银行不良容忍度的预期下，板块资产质量预期仍偏悲观。考虑到目前拨备仍处于高位，相对不高的估值已经基本隐含了对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。推荐国有大行及招商银行和宁波银行。
- **风险因素：**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	0.80	增持
农业银行	4.54	4.98	0.72	增持
建设银行	7.59	8.31	0.86	增持
招商银行	20.07	22.63	1.56	增持
宁波银行	12.41	13.86	1.65	增持

银行行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年07月24日

相关研究

- 万联证券研究所 20190717_行业专题报告_AAA_同业信用风险重定价影响分析
- 万联证券研究所 20190716_银行业周观点_AAA_社融增速好于市场预期
- 万联证券研究所 20190712_银行业月报_AAA_M1 继续回升 关注持续性

分析师：**郭懿**

执业证书编号：S0270518040001

电话：010-56508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、银行板块二季度基金持仓特点分析	3
2、二季度银行板块的配置思路	4
3、整个银行业零售业务转型加速	6
3.1 零售贷款的占比较 2010 年提升 12 个百分点	6
3.2 各行发力点略有不同	8
3.3 零售业务转型提高了风险资本回报率	9
3.4 零售业务的长期核心竞争力	11
3.5 零售业务的资产质量	11
4、投资策略	12
4.1 银行板块中期业绩预期	13
4.2 投资策略	14
5、风险提示	14
图表 1：二季度银行板块配置占比上升 0.15 个百分点	3
图表 2：二季度股份行持仓占比继续上升	3
图表 3：二季度子板块增减仓变动	4
图表 4：二季度持仓排名前十个股增减仓幅度	4
图表 5：二季度银行指数上涨 2.85%	5
图表 6：二季度银行板块估值 PB 0.83-0.94 倍之间波动	5
图表 7：二季度板块个股估值分化明显	6
图表 8：新增贷款结构	7
图表 9：新增个人住房贷款占新增零售贷款比例	7
图表 10：零售贷款存量占比持续上升	8
图表 11：零售贷款占比	8
图表 12：零售贷款定价对比	9
图表 13：零售业务手续费净收入贡献	9
图表 14：美国银行业零售贷款占比	10
图表 15：房贷在 80 年中后期开始高速增长	10
图表 16：美国银行业贷款不良率	11
图表 17：美国银行业零售业务相关贷款不良率	12
图表 18：美国银行业零售业务相关贷款坏账率	12
图表 19：存款总额占比对比	13
图表 20：信用成本率变动趋势	14

1、银行板块二季度基金持仓特点分析

我们统计了股票型基金银行板块的配置情况，主要呈现以下特点：

第一，二季度银行板块的配置比例5.33%，居各行业排名第三，配置比例较一季度环比小幅上升0.15个百分点。整个板块净持仓较2019年一季度增长8%，虽然增速快于整个基金的持仓规模5.1%增长，但是从行业对比的角度看，仍然低于位居前两名的非银和食品饮料行业16%和24%的持仓增幅。

