

银行

**专题！银行三季度报前瞻及投资策略：
基本面稳定，稳健收益会被市场重视**

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

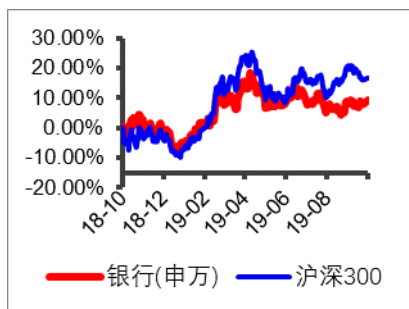
研究助理：贾靖

Email: jjajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	33
行业总市值(百万元)	9,532,572
行业流通市值(百万元)	6,583,723

行业-市场走势对比



相关报告

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.58	0.79	0.82	0.86	0.89	7.06	6.78	6.52	6.24	-	增持
建设银行	7.14	0.96	1.01	1.05	1.08	7.40	7.04	6.82	6.60	-	增持
农业银行	3.49	0.58	0.57	0.59	0.62	6.02	6.16	5.90	5.65	-	增持
招商银行	35.1	2.78	3.19	3.53	3.97	12.65	11.01	9.96	8.87	-	增持
宁波银行	26.9	1.80	2.10	2.24	2.69	14.99	12.80	12.03	10.02	-	增持

备注：

投资要点

- **3 季度银行报表稳健持续。1、3 季度预计利润增速与半年度持平，国有行 4.8%、股份行 9%，小银行 14%。**拨备有释放利润空间，但鉴于财务规则修订尚处于征求意见期间，监管态度不明确，预计银行 3 季度释放业绩不会激进。**2、3 季度营业收入增速国有行 7%，股份行 16.6%，城商行在 19%左右，基数影响有所缓解。**
- **银行板块投资建议：市场风格转向稳健收益，建议加配银行股。1、银行基本面的三个特点：**a、客观讲，银行基本面与宏观相关，趋势缓慢下行，不是方向资产；b、基本面稳健会好于预期，稳健程度好于大部分周期板块；c、低估值、高股息率：大行、股份行、城商行算术平均股息率分别为 4.83%、3.35%、3.92%。**2、银行面临的宏观环境趋势：**经济缓慢下行，货币政策逐渐放松（利率下行，资产荒是趋势）；前者对压制银行股基本面，后者是利于银行投资面，尤其是大类资产配置而言。**3、4 季度的投资环境利于银行股，增加其配置。3 季度市场重点在“方向资产”，追求高收益；市场充分预期了经济趋势对银行股负面影响，高股息率在宽货币的优势被忽视，3 季度银行股被市场减持。4 季度，市场风格如果转向获取稳健收益，银行股稳健收益的特征会受到市场重视，建议加配银行板块。**
- **3 季报银行股核心指标分析：净息差下行缓慢。1、净息差分析。**贷款供求关系处于弱平衡状态，叠加重定价影响，预计贷款利率下行缓慢；LPR 新政、结构因素总体影响不大。存款利率 3 季度压力相对减缓，但主动负债利率下行的正面贡献会减弱，负债端总体平稳。**2、资产质量稳健，**总体压力不大，3 季度不良率保持稳定。**3、中间业务收入：**对营收的贡献度在高位有所下行。
- **银行个股投资逻辑：核心资产逻辑持续。1、银行分化是长趋势，核心资产会持续，银行股核心资产：宁波银行、常熟银行、招商银行和平安银行。**（中泰 10 月金股是常熟，9 月金股是宁波）。**2、绝对收益者可以考虑高股息率策略，选择标准是低估值高 roe：**A 股中的光大银行、兴业银行、南京银行；港股中工商银行（H）、建设银行（H）。
- **风险提示：**经济下滑超预期，金融监管超预期。

一、银行 3 季报营业收入和利润预测

1.1 营收同比：3、4 季度低基数效应基本消除

- 下半年低基数效应基本消除。我们做的两种情况低基数贡献相关测算，一个是假设息差环比持平，一个是息差环比下降 1-2bp 的情况：1、假设息差环比持平、3-4 季度非息累积同比增速与半年度持平，国有行、股份行半年报情况与半年度的营收同比接近、预计国有行 7%，股份行 16.6%，全年分别 6.9%、15%；城商行半年报较半年度略降 2 个点，在 20%左右，全年 18.7%。2、假设在存贷利差环比稍降背景下，银行净息差 3、4 季度分别环比下降 1bp，3-4 季度非息累积同比依旧与半年度增速持平，营收增速与息差持平基本一致。

图表：假设息差环比持平，低基数对营收同比增速贡献

	1Q19	1H19	环比持平		环比下降	
			3Q19	2019	3Q19	2019
工商银行	10.7%	9.6%	9.0%	8.8%	8.8%	8.5%
建设银行	8.7%	6.9%	5.6%	6.1%	5.5%	5.8%
农业银行	9.4%	4.7%	4.0%	4.0%	3.9%	3.7%
中国银行	11.3%	8.3%	9.2%	8.3%	9.0%	8.0%
交通银行	18.5%	11.4%	9.0%	7.6%	8.9%	7.3%
招商银行	12.1%	9.5%	9.5%	9.3%	9.4%	9.0%
中信银行	19.1%	14.9%	14.4%	13.1%	14.2%	12.8%
浦发银行	26.9%	18.5%	16.1%	14.4%	15.9%	14.1%
民生银行	19.4%	16.9%	15.1%	12.2%	15.0%	12.0%
兴业银行	34.7%	22.6%	20.6%	19.3%	20.5%	19.0%
光大银行	33.7%	26.8%	24.1%	23.2%	24.0%	22.8%
华夏银行	22.7%	21.0%	22.3%	21.4%	22.2%	21.1%
平安银行	15.9%	18.5%	22.3%	21.2%	22.1%	20.9%
北京银行	23.8%	19.6%	18.5%	15.5%	18.4%	15.1%
南京银行	30.0%	23.3%	22.2%	21.3%	22.1%	21.0%
宁波银行	23.5%	19.8%	14.4%	11.7%	14.3%	11.4%
江苏银行	29.1%	27.3%	31.4%	33.4%	31.2%	33.2%
贵阳银行	9.3%	12.0%	11.7%	9.3%	11.5%	9.0%
杭州银行	26.6%	25.7%	21.4%	25.1%	21.2%	24.7%
上海银行	42.2%	27.4%	22.3%	17.3%	22.2%	17.1%
成都银行	16.9%	12.4%	8.3%	6.1%	8.2%	5.8%
江阴银行	41.4%	18.0%	10.6%	8.4%	10.4%	8.1%
无锡银行	4.8%	4.8%	2.2%	2.9%	2.0%	2.5%
常熟银行	19.6%	13.7%	10.5%	9.2%	10.4%	8.9%
吴江银行	25.2%	14.8%	10.4%	7.8%	10.3%	7.5%
张家港行	33.2%	25.7%	25.5%	22.3%	25.3%	21.9%
上市银行	14.7%	11.3%	10.6%	10.1%	10.5%	9.8%
国有行	10.6%	7.8%	7.1%	6.9%	6.9%	6.6%
股份行	21.8%	17.3%	16.6%	15.4%	16.5%	15.1%
城商行	27.5%	22.3%	20.5%	18.7%	20.3%	18.4%
农商行	23.2%	15.0%	11.4%	9.9%	11.3%	9.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

