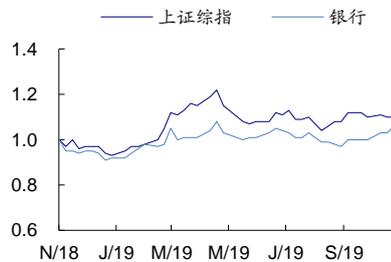


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《央行标债认定规则(征)点评:世间再无非非标》——2019-10-13
 《2019 年 10 月银行业投资策略暨三季度前瞻: 预计三季度业绩增速平稳》——2019-10-10
 《行业专题: 小微信贷两大模式: 水泥或鼠标》——2019-09-23
 《2019 年 9 月银行业投资策略: 关注大小银行资产质量分化》——2019-09-05
 《银行业 2019 中报综述: 净息差小幅回落, 国有行不良生成率下降》——2019-09-02

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

息差小幅反弹, 不良指标改善

● 业绩回顾: 净利润增速小幅回升

从刚刚披露的上市银行 2019 年三季度报数据来看, 行业净利润增速继续回升, 比预期的好一些。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 年前三季度净利润同比增长 7.5%, 归母净利润同比增长 7.0%, 分别比上季度上升 0.4 和 0.3 个百分点。

● 关键驱动因素观察: 净息差小幅反弹, 余额类资产质量指标改善

上市银行整体单季净息差在今年一、二季度回落, 符合预期, 但三季度单季净息差环比有所反弹, 超出预期, 主要是国有行净息差上升导致。我们认为在当前企业融资需求不是很旺盛的情况下, 后续如果没有政策方面的调整, 净息差很难持续上升。此外, 由于同比基数不断上升, 净息差对净利润增长的贡献在四季度将进一步下降;

前三季度上市银行资产质量余额类指标继续改善。行业不良率、样本银行平均关注率环比回落, 拨备覆盖率环比上升, 这些余额类指标改善, 延续了中报的趋势。考虑到工业企业偿债能力仍在回落, 我们认为银行资产质量很难出现大幅好转, 我们预计后续资产质量保持稳定或略有下行;

上市银行总资产增速大致稳定, 对净利润增长贡献不明显。我们预计行业总资产增速后续将保持稳定, 对净利润增长贡献依然不会很显著;

前三季度手续费净收入增速依然较快。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。但随着基数提高, 增速略有回落。我们认为后续手续费净收入对净利润增长很难产生大的贡献。

● 投资建议

整体来看, 三季度银行净息差受大行净息差上升影响好于预期, 资产质量余额类指标延续中报改善趋势。我们认为在总需求疲弱、工业企业偿债能力持续下行的背景下, 银行板块基本面仍然偏弱, 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	5.95	2040	0.86	0.91	6.9	6.6
601288	农业银行	买入	3.62	1245	0.61	0.62	6.0	5.8
002142	宁波银行	买入	26.82	151	2.32	2.70	11.6	9.9
601128	常熟银行	增持	8.8	24	0.64	0.77	13.7	11.5

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：环比反弹，略超预期	5
驱动因素之资产质量：余额类指标持续改善	6
驱动因素之资产规模：大致稳定	8
其他因素：手续费净收入增速依然较快	8
投资建议	9
风险提示	9
国信证券投资评级	11
分析师承诺	11
风险提示	11
证券投资咨询业务的说明	11

