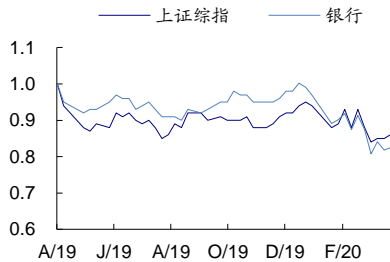


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业点评:从摩根大通和富国银行一季报看新冠疫情影响》——2020-04-15
 《行业专题:低利率环境中的银行什么样?》——2020-04-12
 《行业点评:勿高估外需收缩对银行的冲击:次贷危机经验对比》——2020-04-07
 《2020年4月银行业投资策略:把握低估值下的机会》——2020-04-06
 《专题报告:中美银行:业务模式和公司治理孰者为重》——2020-04-06

证券分析师:王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师:陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

行业专题

低利率环境中的银行股价和估值

● 主要结论

我们在4月12日发布的报告《低利率环境中的银行什么样?》中,以日本、美国和欧洲为例分析了低利率环境中银行的盈利能力变化情况。本文将视线转向这三个地区银行在低利率环境中的股价走势和估值,分析后得到如下结论:

(1) 欧洲和日本这样的极低利率环境中,银行指数都是跑输大盘的,估值走势也是落后大盘的。但是需要注意的是,极低利率一般是在宏观经济很差的情况下才会出现,因此在这种情况下,大盘本身的回报率也很低。而美国没有经历过极低利率环境,只是利率曾处于较低水平,其银行估值在次贷危机后持续落后大盘,但依靠较强的业绩增长,银行指数是跑平大盘的。这一点跟我国很像,我国银行估值也是落后大盘,但依靠业绩增长跑赢了大盘;

(2) 日本基本没有银行能够走出独立行情(欧洲的银行分别是在自己国家上市,有不同 β ,所以参考性不高);美国银行没有经历过极低利率,只是进入过较低利率区间,因此如果能避开花旗集团这种公司,跑赢大盘的概率挺高的;

(3) 在次贷危机之前,日本虽然已经进入了低利率环境,但其银行指数整体PB仍有1倍以上,欧洲在次贷危机之前也是在1倍以上,欧洲和日本都是在次贷危机后才长期破净;而美国更是长期在1倍以上,很少破净。因此我们认为,国内银行指数的低估值可能已经隐含了一次危机的悲观预期在内,意味着估值隐含了较大的安全边际。

● 投资建议

如上所述,我国银行股的低估值可能已经隐含了对一次危机的悲观预期,也就是说,目前银行股的低估值隐含了很大的安全边际,因此我们维持行业“超配”评级不变,重点推荐估值极低、盈利稳定的大型国有行,包括工商银行、农业银行、邮储银行等,同时也推荐其他基本面优异、差异化鲜明的中小银行,包括宁波银行、常熟银行等。

● 风险提示

若宏观经济大幅下行,可能从多方面影响银行业。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(十亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601398.SH	工商银行	买入	5.13	1794	0.90	0.94	5.7	5.5
601288.SH	农业银行	买入	3.42	1180	0.72	0.75	4.7	4.5
601658.SH	邮储银行	买入	5.25	397	0.72	0.81	7.3	6.5
002142.SZ	宁波银行	买入	22.82	128	2.32	2.70	9.9	8.4
601128.SH	常熟银行	增持	6.74	18	0.64	0.77	10.5	8.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

内容目录

序言	4
日本的情况	4
欧洲的情况	7
美国的情况	9
投资建议	11
风险提示	12
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: 日本长期维持低利率	5
图 2: 银行指数长期跑输大盘, 但是大盘的绝对收益也是负的	5
图 3: 银行指数估值在次贷危机前跟大盘接近, 次贷危机后落后大盘	6
图 4: 青空银行的盈利能力相对更强 (2019 年)	7
图 5: Euribor 走势	7
图 6: 银行指数在次贷危机后跑输大盘, 这期间大盘的绝对收益也不高	8
图 7: 银行指数估值在次贷危机前相对大盘上升, 次贷危机后落后大盘	8
图 8: Libor 在 2010~2015 年之间也非常低, 2015 年底则开始加息	9
图 9: 银行指数在次贷危机期间大幅跑输大盘, 2010~2015 年基本跟大盘持平	10
图 10: 银行指数估值在 2010~2015 年落后大盘, 但是指数本身持平大盘, 意味着银行的业绩跑赢了大盘	10
图 11: 我国银行指数估值自次贷危机后持续落后大盘, 但凭借自身业绩增长, 银行指数跑赢大盘	11
表 1: 不同区间内, 各个证券相对东证指数的年化相对收益率	6
表 2: 不同区间内, 各个证券相对斯托克 50 的年化相对收益率	9
表 3: 不同区间内, 各个证券相对标普 500 的年化相对收益率	11
表 4: 估值表	13

序言

我们在4月12日发布的报告《低利率环境中的银行什么样？》中，对日本、美国和欧洲的银行进行了分析，并指出低利率环境下的银行盈利能力一般会下降，但需要区分两种情况：一是以美国为例，在较低利率时，如果银行存款成本仍有下降空间，通过存款成本的下降来对冲资产端收益率的下滑，可以缓和盈利能力下降幅度；二是以欧洲和日本为例，在极低利率时，银行的存款成本降无可降，贷款利率的下降就无法被对冲，银行的盈利能力会受到很大打击。在欧洲、日本这样的极低利率环境中，几乎所有银行的盈利能力都变得非常低（ROA 0.35%左右），只是程度有所不同。

