

证券研究报告—深度报告

银行

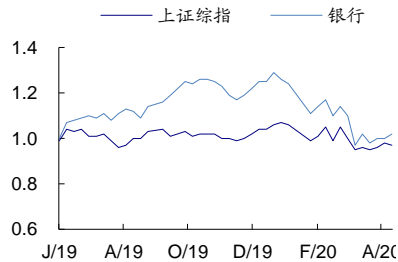
2020 年 6 月银行业投资策略

超配

(维持评级)

2020 年 06 月 01 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业快评:如何看待今年银行股的“负相对收益”》——2020-05-29
《行业专题:疫情之下,美国四大行业业绩惨淡》——2020-05-18
《互联网贷款管理暂行办法(征)点评:银行网贷业务规范发展》——2020-05-12
《行业点评:REITs 助力经济稳增长》——2020-05-07
《2020 年 5 月银行业投资策略:疫情压力下业绩保持平稳》——2020-05-04

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师:陈俊良

电话: 021-60933163
E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

行业投资策略

测算显示降息对净息差影响有限

● 市场表现回顾

5 月份中信银行指数下跌 2.0%, 跑输沪深 300 指数 0.8 个百分点, 月末银行板块平均 PB(MRQ)收于 0.73x。上月首推组合月算术平均收益率 -0.6%, 相对沪深 300 收益率 0.6%, 相对行业指数收益率 1.4%。

● 行业重要动态

(1) 银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》。

(2) 银保监会发布《商业银行互联网贷款管理暂行办法(征求意见稿)》。

● 本期专题: 降息对银行影响的测算

我们基于资产负债重定价数据, 定量测算近两年来利率下降将导致上市银行整体(16 家老银行合计)2020/2021 年净息差将下降 3bps/5bps, 按 2019 年财务数据静态测算, 将使得净利润增速下降 2.4/4.0 个百分点, 幅度有限。其中股份行受益于同业融资利率, 净息差受影响最小, 而国有行受影响最大。

● 主要盈利驱动因素跟踪

(1) 行业总资产规模同比增速有所上升。商业银行 4 月份总资产同比增长 11.9%, 环比上升 1.1 个百分点。

(2) 货币市场利率大幅下降。1) 上月十年期国债收益率月均值 3.12%, 环比上升 47bps; Shibor3M 月均值 1.51%, 环比下降 64bps。拉长时间来看, 长期利率比较稳定, 但同业利率大幅下降, 利好同业融资较多的中小银行; 2) 最新 LPR 1Y 报价 3.85%, 5Y4.65%。

(3) 工业企业偿债能力继续回落。4 月份全国规模以上工业企业利息保障倍数(12 个月移动平均)环比下降 10 个百分点至 562%, 我们估计工业及批发零售业贷款不良生成率仍有上升压力, 但考虑到两者在银行贷款中的占比已经大幅下降, 因此银行整体不良生成率预计仅小幅上升。

● 投资建议

我们维持行业“超配”评级不变, 并重点推荐估值极低、盈利稳定的大型国有行, 包括工商银行、农业银行、邮储银行等。同时也推荐其他基本面优异的中小银行, 包括常熟银行等。

● 风险提示

若宏观经济大幅下行, 可能从多方面影响银行业。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(十亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	买入	5.12	1780	0.90	0.94	5.7	5.4
601288.SH	农业银行	买入	3.40	1174	0.72	0.75	4.7	4.5
601658.SH	邮储银行	买入	5.08	397	0.72	0.81	7.1	6.3
601128.SH	常熟银行	增持	7.28	20	0.74	0.85	9.9	8.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

市场表现回顾

5 月份中信银行指数下跌 2.0%，跑输沪深 300 指数 0.8 个百分点，月末银行板块平均 PB(MRQ)收于 0.73x。上月首推组合月算术平均收益率-0.6%，相对沪深 300 收益率 0.6%，相对行业指数收益率 1.4%。

行业重要动态

- ✓ 中国银保监会发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》。从《通知》内容来看，主要是放宽了保险资金投资的资本补充债券发行人条件，从而使得更多小银行可以成为符合条件的发行人。从银行角度而言，《通知》有助于支持中小银行多渠道补充其他一级资本和二级资本。
- ✓ 银保监会发布了《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》。目前银行互联网贷款规模不大，《办法》主要是预防银行无序开展相关业务的风险。整体来看，我们认为《办法》若能实施，有利于银行业互联网贷款业务的平稳健康发展。

