万联证券 WANLIAN SECURITIES



# 三季度净息差好于预期 资产质量平稳

## ——银行行业投资策略报告

**同步大市（维持）**

日期：2020 年 11 月 03 日

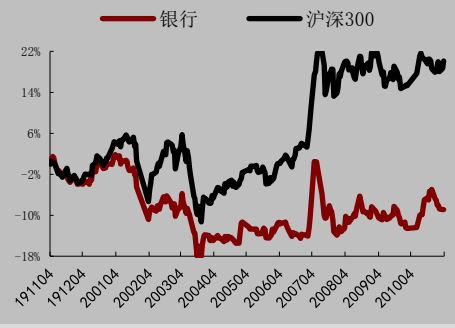
**投资要点：**

- **三季度净息差表现好于市场预期，资产质量表现符合预期：**上市银行三季度营收端规模贡献度下降，部分银行净息差好于预期，手续费收入增速基本持平于二季度，其他非息收入受资金利率的上行拖累，保持负增长，整体拨备前利润增速放缓。拨备保持高位，但是同比增速下行，净利润增速跌幅收窄。资产质量方面，各项指标趋于稳定，不良率仅微幅上行，也和我们此前的预期保持一致。
- **四季度负债端的压力持续存在：**当前的各项政策预期下，整个市场的流动性基本处于中性状态。结构性存款的压降已到尾声，相对而言股份行的压力较大。供给端，利率债的压力在 10 月以后开始明显下行。但是考虑未来两个月近 3.5 万亿的同业存单到期规模，部分银行负债端的压力不减，预计资金利率短期将维持高位区间。虽然短期降低结构性存款有利于降低负债端成本，但是考虑到近期同业负债成本的显著抬升，近 3 个月均值已经上升了 1 个百分点。因此，我们预计负债端对净息差的助推作用或在四季度被削减。因此，整体负债端的压力持续存在。
- **中短期看资产质量悲观预期或持续修复：**三季度 GDP 增速较二季度继续上行，只是上升幅度缩小，但是总体保持向好态势。展望 2021 年，我们认为对公贷款和零售贷款的不良周期曲线或有再次波动的可能。主要是考虑到疫情的不确定性以及政策推动效应递减后对经济的影响，即便在货币政策或仍保持相对宽松格局，整个经济增速再次出现波动。
- **投资策略：**维持预期修复下的估值再分化行情判断。当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力。部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。综合考虑短中长期的影响因素，推荐招商银行、宁波银行、平安银行。
- **风险因素：**疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动。如果整体经济持续走弱，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。

**盈利预测和投资评级**

| 股票简称 | 19A | 20E | 21PE | 评级 |
|---|---|---|---|---|
| 招商银行 | 23.05 | 25.63 | 28.64 | 增持 |
| 宁波银行 | 15.19 | 17.14 | 19.83 | 增持 |
| 平安银行 | 14.07 | 15.12 | 16.53 | 增持 |

**银行行业相对沪深 300 指数表**




**数据来源：**WIND，万联证券研究所

**数据截止日期：** 2020 年 11 月 03 日

**相关研究**

万联证券研究所 20201031_银行业周观点_AAA_三季度整体净息差收窄幅度缩小

万联证券研究所 20201030_公司季报点评_AAA_手续费收入快速增长 资产质量好于预期

**分析师：** 郭懿

执业证书编号： S0270518040001

电话： 01056508506

邮箱： guoyi@wlzq.com.cn

万联证券

# 目录

1、当前银行板块的投资逻辑.....3
2、2020 年三季度业绩总结.....4
2.1 拨备保持高位，营收继续放缓.....4
2.2 部分银行存款成本略有下行，助力单季度净息差回升.....4
2.3 资产质量相关各项指标整体趋稳.....6
2.4 零售业务的推动带动手续费净收入高增.....6
3、维持短期经济复苏带动资产负债表修复观点.....6
3.1 短期经济处于弱复苏趋势.....7
3.2 2021 年资产质量的展望预期.....7
4、三季度净息差好于预期 四季度压力仍存.....8
4.1 三季度整体净息差表现好于我们此前预期.....8
4.2 供给端压力以及监管规范，负债端压力持续存在.....9
4.3 预判 2021 年货币政策仍偏宽松.....12
5、银行板块投资策略.....13
5.1 当前银行板块的 PB 估值 0.74 倍.....13
5.2 部分银行股息率已经超过 5%.....13
5.3 银行板块的投资策略.....13
6、风险提示.....14

