

# 银行

证券研究报告  
2019年12月15日

## 农商行专题之二：何去何从

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

廖志明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com

朱于歆 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518090006  
zhuyuxian@tfzq.com

银行板块本周表现位列行业中上游

银行板块本周表现位于行业中上游。本周银行业指数（申万）上涨 2.25%，处于众行业中上游。大盘整体上涨，银行板块表现较好。其中常熟银行上涨 6.69%，涨幅最大，青农银行下跌 0.84%，跌幅最大。H 股总体上涨，郑州银行表现最好，上涨 3.03%。

兼并重组或是农商行必经之路

若对农商行金融市场监管持续当前趋势，对那些无法下沉资质做小微三农的农商行，通过兼备重组推出或是未来一条必经之路。2019 年 4 月，银保监会普惠金融部主任李均锋在中国普惠金融（浙江）高峰论坛上表示，要探索完善小法人的退出机制。他强调：“对高风险法人机构，不直接破产退出，要探索推广引入新股东或由其他法人进行兼并重组。农村中小金融机构，要“有生有死、有进有退”，必须要建立退出机制。但退出不是简单地破产，而是要靠其他好的机构兼并重组等来实现。这样农村金融机构才有生机和活力。”在当前中国金融体制下，让农村中小金融机构大规模破产无疑会引发系统性风险，而兼并重组是一条多方可接受的道路。

中美达成第一阶段贸易协议

经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。

邮储银行成功上市

12 月 10 日，中国邮政储蓄银行（下称“邮储银行”）于上海证券交易所主板上市。至此，国有大型商业银行“A+H”两地上市收官。据悉，邮储银行此次 A 股发行“绿鞋”前募资金额为 284.5 亿元，“绿鞋”后预计为 327.1 亿元，将是近十年来发行规模最大的 A 股 IPO。

投资建议：旗帜鲜明力推银行板块，主推二线龙头

19 年 9-10 月银行板块上涨 7.5%，大幅跑赢同期沪深 300 的 2.3% 的涨幅。此后，10 月份工业增加值、PPI 等经济数据略差，影响市场情绪，11 月银行板块下跌 1.3%。11 月 PMI 数据超预期，PPI 降幅收窄，叠加 11 月金融数据较好，中美达成第一阶段贸易协议，市场对经济企稳的预期或大幅上升，支撑银行股估值提升；此外，12 月银行板块往往有估值切换行情。

我们继续旗帜鲜明力推银行板块，继续主推二线龙头-低估值且基本面较好的兴业、工行、光大及基本面反转的浦发、北京，关注成都、杭州、江苏、常熟、张家港行。

风险提示：经济下行导致银行资产质量恶化；中美贸易战失控。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业专题研究:理财子公司时代,理财会投多少股票?》2019-12-12
- 《银行-行业点评:11 月金融数据靓丽,催化估值切换行情》2019-12-10
- 《银行-行业研究周报:农商行专题之一:省联社改革进展如何了》2019-12-08

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-12-13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601166.SH	兴业银行	19.61	买入	2.92	3.18	3.54	3.98	6.72	6.17	5.54	4.93
601398.SH	工商银行	5.82	买入	0.84	0.88	0.92	0.96	6.93	6.61	6.33	6.06
601818.SH	光大银行	4.41	买入	0.64	0.72	0.79	0.87	6.89	6.13	5.58	5.07
601838.SH	成都银行	8.68	买入	1.29	1.51	1.77	2.06	6.73	5.75	4.90	4.21

资料来源：iFinD，天风证券研究所



## 内容目录

1. 本周银行板块走势一览.....	4
1.1. 本周银行板块表现位列行业下游 .....	4
1.2. 本周银行股多数上涨 .....	4
2. 农商行专题之二：何去何从 .....	5
2.1. 服务三农、小微企业的主力 .....	5
2.2. 黄金十年 .....	6
2.3. 从偏离初心到回归本源.....	7
2.4. 农商行未来如何发展 .....	11
2.4.1. 下沉重心服务小微三农.....	11
2.4.2. 兼并重组或是必经之路.....	11
3. 行业要闻.....	12
3.1. 一周信息拾萃 .....	12
3.1.1. 11 月份 CPI 同比大幅上涨，PPI 继续下滑 .....	12
3.1.2. 中美达成第一阶段贸易协议 .....	13
3.1.3. 中央经济工作会议召开.....	13
3.2. 最新一周（12 月 9 日-12 月 13 日）资金价格变化一览 .....	15
4. 一周公司信息拾萃 .....	16
4.1. 中信银行发行 400 亿元无固定期限资本债券.....	16
4.2. 邮储银行完成 A 股上市.....	16
4.3. 上海银行可转债获批 .....	16
5. 本周观点：旗帜鲜明力推银行板块，主推二线龙头 .....	17
6. 风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：本周(12.09-12.13)银行板块表现位列行业中上游(%).....	4
图 2：A 股银行股多数上涨 (%).....	4
图 3：H 股银行个股郑州银行表现最好 (%) .....	4
图 4：农村金融机构涉农贷款比例高.....	5
图 5：农商行小微贷款比例高 .....	6
图 6：农商行贷款行业集中度较高（截至 1H19） .....	6
图 7：银行业绩与宏观经济、基准利率走势较为吻合 (%) .....	7
图 8：农商行 ROA 和 ROE 于 14 年见顶 (%) .....	7
图 9：CPI、PPI 持续上升让央行收紧信贷额度 (%，亿元) .....	8
图 10：农商行同业科目变动历史 .....	8
图 11：农商行 6 个月期限的同业投资利差收窄 (BP) .....	11
图 12：农商行 1 年期限的同业投资利差收窄 (BP) .....	12

图 13: 11 月份 CPI 同比较高,PPI 继续下滑 .....	13
图 14: 隔夜 SHIBOR 本周小幅上升 (%) .....	15
图 15: 国债到期收益率有升有降 (%) .....	15
图 16: 美元兑人民币汇率 (中间价) .....	15
图 17: 理财产品预期年收益 (%) .....	15

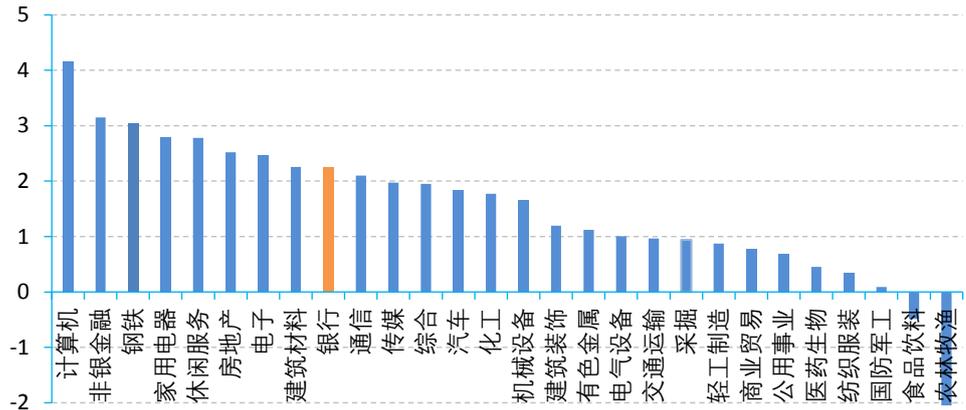
## 1. 本周银行板块走势一览

### 1.1. 本周银行板块表现位列行业下游

银行板块本周表现位于行业中上游。本周银行业指数（申万）上涨 2.25%，处于众行业中上游。大盘整体上涨,仅有食品饮料和农林牧渔下跌；计算机行业涨幅最大，涨幅 4.16%。

本周主要股指除了深证 100 外全部上涨，涨跌幅在 2.5%以内。具体来看，创业板 50、红利指数分别上涨 2.38%、2.37%，涨幅最大；深证 100 下跌 1.16%，跌幅最大。

图 1：本周(12.09-12.13)银行板块表现位列行业中上游(%)

