

银行

借钱商业银行买永续债
——央行创设票据互换工具（CBS）点评

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

研究助理：邓美君

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

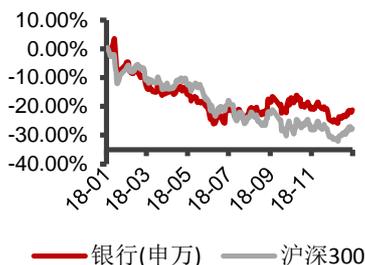
研究助理：贾靖

Email: jaijing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	28
行业总市值(百万元)	9,085,688
行业流通市值(百万元)	5,971,054

行业-市场走势对比



相关报告

<<拆解招商银行 2018 业绩: 高增长持续, 不良率下降明显>>2019.01.23

<<银行股的基金持仓: 年底比例 6.25%, 环比降 0.1%>>2019.01.22

<<光大银行 2018 业绩快报: 中间业务优势突出, 营收同比增长 20%>>2019.01.22

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
工商银行	5.46	0.77	0.79	0.82	0.85	7.11	6.91	6.65	6.41	-	增持
建设银行	6.68	0.92	0.96	1.01	1.05	7.25	6.92	6.59	6.34	-	增持
农业银行	3.61	0.55	0.58	0.57	0.61	6.54	6.22	6.30	5.89	-	增持
招商银行	27.9	2.46	2.78	3.17	3.52	11.32	10.02	8.78	7.93	-	增持

备注：

投资要点

- **目的：鼓励银行购买永续债，银行资本得到补充，从而能支持实体经济发展。**永续债期限长、流动性低，通过与央票互换操作，资产流动性大幅提升，银行购买意愿有一定程度提升。
- **本质是央行借钱给商业银行买其他商业银行的永续债。**银行购买永续债后，领取永续债利息，同时将低流动性的永续债置换成高流动性的央票，通过资金市场质押式回购、公开市场抵押换取 MLF、SLF 等较低成本的资金，释放出一定流动性，相当于央行借钱给银行买永续债。
- **对银行资本的影响：风险权重计提大概率超 100%。**银行购买的永续债不管用于互换还是抵押，我们认为很大可能是不出表的，银行的出表意味着央行的入表，而央行入表的可能性很小。至于风险权重的计提，考虑到永续债清偿顺序在二级资本债之后，风险更高，风险权重的计提比例按理应高于二级资本工具（二级资本工具风险权重比例 100%）。
- **政策评价：a、永续债补充一级资本，而非核心一级资本；**目前制约中小银行放贷的核心一级，所以支持实体效果相对有限。**b、商业银行借钱购买永续债，等于央行向银行体系释放流动性。**
- **投资建议：2019 年银行股投资逻辑：基本面稳健+估值稳定。**今年银行所处环境：金融监管中性、总量政策弱持续、倒逼的市场化改革增加。银行业绩的稳健性会超市场预期（“弱周期”性），估值由于市场资金结构的变化而保持稳定。2019 年，银行股会带来稳健收益。
- **风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超预期。**

- **事件:** 2019年1月24日,央行官网披露,为提高银行永续债的流动性,支持银行发行永续债补充资本,央行决定创设央行票据互换工具(Central Bank Bills Swap, CBS),公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。同时,将主体评级不低于AA级的银行永续债纳入MLF、TMLF、SLF和再贷款的合格担保品范围。
- **目的:** 鼓励银行购买永续债,银行资本得到补充,从而能支持实体经济发展。永续债期限长、流动性低,通过与央票互换操作,资产流动性大幅提升,银行购买意愿有一定程度提升。
- **本质是央行借钱给商业银行买其他商业银行的永续债。** 银行购买永续债后,领取永续债利息,同时将低流动性的永续债置换成高流动性的央票,通过资金市场质押式回购、公开市场抵押换取MLF、SLF等较低成本的资金,释放出一定流动性,相当于央行借钱给银行买永续债。

图表: 公开市场业务一级交易商

工商银行	国家开发银行
建设银行	进出口银行
农业银行	邮储银行
中国银行	广发银行
交通银行	浙商银行
招商银行	广州银行
中信银行	徽商银行
浦发银行	厦门银行
民生银行	洛阳银行
兴业银行	河北银行
光大银行	天津银行
华夏银行	哈尔滨银行
平安银行	福建海峡银行
北京银行	大连银行
南京银行	中原银行
宁波银行	上海农商行
江苏银行	顺德农商行
贵阳银行	北京农商行
杭州银行	广州农商行
上海银行	汇丰银行
成都银行	渣打银行
长沙银行	花旗银行
郑州银行	中信证券
青岛银行	中国国际金融

