

银行

包商银行，会是个案吗？政策意图在哪？

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

分析师：邓美君

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

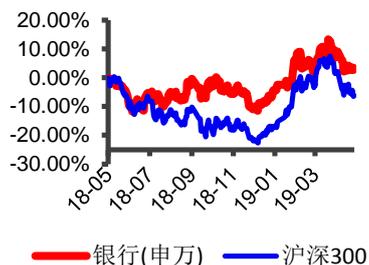
研究助理：贾靖

电话：

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	9,551,891
行业流通市值(百万元)	6,425,334

行业-市场走势对比

相关报告

<<南京银行定增重启：大股东积极参与，提升核心一级 1.7% 至 10.2%>>2019.05.21

<<防风险基调不变，结构性去杠杆仍是政策思路——银行业周报 2019 年 5 月第 3 期>>2019.05.19

<<专题！银保监 23 号文：防风险基调不变，假结构性存款监管加强>>2019.05.19

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
工商银行	5.70	0.79	0.82	0.86	0.90	7.21	6.93	6.63	6.32		增持
建设银行	7.01	0.96	1.01	1.05	1.10	7.27	6.91	6.67	6.36		增持
农业银行	3.69	0.58	0.57	0.59	0.63	6.36	6.52	6.22	5.86		增持
招商银行	33.6	2.78	3.19	3.54	3.97	12.0	10.52	9.50	8.46		增持
宁波银行	22.6	1.80	2.10	2.42	2.91	12.5	10.74	9.34	7.77		增持

备注

投资要点

- **包商银行近期会是个案。**包商银行是由于股权结构和公司治理，导致其信用风险和负债端压力大幅高于同行业，属于个案。而我国中小银行的系统性风险未来的压力：是经济快速下行、或者流动性突然收紧；这些短期还看不到。
- **政策释放出打破银行“刚兑”的信号。**本次处置，政策对 5000 万以上的公司存款和同业负债不明确担保。这表明政府有意逐渐撤出对各类银行的“隐形兜底”；外部环境虽然不确定，金融供给侧改革，仍然稳步推进，详见深度报告《金融供给侧改革的核心点》。未来，银行之间的分化会加大。
- **投资建议：近期我们一直强调防御，银行股具有防御性。**前期我们推荐了大行组合；在外部不确定性和金融供给侧推进背景下，近期我们组合选择优质银行：工行、建行、农行、招行、宁波等。
- **风险提示事件：国内经济下滑超出预期；政策变动超出预期；中美双方合作推进进展不及预期。**

内容目录

一、包商银行的独特性：曾被“明天系”控股.....	- 3 -
二、股权结构和公司治理，导致包商银行信用风险高、流动性压力大.....	- 3 -
三、包商银行被接管，为什么是个案？	- 6 -
四、政策释放打破“刚兑”的信号；银行业的未来竞争格局：哑铃型	- 7 -
五、投资建议：近期我们一直强调防御，银行股具有防御性。	- 9 -

一、包商银行的独特性：曾被“明天系”控股

- 包商银行是“明天系”旗下最早、最核心的金融机构之一。包商银行于1998年12月28日经中国人民银行批准设立，前身为包头市商业银行，2007年9月28日经中国银监会批准更名为包商银行，成为区域性股份制商业银行，总部设在包头市，并在北京、深圳、宁波、成都设有分行。在上世纪末国内城商行迎来改制潮时，包商银行成为最早被“明天系”控股的金融机构之一。

图表：包商银行十大股东持股情况（2016年报）

	持股数额（万股）	占比
包头市太平商贸集团有限公司	42894.5	9.07%
包头市大安投资有限责任公司	26090.63	5.51%
包头市精工科技有限责任公司	25150.46	5.32%
包头市百川投资有限责任公司	23601.05	4.99%
包头浩瀚科技实业有限公司	23506.81	4.97%
内蒙古网通计算机有限责任公司	22956.73	4.85%
内蒙古森海旭腾商贸有限责任公司	19904.5	4.21%
包头市精翔印刷有限公司	18340.58	3.88%
鄂尔多斯市天泓威科商贸有限责任公司	15730	3.32%
包头市康安机电有限责任公司	13310	2.81%