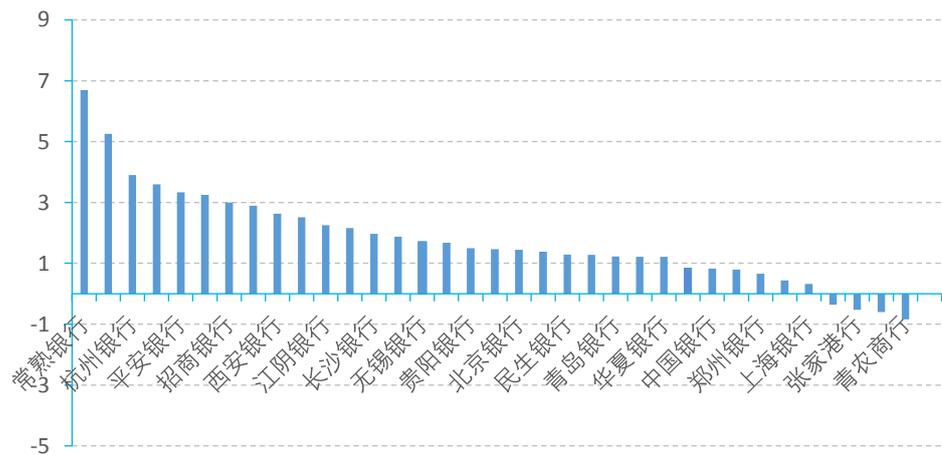


资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 1.2. 本周银行股多数上涨

本周 A 股银行股多数上涨。本周有 4 家银行下跌,31 家银行上涨。其中常熟银行上涨 6.69%，涨幅最大，青农银行下跌 0.84%，跌幅最大。

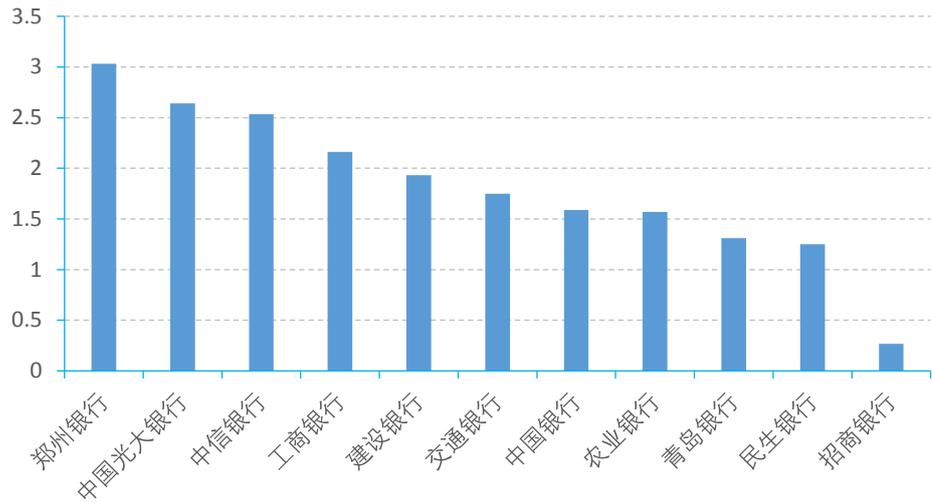
图 2：A 股银行股多数上涨 (%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

本周 H 股内地银行郑州银行表现较好。郑州银行表现最好，上涨 3.03%，本周 H 股内地银行全体上涨，表现较好。

图 3：H 股银行个股郑州银行表现最好 (%)



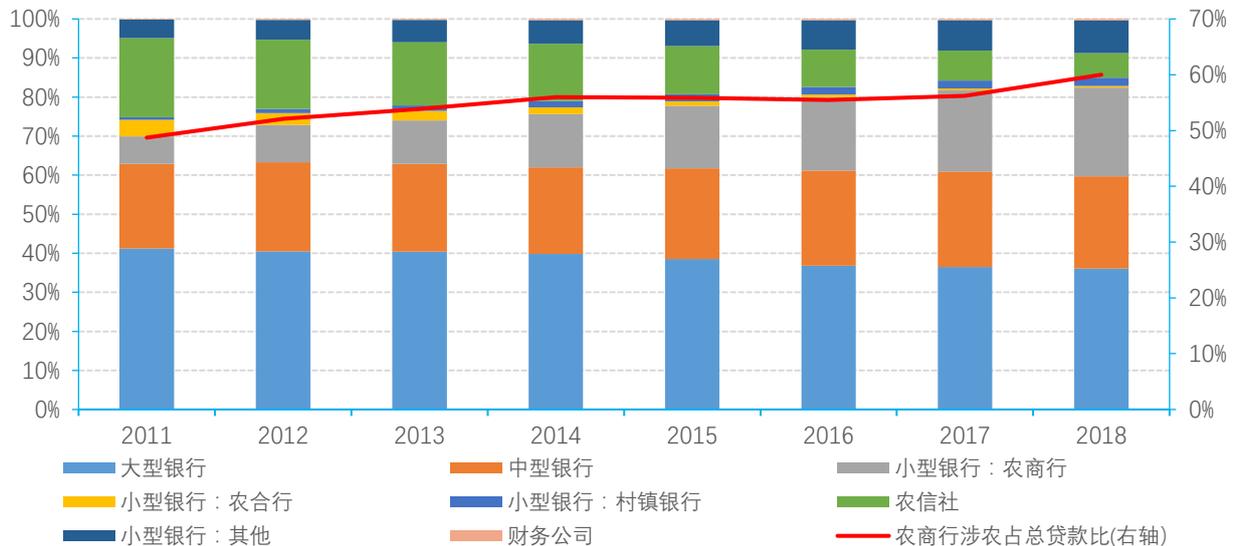
资料来源：iFinD，天风证券研究所

## 2. 农商行专题之二：何去何从

### 2.1. 服务三农、小微企业的主力

农商行的特征之一是涉农贷款占比高。以农商行为首的农村金融机构一直以来负责落实支农工作，截至 2018 年底其 60%的贷款余额投向涉农领域，提供了全国 31.57%的涉农贷款和 55%的农户贷款。在所有涉农贷款中，大型银行占比 36%，中型占比为 23.63%。大型银行涉农贷款虽高于农商行，但它们更多面向农业领域的头部大型优质企业，与农商行的小型三客户形成了明显分层。

图 4：农村金融机构涉农贷款比例高



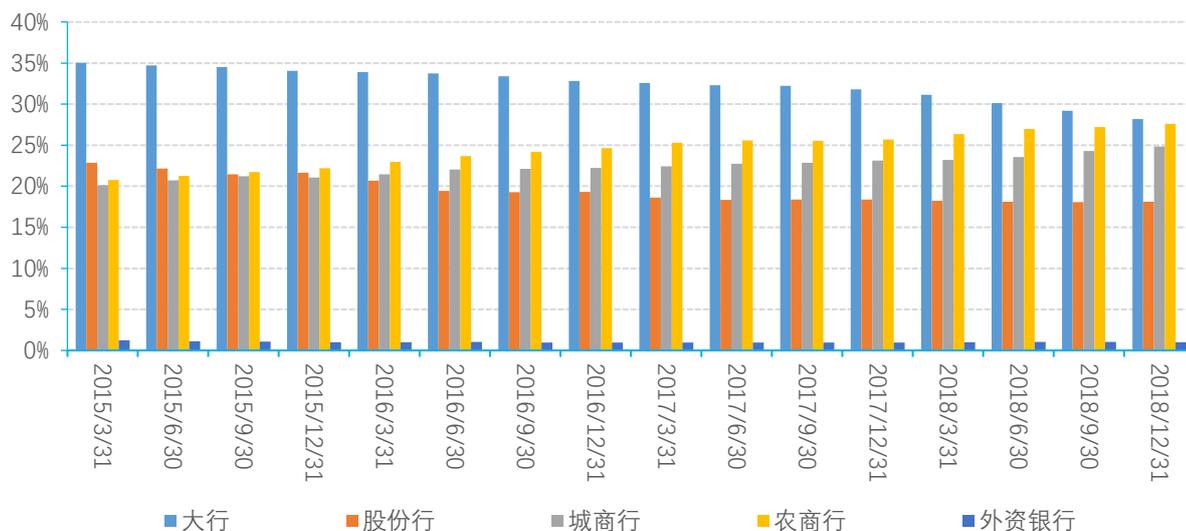
资料来源：iFinD，天风证券研究所

注：大型银行包括六大行和国开行；中型银行包括全国性的股份行（除浙商银行外），北京、上海、江苏三家城商行及农发行

**专注本地小微客户。**农信社是为服务三农而设立，随着经济发展，很多农户变成了小微企业主，自然而然成了后来农商行的客户。截至 2018 年底，农商行小微贷款占总贷款比例为 27.61%，大行为 28.16%，股份行为 18.1%，城商行为 24.83%（银监会统计，老口径小微企业标准未统一）。农商行小微占比略低于大行，一是存在口径不一致的问题，二是大行的小微客户仍是优质头部企业，与农商行形成了明显分层。近年来，监管引导银行加大对

