

2020年5月5日

大浪淘沙

——2020年银行投资策略暨一季度综述

行业评级：看好

姓名 邱冠华 (分析师)
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

姓名 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230120020022

摘要

1、行业挑战：2020年银行业大浪淘沙，经营面临挑战

- 2020年银行业面临三大挑战：①疫情冲击资产质量；②利率市场化压制息差；③金融脱媒长期威胁。
- 考验银行三大核心经营能力：①战略把握能力；②风险管理能力；③数字经营能力。

2、经营展望：20年上市银行业绩增长，仍具有稳健性

- **经营回顾：疫情冲击下，上市银行经营业绩呈现出相对稳健性。** 20Q1全部A股（非银行）归母净利润同比负增长46%，增速较2019年大幅下滑；上市银行20Q1归母净利润仍实现正增长（+5.5%），增速较2019年小幅下滑，韧性超出市场预期。本质上来自于：①逆周期政策加码下规模增长超预期；②疫情对资产质量冲击，风险延后暴露。
- **经营展望：维持2020年上市银行营收增速在6%-7%、归母净利润增速5%-6%的判断，不良率预计较年初上升10bp左右。**
2020年上市银行盈利增长的核心指标是不良与信用成本。①营收端：规模增速先快后稳；息差继续收窄，股份行、城商行边际受益于货币宽松；中收和其他非息的贡献有望改善。②风险端：从上市银行一季报和业绩发布会披露信息来看，疫情冲击的不确定性边际下降，前期难以评估的零售风险出现边际缓和，大中型对公型企业的信用风险稳定。后续由于不良确认等财务操作或导致不良率、拨备覆盖率等账面指标恶化，但这不影响信用风险的本质改善。后续需持续关注海外疫情二次冲击对企业贷款资产质量的影响。

3、投资观点：不确定性下降带来机会，精选优质个股

- **行业观点：疫情影响的不确定性下降带来估值修复机会。** 前期疫情下市场担忧银行资产质量，造成股价重挫；一季报印证银行基本面的相对稳健性，复工复产下实际风险边际好转，促进估值修复。
- **精选个股：**未来十年银行将要发生的景象类似过去十年的水泥行业，行业增速下降，公司显著分化。**优选禀赋优良、战略得当、战术得法的优质银行。** 精选两个组合：（1）优秀奖组合：平安银行、兴业银行、招商银行、宁波银行；（2）进步奖组合：邮储银行、光大银行、南京银行。

目 录

CONTENTS

01

大浪淘沙：银行经营面临挑战

三大挑战：疫情的冲击 | 利率市场化 | 金融脱媒化

应对策略：研究赋能 | 科技赋能 | 集团赋能

02

经营展望：盈利增长相对稳健

业绩回顾：上市银行及各子行业

盈利预测：规模增长 | 息差变动 | 非息收入 | 资产质量

03

精选个股：银行中的核心资产

行业观点：不确定性下降的逻辑

精选个股：平安 | 兴业 | 招行 | 宁波 | 邮储 | 光大 | 南京

01

大浪淘沙

疫情的冲击

利率市场化

金融脱媒化

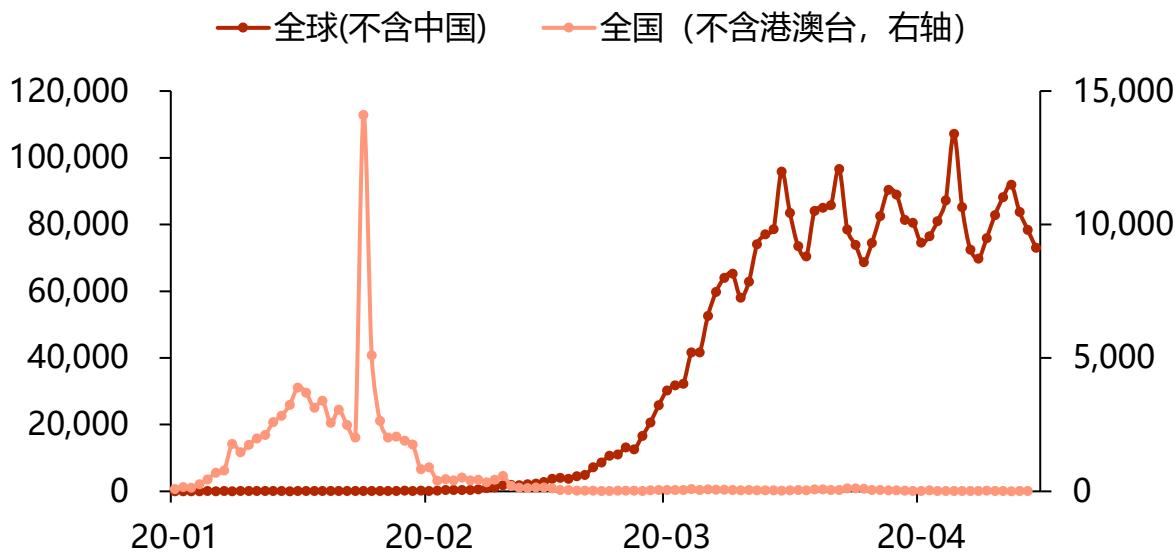
疫情的冲击

大浪淘沙

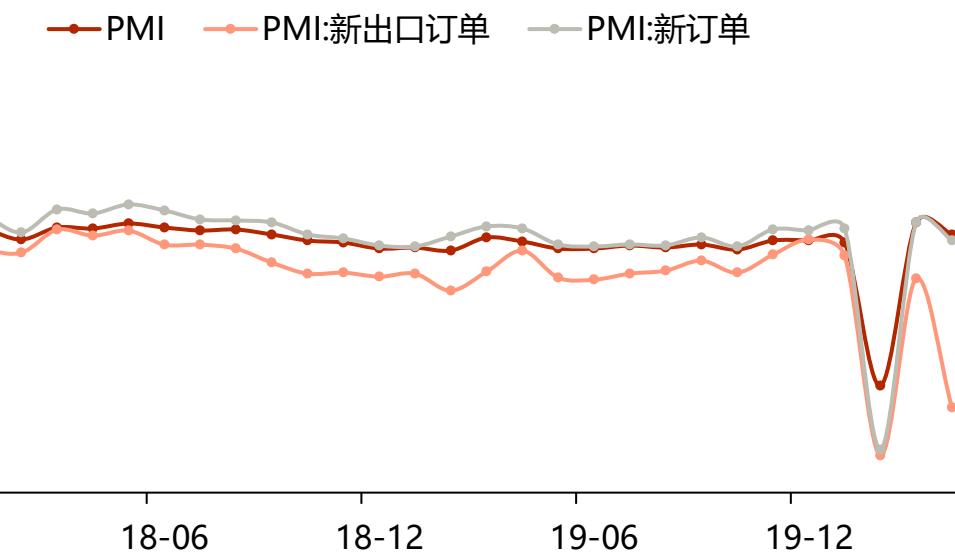
20Q1新冠肺炎疫情对银行经营形成负面冲击。核心在于：

- 对银行资产质量冲击。** 疫情下生产经营和消费活动受到抑制，前期零售资产质量先行恶化，后期海外疫情二次冲击下，国内进出口及相关产业链受到的影响仍然难以全面衡量。根据银保监会，20Q1贷款逾期和违约情况增多，银行业不良率较年初上升6bp，20Q1办理续贷5768亿元、延期还本付息中小企业贷款8800多亿元，分别占20Q1末贷款总额0.36%和0.55%。
- 对银行展业形成挑战。** 疫情下要求“无接触服务”，对商业银行线上化展业能力提出要求。疫情期间科技能力强的银行受冲击相对小，甚至能够形成相对优势。

当日新增新冠肺炎确诊病例



疫情冲击实体经济

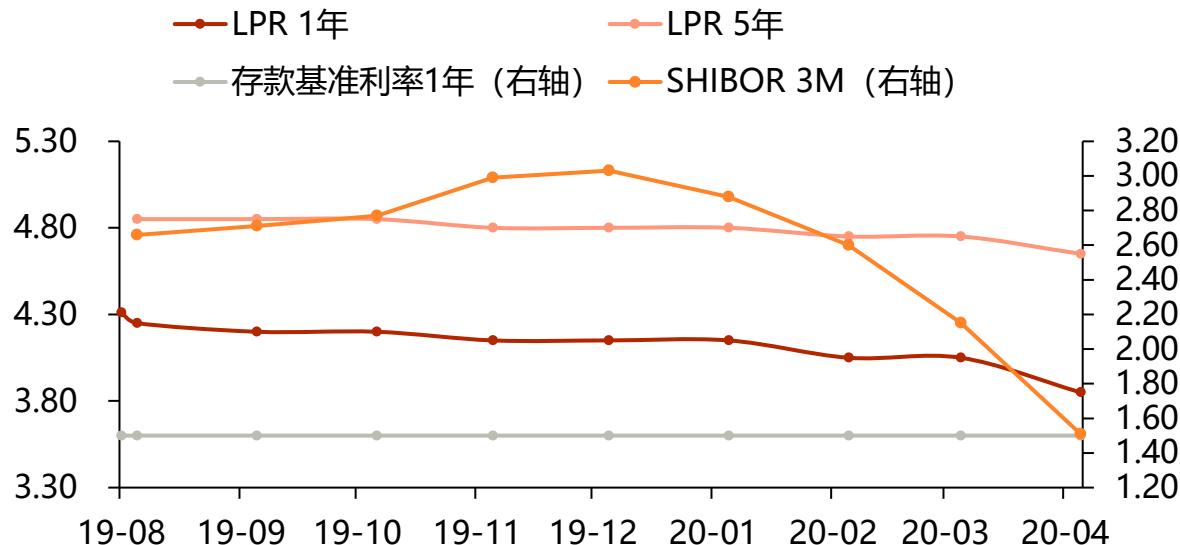


数据来源：wind, 浙商证券研究。

利率市场化背景下，银行息差进一步压缩。

- 资产端：利率市场化改革背景下，LPR报价持续下行，且市场预期1年期LPR利率还有10bp+的下降空间。①2020年主要受续定价的影响，即新投放资产收益率下行；②2021年主要受重定价影响，随着2020年3-8月LPR换锚工作的逐步完成，后续LPR重定价对银行贷款收益率的影响将显现。
- 负债端：存款基准利率长期保留。即便LPR和存款基准利率同幅度下调，银行为了争取客户，存款成本率存在刚性，息差仍有收窄压力。

