

银行市值成长要素：资产扩张、盈利及资产质量



核心观点

- 当前部分银行经营风险逐渐暴露，关于银行市值是否会出现“黑天鹅”的担忧也有所抬头。**保安全、防风险是驱动银行市值的基础要素，我们梳理的监测指标体系可作为保障市值安全的底线。**当银行各项安全性指标均达标后，“踩雷”风险基本排除。**银行市值中枢仍主要由银行的净资产规模决定。**由于行业负债率稳定，资产负债联动性强，我们从资产端出发，探究银行的规模扩张。**银行资产扩张速度受供需结构影响，扩张路径与金融监管方向强相关。**1) 银行扩表速度受供需两方面限制。供给端，资本充足水平限制银行投放风险资产的能力；需求端，经济增速决定融资需求中枢，投资易受政策影响，是需求的重要扰动项，不同类型银行扩表速度基本同步。2) 银行扩表路径受金融监管影响大，经历了从对公、同业、零售之间的交叉转变。总体来讲，在当前监管形势及经济结构下，银行扩表路径偏向传统存贷。长期经济结构中消费占比持续提升，银行中居民部门相关资产占比仍有望继续提高。
- **在净资产规模之外，盈利能力和资产质量也是影响市值的重要因素。盈利水平受宏观经济、银行本身资产配置结构影响。真实不良率与流动性环境、经济增速强相关。**1) 行业整体盈利水平长期取决于宏观经济情况。银行盈利能力预判应关注其在既定大环境下资产配置的方向。2) 真实不良率的预判可以参考政策方向，主要是货币和信用市场的流动性，其流动性越高，预示当前不良边际恶化压力越大。真实不良率与企业偿债能力强相关，偿债能力预判应关注经济增速和投入资本回报率。经济缓慢减速，企业盈利下滑但不足以构成债务违约，则不会显著影响银行的不良率。企业投入资本回报率(ROIC)高于融资成本的程度越小，其相关资产的不良生成率越高。银行甄选资金投放标的时，标的企业的 ROIC 相对融资成本应有一定的安全边际，才能有效控制不良生成率。
- **当前银行市值增长的看点在于把握结构性融资需求增量，提高资产收益率并控制风险。**扩表中，银行供给端不构成约束，需求的结构性复苏将带来扩表的增量。高技术及战略新兴产业和基建政策扶持力度较大，融资需求增量可期。信贷及债券配置均有空间。零售资产收益率较高，风险较小，零售资产占比有望进一步提升。
- **资产扩张、盈利和资产质量变动导致市值波动，三者平稳则熨平市值。**以资产扩张、盈利提升和资产质量改善的招行为例，验证了银行业粗放经营时代，资产扩张是招行市值的主要影响因素，进入精耕细作时代后，盈利提升及资产质量改善是招行市值驱动的主要因素。以资产扩张、盈利及资产质量变动都较为平稳的建行为例，验证了三要素变动较小时，建行市值波动也较小。

投资建议与投资标的

- 当前外部不确定风险增加，银行板块防御性凸显，建议关注经营稳健，防御性佳的大行。消费对经济增长的贡献仍在提升，个人金融业务仍有望快速发展，建议关注零售业务具有先发优势、线上金融取得进展的银行。深耕区域的优质中小行借力扶持民营中小微的政策东风，或可加速发展。具体标的建议关注招商银行(600036, 增持)、工商银行(601398, 未评级)、建设银行(601939, 未评级)、常熟银行(601128, 未评级)。

风险提示

- 国内经济仍有下行压力，外部不确定风险处于高位，人民币有一定贬值风险。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

银行业

报告发布日期

2019年08月15日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060001

联系人

张静娴

021-63325888-4311

zhangjingxian@orientsec.com.cn

相关报告

| | |
|---------------------------------------|------------|
| 银行信贷释放空间研判: 信贷供给能力充足, 银行资本瓶颈无忧: | 2019-05-14 |
| 银行资产质量研判: 规上企业贷款及房贷是存量稳定器, 零售带来优质增量: | 2019-02-26 |
| 银行 2005-2018 年复盘: 防御性优选板块, 关注盈利及资产质量: | 2019-01-23 |
| 转型零售, 顺势而为: | 2018-11-06 |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 市值基石：保安全、防风险 | 5 |
| 2. 市值成长：资产扩张，平衡供需结构，顺应监管方向 | 7 |
| 2.1. 规模扩张速度预判：资本充足与区域融资需求 | 9 |
| 2.1.1. 供给端资本充足率限制资产规模扩张 | 9 |
| 2.1.2. 需求端高度关联宏观经济，个体差异较小 | 12 |
| 2.2. 规模扩张路径预判：金融监管与长期经济结构 | 12 |
| 3. 市值成长：增强盈利，控制风险，提升 PB | 13 |
| 3.1. 盈利水平预判：宏观经济与资产配置策略 | 16 |
| 3.2. 真实不良率预判：流动性环境与经济增速 | 17 |
| 4. 当前市值成长增长点：把握结构性需求复苏、基建及个人金融业务 | 19 |
| 5. 市值成长三要素验证：资产扩张、盈利和资产质量 | 22 |
| 5.1. 三要素改善驱动市值案例 | 22 |
| 5.2. 三要素稳健熨平市值案例 | 23 |
| 6. 投资建议：关注防御性佳和零售业务较好的银行 | 24 |
| 7. 风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：上市银行负债/总资产（%）基本稳定 | 7 |
| 图 2：银行资产增速与 GDP、投资增速关联性较高（单位%） | 12 |
| 图 3：各类型银行资产增速走势基本一致（单位%） | 12 |
| 图 4：上市银行各项资产结构变动 | 13 |
| 图 5：2014 年以来消费对 GDP 增长的拉动显著提升（单位%） | 13 |
| 图 6：个人贷款占比提升 | 13 |
| 图 7：上市银行平均回报率总体下行 | 16 |
| 图 8：各项资产收益率 | 16 |
| 图 9：各项负债付息率 | 17 |
| 图 10：当前行业平均净息差与龙头差距较大，仍有提升空间 | 17 |
| 图 11：预期不良率高于披露不良率，且波动较大 | 17 |
| 图 12：不良边际恶化时，货币市场流动性宽松 | 18 |
| 图 13：不良边际恶化时，信用市场流动性宽松 | 18 |
| 图 14：不良生成率与企业偿债能力负相关 | 19 |
| 图 15：企业投入资本回报率与贷款成本接近，高于票据融资成本（单位%） | 19 |
| 图 16：信贷需求指数处于 2015 年以来高位（单位%） | 20 |
| 图 17：固定资产新增意向投资累计同比（%）高技术、战略新兴产业处于高位，基建显著复苏 | 20 |
| 图 18：地方政府债券在社融中占比提升（单位%） | 20 |
| 图 19：2018 年上市银行合计贷款行业结构 | 21 |
| 图 20：上市银行合计贷款结构中，个人贷款占比持续上升 | 21 |
| 图 21：个人部门杠杆率低于发达国家水平（单位%） | 22 |
| 图 22：人均可支配收入上涨韧性较强（单位%） | 22 |
| 图 23：招行年度日均市值同比（%）变动 | 23 |
| 图 24：招行 2009-2012 年、2015-2018 年总资产同比（%）低于同业平均 | 23 |
| 图 25：招行不良率（%）2016 年以后显著改善 | 23 |
| 图 26：招行 ROE（%）2015 年以后显著改善 | 23 |
| 图 27：建行年度日均市值同比（%）波动性低于行业平均 | 24 |
| 图 28：建行总资产同比（%）波动低于行业平均 | 24 |
| 图 29：建行不良率（%）波动小于同业 | 24 |
| 图 30：建行 roe 加权（%）表现稳定 | 24 |

| | |
|---|----|
| 表 1：银行股安全性指标体系 | 5 |
| 表 2：2018 年报上市银行监管指标满足情况 | 6 |
| 表 3：代表银行年均市值历史情况（单位：亿元） | 8 |
| 表 4：代表银行净资产情况（单位：亿元） | 8 |
| 表 5：资本充足率监管要求满足情况及安全边际（不满足监管要求标红，安全边际不足 1%加框） | 10 |
| 表 6：核心一级资本充足率监管要求满足情况及安全边际（不满足监管要求标红，安全边际不足 1%加框） | 11 |
| 表 7：代表银行 PB 情况 | 14 |
| 表 8：代表银行不良率情况 | 15 |
| 表 9：代表银行 ROE 情况 | 15 |

银行股的投资诉求通常分为两个方面，安全性诉求和成长性诉求。银行市值中，保安全、防风险是市值驱动要素中的重要基础。板块个股虽然经营同质性较强，但仍有分化，在银行板块中精选个股，可以得到高于行业平均的收益。

本文将从资产扩张和 PB 变化两个角度探寻银行股市值成长的关键要素。银行股的市值由净资产和 PB 二者相乘得到，其中由于银行板块资产负债率较为稳定，银行资产端和负债端的扩张联动作用强，因此在研究银行净资产扩张速度、路径及方式等方面时，可以归结于研究银行资产端的变化。上市银行负债/总资产十年均值基本稳定在 93.5%，2009 年至今虽呈现小幅下降趋势，但是 10 年降幅不超过 2%。因此负债率的变化，过往和当前不作为影响银行扩表的重要因素。未来，TLAC 规则的实施有可能促使银行降杠杆，但降杠杆将是长期过程，短期杠杆率的变化，也不构成影响银行资产负债表扩张的重大因素。

1. 市值基石：保安全、防风险

我们梳理了银行经营的各方面关键监测指标，结合监管要求，提供了判定银行经营安全性的监测指标体系。这套经营安全性的监测指标体系是银行市值安全保障的底线。

银行经营安全的主要方面包括效益、资本充足、信用及流动性风险，各项一般都有相应的监管要求，这些监管指标的目的在于控制银行个体的经营风险，保证其在金融系统中的安全性。通过研究下列指标是否满足监管要求、指标变动方向及范围，可以较好地跟踪目标银行经营安全性的变化。

表 1：银行股安全性指标体系

| | 指标 | 计算公式 | 监管要求 | 安全性跟踪方式 |
|----------|-----------|-------------------------|----------------------------|-----------------|
| 效益类指标 | ROA | 公告值，加权 | ≥0.6% | 是否符合监管，边际恶化是否显著 |
| | ROE | 公告值，加权 | ≥11% | 是否符合监管，边际恶化是否显著 |
| | 净利润同比 | 本期净利润/上期净利润-1 | - | 边际恶化是否显著 |
| 资本充足类指标 | 资本充足率 | 公告值 | 系统重要性银行：≥11.5%，其他银行：≥10.5% | 是否符合监管，边际恶化是否显著 |
| | 一级资本充足率 | 公告值 | 系统重要性银行：≥9.5%，其他银行：≥8.5% | 是否符合监管，边际恶化是否显著 |
| | 核心一级资本充足率 | 公告值 | 系统重要性银行：≥8.5%，其他银行：≥7.5% | 是否符合监管，边际恶化是否显著 |
| 信用风险类指标 | 不良率 | 不良贷款余额/贷款期末总额 | ≤5% | 是否符合监管，边际恶化是否显著 |
| | 不良偏离度 | 逾期 90 天以上贷款/不良贷款余额 | ≤100% | 是否符合监管，边际恶化是否显著 |
| | 拨备覆盖率 | 公告值 | 下限 120%-150% | 边际恶化是否显著 |
| 流动性风险类指标 | 流动性比率 | 流动性资产/流动性负债 | ≥25% | 是否符合监管 |
| | 流动性覆盖率 | 合格优质流动性资产/未来 30 天现金净流出量 | ≥100% | 是否符合监管 |

