

## 稳中求进

### ——银行业 2020 年投资策略报告

## 同步大市 (下调)

日期: 2019 年 12 月 11 日

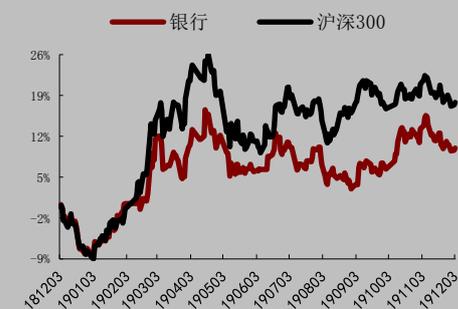
#### 投资要点:

- **2020 年不良生成率或将上升, 但是不良率保持稳定。**展望 2020 年, 在外需不确定性略有缓解, 而内需压力仍存的大背景下, 经济增速仍面临下行压力。从近两年的数据看, 违约主体以民企为主, 而且主要集中在中游企业。除了多元化过度投资的民企外, 主要集中在建筑与工程、石油天然气炼制和销售、食品加工与肉类、化工、煤炭等行业, 这些行业均面临成本上升、经济下行需求走弱等压力。未来在蛋糕重新分配的过程中, 最终这种高成本将向下游传导, 挤压下游企业的利润, 导致下游企业经营困难。当流动性趋紧的时候, 非龙头企业的资金面将面临压力, 特别是地产相关产业链的企业, 或将面临一定的压力。
- **息差方面, 贷款利率下行幅度快于存款, 关注结构变动趋势。**2019 年负债端存款成本受流动性以及信用风险事件的影响, 上升幅度较大, 带动整个负债端的成本上升。银行通过主动调整资产端的结构, 保持了整体息差稳定或小幅上行。而监管的角度看, 降低融资成本是当前第一要务。政策预期上, 预计存款准备金率将下调 200 个基点, 而 LPR 定价下调 35-45BP。因此, 预判 2020 年资产端的下行速度或快于负债端。在市场资金利率下行的背景下, 同业负债占比高, 以及零售业务占比高的银行将保持相对优势。
- **规模方面, 预计明年社融规模增长 23 万亿, 其中, 新增人民币信贷在 18 万亿。**银行总资产的增速略有回升到 7.5%。息差水平小幅下行 2-3 个 BP; 在经济下行期间, 信用成本仍将保持高位。对银行整体业绩进行测算, 预计 2020 年银行板块整体归母净利润同比增速在 6.7%附近, 略低于 2019 年 7.1%的行业增速。
- **投资策略:**展望 2020 年, 虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期, 但是考虑到拨备处于高位, 核销处置力度预期加大, 整体不良率将基本保持稳定。息差将进入下行趋势, 但是幅度或有限。考虑到各家银行理财子公司的成立, 或将带动中间业务收入增速回升。我们推荐零售业务占比高、中间业务占比高, 同业负债有空间的个股, 建议关注兴业银行、招商银行、宁波银行、平安银行、光大银行、工商银行。
- **风险提示:**经济超预期下滑带来资产质量的大幅波动

#### 盈利预测和投资评级

股票简称	18B	19B	19PB	评级
工商银行	6.30	6.96	0.83	增持
招商银行	20.07	22.64	1.61	增持
宁波银行	12.68	14.64	1.87	增持
兴业银行	21.18	23.96	0.79	增持
光大银行	5.55	6.04	0.69	增持
平安银行	12.82	14.36	1.09	增持

#### 银行业相对沪深 300 指数表



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2019 年 12 月 10 日

万联证券研究所 20191125\_银行业周观点\_AAA\_预计负债端成本稳中有降

万联证券研究所 20191118\_银行业动态跟踪\_AAA\_稳定银行负债端成本

分析师: 郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

## 目录

1、2020 年银行板块的投资逻辑 .....	4
2、2020 年宏观经济不确定性依然较高 .....	5
2.1 内需增长不确定较高 .....	5
2.2 2020 年政策展望 .....	6
3、2020 年 NIM 受负债端刚性影响将收窄 .....	7
3.1 降低融资成本是第一要务 .....	7
3.2 负债端存款成本高位 .....	8
3.3 同业负债有空间以及零售业务占比高的银行，压力相对较小 .....	10
4、拨备维持高位，关注地产相关产业链风险 .....	12
4.1 2019 年不良生成率并未如预期走高 .....	12
4.2 关注地产相关产业链风险 .....	12
4.3 2020 年行业核销预计加大 .....	14
5、资本监管变革在路上 .....	14
6、行业估值及投资策略 .....	16
6.1 行业整体估值低位，基金持仓低配 .....	16
6.2 投资策略 .....	17
6、风险提示 .....	17

