加大拨备计提力度 应对资产质量压力

——银行行业投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2020 年 09 月 04 日

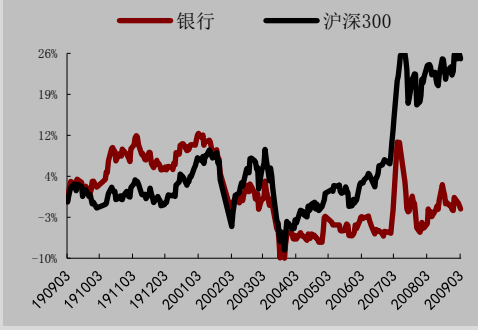
投资要点：

- **中期业绩特点总结：**目前，上市的 36 家银行 2020 年中期业绩已经公布完毕。我们对这些中报数据进行了总结，主要表现为以下特点：首先，拨备计提力度加大，归母净利润增速由正转负。第二，负债端存款高增，成本继续上行。第三，资产质量相关各项指标均显示压力上升。我们认为上述这些表现基本属于预期范围之内。
- **维持下半年净息差收窄预期，企稳或在四季度末：**息差方面，供给端压力叠加银行负债端增速放缓预期。我们预计短期利率将呈现易上难下的情形。此外，从目前部分银行公布的半年报数据看，负债端的成本仍表现为较高的韧性。我们预计下半年整个银行板块负债端成本不会出现明显下行。资产端收益率出现企稳，因此，我们预计四季度末期或是息差企稳窗口。
- **资产质量悲观预期或持续修复：**二季度国内经济反弹后，三季度经济活动有望继续回暖。虽然 7 月经济数据受短期因素影响略有反复，但是我们认为 8 月份数据将会明显好转，消费数据预期回正。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。
- **投资策略：**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。结合当前板块较低的估值，板块股息率在 4%-5%之间，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。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、平安银行和工商银行。
- **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，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。

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21PE	评级
工商银行	6.93	7.56	8.24	增持
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	14.10	15.40	16.98	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 09 月 03 日

相关研究

万联证券研究所 20200829_银行业周观点_AAA_受供求扰动 九月资金面或偏紧

万联证券研究所 20200829_招商银行半年报点评_AAA_经营稳健 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 年中期业绩总结.....3
2.1 拨备计提力度加大，归母净利润增速由正转负.....4
2.2 存款高增，成本继续上行.....4
2.3 资产质量相关各项指标均显示压力上升.....5
3、维持下半年净息差收窄预期，企稳或在四季度末.....6
3.1 负债端压力仍在，但有所下降.....6
3.2 资产端整体收益率逐步企稳.....8
3.3 维持下半年息差收窄，息差企稳或在四季度末.....8
4、资产质量悲观预期或持续修复.....9
5、银行板块投资策略.....12
5.1 当前银行板块的 PB 估值 0.73 倍.....12
5.2 部分银行股息率已经超过 5%.....12
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.....4
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：结构性存款短期大幅下滑.....7
图表 7：同业存单的发行情况.....7
图表 8：9 月各项债券发行规模预估.....8
图表 9：净息差.....9
图表 10：部分个股隐含的不良率.....10
图表 11：不良率和关注率变动.....11
图表 12：年度贷款核销规模.....12
图表 13：银行板块 PB 估值.....12
图表 14：部分银行股息率.....13

万联证券

1、当前银行板块的投资逻辑

目前，上市的36家银行2020年中期业绩已经公布完毕。我们对这些中报数据进行了总结，主要表现为以下特点：首先，拨备计提力度加大，归母净利润增速由正转负。第二，负债端存款高增，成本继续上行。第三，资产质量相关各项指标均显示压力上升。我们认为上述这些表现基本属于预期范围之内。

息差方面，供给端压力叠加银行负债端增速放缓预期。我们预计短期利率将呈现易上难下的情形。此外，从目前部分银行公布的半年报数据看，负债端的成本仍表现为较高的韧性。我们预计下半年整个银行板块负债端成本不会出现明显下行。资产端收益率出现企稳，因此，我们预计四季度末期或是息差企稳窗口。

