

2019年12月5日

证券研究报告 | 年度策略

银行业2020投资策略： 自下而上精选个股，自上而下关注对公

证券分析师：马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

研究助理：陈功

二零一九年十二月

➤ 资产质量：宏观经济存在一定“不确定性”，但资产质量仍将稳定可控。

2020年的状况或与19年类似。宏观经济仍有一定的下行压力，市场对板块的预期也较为悲观（当前PB0.80x左右，隐含不良率超过12%），但银行资产质量仍稳定可控。除了存量包袱不断减轻、信贷结构不断优化的因素外，另一个重要原因在于，过去几年在严监管政策的引导下，银行的商业模式发生了本质的改变，业态更加健康，风险更可控。到当前阶段，银行的资产质量已足够“扎实”、“干净”，风险抵御能力也更强。

➤ 资产摆布：预计规模稳定增长，继续以信贷为核心。

对同信用等级、同期限的融资方式而言，银行的资金基本上是最便宜的资金（LPR仅4.15%），本质上永远是“供不应求”的，因此信贷数据、结构更多应从供给端考虑，最终取决于银行的商业行为，预计：

- 1) 低利率+宽信用环境下银行规模增速将提升，但考虑资产负债“两荒”的大环境，上升空间相对有限；
- 2) 资产摆布继续以信贷为核心，零售中按揭增速或稳中略升，经营贷继续保持较高的投放力度；对公投放19年已有所回暖，逆周期政策+低利率环境下银行或主动拉长久期，基建类、中长期贷款将成为支撑；
- 3) 节奏上，考虑利率下行环境，“早投放早受益”趋势持续，信贷将在上半年集中投放；
- 4) 非信贷资产：继续增持地方债，非标稳中略降。

➤ 息差：整体略有收窄，但不必过度担忧。

方向上看，息差确有收窄的趋势，这一点市场已充分预期，但我们认为对此不必过于悲观：

- 1) 相比下调基准利率，LPR仅影响增量部分，且对零售贷款整体影响较小，或比市场预想的更缓和；
- 2) 自身结构调整（加大高收益的小微、制造业贷款投放）、政策层面为市场化降低企业融资成本等因素或带来对冲；短期内扰动息差的因素如此之多，这使得预判下降几个bps意义不大，我们更应该看到中长期银行负债端存款依旧为息差分化的关键，用心经营客群的银行将长期跑赢。

➤ 总结：基本面稳健，关注对公业务的边际变化，低估值+高股息率，看好投资价值。

2020年银行板块策略依然是精选优质个股，整体基本面乏善可陈。中长期看零售业务基础扎实、公司治理优异的银行将继续享有估值溢价，但近期有边际变化的是银行的对公业务。19H上市银行对公贷款的投放力度已回暖，但由于基建项目审批、融资门槛等均未有明显放松，未获重视。2020年银行业整体或趋于均衡投放，对公为重要支撑。

投资角度看，板块估值仅0.77x，处于历史低位，安全边际足，板块股息率在3.9%左右，国有大行股息率大多在4.3%以上，远高于十年期国债收益率3%左右的水平；增量资金的角度：外资持续流入的趋势不变，各类投资风格中价值投资占比将有所提升，利好银行板块。

个股关注2条主线：1) 用心经营客群，强者恒强、负债稳定的优质零售银行：招行、常熟、邮储等。2) 低估值、对公业务综合能力较优的银行，如工行等。

第一章

宏观经济“不确定性” VS 资产质量“稳定、扎实”

回顾19年，宏观经济下行压力加大的情况下，市场预期较为悲观，板块PB（LF）仅0.77x左右，对应隐含不良率约13%，但从实际表现来看，银行的资产质量却持续改善，与经济下行出现“背离”。

除了银行努力减轻存量包袱、不断优化信贷结构的因素外，另一个重要的原因在于，过去几年在严监管政策的引导下，银行的商业模式发生了本质的改变，业态更加健康，风险更加可控。到当前阶段，银行的资产质量已足够“扎实”、“干净”。

2020年的状况或与2019年较为相似。市场对经济的预期仍比较悲观，经济本身也具有不确定性，但预计银行自身的资产质量仍将比较稳定。

监管引导+银行自身努力下，存量包袱在不断出清，已足够扎实干净，新增不良稳定

1、核销及处置力度加大：16年来累计核销及转出不良贷款金额2.2万亿，占利润总额（16-19H累计）的43%。

2、不良认定标准不断提高：上市银行“不良-逾期90天以上贷款”缺口全部消除。19H不良/逾期贷款、不良/逾期90天以上贷款比例已提升至84.5%、129%，为14年以来最高水平。

3、风险抵御能力不断增强：上市银行整体的拨备覆盖率（210.2%）、逾期贷款拨备覆盖率（177.7%）均已提升到14年以来的最高水平，风险抵御能力稳步增强。

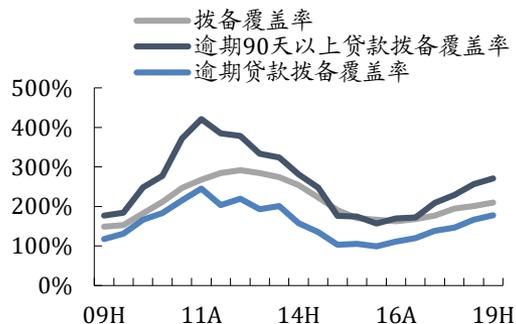
4、不良生成情况保持稳定：19H上市银行不良生成率（0.93%）、逾期生成率（0.88%）分别较18年下降12bps、7bps，保持较低的水平。

5、高频数据表现平稳：相比18下半年，19年以来信用债违约情况有明显改善，金融机构各项垫款增速也持续下降，表明企业部门信用风险保持稳定。

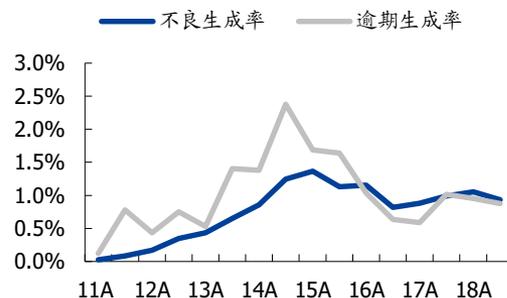
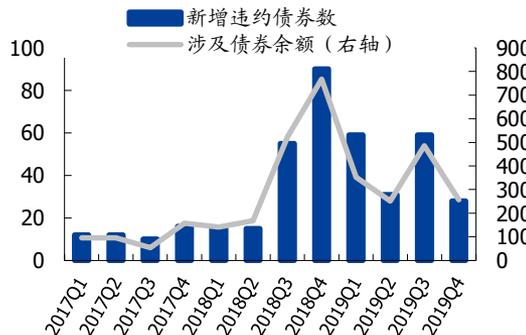
图表：上市银行核销金额与利润情况（亿元） 图：老16家上市银行不良生成情况



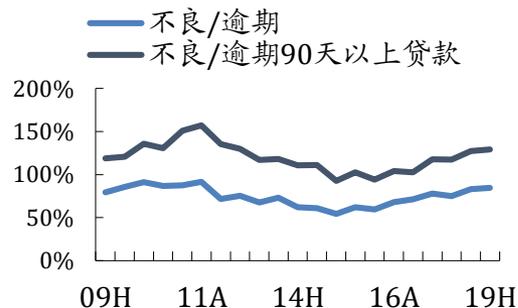
图：上市银行拨备覆盖率情况



图：信用债19年以来违约情况（亿元）



图：上市银行不良认定情况



图：金融机构垫款增速快速下降（亿元）



以史为鉴：经济拐点一般领先资产质量拐点1-2个季度

1) 2013Q4经济下行压力加大，GDP增速迅速“破7%”。工业企业利润增速也从13.9%下降至-3.5%。

两个季度后，14Q2老16家上市银行单季度不良生成率跳升至1%以上，逾期贷款占比也快速提升。

2) 2015Q4供给侧改革推进+连续降准加息刺激，经济弱复苏，GDP增速稳定在6.7%左右，工业企业利润增速也持续回升。一个季度后，16Q1起银行不良生成率开始快速下降。

