

银行业

顺势的降息，超预期的时点

一评央行下调 MLF 操作利率

核心观点:

2019年11月5日，央行开展4000亿元1年期MLF操作，中标利率3.25%，较前次操作下降5BP。今日无逆回购到期，另有4035亿元MLF到期。

● **降息时点超预期，或为引导LPR利率下行，同时避免市场预期过度一致**
新LPR形成机制下，MLF成为我国政策利率主要风向标。央行在这个时点下调MLF利率超出市场预期，我们认为可能意图有二：

- 1、最近10月20日LPR报价较上期未变，央行通过降低MLF利率，以引导后续LPR报价利率继续下行，从而实现降低终端实体融资成本的目的。
- 2、近期市场对通胀讨论较多，开始出现货币政策收紧的预期，债券市场也随之出现较大调整。央行通过降低MLF利率，可能有助于避免市场预期过度一致，预防市场出现快速大幅调整的风险。

● **降息本身是顺势而为，维持未来半年中性货币政策的判断**

今年以来，海外不少主要经济体进行了降息。国内经济增速下行压力继续，央行降息或是逆周期货币政策应有之义。从商业银行负债成本来看，国有和股份制银行一年期同业存单利率已较长时间位于MLF利率之下，本次央行小幅下调MLF利率更多是顺势而为，意在维护金融市场利率稳定和中性货币政策态度。我们维持未来两个季度货币政策中性的判断，市场对货币宽松不应过于乐观，但也不必过于悲观。如果明年一季度后通胀压力逐渐消退，货币政策宽松空间有望再次打开。

● **对银行息差影响中性偏负，对估值影响偏正面**

静态来看，MLF利率下调能直接降低银行负债端成本。目前，MLF余额约3.4万亿，如果未来全部降低5BP，约降低银行体系负债成本约17亿元，对银行息差正贡献不到1BP。但动态来看，银行资产端，以LPR定价资产占比逐渐提升，如果LPR报价利率跟随下行，资产端收益率较负债端成本收益率压力更大，所以MLF利率下调，对息差影响中性偏负。但从银行股估值角度来看，MLF利率下调带动广义利率中枢下行，对银行股估值有正面贡献。

投资建议：短期来看，中性货币政策环境下，年内社融增速下行带来的流动性压力仍在，银行板块估值低、今年业绩预计相对稳健，同时考虑到公募配置比例仍有提升空间，年内板块大概率有相对收益，配置价值仍存，个股方面建议关注业绩相对稳健的国有大行和优质股份行。中长期来看，在信用扩张和名义经济出现明显回升之前，银行景气度将维持下行趋势，资产质量将成为板块核心矛盾，建议关注有一定估值溢价，同时维持较好经营业绩，高ROE、低不良、高拨备的优质银行。

风险提示：1.中美贸易格局变化超预期。2.经济增速下行超预期，导致银行资产质量大幅恶化。3.LPR改革推进不及预期。

行业评级

买入

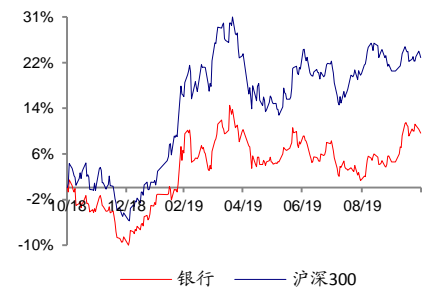
前次评级

买入

报告日期

2019-11-05

相对市场表现



分析师:

倪军



SAC 执证号: S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

分析师:

屈俊



SAC 执证号: S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915



qujun@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

银行业:盈利周期拐点延后, 2019-11-03

关注板块配置价值

银行业 19 年三季度报综述:盈利 2019-11-03

利增速继续回升, 拐点或在明年显现

银行业:公募配置下降, 营收 2019-10-27

继续放缓

联系人: 王先爽 021-60750604

wangxianshuang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

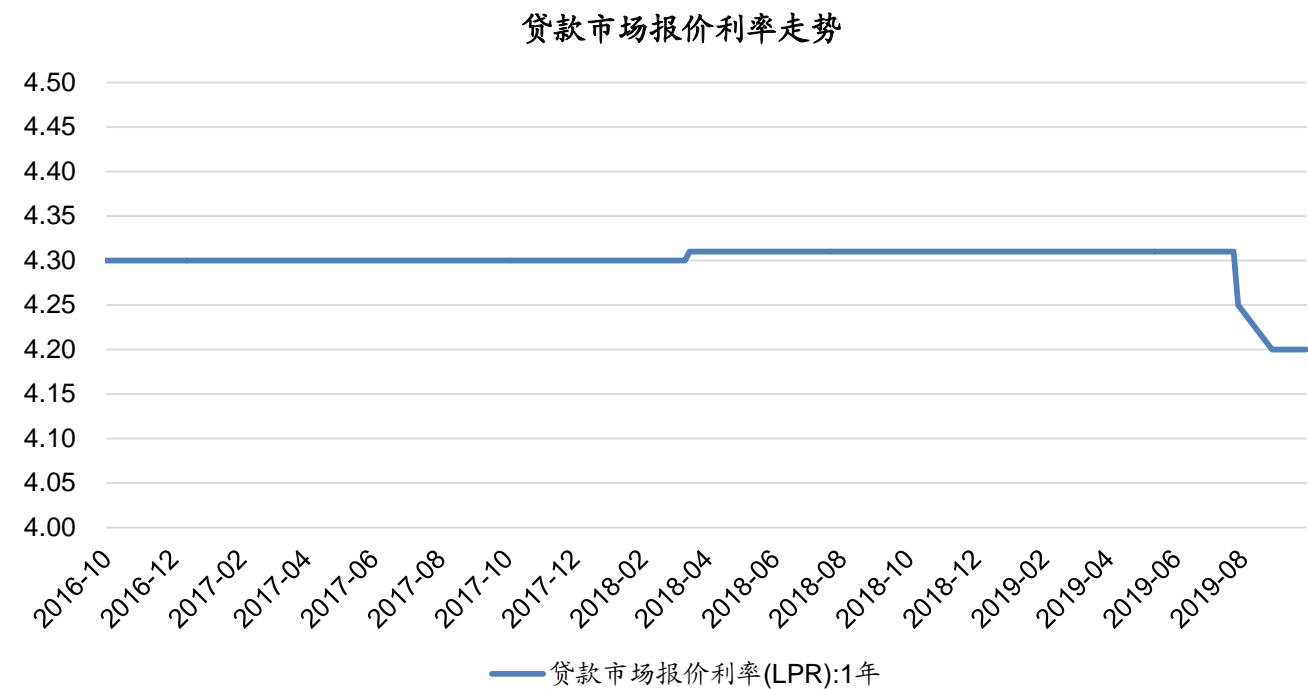
股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
工商银行	601398.SH	CNY	5.92	2019/10/26	买入	6.58	0.86	0.90	6.88	6.58	0.86	0.78	13.08	12.46
建设银行	601939.SH	CNY	7.38	2019/10/31	增持	8.19	1.05	1.11	7.03	6.65	0.88	0.81	13.23	12.64
农业银行	601288.SH	CNY	3.66	2019/10/27	买入	4.24	0.60	0.62	6.10	5.90	0.73	0.67	12.49	11.97
中国银行	601988.SH	CNY	3.72	2019/10/31	买入	4.50	0.62	0.64	6.00	5.81	0.66	0.61	11.43	11.61
招商银行	600036.SH	CNY	37.66	2019/10/31	买入	36.45	3.60	4.06	10.46	9.28	1.65	1.46	16.83	16.73
中信银行	601998.SH	CNY	6.39	2019/10/18	买入	7.17	0.95	1.01	6.73	6.33	0.71	0.65	11.05	10.80
浦发银行	600000.SH	CNY	12.95	2019/10/30	买入	13.46	2.06	2.25	6.29	5.76	0.77	0.69	12.93	12.67
兴业银行	601166.SH	CNY	20.00	2019/10/30	买入	23.74	3.11	3.36	6.43	5.95	0.84	0.76	13.87	13.38
光大银行	601818.SH	CNY	4.67	2019/10/31	买入	5.41	0.70	0.78	6.67	5.99	0.78	0.70	12.16	12.30
平安银行	000001.SZ	CNY	17.15	2019/10/22	买入	17.21	1.61	1.84	10.65	9.32	1.20	1.07	11.89	12.10
北京银行	601169.SH	CNY	5.74	2019/10/30	买入	7.04	0.99	1.07	5.80	5.36	0.64	0.59	11.47	11.36
上海银行	601229.SH	CNY	9.45	2019/10/28	买入	10.27	1.38	1.58	6.85	5.98	0.86	0.77	13.16	13.54
宁波银行	002142.SZ	CNY	28.38	2019/10/31	买入	28.22	2.49	2.95	11.40	9.62	1.79	1.55	17.89	17.24
南京银行	601009.SH	CNY	8.94	2019/10/31	买入	10.08	1.51	1.66	5.92	5.39	0.97	0.86	17.53	17.02
杭州银行	600926.SH	CNY	9.42	2019/10/25	买入	9.21	1.16	1.39	8.12	6.78	0.92	0.83	11.94	12.85
常熟银行	601128.SH	CNY	9.12	2019/10/27	买入	9.54	0.80	0.95	11.40	9.60	1.28	1.15	12.69	12.65
工商银行	01398.HK	HKD	5.81	2019/10/26	买入	6.11	0.86	0.90	6.04	5.77	0.75	0.68	13.08	12.46
建设银行	00939.HK	HKD	6.50	2019/10/31	买入	6.97	1.05	1.11	5.53	5.23	0.70	0.63	13.23	12.64
农业银行	01288.HK	HKD	3.33	2019/10/27	买入	3.74	0.60	0.62	4.96	4.80	0.60	0.55	12.49	11.97
中国银行	03988.HK	HKD	3.32	2019/10/31	买入	3.93	0.62	0.64	4.78	4.63	0.53	0.48	11.43	11.61
招商银行	03968.HK	HKD	39.35	2019/10/31	持有	35.42	3.60	4.06	9.77	8.66	1.54	1.36	16.83	16.73
中信银行	00998.HK	HKD	4.71	2019/10/18	买入	5.95	0.95	1.01	4.43	4.17	0.47	0.43	11.05	10.80
中国光大银行	06818.HK	HKD	3.75	2019/10/31	买入	4.35	0.70	0.78	4.79	4.30	0.56	0.51	12.16	12.30
邮储银行	01658.HK	HKD	4.56	2019/10/30	买入	5.39	0.69	0.77	6.60	5.92	0.79	0.72	12.56	12.61
重庆农村商业 银行	03618.HK	HKD	3.80	2019/9/17	买入	4.78	1.07	1.24	3.55	3.06	0.48	0.42	14.21	14.59