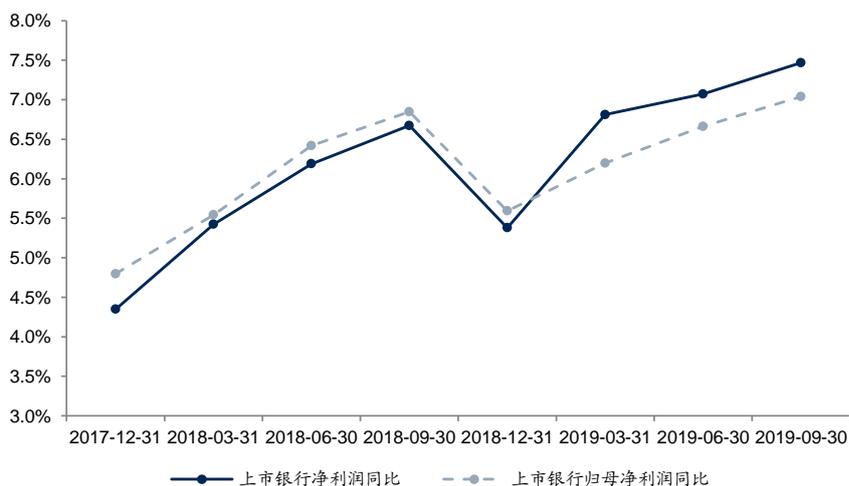
图表目录

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	5
图 3: 上市银行整体净息差在 2019 年一、二季度回落, 但三季度回升	5
图 4: ...主要是国有行净息差在三季度回升导致	6
图 5: 国有行生息资产收益率上升	6
图 6: 上市银行不良贷款率持续回落	7
图 7: 披露数据的银行平均关注贷款率 (可比口径) 回落	7
图 8: 拨备覆盖率继续回升	7
图 9: 上市银行不良生成率依然处于较高水平	8
图 10: 工业企业偿债能力持续回落	8
图 11: 去年三季度以来上市银行总资产增速有所回升	8
图 12: 2019 年以来手续费净收入增速回升至正常水平	9
图 13: 从中报看, 手续费净收入回升主要得益于理财及资管等手续费收入增速回升 ..	9
图 14: 板块估值处于历史较低水平	9
表 1: 重点个股估值表	10

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 年三季报数据来看，行业净利润增速继续回升，比我们预期的要好一些。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 年前三季度净利润同比增长 7.5%，归母净利润同比增长 7.0%，分别比上季度上升 0.4 和 0.3 个百分点。不过拉长时间来看，大致是比较稳定的。

图 1：上市银行整体净利润增速继续回升

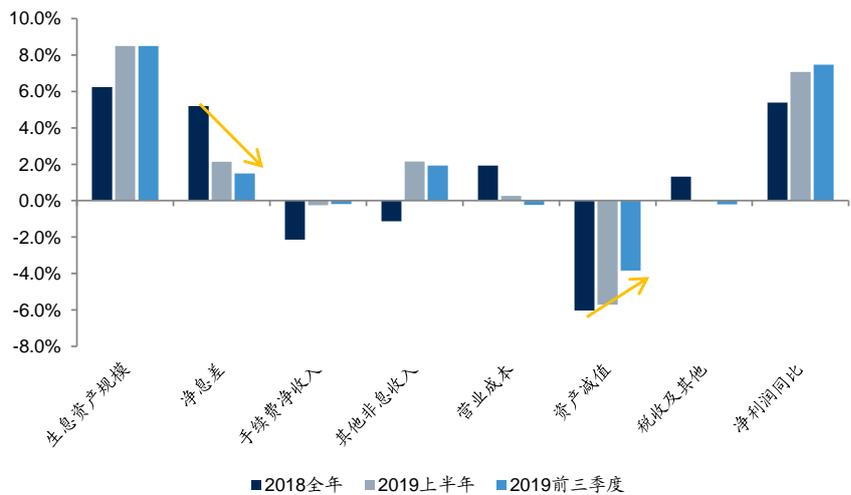


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

2019 年前三季度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（并通过资产减值损失的大幅计提进行了平滑），但这一因素属于暂时性的扰动项，因此我们在这里把一季报数据删掉，仅观测中报和三季度数据。

从归因分析来看，二、三季度净利润增速持续回升，主要受生息资产规模、手续费净收入以及资产减值三个因素驱动，其中与中报相比，三季度资产减值对净利润增长的贡献尤其大，而净息差对净利润增长的贡献进一步收窄。

