

中国银行业

评估“新冠”疫情的影响

我们认为中资银行近期的股价调整已过度反应了新冠病毒对行业基本面的影响。我们测算疫情对行业 2020 年净利润的负面影响至多为 4.8%。稳增长政策的陆续实施以及银行利用超额拨备对盈利下行的对冲将减少实际影响。中资银行股具备防御性且估值接近历史低点，风险回报吸引。

- **一季度信贷投放略缓，但预计全年增速不减。** 疫情爆发期间经济活动放缓，从而抑制企业运营及个人消费产生的信贷需求。假设疫情在 3、4 月得到控制，预计在逆周期政策的调节下，贷款投放将在后续月份显著加快，因此短期冲击对全年信贷增速影响不大（我们预计所覆盖银行的 2020 年贷款同比增速为 9.0%）。
- **中收增长可能受拖累。** 受疫情影响，信用卡、贸易和资本市场相关业务的手续费收入增速可能有所放缓。但主要通过线上渠道产生的中收，如支付和理财业务手续费受影响较小。
- **对资产质量的潜在扰动。** 疫情对实体经济造成冲击，批发零售、交通运输和酒店餐饮等行业的相关企业（截止 1H19 占总贷款的 15.0%）难免会出现逾期贷款。小微企业（截止 1H19 占总贷款的 5.1%）因延迟开工以及银行风险偏好下降，更易遭遇现金流问题。但最终逾期转化为不良贷款的程度将取决于当局稳增长政策的执行效果。
- **政策对冲可能导致息差承压。** 银保监会要求银行加大对疫情防控相关领域的信贷支持力度，包括对受影响严重的企业予以展期或续贷，并适当下调贷款利率等。央行亦在过去两天通过公开市场操作净投放了 5,500 亿人民币流动性，并下调逆回购利率 10bp。预计 2 月 MLF 及 LPR 利率下调将是大概率事件。
- **测算疫情对银行盈利的负面影响为 4.8%。** 我们尝试从四个方面量化疫情对银行 2020 年利润的影响，并做作出以下假设：1) 贷款增速放缓 1.0ppt，2) 手续费增速放缓 1.0ppt，3) 信贷成本增加 5bp，4) 监管窗口指导使贷款和同业利率下降 10bp。基于测算，以上四种情况将分别削减行业 2020 年净利润 0.6%/0.4%/2.6%/1.2%。但预计银行可通过释放超额拨备来平滑盈利波动，因而实际影响不宜高估。我们维持行业 6.5% 的 2020 年净利润同比增速预测。
- **行业估值吸引。** A/H 股中资银行 YTD 下跌 8.7%/9.2%，跑输沪深 300/恒指（同期下跌 7.6%/5.4%），当前 2020 年 P/B 为 0.74/0.60 倍，较历史均值低 1 个标准差，建议趁低吸纳。行业首选为平安银行（000001 CH）、光大银行（6818 HK）和建设银行（939 HK）。

优于大市
(维持)

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@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

YTD 股价表现及估值折让

H 股	YTD 股价表现	P/B (x)	相对过往 5 年均值
工行	-11.8%	0.62	-11.6%
建行	-9.7%	0.60	-13.0%
农行	-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%
邮储	-6.4%	0.71	-6.3%
平均	-9.2%	0.60	-12.7%

