

## 银行

## 专题！锦州银行：新救助模式的未来演化

**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：

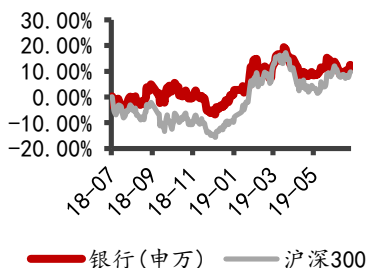
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

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)	9,619,062
行业流通市值(百万元)	6,524,744

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

&lt;&lt;上海银行 1H19 业绩快报：存款高增，不良环比改善&gt;&gt;2019.07.25

&lt;&lt;详细拆解招商银行 1H19 业绩：优质银行，持续重点推荐&gt;&gt;2019.07.24

&lt;&lt;银行：经济缓慢下行背景下的稳健收益-银行业周报（2019年07月第3期）&gt;&gt;2019.07.21

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E		
工商银行	5.69	0.79	0.82	0.86	0.90	7.20	6.92	6.63	6.35		增持
建设银行	7.36	0.96	1.01	1.05	1.08	7.63	7.26	7.03	6.80		增持
农业银行	3.59	0.58	0.57	0.59	0.62	6.19	6.34	6.07	5.81		增持
招商银行	37.22	2.78	3.19	3.54	3.97	13.4	11.6	10.5	9.37		增持
宁波银行	23.89	1.80	2.10	2.42	2.91	13.2	11.3	9.88	8.22		增持

备注：

**投资要点**

- **解决中小银行压力新模式：引进金融机构战略重组。**解决锦州银行引战重组的可能解决方案：AMC 参与定增认购股份，同时出资购买银行高风险资产；定增价与不良资产价格将以公司真实资产情况以及市场化形式确定。锦州银行现有股权结构分散，引战后三家资产管理公司或将控股锦州银行。同时银行牌照对信达吸引力更强。
- **对重组模式评估：缓解中小银行压力，压力的趋势是缓慢而持续。**包商银行是托管模式，锦州是引进战略投资的模式，后者更市场化，表明政策采取多种手段缓解问题银行的决心，市场信心会得以修复。但银行刚兑信仰的变化，市场机制会使得银行分层、流动性分层这个趋势持续，在中国会是缓慢过程。
- **对资本市场影响：打破刚兑，提升股权核心资产估值。**1、刚兑被打破，无风险收益率中长期是下降的，对于股权类的优质资产，估值是会被提升。股权市场是最先打破刚兑的，对大类资金吸引力增加。2、**银行分层就是市场化手段杠杆：**我们经济去杠杆还在路上，模式是“时间换空间”：经济下滑斜率缓慢，同时见底的时间就比较漫长。3、**银行投资有稳健收益，优质银行的投资逻辑持续。**（《前瞻银行 19 年半年报：营收同比保持高增，利润增速持平》）
- **锦州银行的财务分析。**锦州银行是辽宁省资产规模第二大的城商行。截止 2018 年 6 月，锦州银行共有机构数量 237 家，资产总额达到 7484 亿元，贷款总额 2482 亿元。1、锦州银行营收增速在 2013-2015 年与当地区域经济呈现明显背离；锦州银行营收高增速是由高资产增速支撑的。2、锦州银行资产端主要投向各类金融资产；锦州银行的核心负债占比保持相对稳定，主动负债占比逐步向发债倾斜。3、逾期贷款表现看，锦州银行 2014 年、2016 年和 1H18 逾期贷款额都出现明显的上升。
- **风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超出预期。**

## 一、解决中小银行压力新模式：引进金融机构战略重组

- **锦州银行引战重组的可能解决方案：AMC 参与定增认购股份，同时出资购买银行高风险资产；定增价与不良资产价格将以公司真实资产情况以及市场化形式确定。**锦州银行于 2019 年 7 月 25 日发布《有关情况的说明》声称：目前，锦州银行业务经营总体正常。近期，我行董事会及部分大股东正在与多家有意愿的、有实力的机构接触，洽谈引进战略投资者事宜，在地方政府和监管部门支持指导下，目前谈判进展顺利。鉴于此项工作正在进行中，后续结果请以我行公告为准。结合财新网报道：锦州银行正在加快推进市场化改革重组，准备引入工银金融资产投资有限公司、信达投资有限公司、中国长城资产管理股份有限公司三家战略投资者，目前已经基本达成意向。我们预计锦州银行的引战重组将参考 2015 年大连银行的不良资产处置模式——引入 AMC 战投，同时向其打包出售高风险资产。定增价预计在确认锦州银行真实资产情况后及参考公司市场估值情况确定，另不良资产处置早已市场化运作，价格也会参照市场行情定。**四大 AMC 旗下均有控股银行，对银行的托管、监管及经营非常熟悉，同时在处置金融机构不良资产方面经验丰富，在参与高风险中小银行重组上有一定的优势。**

### 大连银行引入战略投资者中国东方资产管理股份有限公司案例

**大连银行的基本情况：**前身为成立于 1998 年的大连市商业银行，2007 年更名为大连银行股份有限公司。2013 年以来受经济下行影响，公司部分客户陷入债务危机，公司资产质量恶化，2014 年年报缺席。

**引战处置不良：**2015 年 5 月，大连银行与中国东方签署《大连银行引入战略投资者暨增资扩股协议》及附属协议，并于 2015 年 11 月和 2016 年 1 月签署了补充协议。根据以上协议，中国东方向大连银行注资 150 亿元，其中 88 亿元用于认购大连银行向其定向增发的 27 亿股，东方资产成为大连银行第一大股东，持股比例为 39.7%（中国东方认购价为每股 3.26 元，大连银行 2015 年年报每股净资产为 3.28 元；2014 年底每股净资产 3.22 元）。剩余约 62 亿资金购买大连银行向其打包出售的高风险资产，截至 2014 年 9 月 30 日，本次打包出售的高风险资产账面原值总计为 100 亿元。2015 年 12 月，中国东方资产管理公司认购大连银行股份获得财政部批准，其股东资格获得中国银监会大连监管局核准。2015 年 12 月，中国东方资产管理公司缴纳首批入股资金 50 亿元，2016 年 1 月，缴齐全部出资。

