

2019 年 11 月 22 日

估值底部，行业稳健，精选个股 增持（维持）

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **2020 年预计银行将继续提高贷款占比，净息差仍将收窄但幅度有限。**我们预计 2020 年信贷规模将保持与 2019 年相近的平稳增速，预计国有行、股份行、城商行 2020 年贷款规模增速分别为 8.5%、11%、14%，贷款及债券占总资产比重将继续提升，预计总资产分别增长 6.8%、8.5%、7.8%，同时存款增速保持 8% 以上。盈利能力方面，11 月 LPR 报价 1 年期、5 年期分别下调 5BP 至 4.15%、4.8%，考虑 LPR 改制后的新发贷款 2020 年逐步进入重定价周期，且 LPR 预计仍有下行空间，判断 2020 年贷款收益率将有所降低。负债成本方面，利用同业负债进一步调整结构的有限，但监管规范结构性存款也有利于存款成本企稳，因此我们判断负债成本上行步伐趋缓，净息差仍有收窄空间，但幅度有限。

■ **资产质量 2020 年预计继续分化，核心银行资产质量优异无需担忧。**当前银行业总体资产质量处于“上一轮风险逐步消化，新一轮经济下行压力尚未显现”的窗口期，我们看到近年来多数银行加大核销处置，不良率走低、拨备覆盖率提升。我们判断未来银行资产质量及风险抵补能力分化将更明显，逾期贷款比例局部上升略显压力，我们看到 2019 年 6 月末，9 家持续追踪的优质上市银行中，有 5 家逾期贷款或逾期 90 天以上贷款比例上行，由此推断，行业层面的确存在新的压力。此外，仍需关注风险资产分类新指引（考虑多数中大型银行已经在监管鼓励下将逾期 90 天以上贷款全面认定为不良贷款，预计对核心银行影响有限），预计指引落地后中小银行指标预计受冲击，同时仍需关注债务人逾期联合认定的冲击。

■ **银行股估值切换后接近历史底部，高股息率对保险及外资吸引力强劲。**公募基金三季度小幅减仓银行股，主要基于对 LPR、宏观环境等因素的担忧，但四季度以来行业基本面预期明显改善（季报优异），叠加估值接近历史底部，对公募基金而言具备增配吸引力。此外，国内保险公司将最晚于 2022 年全面实施 IFRS9，因此 2020 年将是投资端布局调整的关键年，我们通过产业调研了解到，保险公司将调整投资策略，持续增配高分红权益资产应对低利率及 IFRS9，在此背景下，高股息率的银行、地产等行业将持续受到追捧（国有大行普遍拥有稳定 ROE 及高达 30% 的利润分红比例）。

■ **投资建议：**当前银行业总体估值约 0.93x2019PB、0.83x2020PB，国有大行平均 A 股、H 股股息率达到 4.95%、6.02%。我们梳理投资主线：1) ROAE 强劲的优质龙头银行股将继续上涨并进入估值切换行情，2020 年重点推荐年度金股**常熟银行**，同时推荐**平安银行、招商银行、宁波银行**；2) 国有大行经营稳健且资产质量趋势向好，结合低估值、高股息策略，重点推荐基本面优异的 A 股及 H 股**工商银行、建设银行**。

■ **风险提示：**1) 宏观经济下行，资产质量承压；2) 负债成本上行，息差持续收窄；3) 信贷需求疲弱，规模增速低迷。

行业走势



相关研究

1、《银行业 2019 年三季度报点评：优异季报落幕，核心银行股将继续上涨》2019-11-04

2、《银行业点评：LPR 首报 4.25%！符合预期影响温和，机制改革长远意义更重》

2019-08-20

3、《金融供给侧改革一：银行同业降杠杆，流动性宽松能否缓解信用分层？》2019-07-09

内容目录

1. 银行业 2020 年基本面分化的核心在于资产质量	4
1.1. 银行资产端继续侧重贷款，负债端同业受限、存款占比稳定	4
1.2. 需求疲弱+LPR 下调推动贷款定价下行，净息差小幅收窄	6
1.3. 资产质量总体稳定，风险分类新规推动核心银行拉开差距	7
2. 主流资金 2020 年寻找估值洼地，高分红银行股受青睐	9
2.1. 公募基金 2019 年回报率可观，2020 年调仓增配低估值板块	9
2.2. 保险资本进入 IFRS9 布局关键年，高分红银行股将备受青睐	10
2.3. 外资持续追逐 A 股核心资产，低估值银行仍有较高配置空间	11
3. 投资建议：重点推荐常熟银行等优质龙头银行股	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1: 2018/01~2019/10 新增人民币贷款及结构 (单位: 亿元)	4
图 2: 2016/03~2019/09 上市银行总资产增速	5
图 3: 2016/03~2019/09 上市银行总贷款增速	5
图 4: 2017/01~2019/09 人民币存款余额及增速	5
图 5: 2015/03~2019/09 上市银行负债端存款占比	5
图 6: 2018H1~2019H1“老 16 家上市银行”生息资产收益率	6
图 7: 2018H1~2019H1 主要银行平均计息负债成本率	7
图 8: 2018/12~2019/09 主要银行同业及债券负债占比	7
图 9: 2016Q1~2019/10“老 16 家上市银行”相对收益 (以沪深 300 指数为基准)	9
图 10: 2011~2020E 国有大行 ROE	10
图 11: 2016~2018 年国有大行年度现金分红比例	10
图 12: 2013~2019/09 保险行业资金运用余额 (亿元)	11
图 13: 2017/01~2019/09 保险行业资金配置结构	11
图 14: 2019 年陆股通资金对银行板块增持比例	11
表 1: 2017/03~2019/09 部分上市银行不良率	7
表 2: 2017/03~2019/09 部分上市银行拨备覆盖率	7
表 3: 2016/06~2019/06 部分上市银行逾期贷款比例	8
表 4: 2017/03~2019/06 部分上市银行逾期 90 天以上贷款比例	8
表 5: 上市银行 P/B 估值表 (股价及总市值对应 2019 年 11 月 21 日收盘价)	12

