

银行 2020 年度策略：稳健先行，估值修复



核心观点

- **快速扩表仍可期，支撑业绩确定性。**贷款资金供给方面，当前人民币贷款仍为实体经济融资的最重要供给方；企业债券虽增速较高，但体量仍较小；委托、信托贷款整体仍在萎缩；预计 2020 年信贷扩张仍能给银行带来较高的业绩确定性。贷款需求方面，大中型企业贷款需求已经波动企稳，小企业贷款需求仍在高位；预计 2020 年随着库存周期的复苏，宽货币、宽财政力度的加大，和扶持民营中小微政策的陆续推进，合意贷款需求仍能保持稳健状态。
- **净息差虽有收窄可能，但幅度较小，韧性较好。**伴随可能到来的降息，净息差、净利差在收窄之前尚有两道防线，其一，贷款占比预计将持续提升，成为支撑生息资产收益率的重要力量。虽然贷款价格或有一定下调，但贷款占比提升代表着，贷款将替代原来收益率更低的同业资产、存放央行资产和其他生息资产，从而整体生息资产收益率仍将较有保证。其二，同业负债占比提升能缓解息差收窄的负债端压力。同业负债付息率将随利率下降，市场化负债占比高的银行，利差收窄压力较小。
- **资产质量预计仍稳，2020 上半年或仍有小幅改善，但分化加深。**其一，由于不良率相较经济下行具有一定滞后效应；其二，贷款中个人、票据贷款不良风险仍较低，企业端伴随利率降低，新债财务费用支出减少，偿债压力边际改善，不良风险或进一步延后显现；其三，中美贸易战达成阶段性协议，外部环境边际改善。因此预计 2020 上半年，板块资产质量整体较稳，甚至或有小幅改善。2020 下半年，预计部分银行不良水平或有上升。据历史经验，美国大选年份对华态度普遍偏鹰，贸易战仍有风险，且当前国内经济下行压力仍较大，不良率将会陆续滞后显现。各银行将面临区域资产质量及风控水平的分化。
- **板块处于估值低位、长线资金较为偏好，预计估值修复的空间及动力都较足。**当前银行 PB 处于 2015 年以来 20%-30%分位数，且估值隐含不良率在 8%-9%之间，远超银保监会公布值 1.86%。随着险资、银行理财等长期资金不断入市，市场短期行为预计将逐步得到修正。银行股估值也将逐步修复。岁末年初由于险资及银行理财等长线资金会做新一年的资产配置计划，银行股是其偏好所在，板块增量资金将较多，估值修复逻辑强。

投资建议与投资标的

- **建议关注具备区域经济优势、息差收窄压力小、零售业务强的银行。**区域经济优势较强的银行，一方面可充分挖掘地区优势客户资源，开发上下游产业的增量客源，在区域企业网络中具有较强的议价能力，抵御息差下行的能力较强；另一方面，顺应普惠金融东风，区域性银行通过深挖小微贷款区域，加速下沉，贷款增量有一定保证。在货币政策宽松的背景下，预计央行将会定向、逐步调降利率，银行净息差有一定下行压力，行业未来分化将加剧。降息过程中，市场化负债占比高的银行，受益于利率下行所致的成本降低，息差收窄压力小。零售业务是经济下行时期的护城河，周期性较弱，非息业务收入占比的提升，有助于减轻银行信贷投放持续加大带来的资本补充压力。个股方面，建议关注常熟银行(601128, 买入)、兴业银行(601166, 未评级)、平安银行(000001, 未评级)、招商银行(600036, 增持)。

风险提示

- 经济下行超预期、降息幅度超预期、中美贸易战态势恶化

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

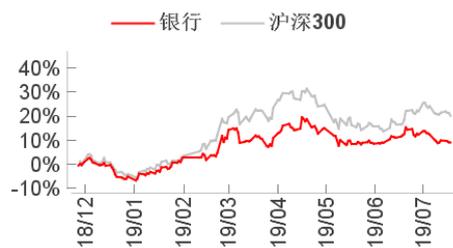
行业

银行业

报告发布日期

2019 年 11 月 26 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

联系人

张静娴

021-63325888-4311

zhangjingxian@orientsec.com.cn

相关报告

银行 3Q2019 报告综述：质、速均佳，息差反弹：	2019-11-06
超额拨备即将调降，增厚利润空间较大：	2019-10-31
美国商行财富管理：窥见非息收入演变：一商业银行业转型深度研判系列之二	2019-09-27
银行 1H2019 报告综述：盈利稳健增长，不良整体改善：	2019-09-16
银行市值成长要素：资产扩张、盈利及资产质量：	2019-08-15
银行资产质量研判：规上企业贷款及房贷是存量稳定器，零售带来优质增量：	2019-02-26
银行 2005-2018 年复盘：防御性优选板块，关注盈利及资产质量：	2019-01-23

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1. 资产负债：信贷扩张支撑业绩确定性，个股分化加剧	4
1.1. 量：快速扩张仍可期，同业负债占比或有提升	4
1.1.1. 资产端：贷款仍是扩张主力，合意需求仍稳	4
1.1.2. 负债端：存款定期化趋势延续，同业负债比例预计有所上升	5
1.2. 价：预计净息差虽有收窄可能，但韧性较好	8
1.2.1. LPR 下调对净息差影响可控，对净利润影响有限	8
1.2.2. 贷款占比提升为净息差防线之一	9
1.2.3. 同业负债占比提升为净息差防线之二	11
2. 资产质量：预计仍稳，分化加深，拨备调降	12
2.1. 资产质量仍稳，2020 上半年或仍有小幅改善	12
2.2. 大小行分化加深，拨备调降增厚利润	14
3. 中间业务：理财规模总体企稳，看好零售非息贡献	15
4. 估值：基本面稳健、估值低位、资金偏好将带来确定性估值修复	16
5. 投资建议：关注区域经济优势、息差收窄压力小、零售业务强的银行	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1: 社会融资规模各项占比 (%)，信贷占比维持高位.....	4
图 2: 社融各分项同比增速对比，信贷增速稳健.....	4
图 3: 人民币贷款总量远超其余社融分项 (亿元)	4
图 4: 贷款需求指数 (%)：大中企业已稳，小企业高位.....	5
图 5: 定期存款占比、存款付息率均有提升.....	6
图 6: 企业营运资金呈现缩量，流动资产同比降幅明显，负债端刚性 (单位：%)	6
图 7: PPI、CPI 同比 (%)	7
图 8: shibor 利率走势 (%)	7
图 9: 银行间同业拆借及质押回购利率 (%)	7
图 10: 同业负债占计息负债比重.....	8
图 11: 上市银行平均净息差变动趋势.....	8
图 12: 样本银行合计贷款增速.....	8
图 13: 各项资产收益率中贷款及垫款收益率最高.....	10
图 14: 生息资产收益率与计息负债付息率走势大致同步.....	12
图 15: 计息负债付息率，同业负债成本显著降低.....	12
图 16: 上市银行不良率、不良生成率及逾期 90 天以上贷款生成情况.....	13
图 17: 个人贷款中住房贷款占比仍较高.....	13
图 18: 票据融资在企业贷款中的占比 2017 年以来持续上升.....	13
图 19: 各省市 GDP 总量差异较大 (亿元)	14
图 20: 拨备覆盖率与监管要求偏离程度.....	14
图 21: 银行理财产品规模企稳 (亿元)	15
图 22: 理财业务手续费同比已触底 (上市银行合计)	15
图 23: 手续费及佣金净收入同比已呈现回升 (上市银行合计)	16
图 24: 非息收入占比持续提升，大中银行占优.....	16
图 25: 板块处于历史低估值区间.....	17
表 1: LPR 调整的不同情境下，对应的净利润同比增速 (基于 19 和 20 年 wind 一致预期)	9
表 2: LPR 变动所致的，净利润在 2020 年一致预期基础上的变动情况	9
表 3: 贷款占比提升仍能对净息差构成一定支撑.....	10
表 4: 2019/9/30 拨备覆盖率超过 300% 的银行 (A 股)	15
表 5: 股价隐含不良测算表_5 年平均 ROE 假设.....	18
表 6: 股价隐含不良测算表_2018 年 ROE 假设.....	18

