

银行

银行股具有防御性

-银行业周报（2019年06月第1期）

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：

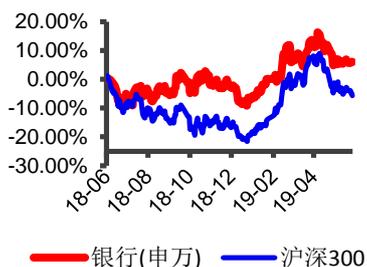
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	9,539,012
行业流通市值(百万元)	6,446,497

行业-市场走势对比

相关报告

<<刚兑打破对银行体系的直接影响跟踪-银行业周报（2019年05月第5期）>>2019.06.02

<<从“包商银行”看金融监管：箱体中找“平衡点”>>2019.06.02

<<包商银行，会是个案吗？政策意图在哪？>>2019.05.26

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.73	0.79	0.82	0.86	0.90	7.25	6.96	6.68	6.36		增持
建设银行	7.16	0.96	1.01	1.05	1.10	7.42	7.06	6.81	6.50		增持
农业银行	3.77	0.58	0.57	0.59	0.63	6.50	6.66	6.36	5.99		增持
招商银行	33.9	2.78	3.19	3.54	3.97	12.1	10.61	9.58	8.53		增持
宁波银行	22.0	1.80	2.10	2.42	2.91	12.2	10.43	9.08	7.55		增持

备注：

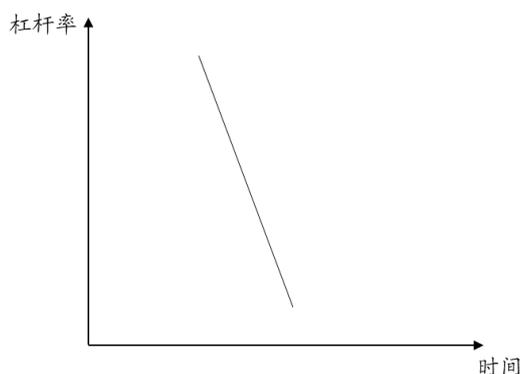
投资要点

- **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。
- **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。
- **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。
- **风险提示：**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。

一、银行股具有防御性

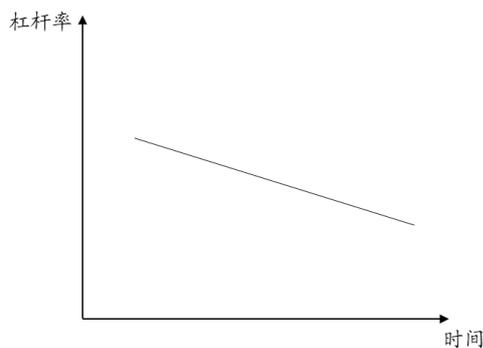
- **经济去杠杆的模式是“时间换空间”。**在金融监管、货币政策未来在“箱体”运动的背景下，包括宏观经济下降是缓慢的，斜率会比较平缓；但政策不强刺激，下滑的趋势的不会改变。我们经济去杠杆还在路上，模式是“时间换空间”：下滑斜率缓慢，同时见底的时间就比较漫长。