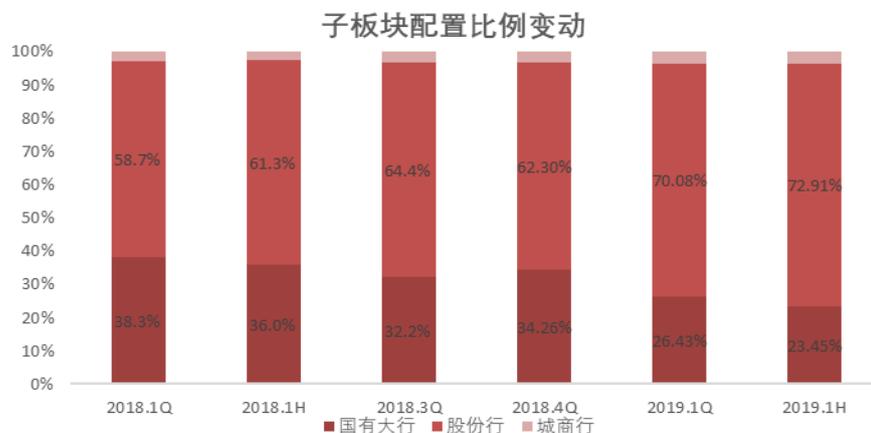
图表1：二季度银行板块配置占比上升0.15个百分点



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

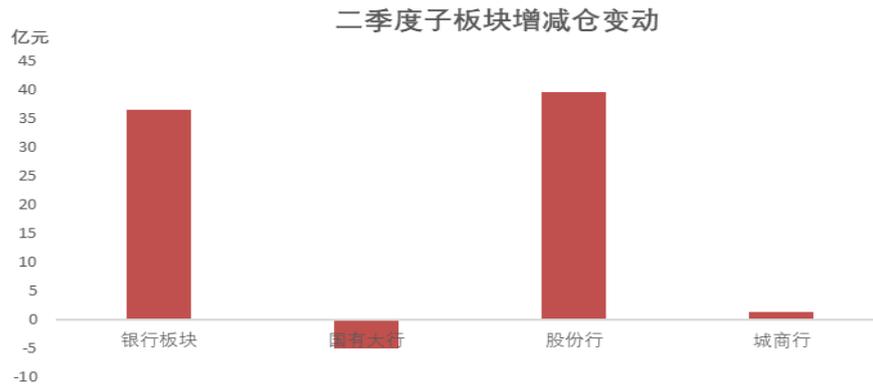
第二，从子板块的角度看，增减仓的情况与2019年一季度基本一致。由于总体持仓是净增加的，增仓主要集中在股份行，因此，其他板块的持仓规模变化不大，如城商行的持仓小幅上升，而国有大行持仓小幅下降。股份行一直是银行板块中持仓第一大子板块，加上近两个季度的连续净增持，股份行的持仓占比上升到了73%，较2018年末上升了10个百分点

图表2：二季度股份行持仓占比继续上升



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

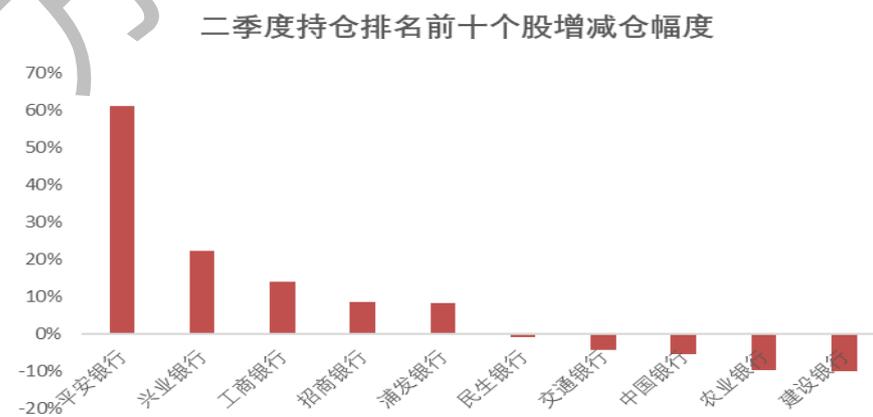
图表3: 二季度子板块增减仓变动



资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

第三, 从个股的角度看, 持仓前10名的公司分别为招商银行、兴业银行、交通银行、农业银行、民生银行、平安银行、浦发银行、工商银行、建设银行、宁波银行, 变动不大。从增仓规模的角度看, 增仓最多的是兴业银行、招商银行、平安银行和工商银行, 较2019年一季度增仓22%、8.5%、61%和14%。