1.2 净利润：拨备有释放利润空间，预计利润增速与半年度持平

- 拨备：存量拨备处于较高水平，有释放利润的空间。**2019年9月26日财政部发布《金融企业财务规则（征求意见稿）》，其中提到：为真实反映金融企业经营成果，防止金融企业利用准备金调节利润，对于大幅超提准备金予以规范。以银行业金融机构为例，监管部门要求的拨备覆盖率基本标准为150%，对于超过监管要求2倍以上，应视为存在隐藏

利润的倾向，要对超额计提部分还原成未分配利润进行分配。鉴于财务规则修订尚处于征求意见期间，监管对于具体操作尚未明晰，预计银行3季度释放业绩不会激进。

图表：行业拨备对不良的覆盖能力

	2017	1H18	2018	1Q19	1H19	环比变动
工商银行	154.07%	173.21%	175.76%	185.85%	192.02%	6.17%
建设银行	171.08%	193.16%	207.90%	214.23%	217.50%	3.27%
农业银行	208.37%	248.40%	252.18%	263.93%	278.38%	14.45%
中国银行	159.18%	164.79%	181.97%	184.62%	177.52%	-7.10%
交通银行	154.73%	174.46%	173.13%	173.47%	173.53%	0.06%
招商银行	262.11%	316.08%	358.18%	363.17%	394.12%	30.95%
中信银行	169.44%	151.19%	157.98%	169.89%	165.17%	-4.72%
浦发银行	132.44%	146.52%	154.88%	159.71%	156.51%	-3.20%
民生银行	155.61%	162.74%	134.05%	137.82%	142.27%	4.45%
兴业银行	211.79%	209.55%	207.28%	204.78%	193.52%	-11.26%
光大银行	158.18%	173.04%	176.16%	178.70%	178.04%	-0.66%
华夏银行	156.51%	158.47%	158.59%	157.51%	144.83%	-12.68%
平安银行	151.08%	175.81%	155.24%	170.59%	182.53%	11.94%
北京银行	284.78%	277.45%	234.28%	214.11%	212.53%	-1.58%
南京银行	462.54%	462.97%	462.66%	415.46%	435.30%	19.84%
宁波银行	493.17%	499.24%	521.93%	520.57%	522.31%	1.74%
江苏银行	184.24%	182.11%	203.85%	210.77%	217.57%	6.80%
贵阳银行	269.68%	262.69%	266.05%	276.31%	261.05%	-15.26%
杭州银行	211.04%	228.81%	256.01%	264.12%	281.55%	17.43%
上海银行	272.51%	304.68%	332.94%	328.77%	334.16%	5.39%
成都银行	201.35%	231.96%	236.97%	230.70%	237.96%	7.26%
江阴银行	192.15%	206.50%	233.80%	269.98%	264.86%	-5.12%
无锡银行	193.63%	206.82%	234.58%	263.04%	286.43%	23.39%
常熟银行	326.04%	386.67%	444.70%	458.99%	453.58%	-5.41%
苏农银行	201.36%	224.87%	248.02%	263.79%	266.79%	3.00%
张家港行	185.67%	207.01%	223.73%	221.50%	232.84%	11.34%
上市银行	177.06%	194.99%	201.29%	207.51%	210.31%	2.80%
国有行	171.64%	192.82%	200.97%	208.14%	211.64%	3.50%
股份行	176.66%	187.71%	189.16%	194.92%	195.59%	0.66%
城商行	273.22%	279.48%	280.74%	273.59%	277.68%	4.09%
农商行	217.47%	241.91%	274.00%	292.84%	301.01%	8.17%

来源：公司财报，中泰证券研究所

- 预计利润增速与半年度持平，国有行4.7%、股份行9%，小银行14%。另净利润对信用成本敏感性较高，我们对信用成本对净利润做了敏感性分析：每少计提5bp信用成本，净利润同比增速可提升2.5个百分点。

图表：3 季度净利润增速预计与半年度持平

	1Q18	1H18	1-3Q18	2018	1Q19	1H19	1-3Q19E
上市银行	5.6%	6.5%	6.9%	5.6%	6.3%	6.7%	6.3%
国有行	4.8%	5.6%	5.9%	4.7%	4.2%	4.8%	4.7%
股份行	6.0%	7.0%	7.7%	6.5%	10.0%	10.4%	9.2%
城商行	13.1%	15.0%	15.4%	13.6%	14.5%	14.4%	13.3%
农商行	12.6%	15.2%	15.8%	11.3%	14.6%	14.7%	14.3%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：净利润对信用成本的敏感性分析

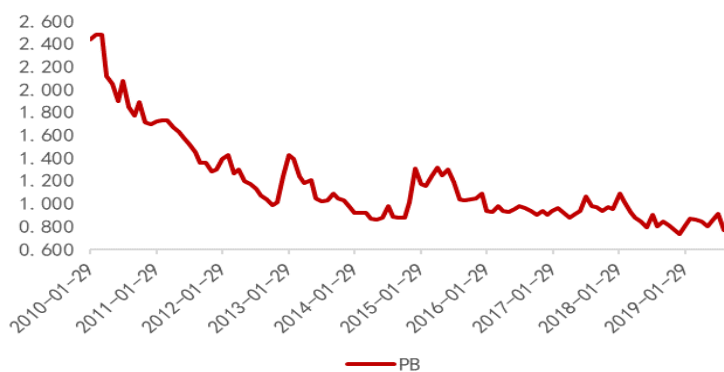
		信用成本-5bp	信用成本-10bp		
	19E 净利润 1	19E 净利润 2	19E 净利润 3	净 2-净 1	净 3-净 1
国有行	4.5%	7.0%	9.4%	2.4%	4.9%
股份行	7.3%	10.0%	12.7%	2.7%	5.4%
城商行	13.5%	15.9%	18.3%	2.4%	4.8%
农商行	13.3%	16.2%	19.1%	2.9%	5.9%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

