

守正出奇

——请重视四季度银行板块的配置价值

安信证券研究中心 银行团队

张宇

SAC执业证书编号：S1450519030001

联系人：李双/刘源

2019年10月7日



投资建议

■ 核心结论：

四季度看多银行股（相对收益+绝对收益）。

■ 主要逻辑：

- 资产质量依然稳健，估值有底。即便经济持续下行，考虑前期不良消化充分、认定趋严，以及近年信贷投向的结构调整，资产质量也不会显著恶化；
- 股价对银行让利实体、基本面下行的预期已反映得较为充分。后续对边际利空钝化，对边际利好敏感；
- 买入银行股相当于买入经济企稳的正向期权。并且明年一季度的逆周期调节加码是可以预见的；
- 从配置和防御的角度来看有较高性价比。银行板块估值处于低位，且年底面临切换；与消费、科技等强势板块的涨跌幅和仓位差距逐渐拉大。

■ 推荐个股：

“平常兴”组合（平安银行、常熟银行、兴业银行）+“光波”组合（光大银行、宁波银行）

- 风险提示：经济持续下行；银行三季报业绩显著低于预期

Part 1: 以史鉴今

以史鉴今

历年四季度及次年一月银行板块表现
(粉色区间表示银行板块相对沪深300和创业板有相对收益)

指数	2011Q4	10月	11月	12月	次年1月		2015Q4	10月	11月	12月	次年1月
银行(申万)	3.3%	8.0%	-6.0%	1.8%	6.7%		11.4%	3.6%	2.9%	4.4%	-14.2%
沪深300	-9.1%	4.4%	-6.4%	-7.0%	5.1%		16.5%	10.3%	0.9%	4.6%	-21.0%
创业板	-7.8%	7.8%	-1.7%	-13.0%	-11.1%		30.3%	19.0%	7.8%	1.6%	-26.5%
	2012Q4	10月	11月	12月	次年1月		2016Q4	10月	11月	12月	次年1月
银行(申万)	27.0%	1.9%	1.3%	23.0%	15.2%		0.8%	0.9%	4.3%	-4.2%	4.3%
沪深300	10.0%	-1.7%	-5.1%	17.9%	6.5%		1.7%	2.6%	6.0%	-6.4%	2.4%
创业板	3.5%	0.3%	-12.3%	17.6%	8.7%		-8.7%	0.5%	1.1%	-10.1%	-3.9%
	2013Q4	10月	11月	12月	次年1月		2017Q4	10月	11月	12月	次年1月
银行(申万)	-7.2%	0.3%	-1.9%	-5.7%	-4.8%		1.9%	0.9%	2.6%	-1.5%	12.7%
沪深300	-3.3%	-1.5%	2.7%	-4.5%	-5.5%		5.1%	4.4%	0.0%	0.6%	6.1%
创业板	-4.6%	-9.7%	10.6%	-4.6%	14.7%		-6.1%	0.2%	-5.3%	-1.0%	-1.0%
	2014Q4	10月	11月	12月	次年1月		2018Q4	10月	11月	12月	次年1月
银行(申万)	60.4%	4.7%	15.2%	33.0%	-10.3%		-9.6%	-0.8%	-3.5%	-5.6%	8.2%
沪深300	44.2%	2.3%	12.0%	25.8%	-2.8%		-12.5%	-8.3%	0.6%	-5.1%	6.3%
创业板	-4.5%	-1.8%	3.8%	-6.3%	14.2%		-11.4%	-9.6%	4.2%	-5.9%	-1.8%

数据来源：wind、安信证券研究中心

以史鉴今

➤ 2011年至今，银行股经历的8次四季度行情里：

4次有相对收益（2011Q4、2012Q4、2014Q4、2018Q4）

6次有绝对收益

3次既有相对又有绝对收益（2011Q4、2012Q4、2014Q4）

➤ 2012年至今，银行股经历的8次1月行情里：

6次有相对收益（2012.1、2013.1、2016.1、2017.1、2018.1、2019.1）

5次有绝对收益

5次既有相对又有绝对收益（2012.1、2013.1、2017.1、2018.1、2019.1）

总体来看，2011、2012、2014和2018这四个年份的四季度银行股跑出了相对收益，而且强势表现大都持续到了次年1月。即便四季度整体没有跑赢的年份，银行股在年底12月和次年1月的表现也会“否极泰来”。

以史为鉴

➤ 经济背景：

1) PMI:

2011Q4、2012Q4——PMI触底回升，有效提振经济信心；

2014Q4、2018Q4——PMI持续下行并跌破荣枯线，强化政策加码预期；

2019年5月以来，PMI已连续五个月位于荣枯线以下，经济增长承压，但9月PMI边际上有所好转。

PMI历史走势图

(粉色柱状表示当年四季度银行股有相对收益，
蓝色柱状表示当年四季度银行股无相对收益)



数据来源：wind、安信证券研究中心

以史为鉴

2) CPI&PPI:

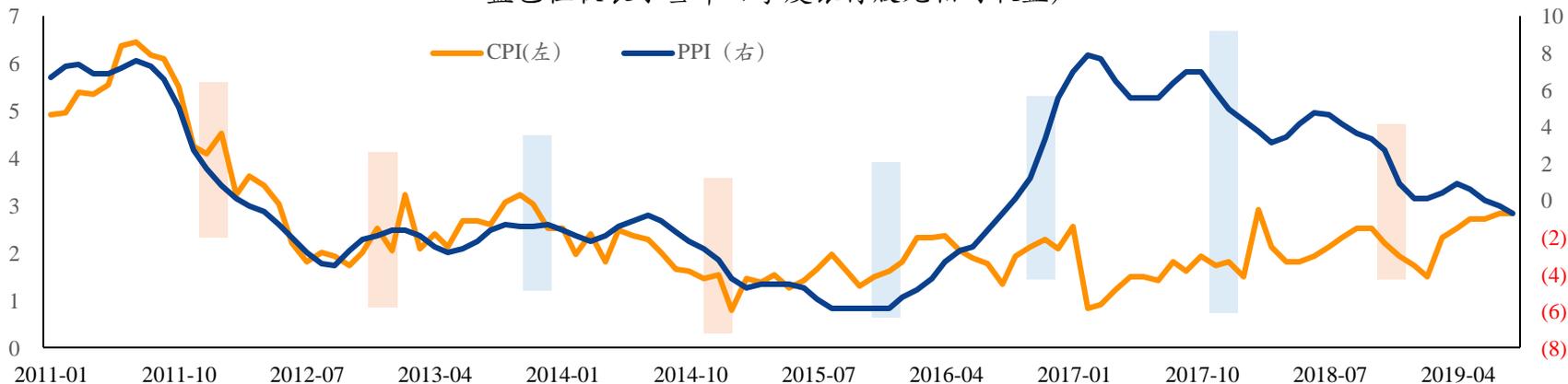
2011Q4、2014Q4、2018Q4——CPI与PPI双双下行，货币政策空间充足；