图表4: 二季度持仓排名前十个股增减仓幅度

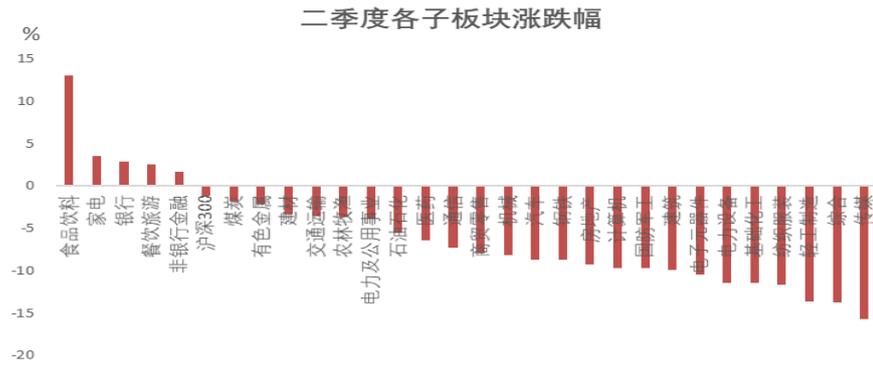


资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

2、二季度银行板块的配置思路

2019年二季度受货币政策边际收紧预期影响, 整个市场出现调整, 沪深300指数下跌1.21%, 银行板块整体上涨2.85%, 跑赢沪深300指数4.06个百分点。从板块涨幅排名看, 二季度银行板块涨幅排名仅次于食品饮料和家电行业, 位居第三位。在整个板块获得净增持的背景下, 银行板块保持了较好的相对收益。

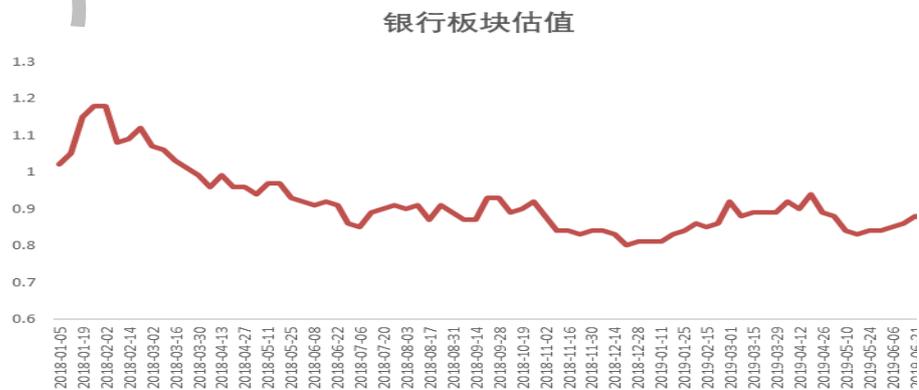
图表 5: 二季度银行指数上涨 2.85%



资料来源: wind 资讯, 万联证券研究所

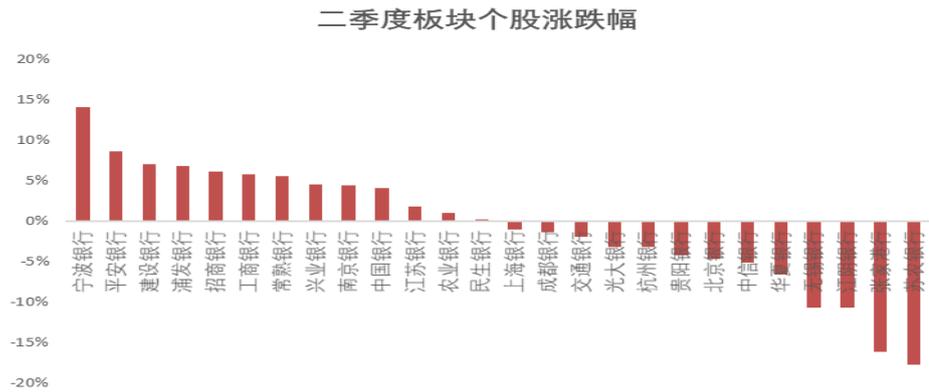
银行板块整体估值在 PB 0.83-0.94 倍之间波动, 基本保持稳定。不过, 板块中个股估值分化明显, 其中宁波银行、平安银行、建设银行、浦发银行、招商银行、工商银行、常熟银行、兴业银行、南京银行、中国银行的相对估价均有所提升。而宁波银行和招商银行又创出历史新高。这与我们此前对二季度的预期保持一致, 即在板块保持相对优势的前提下, 国有大行将有望获得增持, 而资金对“核心资产”的追逐, 将加剧强者恒强的态势演绎。

