

中国银行业

有关锦州银行事件几个核心问题的回答

概要: 7月28日, 锦州银行(416 HK, 未评级)发布公告, 工商银行(1398 HK, 买入)、中国信达资产管理(1359 HK, 未评级)及中国长城资产管理将从其现有股东手中收购部分该行股份。工商银行昨日股价下跌2.4%, 而其他国有大行平均下跌幅度为1.2%。在此, 我们将解答几个投资者关心的主要问题。

- **入股锦州银行对工商银行的影响?** 工行计划以不超过30亿元人民币的价格买入10.82%的锦州银行已发行普通股, 对应市帐率为0.47倍, 较锦州银行停牌前最后价格折让34%, 我们相信已经较大程度反映了该行潜在的信用风险。入股对工行的财务影响有限, 投资额仅占其FY19E净资产的0.1%。不过, 锦州银行的贷款集中度较高, 超过60%的贷款投放于制造业及批发零售行业, 而其同业负债(含同业存单)占总负债比例达到了41%。作为股东, 工行将有可能负责为锦州银行补充资本金或偿还债务。这次投资也令市场担忧大型国有银行或需承担更多“国家责任”。
- **与包商银行事件的不同之处?** 我们认为此次对锦州银行的救助更具市场化特征。国有大行及资产管理公司成为其主要股东, 将有助于锦州银行改善公司治理及风控能力。锦州银行的股权结构相对分散, 透过股权投资也更容易获取公司的控制权。在包商银行被接管后, 银行间市场的风险偏好及资金拆出意愿大幅降低, 大型及小型银行间同业存单发行利率出现明显分层, 给区域性银行获取负债带来较大压力。我们认为此次大型国有银行入主, 将有助于增强债务人的信心。
- **是否会出现更多包商银行和锦州银行?** 我们认为, 在宏观经济下行和企业盈利能力下滑的背景下, 由于个别机构自身的盲目扩张和薄弱风控, 还将会有更多金融机构出现违约甚至“破产”的情况。对于问题的修正及随之而来的行业格局洗牌通常对大型的、合规度较高的参与者有利。
- **金融风险是否会进一步扩散?** 我们认为出现大规模金融风险扩散的可能性较低, 主要由于1) 目前存在的金融风险主要是区域性的而非全国性的, 涉及的多是小型机构而非大型机构; 2) 通常而言, 化解风险的方式(而非风险本身)对未来形势的走向更具决定作用。透过我们的观察, 我们认为中国的监管机构在应对金融风险时越来越谨慎, 而他们手上还有充足的政策工具来维持金融系统的稳定。
- **下一步货币政策展望?** 防范系统性金融风险是我国货币政策和金融监管的底线。我们认为监管部门将推出政策来保障合理的流动性水平及维护市场信心。我们预期在9月末或10月将有一次定向降准, 支持银行业对小微企业的贷款投放, 同时预期央行将通过降低公开市场操作利率及贷款基础利率(LPR)来降低实际的贷款利率。市场普遍预期本周美联储将降息25个基点, 我们认为之后中国央行将会跟随, 调低中期借贷便利(MLF)及逆回购的操作利率。

优于大市
(维持)

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrystun@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

(852) 3900 0856

dingwenjie@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

H股中国银行板块历史市帐率



资料来源: 彭博、招银国际证券

近期报告

1. [社融增速优于预期, 新增贷款符合预期](#) - 2019年7月15日
2. [政策宽松重启](#) - 2019年6月13日
3. [一季度冲量后, 信贷投放节奏回归正常](#) - 2019年5月10日

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址, 投下您对招银国际研究团队信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

■ 事件概述:

7月28日,锦州银行发布公告,在当地地方政府和金融监管部门的指导下,工商银行、中国信达资产管理及中国长城资产管理将从其现有股东手中收购部分该行内资股。工行及信达将透过其全资子公司分别收购该行 10.82%及 6.49%的已发行普通股。由于未能及时披露其 2018 年的财报,锦州银行已自 4 月 1 日起停牌。工商银行昨日股价下跌 2.4%,而其他国有大行平均下跌幅度为 1.2%,显示市场对于其介入问题银行风险化解的担忧。

■ 事件对工行和银行业有何影响?

