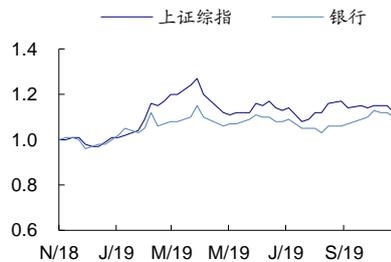


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《专题研究：互联网银行深度解析：原理与实例》——2019-11-06
- 《银行业 2019 三季度综述：息差小幅反弹，不良指标改善》——2019-11-01
- 《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

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码：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码：S0980519010001

行业投资策略

结构比周期重要

● 淡化周期：失效的“银 G 比”

我们曾用“银行业增加值/GDP”（称为“银 G 比”）同比变动幅度来判断银行股价走势。该指标在 2016 年以来效果不佳，原因是银行利润、宏观经济的周期性波动变小，导致银 G 比几乎不变，失去信号意义。这提示我们，银行业乃至整个宏观经济的周期性波动减弱，但结构性调整加强。

● 关注结构，而非周期

2008-2019 年之间，我国宏观经济处于结构调整和政策托底的对冲之中。一方面政府出台各项政策加速新旧动能切换，另一方面在经济面临下行压力时，又以基建、地产投资托底，避免经济硬着陆。从现有数据来看，2019 年以来新动能曙光显现，银行也“因客而变”：一方面努力开发新模式服务新动能，另一方面在传统行业融资需求下降的情况下，将信贷逐步倾斜至大零售（包括个人和小微企业）。随着以上两个方向推进，整个行业格局会呈现“综合大行，特色小行”的特点，我们需要高度关注银行业内部的个股分化。

● 预计 2020 年盈利增速与 2019 年大致持平

我们预计 2019 年上市银行整体归母净利润同比增长 6~7%。

我们通过对下面三个关键驱动因素的分析来判断明年行业整体发展趋势，分析后认为 2020 年上市银行整体盈利增速与 2019 年大致持平：

- （1）资产增速：我们认为目前基建更多是起对冲作用，即便货币宽松，传统融资需求也很难大幅增加，因此预计明年行业整体资产增速与今年大致持平；
- （2）净息差变化：结合 LPR、市场利率和存款成本变化来看，我们预计 2020 年净息差仍有下降压力，但幅度会比较小，对净利润增长的负面影响也不会很大。
- （3）资产质量：综合制造业和批发零售业贷款、基建及公用事业类贷款、房贷、消费性贷款质量变化，我们预计 2020 年银行业整体不良生成率仍有上升压力，但幅度不大。此外，我们也需要密切关注个人消费性贷款的不良走势。

● 投资建议与个股选择

我们预计明年银行业整体盈利增速与今年持平，意味着板块整体估值不会有太大变动。考虑到当前板块估值处于历史较低水平，因此维持行业“超配”评级，预期回报仍然以赚取 ROE 为主。个股方面遵循“综合大行，特色小行”的选股逻辑，继续推荐工商银行、农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃组合”。

● 风险提示

宏观经济的不确定性；货币政策超预期收紧可能会使预测结果受到影响。

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

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	5.8	2013	0.86	0.91	6.7	6.4
601288	农业银行	买入	3.58	1232	0.60	0.63	6.0	5.7
002142	宁波银行	买入	28.72	162	2.32	2.70	12.4	10.6
601128	常熟银行	增持	8.42	23	0.64	0.77	13.1	11.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

序言	4
淡化周期：失效的“银 G 比”	4
关注结构，而非周期	5
经济结构转型迎来曙光	5
银行业：“因客而变”	7
综合大行，特色小行	9
预计 2019 年上市银行盈利增长 6~7%	9
预计 2020 年盈利增速与今年大致持平	10
资产增速个位数，与今年大致持平	10
净息差有一定下降压力，但幅度不大	11
资产质量仍有压力，但不良生成率不会大幅上升	14
总结：上市银行整体盈利增速预计仍在 6~7%附近	18
投资建议及个股选择	18
风险提示	19
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

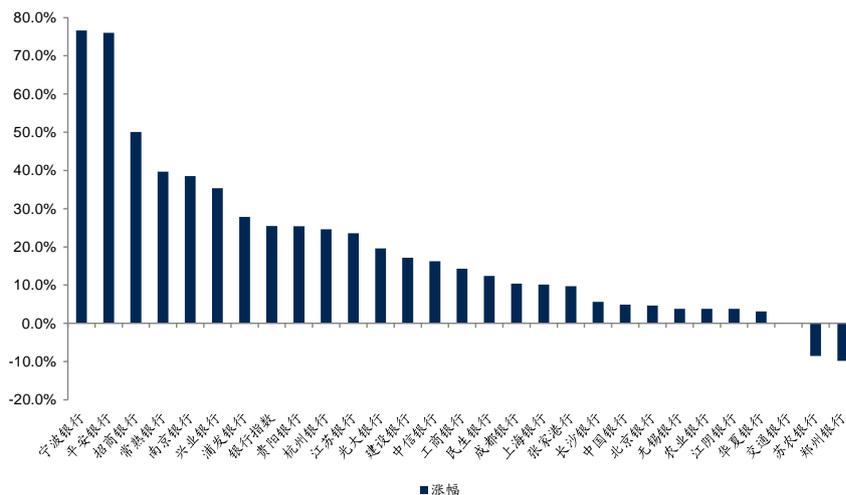
图表目录

图 1: 截止 2019 年 11 月 15 日银行股涨跌幅.....	4
图 2: 银 G 比的年度变化值、行业指数.....	5
图 3: 不同时期的政策对冲.....	6
图 4: 供给侧改革以后, 尤其是 2019 年以来, 高端制造业投资增速明显加快.....	7
图 5: 银行个人房贷、消费性贷款占比不断提升.....	9
图 6: 银行小微贷款/普惠性金融贷款占比也在提升.....	9
图 7: 货币环境宽松时银行资产增速会提升, 紧缩时会下降.....	10
图 8: 2018 年下半年以来 Shibor 在低水平震荡, 货币环境宽松.....	11
图 9: 银行业金融机构/商业银行总资产增速由低个位数上升到高个位数.....	11
图 10: 净息差走势与基准利率、市场利率的关系.....	12
图 11: 上市银行累计净息差走势.....	13
图 12: 与 2017 年存款成本小幅下降不同, 2018 年下半年以来存款成本大幅上升... ..	13
图 13: 资产减值损失对净利润增长的贡献取决于不良生成率的变化.....	14
图 14: 过去几年样本银行不良贷款主要发生在制造业和批发零售业.....	15
图 15: 过去几年工业企业利息保障倍数对判断全部贷款的不良生成率拐点比较有效.....	15
图 16: 近几年样本银行制造业和批零行业贷款占比降低了一半.....	16
图 17: 样本银行不良率下降是结构调整引起, 而非制造业和批零不良率下降导致....	16
图 18: 工业企业利息保障倍数持续回落.....	17
图 19: 上市银行贷款构成 (2019 年 6 月末, 含票据贴现).....	17
图 20: 个人消费性贷款在贷款总额中的占比不断提升, 中小银行尤其快.....	18
图 21: 信用卡贷款不良率在今年上半年上升较多.....	18
表 1: 新老产业的适用金融服务.....	8
表 2: 六大行金融牌照对比.....	8
表 3: 重点个股估值表.....	20

