

## 银行

## 1Q19 央行货政委例会点评：弱刺激+结构性改革

**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

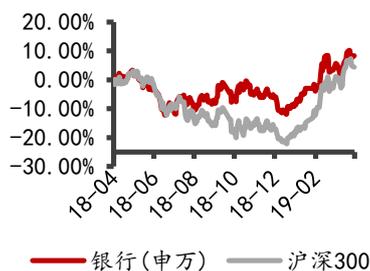
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	10,020,741
行业流通市值(百万元)	6,679,579

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

<<详细解读贵阳银行 2018 年年报：PPOP 增速触底向上，资产质量平稳>>2019.04.16

<<继续看好银行板块-银行业周报（2019年04月第2期）>>2019.04.14

<<银行角度看3月社融数：实体的信心提升，货币政策或微调>>2019.04.14

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2016	2017	2018	2019E	2016	2017	2018	2019E		
工商银行	5.81	0.77	0.79	0.82	0.86	7.56	7.35	7.06	6.76	-	增持
建设银行	7.37	0.92	0.96	1.01	1.06	8.00	7.64	7.27	6.98	-	增持
农业银行	3.78	0.55	0.58	0.57	0.60	6.85	6.52	6.68	6.34	-	增持
招商银行	34.8	2.46	2.78	3.19	3.54	14.15	12.52	10.90	9.84	-	增持
宁波银行	23.2	1.95	1.80	2.10	2.37	11.94	12.92	11.03	9.78	-	增持

备注：

**投资要点**

- **国际国内环境边际缓和，继续结构调整：**对国际形势更为乐观；货币政策逆周期调节有效，对金融服务实体经济评价提升；市场预期改善，应对外部冲击能力增强，国内继续结构调整。
- **货币政策微调，与财政等协调将加强：**逆周期调节力度放缓，货币政策微调，强调与财政等政策的协调；新增“注重在稳增长的基础上防风险”，总量政策是“弱刺激”，本轮政策转向是有前提的，还是要防范系统性风险。基建会持续松，但不会强刺激；房地产政策未来目标也是托住市场。
- **未来进一步的改革方向：利率市场化、金融供给侧改革、双向开放：**再次明确 M2 与社融增速的要求为与名义 GDP 匹配；未来将稳妥推进利率市场化；金融供给侧改革以结构调整为主；由对外开放转为双向开放。
- **投资建议：经济预期改善+低估值高息率能推动银行的上涨行情。我们近期开始重点推荐银行板块（详见报告《银行股对增量资金的吸引力：经济预期修复+低估值高股息率》，社融快增，确保银行 2019 年的贷款、收入和利润增速；经济企稳确定了其中长期的投资逻辑。随着中长期资金和机构资金的持续入市，银行板块有望持续吸收资金，推动板块持续上行。近期我们推荐弹性较大、季报业绩好的中小银行：南京银行、兴业银行、江苏银行和常熟银行；同时看好头部银行中长期价值：招商银行、宁波银行、工商银行和建设银行。**
- **风险提示事件：**经济下滑超预期。金融监管超预期。

- **事件:** 2019.4.15 人民银行公告货币政策委员会 2019 年第一季度例会内容。

## 一、国际国内环境边际缓和，继续结构调整

- **对国际形势更为乐观:** 在对国际形势的判断上删除了“更加错综复杂”中的“更加”，同时将“面临更加严峻的挑战”改为“不确定性仍然较多”，显示国际环境压力边际缓和。

**图表：对国际形势更为乐观**

变化	1Q19	4Q18
对国际形势更为乐观：去掉“更加”、“面临更加严峻的挑战”	国际经济金融形势错综复杂，不确定性仍然较多	国际经济金融形势更加错综复杂，面临更加严峻的挑战

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- **货币政策逆周期调节有效，对金融服务实体效果评价提升:** 对当前的货币政策删除了“中性”判断，强调货币政策逆周期调节职能；对金融服务实体评判维度和效果评价提高，在质量与效率层面对实体经济的支持力度均有提升。

