

银行策略 | 积极把握跨年配置行情

安信证券研究中心 银行团队

张宇

SAC执业证书编号：S1450519030001

联系人：李双 / 刘源

2019年11月24日



投资建议

■ 核心结论：

2019年底（12月）、2020年初（1月）继续看多银行板块（绝对收益+相对收益）；
2020年一季度中后期和二季度看绝对收益。

■ 主要逻辑：

1. 当前“稳增长”是主线，政策托底，预期见底，银行股先行；
2. 财政政策加码有望拉动信用扩张，货币政策留有正向期权，银行贷款或“量升价降、以量补价”，宏观稳社融稳经济，微观稳营收；
3. 息差逻辑弱化，且资产结构调整仍有空间，存款成本走势有望好于预期，从而增强息差韧性；不良逻辑强化，上市银行资产质量仍处稳中向好的过渡期，信用成本有望继续下行，释放盈利增长空间。

■ 推荐个股：

除了板块龙头招商银行、宁波银行，首推“平常兴”组合（平安银行、常熟银行、兴业银行）；关注光大、浦发、中信。

■ 风险提示：

经济持续下行；监管严于预期

历年年底年初银行板块行情回顾

从经验规律来看，年底（12月）年初（1月），银行股跑赢沪深300和创业板的概率极高。

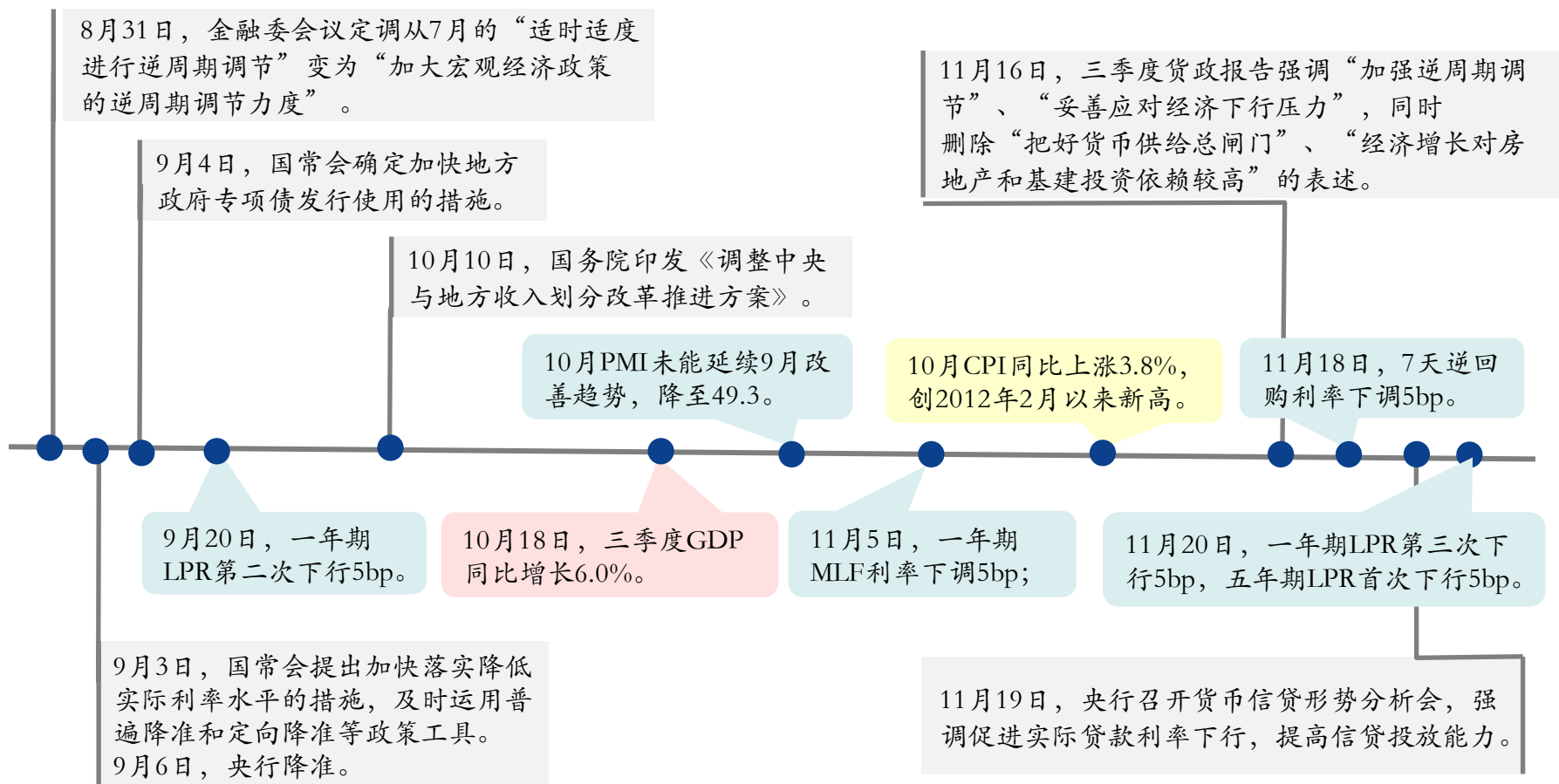
历年上半年及去年十二月银行板块表现
(粉色区间表示银行板块相对沪深300和创业板有相对收益)

2011	去年12月	1月	2月	3月	二季度	2016	去年12月	1月	2月	3月	二季度
申万银行	-2.2%	1.5%	1.5%	6.7%	-7.1%	申万银行	6.0%	-14.4%	-1.3%	7.7%	-0.1%
沪深300	-1.9%	0.4%	6.7%	0.8%	-6.5%	沪深300	4.9%	-21.8%	0.1%	9.2%	-1.9%
创业板	-6.8%	-7.9%	7.7%	-7.9%	-15.9%	创业板	2.4%	-28.3%	1.0%	11.1%	-0.9%
2012	去年12月	1月	2月	3月	二季度	2017	去年12月	1月	2月	3月	二季度
申万银行	-0.5%	6.7%	3.5%	-5.2%	-5.6%	申万银行	-5.0%	4.3%	1.3%	-1.7%	4.1%
沪深300	-10.1%	5.1%	8.2%	-7.6%	0.3%	沪深300	-7.1%	2.4%	1.9%	0.3%	6.7%
创业板	-17.1%	-11.1%	14.8%	-10.8%	7.1%	创业板	-9.2%	-3.9%	2.2%	-1.0%	-4.0%
2013	去年12月	1月	2月	3月	二季度	2018	去年12月	1月	2月	3月	二季度
申万银行	23.3%	18.4%	-2.1%	-3.8%	-11.7%	申万银行	-1.9%	12.7%	-6.0%	-7.3%	-11.5%
沪深300	19.3%	8.3%	-0.6%	-3.8%	-11.8%	沪深300	-7.1%	2.4%	1.9%	0.3%	6.7%
创业板	18.4%	9.7%	9.9%	2.4%	16.8%	创业板	-9.2%	-3.9%	2.2%	-1.0%	-4.0%
2014	去年12月	1月	2月	3月	二季度	2019	去年12月	1月	2月	3月	二季度
申万银行	-5.7%	-2.9%	-0.3%	1.3%	0.5%	申万银行	-4.7%	8.2%	9.5%	-0.2%	1.3%
沪深300	-4.5%	-4.2%	-1.1%	-0.4%	0.6%	沪深300	-4.0%	6.3%	15.8%	5.3%	-1.2%
创业板	-4.6%	14.4%	-4.1%	-6.1%	5.6%	创业板	-4.7%	-1.8%	24.8%	11.4%	-10.7%
2015	去年12月	1月	2月	3月	二季度						
申万银行	33.0%	-8.0%	-1.0%	9.8%	9.2%						
沪深300	25.8%	-0.7%	4.0%	13.4%	9.4%						
创业板	-6.3%	15.1%	14.7%	21.1%	24.8%						