资料来源: 人民银行, 中泰证券研究所

- **对银行资本的影响:** 风险权重计提大概率超 100%。银行购买的永续债

不管用于互换还是抵押，我们认为很大可能是不出表的，银行的出表意味着央行的入表，而央行入表的可能性很小。至于风险权重的计提，考虑到永续债清偿顺序在二级资本债之后，风险更高，风险权重的计提比例按理应高于二级资本工具（二级资本工具风险权重比例 100%）。

图表：银行表内信用风险加权资产计提比例

1. 对我国金融机构的债权
1.1 对我国政策性银行的债权
1.1.1 对我国政策性银行的债权(0%)
1.1.2 对我国政策性银行的次级债权（未扣除部分）(100%)
1.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的债权
1.2.1 持有我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券(0%)
1.2.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的其他债权(100%)
1.3 对我国商业银行的债权
1.3.1 原始期限三个月以内(20%)
1.3.2 原始期限三个月以上(25%)
1.4 对我国商业银行的次级债权（未扣除部分）(100%)
1.5 对我国其他金融机构的债权(100%)
2. 股权投资
2.1 对金融机构的股权投资（未扣除部分）(250%)
2.2 被动持有的对工商企业的股权投资(400%)
2.3 因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权投资(400%)
2.4 对工商企业的其他股权投资(1250%)

资料来源：银监会，中泰证券研究所

- 政策评价：** a、永续债补充一级资本，而非核心一级资本；目前制约中小银行放贷的核心一级，所以支持实体效果相对有限。 b、商业银行借钱购买永续债，等于央行向银行体系释放流动性。

图表：上市银行国内系统重要性银行附加监管定量测算（3Q18）

	附加资本要求	核心一级资本充足率	杠杆率	核心一级监管差	杠杆率监管差	核心一级监管要求	杠杆率要求
建行	1.00%	13.34%	7.78%	4.84%	3.28%	7.50%	4%
工行	1.00%	12.48%	7.41%	3.98%	2.91%	7.50%	4%
招行	0.62%	11.97%	6.56%	3.85%	2.25%	7.50%	4%
农行	1.00%	11.32%	6.67%	2.82%	2.17%	7.50%	4%
成都	0.51%	10.65%	6.09%	2.64%	1.84%	7.50%	4%
中行	1.00%	11.14%	6.84%	2.64%	2.34%	7.50%	4%
交行	1.00%	10.87%	6.73%	2.37%	2.23%	7.50%	4%
上海	0.53%	10.06%	7.45%	2.03%	3.18%	7.50%	4%
浦发	0.61%	9.96%	6.63%	1.85%	2.33%	7.50%	4%
贵阳*	0.51%	9.68%	5.02%	1.67%	0.77%	7.50%	4%
兴业	0.62%	9.19%	6.05%	1.07%	1.74%	7.50%	4%
宁波	0.52%	8.96%	5.33%	0.94%	1.07%	7.50%	4%
光大	0.58%	8.89%	6.25%	0.81%	1.96%	7.50%	4%
北京	0.54%	8.77%	6.48%	0.73%	2.21%	7.50%	4%
民生	0.61%	8.77%	5.93%	0.66%	1.63%	7.50%	4%
中信*	0.60%	8.65%	6.17%	0.55%	1.87%	7.50%	4%
江苏*	0.53%	8.58%	5.63%	0.55%	1.36%	7.50%	4%
平安	0.56%	8.53%	5.76%	0.47%	1.48%	7.50%	4%
杭州	0.52%	8.21%	5.90%	0.19%	1.64%	7.50%	4%
南京*	0.52%	8.21%	5.23%	0.19%	0.97%	7.50%	4%
华夏*	0.55%	8.01%	6.05%	-0.04%	1.78%	7.50%	4%

注：1、*为母公司杠杆率；2、系统重要性银行杠杆率最低要求=一般银行杠杆率最低要求+50%*系统重要性银行附加资本要求

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 附：央行票据互换操作可接受满足下列条件的银行发行的永续债：一是最新季度末的资本充足率不低于 8%；二是最新季度末以逾期 90 天贷款计算的不良贷款率不高于 5%；三是最近三年累计不亏损；四是最新季度末资产规模不低于 2000 亿元；五是补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