图表 1: 11 月 PMI 回暖.....	5
图表 2: 实际 GDP 单季增速.....	5
图表 3: 三大需求对 GDP 的拉动.....	5
图表 4: CPI 同比及环比.....	6
图表 5: 核心通胀数据.....	6
图表 6: 存款准备金率.....	7
图表 7: MLF 利率.....	7
图表 8: 2020 年同业存单月度到期规模分布.....	7
图表 9: 贷款加权利率走势.....	8
图表 10: 银行存款成本上升始于 2017 年中期前后.....	9
图表 11: 银行间同业拆借利率.....	9
图表 12: 银行业存款占负债比重变化趋势.....	10
图表 13: 贷款占生息资产的比重.....	10
图表 14: 各类银行新增贷款规模对比.....	11
图表 15: 同业存单发行情况.....	11
图表 16: 同业负债占比较高的银行.....	11
图表 17: 不良生成率变动趋势.....	12
图表 18: 信用成本率.....	12
图表 19: 违约债券行业分类.....	13
图表 20: 价格任性.....	13
图表 21: 年度贷款核销规模.....	14
图表 22: 巴塞尔协议 III 关于资本的要求.....	15
图表 23: 我国商业银行资本监管要求.....	15
图表 24: TLAC 资本要求.....	16
图表 25: 银行板块 PB 估值.....	16
图表 26: 银行板块配置趋势.....	17

## 1、2020 年银行板块的投资逻辑

2019年初市场预期银行板块息差小幅下行，资产质量压力上升，板块整体经营业绩在一季度后开始环比下行。而从板块的实际业绩表现看，前三季度息差持续上行，资产质量保持稳定，不良生成率呈现下降趋势，整体业绩表现超出市场预期。不过板块整体估值保持低位，只是部分优质个股涨幅明显。而基金持仓数据看，虽然有上升趋势，但是始终处于低配状态。

展望2020年，在外需不确定性略有缓解，而内需压力仍存的大背景下，经济增速仍面临下行压力。资产质量问题仍是制约板块表现的重要因素。针对资产质量问题，从近两年的数据看，违约主体以民企为主，而且主要集中在中游企业。除了多元化过度投资的民企外，主要集中在建筑与工程、石油天然气炼制和销售、食品加工与肉类、化工、煤炭等行业，这些行业均面临成本上升、经济下行需求走弱等压力。未来在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难。当流动性趋紧的时候，非龙头企业的资金面将面临压力，特别是地产相关产业链的企业，或将面临一定的压力。

息差方面，2019年负债端存款成本受流动性以及信用风险事件的影响，上升幅度较大，带动整个负债端的成本上升。银行通过主动调整资产端的结构，保持了整体息差稳定或小幅上行。而监管的角度看，降低融资成本是当前第一要务。政策预期上，预计存款准备金率将下调200个基点，而LPR定价或下调35-45BP，其中，MLF降幅预计在30BP左右。因此，2020年资产端的下行速度或快于负债端。在市场资金利率下行的背景下，同业负债占比高，以及零售业务占比高的银行将保持相对优势

规模方面，预计明年社融规模增长23万亿，其中，新增人民币信贷在18万亿。银行总资产的增速略有回升到7.5%。息差水平小幅下行2-3个BP；信用成本仍将保持高位。对银行整体业绩进行测算，预计2020年银行板块整体归母净利润同比增速在6.7%附近，略低于2019年7.1%的行业增速。

