

银行

从“包商银行”看金融监管：箱体中找“平衡点”

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

执业证书编号：S0740519050002

电话：

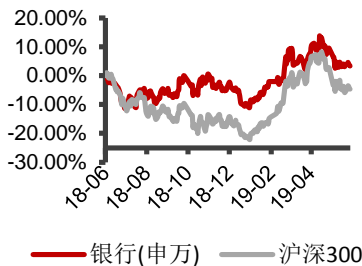
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jjajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	9,484,967
行业流通市值(百万元)	6,349,251

行业-市场走势对比

相关报告

<<包商银行，会是个案吗？政策意图在哪？>>2019.05.26

<<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

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.61	0.79	0.82	0.86	0.90	7.10	6.82	6.54	6.23	-	增持
建设银行	6.98	0.96	1.01	1.05	1.10	7.24	6.88	6.64	6.33	-	增持
农业银行	3.68	0.58	0.57	0.59	0.63	6.35	6.50	6.20	5.85	-	增持
招商银行	34.2	2.78	3.19	3.54	3.97	12.30	10.71	9.67	8.61	-	增持
宁波银行	23.2	1.80	2.10	2.42	2.91	12.91	11.02	9.59	7.98	-	增持

备注：

投资要点

- **“包商银行”托管在金融政策的位置。**“稳增长”仍是金融政策排序中最优先的目标；第二个目标：防范金融风险。防范金融风险的两个方向：一是夯实去年的监管工作成果；二是存量风险要适时的暴露。“包商银行”就是存量风险的处置，考虑点：1、存量风险处置的时机的选择；2、处理存量，有利于控制增量；3、处理存量，才有助于调整结构。
- **金融监管、货币政策未来在“箱体”运动。**未来金融政策下有“底”，上有“顶”。1、金融政策有“底”，是因为要稳经济增长，所以货币总体宽裕，金融监管政策不会很严厉，不会重复 18 年上半年的故事。2、金融政策有“顶”，是因为政策要防范金融风险，货币就不能太泛滥，很难再次出现 1 季度情况；金融监管同时着力化解存量风险，以及调整融资结构。
- **市场没必要担忧金融监管力度过大。**金融监管力度会比较平稳，原因有两点：一、稳经济是最重要的。目前最大压力是来自于实体不是金融；金融监管还是得围绕着实体来展开，目前不具备严厉监管的外部条件。二、政策是具有很强学习能力的。
- **投资建议：**1、我们经济去杠杆还在路上，模式是“时间换空间”：下滑斜率缓慢，同时见底的时间就比较漫长。2、存量经济和金融供给侧改革是大背景，金融行业分化加剧，头部金融机构受益。3、5 月以来，我们一直强调防御，银行股具有防御性。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：**经济下滑超预期。金融监管超预期。

一、“稳增长”仍是金融政策的最重要地位

- 2018年-2019年金融政策回顾。**2018年上半年基本处于非常紧的去杠杆的一个金融监管的状态；2018年下半年明显发生变化，转向支持实体经济为主，这个时候对银行本身的业务层面或者银行往外放钱的约束显著放松，银行行为变化也有个过程。2019年1季度银行行为全面放开，出现天量社融；金融监管在4月份进行了微调。