本期专题：降息对银行影响的测算

我们在 2019 年报和 2020 年一季报综述中，对今明两年的银行净息差走势进行了定性展望，此处我们根据银行的资产负债重定价结构，对其进行定量的测算。

我们的测算基于如下思路和假设：

- ✓ 今年处于贷款基准利率向 LPR 切换过程中，贷款合同可能会有修改，但我们仍然假设存量贷款的重定价日与 2019 年报披露的相同；
- ✓ 我们假设贷款按 LPR、存款按存款基准利率重定价，同业资产、同业负债和发行债券（发行债券大部分都是同业存单）按 3 个月 Shibor 重定价，证券投资按五年期国债收益率重定价；
- ✓ 我们假设银行未来的资产负债结构保持不变。同时不考虑新增资产负债的影响；
- ✓ 由于资产负债的重定价需要一定时间，比如 2018 年市场利率大幅上升并维持高位到 2019 年底，部分资产负债利率并非在 2018 年就立即上升，而可能要等到 2019 年底到期后才重定价，因此有可能会出现两年前的某次利率大幅波动，对今年的净息差产生影响的情形。基于这一考虑，所以我们会考虑两年前的利率变动情况，因此对于今明两年净息差的测算，基于如下四个重要时期的利率变化假设：2018 年三季度 Shibor 和国债利率大幅下降、2020 年初 Shibor 和国债利率大幅下降、2019 年 9 月 LPR 下降、2019 年 11 月 LPR 下降、2020 年 2 月 LPR 下降、2020 年 4 月 LPR 下降。关于下降幅度，我们假设第一次 Shibor/国债收益率降幅为 140 bps /50bps，第二次为 140 bps /100bps，降息时点分别假设在当年的第 6.5 个月和第 2 个月末；LPR 每次降幅根据“短期 LPR 降幅 $\times 1/3$ +中长期 LPR 降幅 $\times 2/3$ ”测算，四次降幅分别为 1.7、5、6.7、13.3bps，降息时点分别为 LPR 下降当日。存款基准利率假设维持不变。

在上述假设下，我们测算得到上市银行整体（16 家老银行合计）2020/2021 年净息差将下降 3bps/5bps，按 2019 年财务数据静态测算，将使得净利润增速下降 2.4/4.0 个百分点。净息差的定量测算降幅比我们之前定性评估的要小很多，我们认为主要原因是之前定性评估时采取了更为严格的假设，比如假设今明两

年贷款、资产等全部完成重定价，但实际中由于部分资产期限很长，可能要等到好多年之后才会重定价。此外，一些假设方面的扰动也会有较大影响，尤其是严苛的假设，因此此处的结果仅供参考。

分类型银行进行统计，使用国有行/股份行/城商行净息差降幅的算术平均值看，2020/20201 年国有行净息差降幅最大，平均下降 6bps/6bps；股份行由于有较多的同业融资，净息差或不降反升，2020/20201 年分别上升 5bps/1bp；城商行则分别小幅下降 0bp/1bp。

主要盈利驱动因素跟踪

- ✓ 行业总资产规模同比增速有所上升。商业银行 4 月份总资产同比增长 11.9%，环比上升 1.1 个百分点，其中大行、股份行、城商行总资产增速环比分别提升 1.1/1.1/1.2 个百分点。
- ✓ 货币市场利率大幅下降。1) 上月十年期国债收益率月均值 3.12%，环比上升 47bps；Shibor3M 月均值 1.51%，环比下降 64bps。拉长长时间来看，长期利率比较稳定，但同业利率大幅下降，利好同业融资较多的中小银行；2) 最新 LPR 1Y 报价 3.85%，5Y4.65%。
- ✓ 工业企业偿债能力继续回落。4 月份全国规模以上工业企业利息保障倍数（12 个月移动平均）环比下降 10 个百分点至 562%，自 2018 年初以来持续回落，我们估计工业及批发零售业贷款不良生成率仍有上升压力，但考虑到两者在银行贷款中的占比已经大幅下降，因此银行整体不良生成率预计仅小幅上升。我们同时注意到工业企业亏损面持续扩大，意味着企业之间利润分化可能较大，我们认为大行资产质量压力相对更小。

