

银行

证券研究报告
2019年09月26日

10月策略：关注年底估值切换，首推兴业银行

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业专题研究:大额风险暴露观察：匿名客户达标压力大么？》 2019-09-19
- 《银行-行业研究周报:规范结构性存款业务意在降低存款成本》 2019-09-15
- 《银行-行业点评:8月金融数据算好么？》 2019-09-12

估值低是支撑，关注年底估值切换

1) 对四季度银行股行情谨慎乐观。当前银行板块估值约 0.84 倍 19 年 PB，估值处于历史底部，估值是大支撑，对银行股没必要悲观。受贷款利率下行等影响，未来一两年净息差预计小幅下行，盈利增速小幅承压。考虑到专项债提前发行，逆周期调节加码等因素，经济大幅下行的可能性极低。银行资产质量预计能保持相对平稳，基本面预计仅是小幅承压。

2) 关注年底估值切换行情。从过往来看，经济小幅下行时期，银行股表现往往也不算差。如若 PB 估值保持平稳，可以挣 ROE 的钱，而银行股 ROE 相对较高。银行业绩增速平稳，年底经常会有估值切换行情，切换至 2020 年 PB 估值，估值大约下降 10%，值得关注。

3) 9 月社融增速或下降明显。受房地产融资政策收紧影响，企业信贷需求一般，9 月信贷投放预计保持平稳，难乐观。由于今年专项债发行节奏大幅提前，9 月专项债净融资预计仅千亿左右，同比大幅少增六千亿。表外融资预计保持下降。我们初步预计 9 月末社融增速约 10.3%，较 8 月末下降 0.4 个百分点。考虑到专项债或提前发行，预计四季度社融增速将保持平稳。

4) 个股方面，四季度主推低估值滞涨标的，攻守兼备。银行股龙头年初至今涨幅不小，估值提升对收益贡献较大，当前估值已基本合理，估值明显提升的阶段或已结束，未来可挣 roe 的钱。当前位置，我们四季度更看好光大、兴业、常熟、工行等低估值滞涨标的，且基本面逻辑较好；大行 H 股性价比高。常熟银行可待解禁因素逐步消化完。

10月金股-兴业银行：回调后性价比明显提升，综合金融之领跑者

8 月初以来，兴业银行股价因中报净利润增速走低回调明显，当前估值仅 0.80 倍 PB (If)，5.8 倍 PE (TTM)。股价回调反映了市场对其较低的业绩预期。我们认为，中报盈利增速明显走低系主动大幅加大拨备计提，并提升了非信贷资产减值水平，未来业绩反而更容易超市场预期。估值低就是支撑。

受益于低市场利率，净息差明显上升。1H19 净息差 2.00%，同比提升 22BP，系受益于市场利率大降。期限 3 个月的 AAA 同业存单 1H19 日均利率 2.79%，同比降幅达 162BP。1H19 负债成本率 2.69%，同比下降 32BP；而存款成本率 2.37%，同比上升 29BP，部分抵消了同业负债成本下降之效果。

资产质量保持较好。1H19 不良贷款率 1.56%，较年初下降 1BP；关注贷款率 1.88%，较年初下降 17BP；逾期贷款率 2.00%，较年初下降 2BP；各类不良指标保持较低水平。

具备较好的长逻辑，综合金融之领跑者。我们认为，兴业市场化程度较高，耕耘“商行+投行”，逐步成为综合金融之标杆，未来混业经营大趋势或将使其有估值提升的长逻辑。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行等。

重点标的推荐

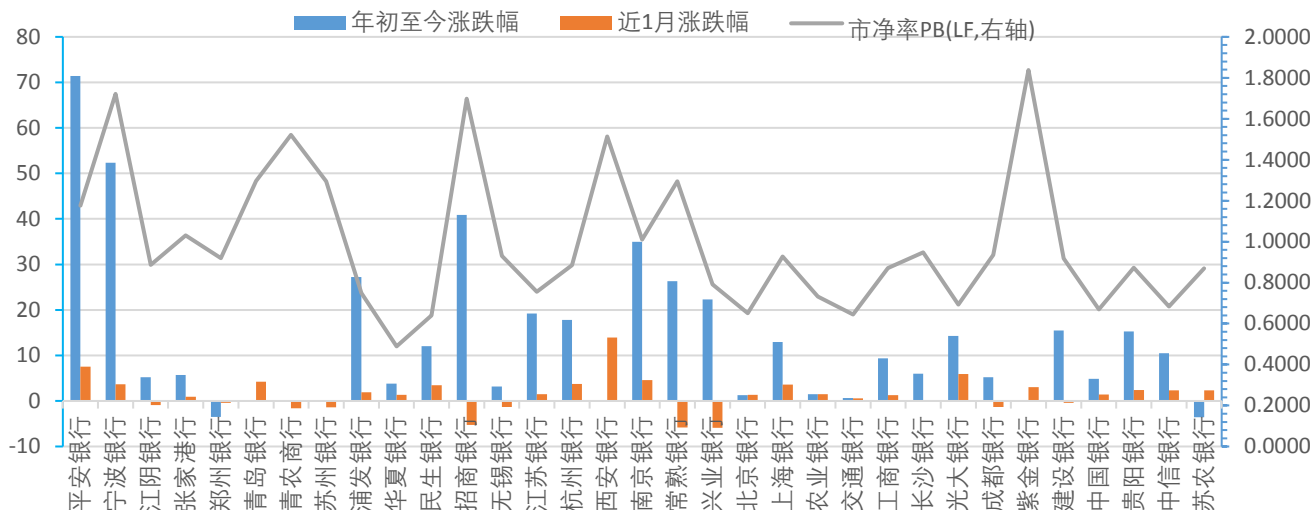
股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-26	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601818.SH	光大银行	4.09	买入	0.64	0.70	0.76	0.84	6.39	5.84	5.38	4.87
601398.SH	工商银行	5.55	增持	0.84	0.87	0.91	0.95	6.61	6.38	6.10	5.84
601128.SH	常熟银行	7.78	买入	0.66	0.64	0.73	0.82	11.79	12.16	10.66	9.49
601838.SH	成都银行	8.12	买入	1.29	1.51	1.77	2.06	6.29	5.38	4.59	3.94
601166.SH	兴业银行	17.51	买入	2.92	3.14	3.54	3.98	6.00	5.58	4.95	4.40

