



商业银行

2020.01.03

蛟龙得水

——2019 年银行板块行情复盘

	袁梓芳(分析师)	郭昶皓(研究助理)
	021-38676284	021-38031652
	yuanzifang@gtjas.com	guochanghao@gtjas.com
证书编号	S0880519060001	S0880118080077

本报告导读:

复盘 2019，板块估值温和修复，龙头行情持续演绎，恰如蛟龙得水。展望 2020，板块景气度下行及改革政策接连落地，催化银行间分化加剧，选股需稳操胜券。

摘要:

- **投资建议:** 考虑对经济的悲观预期正逐步修复，建议积极布局银行板块全年投资机会。选股方面，2020 年板块景气度边际走弱，且各项监管政策对银行的经营能力要求不断提高，催化不同银行之间基本面差距继续拉大。因此选股策略需“稳操胜券”，重点推荐下行周期竞争优势更加凸显的零售型银行——平安银行、招商银行、宁波银行、常熟银行和邮储银行（H 股）。同时也推荐高性价比优秀银行——兴业银行、南京银行和光大银行。
- **全年背景:** 行业景气好于预期。2019 年银行板块营收及拨备前利润如市场预期出现向下拐点。而由于此前银行一直采取多提拨备策略，因此利润增速保持稳定。此外，充足的拨备有助于不良快速消化，不良生成端也整体平稳，最终使得资产质量好于市场预期。业绩稳定是 2019 年板块行情的有力支撑。
- **板块表现:** 全年绝对收益为主。① 2019 年全年银行板块涨幅为 27.2%，位居行业第 12 名，板块估值温和修复，有绝对收益而无相对收益；② 具体到全年行情表现看，外生事件对经济预期的负面冲击和板块基本面相对稳定之间的矛盾一直存在，二者的相对强弱主导了全年板块走势。经济预期向好、政策环境偏松的时段，银行板块录得绝对收益。经济预期恶化、政策环境不利的时段，银行板块因投资者风险偏好走低而录得相对收益。
- **个股表现:** 龙头行情持续演绎。① 2019 年板块龙头行情非常明显且持续全年。涨幅排名前四的平安银行、宁波银行、招商银行和常熟银行，均属于市场认知度高、大零售特征鲜明的优质银行股，恰如蛟龙得水。因此板块分化明显，银行龙头估值水平与板块整体差距重新拉大，而子行业排名靠后的银行出现了估值下滑。② 外资介入对银行股投资风格的影响也不容忽视。外资投资偏好确实助推了龙头行情，但同时外资也重点增持了一批高 ROE 低 PB 城商行，后续外资风格变动需持续跟踪。③ 展望 2020 年，板块景气度边际走弱，且各项监管政策对银行经营能力要求不断提高，将催化银行间基本面差距继续拉大。估值持续分化的可能性高过估值收敛，选股需稳操胜券，优选下行周期竞争优势更加凸显的银行。
- **风险提示:** ① 经济失速下滑，导致信用风险全面爆发；② 政策环境超预期收紧，致使银行营收及监管压力加大。

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

相关报告

商业银行《利率并轨更进一步，零售银行影响较小》	2019.12.29
商业银行《企业融资持续回暖，M2 增速有望改善》	2019.12.11
商业银行《12 月策略：播种来年，重视邮储》	2019.12.02
商业银行《信贷小月更小，长贷继续改善》	2019.11.11
商业银行《息差小幅反弹，不良继续改善》	2019.11.05

目 录

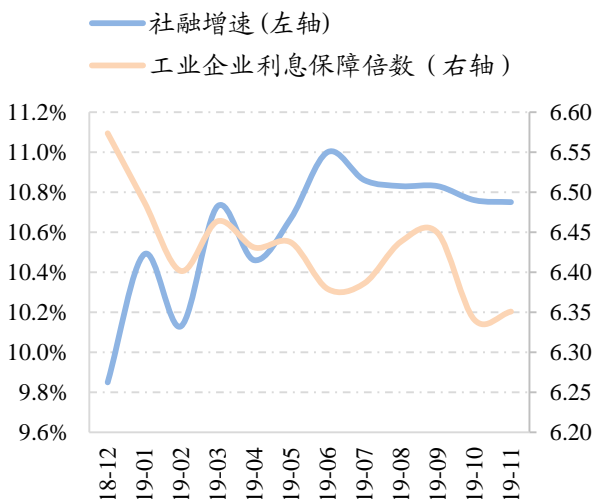
1. 全年背景：行业景气好于预期.....	3
2. 板块表现：全年绝对收益为主.....	3
3. 个股表现：龙头行情持续演绎.....	5
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示.....	8

