

中國銀行業

評估“新冠”疫情的影響

我們認為中資銀行近期的股價調整已過度反應了新冠病毒對行業基本面的影響。我們測算疫情對行業 2020 年淨利潤的負面影響至多為 4.8%。穩增長政策的陸續實施以及銀行利用超額撥備對盈利下行的對沖將減少實際影響。中資銀行股具備防禦性且估值接近歷史低點，風險回報吸引。

- **一季度信貸投放略緩，但預計全年增速不減。** 疫情爆發期間經濟活動放緩，從而抑制企業運營及個人消費產生的信貸需求。假設疫情在 3、4 月得到控制，預計在逆週期政策的調節下，貸款投放將在後續月份顯著加快，因此短期衝擊對全年信貸增速影響不大（我們預計所覆蓋銀行的 2020 年貸款同比增速為 9.0%）。
- **中收增長可能受拖累。** 受疫情影響，信用卡、貿易和資本市場相關業務的手續費收入增速可能有所放緩。但主要通過線上渠道產生的中收，如支付和理財業務手續費受影響較小。
- **對資產質量的潛在擾動。** 疫情對實體經濟造成衝擊，批發零售、交通運輸和酒店餐飲等行業的相關企業（截止 1H19 占總貸款的 15.0%）難免會出現逾期貸款。小微企業（截止 1H19 占總貸款的 5.1%）因延遲開工以及銀行風險偏好下降，更易遭遇現金流問題。但最終逾期轉化為不良貸款的程度將取決於當局穩增長政策的執行效果。
- **政策對沖可能導致息差承壓。** 銀保監會要求銀行加大對疫情防控相關領域的信貸支持力度，包括對受影響嚴重的企業予以展期或續貸，並適當下調貸款利率等。央行亦在過去兩天通過公開市場操作淨投放了 5,500 億人民幣流動性，並下調逆回購利率 10bp。預計 2 月 MLF 及 LPR 利率下調將是大概率事件。
- **測算疫情對銀行盈利的負面影響為 4.8%。** 我們嘗試從四個方面量化疫情對銀行 2020 年利潤的影響，並做出以下假設：1) 貸款增速放緩 1.0ppt, 2) 手續費增速放緩 1.0ppt, 3) 信貸成本增加 5bp, 4) 監管窗口指導使貸款和同業利率下降 10bp。基於測算，以上四種情況將分別削減行業 2020 年淨利潤 0.6%/0.4%/2.6%/1.2%。但預計銀行可通過釋放超額撥備來平滑盈利波動，因而實際影響不宜高估。我們維持行業 6.5% 的 2020 年淨利潤同比增速預測。
- **行業估值吸引。** A/H 股中資銀行 YTD 下跌 8.7%/9.2%，跑輸滬深 300/恒指（同期下跌 7.6%/5.4%），當前 2020 年 P/B 為 0.74/0.60 倍，較歷史均值低 1 個標準差，建議趁低吸納。行業首選為平安銀行（000001 CH）、光大銀行（6818 HK）和建設銀行（939 HK）。

優於大市
(維持)

中國銀行業

孫明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

H 股中國銀行板塊歷史市帳率



資料來源：彭博、招銀國際證券

YTD 股價表現及估值折讓

H 股	YTD 股價表現	P/B (x)	相對過往 5 年均值
工行	-11.8%	0.62	-11.6%
建行	-9.7%	0.60	-13.0%
農行	-12.0%	0.50	-19.3%
中行	-8.1%	0.45	-21.0%
交行	-9.4%	0.45	-16.4%
招行	-4.6%	1.33	17.7%
中信	-11.6%	0.38	-23.7%
民生	-7.6%	0.44	-15.2%
光大	-11.0%	0.44	-18.3%
郵儲	-6.4%	0.71	-6.3%
平均	-9.2%	0.60	-12.7%

