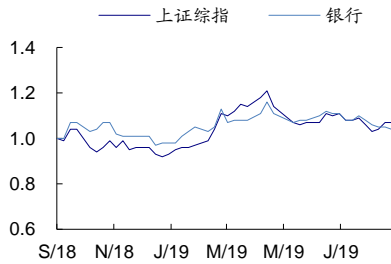


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《银保监会二季度监管数据快评:净息差趋稳,不良及拨备数据好于预期》——2019-08-13
《行业专题:银行股是否运行在估值走廊下限?》——2019-08-13
《2019 年 8 月银行业投资策略:金融开放与监管继续推进》——2019-08-05
《大零售信贷系列研究之二:CapitalOne 的数据驱动型银行模式研究》——2019-07-18
《2019 年 7 月银行业投资策略:坚守优质个股》——2019-07-02

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师:陈俊良

电话: 021-60933163
E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

净息差小幅回落,国有行不良生成率下降

● 业绩回顾:净利润增速小幅回升

从刚刚披露的上市银行 2019 年中报数据来看,行业净利润增速继续回升,但向上势头趋缓。上市银行整体(指 20 家上市银行合计,下同。20 家银行包括老 16 家以及上海、江苏、杭州和贵阳银行)2019 上半年净利润同比增长 7.1%,归母净利润同比增长 6.7%,分别比上季度上升 0.3 和 0.5 个百分点。

● 关键驱动因素观察:净息差小幅回落,国有行不良生成率下降

上市银行整体净息差在 2019 年二季度继续回落,趋势与我们之前判断的一致,但股份行表现超出预期。二季度国有行、城商行净息差下降,但股份行净息差仍在上升,主要原因是股份行的生息资产收益率相对刚性,并没有如预期般下降,我们认为这可能是跟资产到期期限有一定关系,我们预计股份行生息资产收益率下行压力或体现在下半年;

行业余额类不良指标好转,股份行、城商行不良生成率上升,但国有行不良生成率下降。行业不良率、关注率、逾期率回落,不良/逾期 90 天以上贷款上升,这些指标好转;股份行、城商行不良生成率、逾期 90 天以上贷款生成率同比均上升,符合预期;但国有行不良生成率同比下降,好于预期;

上市银行总资产增速继续小幅回升,但对净利润增长贡献不明显;

手续费净收入增速回升。2019 年以来,在低基数以及理财业务逐步转型等因素影响下,手续费净收入增速回升。

● 展望:维持行业景气度下行的判断

尽管有部分地方超出预期,但我们仍然维持“2019 年行业景气度下行”的判断不变。理由包括:受基数影响,净息差对净利润增长的贡献在下半年压力会更大;工业企业偿债能力仍在下行,不良生成压力很难持续好转;手续费净收入增速有望对净利润增长形成正贡献,但一般不是净利润增长的决定性因素。

● 投资建议

我们维持前期观点,即行业整体景气度边际下行,但考虑到板块估值处于历史较低水平,因此维持行业“超配”评级,预期回报以赚取 ROE 为主。个股方面继续推荐工商银行、农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

● 风险提示

会计准则变化带来的扰动可能引起误差;宏观经济波动可能会对预判产生影响。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(十亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601398	工商银行	买入	5.39	1841	0.86	0.89	6.3	6.0
601288	农业银行	买入	3.40	1169	0.61	0.62	5.6	5.5
002142	宁波银行	买入	22.84	129	2.42	2.82	9.4	8.1
601128	常熟银行	增持	7.37	20	0.64	0.77	11.5	9.6

资料来源:上市银行定期报告、国信证券经济研究所预测

内容目录

业绩回顾与分析：净利润增速小幅回升	4
驱动因素之净息差：环比继续回落.....	5
驱动因素之资产质量：国有行边际生成放缓	6
驱动因素之资产规模：增速小幅回升	9
其他因素：手续费增速回升	9
展望：维持行业景气度下行的判断.....	10
投资建议	11
风险提示	11
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