2016 年 6 月 29 日，银监会同意东方资产受让大连一方集团有限公司持有的大连银行 2 亿股股份、华信信托股份有限公司持有的大连银行 2 亿股股份以及大连银行 1 亿股内部职工股。受让后，东方资产合计持有大连银行 34.2 亿股股份，持股比例为 50.29%。东方资产成为大连银行的控股股东。

**图表：四大 AMC 控股银行比例情况**

四大 AMC	控股银行	持股比例
信达	南洋商业银行	100%
华融	华融湘江银行	40.53%
长城	长城华西银行	40.92%
东方	大连银行	50.29%

资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 锦州银行现有股权结构分散，引战后三家 AMC 或将控股锦州银行，同时银行牌照对信达吸引力更强。由锦州银行 1H18 年报可知，公司前五大股东分别持股 4.68%、4.55%、3.69%、3.15%、2.97%，合计持股 19.04%，股权结构分散，此次引战后，三家 AMC 大概率将对锦州银行实现控股重组，同时银行牌照对信达吸引力更强，主要依据为《商业银行股权管理暂行办法》，暂行办法规定“同一投资人及其关联方、一致行动人作为主要股东参股商业银行的数量不得超过 2 家，或控股商业银行的数量不得超过 1 家”，其中长城已经控股长城华西，按照规定不能作为主要股东参股商业银行（主要股东定义：持有或控制商业银行百分之五以上股份或表决权，或持有资本总额或股份总额不足百分之五但对商业银行经营管理有重大影响的股东），除非经银监会批准并购重组高风险商业银行，可不受此条规定限制（信达控股的南洋商业银行注册地在香港）。

**图表：锦州银行股权结构（截至 1H18）**

股东名称	股份性质	占已发行普通股比例(%)
荣成华泰汽车有限公司	内资股	4.68
中企发展投资(北京)有限公司	内资股	4.55
银川宝塔精细化工有限公司	内资股	3.69
锦程国际物流集团股份有限公司	内资股	3.15
Grand Fortune Venture Limited	H 股	2.97
Hong Kong JingyuanWanlong Investment Management Co., Limited	H 股	2.95
香港华丽有限公司	H 股	2.73
辽宁腾华塑料有限公司	内资股	2.65
青州泰和矿业有限公司	内资股	2.65
CITIC Securities Company Limited	H 股	2.65
辽宁程威塑料型材有限公司	内资股	2.51
Asian Sense Investments Limited	H 股	2.48
上海绿地弘途投资发展有限公司	内资股	2.21
BNP PARIBAS SA	H 股	2.20
北京城建投资发展股份有限公司	内资股	1.92
Guosen (HK) Financial Products Company Limited	H 股	1.89
锦州大兴建设集团有限公司	内资股	1.62
大连长兴岛绿城发展有限公司	内资股	0.02
合计		47.52

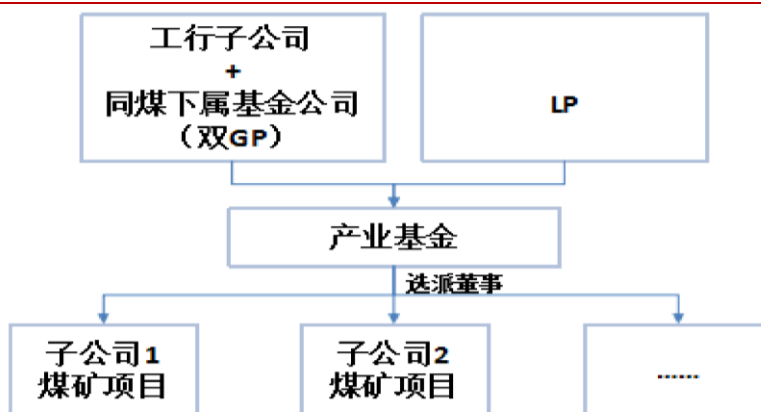
资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **工银金融资产投资锦州银行股权的模式：自营资金的财务性投资。**工银投资出资不超过 30 亿元人民币受让锦州银行的内资股股份。截至 2019.7.28，工银投资受让的股份数占锦州银行普通股股份总数的 10.82%，受让价格约为每股 4.08 元，而锦州银行 1H18 每股净资产 7.19 元，折价率约 57%。本次投资作为财务性投资，由工银投资出资入股，不纳入工行并表范围。
- **工银金融资产投资不良资产模式：基金模式。**工银金融资产投资主要受限于《商业银行资本管理办法（试行）》，资本管理办法规定银行对金融机构的股权投资适用 250%风险权重，出于资本压力考虑，预计监管有可能会对相应权重有调整。

### 附：投资不良资产的基金模式

资金来源为市场化资金，包括银行理财、信托资金、保险资金、养老金、地方产业基金等。以双 GP 模式（GP1 为工商系相关机构、GP2 为融资平台、企业集团）等，LP 为外部投资人（市场化的资金，如银行理财资金作为优先级）。

图表：工银金融资产的投资方式



资料来源：中泰证券研究所

**银行退出方式：**1) 通过资本市场退出。投资的子公司未来上市或者这部分装入主板的上市公司中，通过二级市场退出。2) 企业回购。可以将股权转让给母公司集团或签订远期回购协议，约定如果未来管理层业绩不达到预期，国企集团将对股权进行回购，银行方面由此退出；3) 基金延期。投资者持有到期后，如果企业经营状况良好、分红较好、价值创造较高，投资者可以选择不退出，基金继续延期。

## 二、对重组模式评估：缓解中小银行压力，压力的趋势是缓慢而持续

- **对重组模式评估：缓解中小银行压力，压力的趋势是缓慢而持续。**包商银行是托管模式，锦州是引进战略投资的模式，后者更市场化，表明政策采取多种手段缓解问题银行的决心，市场信心会得以修复。包商银行托管后，政策一直不断修复市场的信心。（详见我们报告《包商银行，政策是如何积极应对的？效果会怎样？》）
- **1、定向解决中小银行流动性问题**，包括与中小银行成为交易对手方、通过金融工具定向救助问题银行的流动性，预计这种模式会延续到大型非银金融机构。这种效果最有效，因为传统的流动性传导机制正在改变。**2、总量政策上对银行体系流动性给予保障**，营造有利的货币环境。**3、金融监管部门多次发声安抚市场**，增加市场信息的透明度。