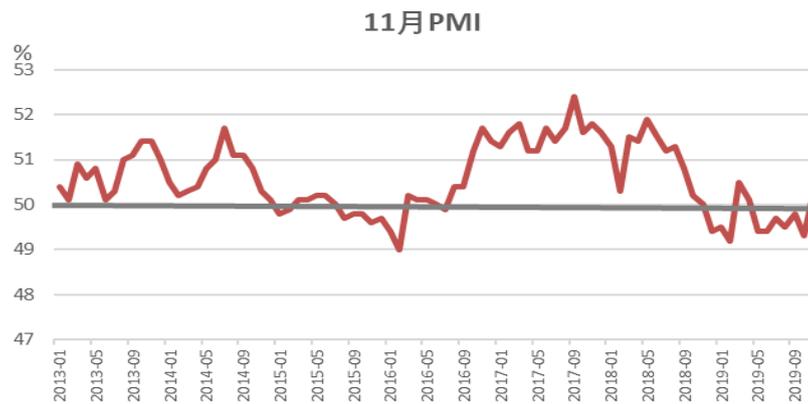
展望2020年，虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，核销处置力度预期加大，整体不良率将基本保持稳定。息差将进入下行趋势，但是幅度或有限。考虑到各家银行理财子公司的成立，或将带动中间业务收入增速回升。我们推荐零售业务占比高、中间业务占比高，同业负债有空间的个股，建议关注兴业银行、招商银行、宁波银行、平安银行、光大银行、工商银行。

## 2、2020 年宏观经济不确定性依然较高

### 2.1 内需增长不确定较高

11月中采制造业PMI指数从10月的49.3%回升到50.2%，连续6个月以来首次回到扩张区间。我们预计短期的回升或受库存周期的影响，短期需求回暖。从库存数据变化看，11月原材料库存指数47.8%，回升0.4个百分点，产成品库存46.4%，回落0.3个百分点。后续从被动去库存转到主动补库阶段，将有助于经济的短期回暖。

图表 1：11 月 PMI 回暖



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

不过，市场对中长期经济增长的前景仍较为悲观，预期经济增速还会下降。2019年前三季度GDP实际同比增长6.2%，上年同期6.7%，其中三季度GDP实际同比增长6.0%，上年同期6.5%。从广义的需求视角看，中美贸易摩擦暂缓，外需有企稳的可能，不过，2019年衰退性顺差对经济的拉动作用预计在2020年将有所减弱；内需方面，房地产投资增速，剔除价格因素的消费增速也将放缓，而基建投资预计小幅回升而制造业投资预计与2019年基本持平。

图表 2：实际 GDP 单季增速



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表 3：三大需求对 GDP 的拉动



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

CPI数据方面，从高频数据看，12月初猪价拐头向上，猪瘟的再次扩散，有可能导致猪价再创新高。不过从存栏数据看，我们维持2020年1季度是本轮周期高点的预判。

图表 4: CPI 同比及环比



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

虽然受猪肉供给因素的影响，CPI位于高位，但是核心通胀率保持低位。虽然PPI数据，在基数效应下，有望转正，但是持续性不强。因此，中国经济目前最突出的问题是经济增速的持续下滑。

图表 5: 核心通胀数据



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

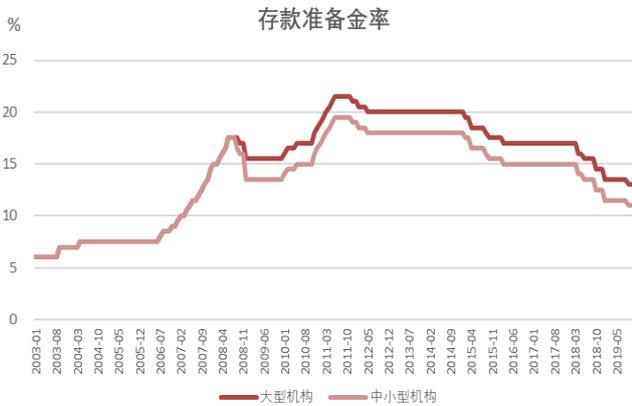
## 2.2 2020年政策展望

经济增速的持续下滑，形成的悲观预期导致投资以及消费减少的趋势将愈加明显。而总需求的减少将会导致GDP的进一步下跌。基于上述判断，我们认为虽然通胀高位对货币宽松形成了一定的软约束，合并考虑资产价格、杠杆率问题、结构性问题，货币政策宽松最快有望在明年一季度之后加快。

综合评估当前利率水平、需求因素等，我们预计2020年LPR下调的空间在35-45个基点，MLF同时下行，幅度略低于LPR。2020年全年降准200BP，大型机构的准备金率从当前的13%调降到11%，而中小型机构的准备金率从当前的11%调降到9%。上半年降

准的时点预计在春节前，以及5月份。

图表6：存款准备金率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表7：MLF利率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表8：2020年同业存单月度到期规模分布