数据来源：银保监会，东方证券研究所

这套指标我们建议只作为银行经营安全性的判定标准。因为从经验来看，效益类指标、资本充足水平、信用风险指标和流动性风险指标中，会有个别银行不达标，但多数银行经营都处于监管的安全边界之内。从 2018 年报披露数据分析，部分银行 ROE 和不良贷款偏离度不达标，大多数银行涉及监管指标的经营数据均在安全线之内。监管只是给出了需要达到的下限，通过监管满足情况

对银行进行动态监测，可以得到关于银行经营安全与否、安全性边际变化的判断，可以避免在选股中忽略安全性变化的重要趋势。

表 2：2018 年报上市银行监管指标满足情况

| | ROA% | ROE% | 净利润同 比 | 资本充 足率% | 一级资本 充足率% | 核心一级资 本充足率% | 不 良 率% | 不良偏离度 | 拨备覆盖 率% | 流动性比 率% | 流动性覆 盖率% |
|--------|------|-------|-----------|------------|--------------|----------------|--------------|-------|------------|------------|-------------|
| 工商银行 | 1.11 | 13.79 | 3.92% | 15.39 | 13.45 | 12.98 | 1.52 | 76% | 175.76 | 43.80 | 126.66 |
| 建设银行 | 1.12 | 14.04 | 4.93% | 17.19 | 14.42 | 13.83 | 1.46 | 60% | 208.37 | 47.69 | 140.78 |
| 农业银行 | 0.93 | 13.66 | 4.92% | 15.12 | 12.13 | 11.55 | 1.59 | 65% | 252.18 | 55.17 | 126.60 |
| 中国银行 | 0.88 | 12.06 | 4.03% | 14.97 | 12.27 | 11.41 | 1.42 | 81% | 181.97 | 58.70 | 139.66 |
| 交通银行 | 0.79 | 11.17 | 4.91% | 14.37 | 12.21 | 11.16 | 1.49 | 87% | 173.13 | 67.28 | 112.03 |
| 招商银行 | 1.24 | 16.57 | 14.41% | 15.68 | 12.62 | 11.78 | 1.36 | 79% | 358.18 | 44.94 | 144.41 |
| 兴业银行 | 0.92 | 14.27 | 6.08% | 12.20 | 9.85 | 9.30 | 1.57 | 79% | 207.28 | 66.52 | 142.07 |
| 民生银行 | 0.85 | 12.94 | -1.16% | 11.75 | 9.16 | 8.93 | 1.76 | 97% | 134.05 | 51.64 | 121.13 |
| 浦发银行 | 0.90 | 13.14 | 2.75% | 13.67 | 10.79 | 10.09 | 1.92 | 85% | 154.88 | 55.43 | 123.24 |
| 中信银行 | 0.76 | 11.39 | 5.83% | 12.47 | 9.43 | 8.62 | 1.77 | 92% | 157.98 | 50.80 | 114.33 |
| 平安银行 | 0.74 | 11.49 | 7.02% | 11.50 | 9.39 | 8.54 | 1.75 | 97% | 155.24 | 60.86 | 139.17 |
| 光大银行 | 0.80 | 11.55 | 6.67% | 13.01 | 10.09 | 9.15 | 1.59 | 84% | 176.16 | 64.26 | 118.15 |
| 华夏银行 | 0.80 | 12.67 | 5.28% | 13.19 | 10.43 | 9.47 | 1.85 | 147% | 158.59 | 52.32 | 107.14 |
| 北京银行 | 0.82 | 11.65 | 6.65% | 12.07 | 9.85 | 8.93 | 1.46 | 92% | 217.51 | 55.93 | 123.52 |
| 南京银行 | 0.93 | 16.96 | 14.62% | 12.99 | 9.74 | 8.51 | 0.89 | 94% | 462.68 | 51.68 | 121.51 |
| 宁波银行 | 1.04 | 18.72 | 19.93% | 14.86 | 11.22 | 9.16 | 0.78 | 82% | 521.83 | 57.43 | 206.57 |
| 江苏银行 | 0.73 | 12.43 | 10.37% | 12.55 | 10.28 | 8.61 | 1.39 | 87% | 203.84 | 52.23 | 132.75 |
| 贵阳银行 | 1.06 | 18.88 | 13.98% | 12.97 | 11.22 | 9.61 | 1.35 | 81% | 266.05 | 85.84 | 220.29 |
| 上海银行 | 0.92 | 12.67 | 17.81% | 13.00 | 11.22 | 9.83 | 1.14 | 79% | 332.95 | 44.17 | 128.85 |
| 杭州银行 | 0.62 | 11.01 | 18.94% | 13.15 | 9.91 | 8.17 | 1.45 | 74% | 256.00 | 55.43 | 149.64 |
| 江阴银行 | 0.63 | 8.92 | 2.92% | 15.21 | 14.04 | 14.02 | 2.15 | 88% | 233.71 | 86.49 | NA |
| 苏农银行 | 0.77 | 9.08 | 9.64% | 14.89 | 10.99 | 10.99 | 1.31 | 70% | 248.18 | 67.53 | NA |
| 无锡银行 | 0.72 | 10.68 | 8.34% | 16.81 | 10.44 | 10.44 | 1.24 | 83% | 234.76 | 88.06 | NA |
| 张家港行 | 0.74 | 9.39 | 8.41% | 15.65 | 11.94 | 11.94 | 1.47 | 44% | 223.85 | 51.38 | NA |
| 常熟银行 | 1.08 | 12.62 | 19.89% | 15.12 | 10.53 | 10.49 | 0.99 | 67% | 445.02 | 54.21 | 146.14 |
| 成都银行 | 1.00 | 16.04 | 18.93% | 14.08 | 11.15 | 11.14 | 1.54 | 98% | 237.01 | 79.22 | 133.75 |
| 郑州银行 | 0.68 | 10.03 | -28.43% | 13.15 | 10.48 | 8.22 | 2.47 | 95% | 154.84 | 56.39 | 304.42 |
| 长沙银行 | 0.94 | 16.91 | 14.87% | 12.24 | 9.55 | 9.53 | 1.29 | 93% | 275.40 | 57.53 | 304.65 |
| 紫金银行 | 0.69 | 11.93 | 10.20% | 13.35 | 9.70 | 9.70 | 1.69 | 56% | 229.58 | 61.22 | NA |
| 青岛银行 | 0.65 | 8.36 | 7.34% | 15.68 | 11.82 | 8.39 | 1.68 | 98% | 168.04 | 60.55 | 125.95 |
| 西安银行 | 1.05 | 12.61 | 12.57% | 14.17 | 11.87 | 11.87 | 1.20 | 92% | 216.53 | 47.71 | 287.91 |
| 青农商行 | 0.91 | 12.86 | 14.19% | 12.55 | 10.61 | 10.60 | 1.57 | 77% | 290.05 | 59.65 | 132.56 |
| 邮储银行 | 0.56 | 12.31 | 9.80% | 13.76 | 10.88 | 9.77 | 0.86 | 75% | 346.80 | 61.17 | NA |
| 中原银行 | 0.42 | 5.43 | -39.44% | 14.37 | 11.49 | 9.44 | 2.44 | 99% | 156.11 | NA | NA |
| 广州农商银行 | 0.87 | 13.33 | 15.98% | 14.28 | 10.53 | 10.50 | 1.27 | 93% | 276.64 | 76.64 | 257.17 |

| | | | | | | | | | | | |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|------|------|--------|-------|--------|
| 天津银行 | 0.61 | 9.15 | 7.28% | 14.53 | 9.84 | 9.83 | 1.64 | 94% | 250.37 | 50.29 | NA |
| 重庆银行 | 0.86 | 12.77 | 15.4% | 13.21 | 9.94 | 8.47 | 1.36 | NA | 225.87 | 92.53 | 252.04 |
| 江西银行 | 0.69 | 9.95 | -4.93% | 13.60 | 10.79 | 10.78 | 1.91 | 89% | 171.42 | 57.93 | 206.46 |
| 浙商银行 | 0.72 | 14.17 | 5.35% | 13.38 | 9.83 | 8.38 | 1.20 | 80% | 270.37 | 52.80 | 214.79 |
| 盛京银行 | 0.51 | 9.38 | -32.32% | 11.86 | 8.52 | 8.52 | 1.71 | 328% | 160.81 | NA | NA |
| 徽商银行 | 0.89 | 15.08 | 13.42% | 11.65 | 9.18 | 8.37 | 1.04 | 92% | 302.22 | 37.19 | 132.75 |
| 重庆农村商业 | 0.98 | 13.47 | 1.73% | 13.52 | 10.96 | 10.95 | 1.29 | 71% | 347.79 | NA | 207.66 |

银行

数据来源：wind，同花顺，东方证券研究所

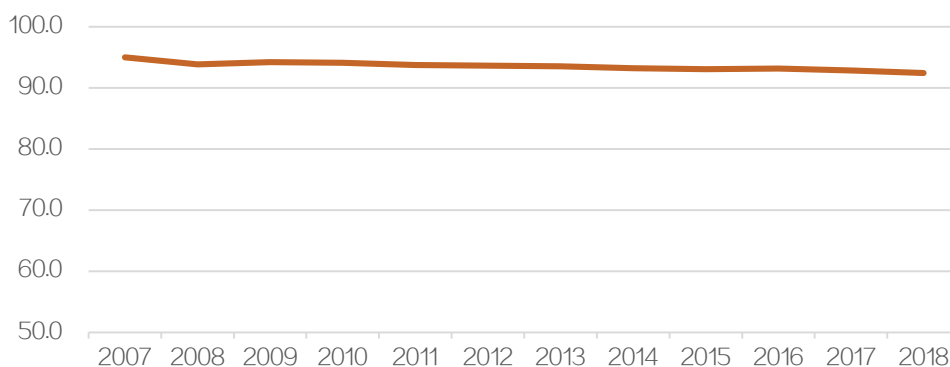
2. 市值成长：资产扩张，平衡供需结构，顺应监管方向

当银行各项安全性指标均达标后，再结合我们对信贷行业投向集中度的研判，“踩雷”风险基本被排除。

银行市值的中枢由净资产规模决定。从历史复盘情况来看，净资产规模是影响银行市值的重要因素，净资产规模较大的银行市值中枢一般高于中小银行。由于市场行情变化，各家银行市值弹性或有不同，但总体而言，市值规模仍由净资产规模决定。从年均市值指标来看，工商银行、建设银行、交通银行、招商银行、平安银行和宁波银行 2006-2007、2015-2018 年间市值总体有明显提升。市值的 3 年复合增速显示，招行和宁波银行长期市值成长性较高，近年工行、建行也表现较好。归因到净资产扩张，宁波、招行、平安长期净资产增速较高，对应长期市值增长率较高。

银行市值成长分为净资产扩张和 PB 变动两个方面。净资产是资产和负债的差额，行业资产负债率基本稳定，资产端和负债端联动性较强，为了研究净资产的可能变动，我们现以资产端为主要研究对象。