二、银行板块投资建议：市场风格转向稳健收益，建议加配银行股

2.1 银行基本面的三个特点

- a、客观讲，银行基本面与宏观相关，趋势缓慢下行，不是方向资产；b、基本面稳健会好于预期，稳健程度好于大部分周期板块（详见年度策略《“弱周期”or“强周期”》）；c、低估值、高股息率。大行、股份行、城商行算术平均股息率分别为 4.83%、3.35%、3.92%。
- 当前估值处于历史底部。银行板块当前股价对应静态 PB 为 0.79X，突破 14 年中行业经营压力较大时的历史底部（14 年中静态 PB 在 0.88 倍）。

图表：银行板块历史 PB


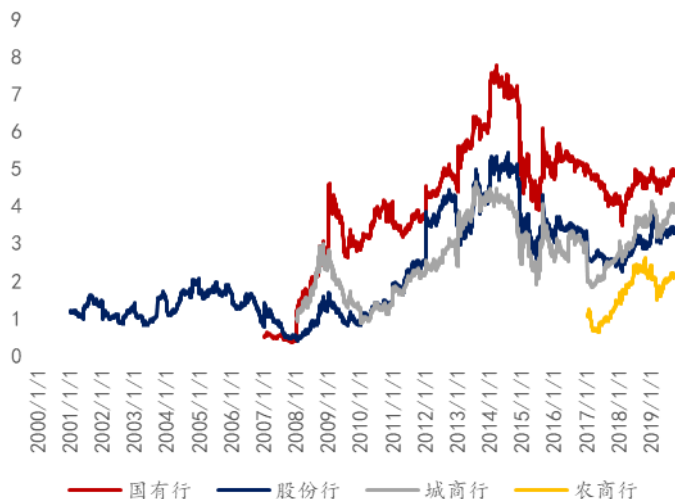
来源：Wind，中泰证券研究所

- **股息率处于较高位。**银行当前三季度算术平均股息率 3.47%，从 2006 年至今的数据看，当前股息率处于较高的水平，高于均值的 2.87%，也高于中位数 2.80%。**银行各板块股息率均走高**，大行、股份行、城商行、农商行当前 3 季度算术平均股息率分别为 4.83%、3.35%、3.92%以及 2.13%，均高于各自板块的历史均值 4.17%、2.54%、2.67%、1.66%；也高于历史中位数 4.43%、2.62%、2.65%、1.76%。

图表：银行股股息率走高


注：算术平均股息率统计时间自 2006.1.1 至 2019.9.25

来源：Wind，中泰证券研究所

图表：各子板块股息率均走高


来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行板块股息率均值与中位数情况 (%)

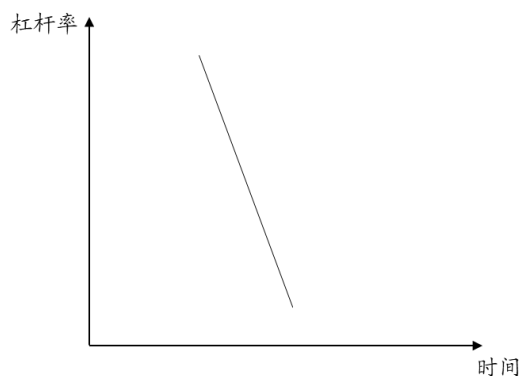
	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行
3Q19 均值	3.47	4.83	3.35	3.92	2.13
平均数	2.87	4.17	2.54	2.67	1.66
中位数	2.80	4.43	2.62	2.65	1.76

来源：Wind，中泰证券研究所

2.2 银行面临的宏观环境趋势

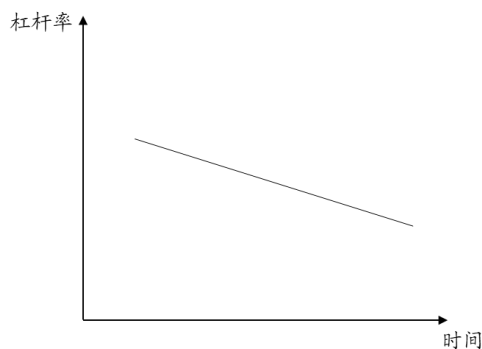
- **经济缓慢下行，货币政策逐渐放松（资产荒趋势持续）；**前者对银行股不利，后者对银行投资利好。
- **经济去杠杆的模式是“时间换空间”。**在金融监管、货币政策未来在“箱体”运动的背景下，包括宏观经济下降是缓慢的，斜率会比较平缓；但政策不强刺激，下滑的趋势的不会改变。我们经济去杠杆还在路上，模式是“时间换空间”：下滑斜率缓慢，同时见底的时间就比较漫长。

图表：美国去杠杆模式（07-08年）



资料来源：中泰证券研究所

图表：中国去杠杆模式（未来）



资料来源：中泰证券研究所

- 货币政策宽松背景下，银行板块股息率与金融市场利率差值再度走阔至高位。当前3季度平均股息率高于1年期国债收益率0.86个百分点，高于06年来平均差值的0.20%，也高于中位数差值的0.28%，配置价值显著。

图表：银行股股息率与金融市场利率差值在历史高位

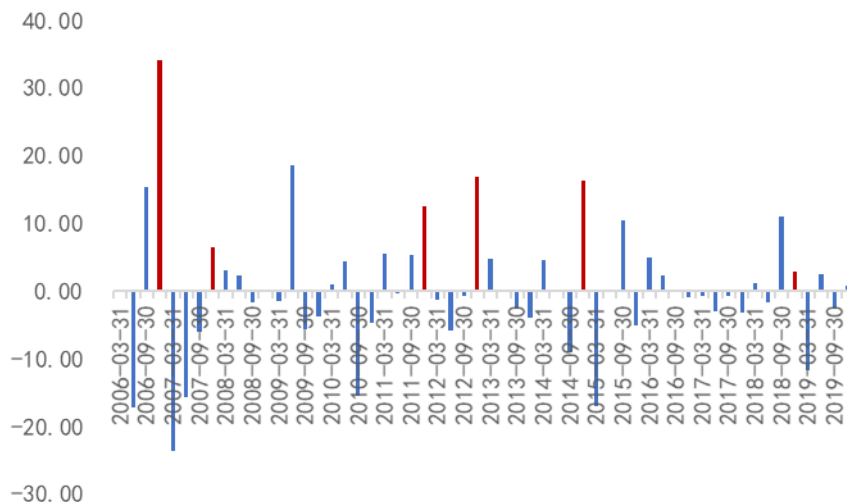


来源：Wind，中泰证券研究所

2.3 季度的投资环境利于银行股，增加其配置

- 3季度市场重点在“方向资产”，追求高收益；市场充分预期了经济趋势对银行股负面影响，高股息率在宽货币的优势被忽视；3季度银行股被市场减持。4季度，市场风格如果转向获取稳健收益，银行股稳健收益的特征会受到市场重视，建议加配银行板块。