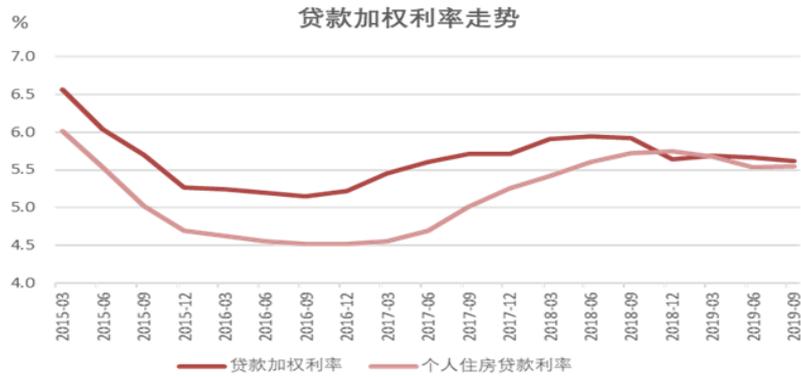
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

### 3、2020年NIM受负债端刚性影响将收窄

#### 3.1 降低融资成本是第一要务

虽然三季度贷款利率环比有所下滑，但是幅度看仍相对有限。2019年三季度贷款加权利率5.62%，环比下降4BP。其中，一般贷款利率环比走高2BP至5.96%，同比下降30BP；个人住房贷款利率环比上升2BP至5.55%，同比下降17BP；票据融资利率环比下降31BP至3.33%。三季度一般贷款利率不降反升，预计与新增贷款结构有关，三季度新增普惠小微贷款的比例较大，其次地方债务隐形置换带来的中长期贷款的增加，也会拉高加权平均贷款利率。

图表 9：贷款加权利率走势



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

无论是央行发布的2019年三季度《货币政策执行报告》，还是近期多次会议都表明，降低融资成本是当前第一要务。

实体融资成本下行缓慢，也受到银行负债端成本居高不下以及部分中小银行资产负债表调整等因素制约。近期央行三次调整市场利率。第一次是11月5日，央行续作4000亿一年期MLF，中标利率从此前的3.30%下调5BP至3.25%，这是2016年以来第一次调降。第二次是11月18日，央行进行了1800亿元7天逆回购，同时下调了7天逆回购利率5BP至2.5%。第三是11月20日，LPR报价1年期LPR为4.15%，5年期以上LPR为4.80%，长短端均较10月下调5BP。

### 3.2 负债端存款成本高位

对比各家银行的存款数据，这波存款成本的上升周期始于2017年中期前后。当时主要是受去杠杆政策导致的钱荒蔓延，锁短放长以及表外理财纳入MPA考核等因素影响。此后又受到同业业务的规范，理财新规以及信用风险事件的冲击，使得银行的负债端存款成本持续上行。

从下图数据可以看出，此前存款占优或者理财占优的银行的低成本优势在2018年末之前持续存在。而到了2019年上半年，这些银行的存款的成本上升幅度明显加大，甚至超过了此前高存款成本的银行。

图表 10: 银行存款成本上升始于 2017 年中期前后



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

结合市场融资利率和基准利率水平看, 上一波高点在2012年-2014年之间。当时的1年期存款基准利率最高在3.5%, 而同期的1月期银行间同业拆借利率均值达到4.67%的高位。

图表 11: 银行间同业拆借利率



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

此后随着基准利率的下调, 市场利率也随着下降, 到2016年降到了相对低位。当时股份行发行的1年期同业存单的到期收益率为2.7%。随后受监管政策收紧的影响开始逐步走高, 此后又有所回落。虽然今年受信用风险事件影响, 中间发行成本略有波动, 但是平均成本保持在3.1%的水平。

对比当前存款基准利率1年期定存利率1.5%, 以及当前的市场融资成本看, 无论是零售定期存款还是对公定期存款的融资成本, 已经处于较高的位置。

再来看定活比数据, 2010年以来, 大行以及少部分存款经营较好的银行的定期存款占比保持基本稳定在45%-50%之间, 其他银行定期存款占比上升约8-10个百分点, 已经上升到了55%-65%的高位。

另外, 从存款成本的绝对值看, 成本相对较高的银行当前的存款成本已经接近或者超过了上一轮的高点, 而存款具有相对优势的银行, 当前存款成本较上一轮的高点有40-60BP的上升空间。从定期存款成本率的绝对数据看, 具有以下特征: 第一, 零