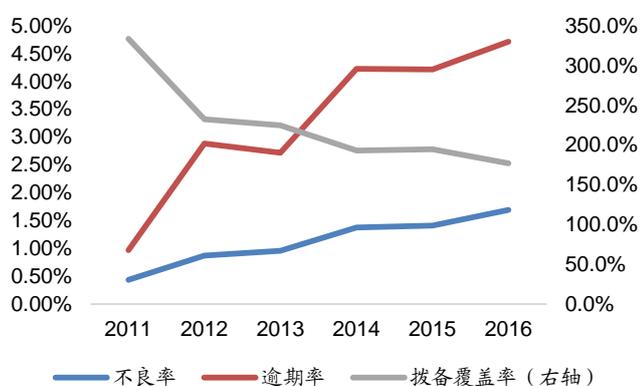
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **5月24日被接管。**中国人民银行和银保监会发布关于接管包商银行股份有限公司的公告，将对包商银行实行接管，接管期限一年。包商银行作为“明天系”下最早最核心的金融机构之一，近年来经营不力、信用风险频发，被接管实属个例。

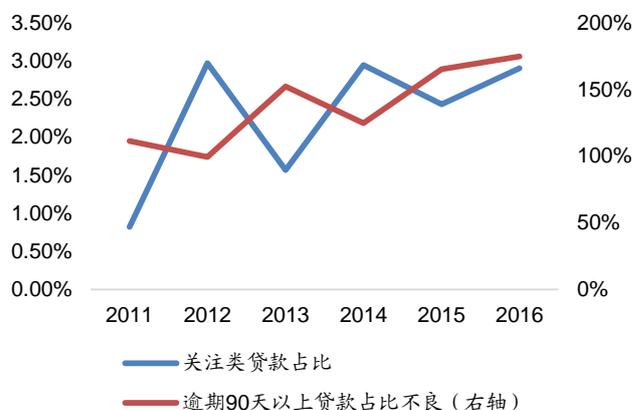
二、股权结构和公司治理，导致包商银行信用风险高、流动性压力大

- 近年来包商银行信用风险频发，各项指标均较同期上市城商行有一定差距。2016年来包商银行信用风险频出，出现多起违规放贷事件。从其资产质量指标看：**1）不良率：**包商银行2011-2016年不良率从0.45%一路攀升至1.68%（同期上市城商行平均水平为1.28%），1Q17不良率达到1.7%。从不良净生成率看，2016年不良净生成率较2015年上升0.34个百分点至0.87%。**2）逾期率：**逾期率从2011年的0.97%攀升至2016年4.71%，远高于同期上市城商行平均水平（2.14%）。**3）不良压力和不良认定：**关注类贷款比例从2011年的0.82%上升到2016年的2.91%，1Q17也进一步上升至3.87%。从不良认定看，逾期90天以上贷款占比不良比例趋于上升，表明不良认定是趋于宽松的。2016年底这一比例为174.83%，同期上市城商行平均水平为111.1%。**4）拨覆率：**拨覆率从2011年最高333%下降至2016年177%，而同期上市城商行拨覆率平

