

银行

 专题！银行股大行情的历史梳理：
美好时光还会重现？

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

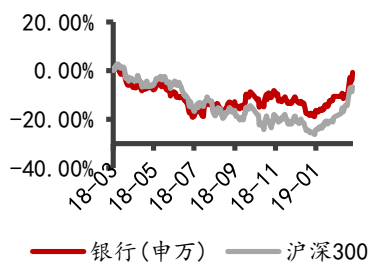
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	30
行业总市值(百万元)	9,989,476
行业流通市值(百万元)	6,690,904

行业-市场走势对比

相关报告

<<MSCI 扩容利好银行股-银行业周报 (2019年02月第四期)>>2019.03.03

<<宁波银行 2018 业绩快报：贷款同比走阔，高盈利+质优属性持续>>2019.02.27

<<银行板块业绩稳健的持续性强——银监会 18 年 4 季度数据分析>>2019.02.26

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
工商银行	5.85	0.77	0.79	0.82	0.85	7.62	7.40	7.13	6.87	-	增持
建设银行	7.34	0.92	0.96	1.01	1.05	7.97	7.61	7.24	6.97	-	增持
农业银行	3.85	0.55	0.58	0.57	0.61	6.97	6.64	6.72	6.28	-	增持
招商银行	32.9	2.46	2.78	3.17	3.52	13.3	11.83	10.36	9.36	-	增持

备注

投资要点

- 银行大幅超额收益的源泉：经济预期的拐点，或者流动性预期的拐点。**我们系统回顾了银行 14 年的表现，历史上银行股几次显著超越大盘在 2006 年底、2009 年中、2012 年底、2014 年底，季度分别取得超额收益 34%、19%、17%、16%。**1、经济预期的拐点。**2006 年底经济增长从高速扩张向稳定高增期转换，2009 年经济从危机中触底回升进入复苏期，2012 年底货币政策持续宽松、12 年 4 季度预计经济将企稳，政府换届；**2、流动性拐点：**2014 年底流动性宽松，多次降准降息，政府鼓励资本市场大发展。
- 银行基本面的驱动因素：资产质量或者信贷高增。**银行股每个阶段最核心的驱动因素不同：资产质量是最核心的驱动因子；另在间接融资为主导的金融体系、投资驱动型经济模式下，银行信贷高增也是驱动业绩高增的重要推动力。这几次的总体背景都是宽松的货币政策。**个股选择的偏好以中小银行为主。**经济向好时，中小银行（尤其股份行）机制灵活，具高成长属性，而这高成长属性也是伴随着很多创新套利行为进行规模的扩张。
- 资本市场的流动性拐点，推动银行股的明显补涨行情。****1、银行股之前估值包含的对经济 and 流动性悲观预期。**详见我们年度策略《银行 2019 年策略：“弱周期” or “强周期”》。**近期对流动性和经济触底的拐点，市场出现了分化，如果有一种拐点发生，银行股都会大幅补涨行情。****2、我们的判断：经济底拐点比较难，流动性拐点是有可能的。**和前几次比，这次地产和地方政府平台融资没有放开，经济转型是比较漫长的；同时市场偏好下降快、政策鼓励发展资本市场，资本市场有可能出现流动性拐点，银行会明显补涨行情，类似 2014 年银行股 3-4 季度的行情。
- 投资建议：个股推荐——优质银行做配置+预期悲观的小银行做弹性。****1、优质银行仍然可以做配置。**如果经济没有企稳，优质银行的基本面还是最扎实的；未来政策鼓励机构投资者入市，包括海外资金、国内养老社保资金等，**工行、建行、农行、招行和宁波银行等仍会是配置重点，会带来稳健、持续收益。****2、市场风险偏好下降，流动性拐点如果发生，中小银行短期弹性大。建议从两个角度选股：**一是资本市场活跃、金融监管回归中性带来金融环境预期变化，我们看好兴业和南京的弹性；二是次新股中估值便宜，市场活跃度高的，建议关注江苏银行、长沙银行；农商行中关注吴江、常熟。
- 风险提示：宏观经济下行超预期；政策变化超预期。**

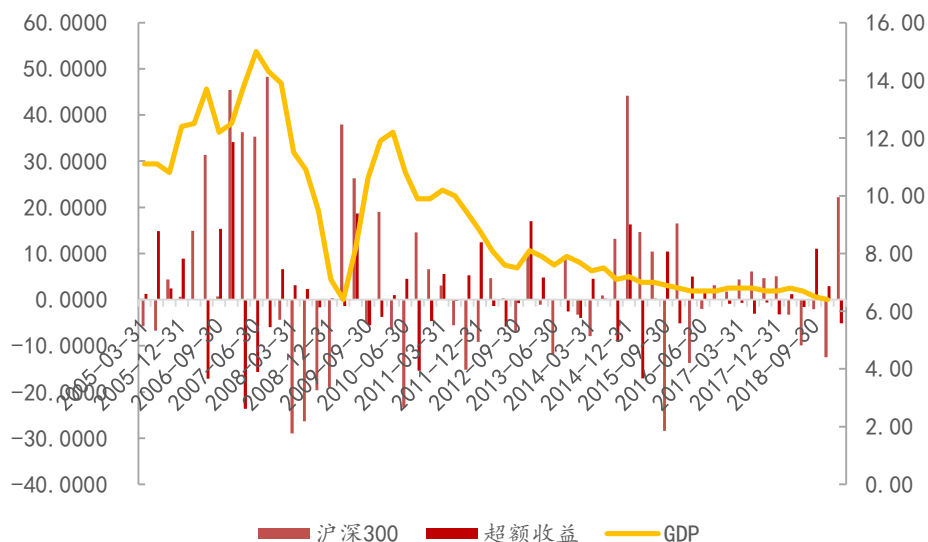
内容目录

序言	- 3 -
一、2009 年的银行股大幅收益：4 万亿刺激，经济悲观预期持续修正.....	- 3 -
1.1 2009 年的宏观货币环境：经济复苏、流动性合理宽裕	- 3 -
1.2 银行经营情况：贷款量高增、基本面有好转预期	- 4 -
1.3 2009 年的个股表现：业绩高速增长的兴业、浦发、平安和南京	- 6 -
二、2012 年的银行股大幅收益：经济和政治改善预期.....	- 7 -
2.1 2012 年的宏观货币环境：经济企稳预期确定、货币保持宽松	- 7 -
2.2 银行经营情况：行业利润增速预计触底回升	- 9 -
2.3 2012 年的个股表现：机制灵活，布点全国的股份行走出板块性行情 ..	- 11 -
三、2014 年的银行股大幅收益：流动性宽松，增量资金进场的结构性机会....	- 12 -
3.1 2014 年的宏观货币环境：经济增长率中枢下降趋势不改	- 12 -
3.2 银行经营情况：基本面转弱确定	- 15 -
3.3 2014 年的个股表现：高安全边际兼具高弹性的中小行	- 16 -
四、2006 年的银行股大幅收益：宏观经济稳定高增起步年的趋势性机会	- 17 -
4.1 2006 年的宏观货币环境：经济由高速扩张向稳定高增转换	- 17 -
4.2 银行经营情况：量价风险全面向好	- 18 -
4.3 2006 年的个股表现：具高成长性银行股受青睐	- 19 -
五、投资建议	- 19 -
风险提示	- 20 -