1. 资产负债：信贷扩张支撑业绩确定性，个股分化加剧

1.1. 量：快速扩张仍可期，同业负债占比或有提升

1.1.1. 资产端：贷款仍是扩张主力，合意需求仍稳

实体经济融资的主要渠道仍为贷款，银行信贷快速扩张至少确定性仍较高，预计将对板块业绩构成有力支撑。2019 年全年银行信贷对社融支撑效应预计将持续至 2020 年，可归因为限制通道业务大方向仍未变，短期直接融资规模增量有限，民营中小企业可操作性弱，银行信贷仍是可获取长期资金的最主要渠道。

图 1：社会融资规模各项占比（%），信贷占比维持高位



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 2：社融各分项同比增速对比，信贷增速稳健



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

图 3：人民币贷款总量远超其余社融分项（亿元）

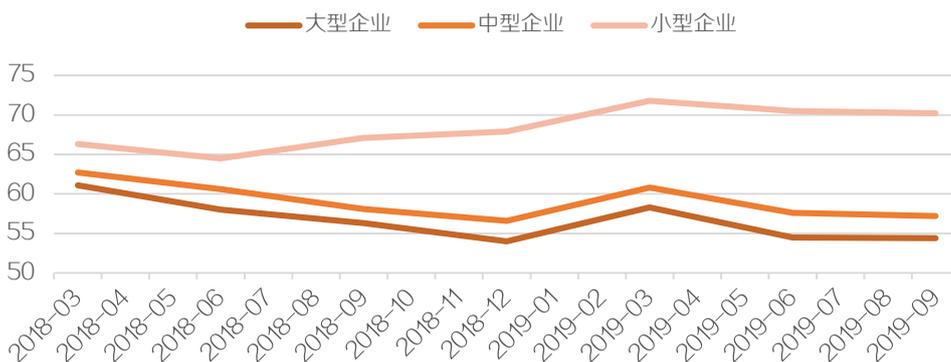


数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

当前银行贷款仍为实体经济融资的主要供给方。从社会融资规模各项占比来看，新增人民币贷款占比仍维持高位，其增速也较为稳定。除人民币贷款和企业债券融资外，股票融资和委托、信托贷款增速仍为负。企业债券融资虽同比增速较高，但由于其体量较小，对社融总量的贡献有限，社融的主要贡献方仍为新增人民币贷款。

贷款需求方面，预计 2020 年能够走向稳健。通过国家宽松财政政策及货币政策的持续推进，大中型企业的贷款需求指数现已基本结束 2018 年以来的下行趋势，2019 年逐步波动企稳；小型企业的贷款需求指数仍处在 2018 年以来的较高水平。预计 2020 年随着库存周期的复苏和宽货币、宽财政力度的加大，以及扶持民营中小微政策的陆续推进，合意贷款需求仍能保持较为稳健的状态。

图 4：贷款需求指数（%）：大中企业已稳，小企业高位



数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

1.1.2. 负债端：存款定期化趋势延续，同业负债比例预计有所上升

各银行的存款获取能力仍将分化，零售能力强揽储能力强的大行和部分股份行将在成本端持续占优，但定期存款占比上升的趋势仍不可避免。一方面，从居民部门角度来看，居民投资渠道更加多元化，存款替代产品逐渐增多，存款本身就呈现增速放缓的趋势；且各银行揽存竞争较为激烈，相继推出结构化存款、协议存款等利率更高的产品，进一步推高了定期存款的比例和存款利率。另一方面，从企业部门角度，经济下行期企业营运资金同比增速下降，相应地企业活期存款同比增速也理应下降。数据上，5000 户工业企业流动资产同比降幅明显，已与流动负债同比增速接近，这佐证了企业端在经济下行时期，日常经营所需的流动资金增速将呈现一定程度的萎缩。

图 5：定期存款占比、存款付息率均有提升


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：企业营运资金呈现缩量，流动资产同比降幅明显，负债端刚性（单位：%）


数据来源：wind，东方证券研究所

从当前货币政策主基调来看，大幅、急剧降息的概率不大，而定向、缓慢降息大概率是 2020 年的利率变动路径。2019 年 CPI 的快速上行拖慢了降息进程，但是尽管货币政策的实施要考虑物价水平，但是本次 CPI 的上涨主要是由食品类 CPI 带动上行，尤其是猪肉价格的快速上涨，使得食品类 CPI 急速升高。但与此同时，非食品类 CPI 仍处于低位区间，甚至有所下行，PPI 同比增速甚至为负。这说明，当前中国经济并未处于所谓的“滞胀”区间，货币政策并不能用来解决单项食品的供需不平衡问题。随着国家陆续释放肉类储备和猪瘟影响的逐步消化，预计 2020 年，货币政策将更加偏向于降息，以解决非食品类 CPI 和 PPI 下行的问题，以避免国内经济走向通缩。

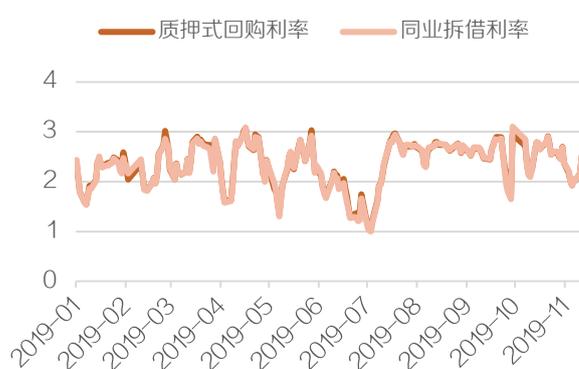
图 7: PPI、CPI 同比 (%)