二季度国内经济反弹后，三季度经济活动有望继续回暖。虽然7月经济数据受短期因素影响略有反复，但是我们认为8月份数据将会明显好转，消费数据预期回正。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。

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。结合当前板块较低的估值，板块股息率在4%-5%之间，部分个股股息率接近6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。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、平安银行和工商银行。

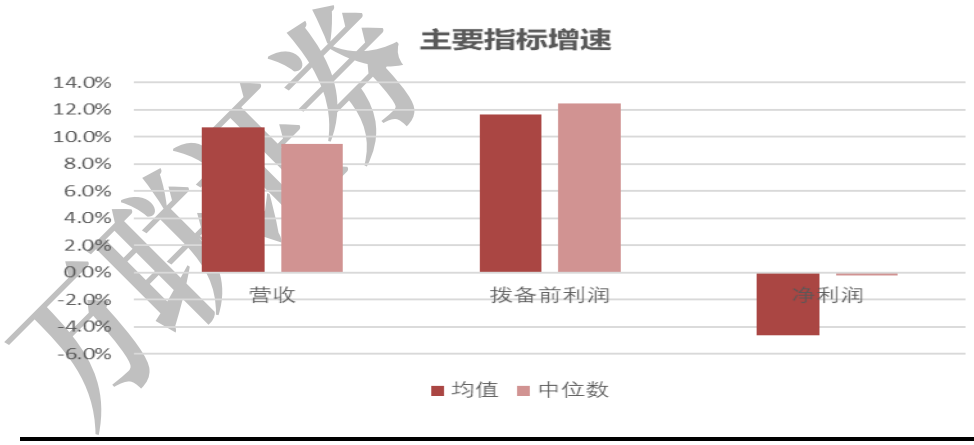
万联证券

2、2020 年中期业绩总结

2.1拨备计提力度加大，归母净利润增速由正转负

2020年上半年上市36家银行整体营收增速的均值是10.7%，中位数是9.5%，拨备前利润增速均值是11.6%,中位数是12.4%,净利润增速均值为-4.6%,中位数为-0.3%。减值损失增速均值为33.8%，中位数为34.5%。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。其中，2020年上半年拨备占营收的比重再次上升5.6个百分点，达到35.3%。