1. 银行业 2020 年基本面分化的核心在于资产质量

资产负债结构方面，2020 年预计银行将继续提高贷款占比，支持实体经济并吸纳“回表业务”，负债端同业负债规模受限，存款占比预计仍将稳中有升。盈利能力方面，净息差预计仍将小幅收窄，但幅度有限，资产质量将进一步分化拉开估值差距。

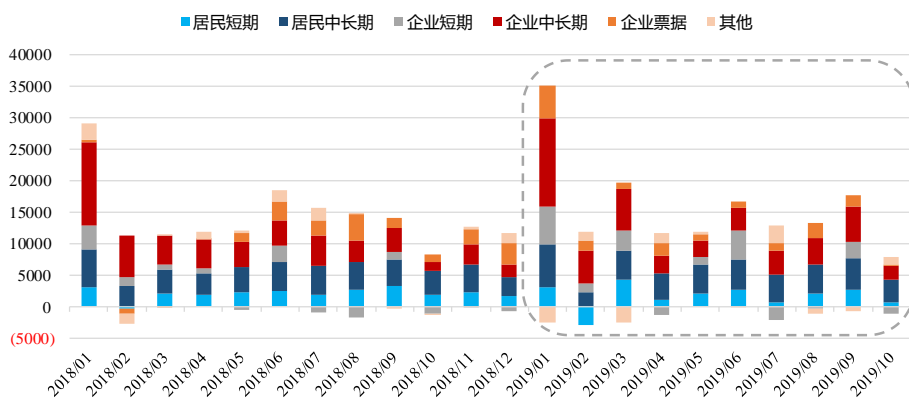
1.1. 银行资产端继续侧重贷款，负债端同业受限、存款占比稳定

二季度以来信贷增长放缓，实体融资需求仍疲弱，2020 年信贷预计平稳增长。金融数据反映，2019 年一季度信贷放量后（同比大幅多增 9465 亿），二季度至今表现乏力，4~10 月人民币贷款合计同比少增 4957 亿，其中更真实反映实体融资需求的企业中长期贷款同比少增 1313 亿元。我们从银行业调研中了解到：

- 实体融资需求总体仍显疲弱，尤其房地产调控加码后进一步承压；
- 银行更愿意支持高端制造业、科技等“新旧动能转换”领域，但此类融资需求本身相对较小，短期内无法形成替代效应；
- 零售业务（消费贷、信用卡等）自 2018 年以来资产质量风险压力提升，多数银行投放更审慎，主动控制规模；
- 按揭贷款上半年增长显著，但下半年受到监管调控影响，预计将趋缓。

我们判断：1) 9 月以来信贷小幅回暖，主要源于监管导向鼓励加大实体经济信贷投放力度，9 月初国务院常务会议也提出及时运用“降准”等措施降低实体融资成本，银行普遍从总行层面加码实体经济信贷投放考核要求；2) 地方政府隐性债务置换、基建等领域需求回升，一定程度上推动信贷回升；3) LPR 报价持续走低的预期令银行有动力加快信贷投放节奏，实现较高的收益率；4) 预计 2019 年人民币信贷规模实现 12.3% 增长，增速较 2018 年降低 1.2pct，主要受到实体经济融资需求制约，预计 2020 年人民币信贷规模平稳增长 12.4%，达到 172 万亿。

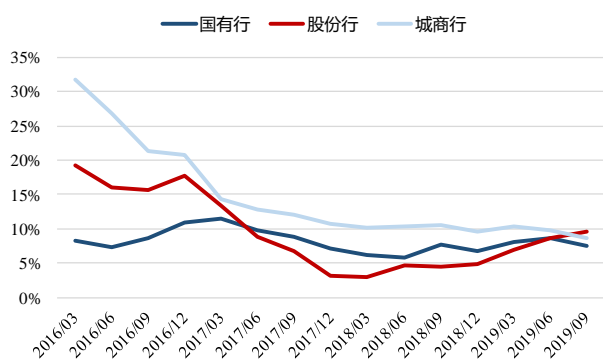
图 1：2018/01~2019/10 新增人民币贷款及结构（单位：亿元）



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

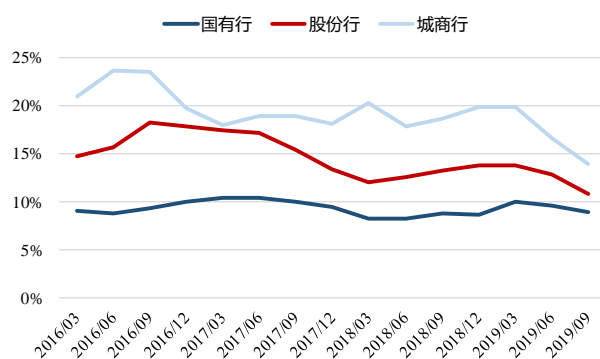
上市银行资产端信贷及债券投资占比仍将提升，拉动总资产增长7%~9%。A股“老16家上市银行”中，国有行、股份行、城商行2019年9月末总资产平均同比增速分别为7.5%、9.6%、8.6%，其中贷款规模分别同比增长8.9%、10.7%、13.9%，资产摆布继续向贷款侧重，但增速逐个季度回落(部分源于2018年下半年信贷提速造成基数走高)。我们判断：1) 当前宏观环境下，信贷需求持续疲弱，预计全年贷款及资产规模增速将继续小幅走低；2) 预计国有行、股份行、城商行2020年贷款规模增长分别为8.5%、11%、14%，贷款、债券投资占总资产比重将继续稳步提升，预计总资产规模分别增长6.8%、8.5%、7.8%。