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

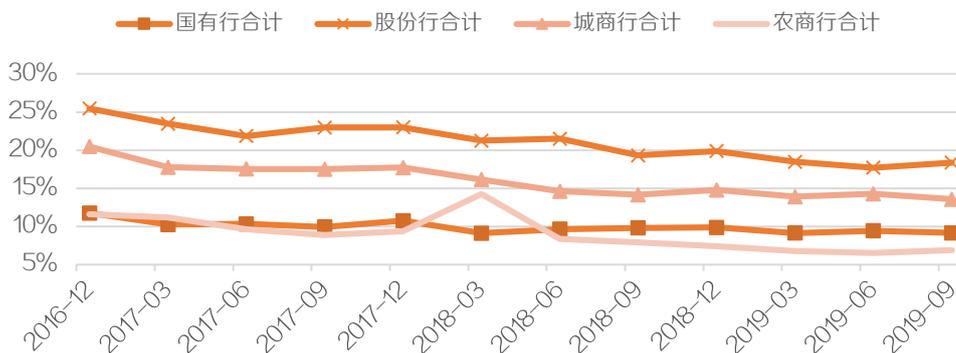
在降息大背景下，2020 年预计同业负债比例将有所上升。当前银行间市场流动性合理充裕，shibor 利率 2019 年以来一直处于低位。2019 年下半年，shibor 利率略有上行，反映了银行中长期负债成本仍较高，资产端利率下行空间有限。因此，11 月 5 日央行调降 MLF 利率 5bps 之前，9-10 月同业拆借利率和质押式回购利率均未有明显下降，11 月 5 日央行调降 MLF 利率后，银行负债端成本下降，同业拆借和质押回购利率明显下调。由于季末资金较紧且临近年关，银行间同业拆借及质押回购利率近期又有上行，但是预计随着利率的降低，shibor 及同业拆借、质押回购利率下行空间将被打开，银行间市场的负债成本将进一步降低。在存款定期化，存款付息率不断提升的大背景下，为了抵御息差下行压力，银行或有动力在监管范围内提升同业负债水平。2019 年三季度股份行和农商行的同业负债比例已经有所提升。

图 8: shibor 利率走势 (%)


数据来源：wind，东方证券研究所

图 9: 银行间同业拆借及质押回购利率 (%)


数据来源：wind，东方证券研究所

图 10：同业负债占比息负债比重


数据来源：wind，东方证券研究所

1.2. 价：预计净息差虽有收窄可能，但韧性较好

1.2.1. LPR 下调对净息差影响可控，对净利润影响有限

2020 年银行板块净息差、净利差预计将小幅收窄，但韧性较好。伴随可能到来的 LPR 下调，资产端利率预期小幅收窄，而负债端存款具有一定刚性，以致利差有收窄可能。但是净息差、净利差在收窄之前尚有两道防线，其一，贷款占比提升能够抵消息差收窄的资产端压力，其二，同业负债占比提升能够抵消息差收窄的负债端压力。

图 11：上市银行平均净息差变动趋势


注：未披露净息差的公司，不参与平均值的计算

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：样本银行合计贷款增速


注：样本银行包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、兴业银行、民生银行、浦发银行、中信银行、平安银行、光大银行、华夏银行、北京银行、南京银行、宁波银行、上海银行、杭州银行、常熟银行

数据来源：wind，东方证券研究所

LPR 下调对净利润的影响方面，我们选取市场关注度较高的 19 家银行（这些银行一致预期的数据较完整）对 LPR 的具体影响做了测算，计算方法为 1）表 1：（2020 年一致预期净利润-预计 2020 年新增贷款总额*LPR 变动值*(1-25%)/2019 年一致预期净利润；2）表 2：预计 2020 年新增贷款总额*LPR 变动值*(1-25%)/2020 年一致预期净利润。以上计算均考虑净利润减少的税盾效应。

假设 2020 年 LPR 整体再下调 20bps，在 2019 年贷款增速 10%、2020 年贷款增速 8% 的情况下，对 19 家样本银行的净利润影响只有 -0.67%，对应净利润同比增速为 7.96%。由于 LPR 下调利率只用于新增贷款，存量贷款不受影响，预计 LPR 下调不会对银行业绩造成显著冲击。

表 1：LPR 调整的不同情境下，对应的净利润同比增速（基于 19 和 20 年 wind 一致预期）

		LPR 变动 bps								
		7.96%	-50	-40	-30	-20	-10	-5	0	5
贷款增速	6%	8.59%	8.32%	8.05%	7.79%	7.52%	7.38%	7.25%	7.11%	
	7%	8.82%	8.50%	8.19%	7.87%	7.56%	7.40%	7.25%	7.09%	
	8%	9.04%	8.68%	8.32%	7.96%	7.61%	7.43%	7.25%	7.07%	
	9%	9.27%	8.86%	8.46%	8.05%	7.65%	7.45%	7.25%	7.05%	
	10%	9.49%	9.04%	8.59%	8.14%	7.70%	7.47%	7.25%	7.02%	
	11%	9.71%	9.22%	8.73%	8.23%	7.74%	7.49%	7.25%	7.00%	

注：假设 2019 年贷款增速为 10%；按照 19 家银行合计值计算

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：LPR 变动所致的，净利润在 2020 年一致预期基础上的变动情况

		LPR 变动 bps								
		-0.67%	-50	-40	-30	-20	-10	-5	0	5
贷款增速	6%	-1.26%	-1.00%	-0.75%	-0.50%	-0.25%	-0.13%	0.00%	0.13%	
	7%	-1.46%	-1.17%	-0.88%	-0.59%	-0.29%	-0.15%	0.00%	0.15%	
	8%	-1.67%	-1.34%	-1.00%	-0.67%	-0.33%	-0.17%	0.00%	0.17%	
	9%	-1.88%	-1.51%	-1.13%	-0.75%	-0.38%	-0.19%	0.00%	0.19%	
	10%	-2.09%	-1.67%	-1.26%	-0.84%	-0.42%	-0.21%	0.00%	0.21%	
	11%	-2.30%	-1.84%	-1.38%	-0.92%	-0.46%	-0.23%	0.00%	0.23%	

