

龙头银行稳定性和相对优势进一步提升

——银行行业投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019年09月05日

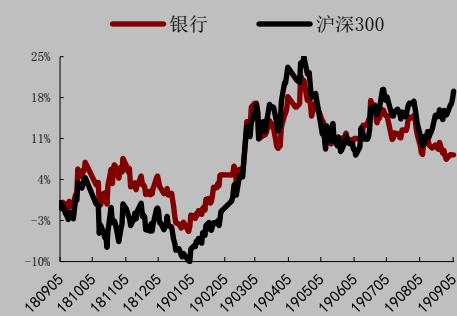
投资要点：

- **2019年上半年拨备计提力度仍较大：**从2019年中报数据显示，银行板块营收增速均值19.6%，拨备前利润增速均值22.5%。2019年上半年各家银行均不同程度的提高了拨备计提力度。2019年上半年板块计提的拨备较2018年同期增长26%，2019年中期板块各公司拨备占营收的均值达到29.9%，较2018年末上升0.4个百分点。
- **核心一级资本充足率进一步降低，资本补充压力仍在：**2019年上半年银行板块整体贷款增速达到6.8%，加权风险资产增长了5.39%。部分银行通过可转债转股方式实现了核心一级资本的增厚。未通过再融资方式补充资本的公司则通过内生增长补充了部分资本，但是由于风险资产的快速增长使得大部分银行上半年总的核心一级资本充足率仍较年初有所下降。
- **上半年贷款定价走高，存款成本继续上升：**上半年总体贷款定价均呈现上行趋势，较2018年末的贷款收益率平均上升18BP。零售贷款的上升幅度明显大于对公贷款的上升幅度。存款定价也呈现上行趋势，上升12BP。零售存款的上升幅度明显大于对公存款的上升幅度。
- **上半年大型银行手续费净收入增速较快，收入占比上升：**2019年上半年银行板块整体手续费净收入同比增长9.6%。其中，国有大行同比增长10.7%，股份行7.9%，城商行8.5%。大行整体增速较高，中小行增长有所分化。从大行的手续费收入分项数据看，较高的增长主要集中于受益于第三方支付业务快速发展的结算清算业务或者是电子银行业务，与投资银行相关的业务以及银行卡业务。
- **下半年业绩及行业发展趋势展望：**NIM整体收窄幅度有限，年内对业绩影响有限，资产质量受政策影响，持续扰动市场预期。我们仍维持年初对货币政策以及银行板块业绩的整体判断。虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，政策对息差的影响以及本年利润的影响有限。中期数据显示，大银行手续费净收入的增速开始回升。我们认为板块在年底之前仍能保持绝对收益。推荐工商银行、建设银行、宁波银行、招商银行、平安银行。
- **风险因素：**经济下滑超预期引发不良大幅增加；信用风险事件进一步恶化

盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.54	7.2	0.76	增持
建设银行	7.59	8.31	0.83	增持
招商银行	20.11	22.61	1.57	增持
宁波银行	12.68	14.64	1.66	增持
平安银行	12.8	14.2	1.03	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09月05日