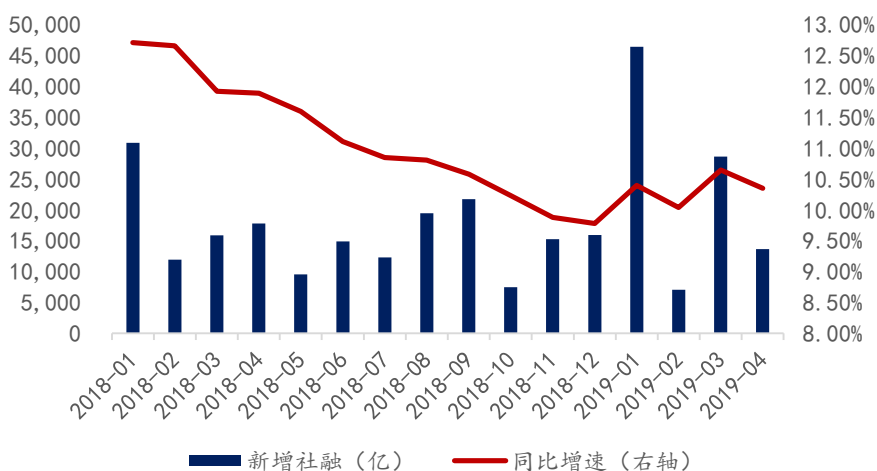
图表：2018-2019年监管及银行行为的变化

	时间	监管主要内容	银行行为变化
I 金融严监管	2017-2018.6	主要针对底层资产不清的非标、导致金融空转的同业业务、“影子银行”的表外资管业务	前期被动去杠杆，后期主动去杠杆
II 监管转向	2018.6-2018.12	货币政策首先转向，多举措引导资金支持小微民营	宽货币一直未传导到宽信用
	2019.1-2019.4		银行行为全面放开，出现天量社融
III 政策微调	2019.4-至今	货政微调，监管夯实整治成果，削减违规存量问题与遏制违规增量问题	

资料来源：中泰证券研究所

- “稳增长”仍是金融政策排序中，最优先的目标。**金融供给侧结构性改革第一个讲就是“要稳增长前提防风险”。在政策的优先顺序上面，稳增长放在最重要的地位。从这个角度说，金融总量上的进一步的收紧，或者是金融监管力度很大，在2019年是看不到的。

图表：2018-2019年社融数情况



资料来源：人民银行，中泰证券研究所

二、金融政策在“保增长”前提下，防范系统性风险

- 金融政策的第二个目标：防范金融风险。**今年银保监会年初的工作会议提的非常明显，要把防范金融风险和服务实体经济更好的结合。基本反映了今年监管的两个任务，一个是支持实体经济，另外一个就是防范金融风险。防范风险的工作主要在两方向：方向一，夯实去年的监管工作成果。例如原来的有些金融同业空转的部分，未来时不时还会强化一下。方向二，一些存量风险要适时的暴露。例如信用风险上面，要求银行的不良偏离度、不良的真实度要不断提升。最近出了新的资产分类的标准征求意见，这些都是在不断地强化资产分类，让它更加的真实，充分的暴露出来。

图表：防风险方向一——夯实 17、18 年监管工作成果

时间	监管政策	主要监管内容
2019. 4. 29	全面开展股东股权排查整治工作，夯实农村中小银行公司治理基础	为进一步夯实农村中小银行公司治理基础，规范股东股权管理，银保监会将 2018 年确定为农商行“强化公司治理年”，制定了《农合机构股东股权专项排查整治三年规划》
2019. 5. 17	23 号文“巩固治乱象成果 促进合规建设”	19 年全年的目标：削减违规存量问题与遏制违规增量问题。全年重点整治任务：银行机构从股权与公司治理、宏观政策执行、信贷管理、影子银行和交叉金融业务风险、重点风险处置等五个方面开展整治。

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

图表：防风险方向二——存量风险适时暴露

时间	监管政策	主要监管内容
2019. 4. 30	《商业银行金融资产风险分类暂行办法》公开征求意见	风险分类资产范围、逾期天数与风险分类挂钩、强调以债务人为中心的分类理念
2019. 4. 10	鼓励不良认定更加严格	逾期 60 天以上纳入不良

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

- “包商银行”就是存量风险的处置。**1、**存量风险处置的时机的选择。**存量风险是已经发生的，不是说刚刚发生的，也不是未来要发生的；所以，这些风险，不管实体怎么运行，迟早要化解，而且早化解比晚化解好，这是这个时间处理“包商银行”的重要考量。2、**处理存量，有利于控制增量。**制度完善，监管补短板，例如银行公司治理监管的强化、存款保险制度的完善；这样把新的增量风险控制住，实现增量风险的控制。3、**处理存量，才有助于调整结构。**一些高危的机构，因为它如果长期存在，这些机构风险高，对资金定价就会高一点，如果这种机构不能退出的话，跟僵尸企业一样，它会外溢，因为它对资金的需求比较渴