投资建议

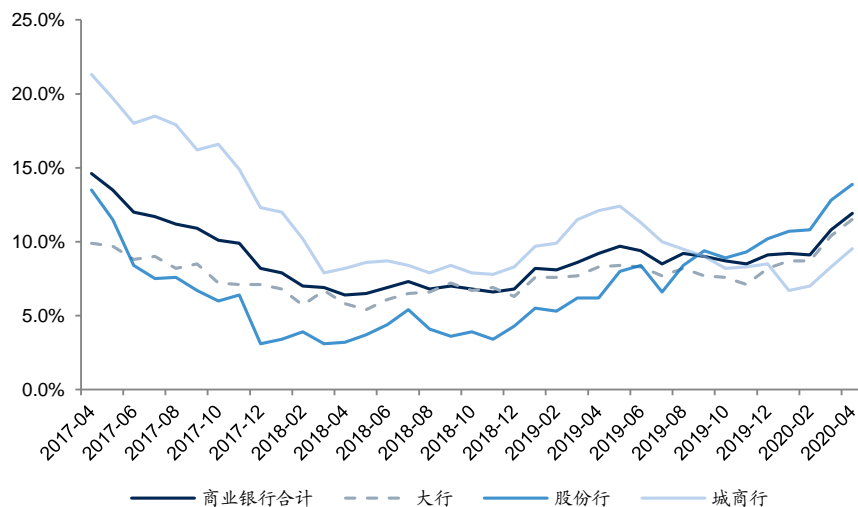
目前银行板块估值处于历史低位，基本面虽有压力但没有大幅度地下滑，因此我们维持行业“超配”评级不变，并重点推荐估值极低、盈利稳定的大型国有行，包括工商银行、农业银行、邮储银行等。同时也推荐其他基本面优异的中小银行，包括常熟银行等。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，尤其是经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响等。

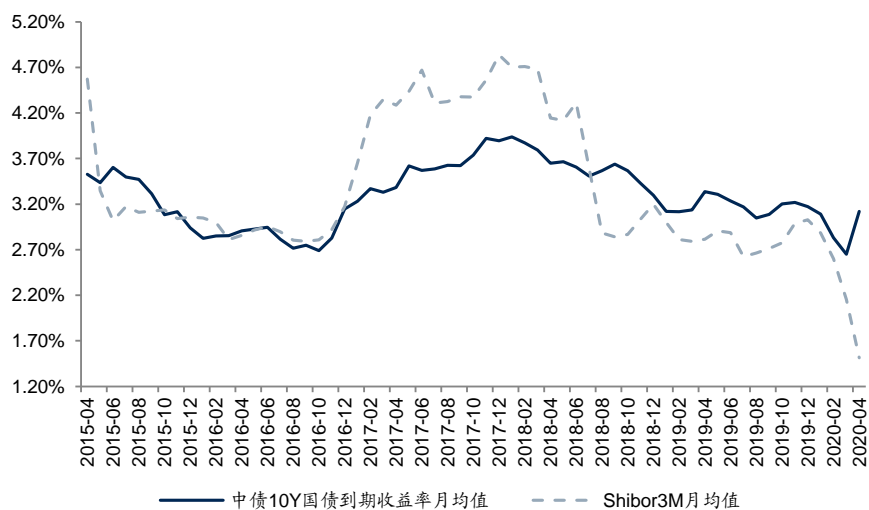
关键图表

图 1： 商业银行分类型总资产同比增速



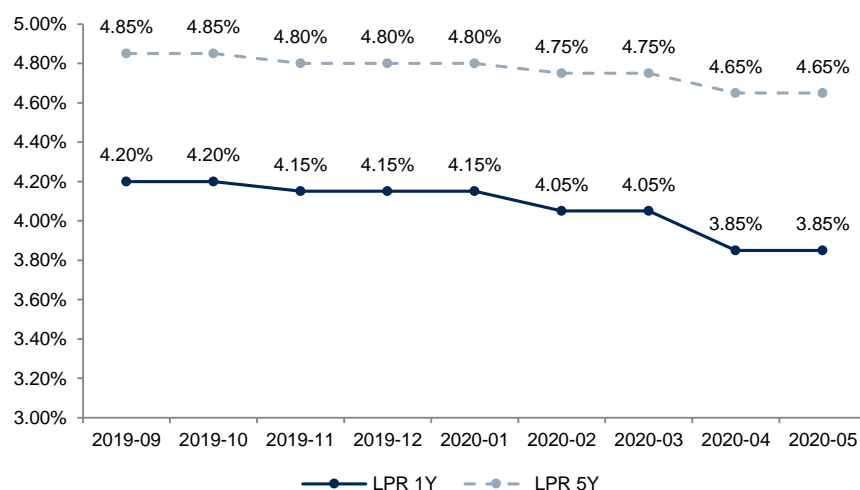
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2： 重要利率走势