相关研究

万联证券研究所 20190901_农业银行半年报点评_AAA_负债端成本有所上升 资产质量保持稳定

万联证券研究所 20190901_银行业周观点_AAA_板块业绩高速增长 拨备保持高位

万联证券研究所 20190830_工商银行半年报点评_AAA_业绩增长稳健

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

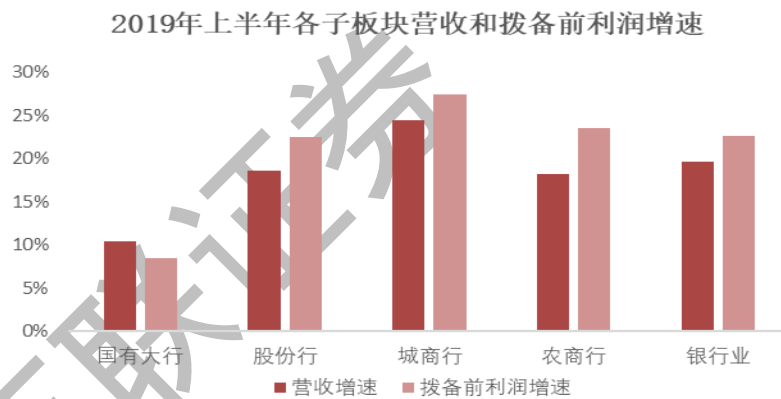
1、拨备计提力度较大，资产质量总体向好	3
1.1 2019 年上半年拨备计提力度仍较大	3
1.2 资产质量总体向好，仅部分行业不良略有抬头	4
2、核心一级资本充足率进一步降低，资本补充压力仍在	4
3、上半年贷款定价走高，存款成本继续上升	5
3.1 上半年贷款定价持续上行，零售贷款收益率上行幅度较大	5
3.2 上半年存款定价持续上行，零售存款付息率上行幅度较大	6
3.3 综合净息差基本保持稳定	6
4、上半年大型银行手续费净收入增速较快，收入占比上升	7
5、下半年业绩及行业发展趋势展望	9
5.1 NIM 整体收窄幅度有限，年内对业绩影响有限	9
5.2 资产质量受政策影响，持续扰动市场预期	11
6、投资策略	12
6.1 维持 2019 年板块整体业绩预判不变	12
6.2 投资策略	13
7、风险提示	14
图表 1：2019 年上半年各子板块营收和拨备前利润增速	3
图表 2：2019 年上半年各家银行拨备/营收	3
图表 3：问题贷款占比持续下降	4
图表 4：2019 年上半年核心一级资本充足率变动	5
图表 5：过去一年上市银行公布的发行预案	5
图表 6：2019 年上半年零售贷款收益率上行幅度明显大于对公贷款	6
图表 7：2019 年上半年零售存款成本率上行幅度明显大于对公存款	6
图表 8：商业银行净息差	7
图表 9：2019 年上半年手续费净收入同比增速	7
图表 10：2019 年上半年大银行手续费净收入实现较快增长	8
图表 11：净利息收入及非息收入占比	8
图表 12：美国银行业贷款增速	9
图表 13：各类贷款占比	9
图表 14：首套房平均贷款利率	10
图表 15：中小银行增速明显快于银行业整体增速	11
图表 16：价格韧性	12
图表 17：存款总额占比	12
图表 18：存款准备金率	13
图表 19：银行板块 PB 估值	13

1、拨备计提力度较大，资产质量总体向好

1.1 2019年上半年拨备计提力度仍较大

从2019年中报数据显示，银行板块营收增速均值19.6%，拨备前利润增速均值22.5%。其中，国有大行的营收增速均值和拨备前利润增速均值分别为10.4%和8.5%，股份行分别为18.6%和22.5%，城商行分别为24.4%和27.4%，农商行分别为18.3%和23.6%。城商行最高，股份行和农商行次之。

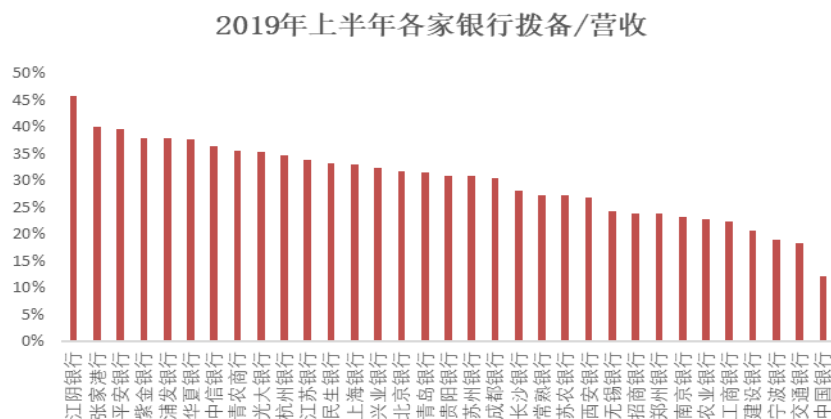
图表1：2019年上半年各子板块营收和拨备前利润增速



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

2019年上半年各家银行均不同程度的提高了拨备计提力度。从2019年上半年财报数据看，2019年上半年板块计提的拨备较2018年同期增长26%，2019年中期板块各公司拨备占营收的均值达到29.9%，较2018年末上升0.4个百分点。

图表2：2019年上半年各家银行拨备/营收



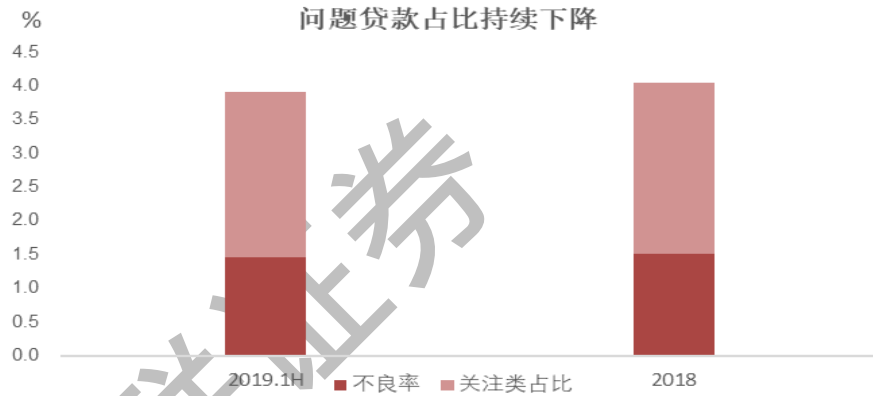
资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