2012Q4——CPI与PPI从三年来的低点回升，实体经济边际转好；

2019年4月以来，PPI逐月降低，并在三季度由正转负；但CPI受猪价上涨影响缓慢上行，绝对水平已不低。

CPI和PPI历史走势图

(粉色柱状表示当年四季度银行股有相对收益，
蓝色柱状表示当年四季度银行股无相对收益)



数据来源: wind、安信证券研究中心

以史鉴今

3) 信贷余额同比增速:

2011Q4、2014Q4——信贷余额同比增速即将或正在触底回升；2018Q4——信贷余额同比增速处在阶段性企稳回升的中继；
2019年3月以来，信贷余额同比增速从13.7%持续下行至8月的12.4%，这一探底境况与2011、2014年相似。

金融机构各项贷款余额同比增速变化情况
(粉色柱状表示当年四季度银行股有相对收益,
蓝色柱状表示当年四季度银行股无相对收益)



数据来源: wind、安信证券研究中心

以史鉴今

每年12月中央经济工作会议对财政政策的定调

2010	实施积极的财政政策和稳健的货币政策，发挥财政政策在稳定增长、改善结构、调节分配、促进和谐等方面的作用；保持财政收入稳定增长， <u>优化财政支出结构，下决心压缩一般性支出，厉行节约；加强地方政府性债务管理，坚决防止借“十二五”时期开局盲目铺摊子、上项目。</u>
2011	实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要继续完善结构性减税政策，加大民生领域投入，积极促进经济结构调整， <u>严格财政收支管理，加强地方政府债务管理。</u>
2012	实施积极的财政政策和稳健的货币政策，要结合税制改革完善结构性减税政策。各级政府要 <u>厉行节约，严格控制一般性支出，把钱用在刀刃上。</u>
2013	必须继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，要进一步调整财政支出结构，厉行节约，提高资金使用效率，完善结构性减税政策，扩大营改增试点行业。
2014	继续实施积极的财政政策， 积极的财政政策要有力度。
2015	积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，适当增加必要的财政支出和政府投资。
2016	财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革，降低企业税费负担，保障民生兜底的需要。
2017	积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方债务管理。
2018	积极的财政政策要加力提效， 实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。

以史鉴今

➤ 财政政策：

2011Q4、2012Q4——

针对财务收支管理、地方政府债务管理的表述边际弱化；

2014Q4、2018Q4——

积极的财政政策要加大力度，且未强调债务管理等其他约束或政策目标。

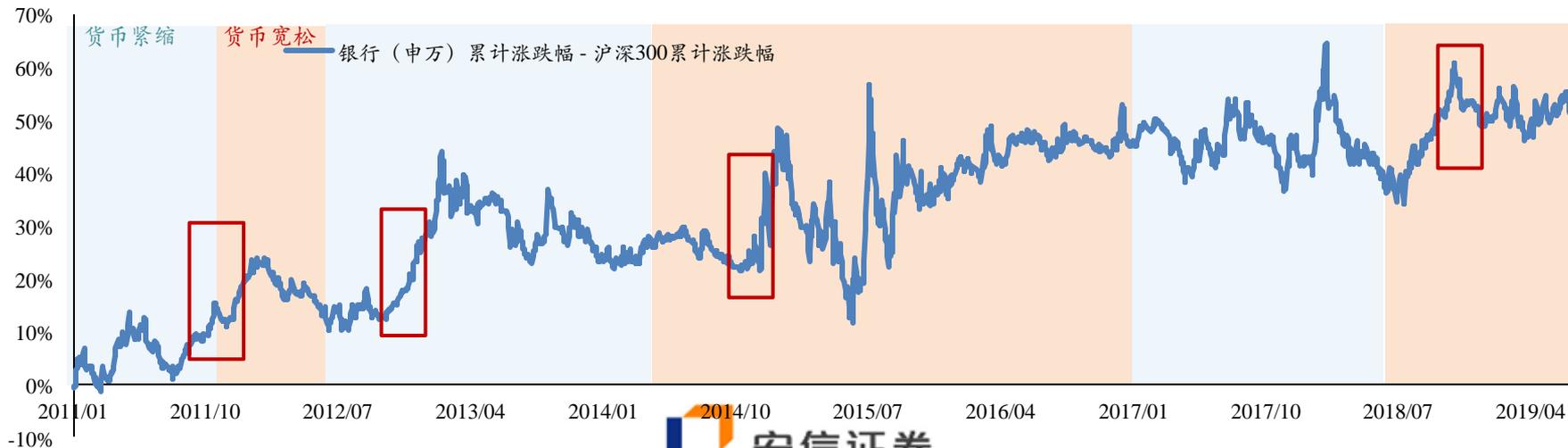
2019Q3以来，积极的财政政策更加积极。减税降费、隐性债务置换、允许符合条件的专项债充当项目资本金、提前下达明年专项债券部分新增额度等政策相继落地，逆周期调节力度不断加码。

以史鉴今

货币政策：

- 1) 除2012年外，2011、2014、2018Q4银行板块有相对收益均对应宽松（或转向宽松）的货币政策，且在当季内都有降准或降息；
- 2) 除2011年外，2012、2014、2018Q4季中发布的三季度货币政策执行报告均强调了“稳增长”的重要性。
- 3) 2019Q3以来，国内经济下行压力加大，货币宽松基调下，通过LPR改革疏通宽货币向宽信用的传导，并辅以降准；后续为推动贷款实际利率水平明显降低，不排除货币宽松政策进一步加码的可能。

