

预期改善估值低位，配置价值凸显

——行业观点及财政部《金融企业财务规则（征求意见稿）》点评

2019年09月27日

看好/维持

银行

行业报告

投资摘要：

事件：

9月26日，财政部发布《金融企业财务规则（征求意见稿）》。其中，拟规范金融机构大幅超额计提准备金，金融企业原则上计提损失准备不得超过国家规定最低标准的2倍，超过2倍的部分，年终全部还原成未分配利润进行分配。

点评：

估值已充分反映拨备水平，账面变化不是实质价值变化。银行通过拨备平滑盈利，以丰补歉，是较为显然的利润调节手段。市场对此已有充分认知，换言之，当前估值已反映了银行的拨备水平。通过还原历史数据亦可得到验证。银行板块历史估值走势与还原拨备后的“真实”ROE有明显正相关性，而且显著强于历史估值与当期披露ROE的关系。根据此次征求意见稿，拨备指标规定上限之下，部分拨备覆盖率偏高的银行或需一次性将超额拨备调入未分配利润，增厚净资产。相应带来估值下行，但并不等同于实质价值变化。

目前共6家上市行拨备覆盖率超过300%。据19年中报，拨备覆盖率超300%的上市行为招商银行、宁波银行、南京银行、上海银行、青农银行、常熟银行。据测算，若还原18年超额计提拨备，将一次性增厚未分配利润（净资产）：常熟银行（55.6%）、宁波银行（25.3%）、南京银行（14.2%）、招商银行（13.7%）、上海银行（5.9%）、青农银行（2.6%）。提升核心一级资本充足率：招商银行（1.21%）、常熟银行（1.20%）、宁波银行（1.13%）、南京银行（0.66%）、上海银行（0.26%）。

利润波动增加，银行或通过多种方式压低拨备覆盖率。新政策实施或加大利润波动性。由于银行经营具有收益前置、风险后置的特征，银行仍有较大动力尽量保留更多拨备。我们预计，除单纯释放业绩外，银行可能通过加大不良确认力度、加大非信贷类资产拨备计提等方式压低拨备覆盖率。

投资建议：预期改善估值低位，配置价值凸显。

盈利压制的悲观预期改善+估值低位，配置价值凸显。（1）前期一系列逆周期调控政策出台，市场对于银行让利实体、盈利受压制的担忧较重；伴随近期央行降准，监管规范结构性存款对银行负债端的呵护政策出台，悲观预期有望逐步改善。（2）估值处于历史低位。板块当前0.83倍19PB，隐含不良率达到历史高位水平，估值偏低。结构性宽松政策延续，经济拐点仍不明确，难言板块有大行情，但当前估值底部、基本面平稳、悲观预期边际改善叠加年末估值切换逻辑或带来4季度板块配置。看好股息率较高且基本面优质的工商银行、建设银行。

长期推荐战略特色明确的银行：招商银行、平安银行、宁波银行、兴业银行、光大银行。

风险提示：经济失速下行；政策变动不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
平安银行	1.45	1.66	1.94	10.8	9.45	8.12	1.17	强烈推荐
兴业银行	2.92	3.09	3.35	6.00	5.67	5.23	0.80	强烈推荐
招商银行	3.19	3.60	4.02	11.3	10.0	9.03	1.74	强烈推荐
宁波银行	2.15	2.47	2.92	11.9	10.3	8.7	1.82	强烈推荐
光大银行	0.64	0.73	0.82	6.38	5.64	5.01	0.72	未评级
工商银行	0.84	0.87	0.92	6.65	6.35	6.04	0.88	未评级

资料来源：Wind，东兴证券研究所

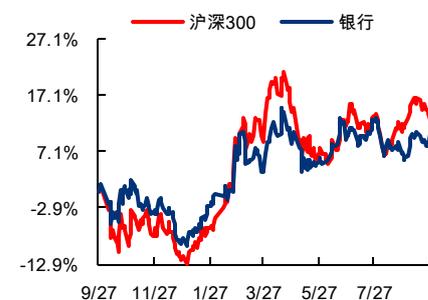
未来3-6个月行业大事：

行业基本资料

占比%

股票家数	33	0.9%
重点公司家数	-	-
行业市值	101406.52 亿元	16.65%
流通市值	64980.38 亿元	14.6%
行业平均市盈率	6.55	/
市场平均市盈率	16.96	/