各类利率变动



表：各类利率与利率互换曲线

	标准期限	LPR 1Y	LPR 5Y	SHIBOR 3M
最新利率		3.85	4.65	1.51
利率互换 收盘曲线	6M	3.78	4.65	1.47
	9M	3.76	4.64	1.54
	1Y	3.73	4.64	1.58
	2Y	3.68	4.62	1.74
	3Y	3.68	4.63	1.90
	4Y	3.68	4.71	2.05
	5Y	3.68	4.72	2.19
	7Y	3.95	4.41	2.46
	10Y	3.95	4.49	2.74

数据来源：wind，浙商证券研究。截至2020年4月30日。

01

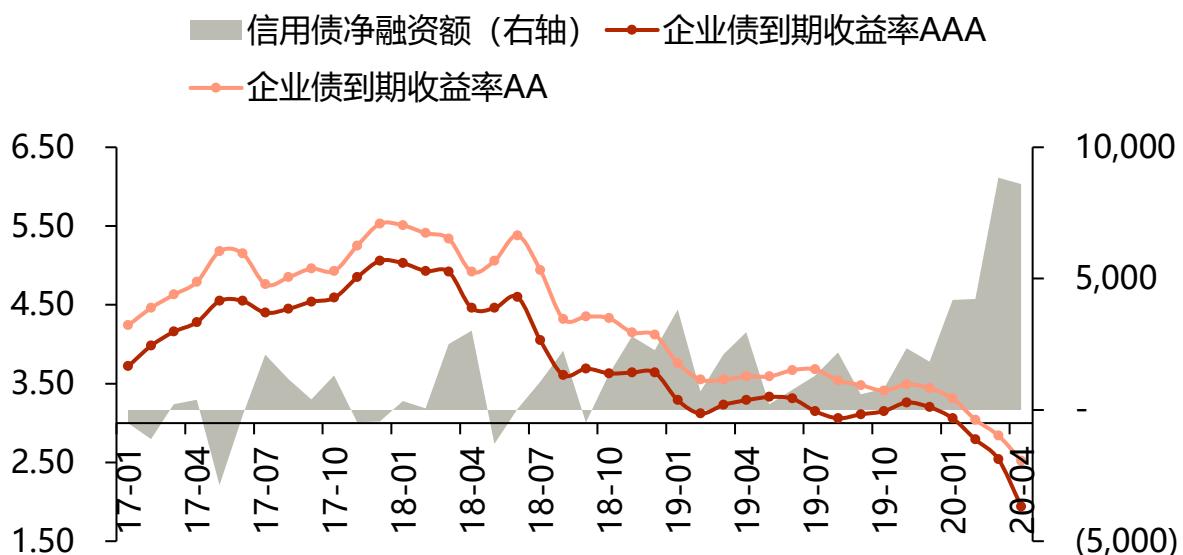
金融脱媒化

大浪淘沙

金融脱媒的挑战。事实上金融脱媒是大势所趋，也不是新鲜的概念。客户对金融和生活服务的需求转变，对传统银行形成挑战。

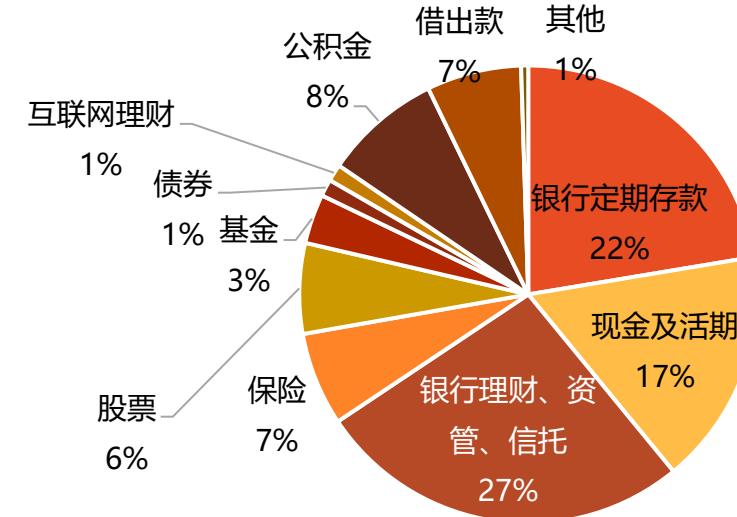
- 融资需求，对应银行资产端：低利率环境下，优质企业直接融资快速发展，银行争夺优质企业要么选择降价（红海市场），要么提供综合金融服务（债券承销、综合方案等）。
- 投资需求，对应银行负债端：居民和企业投资多元化，存款向理财、资管、基金、股票等搬迁。2019年城镇居民家庭金融资产中，46%投向各类资产管理类产品，已经超过存款占比（含活期和定期，占比39%）。
- 综合服务，对应银行中收端：快捷的互联网金融服务对商业银行的客户渠道和粘性形成挑战，银行需加大金融科技投入、提供便捷服务、提升客户体验。

优质企业发债融资快速增长



数据来源：wind, 浙商证券研究。

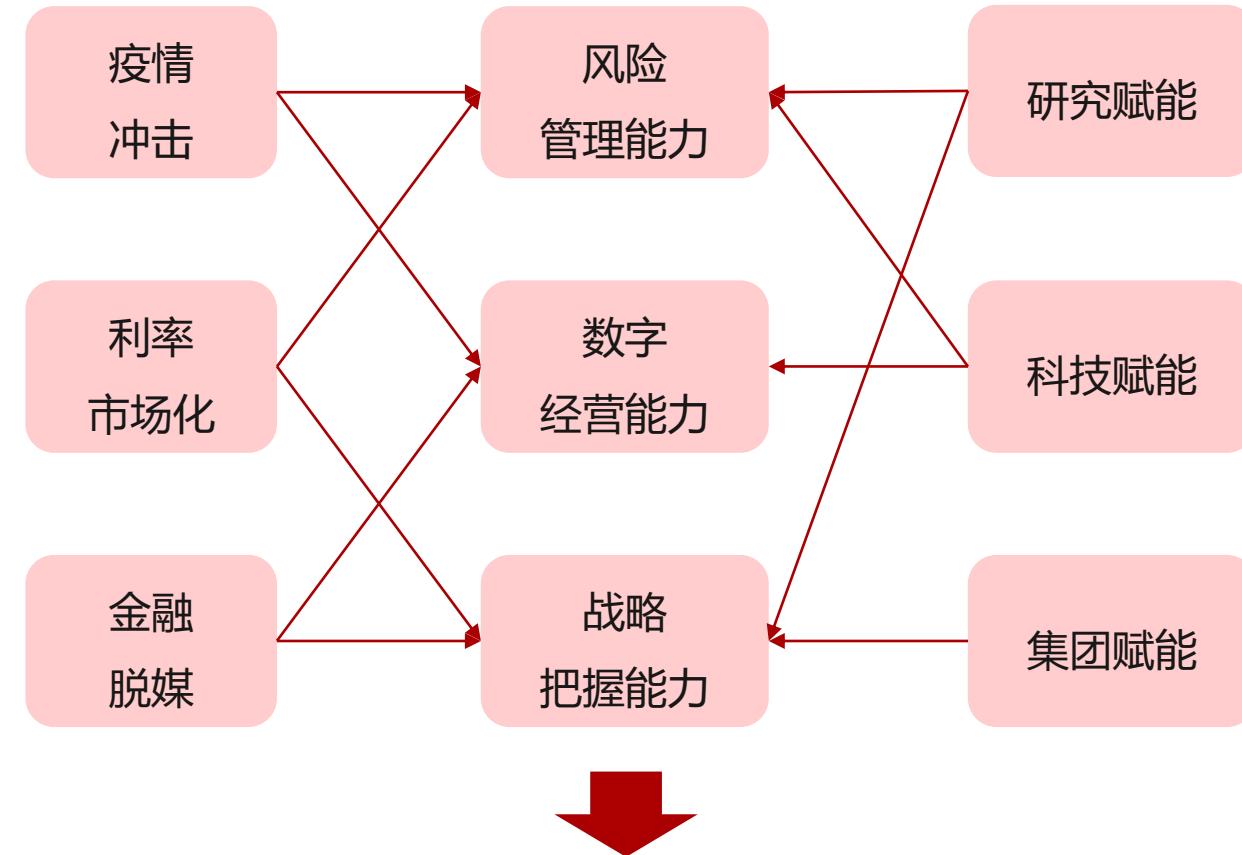
2019城镇居民家庭金融资产构成



三大挑战背景下，考验银行的三大核心经营能力：

- 战略把握能力。** (1) 资产端（广义）：①零售客户，经济下行背景下，零售业务风险相对较低、银行议价能力较强，仍是好的选择。疫情对消费贷款形成暂时性冲击，但不改大的方向。②对公客户，利率市场化和金融脱媒背景下，资产端大型优质对公客户的服务向投资银行转型；中小型企业服务仍有空间，考验银行风险管理能力和定价能力。（2）负债端（广义）：做大做强表外业务，财富管理是大的方向。
- 风险管理能力。** 经济下行、疫情冲击、利率市场化，对银行风险管理（信用风险、利率风险、市场风险、操作风险等）都提出更高要求，银行需以更强的研究能力、科技能力来提升风险管理水平。
- 数字经营能力。** 疫情冲击和金融脱媒背景下，银行数字化经营能力越强，越能够取得相对优势。