均水平为 251.%。考虑到包商银行并未披露其 2017 和 2018 年年报，但在 17 年金融去杠杆的整体监管背景下，我们判断其资产质量仍是有压力的。

图表：包商银行不良率/逾期率/拨覆率


资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：包商银行关注类贷款占比和不良偏离度


资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表：2016 年来包商银行违规放贷事件频出

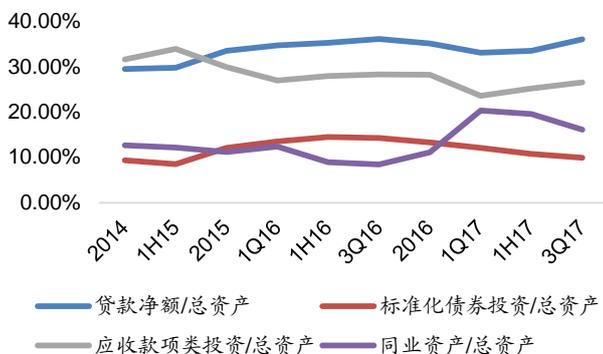
2016 年 3 月 8 日	包商银行赤峰分行在贷款发放和管理中存在严重违反审慎经营规则行为，赤峰银监局对其罚款 30 万元，并责令包商银行对相关责任人员进行纪律处分。
2018 年 3 月 8 日	人行营业管理部行政处罚信息公示表显示，2016 年 1 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日，包商银行北京分行及一名相关负责人存在未按照规定履行客户身份识别义务的违法行为，该分行被处以人民币 43 万元罚款，该行一名相关负责人被处以人民币 4 万元罚款。
2018 年 4 月 10 日	乌兰察布银监局公布了对包商银行乌兰察布分行的行政处罚，因该分行存在违规发放贷款的事实，被处以人民币 20 万元罚款。
2019 年 3 月 11 日	原包商银行股份有限公司北京分行客户经理刘京鹏涉嫌非国家工作人员受贿罪、违法发放贷款罪案件已做出最终判决。数罪并罚，刘京鹏被判有期徒刑十二年六个月，并处罚金 5 万元。 原包商银行北京分行金融事业部部门经理牛敏也涉及该案。在发放贷款过程中，牛敏以咨询费名义收受贿赂 8 万元，已构成非国家工作人员受贿罪，牛敏被判处有期徒刑 7 个月。

资料来源：根据公开资料整理，中泰证券研究所

- 近年来经营不善，负债端依赖同业负债维持流动性。**从可获得的数据看，包商银行资产端以债券投资为主，其中应收款项类投资占比在高位。同时负债端存款占比持续下降，从 2014 年近 60% 的占比一路下滑至 3Q17 的 40% 左右的水平。且从 2016 年后，包商银行主要靠同业资金维持流动性，其同业存单利率高于市场一般水平。根据该行同业存单发行公告显示，3Q18 该行负债总额为 5034 亿元，其中吸收各项存款 2293 亿元，

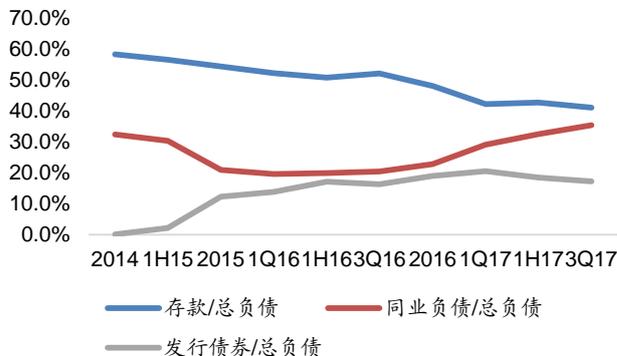
同业负债（含同业存单）为 2211 亿元，超 40% 的占比超过监管规定的三分之一。