序言

2019年以来，A股银行板块延续了前两年走势，即在全板块收益率与大盘相近的情况下，板块内个股行情分化加大。截止2019年11月15日，万得银行指数涨幅25.5%，跑输沪深300指数约3.3个百分点。而其中，宁波银行涨幅达到76.6%，平安银行涨幅76.0%，其他个股涨幅不等，个别个股甚至小幅下跌。这一方面反映了投资者对优质个股的追捧，但同时也反映了在经济与行业转型期，行业内部分化的加剧。

图1：截止2019年11月15日银行股涨跌幅



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们认为未来较长一段时期内，结构性因素取代周期性因素，成为经济、金融研究中最关键的因素，而行业分化仍然是重要的投资主题。并且，随着经济结构持续调整、新旧动能持续切换，银行业随之发生的转型方向也日趋明朗，为我们优选顺应趋势的个股指明了方向。我们提请投资者重点关注符合行业转型方向、发展特色鲜明的个股，包括具有综合化优势的大行，和富有特色的中小银行。

淡化周期：失效的“银G比”

银行业是典型的周期性行业，其景气度与经济周期高度相关，所以，银行股的行情判断也逃不开周期的影响。我们过去分析银行股的主要方法论大多发端于此。

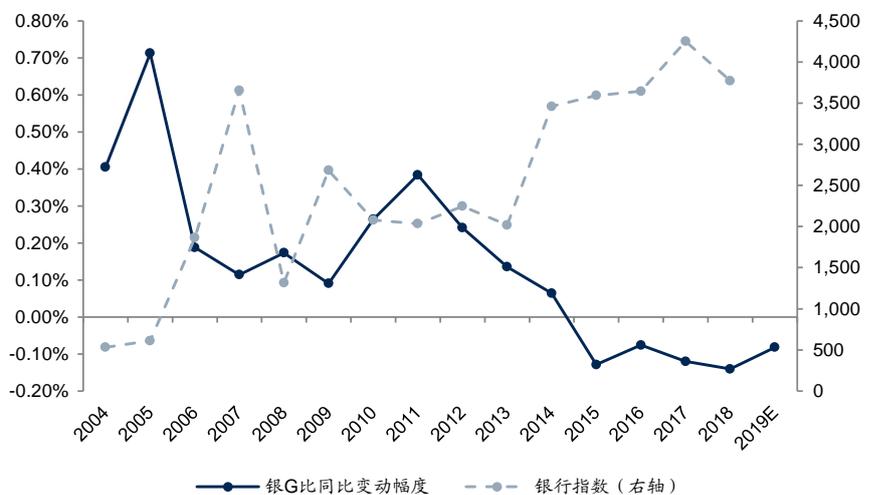
我们将整个宏观经济想象成一间银行和一间实体企业（也就是将全部银行业全部“并表”，将其他实体经济也全部“并表”，暂先忽略政府、非银金融等部门），那么，实体企业是生产创造财富的主要源泉，而银行为实体企业提供金融服务，并按约定收取回报，这笔回报来自于对企业所创造的财富的分成。具体到我国，这里金融服务的主体又是银行信贷融资服务。从最后形成的企业资本结构上看，银行信贷构成了这间企业的主要债权方，而其股东是其权益方。银行以信贷资金出资，构成企业的债权人，以收取相对固定的利息为主（此外还有一些其他收费项目，但占比不高），这利息收入扣除支付给企业的存款利息之后便是净利息收入，这便是银行从实体企业获取的主要财富分成。

然后，企业生产经营的周期性波动（这当然也就是宏观经济的波动）最后会影响企业自身和银行的经营成果。由于财务杠杆的作用，银行营业收入的周期性

波动会小于企业。经济向好时，企业经营情况持续向好，而银行收取的利息是相对固定的，因此归属于企业股东的利润会增加。当经济走弱时则刚好相反，企业营业收入变差了，但它支付给银行的利息是刚性的，因此归属企业股东的利润变小，甚至为负，造成亏损。这就造成了银行收入与全社会收入比例变动，此比例越低，说明经济形势越好，随之股市表现较好，实体和银行股票齐涨，否则齐跌。

衡量全社会新创造的财富，比较适合指标是增加值，全社会的增加值之和就是GDP。我们过去曾使用“银行业增加值/GDP”的指标，用来衡量上述比例关系。这是我们在周期波动中衡量经济形势的一个核心指标，有其他研究人士引用时将其称为“银G比”。但可惜没有权威的银行业全行业增加值披露，因此以全行业利润代之（会有一定误差），用来估算近似的银G比。在过去很多年份，银G比抬升时，股价走弱，银G比下降时股价向好，是一个较为有效的指标。而若该指标变动不大时，则缺乏信号意义。

图 2：银 G 比的年度变化值、行业指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

但是，该指标在 2016 年以来效果变弱，主要原因是银行利润、宏观经济的周期性波动都在变小，银行盈利和宏观经济的增速均较平稳，使银 G 比指标波动也明显变小，失去了信号意义。

这一现象提示我们：银行业乃至整个宏观经济，可能已经到了一个非常关键的结构变化时期，周期性波动减弱，结构性调整加强。而若注重从结构性调整角度着手，便能使我们更好地解释近年发生的一些经济现象和经济政策，并对未来的投资找到方向。

关注结构，而非周期

经济结构转型迎来曙光

我们后续对银行业乃至金融业的理解，要放到整个宏观经济结构性调整的背景中去。改革开放以来，我国以“外需拉动制造业、制造业再拉动上下游”为主的“世界工厂”模式逐渐成型。

但是，跟所有曾经充当过世界工厂的经济体一样，经济高速发展必然带来人工成本、土地成本、环境成本乃至本币币值的提高，使制造业成本抬升，而生产效率的扩大又使这些中低端制造业的产品价格走弱。最终这些产业变得无利可

图，难以为继，经济产业结构面临沉重的转型压力。我国在 2007 年之前已开始有经济结构压力显现，而以 2007 年美国次贷危机为标志性事件，旧的全球平衡打破，宣告了这一模式正式到了终结之时。

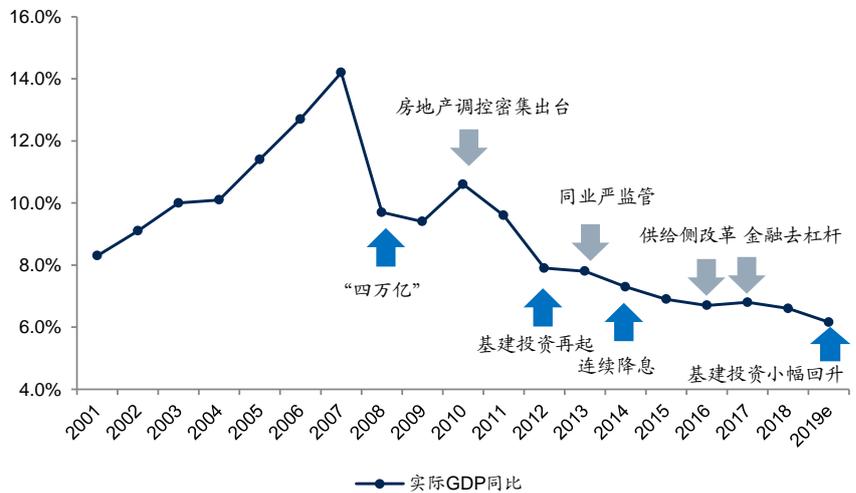
2008-2019 年的这 10 多年时间，我国宏观经济是处于结构调整和政策托底的对冲之中。经济结构调整，旧产业淘汰出清，使 GDP 增速缓慢下行，政府也时常出台有关措施加速结构调整和旧产能切换。但若经济下行过快时政府又会以基建、地产来托底，以防止经济硬着陆。因此，这较为困难的 10 年中，其实是由这两项相互对冲的工作任务交织而成：