2019年：宏观经济下行VS资产质量稳步改善

18Q2起宏观经济再度面临较大的下行压力，市场充分预期，并反映到银行估值上（板块PB下降至0.77x左右，对应银行不良率约13%）。

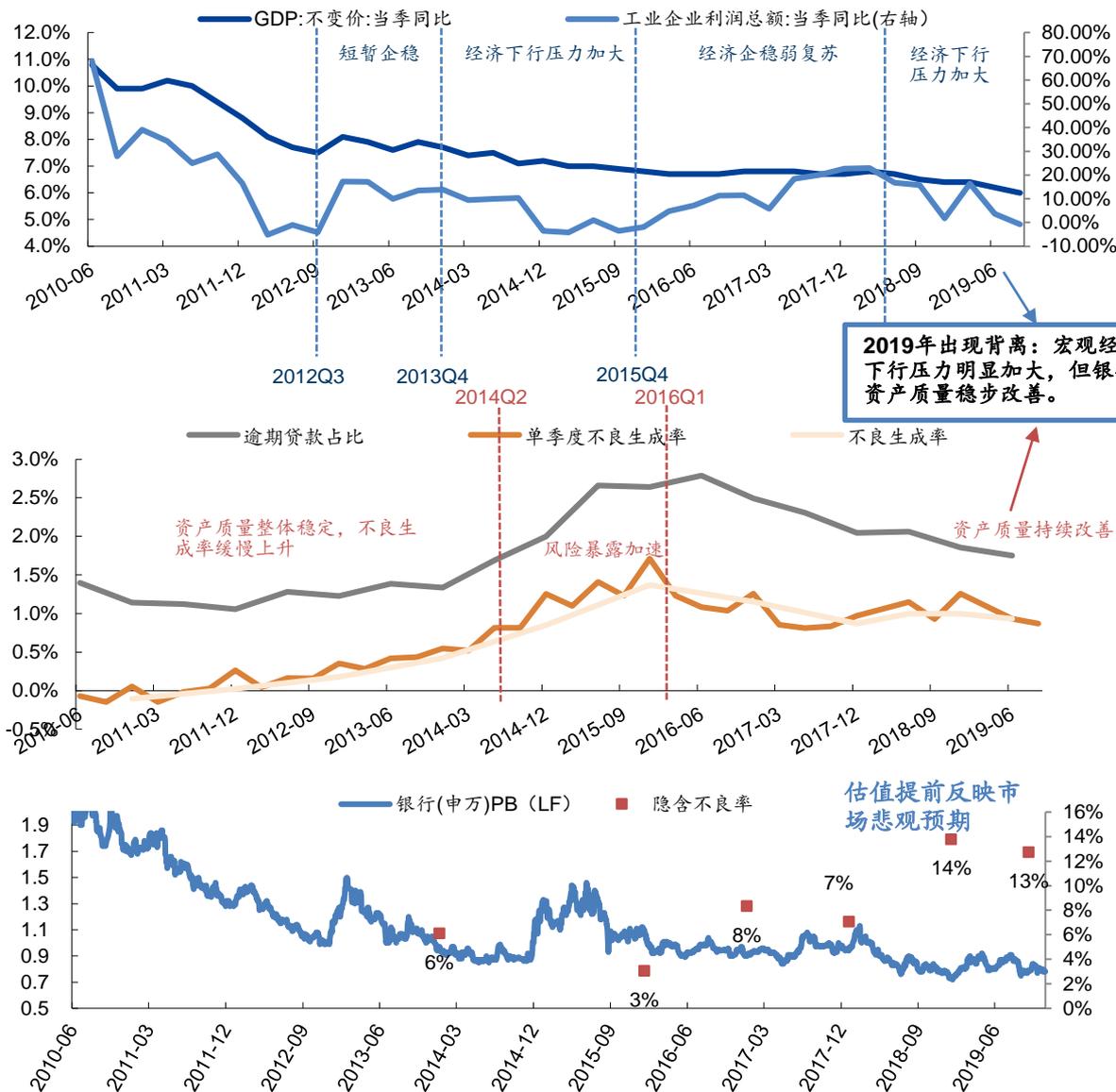
至今5个季度，资产质量超出市场预期，并保持持续改善的趋势，出现了“背离现象”，估值存在修复空间。

核心问题：

- 1) 造成这种背离的原因是什么？
- 2) 2020年这一趋势能否持续？

诚信|担当|包容|共赢

图：10年以来宏观经济下行，银行资产质量风险暴露节奏与板块估值走势



2019年出现背离：宏观经济下行压力明显加大，但银行资产质量稳步改善。

重要原因：金融强监管+经济下行压力加大的背景下，银行业务模式、风险偏好更稳健

17年以来，强金融监管下，银行业态更健康，风险偏好也明显下降，新增风险有限：

1、主动“降速”。上轮风险暴露重，“规模至上”的商业模式，加大了后续不良生成压力。15年后，MPA考核框架下，行业规模扩张明显放缓（总资产增速从15%左右降至7%左右），商业模式正转化为“高质量”发展。

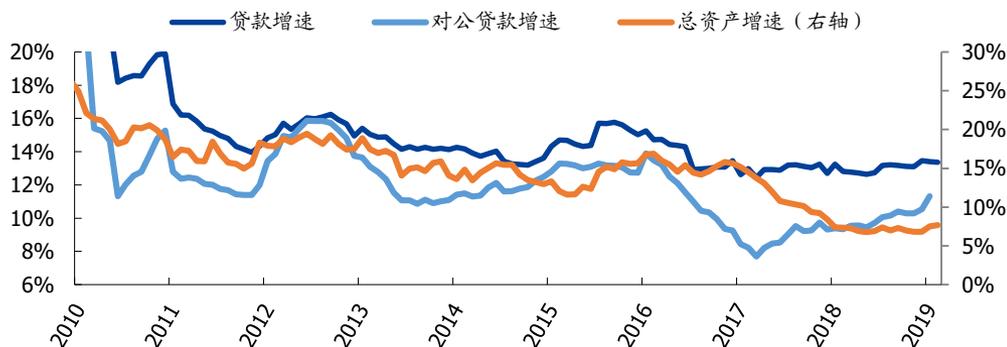
2、风险偏好更稳健。从表内资产配置的角度看，16年来更多的投向了低风险的政府信用及零售贷款。

- ✓ 基建类贷款新增3.8万亿，占新投放贷款的18.7%，增速高于整体贷款增速。政府类债券（国债+地方债+公共实体债）增加8.1万亿，年均复合增速高达17.5%；
- ✓ 零售贷款增加11.8万亿，年均复合增速17.6%，占新投放贷款的57.6%。

3、业务更规范，资产质量更扎实。

- 1) 《资管新规》及720指导意见下，非标基本止增，且有序处置，通道套利业务大幅下降，全行业期限匹配风险大幅下降。
- 2) 《流动新管理新规》推动下，上市银行相关指标基本全部达标，资产负债结构更健康。
- 3) 监管多措并举（如银保监7号文、金融资产分类新规等）银行加大不良资产处置力度、提升不良认定标准，资产质量更加扎实、干净。
- 4) 各项业务更规范，如严查违规消费贷、房地产贷款等。综合看严监管下，过去几年新增风险有限。

图表：银行规模增速（亿元）



图表：老16家上市银行新增资产摆布（亿元）

	2019H相比16年			16年相比12年		
	新增额	增量占比	年均增速	新增额	增量占比	年均增速
生息资产（剔除存放央行）	275,596	100.0%	9.0%	445,336	100.0%	13.0%
贷款	204,569	74.2%	11.1%	245,568	55.1%	11.8%
对公	84,899	30.8%	7.7%	105,294	23.6%	7.6%
基建类	38,322	13.9%	11.7%	35,902	8.1%	9.3%
票据贴现	877	0.3%	1.2%	19,040	4.3%	30.7%
个人	117,888	42.8%	17.6%	121,233	27.2%	19.8%
按揭	72,511	26.3%	16.1%	88,091	19.8%	22.2%
消费贷+信用卡	31,158	11.3%	24.9%	26,293	5.9%	28.0%
经营贷及其他	14,219	5.2%	15.1%	6,849	1.5%	5.9%
投资类+同业资产	71,027	25.8%	5.8%	199,768	44.9%	14.9%
政府债券	80,662	29.3%	17.5%	89,574	20.1%	22.1%
非标	-39,886	-14.5%	-20.1%	29,624	6.7%	22.5%