图 2：2016/03~2019/09 上市银行总资产增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

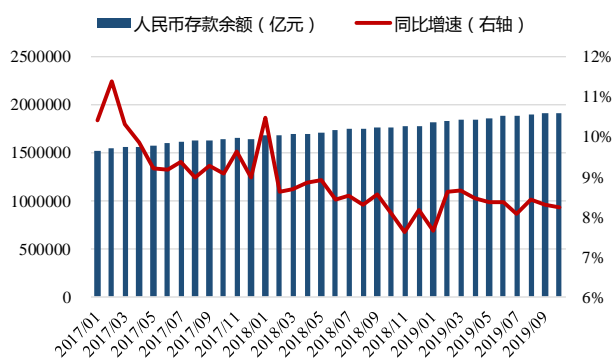
图 3：2016/03~2019/09 上市银行总贷款增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

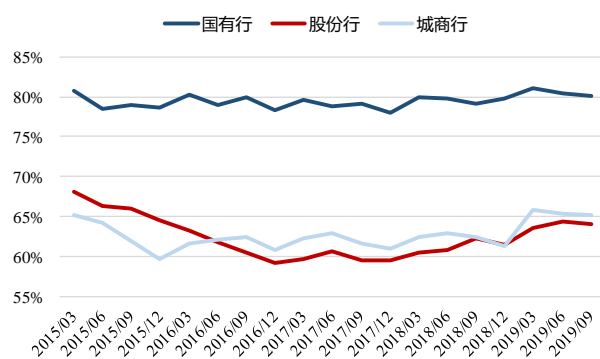
社会资金回流银行体系，存款增速预计保持8%以上，负债占比继续提升。银行存款2020年预计将保持8.2%以上增速，主要得益于：1) 近年来监管倒逼P2P等“非正规”互联网金融全面退场，且频繁“爆雷”令居民风险偏好降低，社会资金回流银行体系趋势明显；2) 随着监管层对同业负债的限制，中小银行重新将负债端的业务重心移至传统存款，对分支机构考核力度加大，当然这也造成竞争激烈、行业存款成本总体上行。2019年，在金融市场利率走低的环境下，部分银行增配同业负债降低成本、稳定息差，但考虑监管对同业负债上限的严格管控，预计存款占负债比例仍将继续提升。

图 4：2017/01~2019/09 人民币存款余额及增速



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 5：2015/03~2019/09 上市银行负债端存款占比



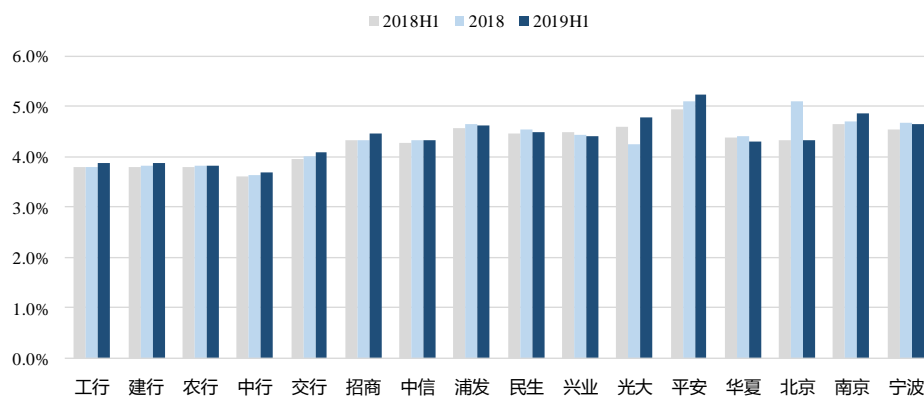
数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

1.2. 需求疲弱+LPR 下调推动贷款定价下行，净息差小幅收窄

1 年期/5 年期 LPR 同步下调，实体融资需求疲弱导致贷款定价有所下行。11 月 20 日，LPR 报价 1 年期、5 年期分别下调 5BP 至 4.15%、4.8%，考虑此前央行要求银行截至 2019 年 9 月末/12 月末/2020 年 3 月末的新发放贷款中，应用 LPR 定价的累计比例分别不低于 30%/50%/80%，我们认为 LPR 对贷款定价的影响逐步显化。我们从银行调研中了解到：

- LPR 本质为定价机制，不是贷款定价的核心决定因素，且当前 LPR 改制尚未完善，银行负债成本尚未与市场利率充分联动，因此贷款定价难以快速下行；
- 对公贷款定价将持续、缓慢下行，主要源于实体融资需求疲弱，同时银行信贷供给加码造成的，目前银行对公贷款 LPR 应用逐步从短期向中长期贷款扩展；
- 零售贷款（按揭以外）受 LPR 定价影响微弱，而新发按揭贷款在 5 年期 LPR 报价下调后，预计影响逐步强化，预计拖累贷款总收益率有所下行。

