

证券研究报告

行业评级：强于大市

行业报告 | 行业专题研究

2019年11月05日

银行

季报综述：三季度业绩催化，估值修复或继续

作者：

分析师 廖志明 SAC执业证书编号：S1110517070001

分析师 朱于旼 SAC执业证书编号：S1110518090006



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

盈利增速上升，但未来或小幅承压

- 3Q19上市银行整体净利润增速7.1%，较1H19上升0.4个百分点，为15年以来较好水平。营收增速拐点或已现。上市银行整体3Q19营收YoY +11.9%，对比18年全年仅8.3%，大幅回升，但较1H19的12.7%回落。
- 未来盈利增速或小幅承压。考虑到经济下行压力，资产质量预计平稳但难以明显改善，净息差将行业性地小幅下行，未来1年盈利增速预计小幅回落。

业务向存贷款回归，净息差走势分化

- 资产负债结构优化。3Q19上市银行贷款增速11%，相比18年提升0.3个百分点，高于同期资产规模增速，资产端贷款占比上升。上市银行3Q19存款增速8.6%，较18年末提升0.5个百分点，存款情况有所好转；此外，同业负债占比较18年末下降。
- 净息差走势分化。**商业银行1H19净息差2.18%，环比1Q19上升1BP，与18年持平，表现平稳。**3Q19四大行净息差2.13%，同比下降8BP；股份行净息差2.16%，同比大幅上升15BP；城商行净息差1.97%，同比下降8BP。股份行及城商行同业负债占比较高，**息差改善主要源于市场利率同比大降。**

不良保持平稳，拨备较充足

- 3Q19上市银行整体不良贷款率为1.46%，较年初下降，资产质量保持平稳。此外，截至1H19，A股上市银行预期90天以上/不良均低于100%，不良认定趋严。
- **1H19商业银行拨贷比3.45%，不少上市银行拨贷比超过4%**，拨备较充足，抵御风险能力较强。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量显著恶化；贷款利率大幅下行等。

目

Contents

录

一、盈利增速回升，但营收增速拐点已现

二、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

三、净息差分化，但预计将小幅收窄

四、非息收入改善，成本收入比下行

五、资产质量平稳，不良担忧不大

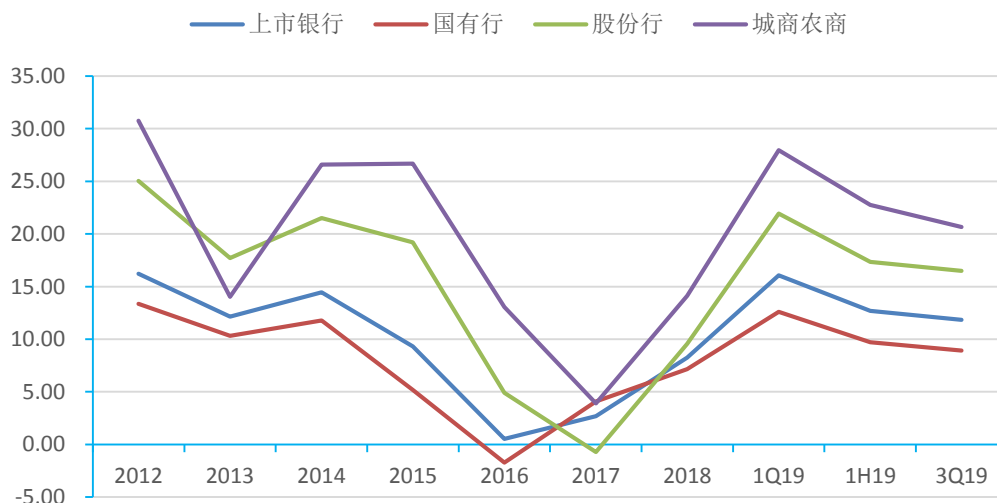
六、投资建议：三季报催化及经济预期修正，支撑板块估值继续修复

1、盈利增速回升，但营收增速拐点已现

1.1 营收增速拐点已现，盈利增速小幅上行

- 3Q19营收增速普遍较1H19回落，不同类银行间趋势一致，但维持高位。A股上市银行整体3Q19营收YoY +11.85%，对比18年全年仅8.3%，大幅回升，但较1H19的12.68%微降；大行、股份行、城商农商行均表现出相类似的趋势，营收增速分别为8.9%/16.5%/20.7%，分别较1H19回落0.8/0.9/2.1 pct。
- 营收增速拐点已现。我们预计年末净息差将小幅收窄，利息净收入增速下行，使得营收增速进一步小幅下行。

图1：上市银行3Q19营收增速较1H19下行（%）

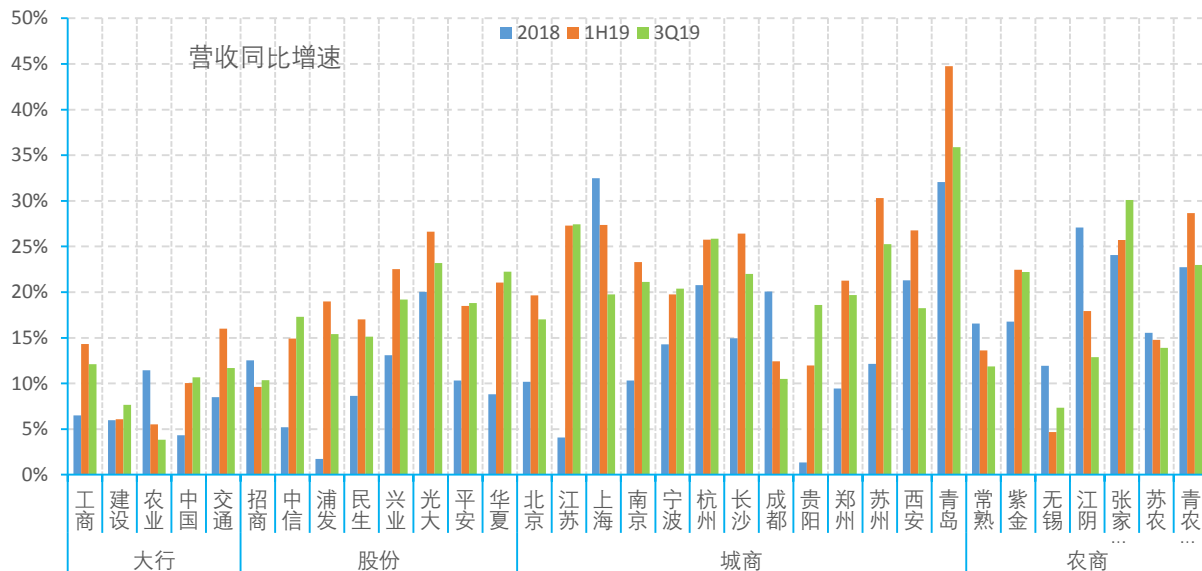


1、盈利增速回升，但营收增速拐点已现

1.1 营收增速拐点已现，盈利增速小幅上行

- 多数银行3Q19营收增速显著高于18年，但较1H19回落。大行中除建行、中行外；股份行中除招商、中信、华夏、平安外，城商行中除杭州、江苏、宁波、贵阳外，农商行中除无锡、张家港行外，3Q19营收增速均较1H19回落。
- 部分银行营收增速表现亮眼。其中较为突出的，大行中的是工行、交行；股份行中是光大、华夏、兴业；城商行中是青岛、江苏、苏州、杭州；农商行中是张家港、青农商行。

图2：3Q19上市银行营收增速普遍较1H19回落



1、盈利增速回升，但营收增速拐点已现

1.1 营收增速拐点已现，盈利增速小幅上行

- **3Q19拨备前利润增速回落。**3Q19上市银行拨备前利润增速11.6%，显著高于同期7.1%的净利润增速，显示上市银行在业绩较好时期主动加大拨备计提力度，以丰补歉，平滑盈利波动。
- **3Q19城农商/股份行拨备计提力度均较大。**3Q19股份行及城农商行拨备前利润增速显著高于净利润增速，表明3Q19拨备计提力度加大。

图3：上市银行3Q19的PPOP增速回落

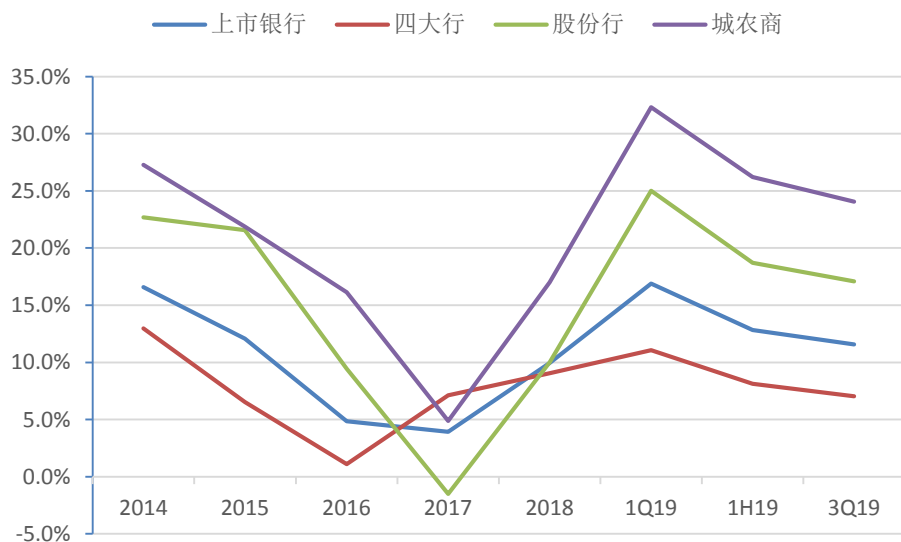
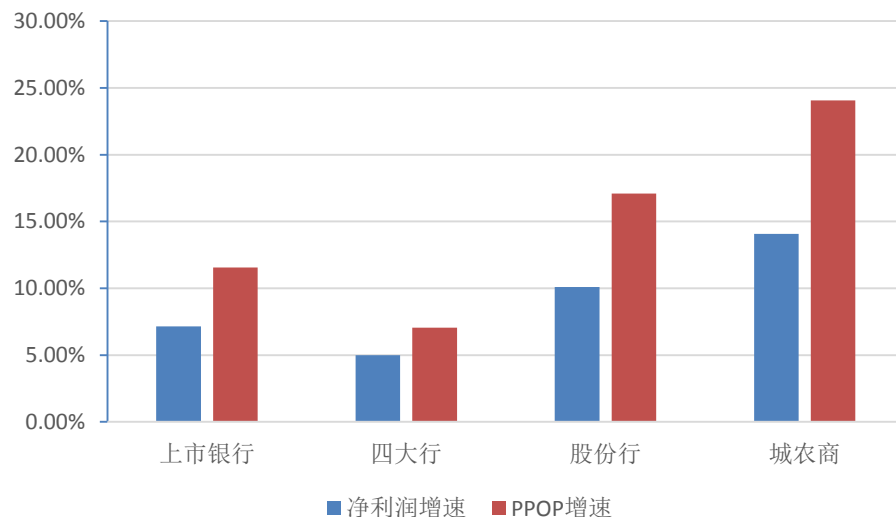


图4：3Q19拨备前利润增速(加权平均高出净利润的幅度)

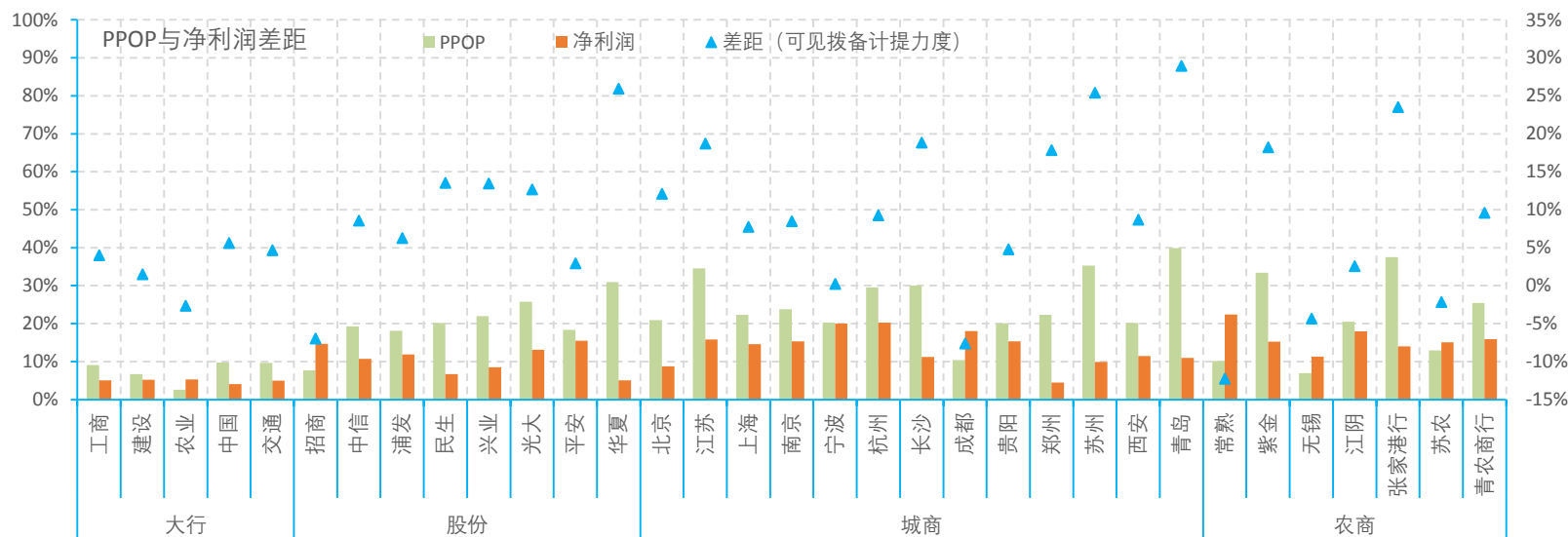


1、盈利增速回升，但营收增速拐点已现

1.1 营收增速拐点已现，盈利增速小幅上行

- 大多数银行3Q19 PPOP增速大幅高于净利润增速。大行中除农行，股份行除招商，城商行中除成都，农商行中除常熟、无锡、苏农外，3Q19PPOP增速均高于净利润增速。多计提的减值准备可能以非信贷资产或以公允价值计量的贷款减值准备的形式，也可能用于核销，未必体现在拨贷比上。
- 少数银行PPOP增速与净利润增速接近，主动多计提拨备力度较弱。3Q19PPOP增速与净利润增速接近的上市银行仅有：大行中建行；股份行中平安；城商行中宁波；农商行中江阴。其中招商、成都、常熟计提拨备大幅减少。

图5：3Q19上市银行拨备前利润增速（PPOP）与净利润同比增速的差距，多数较大



1、盈利增速回升，但营收增速拐点已现

1.1 营收增速拐点已现，盈利增速小幅上行

- 商业银行净利润增速回升。商业银行整体1H19净利润增速为6.5%，较1Q19上升约0.5个百分点。由于上市银行体量在商业银行中占比很高，上市银行盈利增速走势与商业银行一致。
- 净利润增速略升。A股上市银行整体3Q19净利润增速7.1%，较1H19上升0.4个百分点；其中，国有行为5%，股份行10.1%，城商行农商行为14.1%，大行盈利增速最低；除股份行外其他类型上市银行盈利增速均较1H19有所上升。