(1) 政府出台各项政策加速新旧动能切换。推动旧的过剩产业的淘汰出清，“腾笼换鸟”，通过提升环保标准、保障员工权益、规范各项治理等手段，加速旧产能出清。同时，择机出台调控房地产、过剩产能的措施。2015 年，政府正式提出供给侧结构性改革，优化生产要素配置，提升经济发展的质量。同时，加大力度培养新产能，鼓励创新创业。虽然过程中承受了不可避免的转型阵痛，也不可避免地出现了一些政策过急，但大部分政策取得了不同程度的预期效果，整体上符合经济结构转型方向。

(2) 在经济面临失速压力时以基建、地产投资托底，避免经济硬着陆。基建、地产投资由于上下游产业链长，因此对经济托底效果较好，尤其是商业房地产、棚改、高铁等投资，拉动经济增长。但其缺点是这些领域均为资本密集型，并且是债务资本密集型，导致局部领域杠杆过高，比如地方政府承担基建的主体一般是城投企业，出现了地方政府隐性负债等问题。

以上两方面政策相互对冲，从而实现了经济增速平稳换档，从 10% 左右的高速增长平台逐步切换至 6% 左右的中速增长平台。因此，换档期的主题是结构调整，托底和调控均是手段。

图 3：不同时期的政策对冲



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：2019e 数据采用 Wind 截止 2019 年 11 月 18 日的一致预期数据。

而 GDP 增速能否在 6% 左右的中速增长平台上企稳，不再下滑，则取决于新动能能否更大程度上弥补旧动能淘汰的缺口。

新动能主要由技术密集型的高新技术产业组成，其中又分为高端制造业和高端服务业。高端制造业包括医药与医疗设备、电子通信与计算机、航空航天设备等研发生产，高端服务业则包括信息服务、检测检验服务、专业技术服务、研发设计服务、科技成果转化服务、知识产权服务、环境监测治理服务等，种类繁多。从现有数据来看，至 2019 年经济结构调整效果较好，高新技术产业的

投资增速有所提升，新动能曙光显现，有望使我国 GDP 增速在 6% 左右构筑中速增长平台。

图 4：供给侧改革以后，尤其是 2019 年以来，高端制造业投资增速明显加快



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：由于没有一一对应的行业，我们使用计算机、通信和其他电子设备制造业，医药制造业，仪器仪表制造业三个行业的平均投资增速来大致估计高端制造业投资增速。

银行业：“因客而变”

银行业是我国服务实体经济的主要金融子行业，是过去 30 年高速增长期的主要贡献者，同时也是主要受益者，因为世界工厂模式中的中低端制造业、基建、房地产对银行信贷产生了巨大的需求。但目前，经济结构转型是银行业面临的巨大课题。

在经济结构转型的关键时期，银行业同样面临沉重的转型压力。一方面要处理旧产能出清过程中产生的不良资产（这项任务主要集中在 2011-2018 年这一轮不良资产周期中完成，目前已接近尾声，因此本报告不将其作为重点），另一方面要尝试涉足新的高新技术产业，而这些产业有些可能并不是银行传统客户，或者不是银行传统“存贷汇”业务的客户，需要银行以新的业务模式去提供服务，这也是银行业面临的巨大挑战。

在此，银行 2020 年乃至未来几年中的重点任务包括服务新动能、进军大零售。

开发新模式服务新动能

高新技术行业多为技术密集型，有些产业还处于科技成果转化初期，行业风险较高，未来现金流很不稳定，不太适合从信贷渠道获取融资服务，更适合股权融资（而当高新技术产业逐步成熟之后，有部分会转换为银行信贷的客户）。银行除为他们继续提供支付结算等日常金融服务之外，还需要围绕股权融资做文章，包括投资银行业务（将企业融资需求创设为可投资资产）和投资业务（将自有、客户资金投资于这些创设的资产。银行表内资金不能参与股权投资，但可由具直投功能的子公司参与。若是客户资金则需要资产管理业）等。

表 1: 新老产业的适用金融服务

	传统产业	新兴产业
我国现阶段典型代表	制造业、商贸业等	科教文卫等
典型特征	资本密集型、人力密集型	知识密集型、技术密集型
风险收益特征	低风险、低收益且稳定	高风险，高收益且不稳定
拥有资产	土地设备房产等固定资产	知识产权等无形资产
主要融资渠道	债权融资（贷款、债券等）	股权融资
主要金融服务	银行信贷和其他传统服务	投资银行、资本市场服务

资料来源：国信证券经济研究所整理

以上股权融资相关业务原本不是银行业的强项，银行内部缺乏相应的机制、团队等准备，在未来很长一段时间内也不太可能贡献较高比例收入和利润，仅以少量参与为主。但是，这些业务是银行业接洽、拓展、服务高新技术行业的主要方式，是转型的大势所趋。

综合化水平较高的大中型银行有望受益。以大型综合化银行集团为例，它们将以旗下的非银金融牌照参与股权融资服务，比如通过资产管理牌照募集客户资金，参与对标的企业的投资，甚至有些银行本身就有券商或具有直投功能的牌照，直接参与投行、投资业务。

表 2: 六大行金融牌照对比

	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行
银行	√	√	√	√	√	√
券商（内地）				√		
券商（香港）	√	√	√	√	√	
保险	√	√	√	√	√	
信托		√			√	
基金	√	√	√	√	√	
金融租赁	√	√	√	√	√	

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

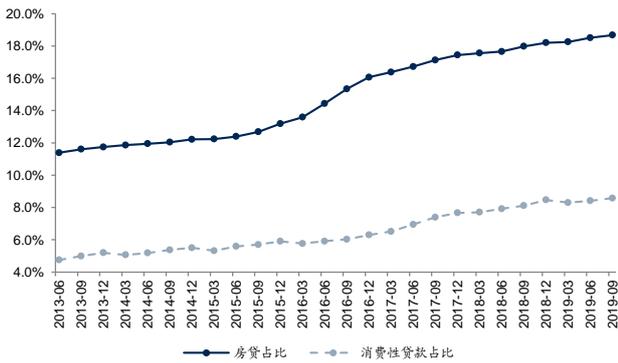
在这一趋势下，我们还进一步预测监管部门对银行综合化经营的监管会在 2020 年内有所突破，未来可能出台银行以合适方式参股内地证券公司、投资公司的路径。重点关注综合化实力较强的大银行。