由于各家银行的拨备力度均较大，使得银行的净利润增速明显低于营收和拨备前利润增速。整个板块的归母净利润同比增速仅为11.6%，其中国有大行为4.8%，股份行为10.3%，城商行为13.4%，农商行为14.6%。

1.2 资产质量总体向好，仅部分行业不良略有抬头

从不良率的角度看，2019 年上半年整个板块的不良率呈现下降趋势，均值为 1.46%，较 2018 年末下降 5BP。而关注类贷款的占比 2019 年中期为 2.44%，较上年末下降 2.53% 下降 9BP。上半年加回核销后估算的不良净生成率环比基本持平。逾期贷款占比均值 1.75%，较 2018 年末下降 30BP。

图表3：问题贷款占比持续下降



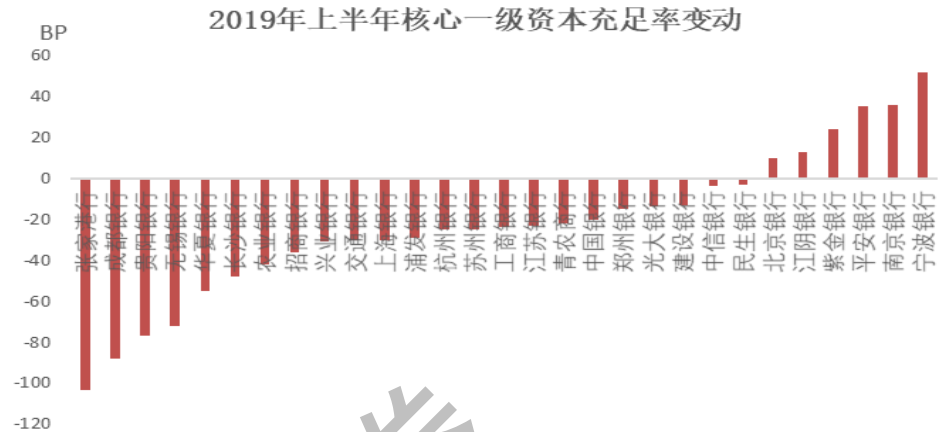
资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

从各家银行公布的分项数据看，部分银行贷款中与房地产相关以及基建相关的对公贷款，与消费和经营性相关的零售贷款的不良率出现了不同幅度的上升。这一现象和去年中期的数据基本保持一致。具体看不良生成率的数据，部分中小银行不良生成率仍保持高位，但是总体风险可控。

2、核心一级资本充足率进一步降低，资本补充压力仍在

2019 年上半年银行板块整体贷款增速达到 6.8%，加权风险资产增长了 5.39%。部分银行通过可转债转股方式实现了核心一级资本的增厚。未通过再融资方式补充资本的公司则通过内生增长补充了部分资本，但是由于风险资产的快速增长使得大部分银行上半年总的核心一级资本充足率仍较年初有所下降。

图表4：2019年上半年核心一级资本充足率变动

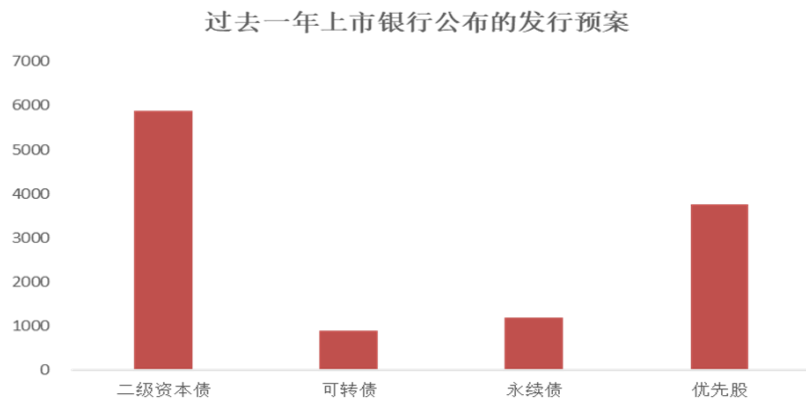


资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

过去一年，上市银行公布的资本补充计划预案中，包括合计 5875 亿的二级资本工具，910 亿的可转债，1200 亿的永续债以及 3760 亿元的优先股。其中可计入一级资本的债务工具包括优先股和永续债，而可转债转股后可以计入核心一级资本中。