資料來源：彭博、招銀國際證券

近期報告

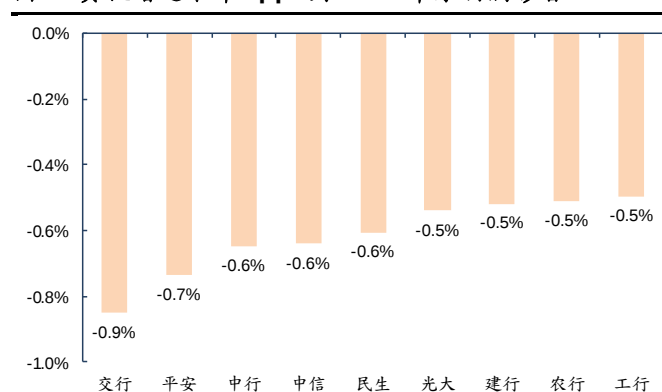
- 業績快報概覽 - 4Q19 審慎撥備支持 FY20 利潤增速 - 2020 年 1 月 23 日
- 四季度前景樂觀 - 2019 年 10 月 16 日
- 社融增速下行壓力猶存 - 2019 年 9 月 12 日
- 2019 年二季度業績綜述：信貸成本下降對沖淨息差收窄 - 2019 年 9 月 2 日
- 數據喜憂參半 - 2019 年 8 月 13 日

圖 1: 銀行 2020 年淨利潤受新冠疫情影响的敏感度分析

	貸款增速 -1ppt	手續費增速 -1ppt	信用成本 +5bp	貸款及同業利率 -10bp	总计
工行	-0.5%	-0.3%	-2.3%	-1.6%	-4.7%
建行	-0.5%	-0.3%	-2.5%	-1.4%	-4.7%
农行	-0.5%	-0.2%	-2.5%	-1.5%	-4.8%
中行	-0.6%	-0.3%	-3.1%	-1.6%	-5.7%
交行	-0.9%	-0.4%	-2.9%	-1.0%	-5.1%
中信	-0.6%	-0.7%	-3.3%	-1.0%	-5.6%
民生	-0.6%	-0.6%	-2.6%	-0.2%	-4.0%
光大	-0.5%	-0.7%	-2.8%	-1.0%	-5.0%
平安	-0.7%	-0.6%	-2.6%	-1.2%	-5.2%
行业平均	-0.6%	-0.4%	-2.6%	-1.2%	-4.8%

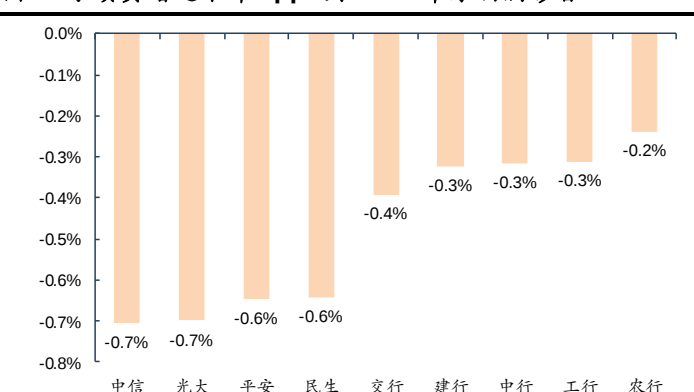
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 2: 貸款增速下降 1ppt 對 2020 年淨利潤影響



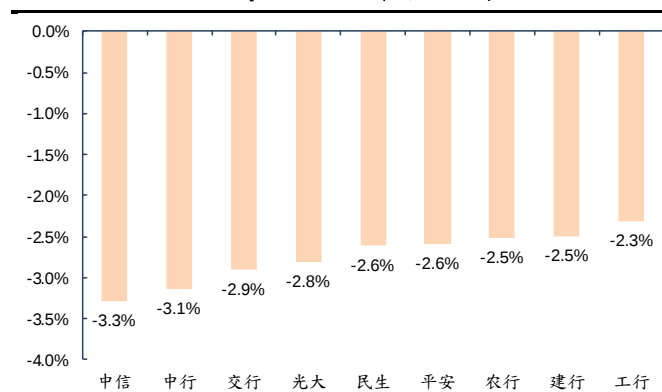
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 3: 手續費增速下降 1ppt 對 2020 年淨利潤影響