资产质量：经济下行，为何改善趋势能够持续？

图表：16年至今重要的监管政策梳理

时间	文件、会议、部门	重点内容	主要效果
2016年起	央行建立宏观审慎考核框架（MPA）	1) 以资本充足率为核心，考察资本和杠杆情况、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面，根据最终打分结果，执行差别化准备金、差异化广义信贷规模增速上限等政策与约束。 2) 后来陆续将“同业负债+同业存单不超过30%”等监管要求纳入MPA考核体系。	1) 表外理财也加入广义信贷范畴内，资本充足率的重要性进一步提升； 2) 引导银行主动降速，从“规模至上”的商业模式转变为“高质量发展”的模式。
2017年3-4月	银保监会“三三四”自查	对银行业开展“三违反”、“三套利”、“四不当”、“十乱象”自查。	从执行层面，对银行过去的不良扩张模式进行纠偏，查出问题近6万个，涉及金额18万亿元
17年末-18年初	银保监会55号文、《委托新规》等	1) 银信通道业务，应还原其业务实质进行风险管控，不得“虚假出表”； 2) 委托贷款：银行不得接受“受托管理的他人资金”发放委托贷款。	基本杜绝了套利性质的通道类业务，银行表内外非标资产监管更规范、透明。
18年初	银保监会7号文	根据各家银行贷款分类的准确性、处置不良贷款的主动性、资本充足率三项指标在拨备覆盖率、拨贷比的监管要求方面给予优惠（最低只需满足120%、1.5%）。	鼓励银行加大不良资产处置力度、提升不良认定标准，引导银行业资产质量更“稳健”、“扎实”。目前上市银行逾期90天以上贷款不良贷款缺口已补齐。
18年4月	央行《资管新规》	金融机构资产管理业务全新的纲领性框架，全面要求“期限匹配”、“打破刚兑”、“限制通道业务”、“净值化”等基本原则，设置2020年底为过渡期。	1) 过去以短期、存在隐性刚兑的“预期收益型”产品对接长期、高收益非标的模式进行调整，全面净值化转型。 2) 短期转型中，银行理财客户存在一定调整压力（表外理财16年来基本止增），表外非标寻找合规、匹配的资金来源难度加大（社融表外融资稳步压降）。 3) 中长期资管业务回归本源，业态更健康，金融业期限错配风险大幅减轻。
18年5月	银保监会《商业银行流动性风险管理办法》	通过设置流动性比例、净资金稳定比例、流动性比例等5大指标，减少减少银行流动性风险。	引导银行适度拉长负债端久期，存款重要性进一步提升，资产端利率债等标准化、低风险品种吸引力也相对提升。
18年7月	央行720指导意见	对资管新规部分条款进行补充说明	1) 明确过渡期内老产品可以对接新资产，并对非标回表予以支持，大幅减轻了过渡期内非标处置压力； 2) 明确过渡期内理财类现金产品按照“摊余成本+影子定价”方法进行估值，减轻银行理财产品调整压力。
19年4月	《金融风险重分类管理办法》	扩大了风险分类的适用范围（包括非信贷资产）并将逾期天数与风险分类直接挂钩。	进一步提高银行金融资产风险分类的严格程度，有利于资产质量进一步做实。
19年10月	《结构性存款新规》	规范了结构性存款准入、产品设计的要求	全面禁止“假结构性存款以高息揽储”的行为，有利于降低银行负债端成本。

其他监管政策包括：《大额风险管理办法》减少同业套利与大额风险问题、《系统重要性银行管理办法》提高了对大型金融机构资本要求，降低金融业系统性风险的概率、《金融资产投资公司管理办法》进一步推进市场化债转股促进不良资产出清、《理财子公司管理办法》适度放松理财子公司投资理财产品的规模限制、《标准化资产认定新规》明确了非标的认定范围等等。此外，银保监会一直严查违规房地产相关贷款、违规消费贷等。

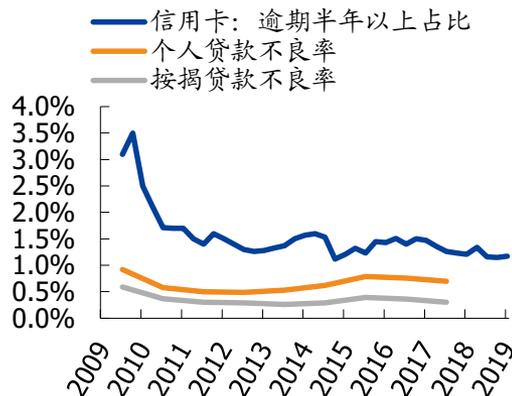
零售业务：消费金融风险有所上升，但未来整体将整体保持稳定

1、零售资产质量天生相对稳定

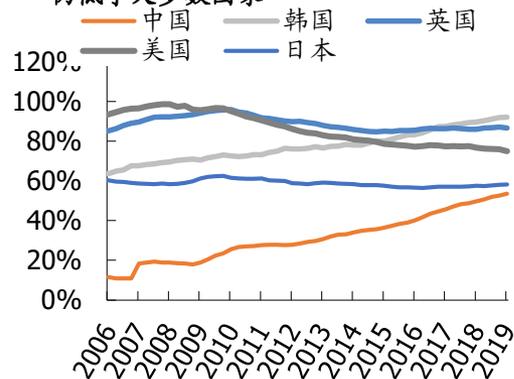
零售具有“单笔金额较小”、“风险分散”的优势，因此除非出现重大经济危机，否则难以形成行业性的风险事件。

09年来我国零售不良率一直在1%以下，其中零售贷款中又主要投向风险较低按揭贷款（不良率从未超过0.4%）。

图表：09年以来我国零售贷款不良率整体保持极低水平



图表：我国居民部门杠杆率持续提升，但仍低于大多数国家



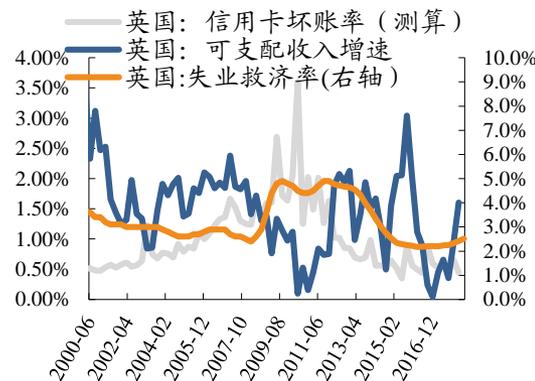
2、近期消费金融领域风险有所提升

A. 宏观原因：居民部门杠杆持续上升，从2008年的18%左右上升到19H的50%；

B. 市场原因：18年P2P集中暴雷后，共债风险逐步传导至银行消费金融领域；

C. 自身原因：在经历几年较快增长后，19年行业投放速度放缓。不良暴露（分子增加）同时，也有银行主动放缓投放力度因素（分母放缓）的影响。

图表：英国卡债危机与失业率高度关联



图表：美国卡债危机与失业率高度关联



3、消费金融风险预计整体可控

1) 我国居民部门杠杆率相比其他银行仍处于较低水平。

2) 从海外经验来看，失业率大幅增加时（经济危机），才会带来较大的卡债风险事件，只要我国经济不出现大幅恶化，整体风险预计可控。

资料来源：Bloomberg, Wind资讯, 国盛证券研究所

对公业务：多信号指向资产质量存量包袱已明显减轻，未来整体将继续保持稳定

多信号指向，对公存量包袱已大幅减轻：

1) 对公不良额首次净减少。10家数据较全、体量较大的上市银行对公不良余额17年以来基本“止增”，19H实现净减少。

2) 两大高不良行业出现“转机”。14年以来银行主要通过结构调整方式控制对公不良（即压降批发零售业、制造业贷款），而19H这两大行业不良余额与占比同时“双降”。

3) 信用成本开始下降。在PPOP增速稳步提升的情况下，对公业务的拨备计提增速开始放缓，拨备计提增速下降至仅1.03%，年化的信用成本首次回落至1.37%。

展望2020：经济稳健的情况下，对公业务资产质量将保持稳定

1) 结构上，批零、制造业两大高不良行业占比已大幅下降，基建类贷款占比明显提升。

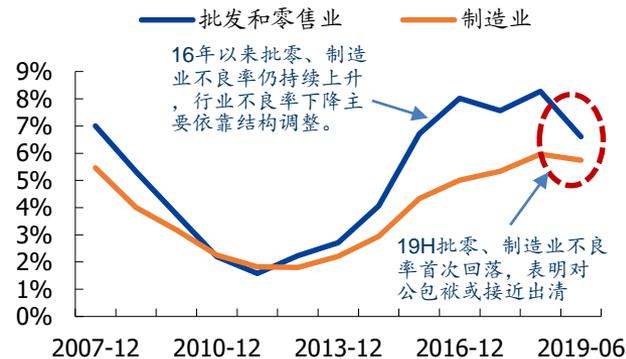
2) 预计2020年基建需求将有所回暖，近几年主要投放的基建类贷款资产质量将继续保持稳定。