注：A+H 股上市银行的业绩预测一致，且货币单位均为人民币元；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

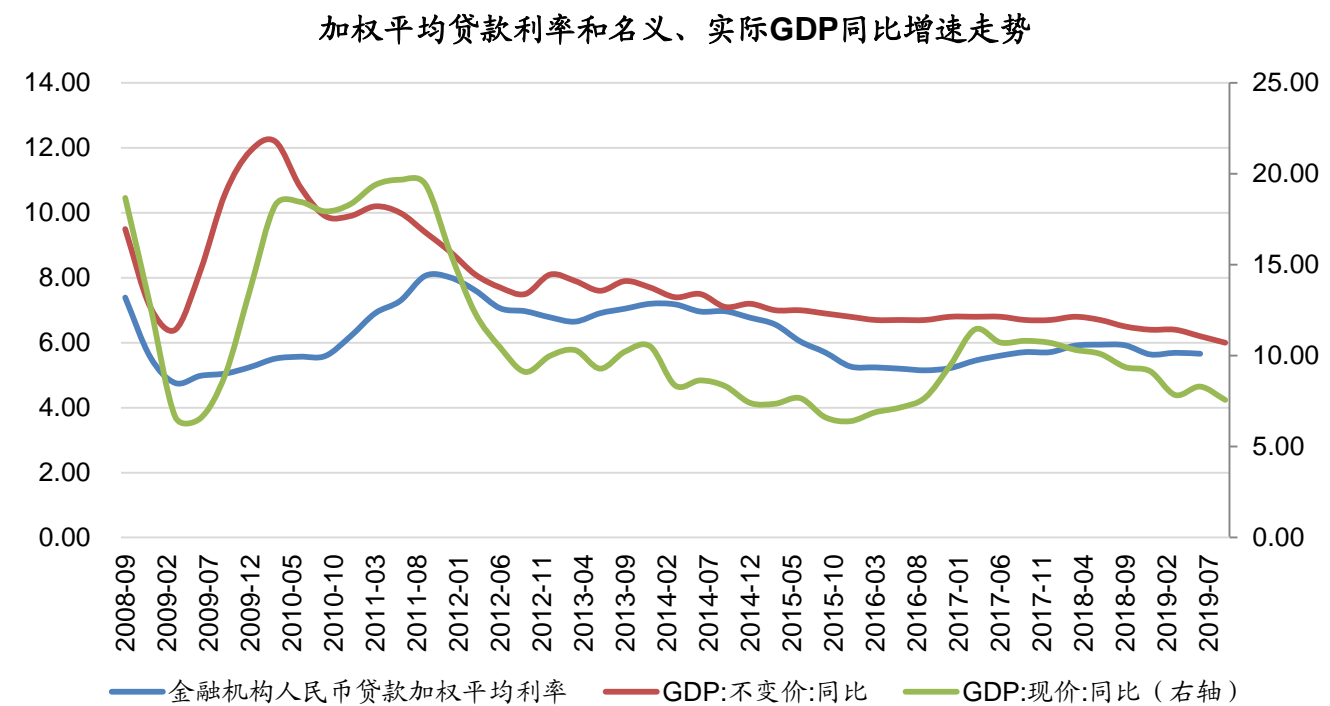
备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