图 2: 上市银行整体净利润增速归因

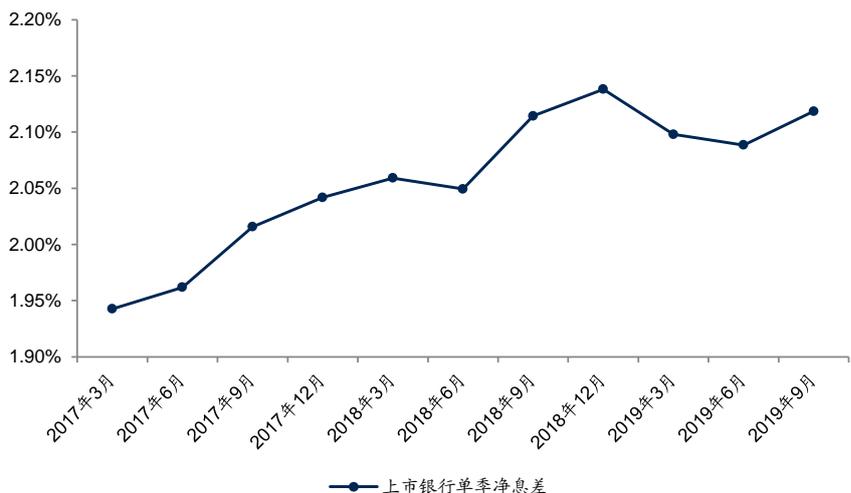


资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

驱动因素之净息差: 环比反弹, 略超预期

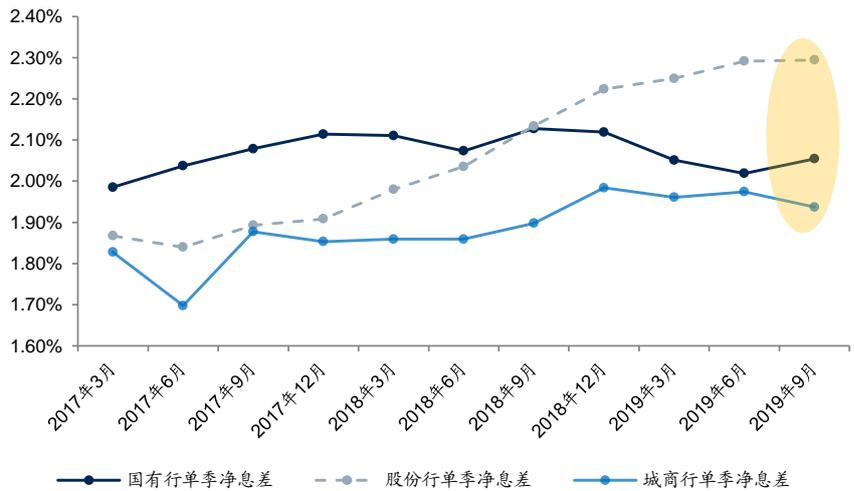
上市银行整体单季净息差在 2019 年一、二季度回落, 符合预期, 但三季度单季净息差环比有所反弹, 超出预期, 主要是国有行净息差上升导致。我们之前所预期的是, 由于去年三季度货币市场利率大幅下降, 因此负债端早于资产端重定价将导致上市银行 (尤其是中小银行) 净息差先上升 2-3 个季度, 之后随着资产端重定价, 净息差会逐渐回落; 同时考虑到中小银行加大高收益消费贷款配置, 整个行业的净息差也可能是大致稳定的。整体来看, 今年前两个季度上市银行的净息差是回落的, 但三季度净息差环比上升, 超出我们预期, 从分类型银行来看, 主要是国有行净息差在三季度环比上升导致。

图 3: 上市银行整体净息差在 2019 年一、二季度回落, 但三季度反弹...