图 1：上市银行负债/总资产（%）基本稳定



数据来源：wind，东方证券研究所

表 3：代表银行年均市值历史情况（单位：亿元）

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 工商银行 | | 13470 | 20739 | 17662 | 15479 | 15086 | 14998 | 14172 | 13983 | 12603 | 17186 | 15493 | 19025 | 20787 |
| 建设银行 | | | 23664 | 14437 | 12284 | 12006 | 12009 | 10984 | 11241 | 10519 | 15175 | 12633 | 16093 | 18252 |
| 交通银行 | | | 6608 | 4133 | 3854 | 3562 | 3047 | 3004 | 3282 | 3115 | 5030 | 4155 | 4602 | 4461 |
| 招商银行 | 633 | 1135 | 4116 | 3600 | 2845 | 3019 | 2749 | 2413 | 2689 | 2702 | 4346 | 4348 | 5894 | 7317 |
| 平安银行 | 118 | 159 | 616 | 519 | 606 | 625 | 687 | 771 | 996 | 1174 | 1829 | 1536 | 1798 | 1853 |
| 宁波银行 | | | 582 | 293 | 291 | 344 | 323 | 278 | 280 | 298 | 555 | 585 | 768 | 902 |
| 年均总市值 | | | | | | | | | | | | | | |
| 同比 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | 54% | -15% | -12% | -3% | -1% | -6% | -1% | -10% | 36% | -10% | 23% | 9% |
| 建设银行 | | | | -39% | -15% | -2% | 0% | -9% | 2% | -6% | 44% | -17% | 27% | 13% |
| 交通银行 | | | | -37% | -7% | -8% | -14% | -1% | 9% | -5% | 61% | -17% | 11% | -3% |
| 招商银行 | | 79% | 263% | -13% | -21% | 6% | -9% | -12% | 11% | 0% | 61% | 0% | 36% | 24% |
| 平安银行 | | 35% | 288% | -16% | 17% | 3% | 10% | 12% | 29% | 18% | 56% | -16% | 17% | 3% |
| 宁波银行 | | | | -50% | 0% | 18% | -6% | -14% | 1% | 6% | 87% | 5% | 31% | 17% |
| 年均市值 3 | | | | | | | | | | | | | | |
| 年复合增速 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | | 9% | -9% | -5% | -1% | -2% | -2% | -4% | 7% | 7% | 3% | 10% |
| 建设银行 | | | | | -20% | -6% | -1% | -3% | -2% | -1% | 11% | 6% | 2% | 13% |
| 交通银行 | | | | | -16% | -5% | -8% | -6% | 3% | 1% | 15% | 10% | -3% | 2% |
| 招商银行 | | | 87% | 47% | -12% | -6% | -1% | -7% | -1% | 4% | 17% | 17% | 11% | 19% |
| 平安银行 | | | 73% | 48% | -1% | 6% | 4% | 7% | 13% | 15% | 22% | 9% | -1% | 6% |
| 宁波银行 | | | | | -21% | 6% | 3% | -7% | -5% | 2% | 26% | 25% | 11% | 16% |

数据来源：wind，东方证券研究所

表 4：代表银行净资产情况（单位：亿元）

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 工商银行 | 2,610 | 4,714 | 5,443 | 6,071 | 6,789 | 8,217 | 9,578 | 11,285 | 12,785 | 15,373 | 18,005 | 19,812 | 21,411 | 23,449 |
| 建设银行 | 2,877 | 3,302 | 4,223 | 4,676 | 5,590 | 7,009 | 8,167 | 9,496 | 10,743 | 12,524 | 14,451 | 15,897 | 17,958 | 19,916 |
| 交通银行 | 819 | 886 | 1,288 | 1,456 | 1,644 | 2,237 | 2,728 | 3,814 | 4,215 | 4,736 | 5,381 | 6,324 | 6,763 | 7,053 |
| 招商银行 | 260 | 552 | 680 | 798 | 928 | 1,340 | 1,650 | 2,004 | 2,660 | 3,151 | 3,618 | 4,034 | 4,834 | 5,436 |
| 平安银行 | 51 | 65 | 130 | 164 | 205 | 335 | 754 | 848 | 1,121 | 1,309 | 1,615 | 2,022 | 2,221 | 2,400 |
| 宁波银行 | 22 | 32 | 80 | 88 | 97 | 159 | 187 | 221 | 255 | 342 | 451 | 504 | 572 | 812 |
| 净资产同比 | | | | | | | | | | | | | | |
| 工商银行 | | 81% | 15% | 12% | 12% | 21% | 17% | 18% | 13% | 20% | 17% | 10% | 8% | 10% |
| 建设银行 | | 15% | 28% | 11% | 20% | 25% | 17% | 16% | 13% | 17% | 15% | 10% | 13% | 11% |
| 交通银行 | | 8% | 45% | 13% | 13% | 36% | 22% | 40% | 10% | 12% | 14% | 18% | 7% | 4% |
| 招商银行 | | 112% | 23% | 17% | 16% | 44% | 23% | 21% | 33% | 18% | 15% | 12% | 20% | 12% |
| 平安银行 | | 28% | 101% | 26% | 25% | 64% | 125% | 12% | 32% | 17% | 23% | 25% | 10% | 8% |

| | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 宁波银行 | 46% | 151% | 10% | 11% | 63% | 18% | 18% | 15% | 34% | 32% | 12% | 14% | 42% | |
| 净资产3年复合 | | | | | | | | | | | | | | |
| 增速 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | 28% | 9% | 8% | 11% | 12% | 11% | 10% | 11% | 12% | 9% | 6% | 6% |
| 建设银行 | | | 14% | 12% | 10% | 14% | 13% | 11% | 10% | 10% | 10% | 8% | 8% | 8% |
| 交通银行 | | | 16% | 18% | 8% | 15% | 18% | 19% | 16% | 7% | 8% | 10% | 8% | 4% |
| 招商银行 | | | 38% | 13% | 11% | 19% | 21% | 14% | 17% | 16% | 11% | 9% | 10% | 10% |
| 平安银行 | | | 37% | 36% | 16% | 27% | 54% | 36% | 14% | 16% | 13% | 16% | 11% | 6% |
| 宁波银行 | | | 54% | 40% | 7% | 22% | 24% | 12% | 11% | 16% | 21% | 14% | 8% | 17% |

数据来源：wind，东方证券研究所

2.1. 规模扩张速度预判：资本充足与区域融资需求

银行在进行资产负债表扩张时，扩张速度受到供给和需求两方面限制。供给端主要来源于银行自身的监管要求，主要是资本充足率的限制；需求端主要受宏观经济融资需求的影响。银行的核心职能是融资中介，融资需求主要由宏观经济及区域经济状况决定。

银行规模的扩张速度应当关注个体资本充足情况及所在区域需求情况。

2.1.1. 供给端资本充足率限制资产规模扩张

资本充足率方面，我国对商业银行资本充足率的监管虽然起步较晚，但随后不断完善，监管要求逐步提高。2004年《商业银行资本充足率管理办法》规定商业银行资本充足率要求不低于8%，核心资本充足率要求不低于4%，达标期限为2007年1月1日。2012年《商业银行资本管理办法（试行）》则要求自2013年至2018年，系统性重要银行资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率应逐步达到不低于11.5%、9.5%和8.5%的水平，其余银行在此基础上分别少1%。

在资本充足率监管要求不断提高的过程中，资本充足率成为限制银行扩表的重要原因，在过渡期资本充足率达标考核中，部分银行有一定压力，尤其是2004-2007年首次规范资本充足率要求时，很多银行不达标。我们选取资质较好的上市银行作为研究样本，过渡期内不达标银行和安全边际不高的银行也时有存在。

银行为了扩表必须不断补充资本，除了通过自身内生增长补充资本以外，定增、优先股及发行二级资本债券等也是补充资本的重要方式。这些补充资本的方式耗时较长，手续较为复杂，具有一定的监管审批风险。这些特点都构成了资本充足率的制约要素。

表 5：资本充足率监管要求满足情况及安全边际（不满足监管要求标红，安全边际不足 1%加框）

| 监管要求 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 系统性重 | | | | | | | | | | | | | | |
| 要银行 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9.5 | 9.9 | 10.3 | 10.7 | 11.1 | 11.5 |
| 其他银行 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8.5 | 8.9 | 9.3 | 9.7 | 10.1 | 10.5 |
| 工商银行 | 9.89 | 14.05 | 13.09 | 13.06 | 12.36 | 12.27 | 13.17 | 13.66 | 13.12 | 14.53 | 15.22 | 14.61 | 15.14 | 15.39 |
| 建设银行 | 13.59 | 12.11 | 12.58 | 12.16 | 11.70 | 12.68 | 13.68 | 14.32 | 13.34 | 14.87 | 15.39 | 14.94 | 15.50 | 17.19 |
| 农业银行 | NA | NA | NA | 9.41 | 10.07 | 11.59 | 11.94 | 12.61 | 11.86 | 12.82 | 13.40 | 13.04 | 13.74 | 15.12 |
| 中国银行 | 10.42 | 13.59 | 13.34 | 13.43 | 11.14 | 12.58 | 12.97 | 13.63 | 12.46 | 13.87 | 14.06 | 14.28 | 14.19 | 14.97 |
| 交通银行 | 11.20 | 10.83 | 14.44 | 13.47 | 12.00 | 12.36 | 12.44 | 14.07 | 12.08 | 14.04 | 13.49 | 14.02 | 14.00 | 14.37 |
| 招商银行 | 9.06 | 11.40 | 10.67 | 11.34 | 10.45 | 11.47 | 11.53 | 12.14 | 11.14 | 12.38 | 12.57 | 13.33 | 15.48 | 15.68 |
| 兴业银行 | 8.20 | 8.71 | 11.73 | 11.24 | 10.75 | 11.22 | 11.04 | 12.06 | 10.83 | 11.29 | 11.19 | 12.02 | 12.19 | 12.20 |
| 民生银行 | 8.26 | 8.12 | 10.73 | 9.22 | 10.83 | 10.44 | 10.86 | 10.75 | 10.69 | 10.69 | 11.49 | 11.73 | 11.85 | 11.75 |
| 浦发银行 | 8.04 | 9.27 | 9.15 | 9.06 | 10.34 | 12.02 | 12.70 | 12.45 | 10.97 | 11.33 | 12.29 | 11.65 | 12.02 | 13.67 |
| 中信银行 | 8.11 | 9.41 | 15.27 | 14.32 | 10.14 | 11.31 | 12.27 | 13.44 | 11.24 | 12.33 | 11.87 | 11.98 | 11.65 | 12.47 |
| 平安银行 | 3.70 | 3.71 | 5.77 | 8.58 | 8.88 | 10.19 | 11.51 | 11.37 | 9.90 | 10.86 | 10.94 | 11.53 | 11.20 | 11.50 |
| 光大银行 | NA | NA | 7.19 | 9.10 | 10.39 | 11.02 | 10.57 | 10.99 | 10.57 | 11.21 | 11.87 | 10.80 | 13.49 | 13.01 |
| 华夏银行 | 8.23 | 8.28 | 8.27 | 11.40 | 10.20 | 10.58 | 11.68 | 10.85 | 9.88 | 11.03 | 10.85 | 11.36 | 12.37 | 13.19 |
| 北京银行 | 12.06 | 12.78 | 20.11 | 19.66 | 14.35 | 12.62 | 12.06 | 12.90 | 10.94 | 11.08 | 12.27 | 12.20 | 12.41 | 12.07 |
| 南京银行 | 13.09 | 11.71 | 30.67 | 24.12 | 13.90 | 14.63 | 14.96 | 14.98 | 12.90 | 12.00 | 13.11 | 13.71 | 12.93 | 12.99 |
| 宁波银行 | 10.81 | 11.48 | 21.00 | 16.15 | 10.75 | 16.20 | 15.36 | 15.65 | 12.06 | 12.40 | 13.29 | 12.25 | 13.58 | 14.86 |
| 江苏银行 | 5.06 | 12.92 | 10.02 | 10.50 | 10.74 | 11.82 | 12.82 | 12.20 | 11.60 | 12.17 | 11.54 | 11.51 | 12.62 | 12.55 |
| 贵阳银行 | NA | NA | 9.80 | 9.71 | NA | NA | 13.28 | 15.49 | 14.40 | 13.54 | 13.54 | 13.75 | 11.56 | 12.97 |
| 上海银行 | NA | NA | 11.27 | 11.27 | 10.29 | 10.70 | 11.43 | 13.17 | 11.94 | 12.57 | 12.65 | 13.17 | 14.33 | 13.00 |
| 杭州银行 | 8.84 | NA | 9.04 | 10.70 | 12.63 | 11.73 | 12.21 | 12.46 | 11.05 | 12.12 | 11.70 | 11.88 | 14.30 | 13.15 |
| 江阴银行 | NA | NA | NA | 13.70 | NA | 12.82 | 13.14 | 15.05 | 13.10 | 13.92 | 13.99 | 14.18 | 14.14 | 15.21 |
| 苏农银行 | NA | NA | NA | NA | 13.24 | 15.75 | 14.38 | NA | 12.78 | 13.47 | 13.58 | 14.18 | 13.42 | 14.89 |
| 无锡银行 | NA | NA | NA | NA | 12.22 | 11.04 | NA | 13.85 | NA | NA | NA | 12.65 | 14.12 | 16.81 |
| 张家港行 | 9.85 | 10.71 | 12.88 | 14.67 | 13.51 | 13.86 | 13.31 | 14.21 | 13.25 | 14.49 | 15.07 | 13.42 | 12.93 | 15.65 |
| 常熟银行 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | 13.22 | 12.97 | 15.12 |
| 成都银行 | NA | NA | 3.40 | 17.62 | 14.44 | 13.14 | 15.19 | 14.65 | 13.07 | 12.69 | 15.95 | 13.34 | 13.66 | 14.08 |
| 郑州银行 | NA | 5.77 | 7.11 | 10.65 | 14.67 | 11.61 | 18.45 | 15.26 | 12.08 | 11.12 | 12.20 | 11.76 | 13.53 | 13.15 |
| 长沙银行 | NA | NA | 10.59 | 9.86 | 10.91 | 13.44 | 13.02 | 12.91 | 12.13 | 12.37 | 12.16 | 12.28 | 11.74 | 12.24 |
| 紫金银行 | NA | NA | NA | NA | NA | 8.75 | 13.43 | 14.91 | 12.80 | 12.75 | 13.15 | 14.42 | 13.94 | 13.35 |
| 青岛银行 | NA | NA | 10.02 | 19.71 | 15.38 | 11.10 | 14.52 | 13.70 | 10.88 | 10.75 | 15.04 | 12.00 | 16.60 | 15.68 |
| 西安银行 | NA | 6.03 | 11.00 | 12.72 | 17.52 | 16.52 | 14.12 | 13.82 | 12.35 | 12.24 | 15.38 | 14.18 | 13.83 | 14.17 |
| 青农商行 | NA | NA | NA | NA | NA | NA | NA | 13.90 | NA | 12.55 | 13.03 | 12.89 | 12.59 | 12.55 |