1. 全年背景：行业景气好于预期

信用环境喜忧参半。回顾 2019 年，GDP 增速下滑、外生扰动事件频发的大背景下，整体信用环境喜忧参半。喜的是，社融增速在经历了 2018 年末的低点后，在专项债和表内信贷的带动下开始逐月企稳回升，企业融资条件边际改善。忧的是，企业还款能力边际下滑、债券违约事件频现，信用风险存在爆发可能。这一信用环境下，2019 全年宏观经济指标及风险事件驱动板块行情出现波动，下面还将展开分析。

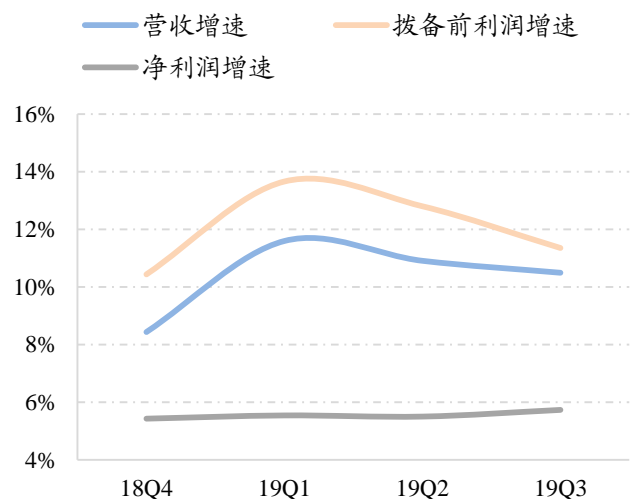
行业景气好于预期。经济景气度向下叠加同业负债成本改善消退，使得银行板块营收及拨备前利润如市场预期出现向下拐点。而由于此前银行一直采取多提拨备策略，因此利润增速保持稳定。此外，充足的拨备有助于不良快速消化，不良生成端整体平稳，最终使得资产质量好于市场预期。