图表：美国去杠杆模式（07-08年）



资料来源：中泰证券研究所

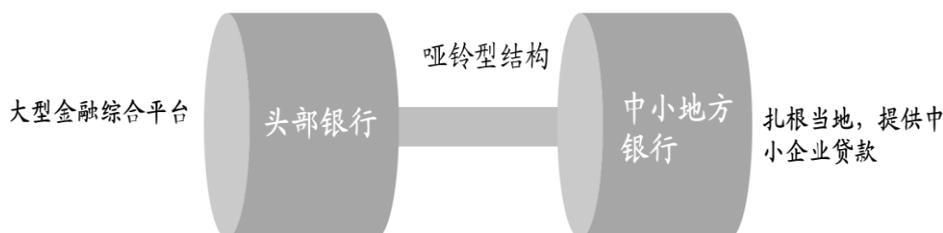
图表：中国去杠杆模式（未来）



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

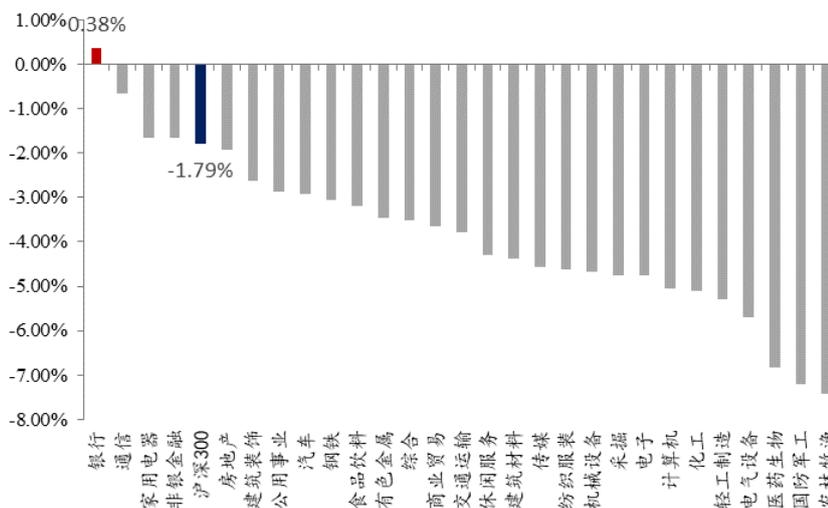
- 5月以来，我们一直强调防御，银行股具有防御性。**外部环境不确定性，给经济带来不确定性；银行的核心投资逻辑是宏观经济，尤其是中长期的宏观经济。银行板块具有防御性，近期我们还是推荐偏防御的优质银行组合：工行、建行、农行、招行、宁波等。

二、本周行业数据概览

本周板块表现

- 沪深 300 周涨跌幅-1.79%，银行板块周涨跌幅+0.38%。

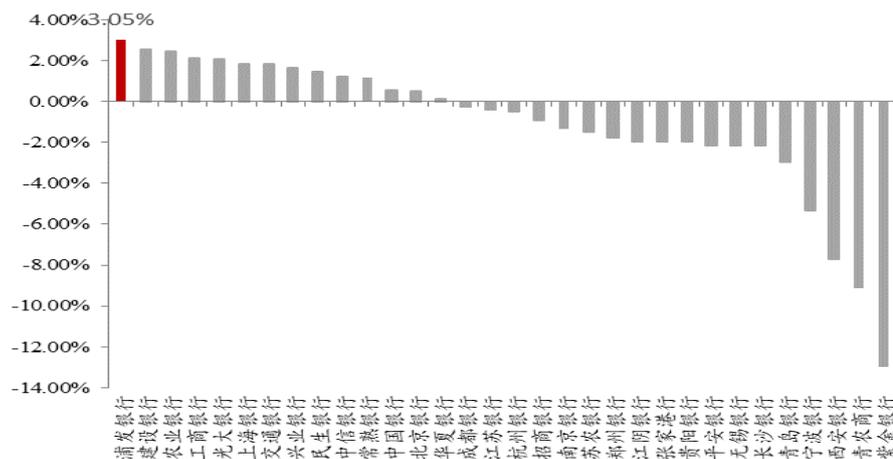
图表：本周市场板块表现



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

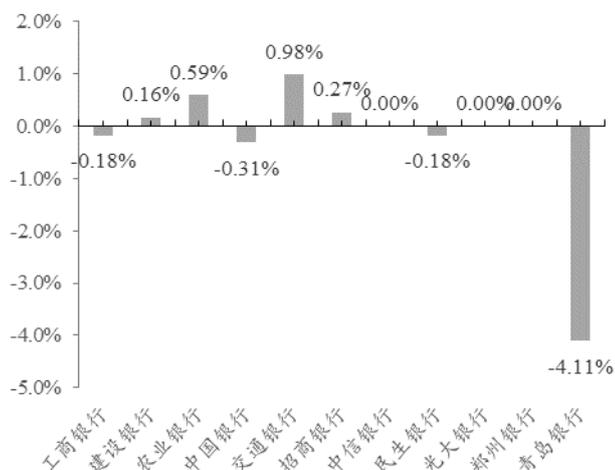
- 个股周涨幅前三为浦发银行 (+3.05%)、建设银行 (+2.58%)、农业银行 (+2.45%)；涨幅后三为西安银行 (-7.72%)、青农商行 (-9.15%)、紫金银行 (-12.98%)。