最终优选“禀赋优良+战略得当+战术得法”的优质上市银行。



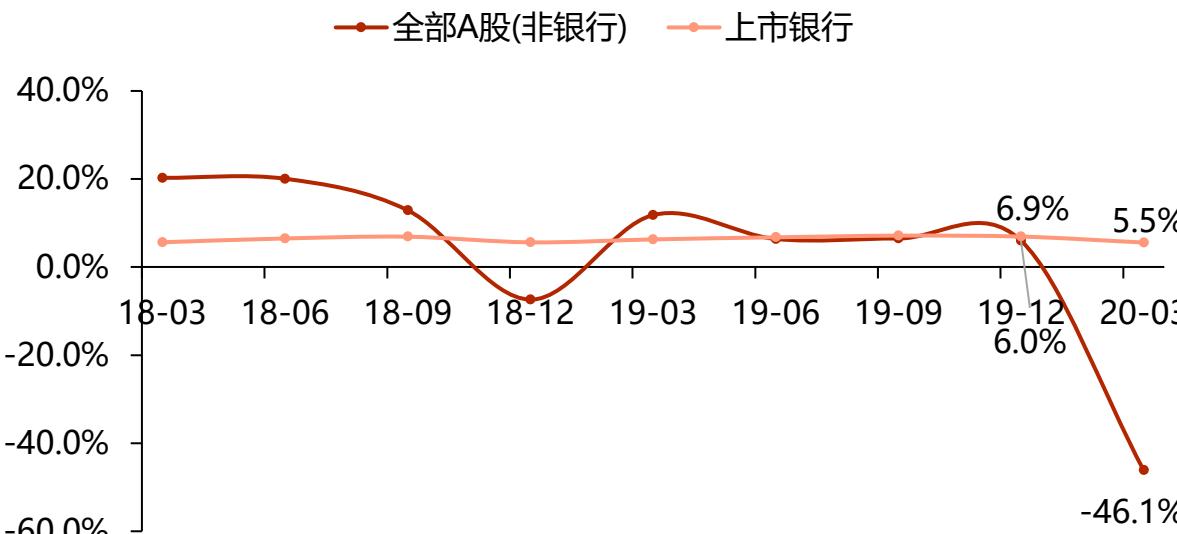
02

经营展望

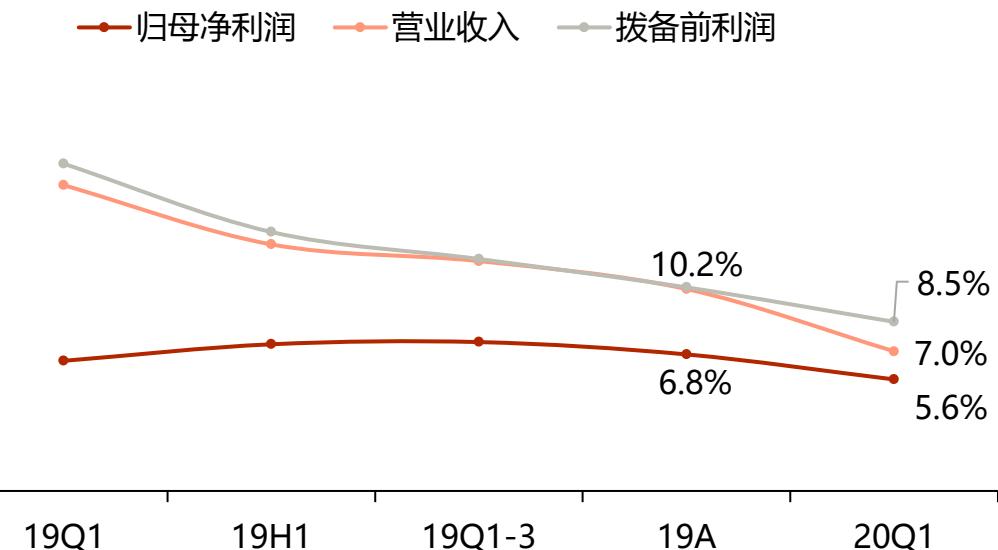
规模增长
息差变动
中间业务
投资收益
资产质量

疫情冲击下，上市银行经营业绩呈现出相对稳健性。2020年一季度突发新冠肺炎疫情，实体经济和银行业都受到冲击。考虑银行业的资产端实际上是实体经济的优先级，因此业绩反映具有一定滞后性和相对稳健性。具体来看，20Q1全部A股（非银行）归母净利润同比负增长46%，增速较2019年大幅下滑；上市银行20Q1归母净利润仍实现正增长（+5.5%），增速较2019年小幅下滑，韧性超出市场预期。

归母净利润同比增速：银行相对稳健性



20Q1上市银行营收与利润增速边际下滑



数据来源：wind，浙商证券研究。

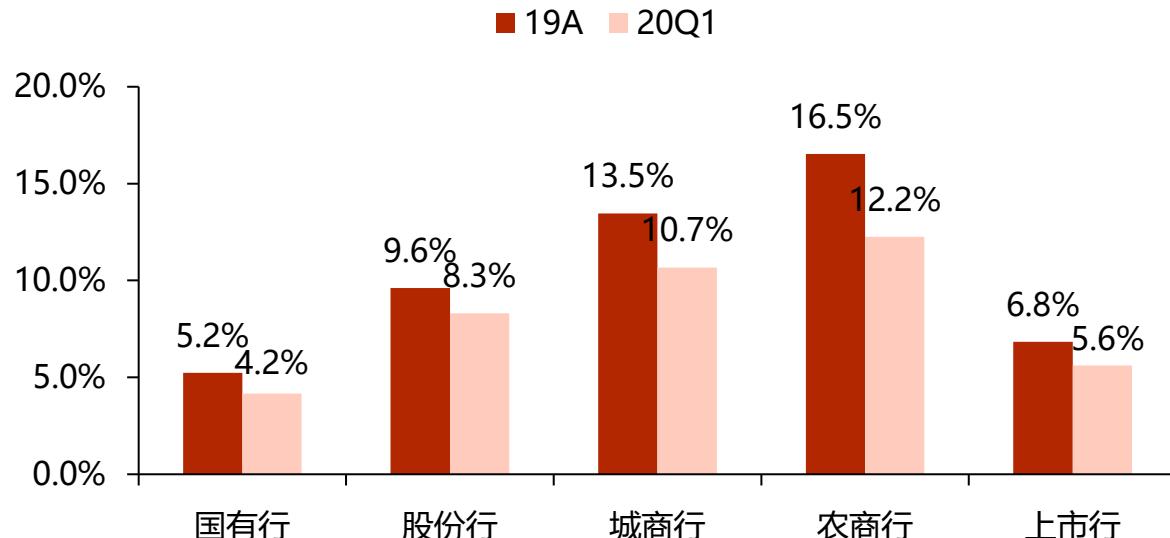
注：除左图外，其他图表上市银行样本为2017年及以前已上市的25家上市银行+成都银行、长沙银行、邮储银行，增速为加权平均，下同。

经营展望

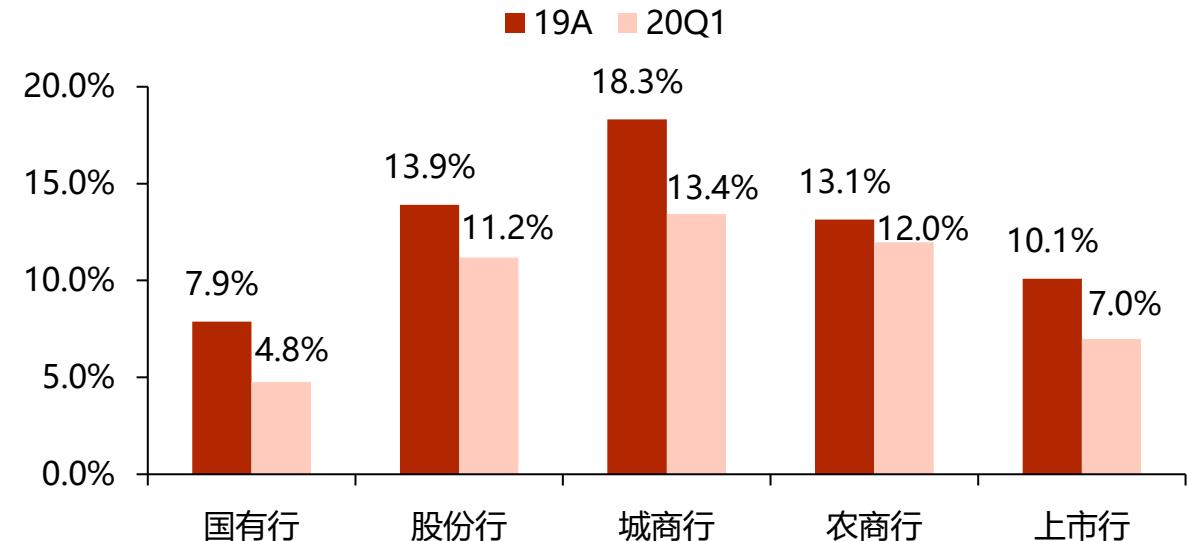
各个子行业来看：

- 归母利润：20Q1上市银行归母净利润增速5.6%，相较2019年下降1.2pc。其中：国有行、股份行、城商行、农商行增速分别为4.2%、8.3%、10.7%、12.2%，增速较高的子行业同样降幅也较大。
- 营业收入：20Q1上市银行营收增速7.0%，相较2019年下降3.1pc，其中：国有行、股份行、城商行、农商行增速分别为4.8%、11.2%、13.4%、12.0%，城商行、国有行增速较2019年下降较多。