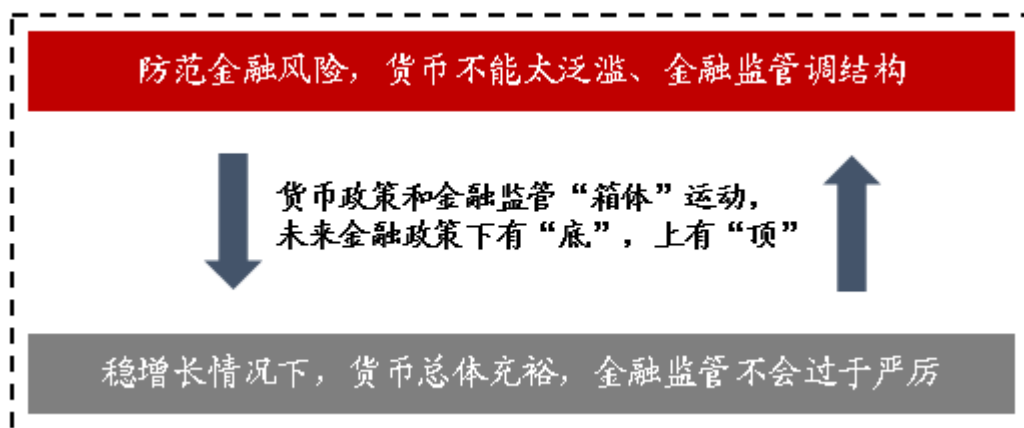
**图表：政策一直不断修复市场的信心**

	政策修复市场信心手段
定向解决中小银行流动性问题	与中小银行成为交易对手方 通过金融工具定向救助问题银行的流动性
总量政策上对银行体系流动性给予保障	公开市场操作在事件第一周进行 4300 亿货币净投放 增量续作 MLF
金融监管部门多次发声安抚市场	首次公告选择周五晚，予以市场充分的解读时间，紧接着周日进行了第二次答记者问 事件第二周银监会发声汇报接管最新进展，并再次强调中小银行运行平稳 事件第三周央行详细汇报债权收购工作情况

资料来源：人民银行，银保监会，中泰证券研究所

- **未来，金融监管、货币政策在“箱体”运动；政策不会兜底。**未来金融政策下有“底”，上有“定”。1、金融政策有“底”，是因为要稳增长，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，金融监管同时着力化解存量风险，以及调整融资结构。所以政策不会兜底。

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

- **市场机制的持续发酵。中国银行业是基于“兜底”、“刚兑”持续加杠杆：**  
1、银行负债端如何加杠杆：银行等金融机构基于地方政府和牌照的隐形兜底，负债端通过同业派生，加大货币乘数。2、资管产品大规模扩张，很重要原因是银行和非银机构都默认交易对手无风险。所以，我国银行业在金融监管加强前，不管经济好坏，每年资产负债增速在 15%左右，表外更快。政策只要不兜底，市场持续发酵；未来市场机制会是核心力量。

图表：监管前后表内外总资产增速情况



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **政策不兜底，市场化趋势还是会持续。** 以往的商业银行的运行模式发生改变。新的机制会逐渐形成，会是缓慢、持续、不可逆的过程。最终，银行的分层、流动性分层、资产分层会逐渐形成

**图表：核心一级净资本对信用成本的敏感性分析**

	假设不良率上升		
	不良率 1%	不良率 5%	不良率 10%
核心一级资本充足率	8.5%	6.5%	4%

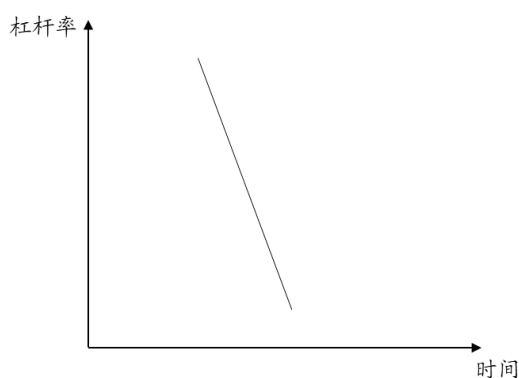
注：假设公司净资本 1 亿，核心一级资本充足率 8.5%，ROE10%，不良率 1%，贷款占比风险加权资产 50%；公司按照增量拨备/增量不良 100%进行计提

资料来源：中泰证券研究所

### 三、对资本市场影响：打破刚兑，提升股权核心资产估值

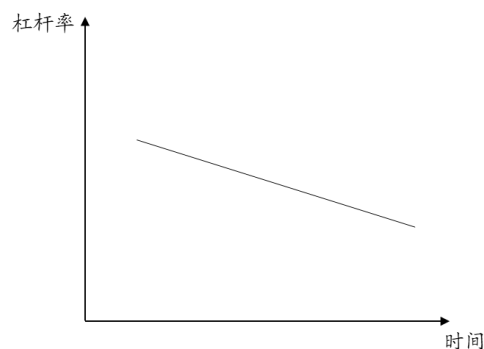
- **打破刚兑，提升股权核心资产估值**，包商银行事件后，刚兑被打破，无风险收益率中长期是下降的。在中国，在中国对于金融机构而言，无风险收益率不是国债利率，而是非银金融机构的资管产品利率（5%以上）；对老百姓而言，无风险收益率不是国债利率，而是小银行的理财产品的利率（4%以上）。如果刚兑被打破，这些都不是无风险利率。最终我国的无风险利率和国外接轨：国债收益率。刚兑被打破，无风险收益率是下降的，对于股权类的优质资产，估值是会被提升。**核心资产仍是我们资本市场的核心逻辑**。股权市场是最先打破刚兑的，对大类资金吸引力增加。
- **银行分层就是市场化手段去杠杆**。这个过程缓慢而持续；那么下半年的宏观经济和社融数会比较平稳；但趋势看是缓慢下行的。**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