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。

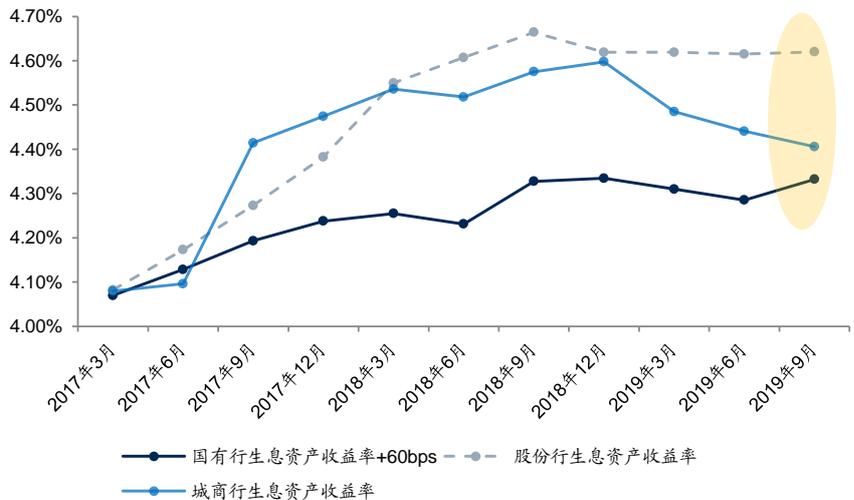
图 4: ...主要是国有行净息差在三季度上升导致



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。

国有行的净息差在三季度环比上升，则主要受生息资产收益上升影响。我们认为在当前企业融资需求不是很旺盛的情况下，如果后续没有政策方面的利好（比如降准等），净息差很难持续回升。

图 5: 国有行生息资产收益率上升



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。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。

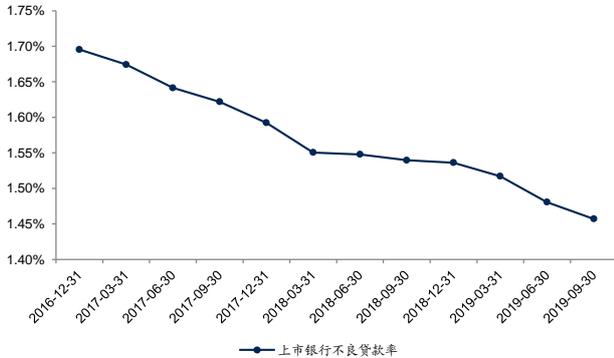
我们维持此前对行业净息差趋势的判断不变，即认为后续净息差环比仍将小幅回落或稳定。如果市场利率维持低位，则随着资产端收益率下行，银行净息差将承压，考虑到很多银行加大高收益消费类信贷投放，净息差亦有可能维持稳定。但由于同比基数不断上升，净息差对净利润增长的贡献在四季度将进一步下降。

驱动因素之资产质量：余额类指标持续改善

2019 前三季度上市银行资产质量余额类指标继续改善。从主要观测指标来看：

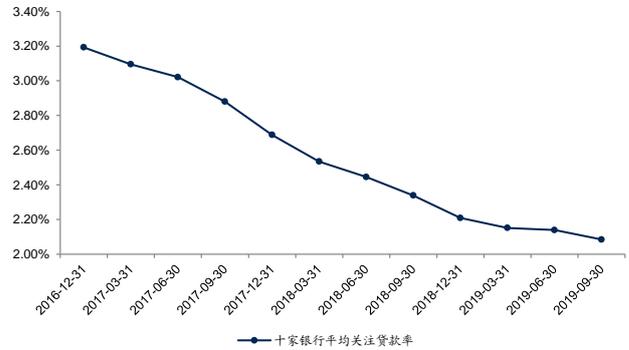
- ✓ 上市银行整体不良贷款率持续回落，三季度末不良贷款率 1.46%，环比下降 2bps；披露关注类贷款数据的十家银行平均关注贷款率（可比口径）也在下降，三季度末平均关注贷款率 2.08%，环比下降 6bps；