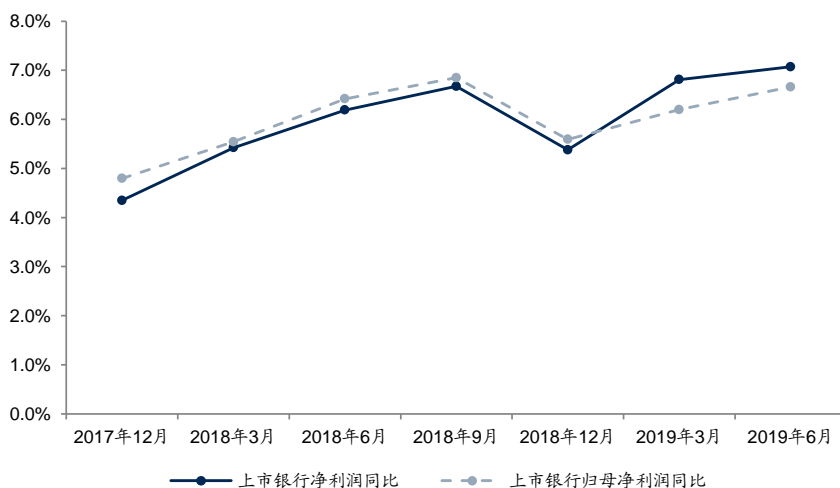
图表目录

图 1: 上市银行整体净利润增速继续回升, 但斜率变平	4
图 2: 上市银行整体净利润增速归因	4
图 3: 上市银行整体净息差继续回落	5
图 4: ...其中国有行、城商行表现符合预期, 股份行则继续上升, 与预期相差很多	5
图 5: 股份行生息资产收益率并未明显下降	6
图 6: 上市银行不良贷款率持续回落	6
图 7: ...关注贷款率持续回落	6
图 8: ...逾期率持续下降	7
图 9: ...不良/逾期 90 天以上贷款上升	7
图 10: 今年上半年不良生成率同比下降	7
图 11: ...逾期 90 天以上贷款生成率同比也是下降的	7
图 12: 今年上半年工业企业偿债能力与上市银行不良生成率趋势背离	8
图 13: ...主要是国有行表现好于预期	8
图 14: 个人信用卡不良率在今年上半年上升较多	9
图 15: 去年三季度以来上市银行总资产增速有所回升	9
图 16: 2019 年以来手续费净收入增速回升	10
图 17: ...主要得益于理财及资管等手续费收入增速回升	10
图 18: 其他非息收入 (剔除基金分红及 FVPL 投资收益) 波动性非常大	10
图 19: 板块估值处于历史低位, 我们认为大幅下降的概率不高	11
表 1: 重点个股估值表	12

业绩回顾与分析：净利润增速小幅回升

从刚刚披露的上市银行 2019 年中报数据来看，行业净利润增速继续回升，不过上升幅度较小，向上势头趋缓。上市银行整体（指 20 家上市银行合计，下同。20 家银行包括老 16 家以及上海银行、江苏银行、杭州银行和贵阳银行）2019 上半年净利润同比增长 7.1%，归母净利润同比增长 6.7%，分别比上季度上升 0.3 和 0.5 个百分点。

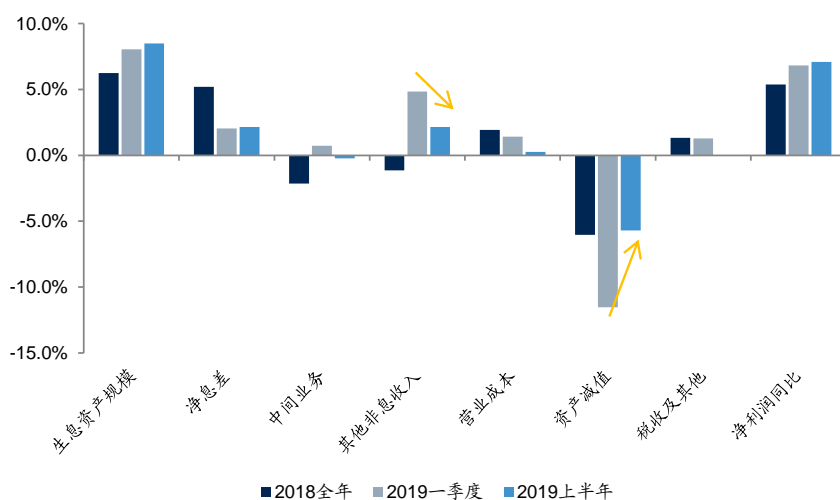
图 1：上市银行整体净利润增速继续回升，但斜率变平



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

2019 年中报净利润增速回升的主要贡献因素是资产减值损失增速下降。我们将基金分红及 FVPL 投资收益还原为利息收入后对净利润增长进行归因分析。我们在 2019 年一季报综述中指出，一季报净利润增速较 2018 年报回升主要依靠其他非息收入增加，但其他非息收入增长对净利润增长的贡献在中报里面大幅下降。与一季报相比，资产减值损失的负面影响减弱，对上半年净利润增长贡献显著，主要原因是不良边际生成压力缓解。