图表：包商银行资产结构



资料来源：Wind，中泰证券研究所

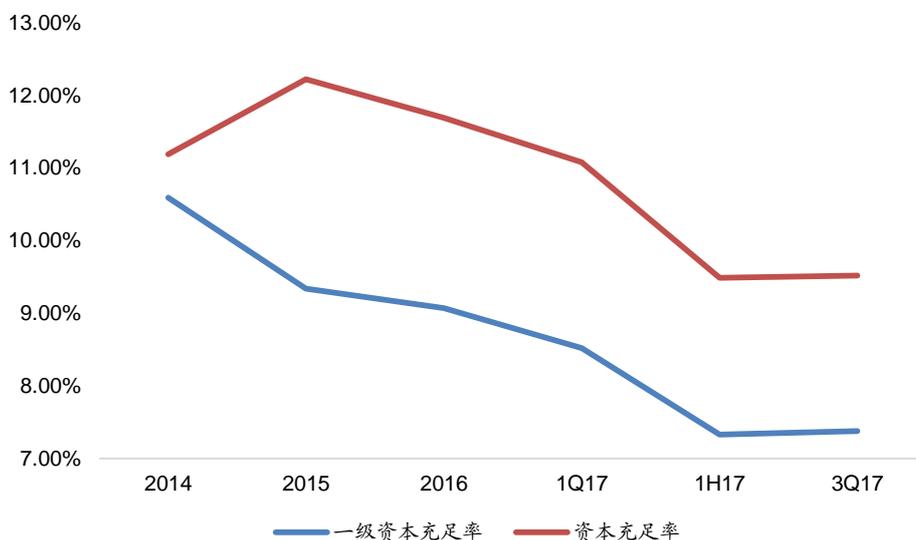
图表：包商银行负债结构



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **资本充足率快速下降至监管线附近。**截至 2017 年 9 月末，资本充足率为 9.52%，其核心一级资本充足率为 7.38%。按照监管要求，非系统性重要银行在 2017 年底、2018 年底的核心一级资本充足率必须达到 7.1% 和 7.5%，一级资本充足率须达到 8.1% 和 8.5%，包商银行资本充足水平快速下降至监管线附近，后续资本补充存在较大不确定性。

图表：包商银行资本充足率情况



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **二级资本债存在减记或转股可能。**根据《关于商业银行资本工具创新的指导意见》，二级资本工具触发事件是指以下两种情形中的较早发生者：1、银监会认定若不进行减记或转股，该商业银行将无法生存。2、相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，该商业银行将无法生存。包商银行在 15 年发行了 65 亿二级资本债，若接管期间经营改善，信用风险缓解，资本得到补充，否则二级资本债将面临减记或转

股的可能。

图表：包商银行二级资本债基本情况

条款	内容
债券代码	1520078.IB
当前余额(亿元)	65.00
上市日期	2015-12-30
摘牌日期	2025-12-26
起息日期	2015-12-28
下一付息日	2019-12-28
票面利率(当期)	4.80%
剩余期限(年)	1.5945+5
债项评级	AA(维持,2017-10-30)
主体评级	AA+

资料来源：Wind，中泰证券研究所

三、包商银行被接管，为什么是个案？

- **包商银行的股权结构、公司治理太独特，相似银行很少。**一方面，我国大、中、小银行由于历史原因，国有银行为主；12-16年，金融放开阶段，曾有不少民营资本入股国内银行，但取得控制权的较少。另一方面，银行由于涉及居民面广，金融监管更为审慎；从国内经验看，我国非银机构曾出现大规模接管活动（如1980-2007年间信托行业六次大规模整顿、2002-2005年券商大规模监管），相关案例仅有1998年的海南发展银行破产清盘。包商银行是国内银行接管20年来第一例。
- **银行业的整体财务指标明显好于包商银行，资产质量平稳。**根据银保监会公布的1季度银行业经营情况，全行业总体资产质量是平稳的，不良率为1.80%，同口径下环比4季度持平。目前我国银行业格局相对稳定，截止2018年末我国有4100家银行业金融机构，其中6家国有行和12家全国性股份制银行资产规模占全行业的53%；其余有134家城商行和超过1400家农村金融机构。在众多中小银行中，受到区域经济等因素的影响，资产质量呈现分化。