图 1: LPR利率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 2: 加权平均贷款利率和名义、实际GDP同比增速走势 (单位: %)



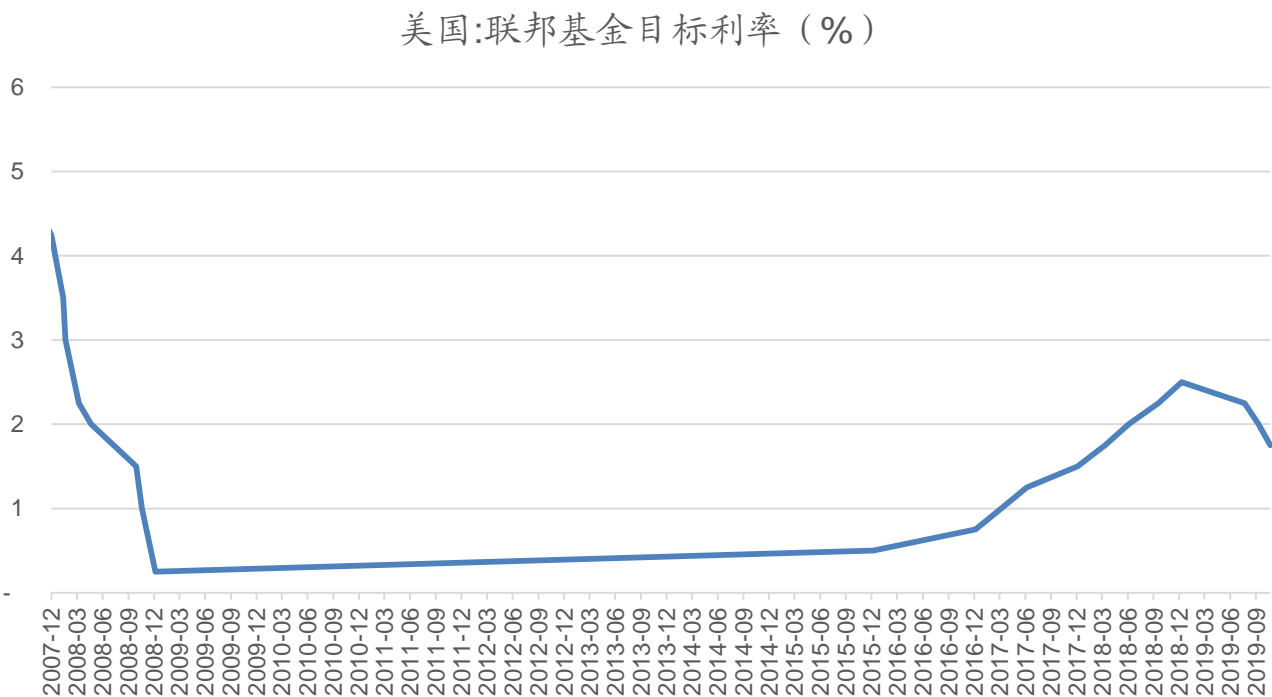
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 3: MLF利率走势和一年期国有行、股份行同业存单利率走势 (单位: %)