数据来源：wind，东方证券研究所

表 6：核心一级资本充足率监管要求满足情况及安全边际（不满足监管要求标红，安全边际不足 1%加框）

| | 2013/12/31 | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/12/31 | 2017/12/31 | 2018/12/31 |
|---------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 系统性重要银行 | 6.5% | 6.9% | 7.3% | 7.7% | 8.1% | 8.5% |
| 其他银行 | 5.5% | 5.9% | 6.3% | 6.7% | 7.1% | 7.5% |
| 工商银行 | 10.57% | 11.92% | 12.87% | 12.87% | 12.77% | 12.98% |
| 建设银行 | 10.75% | 12.12% | 13.13% | 12.98% | 13.09% | 13.83% |
| 农业银行 | 9.25% | 9.09% | 10.24% | 10.38% | 10.63% | 11.55% |
| 中国银行 | 9.69% | 10.61% | 11.10% | 11.37% | 11.15% | 11.41% |
| 交通银行 | 9.76% | 11.30% | 11.14% | 11.00% | 10.79% | 11.16% |
| 招商银行 | 9.27% | 10.44% | 10.83% | 11.54% | 12.06% | 11.78% |
| 兴业银行 | 8.68% | 8.45% | 8.43% | 8.55% | 9.07% | 9.30% |
| 民生银行 | 8.72% | 8.58% | 9.17% | 8.95% | 8.63% | 8.93% |
| 浦发银行 | 8.58% | 8.61% | 8.56% | 8.53% | 9.50% | 10.09% |
| 中信银行 | 8.78% | 8.93% | 9.12% | 8.64% | 8.49% | 8.62% |
| 平安银行 | 8.56% | 8.64% | 9.03% | 8.36% | 8.28% | 8.54% |
| 光大银行 | 9.11% | 9.34% | 9.24% | 8.21% | 9.56% | 9.15% |
| 华夏银行 | 8.03% | 8.49% | 8.89% | 8.43% | 8.26% | 9.47% |
| 北京银行 | 8.81% | 9.16% | 8.76% | 8.26% | 8.92% | 8.93% |
| 南京银行 | 10.10% | 8.59% | 9.38% | 8.21% | 7.99% | 8.51% |
| 宁波银行 | 9.36% | 10.07% | 9.03% | 8.55% | 8.61% | 9.16% |
| 江苏银行 | 9.47% | 8.76% | 8.59% | 9.01% | 8.54% | 8.61% |
| 贵阳银行 | 10.96% | 10.81% | 10.68% | 11.50% | 9.51% | 9.61% |
| 上海银行 | 9.30% | 10.38% | 10.32% | 11.13% | 10.69% | 9.83% |
| 杭州银行 | 9.12% | 9.19% | 9.45% | 9.95% | 8.69% | 8.17% |
| 江阴银行 | 11.98% | 12.85% | 12.87% | 13.08% | 12.94% | 14.02% |
| 苏农银行 | 11.63% | 12.34% | 12.44% | 13.03% | 12.27% | 10.99% |
| 无锡银行 | NA | NA | NA | 10.28% | 9.93% | 10.44% |
| 张家港行 | 12.10% | 13.35% | 13.92% | 12.26% | 11.82% | 11.94% |
| 常熟银行 | NA | NA | NA | 10.90% | 9.88% | 10.49% |
| 成都银行 | 10.45% | 10.44% | 11.13% | 10.23% | 10.47% | 11.14% |
| 郑州银行 | 10.28% | 8.66% | 10.09% | 8.79% | 7.93% | 8.22% |
| 长沙银行 | 9.76% | 10.61% | 10.62% | 8.99% | 8.70% | 9.53% |
| 紫金银行 | 11.71% | 11.65% | 9.63% | 11.45% | 9.69% | 9.70% |
| 青岛银行 | 9.75% | 9.72% | 12.48% | 10.08% | 8.71% | 8.39% |
| 西安银行 | 11.25% | 11.12% | 12.56% | 11.76% | 11.59% | 11.87% |
| 青农商行 | NA | 11.42% | 10.70% | 10.67% | 10.50% | 10.60% |

数据来源：wind，东方证券研究所

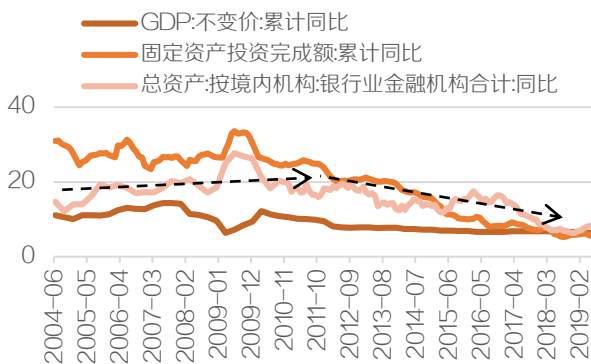
2.1.2. 需求端高度关联宏观经济，个体差异较小

从需求端看，银行资产增速本质上源于宏观经济增长带来的资金融通需求。**银行的资产增速中枢与 GDP 增速中枢关联性较高。**金融危机以前，GDP 增速较高，银行资产以较快速度扩张，金融危机之后，经济增速换挡，银行资产增速整体回落。2014-2017 年，GDP 增速回落但是银行业资产增速反而提高，主要是源于同业及非标业务的发展，同业资产及应收款项类投资，成为扩表的新增长点，资金在金融体系中循环，并没有有效流向实体经济。2017 年后金融去杠杆开启，银行业总资产增长显著回落。

金融危机期间，GDP 增速下滑，但是银行业资产规模仍快速上行，这主要是受到投资需求的扰动，“四万亿”计划，使得固定资产投资完成额同比显著增长，有效拉动了投资端的融资需求。长期来看，投资需求与银行资产增速显著正相关，在 GDP 决定的“中枢”之外，对银行业资产增速的中短期变动具有重要影响。

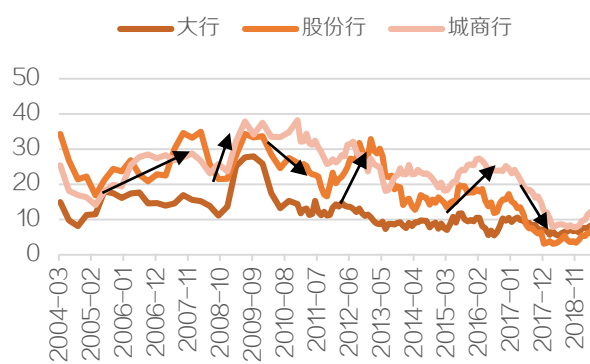
面临相似的宏观环境变化，不同类型银行资产扩张速度变动基本同步，互相之间差异不大。行业整体协同性较强，面临外部环境的变化，受到影响的方向基本一致，程度或有不同。

图 2：银行资产增速与 GDP、投资增速关联性较高（单位%）



数据来源：wind，东方证券研究所

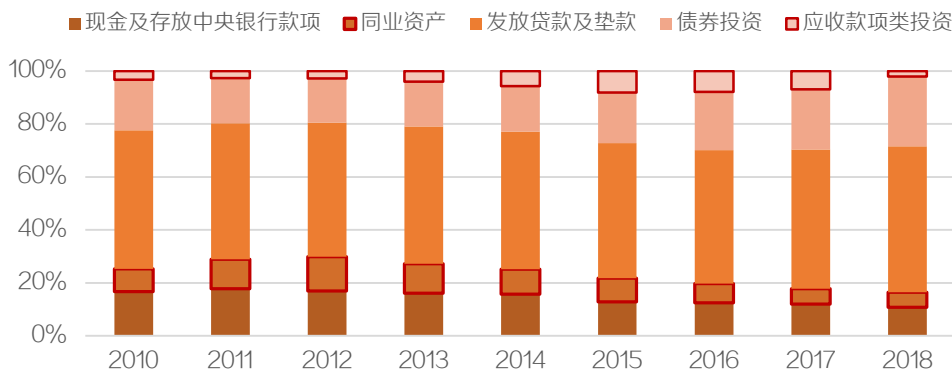
图 3：各类型银行资产增速走势基本一致（单位%）



数据来源：wind，东方证券研究所

2.2. 规模扩张路径预判：金融监管与长期经济结构

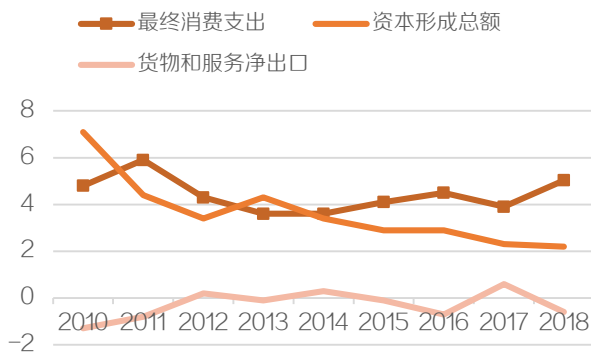
银行的资产规模扩张路径与金融监管密切相关。1) 2014 年以前，银行同业业务发展迅速，同业资产在总资产中的占比不断提升，**同业资产扩张成为银行扩表的重要途径。**2) 2014 年监管出台 127 号文规范同业业务之后，**同业业务在总资产中的占比明显收缩，非标业务成为规避监管的新途径**，银行账目中应收款项类投资占比显著增加。3) 2017 年，银保监会对非标和表外业务的监管逐渐加强，大量非标业务被叫停，同业业务仍处于严监管周期。2018 年银行应收款项类投资占比显著下降。同业及非标业务在严监管之下，规模扩张十分有限，**银行扩表方式回归传统存贷**，贷款占比进一步提升。