归母净利润增速：国有行<股份行<城商行<农商行



营收增速：城商行>农商行>股份行>国有行



数据来源：wind, 浙商证券研究。

20Q1的业绩超预期本质上来自于逆周期调节政策和风险延后暴露。

- 规模增速超预期：逆周期政策下，银行规模增长有力支撑实体经济融资需求和自身的营收增长。
- 资产质量超预期：实际上反映了疫情前的资产质量向好趋势，疫情期间信用风险的变化还未完全反应在银行表内。但从部分银行已披露的数据来看，若海外疫情冲击可控，则可以通过加大核销和降低拨备覆盖率来缓释利润增长的压力。

表：上市银行盈利增速驱动因子分解

	国有行			股份行			城商行			农商行			上市行		
	19A	20Q1	Δ	19A	20Q1	Δ	19A	20Q1	Δ	19A	20Q1	Δ	19A	20Q1	Δ
资产增长	8.0%	9.3%	1.3pc	8.1%	11.7%	3.7pc	10.3%	10.5%	0.2pc	10.9%	8.9%	-2.0pc	8.2%	10.0%	1.8pc
息差扩大	-3.5%	-3.0%	0.5pc	8.3%	0.4%	-7.9pc	-5.7%	6.9%	12.5pc	-2.2%	-1.1%	1.1pc	-0.8%	-1.6%	-0.8pc
非息收入	3.4%	-1.6%	-4.9pc	-2.5%	-1.0%	1.5pc	13.6%	-3.9%	-17.6pc	4.4%	4.1%	-0.3pc	2.8%	-1.4%	-4.2pc
成本	-1.3%	0.9%	2.1pc	2.4%	2.2%	-0.2pc	2.1%	1.6%	-0.5pc	0.9%	1.8%	0.9pc	0.1%	1.5%	1.4pc
拨备	0.0%	-1.3%	-1.2pc	-7.7%	-6.3%	1.4pc	-4.6%	-5.9%	-1.3pc	6.9%	-2.2%	-9.1pc	-2.5%	-3.1%	-0.6pc
税收	-1.0%	-0.9%	0.1pc	1.4%	1.1%	-0.3pc	-2.1%	1.7%	3.8pc	-2.3%	1.2%	3.5pc	-0.4%	-0.2%	0.2pc
净利润	5.6%	3.4%	-2.2pc	10.0%	8.2%	-1.9pc	13.8%	10.9%	-2.9pc	18.7%	12.8%	-6.0pc	7.2%	5.1%	-2.1pc

数据来源：wind，浙商证券研究。

2020年上市银行盈利增长的核心指标是不良与信用成本。从上市银行一季报和业绩发布会披露信息来看，疫情冲击的不确定性边际下降，前期难以评估的零售风险出现边际缓和，大中型对公型企业的信用风险稳定。后续由于不良确认等财务操作或导致不良率、拨备覆盖率等账面指标恶化，但这不影响信用风险的本质改善。后续需持续关注海外疫情二次冲击对企业贷款资产质量的影响。

维持判断：2020年上市银行营收增速在6%-7%，归母净利润增速5%-6%，具体预测见下表。

简化利润表	核心因素	18A	19A	20Q1	20E	预测思路
利息净收入	规模增速	6.4%	9.0%	10.9%	10.4%	逆周期政策下，Q2资产增速继续走高，随后边际回落
	× 净息差	1.96%	1.97%	1.92%	1.89%	资产收益率下行快于负债端成本率
+ 非息收入	中收增速	2.3%	6.4%	4.4%	9.7%	疫情对卡业务和支付结算的负面冲击边际消退
	其他非息增速	29.0%	32.2%	4.5%	12.4%	债券市场强劲表现、高基数效应消退、疫情对非银行业务的冲击消退
营业收入	营收增速	8.7%	10.1%	7.0%	6.8%	
	成本收入比	33.7%	33.7%	29.8%	33.6%	
- 管理费用	信用成本	1.26%	1.29%	1.44%	1.26%	营收走弱背景下信用成本难以大幅上升，拨备覆盖率预计下降
	实际税率	17.9%	18.5%	18.6%	18.4%	
≈ 净利润	归母净利润增速	5.8%	6.8%	5.6%	5.5%	

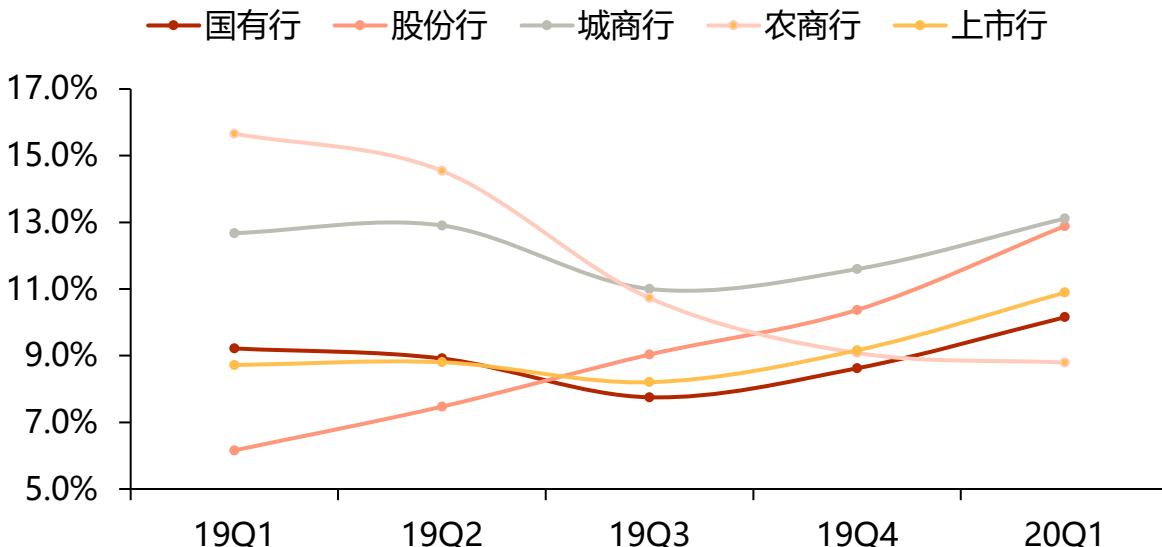
数据来源：wind，浙商证券研究。注：中信银行和光大银行信用卡分期手续费收入调整对汇总指标形成一定扰动。

单位: %	国有行			股份行			城商行			农商行			上市银行		
	18A	19A	20E	18A	19A	20E	18A	19A	20E	18A	19A	20E	18A	19A	20E
资产增长	6.6	8.3	9.8	4.9	10.5	12.0	10.2	9.8	10.2	12.8	8.4	9.2	6.4	9.0	10.4
净息差	2.05	1.99	1.89	1.78	1.99	1.95	1.74	1.65	1.68	2.52	2.48	2.43	1.96	1.97	1.89
手续费增长	3.6	8.3	7.4	1.5	3.2	13.0	-7.6	8.5	13.7	-24.4	7.6	14.5	2.3	6.4	9.7
其他非息收入增长	4.9	36.8	10.0	114.0	4.1	15.0	65.2	136.4	20.0	107.6	51.7	20.0	29.0	32.2	12.4
营收增长	7.9	7.9	4.7	9.6	13.8	10.5	14.0	18.3	13.4	18.4	13.1	8.8	8.7	10.1	6.8
成本收入比	35.2	36.1	36.1	30.8	29.5	29.5	28.3	27.0	27.1	34.7	34.6	34.5	33.7	33.7	33.6
广义信用成本	1.09	1.06	1.01	1.67	1.84	1.81	1.50	1.58	1.59	0.70	0.65	0.60	1.26	1.29	1.26
实际税率	18.5	19.5	19.5	18.0	17.2	17.0	9.9	11.7	11.4	9.8	13.1	13.0	17.9	18.5	18.4
净利润增速	4.9	5.2	4.0	6.5	9.6	8.5	13.7	13.5	10.2	11.3	16.5	9.6	5.8	6.8	5.5
不良率	1.39	1.33	1.40	1.70	1.62	1.73	1.26	1.23	1.35	1.43	1.34	1.46	1.44	1.38	1.49

数据来源: wind, 浙商证券研究。注: 中信银行和光大银行信用卡分期手续费收入调整对汇总指标形成一定扰动。

规模增速预计将趋于平稳。①总体来看：20Q1上市银行生息资产同比增速从2019年的9.0%提升至11.0%，规模扩张明显加快。一是归因逆周期调节政策；二是利率下行期间抢开门红。②各子行业：各类型行业中只有农商行增速略有放缓，并非是贷款增长放缓，而是同业资产和存款准备金资产出现比较明显的收缩。③贷款结构：Q1信贷投放以对公贷款为主，零售贷款需求受抑制、发放受疫情阻碍。20Q1上市银行对公贷款较年初增长7.1%，而零售仅增长3.0%。根据浙商证券宏观研究团队观点，逆周期政策下社融和信贷增速将在Q2达到年内高点（分别为12.0%、13.5%）。**展望未来：我们亦判断2020年全年上市银行资产增速将冲高后小幅回落，全年生息资产增速在10%-11%。**结构上，预计贷款占比进一步提升，且后续发力重点为恢复性消费带来的零售贷款和逆周期政策带来的对公项目需求。