从目前的监管模式，以及发行的资本补充工具看，还是不能有效迅速的补充核心一级资本。

图表5：过去一年上市银行公布的发行预案



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

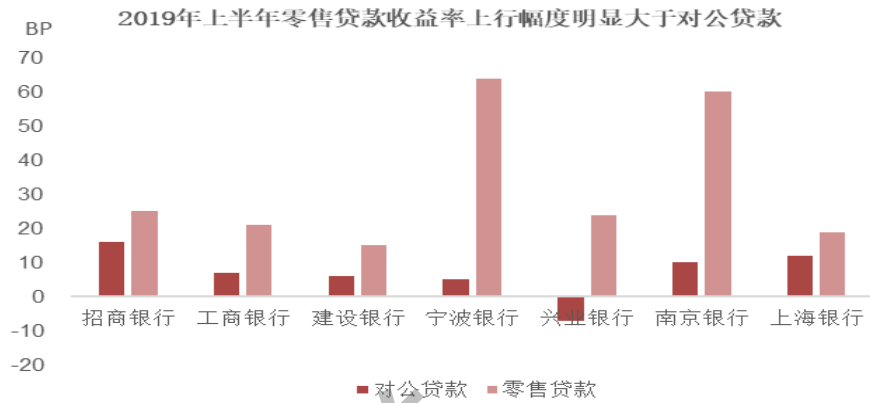
3、上半年贷款定价走高，存款成本继续上升

3.1 上半年贷款定价持续上行，零售贷款收益率上行幅度较大

对各家银行公布的贷款收益率数据看，上半年总体贷款定价均呈现上行趋势，较 2018 年末的贷款收益率平均上升 18BP。其中，零售贷款的上升幅度明显大于对公贷款的上升幅度，零售贷款收益率平均上浮 30BP，而对公贷款收益率平均上浮 10BP。

虽然大部分银行定价都走高，而且零售贷款收益率上行的拉动作用更大。但是可以确定的是贷款久期也有所拉长，从而带动了收益率的提升。

图表6：2019年上半年零售贷款收益率上行幅度明显大于对公贷款

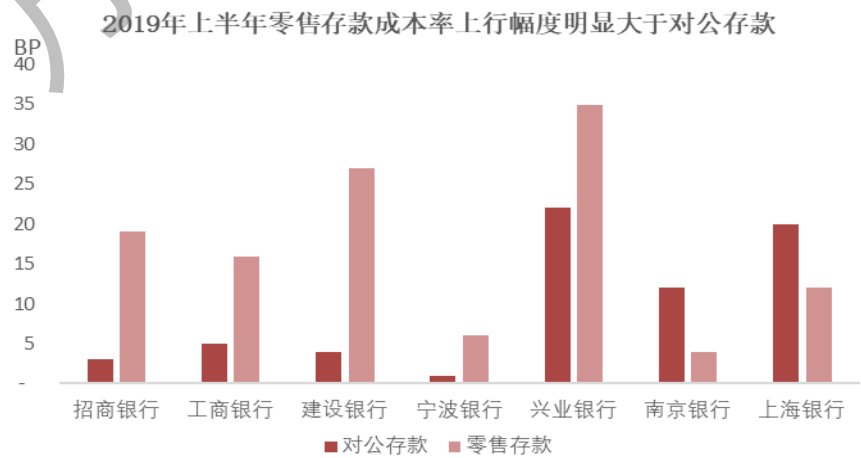


资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

3.2 上半年存款定价持续上行，零售存款付息率上行幅度较大

对各家银行公布的存款付息率数据看，上半年总体存款定价也呈现上行趋势，较2018年末的存款付息率平均上升12BP。其中，零售存款的上升幅度明显大于对公存款的上升幅度，零售存款付息率平均上浮17BP，而对公存款付息率平均上浮10BP。

图表7：2019年上半年零售存款成本率上行幅度明显大于对公存款

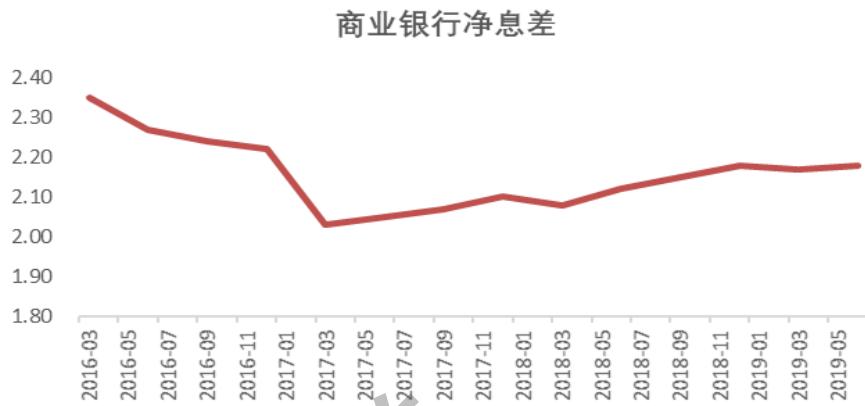


资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

3.3 综合净息差基本保持稳定

上半年贷款收益率的上升，基本抵消了存款成本的提高，使得净息差基本保持向上趋势。受政策以及内部驱动因素的影响，银行通过对资产端以及负债端配置的调整，使得贷款以及存款的占比均出现不同幅度的上升，使得银行的资产负债结构进一步优化。