数据来源：wind、安信证券研究中心

“稳增长”、“加强逆周期调节”是当前及未来一段时期的政策主线

2019年9月以来的稳增长倾向及举措

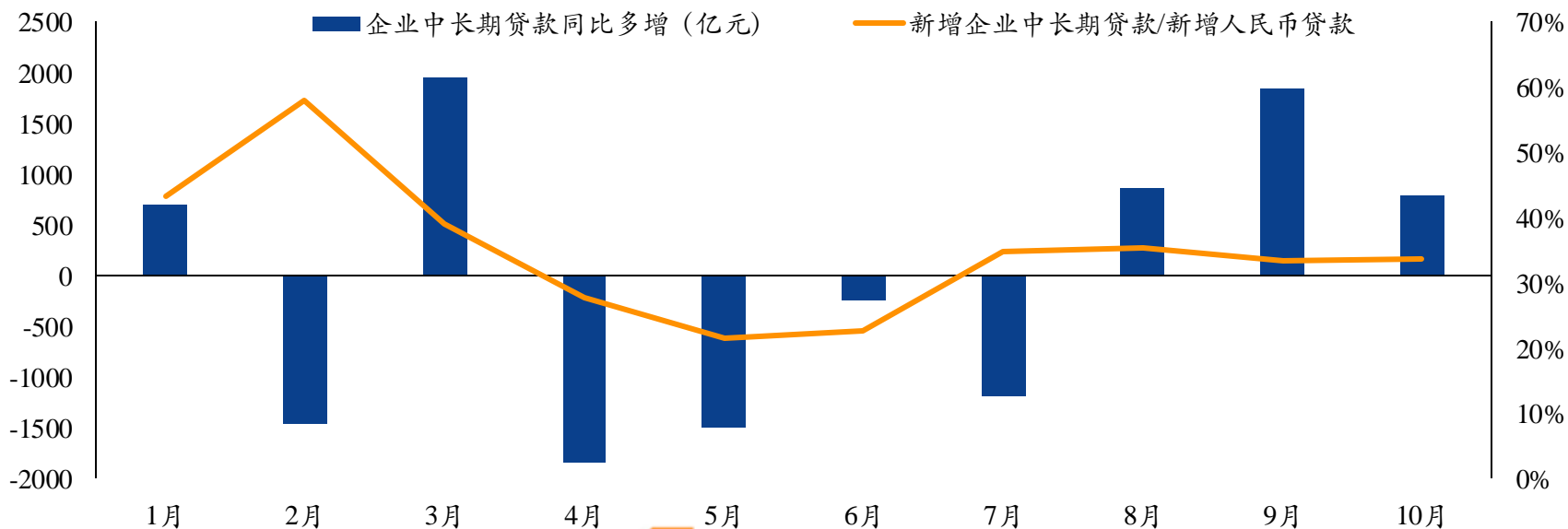


财政加码有望拉动信用扩张

8月-10月，单月新增人民币贷款结构较好，体现在企业中长期贷款同比持续多增，占当月新增贷款的比重也维持在较高水平。展望未来，在央行引导、财政加码的作用下，这一态势有望延续，并实现两个效果：

1. 宏观层面，稳社融稳经济；
2. 微观层面，通过优化信贷结构（提高企业中长期贷款占比）稳贷款收益率，通过潜在的信贷增速回升、生息资产扩张稳银行营收。

2019年月度新增企业中长期贷款同比多增规模及占比

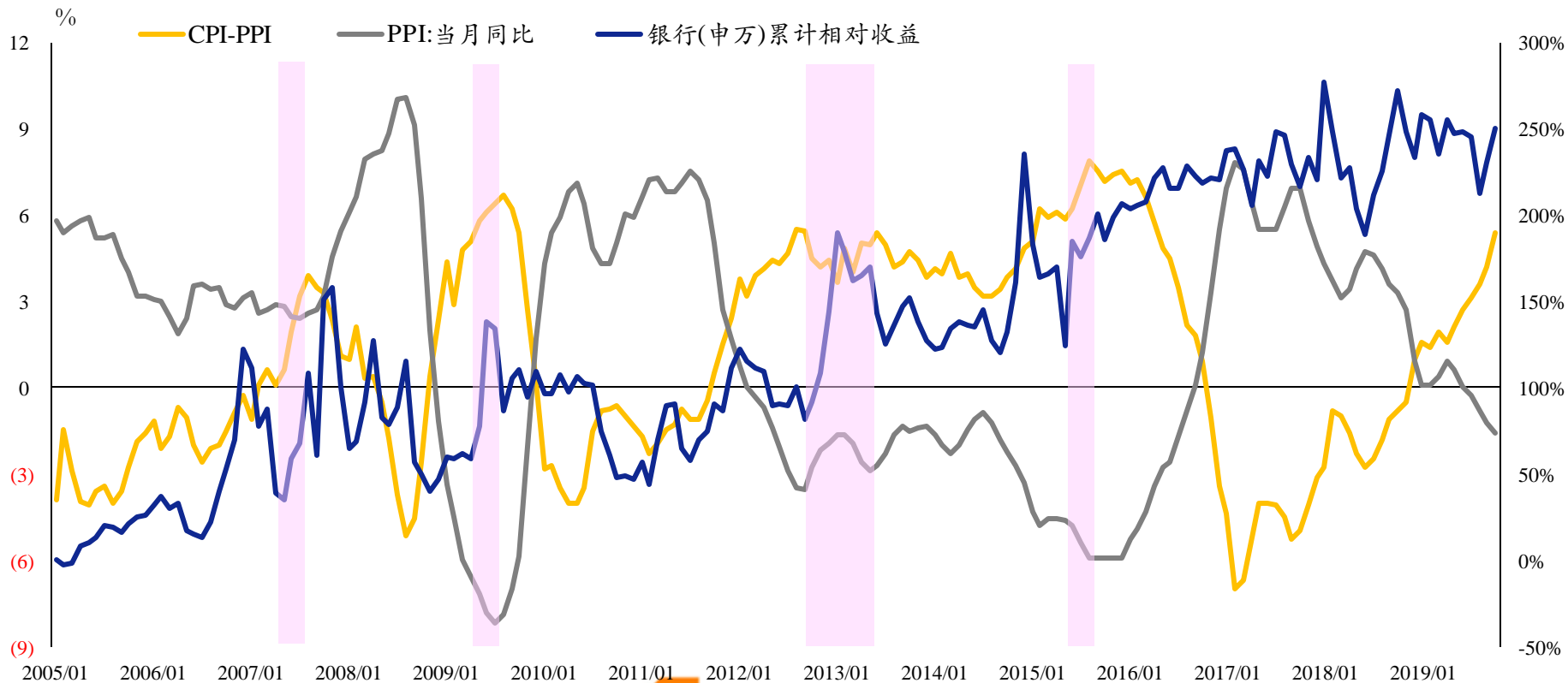


数据来源：央行、安信证券研究中心

CPI与PPI的差值接近收敛时，银行股往往会走出相对收益

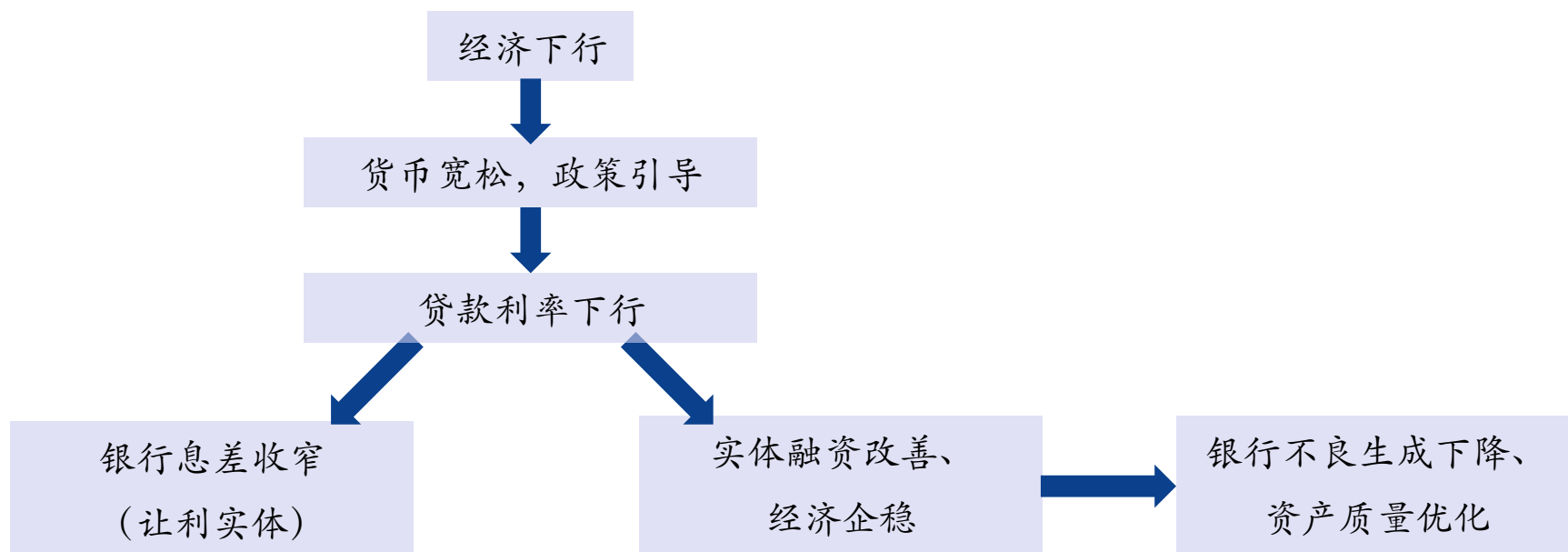
从历史经验来看，在CPI与PPI之差接近阶段峰值，快要收敛时，银行股往往会走出相对收益。这些时期均对应PPI触底回升，银行股的走势部分反映了对经济企稳的预期。而现在也正处于PPI触底、CPI与PPI差值收敛的前期。