图 2：上市银行整体净利润增速归因

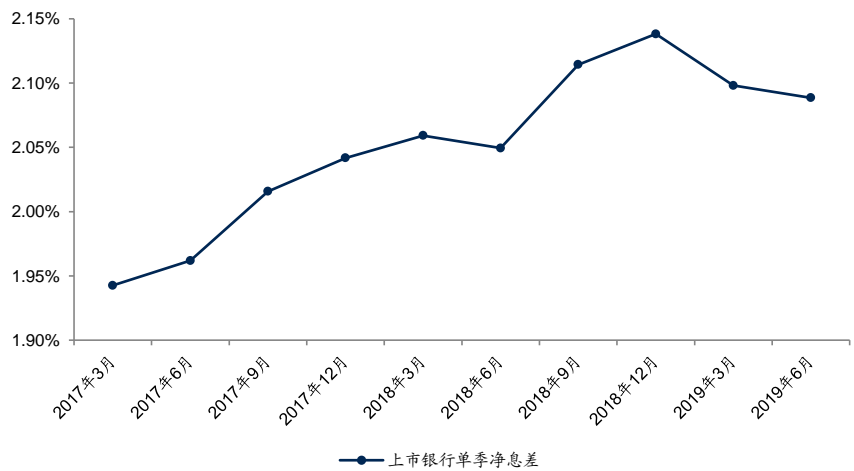


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

驱动因素之净息差：环比继续回落

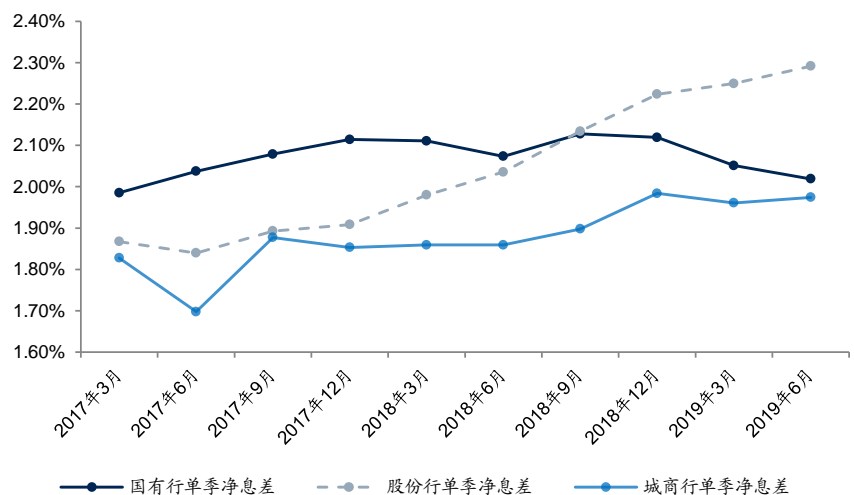
上市银行整体净息差在 2019 年二季度继续回落，趋势与我们之前判断的一致，但股份行表现超出预期。我们之前所预期的是，由于去年三季度货币市场利率大幅下降，因此负债端早于资产端重定价将导致上市银行（尤其是中小银行）净息差先上升 2-3 个季度，之后随着资产端重定价，净息差会逐渐回落；同时考虑到中小银行加大高收益消费贷款配置，整个行业的净息差也可能是大致稳定的。从分类型银行来看，国有行、城商行净息差的表现跟我们预期的接近（不过需要说明的是，国有行一季度净息差表现还受存款成本上升影响），但股份行表现与我们预期的不同。

图 3：上市银行整体净息差继续回落...



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：此处净息差是将货币基金及 FVPL 利息收入从投资收益还原为利息收入后计算的净息差。

图 4：...其中国有行、城商行表现符合预期，股份行则继续上升，与预期相差很多

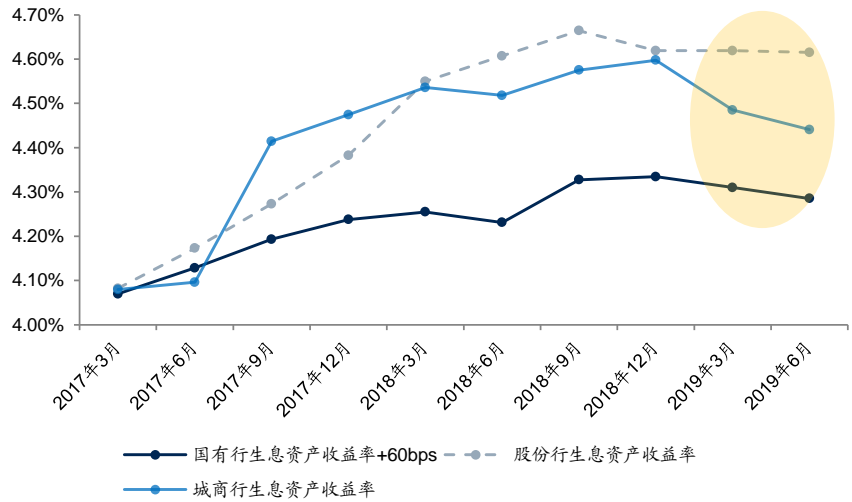


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：此处净息差是将货币基金及 FVPL 利息收入从投资收益还原为利息收入后计算的净息差。