图表8：商业银行净息差



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

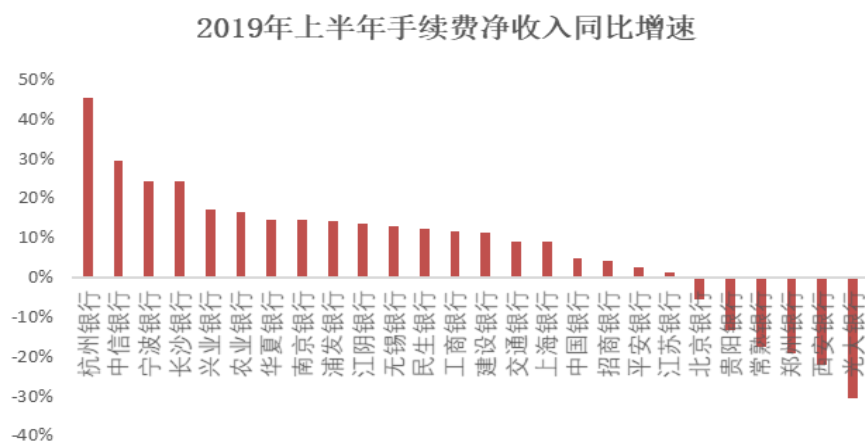
4、上半年大型银行手续费净收入增速较快，收入占比上升

2019年上半年银行板块整体手续费净收入同比增长9.6%。其中，国有大行同比增长10.7%，股份行7.9%，城商行8.5%。大行整体增速较高，中小行增长有所分化。

从大行的手续费收入分项数据看，较高的增长主要集中于受益于第三方支付业务快速发展的结算清算业务或者是电子银行业务，与投资银行相关的业务以及银行卡业务。

而中小行中手续费收入实现较快增长的各行，主要贡献来自于银行卡业务的快速增长，而部分银行的对公中间业务也实现了快速发展，其中托管业务、债券承销以及担保承诺和融资顾问业务的贡献较大。

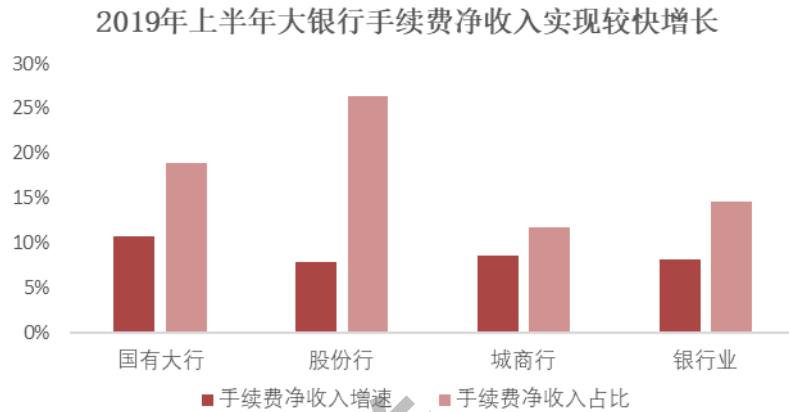
图表9：2019年上半年手续费净收入同比增速



资料来源：WIND资讯，万联证券研究所

从手续费净收入的占比看，板块整体基本保持稳定，占比在15%左右。其中，国有大行占比19%，股份行占比26%，城商行占比12%。如果从静态的角度看，国有大行和股份行整体的手续费净收入占比是提升的。

图表10: 2019年上半年大银行手续费净收入实现较快增长

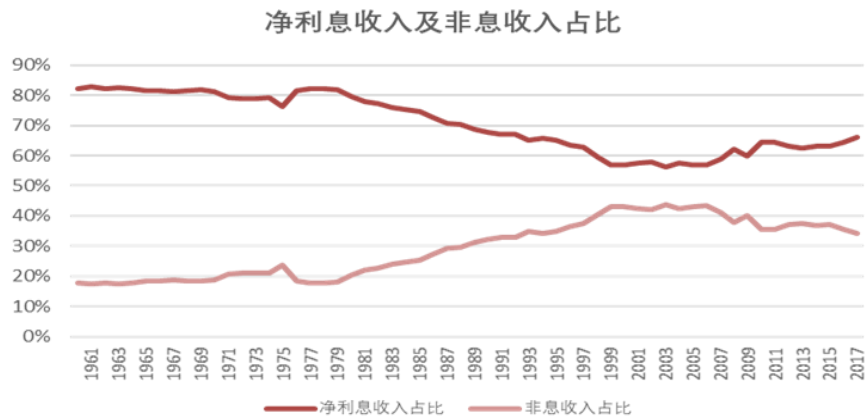


资料来源: WIND资讯, 万联证券研究所

从上半年的数据看,各家银行理财业务收入仍处于小幅收缩状态。未来随着理财子公司业务的进一步推进,预计下半年理财业务收入或将开始回升,对手续费收入形成正贡献。

另外,伴随着新增信贷投放增速的逐步放缓,以及手续费收入保持较快的增长,预计中间业务收入的占比将逐步提升。从80年代后期开始到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。