图6：上市银行3Q19盈利增速7.1%，为5年以来较好水平（%）

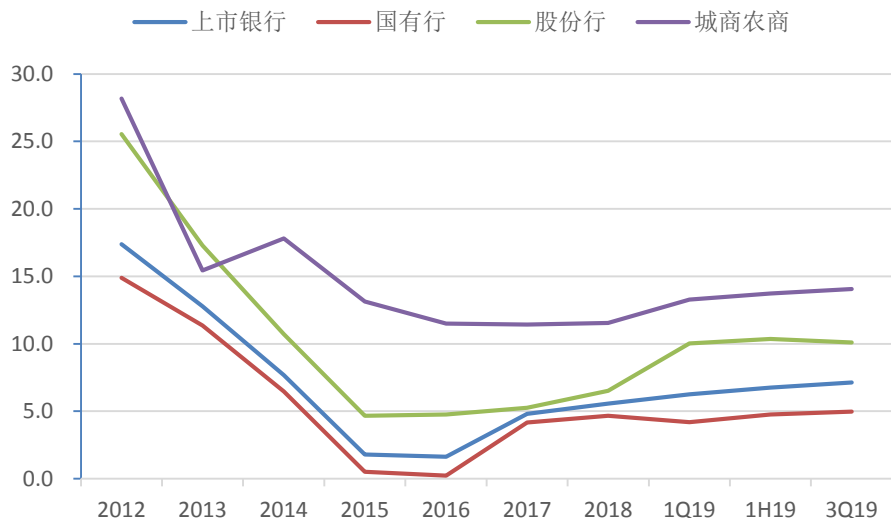
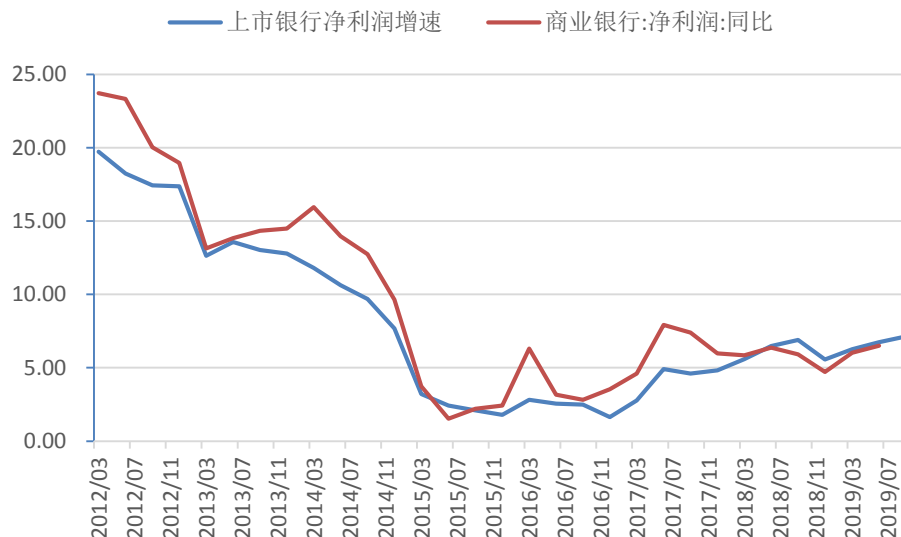


图7：上市银行与商业银行净利润增速走势接近，呈回升趋势（%）

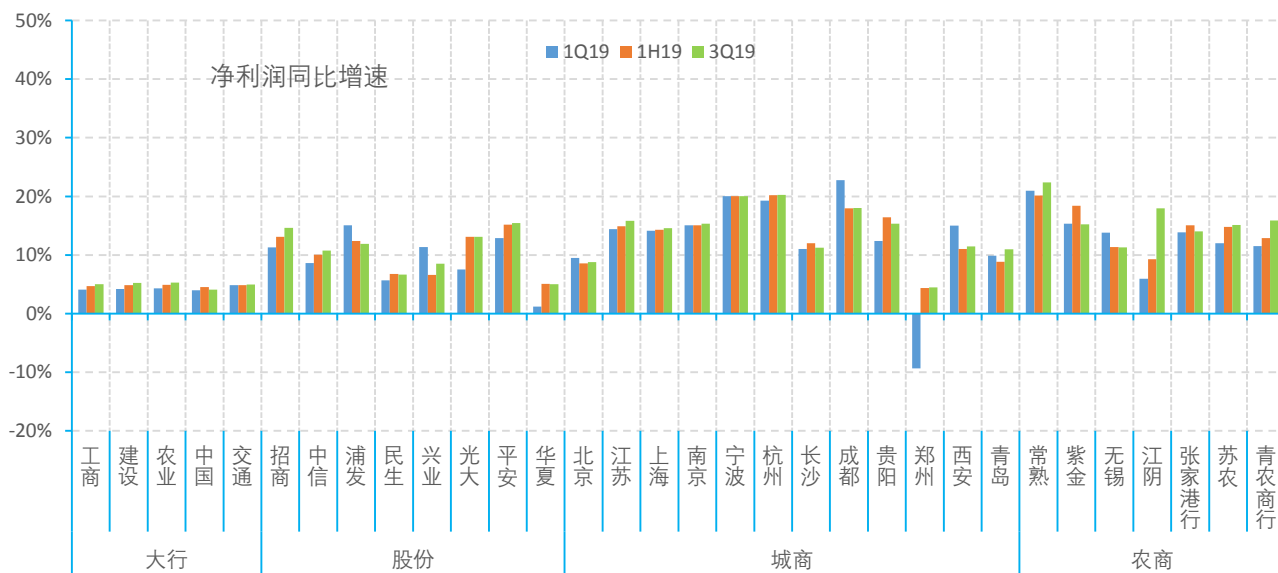


1、盈利增速回升，但营收增速拐点已现

1.1 营收增速拐点已现，盈利增速小幅上行

- 大多数银行3Q19净利润增速较1H19提升。大行中建行、工行、农行；股份行兴业、招商；城商行中青岛、江苏；农商行中江阴、青岛农商、常熟净利润增幅较1H19提升较大。

图8：3Q19多数上市银行净利润增速较1H19提升



1、盈利增速回升——杜邦分解(大行/股份行)

1.2 3Q19 ROE杜邦分析-大行中建行，股份行中招行ROE领先

- **建行ROE大行中领先。** 建行及工行营收能力较强，利息净收入（息差）好于平均；交行国债、地方债投资带来的所得税优惠较多，负贡献仅-0.11pct。
- **股份行中招行ROE领先，招行/平安营收贡献度较高。** 招行拨备前利润/资产达2.73%，资产质量较好，减值损失情况好于平均，使得其ROAA达1.48%，遥遥领先，3Q19年化ROE达19.19%；平安虽然营收能力较强，但计提减值准备较大，3Q19的ROE相对落后。

图9：五大行3Q19盈利杜邦拆解

图10：股份行3Q19盈利杜邦拆解

3Q19杜邦分解	工商	建设	农业	中国	交通	招商	中信	浦发	民生	兴业	光大	平安	华夏
营业收入	2.97%	3.01%	2.67%	2.53%	2.42%	3.94%	3.03%	2.98%	2.89%	2.66%	2.94%	3.85%	2.89%
净利息收入	2.08%	2.12%	2.02%	1.69%	1.46%	2.49%	1.86%	1.99%	1.55%	1.49%	2.21%	2.48%	2.17%
净手续费收入	0.62%	0.67%	0.45%	0.50%	0.51%	1.19%	1.01%	0.80%	0.93%	0.76%	0.60%	1.29%	0.76%
其他非息收入	0.27%	0.22%	0.19%	0.34%	0.45%	0.26%	0.17%	0.19%	0.41%	0.41%	0.14%	0.08%	-0.04%
营业支出	-1.54%	-1.46%	-1.45%	-1.23%	-1.47%	-2.07%	-1.98%	-1.81%	-1.69%	-1.46%	-1.85%	-2.70%	-1.97%
营业税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.04%	-0.03%
管理费用	-0.63%	-0.62%	-0.59%	-0.37%	-0.51%	-0.85%	-1.17%	-1.11%	-0.94%	-0.81%	-0.98%	-1.52%	-1.08%
拨备前利润	2.07%	2.17%	1.81%	1.67%	1.45%	2.73%	2.22%	2.29%	2.14%	2.01%	2.08%	2.67%	2.00%
资产减值损失	-0.63%	-0.62%	-0.59%	-0.37%	-0.51%	-0.85%	-1.17%	-1.11%	-0.94%	-0.81%	-0.98%	-1.52%	-1.08%
税前利润	1.44%	1.55%	1.22%	1.30%	0.95%	1.87%	1.05%	1.18%	1.20%	1.20%	1.10%	1.15%	0.92%
所得税	-0.28%	-0.28%	-0.20%	-0.26%	-0.11%	-0.40%	-0.16%	-0.18%	-0.20%	-0.13%	-0.17%	-0.26%	-0.20%
净利润	1.16%	1.27%	1.02%	1.04%	0.83%	1.48%	0.88%	1.00%	1.00%	1.08%	0.92%	0.88%	0.72%
ROAA	1.16%	1.27%	1.02%	1.04%	0.83%	1.48%	0.88%	1.00%	1.00%	1.08%	0.92%	0.88%	0.72%
权益乘数	12.34	11.91	14.05	12.49	14.11	13.00	14.19	13.81	14.16	14.49	14.23	14.65	13.65
ROE(加权)披露值	14.30%	15.13%	14.35%	13.00%	11.74%	19.19%	12.55%	13.76%	14.19%	15.63%	13.15%	12.95%	9.81%

1、盈利增速回升——杜邦分解(城商/农商)

1.2 3Q19 ROE杜邦分解-城商行中宁波，农商行中青农商行ROE领先

- **城商行营收贡献度相对平均，整体ROE较高。**城商行中宁波银行加权年化ROE达19.3%，在所有A股上市银行行中表现最好，主要贡献的是营收和拨备前利润。贵阳银行和南京银行都有较好的ROE表现。
- **农商行营收贡献高。**农商行营收贡献度在四组银行中较高，其中常熟、张家港行营收贡献亮眼，而青农商行整体表现良好，ROE达13.99%，在农商行中领先。

图11：城商行3Q19盈利杜邦拆解

1H19杜邦分解	北京	江苏	上海	南京	宁波	杭州	长沙	成都	贵阳	郑州	苏州	西安	青岛
营业收入	2.44%	2.22%	2.40%	2.53%	2.89%	2.25%	2.96%	2.40%	2.73%	2.68%	2.88%	2.68%	2.85%
净利息收入	1.87%	1.20%	1.39%	1.70%	1.63%	1.59%	2.13%	1.93%	2.23%	1.75%	1.79%	2.20%	1.94%
净手续费收入	0.37%	0.31%	0.35%	0.37%	0.70%	0.21%	0.39%	0.10%	0.26%	0.36%	0.37%	0.25%	0.38%
其他非息收入	0.21%	0.71%	0.65%	0.46%	0.56%	0.45%	0.44%	0.37%	0.24%	0.57%	0.71%	0.24%	0.53%
营业支出	-1.33%	-1.33%	-1.24%	-1.29%	-1.53%	-1.42%	-1.70%	-1.25%	-1.52%	-1.43%	-1.77%	-1.43%	-1.88%
营业税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
管理费用	-0.79%	-0.76%	-0.77%	-0.60%	-0.55%	-0.81%	-0.83%	-0.67%	-0.84%	-0.75%	-0.90%	-0.73%	-1.08%
拨备前利润	1.90%	1.64%	1.94%	1.84%	1.90%	1.65%	2.09%	1.81%	2.05%	1.99%	2.01%	1.98%	2.05%
资产减值损失	-0.79%	-0.76%	-0.77%	-0.60%	-0.55%	-0.81%	-0.83%	-0.67%	-0.84%	-0.75%	-0.90%	-0.73%	-1.08%
税前利润	1.11%	0.89%	1.17%	1.24%	1.36%	0.83%	1.26%	1.14%	1.21%	1.25%	1.11%	1.25%	0.97%
所得税	-0.18%	-0.07%	-0.13%	-0.20%	-0.14%	-0.09%	-0.25%	-0.11%	-0.10%	-0.23%	-0.23%	-0.20%	-0.18%
净利润	0.92%	0.81%	1.04%	1.03%	1.22%	0.74%	1.01%	1.03%	1.12%	1.02%	0.88%	1.05%	0.79%
ROAA	0.92%	0.81%	1.04%	1.03%	1.22%	0.74%	1.01%	1.03%	1.12%	1.02%	0.88%	1.05%	0.79%
权益乘数	14.09	18.24	14.21	17.32	15.82	19.14	17.00	15.78	16.49	15.58	12.79	11.51	12.41
ROE(加权)披露值	13.03%	14.84%	14.74%	17.89%	19.30%	14.24%	17.17%	16.31%	18.41%	15.83%	11.23%	12.13%	9.77%

图12：农商行3Q19盈利杜邦拆解

	常熟	紫金	无锡	江阴	张家港行	苏农	青农商行
营业收入	3.70%	2.43%	2.16%	2.91%	3.21%	2.86%	2.82%
净利息收入	3.21%	2.11%	1.82%	2.06%	2.79%	2.37%	2.20%
净手续费收入	0.28%	0.12%	0.10%	0.08%	0.10%	0.16%	0.10%
其他非息收入	0.20%	0.20%	0.23%	0.77%	0.32%	0.33%	0.52%
营业支出	-2.30%	-1.51%	-1.19%	-2.09%	-2.30%	-1.85%	-1.67%
营业税金及附加	-0.02%	-0.03%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.03%
管理费用	-0.93%	-0.82%	-0.58%	-1.24%	-1.21%	-0.90%	-0.86%
拨备前利润	2.33%	1.73%	1.54%	2.04%	2.13%	1.93%	2.00%
资产减值损失	-0.93%	-0.82%	-0.58%	-1.24%	-1.21%	-0.90%	-0.86%
税前利润	1.40%	0.92%	0.96%	0.80%	0.92%	1.03%	1.15%
所得税	-0.27%	-0.14%	-0.15%	-0.08%	-0.08%	-0.12%	-0.13%
净利润	1.13%	0.77%	0.81%	0.72%	0.84%	0.91%	1.02%
ROAA	1.13%	0.77%	0.81%	0.72%	0.84%	0.91%	1.02%
权益乘数	10.83	15.14	13.99	10.81	11.53	12.09	13.78
ROE(加权)披露值	12.27%	11.68%	11.36%	7.79%	9.65%	11.01%	13.99%

2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

- **资产规模增速显著回升。**3Q19上市银行资产规模增速8.2%，相比18年提升1.7个百分点。其中，四大行/股份行/城农商3Q19资产规模增速分别为7.6%/8.9%/10.2%，分别较18年提升0.8/3.9/0.1 pct。
- **贷款增长较快，大行提升明显。**3Q19上市银行贷款增速11%，相比18年提升0.3个百分点。其中，四大行/股份行/城农商3Q19贷款增速分别9.8%/11.8%/17.2%，较18年变动1.3/-1.1/-4.9 pct。3Q19四大行贷款增速提升明显，而股份行增速微降，城农商行虽然增速下降较多但依然最高。