上市银行生息资产同比增速：规模扩张加速



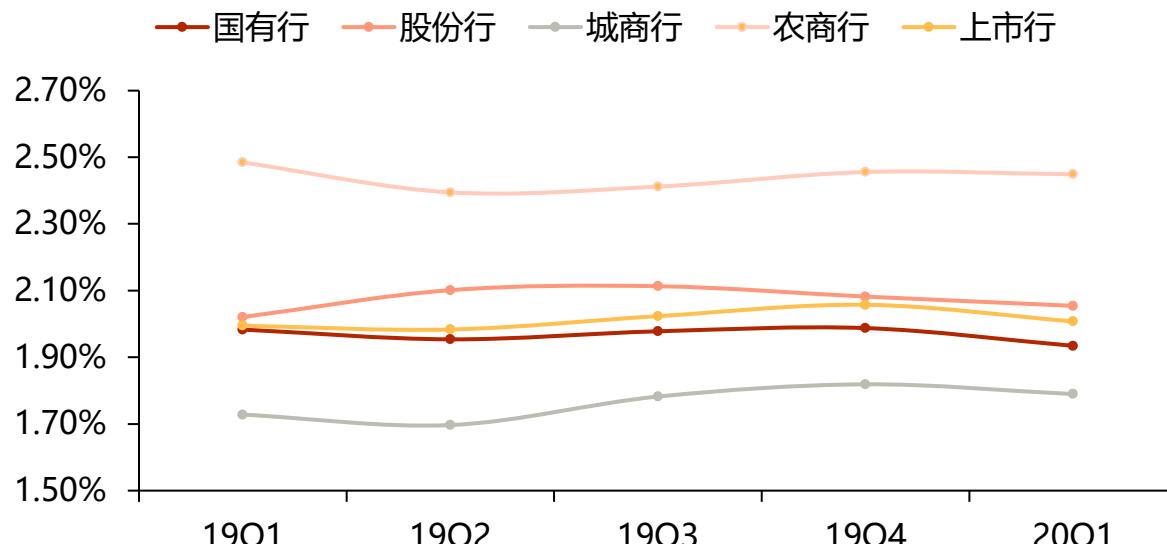
数据来源：wind, 浙商证券研究。

表：上市银行各类资产环比增速20Q1

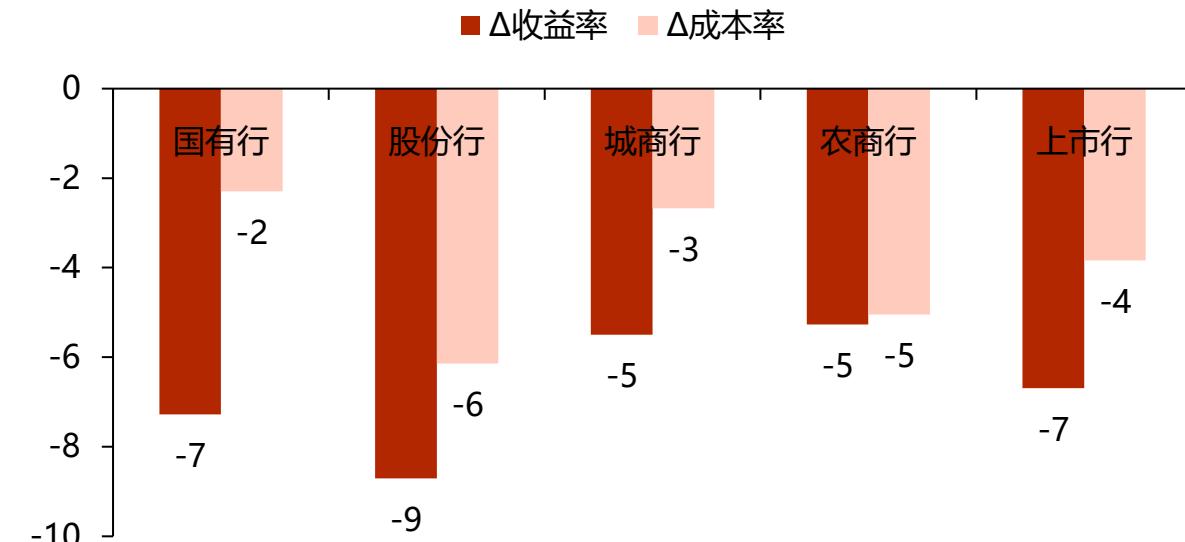
各类资产环比增速	生息资产	贷款总额	对公贷款	零售贷款	金融投资	同业资产	存放央行
国有行	5.8%	5.4%	7.0%	3.1%	4.4%	18.2%	4.6%
股份行	4.1%	4.9%	6.9%	2.6%	4.6%	19.1%	-15.9%
城商行	5.9%	7.2%	9.8%	2.1%	5.1%	-11.3%	13.3%
农商行	4.6%	5.6%	6.1%	4.5%	7.1%	-1.7%	-8.4%
上市行	5.4%	5.4%	7.1%	3.0%	4.5%	17.2%	1.5%

息差下行压力存在结构性差异。20Q1上市银行净息差继续收窄，延续2019年以来收益率和成本率同时下行的态势，19Q4以来收益率下行成为息差下行的主导因素，并且此趋势预计将持续。从各子行业来看：①资产端收益率下行，20Q1股份行幅度最大，超市场预期，推测主要是高收益率的零售贷款投放受影响和低收益率同业资产占比上升导致；②负债端成本率，股份行成本率下降较多，推测主要受益于主动负债成本率的改善。

上市银行净息差走弱



20Q1净息差变动拆分(bp)

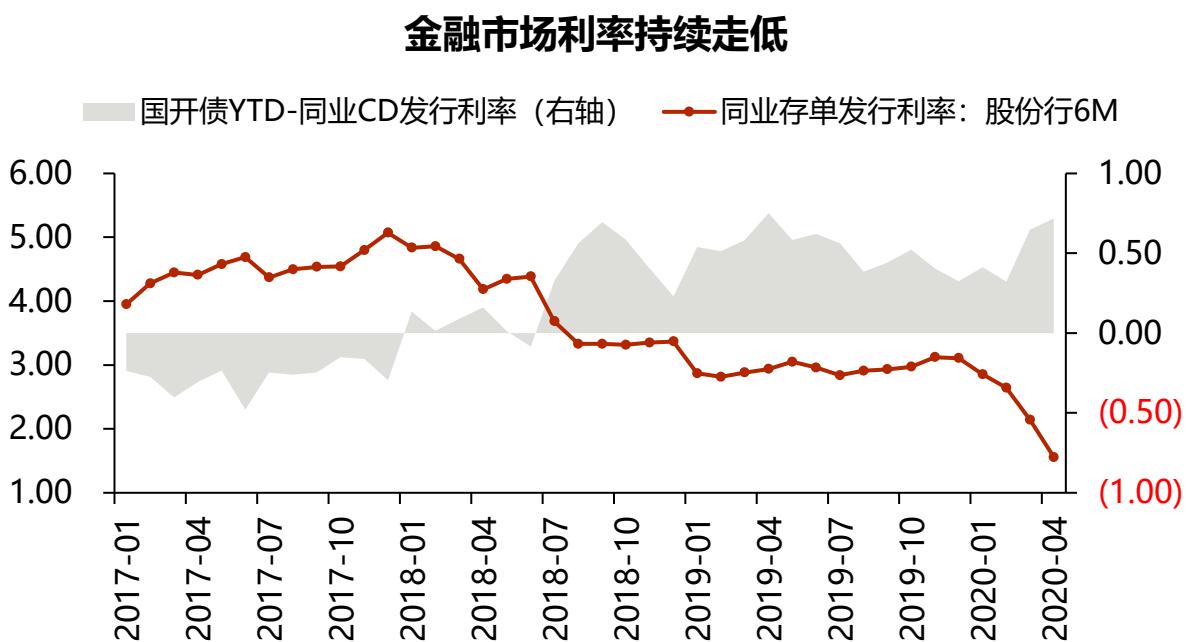


数据来源：wind，浙商证券研究。注：不包括中信银行（因19Q4起调整信用卡现金分期收入至利息收入）。

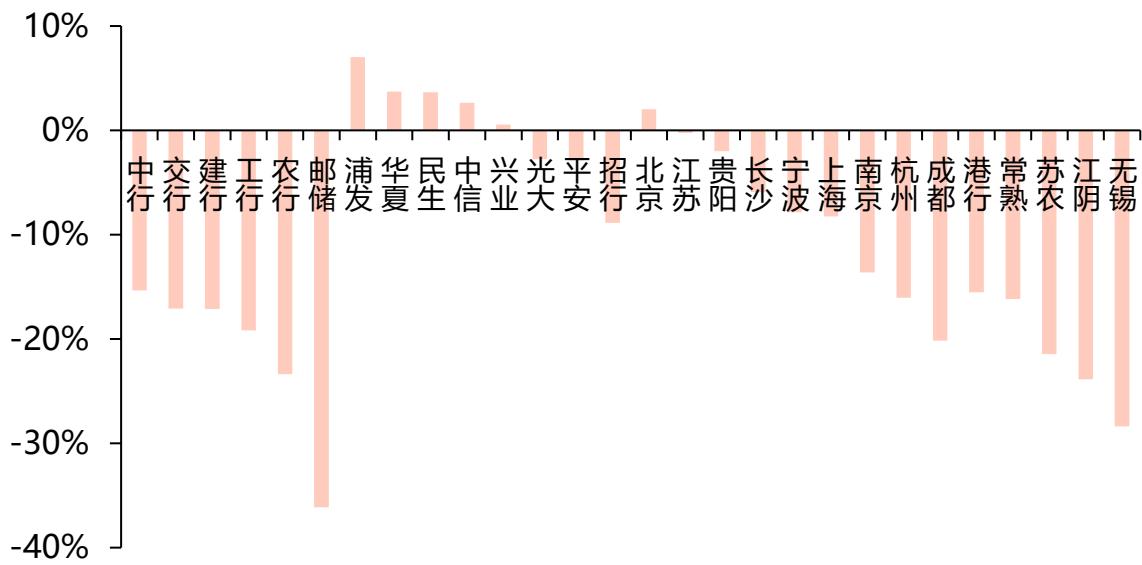
经营展望

展望未来，股份行和城商行抵御息差下行的能力较强，尤其是股份制银行。

- 资金市场利率快速下行背景下，主动负债占比高的银行负债端腾挪空间更大。** 2020年以来金融市场利率再次快速走低，对不同类型银行的息差影响形成分化。以“金融市场净融入/生息资产”来衡量银行对资金市场利率的利率风险敞口，发现：①股份行、城商行相对受益于2020年宽松的货币环境；②国有行、农商行相对受损，是金融市场的净融出方。
- 零售贷款恢复性增长将有助于稳定股份行资产端收益率。** 股份行近几年投放零售资产较多，零售贷款占比为各类子行业中最高，未来也相对受益于零售贷款的修复。