为何股份行的净息差能够持续上升？主要原因是股份行的生息资产收益率相对刚性，并没有如预期般下降。由于缺乏更详细数据，我们无法对其进行详尽的归因分析，但我们认为这可能是跟资产到期期限有一定关系，我们预计股份行

生息资产收益率下行压力或体现在下半年。

图 5：股份行生息资产收益率并未明显下降



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：此处收益率是将货币基金及 FVPL 利息收入从投资收益还原为利息收入后计算的收益率。

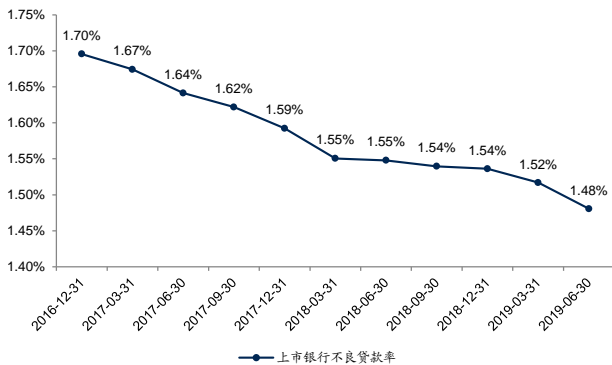
我们维持此前对行业净息差趋势的判断不变，即认为 2019 年下半年净息差环比将小幅回落或稳定。如果后续市场利率维持低位，则随着资产端收益率下行，银行净息差将承压。考虑到很多银行加大高收益零售资产投放，净息差亦有可能维持稳定，因此我们判断 2019 年后续净息差环比将略有回落或保持稳定。

驱动因素之资产质量：国有行边际生成放缓

2019 上半年上市银行不良贷款余额类指标好转，且行业整体不良生成速度再次放缓。从主要观测指标来看：

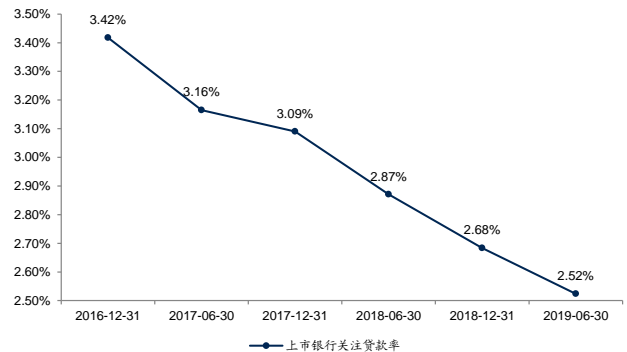
- ✓ 上市银行整体不良贷款率、关注贷款率、逾期率持续回落；不良/逾期 90 天以上贷款上升。这些指标表现较好，与 2018 年趋势一脉相承；

图 6：上市银行不良贷款率持续回落...



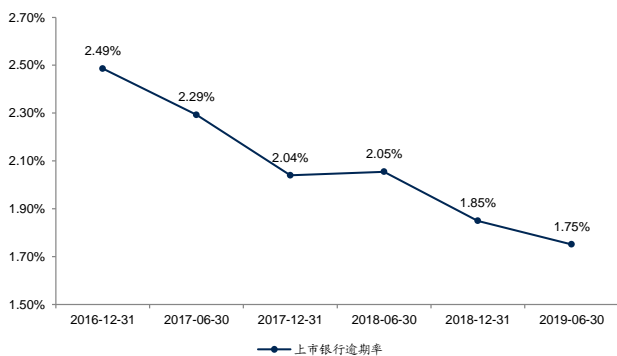
资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 7：...关注贷款率持续回落...



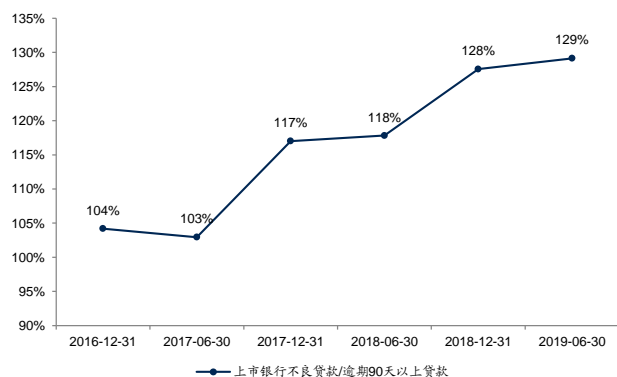
资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 8: ...逾期率持续下降...