图13：上市银行资产规模增速略升

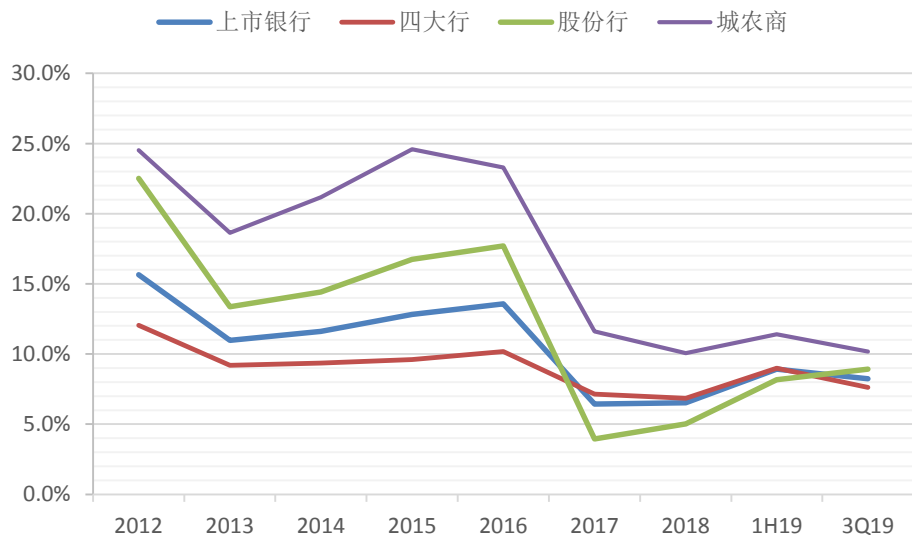
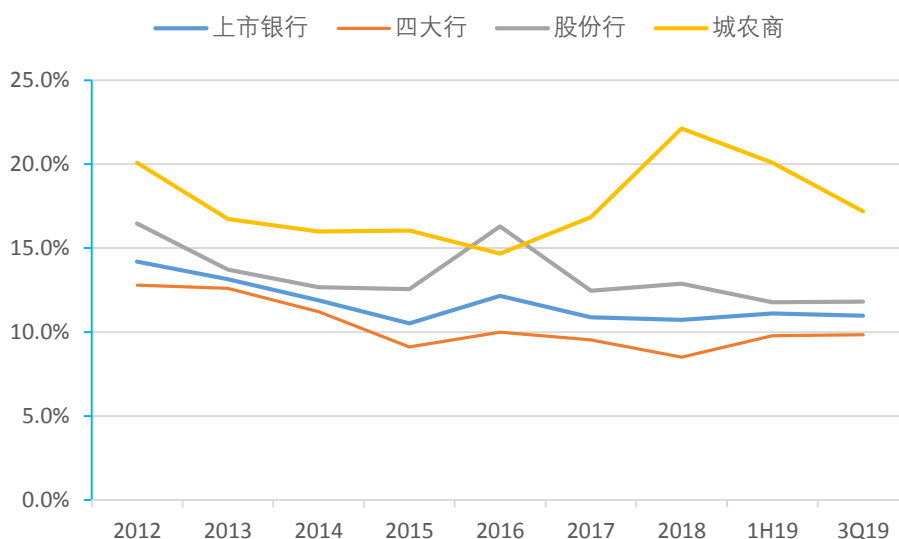


图14：上市银行贷款增速较高

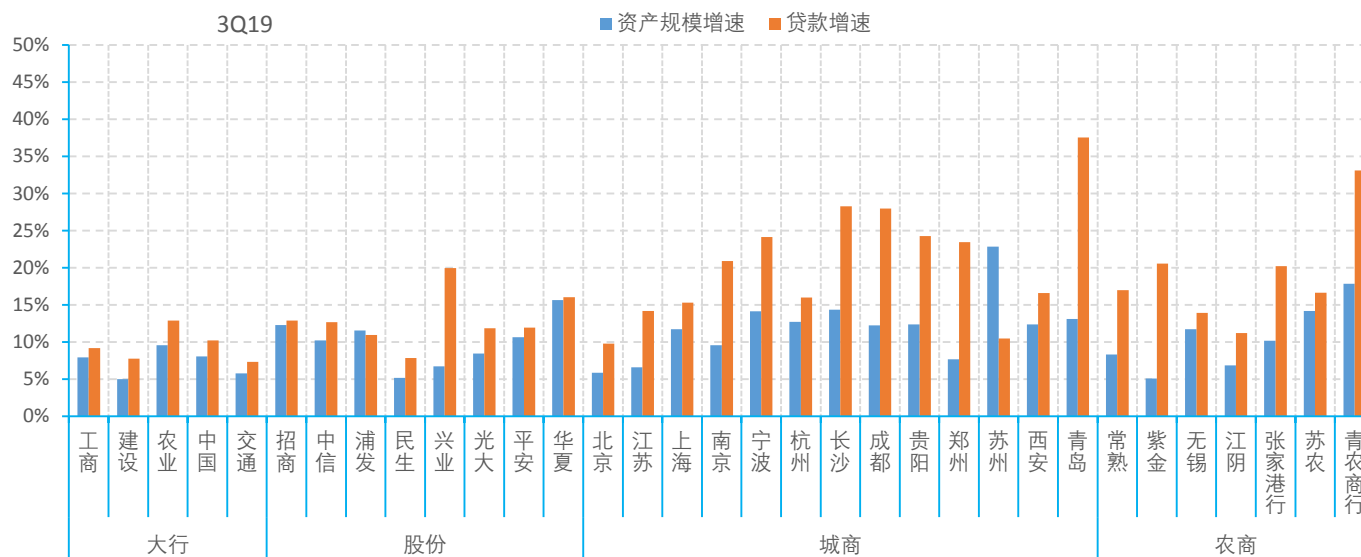


2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.1 资产规模增速有所提升，贷款较快增长

- 多数上市行贷款增速高于资产规模增速。受同业严监管及服务实体经济的严监管之下，银行普遍压降同业资产占比，提升信贷投放力度。从上市银行来看，3Q19多数上市银行贷款增速明显高于资产增速。
- 大行中农行贷款增速突出；股份行中兴业、华夏，城商行中青岛、长沙、成都、贵阳，农商行中青农商行、张家港行、紫金银行贷款增速突出。

图15：上市银行3Q19贷款增速普遍高于资产规模增速

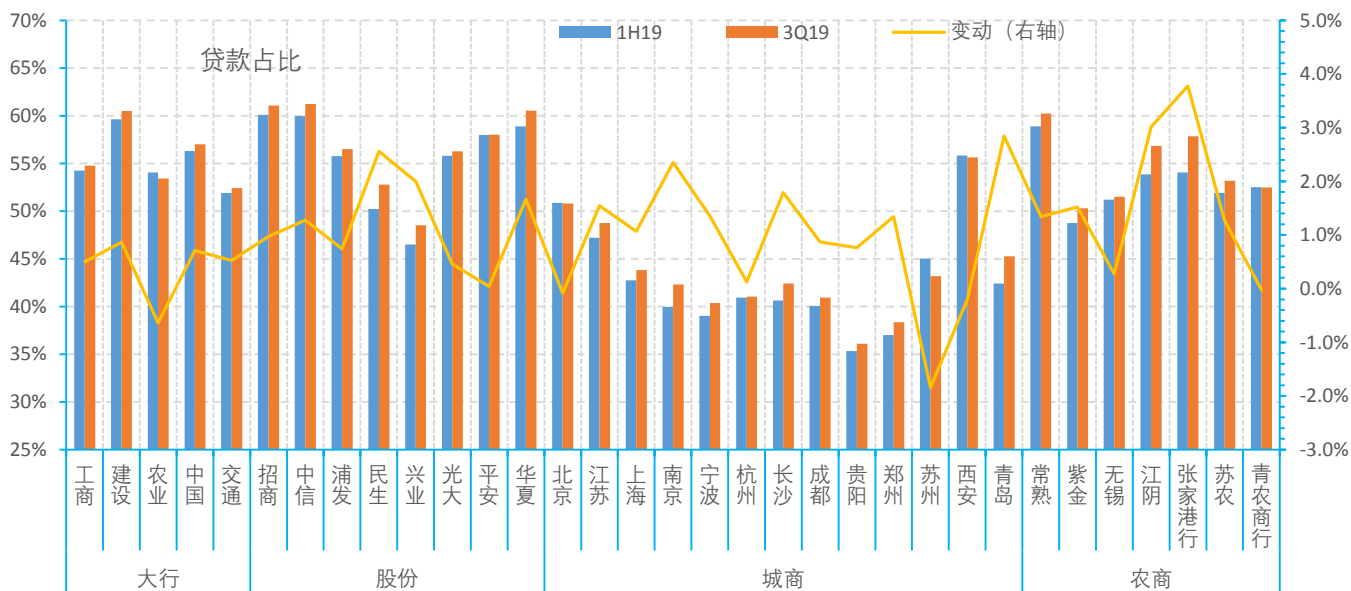


2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.1 贷款较快增长，资产结构优化

- 大行贷款占比较高，保持相对稳定。3Q19五大行资产中贷款占比均超50%，其中建行最高，达60.5%。股份行中兴业、民生贷款占比偏低，不过兴业3Q19贷款占比上升明显。
- 城商行贷款占比较低，但3Q19升幅较大。上市城商行中，除西安和北京外，贷款占比均不到50%，部分甚至不到40%。不过，贷款占比低的成都、贵阳、郑州、宁波3Q19提升也明显。农商行贷款占比普遍较高。

图16：上市银行3Q19贷款占比及变动情况

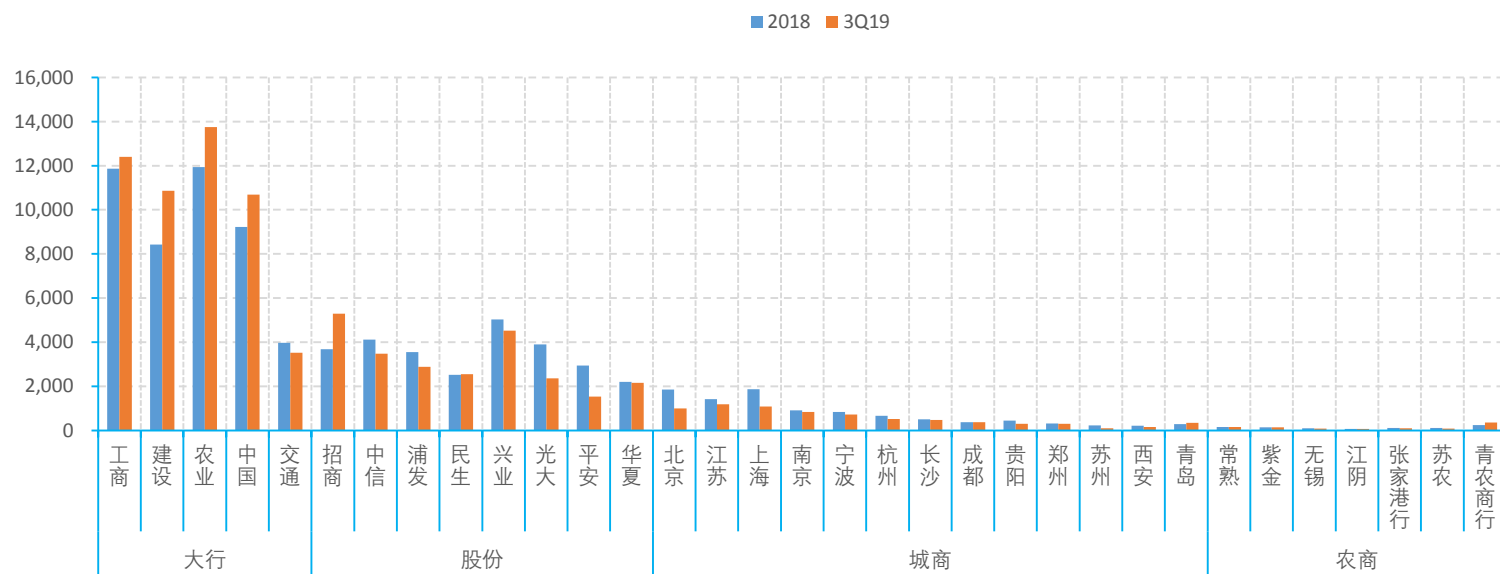


2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.1 贷款较快增长，资产结构优化

- **大行信贷投放力度较大。**3Q19五大行新增贷款5.12万亿，为2018年全年新增贷款的112.8%，信贷投放节奏明显提前；其中，农行上半年新增贷款达1.37万亿元，为所有银行之首。3Q19上市股份行合计新增贷款2.79万亿，为18年全年增量的88.8%，投放节奏正常；上市城农商行合计新增贷款1.08万亿元，为18年全年增量的76.7%，节奏略慢。

图17：A股上市银行2018年及3Q19新增贷款情况（亿元）



2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.1 贷款较快增长，资产结构优化

- **贷款增速显著回升。**上半年信贷主要投向住房按揭、基建及房地产。1H19上市银行个贷增加2.48万亿，其中，个人住房贷款增加1.66万亿；对公贷款增加2.84万亿，增量排名前五行业依次为：租赁和商业服务业（6188亿）、房地产（5949亿）、交通运输、仓储和邮政业（4175亿）、水利、环境和公共设施管理业（2732亿）、建筑业（2621亿），其中除房地产外，均与基建相关。租赁和商业服务业贷款主要是给融资平台公司的。
- **银行信贷投放中房地产占比高。**1H19上市银行整体新增贷款5.9万亿中，个人住房贷款+1.66万亿，房地产业企业贷款+5949亿，合计占比达38%。考虑到个人消费贷及经营贷可能部分流向房地产，新增贷款中涉及房地产的占比接近40%。

表 1：A 股上市银行整体新增贷款行业分布情况（亿元）

	2018	1H19	17 年末不良率
制造业	(762)	1909	4.20%
批发和零售	(3348)	(56)	4.70%
交通运输、仓储和邮政业	5961	4175	0.70%
房地产业	8123	5949	1.10%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1856	902	0.50%
建筑业	2192	2621	1.80%
采矿业	(1166)	(215)	3.70%
信息传输、软件和信息技术服务	189	216	1.10%
金融业	3884	2066	0.30%
水利、环境和公共设施管理业	4428	2732	0.10%
租赁和商务服务业	5530	6188	0.60%
对公合计	27,237	28,431	
个贷合计	49,871	24,788	
信用卡	11,320	3,479	
个人住房贷款	29,807	16,579	
贴现	9,563	5,251	

2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.2 存款增速提升，负债结构改善

- **存款增速回升。**上市银行3Q19存款增速8.6%，较18年末提升0.5个百分点，存款情况有所好转。其中，四大行/股份行/城农商行3Q19存款增速分别为7.8%/10.0%/11.2%，均较18年有所上升。
- **存款占比上升，负债结构优化。**上市银行3Q19存款占比74.1%，较18年末提升0.7个百分点，负债结构优化。其中，大行/股份行/城农商行3Q19存款占比分别为81.0%/63.9%/64.6%，除大行外均较18年末有所上升。