图表1：主要指标增速

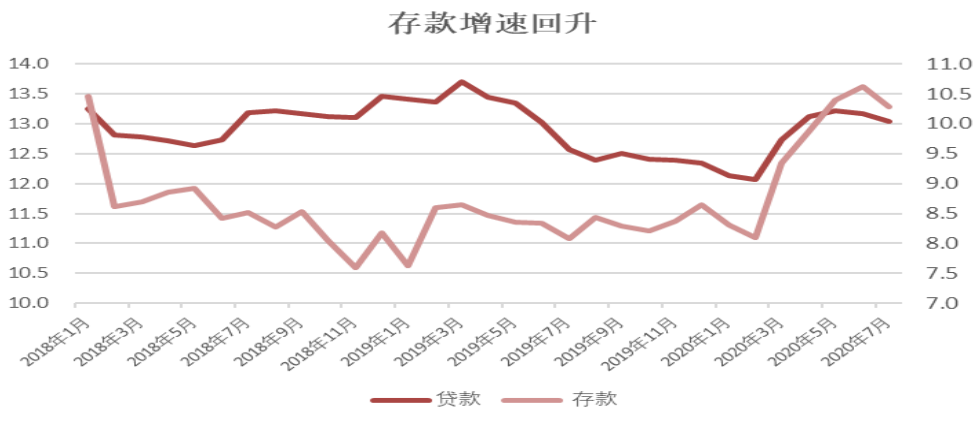


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.2存款高增，成本继续上行

上半年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 11.1%，高于行业平均水平。

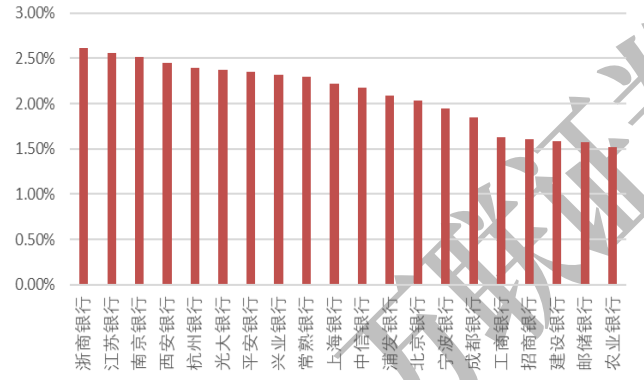
图表2：存款增速高位回落



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

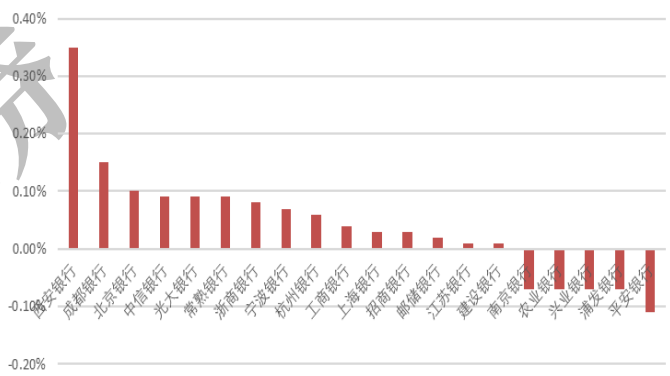
不过，从存款的成本数据看，仍在上升。即便是一直具有存款优势的国有大行、农商行以及部分股份制银行，存款的成本均出现了不同幅度的上升。不过，从上升幅度看，已经开始收窄。2020 年中期，整体存款的平均成本为 2.1%，较 2019 年末上升 4BP。

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



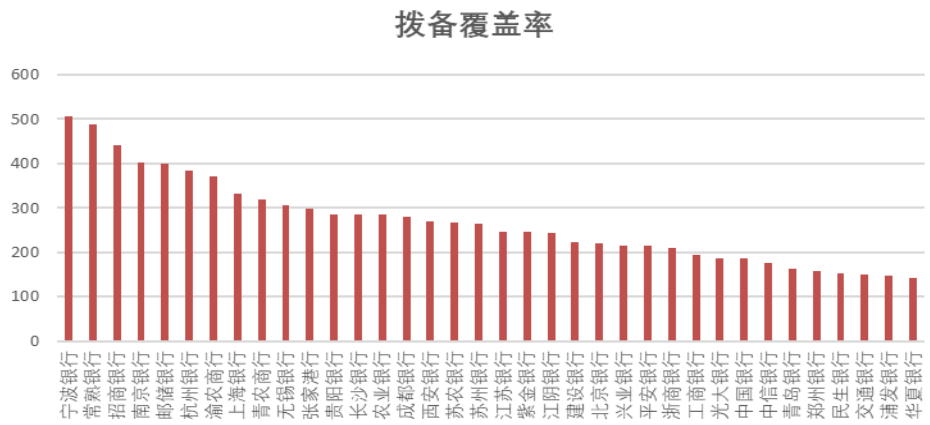
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.3资产质量相关各项指标均显示压力上升

中报数据显示，上市银行不良率、不良贷款余额环比均小幅上升。不良核销转出率、不良生成率环比明显上行。前瞻指标，逾期贷款余额以及关注类贷款余额均上升。

信用成本方面，年化信用成本率 1.61%，较一季度高 13BPS。其中，股份行的年化信用成本率最高，达到 2.25%。不过从拨备覆盖率的角度看，2020 年中期的均值在 222%，较一季度下降 3.2 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