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



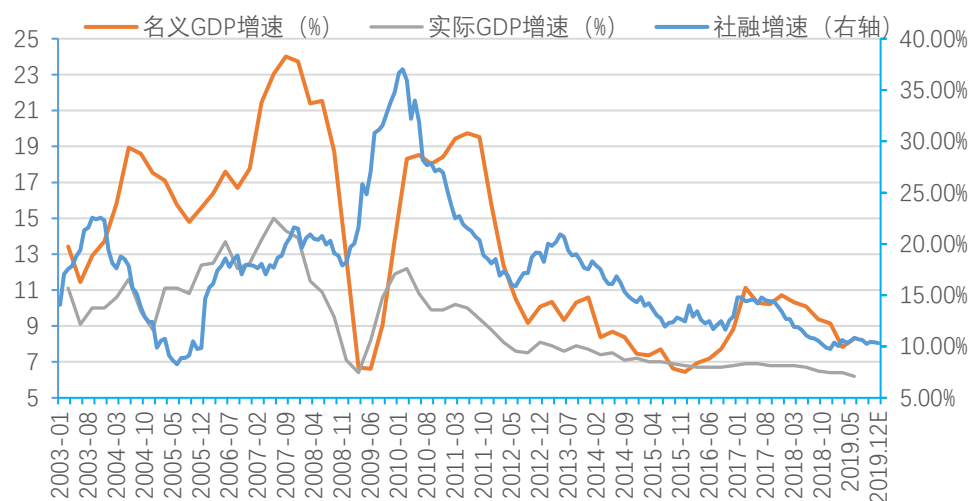
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图 1：银行股龙头（招行、平安、宁波）年初至今涨幅较大，大幅跑赢行业平均（截至 9 月 25 日收盘，%）



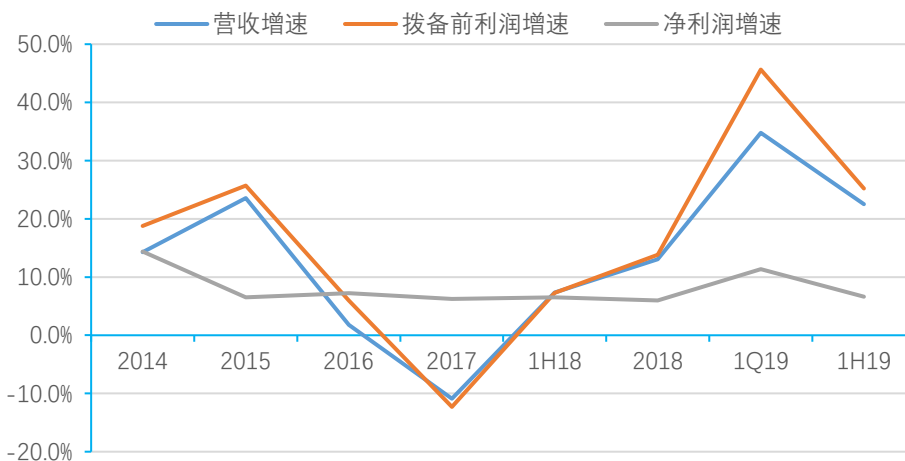
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：预计社融增速将小幅下行，迎来阶段性拐点



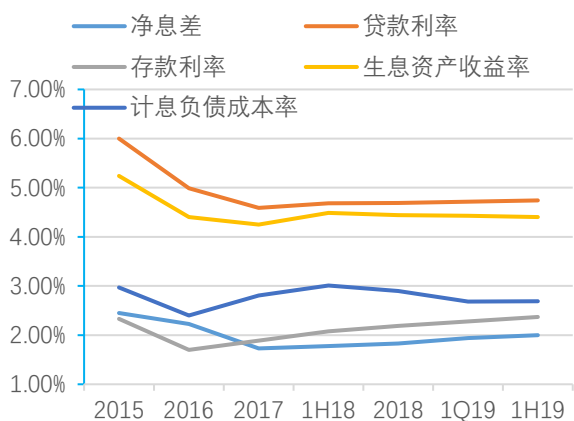
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：兴业银行 1H19 净利润增速有所下降