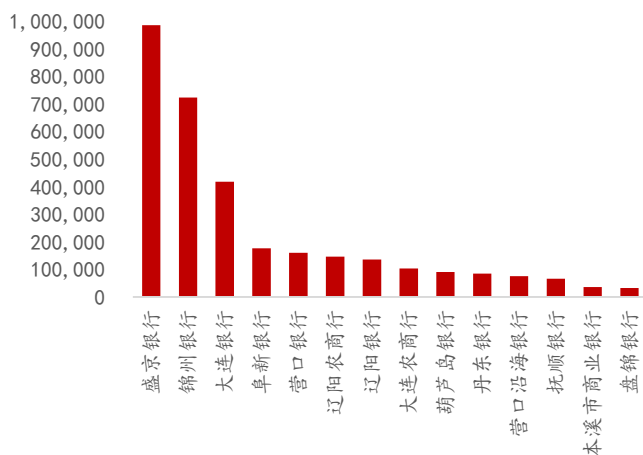
- **银行板块投资建议：稳健收益的来源**。银行半年报持续稳健，预计不会有雷；预期经济缓慢下行，限制板块弹性；但低估值、业务持续稳健能为板块带来稳健收益，大规模机构资金会青睐。个股方面，核心资产逻辑会持续，看好招行银行、宁波银行；我们 7 月金股是

常熟银行。偏进攻性的组合是：南京银行和兴业银行；偏防御的组合是工商银行、建设银行和农业银行。（详见《前瞻银行 19 年半年报：营收同比保持高增，利润增速持平》）

#### 四、锦州银行财务报表分析

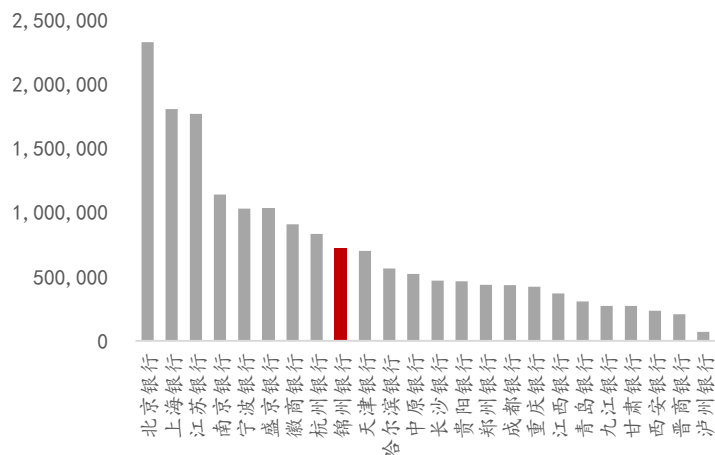
- **锦州银行是辽宁省资产规模第二大的城商行。** 锦州银行位于辽宁锦州，现在北京、天津、大连、沈阳等地共设立 15 家分行，并发起设立了 7 家村镇银行和锦银金融租赁有限责任公司。截止 2018 年 6 月 30 日，锦州银行共有机构数量 237 家，资产总额达到 7484 亿元，贷款总额 2482 亿元，存款总额为 3516 亿元。根据 2017 年底的数据，锦州银行资产规模在辽宁省所有发债银行主体中排名第二，仅次于盛京银行；在上市银行主体中排名第九。

图表：辽宁省发债银行资产规模排名（百万元，2017）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：上市城商行主体资产规模排名（百万元，2017）

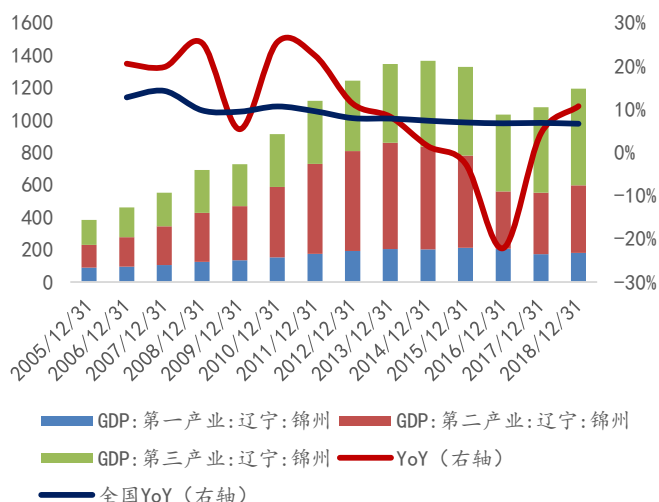


来源：公司财报，中泰证券研究所

- **锦州银行营收增速在 2013-2015 年与当地区域经济呈现明显背离。** 1) **锦州银行营收主要贡献自当地。** 作为一家区域城商行，锦州银行经营区域主要集中在辽宁锦州，“根植本地、覆盖辽宁、辐射东北、走向全国”，来自锦州的收入占比自 2012 年来持续攀升，至 2017 年锦州当地的经营收入占比达到最高 75.3%，1H18 为 74.2%（东北其他地区的营收贡献 11.8%、北京和天津营收贡献 14%）。2) **从锦州地区的经济增长情况看**，其从 2010 年开始经济增速便受第二产业拖累开始高位下行，2015 年经济增长同比增速转为负，2016 年经济增长同比增速进一步下滑至-22%。3) 然而，从锦州银行自身的营收（按区域分布营收加总）增速看，其在 2013 年开始增速便一直上行，在 2015 年营收同比上行至 98.7%，虽然之后开始下滑，但是 2017 年仍是保持了 14.6% 的同比正增。