实体小微企业的信贷投放，使得大行的小微客户资质更加下沉，对农商行形成了一定冲击。

图 5：农商行小微贷款比例高

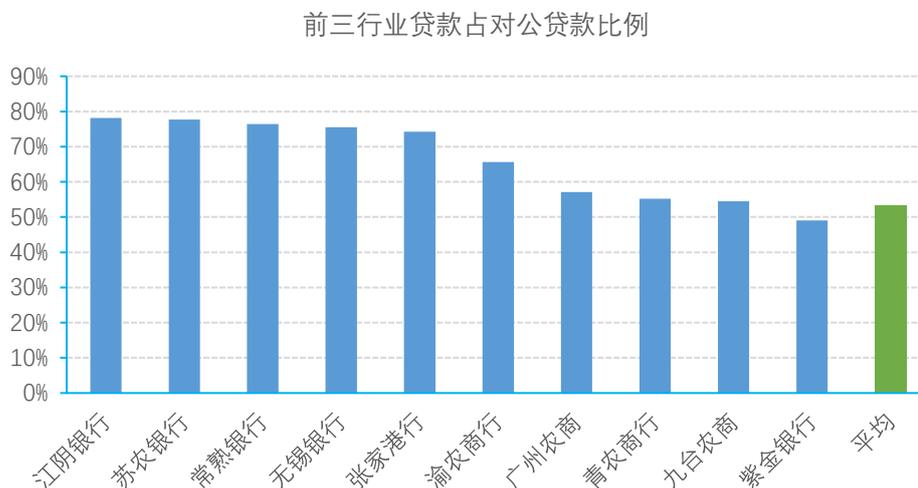


资料来源：wind，天风证券研究所

注：各行小微贷款口径存在不一致的情况

**农商行贷款集中度较高。**对于县域农商行（占大部分）来讲，贷款大多投放在本地区域，而当地的产业结构有限，导致其贷款行业集中度较高。截至 1H19，江苏五家县域的上市农商行贷款前三行业占对公贷款比例达到 75%左右，其他省级农商行前三行业占比略低。这种高集中度某种程度上也影响了农商行的资产质量，使得农商行不良贷款率高于其他类型银行。

图 6：农商行贷款行业集中度较高（截至 1H19）



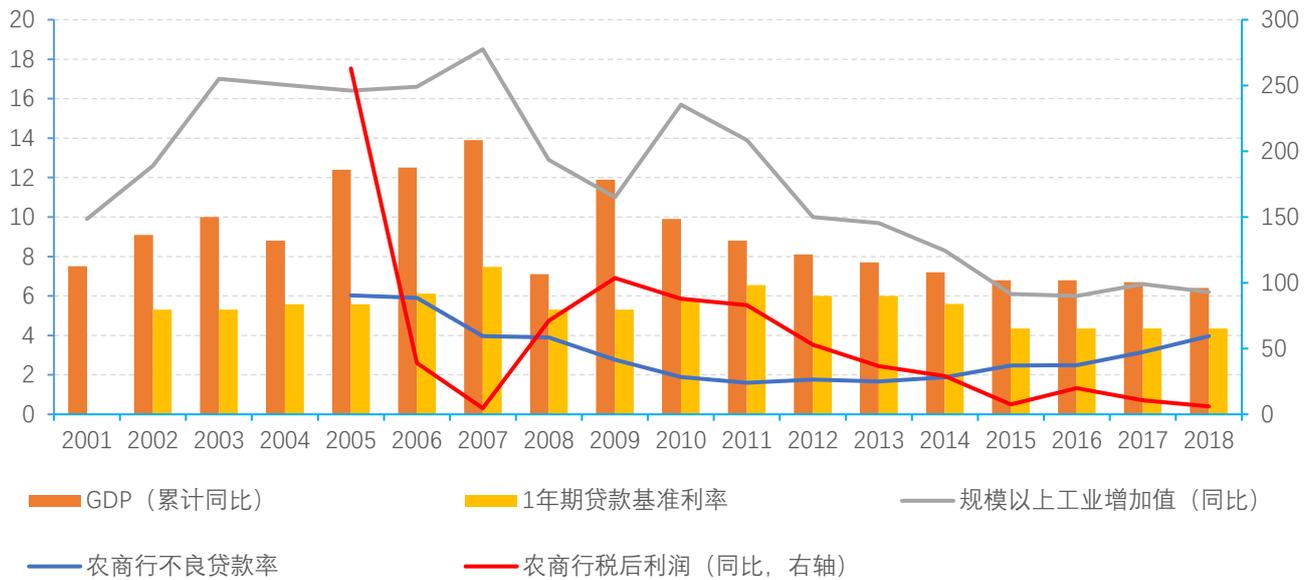
资料来源：iFinD，天风证券研究所

## 2.2. 黄金十年

**银行业发展的黄金期也是农商行的黄金十年。**银行业绩与宏观经济环境息息相关，02-11年是银行业发展的黄金期。这十年间，GDP 增速维持在 10%左右，大部分时期处于加息周期，农商行的息差较高且规模快速增长，**业绩迎来爆发式增长，不良贷款率快速下降。**沿海等经济发达地区的农商行抓住这个机遇高速发展，但有些治理能力差的农商行就错过了这次机遇。中西部地区承接沿海地区产业转移，所属地农商行发展或许稍慢，但靠近省

会的农商银行得益于城镇化扩张，发展也较快。

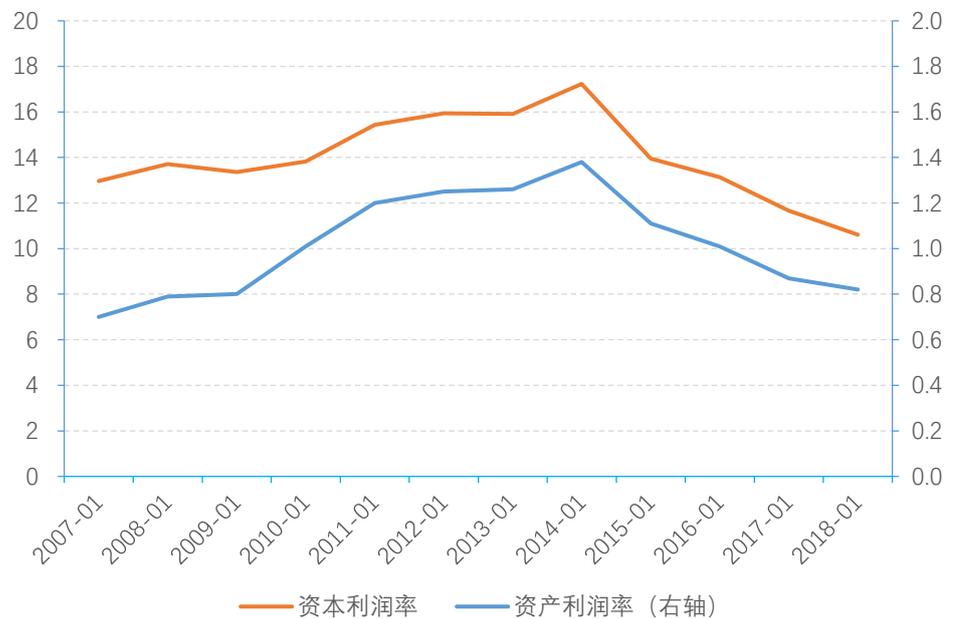
图 7：农商行业绩与宏观经济、基准利率走势较为吻合（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

11 年后农商行业绩逐渐下台阶。11 年后随着经济增速走低，且“四万亿”贷款的不良风险开始暴露，叠加贷款基准利率连续调降，这些让农商行业绩增速持续下滑，且不良贷款率逐年走高。农商行的 ROE 和 ROA 在 14 年见顶后逐年下降。