求的话，会把资金成本拉的非常高，这样会拉高其他机构的成本。这导致了金融系统定价的扭曲，和资源配置的扭曲。

图表：未公布2018年年报银行

属性	公司类型	所在省市	最新财报	主体评级	最新评级日期
股份行	恒丰银行	山东烟台	2016 年报	AAA	2017/7/27
城商行	邯郸银行	河北邯郸	2017 年年报	AA	2018/7/26
城商行	平顶山银行	河南平顶山	2014 年年报	AA	2018/12/25
城商行	吉林银行	吉林长春	2015 年年报摘要	AAA	2019/1/7
城商行	锦州银行	辽宁锦州	2018 年中期报告	AAA	2018/7/13
城商行	营口沿海银行	辽宁营口	2014 年年报	AA	2018/12/21
城商行	包商银行	内蒙包头	2016 年年报	AA+	2017/10/30
城商行	石嘴山银行	宁夏石嘴山	2017 年年报	AA-	2018/7/30
城商行	宁夏银行	宁夏银川	2017 年年报摘要	AA+	2018/8/29
城商行	东营银行	山东东营	2018 年中期报告	AA	2018/10/17
城商行	莱商银行	山东莱芜	2018 中报	AA-	2018/7/30
城商行	烟台银行	山东烟台	2017 年报	AA	2018/7/27
城商行	晋中银行	山西晋中	2017 年报	AA-	2019/3/14
城商行	四川天府银行	四川南充	2017 年报	AA+	2018/7/26
城商行	攀枝花市商业银行	四川攀枝花	2017 年年报摘要	AA	2018/7/24
城商行	西藏银行	西藏拉萨	2017 年报	AA+	2018/11/22
城商行	乌鲁木齐银行	新疆乌鲁木齐	2017 年年报	AA+	2018/9/14
农商行	安庆农商行	安徽安庆	2017 年报	A+	2017/5/9
农商行	安徽马鞍山农商行	安徽马鞍山	2018 中报	AA	2018/6/8
农商行	芜湖扬子农商行	安徽芜湖	2017 年报	AA-	2018/7/31
农商行	福建南平农商行	福建南平	2017 年报	A+	2018/6/1
农商行	贵州清镇农商行	贵州贵阳	2017 年报	A+	2018/1/4
农商行	江苏丰县农商行	江苏徐州	2014 年年报	A+	2017/9/8
农商行	江苏响水农商行	江苏盐城	2017 年报	A+	2018/12/5
农商行	抚州农商行	江西抚州	2017 年报	A+	2018/11/29
农商行	江西赣昌农商行	江西南昌	2017 年报	AA-	2019/1/22
农商行	南昌农商行	江西南昌	2017 年报	AA	2018/7/30
农商行	成都农商行	四川成都	2017 年报	AAA	2018/7/27
农商行	浙江萧山农商行	浙江杭州	2016 年报	AA+	2018/11/28
农商行	浙江长兴农商行	浙江湖州	2016 年报	AA-	2018/2/24
农商行	浙江平湖农商行	浙江嘉兴	2017 年	AA-	2018/2/7
农商行	浙江台州路桥农商行	浙江台州	2017 年报	AA	2018/12/10
农商行	浙江温州龙湾农商行	浙江温州	2017 年报	AA	2018/7/30

资料来源：公司官网，Wind，中泰证券研究所

- 结构性引导银行资金到实体，是金融政策重点，也是为了防范金融风险。今年央行和银保监会工作重点就是要结构性的引导银行资金往实体去，这，考核非常多。大行有增速的考核：小行有两增两控的考核，未来的民营