不同货币政策取向下银行板块的相对收益表现（红框表示当年四季度银行板块有相对收益）



以史鉴今

季中11月发布的三季度货币政策执行报告表述

2011	<p>货币政策定调为“适时适度进行预调微调”，并首次提出要“加强系统性风险防范”；报告指出“当前经济增长由政策刺激向自主增长有序转变”、“稳健货币政策成效逐步显现，货币信贷增长向常态水平回归”，引导市场形成“总量维稳、结构微调、定向宽松”的预期。</p> <p>2011.12.5降低存款准备金率0.5pc。</p>
2012	<p>央行对国际经济形势的措辞延续第二季度的谨慎，但认为国内短期回暖，相较二季度“总体缓中趋稳”，增加了“继续出现积极变化”；依然强调把“稳增长放在更为重要的位置”，并增加了“重在保持货币环境的稳定”。</p>
2014	<p>央行对未来经济的展望由“有望保持平稳运行”转为“一定阶段内经济下行压力和潜在风险暴露可能会有所增大”，稳增长压力下，货币政策边际放宽，对流动性管理的重心从“调节好流动性总闸门”转换为“调节好流动性水平”。</p> <p>2014.11.22非对称下调存款基准利率25bp、贷款基准利率40bp</p>
2018	<p>流动性管理目标由“合理稳定”转向“合理充裕”；不再提“坚定做好结构性去杠杆工作”，去杠杆政策逐渐纠偏，宏观经济进入稳杠杆阶段；增长与风险的平衡点，略向“稳增长”倾斜。</p> <p>2018.10.15降低存款准备金率1pc</p> <p>2019.1.4降低存款准备金率1pc</p>

数据来源：央行、安信证券研究中心

以史鉴今

➤ 估值水平

银行板块四季度有相对收益的年份，行业指数估值水平在Q3均突破了前期历史低位。

2019Q3行业指数PB估值虽未突破，但已逼近历史最低水平，9月平均PB估值仅为0.78倍。



数据来源：wind、安信证券研究中心

以史鉴今

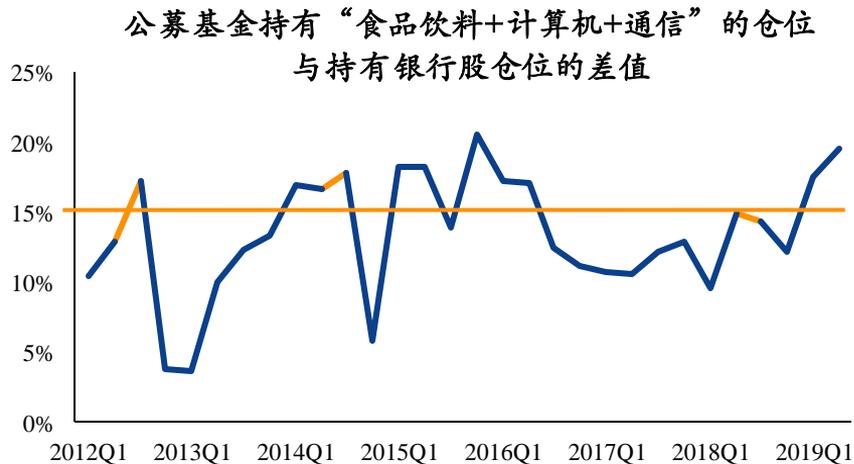
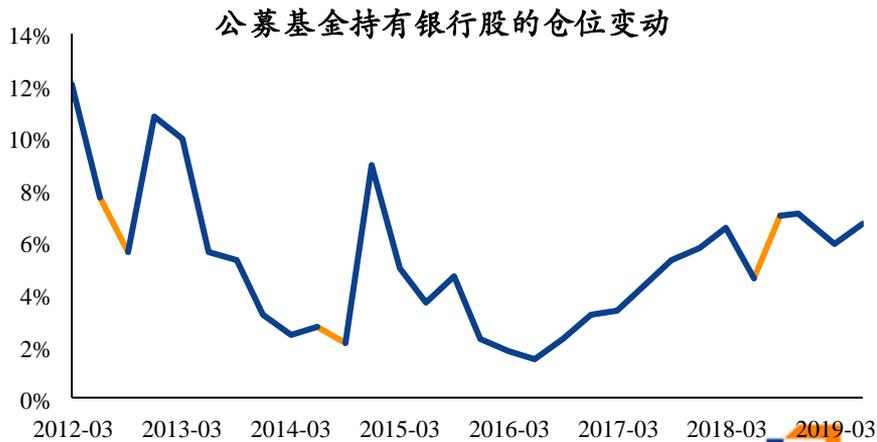
公募基金仓位

绝对仓位：2012Q4、2014Q4——Q3公募基金持有的银行股仓位处于历史低位；

2018Q4——银行板块Q3开始凸显防御属性，当时仓位已经有所提升；

相对仓位：2012、2014、2018Q4——Q3公募基金持有的“食品饮料+计算机+通信”较银行股仓位高出15pc左右；

2019Q3大盘V型反转后又震荡向下，结合9月北向资金已开始增配银行股，推测季末公募基金持有的银行股仓位虽较Q2有所回落，但绝对水平仍不算低；而相对仓位差值目前处在高位。



数据来源：wind、安信证券研究中心

说明：图中黄色部分，对应银行板块四季度有相对收益时，公募基金在当年第三季度的持仓情况

以史鉴今

		2011Q4	2012Q4	2014Q4	2018Q4	2019Q3
经济运行情况	PMI	PMI触底回升，有效提振经济信心		PMI持续下行并突破荣枯线，强化政策加码预期		PMI已连续五个月位于荣枯线以下，实体经济增长承压，但边际上已有好转迹象 2011、2012
	CPI&PPI	同2014、2018	CPI与PPI从三年来低点回升，实体经济好转	CPI与PPI双双下行，货币政策空间充足		4月以来，PPI逐月降低，并在三季度转负；但CPI受猪价上涨影响缓慢上行，绝对水平已不低 和过去不同，存在滞胀担忧
	信贷增速	信贷增速即将触底回升	信贷增速持续下行期	信贷增速正在触底回升	信贷增速处在阶段性企稳回升的中继	3月后，信贷增速从13.7%持续下行至8月的12.4% 2011、2012
财政政策		针对财务收支管理、地方政府债务管理的表述边际弱化		积极的财政政策要加大力度，且未强调债务管理等其他约束或政策目标		积极的财政政策更加积极，逆周期调节力度不断加码 2014、2018
货币政策		1) 除2012年外，2011、2014、2018Q4银行板块有相对收益均对应宽松（或转向宽松）的货币政策，且在季内都有降准或降息； 2) 除2011年外，2012、2014、2018Q4季中发布的三季度货币政策执行报告，均强调了“稳增长”的重要性			货币宽松基调下，Q3通过LPR改革疏通宽货币向宽信用的传导，并辅以降准；后续为推动贷款实际利率水平明显降低，不排除货币政策进一步加码的可能 相似	
交易层面	估值水平	行业指数估值水平在Q3均突破了前期历史低位			2019Q3行业指数PB估值虽未突破，但已逼近历史最低水平 近似	
	绝对仓位		Q3公募基金持有的银行股仓位处于历史低位	银行板块Q3已凸显防御属性，当时仓位就有所提升		Q3大盘V型反转后震荡向下，推测Q3公募基金持有的银行股仓位较Q2回落但绝对水平不低 2018
	相对仓位		Q3公募基金持有的“食品饮料+计算机+通信”较银行股仓位高出15pc左右		相对仓位差值处在高位 近似	