图 8：农商行 ROA 和 ROE 于 14 年见顶（%）



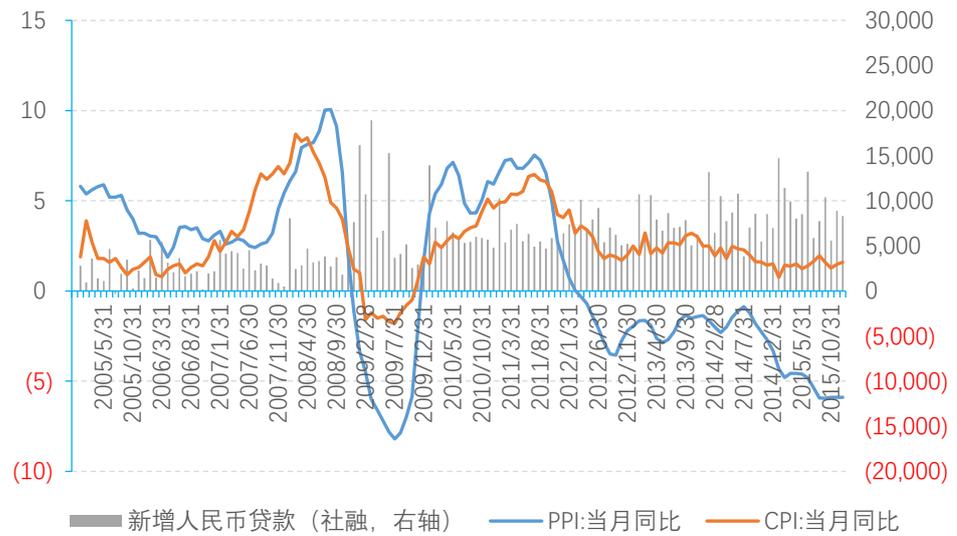
资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 2.3. 从偏离初心到回归本源

08 年国际金融危机让政府推出“四万亿”计划，大量信贷流入地方融资平台和房地产业，当时 CPI 和 PPI 持续上行，GDP 增速经 09 年回升后再次调头往下。因通胀升温央行在 2011 年收紧信贷额度控制，地方融资平台和房地产业很多上马的项目尚未竣工，急需资金补充。在此背景下，银行的表外理财资金、同业资金通过非银通道投向非标资产——影子银行进

入扩张周期。

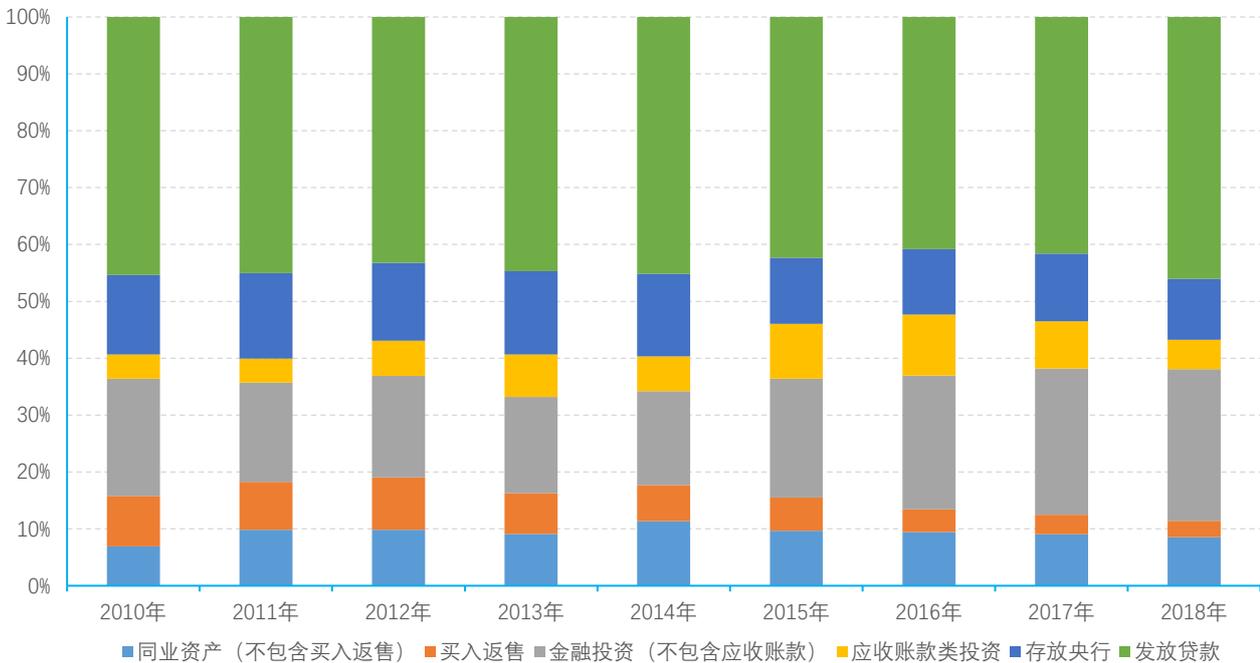
图 9: CPI、PPI 持续上升让央行收紧信贷额度(%, 亿元)



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

农商行是影子银行扩张周期的深度参与者。在早期监管体系未完善之际, 银行的同业业务拥有调节贷存比和不良贷款监管指标、节约资本计提、规避信贷额度控制、绕开贷款行业限制等诸多便利。除此之外, 区域性的农商行完全可以通过同业业务进行异地扩张, 改变贷款地区和行业集中度过高等不利因素, 这让农商行更有冲动参与其中。

图 10: 农商行同业科目变动历史



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 同业资产包含存放同业、拆出资金, 买入返售单独列出; 金融投资包含交易性、持有到期、可供出售型证券

我们选取 2018 年资产规模前 100 家的农商行作统计(约占全国农商行资产总体的 46%), 发现其资产端配置变动与同业监管政策节奏呈正相关性。农商行同业资产(存放同业、拆出资金、买入返售)和同业投资(应收账款类)占比在影子银行扩张周期中(10-16 年)大幅上升, 贷款占比下降, 在强监管开启的 17 年开始显著回落。

10-18 年农商行的资产摆布完成了一个轮回。几个关键的监管节点如下，一是银监会在 2012 年发布了《关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》等相关监管措施，主要是禁止票据通道业务，导致农商行 13 年买入返售资产占比较 12 年下降 2 pct（票据资产主要位于“买入返售”科目下）；二是 14 年银监发 127 号文禁止买入返售投非标，自此农商行表内非标资产转移到“应收账款类投资”科目下，15 年农商行应收账款资产占比较 14 年上升了 3.54 pct，买入返售资产占比继续下降；17 年开始的“三三四”检查标志着强监管的到来，农商行的同业资产和同业投资占比在 16 年见顶回落，18 年资管新规落地和专门针对农商行的“银监农金 12 号文”实施，18 年底，农商行贷款占生息资产比例约为 46%，与 2010 年相当，同业资产和同业投资占比已低于 2010 年，标准化的金融投资占比近年来大幅提升。

对农商行同业业务的监管更为严格。在影子银行浪潮中，小型农商行寻找资产最看重收益，杠杆率高，加之在自身投研能力薄弱且自身资产规模小，风险远高于其他类型银行。在一系列影子银行监管政策中，有部分是专门针对小型农商行。例如 2013 年中证协发 124 号文《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》，要求与证券公司开展通道类业务的银行资管规模不低于 300 亿元，在 2014 年的补充说明中，将门槛提高至 500 亿元。

表 1：同业业务重点监管文件梳理

时间	文件名	要点
2010/8/5	《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》银监办发[2010]72 号	开始限制融资类银信合作，融资业务占比不得高于 30%；要求银行将表外资产转到表内并计提拨备
2011/1/13	《中国银监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知》银监办发[2011]7 号	进一步要求缩减融资类银信合作，对商业银行未转入表内的银信合作信托贷款，各信托公司应当按照 10.5%的比例计提风险资本
2013/3/25	《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》银监发[2013]8 号	第一次给出“非标”的定义，并给出理财投资非标的额度制；非标比照贷款计提资本
2013/7/19	《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》中证协发[2013]124 号	规范通道类定向资管计划，对合同等细化要求；银行资产规模要求 300 亿
2014/2/12	《关于进一步规范证券公司资产管理业务有关事项的补充说明》中证协发[2014] 33 号	银行资产规模提高到 500 亿
2014/5/16	《关于规范金融机构同业业务的通知》银发[2014]127 号	禁止买入返售、同业代付、三方回购模式投非标；明确同业投资定义
2015/1/16	商业银行委托贷款管理办法（征求意见稿）	禁止以募集的资金发放委托贷款，遏制银证、银基通道
2016/5/18	基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引（征求意见稿）	通道业务也要计提风险资本，大幅增加基金子公司的通道成本
2017	“三三四”检查	“三违规”（违反金融法规、违反规章制度、违反内部法规）、“三套利”（监管套利、闲置套利、关联套利）、并“四不当”（创新不当、交易不当、激励不当、收费不当）专项治理
2018	资管新规	严禁资管产品期限错配；要求资管产品净值化管理；严禁各类资管产品投资商业银行信贷资产等等
2018	《农村金融部关于进一步加强农村中小金融机构大额风险监测和防控的通知》银监农金[2018] 12 号	强调穿透授信，要求农商行严格控制对省外金融机构或经营情况不明金融机构的同业授信
2019.1	《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》银保监 5 号文	回归本源，要求新增贷款较高比例投向当地小微及涉农贷款