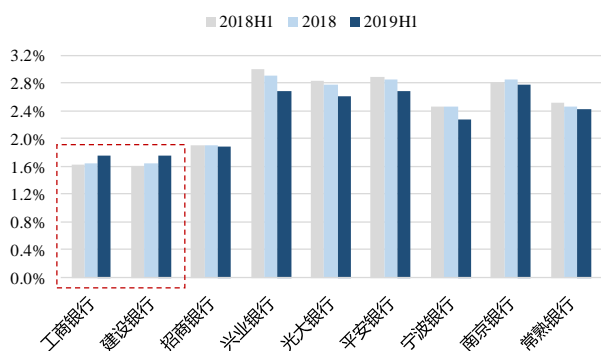
图 6：2018H1~2019H1 “老 16 家上市银行” 生息资产收益率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

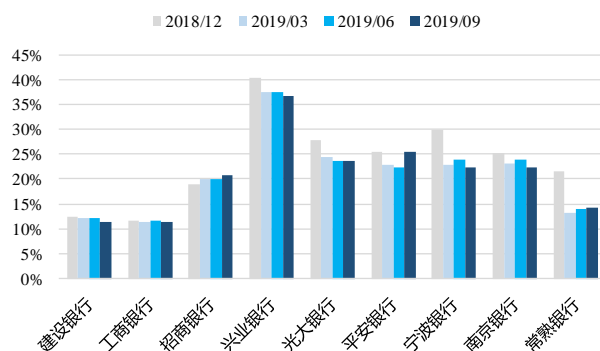
负债结构调整空间收窄，但成本上行趋缓，2020 年预计净息差收窄幅度有限。多数上市银行第三季度净息差回落，例如，招商银行单季度净息差环比明显下行 12BP 至 2.57%，而工商银行估算环比下行约 6BP，主要受到“贷款利率下行、负债成本上行”的外部市场环境的影响。我们近期通过产业调研预判后续净息差仍可能继续收窄，但幅度有限、节奏缓和：1) 上半年货币宽松市场环境下，金融市场利率走低，部分银行通过调整负债端结构（加配同业负债），控制负债总成本，但考虑同业负债本身期限短且规模受限，后续进一步调整空间有限，对负债成本的改善能力逐步弱化。2) 今年负债成本（尤其是存款成本）上行过程中，高定价的结构性存款边际影响显著（传统存款定价上浮比例受限），但前期监管层出台新规，全面规范结构性存款业务，预计后续其规模将明显受限，对负债成本影响将显著钝化。

图 7：2018H1~2019H1 主要银行平均计息负债成本率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2018/12~2019/09 主要银行同业及债券负债占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 资产质量总体稳定，风险分类新规推动核心银行拉开差距

银行资产质量无需过度悲观，主要银行静态不良率及风险抵补能力趋势向好。我们认为，当前银行业总体资产质量处于“上一轮风险逐步消化，新一轮经济下行压力尚未显现”的窗口期。因此，我们看到近年来多数银行加大核销、处置，不良率持续走低、拨备覆盖率提升，但银行管理层及投资者仍然担忧未来的资产质量压力，同时我们判断未来银行资产质量及风险抵补能力分化将更明显。

表 1：2017/03~2019/09 部分上市银行不良率

	工商银行	建设银行	招商银行	兴业银行	光大银行	平安银行	宁波银行	南京银行	常熟银行
2017/03	1.59%	1.52%	1.76%	1.60%	1.54%	1.74%	0.91%	0.87%	1.36%
2017/06	1.57%	1.51%	1.71%	1.60%	1.58%	1.76%	0.91%	0.86%	1.29%
2017/09	1.56%	1.50%	1.66%	1.60%	1.58%	1.75%	0.90%	0.86%	1.23%
2017/12	1.55%	1.49%	1.61%	1.59%	1.59%	1.70%	0.82%	0.86%	1.14%
2018/03	1.54%	1.49%	1.48%	1.58%	1.59%	1.68%	0.81%	0.86%	1.08%
2018/06	1.54%	1.48%	1.43%	1.59%	1.51%	1.68%	0.80%	0.86%	1.01%
2018/09	1.53%	1.47%	1.42%	1.61%	1.58%	1.68%	0.80%	0.89%	1.00%
2018/12	1.52%	1.46%	1.36%	1.57%	1.59%	1.75%	0.78%	0.89%	0.99%
2019/03	1.51%	1.46%	1.35%	1.57%	1.59%	1.73%	0.78%	0.89%	0.96%
2019/06	1.48%	1.43%	1.23%	1.56%	1.57%	1.68%	0.78%	0.89%	0.96%
2019/09	1.44%	1.43%	1.19%	1.55%	1.54%	1.68%	0.78%	0.89%	0.96%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：2017/03~2019/09 部分上市银行拨备覆盖率

	工商银行	建设银行	招商银行	兴业银行	光大银行	平安银行	宁波银行	南京银行	常熟银行
2017/03	141.5%	159.5%	208.7%	215.2%	157.6%	163.3%	372.6%	449.4%	241.0%
2017/06	145.8%	160.2%	224.7%	222.5%	152.2%	161.3%	398.5%	450.2%	266.4%
2017/09	148.4%	162.9%	235.2%	220.4%	154.0%	152.1%	430.0%	459.0%	302.7%