CPI与PPI的差值接近收敛时，银行股往往会走出相对收益



数据来源：wind、安信证券研究中心

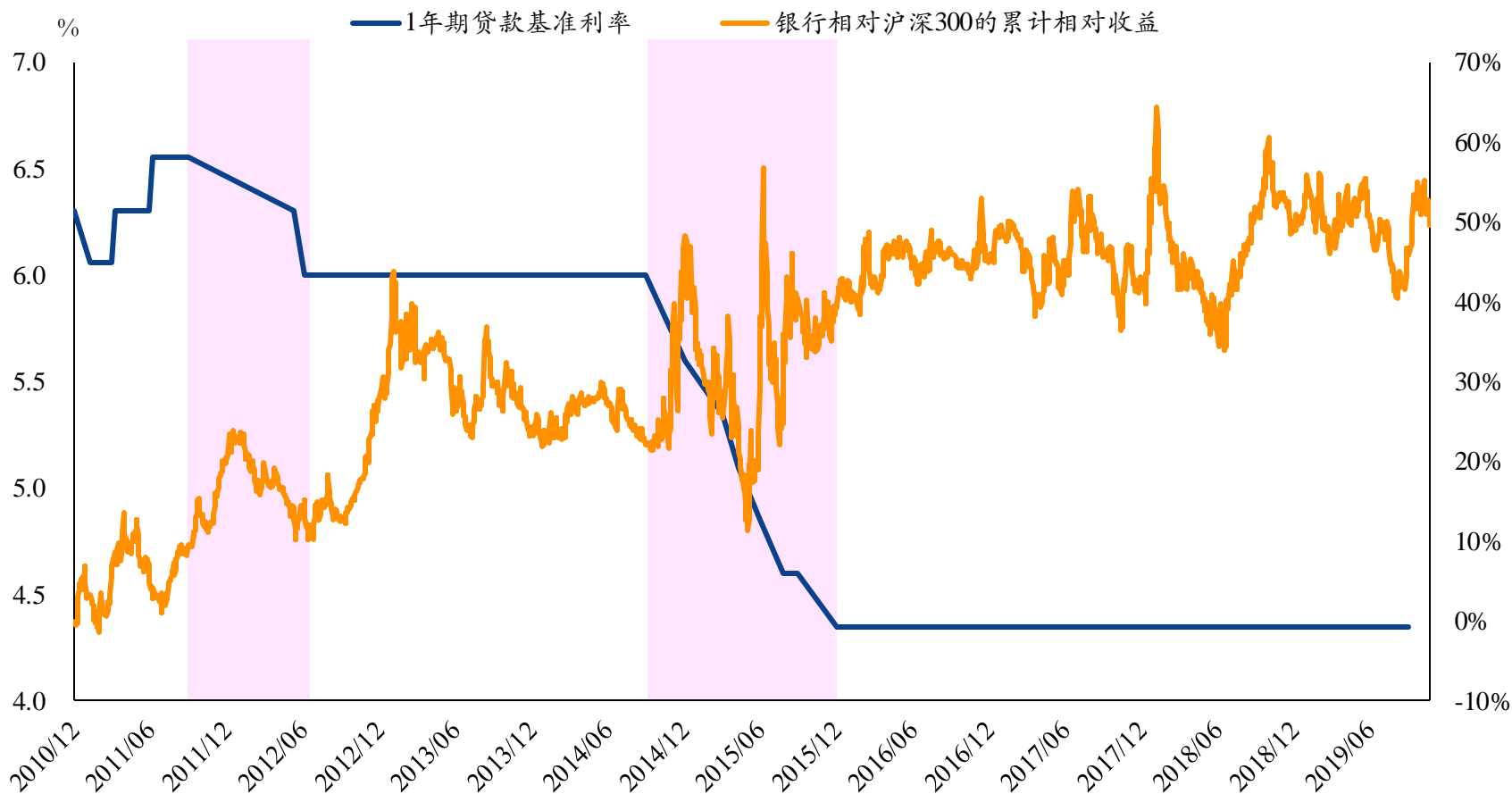
银行业经营、银行股投资的“金线”永远是资产质量



	概念本质	财务指标
息差	“利息”	净息差 → 影响营收
资产质量	“本金”	信用成本/拨备 → 影响利润 (对银行业绩的影响弹性更大)