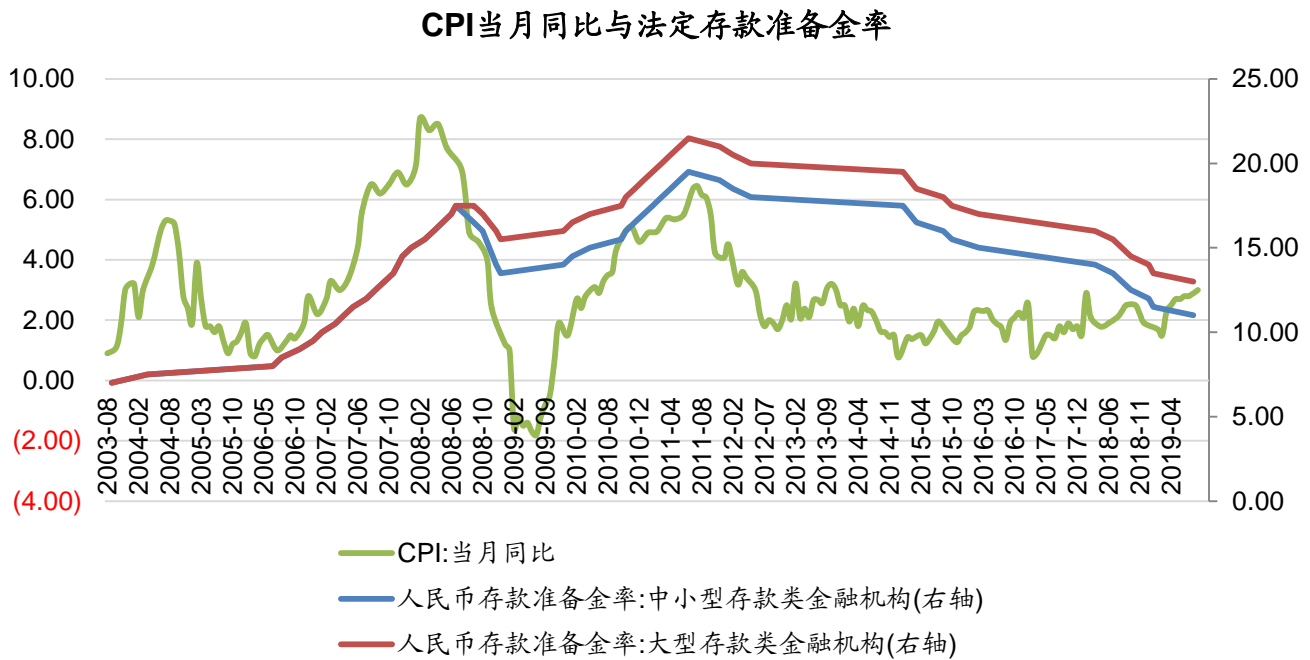
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 美国联邦基金目标利率 (单位: %)



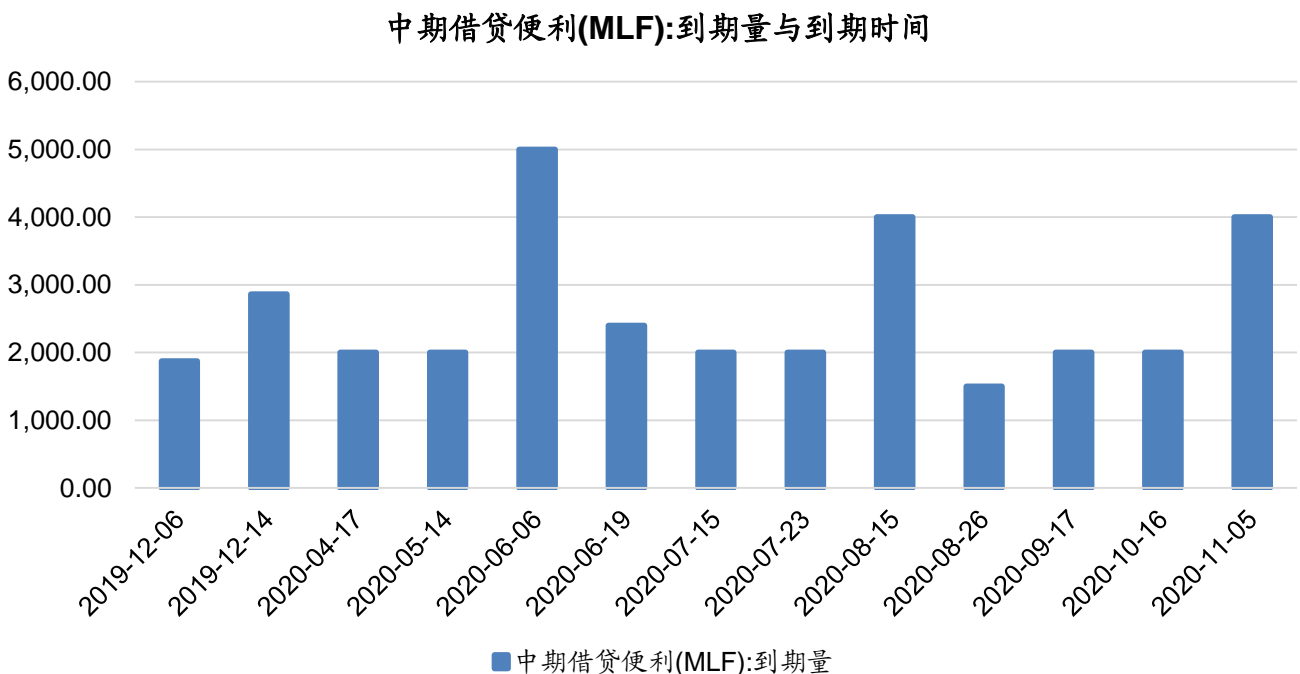
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: CPI走势与法定准备金率走势 (单位: %)