图 4：上市银行各项资产结构变动


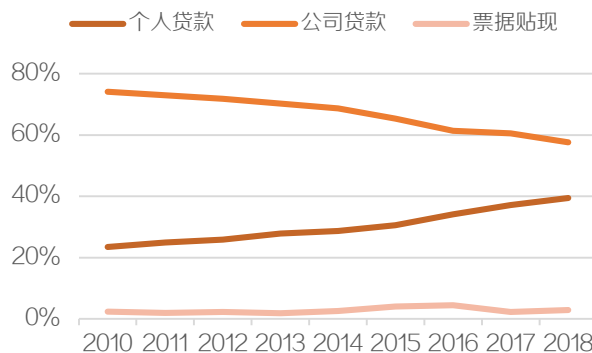
数据来源：公司公告，东方证券研究所

除了金融监管以外，银行扩表也反映了长期经济结构。银行资产权衡了风险和收益以后，会流向相对高收益和相对低风险的资产，当经济动能中消费占比提升，投向居民部门的资产占比也相应提升。

总体来讲，在当前监管形势及经济结构条件下，银行扩表路径偏向传统存贷。顺应金融监管方向，提升存贷业务占比，并顺应长期经济结构，提升个人金融业务占比，大概率会是银行未来扩表的重要方式。

图 5：2014 年以来消费对 GDP 增长的拉动显著提升 (单位%)


数据来源：wind，东方证券研究所

图 6：个人贷款占比提升


数据来源：wind，东方证券研究所

3. 市值成长：增强盈利，控制风险，提升 PB

在净资产规模之外，盈利能力和资产质量是影响银行市值的重要因素。PB 反映了市场对银行盈利能力及资产质量的预期。盈利能力和资产质量较好的银行，一般估值较高。金融危机以后，我国银行资产增速较以往放缓，发展方式由粗放式扩表逐步向精细化管理转变，银行对风险和收益的把控能力成为影响其估值的重要因素。

平安、招行 2014 年以来资产复合增速较为接近，但是招行市值成长性更高，长期 PB 较高。考虑不良率及 ROE 后发现，招行不良率自 2016 年以来显著下降，资产风险得到迅速出清，同时 ROE 处于同业领先水平。高成长性的宁波银行也属于不良率及 ROE 数据均显著好于同业的情况，此外其由于规模相对较小，资产扩张速度也较高。

近年来，除了宁波银行资产增速仍较高外，其余代表银行资产增速差异缩小，然而市值同比、3 年复合增速差距仍在拉大，PB 中枢差异性也十分明显。在资产规模增速差异缩小的情况下，PB 差异变大，市值成长性差异变大，这说明除了长期资产扩张速度较高的确会对市值造成重要影响，但是中短期市值增长的差异性与 PB，或者说是 PB 反映的盈利能力与资产质量的差异更相关。

表 7：代表银行 PB 情况

| PB | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 工商银行 | | 4.44 | 5.21 | 2.03 | 2.81 | 1.85 | 1.64 | 1.35 | 1.02 | 1.20 | 0.99 | 0.84 | 1.10 | 0.86 |
| 建设银行 | | | 5.91 | 1.98 | 2.71 | 1.68 | 1.47 | 1.27 | 0.99 | 1.40 | 1.06 | 0.88 | 1.15 | 0.86 |
| 交通银行 | | | 6.26 | 1.69 | 2.92 | 1.43 | 1.08 | 1.00 | 0.70 | 1.11 | 0.95 | 0.77 | 0.77 | 0.69 |
| 招商银行 | 2.90 | 4.73 | 9.26 | 2.14 | 3.94 | 2.08 | 1.66 | 1.55 | 1.07 | 1.39 | 1.30 | 1.12 | 1.67 | 1.29 |
| 平安银行 | 2.38 | 4.65 | 9.63 | 1.74 | 3.96 | 1.71 | 1.15 | 1.01 | 1.06 | 1.43 | 1.09 | 0.88 | 1.15 | 0.75 |
| 宁波银行 | | | 7.16 | 1.98 | 4.66 | 2.30 | 1.48 | 1.44 | 1.06 | 1.57 | 1.58 | 1.43 | 1.85 | 1.38 |
| ROE 比上年同期增减 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | 0.78 | (3.18) | 0.78 | (0.96) | (0.21) | (0.29) | (0.33) | 0.18 | (0.21) | (0.15) | 0.26 | (0.24) |
| 建设银行 | | | | (3.93) | 0.73 | (1.03) | (0.22) | (0.20) | (0.27) | 0.41 | (0.34) | (0.18) | 0.26 | (0.28) |
| 交通银行 | | | | (4.57) | 1.23 | (1.49) | (0.36) | (0.07) | (0.30) | 0.41 | (0.16) | (0.18) | (0.00) | (0.08) |
| 招商银行 | | 1.83 | 4.53 | (7.12) | 1.80 | (1.87) | (0.41) | (0.11) | (0.49) | 0.32 | (0.09) | (0.18) | 0.55 | (0.38) |
| 平安银行 | | 2.27 | 4.98 | (7.89) | 2.22 | (2.25) | (0.57) | (0.14) | 0.05 | 0.37 | (0.34) | (0.22) | 0.28 | (0.40) |
| 宁波银行 | | | | (5.19) | 2.68 | (2.35) | (0.82) | (0.04) | (0.37) | 0.50 | 0.01 | (0.15) | 0.42 | (0.47) |
| ROE 比 3 年前增减 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | | (2.40) | (2.40) | (0.18) | (1.17) | (0.50) | (0.62) | (0.15) | (0.03) | (0.36) | 0.11 | 0.02 |
| 建设银行 | | | | (3.19) | (0.30) | (1.24) | (0.42) | (0.47) | 0.14 | 0.07 | (0.52) | 0.09 | (0.02) | |
| 交通银行 | | | | (3.34) | (0.26) | (1.84) | (0.43) | (0.38) | 0.11 | 0.25 | (0.34) | (0.18) | (0.08) | |
| 招商银行 | | | 6.36 | (2.59) | (5.31) | (0.06) | (2.28) | (0.52) | (0.60) | (0.17) | 0.23 | (0.27) | 0.37 | 0.17 |
| 平安银行 | | | 7.25 | (2.91) | (5.67) | (0.03) | (2.82) | (0.70) | (0.09) | 0.42 | 0.03 | (0.55) | 0.06 | (0.13) |
| 宁波银行 | | | | (2.50) | 0.33 | (3.18) | (0.87) | (0.42) | 0.13 | 0.51 | (0.14) | 0.27 | (0.05) | |
| ROE 比 5 年前增减 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | | | | (2.58) | (3.57) | (0.68) | (1.79) | (0.65) | (0.65) | (0.51) | 0.08 | (0.33) |
| 建设银行 | | | | | | | (4.44) | (0.71) | (1.72) | (0.28) | (0.41) | (0.38) | 0.15 | (0.54) |
| 交通银行 | | | | | | | (5.18) | (0.69) | (2.22) | (0.33) | (0.13) | (0.23) | 0.07 | (0.42) |
| 招商银行 | | | | | 1.05 | (2.65) | (7.59) | (0.59) | (2.88) | (0.69) | (0.36) | (0.43) | 0.60 | (0.09) |
| 平安银行 | | | | | 1.58 | (2.94) | (8.49) | (0.73) | (2.91) | (0.28) | (0.05) | (0.13) | 0.09 | (0.68) |
| 宁波银行 | | | | | | | (5.68) | (0.54) | (3.59) | (0.74) | 0.10 | (0.01) | 0.78 | (0.19) |

数据来源：wind，东方证券研究所

表 8：代表银行不良率情况

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 工商银行 | 4.69% | 3.79% | 2.74% | 2.29% | 1.54% | 1.08% | 0.94% | 0.85% | 0.94% | 1.13% | 1.50% | 1.62% | 1.55% | 1.52% |
| 建设银行 | 3.84% | 3.29% | 2.60% | 2.21% | 1.50% | 1.14% | 1.09% | 0.99% | 0.99% | 1.19% | 1.58% | 1.52% | 1.49% | 1.46% |
| 交通银行 | 2.40% | 2.01% | 2.05% | 1.92% | 1.36% | 1.12% | 0.86% | 0.92% | 1.05% | 1.25% | 1.51% | 1.52% | 1.50% | 1.49% |
| 招商银行 | 2.58% | 2.12% | 1.54% | 1.11% | 0.82% | 0.68% | 0.56% | 0.61% | 0.83% | 1.11% | 1.68% | 1.87% | 1.61% | 1.36% |
| 平安银行 | 9.33% | 7.98% | 5.62% | 0.68% | 0.68% | 0.58% | 0.53% | 0.95% | 0.89% | 1.02% | 1.45% | 1.74% | 1.70% | 1.75% |
| 宁波银行 | 0.61% | 0.33% | 0.36% | 0.92% | 0.79% | 0.69% | 0.68% | 0.76% | 0.89% | 0.89% | 0.92% | 0.91% | 0.82% | 0.78% |
| 不良率比上 | | | | | | | | | | | | | | |
| 年同期增减 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | -0.90% | -1.05% | -0.45% | -0.75% | -0.46% | -0.14% | -0.09% | 0.09% | 0.19% | 0.37% | 0.12% | -0.07% | -0.03% |
| 建设银行 | | -0.55% | -0.69% | -0.39% | -0.71% | -0.36% | -0.05% | -0.10% | 0.00% | 0.20% | 0.39% | -0.06% | -0.03% | -0.03% |
| 交通银行 | | -0.39% | 0.04% | -0.13% | -0.56% | -0.24% | -0.26% | 0.06% | 0.13% | 0.20% | 0.26% | 0.01% | -0.02% | -0.01% |
| 招商银行 | | -0.46% | -0.58% | -0.43% | -0.29% | -0.14% | -0.12% | 0.05% | 0.22% | 0.28% | 0.57% | 0.19% | -0.26% | -0.25% |
| 平安银行 | | -1.35% | -2.36% | -4.94% | 0.00% | -0.10% | -0.05% | 0.42% | -0.06% | 0.13% | 0.43% | 0.29% | -0.04% | 0.05% |
| 宁波银行 | | -0.28% | 0.03% | 0.56% | -0.13% | -0.10% | -0.01% | 0.08% | 0.13% | 0.00% | 0.03% | -0.01% | -0.09% | -0.04% |
| 不良率比 3 | | | | | | | | | | | | | | |
| 年前增减 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | -1.95% | -1.50% | -1.20% | -1.21% | -0.60% | -0.23% | 0.00% | 0.28% | 0.56% | 0.49% | 0.05% | -0.10% |
| 建设银行 | | | -1.24% | -1.08% | -1.10% | -1.07% | -0.41% | -0.15% | -0.10% | 0.20% | 0.59% | 0.33% | -0.09% | -0.06% |
| 交通银行 | | | -0.35% | -0.09% | -0.69% | -0.80% | -0.50% | -0.20% | 0.19% | 0.33% | 0.46% | 0.27% | -0.01% | -0.03% |
| 招商银行 | | | -1.04% | -1.01% | -0.72% | -0.43% | -0.26% | -0.07% | 0.27% | 0.50% | 0.85% | 0.76% | -0.07% | -0.51% |
| 平安银行 | | | -3.71% | -7.30% | -4.94% | -0.10% | -0.15% | 0.37% | 0.36% | 0.07% | 0.56% | 0.72% | 0.25% | 0.01% |
| 宁波银行 | | | -0.25% | 0.59% | 0.43% | -0.23% | -0.11% | 0.07% | 0.21% | 0.13% | 0.03% | 0.02% | -0.10% | -0.13% |