图 1：社融增速逐月企稳，企业还款能力下滑



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 2：2019 年板块出现景气拐点，但仍好于预期

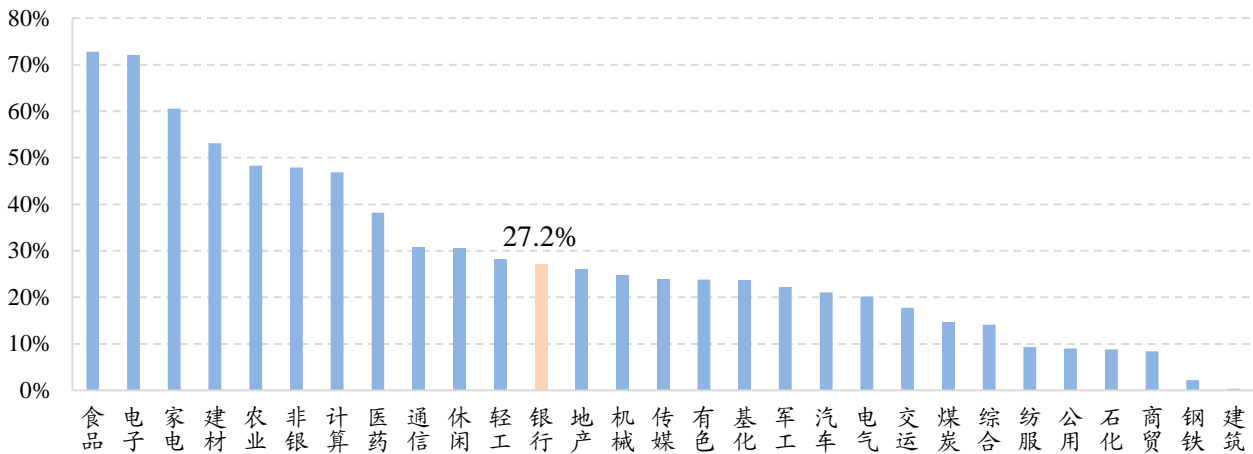


数据来源：wind，国泰君安证券研究。样本为老 16 家银行。

2. 板块表现：全年绝对收益为主

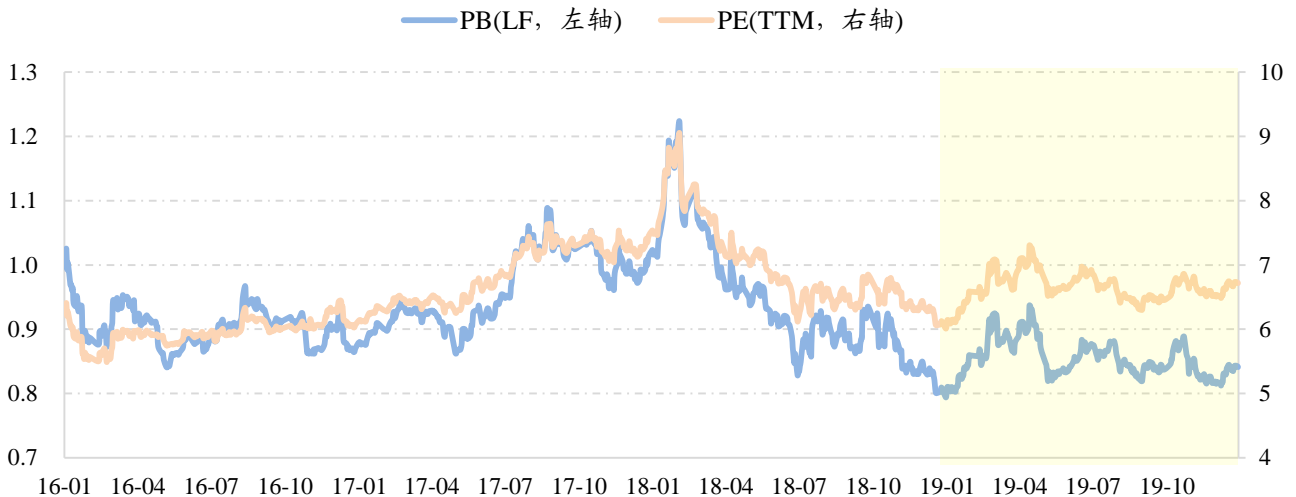
行业涨幅位居中游。从涨跌幅看，2019 年全年银行板块涨幅为 27.2%，位居行业第 12 名，基本与大盘涨幅一致。考虑到 2018 年全年银行板块涨幅为 -10.9%，因此 2019 年板块已完全修复了 2018 年的下跌幅度。从估值水平看，整体实现温和修复。在经历了一季度的普涨行情后，板块 PE 估值已修复到 2015 年牛市过后的平均水平，而 PB 估值因 ROE 的摊薄作用，仍处于历史低位。