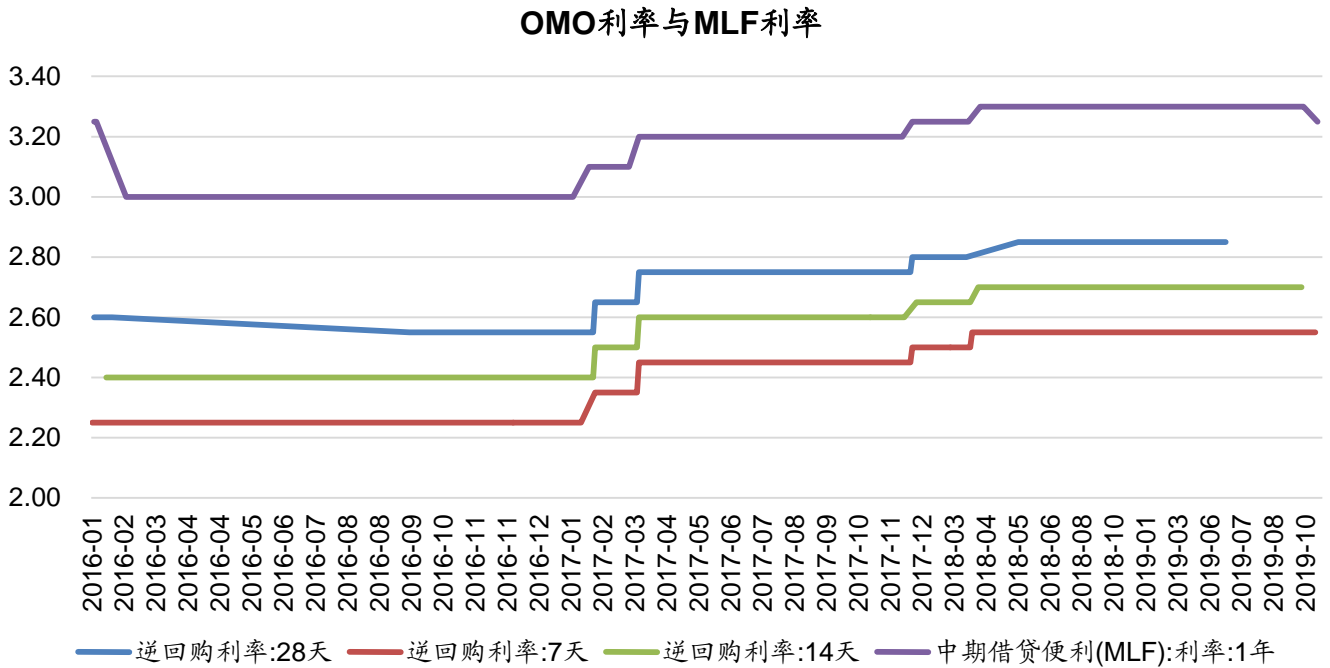
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: MLF未来到期量与到期时间 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: OMO7天、14天、28天、MLF利率走势 (单位: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：联系人，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：联系人，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。