资料来源：iFinD，天风证券研究所

2018 年及之后监管对农商行的思路就是回归本源，即服务当地的小微企业和三农。譬如

银监农金【2018】12号文，一是要求穿透授信，二是重点要求严格控制对省外金融机构、出现负面舆情以及经营情况不明金融机构的同业授信。具体影响来讲，农商行的线下同业业务不能跨省（大部分已停），线上标准化业务不受影响，区分线上线下的一个重点是看是否需要签纸质合同。高收益的非标类业务基本属于线下业务，公募基金券商资管委外也属于线下业务，这两类业务基本停止。线上标准化业务的利差小，倒逼农商行回归贷款业务。

表 2：线上线下同业业务梳理

科目	定义	期限额度	业务模式
同业存款	银行放在存款类金融机构的存款（央行除外），两重属性，一是用于结算，二是获取收益	3月~1年（127号文要求）	线下
同业存单	银行法人在全国银行间市场上发行记账式定期存款凭证	1月~3年；发行额度要在央行备案，计入同业负债（不能超总负债33%）	线上
同业拆借	商业银行为流动性管理而短期融出资金的行为	主要是隔夜，也有7天；额度不能超过银行存款余额8%	线上
同业借款	金融机构之间依法进行的同业资金借出业务	最长3年，线下借款合同，无额度限制；同时不受资金流向审查	线下
买入返售/卖出回购	先买入（卖出）某金融资产，在按约定价格进行回售（回购），相当于此金融资产为抵押/质押进行资金融通	没有额度限制，期限1年以内	债券是在线上交易
同业投资	指金融机构购买同业金融资产（包括但不限于金融债、次级债、CD）或SPV（银行理财、信托计划、基金、券商资管、基金专户及子公司资管、保险资管）	无额度和期限约束，不能接受直接或者间接金融机构信用担保	金融债和同业存单线上完成，SPV线下交易

资料来源：iFinD，天风证券研究所

2019年初的5号文让农商行资金流出当地的比例大幅缩减。5号文关于“贷款占比”、“新增资金用于当地比例”、“涉农与小微贷款增速”要求农商行将资金主要投放于当地。农商行资金存放央行比例一般在10%左右，还要上交部分给省联社，最终用于做同业业务的资金更少。此外，但这些同业业务还只能做低收益的标准化线上业务。

表 3：5号文的重要指标

指标名称	预期目标	计算方式
贷款占比	≥50%	贷款期末余额/表内总资产期末余额
新增可贷资金用于当地比例	≥70%	年度新增当地贷款/年度新增可贷资金
涉农与小微企业贷款增速	逐年上升至80%以上	(涉农贷款与小微企业贷款扣除重复部分期末余额-涉农贷款与小微企业贷款扣除重复部分的期初余额)/涉农贷款与小微企业贷款扣除重复部分的期初余额
大额贷款占比	逐年下降直至低于30%	大额贷款期末余额/各项贷款期末余额
涉农与小微企业贷款增速	≥各项贷款增速	(涉农贷款与小微企业贷款扣除重复部分的期末余额-涉农贷款与小微企业贷款扣除重复部分的期初余额)/涉农贷款与小微企业贷款扣除重复部分的期初余额
农户授信覆盖面	逐年上升	授信农户户数期末余额/当地农户总户数期末余额
小微企业授信覆盖面	逐年上升	授信小微企业期末余额/当地小微企业总期末余额
农户与小微企业信用覆盖面	逐年上升	农户和小微企业的信用（贷款）户数/农户和小微企业的授信户数
农户建档评级覆盖面	逐年上升	建档评级农户户数期末余额/当地所有农户户数期末余额
小微企业建档评级覆盖面	逐年上升	建档评级的小微企业户数期末余额/当地所有小微企业户数期末余额
电子交易替代率	逐年上升	主要电子交易笔数/(主要电子交易笔数+柜面交易笔数+其他交易笔数)

小微企业贷款不良率容忍度	≤自身各项贷款不良率之上 3 个百分点	小微企业不良贷款余额/小微企业贷款余额
支农支小业务绩效考核倾斜度	支农支小贷款业务绩效考核指标权重	> 其他业务绩效考核指标权重

资料来源：《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》，天风证券研究所

## 2.4. 农商行未来如何发展

在中小银行风险处置事件发生后，中小金融机构流动性分层，小型农商行的负债端或受影响出现存款搬家，原本具有优势的负债领域也受到冲击。在市场利率大幅下行压缩资产收益率，负债成本加速上行，极其依赖利息收入的农商行何去何从？

### 2.4.1. 下沉重心服务小微三农

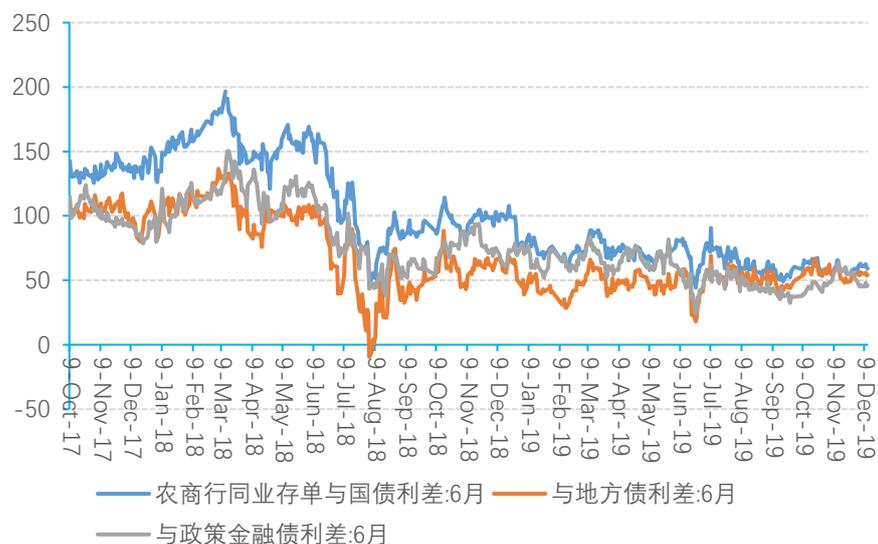
**第一选择是下沉服务重心，专注小微三农客户。**从《农村金融部关于进一步加强农村中小金融机构大额风险监测和防控的通知》和《关于推进农村商业银行坚守定位 强化治理 提升金融服务能力的意见》两个发文来看，**监管已经为农商行未来发展指明了一条清晰的道路，那就是坚守当地，下沉网点和客户资质，专注本地的小微和三农客户。**做好小微金融业务的代表性银行：常熟银行和张家港行，其特点是法人治理能力良好、战略定位清晰、管理水平精益求精，充分利用科技赋能，网点充分下沉。

我们也应看到常熟银行和张家港行的成功与当地经济结构是密不可分，中西部农商行未必可复制。常熟市和张家港市早期民营经济发达家庭手工作坊多，逐渐演变为个体工商户和小微企业，**这也是促成两家农商行小微金融业务成功的必要条件。**在中西部经济欠发达和偏远地区，当地经济主要靠政府投资拉动，并没有多少小微企业，当地农商行无法有效与国有大行分支机构形成客户分层，贷款投放压力较大。此外，在监管引导大行加大对小微企业信贷投放的背景下，大行也在下沉小微客户资质，挤压农商行客户空间。