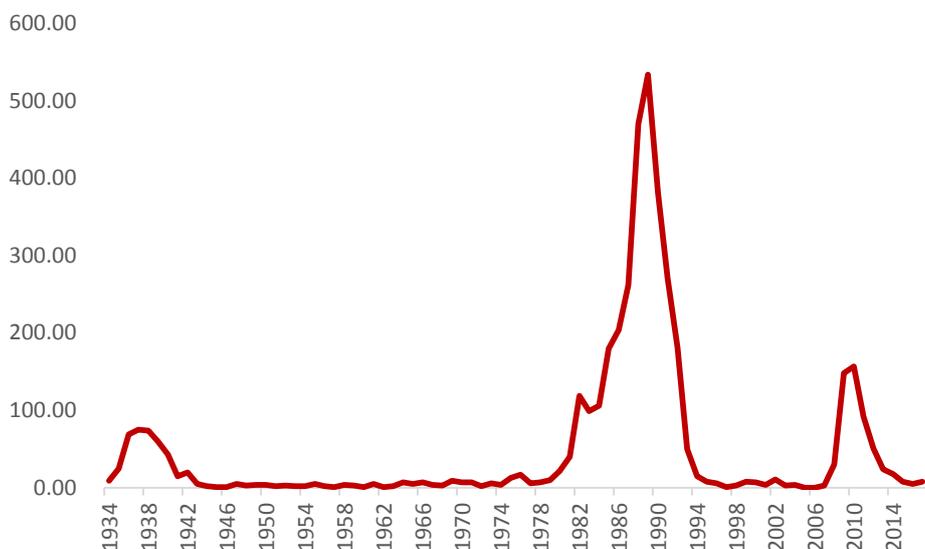
图表：板块间资产质量分化（不良率，%）

	不良率					环比变动				
	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行
2017-03	1.74	1.64	1.74	1.50	2.55					
2017-06	1.74	1.60	1.73	1.51	2.81	0.00	-0.04	-0.01	0.01	0.26
2017-09	1.74	1.54	1.76	1.51	2.95	0.00	-0.06	0.03	0.00	0.14
2017-12	1.74	1.53	1.71	1.52	3.16	0.00	-0.01	-0.05	0.01	0.21
2018-03	1.75	1.50	1.70	1.53	3.26	0.01	-0.03	-0.01	0.01	0.10
2018-06	1.86	1.48	1.69	1.57	4.29	0.11	-0.02	-0.01	0.04	1.03
2018-09	1.87	1.47	1.70	1.67	4.23	0.01	-0.01	0.01	0.10	-0.06
2018-12	1.83	1.41	1.71	1.79	3.96	-0.04	-0.06	0.01	0.12	-0.27
2019-03	1.80	1.32	1.71	1.88	4.05	-	-	0.00	0.09	0.09

注：2019年邮政银行纳入商业银行和大型商业银行口径，表格2018年前历史数据为调整口径前数据。

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

- 我国中小银行系统性风险暴露，是经济快速下行和流动性突然收紧。**从国外经验看，在货币紧缩和经济下行期，曾出现银行因经营不善导致的大规模接管活动，如美国 20 世纪 80 年代储贷协会就因资产质量问题导致大批中小金融机构倒闭。从我们草根调研看，中小银行的资产质量总体还保持平稳，但分化比较明显，近期压力不算大。我国中小银行的系统性风险未来的压力是经济快速下行、或者流动性突然收紧；这些短期还看不到。而包商银行是由于股权结构和公司治理，导致其信用风险和负债端压力大幅高于同行业，属于个案。

图表：美国银行倒闭和救援数量


资料来源：Wind，中泰证券研究所

四、政策释放打破“刚兑”的信号；银行业的未来竞争格局：哑铃型

- 包商银行接管后大部分业务不受影响。**包商银行是因为出现严重信用风险被接管的。接管后，包商银行事实上获得了国家信用。对于：
 - 接管前储蓄存款：**接管后本息得到全额保障。
 - 接管前对公存款和同业负债：**5000 万元（含）以下接管后本息全额保障；5000 万元以上的对公存款和同业负债，由接管组和债权人平等协商，依法保障。
 - 接管后新增储蓄存款、对公存款、同业负债：**本息全额保障，不受任何影响。
 - 村镇银行：**接管后继续独立经营。接管组将主导包商银行履行主发起行的责任，这些村镇银行的正常经营将得到更好保障。同时建设银行将全力帮助完善包商银行公司治理结构、风控体系，促进其正常经营和稳健发展，推动包商银行价值提升。

图表：包商银行接管后业务情况

业务领域	接管对其影响
储蓄存款	接管前、接管后新增均不受任何影响，本息全额保障。
对公存款	接管前 5000 万元（含）以下、接管后新增不受任何影响本息全额保障；接管前 5000 万元以上由接管组和债权人平等协商，依法保障。
同业负债	接管前 5000 万元（含）以下、接管后新增不受任何影响本息全额保障；接管前 5000 万元以上由接管组和债权人平等协商，依法保障。
村镇银行	接管后继续独立经营。接管组将主导包商银行履行主发起行的责任，这些村镇银行的正常经营将得到更好保障。

资料来源：央行、银保监会，中泰证券研究所

- 政策释放出打破银行“刚兑”的信号。**本次处置，政策对 5000 万以上的公司存款和同业负债不明确担保。这表明政府有意逐渐撤出对各类银行的“隐形兜底”；外部环境虽然不确定，金融供给侧改革，仍然稳步推进。银行之间的分化会加大。