3、维持下半年净息差收窄预期，企稳或在四季度末

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。

3.1 负债端压力仍在，但有所下降

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。

图表6：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7：同业存单的发行情况



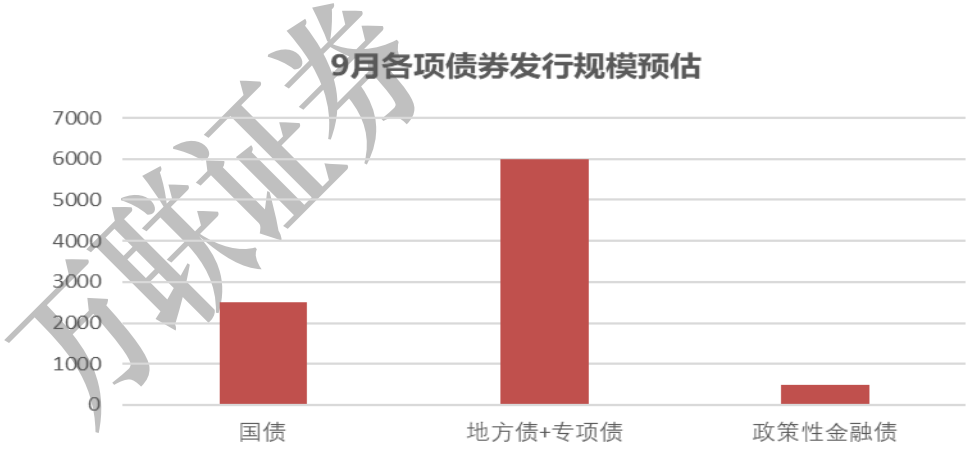
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

此外，还有一个问题值得关注，从7月的金融数据中无论是新增信贷还是社融规模都低于市场预期。我们认为短期信贷大规模扩张后，逐步开始放缓也是必然趋势。而且从监管的表态看，未来信贷以及社融增长将呈现“合理增长”。因此，我们认为随着疫情和经济的逐步好转，信用持续大幅扩张的诉求降低。而信贷增速放缓，派生的存款也会随之下降。

3.2资产端整体收益率逐步企稳

资产端方面，由于重定价因素，短期仍有压力。不过，从目前整个银行体系看，整个资产端的收益率在企稳过程中。结合我们在《维持银行板块波动向上预期》报告中，提到的关于供给端的短期压力上升问题。国债方面，9 月份的发行规模预计在5800 亿左右。而净发行量预计在 2500 亿元左右。地方债方面，预计 9 月份的发行规模将达到 6000 亿以上。政策性金融债预计还有 600 亿以上的净供给。综合上述预期，我们认为 9 月份利率债净供给可能会超过 9000 亿。这将对市场形成较大的冲击。

图表 8：9 月各项债券发行规模预估



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

3.3维持下半年息差收窄，息差企稳或在四季度末

供给端压力叠加银行负债端增速放缓预期。我们预计短期利率将呈现易上难下的情形。此外，从目前部分银行公布的半年报数据看，负债端的成本仍表现为较高的韧性。我们预计下半年整个银行板块负债端成本不会出现明显下行。资产端收益率出现企稳，因此，我们预计四季度末期或是息差企稳窗口。

图表9：净息差



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

4、资产质量悲观预期或持续修复

我们此前预期二季度国内经济反弹后，三季度经济活动有望继续回暖。主要是基于以下判断，假设疫情不会再次大规模爆发，随着政策支持落地、生活恢复常态，国内消费应会进一步好转，基建投资也可能走强。主要是基于两部分的考虑，一是上半年信贷和社融数据，对经济活动的影响有时滞，预计效用会在下半年体现；二是财政政策措施，包括提高赤字率、增加专项债额度、特别国债等，在下半年的力度会远高于 2019 年同期。

根据银保监会公布的数据显示，普惠型小微企业贷款余额已超 13 万亿元，同比增速 27.6%，平均利率 6.03%，较去年全年平均利率降低 0.67 个百分点。引导资金更多投向制造业、基础设施等重点领域，6 月末贷款余额分别较年初增加 1.7 万亿元和 2.2 万亿元。

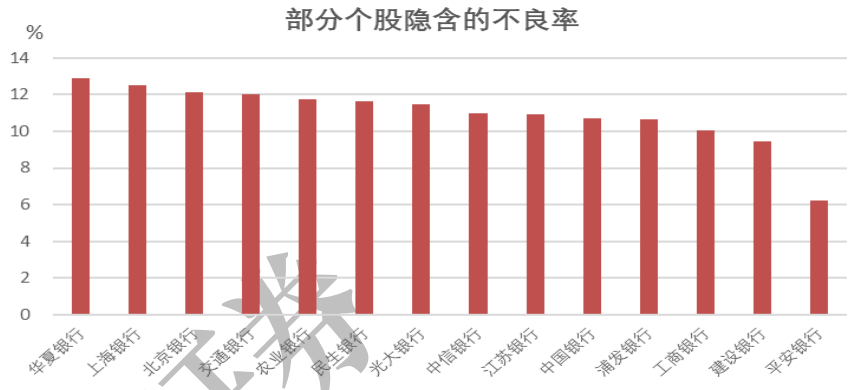
不过，我们认为最近两个月出口的超预期稳健增长恐怕难以持续，企业资本开支依然较为疲弱，同时消费情绪偏谨慎，疫情演变也存在较大不确定性，这都可能带来短期内的下行压力，但是总体向上趋势不变。