信贷逐步倾斜大零售

银行信贷的传统投向正在收缩，“资产荒”突显。传统产业式微，并且随着行业整合推进，市场份额向行业龙头集中，这些龙头可能掌握在几家大行手中，甚至它们的融资需求也转向资本市场，对信贷的需求下降。如果新动能对宏观经济起到良好支撑，则过去换档期中用于托底的基建、地产投资也会下降，也会收缩一部分信贷需求。这对于部分业务高度依赖当地城投的中小银行显得尤为紧迫。

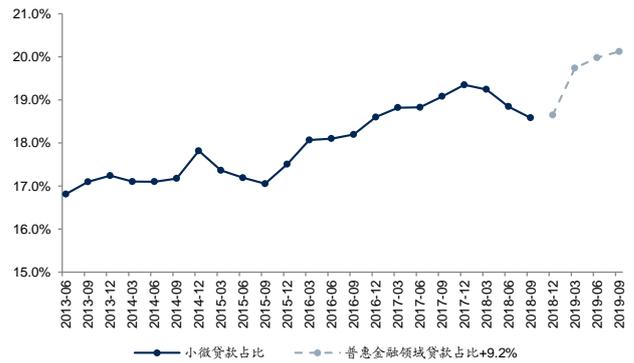
大量的传统信贷需求萎缩后，未来的信贷资源将重点投向大零售客户，包括个人、小微企业，这几乎成了必然趋势。大部分银行已经意识到了这一点，近两年也已加大零售信贷投放，但如何实现成本可控、风险可控地服务大零售客户，依然是新的课题。

图 5: 银行个人房贷、消费性贷款占比不断提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 银行小微贷款/普惠性金融贷款占比也在提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 由于前后统计口径变化, 我们将普惠金融领域贷款占比加上 9.2% 以便前后衔接。

目前 A 股上市银行中, 真正主打大零售业务的银行仍是少数, 其他银行均有参与部分大零售业务, 但占比仍然不高。专业参与大零售业务需要较长时间的技术引进和体系打造, 大部分银行近几年刚刚起步, 还需要更长时间锤炼。

而对于中小银行来说, 找到差异化发展路径变得更加关键。大零售业务中, 分为标准化程度较高的品种 (以个人住房贷款、信用卡等为代表), 和标准化程度低的品种 (比如小微贷款等), 前者的市场份额可能会被网点、成本有优势的大银行通吃, 后者则可能由区域性中小银行建立差异化优势, 成为中小银行的主攻方向。我预计 2020 年中小银行改革、调整、整合的案例会增多, 以便更加适应特色化大零售业务发展, 这期间可能会为优质银行创造收购兼并的机会。

综合大行, 特色小行

随着以上两个方向趋势推进, 最终, 整个行业格局会呈现“综合大行, 特色小行”, 而在近几年中已有此苗头。随着新旧动能切换加快, 这一趋势可能会越来越明显。我们将高度关注银行业内部的个股分化。从近两年开始, 我们对银行股的考察, 将不再简单局限于原先的信贷增长、息差表现、资产质量表现等表现指标因素 (虽然我们最终测算业绩时依然还是需要估算这几个指标), 更重要的则是观察不同银行适应新经济发展模式的能力。而这里又有两点主要因素值得关注:

(1) 存量与增量客户数: 客户资源是银行业的核心, 否则再强的业务能力也是无米之炊。目前, 国内各地最优质的企业客户集中于大行, 大量零售客户也在大行, 而很多基层企业和个人客户则在当地城商行、农商行, 大部分股份行则是客户基础最为薄弱的群体。此外, 高科企业客户又零散分布于大小银行 (一般设有科技金融支行服务), 还未发现哪类银行形成专门优势。这一格局可能会延续较长一段时间, 短期内很难颠覆。客户基础薄弱的银行需要更强的业务拓展和创新能力去拓展客户。

(2) 业务能力及“软实力”: 经济结构转型过程中, 企业和个人客户的需求日新月异, 对传统存贷汇的需求下降, 对新的投行、投资的服务需求增加, 需要银行能够有效推出这类服务, 满足客户需求。有时这还需要借助更多的牌照优势。此外, 体制、机制等制度方面的“软实力”也很重要, 以便实现更好的公司治理、有效调动员工积极性, 围绕客户需求推出服务, 响应行业转型。尤其是在我国银行业业务种类差别不大、机制差别较大的情况下, 机制优势显得尤其重要。

因此, 我们最终关注的, 是具有良好体制机制优势、存量客户优势, 并且战略符合行业转型方向的个股, 并结合其估值水平择优推荐。

预计 2019 年上市银行盈利增长 6~7%

我们最后对上市银行整体（指 16 家老上市银行合计。16 家老上市银行合计资产占全部上市银行资产的 94%，代表性足够）在今明两年的盈利情况进行展望。

从过去几年来看，一般前三季度归母净利润占到全年归母净利润的比重在 81~82.5% 之间，但这一占比在趋势上是越来越高的。2019 年已经基本结束，而今年四季度以来宏观环境及货币环境没有发生剧烈变动，我们认为前几年的规律仍能保持，同时结合占比越来越高的趋势，我们假设今年前三季度归母净利润占全年的 82~83%，则估计 2019 年上市银行整体净利润在 1.51~1.53 万亿元左右，同比增速大概在 6~7% 附近，跟前三季度增速相比基本保持稳定。我们着重分析的是 2020 年的情况。

预计 2020 年盈利增速与今年大致持平

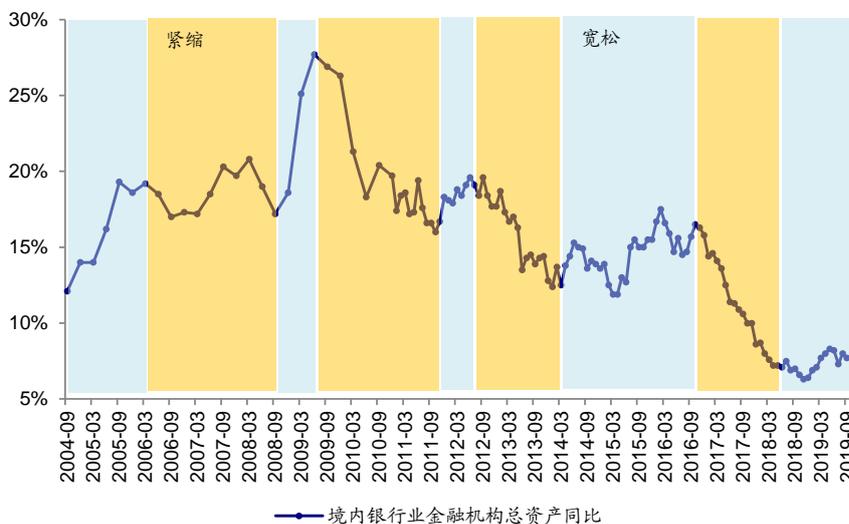
资产增速、净息差变化、资产质量变化是银行净利润增长最重要的驱动因素，我们从这三个方面展开分析。

资产增速个位数，与今年大致持平

我们从供给和需求两方面判断银行资产增速。供给主要观测货币政策松紧，需求则主要观测基建、地产、制造业等比较依赖银行融资的传统融资需求。

一般来讲，银行资产增速在宽松的货币环境中会提升，在紧缩的货币环境中会下降。我国货币政策自 2018 年下半年以来一直是偏宽松的，这从 Shibor 的走势也能看得很明显。在货币环境偏宽松的情况下，银行业金融机构的资产增速也有所上升，这与历史情况一样。