图表 6: 二季度银行板块估值 PB 0.83-0.94 倍之间波动



资料来源: wind 资讯, 万联证券研究所

图表7：二季度板块个股估值分化明显



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

由于2019年一季度整个银行板块受贷款前置影响，整体营收和利润保持环比增长趋势，资产质量方面保持稳定。从基本面角度看，我们梳理了已经披露2019年中期业绩快报的9家银行数据，2季度的营收增速环比下降1.6个百分点，是2018年以来的季度数据环比首次下滑。从归母净利润的角度看，仍处于上升态势中。从上半年的新增信贷数据看，营收的下滑更多是受到净息差收窄的影响，而净利润的持续增长预计是拨备计提力度下降。资产质量方面，不良率基本保持稳定。展望下半年，经济增速下行压力仍存，资产质量将持续承压，预计全年增速趋于放缓。

银行板块目前的估值不高，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。

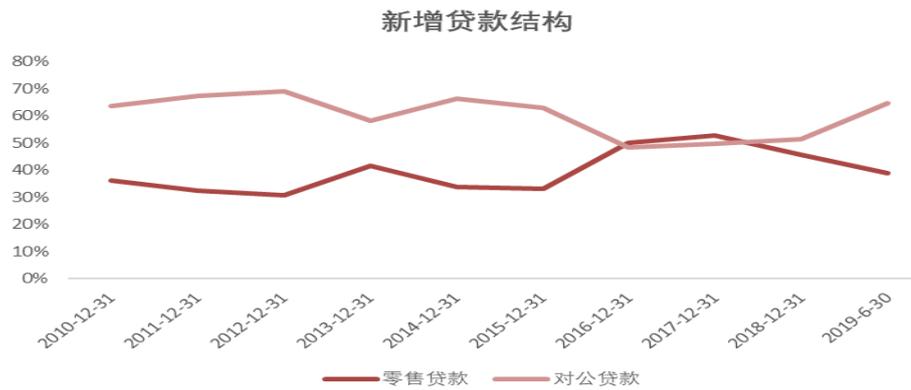
3、整个银行业零售业务转型加速

3.1 零售贷款的占比较2010年提升12个百分点

过去几年，伴随着房地产市场的高速发展，整个银行业在资本监管压力持续上升，提高资本使用效率等因素的推动下，或主动或被动的向零售业务拓展。

从过去2010年以来的新增贷款结构数据看，零售贷款基本保持上升趋势，2017年新增零售贷款占比超过50%，达到53%。

图表8：新增贷款结构



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

而按照个人住房贷款的新增角度看，每年新增的个人住房贷款占新增零售贷款的比例也在上升。2012年-2018年，新增个人住房贷款占新增零售贷款的比重均值在53%。而从存量数据的角度看，居民中长期贷款占居民贷款的比例也接近70%，剔除部分与汽车相关的消费贷后，占比大概在55%-60%之间。

图表9：新增个人住房贷款占新增零售贷款比例



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

由于居民新增贷款的快速增长，年均增速近20%，使得零售贷款的存量占比持续提升，截至2019年6月，零售存量贷款占比已经上升到35%，较2010年上升12个百分点。