Part 2: 银行现况

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

a) 资产质量依然稳健，估值有底

上市银行6月末环比3月末的不良率变化情况

➤ 不良率

从上市银行6月末环比3月末的不良率变化情况来看，绝大多数是下降的，而且降幅还不小。

不良率	19Q1	19Q2	D	不良率	19Q1	19Q2	D
农行	1.53%	1.43%	-10 bp	招行	1.35%	1.23%	-12 bp
工行	1.51%	1.48%	-3 bp	平安	1.73%	1.68%	-5 bp
建行	1.46%	1.43%	-3 bp	浦发	1.88%	1.83%	-5 bp
中行	1.42%	1.40%	-2 bp	光大	1.59%	1.57%	-2 bp
交行	1.47%	1.47%	0 bp	华夏	1.85%	1.84%	-1 bp
国有行	1.48%	1.44%	-4 bp	兴业	1.57%	1.56%	-1 bp
郑州	2.46%	2.39%	-7 bp	民生	1.75%	1.75%	0 bp
成都	1.51%	1.46%	-5 bp	中信	1.72%	1.72%	0 bp
西安	1.23%	1.19%	-4 bp	股份行	1.66%	1.62%	-4 bp
苏州	1.58%	1.55%	-3 bp	江阴	2.08%	1.91%	-17 bp
杭州	1.40%	1.38%	-2 bp	港行	1.53%	1.43%	-10 bp
上海	1.19%	1.18%	-1 bp	无锡	1.21%	1.11%	-10 bp
宁波	0.78%	0.78%	0 bp	紫金	1.68%	1.66%	-2 bp
南京	0.89%	0.89%	0 bp	常熟	0.96%	0.96%	0 bp
江苏	1.39%	1.39%	0 bp	青农	1.46%	1.46%	0 bp
长沙	1.29%	1.29%	0 bp	吴江	1.25%	1.26%	1 bp
青岛	1.68%	1.68%	0 bp	农商行	1.44%	1.39%	-5 bp
贵阳	1.46%	1.50%	4 bp				
北京	1.40%	1.45%	5 bp				
城商行	1.30%	1.31%	0 bp				

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

上市银行6月末环比3月末/较年初的真实不良率变化情况

➤ 真实不良率

把“不良率+关注率”看作真实不良率，其改善幅度更加可观。

真实不良率	19Q2	较年初	较一季度末	真实不良率	19Q2	较年初	较一季度末
农行	3.86%	-47 bp		华夏	5.64%	-65 bp	-12 bp
工行	4.19%	-25 bp		招行	2.53%	-34 bp	
中行	4.13%	-19 bp		平安	4.16%	-32 bp	-15 bp
交行	3.79%	-15 bp		兴业	3.44%	-18 bp	-25 bp
建行	4.23%	-4 bp		浦发	4.73%	-14 bp	-12 bp
国有行	4.08%	-23 bp		光大	3.87%	-13 bp	
青岛	6.22%	-109 bp	-50 bp	中信	4.04%	-9 bp	
郑州	4.79%	-63 bp	-7 bp	民生	5.09%	-5 bp	
成都	2.87%	-55 bp	-18 bp	股份行	4.04%	-22 bp	-42 bp
杭州	2.49%	-22 bp	2 bp	青农	7.09%	-163 bp	-72 bp
南京	2.20%	-11 bp	-13 bp	港行	5.22%	-149 bp	-59 bp
苏州	4.27%	1 bp		常熟	2.68%	-38 bp	-23 bp
上海	3.04%	4 bp	1 bp	吴江	5.67%	-31 bp	1 bp
宁波	1.41%	8 bp	-1 bp	无锡	1.63%	-29 bp	-9 bp
江苏	3.73%	9 bp	8 bp	江阴	3.17%	-24 bp	-50 bp
长沙	4.28%	9 bp	3 bp	紫金	3.52%	7 bp	-6 bp
北京	2.46%	12 bp		农商行	4.41%	-63 bp	-32 bp
西安	3.65%	18 bp	-23 bp				
贵阳	4.58%	64 bp	44 bp				
城商行	3.04%	0 bp	-19 bp				

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

➤ 不良核销处置规模

从上市银行今年上半年的不良处置规模占去年全年的比重来看，股份行和城商行仍维持了较大的处置力度，而国有行和农商行的不良处置力度总体是边际趋缓的。

说明多数银行，尤其是国有行和农商行，中报不良率的改善并不完全是靠多核销多处置做出来的，是有一定可信度或者说现实意义的。

上市银行2019年上半年核销处置不良规模
及占2018年全年处置规模的比重

不良核转	19H1/18A	不良核转	19H1/18A
中行	33.1%	民生	39.6%
交行	34.2%	平安	46.7%
工行	40.5%	浦发	58.6%
农行	47.4%	中信	58.9%
建行	61.6%	招行	61.6%
国有行	42.6%	兴业	67.9%
郑州	15.4%	光大	71.9%
西安	23.3%	华夏	207.5%
苏州	28.0%	股份行	60.9%
贵阳	35.2%	无锡	13.5%
成都	37.0%	青农	19.9%
北京	40.6%	紫金	40.8%
杭州	44.2%	吴江	48.0%
江苏	48.5%	江阴	64.1%
宁波	61.2%	常熟	71.9%
青岛	70.9%	港行	91.7%
南京	85.3%	农商行	46.9%
长沙	88.3%		
上海	99.3%		
城商行	53.5%		