图 3: 2019 年板块涨幅 27.2%，位居行业第 12 位，基本与大盘涨幅一致



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。ROE 数据为万得 2019 年一致预期。

图 4: 2019 年板块 PE 估值修复到平均水平，而 PB 估值仍在历史低位



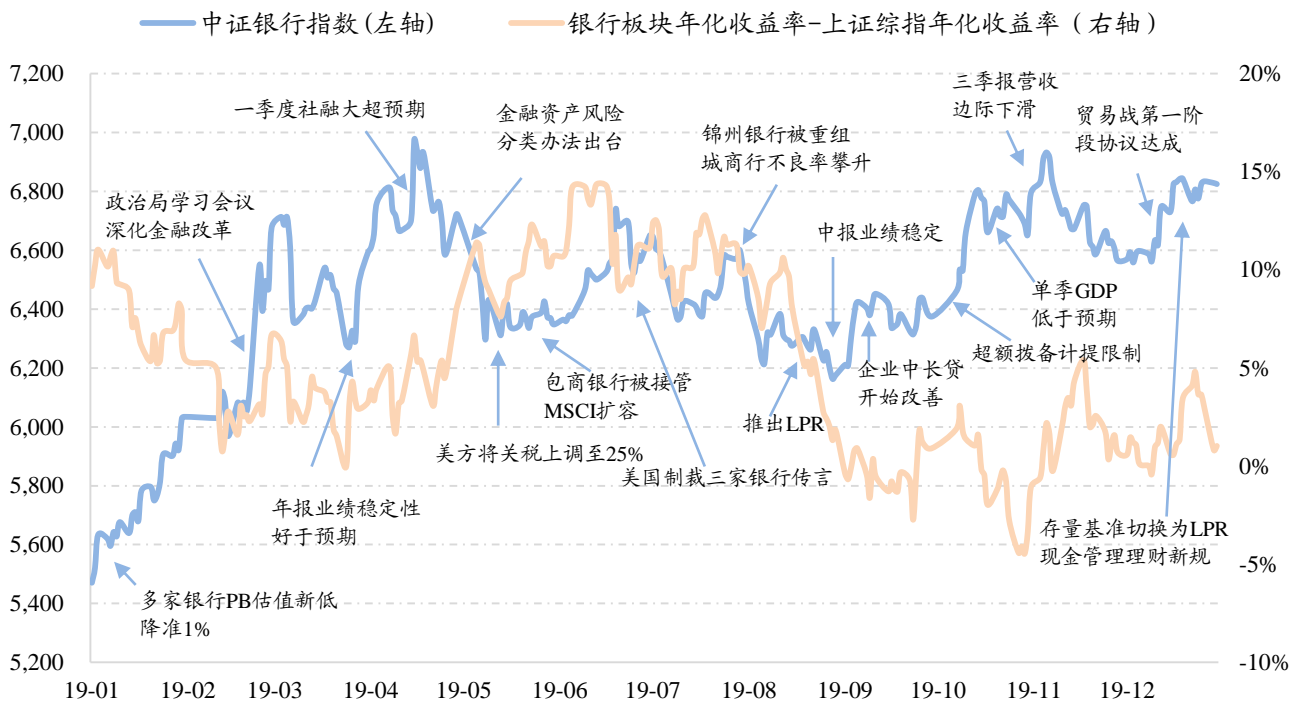
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。ROE 数据为万得 2019 年一致预期。

全年绝对收益为主。具体到全年的行情表现看，整体存在绝对收益，而基本没有相对收益。**外生事件对经济预期的负面冲击和板块基本面相对稳定之间的矛盾一直存在，二者的相对强弱主导了全年板块走势。**经济预期向好、政策环境偏松的时段，银行板块录得绝对收益。经济预期恶化、政策环境不利的时段，银行板块因投资者风险偏好走低而录得相对收益。2019 年全年行情大致分为以下四个阶段：

- 1. 1月-4月：有绝对收益，无相对收益。**这一时间段大盘受益市场情绪阶段性修复迎来大涨。就银行板块而言，由于估值处于历史底部、货币政策宽松、金融改革预期和社融数据开门红多重因素叠加，银行板块在开年取得了非常明显的绝对收益，但仍旧跑输大盘。
- 2. 4月-8月：无绝对收益，有相对收益。**这一时间段贸易战持续恶化主导市场情绪，同时包商银行被接管、金融资产风险分类办法的出台也使得市场风险偏好走低，上证指数整体处于下跌区间。而由于板块本身防御属性仍在，取得了不错的相对收益。

3. **8月-11月：有绝对收益，无相对收益。**这一时间段经历了锦州银行被重组，以及LPR意外落地，政策环境边际收紧。但银行中报集中披露后，证明上市银行基本面并未明显受到此前风险事件的冲击，板块行情整体稳定。随后由于超额拨备计提限制公开征求意见，形成银行利润释放预期，带动板块大幅上涨。上涨势头最终止步于三季报集中披露、银行景气下行。
4. **11月-12月：无绝对收益，无相对收益。**这一时间段处于财报披露真空期，行情波动主要由外生事件导致。利好方面，贸易战协议初步达成，且出现资管新规放松预期；利空方面，存款贷款基准利率切换给银行息差带来负面冲击。