图18：上市银行存款增速提升

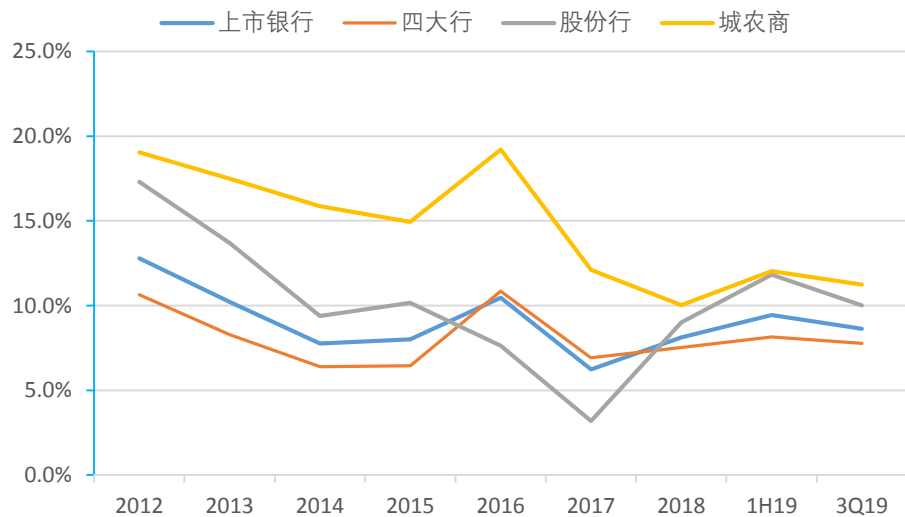
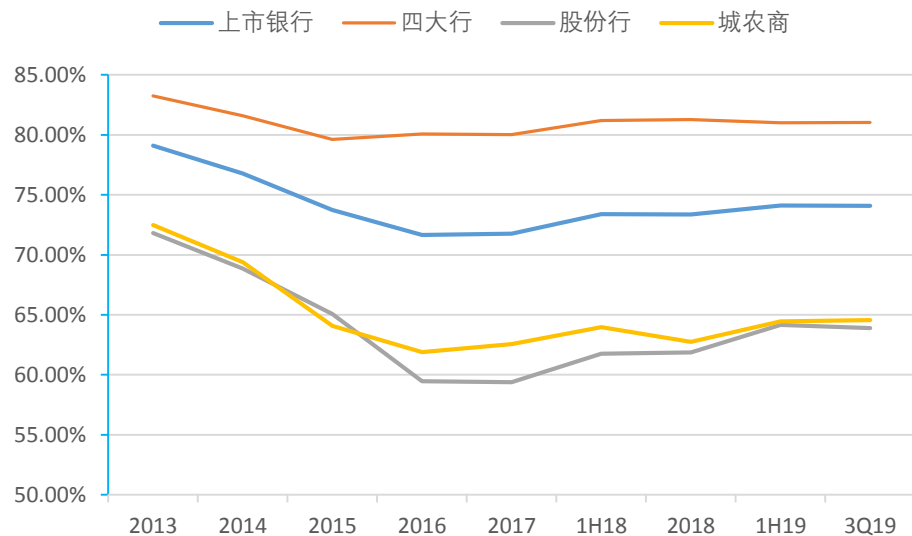


图19：上市银行3Q19存款占比上行

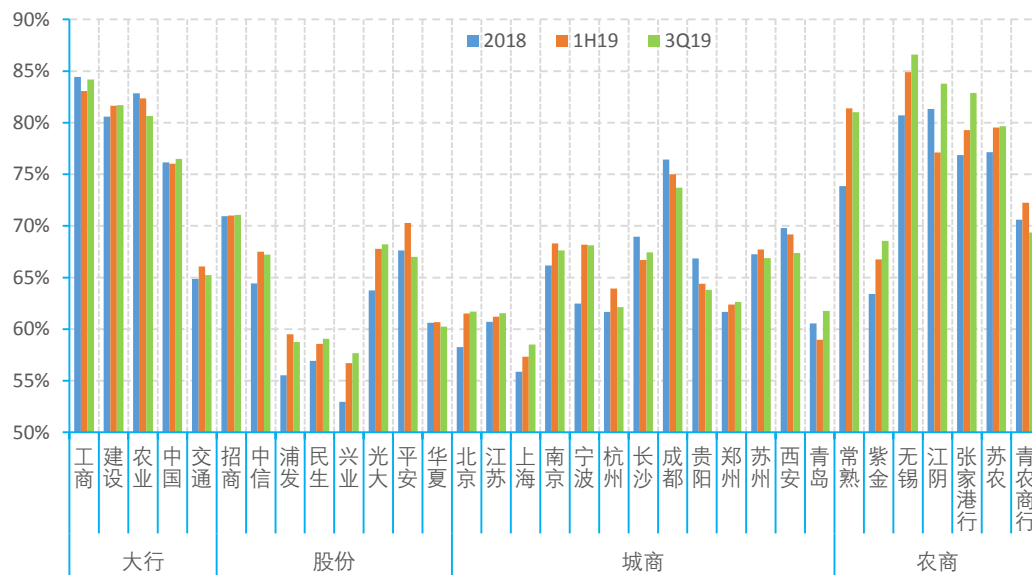


2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.2 存款增速提升，负债结构改善

- 多数银行3Q19存款占比较2018年末提升。3Q19存款占比低于2018年的，大行中仅农行、工行；股份行中仅平安、华夏；城商行中仅长沙、成都、贵阳、苏州、西安；农商行中仅青农商行。
- 股份行城商行存款占比低但提升较快。大行及农商行存款占比高，平均在80%左右，其中工行84.2%、无锡86.6%；城商行存款占比较低，股份行存款占比最低，兴业57.7%为最低，但股份行整体存款占比较2018年末提升较快。

图20：四大行存款占比较高，但股份行提升较快



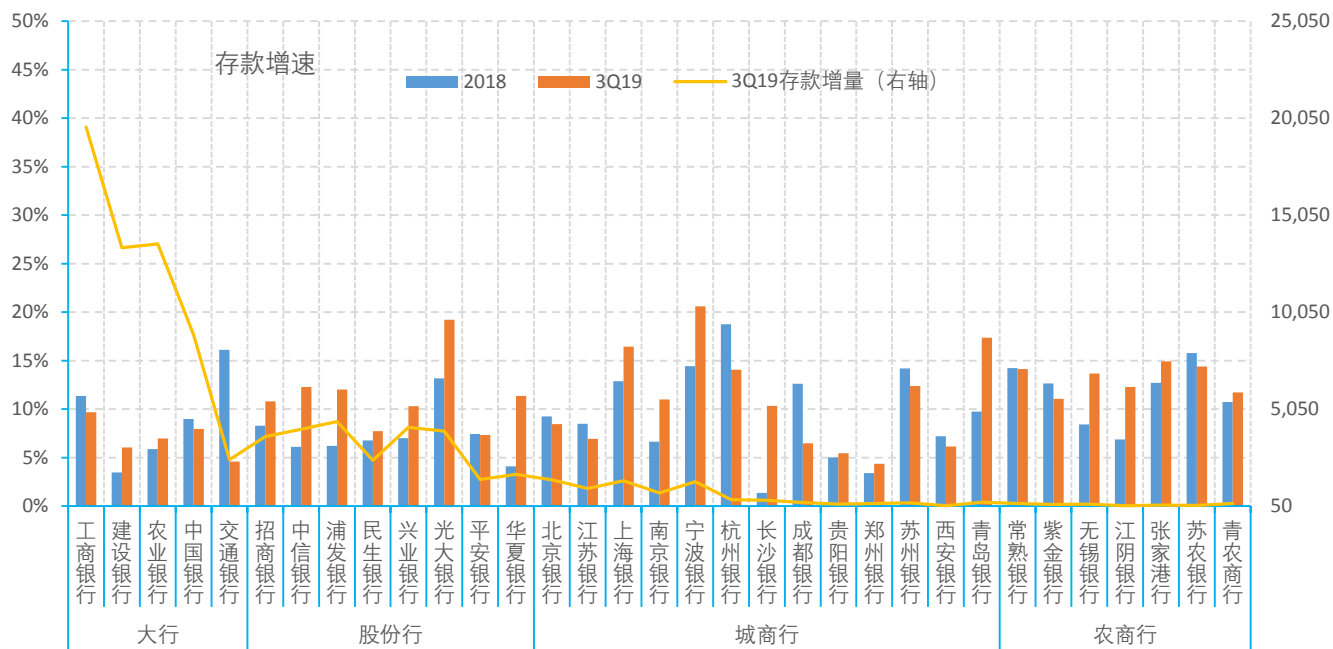
资料来源：WIND，天风证券研究所

2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.2 存款增速提升，负债结构改善

- 多数银行存款增速较18年末提升。3Q19存款增速低于2018年的，大行中交行、工行、中行；股份行中仅平安；城商行中北京、江苏、杭州、成都、苏州、西安；农商行中仅常熟、苏农。股份行平均增速较高。
- 3Q19存款增量工行居首。3Q19工行存款增加1.96万亿元，增量居大行之首。

图21：多数银行3Q19存款增速较18年末提升



2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.3 同业负债占比继续压降，负债结构改善

- **股份行及城农商行3Q19同业负债占比下降明显。**在监管引导之下以及高风险机构处置效应外溢等影响，上市银行同业负债依赖进一步降低。3Q19上市银行同业负债（含应付债券）占比18.9%，较18年末下降0.7个百分点。
- **同业负债规模近乎零增长。**自2016年以来，上市银行同业负债规模增长持续放缓。3Q19上市银行同业负债规模29.9万亿，仅较年初增加0.9万亿，考虑到前三季永续债发行较多，“实际的”同业负债规模增幅更小。

图22：上市银行3Q19同业负债（含应付债券）占比下降

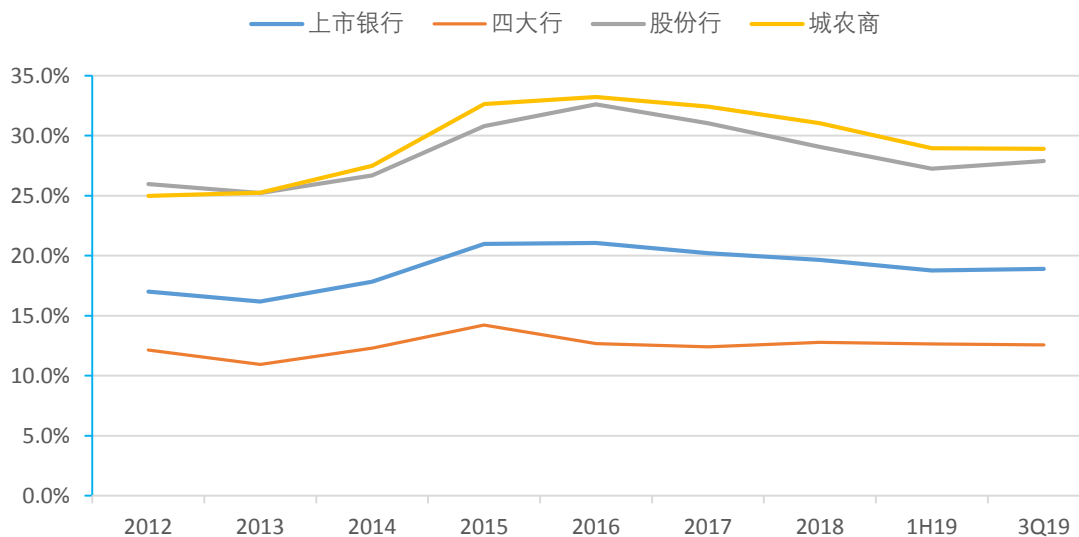
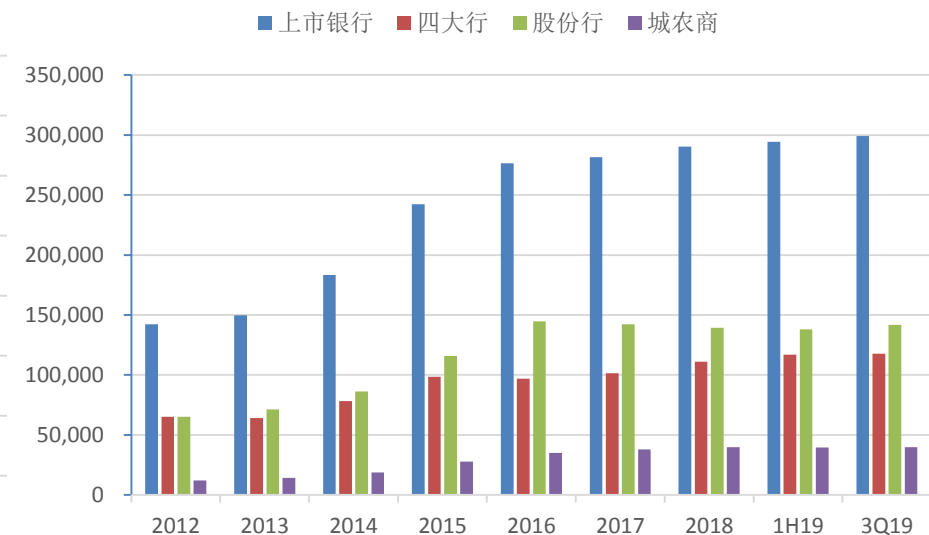


图23：上市银行3Q19同业负债（含应付债券）规模近乎零增长（亿元）

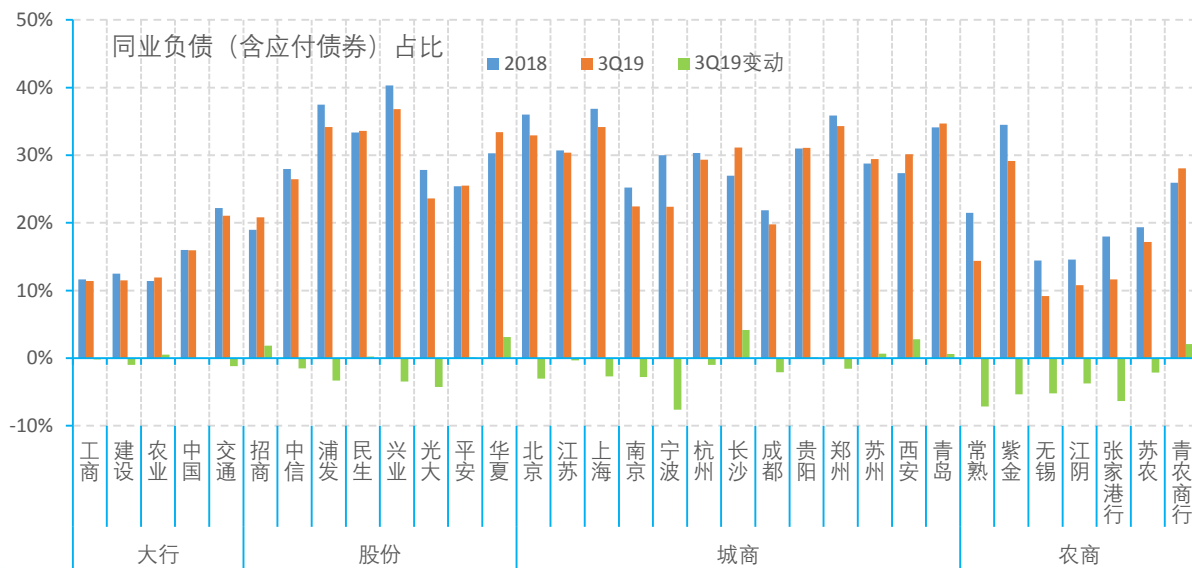


2、资产规模扩张稳健，资产负债结构优化

2.3 同业负债占比继续压降，负债结构改善

- 多数银行3Q19同业负债占比下降。在监管同业严监管之下，多数上市银行3Q19同业负债占比下降，降幅显著的有股份行的光大、兴业、浦发，城商行中的宁波、南京、上海，以及农商行中的常熟、张家港行、紫金。
- 股份行及城商行同业负债的占比较高。截至3Q19，大行同业负债占比较低。股份行中兴业、浦发、民生，城商行中的北京、上海、郑州、青岛，农商行中的紫金、青农同业负债占比仍偏高。