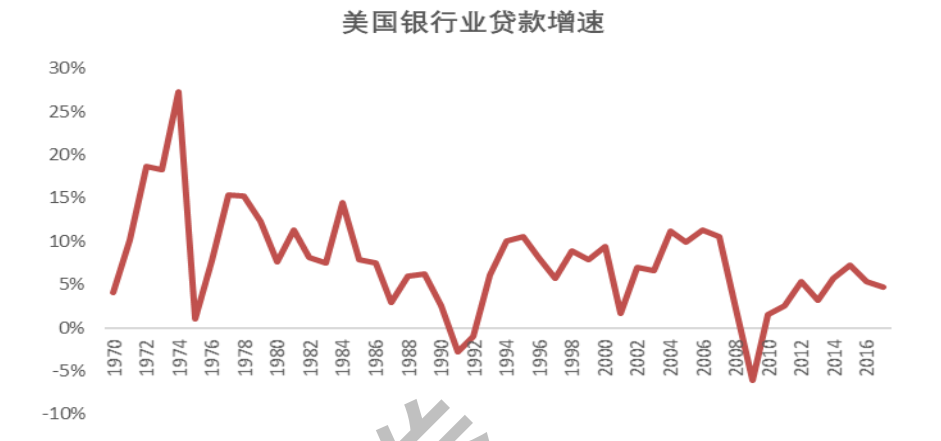
图表11: 净利息收入及非息收入占比



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

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。

图表 12: 美国银行业贷款增速



资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

5、下半年业绩及行业发展趋势展望

5.1 NIM整体收窄幅度有限, 年内对业绩影响有限

新的 LPR 定价机制的推出, 进一步加速了利率市场化的步伐。从目前一年期贷款基准利率在 4.35%, 较一年期 MLF 3.3%, 仅高出 105BP, 而 2019 年以来贷款基础利率报价平均利率为 4.31%, 较 MLF 差 101 个 BP。不过, 考虑到最终目的是为了通过建立顺畅的传导机制, 从而降低企业的融资成本的角度看, 并参考市场平均利率水平, 未来 MLF 会有下调的可能。

考虑到存款端并未放开, 新的贷款利率定价机制或将带动整体贷款利率的下行, 对银行的利润影响偏负面, 但是货币政策的调整以及银行本身资产负债结构的调整, 都将在一定程度上降低负面影响的力度。因此, 短期看, 新的 LPR 定价机制对板块利润的影响有限, 息差收窄的幅度可控。

图表 13: 各类贷款占比

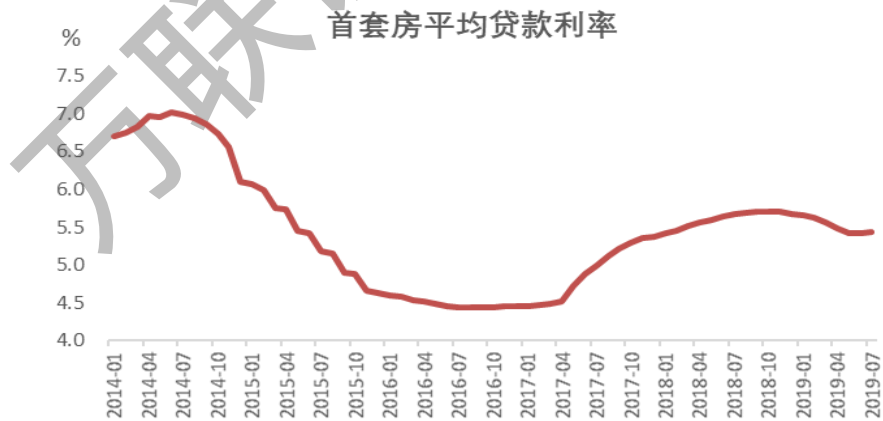


资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

另外，从最新公布的按揭贷款LPR定价规则看，整体上对房贷按揭利率仍保持一定的刚性。新规明确表示，存量合同仍采用贷款基准利率，短期看，存量部分直接切换的可能性较低。为了实现政策目标，即为坚决贯彻落实“房子是用来住的，不是用来炒的”定位和房地产市场长效管理机制，发文中明确规定严禁提供个人住房贷款“转按揭”“加按揭”服务。

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。存量的房贷数据看，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60%。我们预计截至2019年7月末，存量的个人住房贷款规模预计在32-35万亿。