诚信|担当|包容|共赢

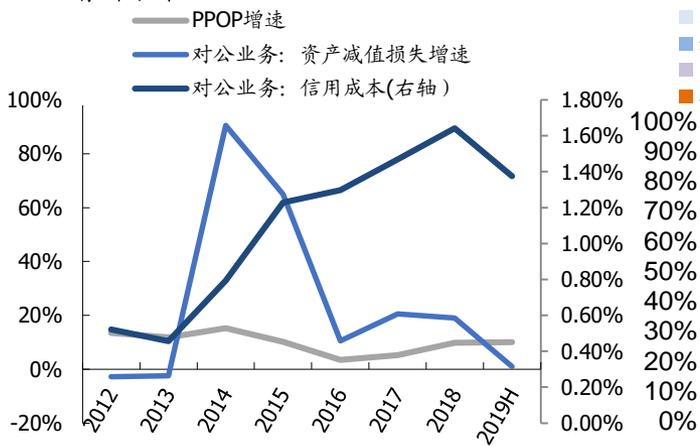
图表：19H，银行对公贷款不良余额净减少（亿元）



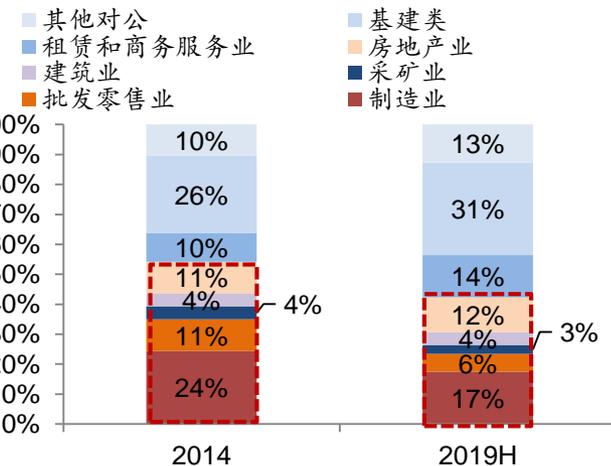
图表：老16家上市银行批零、制造业贷款不良率 19H首次回落



图表：老16家上市银行对公业务信用成本 19H有所下降



图表：老16家上市银行信贷结构对比：2014 VS 2019H



关于银行业对公业务的详细分析参考我们的深度报告：《深度专题：银行对公业务怎么样了》

资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

★ 2020年重要积极因素：逆周期调节继续加码

- 1) 宽财政：20年赤字率有望超过3%，实际赤字率或更高；
- 2) 预计20年地方政府专项债发行力度加大，作为项目资本金等可有效撬动基建需求进一步回暖；
- 3) 政策加码托底经济，预计20年节奏相对较为稳定，风险暴露压力有限，叠加考虑银行经过过去几年的风险出清、拨备积淀，当前银行的抗风险能力已得到了显著提升。

图表：18年以来，“基建补短板”逆周期政策不断落地

时间	文件、会议、部门	重点内容
2018.10.31.	国务院《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	明确要加大基建补短板的基调，并制定了基建未来发力的四大原则（聚焦短板、吸引民间资本、推进在建工程、防范系统风险）和九大领域。
2019.6.10	中办、国办《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	首次允许将专项债资金纳入符合要求的四类项目的资本金范围中（即国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目）。
2019.9.4	国务院常务会议	要求加快专项债使用节奏，聚焦有效投资，重要措施包括： 1) 专项债券要确保9月底前全部发完，10月底前全部拨付到项目上； 2) 扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、市政等各类基建领域； 3) 明确新增专项债中可用于项目资本金的比例控制在该省份专项债规模的20%左右；
2019.11.27.	财政部预算司	提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，相当于2019年新增专项债务限额2.15万亿元的47%（具体发行时间未定）。
2019.11.27.	国务院《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	合理下调了部分项目的资本金最低比例要求： 1) 将港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由25%调整为20%； 2) 公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，可适当降低项目最低资本金比例（最高可下调5%）。

第二章

资产摆布：规模稳定增长，信贷或为助力

大环境上看，18年以来市场再一次进入“低利率+宽信用”周期，预计行业规模增速将继续稳中略升。

但相比历史前几轮宽信用周期的区别在于，市场面临着更大的“资产荒”+“负债荒”的局面，因此从银行供给角度分析入手更具意义，我们得出结论：

- 1) 规模增速将提升，但空间相对有限；
- 2) 资产摆布继续以贷款为核心，其中零售中按揭继续保持稳定，经营贷增速将稳步提升；对公投放19年已有所回暖，逆周期政策+低利率环境下银行或主动拉长久期，对公中长期或将成为支撑；
- 3) 非信贷资产：考虑地方债额度加码，银行将继续增持。

逆周期调节加码+低利率环境：预计规模增速稳中略升

- 1) 宏观环境：回顾08-09年、11-12年、14-15年三轮“低利率+逆周期调节加码”环境，行业资产增速均有所回升（分别提升了15.4pc、3.19pc、2.56pc）。
- 2) 资本金约束下降：过去几年监管引导下，过去几年银行密集补充资本，全行业资本充足率已提升至13年以来最高的14.54%，资本金扩充对规模提升有支撑。

本轮信用宽松周期不同点：20年面临资产+负债“两荒”

11-12年、14-15年：负债端主要通过同业负债+同业存单，资产端通过投资资产（非标等）实现规模的快速扩张。

当前环境：

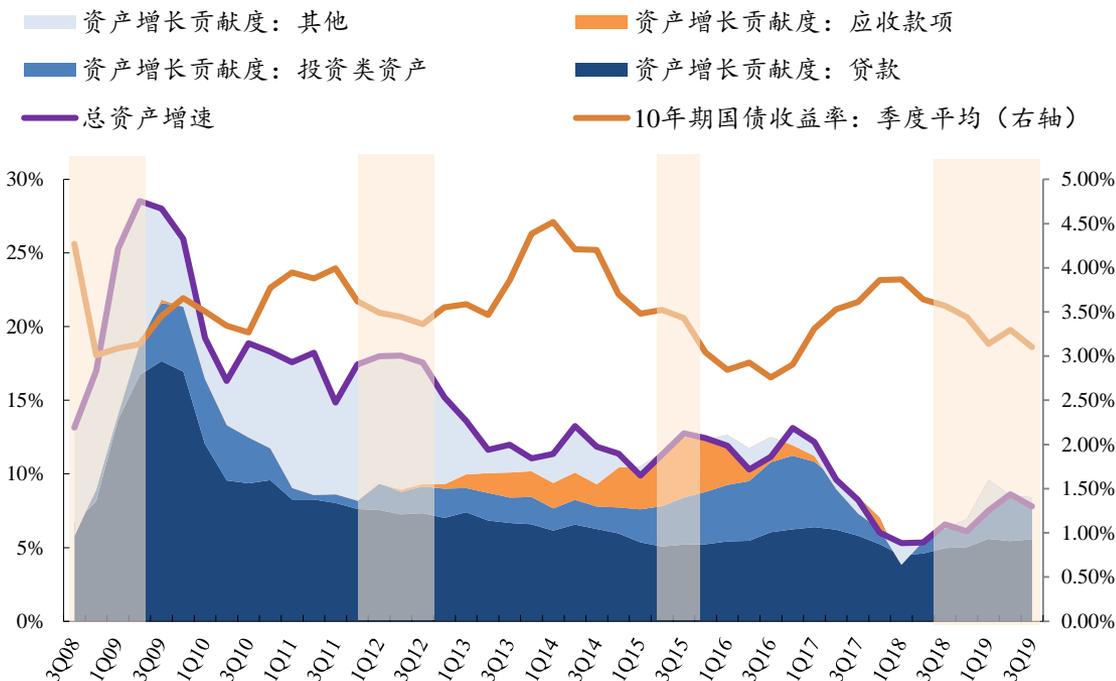
1) 负债端：存款增长没有完全回暖（M2增速尚未明显回升），“同业存单+同业负债”占比需满足低于33%的监管要求，通过市场资金加杠杆的空间有上限。