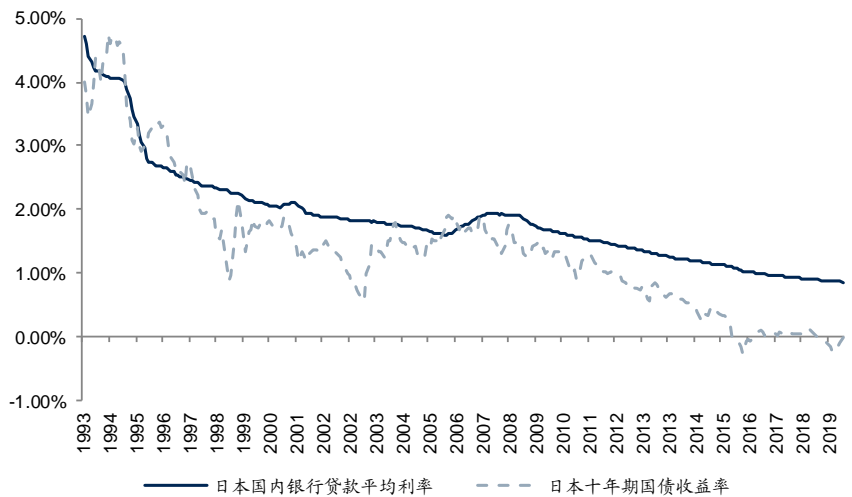
本文将视线从基本面转向股价和估值，观察低利率环境中这些地区的银行指数的绝对收益、相对收益和估值情况。我们得到几个有趣的结论（详细分析请见后文）：

- ✓ 一是欧洲和日本这样的极低利率环境中，银行指数都是跑输大盘的，估值走势也是落后大盘的。但是需要注意的是，极低利率一般是在宏观经济很差的情况下才会出现，因此在这种情况下，大盘本身的回报率也很低。而美国没有经历过极低利率环境，只是利率曾处于较低水平，其银行估值在次贷危机后持续落后大盘，但依靠较强的业绩增长，银行指数是跑平大盘的。这一点跟我国很像，我国银行估值也是落后大盘，但依靠业绩增长跑赢了大盘；
- ✓ 二是日本基本没有银行能够走出独立行情（欧洲的银行分别是在自己国家上市，有不同 β ，所以参考性不高）；美国银行没有经历过极低利率，只是进入过较低利率区间，因此如果能避开花旗集团这种公司，跑赢大盘的概率挺高的；
- ✓ 三是在次贷危机之前，日本虽然已经进入了低利率环境，但其银行指数整体PB仍有1倍以上，欧洲在次贷危机之前也是在1倍以上，欧洲和日本都是在次贷危机后才长期破净；而美国更是长期在1倍以上，很少破净。因此我们认为，国内银行指数的低估值可能已经隐含了一次危机的悲观预期在内，意味着估值隐含了较大的安全边际。

日本的情况

日本上世纪90年代初房地产泡沫破裂后，利率快速走低，90年代后期开始就长期处于低利率的环境中，成为了一个非常典型的超长期低利率的样本。我们把时间稍微放长点，观察1990~2019年东证指数和东证银行指数的走势。

图 1：日本长期维持低利率

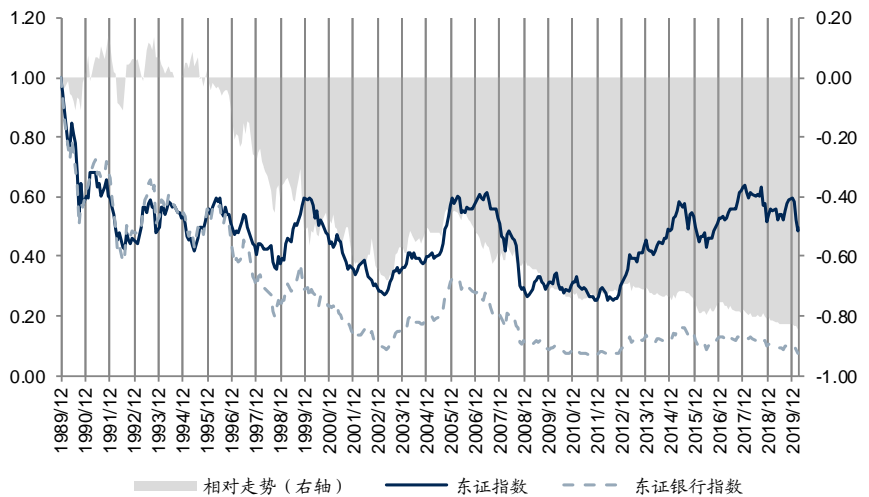


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们将首日标准化为 1，方便观察；我们用“东证银行指数/东证指数-1”来观测两者的相对走势。如下图所示。日本银行指数的表现在这期间持续跑输大盘，只有 2003~2005 年短暂地有过恢复。