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

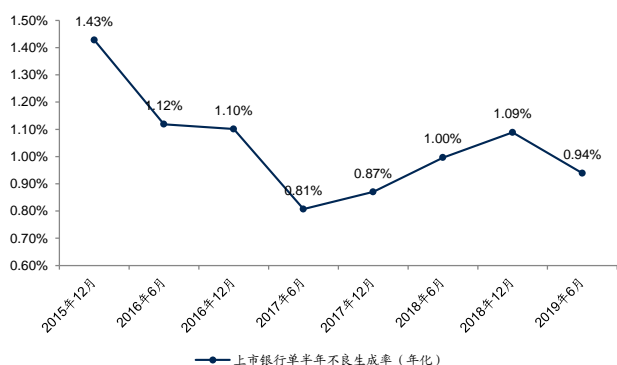
图 9: ...不良/逾期 90 天以上贷款上升



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

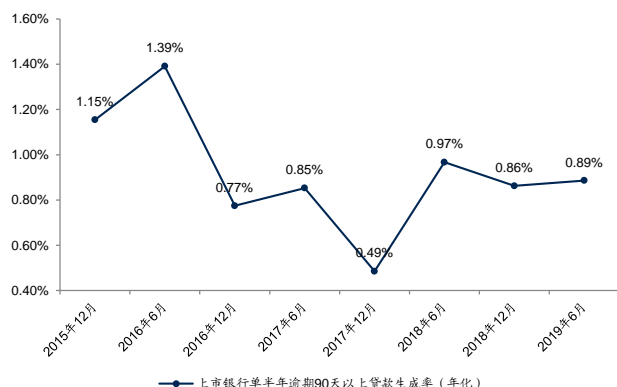
✓ 但与 2018 年不同的是, 2019 上半年不良生成率、逾期 90 天以上贷款生成率同比下降。2019 上半年不良生成率同比下降, 这一点超出之前的预期, 尤其是, 我们考虑到基期数据存在逾期 90 天以上贷款进不良的扰动, 所以转而观察逾期 90 天以上贷款生成率(我们假设核销转出的不良贷款均为逾期 90 天以上贷款), 发现该指标同比也是下降的。虽然同比回落幅度很小, 但仍然超出我们预期。

图 10: 今年上半年不良生成率同比下降...



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: 为了拉长时间序列方便观测趋势, 此处用的是 16 家老上市银行合计数据。

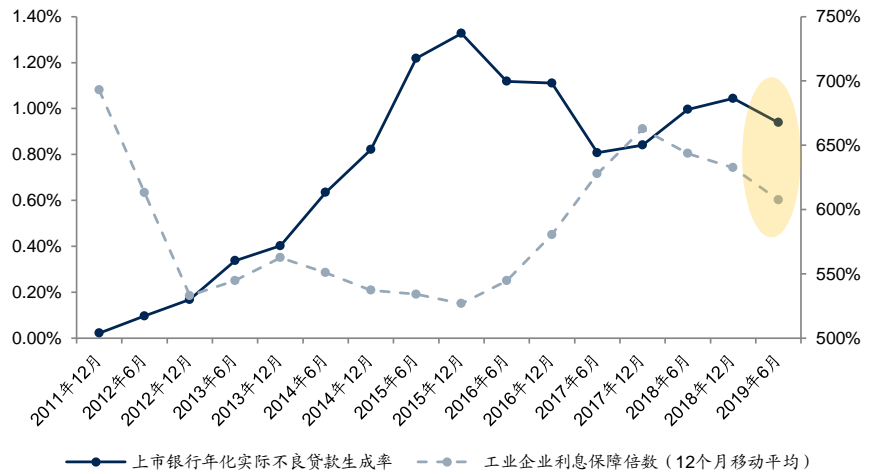
图 11: ...逾期 90 天以上贷款生成率同比也是下降的



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: 为了拉长时间序列方便观测趋势, 此处用的是 16 家老上市银行合计数据。

