

银行

证券研究报告

2020年04月03日

复盘 08 年金融危机，经济刺激下银行股有何机会？

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

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《银行-行业研究简报:疫情影响减弱,料3月金融数据靓丽》 2020-04-02
- 2 《银行-行业点评:政策力度明显加大,银行股估值有望修复》 2020-03-28
- 3 《银行-行业深度研究:专题:分化的民营银行》 2020-03-23

1) 复盘 08 年金融危机，经济刺激之下银行股走出大行情

08年9月15日,雷曼兄弟破产,是08年金融危机标志性事件。此后国内开启强力政策应对。9月16日,国内贷款基准利率单边降息27BP,10月22日宣布放松房地产政策。此后银行股继续探底,直至10月27日见底。11月初,国内推出“四万亿”投资计划,银行股开始震荡上行。

“四万亿”投资计划推出后,贷款增速大幅上升,基建投资增速明显上行。随着各类指标见底回升,银行股开启一波较大的行情。08年10月27日-09年8月14日期间,银行(中信)指数涨幅高达121.7%。不过,“四万亿”政策推出后,银行股也并非立马大涨,市场也经历了从犹豫到相信的过程。

2) 08 年金融危机对银行资产质量影响不显著

08年国际金融危机对出口造成了非常大的影响,08年11月出口增速由上月的19.3%大降至-2.2%,对国内经济的影响开始显现,08Q4名义GDP环比大降5.9个百分点,经济急转直下,出口明显负增长持续了一年时间。

不过,08年金融危机对银行资产质量影响不显著。09年商业银行不良贷款率从年初的2.40%下降至年末的1.58%,大降82BP;主要上市银行09年不良贷款率均明显下降。

3) 08 年金融危机导致净息差大幅下降，显著影响了银行业绩

为了应对危机,08年贷款基准利率合计降息216BP,存款基准利率合计降息189BP;其中,非对称降息一次共27BP。降息使得银行净息差大幅承压。09年上半年主要上市银行整体净息差2.23%,较08年大降77BP。

降息显著影响了银行业绩。尽管09年贷款增速大幅上升,但息差大降仍使得主要上市银行1Q19利息净收入下降10.0%,营收增速则由08年的+23.9%转为1Q19的-4.76%,盈利增速由08年的+32.9%降至-8.5%。

投资建议：关注经济刺激之下的银行股机会

为应对疫情的冲击,327政治局会议明确,抓紧研究出台一揽子政策,发行特别国债,增加专项债额度。随着后续政策落地发挥效果,我们预计市场对银行股的悲观预期将发生逆转,银行股估值有望明显修复。当前银行板块仅0.73倍PB(If),为历史最低,股息率超4%,没有必要悲观。

个股方面,我们力推年初以来股价明显回调的零售银行龙头-招行、平安银行和小微龙头-常熟银行,以及低估值的优质股份行-光大和兴业,看好工行、江苏、北京等。尽管疫情使零售银行短期业绩承压,但不改零售银行长逻辑。4月首推兴业银行。

风险提示: 疫情扩散,经济失速导致资产质量大幅恶化;贷款利率大幅下行等。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019A/E	2020E	2021E	2018A	2019A/E	2020E	2021E
601166.SH	兴业银行	16.07	买入	2.92	3.17	3.46	3.86	5.50	5.07	4.64	4.16
601818.SH	光大银行	3.62	买入	0.64	0.71	0.79	0.87	5.66	5.10	4.58	4.16
600036.SH	招商银行	32.34	买入	3.19	3.68	4.00	4.40	10.14	8.79	8.09	7.35
000001.SZ	平安银行	12.97	增持	1.45	1.45	1.69	2.01	8.94	8.94	7.67	6.45
601128.SH	常熟银行	6.88	买入	0.66	0.65	0.77	0.90	10.42	10.58	8.94	7.64

