

中國銀行業

有關錦州銀行事件幾個核心問題的回答

概要: 7月28日, 錦州銀行(416 HK, 未評級)發佈公告, 工商銀行(1398 HK, 買入)、中國信達資產管理(1359 HK, 未評級)及中國長城資產管理將從其現有股東手中收購部分該行股份。工商銀行昨日股價下跌2.4%, 而其他國有大行平均下跌幅度為1.2%。在此, 我們將解答幾個投資者關心的主要問題。

- **入股錦州銀行對工商銀行的影響?** 工行計畫以不超過30億元人民幣的價格買入10.82%的錦州銀行已發行普通股, 對應市帳率為0.47倍, 較錦州銀行停牌前最後價格折讓34%, 我們相信已經較大程度反映了該行潛在的信用風險。入股對工行的財務影響有限, 投資額僅佔其FY19E淨資產的0.1%。不過, 錦州銀行的貸款集中度較高, 超過60%的貸款投放於製造業及批發零售行業, 而其同業負債(含同業存單)佔總負債比例達到了41%。作為股東, 工行將有可能負責為錦州銀行補充資本金或償還債務。這次投資也令市場擔憂大型國有銀行或需承擔更多“國家責任”。
- **與包商銀行事件的不同之處?** 我們認為此次對錦州銀行的救助更具市場化特徵。國有大行及資產管理公司成為其主要股東, 將有助於錦州銀行改善公司治理及風控能力。錦州銀行的股權結構相對分散, 透過股權投資也更容易獲取公司的控制權。在包商銀行被接管後, 銀行間市場的風險偏好及資金拆出意願大幅降低, 大型及小型銀行間同業存單發行利率出現明顯分層, 給區域性銀行獲取負債帶來較大壓力。我們認為此次大型國有銀行入主, 將有助於增強債務人的信心。
- **是否會出現更多包商銀行和錦州銀行?** 我們認為, 在宏觀經濟下行和企業盈利能力下滑的背景下, 由於個別機構自身的盲目擴張和薄弱風控, 還將會有更多金融機構出現違約甚至“破產”的情況。對於問題的修正及隨之而來的行業格局洗牌通常對大型的、合規度較高的參與者有利。
- **金融風險是否會進一步擴散?** 我們認為出現大規模金融風險擴散的可能性較低, 主要由於1)目前存在的金融風險主要是區域性的而非全國性的, 涉及的多是小型機構而非大型機構; 2)通常而言, 化解風險的方式(而非風險本身)對未來形勢的走向更具決定作用。透過我們的觀察, 我們認為中國的監管機構在應對金融風險時越來越謹慎, 而他們手上還有充足的政策工具來維持金融系統的穩定。
- **下一步貨幣政策展望?** 防範系統性金融風險是我國貨幣政策和金融監管的底線。我們認為監管部門將推出政策來保障合理的流動性水平及維護市場信心。我們預期在9月末或10月將有一次定向降准, 支援銀行業對小微企業的貸款投放, 同時預期央行將通過降低公開市場操作利率及貸款基礎利率(LPR)來降低實際的貸款利率。市場普遍預期本周美聯儲將降息25個基點, 我們認為之後中國央行將會跟隨, 調低中期借貸便利(MLF)及逆回購的操作利率。

優於大市
(維持)

中國銀行業

孫明, CFA

(852) 3900 0836

terrison@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856

dingwenjie@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

H股中國銀行板塊歷史市帳率



近期報告

1. [社融增速優於預期, 新增貸款符合預期](#) - 2019年7月15日
2. [政策寬鬆重啟](#) - 2019年6月13日
3. [一季度衡量後, 信貸投放節奏回歸正常](#) - 2019年5月10日

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商投票網址, 投下您對招銀國際研究團隊信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

■ 事件概述：

7月28日，錦州銀行發佈公告，在當地地方政府和金融監管部門的指導下，工商銀行、中國信達資產管理及中國長城資產管理將從其現有股東手中收購部分該行內資股。工行及信達將透過其全資子公司分別收購該行 10.82%及 6.49%的已發行普通股。由於未能及時披露其 2018 年的財報，錦州銀行已自 4 月 1 日起停牌。工商銀行昨日股價下跌 2.4%，而其他國有大行平均下跌幅度為 1.2%，顯示市場對於其介入問題銀行風險化解的擔憂。