**图表：货政逆周期调节有效，金融服务实体能力提升**

变化	1Q19	4Q18
当前的货币政策松紧定义：删除“中性”、增加“逆周期调节要求”	稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求	稳健中性的货币政策取得了较好成效
金融的定位	金融服务实体经济的质量和效率逐步提升	金融对实体经济的支持力度进一步增强

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- **市场预期改善，应对外部冲击能力增强，国内继续结构调整:** 对国内经济指标判断改变，由增速指标“平稳发展”转为内涵更为丰富的“健康发展”，显示未来经济发展由量的追求到质的提升，同时删除“总供求基本平衡”，未来将继续结构的调整。

**图表：国内继续结构调整**

变化	1Q19	4Q18
市场预期改善	人民币汇率总体稳定，金融市场预期改善	人民币汇率及市场预期总体稳定
经济情况判断：健康，删除“总供求基本平衡”	当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换	当前我国经济保持平稳发展，经济增长保持韧性，总供求基本平衡，增长动力加快转换

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

## 二、货币政策微调，与财政等协调将加强

- **逆周期调节力度放缓，货币政策微调，强调与财政等政策的协调：**1、**货币政策微调**，1Q19 例会由“加大逆周期调节的力度”改为“坚持逆周期调节”，增加“把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌”。2、**未来与财政的配合度预计将提升**，1Q19 例会中新增“进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调”。
- **新增“注重在稳增长的基础上防风险”：**与我们在去年 11 月的报告《金融政策转向“核心逻辑”：弱刺激+强改革》判断一致，总量政策是“弱刺激”，本轮政策转向是有前提的，还是要防范系统性风险。基建会持续松，但不会强刺激；房地产政策未来目标也是托住市场。

**图表：在国际国内经济形势上保持战略定力**

变化	1Q19	4Q18
在国际国内经济金融形势上保持战略定力 逆周期调节力度放缓 强调与财政的协调 新提注重防风险	要继续密切关注国际国内经济金融形势的边际变化，增强忧患意识，保持战略定力，坚持逆周期调节，进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调，适时预调微调，注重在稳增长的基础上防风险	要继续密切关注国际国内经济金融形势的边际变化，增强忧患意识，加大逆周期调节的力度，提高货币政策前瞻性、灵活性和针对性
货币政策微调：把好供给总闸门、不搞大水漫灌	稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕	稳健的货币政策要更加注重松紧适度，保持流动性合理充裕

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

## 三、未来进一步的改革方向：利率市场化、金融供给侧改革、

### 双向开放等

- **再次明确 M2 与社融增速的要求为与名义 GDP 匹配：**与 2018 年货币执行报告提法一致，从数量上看，货币供应量和社会融资规模增速应与名义 GDP 增速大体匹配。
- **未来将稳妥推进利率市场化：**我们在 18 年初时判断未来利率市场化的推进会是渐进的，目前的银行有政府“隐形担保”，是“刚兑”，其行为必然是扭曲，快速放开会再现前几年的金融乱象（详见《存款利率上浮：市场的几个重大误读》）。
- **金融供给侧改革以结构调整为主：**1、**政策推动经济结构转型的方向没变。**总量政策是“托而不举”，政策不会刺激房地产、地方融资平台的融资，倒逼经济结构转型。整体的金融政策逻辑是“弱刺激+强改革”。2、

**金融供给侧改革的目标：金融的供给能符合融资需求的变化。**经济转型，金融的需求就发生变化，而目前金融供给是制约需求变化，所以货币总量工具是不够的，需要结构性改革。**金融行业供给侧核心是“调结构”**（详见我们的重磅深度《金融供给侧改革的核心点——对金融行业格局和投资的影响》）。