图24：多数上市银行3Q19同业负债（含应付债券）占比有所下降



3、净息差分化，但预计将小幅收窄

3.1 净息差走势分化，股份行同比上升显著

- 商业银行整体净息差平稳。商业银行1H19净息差2.18%，环比1Q19上升1BP，与18年持平，表现平稳。
- 3Q19上市银行净息差走势分化。农商行息差走弱，大行、股份行及城商行环比改善。3Q19大行净息差2.13%，同比下降8BP；股份行净息差2.16%，同比上升15BP；城商行净息差1.97%，同比下降8BP；农商行为2.51%，同比下降4BP。

图25：股份行3Q19净息差同比大幅改善（%）

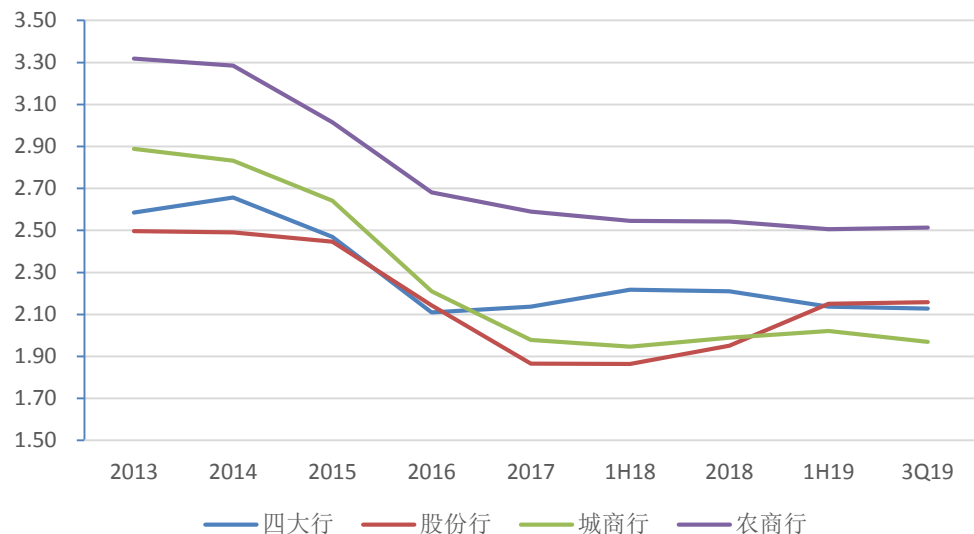
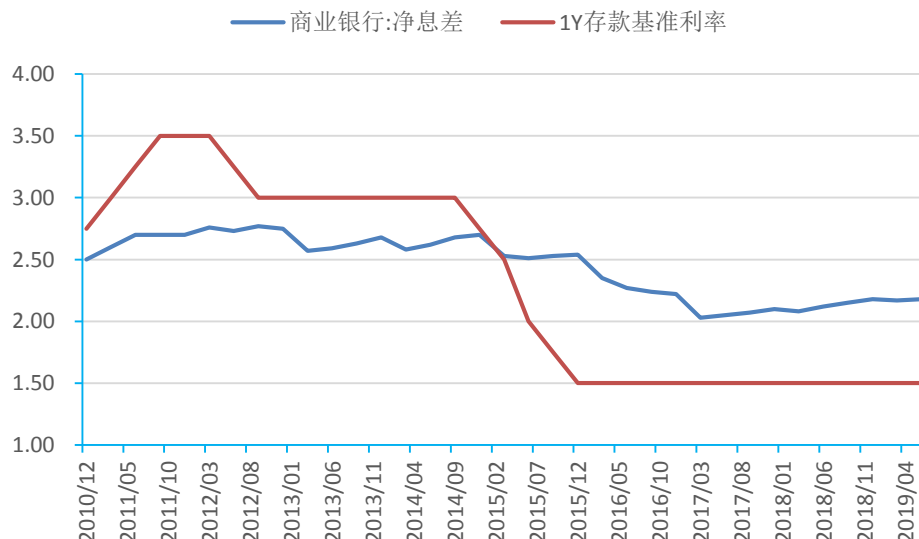


图26：商业银行1H19净息差2.18%，较1Q19上升1BP（%）

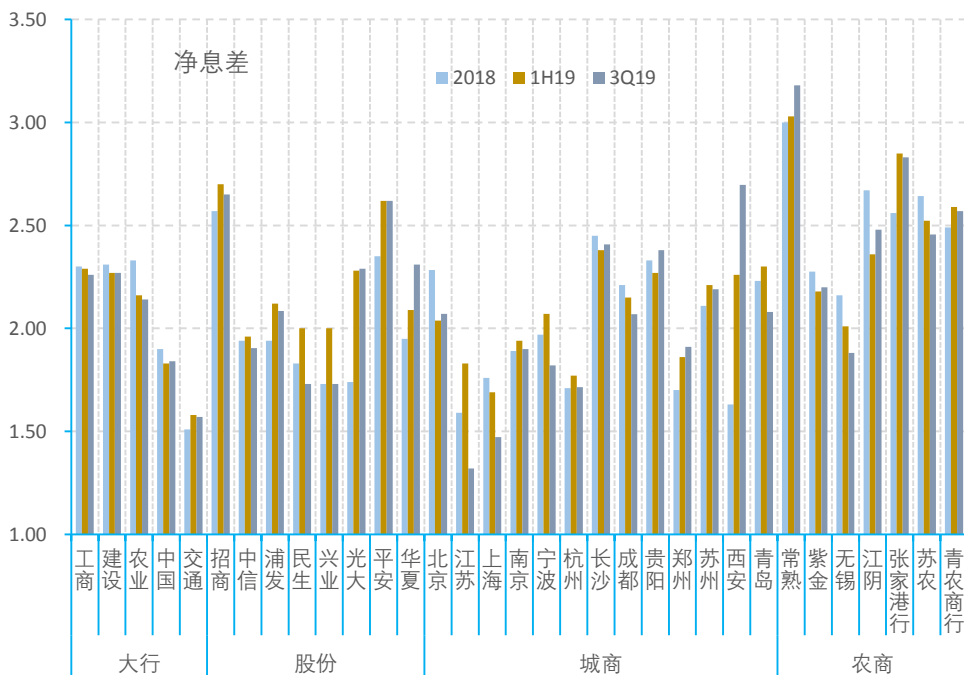


3、净息差分化，但预计将小幅收窄

3.1 3Q19净息差走势分化，股份行同比上升显著

- 3Q19大行中交行，股份行中平安、光大、华夏，城商行中郑州，农商行中的张家港行净息差同比上升明显。其中，这些息差同比大幅改善的银行大多**同业负债占比较高**。
- 3Q19大行中的农行，股份行中的兴业、浦发，城商行中的长沙、贵阳，农商行中的无锡，净息差收窄较明显。

图27：上市银行净息差走势分化明显（%）



3、净息差——大行平稳、股份行上行

3.2 市场利率大降，对息差贡献大

- 市场利率同比大降。3Q19的AAA评级3个月同业存单平均发行利率2.61%，同比下降220BP。倘若某银行同业负债占比30%，那么市场利率大降可带动负债成本率下降 $30% \times 220BP = 66BP$ 。
- 负债成本率走势分化。四大行由于同业负债占比很低，市场利率下降对其负债成本影响小，反而因为存款脱媒等影响，负债成本率有所上升。股份行由于同业负债占比较高，负债成本率同比下降明显。

图28：上市银行3Q19负债成本率走势有所分化

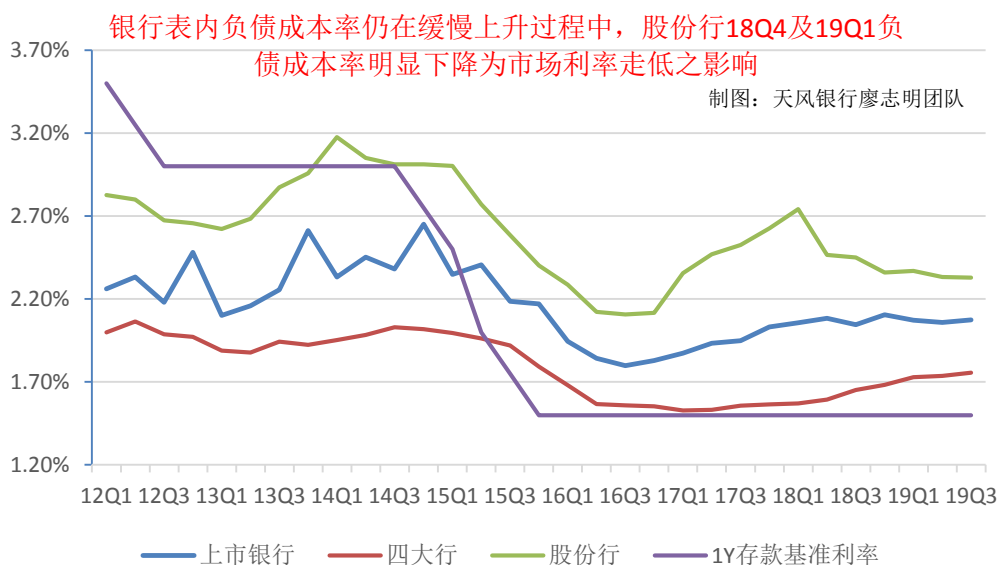
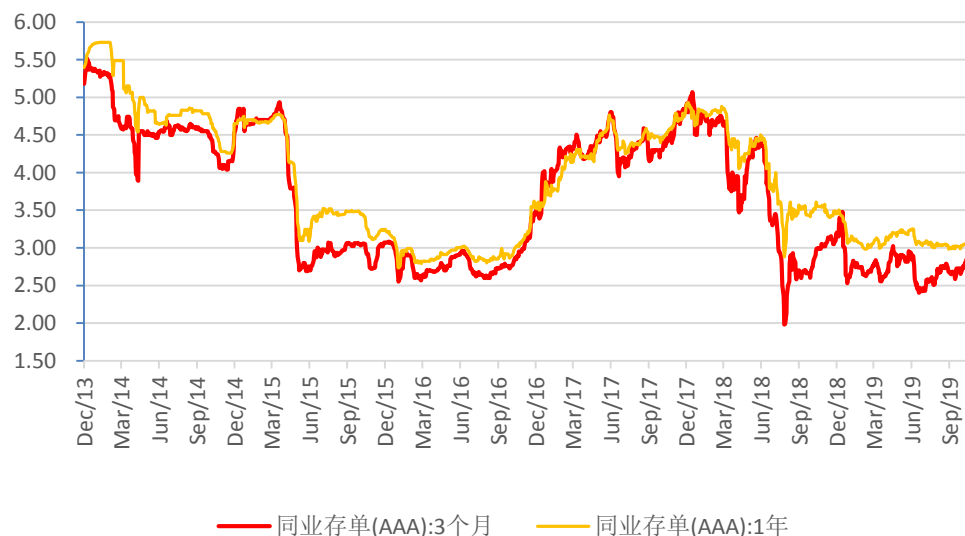


图29：3Q19同业存单发行利率同比下降（%）

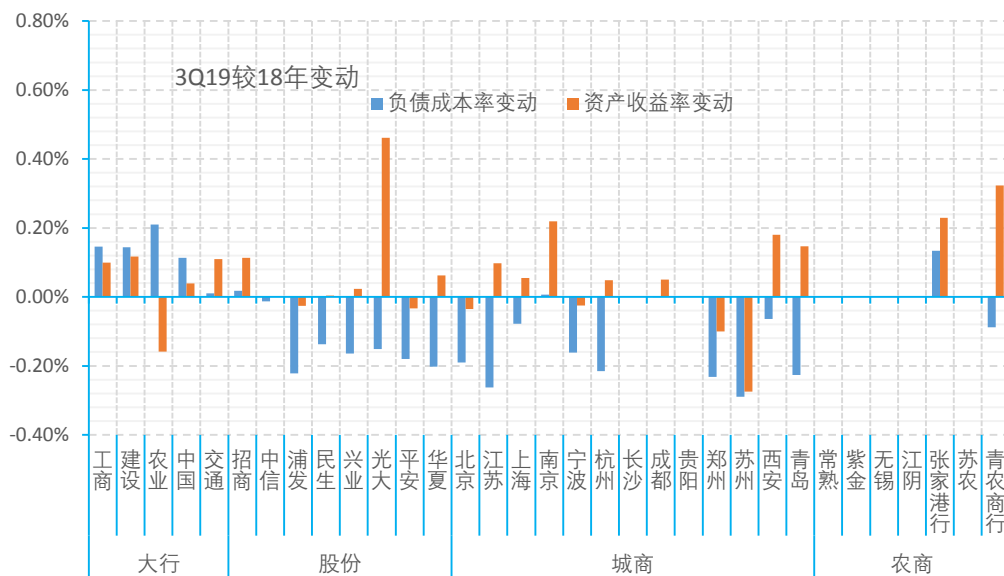


3、净息差——主要由负债端贡献

3.2 市场利率大降，对息差贡献大

- **资产端**：3Q19资产收益率大多较18年小幅上升。注：光大银行资产端收益率大幅上升主要是19年初起将信用卡分期手续费收入重新分类计入利息收入，但18年未重述。
- **负债端**：3Q19股份行和城商行负债成本率下降幅度较大。主要是受益于18年下半年以来的资金市场利率保持低位，城商行和股份行因同业负债占比较高，受益明显。

图30：3Q19股份行和城商行负债成本率下降幅度较大



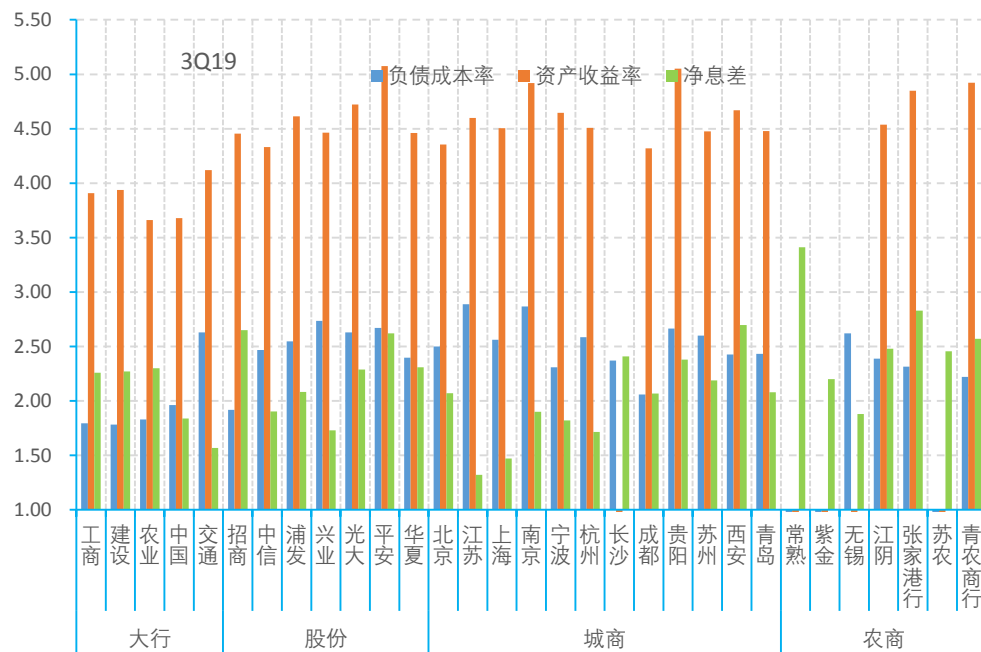
资料来源：WIND，天风证券研究所

3、净息差分化，但预计将小幅收窄

3.3 哪些银行息差高？

- 银行营收主要来自利息净收入，因而息差对银行业绩影响很大，非常关键。
- 净息差由生息资产收益率及付息负债成本率共同决定，负债成本率较低而资产收益率较高的银行净息差高，如常熟。而负债成本率偏高，资产收益率偏低的银行净息差低，如交行。