图表：银行股相对沪深 300 超额收益情况



来源：Wind，中泰证券研究所

三、银行净息差预测：利率因素与结构因素

3.1 净息差：预计缓慢下行

3.1.1 利率维度——存贷利差略收窄

资产端

信贷利率：预计环比小幅下行

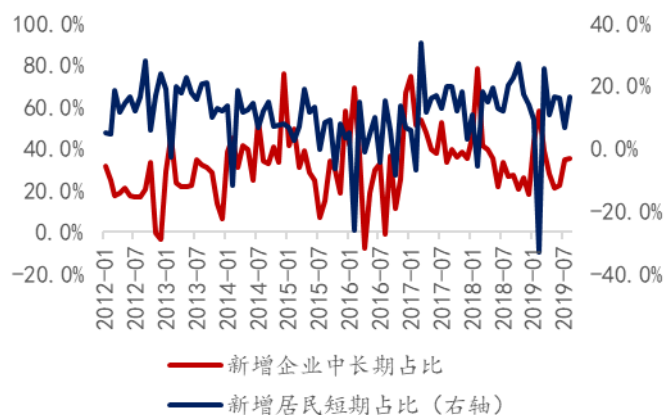
- 综合考虑信贷供求关系、信贷结构、降息与重定价影响，预计 3 季度信贷利率环比小幅下行：1) 供求方面，供求弱平衡下，预计贷款利率环比持平。2) 信贷期限结构方面，3 季度企业中长期占比环比提升对新增贷款收益率有小幅的正向贡献，居民消费贷占比基本与 2 季度持平，小微则对整体贷款收益率影响有限。3) 降息预计对银行最终定价影响有限。4) 重定价则对信贷收益率有小幅的拖累。
- 供求关系的边际变动：在供给仍大于需求的弱平衡状态下，预计贷款利率环比 2 季度持平；后续面临房地产融资需求被遏制的背景下，预计有效需求将进一步回落，而银行信贷供给不会快速回落，信贷利率大概率将环比走低。在经济下行背景下，实体企业融资需求较弱，而房地产贷款需求被遏制，预计银行的有效需求将会回落；17 年以来新增房地产贷款占比走高，制造业与批零售业贷款规模则有所下降。

图表：老 16 家上市银行新增贷款占比

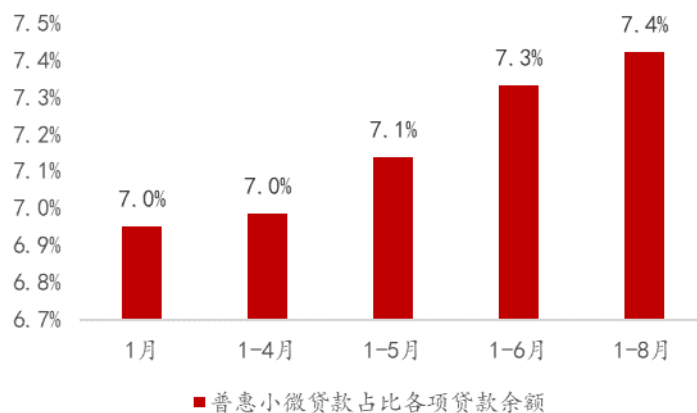
	2015	2016	2017	2018	1H19
制造业	-0.7%	-4.7%	-0.1%	-2.1%	3.4%
批零	-1.9%	-3.6%	-3.8%	-4.7%	-0.3%
租赁服务	9.2%	10.5%	18.1%	7.2%	10.7%
基建	14.7%	16.9%	27.0%	13.6%	14.7%
房地产	4.1%	-0.7%	6.0%	9.7%	9.2%
建筑业	1.0%	-0.4%	1.6%	2.4%	4.5%
对公	33.8%	27.4%	53.6%	26.4%	46.7%
按揭	37.2%	56.4%	41.1%	38.2%	26.0%
信用卡	8.6%	8.9%	16.0%	14.7%	6.7%
消费及经营	0.3%	-1.7%	6.0%	5.9%	2.6%
个贷	48.2%	64.5%	65.1%	61.5%	45.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 信贷结构：综合期限结构、客户结构情况看，预计 3 季度企业中长期占比环比提升对新增贷款收益率有一定的正向贡献，居民消费贷占比基本与 2 季度持平，小微则对整体贷款收益率影响有限。**
 - 期限结构**，新增企业中长期占比环比提升，预计对贷款收益率有小幅的拉动：7-8 月新增企业中长期占比环比 2 季度提升 10 个百分点至 35% 左右（增量部分占比整体存量相对较小，影响有限）。
 - 客户结构**，收益率较高的居民消费贷在监管趋严、共债风险加大背景下，新增占比环比 2 季度总体持平、略微往下：2 季度新增居民短期贷款占比 14.4%；7-8 月新增占比 11.5%。
 - 小微占比**环比 2 季度升幅较小，对信贷收益率边际影响基本可忽略不计：截至 19 年 8 月，普惠型小微贷款占比各项贷款 7.4%，较 6 月占比小幅提升 0.1 个百分点，假设新增小微信贷收益率下降 1 个点，对贷款总收益率拖累仅 0.1bp。

图表：信贷结构-新增企业中长期与居民短期占比


来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：普惠小微占比各项贷款余额情况


来源：人民网等公开资料，中泰证券研究所

- 降息：预计对银行利润影响有限，LPR 是银行给最优客户的贷款利率，实际定价过程银行会考虑资金成本、风险成本、管理成本，以 LPR 为**

基准加点。静态测算的话，考虑新老划断，仅测算增量部分，8月LPR定价较原来下降6bp，银行19年净息差较原来下降0.1bp、对税前利润影响0.09%；9月1年期LPR定价环比下降5bp，银行19年净息差较原来下降0.03bp，对税前利润影响0.02%；8-9月LPR报价下行对19年净息差累计影响0.13bp、对税前利润影响0.11%。

图表：LPR报价下降对银行利润影响静态测算

LPR报价较原来下降6bp对上市银行利润影响测算						
LPR降幅	净息差变动 (bp)		对 PPOP 影响		对税前利润影响	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
6bp	-0.1	-0.3	-0.05%	-0.14%	-0.09%	-0.23%
1年期LPR报价较原来下降5bp对上市银行利润影响测算						
	净息差变动 (bp)		对 PPOP 影响		对税前利润影响	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
5bp	-0.03	-0.07	-0.02%	-0.04%	-0.02%	-0.06%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **重定价：对信贷收益率有小幅的拖累**，根据上市银行19年半年度财报数据，大约有38%的存量贷款将于3季度进行重定价，假设这部分信贷定价较原来下降15bp，则对整体信贷收益率有6bp的拖累。

图表：老16家上市银行重定价情况(1H19)