### 2.4.2. 兼并重组或是必经之路

在银监农金〔2018〕12号发文后，农商行金融市场线下业务不能出省。18年开始进入新一轮降息周期，在中小银行风险处置事件发生后，部分小型农商行负债成本上行速度加快，叠加高收益的线下业务基本暂停，金融市场业务利差快速缩窄甚至倒挂，令资金只能回流贷款端。

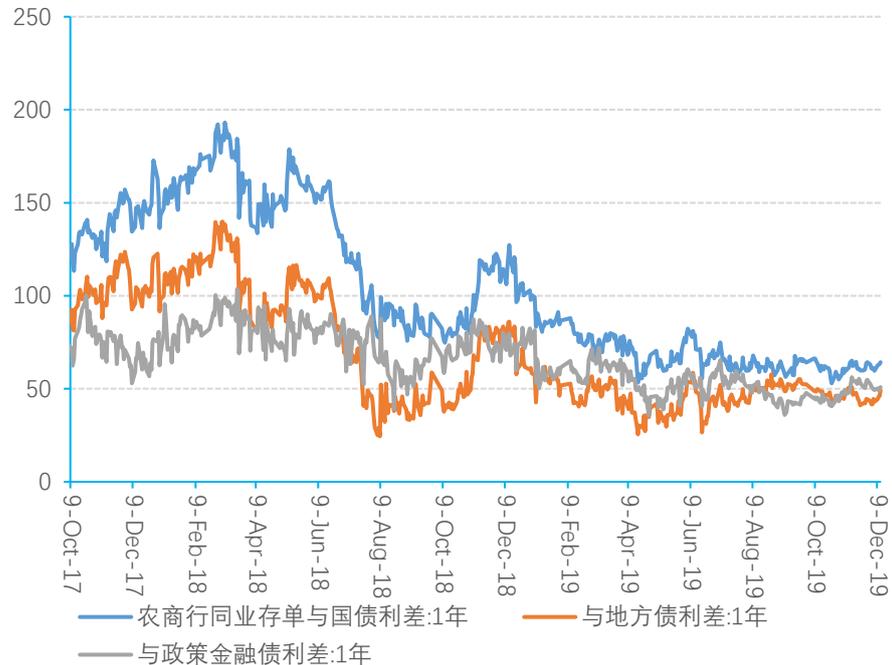
图 11：农商行 6 个月期限的同业投资利差收窄（BP）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

我们认为未来 GDP 增速可能长期在 4-5% 区间震荡，经济发展更注重“质”而非“量”。中西部基层小微企业的贷款需求不会旺盛，在金融市场业务监管趋严的情形下，农商行面临较大的缩表压力。

图 12：农商行 1 年期限的同业投资利差收窄（BP）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

若对农商行金融市场监管持续当前趋势，对那些无法下沉资质做小微三农的农商行，通过兼重组推出或是未来一条必经之路。2019 年 4 月，银保监会普惠金融部主任李均锋在中国普惠金融（浙江）高峰论坛上表示，要探索完善小法人的退出机制。他强调：“对高风险法人机构，不直接破产退出，要探索推广引入新股东或由其他法人进行兼并重组。农村中小金融机构，要“有生有死、有进有退”，必须要建立退出机制。但退出不是简单地破产，而是要靠其他好的机构兼并重组等来实现。这样农村金融机构才有生机和活力。”在当前中国金融体制下，让农村中小金融机构大规模破产无疑会引发系统性风险，而兼并重组是一条多方可接受的道路。

## 3. 行业要闻

### 3.1. 一周信息拾萃

#### 3.1.1. 11 月份 CPI 同比大幅上涨，PPI 继续下滑

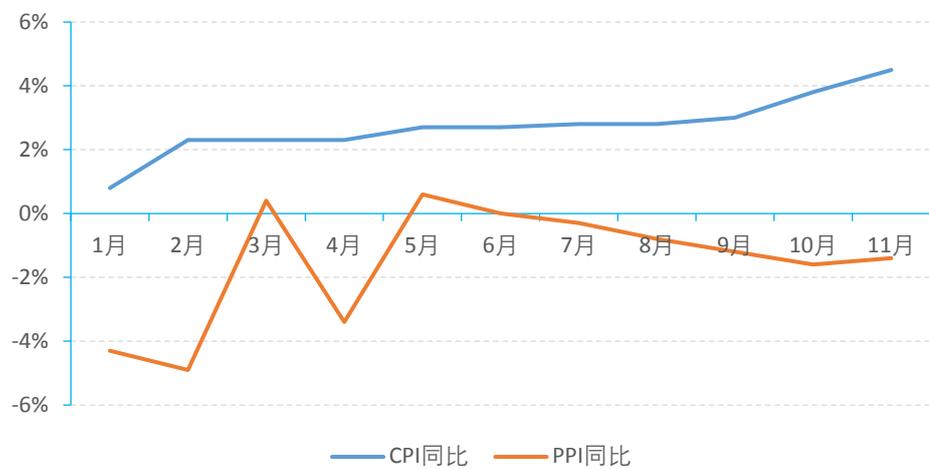
国家统计局发布了 2019 年 11 月份全国 CPI 和 PPI 数据。

**CPI 环比涨幅低于上月，同比大幅上涨。**11 月份 CPI 环比涨幅为 0.4%，涨幅低于上月，CPI 同比为 4.5%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点。食品项涨幅扩大驱动 CPI 同比上行。11 月食品分项同比涨幅由前值 15.5% 上升至 19.1%，对 CPI 同比增速较上月上行贡献了 0.73 个百分点。其中首要驱动因素是鲜菜。受天气因素、供应链因素及基数效应影响，11 月鲜菜同比涨幅由上月的 -10.2% 上升至 3.9%。第二驱动因素是猪肉，虽然近期猪肉时点价格有所回落，但 11 月月均价格依旧高于 10 月，受猪周期、区域性疫情以及基数效应影响，11 月猪肉同比涨幅由上月的 101.3% 上升至 110.2%。鲜果 11 月同比涨幅由上月的 -0.3% 下降至 -6.8%，对 CPI 上行起到了反向对冲的作用。（2）非食品项涨幅扩大对 CPI 上行起到推动作用。11 月非食品项同比涨幅由前值 0.9% 上升至 1.0%，推动 CPI 增速上行约

0.08 个百分点。11 月非食品项目的涨幅扩大主要因素：一是交通工具用燃料分项，上月同比为-15.1%，本月同比跌幅收窄至-10.6%；二是居住类水电燃料分项，上月同比为-0.8%，本月同比跌幅收窄至-0.5%。前瞻地看，受翘尾因素影响，后续 CPI 同比增速仍将维持高位。在低基数作用下，明年春节附近短期 CPI 同比增速或将突破 5.0%，之后开始逐渐回落。

**PPI 环比下降，同比降幅收窄。**11 月 PPI 环比为-0.1%，较上月回落 0.2 个百分点，PPI 同比为-1.4%，同比降幅较上月收窄 0.2 个百分点。其中，生产资料价格同比-2.5%，较前值上行 0.1 个百分点；生活资料价格同比 1.6%，较前值上行 0.2 个百分点。PPI 环比-0.1%，较前值下行 0.2 个百分点。其中，生产资料环比下行 0.2 个百分点，生活资料环比持平。11 月 PPI 同比增速较前值提升主要受石油行业产品价格增速提升影响。从前几大影响行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、农副食品加工、黑色金属冶炼和压延加工、石油和天然气开采、有色金属冶炼和压延加工行业分别对 PPI 同比增速变化造成 0.11、0.08、0.06、0.06、0.02 个百分点的影响

图 13：11 月份 CPI 同比较高，PPI 继续下滑



资料来源：iFinD，天风证券研究所

### 3.1.2. 中美达成第一阶段贸易协议

经过中美两国经贸团队的共同努力，双方在平等和相互尊重原则的基础上，已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致。协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。本协议总体上符合中国深化改革开放的大方向，以及自身推动经济高质量发展的内在需要。协议相关内容的落实，将有助于强化知识产权保护，改善营商环境，扩大市场准入，更好维护包括外国企业在内的各类企业在华合法权益，也有利于保护中方企业在对美经贸活动中的合法权益。