2) 资产端：各类资产收益率面临下行压力，非标投资仍在有序压降中，行业整体面临资产荒。

结论：

- 1) 规模增速将提升，但空间相对有限；
- 2) 资产摆布继续以贷款为核心；
- 3) 非信贷资产：考虑地方债扩容，银行将继续增持。

图表：历史上“宽信用+利率下行”周期中行业规模增速均有所提升



注：其他包括存放央行、同业资产等
资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

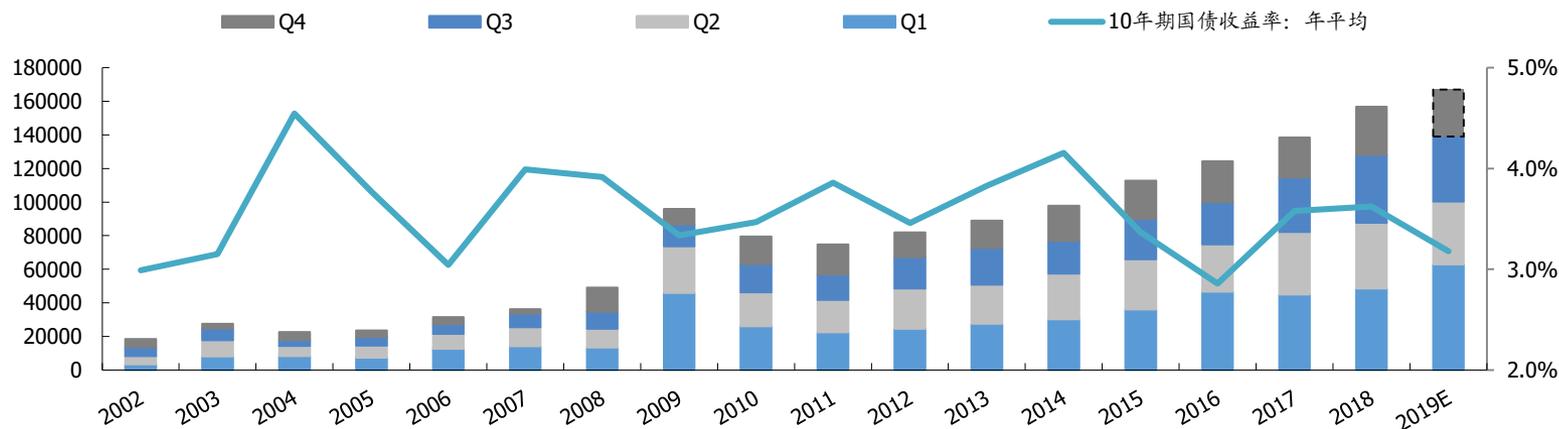
🔍 信贷数据的解读与预判：更应从银行供给、商业行为的视角出发

简单来讲，对同信用等级、同期限的融资方式而言，银行的资金成本基本上是最便宜的资金（一年期LPR仅4.15%），从这一角度来看，银行的资金永远是“供不应求”的，关键在于如何跟“合意客户”相匹配。因此，增量信贷的结构、更多的取决于银行供给。

2020年的简单判断：

- 1) 总量：**2019年前10个月，信贷共投放了14万亿。预计19年全年投放量约16万亿，2020年将至少不低于16万亿；
- 2) 投放节奏：**19年信贷集中在上半年投放，Q1-Q4季度比例约为38%、23%、24%、15%。考虑利率下行大趋势里、早投放早收益2020年或仍将维持这一趋势（06年、09年、12年、16年几次利率下行环境下Q1信贷投放占全年比重分别高达40%、48%、30%、38%）。
- 3) 结构：**零售贷款中按揭稳中增速略升，消费贷+信用卡增速仍将保持低位。对公方面，逆周期调节加码+低利率资产荒环境下，银行或主动拉长久期，对公中长期贷款投放或将回暖（尤其上半年）。

图表：02年以来对实体经济发放的贷款分季度情况（亿元）



零售贷款：按揭、经营贷增速稳中略升，信用卡+消费贷款增速放缓

◆ 按揭贷款：增速将稳中略升

1) 供给角度：当前的经济环境下，按揭仍是最安全的资产（不良率大多在0.5%以下），银行投放意愿足。
2) 需求角度：按揭需求一直较为稳定，即便是在09、12、15年三轮住房销售快速回落的时期（增速降至-19.5%、-20.9%、-15.8%），银行按揭贷款依旧能稳步投放，增速均保持在10%以上。

◆ 信用卡、消费贷：或将维持较低增速

一方面消费金融风险上升，另一方面消费贷严监管下，信用卡、消费贷19年增速从17年30%左右快速下降至15%左右。预计20年仍较保持相对较低的增速。

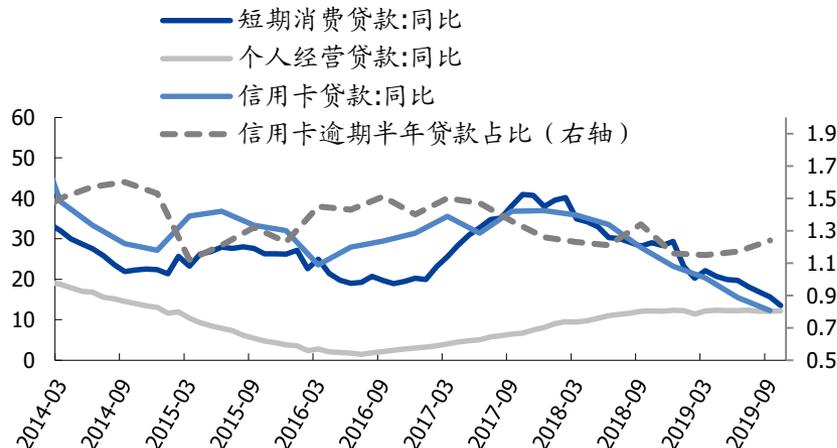
◆ 个人经营性贷款：增速或继续回升

17年以来，在监管鼓励、引导银行加大支持普惠金融大背景下，个人经营性贷款增速从16年最低1.8%提升至当前的10%左右。预计2020年相关引导、鼓励政策仍将不断加码，相关微贷业务优势较大的银行将充分受益（如常熟银行等），全行业经营贷仍将保持较大的投放力度。

图表：在过去几轮住房销售额下行周期中，按揭贷款增速均在10%以上（%）



图表：消费金融风险上升的情况下，消费贷、信用卡贷款增速明显下降（%）



对公贷款：整体有所回暖，明年中长期贷款或成为支撑

◆ **回顾19年：政策引导+供给发力，行业对公贷款有所回暖。**

1) **总量上看**：1-10月新增对公贷款（不含贴现）共计6.6万亿，已超过18年全年近2000亿，其占新投放贷款的比重也回升到46%。

2) **节奏上看**：上半年小微发力明显，对公短期贷款、票据分别同比多增近6000亿、7900亿。下半年随着基建补短板政策不断落地，8-10月对公中长期贷款已连续回暖，合计同比多增3500亿。

上市银行这一趋势更明显，19年上半年对公贷款净增2.8万亿，超过零售贷款的2.4万亿，更是已超去年全年增量（2.5万亿），其中基建类、租赁及商务服务业是主要的投资方向。

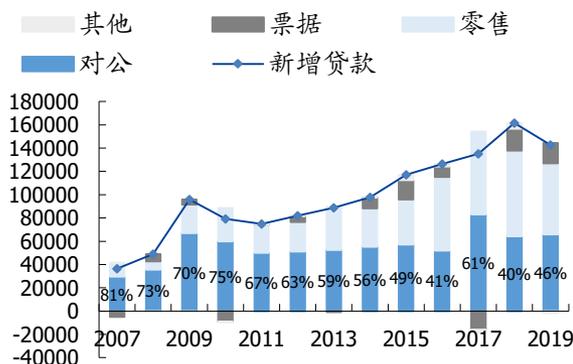
◆ **展望20年：对公贷款或将继续回暖的趋势。**

1) **供给端**：在利率下行的大趋势下，商业银行或选择适当拉长贷款的久期。

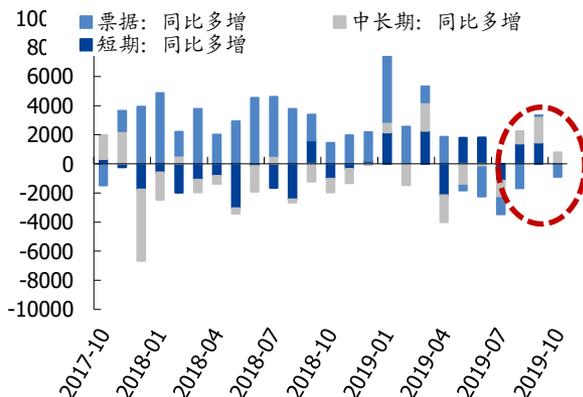
2) **需求端**：一方面，19年企业债已明显回暖，20年考虑利率较低，流动性较为宽松，企业债顺利发行或对这类客户的贷款需求有一定的分流影响；另一方面，逆周期调节政策加码，专项债作为资本金或将撬动基建融资需求。