图 7：货币环境宽松时银行资产增速会提升，紧缩时会下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

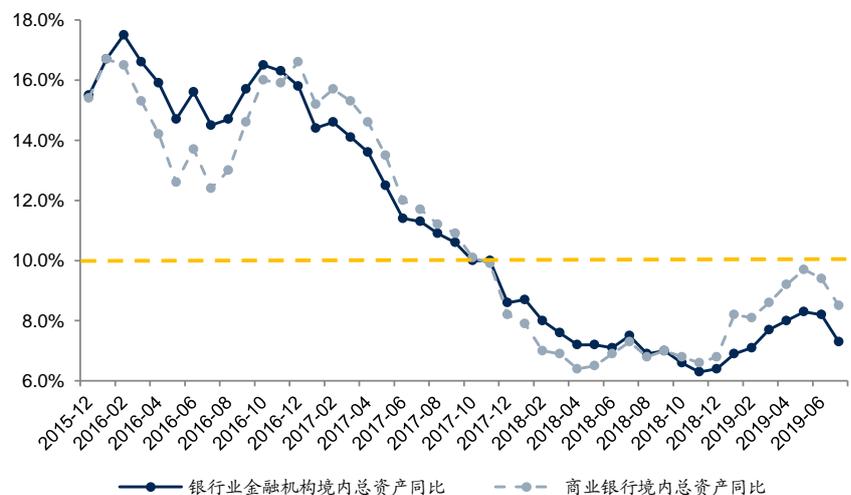
图 8: 2018 年下半年以来 Shibor 在低水平震荡, 货币环境宽松



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

但与历史情况不同, 由于近几年地方政府隐性债务监管一直很严格, 房地产调控措施也没有松动, 因此大部分传统融资需求受到影响, 导致虽然货币政策宽松、银行总资产增速有一定上升, 但上升幅度不大, 只是由低个位数上升到高个位数, 这是需求变化带来的结果。

图 9: 银行业金融机构/商业银行总资产增速由低个位数上升到高个位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

如我们前文所述, 目前基建更多是起到托底、对冲作用, 为新旧动能转换赢得时间, 因此即便货币政策宽松, 传统的基建、地产等融资需求也很难像前几年一样大幅增加; 另一方面, 随着经济增长方式转变和经济转型的推进, 长期来看整个经济体对传统银行表内融资的需求也很难再有快速增长。因此我们认为, 未来几年银行总资产增速可能长期保持在个位数, 在不同的货币环境中, 仅仅是低个位数与高个位数的区别。基于此, 我们认为 2020 年上市银行整体资产增速与今年大致持平。

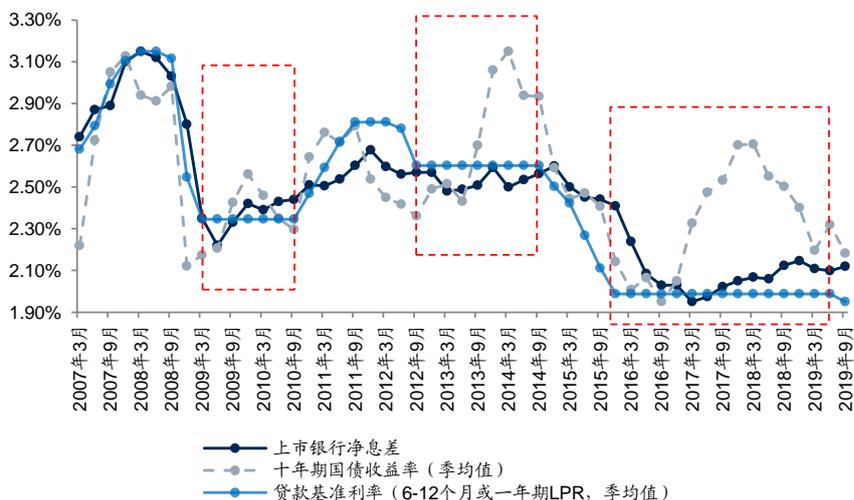
净息差有一定下降压力, 但幅度不大

对净息差的分析分为三种情况: 一是基准利率的调整, 二是基准利率不变的情

况下，市场利率变化引起净息差的变化，三是 2018 年下半年以来存款成本快速上升的异常情形。

从历史来看，基准利率的调整对净息差影响非常大，而且净息差变动与基准利率变动同向；基准利率不变时，市场利率的大幅变动对净息差影响微弱，但由于银行资产负债期限的差异，市场利率的大幅变动会导致银行净息差产生短期扰动。

图 10: 净息差走势与基准利率、市场利率的关系



资料来源：上市银行定期报告，Wind，国信证券经济研究所整理

基准利率方面，如果后续 LPR 不大幅下降，则前期 LPR 下降对银行净息差影响有限。从今年开始，贷款合同锚定利率将由贷款基准利率逐步切换为 LPR，而存款基准利率维持不变。LPR 下降对银行净息差的影响可以进行如下匡算：最新一年期 LPR 报价（2019 年 11 月报价 4.15%）较此前的一年及以内贷款基准利率（4.35%）下降了 20bps，而五年期 LPR 报价（2019 年 11 月报价 4.80%）较此前的一年至五年/五年以上贷款基准利率（分别为 4.75%/4.90%）基本不变。从央行披露的金融机构人民币信贷收支表来看，短期贷款大约占到全部贷款的 30%，而贷款一般占银行全部生息资产的 55%左右。因此如果后续 LPR 不发生调整，在短期贷款全部按 LPR 定价、不考虑重定价时点的极端条件下，预计前期 LPR 下降将拉低银行净息差 3.3bps 左右，影响有限。从央行当前的操作思路来看，降低 LPR 对银行所带来的负面影响也往往会通过降低 MLF 利率、降准等措施进行对冲（降准 0.5 个百分点大致可提升银行净息差 0.8bp），因此实际影响要更小。

不过，如果未来 LPR 持续大幅下降，可能会对净息差产生更多不利影响，对于 LPR 未来走势我们将紧密跟踪。

市场利率方面，目前 Shibor 等市场利率在低位徘徊，若后续不发生大幅下降，则对银行净息差影响可以忽略。由于银行负债期限短于资产期限，去年三季度市场利率大幅下行后负债成本先下降导致银行净息差上升；市场利率大幅下降的影响在今年才逐渐体现在资产端，而银行则普遍通过结构性调整（比如加大贷款在生息资产中的占比、投放更多的信用卡贷款、压降利差较薄的金融市场业务等）对冲了这一影响，因此净息差最终表现为大致稳定。往明年看，若市场利率不发生大的调整，预计这种净息差的扰动不会再发生。