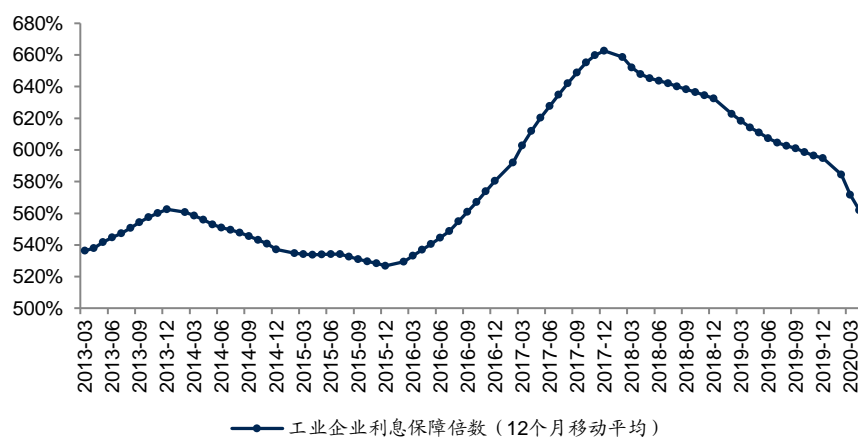
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: LPR 走势



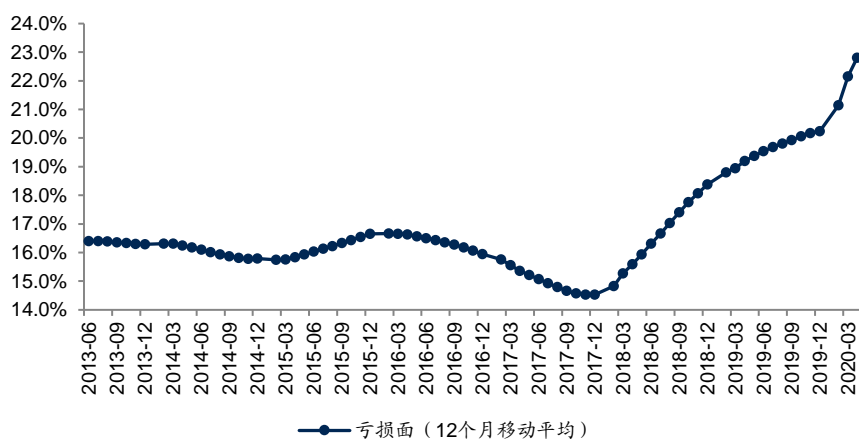
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 规模以上工业企业偿债能力



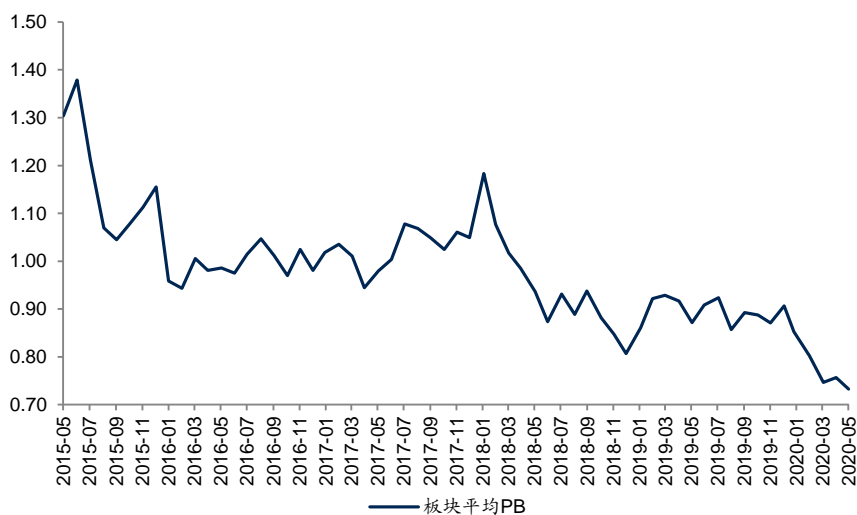
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 利息保障倍数 = (利润总额 + 财务费用) / 财务费用。