资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 4：兴业银行 1H19 净息差同比上升 22BP，受益于低市场利率



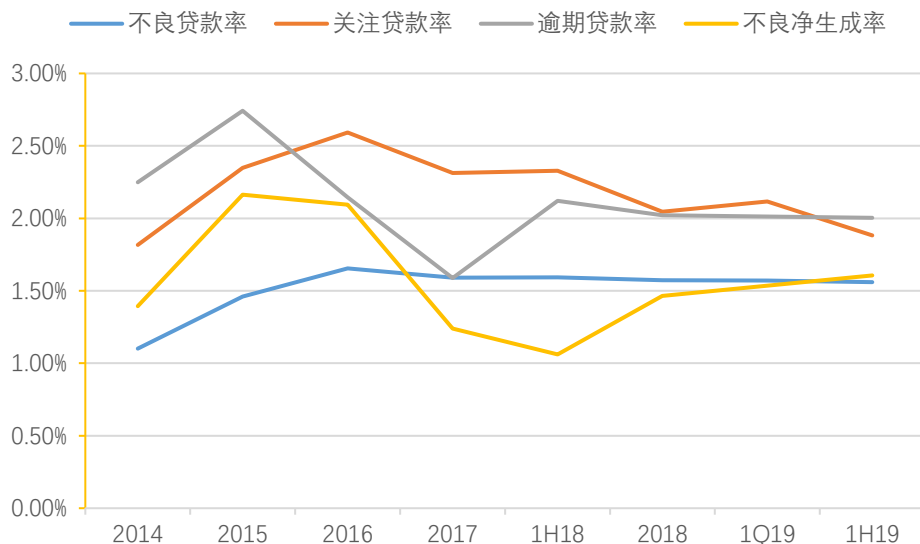
资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 5：1H19 同业存单发行利率同比大幅下降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：兴业银行资产质量保持较好



资料来源：定期财报，天风证券研究所

表 1: 兴业银行贷款结构变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
农、林、牧、渔业	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	0.29%	0.24%	0.21%
制造业	20.71%	18.44%	16.60%	14.92%	13.80%	12.26%	10.84%
建筑业	4.74%	5.04%	4.12%	4.17%	3.69%	3.25%	3.79%
采掘业	3.40%	3.37%	3.76%	3.11%	2.69%	2.03%	1.84%
房地产业	9.67%	11.92%	11.32%	7.90%	6.23%	6.66%	6.95%
交通运输、仓储和邮政业	3.51%	3.56%	3.40%	3.20%	2.87%	2.70%	2.79%
电力、燃气及水的生产和供应企业	3.02%	2.99%	3.02%	2.93%	2.98%	2.66%	2.61%
金融业	0.00%	0.00%	0.00%	0.61%	0.98%	0.73%	0.72%
批发和零售业	15.02%	15.04%	11.54%	9.46%	9.20%	7.66%	7.35%
租赁和商务服务业	6.13%	5.54%	5.09%	6.86%	9.33%	8.98%	9.04%
旅游服务业 (eg: 住宿餐饮等)	0.00%	0.00%	0.00%	0.22%	0.13%	0.11%	0.10%
信息传输、计算机服务和软件	0.00%	0.00%	0.00%	0.75%	0.74%	0.62%	0.62%
科研、技术服务和地质勘查业	0.00%	0.00%	0.00%	0.24%	0.19%	0.29%	0.37%
水利、环境和公共设施管理业	3.72%	4.97%	5.20%	5.25%	6.73%	5.91%	6.21%
居民服务和其他服务业	0.00%	0.00%	0.00%	0.09%	0.11%	0.05%	0.04%
卫生、社会保障和社会服务业	0.38%	0.54%	0.53%	0.58%	0.45%	0.29%	0.36%
文化教育、体育和娱乐业	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	0.35%	0.25%	0.26%
其它	2.55%	2.63%	2.73%	0.19%	0.23%	0.13%	0.00%
对公贷款	72.86%	74.05%	67.30%	61.13%	60.99%	54.81%	54.10%
个人按揭贷款	13.64%	12.48%	16.76%	24.89%	24.81%	25.54%	25.73%
信用卡	4.45%	4.17%	4.38%	5.30%	7.66%	9.27%	9.44%
消费及经营性贷款	0.00%	0.00%	0.00%	2.37%	1.69%	2.18%	2.39%
其他	7.97%	7.58%	7.62%	3.53%	3.31%	2.76%	2.74%
个人贷款	26.06%	24.23%	28.77%	36.09%	37.47%	39.75%	40.30%
贴现票据	1.08%	1.73%	3.93%	2.79%	1.54%	5.44%	5.60%

资料来源: 定期财报, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com