图表 1：主要指标增速.....4
图表 2：存款增速高位回落.....5
图表 3：2020 年中期存款成本.....5
图表 4：2020 年中期存款成本上升幅度.....5
图表 5：拨备覆盖率指标.....6
图表 6：实际 GDP 单季增速.....7
图表 7：年度贷款核销规模.....8
图表 8：结构性存款短期大幅下滑.....9
图表 9：同业存单的发行情况.....10
图表 10：结构性存款结构变动.....10
图表 11：各月新增政府债.....11
图表 12：同业存单各月到期规模.....11
图表 13：净息差.....12
图表 14：宏观杠杆率.....12
图表 15：银行板块 PB 估值.....13
图表 16：部分银行股息率.....13

万联证券

## 1、当前银行板块的投资逻辑

上市银行三季度营收端规模贡献度下降，部分银行净息差好于预期，手续费收入增速基本持平于二季度，其他非息收入受资金利率的上行拖累，保持负增长，整体拨备前利润增速放缓。拨备保持高位，但是同比增速下行，净利润增速跌幅收窄。资产质量方面，各项指标趋于稳定，不良率仅微幅上行，也和我们此前的预期保持一致。

今年二季度以来，国内经济逐步复苏，各项宏观经济指标明显好转。二季度 GDP 同比增速 3.2%，三季度同比增速 4.9%。虽然三季度 GDP 增长数据弱于市场预期，但是从各项指标的结构看，仍处于复苏过程中，均有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。且三季度经济数据披露后，国内经济数据进入短期的真空期。从数据的角度看，明年一季度预计是 GDP 的同比高点。如果考虑新冠疫苗的投产情况，我们预计明年经济整体处于恢复期。

不过，短期信贷大幅扩张后，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后。在此之前，经济修复力度，将直接影响银行资产质量的预期。因此，银行资产质量压力，在未来一段时间内对银行板块仍将形成持续扰动。展望 2021 年，我们认为对公贷款和零售贷款的不良周期曲线或有再次波动的可能。主要是考虑到疫情的不确定性以及政策推动效应递减后对经济的影响，即便在货币政策或仍保持相对宽松格局，整个经济增速再次出现波动。

基于目前已经公布的各项数据预判，受贷款市场报价利率(LPR)下行、拨备计提力度加大等因素影响，2020年银行板块整体业绩增速明显下行，或持续到明年一季度前后。

当前的各项政策预期下，整个市场的流动性基本处于中性状态。结构性存款的压降已到尾声，相对而言股份行的压力较大。供给端，利率债的压力在10月以后开始明显下行。但是考虑未来两个月近3.5万亿的同业存单到期规模，部分银行负债端的压力不减，预计资金利率短期将维持高位区间。虽然短期降低结构性存款有利于降低负债端成本，但是考虑到近期同业负债成本的显著抬升，近3个月均值已经上升了1个百分点。因此，我们预计负债端对净息差的助推作用或在四季度被削减。因此，整体负债端的压力持续存在。

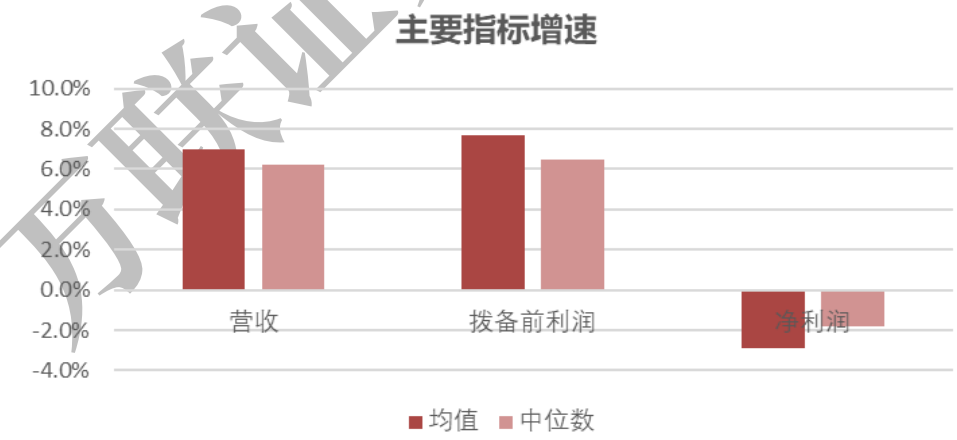
维持预期修复下的估值再分化行情判断。当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力。部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的招商银行、宁波银行和平安银行。