企业的考核等等；对中小行也有强行要求，例如对于农商行还有说法是贷款不出县、资金不出省的要求，强化对本地经济的要求，而且还有一系列的完整的考核指标。这些在监管实践当中，要求非常严格。4月份政策微调，也部分与1季度社会融资的结构不佳有关。

图表：2019年结构性相关政策的整理

监管部门	时间	文件	主要内容
加强三农、小微金融支持力度			
银保监会	2019/1/14	关于推进农村商业银行坚守定位，强化治理提升金融服务能力的意见	机构不出县（区）、业务不跨县（区）等
央行、银保监会、证监会、财政部、农业农村部联合	2019/1/29	关于金融服务乡村振兴的指导意见	开展金融机构服务乡村振兴考核评估，从定性指标和定量指标两大方面对金融机构进行评估
国务院	2019/2/14	关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见	发挥政府性融资担保基金作用，引导更多金融资源支持小微企业和“三农”发展
国务院	2019/2/14	关于加强金融服务民营企业的若干意见	加强对民营企业的金融服务
银保监会	2019/2/25	关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知	缓解民营企业融资难融资贵问题
银保监会	2019/3/4	关于2019年进一步提升小微企业金融服务质效的通知	五家大型银行发挥行业“头雁”作用，力争总体实现普惠型小微企业贷款余额较年初增长30%以上
央行	2019/5/6	定向降准	从2019年5月15日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率
鼓励商业银行多渠道补充资本			
银保监会	2019/1/25	关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知	保险资金可以投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券
央行	2019/1/24	创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS）	为提高银行永续债的流动性，人民银行决定创设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

资料来源：人民银行，银保监会等官网，中泰证券研究所

三、金融政策在“保增长”和“防范金融风险”寻找平衡点

- **金融监管力度会比较平稳。**包商事件后，市场担心风险快速蔓延，我们判断金融监管政策会保持平稳。原因有两点：一、稳经济是最重要的。

目前最大压力是来自于实体不是金融；金融监管还是得围绕着实体来展开，目前不具备严厉监管的外部条件。二、政策是具有很强学习能力的。18年的金融去杠杆，对实体经济是有负面影响的；刚刚过去一年，大家记忆还是比较深刻，监管层的学习能力还是非常强的。

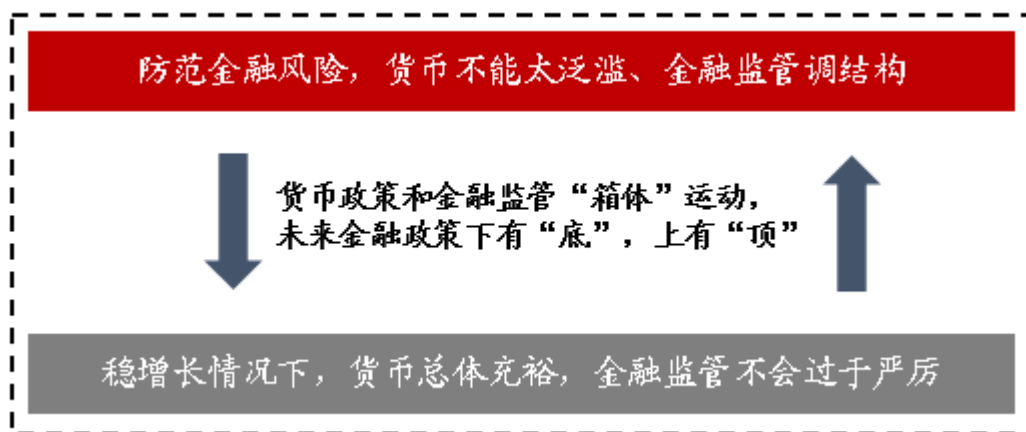
图表：18年上半年的金融监管政策密集出台

监管方向	时间	监管政策
总体监管方向	2018.1.13	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知（银监发〔2018〕4号）》
风险管理	2018.1.8	《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》
	2018.5.7	《商业银行大额风险暴露管理办法》
流动性管理	2018.5.23	《商业银行流动性风险管理办法》
资产负债管理	2018.6.8	《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》
非标监管	2018.1.5	《商业银行委托贷款管理办法》
资产管理	2018.4.27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（正式稿）》
股权管理	2018.1.9	《商业银行股权管理暂行办法》