上市银行金融市场净融入/生息资产



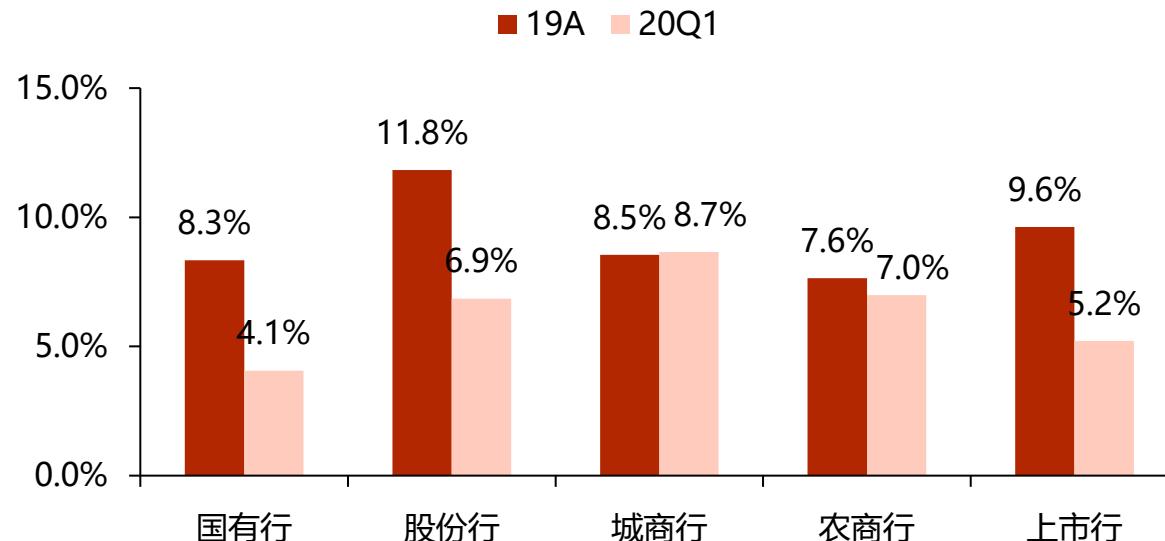
数据来源：wind, 浙商证券研究。注：金融市场净融入=同业负债+发行债券-(同业和金融投资-非基金的SPV投资)，2019年末。

经营展望

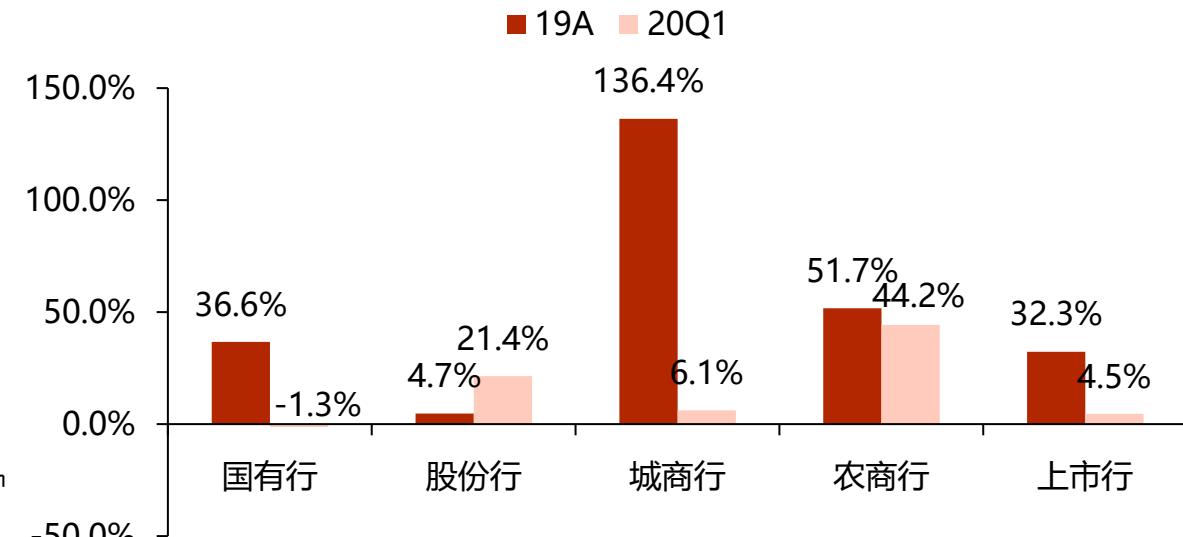
非息收入拖累有望改善。非息收入对营收的拖累作用主要表现为：

- 中收受到疫情冲击。20Q1国股大行中收增速较19年明显下降4-5pc，主要是疫情下交易结算、信用卡业务受冲击，好在财富管理和投资银行业务发展势头较好，弥补部分不足，使得整体中收增速好于市场预期。展望未来，随着复工复产和消费修复，前期受负面影响较多的卡业务和交易结算预将边际改善，但财富管理业务的低基数效应也将消退，预计中收整体平稳增长。
- 其他非息基数效应。各子行业表现分化，其中：共性的因素是2019年的高基数效应，除此以外特殊因素还包括国有银行其他业务收入受冲击，以工行为例，20Q1保费收入和支出均下降，且对冲账户类商品业务的衍生合约损失增加，拖累营收增速转负。展望未来，债券市场强劲表现、高基数效应消退和疫情对非银行业务的冲击消退，有望带来非息收入拖累的改善。

上市银行中收同比增速下滑



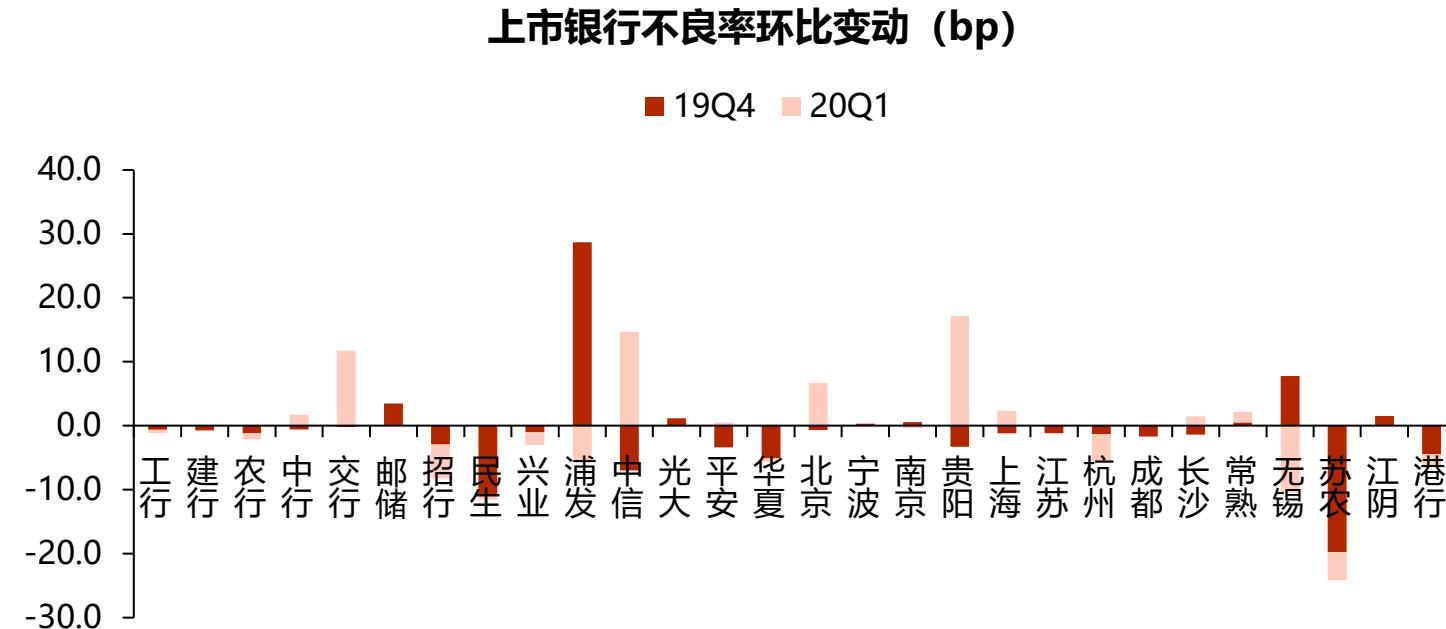
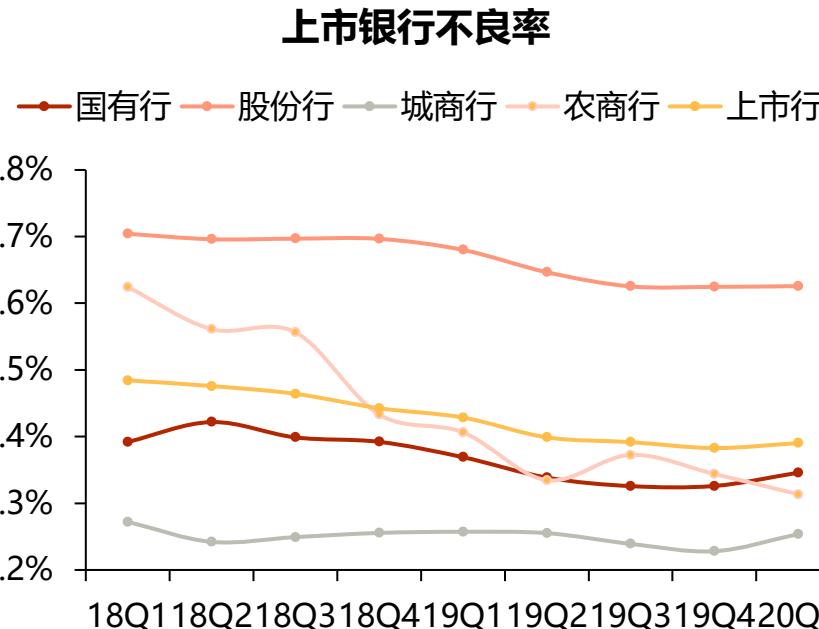
上市银行其他非息收入增速