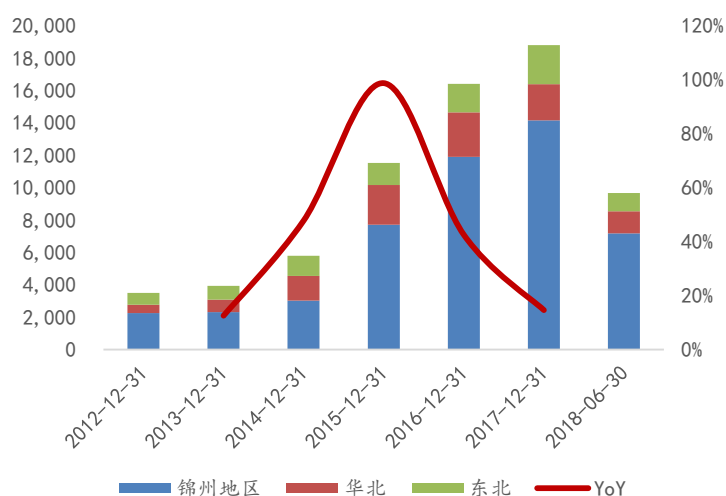


图表：锦州区域经济增长情况（百万元，%）



来源：Wind，中泰证券研究所

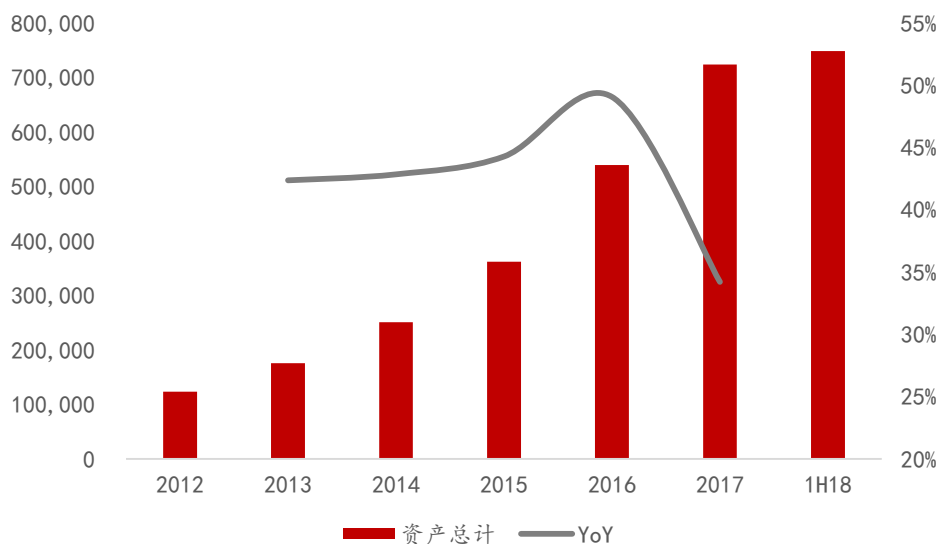
图表：锦州银行经营区域集中在锦州地区（百万元，%）



来源：公司财报，中泰证券研究所

- **锦州银行营收高增速是由高资产增速支撑的。**从资产规模增速看，锦州银行自 2013 年开始便保持高速扩张，2013-2016 年资产同比增速均保持在 40%以上，2016 年资产同比增速达到最高为 49%，2017 年资产增速有放缓，但也实现了同比 34.2%的增速，规模达到 7234 亿元。

图表：锦州银行资产规模及同比增速（百万元，%）



资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **锦州银行的资产端结构分析。**从资产端细分结构看，1、锦州银行资产端主要投向各类金融资产，其规模占比 2015 年来保持了快速提升，自 2014 年底占比生息资产 46.5%提升 12.3 个百分点至 2015 年底的 58.8%，2016 年占比继续提升 7.3 个百分点至最高 66.1%。而贷款投放占比则相对较低，2016 年达到了 24.1%的低点，2017 年占比虽有提升但幅度较小，1H18 贷款占比为 33.9%。2、从债券投资细分项看，锦州银行资产

投向以受益权转让计划为主。受益权转让计划占比总债券投资比例逐年提升，2016-2017 年占比总债券投资比例达到 80%。3、交易性、可供出售、持有至到期金融资产的占比则相对较低，2017 年占比分别为 5.5%、11.9%、1.8%（2018 年金融资产重分类）。

**图表：锦州银行资产结构**

	2014	2015	2016	2017	1H18
<b>贷款占比</b>	<b>36.3%</b>	<b>28.5%</b>	<b>24.1%</b>	<b>30.4%</b>	<b>33.9%</b>
公司贷款	91.4%	90.2%	92.7%	94.1%	92.9%
个人贷款	8.4%	9.6%	7.3%	4.7%	4.4%
票据	0.2%	0.2%	0.0%	1.1%	2.7%
<b>债券投资占比</b>	<b>46.5%</b>	<b>58.8%</b>	<b>66.1%</b>	<b>60.1%</b>	<b>57.3%</b>
同业资产占比	5.1%	4.4%	1.6%	2.2%	1.1%
存放央行占比	12.1%	8.3%	8.2%	7.3%	7.7%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表：锦州银行债券投资结构**

	2014	2015	2016	2017
交易性金融资产	8.8%	7.4%	6.1%	5.5%
可供出售金融资产	15.2%	9.2%	10.0%	11.9%
持有至到期金融资产	6.4%	3.7%	3.0%	1.8%
<b>应收款项类投资</b>	<b>69.6%</b>	<b>79.6%</b>	<b>81.0%</b>	<b>80.7%</b>
金融机构理财产品	2.4%	0.0%	0.1%	0.0%
受益权转让计划	67.3%	79.9%	81.5%	81.5%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 进一步细分锦州银行的贷款情况。**
  - 锦州银行贷款投放以对公类贷款为主**，对公贷款占总贷款的比例一直保持在 90%以上，2017 年对公贷款占比总贷款最高占到 94.1%。零售贷款占比总贷款的比例不高，2017 年不足 5%。
  - 从对公类贷款行业分布看**，投放比例最高的行业是不良率偏高的批零业，1H18 贷款占比总贷款占到 45.5%；另外锦州银行制造业以及房地产业贷款投放也较多，1H18 占比总贷款比例分别为 16.4%、8.5%。
  - 从零售贷款投放看**，以经营性贷款投放为主，但是近年来投放比例有所下降，1H18 占比总贷款比例为 3.6%。