图表10：零售贷款存量占比持续上升

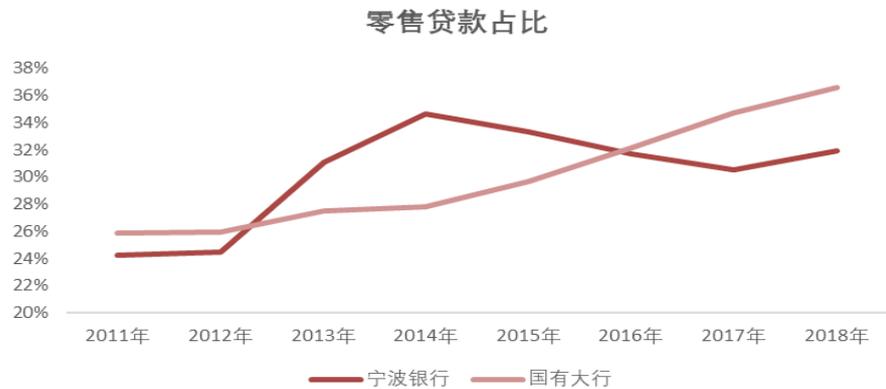


资料来源：wind资讯，万联证券研究所

3.2 各行发力点略有不同

整个银行业向零售业务转型的过程中，各行的发力点略有不同。国有大行主要以个人住房贷款为主。截至2018年，国有大行零售贷款占比达到35%，较2010年上升了12个百分点，而个人住房贷款占零售贷款的比重也从2010年的66.7%，上升到2018年的81%。而以宁波银行为代表的中小银行，2018年末零售贷款占比32%，较2010年上升6个百分点，而发力点则在定价较高的个人消费贷和个人经营性贷款。

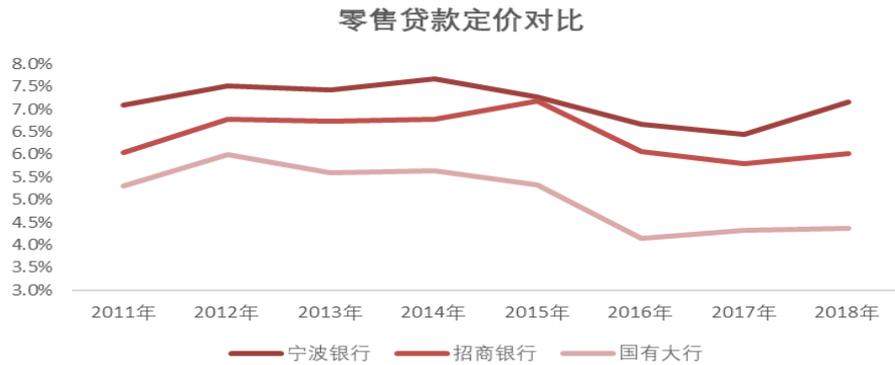
图表11：零售贷款占比



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

以消费贷和经营贷为发力点的银行，零售贷款的综合收益率更高。过去8年，宁波银行零售贷款定价均值在7.16%，而以按揭为主的大行零售贷款的定价在5.1%左右，高出40%。

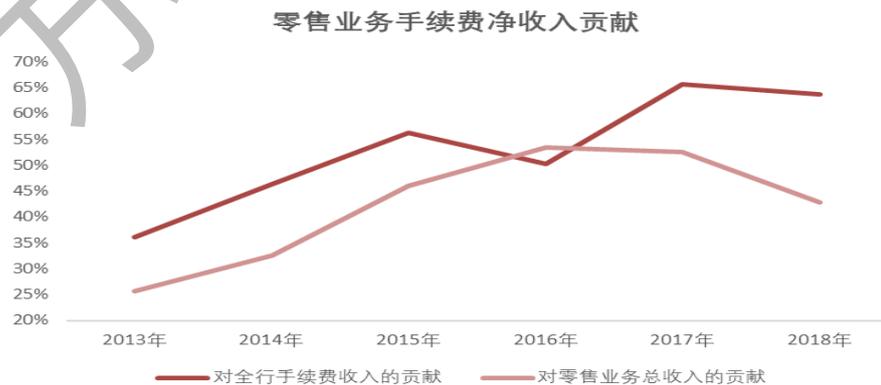
图表12: 零售贷款定价对比



资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

不仅体现在贷款定价上,从综合收益的角度看,即含手续费收入的角度,贡献度也较高。以宁波银行为例,2018年零售业务手续费净收入占零售业务总收入的43%,对全行手续费净收入的贡献达到了64%。而国有大行零售业务手续费净收入占零售业务总额的比例不到30%,对全行手续费净收入的贡献也仅在45%左右。