图表：浦发银行领涨+3.05%



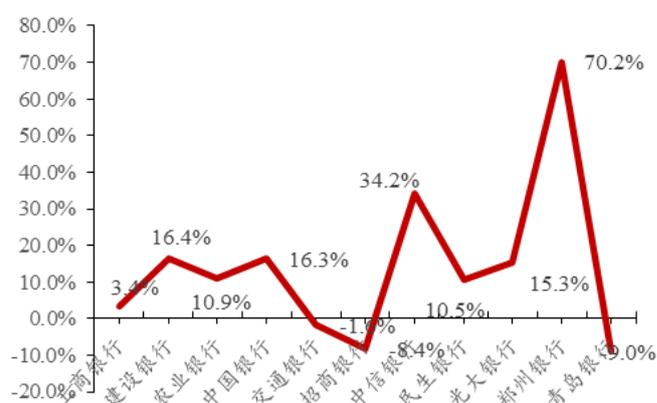
资料来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：H 股周涨跌幅



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：A/H 溢价情况（截至 06 月 06 日）

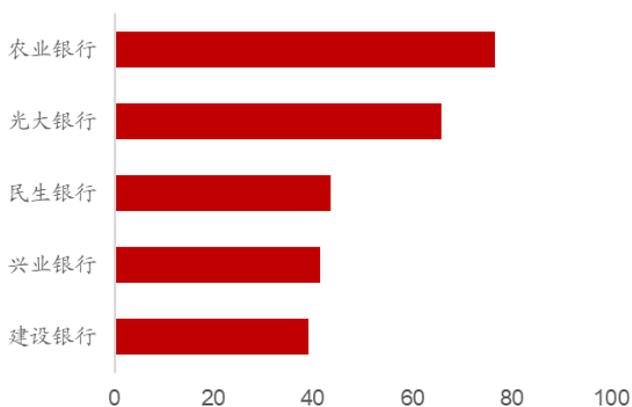


来源：Wind，中泰证券研究所

行业资金面情况

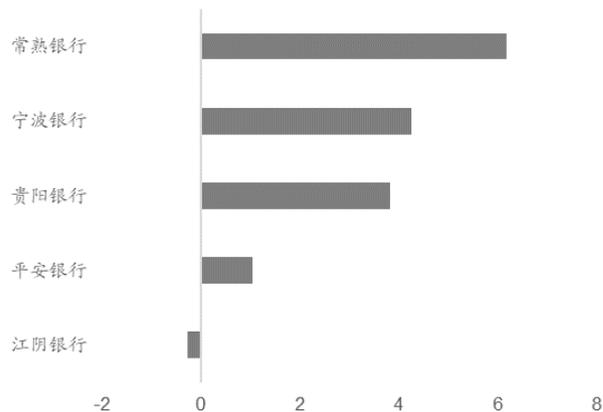
- 从本周资金面情况看，北上资金（沪股通、港股通）持股增持变化前三大个股为农业银行、光大银行、民生银行，持股减持前三大个股为江阴银行、平安银行、贵阳银行。南下资金（港股通）持股增持变化前三大个股为工商银行、建设银行、农业银行，持股减持前三大个股为中国银行、中信银行、民生银行。

图表：北上资金持股量变化前五（百万）



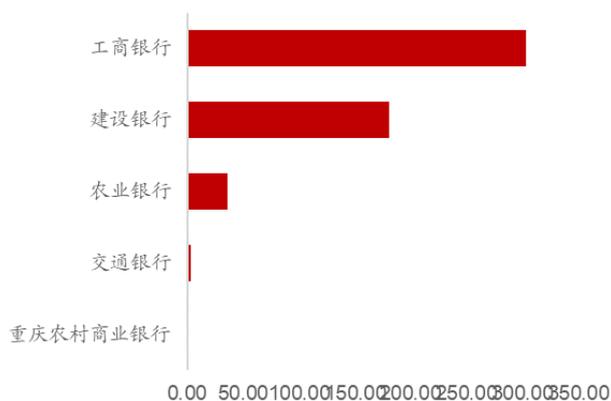
来源：Wind，中泰证券研究所

图表：北上资金持股量变化后五（百万）



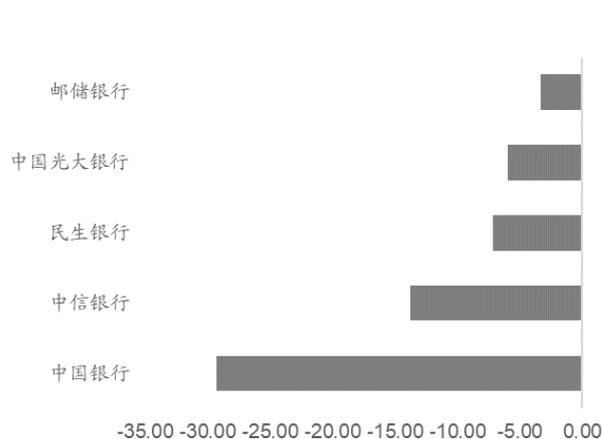
来源：Wind，中泰证券研究所

图表：南下资金持股量变化前五（百万）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：南下资金持股量变化后五（百万）