行业指数走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

银行首席分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

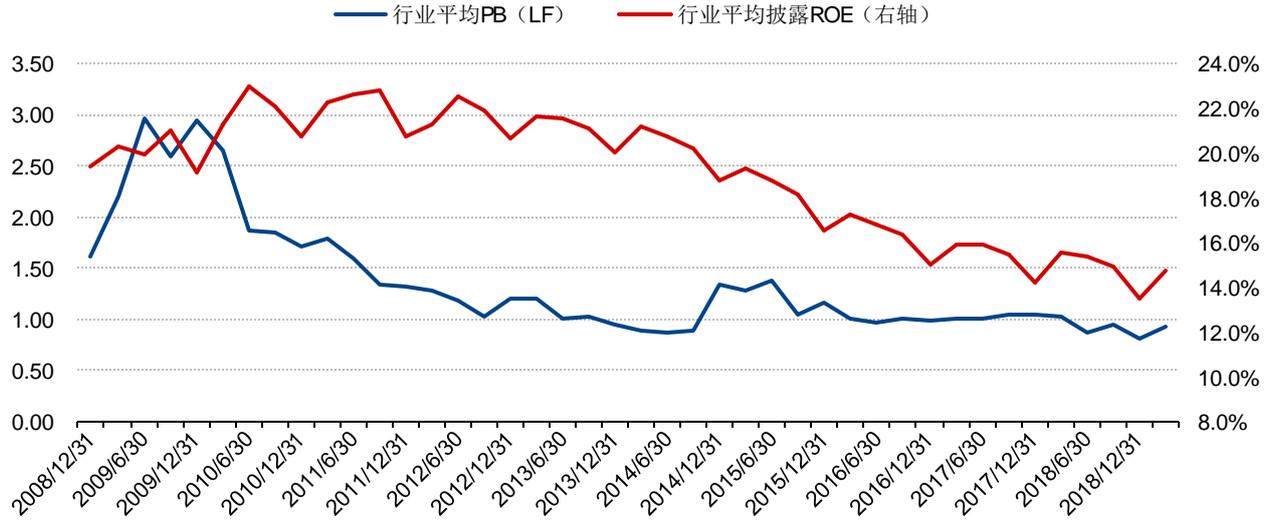
S1480519070002

研究助理：田馨宇

010-66555383

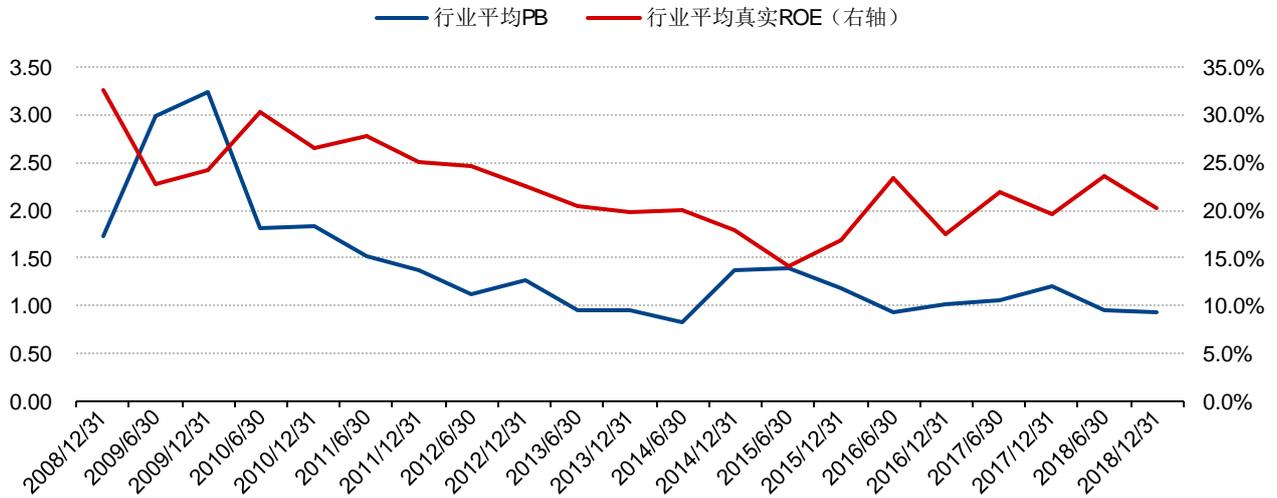
tianxy@dxzq.net.cn

图 1: 行业 PB(LF) vs 披露 ROE 历史走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2: 行业 PB vs 还原拨备后真实 ROE 历史走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 1：新政策实施，上市行净资产增厚及核心资本充足率提升测算