7 月经济数据中，供给端受水灾等因素的扰动，工业生产数据持平于 6 月，经济修复的节奏有所放缓。需求端，外需、基建以及房地产均向好，制造业仍相对低迷，居民消费略显发力。短期的数据波动，属于预期范围。我们预计 8 月份数据将会明显好转，消费数据预期回正。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。

经济短期的大幅波动，就会对银行资产质量产生一定的影响。而为了支持疫情的防控，并稳定供给端，缓解企业短期现金流问题，央行推出了一系列的货币政策，在纾困短期流动性以及降低融资成本的角度均起到了积极作用。不过短期大规模的扩

张，或将带动短期宏观杠杆率快速上升，进一步加重投资人对银行的资产质量悲观预期。在此背景下，银行板块估值持续走低。当前部分低估值个股隐含的平均不良率已经接近 11.3%。

图表 10：部分个股隐含的不良率



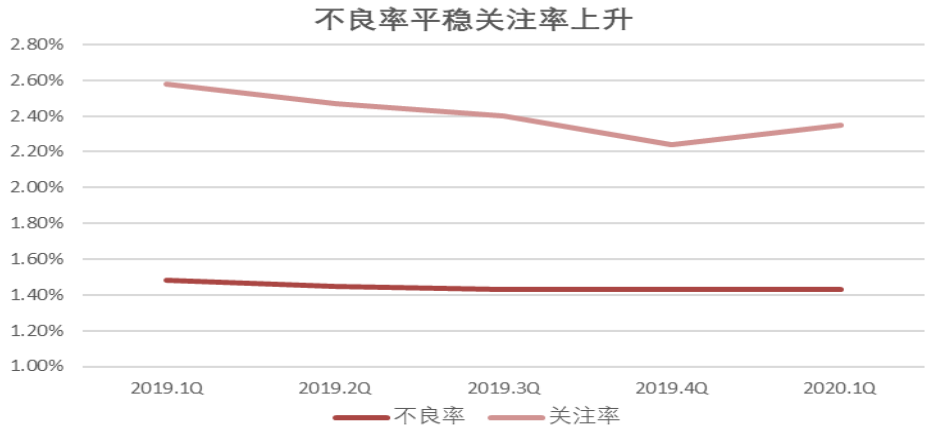
资料来源：公司公告，万联证券研究所

7月11日，银保监会答记者问上表示，我们必须做好不良贷款可能大幅反弹的应对准备继续加大处置力度。今年不良资产处置金额要在去年基础上合理增加，降低拨备覆盖率释放的资源必须全部用于处置不良。拓宽不良资产处置渠道。综合使用核销、清收、批量转让、债转股等手段，做到应核尽核，应处尽处。试点开展不良资产批量处置，总结经验后逐步推广。

监管层也表示，受新冠肺炎疫情等因素影响，银行业保险业信用风险有所上升。截至 6 月末，各机构报告的不良贷款余额和不良贷款率总体较年初有所上升。今年初以来账面不良贷款余额虽然增加不明显，但由于经济下行在金融领域反映有一定时滞，加之宏观政策短期对冲效应等，违约风险暂时被延缓暴露，预计在今后一段时期不良贷款会陆续呈现和上升。