序言

- 过去 14 年，银行股超额收益回顾：2005 年以来，银行股几次显著超额收益要么发生在经济预期拐点，如 2006 年底、2009 年中、2012 年底；要么是流动性拐点，如 2014 年底。

图表：银行股历史超额收益情况



注：超额收益基准为沪深 300，银行板块指数为中万指数，下同
资料来源：Wind, 中泰证券研究所

一、2009 年的银行股大幅收益：4 万亿刺激，经济悲观预期持续修正

1.1 2009 年的宏观货币环境：经济复苏、流动性合理充裕

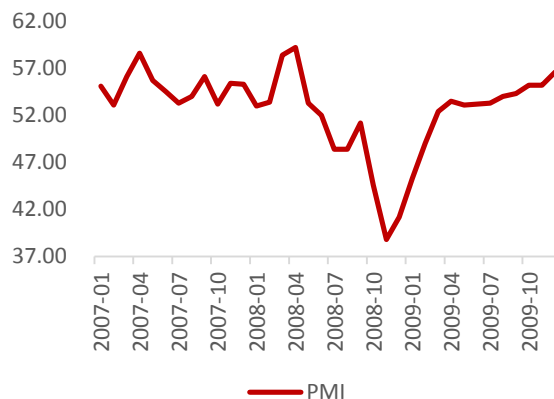
- 宏观经济环境：经济进入复苏期。2008 年，受美国次贷危机以及国内经济增长进入下行周期影响，市场暴跌。随后多部门集中出台政策保驾护航，货币政策由紧转松，2008 年底及 09 年一季度推出的四万亿经济刺激计划，中国经济进入逐步复苏阶段。GDP 同比增速自 09 年 1 季度触底反弹，PMI 指数自 08 年 11 月触底后连续反弹。

图表：2009 年经济进入复苏期



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：PMI 自 08 年 11 月触底反弹



来源：Wind, 中泰证券研究所

- 政策层面：货币政策转向大幅宽松后维持合理水平。**货币政策自 08 年 9 月转向大幅宽松，截至年底已进行 4 次降准、5 次降息，2009 年不再降准降息，市场整体流动性保持合理宽裕。

图表：货币政策转向大幅宽松

2008 年 9 月起宽货币	1.16	上调存款准备金 0.5%
	3.18	上调存款准备金 0.5%
	4.16	上调存款准备金 0.5%
	5.12	上调存款准备金 0.5%
	6.7	上调存款准备金 1%
	9.15	定向降准 1%
	9.16	非对称降息，贷款-27bp
	10.8	降准 0.5%
	10.22	下调住房贷款利率，下限扩大为基准 0.7 倍
	10.30	对称性降息 27bp
	11.26	定向降准 1%
	11.27	对称性降息 108bp
	12.22	降准 0.5%
12.23	对称性降息 27bp	
2009 年维持中性货币政策		

资料来源：人民银行, 中泰证券研究所

1.2 银行经营情况：贷款量高增、基本面有好转预期

- 资产质量恶化压力减缓。**新增贷款主要投向政府基建类项目和票据，前者在政府隐性担保下信用风险较低，后者则由于期限较短、产品本身风险较低，因而总体新增贷款风险可控。另一方面，大量的新增贷款对资产质量的指标也有改善作用，如扩大贷款规模稀释不良率；客户获得了新贷款、降低了不良生成；流动性过剩推动房地产市场发展、提升银行

抵押物价值等。

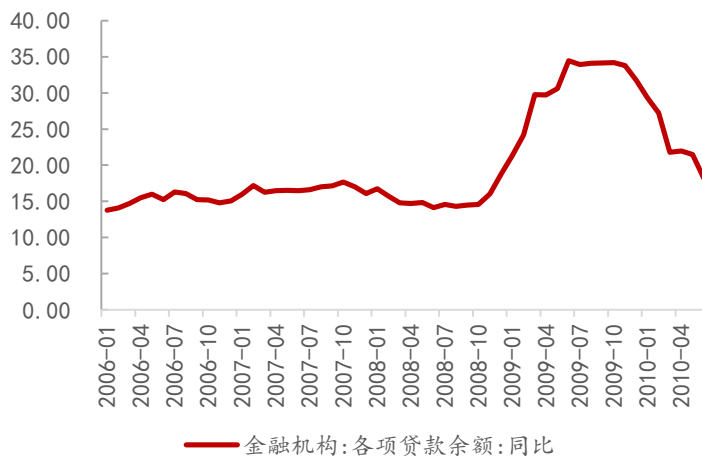
图表：2008-2009 年上市银行不良率

	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
工商银行	2.29%	1.97%	1.81%	1.68%	1.54%
建设银行	2.21%	1.90%	1.71%	1.57%	1.50%
中国银行	2.65%	2.24%	1.80%	1.60%	1.52%
交通银行	1.92%	1.62%	1.51%	1.44%	1.36%
招商银行	1.11%	1.01%	0.86%	0.83%	0.82%
中信银行	1.36%	1.07%	0.99%	0.96%	0.95%
浦发银行	1.21%	0.96%	0.90%	0.93%	0.80%
民生银行	1.20%	1.17%	0.86%	0.82%	0.84%
兴业银行	0.83%	0.72%	0.67%	0.61%	0.54%
华夏银行	1.82%	0.00%	1.55%	0.00%	1.50%
平安银行	0.68%	0.61%	0.72%	0.65%	0.68%
北京银行	1.55%	1.33%	1.14%	1.01%	1.02%
南京银行	1.64%	/	1.36%	1.26%	1.22%
宁波银行	0.92%	0.91%	0.85%	0.76%	0.79%