	3M以内	3M-1Y
工行	39.1%	58.6%
建行	23.3%	74.1%
农行	25.0%	70.6%
中行	40.5%	54.1%
交行	54.4%	36.4%
招行	37.5%	55.7%
中信	42.0%	52.9%
浦发	25.5%	67.9%
民生	68.1%	20.6%
兴业	82.7%	15.8%
光大	54.5%	40.4%
华夏	16.2%	34.3%
平安	50.2%	39.1%
北京	33.9%	60.7%
南京	38.4%	46.7%
宁波	21.2%	62.7%
上市银行	37.8%	56.5%
国有行	34.0%	62.0%
股份行	47.6%	42.7%
城商行	32.4%	57.9%

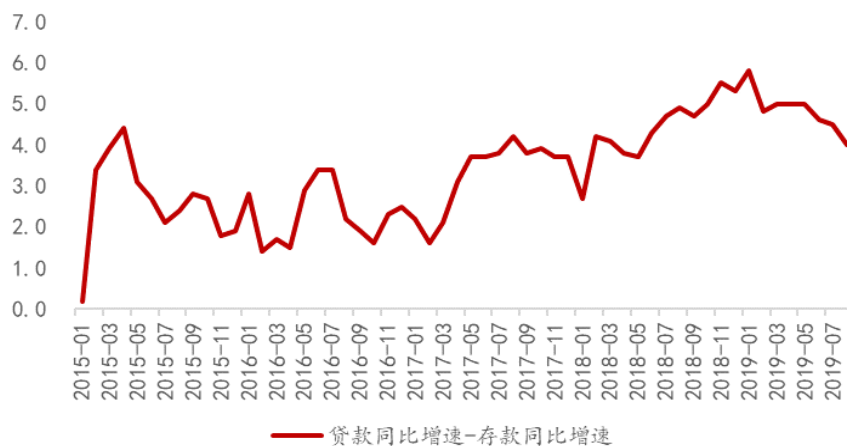
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

负债端

1、存款付息率：上行压力预计小于 2 季度

- **从存款派生、分流及期限结构看，预计存款付息率上行压力小于 2 季度：**
1) 存款派生保持顺畅，贷存款同比增速差维持下行趋势。2) 理财收益与新产品要求使得理财对存款的分流压力有所弱化。3) 3 季度存款定期化趋势有所缓解。
- **存款派生保持顺畅：**19 年来存款派生修复趋势不改，贷存款同比增速差自年初扭转 17、18 年因非标渠道严监管而持续上行的态势，截至 19 年 3 季度仍维持下行趋势。

图表：贷存款同比增速差 (%)



资料来源：Wind，中泰证券研究所

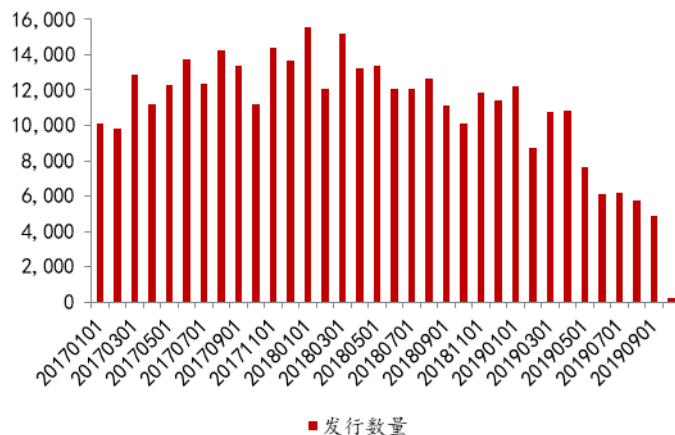
- **理财对存款的分流压力递减：**随资金市场利率下行而走低的理财收益率对居民的吸引力相对减弱，产品的发行数量随着净值化转型也在下降，整体理财对存款的分流压力是在减缓的。

图表：理财收益率下行



来源：Wind，中泰证券研究所

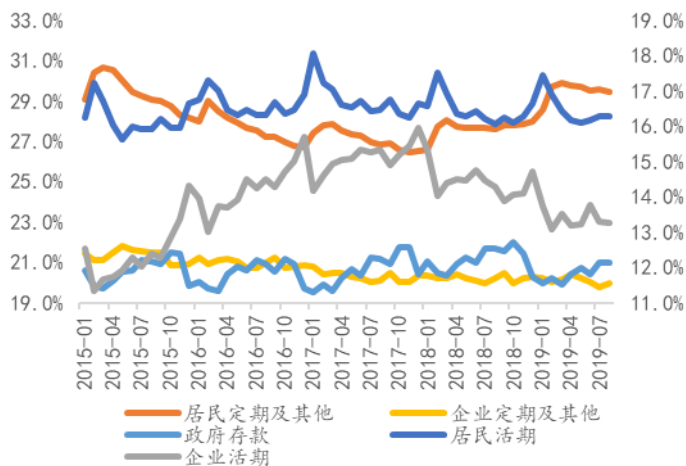
图表：全部理财产品发行数量持续下降



来源：Wind，中泰证券研究所

- **存款结构：3季度存款定期化趋势有所缓解**，结构性存款同比增速由18年的高点53.9%也降至4.5%，预计与监管对结构性存款监管趋严有关。未来一段时间看，存款的定期化趋势不可避免，企业投资意愿下降，金融脱媒下银行高息揽储，存款成本的稳定更加看重银行对客户的服务，从而留存的稳定活期存款。

图表：各类存款占比情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：结构性存款同比增速



来源：Wind，中泰证券研究所

2、主动负债利率：资金市场利率震荡格局下对负债成本环比贡献有限

- **新增与存量替换的主动负债对付息成本基本没有贡献**：由18年同业负债和同业存单久期情况来看，约75%的同业负债久期为3个月、22%的久期在3个月到1年；99%的同业存单久期在一年。由当前资金市场利率情况可知，自18年3季度以来，资金市场利率一直处于震荡格局，没有明显上行、也没有明显下降，不管是1个季度滚续的，还是一年期替换的主动负债均对付息成本基本没有贡献。

图表：上市银行主动负债重定价日期结构（2018）

同业负债							
	3个月内	3个月至1年					
上市银行	75.0%	21.5%					
国有行	74.9%	19.1%					
股份行	76.1%	23.1%					
城商行	62.4%	37.6%					
同业存单							
	1M	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y
商业银行	2.27%	12.75%	8.43%	16.37%	59.22%	0.13%	0.84%

注：上市银行为老16家
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：3M 同业存单发行利率 (%)