图表：央行票据互换可接受的上市银行发行的永续债

	3Q18 资本充足率 不低于 8%	1H18 逾期 90 天以上占比贷款 不高于 5%	最近三年是否累 积亏损	3Q18 总资产规模不低 于 2000 亿
工行	14.81	1.22%	否	281,981
建行	16.23	0.97%	否	233,541
农行	14.99	1.18%	否	227,003
中行	14.16	1.16%	否	209,257
交行	14.08	1.36%	否	93,915
招行	15.46	1.15%	否	65,087
中信	12.23	1.69%	否	58,648
浦发	13.59	1.84%	否	60,892
民生	11.89	2.24%	否	59,658
兴业	12.10	1.22%	否	65,432
光大	12.69	1.36%	否	43,554
华夏	11.82	3.52%	否	26,130
平安	11.71	2.08%	否	33,521
北京	12.03	1.55%	否	25,327
南京	12.72	0.84%	否	12,171
宁波	13.39	0.59%	否	10,862
江苏	12.48	1.26%	否	19,393
贵阳	11.52	1.26%	否	4,920
杭州	13.32	1.68%	否	8,700
上海	13.34	0.67%	否	19,583
成都	13.60	2.04%	否	4,840
长沙	12.66	1.04%	否	5,176
郑州	13.54	2.78%	否	4,578
青岛	16.79	2.02%	否	3,139

注：青岛银行资本充足率为 1H18 数据；长沙银行逾期情况为 2017 年数据；
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **投资建议：2019 年银行股投资逻辑——基本面稳健+估值稳定。**1、我们系统回归了银行 14 年的表现，银行收益主要源于基本面超预期，而市场偏好抑制其估值提升；呈现出“基本面持续超预期+估值下降”的特征。2、明年银行所处环境：金融监管中性、总量政策弱持续、倒逼的市场化改革增加。3、未来银行的投资逻辑转变：银行业高增长是“明日黄花”，但业绩的稳健性会超市场预期（“弱周期”性），估值由于市场资金结构的变化而保持稳定。2019 年，银行股会带来稳健收益。
- **风险提示：经济下滑超预期。金融监管超预期。**

图表：银行估值表

银行估值表（交易价格：2019-1-24）

	P/B		ROE		股息率
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
工商银行	0.84	0.77	13.1%	12.3%	4.58%
建设银行	0.87	0.79	13.4%	12.8%	4.57%
农业银行	0.78	0.71	13.1%	12.3%	4.88%
中国银行	0.67	0.61	11.5%	10.9%	5.13%
交通银行	0.67	0.62	10.4%	10.1%	4.95%
招商银行	1.38	1.22	15.7%	15.6%	3.45%
中信银行	0.66	0.61	10.3%	9.9%	4.14%
浦发银行	0.72	0.64	12.0%	10.8%	1.08%
民生银行	0.61	0.55	12.8%	11.9%	3.06%
兴业银行	0.73	0.66	13.6%	12.8%	4.31%
光大银行	0.69	0.62	10.7%	10.6%	3.33%
华夏银行	0.57	0.51	11.2%	10.1%	2.08%
平安银行	0.76	0.68	10.6%	10.4%	1.46%
北京银行	0.82	0.75	10.8%	10.4%	2.98%
南京银行	0.85	0.74	14.8%	14.2%	3.72%
宁波银行	1.36	1.17	16.2%	15.2%	2.49%
江苏银行	0.68	0.61	11.1%	11.0%	3.15%
贵阳银行	0.85	0.72	18.8%	18.1%	3.79%
杭州银行	0.83	0.74	9.1%	8.9%	2.78%
上海银行	0.85	0.76	11.9%	12.3%	3.82%
成都银行	0.93	0.82	16.3%	15.9%	3.63%
江阴银行	0.94	0.88	8.1%	7.8%	1.69%
无锡银行	1.29	1.19	11.1%	11.0%	2.24%
常熟银行	1.12	1.01	13.2%	13.5%	3.44%
吴江银行	1.05	0.96	9.6%	10.0%	1.78%
张家港银行	1.09	1.01	9.5%	9.5%	1.91%
上市银行平均	0.87	0.78	12.3%	11.9%	3.25%
国有银行	0.79	0.70	12.3%	11.7%	4.82%
股份银行	0.76	0.69	12.1%	11.5%	2.86%
城商行	0.90	0.79	13.6%	13.3%	3.30%
农商行	1.10	1.01	10.3%	10.4%	2.21%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。