# 2、2020 年三季度业绩总结

## 2.1 拨备保持高位，营收继续放缓

2020年前三季度上市36家银行整体营收增速的均值是7%，中位数是6.2%，拨备前利润增速均值是7.7%，中位数是6.5%，净利润增速均值为-2.9%，中位数为-1.8%。减值损失增速均值为25.4%，中位数为28%。营收和拨备前利润增速继续延续2019年2季度以来的缓慢下行态势。归母净利润增速则受减值损失计提力度加大拖累，由正转负，但是较二季度跌幅收窄。其中，2020年前三季度拨备占营收的比重仍保持高位，中位数达到35.5%。

图表1：主要指标增速

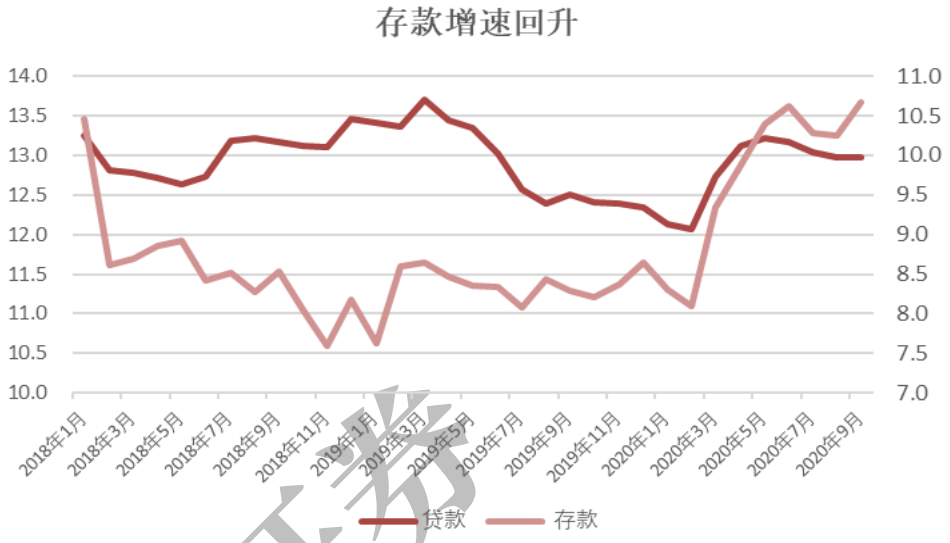



*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

## 2.2 部分银行存款成本略有下行，助力单季度净息差回升

前三季度受短期贷款大量投放影响，大部分银行的存款实现了较高增长，存款增速的平均值达到 12.2%，高于行业平均水平 10.67%的增速。

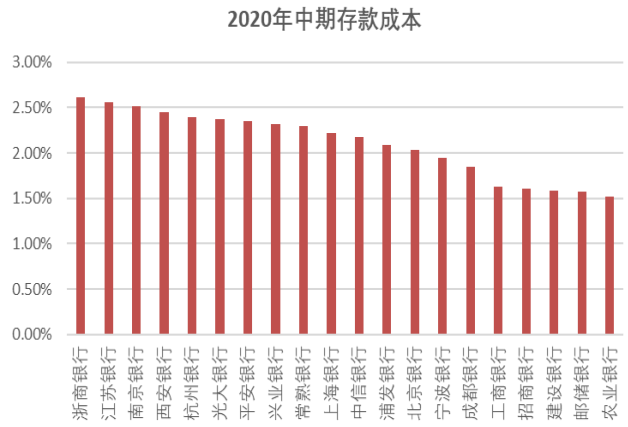
图表2：存款增速高位回落




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

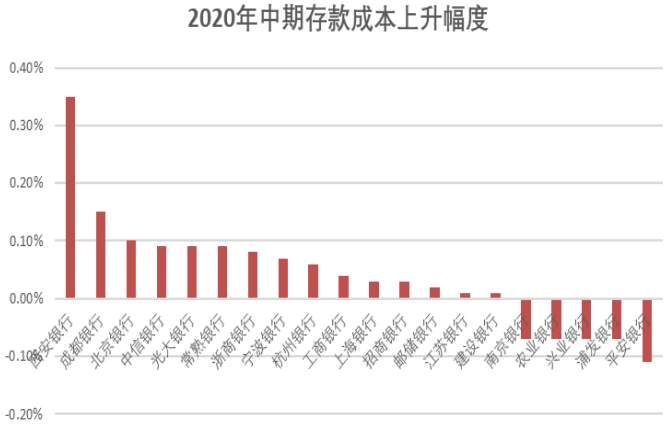
不过，结合三季度公布的数据看，大部分银行存款的总体成本略有下行。结合2020年中期数据，整体存款的平均成本为2.1%。考虑到对结构性存款以及保本理财的替代，我们预计三季度存款成本在此基础上略有下降。