但是我们也需要注意到，银行的经营跟宏观经济关联性很高，当银行指数表现非常差劲、跑输大盘的时候，就意味着整个经济都很糟糕。这时候虽然大盘相对银行指数是上升的，但大盘的绝对走势是下降的。

图 2：银行指数长期跑输大盘，但是大盘的绝对收益也是负的

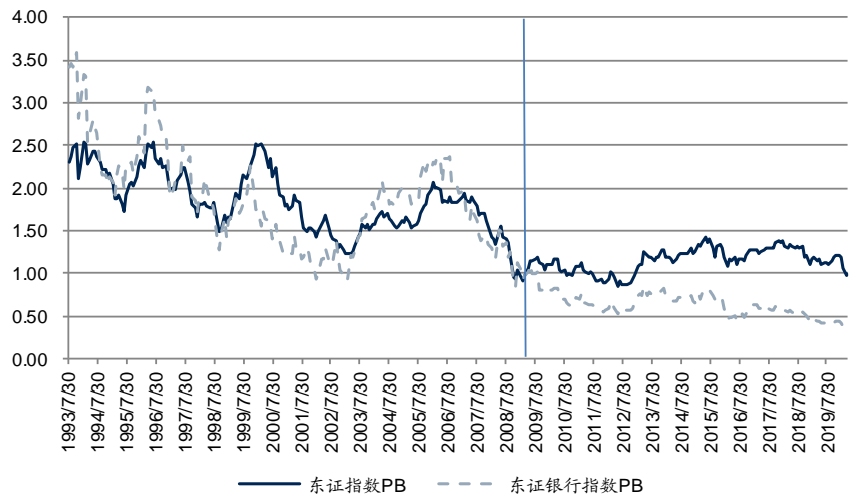


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：东证指数走势与日经 225 基本一致，我们没有选用后者，是因为东证指数有与之匹配的银行指数，而日经 225 指数则没有。

从估值来看，银行指数的估值在次贷危机之前倒是能够跟大盘整体估值走势一致，只是在次贷危机之后才大幅下降。这说明，在次贷危机之前银行指数跑输大盘，主要是业绩不行。

令人惊奇的是，虽然次贷危机前日本银行业的盈利能力已经很低了，但是他们的银行指数 PB 居然还在 1 倍以上，而次贷危机后银行指数估值才跌破 1。可见从市场角度，次贷危机对银行的股估值形成了较大打击。

图 3: 银行指数估值在次贷危机前跟大盘接近, 次贷危机后落后大盘



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

我们在上一篇报告中提到的几家银行, 他们的回报率如何呢? 由于每家银行上市的时间不同, 我们不再画图展示, 而是将他们每一年年底到 2019 年年底的区间年化相对回报率列出, 如下表所示。下表中看上去满眼都是负号, 这意味着拉长长时间来看, 随机买入一家日本的银行并持有到 2019 年底, 跑赢大盘的概率非常低。