银行业经营、银行股投资的“金线”永远是资产质量

历史降息周期银行股绝对和相对收益表现

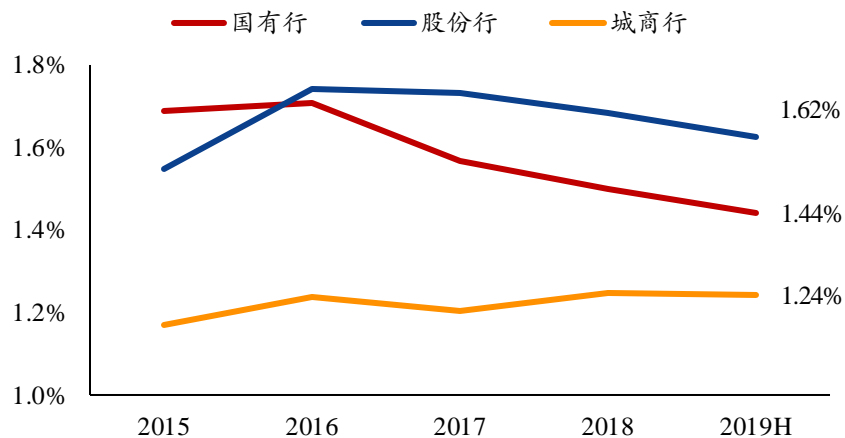


上市银行资产质量：仍处稳中向好的过渡期

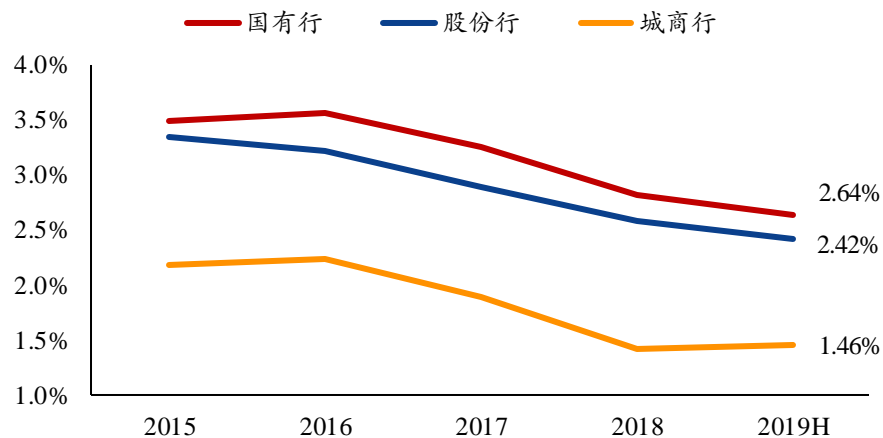
【核心账面指标呈现】

近年来，各类上市银行不良率、关注率稳中有降，拨备覆盖率持续提升。

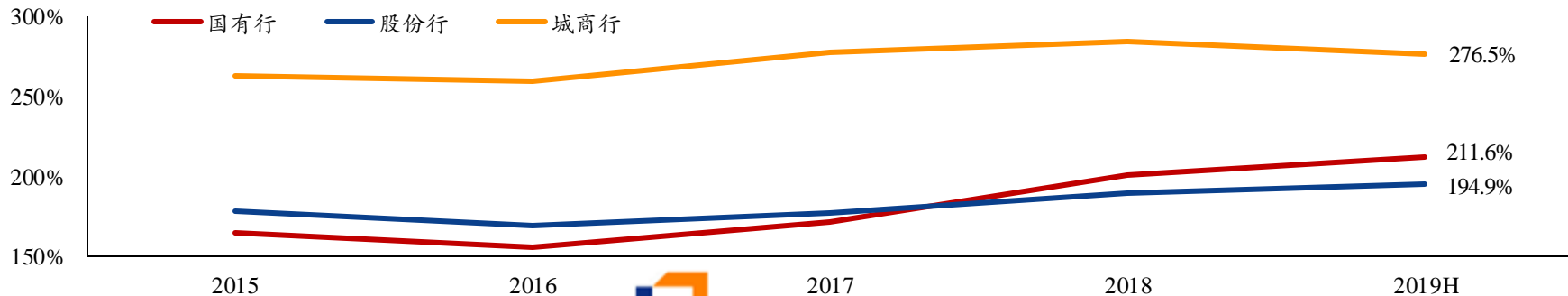
上市银行不良率走势



上市银行关注率走势



上市银行拨备覆盖率走势

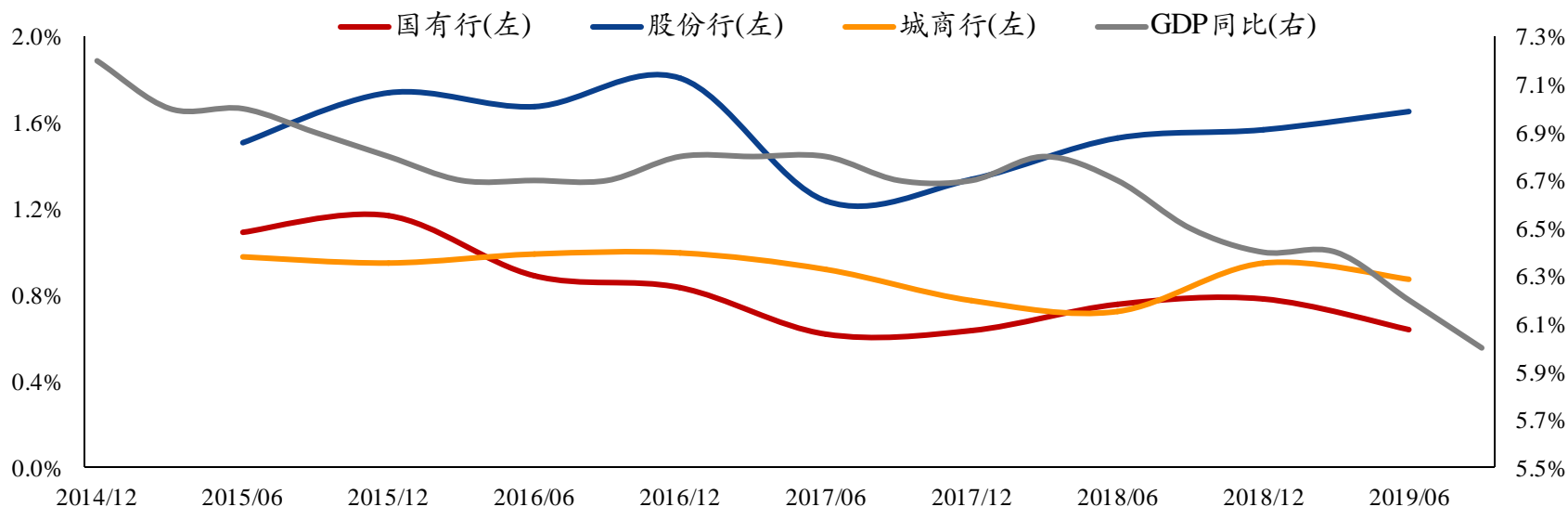


上市银行资产质量：仍处稳中向好的过渡期

【不良生成端】

- 2016年以来，随着经济企稳，各类银行的不良生成率陆续见顶回落；
- 2017年下半年以来，监管要求银行从严认定不良，不良生成率反弹；2018年经济继续下行，不良认定趋严与经济疲弱共振，不良生成率回升；不良认定因素消化后，2019年上半年国有行和城商行的不良生成率边际下行，股份行存量问题陆续暴露处置，节奏相对滞后。
- 总体来看，如果剔除不良认定从严的扰动，银行不良生成与经济走势的相关性趋弱。

各类上市银行不良生成率与GDP走势图



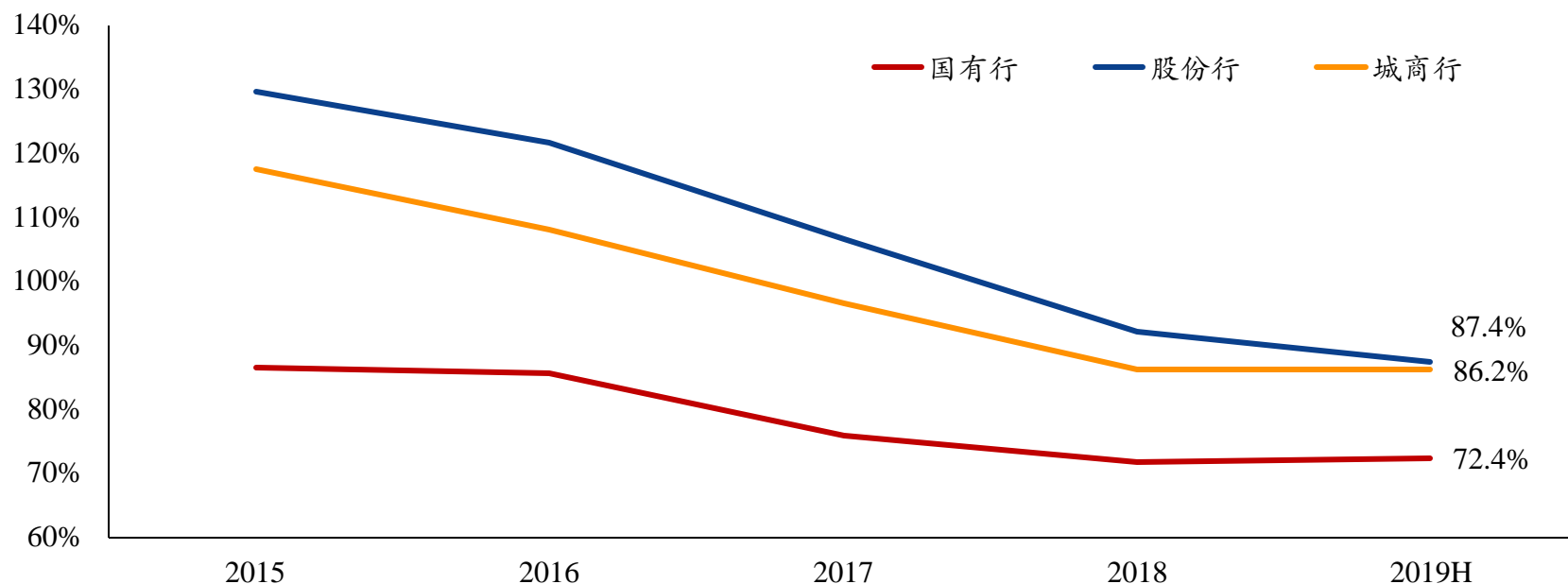
数据来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