图表 3：2020 年中期存款成本




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

图表 4：2020 年中期存款成本上升幅度




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

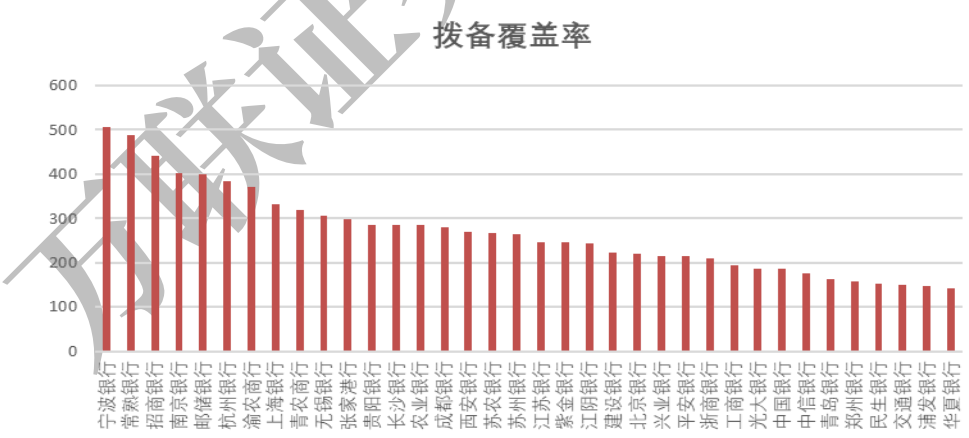
此外，受存款成本的下行以及新增贷款结构的影响，三季度单季，部分银行净息差环比有所上行。

## 2.3 资产质量相关各项指标整体趋稳

三季报数据显示，大部分上市银行不良率仅略有上升，其中大行的不良率上升相对较大，预计和延期还本付息政策有关。大部分银行的不良核销转出率和不良生成率指标环比有所下降。

信用成本方面，3 季度信用成本率 1.35%，较二季度环比下行 26 个 BP。不过从拨备覆盖率的角度看，2020 年三季度的均值在 217%，环比下降 5 个百分点。其中，股份行的拨备覆盖率低于均值水平 15 个百分点。从风险覆盖的角度看，股份行相对较弱。

图表 5：拨备覆盖率指标




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

## 2.4 零售业务的推动带动手续费净收入高增

手续费方面，整体保持稳健增长。其中城商行和农商行增速相对较快。主要是受到下半年零售贷款快速增长带动的银行卡业务以及相关代理业务收入增长的推动。从环比角度看，三季度增速环比略有下行。

其他非息收入方面，受到资金市场利率上行对交易性资产造成的波动，跌幅继续扩大，对非息收入造成一定的拖累。

# 3、维持短期经济复苏带动资产负债表修复观点

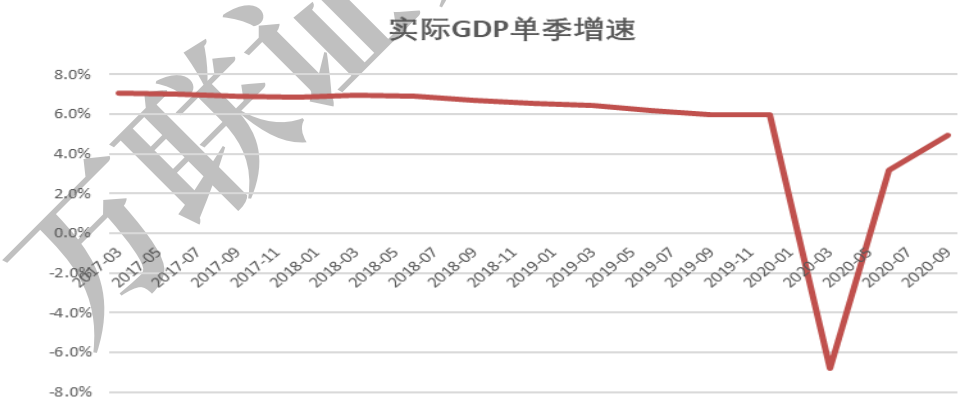
此前，我们预判虽然国内经济活动已经逐步恢复，而且国外的疫情也有好转，但是我们预计三季度资产质量还是会有一定的波动。另外，鉴于宽信用和宽货币的大环境，问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行，上升的幅度可能低于市场预期。