注：假设 2019 年贷款增速为 10%；按照 19 家银行合计值计算

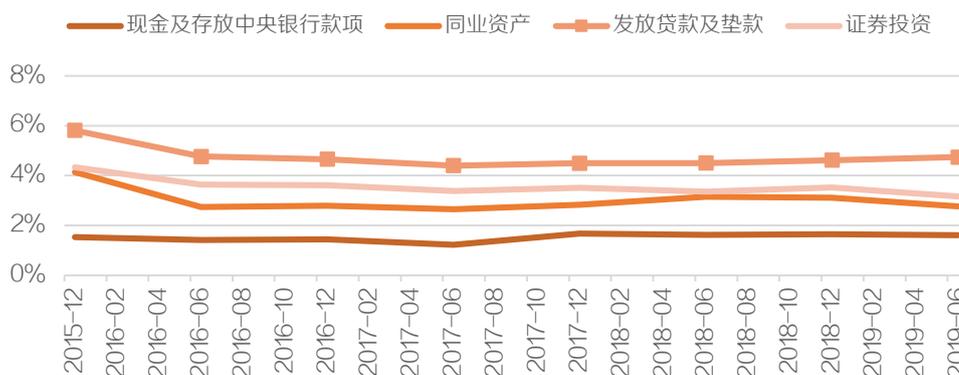
数据来源：wind，东方证券研究所

1.2.2. 贷款占比提升为净息差防线之一

贷款占比预计将持续提升，成为支撑生息资产收益率的重要力量。即使 2020 年央行小幅降息，贷款收益率仍好于其他资产。虽然单一贷款价格或有一定下调，但贷款占比提升代表着，贷款将替代原来收益率更低的同业资产、存放央行资产和其他生息资产，从而整体生息资产收益率仍将较有保证。当前人民币贷款仍为社融的主要支撑，在宽信用的大环境下，利用贷款扶持民营中小微、通过降息及减税降费等手段激发贷款融资需求，仍将是 2020 年货币及财政政策的重要方向之一。

2018年至2019年三季度，息差上行的主要动力就来源于此。2019年前三季度，上市银行贷款扩张速度进一步加快，贷款占比进一步提升。贷款总额同比增速达到11.7%，高于上半年的11.6%和2018年末的10.9%。贷款仍是银行资产投向的主要方向，贷款占比较上半年上升0.8%，较去年同期已上升1.4%。股份行、城商行贷款占比较上半年提升幅度较大，均为1.4%，农商行次之，与去年同期数据相比，农商行贷款占比提升幅度最大，较去年同期上升4.0%。2019年下半年，普惠金融推进力度持续加大，城商行、农商行发力，大中型银行在发放贷款支持实体中持续发挥重要作用。

图 13：各项资产收益率中贷款及垫款收益率最高



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：贷款占比提升仍能对净息差构成一定支撑

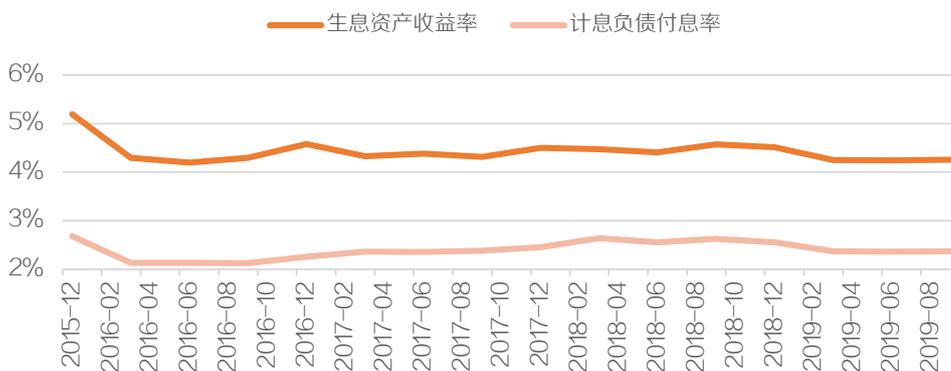
	生息资产结构 3Q2019				生息资产结构 3Q2019 较 1H2019 变动				生息资产结构 3Q2019 较 3Q2018 变动			
	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资	现金及存放中央银行款项	同业资产	贷款	债券投资
工商银行	11.5%	7.8%	55.3%	25.4%	-2.2%	12%	0.6%	0.5%	-2.2%	0.6%	0.4%	1.2%
建设银行	9.9%	3.9%	60.2%	25.9%	-0.4%	-1.4%	1.2%	0.6%	-1.7%	-1.2%	1.4%	1.4%
农业银行	11.7%	4.7%	52.8%	30.7%	0.8%	0.4%	-0.7%	-0.5%	-1.3%	-0.5%	1.5%	0.4%
中国银行	9.5%	6.8%	58.2%	25.4%	-0.5%	-0.5%	0.8%	0.3%	-3.0%	1.4%	1.0%	0.7%
交通银行	8.1%	7.8%	52.9%	31.2%	-0.2%	-0.4%	0.6%	0.0%	-1.4%	0.0%	0.7%	0.7%
邮储银行	11.4%	4.7%	47.1%	36.9%	-0.3%	-0.1%	1.3%	-0.9%	-2.2%	-3.1%	3.1%	2.3%
招商银行	7.1%	7.6%	60.5%	24.8%	-0.8%	-0.4%	1.1%	0.2%	-1.4%	-0.5%	0.3%	1.7%
兴业银行	6.2%	4.3%	49.0%	40.5%	0.0%	-0.6%	2.0%	-1.5%	-0.9%	1.7%	5.3%	18.0%
民生银行	5.7%	4.9%	54.7%	34.7%	-0.6%	-0.7%	2.8%	-1.5%	-1.0%	-1.3%	1.7%	0.6%
浦发银行	6.6%	4.5%	58.0%	30.9%	0.4%	0.2%	1.2%	-1.8%	-1.0%	0.5%	0.2%	0.2%
中信银行	6.3%	4.5%	61.2%	28.0%	-0.4%	0.2%	1.1%	-0.9%	-2.0%	-0.4%	1.4%	1.0%
平安银行	6.7%	6.2%	58.9%	28.2%	-1.1%	0.5%	-0.3%	1.0%	-2.4%	-0.6%	-0.5%	3.5%
光大银行	7.8%	4.3%	57.6%	30.3%	-0.8%	-0.2%	0.5%	0.4%	-0.4%	-0.5%	2.0%	-1.1%
华夏银行	6.3%	3.7%	60.0%	30.0%	0.2%	-1.6%	1.5%	-0.1%	-1.7%	1.0%	0.0%	8.9%