售定期存款的成本率已经高于对公定期存款成本率；第二，部分银行零售定期存款成本率已经超过上一波高点。

再来看存款占负债的比重数据，2010年以来，整体呈现下降趋势。2016年以后受监管政策规范的影响，存款占比略有回升。截至2019年中期，上市银行负债端存款占比均值70%，较2010年下降13个百分点。分板块看，国有大行和农商行存款占比仍较高，接近80%的水平，降幅8个百分点左右；股份行和城商行存款占比均值在65%左右，降幅在15个百分点。从主动负债的角度看，股份行和城商行走在了前面。

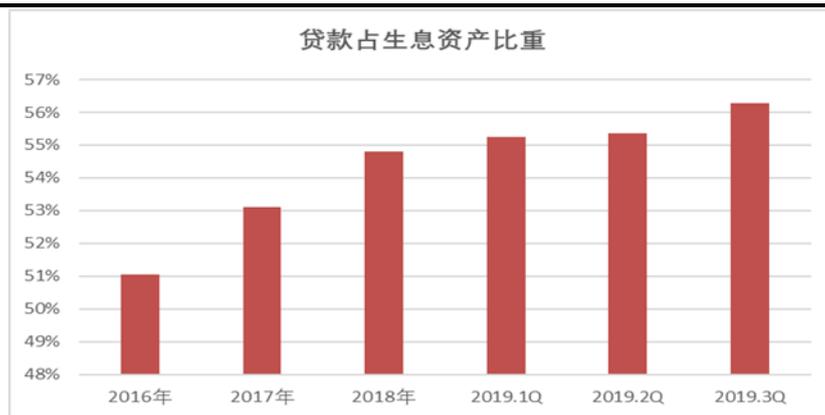
图表 12：银行业存款占负债比重变化趋势



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2019年三季度息差环比继续上行，超出市场预期。拆分数据显示，资产端综合收益率环比仍在上升，主要是高收益资产占比提升的贡献；负债端成本也呈现环比小幅上升趋势，其中存款成本的刚性特征明显。

图表 13：贷款占生息资产的比重



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

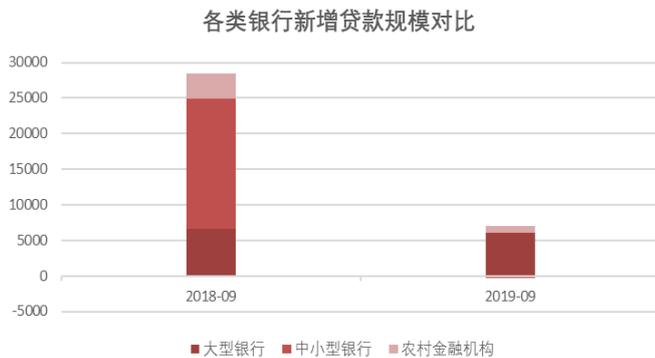
### 3.3 同业负债有空间以及零售业务占比高的银行，压力相对较小

在降低融资成本的大环境下，资产端收益率受贷款收益率的下行将回落，而央行通过市场化的操作有助于降低银行负债端的成本，进一步促进融资成本的下行。因此，

资产端收益率的下降幅度一定快于负债端的下降幅度，使得整个行业的NIM将处于收窄趋势当中，而收窄的幅度看，会略有不同。

监管数据显示，中小银行的新增贷款同比少增287亿元，而大型银行和小型农村金融机构同比多增6076亿元和947亿元。中小银行同比少增，预计受此前信用风险事件的影响。参考同期同业存单的发行情况看，中小银行同业存单的发行成功率仍不高。