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

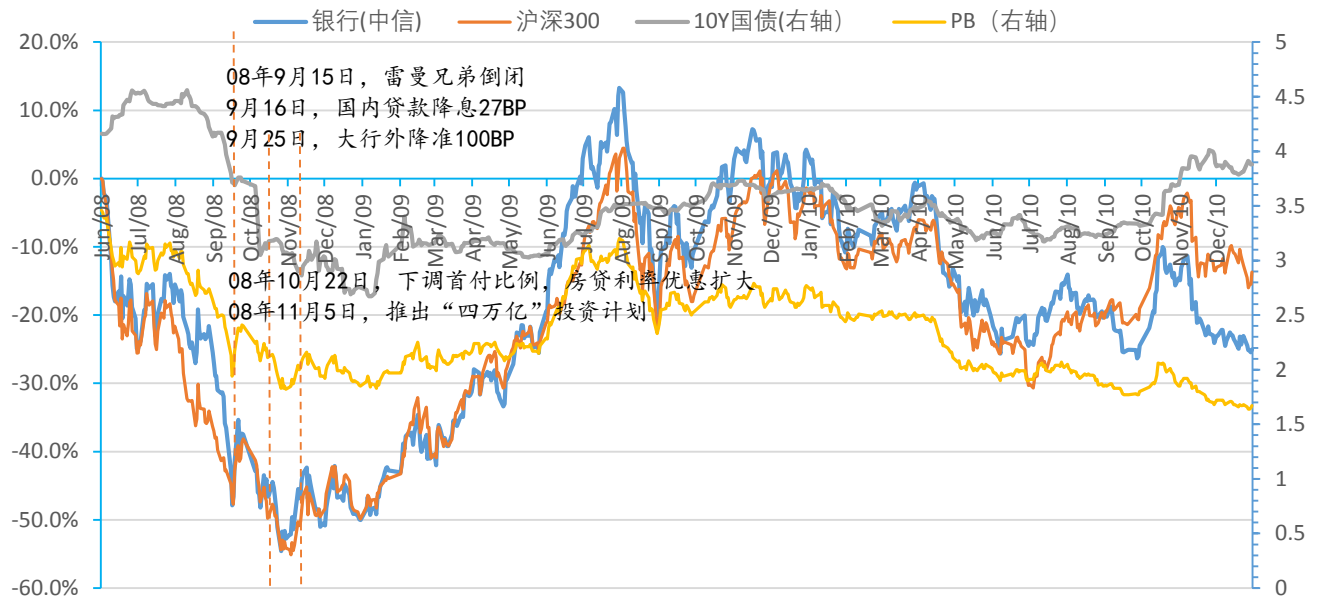


请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1) 复盘 08 年金融危机，刺激之下银行股走出大行情

08 年 9 月 15 日，雷曼兄弟破产，是 08 年金融危机标志性事件，标志着 07 年已有端倪的金融危机进入到新阶段。此后国内开启强力政策应对。08 年 9 月 16 日，国内贷款基准利率单边降息 27BP，9 月 25 日六大行以外的中小银行降准 100BP，10 月 22 日宣布放松房地产信贷政策，下调首付比例至 20%且扩大房贷利率优惠。此后银行股继续探底，直至 10 月 27 日见底。11 月初，国内推出“四万亿”投资计划，银行股开始震荡上行。