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

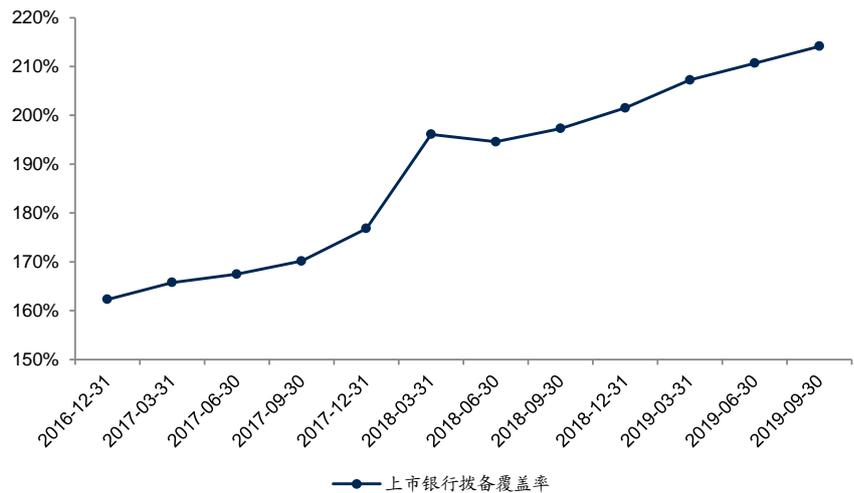
图 7：披露数据的银行平均关注贷款率（可比口径）回落



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

- ✓ 三季度末拨备覆盖率 214%，环比上升 3 个百分点。

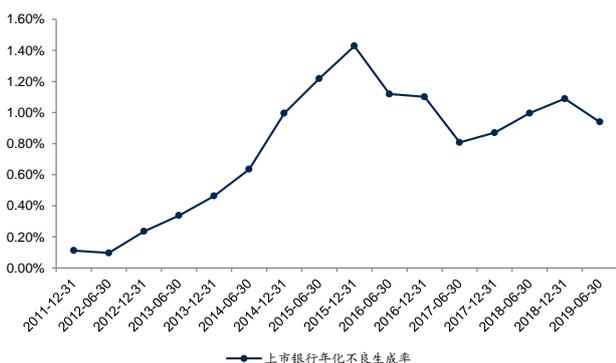
图 8：拨备覆盖率继续回升



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：2018 年一季度拨备覆盖率受 IFRS9 影响有跳升，2019 年亦有部分银行受影响但并不大。

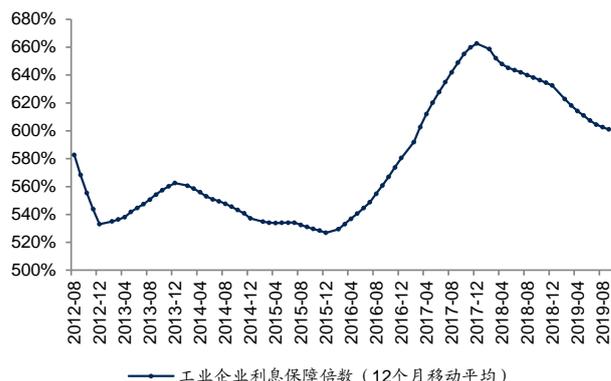
季报信息有限，仅从以上数据来看，延续了中报的趋势。今年以来宏观经济未见复苏，但银行余额类资产质量指标持续改善，比预期要好，我们认为可能主要是经历了前几年的不良高峰后，银行在贷款投放上变得更加谨慎。但从不良生成率来看，目前依然处于比较高的水平。考虑到工业企业偿债能力仍在回落，我们认为银行资产质量很难出现大幅好转，我们预计后续资产质量保持稳定或略有下行。

图 9: 上市银行不良生成率依然处于较高水平



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: 此处上市银行使用 16 家老银行合计数据, 以便能做更长时间序列的对比。