### 3.1.3. 中央经济工作会议召开

中央经济工作会议于 12 月 10 日至 12 日在北京举行，习近平、李克强等都参加会议并发表重要讲话。由于通稿篇幅较长，此处我们特别说明几个要点。（1）“稳”字当头，但对于宽松力度，需充分理解“科学稳健”和“多重目标”。（2）区域战略思路的一点变化——从“特色小镇”到产业集群化：做大做强城市集群。（3）资本市场改革仍是看点——创业板注册制已经“箭在弦上”。（4）大篇幅谈科技创新，新基建与传统制造业优化并重。（5）走出国门，走向世界，中国需要更多具备全球竞争力的头部企业

表 1：2019 年、2018 年中央经济工作会议内容对比

	2019 年中央经济工作会议	2018 年中央经济工作会议
当前经济形势	1、国内外风险挑战明显上升。 2、我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，经济下行压力加大。 3、当前世界经济增长持续放缓，全球动荡源和风险点显著增多。我们要做好工作预案。 4、全党全国坚定信心、同心同德，一定战胜各种风险挑战。	1、经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。 2、增强忧患意识，抓住主要矛盾，有针对性的解决 3、善于化危为机
政策基调	坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，推动高质重发展，扎实做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，精准脱贫成效	坚持稳中求进的工作总基调，坚持新发展理念，坚持推动高质重发展，坚持以供给侧结构性改革为主线。
政策强化	1、实现明年预期目标 2、坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架； 3、提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性	1、宏观政策要强化逆周期调节 2、结构性政策要强化体制机制建设 3、社会政策要强化兜底保障功能；
政策主线	坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。	继续打好三大攻坚战，针对突出问题，打好重点战役；重大风险攻坚战，防范金融市场异常波动和共振，稳妥处理地方政府债务风险；脱贫攻坚战，重点解决好实现“两不愁三保障”面临的突出问题；污染防治攻坚战，要巩固成果
财政政策	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层、保工资、保运转、保基本民生。	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。
资本市场	提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和科创板改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，深化农村信用社改革，引导保险公司回归保障功能。	提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。
重点工作任务	1、坚定不移贯彻新发展理念 2、坚决打好三大攻坚战，压实各方责任 3、确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善 4、继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策 5、着力高质重发展 6、深化经济体制改革	1、推动制造业高质重发展 2、促进形成强大的国内市场 3、扎实推进乡村振兴战略 4、促进区域协调发展 5、加快经济体制改革 6、推动全方位对外开放 7、加强保障和改善民生
行业机会	制造业：打造一批有国际竞争力的先进制造业集群，提升产业基础能力和产业链现代化水平 污染治理：突出精准治污、科学治污、依法治污，推动生态环境持续好转 农业：狠抓农业生产保障供给，带动农民增收和乡村振兴 猪肉：加快恢复生猪生产，做到保供稳价 科技：深化科技体制改革，加快科技成果转化应用，加快提升企业技术创新能力 数字经济：大力发展数字经济 养老幼托：加快建设养老服务体系，支持社会力量发展普惠教育服务 旅游、体育：推动旅游业高质重发展，推进体育健身产业市场化发展 基建：加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设	制造业：建设制造强国、加快处置“僵尸企业” 行业：加快人工智能、工业互联网、物联网等新型基建，加大城际交通、物流、市政基础设施投资力度 扎实推进乡村振兴战略，做好垃圾污水处理 国改：加快国资国企改革，组建国资运营公司，推动铁路总公司改革 引导资金入市：提高上市公司质量，引导中长期资金入市，设立科创板并试点注册制 知识产权：放宽市场准入，保护外商在华合法权益 房地产：坚持“房住不炒”，因城施策，完善住房市场和保障体系
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持“房住不炒”，因城施策，完善住房市场和保障体系

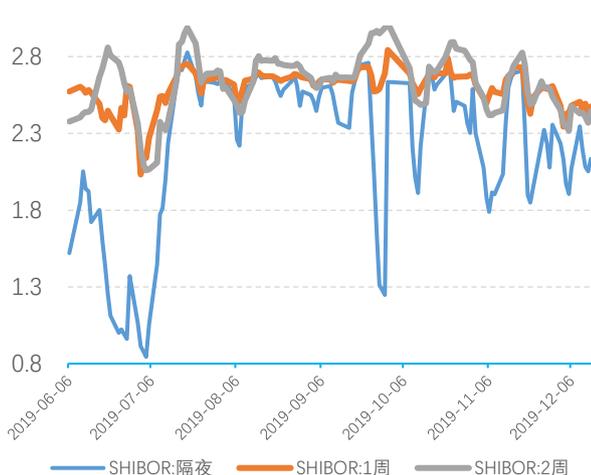
推动建设海南自由贸易港进京津冀协同发展、长三角一体化发展、粤港澳大湾区建设扎实推进雄安新区建设，落实区域政策 长江经济带共抓大保护措施，推动黄河流域生态保护和高质量发展。 统筹西部大开发、东北全面振兴、中部地崛起、东部率先发展。

资料来源: iFind, 天风证券研究所

### 3.2. 最新一周 (12月9日-12月13日) 资金价格变化一览

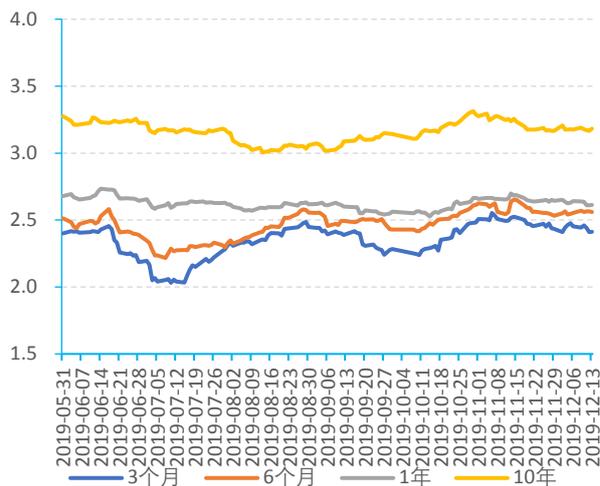
本周隔夜 SHIBOR 小幅上升, 国债到期短期收益率本周有升有降。隔夜 SHIBOR 在最近的一周里先出现大幅上升, 上升至 2.345%, 随后出现小幅回落, 但是相比于上周五, 隔夜 SHIBOR 仍有较大幅度的上升。隔夜 SHIBOR 在周五为 2.133%, 比上周末上升 0.06%; 1 周、2 周 SHIBOR 在本周内则出现下跌, 12 月 13 日, SHIBOR 隔夜、一周期、两周期分别为 2.133%、2.474%、2.443%。3 个月、1 年期国债到期收益率本周小幅下降, 6 个月、10 年期国债到期收益率本周小幅下上升, 12 月 13 日, 3 个月、6 个月、1 年期、10 年期国债到期收益率分别为 2.4131%、2.5596%、2.6135%、3.1828%。

图 14: 隔夜 SHIBOR 本周小幅上升 (%)



资料来源: iFind, 天风证券研究所

图 15: 国债到期收益率有升有降 (%)



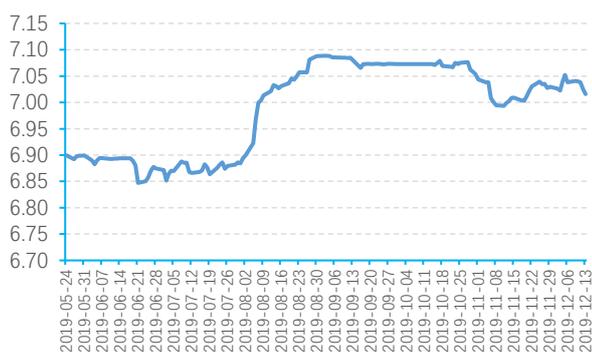
资料来源: iFind, 天风证券研究所

美元兑人民币汇率 (中间价) 本周略有下跌。美元兑人民币汇率 (中间价) 从 12 月初开始上升, 之后又略有下跌, 12 月 13 日美元兑人民币汇率 (中间价) 为 7.0156。本周趋势平稳, 略有小幅下跌。