图 1：2019 年影响银行板块行情波动的主要事件及政策



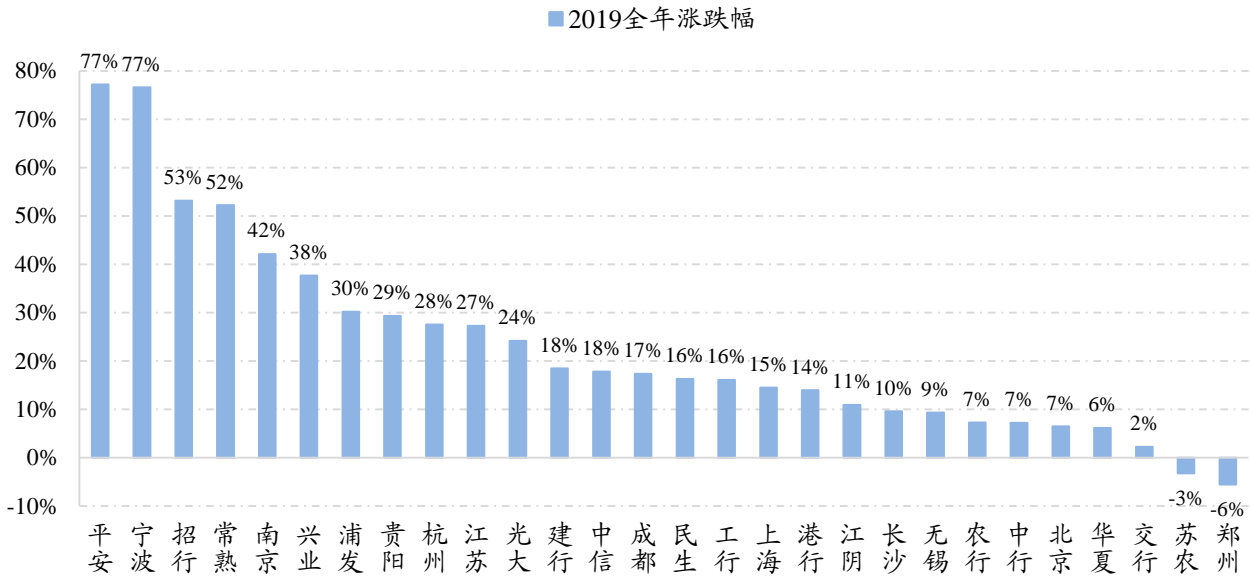
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。银行板块年化收益率-上证综指年化收益率用来考察相对收益。

3. 个股表现：龙头行情持续演绎

龙头行情持续演绎。从个股涨跌幅情况看，2019 年龙头行情非常明显，如同标题所说的“蛟龙得水”。其中，平安银行、宁波银行、招商银行和常熟银行均属于市场认知度高、大零售特征鲜明的优质银行股。同时，从每月的涨幅排行榜看，这四家银行占据了 10 个月的涨幅榜榜首位置，说明龙头行情持续全年。

对比 2018 年的涨幅情况，可更为直观地感受 2019 年的龙头行情。2018 年涨幅前五的银行股为上海银行、农业银行、交通银行、光大银行和中国银行，除上海银行有持续改善的逻辑外，其余四家银行均为估值低、股息率高、业绩相对稳定的银行。由于全年指数下跌幅度较大，因此在银行板块内部体现出了明显的防御风格。

图 6: 2019 年银行板块内部龙头行情持续演绎



数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。

表 1: 每月银行板块涨幅前五个股统计, 龙头行情持续全年

月度	第一	第二	第三	第四	第五
1月	平安银行	招商银行	建设银行	苏农银行	光大银行
2月	张家港行	长沙银行	江阴银行	郑州银行	无锡银行
3月	宁波银行	招商银行	南京银行	平安银行	兴业银行
4月	兴业银行	南京银行	常熟银行	平安银行	宁波银行
5月	宁波银行	江苏银行	中国银行	农业银行	南京银行
6月	平安银行	浦发银行	常熟银行	兴业银行	建设银行
7月	常熟银行	上海银行	南京银行	杭州银行	兴业银行
8月	平安银行	上海银行	宁波银行	民生银行	江苏银行
9月	宁波银行	南京银行	平安银行	杭州银行	浦发银行
10月	常熟银行	光大银行	张家港行	中信银行	工商银行
11月	招商银行	成都银行	北京银行	贵阳银行	民生银行
12月	常熟银行	平安银行	江阴银行	光大银行	张家港行