图 11: 上市银行累计净息差走势

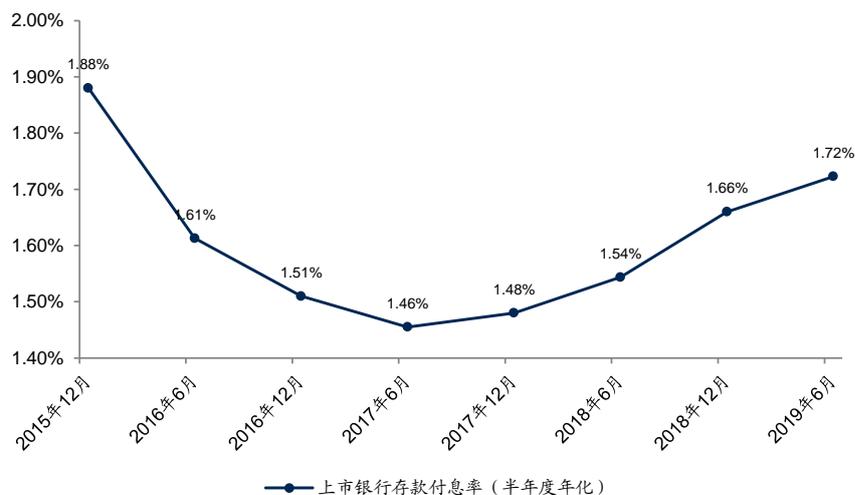


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 我们将基金分红收益、FVPL 利息收入从投资收益还原为利息收入计算净息差。

去年下半年以来存款成本快速上升, 对银行净息差变化产生比较大影响, 这一点发生在货币宽松的背景下, 显得比较特殊。我们观察 2017 年初市场利率大幅上升的情形, 会发现市场利率大幅上升后, 银行净息差短期内大幅下降, 扰动幅度很大。但 2018 年三季度市场利率大幅下行后, 市场利率对银行净息差的扰动明显减弱, 净息差并没有大幅上升。我们认为主要是银行存款成本在 2018 年下半年以来大幅上升, 很大程度上抵消了净息差上升的扰动。

当前银行存款成本上升是在市场利率大幅下降的背景下发生的, 说明银行间存款竞争激烈, 市面上也出现了多种利率较高的存款产品。但监管部门对此已有所行动, 今年 10 月份银保监会发布了《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》, 央行在 11 月份发布的《2019 年三季度货币政策执行报告》中亦指出要“维护好存款市场竞争秩序, 保持银行负债端成本基本稳定”, 意指打击各种高息揽存行为。因此我们预计明年存款成本上升的压力将会缓解。

图 12: 与 2017 年存款成本小幅下降不同, 2018 年下半年以来存款成本大幅上升



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

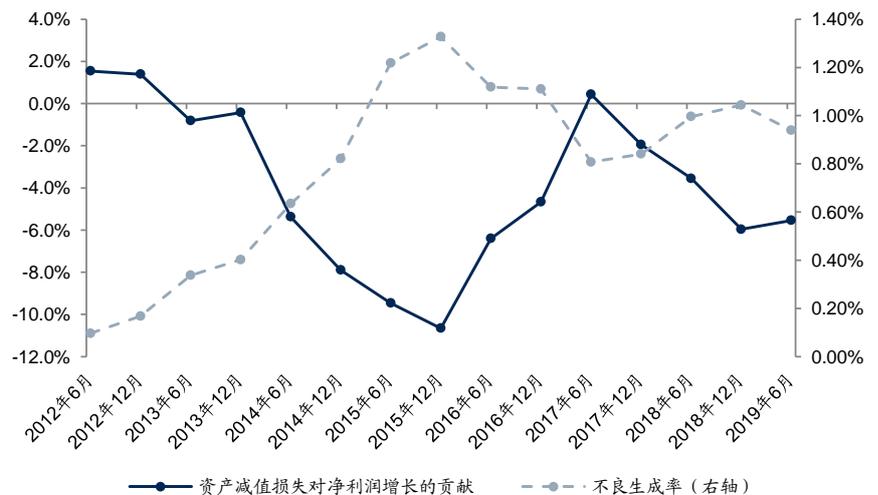
结合 LPR、市场利率和存款成本变化来看, 我们预计 2020 年行业净息差仍有

下降压力，但幅度会比较小，对净利润增长的负面影响也不会很大。我们预计2019年净息差对净利润增长的贡献全年可能在0附近，而明年如果净息差小幅下降几个基点，则净息差对净利润增长的贡献预计也仅略低于0，因此明年净息差对净利润增长的影响不大。

资产质量仍有压力，但不良生成率不会大幅上升

从历史数据来看，资产减值损失对净利润增长的影响取决于不良生成率的变化，因此不良生成率是分析银行资产质量最终的落脚点。这是因为不良生成率是一个流量指标，与利润表对应，而其他各种不良指标（如不良率、关注率、逾期率等）均是余额类指标。

图 13: 资产减值损失对净利润增长的贡献取决于不良生成率的变化



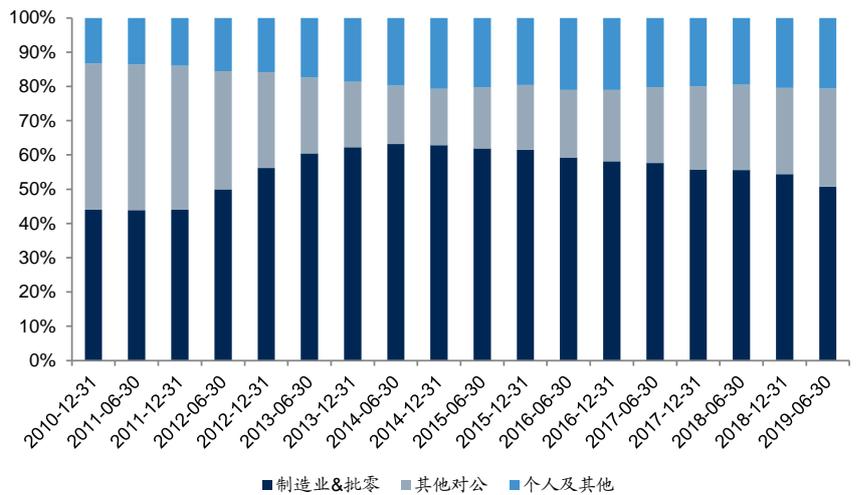
资料来源: Wind, 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

我们对银行资产质量的判断分为两个部分：一是单独分析制造业和批发零售业贷款质量变化，因为这两个行业是不良高发行业；二是对其他贷款也进行简单分析，从而进一步把握贷款整体质量变化情况。

对于制造业和批发零售业贷款质量变化，我们从工业企业偿债能力、制造业和批发零售业贷款占比两方面分析。这是基于如下考虑：

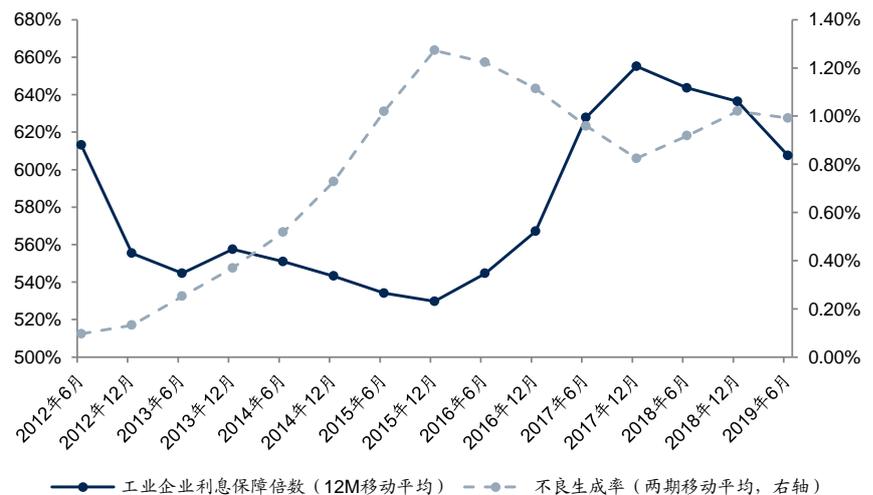
第一，现在银行的不良主要来自制造业和批发零售业这两个行业，其中制造业是工业的主要构成部分，批发零售业则是服务于工业的流通环节，因此也与工业息息相关，两者构成了我国主流产业。从历史数据来看，跟踪工业企业偿债能力(我们用利息保障倍数表示)可以较好地推测银行整体不良生成率的变动。