2017/12	154.1%	171.1%	262.1%	211.8%	158.2%	151.1%	493.3%	462.5%	325.9%
2018/03	174.5%	189.5%	295.9%	209.1%	179.1%	172.7%	498.7%	465.5%	349.7%
2018/06	173.2%	193.2%	316.1%	209.6%	173.0%	175.8%	499.3%	463.0%	386.3%
2018/09	172.5%	195.2%	326.0%	206.3%	172.7%	169.1%	502.7%	442.8%	406.7%
2018/12	175.8%	208.4%	358.2%	207.3%	176.2%	155.2%	521.8%	462.7%	445.0%
2019/03	185.9%	214.2%	363.2%	206.3%	178.7%	170.6%	520.6%	415.4%	459.0%
2019/06	192.0%	218.0%	394.1%	193.5%	178.0%	182.5%	522.5%	415.5%	453.5%
2019/09	198.1%	218.3%	409.4%	197.9%	179.1%	186.2%	525.5%	415.5%	467.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

逾期贷款比例局部上升略显压力，风险资产分类新指引对核心银行影响有限。逾期贷款占比更前瞻、动态反映信贷资产质量，我们看到 2019 年 6 月末，9 家持续追踪的优质上市银行中，有 5 家逾期贷款或逾期 90 天以上贷款比例上行，由此推断，行业层面资产质量的确存在新的压力。从认定标准角度，考虑多数中大型银行已经在监管鼓励下将逾期 90 天以上贷款全面认定为不良贷款（目前监管已经鼓励将逾期 60 天以上贷款也陆续纳入），我们预计后续金融资产风险分类指引征求意见稿落地，对核心银行影响有限，而中小银行指标预计受冲击，同时仍需关注债务人逾期联合认定的冲击。

表 3：2016/06-2019/06 部分上市银行逾期贷款比例

	工商银行	建设银行	招商银行	兴业银行	光大银行	平安银行	宁波银行	南京银行	常熟银行
2017/06	2.23%	1.49%	2.02%	2.08%	2.53%	4.33%	0.97%	1.35%	1.31%
2017/12	2.01%	1.29%	1.74%	1.59%	2.46%	3.54%	0.78%	1.30%	1.19%
2018/06	1.81%	1.42%	1.64%	2.12%	2.29%	3.19%	0.84%	1.29%	1.00%
2018/12	1.75%	1.28%	1.58%	2.02%	2.35%	2.60%	0.89%	1.32%	1.19%
2019/06	1.68%	1.43%	1.56%	2.00%	2.57%	2.50%	0.92%	1.41%	0.87%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：2017/03-2019/06 部分上市银行逾期 90 天以上贷款比例

	工商银行	建设银行	招商银行	兴业银行	光大银行	平安银行	宁波银行	南京银行	常熟银行
2017/06	1.42%	1.04%	1.37%	1.40%	1.76%	2.71%	0.74%	0.96%	1.11%
2017/12	1.26%	0.87%	1.28%	1.02%	1.65%	2.43%	0.64%	0.96%	0.90%
2018/06	1.22%	0.97%	1.15%	1.22%	1.36%	2.08%	0.59%	0.84%	0.57%
2018/12	1.16%	0.88%	1.07%	1.24%	1.33%	1.70%	0.64%	0.84%	0.66%
2019/06	1.13%	0.96%	0.99%	1.29%	1.39%	1.57%	0.76%	0.82%	0.56%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 主流资金 2020 年寻找估值洼地，高分红银行股受青睐

银行股 2019 年表现平淡，前三季度跑输市场，行业估值切换后接近历史底部，对寻求配置低估值板块的公募基金吸引力增强。此外，保险资本进入 IFRS9 布局关键年，外资的持续流入也有利于提升银行板块估值。

2.1. 公募基金 2019 年回报率可观，2020 年调仓增配低估值板块

银行股 2019 年表现平淡，前三季度跑输市场，行业估值切换后接近历史底部。相对收益角度，以“老 16 家上市银行”为样本，银行板块 2019 年前三季度累计涨幅 19.5%，落后于沪深 300 指数 7.2pct，且期间创业板指数累计涨幅达到 30.2%，可见银行股前三季度总体落后于大势。估值角度，截至 11 月 21 日，国有行、股份行、城商行平均估值分别为 0.73x、0.84x、0.97x2019PB，考虑估值切换后分别为 0.67x、0.76x、0.87x2020PB，接近历史底部。前文已述，银行板块基本面虽然面临一些挑战，但总体经营状况确定性稳健，因此我们认为银行股目前估值具有相当充足的安全边际，且处于低估状态。