上市银行资产质量：仍处稳中向好的过渡期

【不良认定端】

2017、2018年上市银行不良认定显著从严，验证了前面提到的对不良生成产生扰动。

各类上市银行逾期90天以上贷款/不良（不良偏离度）走势



数据来源：wind、安信证券研究中心

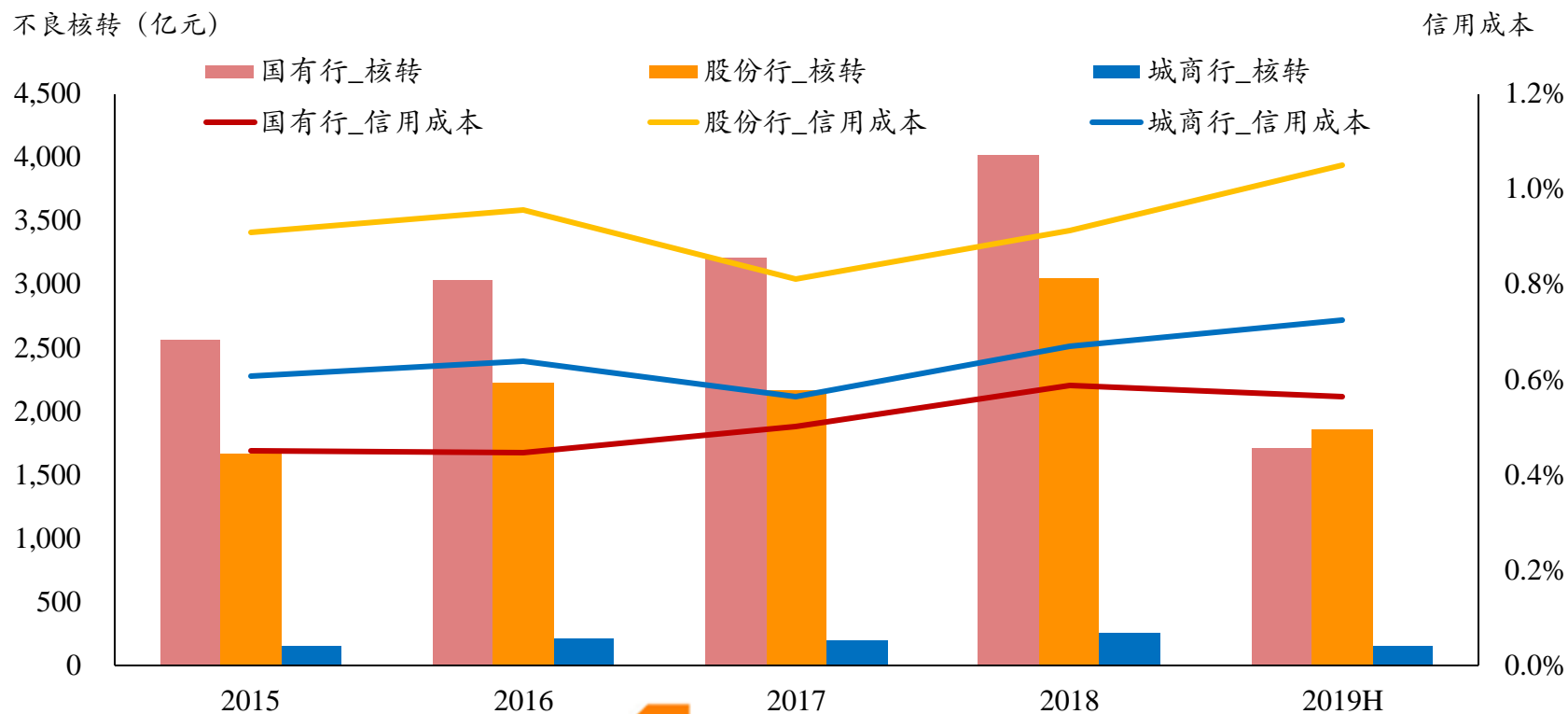
上市银行资产质量：仍处稳中向好的过渡期

【为什么银行资产质量与经济走势的相关性趋弱？】

原因一：维持高核销处置力度，加速存量不良出清。

上一轮信贷扩张的遗留问题，及不良认定从严的影响消化，均接近尾声。

各类银行不良核销转出规模及信用成本变化



数据来源：wind、安信证券研究中心

上市银行资产质量：仍处稳中向好的过渡期

【为什么银行资产质量与经济走势的相关性趋弱？】

原因二：由于风险偏好审慎，结构调整优化，近年新投放贷款的不良生成相对稳定。

- 1) 结构上增配零售贷款或票据贴现；
- 2) 对公授信审慎度提高，且多为基建项目的配套资金或产业链上下游的企业融资；
- 3) 新一轮小微信贷投放尚未经历周期检验。

近年上市银行新增信贷结构（期末余额）

占增量贷款的比重	2015	2016	2017	2018	2019H
国有行					
对公贷款	30.6%	21.0%	61.4%	29.3%	54.8%
零售贷款	50.7%	67.5%	65.4%	61.7%	38.2%
票据贴现	18.8%	11.4%	-26.8%	9.0%	7.1%
股份行					
对公贷款	41.5%	34.2%	31.9%	21.1%	31.4%
零售贷款	46.0%	62.0%	71.5%	62.2%	52.6%
票据贴现	12.4%	3.8%	-3.4%	16.7%	16.0%
城商行					
对公贷款	45.0%	62.9%	70.4%	49.8%	51.1%
零售贷款	29.8%	45.0%	41.2%	45.9%	36.0%
票据贴现	25.2%	-7.9%	-11.6%	4.4%	12.9%

数据来源：wind、安信证券研究中心

上市银行资产质量：仍处稳中向好的过渡期

对公信贷结构不断优化，持续压降传统不良高发行业融资。

近年上市银行新增对公贷款结构（期末余额）

占增量对公贷款的比重	2015	2016	2017	2018	2019H
国有行					
制造业	-7.3%	-39.8%	2.5%	-10.6%	11.6%
批发零售业	-0.5%	-28.7%	-7.8%	-13.7%	1.8%
其他	107.8%	168.4%	105.3%	124.4%	86.5%
股份行					
制造业	4.6%	0.4%	-14.7%	-6.1%	-11.0%
批发零售业	-15.4%	-1.6%	-11.5%	-34.7%	-13.0%
其他	110.8%	101.2%	126.2%	140.8%	124.0%
城商行					
制造业	-0.1%	-3.3%	11.1%	15.4%	1.8%
批发零售业	18.7%	-10.4%	5.3%	8.0%	9.7%
其他	81.4%	113.7%	83.6%	76.6%	88.5%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

上市银行资产质量：仍处稳中向好的过渡期

【为什么银行资产质量与经济走势的相关性趋弱？】

原因三：政府积极作为，引导债务风险化解。

我们认为，银行资产质量与经济走势的弱相关性在2020年仍可延续，信用成本稳中有降将继续支撑银行利润增长和ROE表现。

息差呈收窄趋势，但有一定韧性

【负债端-结构优化】

各类银行存款占比持续提升。

近年上市银行负债结构变化（期末余额）

负债结构	2015	2016	2017	2018	2019H
国有行					
存款	78.6%	78.3%	78.1%	79.1%	79.5%
同业负债	13.1%	11.8%	11.0%	10.2%	9.7%
同业存单	0.0%	0.1%	0.0%	0.4%	0.4%
其他	8.3%	9.9%	10.9%	10.2%	10.4%
股份行					
存款	64.5%	59.2%	59.5%	61.1%	63.7%
同业负债	25.4%	24.8%	22.3%	19.4%	17.2%
同业存单	4.6%	7.0%	7.0%	7.5%	7.8%
其他	5.5%	9.1%	11.3%	12.0%	11.2%
城商行					
存款	60.5%	58.1%	59.5%	60.1%	62.3%
同业负债	25.5%	21.5%	18.7%	16.0%	15.2%
同业存单	9.5%	11.4%	12.2%	13.0%	11.4%
其他	4.5%	9.0%	9.6%	10.9%	11.1%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

息差呈收窄趋势，但有一定韧性

【负债端-存款】

结构方面，2016、2017年存款活期化，2018年以来存款定期化趋势明显。

近年上市银行存款结构变化（期末余额）

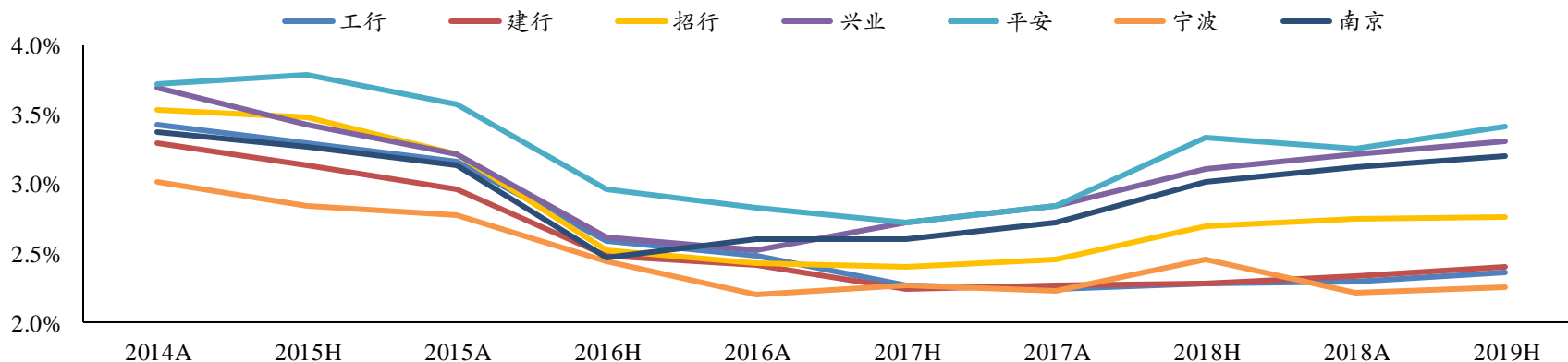
存款结构	2015	2016	2017	2018	2019H
国有行					
活期存款	48.7%	51.7%	53.0%	51.4%	51.2%
定期存款	48.1%	45.1%	43.8%	45.1%	45.7%
其他	3.2%	3.1%	3.2%	3.5%	3.1%
股份行					
活期存款	41.5%	48.5%	49.4%	46.1%	43.8%
定期存款	51.7%	46.1%	45.9%	50.2%	51.8%
其他	6.9%	5.4%	4.7%	3.7%	4.4%
城商行					
活期存款	40.8%	44.7%	46.8%	42.3%	40.2%
定期存款	47.2%	45.0%	44.9%	50.2%	52.9%
其他	12.0%	10.3%	8.3%	7.5%	6.9%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