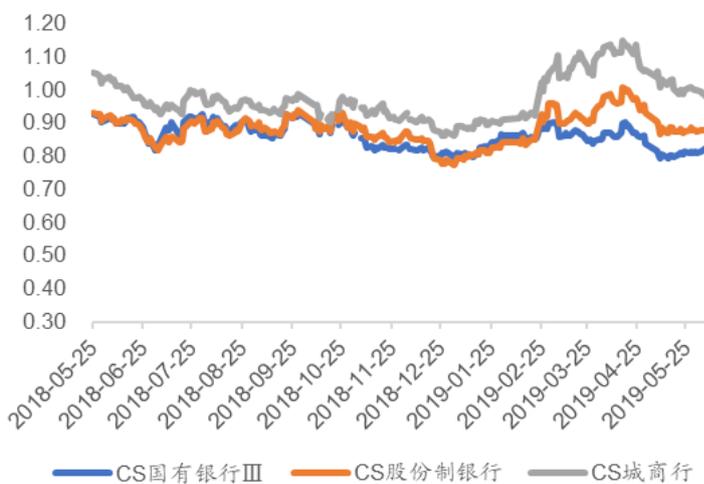


来源：Wind，中泰证券研究所

近期板块估值

- 截至6月6日, 银行板块对应 PB 为 0.85X, 其中国有行对应 PB 为 0.82X, 股份行对应 PB 为 0.88X, 城商行对应 PB 为 0.98X。

图表：银行板块估值情况

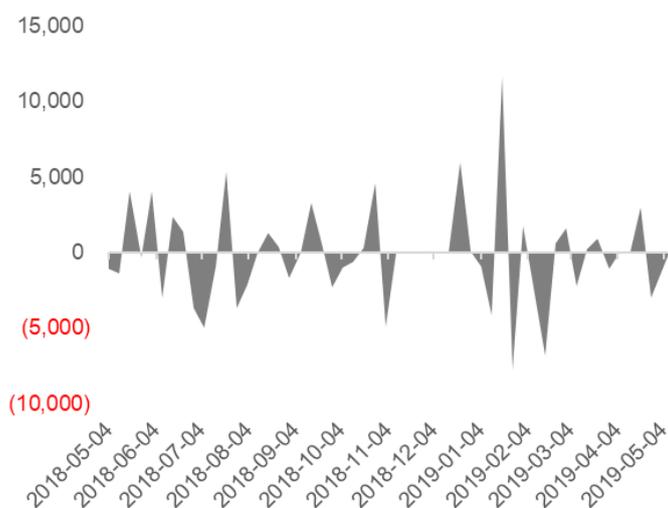


资料来源：Wind, 中泰证券研究所

本周市场流动性情况

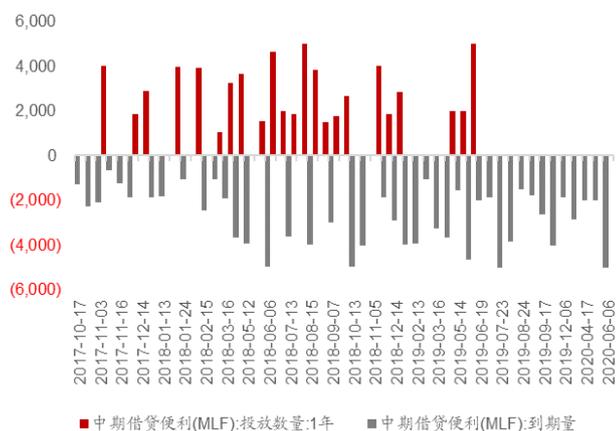
- 本周公开市场投放 2100 亿元, 回笼 5300 亿元, 市场净投放 -3200 亿元。同时本周有 MLF 4630 亿元到期。