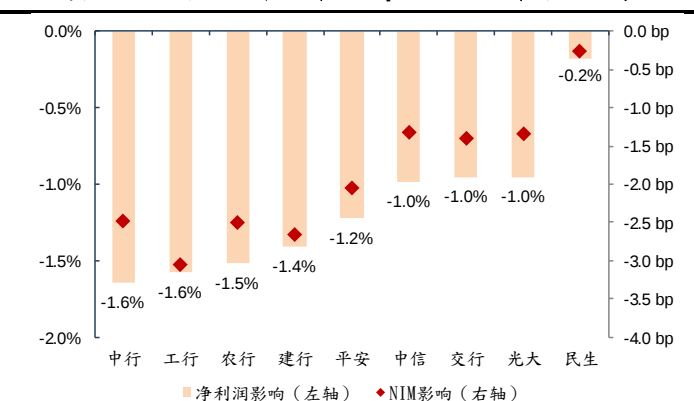
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 4: 信用成本上升 5bp 對 2020 年淨利潤影響



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 5: 貸款及銀行間利率下降 10bp 對 2020 年淨利潤影響



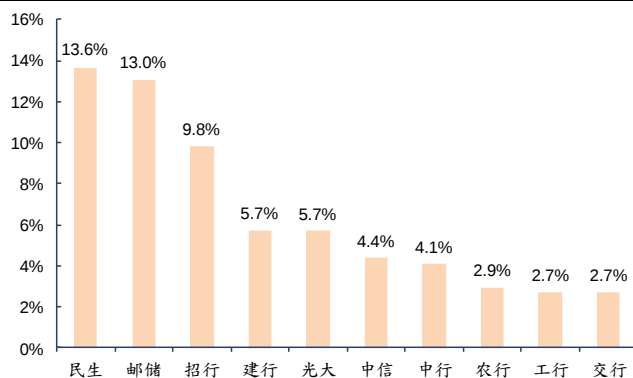
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 6: 按行業分類的貸款餘額占比 (截止 1H19)

行業	工行	建行	農行	中行	交行	郵儲	招行	中信	民生	光大	平安
對公貸款	62.9%	57.2%	60.6%	62.1%	67.7%	45.8%	48.2%	57.0%	59.4%	57.4%	41.2%
製造業	10.2%	8.8%	10.4%	13.5%	12.0%	5.8%	6.1%	7.3%	8.8%	9.8%	5.2%
運輸和郵政服務	13.3%	10.2%	12.2%	9.8%	11.5%	9.7%	7.0%	3.9%	2.0%	3.5%	1.7%
批發零售	3.7%	3.3%	3.1%	4.3%	4.7%	2.2%	3.9%	4.1%	5.3%	4.4%	5.5%
電力、煤氣、水供應	6.3%	5.8%	6.9%	5.3%	4.0%	4.0%	3.4%	2.0%	1.5%	1.7%	0.8%
租賃和商業服務	7.6%	7.8%	8.0%	8.7%	-	2.0%	3.4%	7.7%	11.7%	6.3%	4.6%
房地產	5.7%	4.4%	5.5%	8.0%	4.8%	1.4%	7.9%	7.9%	14.5%	8.1%	9.6%
公共事業	5.5%	3.0%	3.9%	2.5%	5.3%	1.5%	1.2%	6.2%	3.3%	9.3%	-
建築	1.8%	2.5%	2.2%	2.1%	3.0%	2.1%	2.2%	2.5%	2.8%	3.3%	2.1%
採礦	1.4%	1.7%	1.7%	2.5%	2.3%	1.3%	0.9%	-	3.5%	-	1.6%
其他	7.4%	9.7%	6.9%	5.4%	20.0%	15.8%	12.1%	15.4%	5.9%	10.9%	10.1%
零售貸款	37.1%	42.8%	39.4%	37.9%	32.3%	54.2%	51.8%	43.0%	40.6%	42.6%	58.8%
按揭	30.2%	35.2%	30.3%	30.0%	20.9%	33.3%	24.0%	19.1%	11.0%	15.2%	9.0%
信用卡	3.9%	4.7%	3.5%	3.7%	8.9%	2.3%	15.1%	13.0%	13.1%	16.5%	24.5%
其他	3.0%	2.9%	5.6%	4.3%	2.6%	18.6%	12.7%	10.8%	16.4%	10.8%	25.3%