图表 14：各类银行新增贷款规模对比



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

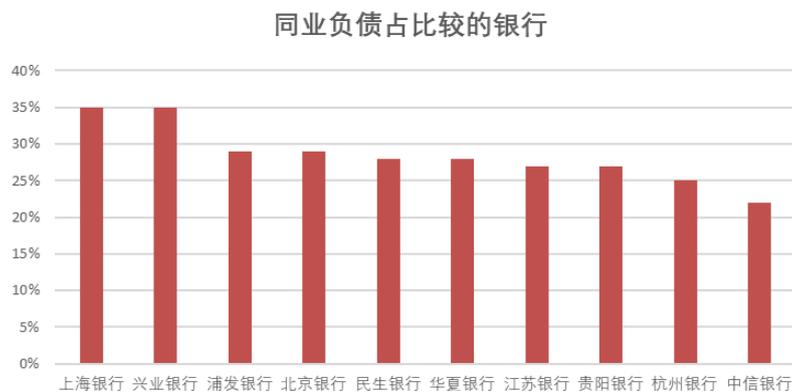
图表 15：同业存单发行情况



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从上市银行公布的三季度期末数据看，负债端的结构调整预计接近尾声，而资产端的久期在银行主动资产配置选择下或有拉长。但是综合资产端和负债端的结构调整、市场流动性因素、安全存款流向以及资产端收益率对负债端成本率的制约下竞争或将放缓的预期等因素，以及我们对货币政策的预判，我们认为同业负债占比较高的银行，负债端的压力相对较小，资产端扩张较快，且零售贷款占比高的银行，下行压力较小。

图表 16：同业负债占比较高的银行



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

## 4、拨备维持高位，关注地产相关产业链风险

### 4.1 2019年不良生成率并未如预期走高

根据银保监会公布的监管数据显示,2019年三季度商业银行不良贷款余额2.37万亿元,较年初增长了3418亿元;不良率1.86%,较年初提升3BP。贷款损失准备4.44万亿元,较年初增加6683亿元;拨备覆盖率187.63%,较年初提升1.32个百分点。

对比同期上市银行的数据看,略好于行业。2019年三季度上市银行不良率为1.47%,拨备覆盖率指标达到213%,均处于持续改善趋势。另外,从不良生成率的角度看,虽然2季度略有波动,但是整体趋势向下。不过考虑到信用风险暴露的滞后性,以及近期暴雷的企业又多为大企业,预计明年不良生成率趋势或略有上升。

图表 17: 不良生成率变动趋势

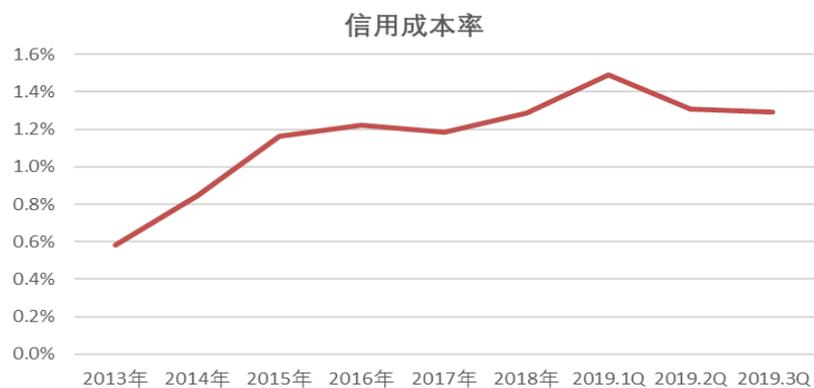


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

### 4.2 关注地产相关产业链风险

根据我们此前多篇报告从多个角度对资产质量的结构、宏观经济走势的关系等问题进行分析。鉴于目前上市银行整体的信贷结构相对稳健,而且近几年的新增信贷又集中在与房地产和基建相关的行业。地产融资的收紧,以及预期投资增速的下行,都将对相关产业链的非龙头公司造成压力。

图表18: 信用成本率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2018年以来，市场的信用风险又集中在处于产业中游的民企，且经济下行缓慢，因此不良出现大规模爆发的概率不大。但是，不排除未来压力向下游企业延伸的可能。2018年我国信用债的违约规模为1234亿元，总违约率0.73%，均创下历史新高。2019年违约规模再创新高，截至2019年12月4日，新增违约债券数量达到181只，规模1345亿元，违约率0.74%。总违约规模已经超过2018年全年，违约率与2018年基本持平。其中，违约主体以民企为主，而且主要集中在中游企业。除了多元化过度投资的民企外，主要集中在建筑与工程、石油天然气炼制和销售、食品加工与肉类、化工、煤炭等行业，这些行业均面临成本上升、经济下行需求走弱等压力。

图表 19：违约债券行业分类



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

本轮经济下行和此前不同的表现，就是价格有一定的韧性。近几年供给侧改革，使得供给层面始终处于不是很宽裕的状态，从国内经济的需求看，下滑幅度有限。在蛋糕重新分配的过程中，最终这种高成本将向下游传导，挤压下游企业的利润，导致下游企业经营困难。当流动性趋紧的时候，非龙头企业的资金面将面临压力，特别是地产相关产业链的企业，或将面临一定的压力。