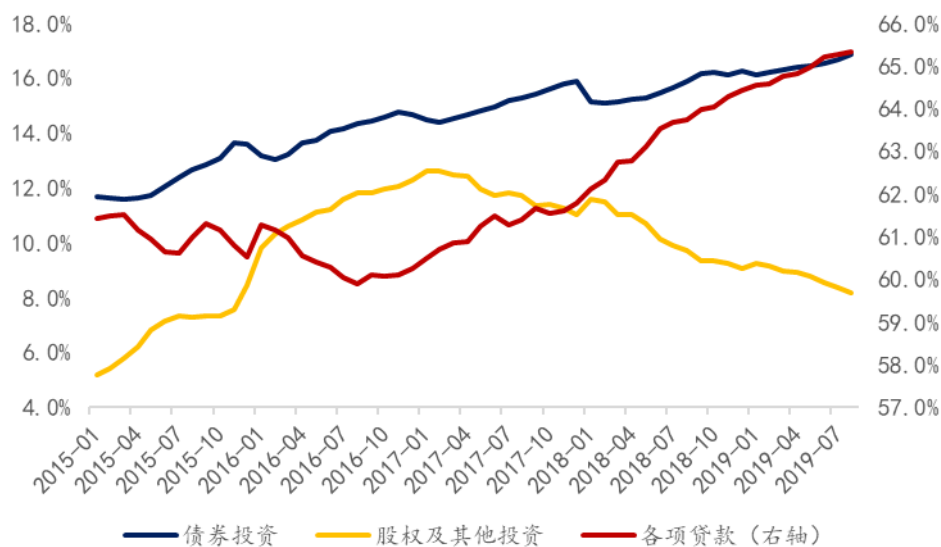


资料来源：Wind，中泰证券研究所

3.1.2 结构维度——预计对息差贡献有限

- **资产端信贷占比在鼓励宽信用政策下预计仍会上行：**由存款类金融机构各项资产占比情况来看，7-8月贷款的占比环比6月仍是上行趋势，环比上升0.2%至65.4%，而股权及其他投资占比则是保持下降、8月占比环比下降0.3%至8.2%，预计非标资产占比下降对资产端收益率的拖累相对较大。

图表：存款类金融机构各项资产占比情况

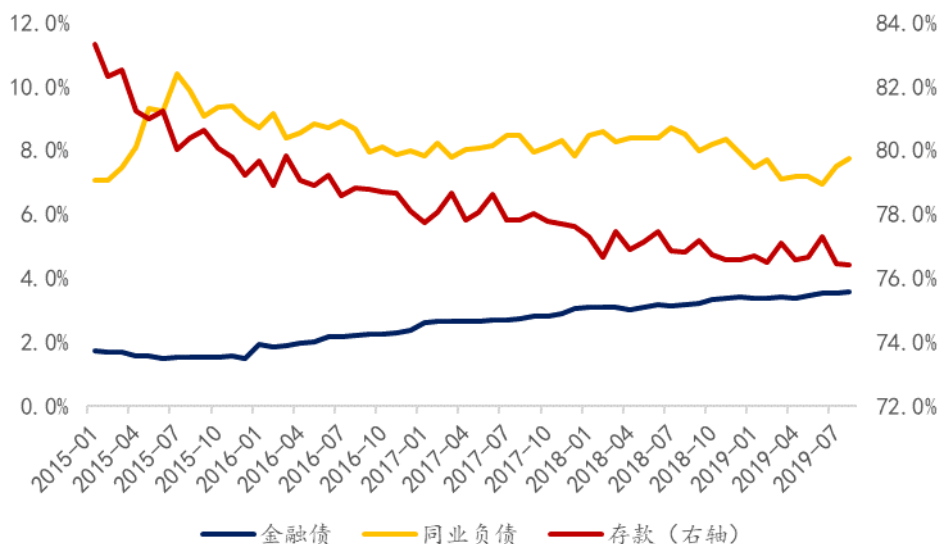


资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **负债端存款占比环比微降，预计包商事件破刚兑对同业资金的吸纳影响减缓，部分吸储压力较大的银行加大了同业资金的负债力度：**截至19

年8月，存款类金融机构存款（别除非银行业金融机构存款）占比总资金来源较6月下降0.9个百分点至76.4%，非银机构存款占比环比6月上升0.8个百分点至7.7%。

图表：存款类金融机构各项负债占比情况

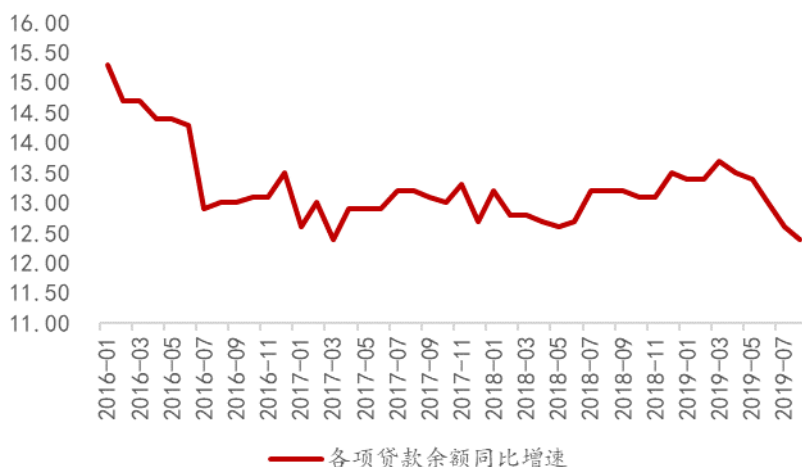


资料来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 量的角度：生息资产规模贡献边际减弱，但下行幅度有限

- 3 季度生息资产规模扩张对业绩增长贡献边际减弱，预计 4 季度趋势不改；但由于经济增长仍偏弱，鼓励宽信用政策不变，银行整体生息资产规模增速下行会比较缓慢。社融数据中各项贷款余额包括信贷与非银机构拆借，结合地方债，可类比银行的生息资产规模情况。其中地方专项债 3、4 季度受高基数拖累已较为明确；而各项贷款同比增速自 1 季度末达到高点、转头向下，对各细项新增情况进行拆解，拖累各项贷款增速的主要为企业与居民的信贷有效需求不足，非银机构新增拆借资金在 7-8 月则较去年同期回归正增长。企业方面，一方面是企业投资意愿减弱，新增中长期信贷较去年减少；另一方面则是监管对票据监管趋严，新增票据较去年同期也有较大幅度的下降。居民加杠杆力度受消费贷、信用卡监管较严限制，整体加杠杆力度弱于去年同期。企业与居民的拖累因素预计在 4 季度仍会维持，同时在 18 年各项贷款增速高基数基础上，我们预计 4 季度的各项信贷增速仍会走低，但受鼓励宽信用政策影响，下行幅度有限。