资料来源：银保监会，中泰证券研究所

- **金融监管、货币政策未来在“箱体”运动。**未来金融政策下有“底”，上有“顶”。1、金融政策有“底”，是因为要稳增长，所以货币总体充裕，金融监管政策不会很严厉，不会重复18年上半年的故事。2、金融政策有“顶”，是因为政策要防范金融风险，货币就不能太泛滥，很难再次出现1季度情况；金融监管同时着力化解存量风险，以及调整融资结构。

图表：金融和货币政策未来在“箱体”运动

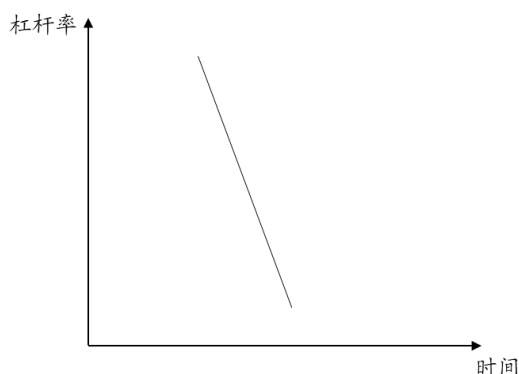


资料来源：中泰证券研究所

四、投资建议

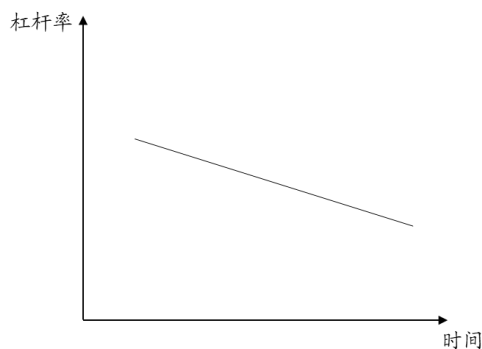
- **经济去杠杆的模式是“时间换空间”。**在金融监管、货币政策未来在“箱体”运动的背景下，包括宏观经济下降是缓慢的，斜率会比较平缓；但政策不强刺激，下滑的趋势的不会改变。我们经济去杠杆还在路上，模式是“时间换空间”：下滑斜率缓慢，同时见底的时间就比较漫长。

图表：美国去杠杆模式（07-08年）



资料来源：中泰证券研究所

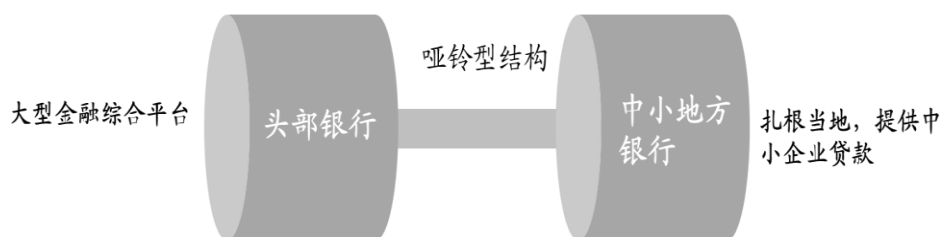
图表：中国去杠杆模式（未来）



资料来源：中泰证券研究所

- **金融行业分化加剧，头部金融机构受益。**金融供给侧结构性改革稳步推进，未来的行业分化明显。所有行业的供给侧结构性改革导致的结果差不多：头部机构比较受益。原则上讲供给侧结构性改革就是去产能，相对于实体我们金融是比较庞大的，金融行业处于产能过剩的状态。未来金融政策要把低端的、剩余的、与实体无关的排除出去的。与此同时，头部的机构、做实体的、有稳健经营模式的机构会明显受益。
- **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。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