图表 14：首套房平均贷款利率



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

在近期包商银行托管、理财子公司快速推进事件后，金融供给侧结构性改革将加速推进。银行负债端的压力将向资产端传导，从而带来规模增长的分化以及资产配置结构的改变。我们判断大行和股份行仍具有资产端的扩张能力，中小银行资产端在负债端压力下将被动收缩。

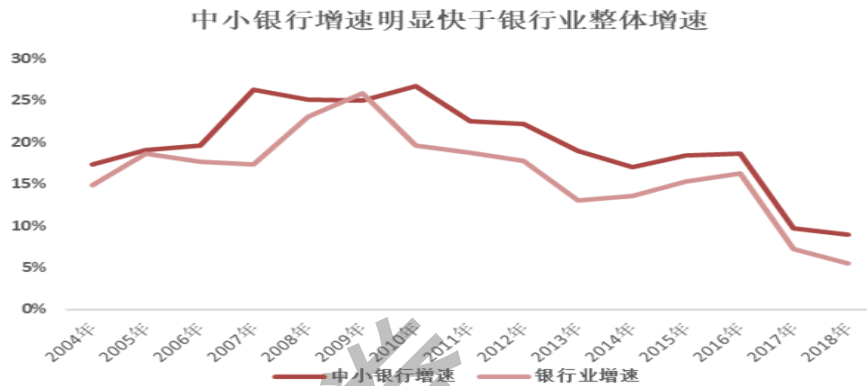
从需求端看，短期内有效需求仍在放缓，贷款定价仍在下行。与房地产相关的需求仍较为旺盛，但是在防风险的大环境下，与地产相关的信贷仍有收紧的趋势。按揭贷款受因城施策政策的影响，总体看仍处于下行趋势中。

因此，资产端无论是供给端的上升角度还是需求端的放缓角度看，都不支持融资利率的大幅下行。

截至2019年二季度末，我国商业银行总资产规模达274万亿元，同比增长8.2%，增速较一季度末回升0.5个百分点。其中，城商行和其他金融机构增速回落外，大行、股份行和农商行增速呈现不同幅度的回升态势。从数据回升的趋势看，6月份城商行和农商行增速降幅明显，预计在信用分层后，部分银行资产负债表的压力开始上

升。

图表 15：中小银行增速明显快于银行业整体增速



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

5.2 资产质量受政策影响，持续扰动市场预期

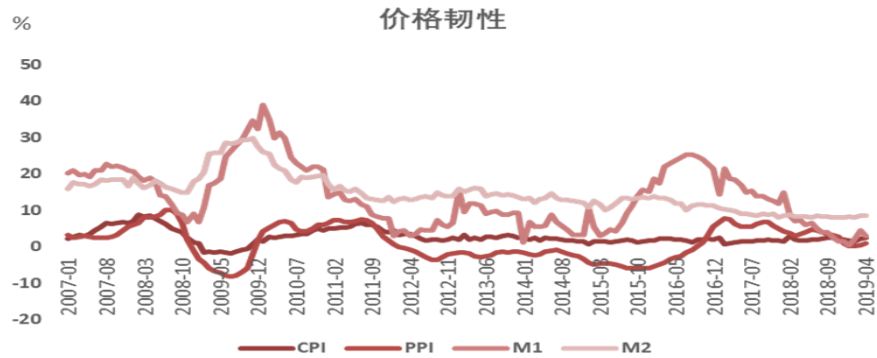
从监管对资产质量评估的政策上看，90 天以上逾期纳入不良已经基本达标，但是市场预期后续如果监管继续推进 60 天以上逾期纳入不良，即便有过渡期，也会带来一定的压力。4 月 30 日银保监会颁布的《商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿）》，把金融资产风险分类对象由贷款扩展到信用债和非标资产。综上，无论是逾期纳入不良范围的扩大还是商业银行金融资产风险分类对象的进一步扩大，都表明监管对银行资产质量的高度关注，预计未来伴随着政策不断推出和执行，商业银行的风险暴露压力也将持续。

根据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，而且近几年的新增信贷又集中在与房地产和基建相关的行业。近期政策对房地产企业融资的调控以及对按揭贷款新的 LPR 定价机制的推动，都将扰动市场对银行资产质量的判断。

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

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

图表 16: 价格韧性



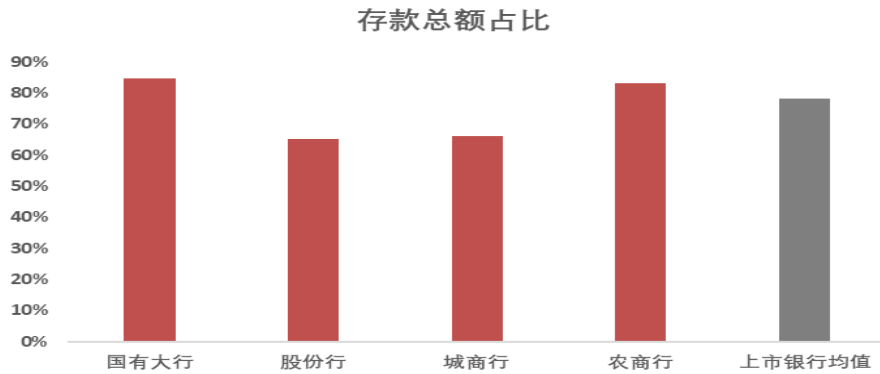
资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

