

## 低估值反映极悲观预期，维持超配评级

**证券分析师：** 王剑      021-60875165      wangjian@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002  
**联系人：** 陈俊良      021-60933163      chenjunliang@guosen.com.cn

### 主要内容：

#### ■ 市场表现回顾

11 月份中信银行指数下跌 3.6%，跑输沪深 300 指数 4.2 个百分点，月末银行板块平均 PB(MRQ)收于 0.85x，创下历史新低。

#### ■ 近期市场关注热点

近期市场对理财子公司细则较为关注。从内容上来讲，子公司细则对银行通过子公司开展理财业务给了许多的政策红利，主要表现在：明确子公司开放式公募产品可以投资于股票；与理财新规相比，对子公司产品销售起点、销售渠道、投资合作机构、部分集中度指标等的要求均有所放宽；子公司产品的客户首次风险测评可以通过电子渠道进行；子公司可以发行分级理财产品；子公司自有资金可以购买本公司发行的产品。我们认为，当成立理财子公司之后，理财业务之于银行将不再是简单的利润中心、揽存工具，而是会视子公司与母行之间关系强弱程度、业务发展战略的不同，衍生出依附关系、竞合关系、协同发展、独立发展等不同的关系形态。

#### ■ 主要盈利驱动因素跟踪

行业资产规模同比增速有所回升。商业银行 10 月份总资产同比增长 6.8%，环比下降 0.2 个百分点，下半年以来资产增速在 7%附近波动。分类型银行来看，不同类型银行的资产增速都在一定范围内波动，受资金需求疲软、资本制约等影响，银行资产增速难以提升；

货币市场利率低位稳定。(1) 上月十年期国债收益率均值 3.43%，环比下降 14bps；Shibor3M 均值 3.04%，环比上升 17bps。货币市场利率有一定程度回升，但长端利率仍在下降；(2) 上月主要政策性利率保持平稳，没有变化；

工业企业偿债能力持续回落。10 月份全国规模以上工业企业利息保障倍数（12 个月移动平均）环比下降 8 个百分点至 687%，维持了年初以来的下降趋势。10 月份工业企业的亏损面仍在继续上升，创下 2012 年以来新高，反映出企业利润分化很大，我们估计银行的资产质量仍将有很大分化。

#### ■ 投资建议

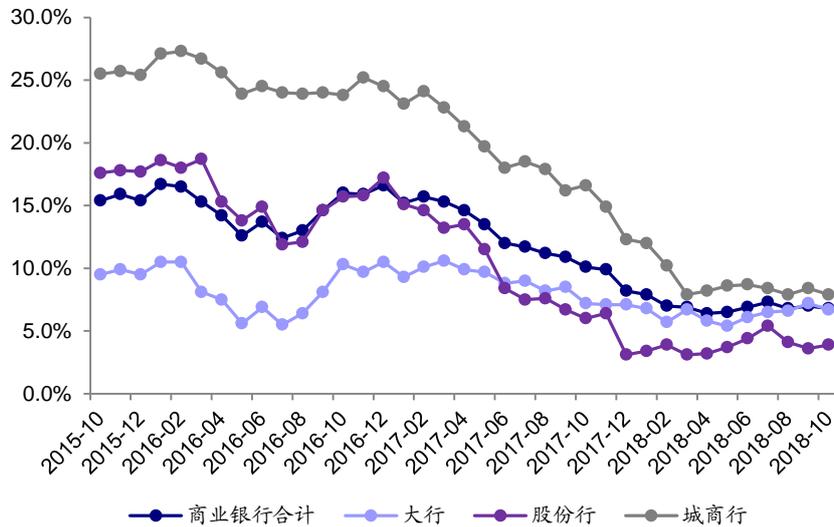
虽然我们预期 2019 年行业景气度向下，但考虑到当前银行板块估值达到历史最低水平，隐含了对资产质量的极端悲观预期，我们认为银行板块在当前时点具有配置价值，维持“超配”评级。个股方面，继续推荐工商银行、农业银行、宁波银行。

#### ■ 风险提示

宏观经济增长不及预期；路演与调研是对交流信息的主观判断和感受，相关表述缺乏客观的统计证据，也可能存在样本偏差，提请注意。

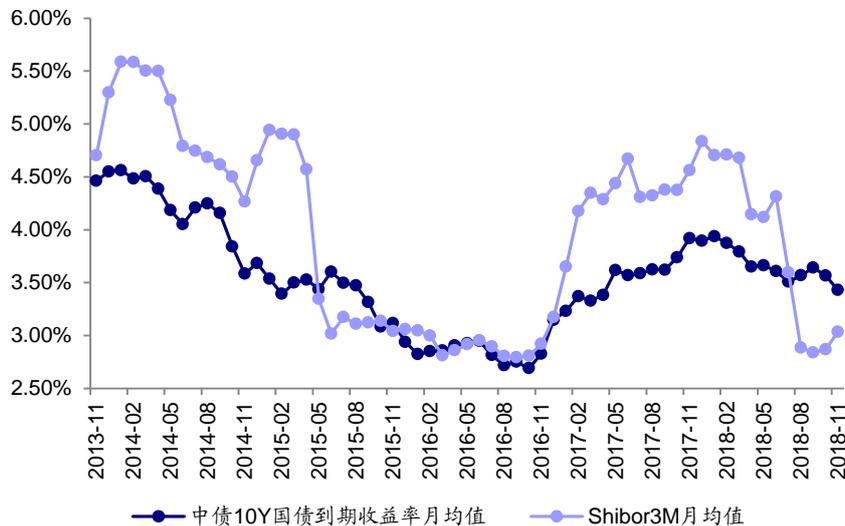
关键图表:

图 1: 商业银行分类型总资产同比增速



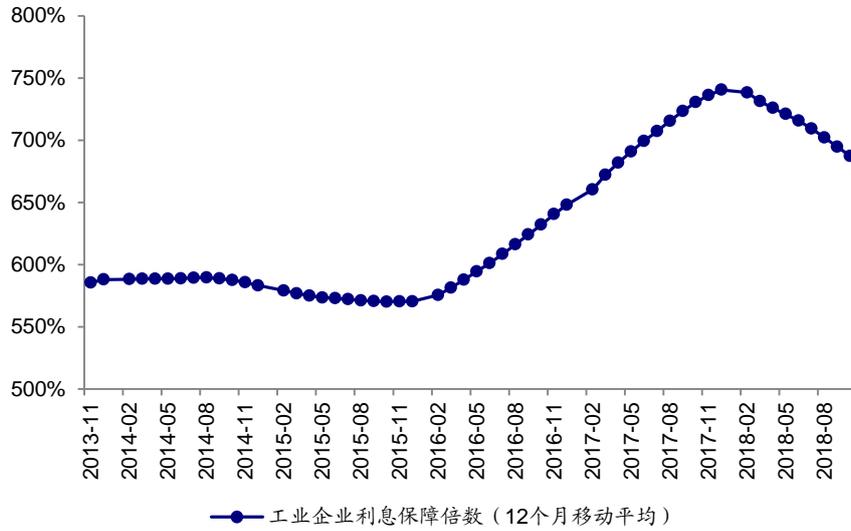
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 重要利率走势



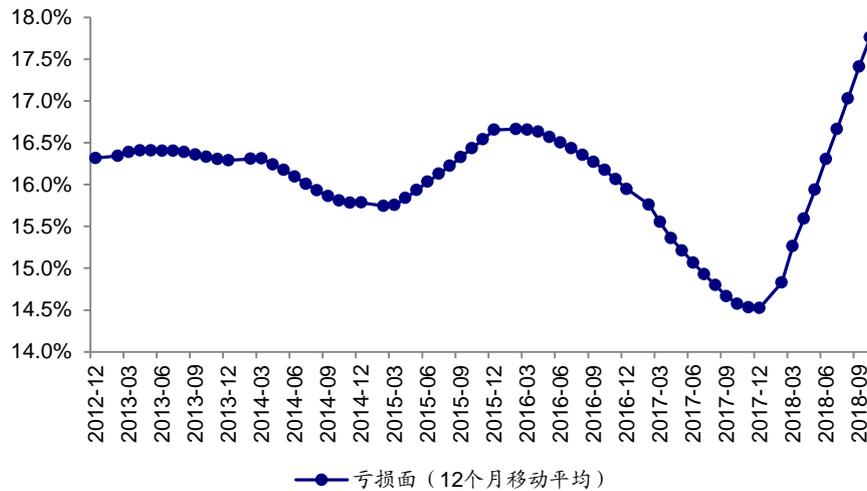
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 规模以上工业企业利息保障倍数 (12 个月移动平均)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

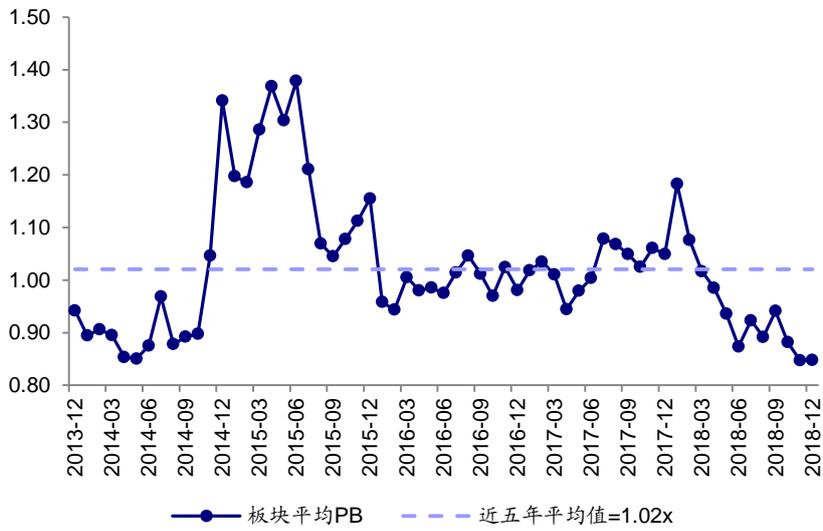
图 4: 规模以上工业企业亏损面 (12 个月移动平均)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



图 7: 银行板块平均 PB(MRQ)走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 板块平均 PB 使用 16 家老上市银行 PB(MRQ)的算术平均值计算

## 相关研究报告:

- 《2018年11月银行业投资策略：低估值反映极悲观预期，看好配置价值》——2018-11-06  
 《银行业2018年三季度综述：净息差同比改善推动盈利增速继续回升》——2018-11-01  
 《为何我们看多银行股？：基于行业景气度与估值的分析》——2018-10-23  
 《金融数据及金融政策综合分析：惜贷难解》——2018-10-22  
 《银行业10月投资策略：政策环境进一步转暖》——2018-10-08

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032