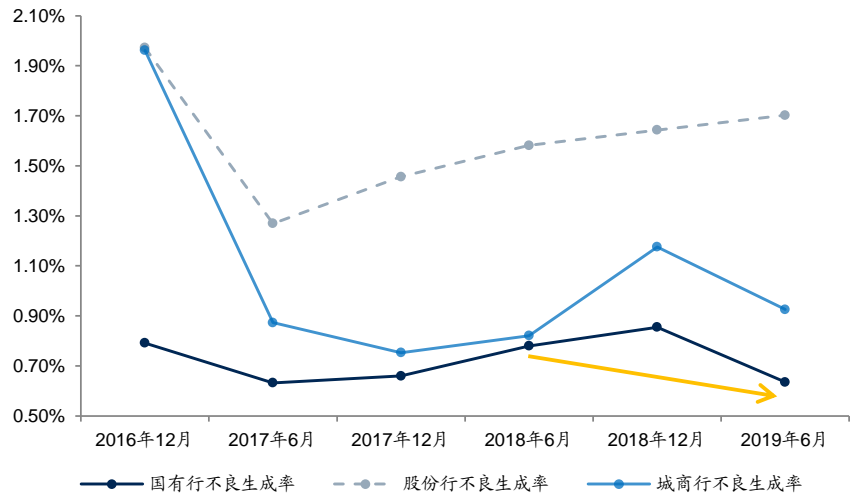
资产质量表现与预期不符, 主要是国有行表现好于预期。具体来讲, 工业企业作为银行不良资产主要来源之一, 其偿债能力自 2018 年以来持续下降至今, 基于此, 我们之前一直判断行业不良生成率存在上升压力。去年上市银行不良生成率(包括逾期 90 天以上贷款生成率)确实在上升, 但今年不良生成率却下降, 从分类型银行不良生成率来看, 主要是国有行表现好于预期。

图 12: 今年上半年工业企业偿债能力与上市银行不良生成率趋势背离...



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

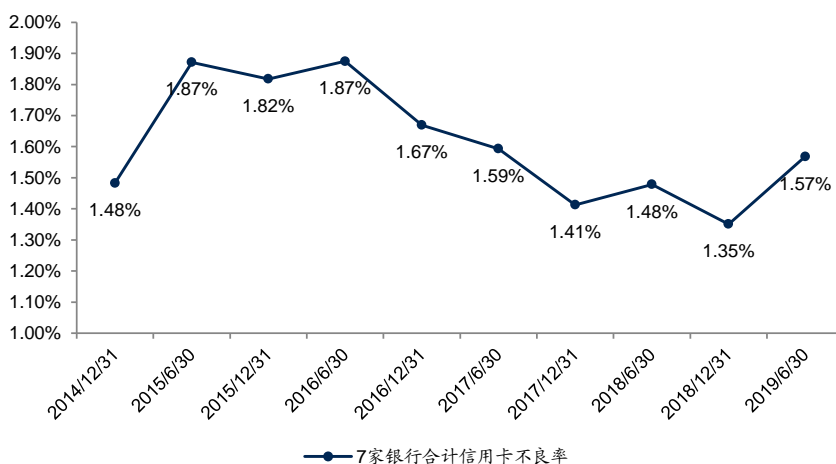
图 13: ...主要是国有行表现好于预期



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另外, 需要注意的是, 今年上半年个人消费类贷款的不良率也出现上升, 以信用卡为例, 今年上半年样本银行信用卡不良率上升幅度是 2015 年以来最大的。我们需要警惕消费贷款快速增长后潜在的共债风险。

图 14: 个人信用卡不良率在今年上半年上升较多



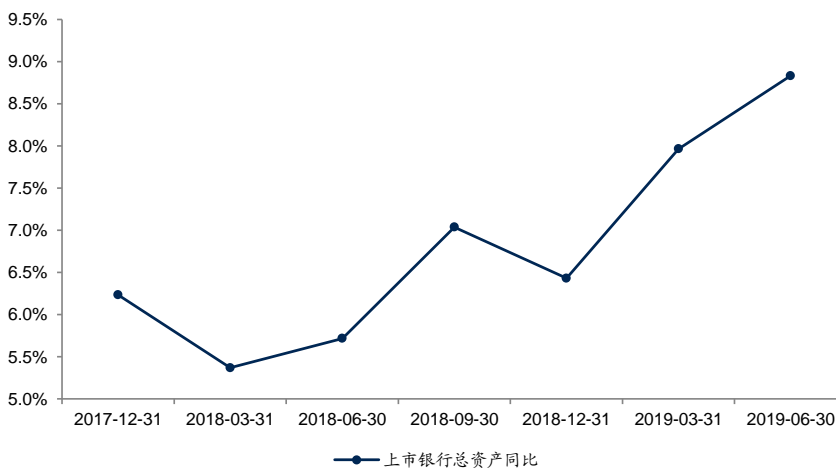
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 7 家银行指建行、中行(内地)、交行、招行、兴业、浦发、平安。

总的来看, 我们认为在宏观经济未见复苏的情况下, 不良生成率也很难持续好转。此外, 亦需要密切关注消费类贷款的不良走势。

驱动因素之资产规模: 增速小幅回升

资产增速一般与利率(或净息差)反向变动, 所以我们看到去年三季度以来上市银行总资产增速有所回升。随着各项宽信用措施的推进, 我们预计行业总资产增速后续仍将有小幅上升, 但对净利润增长贡献不会很显著。