图表：公开市场操作情况（亿元）



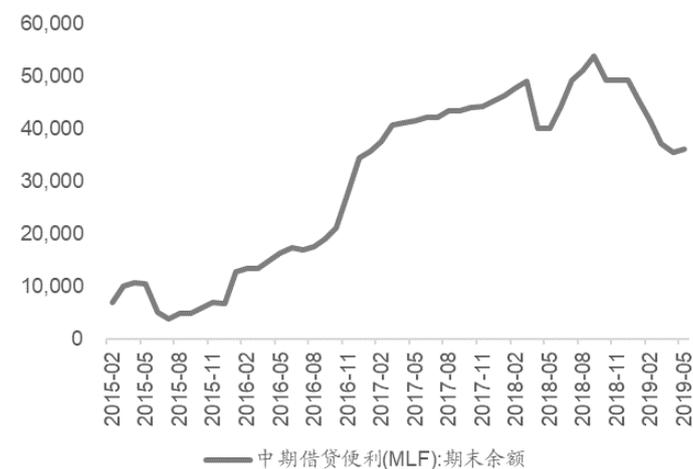
资料来源：Wind, 中泰证券研究所

图表：MLF 投放/到期情况



来源：Wind, 中泰证券研究所

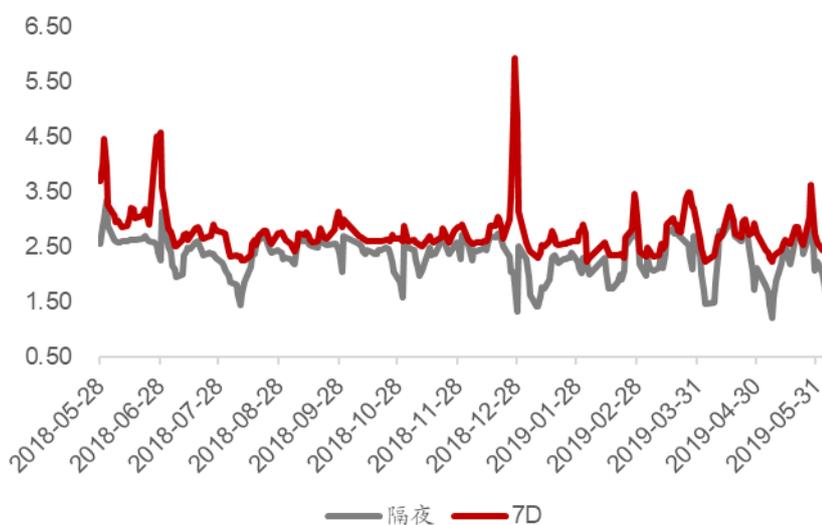
图表：MLF 余额情况（亿元）



来源：Wind, 中泰证券研究所

- 本周平均隔夜同业拆借利率为 1.7580%，较上周下降 74bp。平均七天同业拆借利率 2.4476%，较上周下降 57bp。

图表：同业拆借利率

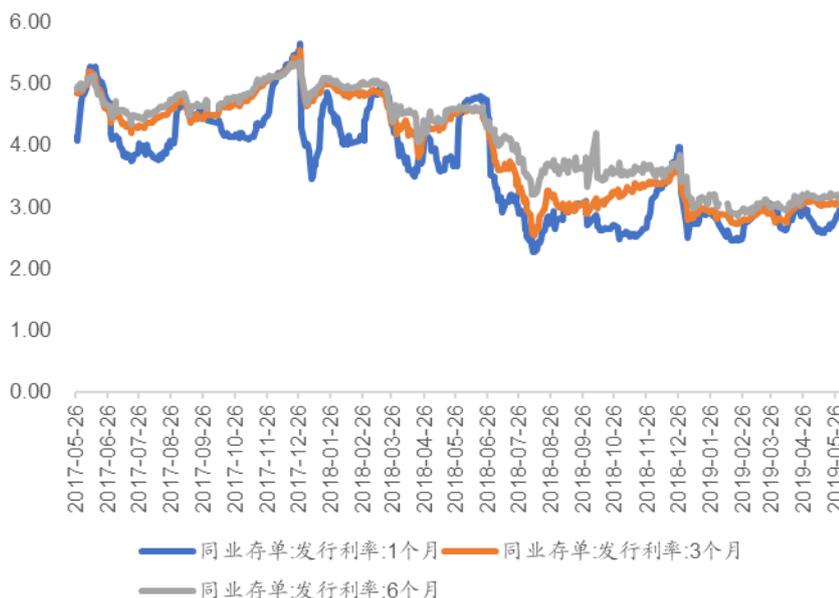


资料来源：Wind, 中泰证券研究所

同业存单利率走势

- 截至6月6日，1M、3M、6M期同业存单发行利率分别较上周上升19、-1、15bp。

图表：同业存单利率走势



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

同业存单发行量

- 6月第1周（6月3日-6月6日）同业存单共计发行1351.3亿元，较上周多发行234.7亿元，其中1M、3M、6M、9M、1Y的同业存单较上周分别多发行86.2、218.1、13.8、3.3、-86.7亿元