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

➤ 不良生成率

从上市银行19H1年化不良生成率较18H2的边际变化来看，上升和下降的银行家数差不多一半一半；分类别来看，国有大行的不良生成率总体改善最为明显。这样一个结果至少可以说明，眼下银行的资产质量并没有出现行业性的恶化。

上市银行2018H1、2018H2、2019H1年化不良生成率及边际变化

不良生成率	18H1	18H2	19H1	环比	不良生成率	18H1	18H2	19H1	环比
农行	0.59%	1.03%	0.68%	-36 bp	平安	2.65%	3.15%	2.14%	-101 bp
中行	0.94%	0.86%	0.66%	-20 bp	民生	1.75%	2.62%	1.63%	-99 bp
工行	0.86%	0.83%	0.64%	-19 bp	兴业	1.06%	1.70%	1.61%	-9 bp
交行	1.46%	0.97%	0.83%	-14 bp	招行	0.48%	0.72%	0.80%	8 bp
建行	0.48%	0.51%	0.61%	10 bp	光大	1.61%	1.43%	1.75%	32 bp
成都	0.75%	1.69%	0.93%	-75 bp	浦发	2.09%	1.65%	2.01%	36 bp
北京	0.85%	1.79%	1.04%	-75 bp	中信	2.37%	1.15%	1.65%	50 bp
杭州	1.10%	1.18%	0.87%	-31 bp	华夏	0.82%	1.37%	3.19%	183 bp
宁波	0.29%	0.61%	0.48%	-13 bp	吴江	1.21%	1.87%	-1.27%	-314 bp
江苏	0.87%	0.50%	0.62%	12 bp	无锡	0.98%	0.21%	0.07%	-14 bp
上海	0.58%	1.12%	1.27%	15 bp	江阴	1.51%	1.81%	1.72%	-9 bp
南京	0.87%	1.04%	1.22%	18 bp	常熟	0.77%	0.59%	0.99%	40 bp
贵阳	2.84%	1.40%	1.59%	19 bp	港行	1.03%	1.03%	1.78%	74 bp

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

上市银行6月末逾期90天以上贷款率及较年初变化

上市银行	19H	较年初	上市银行	19H	较年初
中行	1.03%	-11 bp	华夏	1.76%	-96 bp
农行	0.94%	-9 bp	浦发	1.47%	-16 bp
交行	1.27%	-3 bp	平安	1.57%	-13 bp
工行	1.13%	-3 bp	中信	1.53%	-10 bp
建行	0.96%	9 bp	招行	0.99%	-9 bp
国有行	1.04%	-3 bp	民生	1.67%	-2 bp
成都	1.09%	-41 bp	兴业	1.29%	5 bp
郑州	2.00%	-35 bp	光大	1.39%	6 bp
青岛	1.32%	-32 bp	股份行	1.42%	-13 bp
北京	1.14%	-20 bp	港行	0.39%	-26 bp
杭州	1.03%	-4 bp	无锡	0.83%	-19 bp
贵阳	1.07%	-2 bp	江阴	1.72%	-17 bp
南京	0.82%	-2 bp	紫金	0.80%	-14 bp
长沙	1.22%	1 bp	吴江	0.81%	-11 bp
江苏	1.26%	6 bp	常熟	0.56%	-10 bp
西安	1.17%	6 bp	青农	1.13%	-8 bp
苏州	1.44%	8 bp	农商行	0.91%	-13 bp
宁波	0.76%	11 bp			
上海	1.09%	19 bp			
城商行	1.12%	-3 bp			

上市银行6月末逾期90天以内贷款率及较年初变化

上市银行	19H	较年初	上市银行	19H	较年初
中行	0.39%	-33 bp	民生	0.70%	-18 bp
农行	0.56%	-11 bp	兴业	0.72%	-6 bp
工行	0.55%	-4 bp	平安	0.93%	3 bp
交行	0.55%	2 bp	招行	0.57%	6 bp
建行	0.47%	7 bp	中信	1.10%	7 bp
国有行	0.50%	-8 bp	华夏	0.76%	7 bp
青岛	1.05%	-74 bp	浦发	0.96%	17 bp
郑州	1.63%	-44 bp	光大	1.21%	19 bp
上海	0.52%	-26 bp	股份行	0.86%	4 bp
宁波	0.17%	-8 bp	青农	0.85%	-47 bp
江苏	0.43%	5 bp	港行	0.28%	-23 bp
杭州	0.17%	5 bp	常熟	0.31%	-23 bp
苏州	0.46%	8 bp	无锡	0.25%	-6 bp
南京	0.59%	10 bp	江阴	0.55%	9 bp
成都	0.73%	13 bp	紫金	0.20%	10 bp
长沙	0.80%	21 bp	吴江	1.24%	58 bp
北京	0.87%	25 bp	农商行	0.54%	-9 bp
西安	0.65%	35 bp			
贵阳	3.42%	158 bp			
城商行	0.70%	8 bp			

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

➤ 不良偏离度

从上市银行6月末不良偏离度较年初的变化情况来看，不良认定总体还是进一步趋严的，尤其是农商行板块，本来就很低，中报加权平均不良偏离度又进一步降至65%；大行微升了一点，但因为绝对值很低，几乎可以忽略；股份行和城商行整体是下降的，但内部分化比较大，有升有降。

上市银行6月末不良偏离度及较年初变化

不良偏离度	19H	较年初	不良偏离度	19H	较年初
中行	73.60%	-7.4 pc	华夏	95.57%	-51.6 pc
交行	86.44%	-0.9 pc	浦发	80.41%	-4.2 pc
工行	76.74%	0.7 pc	中信	88.77%	-3.6 pc
农行	65.69%	0.7 pc	平安	93.86%	-3.5 pc
建行	67.18%	7.1 pc	民生	95.48%	-1.2 pc
国有行	72.38%	0.6 pc	招行	80.37%	1.5 pc
成都	74.75%	-23.2 pc	兴业	82.59%	3.7 pc
青岛	78.59%	-19.8 pc	光大	88.69%	4.6 pc
北京	78.75%	-13.5 pc	股份行	87.38%	-4.6 pc
郑州	83.67%	-11.7 pc	港行	26.99%	-16.6 pc
贵阳	71.42%	-9.5 pc	常熟	58.49%	-8.3 pc
杭州	74.67%	0.6 pc	紫金	48.39%	-7.5 pc
长沙	94.06%	0.8 pc	无锡	75.07%	-7.4 pc
南京	95.59%	1.6 pc	吴江	64.47%	-5.4 pc
江苏	90.79%	4.3 pc	青农	77.49%	0.3 pc
西安	98.34%	5.9 pc	江阴	89.98%	2.0 pc
苏州	93.18%	12.5 pc	农商行	65.19%	-5.3 pc
上海	92.43%	13.4 pc			
宁波	96.45%	14.0 pc			
城商行	84.47%	-6.2 pc			