图 15: 去年三季度以来上市银行总资产增速有所回升

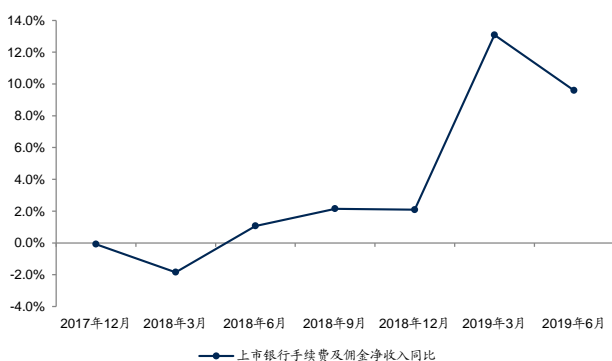


资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

其他因素: 手续费增速回升

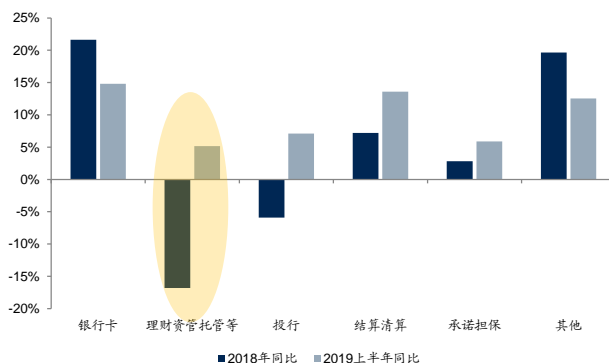
2019 上半年手续费净收入增速回升。2019 年以来, 在低基数以及理财业务逐步转型等因素影响下, 手续费净收入增速回升。

图 16: 2019 年以来手续费净收入增速回升...



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

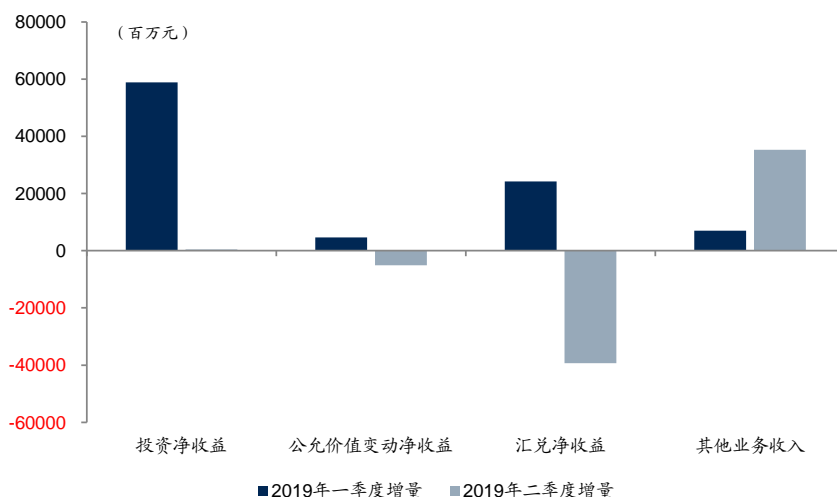
图 17: ...主要得益于理财及资管等手续费收入增速回升



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

最后, 其他非息收入的波动性很大, 可持续性弱, 我们不再具体分析。

图 18: 其他非息收入 (剔除基金分红及 FVPL 投资收益) 波动性非常大



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

展望: 维持行业景气度下行的判断

此次中报数据好于我们之前的预期, 主要是国有行资产质量表现好于预期, 但我们仍然维持行业景气度下行这一判断, 理由包括:

- ✓ 第一, 在市场利率维持低位的情况下, 随着负债端重定价接近尾声, 资产端逐渐开始重定价, 行业净息差有下行压力。考虑到银行高收益零售资产投放增加有望支撑净息差, 因此我们预计后续净息差将稳定或略有下行。由于 2018 年下半年净息差基数较高, 我们认为 2019 年下半年净息差对净利润增长的贡献将进一步下降;
- ✓ 第二, 从当前数据来看, 工业企业偿债能力仍在回落, 我们认为在宏观经济未见复苏的情况下, 不良生成率也很难持续好转。此外, 经历了多年持续高速增长后, 亦需要关注消费类贷款的不良走势;
- ✓ 第三, 虽然手续费净收入增速有望对净利润增长形成正贡献, 但从历史数据来看, 手续费净收入构成散乱, 一般不是净利润增长的决定性因素。