图表13: 零售业务手续费净收入贡献



资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

3.3 零售业务转型提高了风险资本回报率

通过对美国银行业零售贷款的研究,零售贷款的快速增长是在利率市场化以后,零售贷款的占比从80年代中期的低点30%,上升到2010年的最高点53%,期间略有波动,最近20年稳定在40%-50%之间。

图表 14: 美国银行业零售贷款占比



资料来源: wind 资讯, 万联证券研究所

从零售贷款的结构数据看, 房贷的大幅攀升是零售贷款增长的主要原因。在 80 年代中期房贷占比不高, 仅为 40%, 此后迅速攀升到最高 70%。虽然信用卡贷款和其他消费贷款绝对额也是增长的, 但是增速远低于房贷, 因此信用卡贷款占比在 90 年代以后基本保持在 15%-20%之间, 而其他消费贷占比则大幅下降。从新增量占比的角度看, 80 年代中期到 2010 年之前, 每年房贷的新增占零售新增贷款的均值在 81%。

图表 15: 房贷在 80 年中后期开始高速增长



资料来源: wind 资讯, 万联证券研究所

对比美国存量零售贷款的占比数据, 以及房贷占零售贷款的比例, 结合我国目前的实际情况, 中短期看仍有一定的上升空间, 长期看房地产贷款的占比会逐步萎缩, 因为老龄化的趋势不可阻挡, 而且有加速趋势。消费贷款受国内增长方式的转变, 消费驱动力的上升, 将带动消费贷款的持续增长趋势。

零售业务相对较低的资本占用, 以及相对较高的风险资本回报率, 以招商银行为例, 2008 年招商银行零售业务的风险资本回报率仅为 9.2%, 而 2017 年招商银行零售业务的风险资本回报率已经提升到了 26.4%的较高水平。其中, 手续费净收入的快速增长, 对营收贡献持续上升, 带来了风险回报率的持续提升。

3.4 零售业务的长期核心竞争力

根据我们此前对整个美国银行业不同时期收入来源的对比,80年代中后期开始到90年代末期,净利息收入占比从75%下降到了60%,同期非利息收入占比快速提升到40%。这个时期,美国总的贷款年均增速仅有5%,而非息收入的年均增速达到11%,非息收入的高速增长带动了占比的提升。

虽然非息收入的占比有所提升,但是从一些主营偏传统银行业务的金融公司非息收入的结构数据看,还是与银行卡以及信贷等相关的服务费用占非息收入的比重接近70%,而这又与中小企业的快速发展以及零售业务的快速扩张有关。一直到2009年以后,与财富和资产管理相关的收入实现了快速增长,占手续费净收入的比重提升到40%。而伴随着这个过程的是银行业务结构的变化。

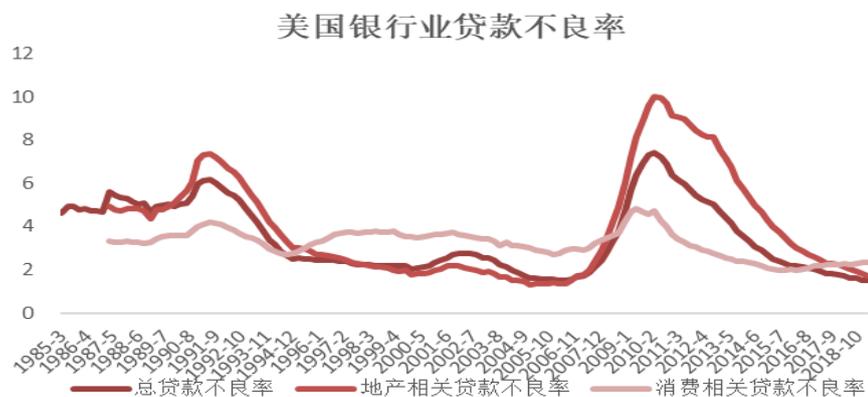
反观国内银行零售业务经营情况,以招商银行的零售业务为例,2018年零售业务银行卡手续费收入165亿元,而财富管理手续费收入193亿元,占零售业务收入的比重达到了66%。从收入构成上看,更接近2009年以后的实际情况。因此,未来不断做大AUM,保持收入的稳定增长,此外不断的向消费的延伸,培养客户的消费习惯和同时增加客户的粘性。