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

不良偏离度

所以要怎么理解部分银行不良偏离度回升？

一种理解是不良认定边际放松；另一种理解是跟核销对象有关。

即便部分银行存在放松不良认定的现象，但考虑到不良偏离度仍都控制在100%以内，可视为在不良认定愈加严格的大趋势下所做的短期调节。这种现象不可持续，也不会造成明显的不良隐患。

小结

从上市银行中报有关资产质量的方方面面来看，的确是在改善的。边际上的不确定性当然存在，譬如逾期90天以内贷款率的波动、不良偏离度的波动，但都是局部的，尚未演化成行业现象，并且对产生负向变动的个股来说，也还远不足以颠覆不良率的向好趋势。

不良偏离度较年初回升银行不良先行指标的变化情况

上市银行	不良偏离度		逾期90天以内贷款		关注率	
	19H	较年初	19H	较年初	19H	较年初
青农	77.49%	0.3 pc	0.85%	-47 bp	5.63%	-152 bp
杭州	74.67%	0.6 pc	0.17%	5 bp	1.11%	-15 bp
工行	76.74%	0.7 pc	0.55%	-4 bp	2.71%	-21 bp
农行	65.69%	0.7 pc	0.56%	-11 bp	2.43%	-31 bp
长沙	94.06%	0.8 pc	0.80%	21 bp	2.99%	9 bp
招行	80.37%	1.5 pc	0.57%	6 bp	1.30%	-21 bp
南京	95.59%	1.6 pc	0.59%	10 bp	1.31%	-11 bp
江阴	89.98%	2.0 pc	0.55%	9 bp	1.26%	0 bp
兴业	82.59%	3.7 pc	0.72%	-6 bp	1.88%	-17 bp
江苏	90.79%	4.3 pc	0.43%	5 bp	2.34%	9 bp
光大	88.69%	4.6 pc	1.21%	19 bp	2.30%	-11 bp
西安	98.34%	5.9 pc	0.65%	35 bp	2.46%	19 bp
建行	67.18%	7.1 pc	0.47%	7 bp	2.80%	-1 bp
苏州	93.18%	12.5 pc	0.46%	8 bp	2.72%	14 bp
上海	92.43%	13.4 pc	0.52%	-26 bp	1.86%	0 bp
宁波	96.45%	14.0 pc	0.17%	-8 bp	0.63%	8 bp



银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

上市银行6月末公司贷款不良率较年初的变化情况

对公不良率	19H	较年初	对公不良率	19H	较年初
浦发	2.42%	-29 bp	青岛	2.07%	-5 bp
农行	2.13%	-24 bp	杭州	1.80%	-4 bp
宁波	0.84%	-17 bp	光大	1.93%	-3 bp
交行	1.63%	-15 bp	中行	2.52%	-2 bp
招行	2.00%	-13 bp	上海	1.48%	-2 bp
平安	2.71%	-11 bp	兴业	2.39%	-2 bp
建行	2.50%	-10 bp	民生	1.54%	0 bp
成都	1.70%	-10 bp	中信	2.64%	3 bp
工行	2.00%	-7 bp	青农	1.43%	3 bp
郑州	2.87%	-7 bp			

上市银行6月末零售贷款不良率较年初的变化情况

零售不良率	19H	较年初	零售不良率	19H	较年初
青农	1.80%	-42 bp	南京	0.72%	2 bp
杭州	0.62%	-15 bp	平安	1.09%	2 bp
成都	0.89%	-13 bp	光大	1.20%	3 bp
中信	0.90%	-10 bp	青岛	0.79%	3 bp
农行	0.58%	-7 bp	建行	0.46%	5 bp
中行	0.65%	-5 bp	浦发	1.41%	13 bp
招行	0.74%	-5 bp	郑州	1.89%	15 bp
民生	2.04%	-5 bp	交行	1.13%	19 bp
北京	0.36%	-3 bp	上海	0.82%	21 bp
工行	0.69%	-2 bp	宁波	1.02%	39 bp
兴业	0.66%	2 bp			

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

银行现况——资产质量依然稳健，估值有底

- 总结：银行的资产质量正处在一个局部酝酿，但整体平稳甚至向好的过渡阶段。

从表面上看，对公不良大幅改善，零售不良风险可控，综合使得上市银行整体的不良率稳中向好。

深入一点来看，当前银行的资产质量处在一个过渡阶段。

1) 对公方面，存量不良不断暴露不断处置，消化了很久，基本已经出清得七七八八，而新增投放一方面很少，近年来银行的信贷资源都在向零售倾斜，一方面投出去的也非常审慎。经济形势边际下行尚不足以拖累新投放的对公贷款大面积生成不良；