结论：中长期、基建项目类贷款或将成为20年对公投放的重心。

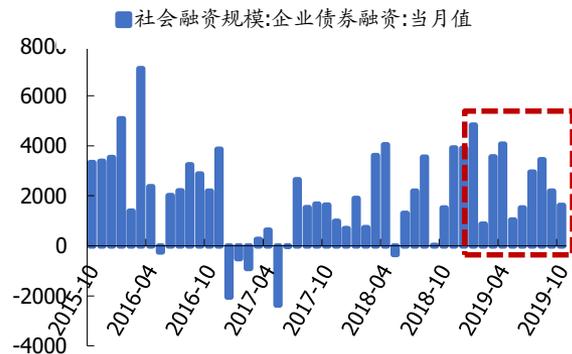
图表：新增人民币贷款结构（亿元）



图表：企业贷款同比多增情况（亿元）



图表：社会融资规模—企业债明显回暖（亿元）



第三章

息差：整体略有收窄，不必过度担忧

方向上看，20年息差确有收窄的趋势，这一点市场已充分预期，但更细节的角度看，我们认为对此不必过于悲观：

- 1) 相比下调基准利率，LPR仅影响增量部分，且对零售贷款整体影响较小，或比市场预想的更缓和；
- 2) 银行自身结构调整（如加大高收益的小微、制造业贷款投放）因素或形成一定对冲；为市场化降低企业融资成本，政策层面也会有对应的对冲；

短期扰动息差的因素如此之多，这使得预判下降几个bps意义不大。中长期看，“同业红利”接近尾声的背景下，银行负债端存款为息差分化的关键，用心经营客群的银行将长期跑赢。

◆ 预计收益率仍将下行：

1) 大环境看，央行引导减轻实体融资成本方向确定；2) 机制上看，LPR利率并轨不断推进下，贷款利率仍有一定下行压力。

◆ 但不必过于悲观：

1) 相比下调基准利率，LPR目前仅影响增量部分贷款利率，最终效果或相对缓和（目前存量部分是否调整仍有不确定性）；

2) 不可忽略贷款的结构因素带来的对冲，如：

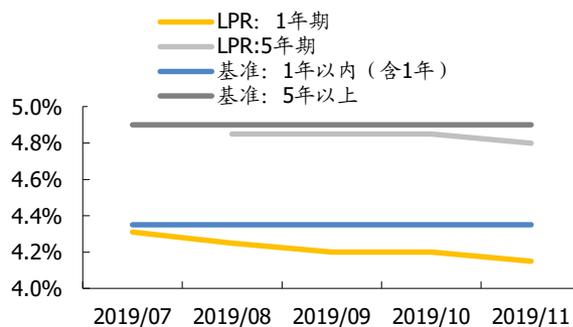
A. 近期加大投放的普惠、民营、制造业等贷款收益率相对较高；

B. 低利率环境下，银行或拉长资产的久期；

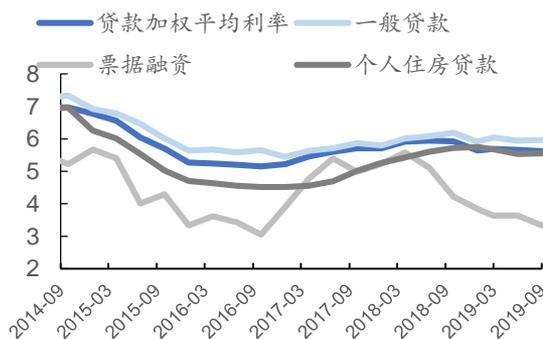
C. 分银行来看，大行按揭贷款占比较高有相对优势、中小行以小微、普惠贷款为主，受到影响相对较小。

简单估算，假设2020年新发放贷款利率跟随LPR下降20bps，其他因素不变的情况下负面息差影响3bps，若考虑其他对冲因素，这一影响或更小。

图表：LPR、基准利率走势



图表：银行业贷款利率走势 (%)



图表：上市银行贷款期限结构、LPR对息差影响的简单测算

上市银行	一年期以内贷款占比	重定价贷款占比	零售贷款占比	按揭贷款占比	LPR下降20bps对息差的影响
工商银行	27.6%	36.9%	37.1%	30.21%	-0.03%
建设银行	34.6%	42.4%	42.8%	35.18%	-0.03%
农业银行	31.4%	44.7%	39.4%	30.27%	-0.03%
中国银行	36.4%	46.4%	37.9%	29.95%	-0.03%
交通银行	36.1%	43.8%	32.2%	20.81%	-0.03%
邮储银行	43.3%	59.3%	54.2%	33.34%	-0.02%
招商银行	48.3%	61.1%	51.8%	23.95%	-0.03%
中信银行	44.0%	56.8%	43.0%	19.13%	-0.04%
浦发银行	45.3%	56.9%	43.1%	17.94%	-0.03%
民生银行	55.0%	64.1%	40.6%	11.05%	-0.04%
兴业银行	41.5%	62.2%	40.3%	25.73%	-0.03%
光大银行	51.3%	63.6%	42.6%	15.24%	-0.04%
华夏银行	50.9%	67.3%	25.9%	11.05%	-0.05%
平安银行	54.7%	66.6%	58.8%	9.03%	-0.03%
北京银行	42.0%	55.5%	29.5%	-	-0.04%
南京银行	56.1%	77.6%	28.3%	11.28%	-0.04%
宁波银行	70.2%	94.9%	29.1%	0.27%	-0.05%
上海银行	54.9%	70.5%	31.4%	8.67%	-0.04%
贵阳银行	29.6%	53.9%	21.8%	7.24%	-0.03%
杭州银行	39.5%	54.8%	35.6%	13.67%	-0.03%
江苏银行	70.7%	84.6%	33.6%	16.06%	-0.05%
成都银行	28.4%	57.0%	26.0%	24.17%	-0.03%
郑州银行	58.9%	81.9%	28.9%	12.45%	-0.04%
长沙银行	43.3%	71.8%	36.0%	14.05%	-0.03%
青岛银行	93.3%	130.7%	30.6%	22.16%	-0.08%
西安银行	48.9%	67.8%	30.0%	10.57%	-0.05%
无锡银行	61.9%	75.4%	14.6%	9.64%	-0.06%
常熟银行	68.7%	85.6%	49.7%	6.48%	-0.04%
江阴银行	85.8%	97.9%	12.7%	6.05%	-0.09%
苏农银行	72.0%	89.2%	19.0%	8.86%	-0.08%
张家港行	66.3%	86.6%	32.5%	7.62%	-0.06%
紫金银行	48.1%	69.1%	24.4%	13.99%	-0.07%
青农商行	46.7%	80.6%	24.8%	10.15%	-0.06%

资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

银行：商业可持续角度出发，进一步压降贷款利率空间有限

根据19H上市银行数据测算，生息资产收益率（4.10%）扣除付息负债成本率（2.12%）、运营成本率（0.48%）、信用成本（0.76%）、所得税成本率（0.17%）后，剩余的利差仅有0.57%，在负债端成本高企、信用成本稳定（或略有提升）的预期下，进一步压降空间有限。

图表：上市银行19H利差简单测算（%）

上市银行	生息资产收益率	付息负债成本率	运营成本	信贷成本	所得税	剩余利差
国有大行	3.85%	1.89%	0.47%	0.61%	0.19%	0.70%
股份行	4.55%	2.49%	0.52%	1.12%	0.14%	0.28%
城商行	4.56%	2.60%	0.44%	0.83%	0.11%	0.58%
农商行	4.79%	2.29%	0.80%	1.17%	0.11%	0.42%
上市银行整体	4.10%	2.12%	0.48%	0.76%	0.17%	0.57%