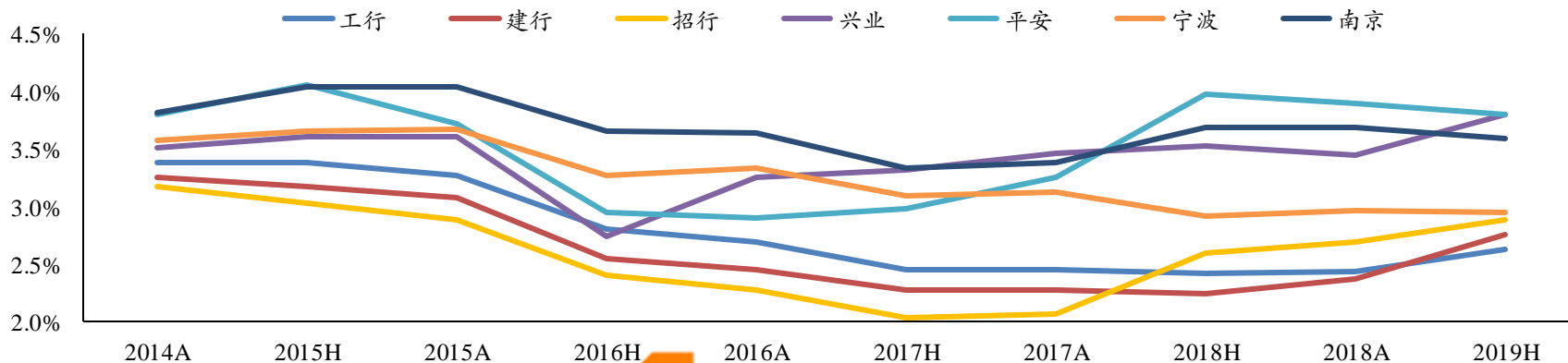
息差呈收窄趋势，但有一定韧性

【负债端-存款】

重点银行对公定期存款成本率变化



重点银行零售定期存款成本率变化



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

息差呈收窄趋势，但有一定韧性

【负债端-存款】

2019年下半年以来，银行平均定期存款利率边际略有下行。原因可能有以下几点：

- 1) 前期降准、信贷投放对负债的派生和置换效果不断显现；
- 2) 监管“叫停”智能存款、规范结构性存款，平抑存款市场竞争；
- 3) P2P爆雷使得部分资金回流银行系统。

我们认为，上述逻辑未来依然成立，尤其是逆周期调节、信用扩张改善存款派生环境。存款成本表现有望成为潜在的超预期的点。

银行平均定期存款利率变化情况

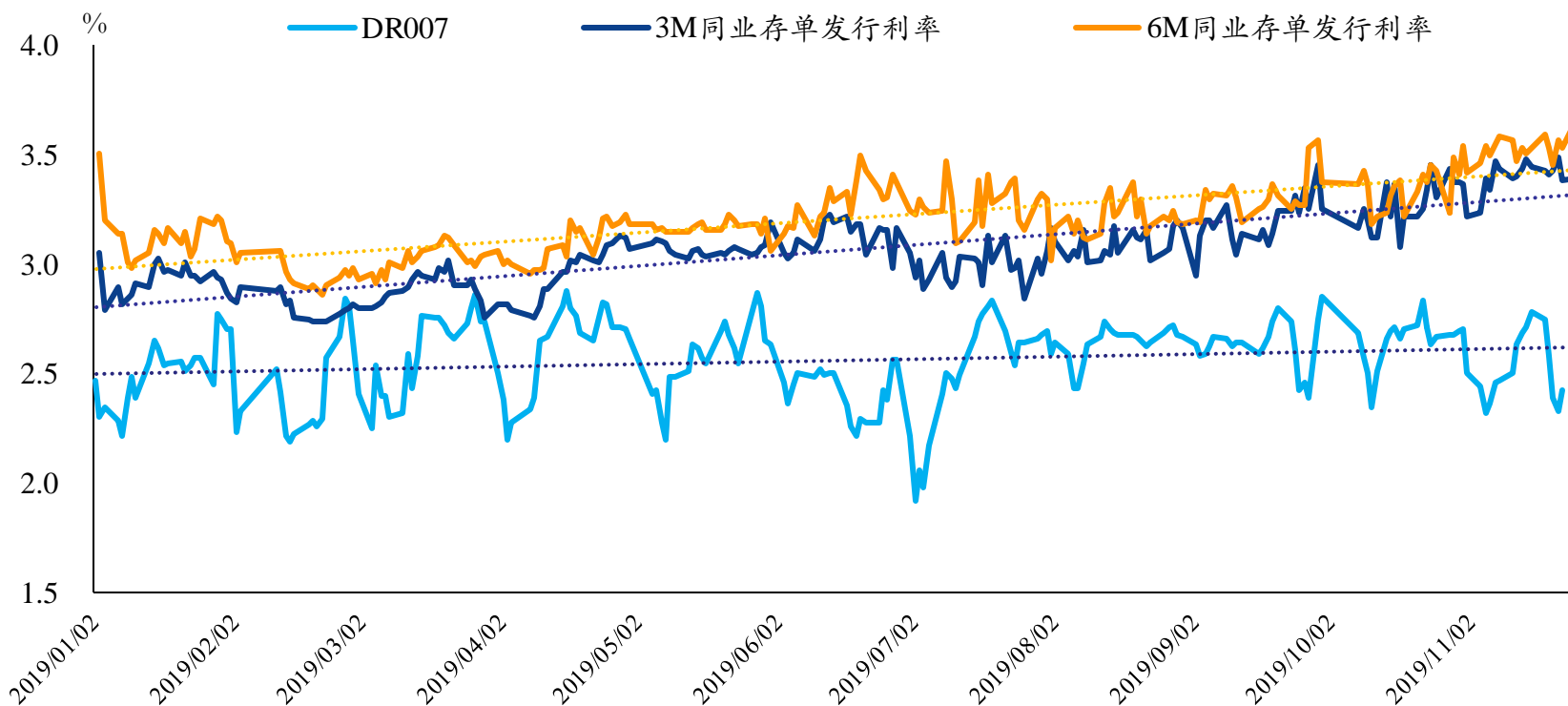
平均存款利率	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y
2019-01	1.446%	1.701%	1.990%	2.632%	3.318%	3.325%
2019-02	1.441%	1.696%	1.983%	2.628%	3.308%	3.319%
2019-03	1.444%	1.700%	1.992%	2.639%	3.331%	3.334%
2019-04	1.447%	1.705%	2.005%	2.659%	3.364%	3.342%
2019-05	1.450%	1.707%	2.009%	2.670%	3.381%	3.351%
2019-06	1.450%	1.710%	2.011%	2.666%	3.371%	3.289%
2019-07	1.450%	1.708%	2.010%	2.661%	3.361%	3.298%
2019-08	1.449%	1.706%	2.009%	2.653%	3.356%	3.290%
2019-09	1.444%	1.703%	2.002%	2.642%	3.335%	3.275%
2019-10	1.441%	1.695%	1.986%	2.610%	3.266%	3.224%