数据来源：wind，东方证券研究所

表 9：代表银行 ROE 情况

| ROE | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 工商银行 | | 15.2% | 16.2% | 19.4% | 20.1% | 22.8% | 23.4% | 23.0% | 21.9% | 20.0% | 17.1% | 15.2% | 14.4% | 13.8% |
| 建设银行 | 21.8% | 15.0% | 19.5% | 20.7% | 20.9% | 22.6% | 22.5% | 22.0% | 21.2% | 19.7% | 17.3% | 15.4% | 14.8% | 14.0% |
| 交通银行 | 15.0% | 14.0% | 17.2% | 20.9% | 19.3% | 20.1% | 20.5% | 18.4% | 15.5% | 14.9% | 13.5% | 12.2% | 11.4% | 11.2% |
| 招商银行 | 17.5% | 18.5% | 24.8% | 27.4% | 21.2% | 21.8% | 24.2% | 24.8% | 23.1% | 19.3% | 17.1% | 16.3% | 16.5% | 16.6% |
| 平安银行 | 7.2% | 22.8% | 33.4% | 4.3% | 26.6% | 23.2% | 20.3% | 16.8% | 16.6% | 16.4% | 14.9% | 13.2% | 11.6% | 11.5% |
| 宁波银行 | 24.1% | 23.8% | 18.2% | 15.9% | 15.8% | 20.5% | 18.8% | 20.0% | 20.4% | 19.5% | 17.7% | 17.7% | 19.0% | 18.7% |
| ROE 比上年 | | | | | | | | | | | | | | |
| 同期增减 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | 1.0% | 3.2% | 0.7% | 2.7% | 0.7% | -0.4% | -1.1% | -2.0% | -2.9% | -1.9% | -0.9% | -0.6% |
| 建设银行 | | -6.8% | 4.5% | 1.2% | 0.2% | 1.7% | -0.1% | -0.5% | -0.7% | -1.5% | -2.5% | -1.8% | -0.6% | -0.8% |
| 交通银行 | | -1.0% | 3.2% | 3.7% | -1.6% | 0.8% | 0.4% | -2.1% | -2.9% | -0.6% | -1.4% | -1.2% | -0.8% | -0.2% |
| 招商银行 | | 1.0% | 6.3% | 2.7% | -6.2% | 0.6% | 2.4% | 0.6% | -1.7% | -3.8% | -2.2% | -0.8% | 0.3% | 0.0% |

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

| | | | | | | | | | | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 平安银行 | 15.7% | 10.6% | -29.1% | 22.3% | -3.4% | -2.9% | -3.5% | -0.2% | -0.2% | -1.4% | -1.8% | -1.6% | -0.1% | |
| 宁波银行 | -0.3% | -5.6% | -2.2% | -0.1% | 4.7% | -1.7% | 1.2% | 0.4% | -1.0% | -1.8% | 0.1% | 1.3% | -0.3% | |
| ROE比3年前增减 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 工商银行 | | | | 4.2% | 4.0% | 3.4% | 3.3% | 0.2% | -1.5% | -3.1% | -4.8% | -4.7% | -2.8% | -1.5% |
| 建设银行 | | | -2.3% | 5.7% | 1.4% | 1.9% | 1.6% | -0.6% | -1.3% | -2.2% | -4.0% | -4.3% | -2.5% | -1.4% |
| 交通银行 | | | 2.2% | 6.9% | 2.1% | -0.8% | 1.2% | -1.7% | -5.0% | -3.6% | -2.0% | -2.7% | -2.1% | -1.1% |
| 招商银行 | | | 7.3% | 8.9% | -3.6% | -5.7% | 3.0% | 3.0% | -1.1% | -5.5% | -6.0% | -3.0% | -0.6% | 0.3% |
| 平安银行 | | | 26.3% | -18.5% | -6.8% | 18.9% | -6.3% | -6.4% | -3.8% | -0.4% | -1.6% | -3.2% | -3.3% | -1.7% |
| 宁波银行 | | | -5.9% | -7.9% | -2.4% | 4.6% | 3.0% | -0.6% | 1.6% | -0.5% | -2.7% | -1.7% | 1.3% | 1.0% |

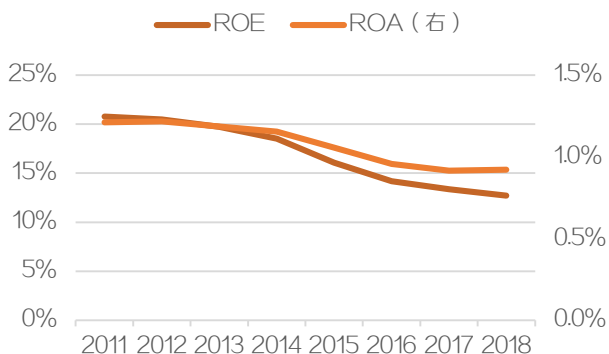
数据来源：wind，东方证券研究所

3.1. 盈利水平预判：宏观经济与资产配置策略

行业整体盈利水平长期取决于宏观经济情况。因为银行资产端的资产收益率本质上是经济中各项资产的回报率。当经济整体下行压力加大时，资产回报率有所下降。金融危机后，经济增速换挡，上市银行平均资产回报率总体下行。对于城商行和农商行而言，资产的收益情况与区域经济状况也高度相关。

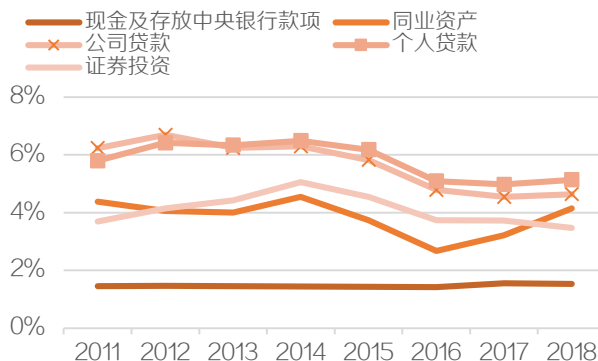
在既定大环境下积极进行资产配置成为银行提升盈利水平的重要决策。从上市银行各项资产收益率情况来看，贷款收益率较高，其中个人贷款收益率普遍高于公司贷款。**银行进行资产配置时，获得的净收益水平与资产端收益率的波动密切相关。倾斜高收益资产，提升净息差水平，是提高盈利能力的重要因素。**

图 7：上市银行平均回报率总体下行

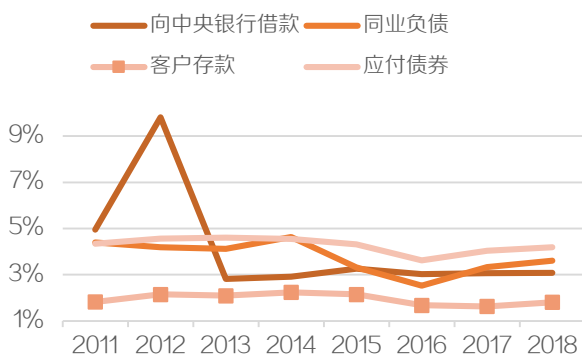


数据来源：wind，东方证券研究所

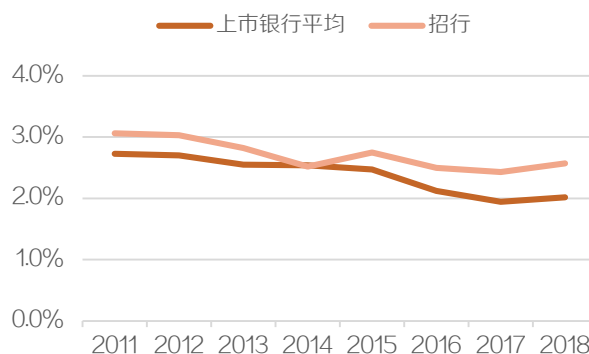
图 8：各项资产收益率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：各项负债付息率


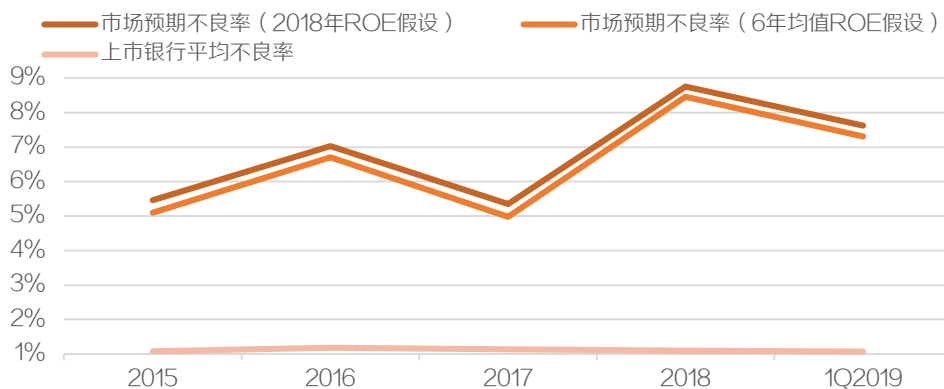
数据来源：wind，东方证券研究所

图 10：当前行业平均净息差与龙头差距较大，仍有提升空间


数据来源：wind，东方证券研究所

3.2. 真实不良率预判：流动性环境与经济增速

银行股市值对应 PB 反映的是市场对所谓“真实不良率”的主观预期，而非银行财务报告中披露口径的不良率。在历史各阶段，市场的不良率预期一般高于银行披露水平。其中原因一方面源于银行本身在核算不良率时，分支机构在上报总行之前会对不良贷款进行一些展期、借新还旧等操作，总行汇总分支机构上报的不良率之后，在编制财务报表之前也会进行重组、展期和出表等处理。这些被掩盖的不良，会在以后经营状况改善时缓慢释放，报表中的不良率是被“熨平”的结果。另一方面，由于投资者很难得知银行真实的不良率，对于难以辨别的问题，市场出于防范风险角度考虑，会给予一定的折价。

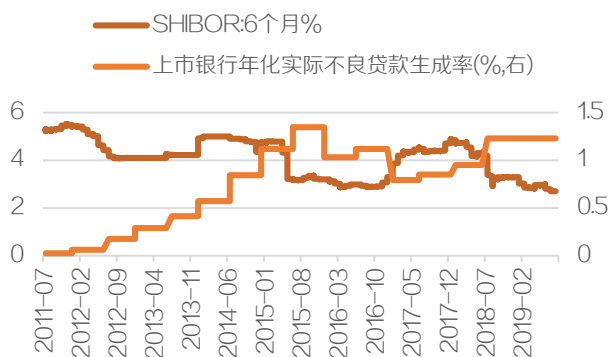
图 11：预期不良率高于披露不良率，且波动较大


数据来源：wind，东方证券研究所

在“掩盖”和“折价”之后，真实不良率的预判可以 1) 参考政策方向，主要是货币和信用市场的流动性；2) 关注经济增速，其中重点跟踪经济中企业偿债能力和投入资本回报率。