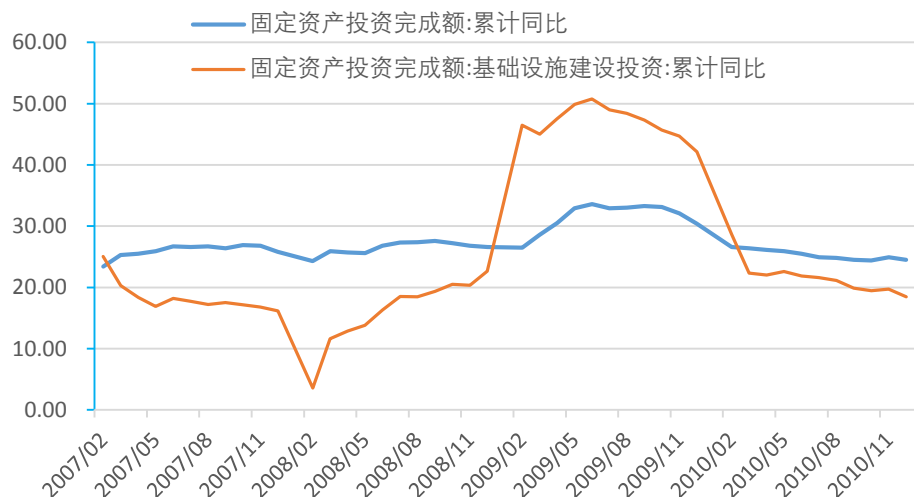
图 1：复盘 08 年-10 年期间银行（中信）指数表现



资料来源：WIND，天风证券研究所

“四万亿”投资计划推出后，贷款增速大幅上升，基建投资增速明显上行。随着各类指标见底回升，银行股开启一波较大的行情。08 年 10 月 27 日-09 年 8 月 14 日期间，银行（中信）指数涨幅高达 121.7%。不过，“四万亿”政策推出后，银行股也并非立马大涨，市场也经历了从犹豫到相信的过程。政策效果是立竿见影的，09Q1 实际 GDP 增速见底，09Q2 环比上升 1.8 个百分点至 8.2%，09Q4 实际 GDP 增速已上升至 11.9%。10 年初开始政策逐步收紧，由于“四万亿”引发不良担忧，10 年银行指数小幅下跌。

图 2：08 年 12 月开始，基建投资增速明显上行，带动固定资产投资增速上升（%）

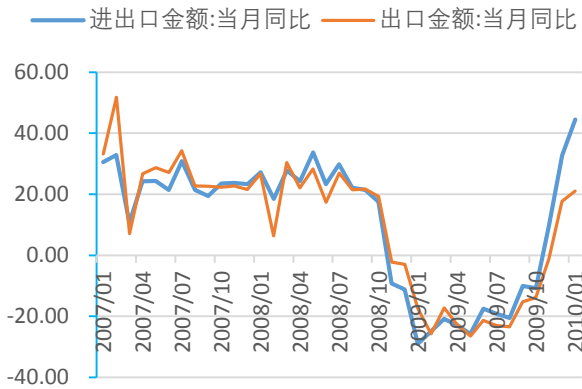


资料来源：WIND，天风证券研究所

2) 08 年金融危机对银行资产质量影响不显著

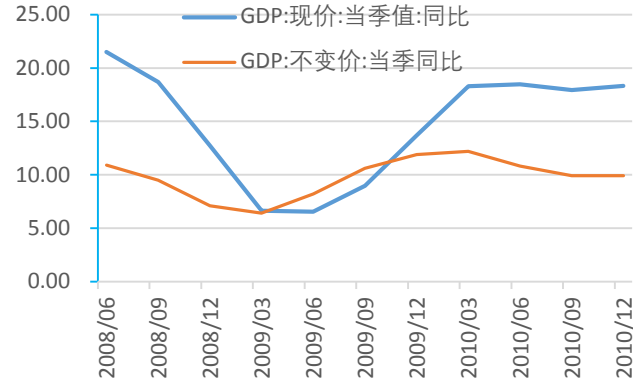
08 年国际金融危机对出口造成了非常大的影响，08 年 11 月出口增速由上月的 19.3% 大降至 -2.2%，对国内经济的影响开始显现，08Q4 名义 GDP 环比大降 5.9 个百分点，经济急转直下，出口明显负增长持续了一年时间。

图 3：受金融危机影响，08 年 11 月出口增速大幅下降 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

