

中国银行业

评估“新冠”疫情的影响 (II) – 资管新规会延期吗？

鉴于新冠疫情造成的潜在经济下行压力以及政府近期的积极政策应对，我们预计资管新规的过渡期大概率会延长。这将显著缓解银行的监管压力，并对盈利增速有正面作用，从而支持板块估值修复。

- **银行资管业务转型慢于预期。**资产新规的两个核心政策意图是：1) 通过产品净值化管理，从而打破对银行理财产品收益的刚性兑付；2) 通过限制非标资产的投资规模和期限错配来降低流动性风险。由于受合规要求的限制，银行业的理财产品余额从2017年到2019上半年近似于零增长。2019年6月末非保本理财产品的余额为22.18万亿元（人民币，下同），而2017年和2018年末分别为22.17和22.04万亿元。尽管如此，银行理财业务的转型进度并不乐观。截至2019上半年，净值型产品的占比仅为35.6%（2017和2018年末分别为15%和27%）。我们预计净值型产品的比重到2020年底将最多升至70%，远未达到监管最初的要求。
- **资管新规的过渡期可能再度延长。**央行最初在2017年11月的资管业务指导意见（征求意见稿）中将监管过渡期设定为19个月（至2019年6月）。随后，2018年4月的资管新规（正式稿）将过渡期延长至2020年底。鉴于当前存量非标资产规模仍然较大且久期较长，监管曾表示如果个别银行在过渡期内未能完成存量业务的处置，可适当延期并采取“一行一策”的整改计划。考虑到近期新冠疫情造成的宏观下行压力，我们认为行业监管政策进一步延期是大概率事件。在2月7日的国新办发布会上，银保监会副主席亦表示正对此进行评估，可能会很快公布。
- **利好银行非息收入。**经历了过去几年的业务转型与整改，我们所覆盖银行的理财业务收入仅占1H19总营收的2-3%。但一些银行的理财手续费增速已开始触底反弹。同时，多家银行的理财子公司正陆续投入运营，也将支撑未来非息收入的增长。我们的敏感度分析表明：1) 假设资管新规的过渡期延长一年到2021年底，且未来两年理财手续费增速为20%/10%，则2020和2021年的行业净利润将提升1.2%/1.7%；2) 如过渡期延长至2022年底，对应理财手续费增速为30%/20%，则2020和2021年行业净利润可提升1.8%/3.1%。
- **维持行业“优于大市”评级。**A/H股中国银行的2020年预测市净率仅为0.75/0.65倍。若资管新规过渡期延长，可降低银行存量业务的处置难度，而监管政策的边际放松亦可提振市场情绪，利于板块估值修复。重申对**平安银行 (000001 CH)**的买入评级，因其零售业务占比显著高于同业。我们还看好**光大银行 (6818 HK)**，鉴于其设立理财子公司的先发优势。

估值表

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)		2020E	2020E	2020E	2020E
工商银行	1398 HK	5.42	7.50	买入	0.64	5.3	5.7%	12.6%
建设银行	939 HK	6.28	9.10	买入	0.62	5.0	6.0%	12.8%
农业银行	1288 HK	3.05	4.70	买入	0.51	4.3	7.1%	12.2%
中国银行	3988 HK	3.12	4.60	买入	0.46	4.3	7.2%	11.1%
中信银行	998 HK	4.20	5.90	买入	0.39	3.5	7.7%	11.6%
光大银行	6818 HK	3.31	4.90	买入	0.45	3.9	6.7%	12.1%
交通银行	3328 HK	5.05	6.20	持有	0.45	4.3	7.3%	11.0%
民生银行	1988 HK	5.47	6.30	持有	0.44	3.8	8.0%	12.0%
平安银行	000001 CH	14.50	21.20	买入	0.92	8.0	1.3%	12.1%