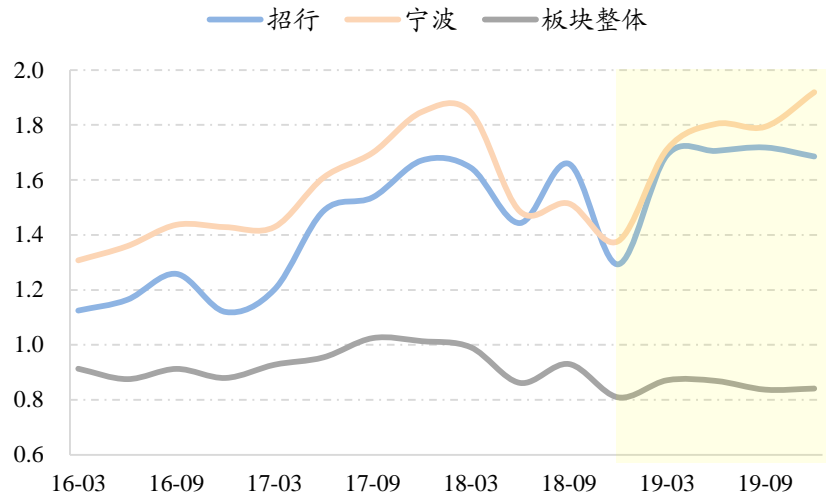
数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。标黄个股为全年涨幅前五个股。

估值差距重新拉大。2018 年的大盘熊市导致银行龙头估值下跌、板块内部估值收敛, 而 2019 年由于龙头行情演绎, 银行龙头估值水平与板块整体差距重新拉大。

与此同时, 仍有 9 家银行在 2019 年估值下滑, 主要可分为两类: ①业绩在子行业中排名靠后, 如, 如农业银行、中国银行、交通银行、华夏银行和北京银行。这也从反面印证了板块龙头享受更高估值溢价; ②次新股估值由明显溢价回归行业平均, 如长沙银行、苏农银行、无锡银行和