政策：市场化降低融资成本，政策仍可继续给予支持

- 1) 或持续降准、降低政策利率（逆回购、MLF、TMLF等）；
- 2) 进一步扩大普惠金融降准、定向降准：19H中报来看，大多银行在加大小微贷款投放力度的情况下，普惠贷款增量占新增贷款比重超过10%，满足第二档降准要求，可额外享受一个百分点的降准。

图表：上市银行普惠金融余额、增量是否已超过总量的10%

上市银行	小微贷款余额	(小微)占贷款余额比重	(小微)较18年末增量	(小微)较18年末增速	(小微)增量占贷款增量比重	备注
工商银行	4402.38	2.71%	1301.24	41.96%	15.28%	第一档
建设银行	8311.22	5.73%	2210.47	36.23%	29.25%	第一档
农业银行	5109.17	3.94%	1364.89	36.45%	13.02%	第一档
中国银行	3792.00	3.03%	807.82	27.07%	11.29%	第一档
交通银行	1375.67	2.68%	294.34	27.22%	10.65%	第一档
招商银行	4232.12	9.79%	300.37	7.64%	7.69%	第二档
中信银行	1672.46	4.36%	308.93	22.66%	13.58%	第一档
浦发银行	1838.74	4.95%	182.65	11.03%	11.02%	第一档
民生银行	4249.55	13.35%	180.17	4.43%	14.16%	第一档
兴业银行	1073.68	3.30%	153.70	16.71%	4.86%	第二档
光大银行	1472.35	5.68%	190.59	14.87%	11.10%	第一档
北京银行	613.90	4.52%	110.80	22.02%	11.45%	第一档
南京银行	360.15	6.68%	66.41	22.61%	11.32%	第一档
上海银行	205.37	2.22%	35.36	20.80%	4.73%	第二档
贵阳银行	213.04	11.00%	30.74	16.86%	13.12%	第一档
杭州银行	519.94	13.42%	48.36	10.25%	13.07%	第一档
江苏银行	641.00	6.63%	95.00	17.40%	12.34%	第一档
郑州银行	259.66	14.62%	42.00	13.78%	23.35%	第一档
长沙银行	177.42	7.55%	33.82	23.55%	11.11%	第一档
西安银行	253.47	17.66%	10.36	4.26%	9.54%	第一档

◆ “同业红利”接近尾声。

在当前上市银行新发行同业存单平均利率已稳定在3%左右，与存量部分的利率基本相等（而年初这一空间约70bps），除非同业利率再度大幅下行，未来同业融入成本的下行空间非常有限。

◆ 存款再度成为息差分化的关键。

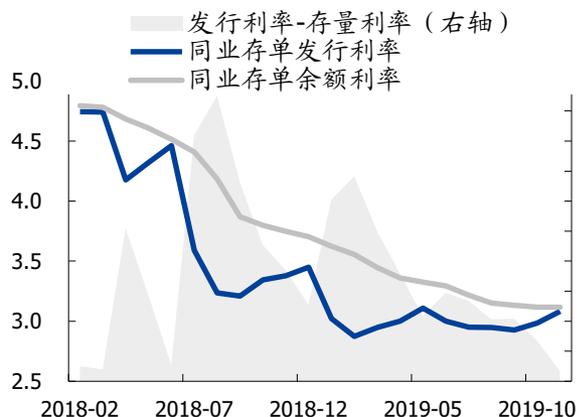
1) 短期看，受益与理财、互联网资金回流、结构性存款强监管，存款竞争压力边际减缓。

-量：17年Q3开始，互联网“宝宝类”产品余额便不断下滑，与此同时全行业存款增速明显回暖，尤其是上市农商行个人存款增速从17年的4.8%快速提升至19H的17.9%。

-价：根据融360数据，19年下半年以来，银行业平均定期存款利率边际略有下行。

2) 中长期看，业务领先，核心负债稳固的银行息差优势或将再度体现。

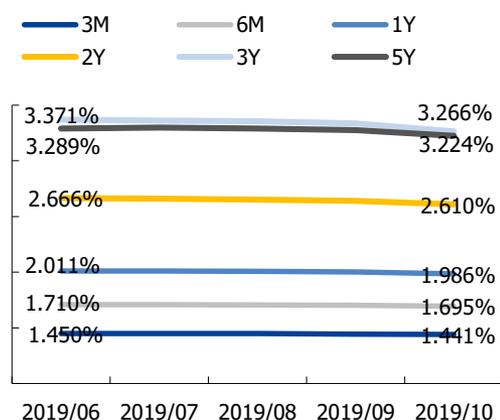
图表：上市银行同业存单利率：红利空间收窄（%）



图表：互联网宝宝类产品余额不断减少，农商行存款增速不断提升（亿元）



图表：19年下半年以来，银行业定期存款成本率有所下降



负债端、存款的关键：

- 1) 银行怎样来经营客群,留住客户的核心资金。
- 2) 核心在于银行自身的基因、文化、以及市场化的机制建设，是否用心在经营客群。

对公业务

- 大型对公客户：除抓住贷款派生存款的商业逻辑以外，尽心尽为客户提供综合金融服务，进一步增加客户黏性、沉淀存款。
- 广大中小企业客户：如除简单的贷款产品以外，为客户打造个性化解决方案。如针对性提供票据的流转平台、资金归集体系和产品、外汇对冲等金融服务、供应链金融服务等。

e.g. 某城商行针对当地小微企业打造“四管加一宝”综合服务平台，有效解决中小客户外汇、票据、公司金融等多方面问题。提升客户粘性的同时，沉淀大量存款。

零售业务

- 提升app的体验，根据用户思维，打造更多金融消费场景，设计更多有吸引力的产品。
- 针对性设计产品。如针对存款高度市场竞争，不强制要求客户存款定期化，可以本行的账户作为“主账户”，允许客户投资他行理财，以留住AUM。再比如类似于t+0提取的货币基金、理财产品的在线转让功能等。

e.g.1. 招行两大APP（“招商银行”、“掌上生活”）不断拓展服务边界，其APP的非金融类场景使用率已超过60%，不论是场景数还是用户体验遥遥领先同类型APP，线上客户优势较同业差距不断拉大。

e.g.2 平安银行在活期、定期存款外为贵宾客户推出“智能存款”，活期结算账户留存金额（留存金额 \geq 1,000元），通过活期结算主账户（平安银行）资金与智能定期理财存款账户（可是他行理财）资金的自动互转，实现持卡人活期结算账户留存余额以外的剩余存款利息收益最大化。

第四章

投资建议

- 预计2020年行业基本面整体稳健；
- 板块估值仅0.77x，处于历史低位，安全边际足；
- 投资角度看，板块股息率在3.9%左右，国有大行股息率大多在4.3%以上，远高于十年期国债收益率3%左右的水平；
- 增量资金的角度：外资持续流入的趋势不变，各类投资风格中价值投资占比将有所提升，利好银行板块。
- 个股关注2条主线：
 - 1) 用心经营客群，强者恒强、负债稳定的优质零售银行：招行、常熟等。
 - 2) 低估值、对公业务综合能力较优的银行，工行等。

🔍 基本面整体判断：利润增速虽稳中略降，但仍较为稳健。

- 1) 利息净收入：考虑息差仍有一定收窄压力，预计增速稳中略降，但预计幅度不会太大；
- 2) 手续费及佣金收入：理财余额保持稳定，关注2020年过渡期截止前，银行的处置节奏；
- 3) 其他非息收入：19准则切换下带来其他非息收入的一次性波动，2020年这一因素减缓；
- 4) 管理费用：除个别银行将加大IT投入可能带来一定影响外（如招行将IT投入占营收比重或逐步提升至3%），大部分银行预计仍保持稳定。
- 5) 拨备计提：银行间或存在分化。风险分类进一步趋严的情况下，部分银行信用成本仍将提升；资产质量已足够优质的银行，若未来新增风险稳定，拨备计提力度可自然下降。