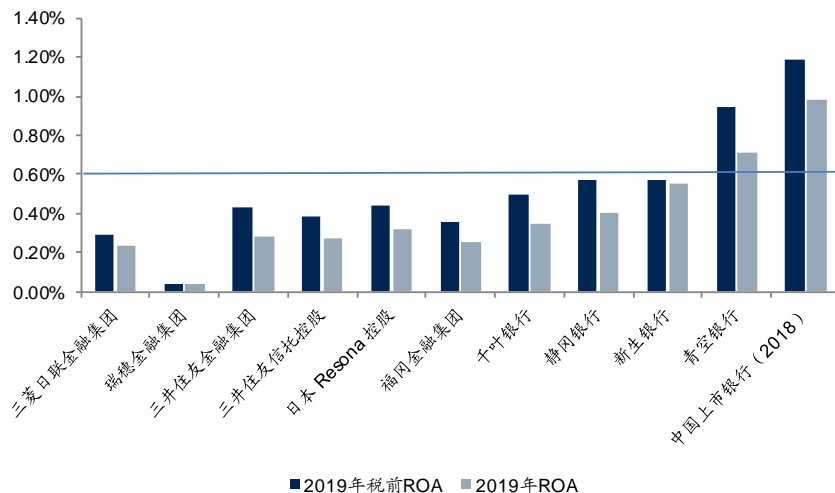
表 1: 不同区间内, 各个证券相对东证指数的年化相对收益率

	东证银行指数	三菱日联	瑞穗金融集团	三井住友金融集团	Resona 控股	福冈金融集团	千叶银行	静岡银行	新生银行	青空银行
1989-2019	-5.6%						0.6%	0.4%		
1990-2019	-6.0%						0.7%	0.5%		
1991-2019	-6.4%						-0.7%	-0.9%		
1992-2019	-6.6%						-1.1%	-1.5%		
1993-2019	-6.8%						-0.6%	-1.3%		
1994-2019	-6.9%						-0.4%	-0.8%		
1995-2019	-7.2%						-0.4%	-1.0%		
1996-2019	-7.0%						-0.1%	-1.2%		
1997-2019	-6.4%						2.0%	-2.9%		
1998-2019	-5.8%						1.1%	-3.4%		
1999-2019	-5.0%						2.2%	0.2%		
2000-2019	-5.8%						2.0%	-1.4%		
2001-2019	-4.6%	-2.9%			-4.0%		1.1%	-2.5%		
2002-2019	-4.4%	-2.6%		-1.1%	-4.1%		0.6%	-2.3%		
2003-2019	-5.8%	-3.0%	-4.1%	-2.6%	-7.5%		1.0%	-1.4%		
2004-2019	-7.0%	-4.1%	-6.8%	-3.9%	-10.0%		-1.4%	-2.2%	-11.3%	
2005-2019	-7.9%	-4.8%	-8.7%	-5.2%	-13.4%		-1.6%	-1.3%	-9.4%	
2006-2019	-7.6%	-4.4%	-8.5%	-5.3%	-11.6%		-1.8%	-1.3%	-10.1%	-0.5%
2007-2019	-6.7%	-3.2%	-6.8%	-3.9%	-10.1%	-2.4%	-2.3%	-2.9%	-7.9%	1.2%
2008-2019	-7.4%	-2.8%	-6.2%	-2.2%	-12.7%	-3.0%	-3.1%	-6.8%	-4.3%	9.8%
2009-2019	-5.1%	-0.7%	-2.3%	1.7%	-10.1%	-1.1%	-3.1%	-4.5%	-0.8%	9.5%
2010-2019	-5.5%	-0.9%	-2.2%	0.2%	-4.2%	-2.7%	-3.3%	-4.6%	-1.6%	3.6%
2011-2019	-6.0%	-0.3%	-1.1%	0.9%	-3.2%	-5.1%	-6.1%	-9.3%	-1.0%	-2.1%
2012-2019	-8.2%	-3.6%	-5.6%	-2.8%	-3.8%	-4.6%	-5.0%	-8.9%	-10.2%	-3.8%
2013-2019	-8.9%	-4.3%	-6.0%	-5.9%	-2.9%	-3.4%	-4.6%	-7.9%	-11.1%	-0.6%
2014-2019	-8.3%	-3.3%	-3.9%	-1.7%	-5.1%	-9.0%	-6.5%	-7.9%	-8.1%	-4.6%
2015-2019	-10.1%	-5.5%	-7.8%	-1.9%	-4.1%	-8.5%	-8.1%	-9.4%	-9.2%	-7.3%
2016-2019	-11.3%	-7.5%	-7.6%	-3.5%	-8.0%	-8.1%	-6.2%	-8.0%	-8.8%	-11.1%
2017-2019	-10.8%	-9.5%	-2.8%	-2.2%	-9.6%	-13.1%	-13.3%	-11.5%	-4.0%	-12.0%
2018-2019	-11.3%	-0.2%	-11.9%	1.0%	-20.6%	-17.5%	-9.3%	-17.7%	13.6%	-21.9%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

这其中青空银行的相对表现在几家银行中处于前列，我们在上一篇报告中也指出了，青空银行主要通过从事投资银行类业务和境外业务提升了盈利能力。

图 4：青空银行的盈利能力相对更强（2019 年）

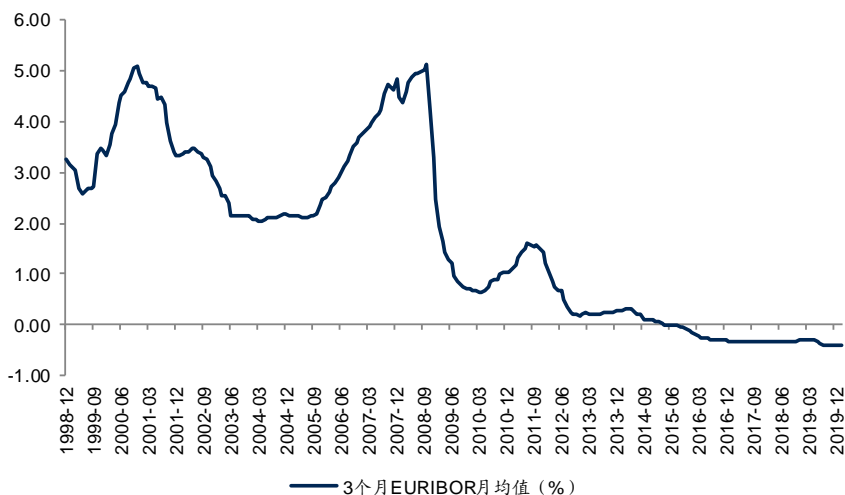


资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所整理

欧洲的情况

欧洲的三个月 Euribor 在次贷危机前有 2%以上，并不属于低利率环境。2007 年次贷危机后 Euribor 大幅下降，2010 年欧债危机之后又进一步下降，2014 年开始实施负利率，2015 年以来 Euribor 便进入了明显的负利率区间。我们将样本区间选定为 2004~2019 年。