息差呈收窄趋势，但有一定韧性

【负债端-同业负债】

宽松导向下，货币市场利率低位运行。

2019年以来货币市场利率变化情况



数据来源：wind、安信证券研究中心

息差呈收窄趋势，但有一定韧性

【资产端-结构调整对冲收益率下行仍有空间，但斜率或放缓】

- 1) 提高零售信贷占比：部分银行边际仍有空间，但受到竞争加剧、消费贷流向严查、风险生成等因素影响，速度或慢于前期；
- 2) 提高企业中长期贷款占比。

各类银行贷款结构变化（期末余额）

贷款结构	2015	2016	2017	2018	2019H
国有行					
对公贷款	68.6%	65.4%	61.4%	61.4%	58.9%
零售贷款	28.9%	30.7%	34.1%	36.8%	38.7%
票据贴现	2.5%	3.9%	4.6%	1.9%	2.4%
股份行					
对公贷款	67.7%	64.5%	59.9%	56.6%	52.4%
零售贷款	30.2%	32.1%	36.6%	40.7%	43.3%
票据贴现	2.1%	3.3%	3.4%	2.6%	4.3%
城商行					
对公贷款	71.5%	67.7%	67.1%	67.6%	64.4%
零售贷款	20.6%	21.9%	24.9%	27.3%	30.6%
票据贴现	7.9%	10.3%	8.0%	5.1%	4.9%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

息差呈收窄趋势，但有一定韧性

息差环比有下行压力，但因为资产结构调整，潜在的负债成本改善可能具备一定韧性；
息差同比改善幅度大概率将持续收窄。

各类银行净息差环比及同比变化情况

	单季净息差				单季净息差同比变化		
	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1	19Q2	19Q3
国有行	2.14%	2.12%	2.11%	2.11%	2 bp	0 bp	-1 bp
股份行	1.92%	2.08%	2.09%	2.13%	32 bp	28 bp	24 bp
城商行	2.01%	2.07%	2.09%	2.11%	17 bp	15 bp	14 bp
农商行	3.02%	2.70%	2.72%	2.74%	-15 bp	-18 bp	-21 bp

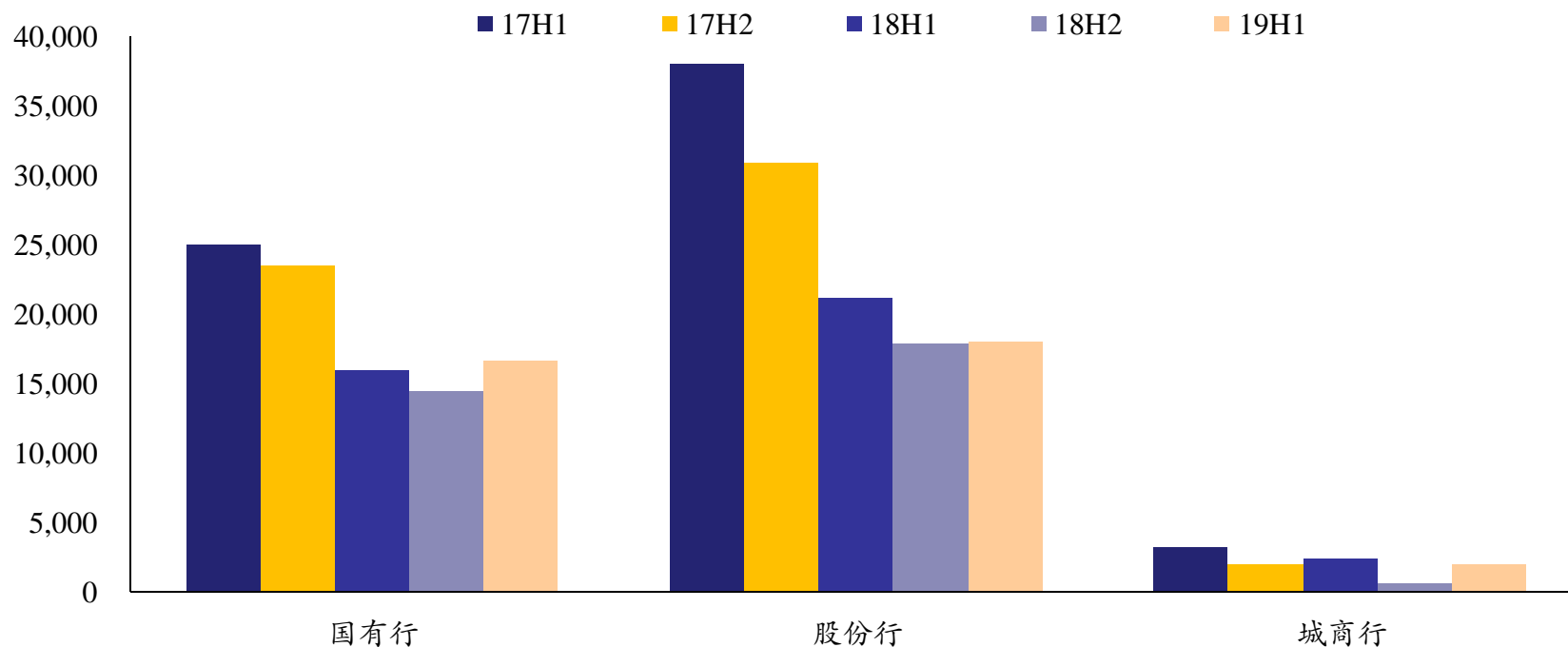
数据来源：银保监会、安信证券研究中心

非息收入 “东方不亮西方亮”

【理财业务】

资管新规对上市银行理财业务的负面影响接近尾声，2019年收入同比压力已极大改善，2020年随着理财子公司相继开业，理财收入有望重回增长通道。

资管新规后上市银行理财收入增长情况（百万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

说明：股份行中平安未披露理财收入数据，城商行指宁波、北京、江苏、杭州四家合计。

非息收入 “东方不亮西方亮”

【理财业务】

上市银行理财子公司发展动态与业务特色对比

银行	最新动态	注册资本/亿	注册地	竞争特色
建行	正式开业	150	深圳	发布 建信理财粤港澳大湾区资本市场指数 ，并在此基础上，发布指数灵活配置、科技创新类、固收类、固收增强类等系列覆盖权益、固收资产的产品。
工行	正式开业	160	北京	1) 率先取得衍生品交易和外汇业务资格； 2) 开业仪式新推出的产品，一是 投资期限较传统产品有所拉长 ，二是 权益类产品以科创企业股权投资为标的 。
中行	正式开业	100	北京	1) 子公司 新产品中类货基产品占比超过60% ； 2) 未来策略是：在保持现金管理类产品发展的同时， 在非上市股权、权益类产品、养老产品等方面发力 ，努力让产品结构更平衡；开业仪式上，新推出“全球配置”外币系列、“稳富——福禄寿喜”养老系列、“智富”权益系列、“鼎富”股权投资系列以及指数系列产品。
交行	正式开业	80	上海	1) 当前管理AUM1万亿左右，目标在 5年内达到2万亿 ； 2) 子公司新产品目前集中在 现金管理类和固定收益类 ，这两类产品在未来产品中也会 占到90% ； 3) 权益类产品 目前占比大约在3%， 未来2-3年内会提升到5%，长期目标是提升至10% ； 4) 国际化、综合化是交行的特点。
农行	正式开业	120	深圳	推出 “4+2”产品体系 ，即“现金管理+固收+混合+权益”四大常规系列产品， 惠农产品和绿色金融（ESG）两个特色系列产品 。 惠农产品是面向三农客户的专属产品，绿色金融重点投资绿色债券、绿色资产支持证券以及在ESD方面表现良好的企业债权。
招行	正式开业	50	深圳	1) 推出全球夜光指数，产品定位以 “固收+”为核心，重点布局中低波动、绝对收益 ； 2) 有别于同业按投资策略或资产投向发布新品，招银理财按基础、养老金、金葵花及金卡、有投资经验的、私人银行和公司六大客群划分新品类别； 3) 以零售为主体，未来AUM的80%以上要由零售客户贡献 ； 4) 招银理财7席董事会中，除董事长刘辉（兼任招商基金董事长）、总裁汪涛外，其余五人均为总行一级部门负责人；
光大	正式开业	50	青岛	1) 选址避开北上深，未来 青岛 或将设立中国财富管理金融综合改革试验区； 2) 延续原有的“七彩阳光”系列净值型产品体系，同时 结合地域特色新发三款产品 ：青岛上合示范区主题系列产品、阳光金颐享养老主题产品、ESG社会责任主题产品。
兴业	获批筹建	50		主要方向是 “固定收益+”及权益类产品
平安	公告成立	50		1) 集团层面，理财子公司设立为一级公司，与平安银行平级； 2) 产品以基建、FOF/MOM、非标、固收、ETF和其他六大类为主， 做深另类资产投资 。