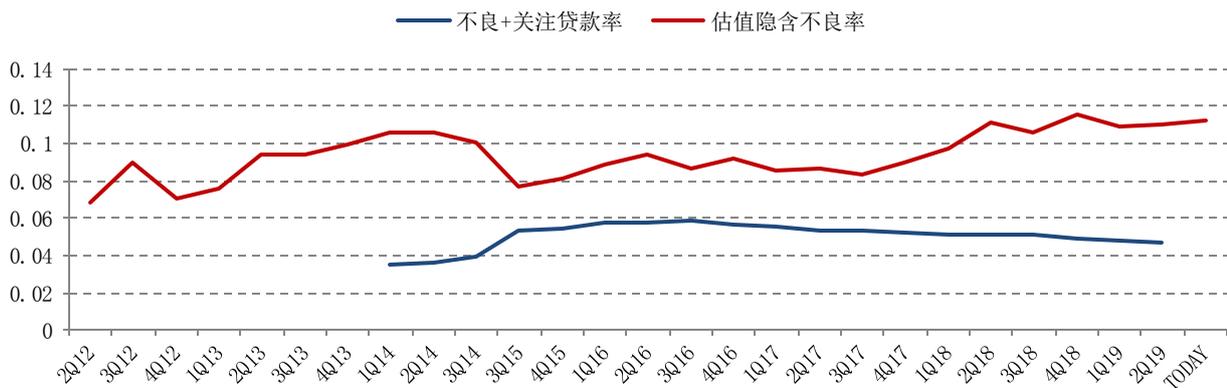
证券简称	拨备覆盖率 (1H19)	不良贷款余额 (亿元)	需要还原的拨备 (亿元)	未分配利润 (18)	未分配利润增加	核心一级资本 (18)	加权风险资产净额 (18)	增加核心一级资本充足率
宁波银行	522.45%	36.84	81.95	324.48	25.26%	658.04	7182.74	1.13%
常熟银行	453.53%	9.93	15.25	20.56	55.62%	131.89	1257.43	1.20%
南京银行	415.50%	46.09	53.23	280.83	14.22%	679.16	7985.47	0.66%
招商银行	394.12%	532.21	500.92	2743.61	13.69%	4823.40	40928.90	1.21%
上海银行	334.14%	109.12	37.25	476.58	5.86%	1410.54	14356.52	0.26%
青农银行	308.36%	24.39	2.04	58.28	2.62%	206.67	1949.75	0.10%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 2：A 股上市行 1H19 拨备覆盖率及 PB 一览

证券简称	拨备覆盖率	PB (LF)	证券简称	拨备覆盖率	PB (LF)	证券简称	拨备覆盖率	PB (LF)
宁波银行	522.45%	1.81	江阴银行	264.93%	0.90	工商银行	192.02%	0.88
常熟银行	453.53%	1.36	贵阳银行	261.04%	0.88	平安银行	182.53%	1.17
南京银行	415.50%	1.05	西安银行	248.66%	1.54	光大银行	178.04%	0.72
招商银行	394.12%	1.74	成都银行	237.96%	0.94	中国银行	177.52%	0.67
上海银行	334.14%	0.94	张家港行	232.62%	1.04	交通银行	173.53%	0.65
青农银行	308.36%	1.54	紫金银行	225.25%	1.85	中信银行	165.17%	0.69
无锡银行	286.11%	0.94	建设银行	218.03%	0.93	郑州银行	158.44%	0.92
长沙银行	285.64%	0.96	江苏银行	217.57%	0.76	浦发银行	156.51%	0.76
杭州银行	281.56%	0.89	北京银行	212.53%	0.66	青岛银行	150.42%	1.30
农业银行	278.38%	0.74	苏州银行	204.61%	1.34	华夏银行	144.83%	0.49
苏农银行	267.02%	0.88	兴业银行	193.52%	0.80	民生银行	142.27%	0.64

资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：估值隐含不良率处于历史高位，估值悲观


资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任银行业研究负责人。长期紧密跟踪银行业发展变化，致力于行业深度研究和银行股前瞻性投资分析。

研究助理简介

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。