资料来源：彭博及招银国际证券预测

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净率



资料来源：彭博、招银国际证券

A股中国银行板块历史市净率

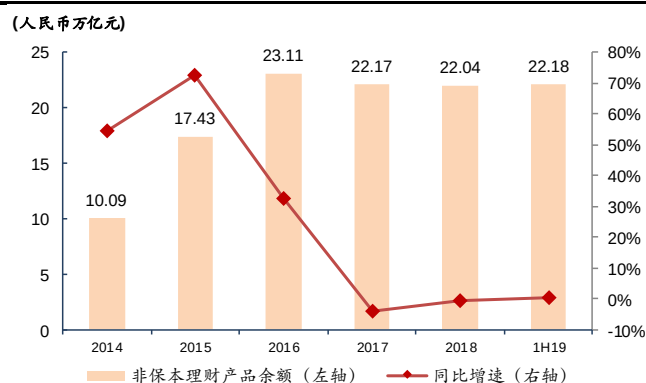


资料来源：彭博、招银国际证券

近期报告

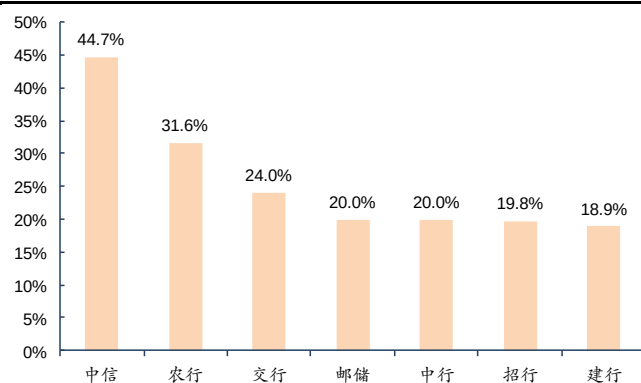
1. 评估“新冠”疫情的影响 (I) – 2020年2月5日
2. 业绩快报概览 – 4Q19 审慎拨备支持 FY20 利润增速 – 2020年1月23日
3. 四季度前景乐观 – 2019年10月16日
4. 社融增速下行压力犹存 – 2019年9月12日
5. 2019年二季度业绩综述：信贷成本下降对冲净息差收窄 – 2019年9月2日

图 1: 银行业非保本理财产品的余额



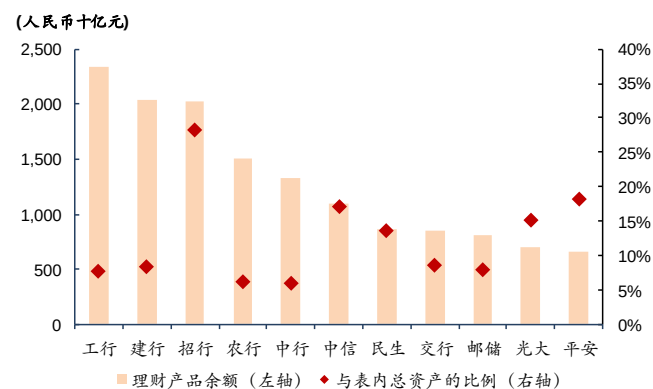
资料来源: 中国理财网、招银国际证券

图 2: 各家银行净值型理财产品的占比 (1H19)



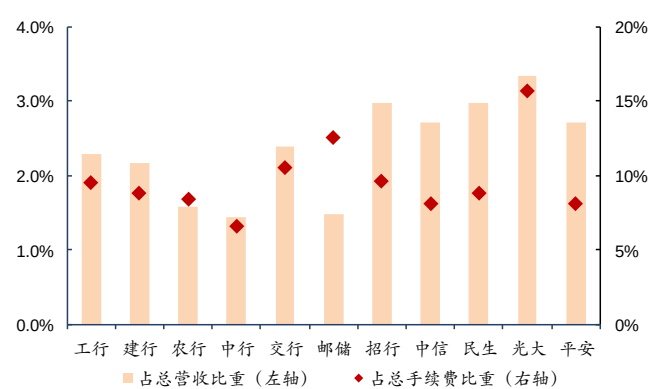
资料来源: 中国理财网、招银国际证券

图 3: 各家银行理财产品的余额 (1H19)



资料来源: 公司、招银国际证券

图 4: 各家银行理财业务收入占营收及手续费的比重 (1H19)