万联证券

图表 11：不良率和关注率变动



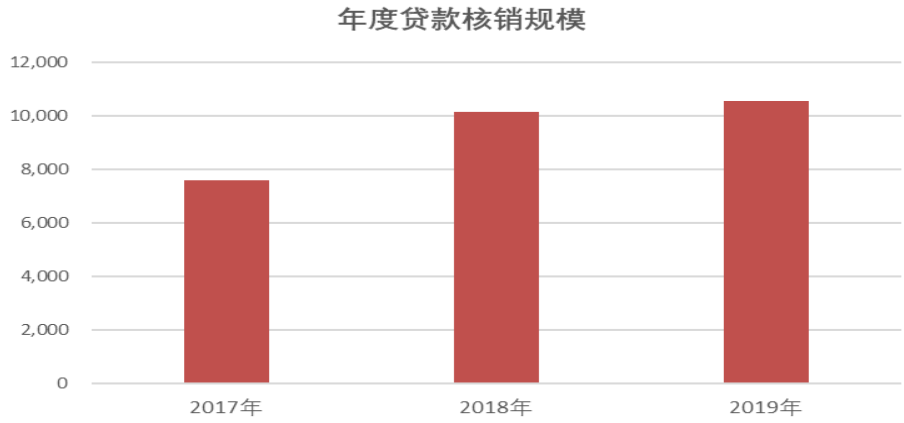
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

因此，我们预判资产质量方面，一季度上市银行的资产质量基本表现平稳，主要是由于不良确认存在滞后效应。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，但是我们预计二三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。

另外，我们在年度策略中也提到的尾部风险。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年核销力度将加大，总规模上行1000-1500亿元左右。

图表12：年度贷款核销规模



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0.73倍

当前板块PB估值0.73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13：银行板块PB估值

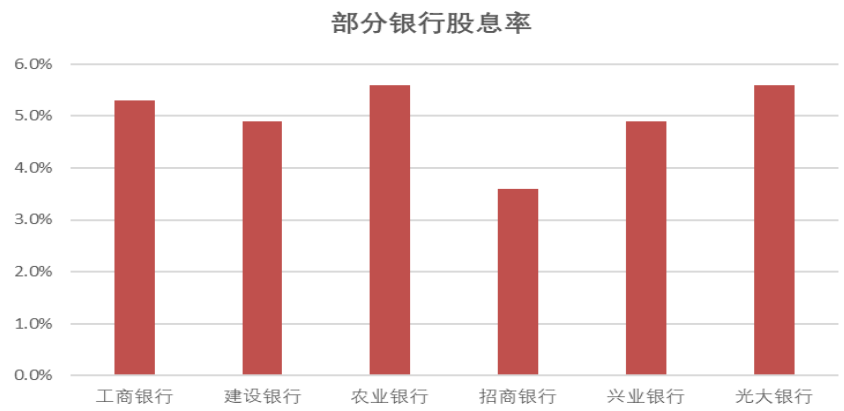


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

5.2 部分银行股息率已经超过5%

按照2018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14：部分银行股息率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

万联证券

5.3 银行板块的投资策略

此前我们预期三季度，预计社融增速或受微观经济持续活跃的影响，增速仍保持高位。不过，市场对政策预期出现分歧，9 月前后是重要的观察期。而从 7 月的金融数据中无论是新增信贷还是社融规模都低于市场预期。我们认为短期信贷大规模扩张后，逐步开始放缓也是必然趋势。而且从监管的表态看，未来信贷以及社融增长将呈现“合理增长”。因此，我们认为随着疫情和经济的逐步好转，信用持续大幅扩张的诉求降低。而信贷增速放缓，派生的存款也会随之下降。供给端的短期压力上升，叠加银行负债端增速放缓预期。我们预计短期利率将呈现易上难下的情形。此外，从目前部分银行公布的半年报数据看，负债端的成本仍表现为较高的韧性。我们预计下半年整个银行板块负债端成本不会出现明显下行。

综上分析，2020 年银行板块整体业绩增速下行。不过，随着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。

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。结合当前板块较低的估值，板块股息率在 4%-5%之间，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。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、平安银行和工商银行。

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09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	
601398.SH	工商银行	6.30	6.96	7.66	4.91	0.78	0.71	0.64	增持
600036.SH	招商银行	23.05	25.63	28.64	36.98	1.60	1.44	1.29	增持
002142.SH	宁波银行	15.19	17.14	19.83	33.76	2.22	1.97	1.70	增持
601166.SH	平安银行	14.10	15.40	16.98	14.90	1.06	0.97	0.88	增持

资料来源：万得资讯，万联证券研究所

万联证券

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。

万联证券

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