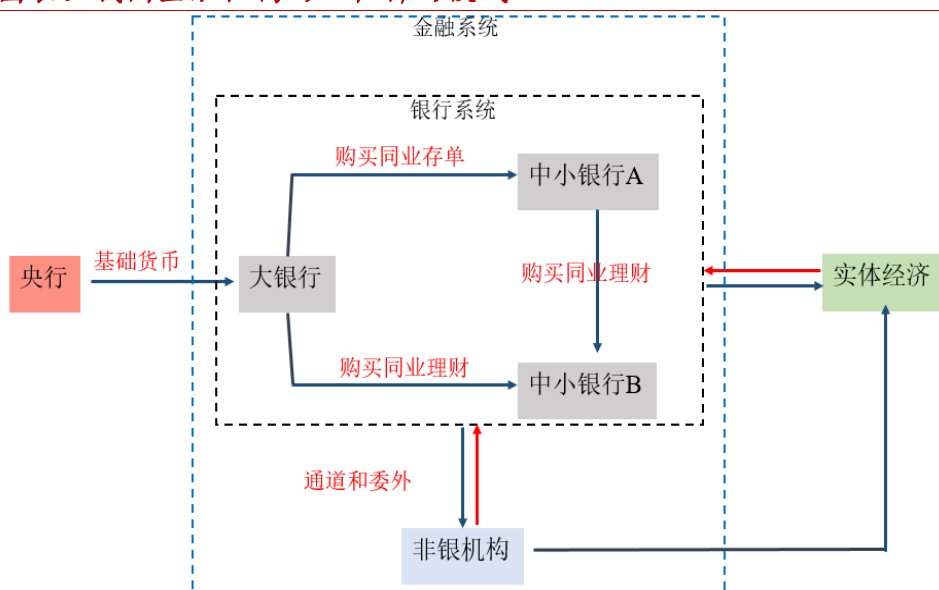
资料来源：中泰证券研究所

- 5月以来，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。

附：刚兑打破对银行体系的直接影响跟踪

- 包商银行打破刚兑对金融市场造成一定流动性恐慌，从银行的负债端开始传导：中小银行的同业负债面临规模吸取与资金成本上行的压力，传导链条由同业存单=》同业负债=》发债、包括永续债、二级资本等，二者受偿顺序在普通债券之后，从而影响银行的资本补充能力。为解决流动性风险，银行或选择抛售流动性较好的资产，包括同业资产、交易型债券，若流动性风险扩大为信用风险，对银行的信贷等资产质量或造成一定压力。