资料来源：彭博、招银国际证券

近期报告

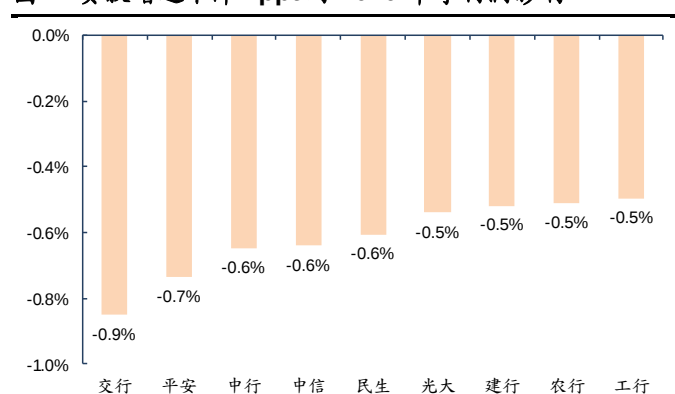
- 业绩快报概览—4Q19 审慎拨备支持 FY20 利润增速—2020 年 1 月 23 日
- 四季度前景乐观—2019 年 10 月 16 日
- 社融增速下行压力犹存—2019 年 9 月 12 日
- 2019 年二季度业绩综述：信贷成本下降对冲净息差收窄—2019 年 9 月 2 日
- 数据喜忧参半—2019 年 8 月 13 日

图 1: 银行 2020 年净利润受新冠疫情影响的敏感度分析

	贷款增速 -1ppt	手续费增速 -1ppt	信用成本 +5bp	贷款及同业利率 -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%

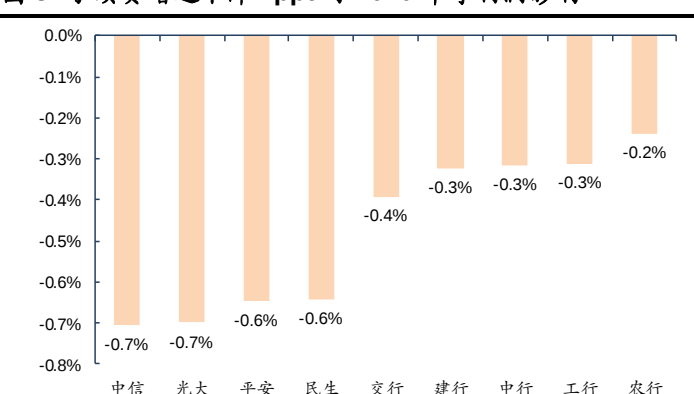
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 贷款增速下降 1ppt 对 2020 年净利润影响



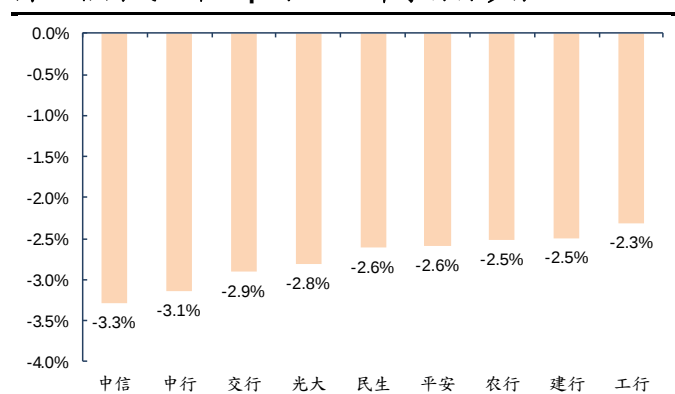
资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 手续费增速下降 1ppt 对 2020 年净利润影响