图 9：2016Q1~2019/10 “老 16 家上市银行”相对收益（以沪深 300 指数为基准）

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019/10
工商银行	7.42%	5.49%	1.89%	-2.20%	5.34%	2.37%	14.91%	-1.73%	1.51%	-2.70%	15.32%	4.13%	-23.33%	6.95%	-1.69%	4.98%
建设银行	-2.34%	5.51%	5.90%	3.27%	4.78%	2.14%	8.71%	5.12%	4.20%	-5.54%	17.51%	0.44%	-19.52%	8.26%	-1.65%	2.40%
农业银行	12.82%	1.99%	0.01%	-2.70%	3.33%	-0.71%	9.29%	-4.80%	5.37%	2.31%	15.14%	5.00%	-25.01%	2.22%	-3.60%	3.31%
中国银行	-1.46%	1.42%	1.83%	0.33%	3.15%	-6.10%	11.92%	-8.71%	2.28%	1.80%	10.24%	9.50%	-24.19%	5.24%	-3.99%	1.46%
交通银行	0.24%	3.07%	-0.20%	2.59%	3.56%	-7.22%	2.65%	-6.81%	2.80%	2.82%	8.95%	11.60%	-20.85%	-0.72%	-6.07%	1.04%
招商银行	3.19%	10.76%	3.88%	-3.97%	4.51%	22.87%	2.23%	8.52%	3.52%	0.83%	21.91%	-5.44%	5.98%	7.28%	-0.53%	0.26%
中信银行	-2.18%	-4.60%	6.06%	5.44%	0.27%	-12.36%	-1.38%	-6.65%	7.32%	6.22%	3.92%	2.39%	-13.21%	-3.88%	-1.44%	6.79%
浦发银行	11.89%	0.32%	2.76%	-3.44%	-5.64%	-2.07%	-2.89%	-7.24%	-4.18%	-8.00%	14.32%	4.73%	-13.52%	7.97%	1.66%	3.77%
民生银行	9.06%	1.77%	1.78%	-3.69%	-11.02%	-9.16%	-3.63%	-0.45%	-1.48%	-2.45%	12.23%	2.83%	-17.98%	1.37%	0.38%	0.27%
兴业银行	4.73%	3.98%	1.64%	-0.68%	-3.98%	1.89%	-2.08%	-6.80%	1.52%	-0.11%	12.82%	6.12%	-7.00%	5.77%	-3.87%	4.89%
光大银行	2.19%	2.26%	2.81%	1.42%	0.71%	-7.56%	-2.08%	-5.07%	4.02%	-0.35%	14.21%	7.08%	-17.81%	-2.01%	3.70%	8.26%
平安银行	2.49%	1.60%	1.10%	-1.42%	-3.64%	-3.70%	15.44%	14.65%	-14.76%	-6.67%	25.59%	-2.66%	8.05%	9.83%	13.42%	2.40%
华夏银行	-2.56%	-0.66%	2.25%	6.21%	-0.35%	-6.54%	-4.09%	-7.98%	2.28%	-4.74%	11.72%	2.90%	-16.98%	-5.46%	-1.69%	-0.40%
北京银行	9.47%	4.87%	4.70%	5.51%	-5.95%	-10.68%	-4.30%	-9.22%	-0.49%	-2.41%	8.11%	4.27%	-18.10%	-3.47%	-4.31%	1.46%
南京银行	4.71%	9.39%	6.11%	3.91%	6.48%	-12.84%	-3.62%	-7.22%	8.84%	4.55%	5.63%	-3.10%	-6.18%	5.63%	9.14%	-1.43%
宁波银行	0.59%	11.72%	5.93%	4.58%	6.29%	-1.32%	3.64%	7.80%	10.13%	-4.46%	13.77%	3.78%	2.33%	15.33%	6.11%	5.25%
平均	3.76%	3.68%	3.03%	0.95%	0.49%	-3.19%	2.79%	-2.29%	2.05%	-1.18%	13.21%	3.35%	-12.96%	3.77%	0.35%	2.79%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公募三季度减仓银行股，考虑基本面稳健+估值切换，四季度增持窗口开启。我们在三季度与机构投资者交流的过程中，感受到市场对银行基本面的阶段性预期比较悲观，主要体现在：

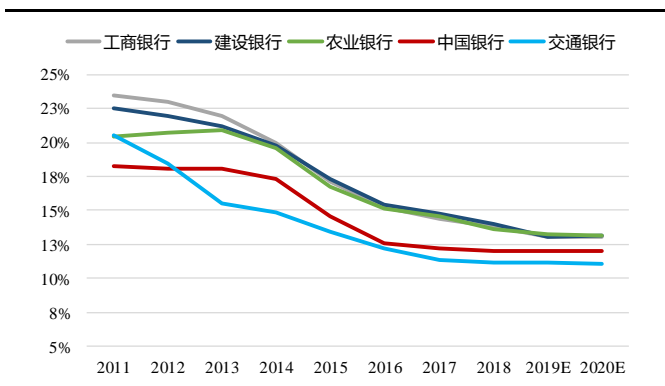
- 5 月末包商银行事件后，部分投资者担忧对高风险银行的处置会造成市场及银行业系统性风险，部分机构下调银行股评级；
- LPR 报价改制后，结合“金融让利实体经济”的监管导向，部分投资者担忧银行贷款定价会快速下行，在负债成本承压的大环境下，担忧银行净息差快速收窄；
- 中美贸易战升级，国内宏观经济下行压力加大，部分投资者担忧银行信贷资产质量将重新开始恶化，同时金融风险资产分类新指引（征求意见稿）也更加严苛，也有部分投资者担忧银行不良率等指标快速走高。

结合上述对基本面的忧虑，同时考虑三季度科技股的大幅上涨行情，我们判断三季度公募基金对银行股的持仓降低。但是，近期路演过程中，我们明显感受到市场对银行的悲观预期显著修复，包商银行事件风险得到控制，银行净息差虽然仍将大概率下行，但幅度和节奏明显优于市场预期，同时市场对宏观经济的担忧也逐步消化。