图表：同业存单发行量和算数平均价格（亿元）

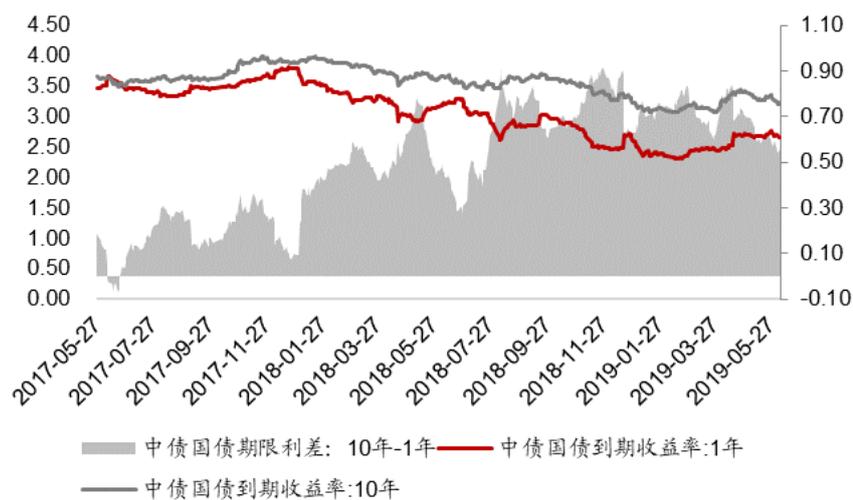
期限	5月第5周		6月第1周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	137.4	2.85%	223.6	3.07%	86.2	0.22%
3M	195.2	3.06%	413.3	3.06%	218.1	0.00%
6M	84.4	3.15%	98.2	3.19%	13.8	0.04%
9M	56.1	3.30%	59.4	3.28%	3.3	-0.02%
1Y	643.5	3.42%	556.8	3.43%	-86.7	0.01%
合计	1116.6	3.21%	1351.3	3.21%	234.7	0.00%