3.5 零售业务的资产质量

美国利率市场化后,存贷款的激烈竞争导致了美国1987年的储贷危机,在80年代中期到90年代中期,美国银行业的平均不良率达到4.63%,而1996年-2006年下降到了2.17%。2008年金融海啸后,欧美银行的不良率大幅攀升,2010年美国银行业平均的不良率达到了6.97%,其中与房地产相关的贷款不良率达到9.7%,而与消费信贷的不良率则没有超过5%,最高达到4.7%。此后,不良率持续回落,当前美国银行业总的不良率为1.52%,与房地产相关的贷款不良率仅为1.74%,而与消费相关的不良率在2.33%。

如果拉长周期,美国银行业混业经营以来的不良率数据,均值在3%,与地产相关的贷款不良率均值在3.7%,而与消费的贷款相关的不良率在3.1%。不过从坏账率的角度看,消费相关贷款的坏账率要明显高于地产相关贷款的坏账率。

图表16: 美国银行业贷款不良率



资料来源: wind资讯, 万联证券研究所

再来看，与零售银行相关业务的不良贷款率情况，混业经营以来居民住房相关的贷款不良率均值在4.56%，而与消费的贷款相关的不良率在3.1%，其中信用卡贷款的不良率均值为3.89%，而其他消费信贷不良率均值为2.64%。

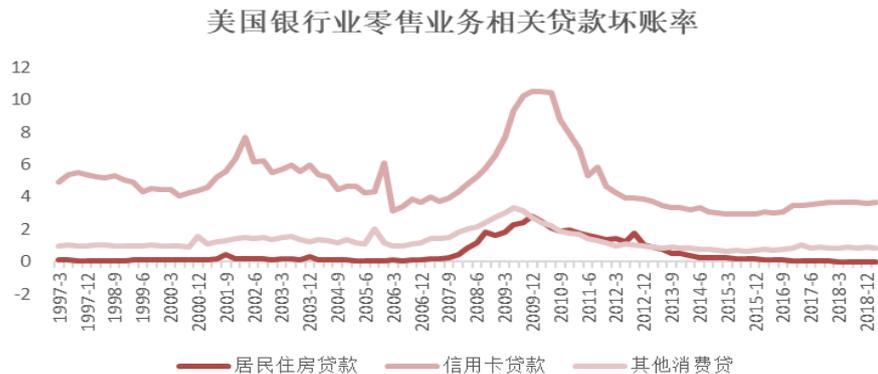
图表17：美国银行业零售业务相关贷款不良率



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

不过从坏账率的角度看，消费相关贷款的坏账率要明显高于地产相关贷款的坏账率。混业经营以来居民住房相关的贷款坏账率均值在0.52%，而与消费的贷款相关的坏账率在2.8%，其中信用卡贷款的坏账率均值为4.91%，而其他消费信贷坏账率均值为1.27%。

图表18：美国银行业零售业务相关贷款坏账率



资料来源：wind资讯，万联证券研究所

从上市银行公布的零售业务相关贷款的不良数据看，2018年末，零售贷款的不良率均值在0.75%，其中信用卡贷款的不良率均值1.32%，按揭贷款不良率均值0.24%，其他消费贷款的不良率均值1.84%，明显低于美国银行业零售贷款的不良率水平。预计未来随着零售业务风险的暴露，总体的零售信贷的不良率可能上升到2%左右的水平。