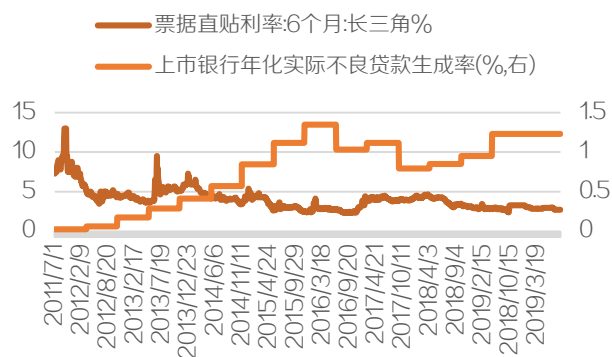
经过复盘发现，上市银行不良生成率与货币市场流动性及信用市场流动性基本呈同向变动关系。流动性越高，代表不良边际恶化压力越大。一方面，我国货币及信用市场流动性政策导向性强，另一方面决策层掌握信息更为充分，当预期经济动能不足、面临结构性调整等时候，货币及信用政策更倾向于宽松。在调整期，企业经营压力加大，不良资产生成加速，宽松的资金环境见效则具有滞后效应。

图 12：不良边际恶化时，货币市场流动性宽松



数据来源：wind，东方证券研究所

图 13：不良边际恶化时，信用市场流动性宽松

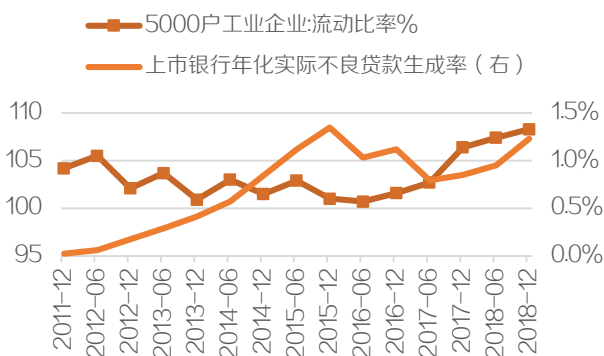


数据来源：wind，东方证券研究所

同时，经济减速也不一定意味着真实不良率会显著抬升。因为不良率更直接地与企业的偿债能力相关，企业偿债能力与银行不良生成率负相关。如果企业盈利下滑，但是并不足以构成债务违约，则不会影响其对往期债务的还本付息，因而不会对银行的不不良率造成较大影响。当企业盈利下滑时，更多地可能会影响企业的长期融资需求，影响银行扩表速度，但对银行资产质量的影响较为间接。

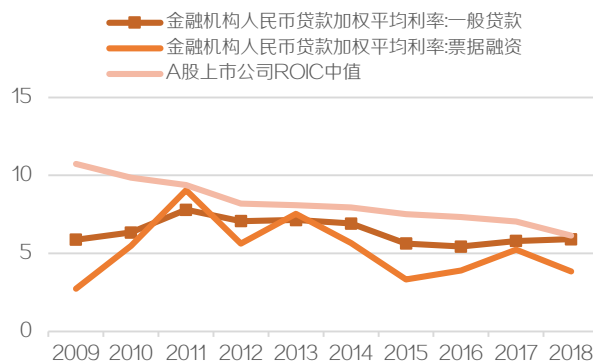
企业投入资本回报率中枢高于融资成本中枢的程度越小，不良生成率越高。企业投入资本回报率与融资成本的对比能够反映不良率的边际压力，如果投入资本回报率低于融资成本，企业还款压力则会提升。2011 年以来，企业 ROIC 中枢不断下移，但是融资成本中枢基本保持不变，上市银行年化实际不良贷款生成率中枢不断上移。这表明，在经济回报率下滑的过程中，间接融资渠道的成本并没有显著降低，企业偿债后留存收益的空间在压降，不良边际恶化的压力在提升。目前 A 股 ROIC 中值已与一般贷款成本接近，票据融资、直接融资需求将会进一步提升，不良生成率仍面临提升压力。

图 14：不良生成率与企业偿债能力负相关



数据来源：wind，东方证券研究所

图 15：企业投入资本回报率与贷款成本接近，高于票据融资成本（单位%）



数据来源：wind，东方证券研究所

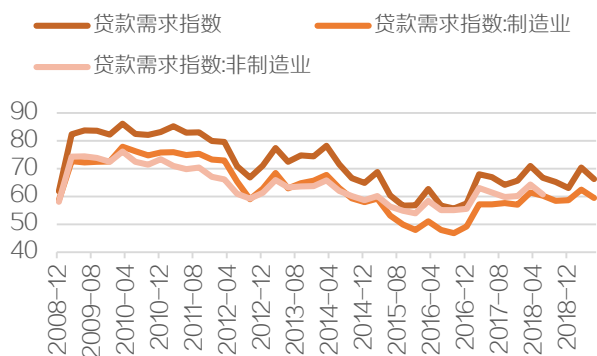
4. 当前市值成长增长点：把握结构性需求复苏、基建及个人金融业务

规模扩张速度预计不会有显著改变，银行扩表的主动性将体现在资产配置结构上。资产规模扩张速度与宏观经济增速高度相关，对于银行而言，宏观经济发展规律只能被动接受，微观层面才是可为之处，银行扩表的主动性将体现在资产配置结构上，由此造成的资产收益率和风险的差异比绝对规模更重要。

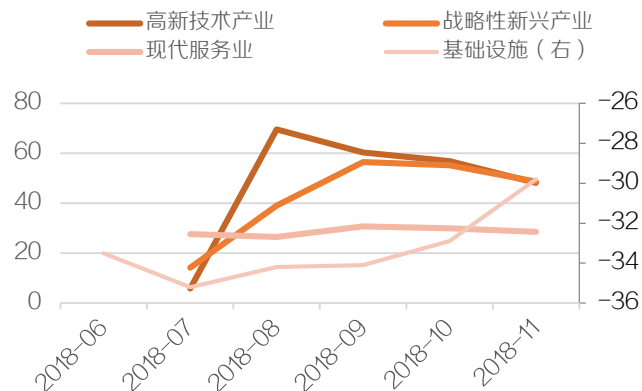
我们研究发现，银行资本供给端不构成资产扩张制约要素（详见报告《银行信贷释放空间研判：信贷供给能力充足，银行资本瓶颈无忧》），企业端融资需求边际改善可助力银行扩表，但由于当前经济下行压力仍然较大，融资需求的边际改善需要持续关注。

我们认为中短期银行信贷和债券配置应当关注高技术、战略性新兴产业，基建相关行业及零售资产。

- 1) **企业融资需求的结构性复苏，遴选优质企业资产，增配信贷和债券。**当前贷款需求指数虽有短期波动，但仍位于 2015 年以来高位，对融资需求端的预期不必过分悲观。虽然 2018 年末贷款需求指数有所下行，但 2019 年一季度反弹强劲，整体需求的稳健性有所增强，需求指数有所提升。结构性方面，应当关注信贷需求指数相对较高的非制造业和资本开支意愿强、政策扶持力度大的高技术、战略新兴产业。从固定资产投资的意向来看，高技术、战略新兴产业在政策东风之下，未来信贷和债券融资需求都有望持续提升。

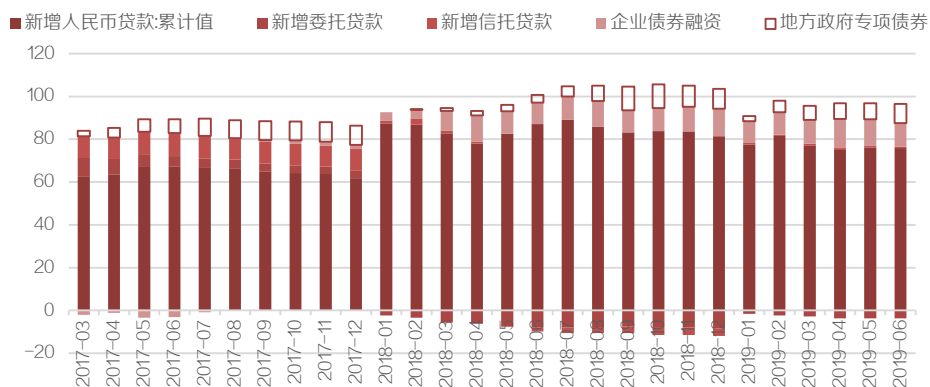
图 16：信贷需求指数处于 2015 年以来高位（单位%）


数据来源：wind，东方证券研究所

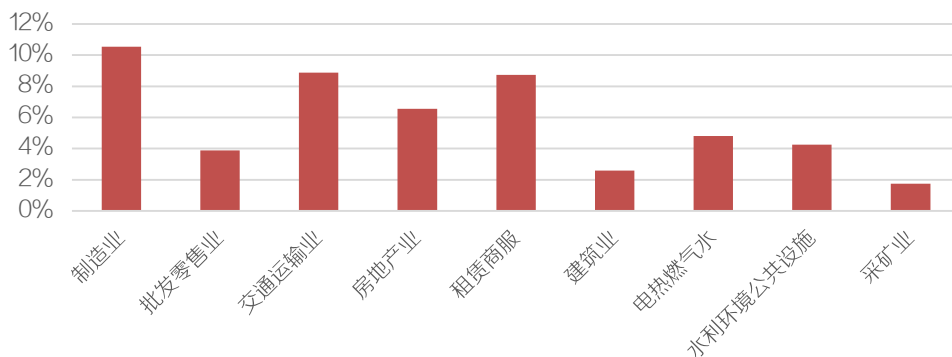
图 17：固定资产新增意向投资累计同比（%）高技术、战略性新兴产业处于高位，基建显著复苏


数据来源：wind，东方证券研究所

2) 政策发力，基建相关融资需求抬头，增配相关信贷及地方政府债券。地方政府债券的社融占比 2019 年以来持续提升，考虑政策方面基建开支意愿仍较强，地方政府专项债券确定性较高，基建相关融资需求抬头，不失为银行阶段性扩表增长点。投资端，房地产调控大方向不变，基建或成投资端中短期确定性最高、可操作性最强的资产。2018 年上市银行合计贷款占比中，基建相关的交通运输业、水利环境和公共设施行业，贷款比重约为 13%，仍有提升空间。

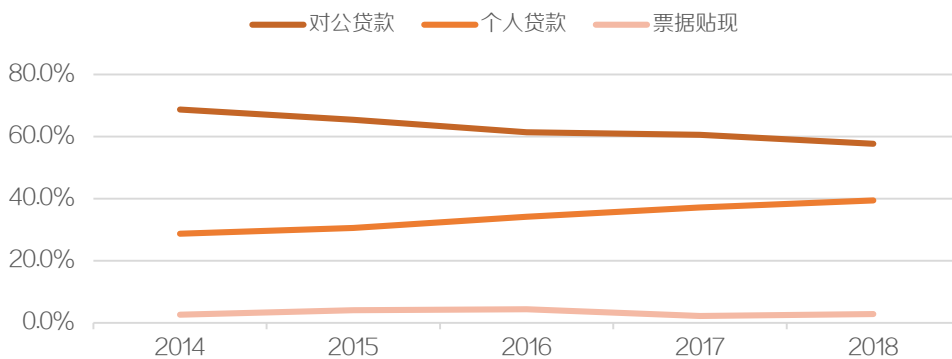
图 18：地方政府债券在社融中占比提升（单位%）


数据来源：wind，东方证券研究所

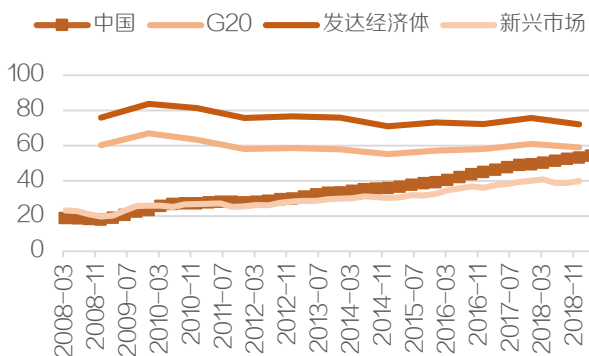
图 19：2018 年上市银行合计贷款行业结构


数据来源：公司公告，东方证券研究所

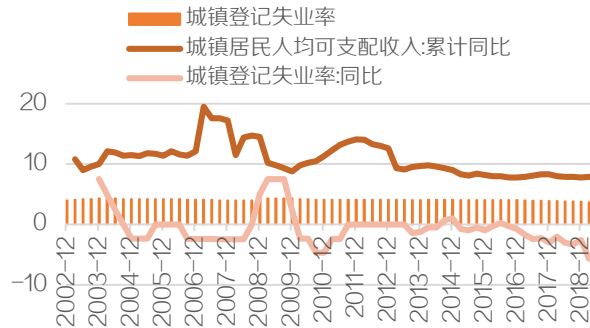
3) 进一步倾斜零售端资产。近年来，贷款结构中，个人贷款占比持续上升。我国个人部门杠杆率虽然处于上升通道，但是仍然明显低于发达国家水平，随着我国经济的不断发展，个人部门杠杆仍有提升空间。我国登记失业率表现较为稳健，长期维持在 4% 左右水平，近年来还有所下降，并且人均可支配收入同比增速也呈现出较强的韧性。银行增配零售端资产具有较大空间。