图 5：规模以上工业企业亏损面



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6：银行板块平均 PB(MRQ)走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 板块平均 PB 使用 16 家老上市银行 PB(MRQ)的算术平均值计算。

表 1: 重点个股估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/5/29	0.9199	(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.12	13.0%	12.5%	11.9%	4.9%	4.4%	4.1%	0.74	0.68	0.62	5.9	5.7	5.4
601939.SH	建设银行	6.37	14.6%	13.9%	13.3%	4.7%	5.9%	6.6%	0.76	0.69	0.62	5.5	5.2	4.9
601288.SH	农业银行	3.40	14.6%	13.8%	12.9%	4.6%	4.5%	4.4%	0.68	0.61	0.56	4.9	4.7	4.5
601988.SH	中国银行	3.45	13.9%	13.1%	12.2%	4.1%	3.9%	2.8%	0.61	0.56	0.51	4.6	4.4	4.3
601328.SH	交通银行	5.11	11.2%	10.8%	10.4%	5.0%	4.1%	3.7%	0.55	0.51	0.47	5.1	4.9	4.7
601658.SH	邮储银行	5.08	12.0%	12.0%	12.4%	16.5%	12.7%	11.3%	0.89	0.82	0.75	8.1	7.1	6.3
600036.SH	招商银行	33.82	16.7%	16.8%	16.8%	15.3%	13.1%	12.4%	1.48	1.31	1.16	9.4	8.3	7.3
601166.SH	兴业银行	16.10	12.7%	12.1%	12.0%	8.7%	4.3%	7.5%	0.69	0.63	0.57	5.7	5.4	5.0
600016.SH	民生银行	5.69	14.9%	14.1%	13.2%	6.9%	4.8%	5.2%	0.55	0.50	0.45	3.8	3.7	3.5
600000.SH	浦发银行	10.57	15.4%	14.2%	13.1%	5.4%	3.0%	2.7%	0.63	0.56	0.51	4.3	4.2	4.1
601998.SH	中信银行	5.02	13.3%	12.8%	12.0%	7.9%	5.8%	4.5%	0.56	0.50	0.45	4.3	4.1	3.9
000001.SZ	平安银行	13.00	11.2%	10.9%	11.3%	13.6%	13.9%	13.8%	0.92	0.84	0.76	9.2	8.1	7.1
601818.SH	光大银行	3.81	15.1%	14.6%	14.2%	11.0%	9.5%	9.9%	0.62	0.56	0.50	4.4	4.1	3.8
600015.SH	华夏银行	6.37	10.6%	10.1%	9.4%	5.0%	2.7%	2.0%	0.47	0.43	0.40	4.7	4.5	4.4
601169.SH	北京银行	4.88	10.4%	10.3%	10.2%	7.2%	6.0%	5.1%	0.55	0.51	0.47	5.4	5.1	4.8
600919.SH	江苏银行	5.92	9.7%	10.0%	10.4%	11.9%	8.8%	8.7%	0.62	0.58	0.54	6.7	6.0	5.3
601077.SH	渝农商行	4.84	13.5%	12.8%	11.5%	1.4%	7.7%	7.4%	0.78	0.63	0.57	6.0	5.6	5.2
002839.SZ	张家港行	5.26	8.7%	9.3%	9.9%	14.3%	14.6%	13.9%	0.93	0.86	0.79	10.8	9.3	8.1
601128.SH	常熟银行	7.28	13.2%	11.5%	12.1%	20.1%	13.4%	15.5%	1.18	1.08	0.99	10.1	9.9	8.5
平均			13.1%	12.7%	12.4%	9.8%	8.2%	8.1%	0.80	0.72	0.65	6.5	6.0	5.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032