2.2. 保险资本进入 IFRS9 布局关键年，高分红银行股将备受青睐

低利率环境下，低估值国有大行股息率与 10 年期国债收益率差距持续拉开。截至目前，国有大行 A 股平均 2019 年股息率达到 4.95%，估值更低的 H 股更高达 6.02%。长端利率持续走低的背景下（10 年期国债到期收益率目前稳定于 3.1%~3.2% 水准），考虑国有大行普遍拥有稳定 ROE 及高达 30% 的利润分红比例（得益于盈利稳定+资本充足），估值走低后股息率具备强劲吸引力，与国债收益率差距走阔，对追求稳定回报的保险资本而言具备显著配置价值。

图 10: 2011~2020E 国有大行 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

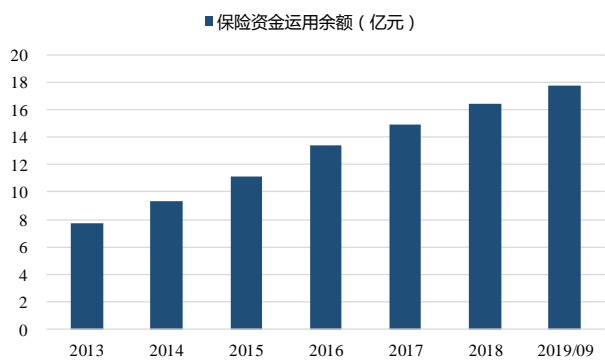
图 11: 2016~2018 年国有大行年度现金分红比例

	2016	2017	2018
工商银行	30.0%	30.0%	30.0%
建设银行	30.0%	30.0%	30.0%
农业银行	30.0%	30.0%	30.0%
中国银行	30.0%	30.0%	30.0%
交通银行	30.0%	30.2%	30.3%
邮储银行	15.0%	25.0%	30.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

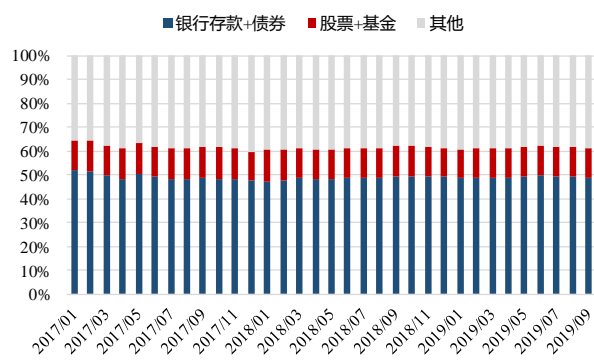
2020 年是保险资本布局 IFRS9 关键年，银行股等高分红权益资产受追捧。首先，国内保险公司 9 月末合计管理资金规模达到 17.8 万亿元，其中 12.6% 比例配置于股票及基金，距离监管上限仍有较高的剩余空间，主要源于此前投资环境中存量大量高收益率的固定收益类资产（非标等），而未来低利率环境持续，预计权益配置比例将持续提升。其次，国内保险公司将最晚于 2022 年起全面实施 IFRS9，因此 2020 年将是投资端布局调整的关键年，我们在产业调研中了解到，不仅大型保险公司将持续增配高分红权益类资产，中小保险公司也将全面调整权益投资策略及风格，在此背景下，高股息率的银行、地产等行业将持续受到追捧。

图 12: 2013~2019/09 保险行业资金运用余额 (亿元)



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

图 13: 2017/01~2019/09 保险行业资金配置结构



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

2.3. 外资持续追逐 A 股核心资产, 低估值银行仍有较高配置空间

从沪、深港通持股情况来看, 2019 年以来外资持续增持 A 股银行股, 板块 32 只个股中仅交通银行被外资小幅减持, 而平安银行、南京银行、宁波银行、江苏银行、招商银行等个股均被大幅增持。我们认为, 外资拥有更低的负债成本, 因此中国银行股的盈利增速及分红回报对外资更加有吸引力, 同时考虑外资近几年将持续增加 A 股市场配置比例, 而银行股仍具备低估值特征, 我们认为 2020 年及未来外资仍将是银行股强劲的增量资金来源, 优质龙头银行及低估值的国有大行更具备吸引力。

图 14: 2019 年陆股通资金对银行板块增持比例

	2019-11-21	2018-12-31	变化		2019-11-21	2018-12-31	变化
工商银行	0.31%	0.24%	0.07%	南京银行	4.36%	1.97%	2.39%
建设银行	0.20%	0.20%	0.01%	宁波银行	2.34%	1.10%	1.24%
农业银行	0.33%	0.25%	0.08%	杭州银行	2.04%	1.10%	0.94%
中国银行	0.27%	0.22%	0.05%	长沙银行	0.21%	0.00%	0.21%
交通银行	0.76%	0.85%	-0.09%	贵阳银行	2.42%	1.12%	1.30%
招商银行	3.85%	2.72%	1.13%	成都银行	2.36%	0.13%	2.23%
中信银行	0.28%	0.21%	0.07%	郑州银行	0.08%	0.00%	0.07%
浦发银行	1.60%	1.28%	0.32%	青岛银行	0.06%	0.00%	0.06%
民生银行	1.71%	1.33%	0.38%	西安银行	0.00%	0.00%	0.00%
兴业银行	2.55%	1.91%	0.64%	青农商行	0.00%	0.00%	0.00%
光大银行	1.49%	0.97%	0.52%	紫金银行	0.25%	0.00%	0.25%
平安银行	7.26%	2.51%	4.75%	常熟银行	1.13%	0.65%	0.47%
华夏银行	1.04%	0.70%	0.34%	无锡银行	0.00%	0.00%	0.00%
北京银行	2.10%	1.54%	0.55%	江阴银行	0.53%	0.05%	0.47%
上海银行	2.51%	2.07%	0.44%	苏农银行	0.00%	0.00%	0.00%
江苏银行	2.90%	1.08%	1.82%	张家港行	0.34%	0.14%	0.20%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 投资建议：重点推荐常熟银行等优质龙头银行股