根据我们的测算,工行全资子公司工银投资计划以不超过 30 亿元人民币的价格买入 10.82%的锦州银行已发行普通股,对应锦州银行 0.47 倍 1H18 市帐率,同时每股收购价格较锦州银行停牌前最后价格折让 34%,我们相信已经较大程度反映了该行潜在的信用风险和资本压力。入股锦州银行对工行的财务影响有限,由于投资是透过工行旗下子公司进行,将不会直接并入工行财务报表。投资额占工行 FY19E 净资产仅 0.1%,对其资本充足率的消耗也不足 1 个基点(假设风险权重为 250%),影响微乎其微。

不过,锦州银行的贷款集中度较高,超过 60%的贷款投放于制造业及批发零售行业,收入结构中 86%来自锦州及其他东北地区;而其同业负债(含同业存单)占总负债比例达到了 41%。金融供给侧改革的推进将可能带来区域性银行进一步的风险暴露及重组。入股完成后,作为锦州银行的主要股东(持股比例超过 5%),工行将有可能负责为锦州银行补充资本或偿还债务。同时,这次救助行为也令市场担忧大型国有银行或需承担更多“国家责任”。

图 1: 锦州银行 1H18 主要财务指标

经营数据	1H18
总资产(百万元人民币)	748,392
总贷款(百万元人民币)	248,193
不良贷款率	1.26%
关注类贷款率	3.34%
逾期贷款率	2.57%
拨备覆盖率	242.1%
核心一级资本充足率	8.0%
同业负债(含同业存单)占总负债比重	40.9%

资料来源:公司、招银国际证券

图 2: 工行的收购价对应 0.47 倍市帐率

公告数据	计算
锦州银行1H18总股数	67.8亿股
工商银行投资额	30亿元人民币
收购股份占比	10.82%
收购股份总数	7.34亿股
对应每股收购价	4.09元人民币
锦州银行1H18每股帐面值	8.65元人民币
对应市帐率	0.47倍
收购价较锦州银行最后收市价折让	34%

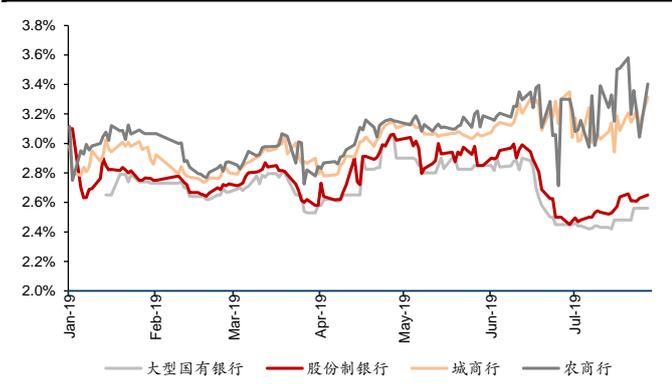
资料来源:公司、招银国际证券

■ **此次事件与接管包商银行的不同之处？**

与此前监管部门接管包商银行相比，我们认为此次对锦州银行的救助更具市场化特征。国有大行及资产管理公司成为其主要股东，将有助于锦州银行改善公司治理及风控能力。包商银行 89% 的股权掌握在明天系手中，而锦州银行的股权结构相对分散，透过股权投资更容易获取公司的控制权。

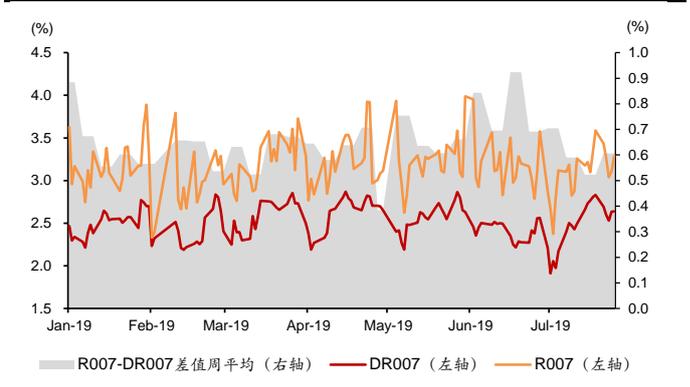
尽管在包商银行被接管后，金融体系内的流动性及市场利率大体保持稳定，但银行对于小型同业的偏好及资金拆出意愿大幅降低。刚兑的打破导致大型及小型银行间同业存单发行利率出现明显分层，给区域性银行获取负债带来较大压力。我们认为此次大型国有银行入主锦州银行，将有助于增强债务人的信心，从而维持银行间流动性的稳定。