图表：《商业银行法》对于银行接管和破产的相关规定

条例	主要内容	具体规定
第六十八条	接管	有下列情形之一的，接管终止： （一）接管决定规定的期限届满或者国务院银行业监督管理机构决定的接管延期届满； （二）接管期限届满前，该商业银行已恢复正常经营能力； （三）接管期限届满前，该商业银行被合并或者被依法宣告破产。
第七十一条	破产清算	商业银行不能支付到期债务，经国务院银行业监督管理机构同意，由人民法院依法宣告其破产。商业银行被宣告破产的，由人民法院组织国务院银行业监督管理机构等有关部门和有关人员成立清算组，进行清算。商业银行破产清算时，在支付清算费用、所欠职工工资和劳动保险费用后，应当优先支付个人储蓄存款的本金和利息。

资料来源：央行、银保监会，中泰证券研究所

- 存量经济和金融供给侧改革是银行运营的大背景。**这种背景下，银行业竞争格局是哑铃型（详见深度报告《金融供给侧改革的核心点——对金融行业格局和投资的影响》）。哑铃的一头是头部银行成为金融综合性服务平台，对标国际金融大型集团；哑铃的一头是众多中小银行，聚焦当地，特色化服务实体经济。金融供给侧改革背景下，所有金融机构都面临转型，头部金融机构最有能力转型成功，一部分金融机构面临淘汰。包商银行被接管是金融供给侧改革加速推进的信号，预计未来银行接管、并购和重组活动会加速进行。

图表：银行业竞争格局——哑铃型分布



资料来源：中泰证券研究所

五、投资建议：近期我们一直强调防御，银行股具有防御性。

- **近期我们一直强调防御，银行股具有防御性。**外部环境不确定性，给经济带来不确定性；银行的核心投资逻辑是宏观经济，尤其是中长期的宏观经济。银行板块具有防御性，近期我们还是推荐偏防御的优质银行组合：工行、建行、农行、招行、宁波等。
- **风险提示事件：**国内经济下滑超出预期；政策变动超出预期；中美双方合作推进进展不及预期。

图表：银行估值表

银行估值表（交易价格：2019-05-24）

	P/B		ROE		股息率
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
工商银行	0.91	0.82	13.3%	12.7%	4.40%
建设银行	0.92	0.85	13.5%	12.9%	4.37%
农业银行	0.81	0.75	13.1%	12.2%	4.71%
中国银行	0.74	0.67	11.7%	11.1%	4.85%
交通银行	0.70	0.62	10.7%	10.5%	0.00%
招商银行	1.67	1.50	15.7%	15.9%	2.80%
中信银行	0.71	0.66	10.5%	10.4%	3.95%
浦发银行	0.74	0.67	12.4%	11.7%	3.15%
民生银行	0.65	0.60	12.3%	11.5%	5.74%
兴业银行	0.86	0.77	13.7%	13.2%	3.78%
光大银行	0.71	0.65	10.7%	10.8%	4.69%
华夏银行	0.58	0.53	10.8%	9.6%	2.33%
平安银行	0.96	0.87	10.7%	10.8%	1.10%
北京银行	0.71	0.66	10.9%	10.9%	4.88%
南京银行	1.07	0.94	15.2%	15.3%	4.57%
宁波银行	1.78	1.53	16.2%	15.5%	1.77%
江苏银行	0.83	0.75	11.2%	11.6%	4.63%
贵阳银行	1.06	1.28	17.0%	16.6%	2.92%
杭州银行	0.90	0.82	9.9%	10.1%	3.03%
上海银行	0.88	1.01	11.7%	12.1%	3.94%
成都银行	0.98	0.87	16.5%	16.5%	4.13%
江阴银行	0.79	0.90	7.8%	7.5%	1.07%
无锡银行	1.03	0.95	10.6%	10.7%	3.16%
常熟银行	1.36	1.23	12.9%	13.4%	2.34%
苏农银行	0.97	0.90	9.0%	9.2%	1.64%
张家港银行	1.09	1.03	8.9%	9.2%	2.63%
上市银行平均	1.04	0.98	12.1%	11.9%	3.47%
国有银行	0.84	0.74	12.5%	11.9%	3.67%
股份银行	0.86	0.78	12.1%	11.7%	3.44%
城商行	1.10	1.08	12.8%	12.8%	4.56%
农商行	1.31	1.22	10.4%	10.4%	1.76%

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。