上市银行 2019 年三季报优异，资产质量改善超预期。当前时点，银行业总体估值约 0.93x2019PB、0.83x2020PB，国有大行平均 A 股、H 股股息率为 4.95%、6.02%。我们梳理投资主线：1) 基本面韧性超预期，业绩靓丽的优质龙头银行股将继续上涨并进入估值切换行情，2020 年重点推荐年度金股**常熟银行**，同时推荐**平安银行**、**招商银行**、**宁波银行**；2) 国有大行经营稳健且资产质量趋势向好，结合低估值、高股息策略，重点推荐基本面优异的 A 股及 H 股**工商银行**、**建设银行**。

表 5：上市银行 P/B 估值表（股价及总市值对应 2019 年 11 月 21 日收盘价）

单位：亿元	总市值	2018	2019E	2020E	总市值	2018	2019E	2020E	
工商银行	20422	0.91	0.83	0.76	南京银行	710	1.04	0.91	0.81
建设银行	17826	0.94	0.86	0.78	宁波银行	1595	2.47	1.93	1.71
农业银行	12564	0.79	0.72	0.67	杭州银行	452	0.96	0.86	0.78
中国银行	10686	0.71	0.65	0.60	长沙银行	297	0.96	0.74	0.64
交通银行	4070	0.64	0.59	0.54	贵阳银行	292	0.98	0.82	0.72
招商银行	9190	1.82	1.59	1.40	成都银行	307	0.98	0.87	0.77
中信银行	2941	0.73	0.68	0.63	郑州银行	264	0.92	0.82	0.74
浦发银行	3511	0.79	0.71	0.64	青岛银行	261	1.36	1.28	1.17
民生银行	2662	0.65	0.58	0.52	西安银行	301	1.51	1.34	1.19
兴业银行	3976	0.90	0.80	0.71	青农商行	327	1.59	1.32	1.14
光大银行	2210	0.77	0.71	0.66	紫金银行	228	1.85	1.48	1.29
平安银行	3078	1.40	1.12	1.02	常熟银行	228	1.86	1.35	1.15
华夏银行	1139	0.58	0.52	0.47	无锡银行	98	0.96	0.88	0.80
北京银行	1173	0.67	0.63	0.58	江阴银行	94	0.93	0.85	0.77
上海银行	1304	0.92	0.80	0.72	苏农银行	90	0.99	0.90	0.82
江苏银行	800	0.78	0.68	0.61	张家港行	102	1.07	0.93	0.82
国有行		0.80	0.73	0.67	城商行		1.13	0.97	0.87
股份行		0.96	0.84	0.76	农商行		1.32	1.10	0.97

数据来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所预测

常熟银行：高成长农商行龙头，以“信贷工厂”模式为特色的“小微”标杆，2019 年前三季度业绩增速达到 22.4%，同时保持资产质量优异（9 月末不良率仅 0.96%，拨备覆盖率高达 467%），未来小微信贷+村镇银行扩张将推动数年持续高增长，市值成长空间显著。目前估值约 1.15x2020PB，考虑稀缺性及成长性，长期看好。

平安银行：零售转型成功+对公业务提速，前三季度 ROAE 剔除可转债摊薄影响后仍达到 12.88%，逾期贷款双降，资产质量总体延续改善趋势，零售核心产品不良率有所企稳。2019 年基本面确立拐点、可转债转股补充资、市值大幅上涨后，我们依然将平安银行列为长期重点推荐标的，目前估值为 1.02x2020PB，预计未来 ROAE 上行将继续推动估值提升。

工商银行：2019 年经营情况相当优异，核心亮点是盈利增速提升+资产质量进一步

改善，在颇具挑战性的外部环境下，公司展现了作为优质国有大行独有的稳健和韧性。预计公司 2019、2020 年归属于母公司股东净利润增速分别为 5.2%、6.1%，ROAE 达到 13.09%、12.67%，目前 A 股估值分别为 0.83x2019PB、0.76x2020PB，对应 2019 年股息率分别为 4.6%。考虑资产质量持续向好，我们认为作为核心银行资产，当前估值与基本面已不匹配，向追求稳定分红及长期回报的投资者重点推荐。

招商银行&宁波银行：作为银行板块及核心资产，招商银行、宁波银行目前估值分别高达 1.59x、1.93x2019PB，1.4x、1.71x2020PB，未来预计仍将维持领先同业的 ROE 和盈利增速，资产质量优异，持续重点推荐。

4. 风险提示

1) 宏观经济下行，资产质量承压：中美贸易战升级对宏观经济的冲击预计将持续显化，四季度及 2020 年经济仍面临较大下行压力，对商业银行资产质量造成不利影响；

2) 负债成本上行，息差持续收债：受监管导向及实体融资需求疲弱等因素影响，贷款收益率预计仍将下行，同时负债端的存款竞争激烈，预计 2020 年银行净息差受到的冲击相比 2019 年更加明显；

3) 信贷需求疲弱，规模增速低迷：经济环境低迷，融资供给大于需求，预计制约银行信贷扩张能力及资产规模增长。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