图 14: 过去几年样本银行不良贷款主要发生在制造业和批发零售业



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: 该数据用工行、农行、建行、中信、浦发、招行合计数据计算, 其中工行、建行对公不良贷款数据使用境内分行口径。

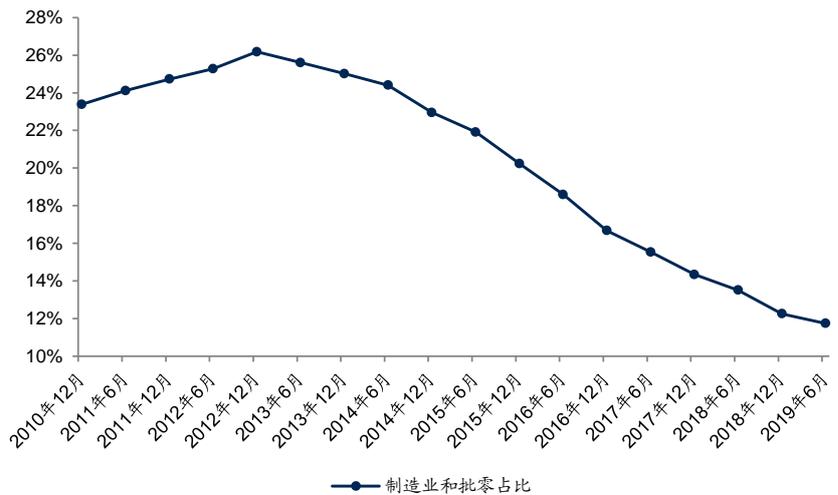
图 15: 过去几年工业企业利息保障倍数对判断全部贷款的不良生成率拐点比较有效



资料来源: Wind, 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: 利息保障倍数=(税前利润+财务费用)/财务费用。

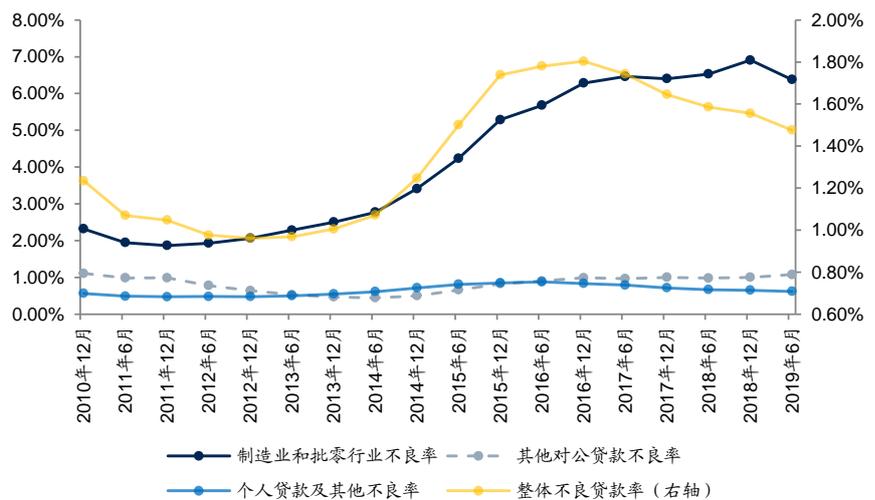
第二, 工业企业偿债能力的变化受宏观环境变化影响, 这种外部风险是银行无法完全掌握的, 但银行可以选择不投放高风险行业贷款来主动规避风险。因此结构性调整对银行不良生成率变化也有影响, 而这种结构性调整是 2018 年以来宏观经济下行、工业企业偿债能力不断下降的情形下, 银行不良生成率不升反降的主要原因 (即上图 2019 年 6 月两条曲线走势相同、有别于历史规律的原因)。从样本银行来看, 目前其制造业和批零行业贷款占比较 2014-2015 年资产质量压力最大时减少了一半。这两个行业的不良率自 2016 年以来并没有太大变化, 所以样本银行整体不良率的下降主要是结构调整引起。

图 16: 近几年样本银行制造业和批零行业贷款占比降低了一半



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：该数据用工行、农行、建行、中信、浦发、招行合计数据计算，其中工行、建行对公不良贷款数据使用境内分行口径。

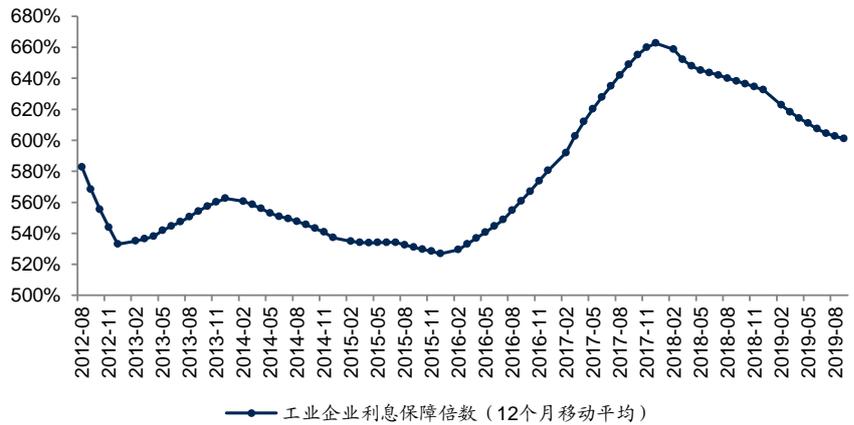
图 17: 样本银行不良率下降是结构调整引起，而非制造业和批零不良率下降导致



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注：该数据用工行、农行、建行、中信、浦发、招行合计数据计算，其中工行、建行对公不良贷款数据使用境内分行口径。

制造业和批发零售业贷款质量仍有压力，但我们认为其不会导致银行整体不良生成率大幅上升。一是工业企业偿债能力方面，2018年以来工业企业偿债能力持续回落，目前趋势上没有看到明显拐点，所以我们估计后续制造业及批发零售业贷款的质量难言好转；二是制造业和批发零售业贷款占比方面，如前文所述，近几年银行在这两个行业上的贷款投放变得谨慎，制造业和批发零售业贷款在银行贷款中的占比已经不高，因此我们认为这两个行业风险暴露导致银行整体不良生成率大幅上升的可能性也不大。