图 5：Euribor 走势



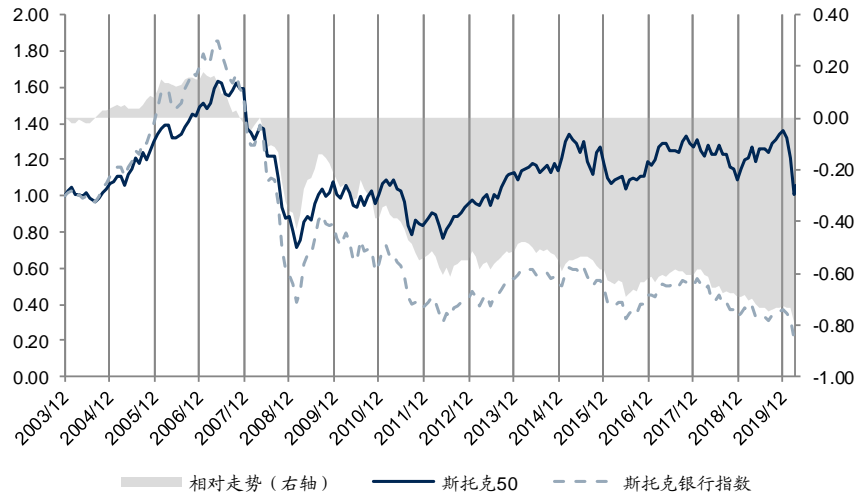
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们同样将首日标准化为 1，并用“斯托克银行指数/斯托克 50 指数-1”来观测两者的相对走势，这两个指数都是欧元区指数。如下图所示。欧洲的银行指数在次贷危机之前是跑赢大盘的，次贷危机之后相对大盘的走势有所波动，但大方

向上是跑输大盘的。

另外，与日本一样，欧洲的银行指数跑输大盘的时候是经济非常糟糕的时候，这期间大盘指数本身的收益也不高，次贷危机后最低点到最高点这样极端的年化收益率也只有 6.0%。

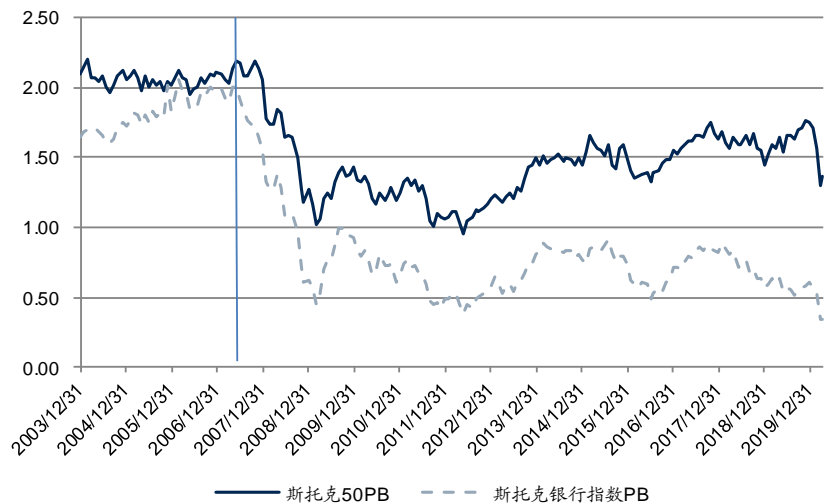
图 6：银行指数在次贷危机后跑输大盘，这期间大盘的绝对收益也不高



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

从估值来看，银行指数的估值在次贷危机之前相对大盘上升，在次贷危机之后大幅下降。而且欧洲的银行指数 PB 在次贷危机之前也是维持在 1 倍以上，次贷危机后银行指数估值才回落并破净。这一点和日本相似，次贷危机是银行股估值大幅回落的分水岭。

图 7：银行指数估值在次贷危机前相对大盘上升，次贷危机后落后大盘



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

我们在上一篇报告中提到的几家欧洲银行的回报率如何呢？我们同样将他们每一年年底到 2019 年年底的区间年化相对回报率列出，如下表所示。但需要注意的是，与日本不同，欧洲银行散落在不同国家，因此其股价会受不同国情影响，与斯托克指数的 β 可能有较大差别，所以此处数据仅做展示，不再进行分析。