图表：我国金融机构的加杠杆的模式

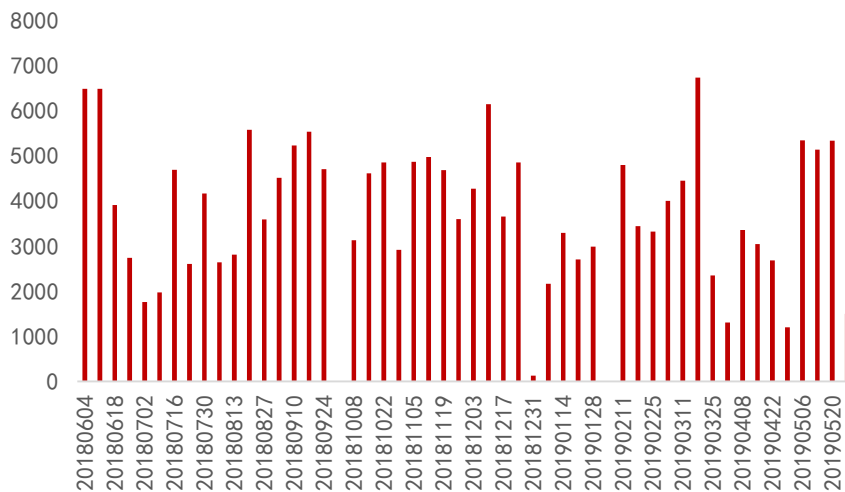


资料来源：中泰证券研究所

- 对同业存单影响的跟踪：1、同业存单单周发行规模大幅减少。5月最后一周同业存单发行规模仅为 1491 亿元，较前 3 周的单周 5000

多亿规模下降较多，但存单在月初、月末间一般发行量不大，因此我们进一步观察计划发行/实际发行指标情况。

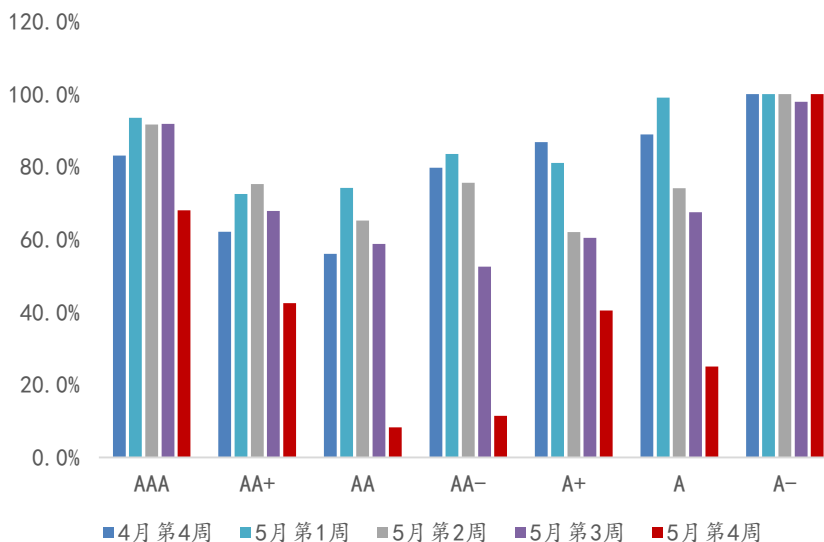
图表：5月最后一周同业存单实际发行规模大幅下降



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **2、同业存单单周实际发行比上计划发行量骤减，信用评级较低的银行面临同业资金募集困难。**降幅最大的是评级在 AA 与 AA-间的存单，其次为 A 评级的存单，5 月最后一周发行率较上周降幅达 86%、78%、63%。

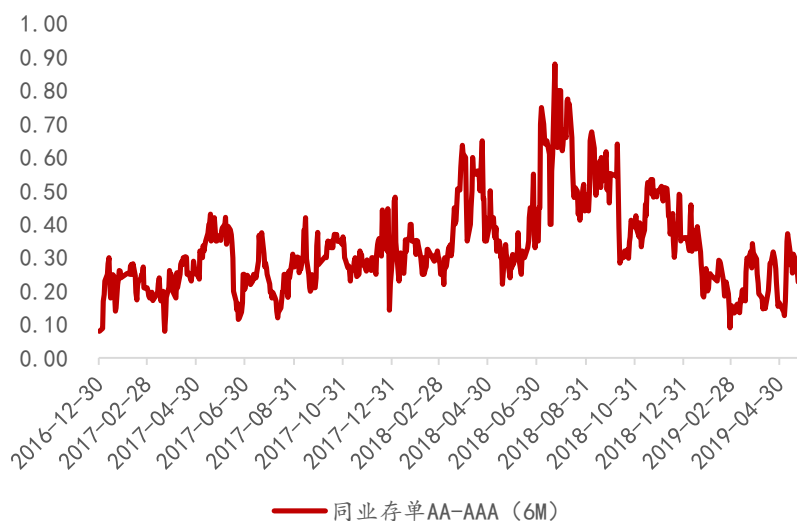
图表：5月最后一周同业存单实际发行/计划发行骤减



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **3、信用利差拉大，中小银行发行存单资金成本上升。**3A 与 2A 评级的 6M 同业存单到期收益率利差走阔将近 40bp，信用风险分化，而上一轮的走阔正是金融严监管的时候，二者利差在 18 年中达到最高值，随着监管转向，二者利差缩小。