图 20：上市银行合计贷款结构中，个人贷款占比持续上升


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：个人部门杠杆率低于发达国家水平（单位%）


数据来源：wind，东方证券研究所

图 22：人均可支配收入上涨韧性较强（单位%）


数据来源：wind，东方证券研究所

5. 市值成长三要素验证：资产扩张、盈利和资产质量

本部分我们将验证规模扩张、盈利水平与资产质量对银行市值增长的影响是否有效。此处用资产同比增速、ROE 和不良率为具体指标，代表这三个驱动市值成长的关键要素。

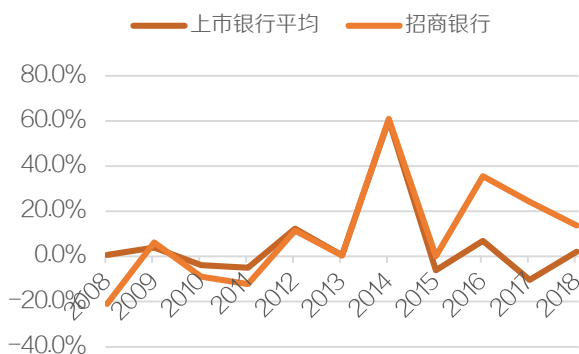
5.1. 三要素改善驱动市值案例

以招商银行为例，从资产扩张水平、不良率和 ROE 三个方面解释其市值变动原因。

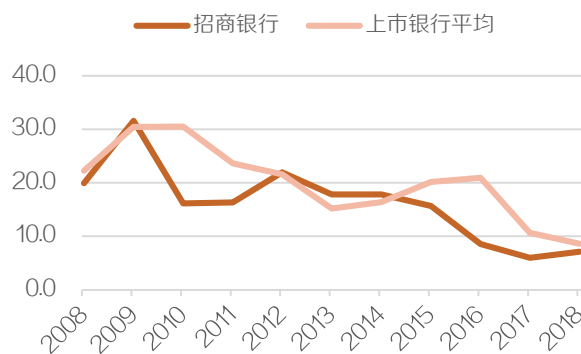
2009-2012 年，招商银行市值同比增速低于上市银行均值，主要原因可归结为 2009-2012 年招行资产扩张速度低于上市银行均值。这一时期，规模扩张仍是银行市值增长的主旋律，可以看出虽然此期间招行不良率改善且 ROE 较高，市值仍主要由资产扩张速度决定。

随后，银行逐渐步入精细化发展阶段，行业资产扩张速度整体下行，银行市值的驱动要素逐渐由资产扩张转向质量提升，ROE 和不良率改善逐渐成为主要驱动力。到 2015 年以后，招行资产增速虽然仍然低于行业平均，但是不良率在 2016 年触顶后显著回落，资产质量明显改善，且 ROE 逐渐与同业拉开差距，优势逐渐扩大，其市值同比增速也远超同业。

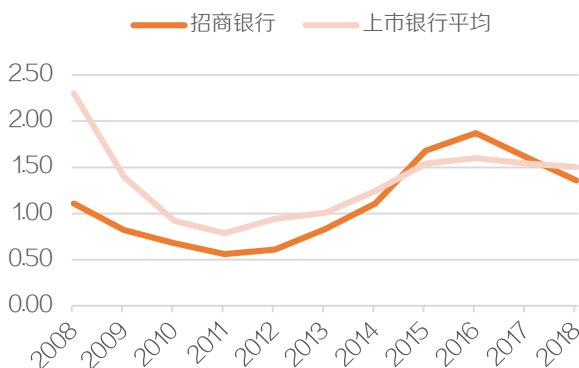
资产扩张、不良率和 ROE 这三项指标能够解释市值变动的主要原因，市值显著高于或低于同业的具体时期也可以用这三项核心指标找到对应的驱动要素。

图 23：招行年度日均市值同比（%）变动


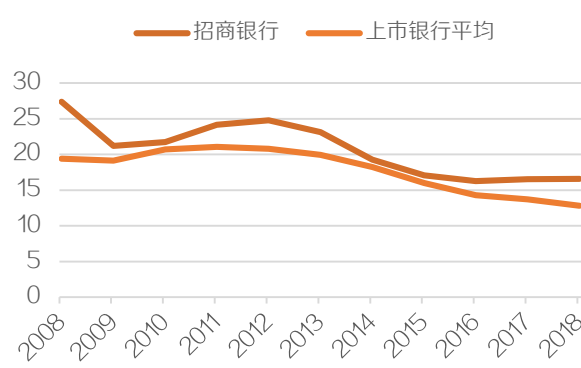
数据来源：wind，东方证券研究所

图 24：招行 2009-2012 年、2015-2018 年总资产同比（%）低于同业平均


数据来源：wind，东方证券研究所

图 25：招行不良率（%）2016 年以后显著改善


数据来源：wind，东方证券研究所

图 26：招行 ROE（%）2015 年以后显著改善


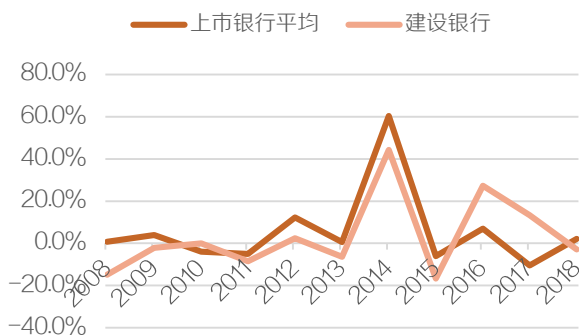
数据来源：wind，东方证券研究所

5.2. 三要素稳健熨平市值案例

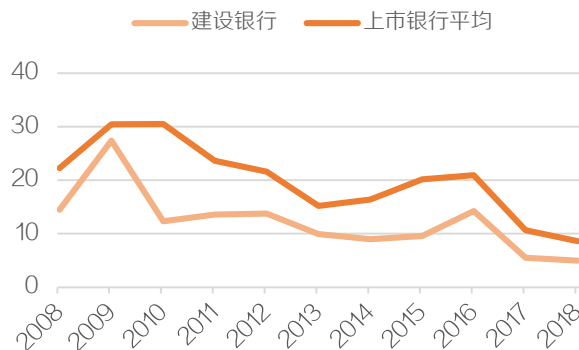
选取资产扩张水平、不良率、ROE 水平表现都较为稳健的建设银行为例，从资产扩张水平、不良率和 ROE 三个方面解释其市值波动较小原因。

建设银行总资产同比波动水平低于行业平均。2008-2018 年间，建行总资产同比增速方差为 36.3%，上市银行资产同比平均方差为 136.2%。建行不良率在 2008-2018 年间整体波动率低于上市银行均值，其资产质量相比同业较为平稳。建行不良率方差为 0.1%，不良率方差的行业均值为 0.5%。建行 ROE 在 10 年间始终处于略高于行业平均的水平，除跟随行业整体波动之外，自身竞争优势带来的超越行业平均部分的净资产报酬率变化不大。建行 ROE 方差为 10.4%，ROE 方差的行业均值为 16.1%。

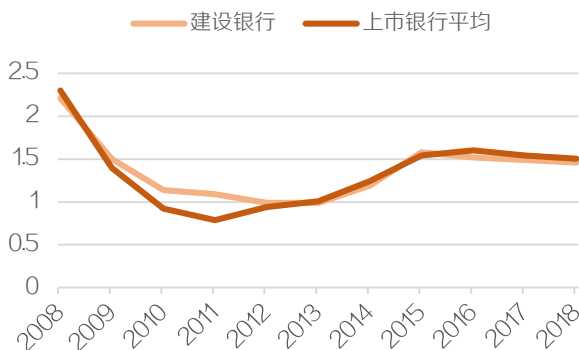
建行资产同比、不良率和 ROE 波动较小，其市值同比波动也小于行业平均。2008-2018 年，全部上市银行市值同比方差平均下来为 4.8%，建行市值同比的方差为 3.4%。

图 27：建行年度日均市值同比（%）波动性低于行业平均


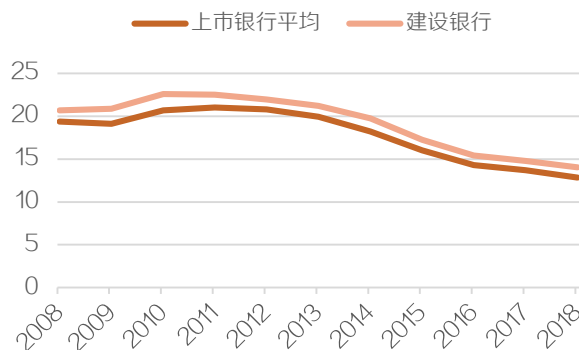
数据来源：wind，东方证券研究所

图 28：建行总资产同比（%）波动低于行业平均


数据来源：wind，东方证券研究所

图 29：建行不良率（%）波动小于同业


数据来源：wind，东方证券研究所

图 30：建行 roe 加权（%）表现稳定


数据来源：wind，东方证券研究所

6. 投资建议：关注防御性佳和零售业务较好的银行

当前外部不确定风险增加，中美贸易战局势紧张，短期加征关税将进一步损害贸易型企业相关资产质量。全球经济下行压力加大，避险情绪抬头，风险偏好降低，银行板块防御性凸显。建议关注抗风险能力强，经营稳健，资产端质量佳、防御性较好的大行。

长期经济结构中，消费对经济增长的贡献仍将提升，个人金融业务仍有望快速发展，建议关注零售业务具有先发优势、线上金融取得进展的银行。零售业务有助于提升银行资产收益率，降低负债成本率，并贡献优于对公业务的资产质量。

借力政策东风，深耕区域、区域小微企业质量较好的城商行和农商行，资本补充力度有望加大，信贷扩张速度有望加快。金融供给侧改革的持续推进和各项普惠金融政策实施，利好风控能力较强的优质中小行。在平衡风险收益的前提下，中小行加快扩表速度，有望在政策东风之下迎来扩张的新契机。

具体标的建议关注招商银行(600036, 增持)、工商银行(601398, 未评级)、建设银行(601939, 未评级)、常熟银行(601128, 未评级)。

7. 风险提示

国内经济仍有下行压力。银行资产端收益率也因此具有一定下行风险，企业端融资需求短期或难有较大起色，将影响银行扩表速度。

外部不确定风险仍处于高位。中美贸易战态势又有恶化，贸易型企业相关资产质量或有压力。

人民币进一步贬值，企业海外债务偿还压力加大，或影响企业后续偿债能力。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