6、投资策略

6.1 维持2019年板块整体业绩预判不变

此前我们预判上市银行板块 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。拨备方面, 各行拨备仍处于较高的位置, 有一定的利润释放空间。

图表 17: 存款总额占比



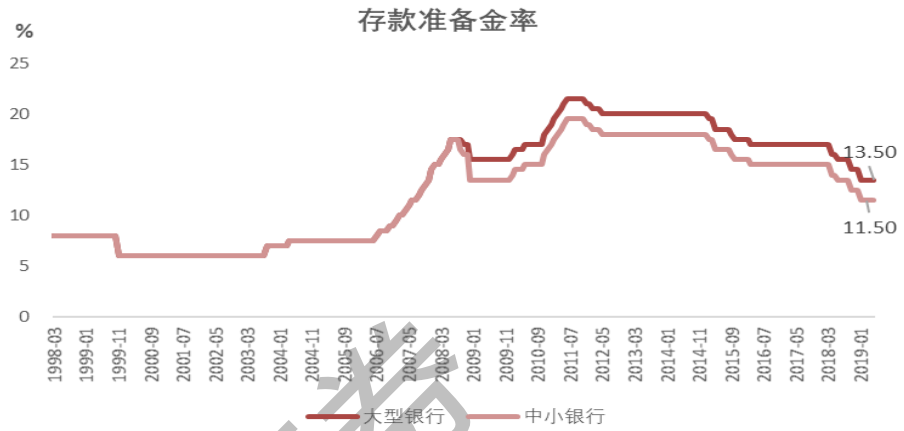
资料来源: WIND 资讯, 万联证券研究所

从公布的业绩看基本符合预期。通过上述对中报业绩表现的回顾以及对净息差以及资产质量的展望分析, 我们仍维持年初对货币政策以及银行板块业绩的整体判断。

我们年初预测, 2019 年大概降准 200 个基点, 使得大型银行的准备金率下降到 12.5%, 中小银行的准备金率降到 10.5%。全年银行的净息差下降 2-3BP, 其中中小银行负债端压力大于大行, 因此下行弹性更大; 在经济下行期间, 信用成本将小幅上升到 1.2% 的水平。对银行整体业绩进行测算, 预计 2019 年银行板块整体归母净利润同

比增速在 6%附近，略低于 2018 年的 7%。

图表 18：存款准备金率

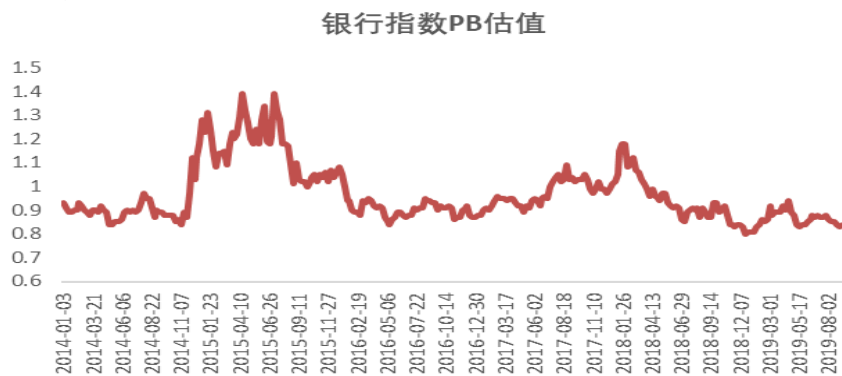


资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

6.2 投资策略

当前板块整体估值仍处于历史较低估值区间。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。

图表 19：银行板块 PB 估值



资料来源：WIND 资讯，万联证券研究所

虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，政策对息差的影响以及本年利润的影响有限。中期数据显示，大银行手续费净收入的增速开始回升。我们认为板块在年底之前仍能保持绝对收益。

7、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09月05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	6.54	7.20	7.90	5.5	0.84	0.76	0.70	增持
601939.SH	建设银行	7.59	8.31	9.15	6.86	0.90	0.83	0.75	增持
600036.SH	招商银行	20.11	22.61	25.51	35.52	1.77	1.57	1.39	增持
002142.SZ	宁波银行	12.68	14.64	16.92	24.28	1.91	1.66	1.43	增持
000001.SZ	平安银行	12.8	14.2	15.82	14.58	1.14	1.03	0.92	增持

资料来源: WIND资讯, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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

证券分析师承诺

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

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场