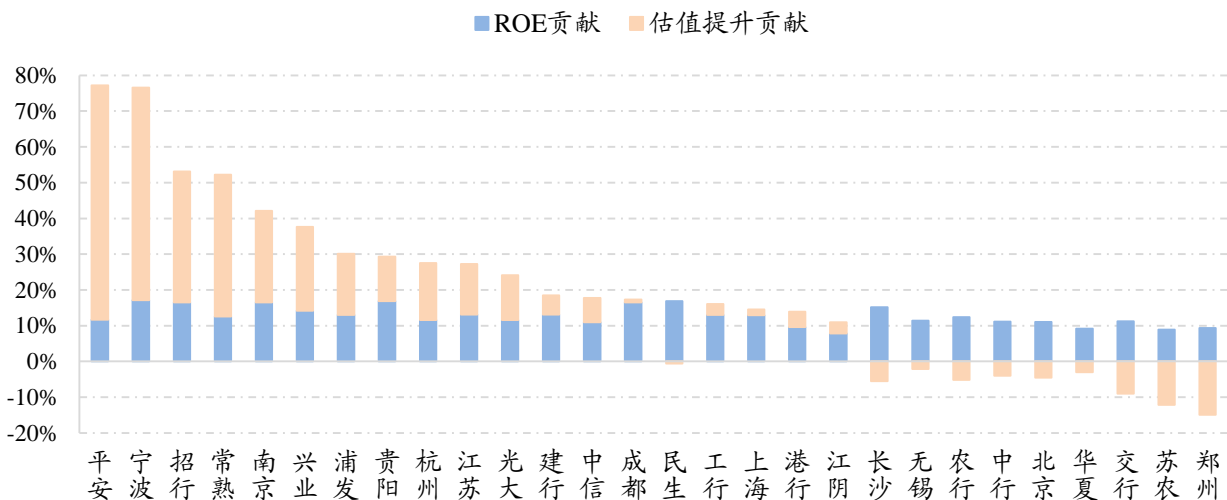
郑州银行。

图 7: 银行龙头估值水平与板块整体差距重新拉大



数据来源: wind, 国泰君安证券研究。折现为银行 PB (lf) 估值水平。

图 8: 2019 年仍有 9 家银行估值下滑

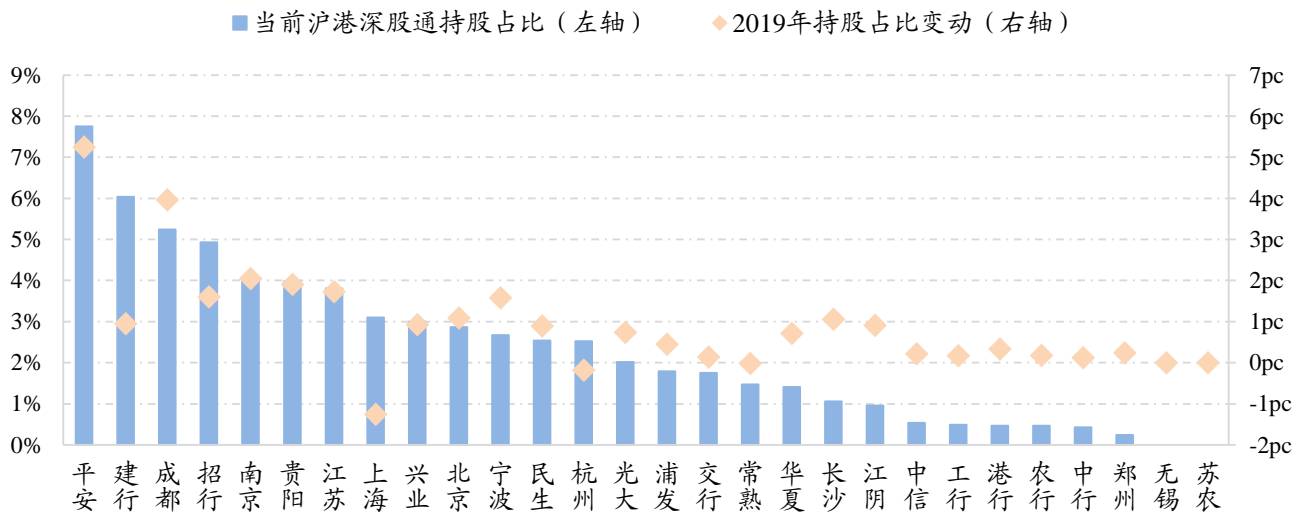


数据来源: 公司财报, 国泰君安证券研究。ROE 数据为万得 2019 年一致预期。

外资风格值得关注。“蛟龙得水”的另一个原因还在于外资流入。由于 MSCI 不断扩容, 且银行本身为权重板块, 因此外资对银行个股的偏好值得研究。以平安银行和宁波银行为例, 二者在 2019 年涨幅均为 77%, 但外资持股平安银行占比提高了 5.3pc, 而持股宁波银行占比仅提高 1.6pc。可见, 外资风格并非与 2019 年的涨幅榜完全匹配。

进一步分析发现, 除了平安银行、建设银行、招商银行等龙头外, 外资在 2019 年重点增持了成都银行、南京银行、贵阳银行、江苏银行等城商行。猜测或存在两个原因: ① MSCI 新扩容纳入后, 吸引被动资金配置; ② 城商行高 ROE 低 PB 的性价比吸引外资主动配置。后续外资风格变动仍需持续跟踪。

图 9：外资对板块龙头和高 ROE 城商行关注度高



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

4. 投资建议

考虑悲观经济预期正逐步修复，建议积极布局银行板块全年投资机会。选股方面，2020 年板块景气度边际走弱，且各项监管政策对银行的经营能力要求不断提高，催化不同银行之间基本面差距继续拉大。因此选股策略需“稳操胜券”，重点推荐下行周期竞争优势更加凸显的零售型银行——平安银行、招商银行、宁波银行、常熟银行和邮储银行（H 股）。同时也推荐高性价比优秀银行——兴业银行、南京银行和光大银行。