图表 20：价格韧性



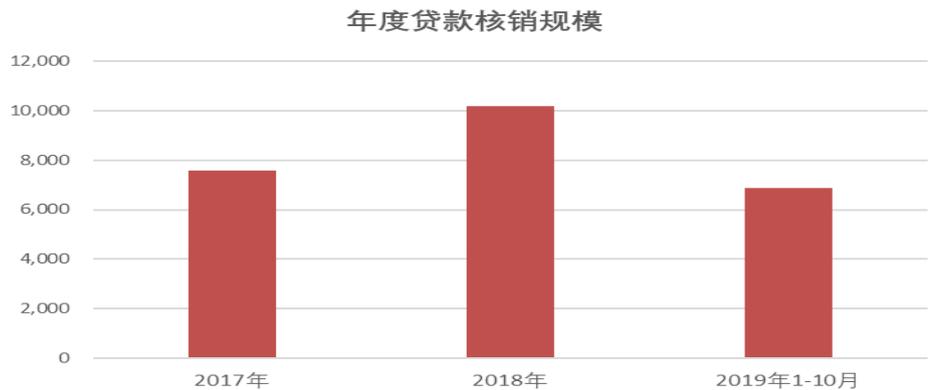
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

### 4.3 2020年行业核销预计加大

从过去三年的不良贷款核销数据看，持续上升趋势，2019年1-10月累计贷款核销规模6888亿元与2018年基本持平，预计2019年全年的核销规模将达到10000亿元，与2018年持平。2020年，考虑到市场出清的尾部风险，以及大型企业风险的逐步暴露，预计整个2020年核销力度将加大，预计总规模上行1000亿元左右。

基于我们的调研以及整个宏观经济增长的预期，拨备计提压力仍大，基于我们对2020年整个板块收入的预测，以及对不良走势的预判，我们预计信用成本率或将保持2019年的水平，综合考虑核销规模后，不良生成率略有上升，而不良率保持稳定。

图表 21：年度贷款核销规模



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

## 5、资本监管变革在路上

2019年11月26日，中国人民银行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》公开征求意见稿。从答记者问的内容上看，未来监管措施着重在附加监管规定方面，拟从实施附加资本要求、落实资本内在约束机制入手，强化流动性、大额风险暴露、风险数据加总和风险报告等方面的监管要求，并从制定恢复和处置计划、开展可处置性评估等方面提出管理要求。

当前巴塞尔协议III对核心一级资本，其他一级资本和总资本充足率的最低监管要求，分别为4.5%、6%和8%。巴塞尔协议III提出了储备资本缓冲2.5%、逆周期资本缓冲（0-2.5%）以及附加资本要求（1%-3.5%）。巴塞尔协议III框架下2.5%的储备资本要求是资本缓冲要求，不属于监管最低资本要求。从损失吸收顺序的角度看，逆周期资本先于储备资本先于核心一级资本先于其他一级资本先于二级资本。

图表 22： 巴塞尔协议 III 关于资本的要求

### 最低资本要求

- 核心一级资本充足率 4.5%
- 其他一级资本充足率 6%
- 总资本充足率 8%

### 缓冲资本

- 储备资本 2.5%
- 逆周期资本缓冲 0-2.5%
- 附加资本要求 1%-3.5%

资料来源：相关监管文件，万联证券研究所

我国商业银行管理办法对最低资本的规定：核心一级资本充足率不得低于 5%；一级资本充足率不得低于 6%；资本充足率不得低于 8%。应当在最低资本要求的基础上计提储备资本。储备资本要求为风险加权资产的 2.5%，由核心一级资本来满足。特定情况下，商业银行应当在最低资本要求和储备资本要求之上计提逆周期资本。逆周期资本要求为风险加权资产的 0-2.5%，由核心一级资本来满足。系统重要性银行还应当计提附加资本。国内系统重要性银行附加资本要求为风险加权资产的 1%，由核心一级资本满足。若国内银行被认定为全球系统重要性银行，所适用的附加资本要求不得低于巴塞尔委员会的统一规定。