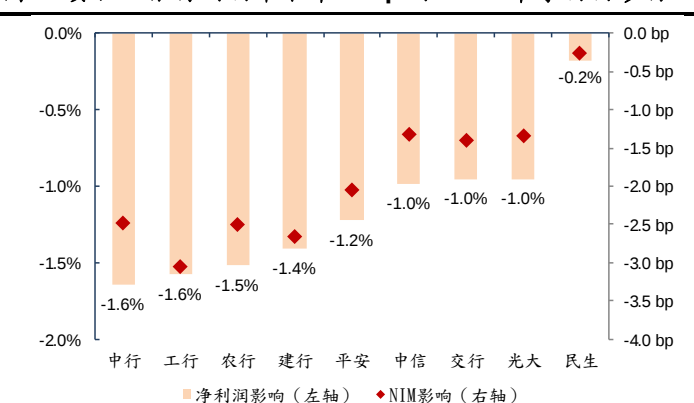
资料来源: 公司、招银国际证券

图 4: 信用成本上升 5bp 对 2020 年净利润影响



资料来源: 公司、招银国际证券

图 5: 贷款及银行间利率下降 10bp 对 2020 年净利润影响



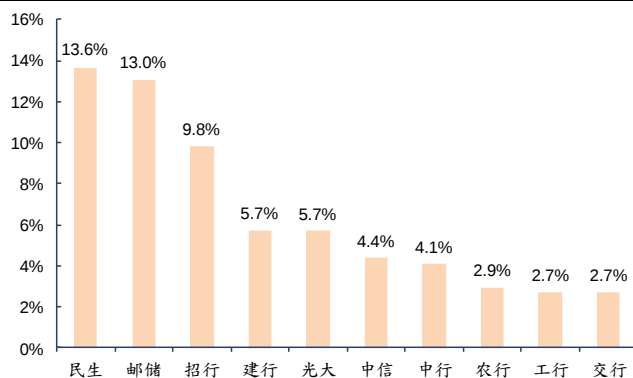
资料来源: 公司、招银国际证券

图 6: 按行业分类的贷款余额占比 (截止 1H19)

行业	工行	建行	农行	中行	交行	邮储	招行	中信	民生	光大	平安
对公贷款	62.9%	57.2%	60.6%	62.1%	67.7%	45.8%	48.2%	57.0%	59.4%	57.4%	41.2%
制造业	10.2%	8.8%	10.4%	13.5%	12.0%	5.8%	6.1%	7.3%	8.8%	9.8%	5.2%
运输和邮政服务	13.3%	10.2%	12.2%	9.8%	11.5%	9.7%	7.0%	3.9%	2.0%	3.5%	1.7%
批发零售	3.7%	3.3%	3.1%	4.3%	4.7%	2.2%	3.9%	4.1%	5.3%	4.4%	5.5%
电力、煤气、水供应	6.3%	5.8%	6.9%	5.3%	4.0%	4.0%	3.4%	2.0%	1.5%	1.7%	0.8%
租赁和商业服务	7.6%	7.8%	8.0%	8.7%	-	2.0%	3.4%	7.7%	11.7%	6.3%	4.6%
房地产	5.7%	4.4%	5.5%	8.0%	4.8%	1.4%	7.9%	7.9%	14.5%	8.1%	9.6%
公共事业	5.5%	3.0%	3.9%	2.5%	5.3%	1.5%	1.2%	6.2%	3.3%	9.3%	-
建筑	1.8%	2.5%	2.2%	2.1%	3.0%	2.1%	2.2%	2.5%	2.8%	3.3%	2.1%
采矿	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%
零售贷款	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%

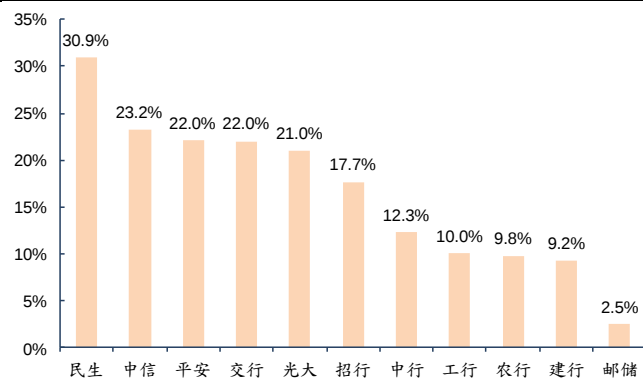
资料来源: 公司、招银国际证券

图 7: 小微企业贷款占比 (截止 1H19)



资料来源: 公司、招银国际证券

图 8: 同业负债占比 (截止 3Q19)



资料来源: 公司、招银国际证券

图 9: 估值概览

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%

资料来源：彭博、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人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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人。

对于接收此份报告的新加坡投资者

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。