图表：金融机构各项贷款余额同比增速情况（%）



资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：金融机构新增人民币贷款比去年同期细项情况（亿元）

	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据	非银机构	总贷款
1Q18	799	-1,700	-3,650	-2,200	10,285	2,672	6,393
1H18	674	-1,500	-4,019	-2,700	9,466	2,149	4,200
3Q18	1,727	-500	-2,485	-900	9,596	1,016	9,245
2018	2,600	200	-1,164	-2,000	5,390	1,747	6,594
1Q19	-377	900	4,513	1,200	8,380	-4,738	9,465
1H19	-623	1,600	1,456	-3,600	-450	-1,161	-3,100
7-8月	-4,807	-4,343	-865	-4,137	-4,520	843	-18,400

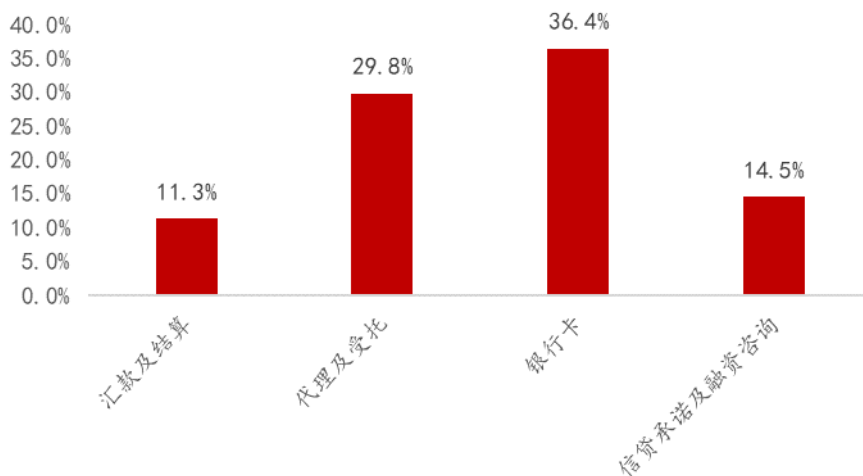
资料来源：人民银行，中泰证券研究所

四、其他核心指标预测：资产质量保持稳定

4.1 中收：对营收的贡献度在高位有所下行

- **银行业中收的几大支撑业务：**银行卡、代理及受托、信贷承诺及融资咨询以及汇款及结算业务，截至 1H19，中收贡献占比分别为 36%、30%、14.5%和 11%。

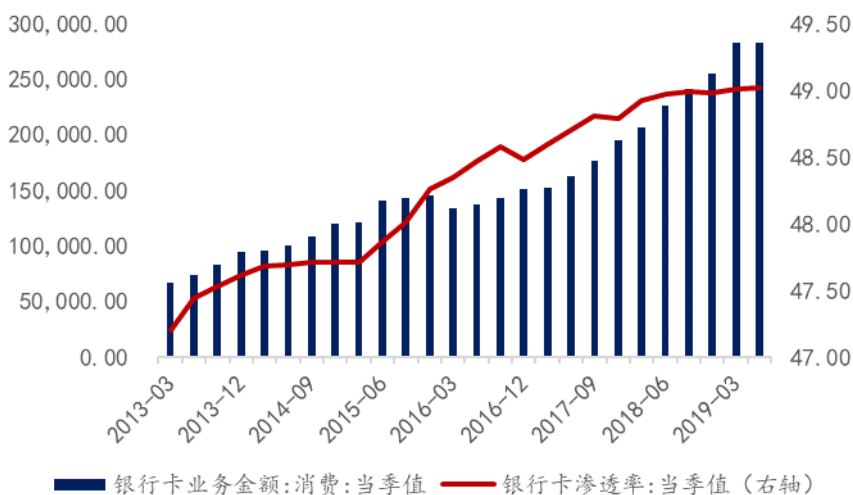
图表：上市银行中收各细项占比情况（1H19）



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 银行卡手续费：预计对中收的贡献支撑度有所下行**，一方面部分消费贷、信用卡资金流入房市、股市，监管对资金的流向以及银行的授信加大了监管力度；另一方面，随着行业集中发力以及共债风险的加大，信用卡不良率有所上升，部分银行主动对信用卡授信规模进行了压降。结合社融的新增居民短期贷款占比数据来看，预计3季度银行卡手续费对中收的贡献支撑度较原来高位有所下降。

图表：银行卡当季消费金额与渗透率情况（亿，%）



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 理财、代销及信贷承诺：1）理财预计持续承压**，资管新规下净值型产品发行难度加大，叠加收益率下行，理财产品发行数量自1H18持续下滑。一方面，客户已经对于理财产品刚性兑付形成了消费习惯，打破刚兑需要对客户进行教育和观念培育。另一方面，理财产品收益率随资金市场利率走低，对客户的吸引力也有所下降。**2）保费收入同比增速较2季度边际下滑**，预计银行在代销业务上的收入也有一定影响。随着18

年低基数效应逐渐消除，预计保费收入同比增速边际放缓。3) 随着监管对票据监管的趋严，银行未贴现承兑汇票新增量缩降较多。

图表：保费收入同比增速 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行单月新增未贴现承兑汇票 (亿元)

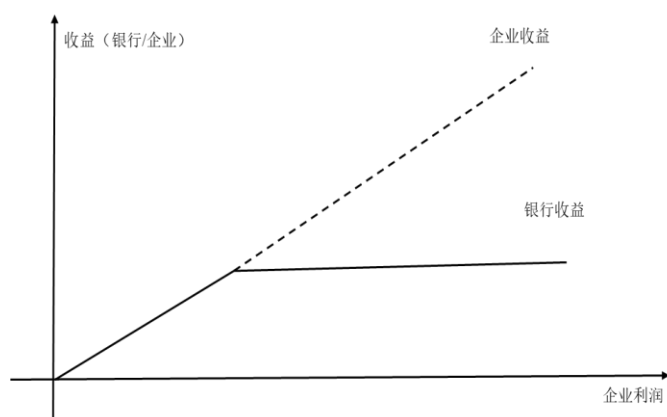


来源：人民银行，中泰证券研究所

4.2 资产质量预计相对平稳

- **银行股更看重经济的“安全边际”。**资产质量是银行核心指标，而资产质量看的是企业的偿还利息能力，还款能力更看重的是经济不要太差，而非经济有多好。银行的收益图与企业是不同的（见下图），不管企业经营的多好，只要能保证偿还利息的能力，银行的资产质量就没有问题。银行最在乎的企业是否活着。

图表：银行更看重企业是否能活着还利息



来源：中泰证券研究所

图表：经济 L 型磨底



来源：Wind，中泰证券研究所

- **存量包袱部分：存量风险消化较多，新增授信更为谨慎。**08年-14年银行行为激进，但存量风险已消化较多。银行通过核销、处置、计提拨备等手段处理的不良贷款额在4万亿左右，在大行的贷款占比6%。新增