图 10: 工业企业偿债能力持续回落

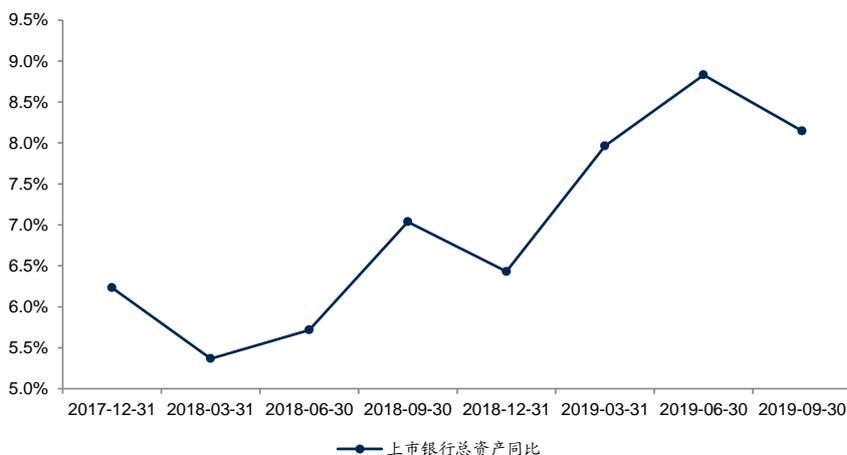


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

驱动因素之资产规模: 大致稳定

资产增速一般与利率或净息差反向变动, 所以我们看到去年以来随着利率下行, 上市银行总资产增速在趋势上有所回升 (但三季度单季来看是下降的)。目前银行总资产增速大致在 8-9% 的水平, 与名义 GDP 增速接近, 我们预计行业总资产增速后续将保持稳定, 对净利润增长贡献不会很显著。

图 11: 去年三季度以来上市银行总资产增速有所回升



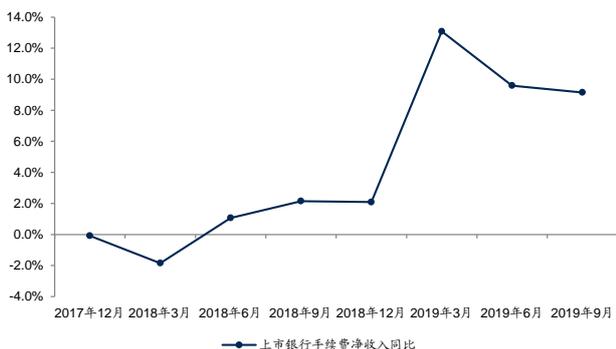
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

其他因素: 手续费净收入增速依然较快

2019 年前三季度手续费净收入增速依然较快。2019 年以来, 在低基数以及理财业务逐步转型等因素影响下, 手续费净收入增速处于较高水平。但从趋势来看, 随着基数提高, 增速略有回落。我们认为后续手续费净收入增速对净利润增长很难产生大的贡献。

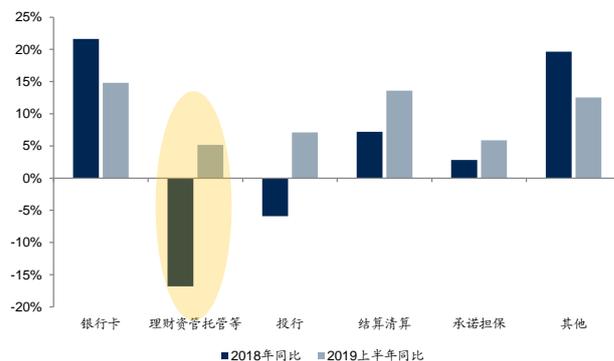
最后, 其他非息收入的波动性很大, 可持续性弱, 我们不再具体分析。

图 12: 2019 年以来手续费净收入增速回升至正常水平



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 13: 从中报看, 手续费净收入回升主要得益于理财及资管等手续费收入增速回升