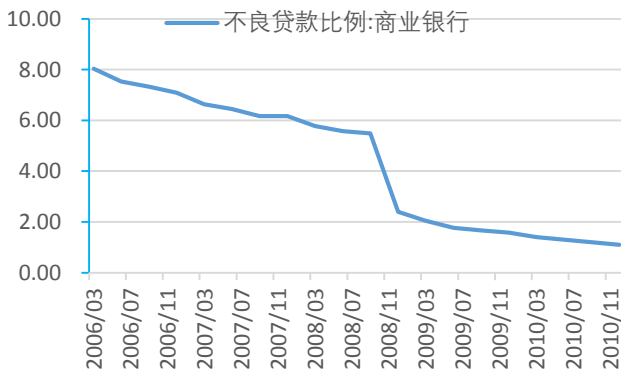
图 4：08Q4 国内名义与实际 GDP 增速均大幅下行 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

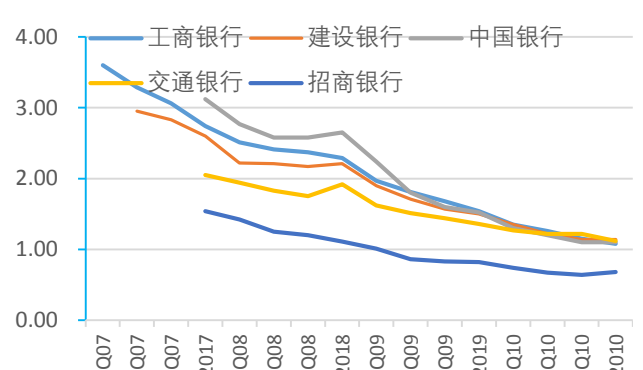
不过，08 年金融危机对银行资产质量影响不显著。09 年商业银行不良贷款率从年初的 2.40% 下降至年末的 1.58%，大降 82BP；主要上市银行 09 年不良贷款率均明显下降。尽管金融危机使得 09 年出口明显负增长，但得益于强力政策的应对，国内经济很快开始改善，当时银行资产质量并未出现明显的恶化。

图 5：09 年末商业银行不良贷款率 1.58%，较年初大降 82BP (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：A 股主要上市银行 09 年不良贷款率明显下降 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

相比 08 年金融危机，我们认为，当前银行资产质量承压更大些，但总体风险仍可控。1) 国内经济仍处中长期下行阶段，与当时经济高速增长环境不同。受疫情影响，短期消费低迷，部分人群及行业收入下降明显，对消费贷、小微贷款造成了较大的影响。2) 欧美主要发达国家采取“封国”等措施应对疫情，短期内海外需求或明显下降，预计二三季度国内出口大幅承压，制造业等行业部分小微企业面临生存压力，小微贷款质量受考验。

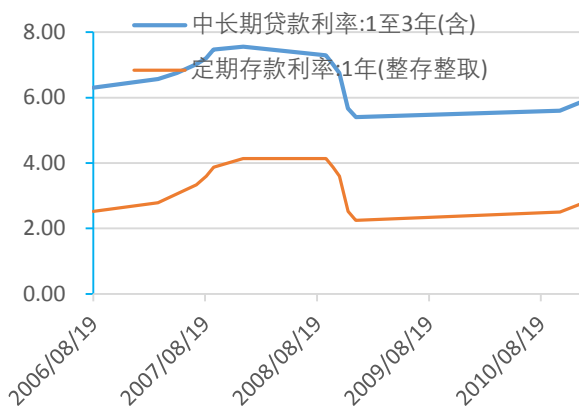
0327 政治局会议明确提出，要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。随着国内逆周期政策调节力度明显加大，政策未来发挥效果，年底银行资产质量或企稳。

3) 08 年金融危机导致净息差大幅下降，显著影响了银行业绩

为了应对危机，08 年大幅降息降准。08 年为了应对金融危机，国内货币政策大幅宽松，08 年贷款基准利率合计降息 216BP，存款基准利率合计降息 189BP；其中，非对称降息一