资料来源：公司财报,中泰证券研究所

- 信贷方面监管要求银行加大放款。** 监管要求银行多放款，银行也积极响应，贷款量快速上升。**息差预计二季度探底回升。资产端贷款重定价和结构转换：** a、存贷款重定价时间差致使 08 年降息对息差造成的压力在 09 年二季度基本释放完毕。 贷款重定价集中于 2 季度，存款重定价集中于 1 季度，资产重定价慢于负债，1 季度银行息差降幅得到平滑，2 季度待大部分贷款完成重定价，息差压力基本释放完毕，若未来没有进一步降息，息差将完成探底。 b、新增贷款由低收益率向高收益率的结构性转换。 低收益的票据贴现资产占比自 3 月份开始下降，较高收益的中长期贷款占比上升。**负债端存款活期化：** 民间投资的启动，驱动存款再度活期化。

图表：2009 年贷款余额同比高增

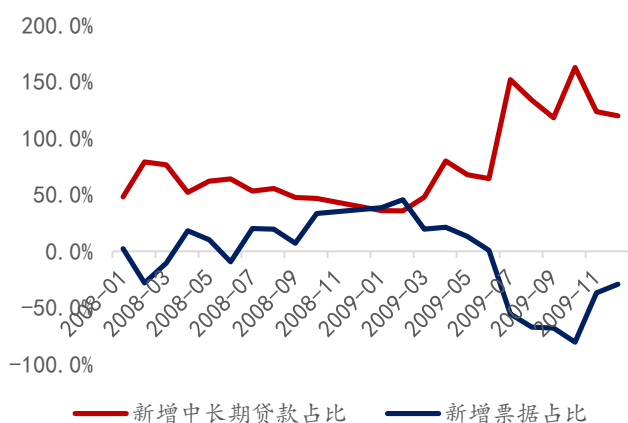


资料来源：人民银行,中泰证券研究所

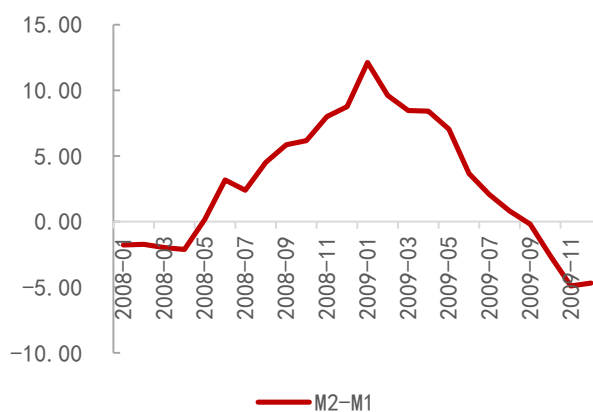
图表：2008 年上市银行存贷款重定价情况

	贷款重定价占比 (2008)					存款重定价占比 (2008)			
	3M 以内	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上		3M 以内	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上
工行	33.9%	66.1%	0.0%	0.0%	工行	65.4%	25.5%	7.2%	0.1%
建行	45.5%	52.7%	0.7%	1.1%	建行	70.0%	23.2%	6.4%	0.1%
中行	42.4%	56.1%	0.8%	0.3%	中行	68.8%	23.3%	5.7%	0.3%
中信	68.5%	30.3%	0.9%	0.3%	中信	72.7%	22.2%	3.6%	0.3%
民生	85.0%	13.4%	1.2%	0.3%	民生	67.9%	21.1%	10.9%	0.1%
兴业	61.6%	35.6%	1.5%	0.3%	兴业	74.9%	21.4%	3.7%	0.0%
平安	48.4%	49.2%	2.2%	0.2%	平安	66.6%	23.9%	9.2%	0.0%
北京	25.5%	74.1%	0.2%	0.2%	北京	79.1%	15.4%	5.4%	0.0%
南京	65.3%	26.9%	4.1%	3.7%	南京	66.3%	30.1%	3.7%	0.0%
宁波	22.0%	73.5%	0.0%	0.0%	宁波	72.0%	18.0%	10.1%	0.0%

资料来源：公司财报,中泰证券研究所

图表：2009 年高收益中长期贷款占比提升


来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：2009 年 M2-M1 剪刀差缩窄


来源：Wind, 中泰证券研究所

1.3 2009 年的个股表现：业绩高速增长的兴业、浦发、平安和南京

- 银行个股的综合盈利能力和资产成长性一直是选股的重要考虑因素，投资驱动型经济模式下，资本市场青睐机制灵活，业绩高增的兴业、浦发、平安以及南京银行（除去管理机制优势，很重要一点还是资本金满足规模扩张，浦发预计三季度能完成定增，平安于 2009.6.13 公布定增计划，兴业、南京核心一级资本在可比同业中较高）。

图表：银行股指数 2009 年半年度收益情况

	绝对收益	超额收益
2009-06-30	97.88	23.68
2009-12-31	2.97	(9.95)

资料来源：Wind,中泰证券研究所

图表：上市银行 2009 年半年度收益情况

	2009-06-30	2009-12-31
工商银行	-15.69	-12.55
建设银行	-14.71	-10.27
中国银行	-18.78	-16.49
交通银行	18.72	-7.96
招商银行	10.09	-7.76
中信银行	-19.54	26.89
浦发银行	70.82	-18.70
民生银行	22.84	-13.05
兴业银行	83.68	-4.30
华夏银行	0.07	-13.80
平安银行	56.46	-1.24
北京银行	8.29	7.26
南京银行	44.36	-5.36
宁波银行	18.76	23.08