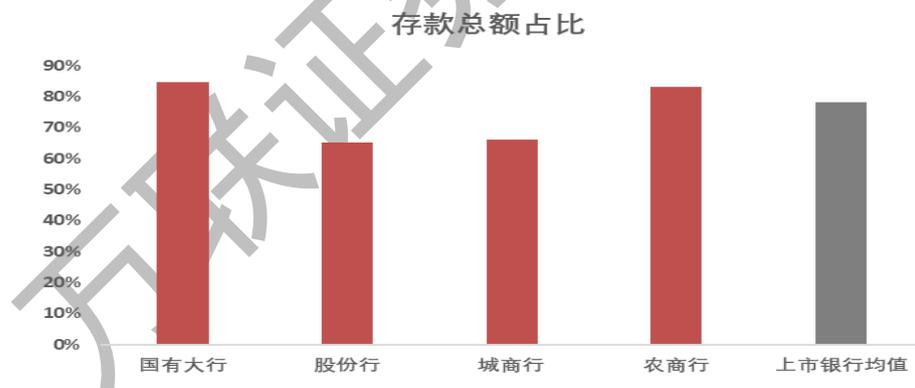
4、投资策略

4.1 银行板块中期业绩预期

此前我们预期，一季度板块配置比例不高，二季度板块业绩的确定性较高，以及不可忽略的中长期资金的持续流入预期下，综合考虑到今年以来银行板块涨幅较少，且估值相对低位，预计二季度板块保持相对优势，将获得一定的增持，特别是部分处于估值低位的国有大行。

预期上市银行板块 2019 年中期业绩仍能保持稳健增长。其中，净息差环比下滑，市场已经有预期，但是负债端压力的变化将逐步显现，成为影响未来净息差走势以及差异的重要因素。由于同业存单的发行受阻，压力将向同业负债传导，而银行间的信用风险差异，又将促使存款的波动，综合来看，部分城商行负债端的压力相对较大。

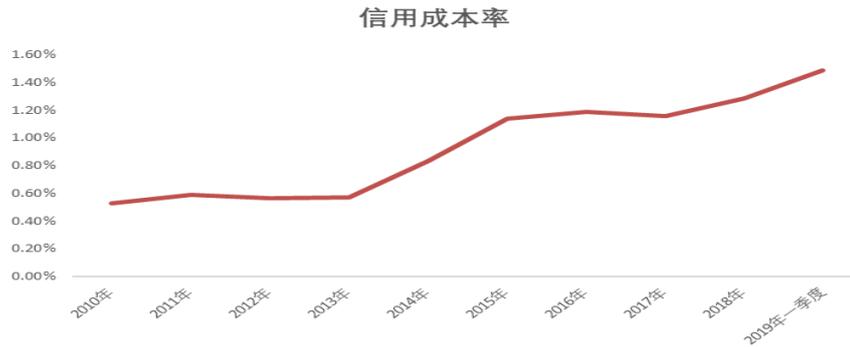
图表 19：存款总额占比对比



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

资产质量方面，根据我们此前多篇报告从多个角度对资产质量的结构、宏观经济走势的关系等问题进行分析。鉴于目前上市银行整体的信贷结构相对稳健，而且新增信贷又集中在与房地产和基建相关的行业。而 2018 年以来，市场的信用风险又集中在处于产业中游的民企，且经济下行缓慢，因此不良出现大规模爆发的概率不大。但是，不排除未来压力向下游企业延伸的可能。拨备方面，一季度数据看，各行拨备仍处于较高的位置，有一定的利润释放空间。

图表 20：信用成本率变动趋势



资料来源：上市银行公告，万联证券研究所

4.2 投资策略

我们判断银行板块整体中期业绩表现良好。二季度基金持仓比例也出现一定上升。在提高银行不良容忍度的预期下，板块资产质量预期仍偏悲观。考虑到目前拨备仍处于高位，相对不高的估值已经基本隐含了对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。推荐工商银行、建设银行、农业银行、招商银行和宁波银行。

5、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07月17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	5.56	0.88	0.80	0.73	增持
601288.SH	农业银行	4.54	4.98	5.50	3.57	0.79	0.72	0.65	增持
601939.SH	建设银行	7.59	8.31	9.15	7.13	0.94	0.86	0.78	增持
600036.SH	招商银行	20.07	22.63	25.45	35.21	1.75	1.56	1.38	增持
002142.SZ	宁波银行	12.41	13.86	16.98	22.81	1.84	1.65	1.34	增持

资料来源: WIND资讯, 万联证券研究所

万联证券

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