北京银行	6.6%	5.5%	51.7%	36.2%	-0.4%	-1.0%	1.3%	0.1%	-1.6%	-0.6%	3.3%	15.7%
南京银行	7.1%	3.5%	42.0%	47.5%	-1.7%	-1.3%	2.5%	0.4%	-1.0%	-1.5%	3.9%	19.0%
宁波银行	7.1%	2.5%	41.2%	49.2%	-0.8%	-1.2%	1.8%	0.2%	-1.2%	-0.5%	3.4%	9.8%
江苏银行	6.4%	3.4%	48.9%	41.2%	-1.4%	0.4%	1.5%	-0.5%	-1.5%	0.5%	3.1%	11.0%
贵阳银行	6.9%	4.0%	36.9%	52.3%	-1.1%	0.0%	0.9%	0.3%	-1.8%	-0.8%	3.5%	20.7%
上海银行	6.7%	7.1%	43.5%	42.6%	0.2%	-1.0%	1.2%	-0.3%	-0.5%	-1.1%	1.8%	6.1%
杭州银行	7.1%	9.8%	39.9%	43.2%	-1.1%	2.8%	0.0%	-1.7%	-1.3%	1.9%	0.4%	11.8%
江阴银行	9.0%	2.4%	55.6%	33.0%	0.5%	0.8%	3.0%	-4.3%	-1.0%	0.9%	2.4%	-2.3%
苏农银行	9.0%	11.0%	53.3%	26.7%	-2.2%	0.7%	1.3%	0.2%	-2.7%	0.3%	1.1%	2.9%
无锡银行	9.9%	3.4%	50.7%	36.0%	1.4%	-0.1%	0.2%	-1.4%	-1.2%	-3.8%	0.5%	7.5%
张家港行	9.8%	1.4%	57.3%	31.5%	-0.4%	-0.9%	3.6%	-2.4%	-0.1%	0.2%	4.6%	1.2%
常熟银行	9.1%	2.2%	58.8%	29.9%	-0.8%	-1.6%	1.2%	1.2%	-0.8%	0.9%	4.0%	4.1%
成都银行	9.2%	3.5%	40.0%	47.2%	-0.7%	-1.9%	0.8%	1.9%	-1.7%	-0.9%	4.9%	10.0%
郑州银行	7.3%	12%	38.7%	52.8%	0.2%	-0.3%	1.4%	-1.4%	-1.1%	-2.7%	4.7%	-0.8%
长沙银行	7.0%	15%	41.5%	50.0%	-0.7%	-1.4%	1.9%	0.2%	-2.0%	-1.8%	4.4%	23.3%
紫金银行	7.3%	12.9%	49.5%	30.3%	-2.0%	-0.2%	1.5%	0.7%	-2.1%	-1.6%	6.3%	4.2%
青岛银行	8.5%	2.1%	45.1%	41.7%	-1.7%	0.4%	2.8%	-1.5%	NA	NA	NA	NA
西安银行	9.0%	1.4%	54.7%	34.9%	-1.9%	-1.6%	-0.3%	3.7%	NA	NA	NA	NA
青农商行	7.6%	4.1%	51.3%	37.0%	-0.3%	-0.1%	0.0%	0.4%	-1.5%	-1.7%	5.8%	7.4%
上市银行合计	9.3%	5.6%	55.1%	30.0%	-0.6%	-0.1%	0.8%	-0.1%	-1.8%	-0.2%	1.4%	2.6%
国有行合计	10.6%	6.0%	55.4%	28.0%	-0.6%	0.0%	0.5%	0.1%	-2.0%	-0.2%	1.2%	1.0%
股份行合计	6.5%	5.1%	57.2%	31.2%	-0.4%	-0.3%	1.4%	-0.7%	-1.3%	0.0%	1.6%	4.0%
城商行合计	6.9%	4.8%	44.8%	43.6%	-0.7%	-0.5%	1.4%	-0.1%	-1.3%	-0.6%	2.9%	12.5%
农商行合计	8.6%	5.4%	53.2%	32.8%	-0.5%	-0.3%	1.2%	-0.4%	-1.4%	-1.0%	4.0%	4.4%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2.3. 同业负债占比提升为净息差防线之二

同业负债付息率将随着利率的下降而下降。市场化负债占比高的银行，利差收窄幅度较小。从历史情况来看，生息资产收益率和计息负债付息率走势基本同步。若央行开启持续性的小幅降息，预计计息负债付息率也将同步下行。预计银行将调升计息负债中同业负债的占比，以缓解降息造成的息差压力。从当前货币政策主基调来看，大幅、急剧降息的概率不大，而定向、缓慢降息大概率是2020年的利率变动路径。因此，息差虽有收窄可能，但是大幅收窄概率不大，银行方面仍具有一定的抵御能力。

图 14：生息资产收益率与计息负债付息率走势大致同步


数据来源：wind，东方证券研究所

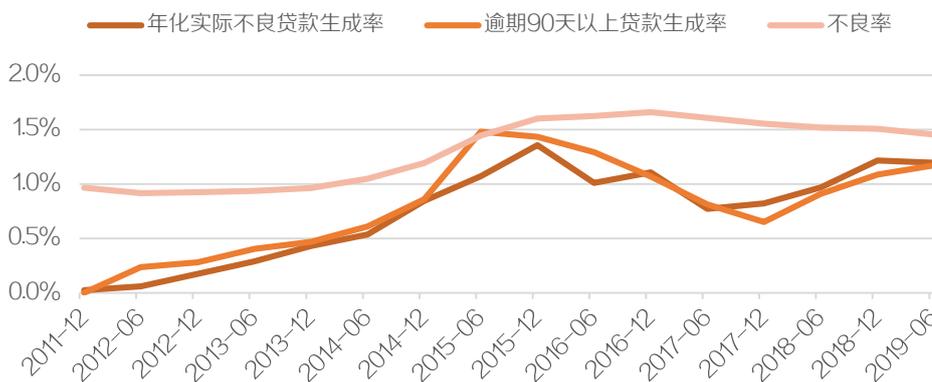
图 15：计息负债付息率，同业负债成本显著降低


数据来源：wind，东方证券研究所

2. 资产质量：预计仍稳，分化加深，拨备调降

2.1. 资产质量仍稳，2020 上半年或仍有小幅改善

2020 年全年：预计银行整体资产质量稳健，资产投放结构与 2019 年差异不大。回顾 2019 年，个人贷款仍以住房贷款为主，资产质量较好，票据融资冲量拉低不良率，新增长期贷款中不良贷款的生成具有滞后效应，因此虽然经济下行压力较大，但银行的不良贷款率仍呈现改善。具体而言，贷款结构中，长期贷款比例高，逾期和不良暴露本身具有滞后效应。2019 年新增信贷中，长期贷款比重仍然远高于短期贷款；同时，短期贷款以票据为主，票据融资本身期限短，被企业用作日常周转经营，具有小额、高频的特点，本身不良率就较低。**预计 2020 年，新增个人贷款中住房贷款占比仍较高，企业短期融资中，票据融资仍将发挥重要作用。**此外，由于库存周期见底，部分企业经营将出现补库存复苏，长期贷款的偿还能力增强，预计将进一步托底资产质量。