经营展望

20Q1不良表现超预期。 20Q1上市银行不良率较19Q4仅微幅上升1bp至1.39%，表现远好于市场预期。①从账面风险的角度，不良率好于预期本质上归因于风险延后暴露，按照上市银行不良确认标准，通常是逾期60+或者90+确认为不良，因此Q1不良率表现暂时还未完全体现疫情对资产质量的冲击。②从实际风险的角度，疫情冲击下部分银行关注率上升了20-40bp，而这其中主要的压力来自于零售贷款（信用卡和消费贷款）和中小微企业。

展望未来不良压力最大时点或在Q2/Q3。 ①零售贷款风险边际回落，主要是随着复工复产、消费恢复、催收产能上线，零售贷款逾期压力下降。但2-3月上旬产生的逾期贷款逐步转为不良，形成新的不良生成压力。②对公贷款风险存在不确定性，主要是海外疫情二次冲击进出口及相关产业链的影响。若海外疫情能够控制，那么不良生成压力最大的时点预计在二三季度。



数据来源：wind, 浙商证券研究。

以招行Q1情况为例简单测算逾期转为不良的生成压力。基于三大假设：①20Q1新生成的逾期还未计入不良（有可能在Q2催收回来，不一定全部计入不良）。②逾期新生成情况在Q2回落至疫情前的水平。（根据上市银行业绩发布会，4月中旬以来零售贷款逾期和入催情况已经回落至疫情前的水平）③未考虑Q1展期客户于Q2违约的情况。

测算得到Q1新生成逾期会导致Q2不良生成率上升28bp，各类零售贷款不良生成率上升幅度不一，**信用卡和小微的不良生成压力更大**。未来银行仍可通过加大核销力度来应对不良上升压力，2019年核销转出率约为60%不到，还有提升空间。

表：招商银行20Q1资产质量变化与测算

单位： 百万元	贷款余额 19A	△ 贷款	△ 不良	△ 关注	△ 逾期	△逾期- △不良	额外 生成率
公司贷款	1,624,314	147,079	-2,958	-509	-2,146	812	0.05%
票据贴现	224,884	57,747	-19	-257	-	19	0.01%
个人贷款	2,327,955	9,894	3,355	7,795	14,250	10,895	0.47%
小微贷款	405,149	17,624	87	2,204	2,776	2,689	0.66%
个人住房	1,098,547	31,375	141	2,857	3,090	2,949	0.27%
信用卡	670,921	-45,383	2,789	2,145	7,464	4,675	0.70%
消费贷	123,691	7,641	318	516	793	475	0.38%
其他	29,647	-1,363	20	73	127	107	0.36%
总计	4,177,153	214,720	378	7,029	12,104	11,726	0.28%

数据来源：wind，浙商证券研究。注：生成率未年化。

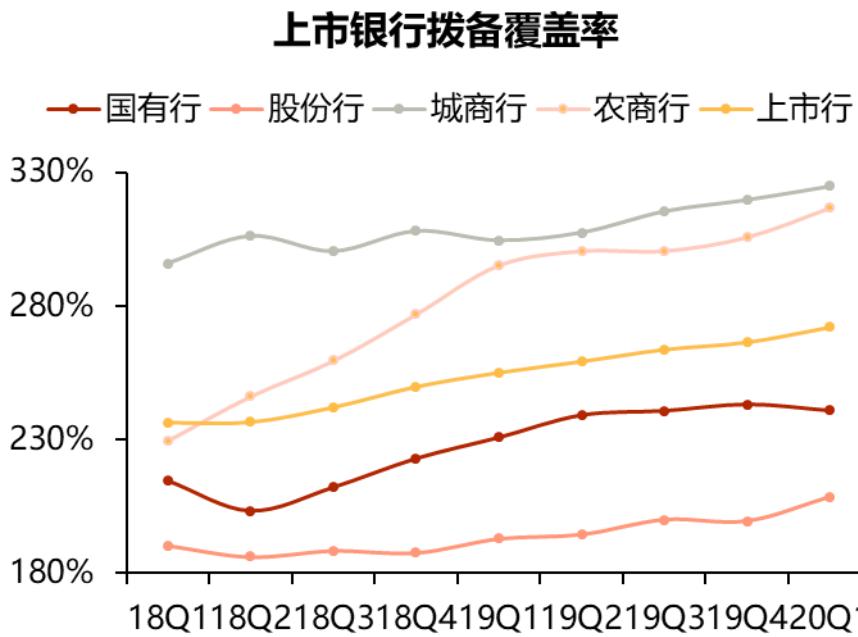
表：上市银行不良生成与核销转出的敏感性测试

	不良生成率	核销转出率					
		50%	60%	70%	80%	90%	100%
	1.00%	1.57%	1.44%	1.31%	1.18%	1.05%	0.92%
	1.15%	1.71%	1.58%	1.45%	1.32%	1.19%	1.06%
	1.30%	1.85%	1.72%	1.59%	1.46%	1.33%	1.19%
	1.45%	1.99%	1.86%	1.73%	1.59%	1.46%	1.33%

经营展望

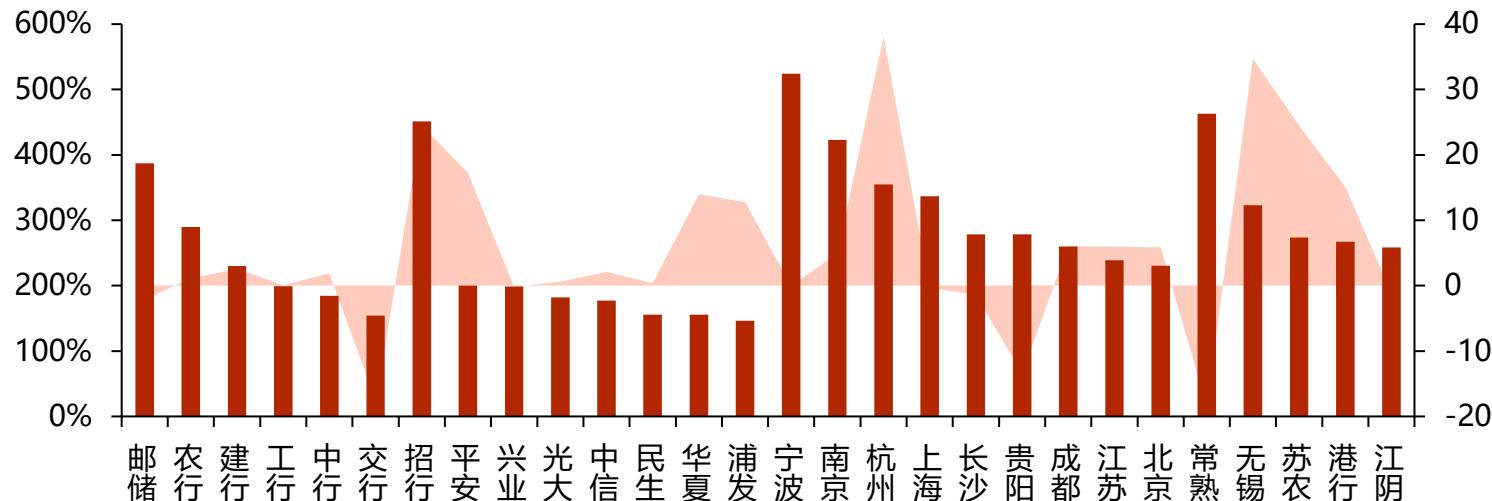
Q1加大拨备计提力度以审慎应对风险。

2020Q1上市银行拨备覆盖率继续环比提升5pc至272%，一方面是不良延后暴露，疫情前实际资产质量是向好的；另一方面是银行出于审慎经营的考虑加大拨备计提力度，拨备对利润拖累作用加大。随着后续不良生成和营收压力加大，拨备覆盖率有下降压力，高拨备的银行在此环境中腾挪空间更大。



数据来源：wind，浙商证券研究。注：左下图中为算术平均。右下表格测算中以28家上市银行整体加权平均测算，假设2020年不良生成率从2019年的0.95%上升至1.3%、核销转出率从57%上升至75%，从而不良率从1.43%上升至1.52%。

上市银行拨备覆盖率与环比变动

■ 20Q1变动 (右轴, pc) ■ 拨备覆盖率20Q1


表：上市银行不同拨备覆盖率下资产减值损失对利润增速的贡献

		拨备覆盖率				
		180%	190%	200%	210%	220%
贷款减值损失 / 资产减值损失	80%	7%	-4%	-14%	-24%	-35%
	85%	10%	0%	-9%	-19%	-29%
	90%	13%	4%	-5%	-15%	-24%
	95%	16%	7%	-2%	-11%	-19%
	100%	18%	10%	1%	-7%	-15%