资料来源：Wind,中泰证券研究所

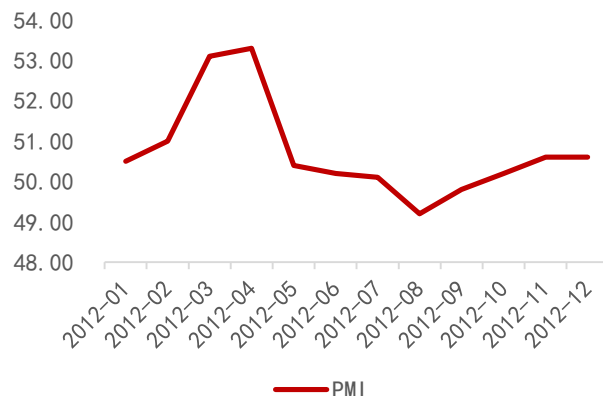
二、2012 年的银行股大幅收益：经济和政治改善预期

2.1 2012 年的宏观货币环境：经济企稳预期确定、货币保持宽松

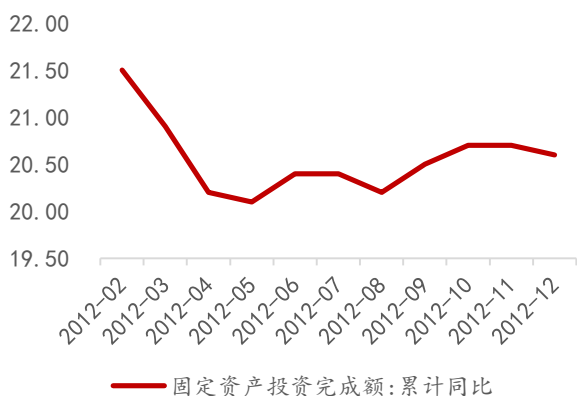
- 宏观经济环境：经济企稳预期较确定。** 货币政策持续宽松、货币供给增速缓慢回升，12 年 4 季度预计经济将企稳。多项经济指标指向 4 季度经济将回暖：固定资产投资完成额累计同比自 12 年 8 月触底回升；工业增加值同比增速、PMI 均在 9 月呈现上行趋势，这一系列的数据的好转都预示宏观经济在四季度企稳回升是比较确定的。

图表：12 年 4 季度经济预计企稳

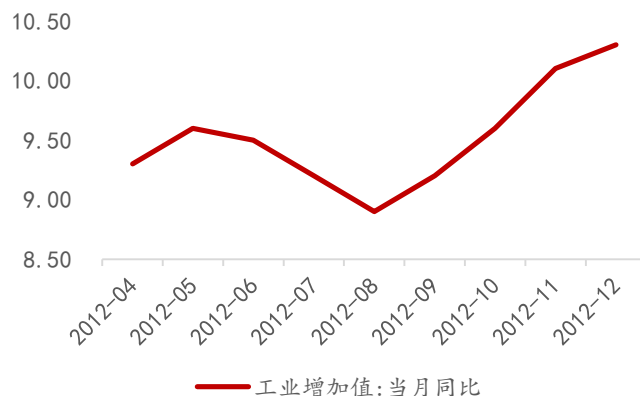

来源：Wind，中泰证券研究所

图表：PMI 自 12 年 8 月触底反弹


来源：Wind，中泰证券研究所

图表：12 年 8 月固定资产投资回升


来源：Wind，中泰证券研究所

图表：12 年 8 月工业增加值增速回升


来源：Wind，中泰证券研究所

- 政策层面：货币保持宽松；政治上面，预期由悲观转向正面；银行的资本监管政策也有了边际放松；增量资金入市。**
 - 1、货币政策保持宽松，12 年年初多次降准、降息后，货币政策维持宽松。
 - 2、政治预期转正面，2012 年底，中央领导换届，叠加经济下行，2012 年大盘股和中小盘跌幅明显。2012 年底，接近北京的资金率先拉升银行股，它们对政治更为敏感；公募是在后期才跟上。十八大胜利闭幕后，领导层表示 13 年将以提高经济增长质量为中心，释放中长期改革信号：2013 年是全面贯彻落实党的十八大精神的开局之年，要保持经济增长，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强经济增长的内生活力和动力，增长必须是实实在在和没有水分的增长，是有效益、有质量、可持续的增长。
 - 3、资本达标给了过渡期，银行再融资压力缓解。2012 年 12 月 7 日，银监会发布了实施新资本管理办法的过渡期安排和创新型资本工具指导意见，对 2.5% 的储备资本设定了 6 年的过渡期，另外明确了创新型资本工具、即非核心一级资本工具的具体基本原则和认定标准，改变当前国内银行只有普通股一级资本的单一局面，由于核心一级资本充足率要求低于一级资本充足率要求 1 个百分点，创新型资本工具指导意见的颁布，

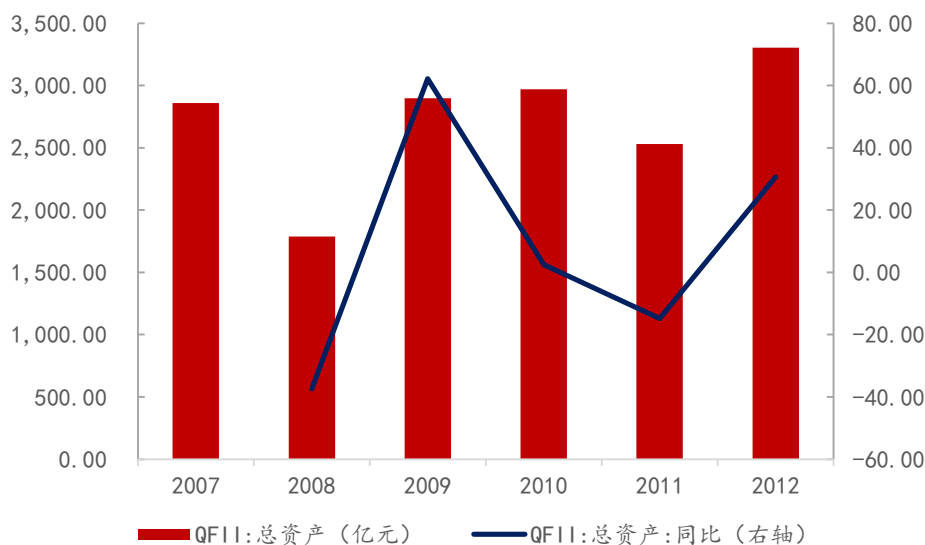
相当于把核心资本充足率要求降低了 1 个百分点。4、增量资金入市必配权重银行股。QFII 持续扩容、社保基金将入市。

图表：2012 年央行降准降息政策梳理

2012.2.18	降准	从 2012 年 2 月 24 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2012.5.12	降准	从 2012 年 5 月 18 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2012.6.7	对称性降息	从 2008 年 10 月 15 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2012.7.5	非对称降息	自 2012 年 7 月 6 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。其中，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，由 3.25% 下调到 3%；一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点，由 6.31% 下调到 6%；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。同时，将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍。