5. 风险提示

- ① 经济失速下滑，导致信用风险全面爆发；② 政策环境超预期收紧，致使银行营收及监管压力加大。

表 2: 上市银行最新估值表

	净利润增速		EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		评级	目标价 (元)
	19 年 E	20 年 E	19 年 E	20 年 E	19 年 E	20 年 E	19 年 E	20 年 E	19 年 E	20 年 E		
兴业银行	9.1%	10.7%	3.11	3.45	23.65	26.35	6.50	5.86	0.85	0.77	增持	25.20
民生银行	7.2%	6.3%	1.22	1.30	10.15	11.26	5.21	4.89	0.63	0.56	增持	8.13
平安银行	16.5%	17.0%	1.63	1.92	14.56	16.31	10.35	8.79	1.16	1.03	增持	21.84
招商银行	13.2%	14.3%	3.62	4.14	22.77	25.82	10.74	9.39	1.71	1.51	增持	43.00
中信银行	6.7%	6.7%	0.94	1.01	8.88	9.65	6.61	6.15	0.70	0.64	增持	8.54
光大银行	13.8%	12.1%	0.70	0.79	6.12	6.73	6.36	5.63	0.73	0.66	增持	6.12
华夏银行	7.5%	7.3%	1.40	1.51	14.09	15.41	5.50	5.10	0.55	0.50	增持	10.30
股份制	9.1%	9.5%					7.32	6.54	0.90	0.81		
工商银行	5.2%	5.5%	0.87	0.90	6.95	7.54	6.86	6.63	0.86	0.79	增持	8.10
农业银行	5.2%	6.1%	0.60	0.63	4.97	5.42	6.22	5.92	0.75	0.69	增持	4.75
中国银行	4.5%	6.4%	0.64	0.65	5.71	6.12	5.81	5.72	0.65	0.61	增持	5.02
建设银行	5.2%	5.2%	1.06	1.11	8.34	9.07	6.90	6.59	0.88	0.81	增持	8.74
交通银行	5.1%	5.7%	1.01	1.07	9.35	10.11	5.62	5.31	0.61	0.56	增持	7.21
邮储银行 (H 股)	16.3%	13.8%	0.72	0.82	5.79	6.35	6.64	5.83	0.83	0.75	增持	6.47 (港元)
国有行	5.6%	6.1%					6.34	6.00	0.76	0.70		
北京银行	9.2%	9.5%	1.00	1.10	9.13	9.86	5.73	5.21	0.63	0.58	增持	7.80
南京银行	15.1%	14.2%	1.45	1.67	9.15	10.36	6.11	5.31	0.97	0.86	增持	10.49
宁波银行	21.0%	21.8%	2.51	3.03	15.00	17.52	11.59	9.60	1.94	1.66	增持	31.11
贵阳银行	11.2%	11.4%	2.48	2.77	15.07	17.34	3.87	3.47	0.64	0.55	谨慎增持	15.45
江苏银行	13.6%	13.7%	1.20	1.37	9.81	10.93	6.06	5.31	0.74	0.67	增持	9.42
杭州银行	17.8%	17.2%	1.14	1.36	10.15	11.25	8.19	6.87	0.92	0.83	增持	11.17
成都银行	18.7%	18.0%	1.53	1.80	9.82	11.16	5.92	5.03	0.92	0.81	增持	10.80
城商行	14.9%	15.3%					6.58	5.66	0.94	0.83		
常熟银行	22.1%	17.3%	0.79	0.96	6.68	7.39	11.56	9.51	1.37	1.24	增持	9.02
江阴银行	9.5%	12.7%	0.46	0.49	5.41	5.77	10.20	9.57	0.87	0.81	增持	6.83
无锡银行	12.3%	12.5%	0.67	0.75	6.38	6.92	8.31	7.43	0.87	0.80	增持	8.52
苏农银行	13.0%	11.3%	0.53	0.56	6.44	6.82	10.04	9.50	0.83	0.78	增持	6.00
张家港行	11.4%	12.8%	0.51	0.58	5.67	6.12	11.69	10.28	1.05	0.97	增持	7.66
农商行	14.9%	13.9%					10.36	9.26	1.00	0.92		
上市行	7.1%	7.6%					7.45	6.66	0.91	0.82		

数据来源: wind, 国泰君安证券研究。收盘日期为 2020 年 1 月 2 日。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		