风险方面，16年以来，银行总体谨慎。银行刚从资产质量压力中走出来，放贷是比较谨慎的，新增以按揭和大型企业为主。

图表：银行不良处置情况（百万元）

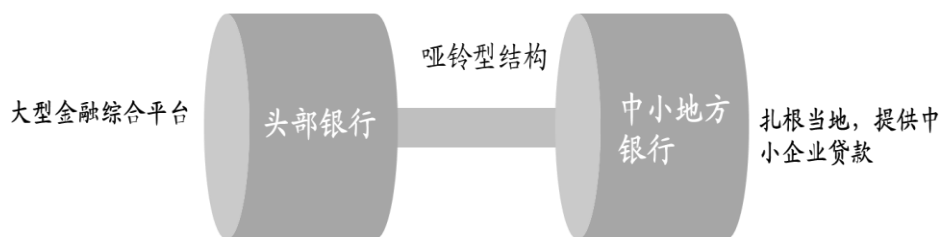
	2013-2018 累计不良核销+净转出+升级	2016 贷款余额	累计不良占比总贷款
国有行	3,133,917	48,609,838	6.4%
股份行	1,159,658	17,931,547	6.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

五、个股投资建议

- 银行个股投资逻辑：核心资产逻辑持续。**1、银行分化是长趋势，核心资产会持续，**银行股核心资产：宁波银行、常熟银行、招商银行和平安银行。**（中泰10月金股是常熟，9月金股是宁波）。银行业竞争格局：哑铃型分布。哑铃的一头是头部银行成为金融综合性服务平台，对标国际金融大型集团；哑铃的一头是众多中小银行，聚焦当地，特色化服务实体经济。头部的银行会打造成综合化的金融平台，一方面推进直接融资的转型，一方面科技化服务小微企业，例如工行的综合化平台、建行线上线下的小微贷款分控平台、招行的资产管理和零售科技化、平安依靠集团优势的精品银行。另一方面，中小银行要求聚焦当地，服务当地实体经济，发展特色业务，例如宁波银行在长三角、常熟银行在小小微贷款；同时增加中小金融的数量和业务比重，改进小微企业和三农金融服务。

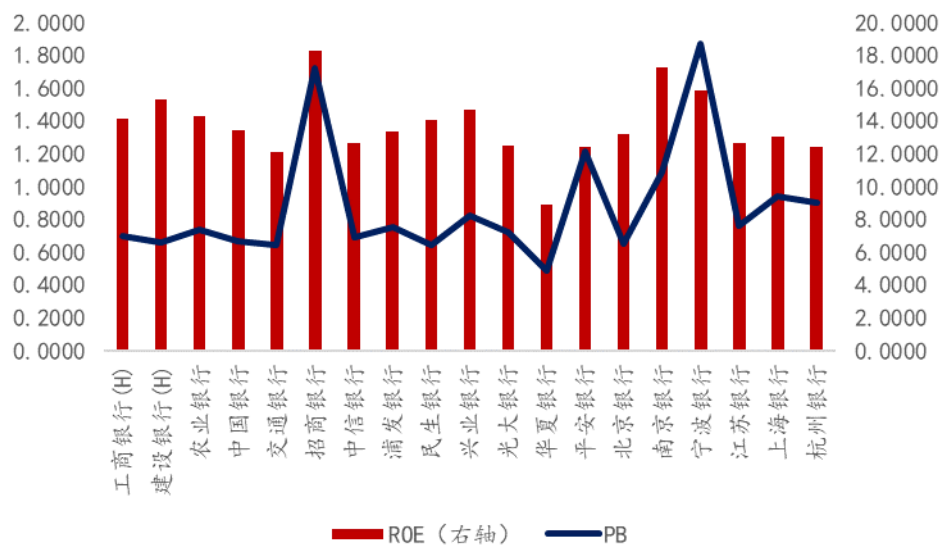
图表：银行业竞争格局——哑铃型分布



资料来源：中泰证券研究所

- 2、绝对收益者可以考虑高股息率策略，选择标准是低估值高roe：**A股中的光大银行、兴业银行、南京银行；港股中工商银行（H）、建设银行（H）。

图表：低估值高 ROE 银行股



资料来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示

- 经济下滑超预期，金融监管超预期。

图表：银行估值表（交易价格：2019-10-09）

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.80	0.73	12.7%	12.1%	4.67%
建设银行	0.86	0.79	12.9%	12.3%	4.46%
农业银行	0.71	0.65	12.2%	11.7%	5.20%
中国银行	0.64	0.59	11.1%	10.7%	5.31%
交通银行	0.60	0.55	10.6%	10.4%	5.64%
招商银行	1.57	1.38	15.9%	15.9%	3.08%
中信银行	0.67	0.61	10.6%	10.4%	4.16%
浦发银行	0.72	0.65	11.7%	11.1%	0.99%
民生银行	0.60	0.55	11.8%	11.1%	2.87%
兴业银行	0.77	0.69	13.2%	12.8%	3.97%
光大银行	0.71	0.65	10.8%	10.7%	3.25%
华夏银行	0.54	0.49	9.6%	9.3%	1.88%
平安银行	1.16	1.05	10.7%	10.2%	0.90%
北京银行	0.61	0.55	10.9%	10.8%	4.05%
南京银行	0.96	0.83	15.3%	15.4%	3.41%
宁波银行	1.83	1.57	15.0%	15.2%	1.76%
江苏银行	0.70	0.63	11.6%	12.1%	5.65%
贵阳银行	0.82	0.70	15.7%	15.5%	3.79%
杭州银行	0.85	0.76	10.1%	10.0%	2.94%
上海银行	0.87	0.77	12.2%	12.7%	3.96%
成都银行	0.85	0.75	16.5%	16.8%	4.20%
郑州银行	0.90	0.82	7.6%	7.0%	2.36%
长沙银行	0.86	0.75	15.3%	14.9%	1.72%
西安银行	1.31	1.19	11.8%	11.2%	1.21%
江阴银行	0.86	0.81	8.5%	8.6%	1.74%
无锡银行	0.90	0.83	11.0%	11.4%	3.19%
常熟银行	1.39	1.26	12.2%	12.3%	2.52%
苏农银行	0.79	0.73	9.3%	9.7%	2.32%
张家港银行	1.01	0.93	9.4%	10.2%	2.09%
紫金银行	1.78	1.64	11.1%	11.8%	2.11%
青农商行	1.52	1.37	12.3%	12.3%	1.50%
上市银行平均	0.96	0.86	11.7%	11.6%	2.97%
国有银行	0.72	0.66	11.9%	11.4%	5.06%
股份银行	0.84	0.76	11.8%	11.4%	2.64%
城商行	1.00	0.89	12.2%	12.1%	3.02%
农商行	1.18	1.08	10.5%	10.9%	2.21%

来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。