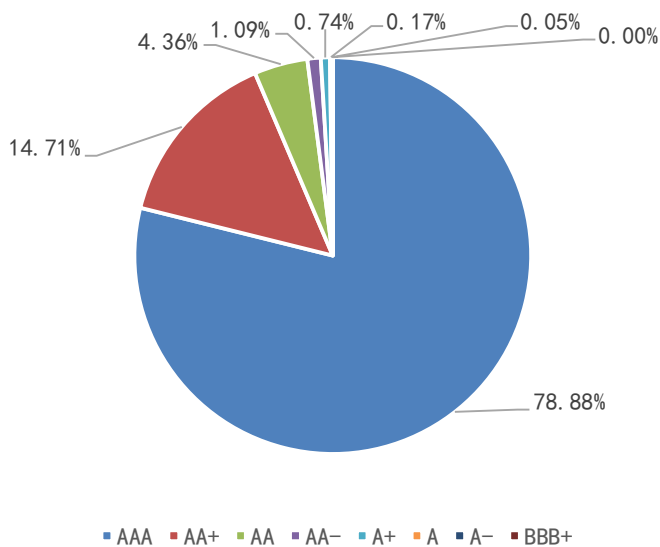
图表：同业存单利差再度走阔



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 4、存单市场当前风险尚可，高评级机构是市场主要融资方。3A 评级机构发行的同业存单余额占比 79%，2A 及以下评级机构发行的同业存单余额仅占比 6.4%，高评级机构是市场的主要融资方，存单市场当前的风险预计不大。

图表：同业存单市场当前风险尚可



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 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：2019-05-31）

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.81	0.74	12.6%	12.1%	4.65%
建设银行	0.84	0.77	12.9%	12.5%	4.59%
农业银行	0.75	0.68	12.2%	11.9%	4.95%
中国银行	0.69	0.63	11.1%	10.7%	4.97%
交通银行	0.62	0.57	10.5%	10.1%	5.26%
招商银行	1.52	1.34	15.9%	15.9%	3.18%
中信银行	0.66	0.60	10.4%	10.3%	4.21%
浦发银行	0.67	0.60	11.7%	11.1%	1.07%
民生银行	0.60	0.54	11.5%	10.9%	2.91%
兴业银行	0.74	0.66	13.2%	12.7%	4.14%
光大银行	0.65	0.59	10.8%	10.7%	3.58%
华夏银行	0.53	0.49	9.6%	9.3%	1.89%
平安银行	0.86	0.77	10.8%	10.5%	1.30%
北京银行	0.65	0.59	10.9%	10.8%	3.80%
南京银行	0.91	0.79	15.3%	15.4%	3.58%
宁波银行	1.57	1.34	15.5%	16.1%	2.21%
江苏银行	0.74	0.66	11.6%	11.7%	3.01%
贵阳银行	1.28	1.10	16.6%	17.4%	2.42%
杭州银行	0.82	0.73	10.1%	10.0%	3.08%
上海银行	1.00	0.90	12.1%	12.5%	3.36%
成都银行	0.87	0.76	16.5%	16.8%	4.13%
江阴银行	0.90	0.84	7.5%	7.6%	1.67%
无锡银行	0.94	0.86	10.7%	11.1%	3.07%
常熟银行	1.16	1.04	13.3%	14.2%	3.47%
苏农银行	0.90	0.83	9.2%	9.6%	2.04%
张家港银行	1.02	0.94	9.2%	9.9%	2.07%
上市银行平均	0.99	0.89	11.8%	11.9%	2.88%
国有银行	0.74	0.68	11.9%	11.5%	4.88%
股份银行	0.78	0.70	11.7%	11.4%	2.78%
城商行	1.09	0.96	12.8%	13.2%	2.80%
农商行	1.23	1.13	10.4%	10.7%	2.21%

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。