■ 事件對工行和銀行業有何影響？

根據我們的測算，工行全資子公司工銀投資計畫以不超過 30 億元人民幣的價格買入 10.82%的錦州銀行已發行普通股，對應錦州銀行 0.47 倍 1H18 市帳率，同時每股收購價格較錦州銀行停牌前最後價格折讓 34%，我們相信已經較大程度反映了該行潛在的信用風險和資本壓力。入股錦州銀行對工行的財務影響有限，由於投資是透過工行旗下子公司進行，將不會直接併入工行財務報表。投資額佔工行 FY19E 淨資產僅 0.1%，對其資本充足率的消耗也不足 1 個基點（假設風險權重為 250%），影響微乎其微。

不過，錦州銀行的貸款集中度較高，超過 60%的貸款投放於製造業及批發零售行業，收入結構中 86%來自錦州及其他東北地區；而其同業負債（含同業存單）佔總負債比例達到了 41%。金融供給側改革的推進將可能帶來區域性銀行進一步的風險暴露及重組。入股完成後，作為錦州銀行的主要股東（持股比例超過 5%），工行將有可能負責為錦州銀行補充資本金或償還債務。同時，這次救助行為也令市場擔憂大型國有銀行或需承擔更多“國家責任”。

圖 1：錦州銀行 1H18 主要財務指標

經營數據	1H18
總資產（百萬元人民幣）	748,392
總貸款（百萬元人民幣）	248,193
不良貸款率	1.26%
關注類貸款率	3.34%
逾期貸款率	2.57%
撥備覆蓋率	242.1%
核心一級資本充足率	8.0%
同業負債（含同業存單）佔總負債比重	40.9%

資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2：工行的收購價對應 0.47 倍市帳率

公告數據	計算
錦州銀行1H18總股數	67.8亿股
工商銀行投資額	30億元人民幣
收購股份占比	10.82%
收購股份總數	7.34亿股
對應每股收購價	4.09元人民幣
錦州銀行1H18每股帳面值	8.65元人民幣
對應市帳率	0.47倍
收購價較錦州銀行最後收市價折讓	34%

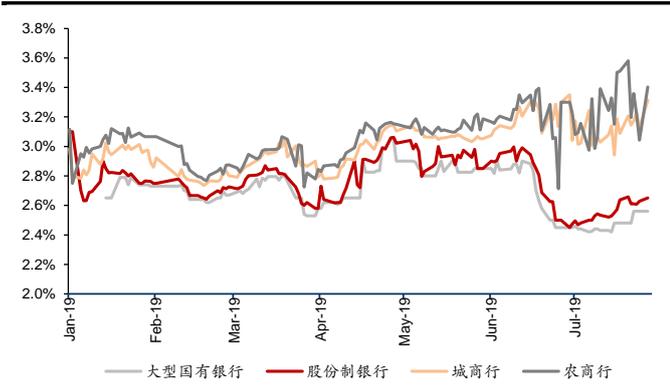
資料來源：公司、招銀國際證券

■ 此次事件與接管包商銀行的不同之處？

與此前監管部門接管包商銀行相比，我們認為此次對錦州銀行的救助更具市場化特徵。國有大行及資產管理公司成為其主要股東，將有助於錦州銀行改善公司治理及風控能力。包商銀行 89% 的股權掌握在明天系手中，而錦州銀行的股權結構相對分散，透過股權投資更容易獲取公司的控制權。

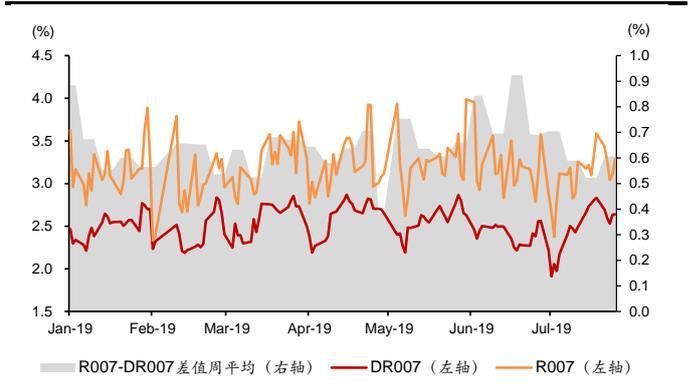
儘管在包商銀行被接管後，金融體系內的流動性及市場利率大體保持穩定，但銀行對於小型同業的風險偏好及資金拆出意願大幅降低。剛兌的打破導致大型及小型銀行間同業存單發行利率出現明顯分層，給區域性銀行獲取負債帶來較大壓力。我們認為此次大型國有銀行入主錦州銀行，將有助於增強債務人的信心，從而維持銀行間流動性的穩定。