图 16：上市银行不良率、不良生成率及逾期 90 天以上贷款生成情况


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：个人贷款中住房贷款占比仍较高


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：票据融资在企业贷款中的占比 2017 年以来持续上升


数据来源：wind，东方证券研究所

2020 上半年：预计资产质量或有小幅改善。一方面，由于不良率相较经济下行具有一定滞后效应；另一方面，贷款投放结构上，个人贷款、票据不良风险仍较低，企业端伴随宽松货币政策的实施，利率降低，新债财务费用支出减少，经济下行带来的偿债压力边际改善，不良风险进一步延后显现。此外，中美贸易战 10 月中旬达成阶段性协议，双方底线更加明晰。2020 年上半年，预计外部强烈冲击带来的经济失速风险降低，国内经济“调结构”进程将迎来阶段性稳定窗口期。国内经济结构转型外部压力缓释。因此，预计 2020 上半年资产质量整体仍较稳，甚至或有小幅改善。

2020 下半年：预计资产质量整体稳健，部分银行不良生成水平或有上升。根据历史经验，由于美国大选年份对华态度普遍偏“鹰”，贸易战会有一定风险。同时由于当前经济仍处在下行期，不良率陆续滞后显现，2020 年下半年预计部分银行不良水平或有上升。

2.2. 大小行分化加深，拨备调降增厚利润

2020 年及以后，我国经济将由高速发展逐步转向高质量发展。在经济“调结构”时期，各省市经济分化仍将加大，区域性银行的资产质量或有分化。不同省份 GDP 体量差异较大，经济发达程度显著不同，区域内工业、服务业体系的完善程度不同。在经济转型期，这种不同预计将被放大，部分行业将面临整合或会被逐步出清。各省市经济发展重心不同，“新动能”分布区域有差异，部分区域企业资产质量风向将不断增加，但部分区域企业资产质量仍将较好，区域性银行资产质量预计将长期分化。

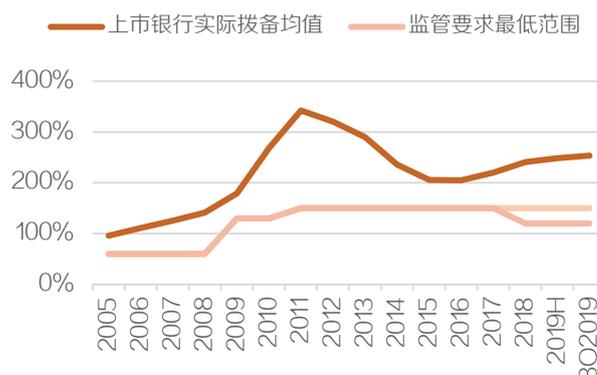
全国性银行资产调配能力更强，预计资产质量仍将较为稳健。部分区域性银行小微业务模式成熟，风控能力较好，受益于普惠金融东风，在扩张速度加快的同时，预计其资产质量仍将保持稳健水平。部分区域性银行受限于当地经济状况不佳，企业偿债能力下降，银行本身风控能力也较弱，未来资产质量或有一定程度恶化。

图 19: 各省市 GDP 总量差异较大 (亿元)



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 20: 拨备覆盖率与监管要求偏离程度



数据来源: wind, 东方证券研究所

我国银行实际拨备与监管要求在部分时期大幅偏离，复盘发现其主要原因在于行业整体风险跟随经济周期波动，各家银行也根据自身风险情况，对拨备做出相应调整。当前，部分银行在保持风险抵补能力的基础上，为了满足对于不良贷款确认日益趋严的监管要求，而维持较高的拨备覆盖率；也有银行计提减值损失较多，“安全垫”较厚，使得拨备覆盖率过高（详见报告《超额拨备即将调降，增厚利润空间较大》）。

预计 2020 年我国超额拨备的商业银行将会按照监管要求调降拨备，进而增厚利润、提高资本充足率，进一步降低板块 PB，投资吸引力上升。根据 2019 年 9 月财政部发布《金融企业财务规则（征求意见稿）》要求金融企业（含结构化主体）原则上计提损失准备不得超过国家规定最低标准的 2 倍，超过 2 倍的部分，年终应全部还原成未分配利润进行分配。目前有 9 家银行拨备覆盖率超过监管要求的 300% 上限。截至 2019 年三季报，超额拨备银行尚未进行拨备调降，预计 2020 年将逐步实施。监管调降拨备，有助于银行做实资产质量，从严认定不良资产，释放不必要拨备。拨备调降有助于提升资本充足率，部分银行未来补充资本的必要性有所下降，原股东投资收益率将有所提升。

表 4：2019/9/30 拨备覆盖率超过 300% 的银行（A 股）

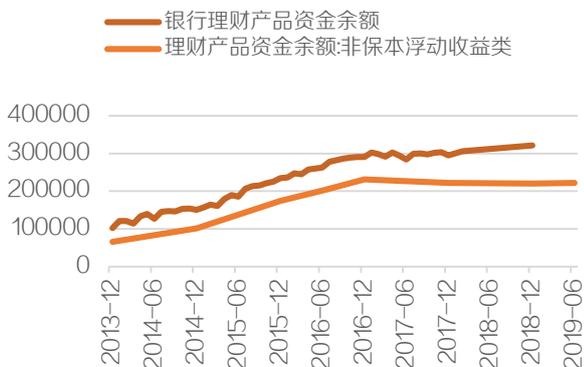
002142.SZ	宁波银行	525.49%
601128.SH	常熟银行	467.03%
601009.SH	南京银行	415.51%
600036.SH	招商银行	409.41%
601658.SH	邮储银行	391.10%
601229.SH	上海银行	333.36%
600926.SH	杭州银行	311.54%
002958.SZ	青农商行	309.45%
600908.SH	无锡银行	304.50%

数据来源：wind，东方证券研究所

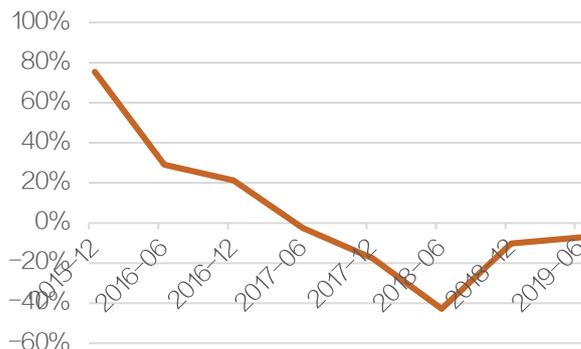
3. 中间业务：理财规模总体企稳，看好零售非息贡献

金融去杠杆影响逐步被消化，银行理财净值化转型逐步见效，预计 2020 年理财手续费收入继续回升。从理财产品资金余额来看，当前行业整体理财产品资金余额和非保本浮动收益类理财产品资金余额在 2017 年增速显著下滑后，基本企稳，2018 年底以来甚至还有小幅提升。前期金融去杠杆对银行理财的影响已经逐步被消化。各大银行理财子公司陆续开业，基本为银行全资控股。理财子公司为银行之前的理财产品形成存量转移出口，净值化转型将陆续见成效，预计会逐渐抵补之前资管新规所致的理财手续费下降。