表 2: 不同区间内, 各个证券相对斯托克 50 的年化相对收益率

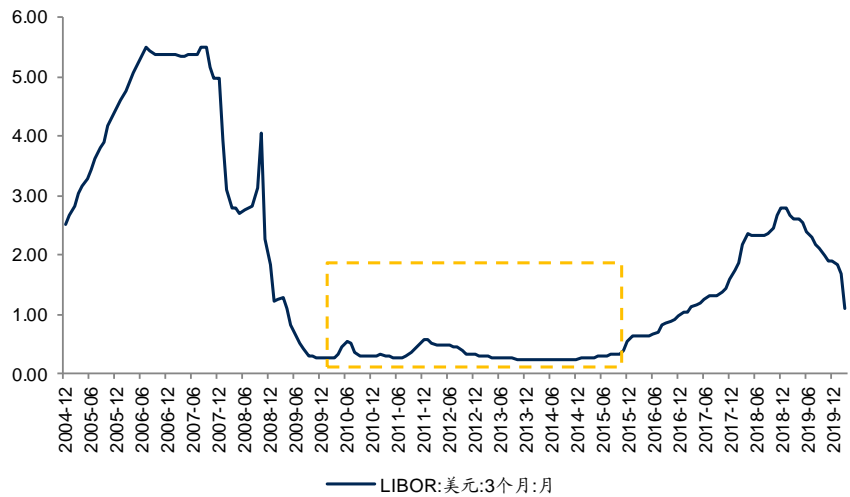
	斯托克银行指数	法巴银行	法国农业信贷银行	法兴银行	德意志银行	意大利联合圣保罗银行	西班牙国家银行	西班牙对外银行
2003~2019	-7.9%	2.7%	0.1%	-2.7%	-11.7%	1.4%	-1.0%	-1.9%
2004~2019	-8.6%	2.6%	-0.8%	-3.1%	-12.1%	0.9%	-0.6%	-3.0%
2005~2019	-9.4%	2.1%	-0.9%	-4.5%	-13.1%	0.5%	-1.0%	-3.1%
2006~2019	-10.4%	1.6%	-1.5%	-5.6%	-14.6%	-0.8%	-2.1%	-3.9%
2007~2019	-10.0%	2.8%	1.2%	-3.8%	-14.5%	-0.2%	-2.4%	-3.2%
2008~2019	-7.7%	5.8%	4.5%	-1.2%	-12.3%	0.6%	-2.1%	-3.6%
2009~2019	-10.3%	1.3%	1.9%	-3.2%	-16.7%	0.4%	-6.4%	-6.2%
2010~2019	-8.8%	2.3%	3.9%	-2.2%	-17.9%	4.4%	-4.4%	-2.7%
2011~2019	-6.6%	5.8%	12.4%	5.8%	-19.6%	7.3%	-4.6%	-4.6%
2012~2019	-7.3%	2.5%	10.7%	0.9%	-22.0%	9.6%	-5.7%	-5.0%
2013~2019	-9.3%	0.2%	7.4%	-3.2%	-23.5%	7.5%	-6.5%	-8.1%
2014~2019	-9.9%	2.9%	5.4%	-0.3%	-23.4%	2.3%	-10.6%	-7.8%
2015~2019	-10.2%	2.3%	6.9%	-5.0%	-26.1%	-3.0%	-3.4%	-5.9%
2016~2019	-10.7%	-3.4%	4.3%	-11.3%	-26.8%	2.4%	-8.7%	-8.2%
2017~2019	-17.3%	-5.3%	-0.9%	-11.8%	-36.5%	-3.4%	-16.7%	-15.7%
2018~2019	-13.7%	18.8%	21.8%	-2.4%	-23.8%	8.4%	-25.6%	-11.6%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

美国的情况

美国次贷危机之后利率也大幅下降, 在 2010~2015 年之间处于非常低的水平, 但 2015 年底美国开始加息, 避免了长期低利率的环境。因此我们主要观察网络泡沫破灭后到 2015 年的情况, 选定 2004~2015 年。

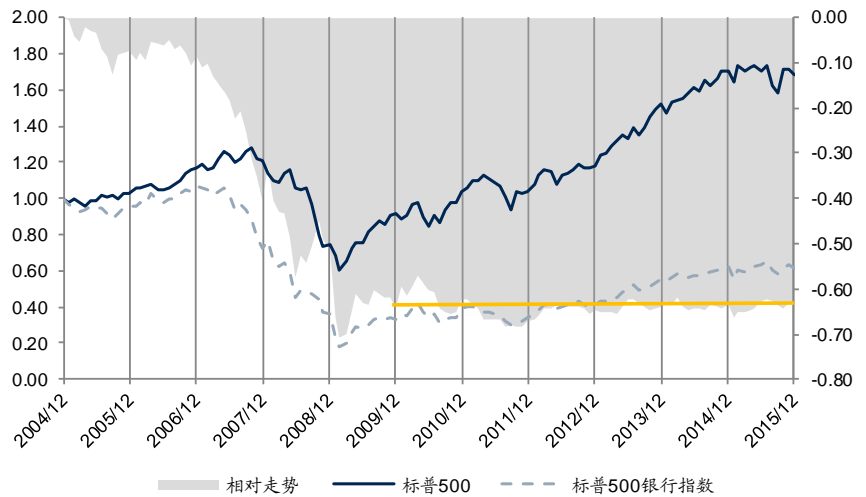
图 8: Libor 在 2010~2015 年之间也非常低, 2015 年底则开始加息



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们将首日标准化为 1, 方便观察; 我们用“标普 500 银行指数/标普 500 指数-1”来观测两者的相对走势。如下图所示。与日本和欧洲不同, 美国的银行指数在次贷危机期间大幅跑输大盘, 但在 2010~2015 年利率较低时期反而与大盘基本持平。而且与欧洲、日本不同, 这期间美国的大盘明显是个牛市, 期间年化收益率为 10.6%。