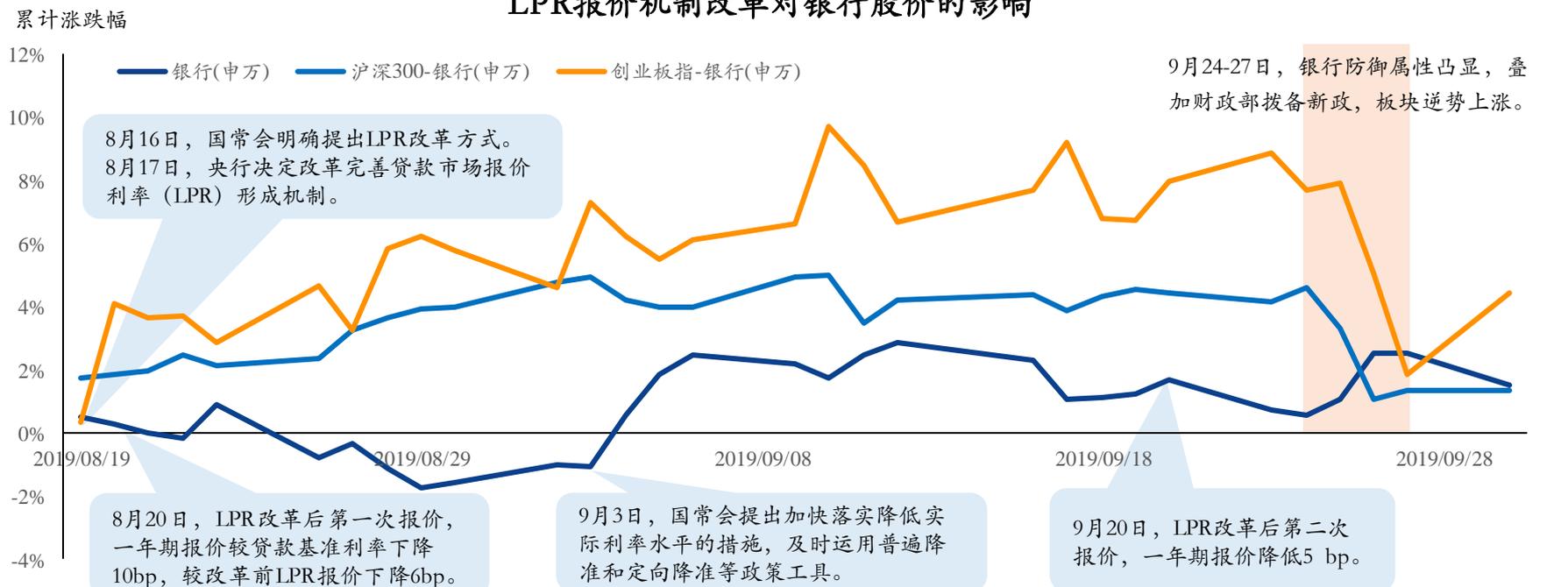
2) 零售方面，虽然信用卡、消费贷的不良逐渐抬头，但体量和早年的对公大额不良不是一个量级，对银行整体的资产质量不会形成颠覆性的扰动。

- 资产质量相对稳健，估值有底。即便经济持续下行，考虑前期不良消化充分、认定趋严，以及近年信贷投向的结构调整，资产质量也不会显著恶化。

银行现况——股价对银行让利实体、基本面下行的预期已反映得较为充分

b) 股价对银行让利实体、基本面下行的预期已反映得较为充分。后续对边际利空钝化，对边际利好敏感。

LPR报价机制改革对银行股价的影响



银行现况——股价对银行让利实体、基本面下行的预期已反映得较为充分

LPR报价机制改革对银行净息差及净利润增速的影响测算

重点上市银行	2019		2020	
	净息差	净利润增速	净息差	净利润增速
8月20日LPR下调	-0.29 bp	-0.40 pc	-0.82 bp	-0.71 pc
全面降准影响	0.25 bp	0.13 pc	0.83 bp	0.39 pc
9月20日LPR下调	-0.10 bp	-0.11 pc	-0.41 bp	-0.35 pc
综合	-0.14 bp	-0.38 pc	-0.41 bp	-0.67 pc

数据来源：wind、安信证券研究中心；说明：数据基于部分重点银行测算

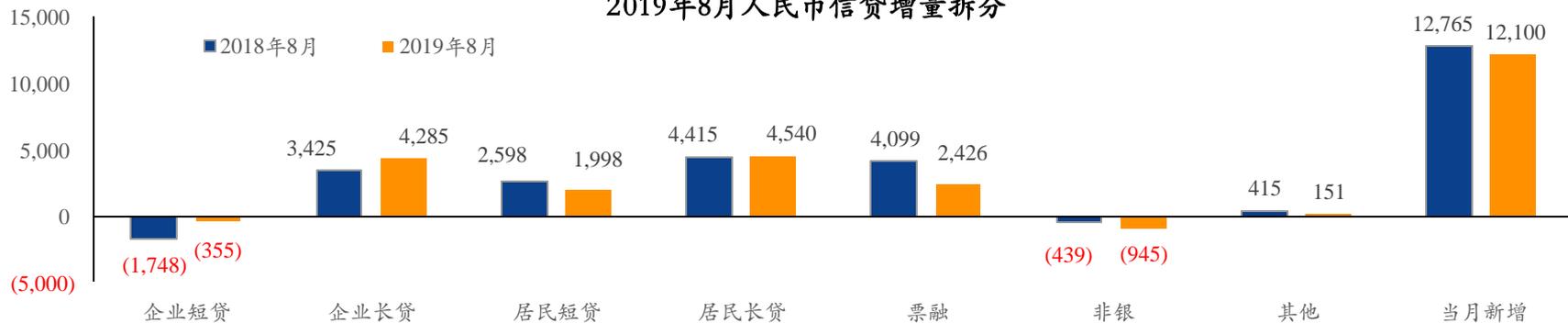
银行现况——买入银行股相当于买入经济企稳的正向期权

c) 买入银行股相当于买入经济企稳的正向期权

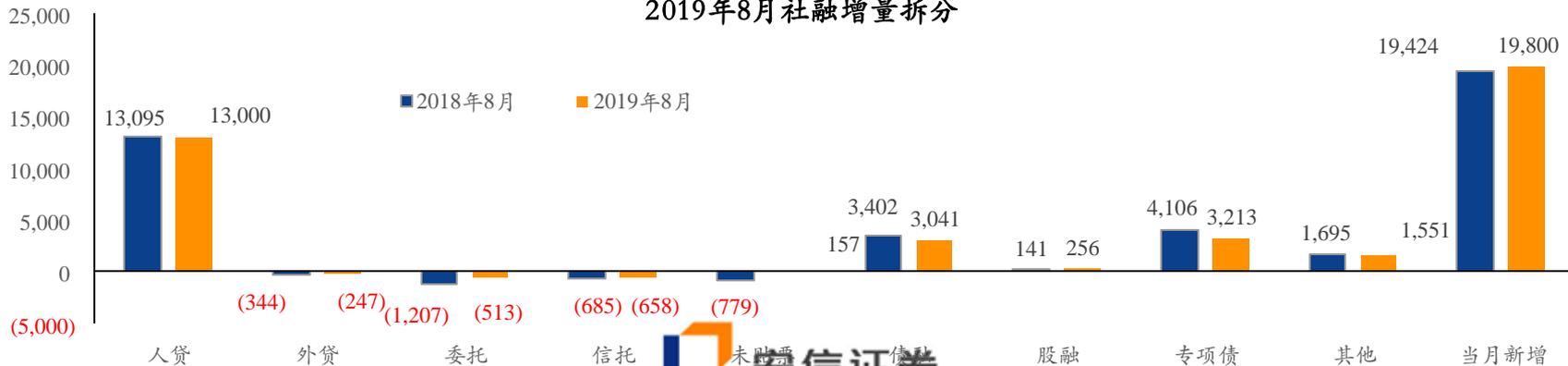
- 8月新增信贷、社融的规模与结构都小幅超预期，企业长贷边际上量释放积极信号；
9月降准后信贷适度放量可期，重点关注对公中长期贷款规模的改善能否持续、制造业信贷需求是否有所回暖。
- 9月制造业PMI环比回升0.3pc，但剔除季节性因素后是否可持续尚待观察；
“稳增长”导向下，“经济退、政策进”的大平衡不破。三季度逆周期调节政策连续落地，如果四季度经济数据差强人意，后续逆周期调节加码的确定性增强。