**图表：锦州银行贷款投向分析**

	2014	2015	2016	2017	1H18
<b>对公贷款</b>	<b>91.39%</b>	<b>90.18%</b>	<b>92.71%</b>	<b>94.13%</b>	<b>92.89%</b>
农、林、牧、渔业	1.36%	1.32%	1.21%	0.72%	0.47%
<b>制造业</b>	<b>22.39%</b>	<b>22.97%</b>	<b>29.39%</b>	<b>16.05%</b>	<b>16.43%</b>
建筑业	4.91%	3.16%	1.30%	0.97%	1.36%
采掘业	0.00%	0.00%	1.42%	1.07%	0.99%
<b>房地产业</b>	<b>10.62%</b>	<b>11.05%</b>	<b>10.86%</b>	<b>6.79%</b>	<b>8.48%</b>
交通运输、仓储和邮政业	2.64%	1.77%	2.21%	0.79%	1.95%
电力、燃气及水的生产和供应企业	0.00%	0.00%	3.01%	1.17%	1.30%
<b>批发和零售业</b>	<b>31.26%</b>	<b>29.85%</b>	<b>31.53%</b>	<b>50.20%</b>	<b>45.52%</b>
租赁和商务服务业	6.16%	8.53%	5.07%	5.25%	5.88%
水利、环境和公共设施管理业	2.67%	1.45%	1.07%	0.62%	0.54%
卫生、社会保障和社会服务业	0.96%	1.60%	0.19%	3.79%	3.25%
文化教育、体育和娱乐业	3.10%	2.72%	2.53%	2.59%	2.24%
其它	5.32%	5.74%	2.90%	4.11%	4.50%
<b>个人贷款</b>	<b>8.42%</b>	<b>9.59%</b>	<b>7.26%</b>	<b>4.72%</b>	<b>4.38%</b>
个人按揭贷款	0.26%	0.39%	0.57%	0.35%	0.54%
信用卡	0.08%	0.09%	0.08%	0.06%	0.06%
<b>个人经营贷款</b>	<b>7.54%</b>	<b>8.54%</b>	<b>6.23%</b>	<b>4.02%</b>	<b>3.55%</b>
个人消费贷款	0.54%	0.57%	0.38%	0.30%	0.18%
<b>贴现票据</b>	<b>0.19%</b>	<b>0.23%</b>	<b>0.03%</b>	<b>1.15%</b>	<b>2.73%</b>

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 锦州银行的核心负债占比保持相对稳定，主动负债逐步向发债倾斜。1、从整体负债结构看，锦州银行存款占比总计息负债的比例相对稳定，自2014年来一直保持在55%左右的占比。在主动负债领域，锦州银行前期较为依赖同业负债特别是同业存放，但同业负债占比的比例在逐年下降，主动负债后期开始逐步向发行债券发力。2、从存款的细分结构看，锦州银行存款以定期存款为主，存款活期化程度较低，1H18活期存款占比总存款比例为17.3%。

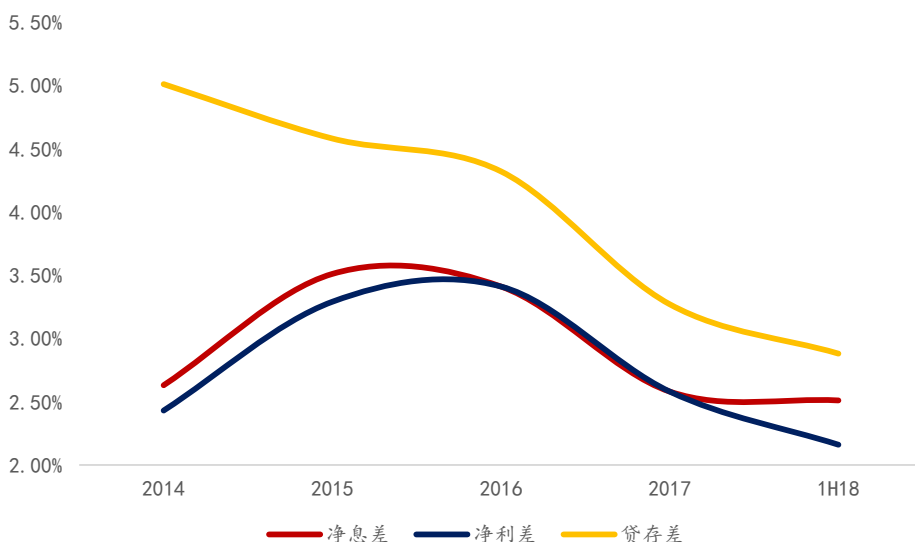
图表：锦州银行负债结构

	2014	2015	2016	2017	1H18
存款占比	54.9%	54.5%	56.8%	55.3%	54.9%
企业活期存款	26.1%	18.6%	20.0%	15.2%	12.0%
个人活期存款	9.0%	6.9%	4.9%	4.2%	5.3%
企业定期存款	36.6%	46.1%	46.0%	40.5%	37.5%
个人定期存款	28.3%	28.3%	29.1%	40.1%	45.2%
同业负债占比	44.1%	45.0%	36.7%	30.3%	32.0%
向央行借款	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%
同业存放	85.9%	82.8%	77.0%	71.8%	73.1%
拆入资金	3.2%	2.7%	2.3%	7.2%	8.0%
卖出回购	10.7%	14.4%	20.7%	20.8%	18.9%
发行债券占比	0.9%	0.5%	6.5%	14.5%	13.1%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 锦州银行的息差表现和营收增速保持一致，也是在 2015 年达到历史高位，净利差则稍有一定滞并在 2016 年达到高位。从锦州银行的日均息差表现看，净息差在 2015 年达到 3.51% 的高位，随后逐年下降，1H18 锦州银行日均息差为 2.51%。净利差则是在 2016 年达到 3.41% 的高点，1H18 净利差为 2.16%。锦州银行的息差表现和营收增速保持一致，在 2015 年达到历史高点，主要是由于这段时间对于高收益的非标资产（受益权转让计划）的投放占比达到最高，推动债券投资的收益率上行在 2015 年达到最高 8.12%。

图表：锦州银行日均净息差和净利差



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

通过对资产端和负债端的收益率进行拆分，2014-2015 净息差的上行主要源自资产端收益率的上行，2016 年息差维持在相对高位主要是负债端付息率的快速下行，而 2017 年来的息差下行则是同时由于资产端收益