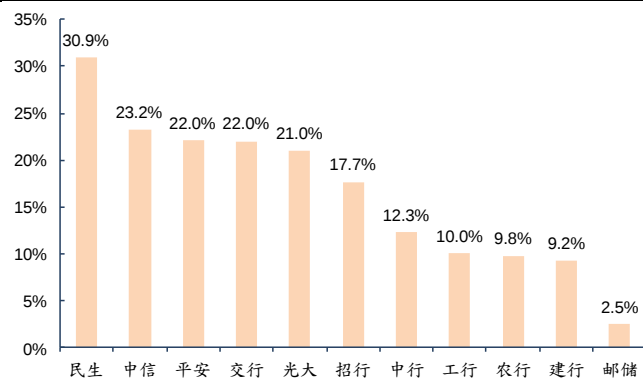
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 7: 小微企業貸款占比 (截止 1H19)



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 8: 同業負債占比 (截止 3Q19)



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 9: 估值概覽

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	P/B (x)		P/E (x)		股息率		ROE	
		(当地货币)	(当地货币)		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
H股												
工商银行	1398 HK	5.29	7.50	买入	0.68	0.62	5.5	5.2	5.6%	5.9%	13.1%	12.6%
建设银行	939 HK	6.08	9.10	买入	0.65	0.60	5.2	4.9	5.9%	6.2%	13.3%	12.8%
农业银行	1288 HK	3.02	4.70	买入	0.55	0.50	4.5	4.3	6.8%	7.2%	12.6%	12.2%
中国银行	3988 HK	3.06	4.60	买入	0.49	0.45	4.5	4.2	7.0%	7.3%	11.5%	11.1%
中信银行	998 HK	4.13	5.90	买入	0.41	0.38	3.8	3.4	7.1%	7.8%	11.4%	11.5%
光大银行	6818 HK	3.22	4.90	买入	0.48	0.44	4.2	3.8	6.2%	6.9%	12.0%	12.1%
交通银行	3328 HK	5.02	6.20	持有	0.48	0.45	4.5	4.2	6.9%	7.3%	11.3%	11.0%
民生银行	1988 HK	5.44	6.30	持有	0.48	0.44	4.0	3.8	7.5%	8.0%	12.3%	12.0%
邮储银行	1658 HK	4.96	-	未评级	0.78	0.71	6.5	5.8	4.6%	5.1%	12.4%	12.5%
招商银行	3968 HK	38.20	-	未评级	1.55	1.38	10.0	8.8	3.0%	3.4%	17.0%	16.6%
行业平均					0.66	0.60	5.26	4.85	6.1%	6.5%	13.1%	12.7%
A股												
工商银行	601398 CH	5.50	7.80	买入	0.79	0.72	6.3	6.0	4.8%	5.1%	13.1%	12.6%
建设银行	601939 CH	6.68	9.40	买入	0.80	0.73	6.3	6.0	4.8%	5.1%	13.3%	12.8%
农业银行	601288 CH	3.42	5.10	买入	0.69	0.63	5.7	5.4	5.4%	5.7%	12.6%	12.2%
中国银行	601988 CH	3.50	5.00	买入	0.63	0.58	5.7	5.4	5.5%	5.8%	11.5%	11.1%
中信银行	601998 CH	5.51	7.30	买入	0.62	0.56	5.6	5.1	4.8%	5.2%	11.4%	11.5%
光大银行	601818 CH	3.80	5.60	买入	0.63	0.57	5.5	5.0	4.7%	5.2%	12.0%	12.1%
平安银行	000001 CH	14.60	21.20	买入	1.04	0.92	9.8	8.1	1.0%	1.3%	11.7%	12.1%
交通银行	601328 CH	5.20	6.50	持有	0.56	0.52	5.2	4.9	6.0%	6.3%	11.3%	11.0%
民生银行	600016 CH	5.83	7.00	持有	0.57	0.52	4.8	4.5	6.3%	6.7%	12.3%	12.0%
邮储银行	601658 CH	5.54	-	未评级	0.99	0.90	8.1	7.1	3.7%	4.2%	12.4%	12.5%
招商银行	600036 CH	35.35	-	未评级	1.64	1.45	10.5	9.2	2.9%	3.3%	17.0%	16.6%
行业平均					0.81	0.74	6.69	6.06	4.5%	4.9%	13.0%	12.7%

資料來源：彭博、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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

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	：招銀國際證券並未給予投資評級

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。報告所載數據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。而過去的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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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年證券交易法規則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。

對於接收此份報告的新加坡投資者

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。