资料来源：人民银行,中泰证券研究所

图表：2012 年海外资金入市

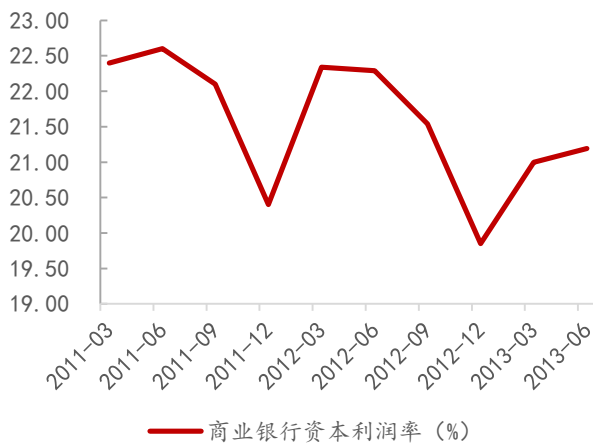


资料来源：Wind,中泰证券研究所

2.2 银行经营情况：行业利润增速预计触底回升

- 经济指标反弹使资产质量担忧略有缓解，银行股每个阶段最核心的驱动因素不同，在经济下行期，资产质量是最核心的驱动因子。08 年底、09 年初投下的四万亿在经济下行期可能发生的房地产泡沫、地方融资平台债务危机风险，在 12 年的政府融资平台渠道多元化（债券、信托、融资租赁等）、房地产市场量价反弹的背景下，总体信用风险有一定缓解。

图表：12 年预计行业盈利触底回升



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：12 年房地产市场量价反弹



来源：Wind，中泰证券研究所

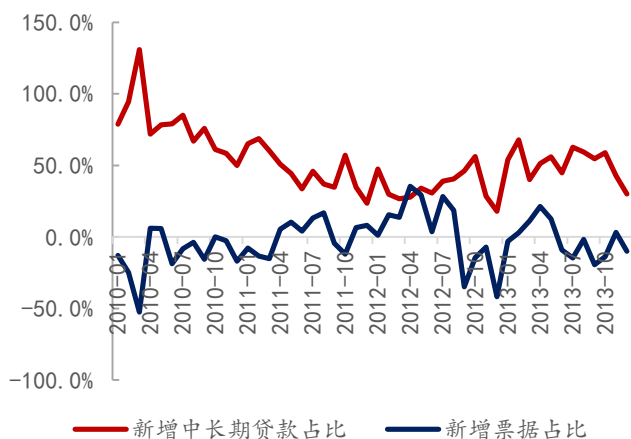
- 规模扩张仍是银行利润增长的核心驱动因素**，2012 年 12 月中央经济工作会议提出 13 年要适当扩大社会融资总规模，保持贷款额度适度增加。宽货币政策影响持续，净息差仍在缩窄。资产端重定价影响大于结构转换：a、资产端重定价全部完成预计在 13 年中，负债端重定价预计大部分在 12 年完成，一定程度能缓解息差缩窄压力，但息差探底预计要在 13 年中。b、随着基建投资增速缓慢回升、中长期贷款占比有望提升。
 负债端有存款活期化预期：随着经济基本面好转，投资加速有望驱动存款活期化。

图表：1H12 上市银行存贷款重定价情况

	贷款重定价占比 (1H12)					存款重定价占比 (1H12)			
	3M 以内	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上		3M 以内	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上
工行	37.3%	60.7%	0.2%	1.5%	工行	64.8%	24.0%	9.5%	0.2%
建行	29.2%	69.3%	0.5%	1.0%	建行	72.0%	18.5%	9.0%	0.1%
中行	46.8%	50.1%	0.7%	0.8%	中行	69.6%	20.6%	8.5%	0.2%
中信	50.3%	49.0%	0.7%	0.1%	中信	69.3%	21.9%	7.8%	0.3%
民生	76.5%	22.6%	0.6%	0.3%	民生	62.8%	26.1%	10.9%	0.3%
兴业	50.8%	48.3%	0.7%	0.2%	兴业	67.3%	22.2%	9.8%	0.5%
平安	67.7%	28.9%	2.7%	0.7%	平安	69.4%	21.2%	8.9%	0.0%
北京	64.2%	33.5%	1.9%	0.4%	北京	71.0%	19.6%	9.5%	0.0%
南京	20.6%	77.8%	1.0%	0.5%	南京	63.6%	26.3%	10.0%	0.1%
宁波	37.1%	55.8%	3.0%	0.9%	宁波	70.7%	22.3%	6.9%	0.0%

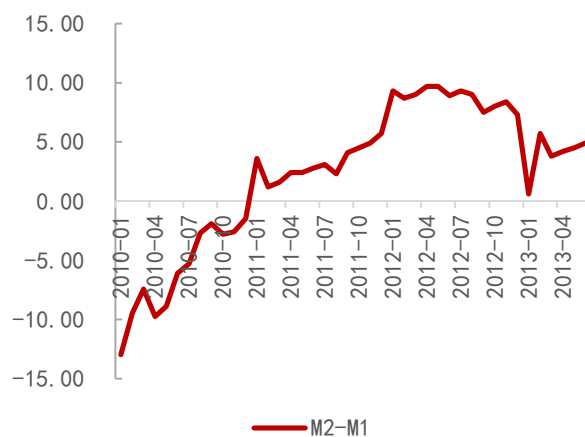
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：2012 年预期高收益中长期贷款占比提升



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：2012 年预期存款活期化提升



来源：Wind, 中泰证券研究所

2.3 2012 年的个股表现：机制灵活，布点全国的股份行走出板块性行情

- 超额收益超越行业平均水平的个股 6 家中的 5 家均为股份行，在 09 年中的民生、兴业、浦发，新增了招行、华夏以及北京银行，部分股份行被打上了各自独特的标签，小微的民生、同业之王的兴业（受益政策扶持，北京银行有望进行新一轮高速扩张）。

图表：银行股指数 2012 年季度收益情况

	绝对收益	超额收益
2012-03-31	3.31	(1.34)
2012-06-30	(5.57)	(5.84)
2012-09-30	(7.60)	(0.76)
2012-12-31	27.00	16.97

资料来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：上市银行 2012 年季度收益情况

	2012-03-31	2012-06-30	2012-09-30	2012-12-31
工商银行	-2.53	-4.49	1.78	0.64
建设银行	1.73	-8.44	1.61	5.55
农业银行	-2.36	1.31	1.83	3.80
中国银行	-2.60	-0.68	2.59	-1.88
交通银行	0.48	-1.82	0.68	5.94
招商银行	-4.40	-5.09	-0.11	25.31
中信银行	0.79	-6.38	1.40	7.51
浦发银行	0.53	-5.84	-2.38	24.39
民生银行	1.80	0.07	3.60	29.09
兴业银行	1.74	-0.30	-0.63	28.94
光大银行	-5.70	3.83	0.51	4.64
华夏银行	-9.11	-9.86	-8.25	18.71
平安银行	-3.88	-3.77	-6.55	12.90
北京银行	1.17	-0.78	-6.89	25.35
南京银行	-9.93	0.03	-4.42	11.67
宁波银行	-4.54	10.88	-2.47	7.77