圖 3：不同類型銀行同業存單發行利率



資料來源：萬得、招銀國際證券

圖 4：銀行間市場利率走勢



資料來源：萬得、招銀國際證券

■ 是否還會出現更多包商銀行和錦州銀行？

風險還會持續暴露，帶來行業洗牌但並非系統崩盤。根據已獲得的資訊，我們認為 2019 年餘下的時間裡還會有更多金融機構違約甚至“破產”的個體事件發生，反復提醒市場對於中國金融系統穩健度的關注。儘管有宏觀經濟下行和企業盈利能力下滑的大背景因素，但我們認為個別機構自身的激進擴張、薄弱風控甚至違法經營也是造成這一現象的原因。而對於問題的修正及隨之而來的行業格局洗牌通常對合規度較高的（同時可能約等於“大型的”）參與者有利。

信仰會被修復。包商銀行的意外被接管的導致銀行市場出現流動性緊絀以及銀行同業信仰的坍塌。不過，中國央行和銀保監會後續的一系列動作都顯示出監管部門維護金融系統穩定的決心。這次對於錦州銀行的救助帶來的影響將會較為溫和。我們認為，信仰修復需時，但最終會回歸。

■ 我們是否需要擔心金融風險的進一步擴散？

整體而言，我們認為出現大規模金融風險擴散的可能性較低。

第一，目前存在的金融風險 1) 主要是區域性的而非全國性的，2) 涉及的多是小型機構而非大型機構。市場擔憂集中的銀行主要為中小型的區域性銀行，易受到當地經濟情況的制約。儘管這些問題銀行也是金融市場的組成部分，但由於其自身規模較小，應有有效方式能夠及時切斷風險傳導路徑，防止風險擴散。

第二，通常而言，化解風險的方式（而非風險本身）對未來形勢的走向更具決定作用。透過我們的觀察，我們認為中國的監管機構在應對金融風險時越來越謹慎，而他們手上還有充足的政策工具來維持金融系統的穩定。

(1) 在應對金融風險時，監管部門越來越重視市場的反應和回饋。中國央行更頻繁地舉辦記者會，央行行長們也更多地出現在公眾場合，對話市場、教育投資者。這些都有助於減輕市場的疑慮以及促進雙方的互相理解。儘管有時中國的金融監管部門在與資本市場的溝通上仍未能做到行之有效，但已經取得了一些進步。需知，當年美聯儲也是交過了許多學費之後，才學會如何有效向市場傳遞資訊的。

(2) 市場化行為逐步取代了行政命令。從包商銀行到錦州銀行，我們認為監管在處理銀行風險事件上採取了更為市場化的方式，比如，6月份，央行為錦州銀行的同業存單發行提供了增信，以穩定投資者信心。

■ 下一步貨幣政策展望？

防範風險，保持合理流動性，降低準備金率，降低公開市場操作/中期借貸便利利率。

防範系統性金融風險是我國貨幣政策和金融監管的底線。我們認為監管部門將推出政策來保障合理的流動性水平及維護市場信心。我們預期在9月末或10月將有一次定向降准，支援銀行業對小微企業的貸款投放，同時預期央行將通過降低公開市場操作利率及貸款基礎利率（LPR）來降低實際的貸款利率。市場普遍預期本周美聯儲將降息25個基點，我們認為之後中國央行將會跟隨，調低中期借貸便利（MLF）及逆回購的操作利率。

圖 5：估值表

公司名稱	股份代碼	股價	目標價	評級	市帳率	市盈率	股息率	股本回報率
		(當地貨幣)	(當地貨幣)		2019E	2019E	2019E	2019E
工商銀行	1398 HK	5.39	7.60	買入	0.68	5.5	5.6%	13.1%
建設銀行	939 HK	6.13	9.30	買入	0.65	5.1	6.0%	13.4%
農業銀行	1288 HK	3.21	5.30	買入	0.57	4.7	6.6%	12.7%
中國銀行	3988 HK	3.22	5.20	買入	0.51	4.6	6.8%	11.5%
中信銀行	998 HK	4.42	5.90	買入	0.44	4.2	6.4%	10.9%
光大銀行	6818 HK	3.61	4.60	買入	0.53	4.8	5.4%	11.5%
交通銀行	3328 HK	5.72	6.40	持有	0.54	5.0	6.2%	11.3%
民生銀行	1988 HK	5.47	6.20	持有	0.47	4.1	7.5%	12.1%
平安銀行	000001 CH	14.29	17.00	買入	1.00	9.1	1.1%	11.6%

資料來源：彭博及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。