部分银行公布了分项资产的不良率数据看，整体表现趋稳，大部分上市银行不良率仅略有上升。和我们预期基本一致。我们认为短期主要是受到政策支持下的短期经济复苏带动。

## 3.1 短期经济处于弱复苏趋势

今年二季度以来，国内经济逐步复苏，各项宏观经济指标明显好转。二季度 GDP 同比增速 3.2%，三季度同比增速 4.9%。虽然三季度 GDP 增长数据弱于市场预期，但是从各项指标的结构看，仍处于复苏过程中。且，三季度经济数据披露后，国内经济数据进入短期的真空期。

图表6：实际GDP单季增速




*资料来源：国家统计局，万联证券研究所*

短期国内外经济活动的逐步恢复，以及对新冠疫情产生的影响进一步了解和认识，有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。从我们的市场调研数据，以及目前上市公司公布的数据看，各项贷款的资产质量数据均有所好转。不良生成率好于预期，逾期率数据也有所好转。

此外，市场普遍预期当前的弱复苏会持续到明年一季度前后。仅从数据的角度看，明年一季度预计是 GDP 的同比高点。如果考虑新冠疫苗的投产情况，我们预计明年经济整体处于恢复期。

## 3.2 2021年资产质量的展望预期

展望 2021 年，我们认为对公贷款和零售贷款的不良周期曲线或有再次波动的可能。主要是考虑到疫情的不确定性以及政策推动效应递减后对经济的影响，即便在货币政策或仍保持相对宽松格局，整个经济增速再次出现波动。

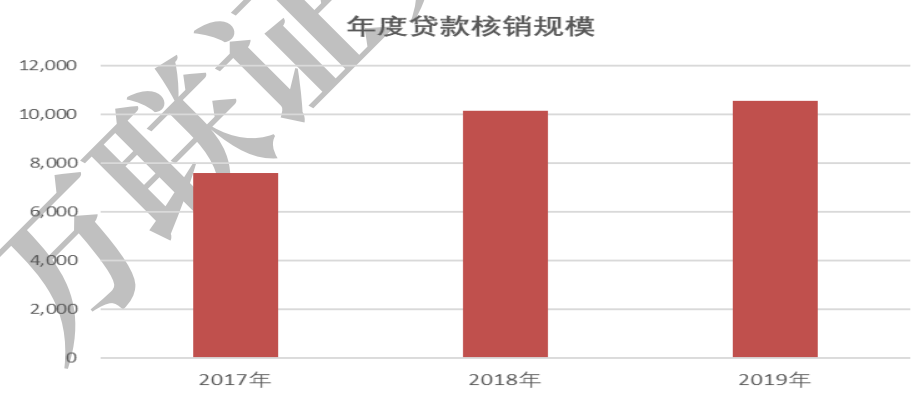
此外，短期信贷大幅扩张后，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后。在此

之前，经济修复力度，将直接影响银行资产质量预期。因此，银行资产质量压力，在未来一段时间内对银行板块仍将形成持续扰动。

由于信用风险暴露的滞后性，2019年末暴雷的企业又多为大企业，预计2020年银行板块整体的不良生成率、不良率等指标均会趋势性上升。

综合考虑这些因素，我们认为今年银行业会加大问题资产的整体处理力度，核销金额较2019年大幅上升。从过去三年的不良贷款核销数据看，持续上升趋势，2019年累计贷款核销规模1.06万亿，略高于2018年。2020年，考虑到疫情防控过程中对银行资产质量的影响，以及市场出清的尾部风险，预计整个2020年核销力度降加大，总规模上行1000-1500亿元左右。