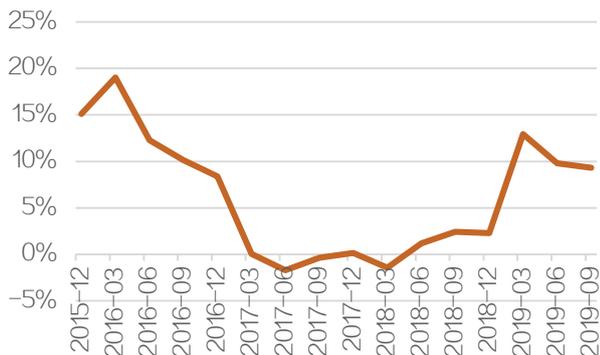
零售非息贡献增加，收入分化加剧，大中银行占优。零售业务仍将是长期业务转型方向，综合金融发展、移动场景多元化和金融科技的持续深化将长期提振银行的非息收入。非息收入中除去投资收益的收入外（该项收入波动性较大，竞争优势可持续性较弱），渠道优势、项目和资金获取能力、各项服务产品的设计能力是提升非息收入的关键。大中型银行渠道能力更强，资金和项目获取能力更佳，资产管理业务优势明显，因为在非息收入方面的先发优势强于中小行，预计各类型银行非息收入方面的发展将长期分化。

图 21：银行理财产品规模企稳（亿元）


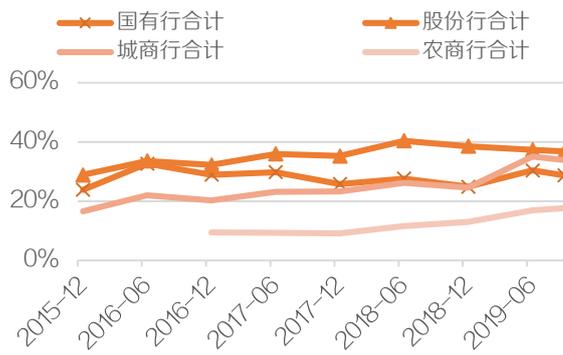
数据来源：wind，东方证券研究所

图 22：理财业务手续费同比已触底（上市银行合计）


数据来源：wind，东方证券研究所

图 23：手续费及佣金净收入同比已呈现回升（上市银行合计）


数据来源：wind，东方证券研究所

图 24：非息收入占比持续提升，大中银行占优


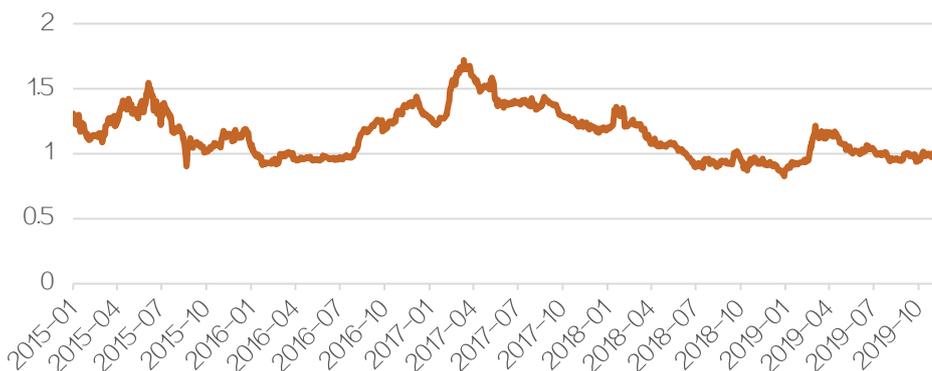
数据来源：wind，东方证券研究所

4. 估值：基本面稳健、估值低位、资金偏好将带来确定性估值修复

银行板块基本面预计在 2020 年仍有稳健表现。当前人民币贷款仍为社融的主要支撑，企业债券虽增速较高，但体量仍较小；股票融资对于大部分民营中小微企业而言中短期不具备可操作性；预计 2020 年信贷扩张仍能给银行带来较高的业绩确定性。贷款占比提升能够抵消息差收窄的资产端压力，同业负债占比提升能够抵消息差收窄的负债端压力。贷款收益率高于其他生息资产，同业负债付息率将随着利率的下降而下降。从当前货币政策主基调来看，大幅、急剧降息的概率不大，而定向、缓慢降息大概率是 2020 年的利率变动路径。当前财政政策和货币政策稳增长的意图较强、力度持续加大，经济失速风险较低，银行资产质量风险大爆发的概率较小。对于银行业而言，根据政策调整经营策略的时间和空间都较为充裕，业绩受到政策冲击而呈现显著下滑的概率不大。

金融业对外开放力度增加，政策出台密集。险资、银行理财等长期资金不断入市，市场短期行为预计将逐步得到修正。银行股估值也将逐步和国际接轨。**根据历史经验，岁末年初由于险资、银行理财等长线资金会做新一年的资产配置计划，板块增量资金将较多。**

当前估值水平仍处于历史低位。截止 2019 年 11 月 19 日，银行板块整体 PB 为 0.83 倍，沪深 300 成分股为 1.42 倍，当前银行 PB 处于 2015 年以来 20%-30%分位数，板块处于低估区间。压制估值的因素，如资产质量风险、贷款增速风险、息差收窄风险等因素已经反映到当前价格中。且根据前文分析，预计 2020 年银行业资产质量风险可控，贷款增速仍将维持高位，息差虽有收窄压力，但具有较强韧性，不会大幅下滑。从 2020 年板块业绩来看，预计估值压制因素将得到缓解。

图 25：板块处于历史低估值区间


注：市净率采用板块平均值，剔除负值，MRQ

数据来源：wind，东方证券研究所

板块估值修复空间较大。从股价隐含不良率测算来看，市场估值隐含不良为 8%-9%之间，与银保监会公布的 2019 年三季度银行业 1.86%的不良率有明确倍数差。估值隐含的不良率已经显著超过银保监会公布值，且当前经济尚无大面积衰退风险，预计真实不良率应明显低于 8%-9%这一估值反映的水平。

具体测算方面，选取 2019 年 6 月之前 A 股上市的 32 家银行为样本，1) 通过公司各期公布的净资产以及合理 PB，反向推算出估值隐含净资产。其中合理 PB 考虑了按照 2014-2018 五年平均 ROE，为净资产五年内生增长的折现值（按照 WACC=10%折现），合理 $PB = (1 - ROE / (1 + WACC)^5) / (1 - ROE / (1 + WACC))$ ，此为 $q = ROE / (1 + WACC)$ 的等比数列求和公式。2) 股价隐含的不良贷款包括三个部分，已经披露的显性不良贷款、未披露但消耗超额拨备的不良贷款和超额拨备不足以覆盖的剩余不良贷款，这部分将消耗净资产。因此，计算隐含的假设是银行在消耗完一定的超额拨备后才开始消耗净资产（即拨备覆盖率降至底线时才开始消耗账面净资产）、银行会充分利用拨备所带来的税盾效应。具体公式见下表。