- **由对外开放转为双向开放：**进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。

**图表：未来进一步改革方向**

变化	1Q19	4Q18
对 M2 和社融增速的要求为与名义 GDP 增速匹配	广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配	保持货币信贷及社会融资规模合理增长
新增“稳妥推进利率等关键领域改革”	继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，稳妥推进利率等关键领域改革，进一步疏通货币政策传导渠道	继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，进一步疏通货币政策传导渠道
金融供给侧改革，以金融体系结构调整优化为重点，改进对小微和三农的金融服务	按照深化金融供给侧结构性改革的要求，以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和信贷结构，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。综合施策提升金融服务实体经济的质效，改进小微企业和“三农”金融服务，推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环	按照深化供给侧结构性改革的要求，优化融资结构和信贷结构，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，综合施策提升金融服务实体经济能力，推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环。
由对外开放转为双向开放	进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力	进一步扩大金融对外开放，增强金融业发展活力和韧性
贯彻落实精神新增政府工作报告，强调激发微观主体活力	认真贯彻落实党的十九大、中央经济工作会议和政府工作报告精神，继续按照党中央国务院的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，着力激发微观主体活力，创新和完善宏观调控，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期	认真贯彻落实党的十九大和中央经济工作会议精神，继续按照党中央国务院的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，创新和完善宏观调控

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

#### 四、投资建议

- **经济预期改善+低估值高息率能推动银行的上涨行情。**我们近期开始重点推荐银行板块（详见报告《银行股对增量资金的吸引力：经济预期修

复+低估值高股息率), 社融快增, 确保银行 2019 年的贷款、收入和利润增速; 经济企稳确定了其中长期的投资逻辑。随着中长期资金和机构资金的持续入市, 银行板块有望持续吸收资金, 推动板块持续上行。近期我们推荐弹性较大、季报业绩好的中小银行: 南京银行、兴业银行、江苏银行和常熟银行; 同时看好头部银行中长期价值: 招商银行、宁波银行、工商银行和建设银行。

- **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：2019-04-15）

	P/B		ROE		股息率
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
工商银行	0.92	0.84	13.3%	12.7%	4.31%
建设银行	0.97	0.89	13.5%	12.9%	4.15%
农业银行	0.83	0.77	13.1%	12.3%	4.60%
中国银行	0.76	0.69	11.7%	11.1%	4.73%
交通银行	0.73	0.65	10.7%	10.5%	0.00%
招商银行	1.74	1.55	15.7%	15.9%	2.70%
中信银行	0.77	0.73	10.5%	10.2%	3.62%
浦发银行	0.76	0.69	12.4%	11.7%	3.05%
民生银行	0.69	0.64	12.3%	11.5%	5.38%
兴业银行	0.90	0.80	13.6%	12.8%	3.52%
光大银行	0.76	0.70	10.7%	10.8%	4.34%
华夏银行	0.66	0.60	10.8%	9.4%	1.60%
平安银行	1.07	0.96	10.7%	10.6%	0.99%
北京银行	0.77	0.70	10.8%	10.4%	3.19%
南京银行	1.12	0.97	15.2%	14.9%	2.90%
宁波银行	1.83	1.58	16.2%	15.2%	1.72%
江苏银行	0.81	0.72	11.1%	11.0%	2.65%
贵阳银行	1.06	1.28	17.0%	16.6%	2.92%
杭州银行	0.95	0.86	9.1%	8.9%	2.42%
上海银行	0.95	0.85	11.9%	12.3%	3.40%
成都银行	1.08	0.95	16.0%	15.5%	3.08%
江阴银行	1.12	1.28	7.8%	7.7%	0.78%
无锡银行	1.20	1.11	11.1%	11.0%	2.41%
常熟银行	1.51	1.35	12.8%	13.2%	2.49%
吴江银行	1.20	1.10	9.6%	10.0%	1.56%
张家港银行	1.33	1.23	9.5%	9.5%	1.56%
<b>上市银行平均</b>	<b>1.16</b>	<b>1.07</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.6%</b>	<b>2.49%</b>
<b>国有银行</b>	<b>0.87</b>	<b>0.77</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>3.56%</b>
<b>股份银行</b>	<b>0.92</b>	<b>0.83</b>	<b>12.1%</b>	<b>11.6%</b>	<b>3.15%</b>
<b>城商行</b>	<b>1.20</b>	<b>1.12</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.2%</b>	<b>2.50%</b>
<b>农商行</b>	<b>1.60</b>	<b>1.48</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.5%</b>	<b>1.46%</b>

来源：公司财报，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。