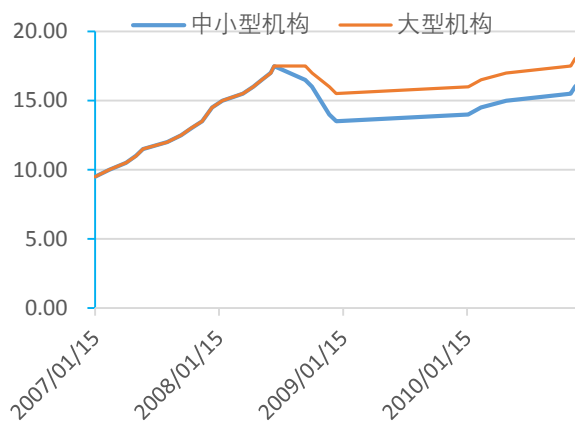
次共 27BP。08 年下半年，中小银行降准 4 个百分点，大型银行降准 2 个百分点。

图 7：08 年贷款基准降息 216BP，存款基准利率降息 189BP (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：08 年下半年，中小银行降准 350BP，大行降准 150BP (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

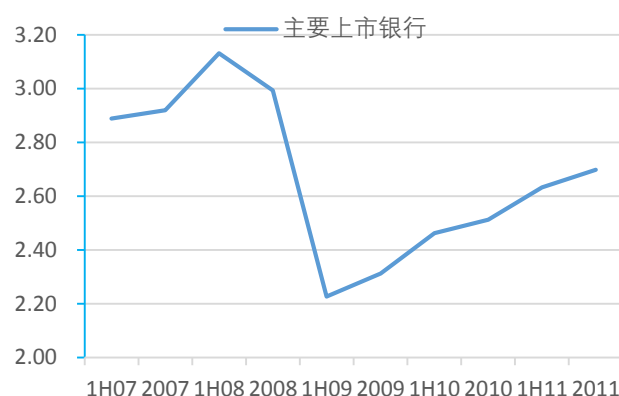
降息使得银行净息差大幅承压。大幅降息使得银行净息差大幅下降，09 年上半年主要上市银行整体净息差 2.23%，较 08 年大降 77BP。

图 9：08 年底“四万亿”推出后，贷款增速大幅上升 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

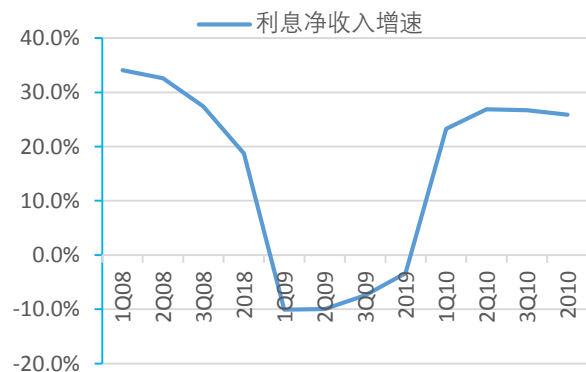
图 10：主要上市银行整体 1H19 净息差仅 2.23%，较 08 年大降 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

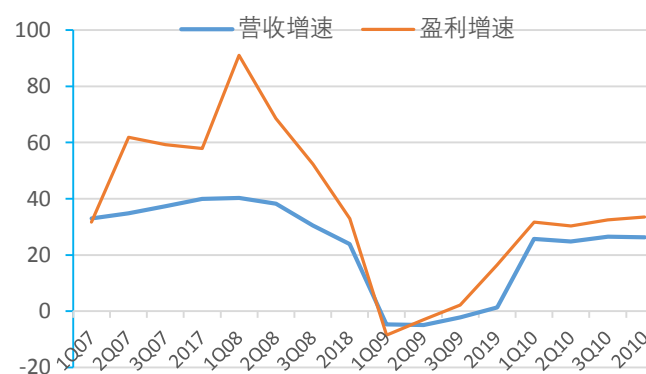
降息使得银行营收与盈利增速大幅下行。尽管 09 年贷款增速大幅上升，但息差大降仍使得主要上市银行 1Q19 利息净收入下降 10.0%，营收增速则由 08 年的+23.9%转为 1Q19 的 -4.76%，盈利增速由 08 年的+32.9%降至 -8.5%。08 年大幅度降息对银行业绩造成了非常显著的影响。