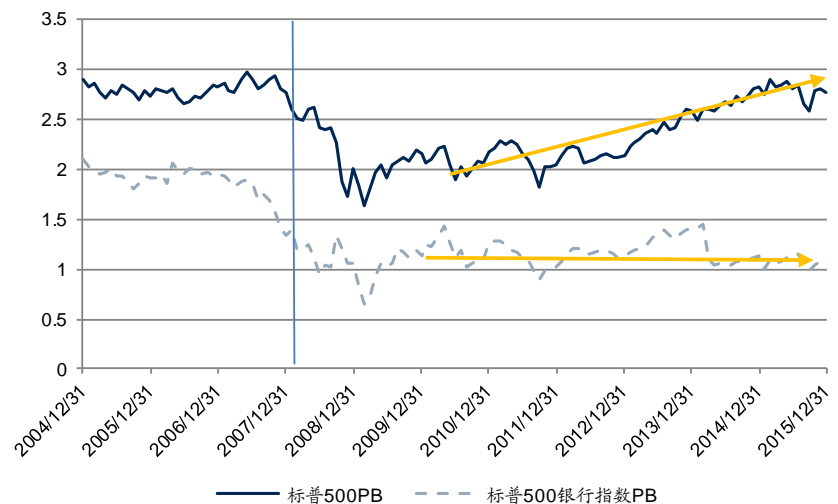
图 9：银行指数在次贷危机期间大幅跑输大盘，2010~2015 年基本跟大盘持平



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

美国银行指数能够跑赢大盘，主要还是依靠较强的盈利能力，毕竟其 ROA 在次贷危机后很快恢复正常，仍能达到 1%。结合估值来看就很明显：次贷危机后，2010~2015 年间大盘指数的 PB 不断上升，银行指数的 PB 略有下降，因此跟欧洲、日本一样，美国的银行指数估值也是落后大盘的。而同期银行指数是持平大盘的，也就是说，这期间银行的盈利能力较危机前回落了，因此估值也下了一个台阶，但银行的盈利能力仍高于其他行业，因此依靠业绩带动，在估值相对下降的情况下仍能跑平大盘。此外，由于美国的银行基本面优于欧洲和日本，也从未陷入负利率带来的困境中，其 PB 很少跌破 1。

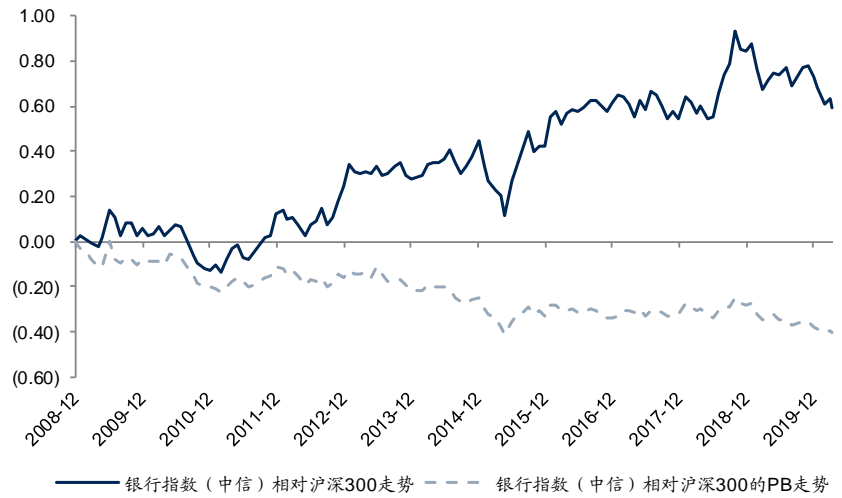
图 10：银行指数估值在 2010~2015 年落后大盘，但是指数本身持平大盘，意味着银行的业绩跑赢了大盘



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

美国银行指数的这一表现跟我国很像。我国银行指数估值自次贷危机后也是持续落后大盘，但凭借自身业绩增长，银行指数是跑赢大盘的。

图 11: 我国银行指数估值自次贷危机后持续落后大盘, 但凭借自身业绩增长, 银行指数跑赢大盘



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 相对走势首日标准化为 0。

我们将标普 500 指数中市值超过 100 亿美元的上市银行列出, 同样计算他们每一年年底到 2015 年底的区间年化相对回报率, 如下表所示。从美国的数据来看, 在低利率期间 (表中的 2009 年底~2015 年底), 各个银行相对大盘的走势分化很大, 这可能主要跟美国没有长期经历过极低利率环境有关, 所以没有出现大量银行跑输大盘的情形。

表 3: 不同区间内, 各个证券相对标普 500 的年化相对收益率

	标普 500 银行指数	摩根大通	美国银行	富国银行	花旗集团	合众银行	Truist	PNC	第一共和银行	M&T	五三银行	科凯国际	地区金融
2004-2015	-9.2%	2.8%	-11.7%	3.2%	-21.8%	1.0%	-2.2%	2.6%		-0.7%	-9.7%	-10.6%	-13.6%
2005-2015	-9.3%	2.8%	-12.7%	3.4%	-23.9%	1.5%	-2.4%	2.0%		-0.8%	-8.6%	-11.5%	-14.6%
2006-2015	-10.1%	1.9%	-14.5%	3.4%	-26.4%	0.4%	-2.2%	1.2%		-0.9%	-9.4%	-13.1%	-16.1%
2007-2015	-6.2%	3.6%	-13.5%	6.1%	-23.1%	2.0%	2.1%	3.0%		4.4%	-4.8%	-9.2%	-13.0%
2008-2015	-4.5%	1.2%	-9.2%	-0.8%	-15.9%	-2.4%	-4.4%	-0.1%		2.6%	3.4%	-4.2%	-8.1%
2009-2015	0.4%	-0.2%	-8.2%	4.3%	-2.8%	2.9%	-0.9%	2.0%		3.0%	4.6%	6.8%	1.1%
2010-2015	-0.7%	2.0%	-4.8%	4.6%	-8.2%	1.9%	0.3%	1.8%	8.5%	-0.3%	-1.0%	0.2%	-2.3%
2011-2015	2.8%	9.1%	19.9%	8.9%	5.7%	1.8%	1.0%	3.2%	9.5%	2.3%	2.1%	3.9%	11.1%
2012-2015	1.2%	4.9%	1.3%	7.3%	-3.2%	0.0%	-0.4%	7.8%	14.8%	-3.0%	-0.2%	5.7%	-0.4%
2013-2015	0.7%	4.0%	-0.2%	7.3%	-5.3%	0.0%	-1.8%	8.2%	8.4%	-0.8%	-4.9%	-4.0%	-4.6%
2014-2015	-0.4%	9.1%	-4.0%	2.6%	-3.4%	-2.1%	0.6%	7.5%	28.7%	-0.6%	2.0%	-2.4%	-6.2%