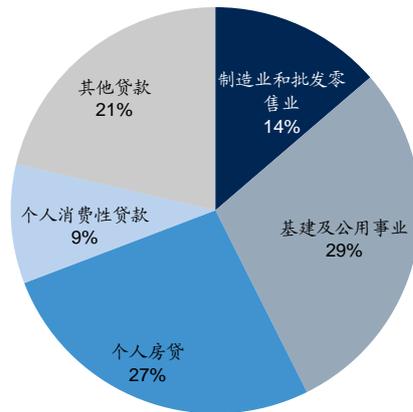
图 18: 工业企业利息保障倍数持续回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

其他贷款方面，最需要关注的是个人消费性贷款的不良走势。除了制造业和批发零售业外，其他贷款中占比最大的是三类，即基建及公用事业类贷款、个人住房贷款和个人消费性贷款（含信用卡）：

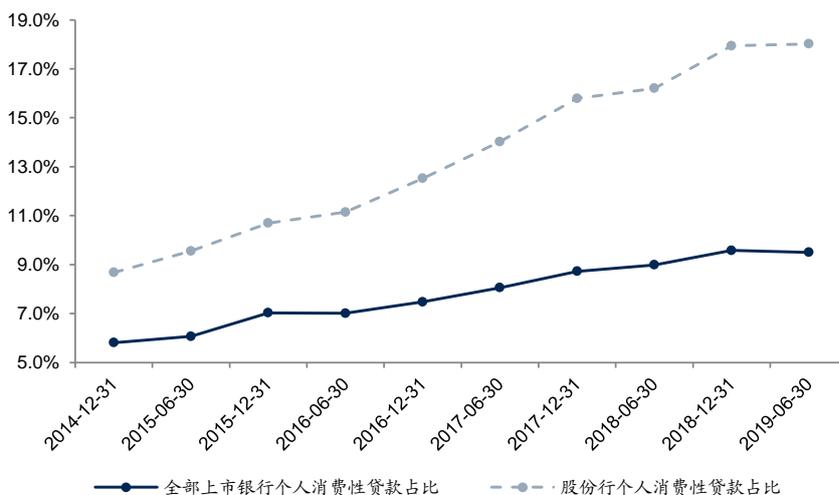
图 19: 上市银行贷款构成 (2019 年 6 月末, 含票据贴现)



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

- (1) 基建及公用事业类贷款多为大中型国企贷款，风险相对较低；
- (2) 个人住房贷款由于有房产作抵押，且有严格的首付比例限制，一直以来都是优质资产；
- (3) 过去几年消费性贷款发展很快，且就当前贷款供需和风险情况来看，我们预计明年消费性贷款的占比仍将进一步提升。而个人消费性贷款的风险在今年有所增加，比如样本银行信用卡不良率在今年上半年上升较多。虽然我们还在无法判断消费性贷款在明年的不良走势会如何变化，但在此类贷款快速增长、占比不断提高的背景下，需要密切关注其贷款质量的变化情况。

图 20: 个人消费性贷款在贷款总额中的占比不断提升, 中小银行尤其快



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 21: 信用卡贷款不良率在今年上半年上升较多



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: 7家银行指建行、中行(内地)、交行、招行、兴业、浦发、平安。

综合各类贷款质量变化情况来看, 我们预计 2020 年银行业整体不良生成率仍有上升压力, 但幅度不大。此外, 在继续跟踪制造业和批发零售业贷款质量变化的同时, 我们也需要密切关注个人消费性贷款质量的变化。

总结: 上市银行整体盈利增速预计仍在 6~7%附近

综合资产增速、净息差和资产质量三个驱动因素, 我们认为与 2019 年下行的景气度相比, 银行业景气度在 2020 年边际上大概率是平稳。我们预计 2020 年上市银行整体归母净利润同比增速跟 2019 年差不多, 预计仍在 6~7%附近。

投资建议及个股选择

我们预计明年银行业整体盈利增速与今年持平, 意味着板块整体估值不会有太大变动。考虑到当前板块估值处于历史较低水平, 因此维持行业“超配”评级, 预

期回报仍然以赚取 ROE 为主。同时，我们继续强调要重视板块内部分化，尤其强调优质个股有望继续取得相对优异的经营成果，建议在估值合适的时候积极配置。个股方面遵循“综合大行，特色小行”的选股逻辑，继续推荐工商银行、农业银行+宁波银行、常熟银行的“哑铃组合”。

风险提示

宏观经济走势存在不确定性。若后续形势不佳，可能对银行经营和市场预期造成不利影响；

我们对明年行业发展趋势的展望是基于货币政策维持偏宽松状态展开，若明年货币政策超预期收紧，将会对相应预测结果产生影响。

表 3: 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
601398.SH	工商银行	5.80	13.7%	13.0%	12.5%	4.1%	5.0%	5.1%	0.92	0.84	0.77	7.1	6.7	6.4
601288.SH	农业银行	3.58	13.4%	12.5%	12.2%	5.1%	5.8%	5.5%	0.79	0.72	0.66	6.3	6.0	5.7
601988.SH	中国银行	3.62	12.0%	11.3%	11.1%	4.5%	3.9%	4.9%	0.70	0.65	0.60	6.2	5.9	5.6
601328.SH	交通银行	5.50	11.5%	11.2%	10.6%	4.9%	4.5%	2.8%	0.64	0.59	0.55	5.8	5.5	5.3
1658.HK	邮储银行	4.67	13.2%	12.9%	13.3%	9.7%	14.7%	12.9%	0.89	0.81	0.73	7.0	6.5	5.8
—														
600036.SH	招商银行	36.58	16.6%	16.6%	16.9%	14.8%	14.3%	14.4%	1.82	1.61	1.42	11.7	10.2	8.9
601166.SH	兴业银行	19.16	14.2%	13.8%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.90	0.81	0.73	6.7	6.2	5.7
600016.SH	民生银行	6.08	13.0%	12.2%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.65	0.59	0.54	5.1	4.9	4.7
600000.SH	浦发银行	12.04	13.0%	12.8%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.80	0.72	0.65	6.5	5.9	5.5
601998.SH	中信银行	6.01	11.2%	10.5%	10.1%	4.6%	4.2%	3.1%	0.73	0.68	0.63	6.8	6.5	6.3
000001.SZ	平安银行	15.85	11.4%	11.3%	10.6%	7.0%	14.2%	10.1%	1.40	1.13	1.03	12.8	11.2	10.1
601818.SH	光大银行	4.22	11.7%	11.4%	11.1%	6.7%	6.0%	5.6%	0.76	0.70	0.64	6.9	6.5	6.1
600015.SH	华夏银行	7.43	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.58	0.53	0.49	5.7	5.7	5.6
—														
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	8.40	16.9%	16.6%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	1.05	0.93	0.82	6.7	5.9	5.2
002142.SZ	宁波银行	28.72	19.0%	17.3%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	2.45	1.90	1.65	14.7	12.4	10.6
600919.SH	江苏银行	6.98	12.4%	13.1%	13.5%	10.0%	15.5%	13.6%	0.79	0.71	0.65	6.7	5.7	5.0
—														
603323.SH	苏农银行	5.00	9.2%	8.6%	8.8%	9.7%	15.9%	13.7%	0.99	0.78	0.73	11.2	9.7	8.5
601128.SH	常熟银行	8.42	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.80	1.40	1.28	15.5	13.1	11.0
	平均		13.2%	12.6%	12.4%	8.0%	9.5%	8.7%	1.01	0.88	0.80	8.1	7.3	6.7

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