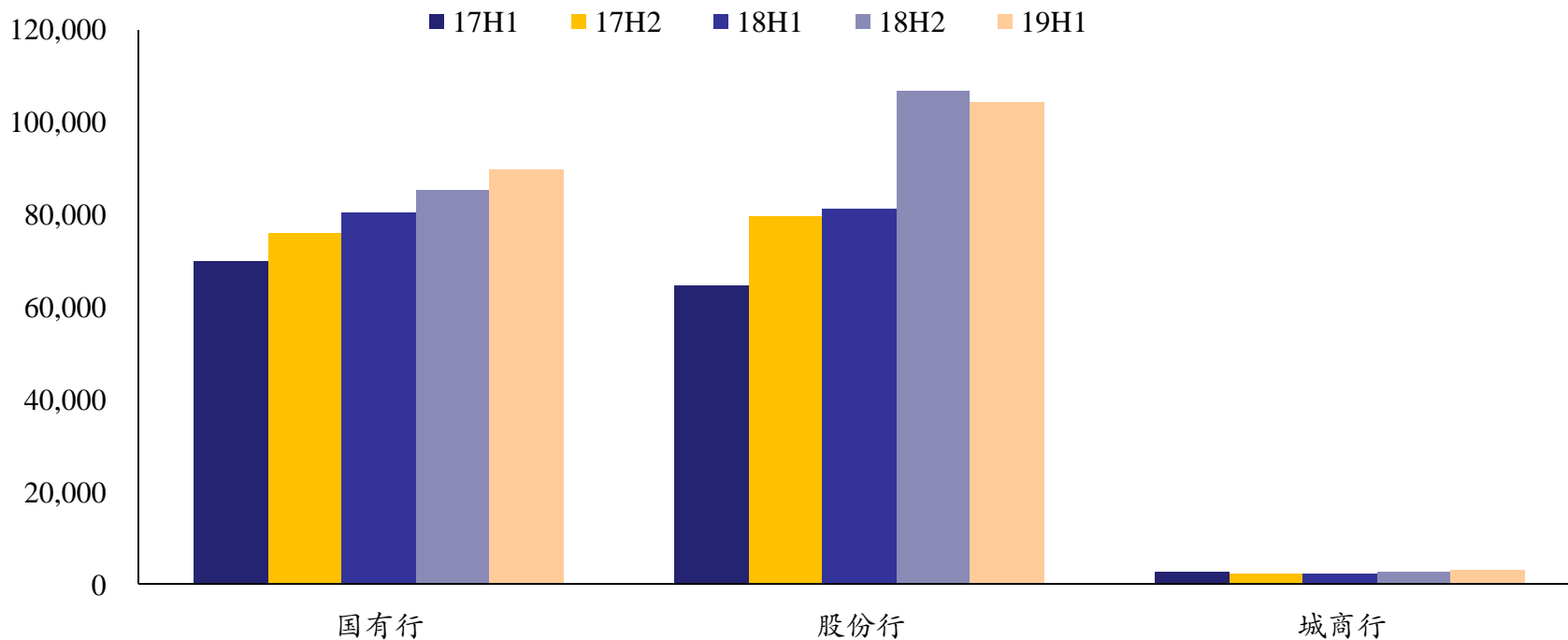
数据来源：网络公开资料、安信证券研究中心

非息收入 “东方不亮西方亮”

【银行卡业务】

信用卡业务2017、2018年高速扩张，考虑其客户培育周期及由此导致的收入延迟兑现，我们认为信用卡中收2020年仍将维持较高增速，但此后将逐渐回归正常增长区间。

上市银行银行卡收入增长情况（百万元）



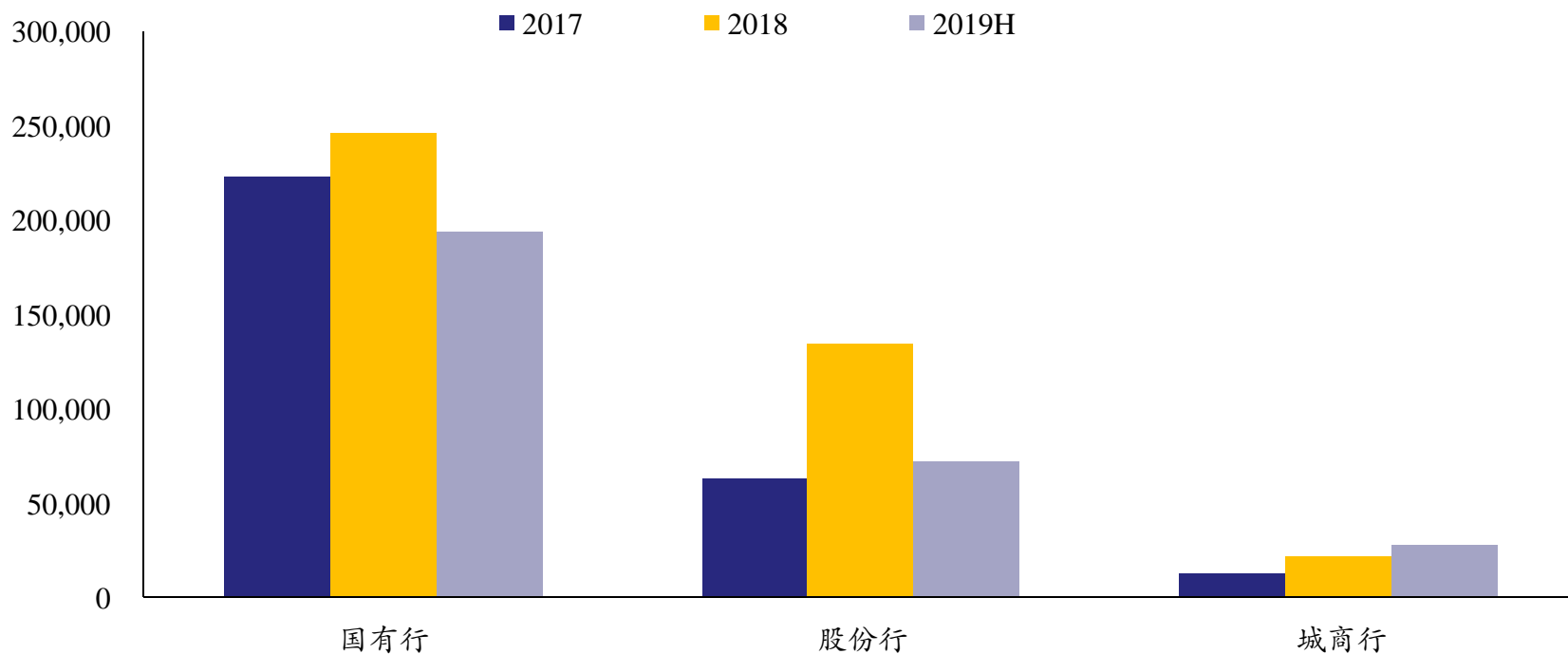
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

非息收入 “东方不亮西方亮”

【其他非息收入】

IFRS9扰动期结束，2020年各银行其他非息收入同比均为可比口径，增速中枢或将有所回落。

上市银行其他非息收入增长情况（百万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

小结

- 1) 资产质量仍处稳中向好的过渡期，信用成本有望继续下行，提振银行盈利及ROE表现；
- 2) 降息周期息差有收窄压力，但资产结构调整仍有空间，存款成本表现或将好于预期，有望增强息差韧性；
- 3) 非息收入“东方不亮西方亮”，预计总体将保持平稳增长。

个股推荐

除了板块龙头招商银行、宁波银行，首推“平常兴”组合（平安银行、常熟银行、兴业银行）。



➤ 平安银行

零售生态建设稳步推进，业务“含金量”不断提高；投行化对公启航，有望兑现集团对公价值，并实现公私联动，推动零售更好发展；



➤ 常熟银行

微贷领域翘楚。业务模式成熟，风控能力过硬，且具备一定的成长空间，ROE有望实现稳步回升；



➤ 兴业银行

同业存量问题即将出清；资产透明度提高，资产质量进一步夯实，未来信用成本表现或有相对优势；估值无论纵向还是横向比较均处于低位。

个股推荐

关注光大银行、浦发银行、中信银行。

➤ 光大银行

零售转型带来的业绩增长确定性优于同业；资产质量相对稳健；估值较为便宜。

➤ 浦发银行、中信银行

资产质量尚在寻底，需跟踪其存量不良消化进度。

分析师声明

■ 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

致谢!

安信证券研究中心 银行团队