资料来源：Wind, 中泰证券研究所

期限利差走势

- 截至6月6日，国债10Y-1Y期限利差为58bp，相比上周下降4bp。

图表：期限利差走势



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

银行理财产品收益率

- 截至6月2日，全市场银行3个月/6个月/1年期理财产品预期年收益率为4.18%/4.18%/4.23%，相比上周下降2、1、1bp。

图表：银行理财产品收益率

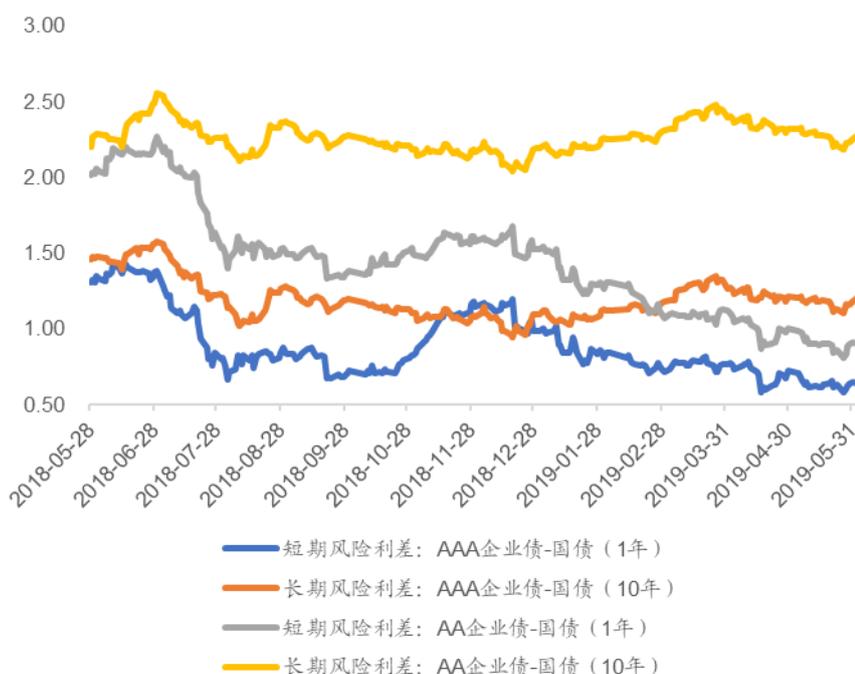


资料来源：Wind,中泰证券研究所

信用利差走势

- 截至6月6日，短期风险利差（AAA企业债-国债，1年期）为0.69个百分点，较上周上升4bp。长期风险利差（AAA企业债-国债，10年期）为1.24个百分点，较上周上升6bp。低评级信用债短期风险利差（AA企业债-国债，1年期）为0.93个百分点，较上周上行2bp。长期风险利差（AA企业债-国债，10年期）为2.31个百分点，较上周上行6bp。

图表：信用利差走势

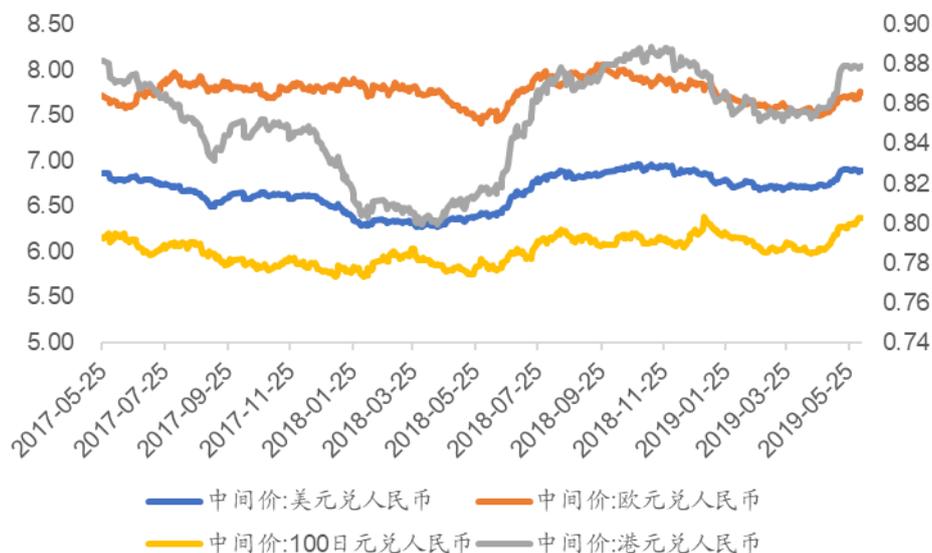


资料来源：Wind,中泰证券研究所

汇率走势情况

- 截至6月6日，美元对人民币中间价 6.8945，较上周下降 0.47bp。

图表：汇率走势情况



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

三、本周市场小结

- 本周市场总体情绪较弱，一路震荡下行。截止周四收盘，沪深 300、上证综指、深圳成指、中小板、创业板 5 日涨跌幅分别为-2.1%、-2.68%、-4.01%、-3/96%、-4.66%。行业层面，本周市场除了银行板块都小幅收跌，通信板块跌幅较窄，预计是受到工信部近期发放 5G 商用牌照的提振，农林牧渔，医药生物，国防军工板块跌幅居前。
- 目前中美贸易磋商升级和国内经济下行仍然是影响市场情绪的重要因素。进入 5 月以来，随着针对宏观经济增长以及企业减税降费政策的落地，政策利好层面的信息逐步出清，下一步要等待政策的长期效果。一季度情况看企业业绩改善不明显，同时中美贸易磋商摩擦升级也需要新政策进行对冲，但目前相关政策尚不明朗，双方协商进展对市场而言具有较大不确定性，市场的风险偏好依然受到很大制约。同时近期人民币贬值也一定程度上影响了外资流入 A 股。
- 未来汇率大概率会在较短时期内区间震荡。从近期公布的企业利润数据上来看，经济下行压力仍然存在，国内经济真正触底反弹还需时日，短期内的中美贸易磋商也需要密切关注。下周 5 月经济数据将陆续公布，可以保持积极跟踪。6 月 10 日，5 月贸易差额披露；6 月 12 日，5 月 CPI/PPI 公布；6 月 13 日，5 月 M1/M2、社会融资规模、新增人民币贷款增速等公布；6 月 14 日，5 月工业增加值增速、固定资产投资增速和社会消费品零售总额增速等公布。