图 3：不同类型银行同业存单发行利率



资料来源：万得、招银国际证券

图 4：银行间市场利率走势



资料来源：万得、招银国际证券

■ **是否还会出现更多包商银行和锦州银行？**

风险还会持续暴露，带来行业洗牌但并非系统崩盘。根据已获得的信息，我们认为 2019 年余下的时间里还会有更多金融机构违约甚至“破产”的个体事件发生，反复提醒市场对于中国金融系统稳健度的关注。尽管有宏观经济下行和企业盈利能力下滑的大背景因素，但我们认为个别机构自身的激进扩张、薄弱风控甚至违法经营也是造成这一现象的原因。而对于问题的修正及随之而来的行业格局洗牌通常对合规度较高的（同时可能约等于“大型的”）参与者有利。

信仰会被修复。包商银行的意外被接管导致银行市场出现流动性紧张以及银行同业信仰的坍塌。不过，中国央行和银保监会后续的一系列动作都显示出监管部门维护金融系统稳定的决心。这次对于锦州银行的救助带来的影响将会较为温和。我们认为，信仰修复需时，但最终会回归。

■ **我们是否需要担心金融风险的进一步扩散？**

整体而言，我们认为出现大规模金融风险扩散的可能性较低。

第一，目前存在的金融风险 1) 主要是区域性的而非全国性的，2) 涉及的多是小型机构而非大型机构。市场担忧集中的银行主要为中小型的区域性银行，易受到当地经济情况的制约。尽管这些问题银行也是金融市场的组成部分，但由于其自身规模较小，应有有效方式能够及时切断风险传导路径，防止风险扩散。

第二，通常而言，化解风险的方式（而非风险本身）对未来形势的走向更具决定作用。透过我们的观察，我们认为中国的监管机构在应对金融风险时越来越谨慎，而他们手上还有充足的政策工具来维持金融系统的稳定。

(1) 在应对金融风险时，监管部门越来越重视市场的反应和反馈。中国央行更频繁地举办记者会，央行行长们也更多地出现在公众场合，对话市场、教育投资者。这些都有助于减轻市场的疑虑以及促进双方的互相理解。尽管有时中国的金融监管部门在与资本市场的沟通上仍未能做到行之有效，但已经取得了一些进步。需知，当年美联储也是交过了许多学费之后，才学会如何有效向市场传递信息的。

(2) 市场化行为逐步取代了行政命令。从包商银行到锦州银行，我们认为监管在处理银行风险事件上采取了更为市场化的方式，比如，6月份，央行为锦州银行的同业存单发行提供了增信，以稳定投资者信心。

■ 下一步货币政策展望？

防范风险，保持合理流动性，降低准备金率，降低公开市场操作/中期借贷便利利率。

防范系统性金融风险是我国货币政策和金融监管的底线。我们认为监管部门将推出政策来保障合理的流动性水平及维护市场信心。我们预期在9月末或10月将有一次定向降准，支持银行业对小微企业的贷款投放，同时预期央行将通过降低公开市场操作利率及贷款基础利率（LPR）来降低实际的贷款利率。市场普遍预期本周美联储将降息25个基点，我们认为之后中国央行将会跟随，调低中期借贷便利（MLF）及逆回购的操作利率。

图5：估值表

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	市帐率	市盈率	股息率	股本回报率
		(当地货币)	(当地货币)		2019E	2019E	2019E	2019E
工商银行	1398 HK	5.39	7.60	买入	0.68	5.5	5.6%	13.1%
建设银行	939 HK	6.13	9.30	买入	0.65	5.1	6.0%	13.4%
农业银行	1288 HK	3.21	5.30	买入	0.57	4.7	6.6%	12.7%
中国银行	3988 HK	3.22	5.20	买入	0.51	4.6	6.8%	11.5%
中信银行	998 HK	4.42	5.90	买入	0.44	4.2	6.4%	10.9%
光大银行	6818 HK	3.61	4.60	买入	0.53	4.8	5.4%	11.5%
交通银行	3328 HK	5.72	6.40	持有	0.54	5.0	6.2%	11.3%
民生银行	1988 HK	5.47	6.20	持有	0.47	4.1	7.5%	12.1%
平安银行	000001 CH	14.29	17.00	买入	1.00	9.1	1.1%	11.6%

资料来源：彭博及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。