图表 23： 我国商业银行资本监管要求

### 最低资本要求

- 核心一级资本充足率 5%
- 其他一级资本充足率 6%
- 总资本充足率 8%

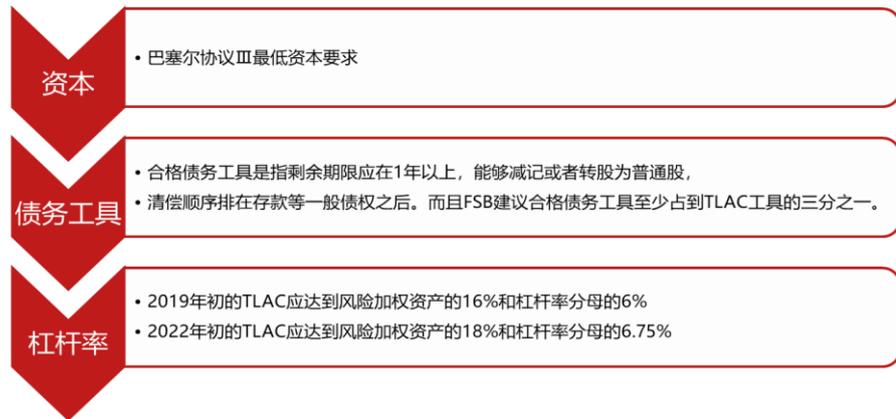
### 缓冲资本

- 储备资本 2.5%
- 系统性重要银行附加资本要求 1%

资料来源：相关监管文件，万联证券研究所

按照当前的资本要求，上市银行核心一级资本充足率压力仍较大，当前银行的内生增长所带来的资本补充或不足以支持未来规模扩张。而资本工具的多元化以及分级分层监管模式，将有助于缓解这一压力。

图表 24: TLAC 资本要求



资料来源：相关监管文件，万联证券研究所

## 6、行业估值及投资策略

### 6.1 行业整体估值低位，基金持仓低配

截至2019年12月6日，银行板块整体上涨23.1%，同期沪深300指数上涨29.6%，跑输沪深300指数6.5个百分点。板块个股中，宁波银行、平安银行、招商银行、常熟银行、南京银行以及兴业银行涨幅超过30%，国有大行中建设银行17%，工商银行13.5%的涨幅。当前板块整体估值对应2020年PB 0.82倍。

图表 25: 银行板块 PB 估值



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从板块的实际业绩表现看，前三季度息差持续上行，资产质量保持稳定，不良生成率呈现下降趋势，整体业绩表现超出市场预期。不过板块整体估值保持低位，其中部分优质个股增速仍保持在20%以上。复盘整个2019年银行的板块的整体走势，在资产质量压力上升预期的大背景下，基金持仓始终处于低配状态，但是总体趋势向上。

图表26：银行板块配置趋势



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

## 6.2 投资策略

综合我们在上述几部分内容中，对宏观经济增长、监管环境等方面的预期，我们预计明年社融规模增长23万亿，其中，新增人民币信贷在18万亿。银行总资产的增速保持7.5%。息差水平小幅下行2-3个BP；信用成本与2019年基本持平。对银行整体业绩进行测算，预计2020年银行板块整体归母净利润同比增速在6.7%附近，低于2019年的7.1%增速。

展望2020年，虽然资产质量的不确定性将持续扰动市场预期，但是考虑到拨备处于高位，核销处置力度预期加大，整体不良率将基本保持稳定。息差将进入下行趋势，但是幅度或有限。考虑到各家银行理财子公司的成立，或将带动中间业务收入增速回升。我们推荐零售业务占比高、中间业务占比高，同业负债有空间的个股，建议关注兴业银行、招商银行、宁波银行、平安银行、光大银行、工商银行。

## 6、风险提示

整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业经营明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期：2019年12月10日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		18A	19E	20E		18A	19E	20E	
601398.SH	工商银行	6.30	6.96	7.66	5.75	0.91	0.83	0.75	增持
600036.SH	招商银行	20.07	22.64	25.47	36.41	1.81	1.61	1.43	增持
002142.SH	宁波银行	12.68	14.64	16.92	27.36	2.16	1.87	1.62	增持
601166.SH	兴业银行	21.18	23.96	26.73	18.93	0.89	0.79	0.71	增持
601818.SH	光大银行	5.55	6.04	6.74	4.19	0.75	0.69	0.62	增持
000001.SH	平安银行	12.82	14.36	16.22	15.60	1.22	1.09	0.96	增持

资料来源：万得资讯，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场