图31：上市银行3Q19负债成本及资产收益率情况（%）



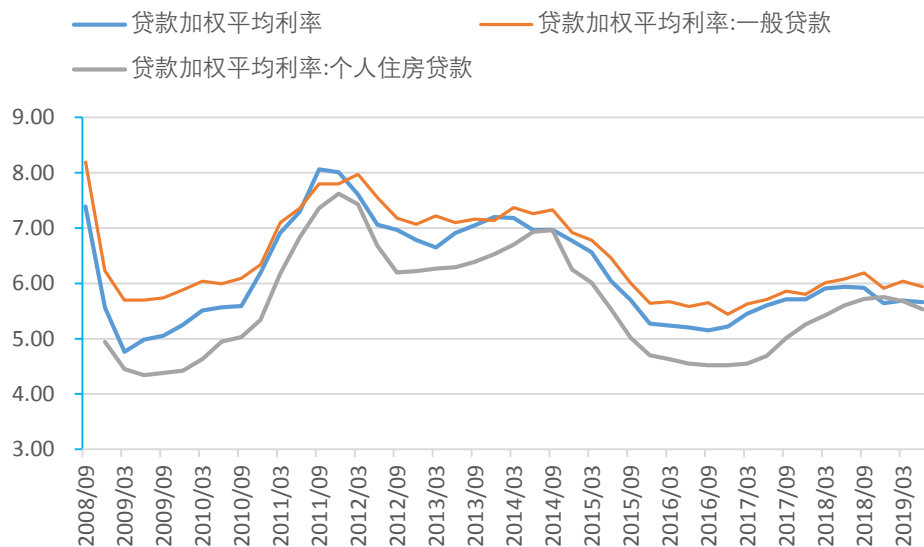
资料来源：WIND，天风证券研究所

3、净息差分化，但预计将小幅收窄

3.4 预计净息差将小幅收窄

- **预计负债成本将保持平稳。** 由于市场利率已处于低位，再大幅下行可能性不大，且18H2以来市场利率已经大幅下降，1H19市场利率大降对负债成本率的影响基本反映到位。考虑到，监管引导银行控制存款成本率，我们预计未来负债成本率将保持相对平稳，或小幅上升。
- **由于银行资产久期明显大于负债，市场利率大降对资产收益率的影响将逐步体现，且贷款利率处于下行通道。** 我们预计资产收益率将小幅下行，银行净息差将行业性地小幅收窄，无论是大行亦或是股份行净息差都小幅承压。

图32：金融机构贷款利率处于下行通道（%）



4、非息收入改善，成本收入比下行

4.1 手续费及佣金净收入增速下降

- 3Q19手续费及佣金净收入增速下降。上市银行3Q19手续费及佣金净收入增速为9.2%，较17年和18年明显上升，较1H19有所下降。18年手续费及佣金收入低迷，受资管新规导致理财收入下降影响较大。各类型银行手续费及佣金净收入均有恢复性增长，预计跟低基数及信用卡收入增长较快等有关。
- 由于四大行均AH上市，18年初开始适用新金融工具准则，股份行不少也是如此；城农商行AH都上市的较少，大多自19年初开始适用新金融工具准则。新金融工具将货币基金、理财等投资收益不再计入利息收入，使得投资多的银行非息收入大幅增加。

图33：上市银行3Q19手续费及佣金净收入增速上升

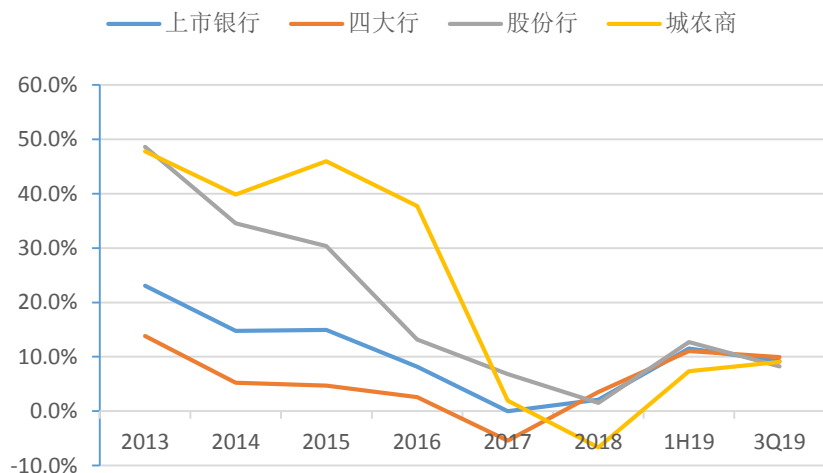
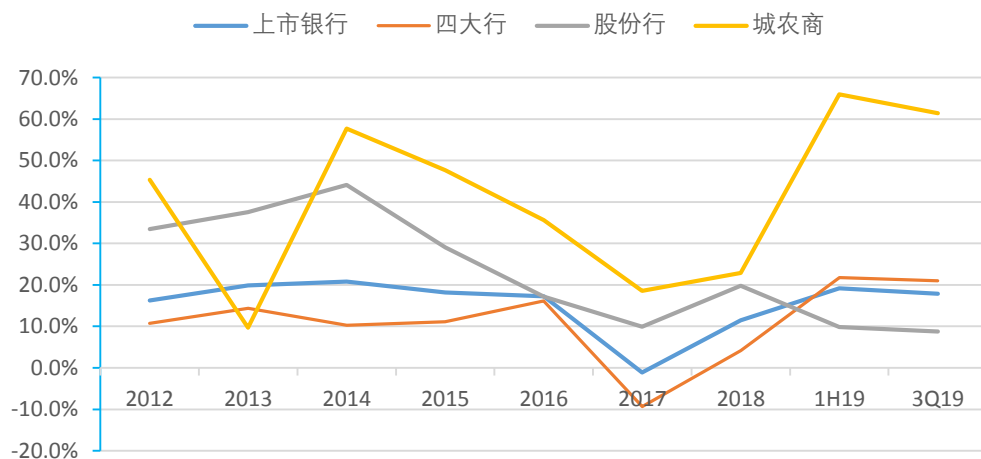


图34：上市银行3Q19非息净收入增速上升



4、非息收入改善，成本收入比下行

4.2 表外理财规模平稳，理财收入增速有所恢复

- 据我们统计，33家主要境内A或H上市银行表外理财规模合计19.14万亿，较年初增加0.14万亿，规模保持相对平稳。这些上市银行1H19理财收入合计约370亿元（由于平安及华夏1H19未披露该数据，而1H18有披露，实际应该更高些），与1H18的388亿元接近；不过，1H18理财收入同比下降近40%。

图35：上市银行1H19表外理财规模情况（亿元）

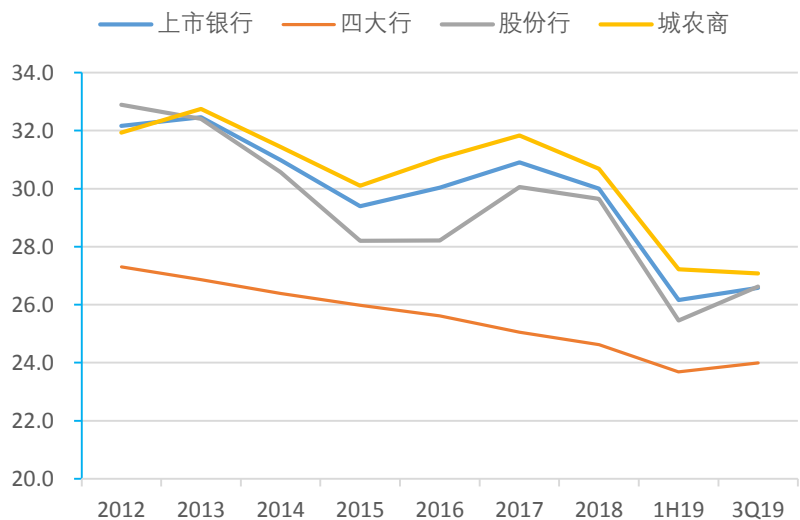
银行	2013	2014	2015	2016	1H17	2017	1H18	2018	1H19
工行	8,475	14,548	23,852	24,240	23,631	26,658	25,802	25,759	23,318
建行	7,188	9,091	13,663	17,947	16,273	17,308	15,991	18,410	18,061
农行	4,122	6,730	11,022	12,994	11,862	13,689	11,850	14,083	15,379
中行	8,380	8,469	11,071	11,768	11,004	11,577	10,610	11,572	10,581
交行	2,542	4,570	6,689	9,183	8,651	9,625	8,590	9,600	10,081
邮储			4,704	8,093	7,269	7,320	7,851	7,575	8,078
招商	5,825	8,315	18,207	23,758	21,281	21,779	19,902	20,522	21,098
浦发	2,569	5,759	9,499	15,412	14,313	15,353	13,876	13,757	13,651
兴业	4,576	6,280	10,435	10,567	10,650	11,523	10,499	12,248	12,064
中信	2,464	3,766	6,591	9,565	9,931	11,327	10,329	10,589	10,992
民生	2,872	3,766	7,704	11,771	9,127	8,138	8,186	8,507	8,641
光大	2,667	6,245	8,769	10,289	8,624	7,379	6,894	6,890	7,045
华夏	2,162	2,946	4,119	7,163	7,330	7,029	5,099	4,693	5,045
平安	1,231	1,653	5,019	7,425	5,896	5,011	4,842	5,379	5,749
北京	689	1,156	1,859	2,986	3,273	3,488	3,346	3,255	3,129
南京	641	1,353	2,182	3,008	3,017	3,253	3,101	2,914	2,753
江苏			1,909	2,575	2,615	2,580	2,794	2,943	3,187
上海				2,267	2,313	2,302	2,360	2,527	2,764
宁波	638	903	1,526	1,883	1,653	1,993	2,034	2,347	2,498
杭州				2,212	1,817	1,773	1,655	1,875	2,144
青岛						510		715	822
郑州								363.72	424
长沙						439		449	470
贵阳			305	569	607	707	719	752	790
成都						199	203	222	239
西安						127		143	144
常熟			176	276	260	276	268	293	275
张家港			0	142	148	157	127	125	145
无锡			55	118	140	129	126	104	127
苏农			33	68	61	71	128	110	149
紫金								69	93
江阴			23	46	48	45	58	58	87
重庆农商行			633	1,163	1,036	1,072	879	1,100	1,339
合计	57,041	85,550	150,045	197,487	182,830	192,836	178,120	189,949	191,361

4、非息收入改善，成本收入比下行

4.3 成本收入比下行

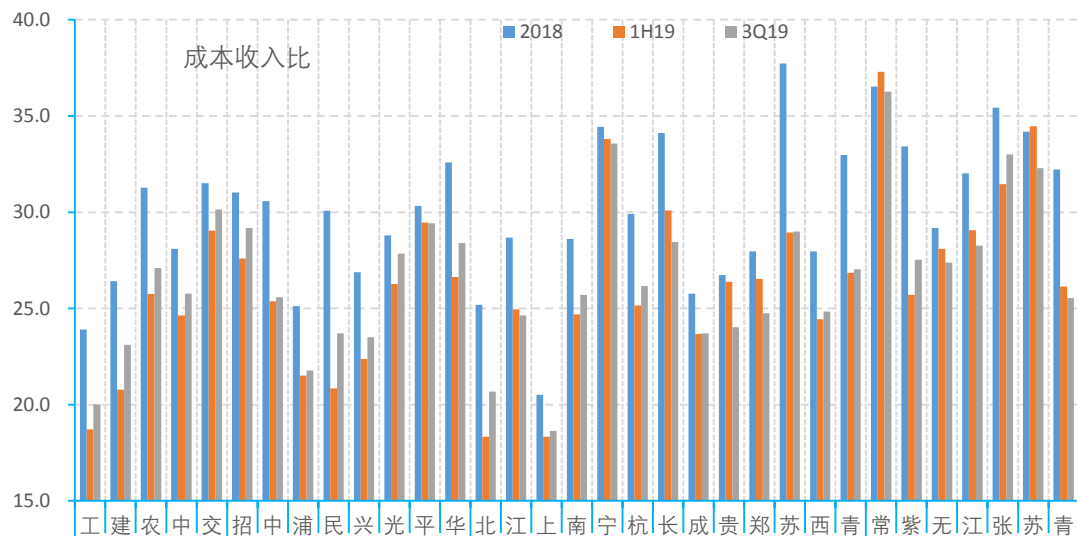
- **本次成本收入比下行趋势。** 3Q19上市银行平均成本收入比为26.6%，同比下降1.5pct。相比于3Q18，各类型银行成本收入比均呈现下行趋势，但是相对于1H19，则又有所回升。
- 3Q19常熟银行成本收入比达36.3%，为A股上市银行最高。大行中工行，股份行中浦发、兴业，城商行中北京、上海的成本收入比较低。

图36：上市银行成本收入比下行（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图37：上市银行成本收入比情况（%）



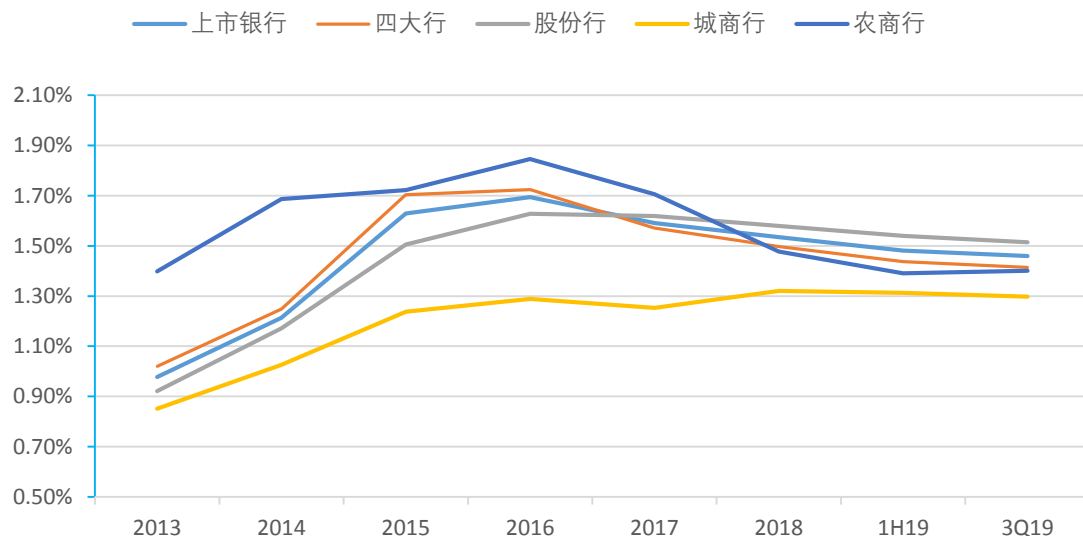
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量平稳，不良担忧不大