图表7：年度贷款核销规模




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

## 4、三季度净息差好于预期 四季度压力仍存

### 4.1 三季度整体净息差表现好于我们此前预期

关于息差，我们在中期策略中判断，下半年资产端收益率的下行速度和幅度均快于负债端，因此上市银行净息差将继续收窄，全年净息差收窄幅度在8BPS左右，不同银行之间会有明显分化。

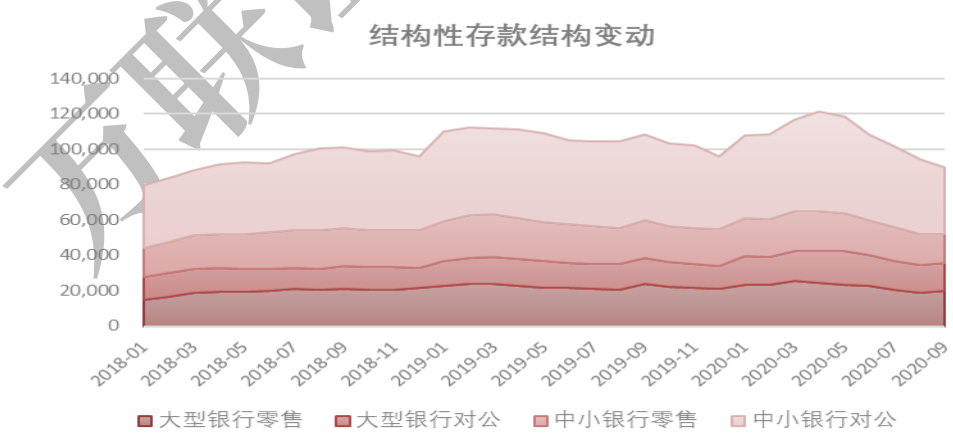
7月以来，受供求关系的影响，市场融资利率持续上行。截至10月30日，银行同业存单发行利率均值已回升至3.12%的较高水平。而从上市银行三季度的净息差数据看，资产端收益率受结构调整因素影响，出现明显分化，而负债端成本率方面，基本处于稳定或有小幅下行，其中存款成本的下行基本是结构性因素，即一般存款或者同业负债对结构性存款以及保本理财的替代，共同带动了整个负债端成本的下行。因此，净息差的表现好于我们此前的预期。

## 4.2 供给端压力以及监管规范，负债端压力持续存在

但是由于结构性存款的压降以及供给端利率债的持续增加，使得整体银行负债端的融资利率持续上升。

7 月下旬以来，存款荒现象再现，部分银行存款面临一定的压力。存款荒现象的再次出现，我们认为主要受以下因素的影响，6 月初监管窗口指导部分股份制商业银行，要求于 2020 年年底，将结构性存款的规模压降至 2019 年末的三分之二，同时也为了打击短期的资金空转套利行为，因此结构性存款被动压降，直接导致商业银行存款减少。数据显示，全国性银行 7 月末结构性存款余额为 10.17 万亿元，环比 6 月下降 6547 亿元，较今年 4 月的最高峰 12.14 万亿元，下降近 2 万亿元。结构性存款的短期快速减少直接导致银行负债端的长期资金出现波动。结构性存款的减少直接导致银行失去了大量的稳定长期资金，进而只能通过存单、金融债等方式来补充。

图表8：结构性存款短期大幅下滑




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

为了维持负债端的稳定性，银行大多通过发行同业存单或者金融债等方式来补充。7 月下旬开始，同业存单的发行规模迅速上升，周发行规模最高接近 7000 亿元，发行平均利率达到 2.8%，上行近 40BP。近一个月的发行规模达到 2.69 万亿元，占今年以来总发行规模的 24.6%。另外，从发行的结构看，国有大行在该阶段内的发行需求也明显上升。