资料来源：Wind, 中泰证券研究所

三、2014 年的银行股大幅收益：流动性宽松，增量资金进场的结构性机会

3.1 2014 年的宏观货币环境：经济增长率中枢下降趋势不改

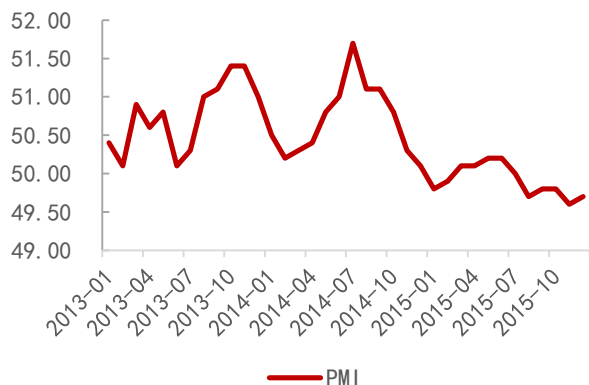
- **宏观经济环境：**政府通过货币宽松等政策对经济进行弱刺激，但不改变经济增长率中枢下降趋势。经济仍处于增长转型和结构调整的阵痛期，14 年 4 季度 GDP 同比增速有回升，但固定资产投资增速持续下滑，国内货币超发严重，大规模经济刺激计划难现。

图表：GDP 增长率中枢下降



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：14 年 4 季度 PMI 持续下滑



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：14 年固定资产投资同比增速持续下滑



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

- 政策层面：流动性宽松，央行多次降准降息；政府鼓励资本市场大发展；杠杆资金、海外增量资金入市。**
 - 1、政府希望通过资本市场刺激经济，一系列金融改革预期推出，包括银行混业经营、资管业务发展、员工持股等。
 - 2、政策降息降准，释放了大量资金；部分资金，开始通过银行资金，加杠杆进入股市。银行通过发行同业存单、表外理财，再投资于非标、同业理财、委外，迅速扩大资产规模，辅以期错配，从而获取超额利润的套利模式打开。
 - 3、随着 14 年 11 月沪港通的开通，市场预期会有大量资金进入股市，预计大量资金会主要进入估值低、承受资金量大的板块，银行是重要选择。金融三大板块被称为“金三胖”，一是由于涨幅大，二是能承受的资金量大。

图表：2014-2016 年央行降准降息政策梳理

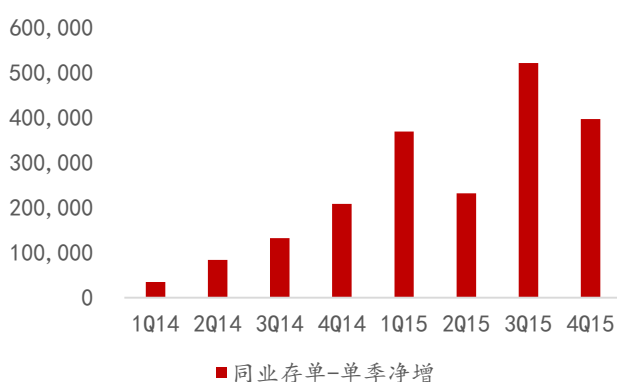
2014	4.22	定向 降准	从4月25日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点。
	6.9	定向 降准	从6月16日起对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含4月25日已下调过准备金率的机构）下调人民币存款准备金率0.5个百分点，对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率0.5个百分点。
	11.22	非对 称降 息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍；其他各档次贷款和存款基准利率相应调整，并对基准利率期限档次作适当简并。
2015	2.5	降准	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
	3.1	对 称 降 息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。
	4.20	降准	下调金融机构人民币存款准备金率1个百分点。
	5.11	对 称 降 息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。
	6.28	对 称 降 息& 定 向 降 准	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。 对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率0.5个百分点，对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率0.5个百分点，降低财务公司存款准备金率3个百分点。
	8.26	对 称 降 息	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.75%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。
	9.6	降准	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
	10.24	对 称 降 息& 降 准	金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。 下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。
2016	3.1	降准	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点

资料来源：人民银行,中泰证券研究所

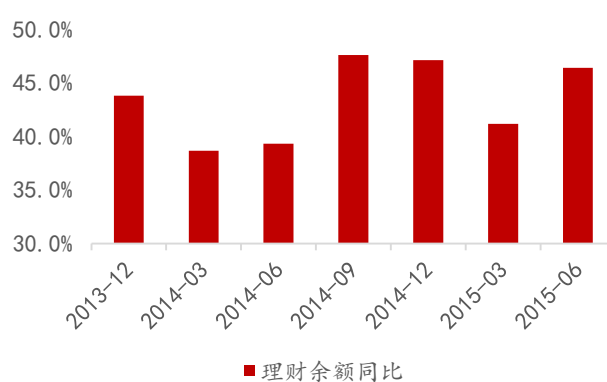
图表：金融改革预期

地方债置换	存量债务部分转为地方政府债、政府隐性担保转为显性担保，剩余部分则转为 PPP 模式下的企业债务
银行混业经营	证监会新闻发言人张晓军 2015.3.6 日称，目前证监会在研究银行在风险隔离基础上申请券商牌照的情况，目前尚在研究中，没有时间表
资管业务大发展	光大银行于 14 年年报公布将全资设立理财业务子公司
员工持股	民生、招行相继推出员工持股计划方案
信贷资产证券化	2014 年 11 月银监会印发《关于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》，银行信贷资产证券化迎来快速发展

资料来源：公司公告、华尔街见闻等公开资料,中泰证券研究所

图表：上市银行单季同业存单净增规模（百万元）


来源：Wind，中泰证券研究所

图表：银行理财余额同比增速


来源：Wind，中泰证券研究所

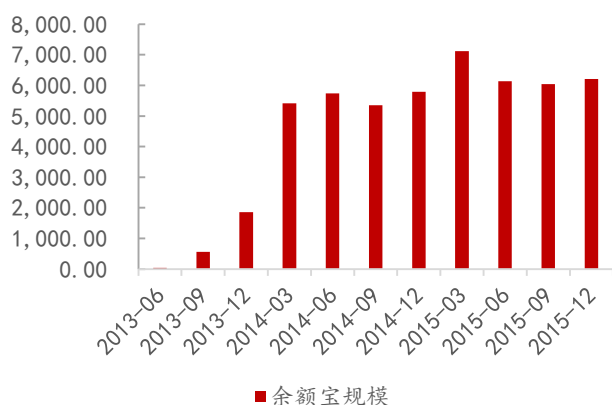
3.2 银行经营情况：基本面转弱确定

- **经济下行背景下资产质量转弱趋势确定，但 43 号文下发对地方政府债压力边际有缓解：**43 号文对地方政府债务新老划断，存量债务部分转为地方政府债、政府隐性担保转为显性担保，剩余部分则转为 PPP 模式下的企业债务，带来存量资产风险重估、地方政府债务价值有提升。
- **经济下行，银行放贷顺周期行为驱使下，总体信贷增速放缓。净息差：非对称降息下确定性收窄；另在金融脱媒背景下，存款增长承压。资产端：贷款重定价预计大部分发生在 15 年中，若后续不再降息，15 年中息差才能完成探底。负债端：面对理财、宝宝类产品的分流，银行存款增速持续下滑，降息有一定缓解，但总体压力仍较大。**