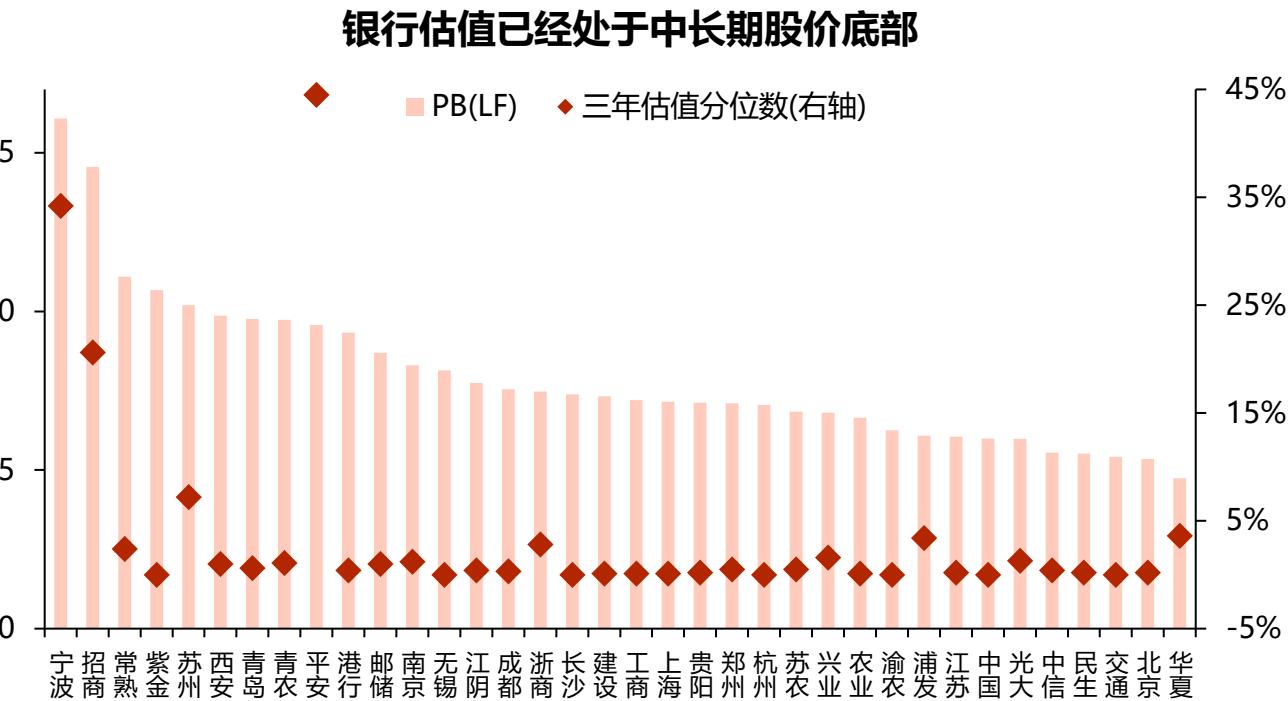
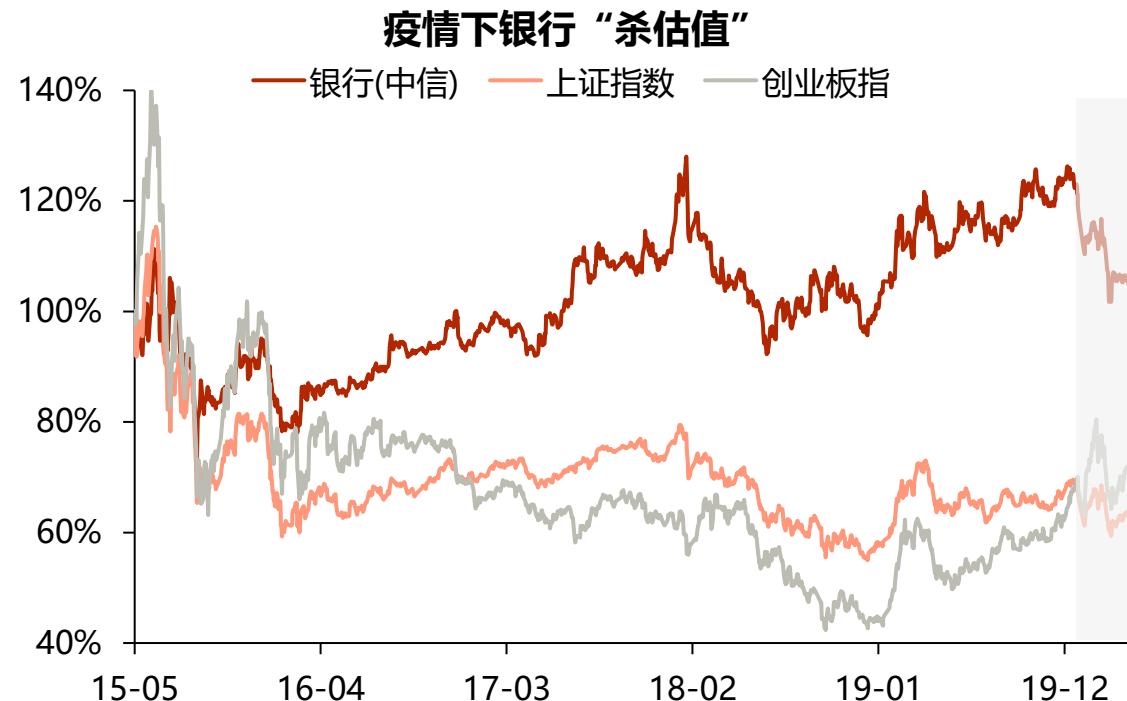
03

精选个股

行业观点

优质个股

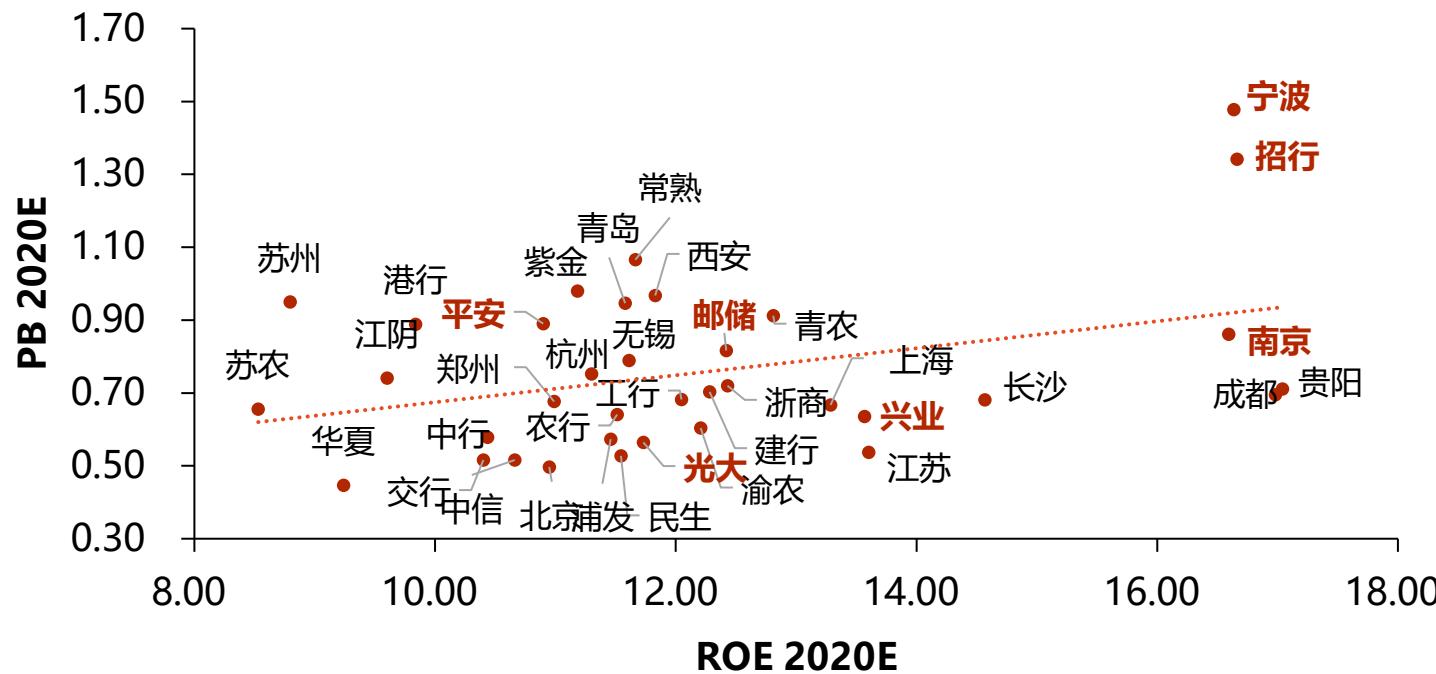
行业观点：疫情影响的不确定性下降带来估值修复机会。前期疫情下市场担忧银行资产质量，造成股价重挫；一季报印证银行基本面的相对稳健性，复工复产下实际风险边际好转，促进估值修复。2020年股票投资稳就是好，慢就是快。很多优质银行的股价已经处于中长期股价底部，建议逢低布局。



数据来源：wind, 浙商证券研究。收盘日截至2020年4月30日。

选股思路：未来十年银行将要发生的景象类似过去十年的水泥行业，行业增速下降，公司显著分化。**优选禀赋优良、战略得当、战术得法的优质银行。**精选两个组合：（1）优秀奖组合：平安银行、兴业银行、招商银行、宁波银行；（2）进步奖组合：邮储银行、光大银行、南京银行。

A股上市银行PB-ROE关系



银行	核心逻辑
平安银行	背靠平安集团，集团优势+科技优势。零售风险边际缓解；对公风险出清有助于稳定资产质量；受益于货币资金宽松。
兴业银行	大对公型银行，做大做强表外，商行+投行+财富管理。受益于宏观和政策环境（逆周期调节基建发力+货币政策宽松）。
招商银行	优秀银行代表，零售风险边际缓解，对公以大企业为主，拨备覆盖率高。
宁波银行	优秀银行代表，高拨备风险抵补能力充足。
邮储银行	贷存比和中收有提升空间，资产质量干净，高拨备反哺空间充足。
光大银行	基本面稳健，发力财富管理，集团持股关系拉直，协同效应有望加强。
南京银行	基本面优秀，定增方案落地，估值桎梏解除。

数据来源：wind，浙商证券研究。截至2020年4月30日。

风险提示与免责声明

风险提示

- 1、宏观经济超预期下行
- 2、不良贷款超预期暴露

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券银行研究团队

THANKS FOR LISTENING !