率的下行以及负债端付息率的上行。

**图表：锦州银行资产端日均收益率**

	2014	2015	2016	2017	1H18
<b>发放贷款</b>	<b>7.33%</b>	<b>7.42%</b>	<b>6.76%</b>	<b>6.33%</b>	<b>6.45%</b>
对公贷款	7.26%	7.35%	6.74%	6.30%	6.44%
票据贴现	10.75%	14.40%	19.57%	14.95%	5.31%
个人贷款	8.11%	7.82%	6.86%	6.07%	7.77%
<b>债券投资</b>	<b>7.01%</b>	<b>8.12%</b>	<b>7.34%</b>	<b>6.90%</b>	<b>6.88%</b>
存放央行	1.54%	1.54%	1.52%	1.54%	1.54%
存放同业	5.96%	4.69%	4.23%	2.84%	3.28%
拆出资金	6.30%	0.86%	1.03%	1.75%	3.15%
买入返售	3.12%	2.15%	2.23%	3.00%	2.91%
<b>生息资产</b>	<b>6.36%</b>	<b>7.10%</b>	<b>6.62%</b>	<b>6.21%</b>	<b>6.22%</b>

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表：锦州银行负债端日均付息率**

	2014	2015	2016	2017	1H18
<b>吸收存款</b>	<b>2.32%</b>	<b>2.84%</b>	<b>2.44%</b>	<b>3.06%</b>	<b>3.57%</b>
对公定期	2.93%	3.49%	3.23%	3.27%	3.46%
对公活期	0.62%	0.55%	0.40%	0.66%	1.56%
个人定期	3.40%	3.67%	3.18%	4.08%	4.73%
个人活期	0.40%	0.46%	0.46%	0.77%	1.05%
发行债券	6.72%	6.80%	4.73%	4.59%	4.83%
同业存放	5.94%	4.95%	4.39%	4.69%	5.07%
拆入资金	2.40%	0.75%	1.02%	2.30%	2.69%
卖出回购	3.66%	3.85%	3.30%	3.64%	3.93%
理财产品资金	5.60%	5.18%	4.07%	3.98%	-
向央行借款	3.35%	3.35%	-	2.21%	2.18%
<b>计息负债</b>	<b>3.93%</b>	<b>3.81%</b>	<b>3.21%</b>	<b>3.63%</b>	<b>4.06%</b>

注：2016年理财产品资金更名为“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

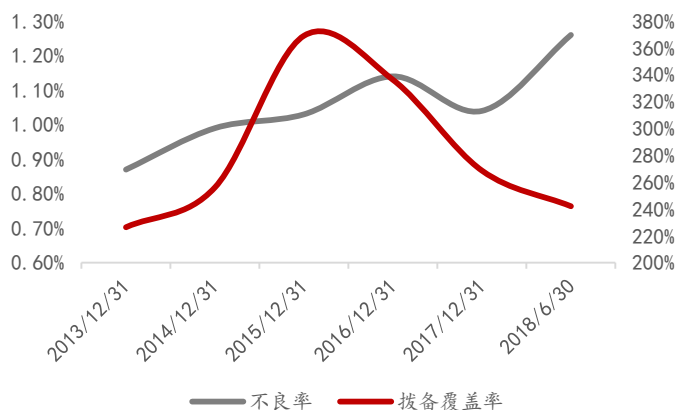
- 盈利能力的杜邦分析。**从锦州银行盈利能力的杜邦分析看，净利息收入对净利润的贡献较大，贡献程度在2015年达到最高3.53%后逐步下降到1H18的2.41%。从细分项看，2015年开始债券投资利息收入对于盈利的贡献明显上升，超过了贷款利息收入对于利润的贡献程度。此外，16年来拨备对于净利润的消耗开始较15年有明显减少，导致16年净资产收益率达到最高1.81%的水平。

**图表：锦州银行盈利能力杜邦分析**

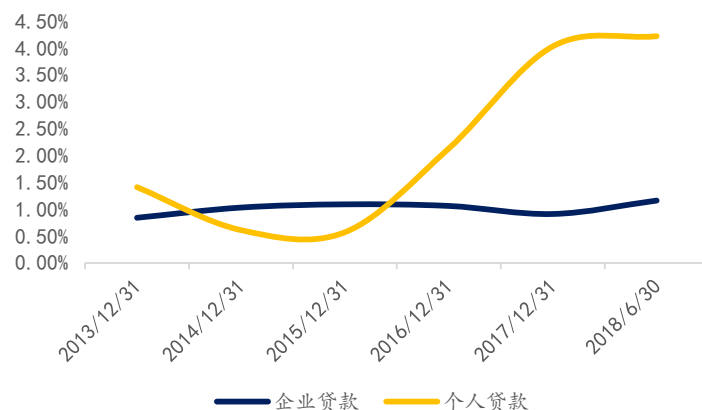
	2014	2015	2016	2017	1H18
利息收入	6.37%	7.13%	6.19%	6.33%	5.99%
发放贷款	2.91%	2.34%	1.69%	1.76%	1.03%
债券投资	2.72%	4.42%	4.33%	4.36%	1.87%
存放央行	0.19%	0.14%	0.11%	0.12%	0.06%
同业	0.56%	0.22%	0.06%	0.10%	0.03%
利息支出	-3.73%	-3.60%	-2.76%	-3.39%	-3.57%
存款	-1.11%	-1.34%	-1.16%	-1.60%	-0.86%
发行债券	-0.34%	-0.28%	-0.19%	-0.67%	-0.27%
同业	-2.27%	-1.97%	-1.41%	-1.12%	-0.65%
<b>净利息收入</b>	<b>2.64%</b>	<b>3.53%</b>	<b>3.43%</b>	<b>2.94%</b>	<b>2.41%</b>
<b>净手续费收入</b>	<b>0.05%</b>	<b>0.16%</b>	<b>0.18%</b>	<b>0.12%</b>	<b>0.10%</b>
交易账户净收入	-0.03%	0.06%	0.03%	-0.08%	0.11%
其他业务收入	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
拨备前收入	2.68%	3.76%	3.64%	2.98%	2.63%
拨备	-0.33%	-0.61%	-0.26%	-0.26%	0.00%
<b>营业总支出</b>	<b>-1.04%</b>	<b>-1.03%</b>	<b>-0.96%</b>	<b>-0.79%</b>	<b>-0.43%</b>
<b>营业利润</b>	<b>1.31%</b>	<b>2.12%</b>	<b>2.42%</b>	<b>1.93%</b>	<b>2.20%</b>
营业外净收入	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.02%	-0.64%
<b>税前利润</b>	<b>1.31%</b>	<b>2.12%</b>	<b>2.41%</b>	<b>1.91%</b>	<b>1.56%</b>
所得税	-0.31%	-0.52%	-0.59%	-0.47%	-0.38%
<b>ROAA</b>	<b>0.99%</b>	<b>1.60%</b>	<b>1.81%</b>	<b>1.42%</b>	<b>1.15%</b>