图表：1H14 上市银行存贷款重定价

	贷款重定价占比 (1H14)					存款重定价占比 (1H14)			
	3M 以内	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上		3M 以内	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上
工行	36.3%	60.2%	1.2%	1.8%	工行	62.9%	23.6%	10.5%	0.3%
建行	27.1%	71.3%	0.8%	0.8%	建行	67.5%	22.4%	9.2%	0.1%
中行	44.2%	51.8%	0.8%	0.7%	中行	65.2%	22.9%	10.6%	0.1%
中信	44.5%	53.3%	2.1%	0.1%	中信	67.9%	22.8%	8.8%	0.1%
民生	92.2%	6.1%	1.7%	0.1%	民生	64.7%	25.4%	9.9%	0.0%
兴业	65.5%	31.9%	2.4%	0.2%	兴业	62.5%	27.2%	9.9%	0.1%
平安	50.9%	38.7%	9.3%	1.1%	平安	62.3%	26.2%	11.1%	0.2%
北京	44.9%	51.7%	2.9%	0.5%	北京	69.9%	24.4%	5.6%	0.0%
南京	21.7%	73.4%	3.9%	1.0%	南京	61.8%	27.7%	10.4%	0.1%
宁波	28.8%	58.7%	3.0%	0.3%	宁波	66.5%	22.6%	9.5%	1.2%

资料来源：公司财报,中泰证券研究所

图表：14 年余额宝规模快速增长 (亿元)


来源：Wind, 中泰证券研究所

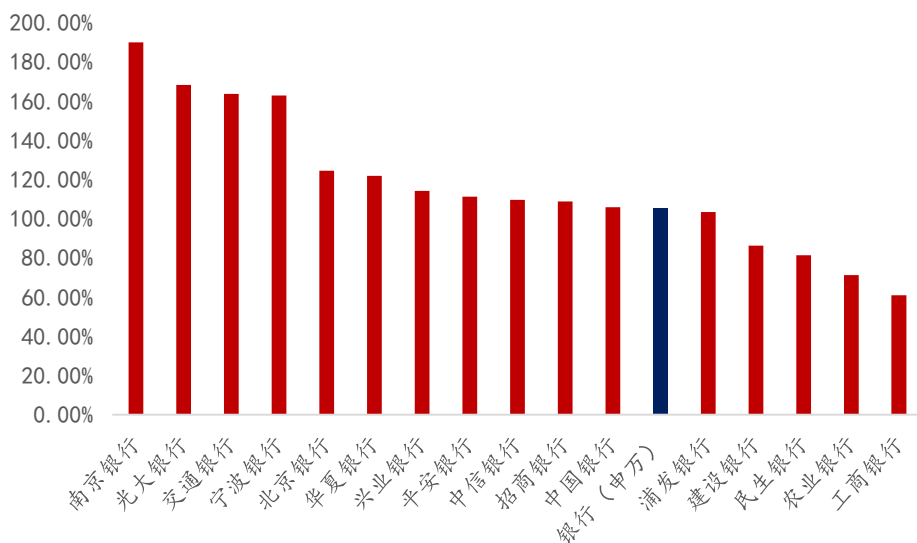
图表：14 年存款增长承压


来源：Wind, 中泰证券研究所

3.3 2014 年的个股表现：高安全边际兼具高弹性的中小行

- 在这轮资金面带来的结构性行情中，资产质量较好，兼具高成长性的城商行表现最优、领涨银行股，板块取得累积涨跌幅均值近 160%，南京银行自 14 年 7 月到 15 年中，累积涨跌幅接近 200%。

图表：2014.7-2015.6 银行股累积涨跌幅



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

四、2006 年的银行股大幅收益：宏观经济稳定高增起步年的趋势性机会

4.1 2006 年的宏观货币环境：经济由高速扩张向稳定高增转换

- **宏观经济环境：**经过近两年的宏观调控，2006 年经济增长从高速扩张向稳定高增期转换，而 2007 年作为“十一五”规划实施的关键年，市场预期加快经济发展将会作为主要任务，在强调经济社会发展各方面稳定、协调和可持续性的同时，宏观经济政策会是中性偏积极。

图表：2006 年向稳定高增起步期转换



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：预计 2007 年固定资产投资增速提升



来源：Wind, 中泰证券研究所

- **政策层面：**货币政策中性偏紧，两税合一预期。央行多次微调货币政策以维持流动性合理中性的水平。06 年人大议案两税合一时间表逐渐明朗，两税合并法案有望在 07 年落地，随着税制改革的推行，银行税负压力

减轻，净利润提升，驱动银行股权价值增长。

图表：2006 年货币政策中性偏紧

6月16日	7月5日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，执行8%存款准备金率，农村信用社（含农村合作银行）暂不上调。
7月21日	从8月15日起提高存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，执行8.5%的存款准备金率，农村信用社（含农村合作银行）暂不上调。
8月14日	从9月15日起提高外汇存款准备金率1个百分点，执行4%的外汇存款准备金率。
8月19日	上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率上调0.27个百分点，由2.25%提高到2.52%；一年期贷款基准利率上调0.27个百分点，由5.85%提高到6.12%；其他各档次存贷款基准利率也相应调整，长期利率上调幅度大于短期利率上调幅度。同时，商业性个人住房贷款利率的下限由贷款基准利率的0.9倍扩大为0.85倍，其他商业性贷款利率下限保持0.9倍不变。
11月3日	从11月15日起提高存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，执行9%存款准备金率。