图表：上市银行利润增长贡献度分解，及对2020年的判断

	2015	2016	2017	2018	2019Q1	2019H	2019Q1-Q3	2020年判断
净利润同比变动	2.20%	2.29%	5.42%	5.70%	6.27%	7.12%	7.14%	稳中略降
净利息收入	14.46%	-11.47%	10.84%	16.58%	16.95%	17.30%	15.67%	稳中略降
非息收入	10.34%	11.14%	-2.54%	9.11%	19.25%	10.31%	10.71%	整体平稳
手续费及佣金净收入	7.61%	4.80%	0.11%	1.29%	8.34%	5.16%	5.86%	保持平稳，或略有上升
其他非息收入	2.73%	6.34%	-2.65%	7.82%	10.91%	5.15%	4.85%	有所下降
管理费用	-3.55%	-1.95%	-3.84%	-5.39%	-5.03%	-4.02%	-5.08%	保持平稳
拨备	-18.05%	-7.78%	-5.49%	-15.54%	-24.18%	-14.26%	-11.81%	保持平稳，资产质量较优的银行可自然减少
所得税	0.28%	2.81%	1.94%	1.09%	0.56%	-1.32%	-1.59%	保持平稳
其他因素	-1.29%	9.54%	4.51%	-0.16%	-1.28%	-0.88%	-0.75%	保持平稳

◆低估值+盈利能力相对较强，配置性价比较高

✓ **历史横向对比：**银行板块当前PB仅0.77x，处于历史底部区间。当前估值对应隐含不良率超过13%（而19Q3实际不良率仅1.46%），安全边际较足；

✓ **行业间纵向比较：**银行1ROE水平（年化）为14%，行业排名前五，盈利能力相对较强，但估值最低，极具配置价值。

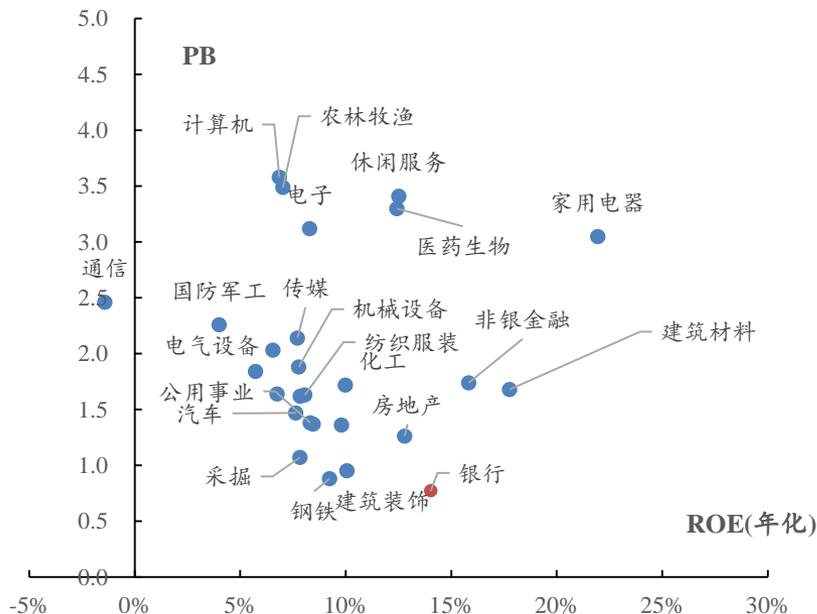
◆高股息率：大行均在4%以上，估值稳定的情况下可获得稳健的投资收益

✓ 板块整体股息率在3.9%左右，国有五大行股息率均在4%以上，高于3%左右的十年期国债收益率。

图表：银行板块PB水平处于历史最低水平



图表：银行板块估值(PB)低，盈利能力(ROE)相对较强



图表：银行股息率与10年期国债收益率水平（%）

（10年期国债收益率：3%左右）



图表：个股估值情况以及相比历史的水平

上市银行	19PB	20PB	19PB跌至08年以来			最近10年		最低点日期	股息率
			底部空间	最高	平均	最低			
工商银行	0.83	0.76	0.53%	3.01	1.29	0.83	2016-2-15	4.33%	
建设银行	0.85	0.78	6.49%	3.11	1.28	0.80	2016-2-29	4.31%	
农业银行	0.73	0.67	新低	1.57	1.02	0.74	2019-8-26	4.80%	
中国银行	0.65	0.61	新低	2.35	1.07	0.68	2019-8-26	5.07%	
交通银行	0.59	0.55	新低	3.15	1.06	0.63	2019-8-30	5.44%	
招商银行	1.58	1.39	76.19%	4.35	1.68	0.90	2014-3-20	2.61%	
中信银行	0.66	0.60	新低	3.39	1.20	0.67	2019-1-2	3.83%	
浦发银行	0.71	0.63	5.82%	4.92	1.25	0.67	2019-1-2	2.94%	
民生银行	0.61	0.55	新低	3.29	1.23	0.61	2019-8-7	5.59%	
兴业银行	0.80	0.71	11.54%	1.61	1.07	0.71	2019-1-2	3.65%	
光大银行	0.69	0.63	4.99%	4.12	1.12	0.66	2018-8-17	3.90%	
华夏银行	0.53	0.49	新低	2.57	1.13	0.56	2019-8-7	2.34%	
平安银行	1.06	0.94	45.63%	4.83	1.41	0.73	2018-7-5	0.95%	
北京银行	0.60	0.55	新低	3.59	1.26	0.63	2019-8-27	5.14%	
南京银行	0.90	0.80	9.45%	3.17	1.37	0.83	2014-3-10	4.74%	
宁波银行	1.79	1.63	86.34%	5.00	1.82	0.96	2014-3-10	1.50%	
上海银行	0.82	0.66	新低	1.97	1.06	0.87	2019-5-23	4.90%	
贵阳银行	0.93	0.67	7.69%	3.42	1.48	0.87	2019-8-15	4.34%	
杭州银行	0.84	0.78	2.00%	2.39	1.16	0.82	2019-1-2	2.87%	
江苏银行	0.71	0.63	3.15%	2.54	1.10	0.69	2019-1-2	4.93%	
成都银行	0.87	0.77	新低	2.35	1.21	0.91	2019-8-9	4.10%	
郑州银行	0.82	0.75	新低	1.94	1.13	0.91	2019-11-15	3.36%	
长沙银行	0.85	0.75	新低	1.76	1.12	0.93	2019-8-30	3.27%	
青岛银行	1.12	1.00	新低	2.23	1.55	1.32	2019-8-15	3.53%	
西安银行	1.19	1.16	新低	2.91	1.86	1.45	2019-8-15	2.38%	
无锡银行	0.86	0.80	新低	5.01	1.74	0.89	2019-8-30	3.44%	
常熟银行	1.29	1.22	15.83%	3.79	1.89	1.12	2019-1-2	2.23%	
江阴银行	0.69	0.63	新低	4.77	1.77	0.72	2019-8-30	1.15%	
苏农银行	0.73	0.68	新低	3.25	1.54	0.83	2019-1-2	2.01%	
张家港行	1.02	0.93	6.60%	7.39	2.22	0.96	2019-8-15	2.69%	
紫金银行	1.70	1.53	10.33%	4.02	2.18	1.54	2019-1-3	1.61%	
青农商行	1.33	1.20	新低	2.94	1.93	1.55	2019-8-7	2.56%	

继续看好银行板块2020年投资价值

1) 低估值+高股息率：

当前银行板块整体估值水平为0.77x，对应上市银行隐含不良率超过13%（19Q3实际不良率仅1.46%），安全边际较足，性价比优。板块股息率在3.9%左右，国有大行股息率大多在4%以上，远高于十年期国债收益率3%左右的水平；

2) 资产质量：行业不良认定逐步趋严，资产质量为近年来“最干净、扎实”，利于估值提升；

3) 资金与交易层面：扩大资本市场对外开放的背景下，外资持续流入的趋势不变，各类投资风格中价值投资占比将有所提升，利好银行板块。

个股关注2条主线：

1) 用心经营客群，强者恒强、负债稳定的优质零售银行：招行、常熟、邮储等；

2) 低估值、不良贷款出清力度较大、对公业务综合能力较优的银行，工行等。

- 1、宏观经济下滑，资产质量加速恶化。** 银行客户（尤其是对公客户）受经济波动影响，若经济大幅下滑会影响客户经营，最终带来银行资产质量恶化。
- 2、利率市场化、金融业对外开放进程加快。** 一方面LPR利率并轨的推进，确给银行的资产端带来一定的下行压力，另一方面未来央行或考虑推进存量贷款改进机制，如果政策超预期趋严，会给银行带来一定的息差压力。此外金融开放推进的大背景下，若海外金融机构大量进入中国市场恶性竞争，会对银行基本面带来一定压力。
- 3、居民信用风险。** 若未来失业率大幅上升，居民信用卡、消费贷等资产质量或有一定影响。
- 4、银行理财子公司陆续成立后，在转型过程中，存量资产的风险或陆续出清。**

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。