四、行业资讯要点

- 央行: 5月对金融机构开展常备借贷便利操作共 256.2 亿元, 其中隔夜 0.2 亿元, 7 天 44 亿元, 1 个月 212 亿元; 常备借贷便利利率发挥了利率走廊上限的作用, 有利于维护货币市场利率平稳运行。期末常备借贷便利余额为 256 亿元。
- 央行: 5月对金融机构开展中期借贷便利操作共 2000 亿元, 期限 1 年, 利率为 3.30%; 期末中期借贷便利余额为 36040 亿元。
- 央行上海总部: 包商银行出现严重的信用危机, 触发法定的接管条件被依法接管完全是一个个案。目前, 中小银行整体没有出现异常, 流动性较为充足, 各项流动性指标整体处于正常水平。将依法履行防范化解金融风险、维护金融稳定职责, 充分保障包商银行各类债权人的合法权益。
- 央行: 人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 试点地区扩大到荷兰, 投资额度为 500 亿元; 有利于拓宽境外投资者人民币资产配置渠道, 扩大境内资本市场对外开放, 也有利于促进双边贸易和投资便利化。

五、本周公司公告

- **招商银行**。1) 发布第十届董事会第四十六次会议决议公告。董事会审议通过公司发行不超 500 亿元减记型无固定期限资本债券议案。2) 发布关于 2018 年度股东大会取消议案及增加临时提案的公告。
- **民生银行**。发布关于成功发行 400 亿元减记型无固定期限资本债券的公告。
- **平安银行**。执行董事、副行长姚贵平因工作原因辞职, 辞职后不再担任公司任何职务。
- **贵阳银行**。罗佳玲因工作调动原因, 辞去公司董事、董事会发展战略委员会委员、董事会薪酬委员会委员以及行长职务。
- **苏农银行**。1) 发布 2018 年年度权益分派实施公告。2) 发布关于根据 2018 年度利润分配方案调整可转债转股价格的公告。
- **张家港行**。1) 发布 2018 年度权益分派实施公告。2) 发布关于根据 2018 年度利润分配方案调整 A 股可转换公司债券转股价格的公告。

六、风险提示

- 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：2019-06-06）

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.82	0.75	12.6%	12.1%	4.55%
建设银行	0.86	0.79	12.9%	12.5%	4.47%
农业银行	0.77	0.70	12.2%	11.9%	4.83%
中国银行	0.66	0.60	11.1%	10.7%	5.19%
交通银行	0.63	0.58	10.5%	10.1%	5.17%
招商银行	1.51	1.33	15.9%	15.9%	3.20%
中信银行	0.67	0.61	10.4%	10.3%	4.16%
浦发银行	0.69	0.62	11.7%	11.1%	1.03%
民生银行	0.61	0.55	11.5%	10.9%	2.86%
兴业银行	0.75	0.67	13.2%	12.7%	4.07%
光大银行	0.66	0.60	10.8%	10.7%	3.51%
华夏银行	0.54	0.49	9.6%	9.3%	1.88%
平安银行	0.84	0.76	10.8%	10.5%	1.33%
北京银行	0.65	0.59	10.9%	10.8%	3.78%
南京银行	0.90	0.78	15.3%	15.4%	3.63%
宁波银行	1.49	1.27	15.5%	16.1%	2.33%
江苏银行	0.74	0.65	11.6%	11.7%	3.02%
贵阳银行	1.28	1.10	16.6%	17.4%	2.42%
杭州银行	0.81	0.72	10.1%	10.0%	3.09%
上海银行	1.02	0.91	12.1%	12.5%	3.30%
成都银行	0.86	0.76	16.5%	16.8%	4.14%
江阴银行	0.88	0.83	7.5%	7.6%	1.70%
无锡银行	0.92	0.85	10.7%	11.1%	3.14%
常熟银行	1.14	1.02	13.3%	14.2%	3.52%
苏农银行	0.89	0.82	9.2%	9.6%	2.07%
张家港银行	1.00	0.92	9.2%	9.9%	2.11%
上市银行平均	0.97	0.87	11.9%	11.9%	2.91%
国有银行	0.75	0.69	11.9%	11.5%	4.84%
股份银行	0.78	0.70	11.7%	11.4%	2.76%
城商行	1.06	0.94	12.8%	13.2%	2.83%
农商行	1.16	1.06	10.4%	10.8%	2.30%

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。