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

图表：两税合一预计2007年落地

	原所得税率	所得税法草案
内资	33%	25%
外资	15%	

资料来源：中国经济网，中泰证券研究所

4.2 银行经营情况：量价风险全面向好

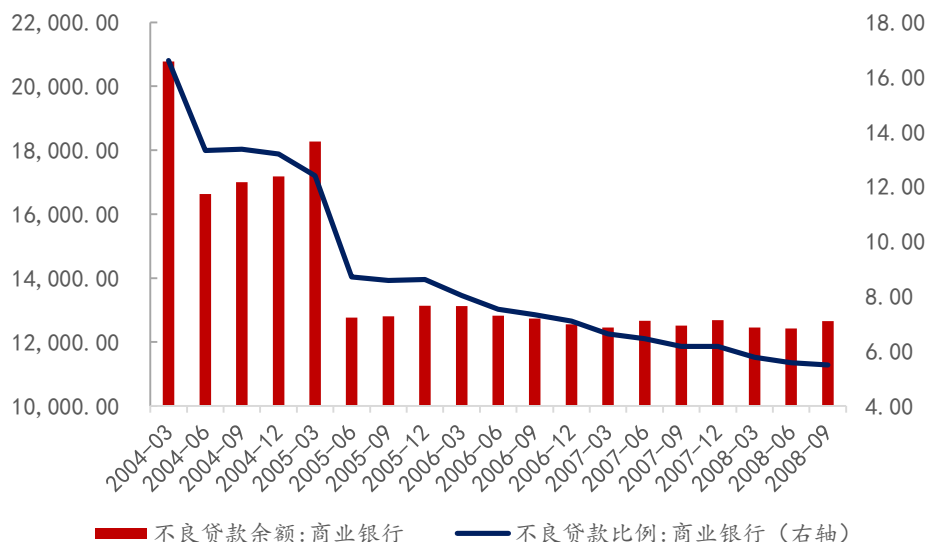
- **银行信贷规模预期高增**，“十一五”规划关键年，市场预期有很多建设项目会出来，固定资产投资增速会有上行趋势。**对称加息利好银行息差**，2006年8月19日央行上调贷款、存款一年期基准利率27bp，对称加息下，银行活期存款不加息，对息差扩大有正面贡献。**经济上行周期，银行资产质量继续改善**，不良实现双降。

图表：2006 年银行净息差环比上行 (%)

	1H16	2016	Δ
工行	2.35	2.39	0.04
建行	2.70	2.79	0.09
中行	2.26	2.44	0.18
招行	2.47	2.65	0.18
浦发	2.83	2.94	0.11
民生	2.01	2.62	0.61
华夏	1.80	1.88	0.08
平安	2.55	2.80	0.25

资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：上市银行不良双降



资料来源: 银保监会, 中泰证券研究所

4.3 2006 年的个股表现: 具高成长性银行股受青睐

- 超额收益超越板块的个股为浦发、民生银行。浦发于 06 年下半年完成定增, 民生也公布了定增计划, 资本金的补充保障了公司高成长性, 兼具灵活的市场化机制, 公司拥有较强的竞争优势。

图表: 银行股指数 2006 年季度收益情况

	绝对收益	超额收益
2006-03-31	14.96	0.05
2006-06-30	14.25	(17.12)
2006-09-30	16.01	15.34
2006-12-31	79.60	34.15

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表: 上市银行 2006 年季度收益情况

	2006-03-31	2006-06-30	2006-09-30	2006-12-31
中国银行	-	-	-	17.61
招商银行	8.23	-10.08	30.74	19.14
浦发银行	-3.52	-11.18	6.50	55.21
民生银行	15.88	-15.19	22.67	43.79
华夏银行	12.73	-32.67	-4.44	24.83
平安银行	-11.16	-12.69	7.27	31.88

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

五、投资建议

- 个股推荐——优质银行做配置+预期悲观的小银行做弹性。1、优质银行仍然可以做配置。如果经济没有企稳, 优质银行的基本面还是最扎实的;

未来政策鼓励机构投资者入市，包括海外资金、国内养老社保资金等，工行、建行、农行、招行和宁波银行等仍会是配置重点，会带来稳健、持续收益。2、市场风险偏好下降，流动性拐点如果发生，中小银行短期弹性大。建议从两个角度选股：一是资本市场活跃、金融监管回归中性带来金融环境预期变化，我们看好兴业和南京的弹性；二是次新股中估值便宜，市场活跃度高的，建议关注江苏银行、长沙银行；农商行中关注吴江、常熟。

风险提示

- 宏观经济下行超预期；政策变化超预期。

图表：银行估值表

银行估值表（交易价格：2019-03-01）

	P/B		ROE		股息率
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
工商银行	0.90	0.82	13.1%	12.3%	4.27%
建设银行	0.96	0.87	13.4%	12.8%	4.16%
农业银行	0.83	0.76	13.1%	12.3%	4.58%
中国银行	0.73	0.67	11.5%	10.9%	4.72%
交通银行	0.73	0.68	10.5%	10.2%	4.53%
招商银行	1.62	1.44	15.7%	15.6%	2.92%
中信银行	0.84	0.77	10.4%	10.0%	3.28%
浦发银行	0.83	0.74	12.0%	10.8%	0.93%
民生银行	0.70	0.63	12.5%	11.6%	2.58%
兴业银行	0.90	0.81	13.6%	12.8%	3.49%
光大银行	0.78	0.71	10.7%	10.6%	3.68%
华夏银行	0.66	0.59	11.2%	10.1%	1.81%
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	0.96	0.84	14.8%	14.2%	3.28%
宁波银行	1.56	1.34	16.3%	15.1%	2.18%
江苏银行	0.81	0.72	11.1%	11.0%	2.65%
贵阳银行	1.05	0.90	18.8%	18.1%	3.05%
杭州银行	0.98	0.88	9.1%	8.9%	2.35%
上海银行	0.96	0.86	11.9%	12.3%	3.39%
成都银行	1.05	0.92	16.3%	15.9%	3.23%
江阴银行	1.18	1.11	8.1%	7.8%	1.35%
无锡银行	1.29	1.19	11.1%	11.0%	2.24%
常熟银行	1.39	1.25	13.2%	13.5%	2.77%
吴江银行	1.31	1.20	9.6%	10.0%	1.43%
张家港银行	1.40	1.30	9.5%	9.5%	1.47%
上市银行平均	1.00	0.90	12.3%	11.9%	2.88%
国有银行	0.86	0.76	12.3%	11.7%	4.45%
股份银行	0.89	0.80	12.1%	11.5%	2.52%
城商行	1.02	0.90	13.6%	13.2%	2.89%
农商行	1.31	1.21	10.3%	10.4%	1.85%

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。