资料来源: 公司、招银国际证券

图 5: 银行理财业务收入增速的变化对净利润的敏感度分析

公司	1H19理财业务收入 占总营收的比重	假设理财手续费2020/21年增速分别为20%/10%		假设理财手续费2020/21年增速分别为30%/20%	
		2020E	2021E	2020E	2021E
工行	2.3%	0.9%	1.4%	1.4%	2.5%
建行	2.2%	0.9%	1.3%	1.3%	2.4%
农行	1.6%	0.7%	1.1%	1.1%	1.9%
中行	1.4%	0.7%	1.0%	1.0%	1.7%
交行	2.4%	1.1%	1.7%	1.7%	2.9%
中信	2.7%	1.6%	2.3%	2.4%	4.0%
民生	3.0%	1.5%	2.3%	2.3%	4.0%
光大	3.3%	1.8%	2.6%	2.7%	4.5%
平安	2.7%	1.7%	2.4%	2.6%	4.2%
行业平均	2.4%	1.2%	1.7%	1.8%	3.1%

资料来源: 公司、招银国际证券预测

图 6: 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	5.42	7.50	买入	0.70	0.64	5.6	5.3	5.4%	5.7%	13.1%	12.6%
建设银行	939 HK	6.28	9.10	买入	0.68	0.62	5.3	5.0	5.7%	6.0%	13.3%	12.8%
农业银行	1288 HK	3.05	4.70	买入	0.55	0.51	4.6	4.3	6.7%	7.1%	12.6%	12.2%
中国银行	3988 HK	3.12	4.60	买入	0.50	0.46	4.5	4.3	6.9%	7.2%	11.5%	11.1%
中信银行	998 HK	4.20	5.90	买入	0.42	0.39	3.9	3.5	7.0%	7.7%	11.4%	11.6%
光大银行	6818 HK	3.31	4.90	买入	0.49	0.45	4.3	3.9	6.1%	6.7%	12.0%	12.1%
交通银行	3328 HK	5.05	6.20	持有	0.49	0.45	4.5	4.3	6.9%	7.3%	11.3%	11.0%
民生银行	1988 HK	5.47	6.30	持有	0.48	0.44	4.1	3.8	7.5%	8.0%	12.3%	12.0%
邮储银行	1658 HK	5.05	-	未评级	0.78	0.71	6.4	5.8	4.6%	5.2%	12.3%	12.4%
招商银行	3968 HK	38.40	-	未评级	1.49	1.33	9.6	8.5	3.1%	3.5%	16.6%	16.5%
行业平均					0.71	0.65	5.6	5.2	5.7%	6.1%	13.0%	12.7%
A股												
工商银行	601398 CH	5.42	7.50	买入	0.78	0.71	6.3	5.9	4.9%	5.1%	13.1%	12.6%
建设银行	601939 CH	6.62	9.10	买入	0.79	0.72	6.3	5.9	4.9%	5.1%	13.3%	12.8%
农业银行	601288 CH	3.39	4.70	买入	0.68	0.63	5.7	5.4	5.4%	5.7%	12.6%	12.2%
中国银行	601988 CH	3.50	4.60	买入	0.63	0.58	5.7	5.4	5.5%	5.8%	11.5%	11.1%
中信银行	601998 CH	5.54	5.90	买入	0.62	0.57	5.7	5.1	4.7%	5.2%	11.4%	11.6%
光大银行	601818 CH	3.78	4.90	买入	0.63	0.57	5.5	5.0	4.8%	5.3%	12.0%	12.1%
平安银行	000001 CH	14.50	21.30	买入	1.03	0.92	9.7	8.0	1.0%	1.3%	11.7%	12.1%
交通银行	601328 CH	5.23	6.20	持有	0.56	0.52	5.2	4.9	6.0%	6.3%	11.3%	11.0%
民生银行	600016 CH	5.86	6.30	持有	0.57	0.52	4.9	4.6	6.3%	6.7%	12.3%	12.0%
邮储银行	601658 CH	5.51	-	未评级	0.96	0.87	7.7	6.8	3.8%	4.4%	12.9%	13.5%
招商银行	600036 CH	35.10	-	未评级	1.51	1.35	9.7	8.5	3.1%	3.5%	16.5%	16.6%
行业平均					0.82	0.75	6.6	6.0	4.7%	5.0%	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编制的报告。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。