根据这种测算，到 2019 年 11 月 17 日，按照 5 年平均 ROE 带来的净资产增长情况，对应的隐含不良率为 8.91%，按照 2018 年 ROE 带来的净资产增长情况，对应的隐含不良率为 8.60%，均处于历史高位。然而，根据我们前面的分析，银行事实上并没有如此之高的不良率。一方面，这与银保监会公布的行业整体三季度 1.86%的不良率有明确倍数差；另一方面，当前经济并无大面积衰退风险，银行也为抵御风险作出了较为充足的拨备水平，拨备覆盖率达到历史高点。

整体而言，预计 2020 年银行业资产质量仍基本稳健，不良率不会急剧攀升，且当前估值水平过低，长线资金较为偏好，板块估值修复的空间及动力均较强。建议 2020 年增配银行板块。

表 5：股价隐含不良测算表_5 年平均 ROE 假设

金额单位：亿元	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-09-30	2019-11-17
净资产（扣除优先股）_X	96278	105951	118557	133059	133059
当前 PB	0.86	0.97	0.77	0.75	0.78
当前市值_MV	82820	102776	90825	100075	103772
合理 PB-假设坏账完全拨备，该指标反映净利润增速预期结果(5 年均值 ROE)	1.16	1.16	1.16	1.16	1.16
估值隐含净资产_MV/合理 PB	71572	88798	78448	86443	89636
贷款总额-披露值	706119	782908	867782	951006	951006
贷款净额-披露值	686619	760797	841857	924196	924196
拨备余额-披露值_E	19499	22112	25925	26810	26810
不良贷款额-披露值)_C	11969	12464	13315	13879	13879
拨备覆盖率底线-假设值_F	100%	100%	100%	100%	100%
超额拨备（假设拨备覆盖率降至底线时才开始消耗账面净资产）_A=E-C*F	7531	9648	12610	12931	12931
消耗完超额拨备后的拨备计提额-考虑税盾效应(消耗净资产部分)_B=(X-Y)/75%	32941	22871	53479	62156	57898
估值隐含不良贷款额_Z=A+B+C	52440	44983	79404	88966	84708
估值隐含不良贷款率(五年均值 ROE 假设)	7.43%	5.75%	9.15%	9.35%	8.91%

注：样本银行包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、兴业银行、民生银行、浦发银行、中信银行、平安银行、光大银行、华夏银行、南京银行、宁波银行、北京银行、江苏银行、贵阳银行、上海银行、杭州银行、江阴银行、苏农银行、无锡银行、张家港行、常熟银行、成都银行、郑州银行、长沙银行、紫金银行、青岛银行、西安银行、青农商行

数据来源：wind，东方证券研究所

表 6：股价隐含不良测算表_2018 年 ROE 假设

	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-09-30	2019-11-17
净资产（扣除优先股）_X	96278	105951	118557	133059	133059
当前 PB_MV/X	0.86	0.97	0.77	0.75	0.78
当前市值_MV	82820	102776	90825	100075	103772
合理 PB-假设坏账完全拨备，该指标反映净利润增速预期结果(2018 年 ROE)	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13
估值隐含净资产_Y=MV/合理 PB	73280	90931	80338	88525	91795
贷款总额-披露值	706119	782908	867782	951006	951006
贷款净额-披露值	686619	760797	841857	924196	924196
拨备余额-披露值_E	19499	22112	25925	26810	26810
不良贷款额-披露值)_C	11969	12464	13315	13879	13879
拨备覆盖率底线-假设值_F	100%	100%	100%	100%	100%
超额拨备（假设拨备覆盖率降至底线时才开始消耗账面净资产）_A=E-C*F	7531	9648	12610	12931	12931

消耗完超额拨备后的拨备计提额-考虑税盾效应(消耗净资产部分) $B=(X-Y)/75\%$	30664	20026	50960	59379	55019
估值隐含不良贷款额 $Z=A+B+C$	50163	42137	76885	86190	81829
估值隐含不良贷款率	7.10%	5.38%	8.86%	9.06%	8.60%

注：样本银行包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、兴业银行、民生银行、浦发银行、中信银行、平安银行、光大银行、华夏银行、南京银行、宁波银行、北京银行、江苏银行、贵阳银行、上海银行、杭州银行、江阴银行、苏农银行、无锡银行、张家港行、常熟银行、成都银行、郑州银行、长沙银行、紫金银行、青岛银行、西安银行、青农商行

数据来源：wind，东方证券研究所

5. 投资建议：关注区域经济优势、息差收窄压力小、零售业务强的银行

当前我国经济下行压力增加，经济增速放缓，银行信贷需求短期难现持续、大幅改善，且在货币政策宽松的背景下，预计央行将会定向、逐步调降利率，银行资产端收益率将会面临压力，净息差也有一定下行压力，行业未来分化将加剧。

当前银行间市场流动性仍较为宽松，我国持续推进支农支小普惠金融的政策，优质中小银行贷款增速预计仍将较快。区域经济优势较强的银行，一方面可充分挖掘地区优势客户资源，开发上下游产业的增量客源，在区域企业网络中具有较强的议价能力，抵御息差下行的能力较强；另一方面，顺应普惠金融东风，区域性银行通过深挖小微贷款区域，加速下沉，贷款增量有一定保证。

此外，降息过程中，市场化负债占比高的银行，受益于利率下行所致的成本降低，息差收窄压力小。

零售业务是经济下行时期的护城河，具备良好的防御能力。在经济下行压力仍较大的环境中，零售业务具有长期战略意义，零售业务可增强银行经营的抗周期能力，非息业务收入占比的提升，有助于减轻银行信贷投放持续加大带来的资本补充压力。

个股方面，建议关注常熟银行(601128, 买入)、兴业银行(601166, 未评级)、平安银行(000001, 未评级)、招商银行(600036, 增持)。

6. 风险提示

经济仍有下行风险。2019年前三季度经济增速连续放缓，应警惕经济进一步放缓的可能性，也应密切跟踪银行资产质量的边际变化。

降息空间可能在未来扩大。定向降息已成为宽货币的重要举措，LPR 利率未来仍有下调空间，银行间市场流动性预计将保持宽松，因而银行净息差有进一步收窄的压力。

中美贸易战仍属于不确定性因素，虽当前阶段性缓和，但 G2 大国国家利益的冲突不可避免，长期来看，中美贸易战态势时紧时缓概率较大，因此，后续应警惕贸易战态势再次恶化风险，也应密切关注贸易战对进出口企业放贷较多的银行的影响。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有常熟银行(601128)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