5.1 不良贷款率下降，资产质量平稳

- **上市行不良率下降。** 3Q19上市银行整体不良贷款率1.46%，较年初下降8BP。其中，3Q19四大行整体不良率1.41%，较年初下降9BP；股份行为1.51%，较年初下降7BP；城商行为1.30%，较年初下降2BP；农商行1.40%，较年初下降8BP。

图38：各类型上市银行不良率(加权平均)稳中趋降



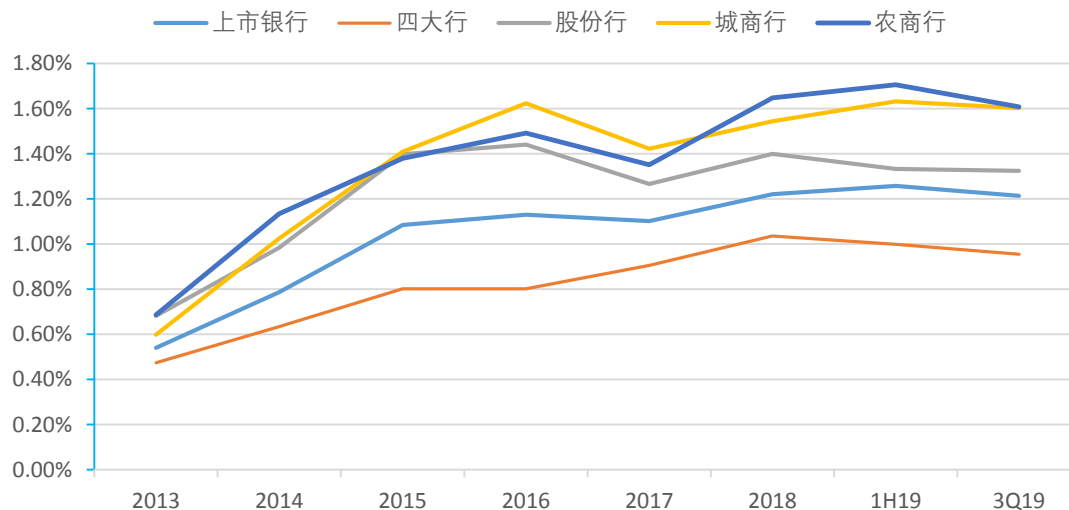
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量平稳，不良担忧不大

5.1 不良贷款率下降，资产质量平稳

- 信用成本保持平稳，但仍处较高位。3Q19上市银行整体信用成本1.21%，较18年下降1BP。其中，四大行/股份行/城商行/农商行分别为0.95%/1.32%/1.60%/1.61%。

图39：各类型上市银行信用成本平稳，但维持高位

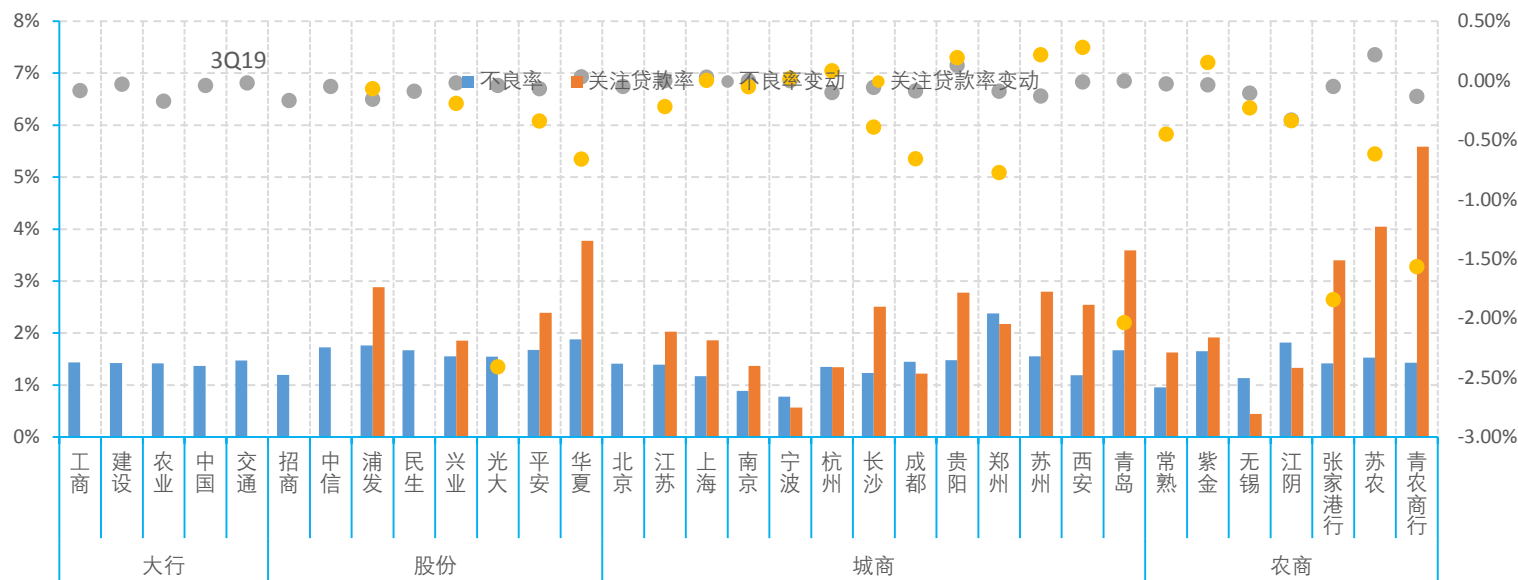


资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量平稳，不良担忧不大

- **5.1 不良贷款率下降，资产质量平稳**
- 3Q19多数上市银行不良率及关注贷款率较年初下降。3Q19多数银行不良贷款率较年初下降，降幅较大的有：大行中的农行、股份行中的招行和浦发，城商行中的杭州、贵阳和苏州；农商行中的苏农和江阴。3Q19关注贷款额并未完全公布，从已有数据来看，关注贷款率较年初下降较多的有：光大、青岛、张家港行和青农商行。

图40：A股上市银行3Q19不良贷款及关注贷款率情况

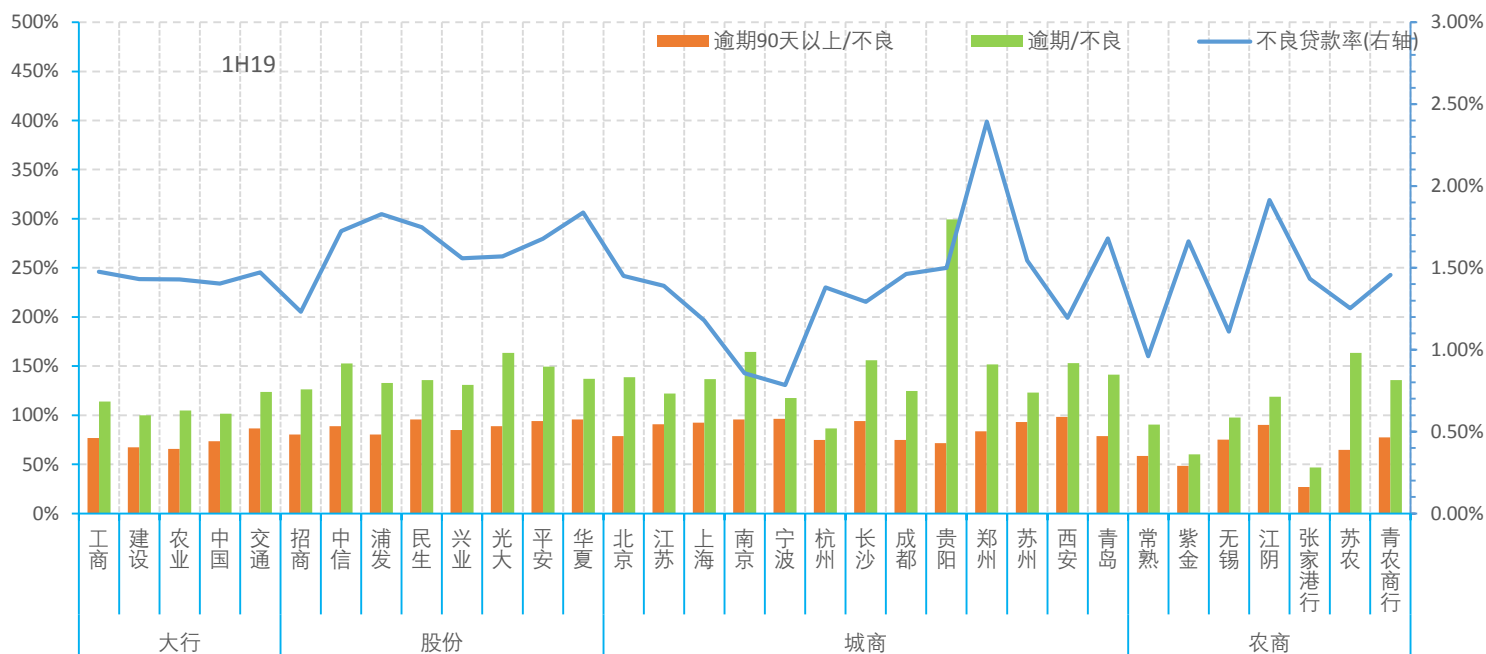


资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量平稳，不良担忧不大

- 逾期90天+比例低于不良率已是普遍现象。截至1H19，A股上市银行逾期90天以上/不良均已低于100%。
- 部分银行逾期/不良已低于100%，不良认定严格。截至1H19，四大行除工行外逾期/不良接近或低于100%，城商行中的杭州，农商行中的常熟、紫金、无锡和张家港行逾期/不良低于100%。

图41：截至1H19，A股上市银行逾期90天以上/不良均已低于100%



5、资产质量平稳，不良担忧不大

5.2 信贷结构持续优化，不良担忧小

- ▶ 伴随着产业变迁和融资结构的变化，银行信贷结构也在发生很大的变化：1) 制造业和批发零售业贷款占比大幅下降；2) 个贷崛起，特别是个人住房贷款占比显著提升；3) 与消费相关的信用卡贷款占比提升显著。
- ▶ 自2012年以来，不良高发的制造业及批发零售业贷款占比持续下降，而基建相关的贷款占比上升，此外，不良低发的个人住房贷款占比显著上升。随着信贷结构持续调整优化，当前银行资产质量受经济周期影响下降，不良隐忧有所缓解。

表 2：自 2012 年以来，A 股上市银行整体贷款行业分布变迁

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
制造业	19.57%	18.57%	16.98%	15.29%	13.10%	11.79%	10.56%	10.09%
批发和零售	7.61%	8.10%	7.59%	6.74%	5.59%	4.72%	3.88%	3.63%
交通运输、仓储和邮政业	9.53%	9.25%	9.24%	9.19%	9.00%	9.06%	8.87%	8.75%
房地产业	7.10%	7.15%	7.37%	7.08%	6.20%	6.21%	6.54%	6.77%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	5.66%	5.06%	4.97%	4.93%	4.84%	5.08%	4.80%	4.60%
建筑业	2.89%	3.09%	3.14%	2.96%	2.61%	2.52%	2.53%	2.65%
采矿业	2.92%	2.92%	2.93%	2.75%	2.36%	2.10%	1.76%	1.62%
信息传输、软件和信息技术服务	0.26%	0.18%	0.13%	0.14%	0.24%	0.25%	0.25%	0.26%
农、林、牧、渔	0.10%	0.33%	0.37%	0.32%	0.28%	0.22%	0.24%	0.23%
金融业	0.41%	0.49%	0.98%	1.50%	2.46%	1.78%	2.06%	2.15%
水利、环境和公共设施管理业	0.22%	3.29%	3.30%	3.18%	3.39%	3.92%	4.05%	4.27%
租赁和商务服务业	0.42%	6.17%	6.61%	6.84%	7.26%	8.30%	8.13%	8.28%
对公合计	71.56%	70.17%	68.53%	65.40%	61.42%	60.58%	57.52%	56.92%
个贷合计	25.87%	27.91%	28.76%	30.53%	34.13%	37.18%	39.32%	39.50%
信用卡	2.85%	3.59%	4.08%	4.49%	4.95%	5.99%	6.71%	6.66%
个人住房贷款	16.16%	16.57%	17.28%	19.15%	22.98%	24.72%	25.76%	25.91%
贴现	2.51%	1.92%	2.71%	4.07%	4.45%	2.24%	3.12%	3.49%

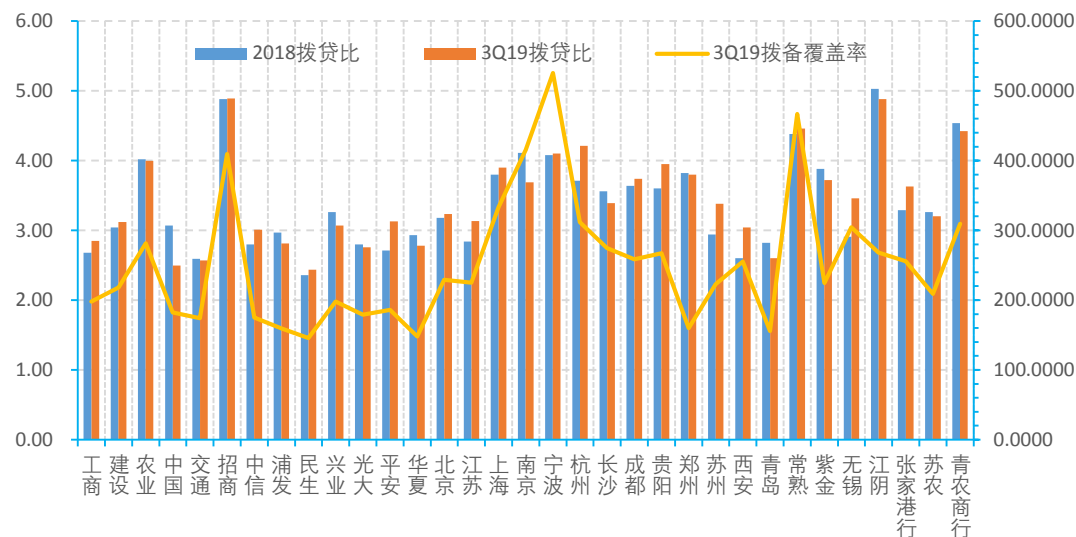
资料来源：WIND，天风证券研究所

5、资产质量平稳，不良担忧不大

5.3 拨备较充足，部分行核心一级资本压力较大

- 拨备较充足。3Q19商业银行拨贷比达较高，拨备较充足，风险抵御能力较强。
- 大行中农行，股份行中的招行，城商行中的上海、贵阳、宁波、杭州等，农商行中的常熟、江阴及青农商行拨贷比较高。