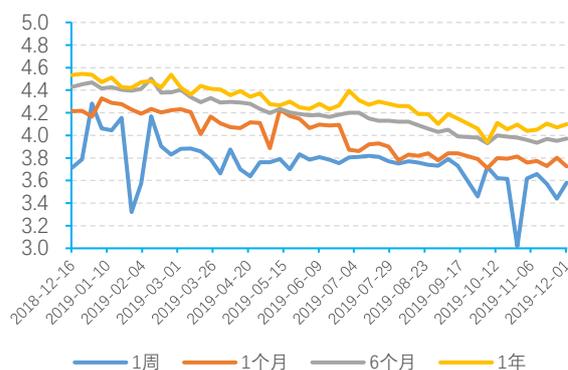
理财产品预期年收益率有升有降。1 个月年预期收益率下降 7 个 bp 至 3.73%, 1 周年预期收益率上升 14 个 bp 至 3.58%, 1 年期年预期收益率上升 3bp 至 4.10%, 6 个月年预期收益率上升 2bp 至 3.97。

图 16: 美元兑人民币汇率 (中间价)

图 17: 理财产品预期年收益 (%)



资料来源: iFind, 天风证券研究所



资料来源: iFind, 天风证券研究所

## 4. 一周公司信息拾萃

### 4.1. 中信银行发行 400 亿元无固定期限资本债券

2019 年 12 月 11 日, 中信银行发行了规模为 400 亿元无固定期限资本债券。该债券前 5 年票面利率为 4.20%, 每 5 年调整一次, 在第 5 年及之后的每个付息日附发行人有条件赎回权。本次债券的募集资金将依据适用法律和监管机构批准, 用于补充本行其他一级资本。

### 4.2. 邮储银行完成 A 股上市

12 月 10 日, 中国邮政储蓄银行(下称“邮储银行”)于上海证券交易所主板上市。至此, 国有大型商业银行“A+H”两地上市收官。据悉, 邮储银行此次 A 股发行“绿鞋”前募资金额为 284.5 亿元, “绿鞋”后预计为 327.1 亿元, 将是近十年来发行规模最大的 A 股 IPO。业内人士表示, 邮储银行 A 股 IPO 从发行方案到发行定价, 再到投资者结构都作出了很多有益尝试, 体现了对资本市场和投资者负责的态度, 同时 A 股上市也是其建立资本补充长效机制、增强服务实体经济能力的重要举措, 展现了国有大行的责任担当, 是对负责任、可信赖发行人的生动诠释。

### 4.3. 上海银行可转债获批

根据上海银行公告, 上海银行已收到上海市国有资产监督管理委员会出具的《关于上海银行股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券有关问题的批复》, 原则同意上海银行提出的公开发行不超过人民币 200 亿元(含 200 亿元)A 股可转换公司债券的方案。

表 5: 2019 年上市银行补充资本一览表(截至 12.15, 发行进展未标注的代表发行完毕)

二级资本债			永续债			可转债			优先股	
银行	时间	金额(亿)	银行	时间	金额(亿)	银行	时间	金额(亿)	银行	优先股(亿元)
建设银行	2019.2	18.5(美元)	中国银行	2019.1	400	平安银行	2019.2	260(退市)	民生银行	200
民生银行	2019.3	400	工商银行	2019.7	800	浙商银行	2019.3	35	工行银行	700
农业银行	2019.3	600	渤海银行(非上市)	2019.9	200	中信银行	2019.3	400	中行银行	270
工商银行	2019.3	550	交通银行	2019.9	400	江苏银行	2019.4	200	光大银行	350

贵阳银行	2019.4	45	广发银行	2019.9	450	浦发银行	2019.11	500	中行银行	730
农业银行	2019.4	600	台州银行 (非上市)	2019.11	16	青农商行	2019.12	50	兴业银行	300
工商银行	2019.4	550	建设银行	2019.11	400	上海银行	2019.12	200 (拟发行)	长沙银行	60
平安银行	2019.4	300	徽商银行		100					
杭州银行	2019.5	100	威海银行		30					
宁波银行	2019.7	100	广发银行		450					
交通银行	2019.8	400	农业银行		850					
成都银行	2019.8	105	华夏银行		400					
无锡银行	2019.8	8	民生银行		400					
兴业银行	2019.8	300	浦发银行		300					
兴业银行	2019.9	200	中信银行	2019.12	400					
张家港行	2019.9	5								
中国银行	2019.9	400								
江苏银行	2019.1	200								
上海银行	2019.11	200								
中国银行	2019.11	300								
苏农银行	2019.7	20 (获批)								
台州银行	2019.12	10								

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

## 5. 本周观点：旗帜鲜明力推银行板块，主推二线龙头

19年9-10月银行板块上涨7.5%，大幅跑赢同期沪深300的2.3%的涨幅。此后，10月份工业增加值、PPI等经济数据略差，影响市场情绪，11月银行板块下跌1.3%。11月PMI数据超预期，PPI降幅收窄，叠加11月金融数据较好，中美达成第一阶段贸易协议，市场对经济企稳的预期或大幅上升，支撑银行股估值提升；此外，12月银行板块往往有估值切换行情。

我们继续旗帜鲜明力推银行板块，继续主推二线龙头-低估值且基本面较好的兴业、工行、光大及基本面反转的浦发、北京，关注成都、杭州、江苏、常熟、张家港行。

表6: A股上市银行估值表 (截至12月15日)

	收盘价		PE			PB			股息率
	(元/股)	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
工商银行	5.82	6.97	6.67	6.39	0.92	0.84	0.75	4.30%	
建设银行	7.20	7.07	6.75	6.47	0.95	0.86	0.79	4.25%	

农业银行	3.66	6.32	6.05	5.80	0.81	0.74	0.65	4.75%
中国银行	3.65	5.97	5.69	5.43	0.71	0.65	0.58	5.04%
交通银行	5.55	5.60	5.33	5.01	0.65	0.60	0.55	5.41%
招商银行	37.50	11.74	10.47	9.39	1.87	1.66	1.41	2.51、
中信银行	6.12	6.73	6.05	5.42	0.75	0.68	0.61	3.76%
浦发银行	12.12	6.36	5.80	5.27	0.81	0.72	0.63	2.89%
民生银行	6.27	5.45	5.20	5.01	0.67	0.61	0.55	5.50%
兴业银行	19.61	6.72	6.24	5.53	0.93	0.83	0.73	3.52%
光大银行	4.41	6.88	6.34	5.80	0.81	0.72	0.84	3.65%
华夏银行	7.52	5.55	5.28	4.78	0.59	0.53	0.48	2.31%
平安银行	16.12	11.15	10.80	8.90	1.26	1.26	1.12	0.90%
北京银行	5.63	5.95	5.51	5.14	0.68	0.63	0.56	5.0 拥
南京银行	8.52	6.53	5.69	4.95	1.06	0.95	0.84	4.60%
宁波银行	28.25	13.15	12.15	10.54	2.28	1.93	1.69	1.42%
上海银行	9.33	5.65	6.41	5.65	0.72	0.83	0.76	4.82%
杭州银行	9.05	8.58	7.17	6.04	0.98	0.87	0.77	2.76%
江苏银行	7.15	6.32	5.51	4.81	0.80	0.73	0.84	4.76%
长沙银行	8.80	6.72	6.06	5.52	0.97	0.86	0.74	3.18%
成都银行	8.68	6.74	5.74	4.91	1.00	0.89	0.78	4.03%
贵阳银行	9.47	5.93	5.36	4.78	0.73	0.91	0.76	4.22%
江阴银行	4.53	9.34	8.81	8.21	0.79	0.73	0.68	1.10%
无锡银行	5.38	9.08	8.06	7.20	0.97	0.87	0.78	3.35%
常熟银行	8.77	13.35	13.75	11.97	1.62	1.47	1.35	2.05%
张家港行	5.62	12.16	10.41	8.92	1.07	1.00	0.90	2.67%
苏农银行	5.06	8.67	7.46	6.38	0.82	0.74	0.67	1.98%
27 家上市行平均		7.80	7.21	6.45	0.97	0.89	0.79	3.51%
16 家上市行平均		7.38	6.88	6.24	0.98	0.89	0.79	3.74%
国有行		6.38	6.10	5.82	0.81	0.74	0.66	4.75%
股份行		7.57	7.02	6.26	0.96	0.88	0.77	3.13%
城商行		7.29	6.62	5.81	1.03	0.96	0.84	3.88%
农商行		10.52	9.70	8.54	1.06	0.96	0.88	2.23%

数据来源：银行财报，天风证券研究所

## 6. 风险提示

经济下行导致银行资产质量恶化、中美贸易战失控。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com