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

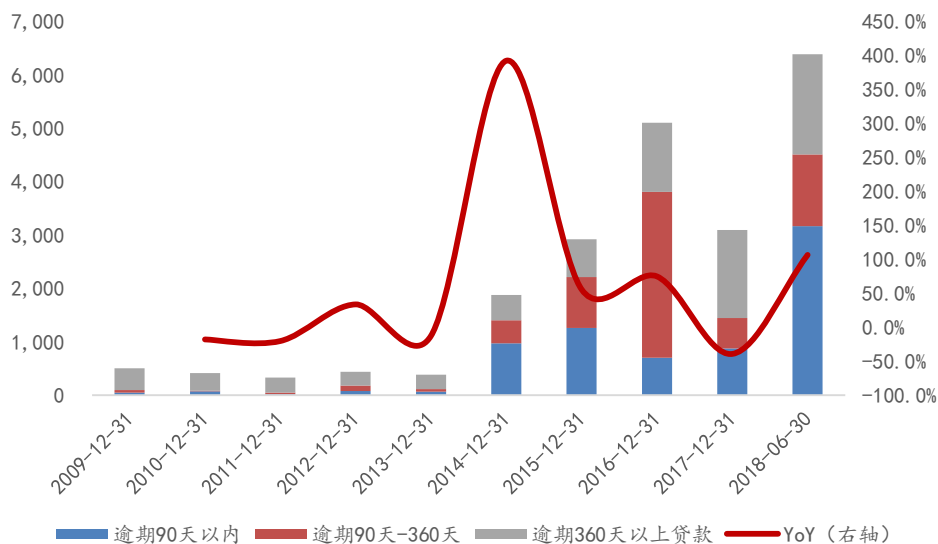
- 锦州银行的资产质量表现：**
  - 1) 不良率：**除了2017年有小幅下降外，总体是一直处在缓慢上升阶段的，1H18不良率水平为1.26%，较2017年底上行0.22个百分点。从不良率拆分看，2016年开始锦州银行的个人贷款不良率要高于对公类贷款不良率的，2017年不良率有小幅下降主要是公司大幅压降了个人贷款的占比。
  - 2) 拨备覆盖率：**总体处于相对充裕的水平，2015年达到最高369.13%的水平，随后随着公司利润水平的下滑，拨备反哺利润，拨备覆盖率也有一定下滑。1H18拨备率水平为242.1%。
  - 3) 逾期率：**此外从逾期贷款表现看，锦州银行2014年、2016年和1H18逾期贷款额都出现明显的上升，其中2016年主要是逾期90-360天贷款有明显上升，1H18则是逾期90天内贷款有明显上升。1H18逾期90天以上贷款占比不良为101%，说明公司对于不良的认定仍较宽松，未来仍有一定不良压力。

**图表：锦州银行资产质量情况**


来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表：锦州银行贷款不良率**


来源：公司财报，中泰证券研究所

**图表：锦州银行逾期贷款数据**


资料来源：公司财报，中泰证券研究所

## 风险提示

- 经济下滑超预期。金融监管超出预期。

**图表：银行估值表**

银行估值表（交易价格：2019-07-28）

	P/B		ROE		股息率
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
工商银行	0.82	0.75	12.5%	12.0%	4.65%
建设银行	0.89	0.82	13.0%	12.7%	4.58%
农业银行	0.73	0.67	12.4%	12.3%	4.91%
中国银行	0.66	0.60	11.2%	11.0%	5.41%
交通银行	0.60	0.56	10.4%	10.3%	5.52%
招商银行	1.66	1.46	15.4%	15.4%	3.56%
中信银行	0.67	0.61	9.9%	9.6%	3.89%
浦发银行	0.72	0.64	11.5%	11.0%	1.16%
民生银行	0.59	0.54	12.2%	11.8%	3.04%
兴业银行	0.81	0.73	12.3%	11.8%	4.33%
光大银行	0.65	0.59	10.5%	10.4%	3.55%
华夏银行	0.54	0.49	10.9%	10.5%	2.08%
平安银行	1.00	0.90	9.8%	9.5%	1.44%
北京银行	0.63	0.57	10.8%	10.8%	3.27%
南京银行	0.96	0.82	15.3%	15.4%	4.02%
宁波银行	1.62	1.38	17.7%	17.7%	2.92%
江苏银行	0.71	0.64	11.4%	11.5%	3.41%
贵阳银行	1.28	1.10	18.5%	18.4%	3.99%
杭州银行	0.83	0.74	8.7%	9.2%	3.06%
上海银行	0.84	0.73	11.0%	11.3%	3.90%
成都银行	0.87	0.76	15.7%	15.7%	3.62%
江阴银行	0.88	0.84	8.0%	8.0%	1.69%
无锡银行	0.96	0.89	11.3%	11.3%	2.51%
常熟银行	1.33	1.20	12.3%	12.5%	3.79%
苏农银行	0.81	0.75	10.0%	10.5%	2.08%
张家港银行	1.02	0.95	9.4%	9.6%	2.06%
<b>上市银行平均</b>	<b>0.89</b>	<b>0.80</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.9%</b>	<b>3.40%</b>
<b>国有银行</b>	<b>0.74</b>	<b>0.68</b>	<b>11.9%</b>	<b>11.7%</b>	<b>5.01%</b>
<b>股份银行</b>	<b>0.83</b>	<b>0.75</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.2%</b>	<b>2.88%</b>
<b>城商行</b>	<b>0.97</b>	<b>0.84</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.8%</b>	<b>3.53%</b>
<b>农商行</b>	<b>1.00</b>	<b>0.93</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.4%</b>	<b>2.43%</b>

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。