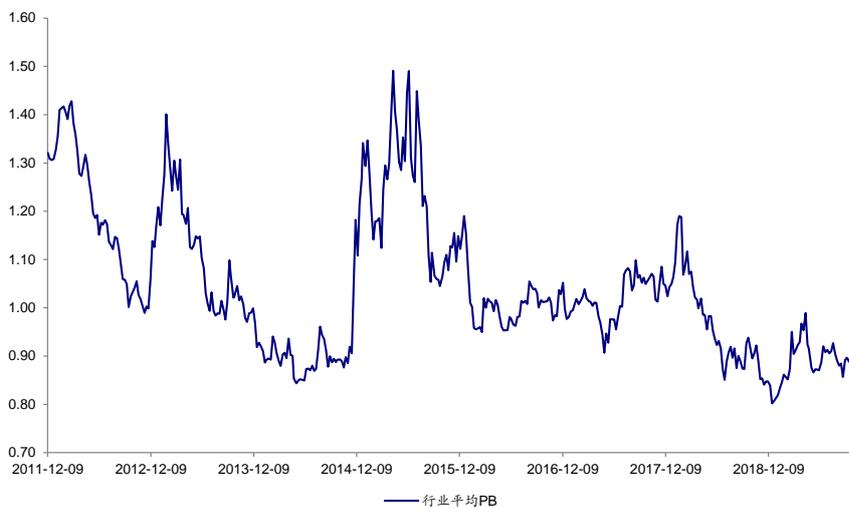


资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

整体来看, 三季度银行净息差受大行净息差上升影响好于预期, 资产质量余额类指标延续中报改善趋势。我们认为在总需求疲弱、工业企业偿债能力持续下行的背景下, 银行板块基本面仍然较弱, 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 14: 板块估值处于历史较低水平



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。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:	港元汇率	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
2019/10/31	0.9000													
601398.SH	工商银行	5.95	13.7%	13.0%	12.5%	4.1%	5.0%	4.8%	0.95	0.86	0.79	7.2	6.9	6.6
601288.SH	农业银行	3.62	13.4%	12.7%	12.0%	5.1%	7.1%	2.5%	0.80	0.73	0.67	6.4	6.0	5.8
601988.SH	中国银行	3.69	12.0%	11.3%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.72	0.66	0.61	6.3	6.0	5.8
601328.SH	交通银行	5.63	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.65	0.61	0.56	5.9	5.6	5.5
1658.HK	邮储银行	4.55	13.2%	12.9%	13.3%	9.7%	14.7%	12.9%	0.86	0.79	0.71	6.8	6.4	5.6
—														
600036.SH	招商银行	35.41	16.6%	16.6%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.76	1.56	1.38	11.3	9.9	8.6
601166.SH	兴业银行	18.92	14.2%	13.8%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.89	0.80	0.72	6.6	6.1	5.6
600016.SH	民生银行	6.16	13.0%	12.2%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.66	0.60	0.55	5.2	5.0	4.8
600000.SH	浦发银行	12.59	13.0%	12.8%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.84	0.75	0.68	6.8	6.1	5.8
601998.SH	中信银行	6.22	11.2%	10.5%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.76	0.70	0.65	7.0	6.8	6.5
000001.SZ	平安银行	16.43	11.4%	11.3%	10.6%	7.0%	14.2%	10.1%	1.45	1.18	1.07	13.3	11.6	10.5
601818.SH	光大银行	4.50	11.7%	11.4%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.81	0.74	0.69	7.3	6.9	6.5
600015.SH	华夏银行	7.59	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.59	0.54	0.50	5.8	5.8	5.7
—														
601169.SH	北京银行	5.54	11.6%	11.2%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.67	0.62	0.57	6.1	5.7	5.3
601009.SH	南京银行	8.78	16.9%	16.6%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.10	0.97	0.86	7.0	6.1	5.4
002142.SZ	宁波银行	26.82	19.0%	17.3%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	2.28	1.78	1.54	13.8	11.6	9.9
600919.SH	江苏银行	7.12	12.4%	13.1%	13.5%	10.0%	15.5%	13.6%	0.80	0.73	0.66	6.8	5.8	5.1
—														
603323.SH	苏农银行	5.32	9.2%	8.6%	8.8%	9.7%	15.9%	13.7%	1.05	0.83	0.77	12.0	10.3	9.1
601128.SH	常熟银行	8.80	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.88	1.46	1.34	16.2	13.7	11.5
	平均		13.2%	12.6%	12.4%	8.0%	9.5%	8.5%	1.02	0.89	0.81	8.3	7.5	6.8

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