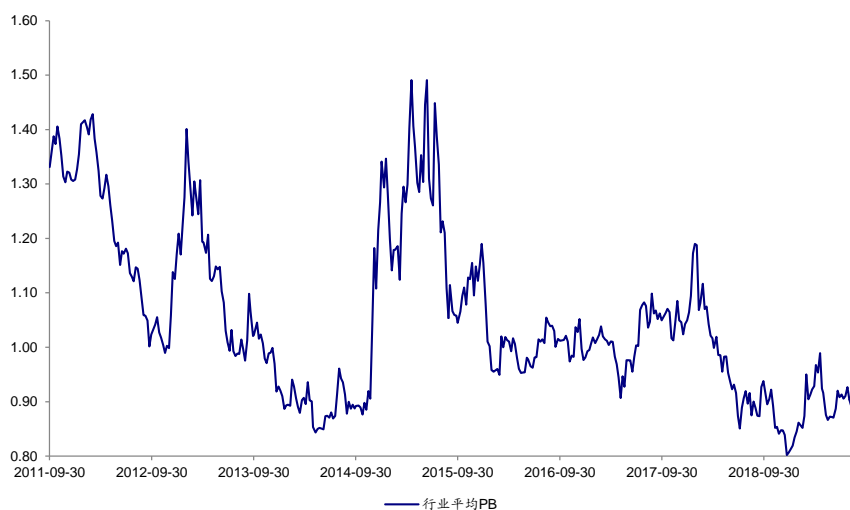
最后, 鉴于 2018 全年行业净利润增速较 2018 前三季度陡然下降导致基数较低,

我们预计 2019 年行业净利润增速跟 2018 年大致相当。

投资建议

我们维持前期观点，即行业整体景气度边际下行，但考虑到板块估值处于历史较低水平，因此维持行业“超配”评级，预期回报以赚取 ROE 为主。个股方面继续推荐工商银行、农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃型”组合。

图 19: 板块估值处于历史低位，我们认为大幅下降的概率不高



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：行业平均 PB 指 16 家老上市银行 PB(If)算术平均。

风险提示

2018 年以来受新会计准则影响，部分数据如净息差、生息资产收益率等与历史不完全可比，我们力求将口径调整为跟历史一样，但调整过程中难免存在误差。因此我们建议不必过分关注细小的波动，而要抓住大的趋势；

另外，如果货币政策或宏观经济出现较大波动，可能会对我们的预判产生影响。

表 1: 重点个股估值表

收盘日: 2019/9/1	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601398.SH	工商银行	5.39	13.7%	13.0%	12.3%	4.1%	3.9%	4.2%	0.86	0.78	0.72	6.6	6.3	6.0
601288.SH	农业银行	3.40	13.4%	12.8%	12.0%	5.1%	7.1%	2.5%	0.75	0.68	0.63	6.0	5.6	5.5
601988.SH	中国银行	3.53	12.0%	11.4%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.69	0.63	0.59	6.0	5.8	5.5
601328.SH	交通银行	5.41	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.63	0.58	0.54	5.7	5.4	5.3
—														
600036.SH	招商银行	34.28	16.6%	16.8%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.71	1.51	1.33	11.0	9.6	8.3
601166.SH	兴业银行	17.17	14.2%	13.9%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.81	0.73	0.66	6.0	5.5	5.1
600016.SH	民生银行	5.81	13.0%	12.3%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.62	0.57	0.52	4.9	4.7	4.5
600000.SH	浦发银行	11.28	13.0%	12.9%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.75	0.67	0.61	6.1	5.5	5.2
601998.SH	中信银行	5.59	11.2%	10.6%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.68	0.63	0.58	6.3	6.1	5.9
000001.SZ	平安银行	14.16	11.4%	11.1%	10.8%	7.0%	6.9%	7.1%	1.10	1.00	0.91	10.2	9.5	8.8
601818.SH	光大银行	3.76	11.7%	11.5%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.68	0.62	0.57	6.1	5.8	5.5
600015.SH	华夏银行	7.24	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.57	0.52	0.48	5.6	5.5	5.4
—														
601169.SH	北京银行	5.25	11.6%	11.3%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.64	0.59	0.54	5.8	5.4	5.1
601009.SH	南京银行	7.80	16.9%	16.7%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	0.97	0.86	0.76	6.2	5.5	4.8
002142.SZ	宁波银行	22.84	19.0%	17.9%	17.8%	19.9%	18.2%	16.1%	1.86	1.53	1.32	11.2	9.4	8.1
600919.SH	江苏银行	6.68	12.4%	12.8%	12.8%	10.0%	11.9%	10.0%	0.75	0.69	0.63	6.4	5.7	5.1
—														
601128.SH	常熟银行	7.37	13.3%	12.1%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.57	1.22	1.12	13.6	11.5	9.6
平均			13.4%	12.9%	12.5%	7.8%	8.2%	7.6%	0.92	0.81	0.74	7.2	6.6	6.1

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032