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

投资建议

我们在上一篇报告中提到, 我国还不用担心进入长期极低利率环境, 因此不需要担忧银行会进入欧洲、日本那样的困境当中。此外, 目前我国银行股估值非常低而且长期破净, 从欧洲、日本、美国来看, 其银行股在正常情况下很少会破净, 因此我国银行股的低估值可能已经隐含了对一次危机的悲观预期, 也就是说, 目前银行股的低估值隐含了很大的安全边际。因此, 尽管银行基本面有压力, 但我们仍然维持行业“超配”评级不变, 并重点推荐估值极低、盈利稳定的大型国有行, 包括工商银行、农业银行、邮储银行等, 同时也推荐其他基本面优异、差异化鲜明的中小银行, 包括宁波银行、常熟银行等。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

表 4: 估值表

收盘日:	港元汇率	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
2020/4/15	0.9082													
601398.SH	工商银行	5.13	13.7%	13.0%	12.4%	4.1%	4.9%	4.4%	0.81	0.74	0.68	6.2	5.9	5.7
601939.SH	建设银行	6.34	13.9%	14.6%	13.9%	5.1%	4.7%	5.9%	0.84	0.76	0.68	6.3	5.4	5.1
601288.SH	农业银行	3.42	13.4%	14.6%	13.7%	5.1%	4.6%	4.5%	0.75	0.68	0.62	6.0	4.9	4.7
601988.SH	中国银行	3.54	12.0%	13.9%	13.1%	4.5%	4.1%	3.9%	0.69	0.63	0.57	6.0	4.7	4.5
601328.SH	交通银行	5.18	11.5%	11.2%	10.8%	4.9%	5.0%	4.1%	0.60	0.55	0.51	5.4	5.2	5.0
601658.SH	邮储银行	5.25	13.2%	12.0%	12.1%	9.7%	16.5%	12.7%	1.07	0.92	0.84	8.5	8.3	7.3
600036.SH	招商银行	32.42	16.6%	16.7%	16.8%	14.8%	15.3%	13.1%	1.62	1.42	1.26	10.4	9.0	7.9
601166.SH	兴业银行	16.00	14.2%	13.8%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.76	0.68	0.61	5.6	5.2	4.8
600016.SH	民生银行	5.76	14.9%	14.1%	13.2%	1.0%	6.9%	4.8%	0.61	0.56	0.50	4.9	3.9	3.7
600000.SH	浦发银行	10.18	14.4%	12.8%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.68	0.61	0.55	5.5	5.0	4.7
601998.SH	中信银行	5.10	11.2%	13.3%	12.7%	4.6%	7.9%	5.8%	0.62	0.56	0.51	5.8	4.4	4.2
000001.SZ	平安银行	12.87	11.4%	11.2%	10.9%	7.0%	13.6%	13.9%	1.13	0.91	0.83	10.4	9.1	8.0
601818.SH	光大银行	3.60	11.7%	15.1%	14.6%	6.7%	11.0%	9.5%	0.65	0.59	0.53	5.9	4.2	3.9
600015.SH	华夏银行	6.46	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.50	0.46	0.43	5.0	4.9	4.9
601169.SH	北京银行	4.78	11.6%	11.2%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.58	0.53	0.49	5.2	4.9	4.6
601009.SH	南京银行	7.49	16.9%	16.6%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	0.93	0.83	0.73	6.0	5.2	4.6
002142.SZ	宁波银行	22.82	19.0%	17.3%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	1.94	1.51	1.31	11.7	9.9	8.4
600919.SH	江苏银行	5.90	12.4%	9.7%	10.0%	10.0%	11.9%	8.8%	0.66	0.62	0.58	5.7	6.7	5.9
601077.SH	渝农商行	5.27	15.2%	13.5%	12.8%	12.5%	1.4%	7.7%	0.95	0.85	0.68	6.7	6.6	6.1
002839.SZ	张家港行	5.43	9.2%	9.5%	10.1%	9.4%	14.0%	14.5%	1.04	0.97	0.90	11.8	10.3	9.0
601128.SH	常熟银行	6.74	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.44	1.12	1.02	12.4	10.5	8.8
平均			13.4%	13.1%	12.7%	8.3%	8.9%	8.4%	0.85	0.75	0.67	6.8	6.1	5.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032