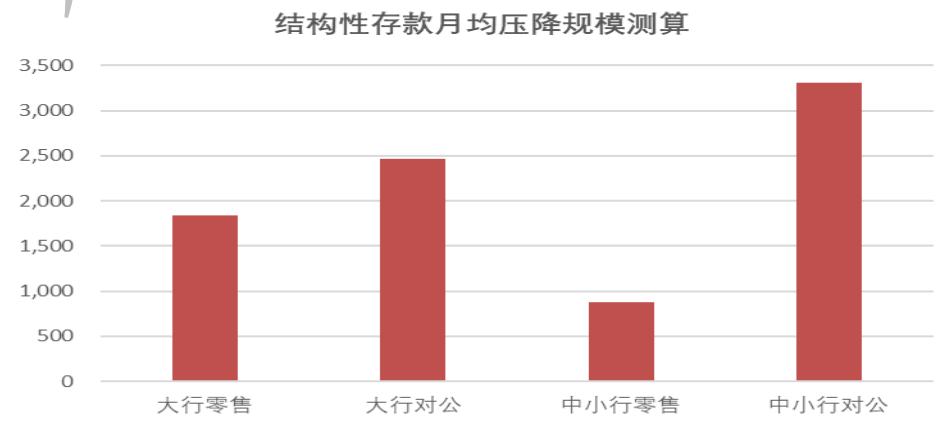
图表9：同业存单的发行情况




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

当前看，四季度将会有大量的结构性存款自然到期，预计可以在年底完成监管要求的压降目标。不过，从数据结构看，股份行的压降压力相对较大。

图表 10：结构性存款结构变动




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

根据财政部的要求，新增地方债将在 10 月发行完毕。按照目前公布的国债发行数据测算，截止 10 月末，国债的净融资额将达到 2.82 万亿，年内还剩下 9000 亿的净发行额。平均到两个月内看，供给端的压力明显降低。

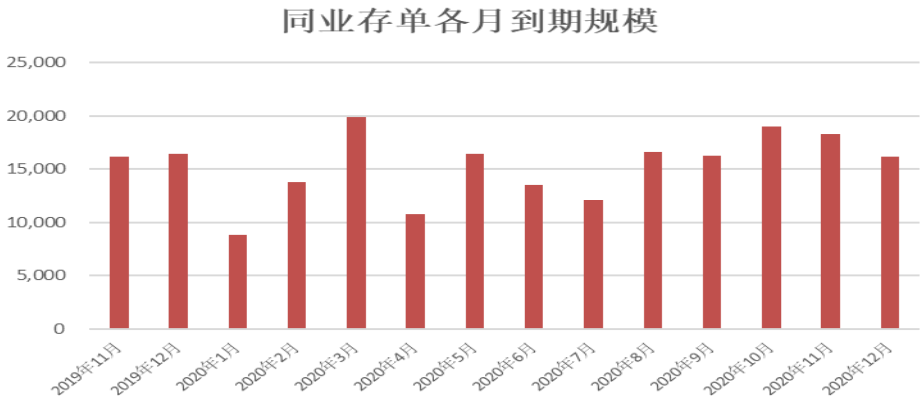
图表 11：各月新增政府债




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

从同业存单的到期分布看，仍是到期高峰期。因此，短期看，同业存单的成本预计将在高位徘徊。10 月、11 月和 12 月到期量分别达到 1.9 万亿、1.83 万亿和 1.62 万亿，占到全年到期量的 29.4%。

图表 12：同业存单各月到期规模




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

虽然短期降低结构性存款有利于降低负债端成本,但是考虑到近期同业负债成本的显著抬升，近3个月均值已经上升了1个百分点。因此，我们预计负债端对净息差的助推作用或在四季度被削减。因此，整体负债端的压力持续存在。

图表13：净息差

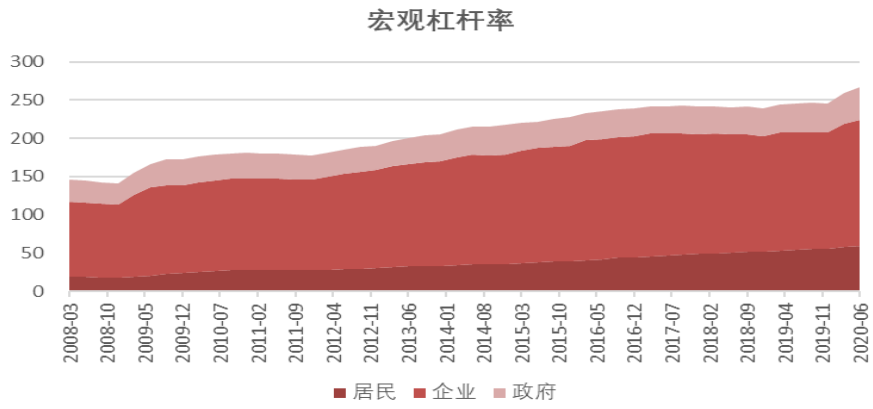



*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

### 4.3 预判2021年货币政策仍偏宽松

此外，从货币政策的角度看，监管层表示今年货币政策根据疫情防控和经济社会恢复发展的阶段性特征，分层次、有梯度地出台，有内在的逻辑。当前，货币政策开始把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。而且提出尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励。重提需要把好货币供应总闸门，提出适当平滑宏观杠杆率波动，货币政策还是在稳增长和防风险之间做平衡。对宏观杠杆率的表态，维持在一个合理的轨道上，而不是水平上。因此，我们判断短中期内，货币政策仍将保持当前现状。