图42：A股上市银行拨备较充足（%）

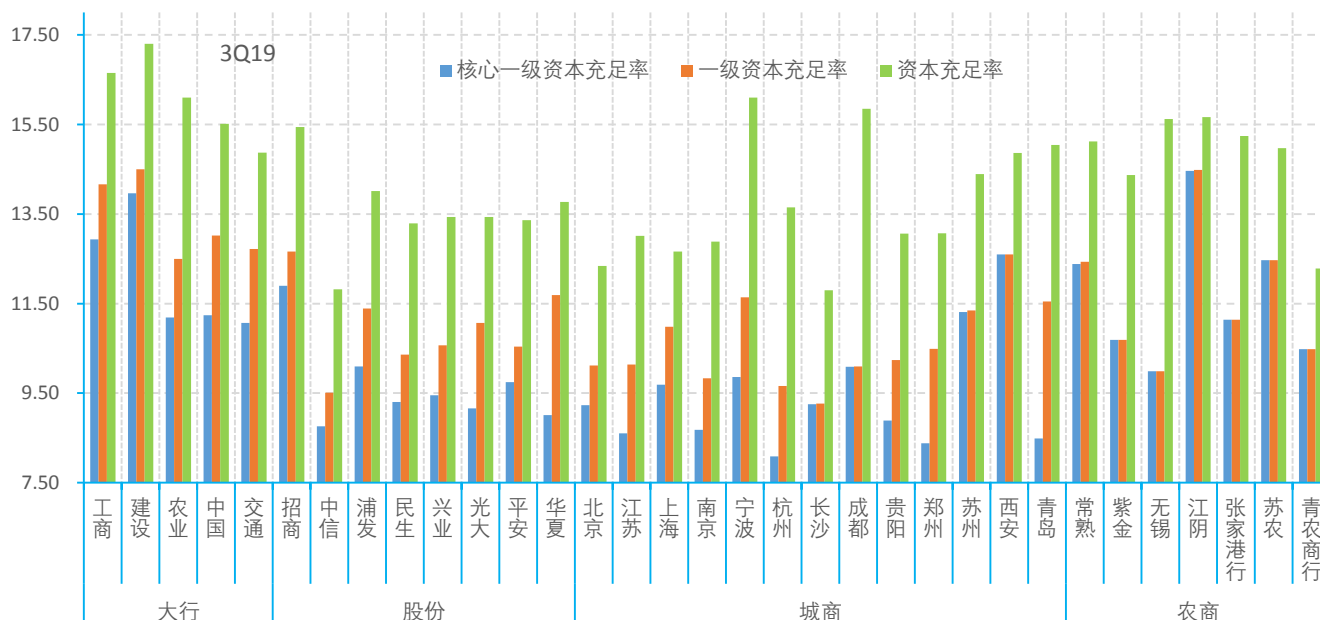


5、资产质量平稳，不良担忧不大

5.3 拨备较充足，部分行核心一级资本压力较大

- 部分行核心一级资本压力较大。3Q19,股份行中的中信、民生、兴业、光大和华夏，城商行中的江苏、南京、杭州、郑州、贵阳的一级资本充足率距离监管要求较近，核心一级资本压力较大，未来或需要通过定增、可转债等方式补充核心一级资本。

图43：部分上市银行核心一级资本充足率偏低（%）



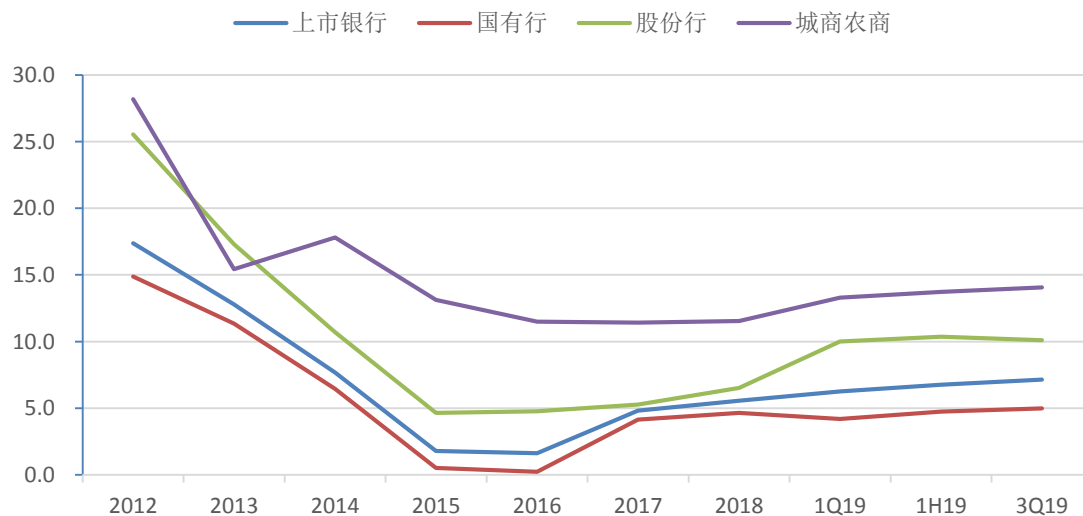
资料来源：WIND，天风证券研究所

6、投资建议：三季度报催化及经济预期修正，支撑板块估值继续修复

银行三季度报整体好于预期

- 上市银行整体3Q19营收增速11.85%，较1H19的12.68%微降；净利润增速7.14%，较1H19的6.75%微升。三季度报业绩略好于预期，息差与资产质量平稳，叠加市场对经济的预期修正，有望支撑板块估值继续修复。整体看修复至1倍20年PB，仍有25%空间。
- 预计未来1年盈利增速小幅下行。**考虑到经济下行压力，资产质量预计保持平稳而难有明显改善，随着资产收益率开始下降，净息差预计将行业性地小幅收窄，上市银行盈利增速或将稳中略降。**

图44：3Q19上市银行盈利增速稳中有升（%）



6、投资建议：三季度报催化及经济预期修正，支撑板块估值继续修复

- **股息率较高。**截至11月1日收盘，五大行股息率均超4%，股份行中的民生，城商行中的北京、上海、江苏、南京、成都之股息率均超4%。

表3：2018年上市银行分红方案汇总（截至2019年8月底）

类别	证券简称	分红派息预案	每10股派息 (元)	现金分红总额 (亿元)	现金分红率 (%)	现金分红率较17年变化 (百分点)	当前股息率	收盘价 (元, 截至2019年9月6日)
大行	工商银行	每10股派息2.506元, 总额893.15亿元	2.506	893.15	30.50%	0	4.54%	5.52
大行	建设银行	每股派息0.306元, 总额765.03亿元	3.06	765.03	30.04%	+0.01	4.30%	7.11
大行	农业银行	每10股派息1.739元, 总额608.62亿元	1.739	608.62	30.01%	0	4.98%	3.49
大行	中国银行	每股派息0.184元, 总额541.67亿元	1.84	541.67	30.08%	+0.03	5.07%	3.63
大行	交通银行	每股分配现金股利人民币0.30元(含税), 共分配现金股利人民币222.79亿元	3	222.79	30.26%	0	5.39%	5.57
大行	邮储银行	每10股派息1.937元, 总额156.96亿元	1.937	156.96	30.00%	+5	4.04%	4.80
股份行	招商银行	每股派息0.94元, 总额237.07亿元	9.4	237.07	30.05%	-0.15	2.62%	35.89
股份行	兴业银行	每10股派发现金股利6.9元(税前), 共分配现金股利143.34亿元	6.9	143.34	23.65%	0	3.84%	17.97
股份行	浦发银行	每10股派息3.5元, 总额102.73亿元	3.5	102.73	18.37%	+12.96	2.99%	11.69
股份行	中信银行	每10股派息2.30元, 总额112.55亿元	2.3	112.55	26.06%	-4.91	3.99%	5.77
股份行	民生银行	每10股派息3.45元, 总额151.05亿元	3.45	151.05	30.01%	+14.63	5.67%	6.08
股份行	光大银行	每10股派息1.61元, 总额84.51亿元	1.61	84.51	25.11%	-5.01	4.06%	3.97
股份行	平安银行	每10股派息1.45元, 总额24.9亿元	1.45	24.9	10.03%	-0.04	0.98%	14.81
股份行	华夏银行	每10股派息1.74元, 总额26.77亿元	1.74	26.77	13.38%	+3.18	2.32%	7.50
城商行	北京银行	每10股派息2.86元, 总额60.47亿元	2.86	60.47	30.23%	+0.10	5.26%	5.44
城商行	上海银行	每10股派息4.5元, 总额49.18亿元; 以资本公积每10股转增3股, 合计32.78亿元	4.5	49.18	28.94%	+3.48	4.90%	9.19
城商行	江苏银行	每10股派息3.4元, 总额39.25亿元	3.4	39.25	30.04%	+12.54	4.94%	6.88
城商行	南京银行	每10股派送现金股利3.92元人民币(含税), 共计派发现金股利33.25亿元	3.92	33.25	30.03%	0	4.74%	8.27
城商行	宁波银行	每10股派息4元, 总额20.83亿元	4	20.83	19.00%	-3.26	1.64%	24.44
城商行	杭州银行	每10股派息2.5元, 总额12.83亿元	2.5	12.83	26.22%	+2.06	2.98%	8.40
城商行	长沙银行	每10股派息2.8元, 总额9.58亿元	2.8	9.58	21.39%	+21.39	3.09%	9.05
城商行	贵阳银行	每10股派息4元, 总额9.19亿元; 以资本公积每10股转增4股, 合计9.19亿股	4	9.19	17.89%	+1.14	4.66%	8.58
城商行	成都银行	每10股派息3.5元, 总额1.26亿元	3.5	1.26	27.19%	+1.31	4.18%	8.37
城商行	郑州银行	每10股派息1.5元, 总额8.88亿元	1.5	8.88	34.75%	+34.75	3.02%	4.97
城商行	青岛银行	每股派息0.2元, 总额9.02亿元	2	9.02	59.37%	+16.65	3.27%	6.12
城商行	西安银行	每10股派息1.6元, 总额7.11亿元	1.6	7.11	30.10%	+20.71	2.04%	7.84
农商行	青农商行	按照每股人民币0.15元(含税)向本行全体普通股股东派发现金股利, 共计8.3333亿元	1.5	8.3333	34.45%	0	2.29%	6.55
农商行	紫金银行	每10股派息1元, 总额3.66亿元	1	3.66	29.20%	+0.24	1.46%	6.85
农商行	常熟银行	每10股派息1.8元, 总额4.72亿元	1.8	4.72	31.74%	+0.09	2.36%	7.62
农商行	无锡银行	每10股派息1.8元, 总额3.33亿元	1.8	3.33	30.37%	+2.51	3.30%	5.46
农商行	张家港行	每10股派息1.5元, 总额2.71亿元	1.5	2.71	32.47%	+8.78	2.65%	5.67
农商行	江阴银行	每10股派息0.5元, 总额0.88亿元; 每10股送红股2股	0.5	0.88	10.31%	-11.55	1.11%	4.51
农商行	苏农银行	每10股派息1元, 总额1.45亿元; 每10股送红股1股	1	1.45	18.05%	-11.66	1.85%	5.41

6、投资建议：三季报催化及经济预期修正，支撑板块估值继续修复

- **低估值构成大支撑。**截至11月1日收盘，银行（中信）指数估值仅0.84倍PB（lf），处于历史低位；估值低就是很大的支撑。
- **由于逆周期调节力度或加大，倘若银行板块PB估值保持平稳，那么，可以挣ROE的钱。我们认为，对于银行股的表现没必要悲观。况且，无风险利率下行之下，银行股股息率较高，性价比有所上升。**

图45：银行（中信）指数PB（lf）估值已处于历史底部（倍）

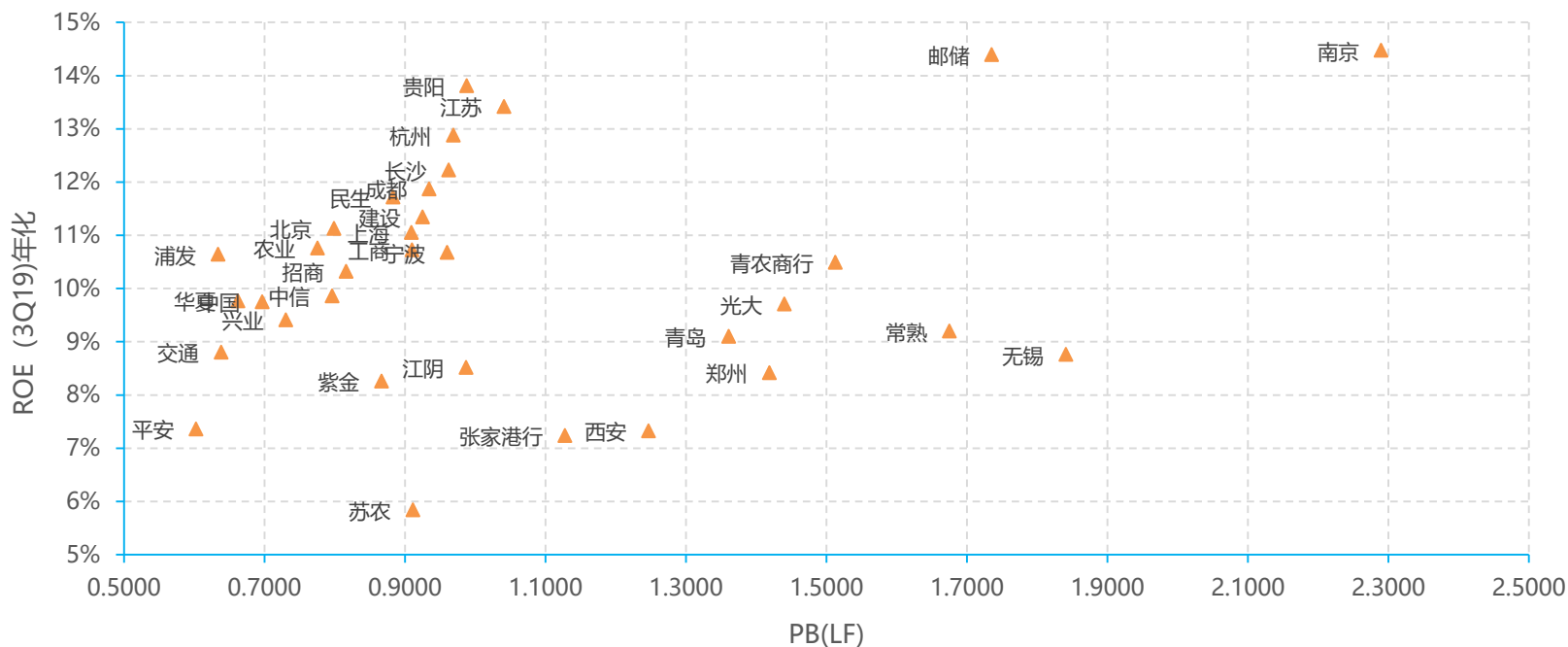


资料来源：WIND，天风证券研究所

6、投资建议：季报催化及经济预期修正，支撑板块估值继续修复

- **未来更看次龙头。** 个股方面，我们旗帜鲜明看多次龙头-低估值且基本面较好的标的，如兴业（综合金融长逻辑，低估值，受益于低市场利率）、工行（对公、零售及金融科技皆具实力的大行龙头，17年股价涨幅达47%）、光大（低估值拐点标的，促转债转股）及成都、杭州等。关注常熟、张家港行等以及次优银行H股。11月首推兴业银行。

图46：多数上市银行仍聚集在高ROE、低PB的区域（截至2019年11月1日收盘）



7、风险提示

风险提示：经济下行超预期导致资产质量显著恶化；贷款利率大幅下行等。

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

THANKS