图 11：主要上市银行整体 09 年利息净收入增速明显下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：主要上市银行整体 09 年营收与盈利增速均大幅下行 (%)

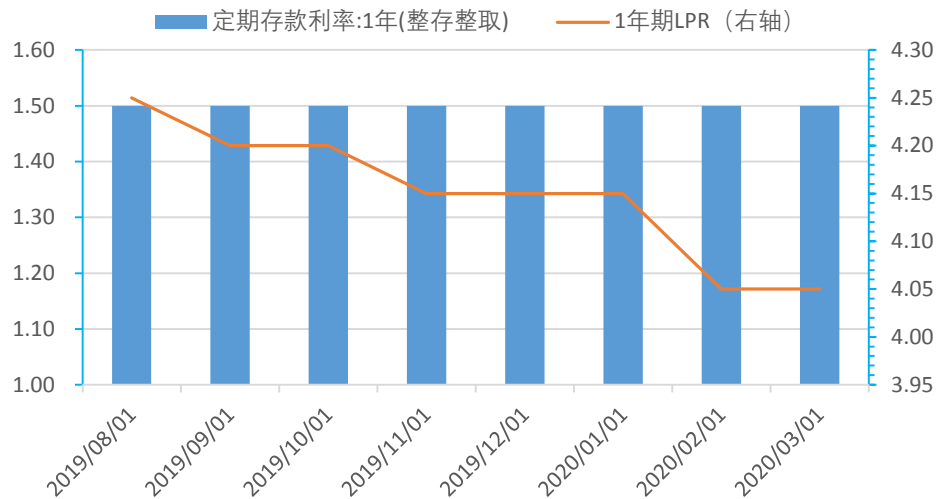


资料来源：WIND，天风证券研究所

不过，当前，1 年期存款基准利率仅为 1.50%，为历史最低，下降空间较小。1 年期 LPR 利

率为 4.05%，由于利率已经较低，相比 08 年贷款基准利率降息 216BP 的幅度，这次降息幅度预计会小很多。我们认为，这轮降息对银行净息差的影响相比 08 年金融危机小很多。不过，银行净息差仍然承压。随着 3 月初开始，存量浮动利率贷款定价基准由贷款基准利率转换为 LPR，LPR 利率下降对银行资产收益率的影响明显上升。即便存款基准利率下调，但由于 LPR 利率下行较多，银行净息差仍然承压。

图 13：当前，一年期 LPR 利率为 4.05%，1 年期定存基准利率为 1.50%（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

4) 投资建议：关注经济刺激之下银行股机会

08 年 11 月“四万亿”推出，银行股也并非立马大涨，市场对政策效果一开始也是犹豫的。随着各类指标见底回升，09 年初银行板块开启明显上涨行情，08 年 10 月 27 日-09 年 8 月 14 日期间，银行（中信）指数涨幅高达 121.7%。

为应对疫情的冲击，327 政治局会议明确，抓紧研究出台一揽子政策，发行特别国债，增加专项债额度。随着后续政策落地发挥效果，我们预计市场对银行股的悲观预期将发生逆转，银行股估值有望明显修复。况且，当前银行板块仅 0.73 倍 PB (lf)，为历史最低，相比 08 年银行指数底部估值低很多，股息率超 4%，没有必要悲观。

个股方面，我们力推年初以来股价明显回调的零售银行龙头-招行、平安银行和小微龙头-常熟银行，以及低估值的优质股份行-光大和兴业，看好工行、江苏、北京等。尽管疫情使得零售银行短期业绩承压，但不改零售银行长逻辑。4 月首推兴业银行-低估值的优质股份行，综合金融特色鲜明，高管增持彰显未来发展信心。

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