图表 14：宏观杠杆率




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

# 5、银行板块投资策略

## 5.1 当前银行板块的PB估值0.74倍

当前板块PB估值0.74倍，处于过去5年估值中枢的底部位置。从估值的角度看，安全边际较高。

图表15：银行板块PB估值

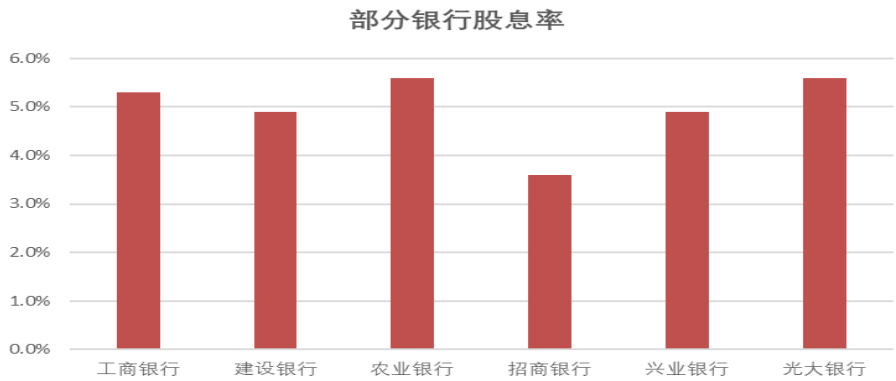



*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

## 5.2 部分银行股息率已经超过5%

按照2019年的分红率计算，当前银行普遍的股息率4-5%之间，部分银行已经超过5%。

图表16：部分银行股息率




*资料来源：万得资讯，万联证券研究所*

## 5.3 银行板块的投资策略

万联证券

首先，我们仍然维持银行板块受宏观经济短期恢复预期下带动下的资产负债表修复行情判断。三季度经济数据披露后，国内经济数据进入短期的真空期。仅从数据的角度看，明年一季度预计是 GDP 的同比高点。如果考虑新冠疫苗的投产情况，我们预计明年经济整体处于恢复期。不过，短期信贷大幅扩张后，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后。在此之前，经济修复力度，将直接影响银行资产质量的预期。因此，银行资产质量压力，在未来一段时间内对银行板块仍将形成持续扰动。展望 2021 年，我们认为对公贷款和零售贷款的不良周期曲线或有再次波动的可能。主要是考虑到疫情的不确定性以及政策推动效应递减后对经济的影响，即便在货币政策或仍保持相对宽松格局，整个经济增速再次出现波动。

其次，基于目前已经公布的各项数据预判，受贷款市场报价利率(LPR)下行、拨备计提力度加大等因素影响，2020年银行板块整体业绩增速明显下行，或持续到明年一季度前后。在当前的各项政策预期下，整个市场的流动性基本处于中性状态。资金利率短期将维持高位区间。虽然短期降低结构性存款有利于降低负债端成本，但是考虑到近期同业负债成本的显著抬升，近3个月均值已经上升了1个百分点。因此，我们预计负债端对净息差的助推作用或在四季度被削减。因此，整体负债端的压力持续存在。

第三，维持预期修复下的估值再分化行情判断。当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力。部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的招商银行、宁波银行和平安银行。

## 6、风险提示

疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动，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，企业营收明显恶化，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：2020年11月03日）**

| 证券代码 | 公司简称 | 每股净资产 | | | 收盘价 | 市净率 | | | 投资评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 19A | 20E | 21E | | 19A | 20E | 21E | |
| 600036.SH | 招商银行 | 23.05 | 25.63 | 28.64 | 41.24 | 1.79 | 1.61 | 1.44 | 增持 |
| 002142.SZ | 宁波银行 | 15.19 | 17.14 | 19.83 | 33.70 | 2.22 | 1.97 | 1.70 | 增持 |
| 000001.SZ | 平安银行 | 14.07 | 15.12 | 16.53 | 17.96 | 1.27 | 1.17 | 1.06 | 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。

## 免责条款

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