银行现况——买入银行股相当于买入经济企稳的正向期权

2019年8月人民币信贷增量拆分



2019年8月社融增量拆分

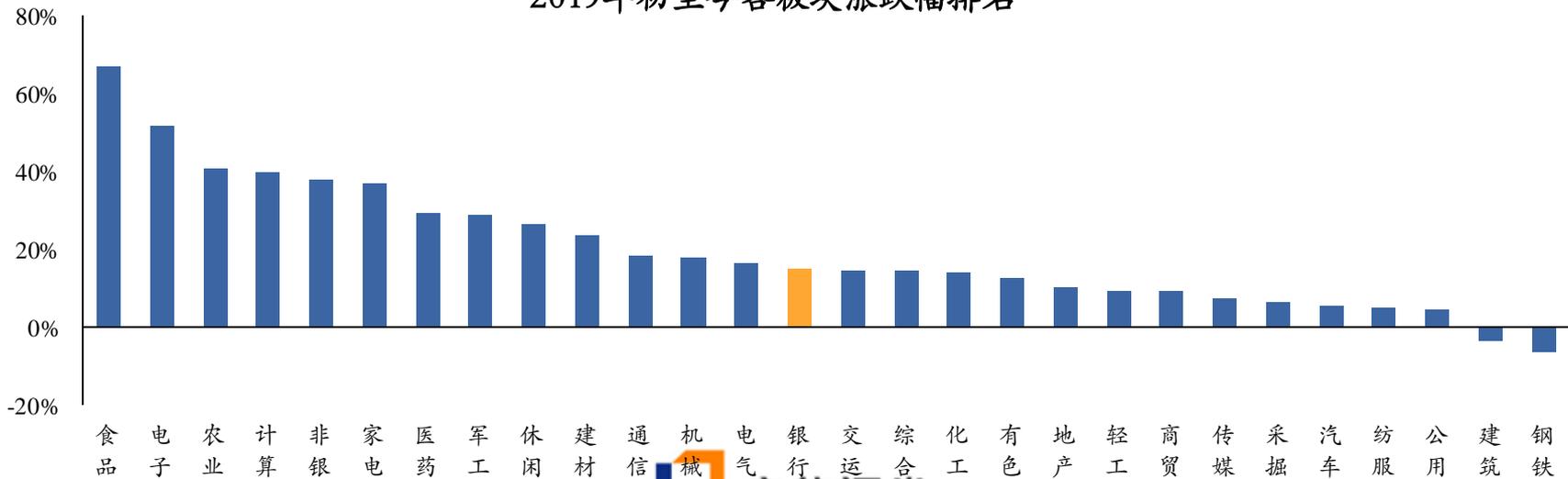


银行现状——从配置和防御的角度来看有较高性价比

d) 从配置和防御的角度来看有较高性价比

- 年初至今，消费、科技等强势板块累计涨幅可观，四季度投资经理“落袋为安”、“求稳”的诉求或边际上升，可能引致阶段调仓；
- 银行板块绝对估值低、股息率高，年底又将面临估值切换，叠加应对内外部不确定性的防御属性，具有较高的配置性价比。

2019年初至今各板块涨跌幅排名



数据来源：wind、安信证券研究中心

Part 3: 个股推荐

个股推荐

“平常兴”组合（平安银行、常熟银行、兴业银行）+ “光波”组合（光大银行、宁波银行）

➤ 平安银行

- a) 连续几个季度财务表现不俗，业绩可持续性得到验证。无论是零售转型初级阶段的顺利推进，还是对公存量不良的有序出清，都一再兑现了前期的战略规划。而中报全面超预期则是促成投资者对平安银行的认知由“量变”转为“质变”的临界点，平安银行顺利晋级为板块内继招行、宁波之后的“准核心资产”。
- b) 外资基于平安银行业绩持续兑现、发展潜力巨大的长线逻辑大幅买入，同时也进一步强化了内资对平安银行的信心。平安银行发展战略的分步有序推进、落实到财务上的持续改善、与海内外投资者高频有效的交流，形成了可验证、可加强的良性循环。
- c) 展望后续，对公业务发力有望驱动业绩可持续增长，同时为零售转型提供助力、争取时间，零售转型有望稳步向纵深阶段推进。考虑平安银行的集团禀赋、战略前景和持续改善轨迹，我们认为其估值水平仍有提升空间。

个股推荐

➤ 常熟银行

- a) 首发解禁利空靴子落地，消化调整接近到位；
- b) 下半年是小微信贷需求旺季，加之大行普惠金融竞争较上半年明显放缓，小微信贷量增价稳有望支撑公司三季报业绩边际改善。

➤ 兴业银行

- a) 估值处于历史底部，中长期具备较高投资性价比；
- b) 待管理层明朗、业绩边际改善，弹性可期。

➤ 光大银行

- a) 估值相对便宜；
- b) 中报超出预期，预计优异的业绩表现有望持续。

➤ 宁波银行

作为行业龙头，中报业绩保持稳定实属难能可贵，其经营管理能力的壁垒愈加被市场认知和接受。

分析师声明

■ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

致谢!

安信证券研究中心 银行团队

