



标配

证券分析师

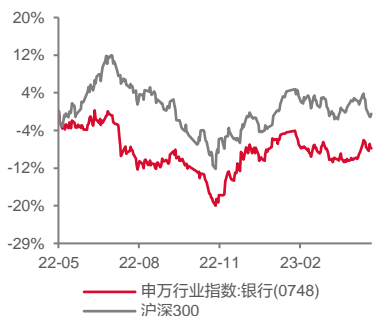
王鸿行 S0630522050001
whxing@longone.com.cn

行业净息差或已过低点

——银行业主题周报（2023/04/03-2023/05/07）

投资要点:

本期主题：行业净息差或已过低点



相关研究

1. 收入增速与信用成本降至近年低位——银行业主题周报（2023/03/13-2023/04/02）
2. 硅谷银行流动性危机启示：高增长考验成长型银行资产配置定力——银行业周报（2023/2/27-2023/3/12）
3. 经营韧性或主要受益于存量风险化解——银行业周报（2023/2/13-2023/2/26）

2023年Q1，上市银行资产质量、规模增长、投资收益表现亮眼，净息差与手续费及佣金收入表现较弱。由于手续费及佣金净收入影响面明显窄于净息差，现阶段净息差对行业经营造成的短板效应更明显。测算上市银行整体净息差由1.93%(2022年Q4)降至1.75%（2023年Q1），国有行/股份行/城商行/农商行分别至1.73%/1.83%/1.65%/1.85%。2023年Q1净息差18bp降幅高于我们此前基于中长期重定价因素的10bp左右的预期，超预期因素包括：1）供给端竞争激烈致小微普惠贷款利率下降明显；2）个人住房贷款需求较弱，利率水平在下限动态调整机制下进一步下降；3）负债结构中定期存款占比继续上升。

结合最新形势，我们认为一季度大概率是息差底部，依据在于：

- 1) 资产端：3月企业贷款加权平均利率率先企稳，资产端收益率主要拖累项是小微普惠贷款及个人住房贷款。近期监管对信贷投放的引导力度边际减弱，小微普惠领域竞争秩序向市场化回归有望明显降低贷款收益率下行压力。2023年Q1住房贷款利率下降更多体现去年年底住房贷款利率下限动态调整效果，当前水平已降至统计以来新低，与一般贷款利率差大幅收窄。
- 2) 负债端：即使存款压力较大的银行也于近期下调存款利率，存款利率下调面扩大对负债端成本缓解效果将在二季度有更多体现。此外，表外回表高峰已过，叠加居民消费及企业经营活力有上升预期，定期存款占比上升趋势有望明显放缓。

银行业投资观点：行情扩散具备基础条件

宏观经济复苏是我们看好银行板块的底层逻辑，并建议依据PMI与市场利率等指标来把握板块行情。4月PMI明显转弱，但银行板块在低估值国有行及股份制银行的带动下仍然表现强势。实际上，低估值的国有行及股份制银行的上涨行情已持续两个多月。我们认为，当前市场表现逐步体现行业基本面与估值长期极限背离后的价值回归，对于行情的持续性和广泛性可以更乐观一些。结合银行基本面和估值来看，净息差见底后再无后顾之忧，估值水平处于低位且经营指标靠前的银行并不局限在近期上涨较好的细分领域，这意味着行情具备从大型银行向中小银行扩散的基础。我们建议重点关注：常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行。

- 行情跟踪：2023/04/03-2023/05/05，银行指数（中信）上涨8.62%，沪深300指数下跌0.84%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别+16.30%、+5.59%、+6.38%、+6.66%。国有行与低估值股份行表现靠前，中信银行（+26.52%）、邮储银行（+23.01%）、中国银行（+20.71%）、民生银行（+20.29%）、交通银行（+18.00%）表现前五。至2023/05/05，银行指数（中信）PE(TTM)为5.13倍，PB(MRQ)为0.58倍，均位于历史低位附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体PB(MRQ)为0.51倍，该估值水平隐含不良率为4.87%，较账面不良率高3.6个百分点。
- 风险提示：地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；宏观经济低迷触发连续降息；东部地区信贷需求明显转弱。

正文目录

1. 本期主题：行业净息差或已过低点	4
2. 行业投资观点：行情扩散具备基础条件	5
3. 行情回顾与估值跟踪	5
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 区间行情跟踪（2023/04/03-2023/05/05）	6
图 2 银行板块估值跟踪（截至 2023/05/05）	7

1.本期主题：行业净息差或已过低点

上市银行 2023 年一季报最大亮点在于资产质量延续改善。上市银行整体不良率环比下降 5bp 至 1.27%，国有银行/股份制银行/城商行/农商行分别下降 4/2/25/10bp 至 1.29%/1.27%/0.87%/1.05%，整体拨备覆盖率上升 7 个百分点至 248%。资产质量延续改善的主要原因在于房地产风险暴露放缓、存量风险化解效果突出，我们此前曾多次对此跟踪和求证（详见 2022/12/37《在逐步清晰的底部寻找增长潜力》、2023/02/27《经营韧性或主要受益于存量风险化解》、2023/04/03《收入增速与信用成本降至近年低位》）。受益资产质量改善，上市银行 Q1 信用减值损失同比下降 6%。

另一个亮点是规模增长对收入端驱动较为明显。上市银行总资产同比增长 12%，其中国有行/股份行/城商行/农商行分别为 14%/8%/12%/11%。结构分化体现多种因素交织：

- 1) 基建、制造业、服务业、小微普惠贷款投放力度较大，国有银行仍发挥头雁效应；
- 2) 房地产、居民消费领域信贷需求较弱，占比较高股份制银行受负面影响较大；
- 3) 大行下沉对区域性银行有一定挤出效应，部分农商行、城商行受到负面影响；
- 4) 发达地区信贷需求仍保持较强惯性，部分经济大省城农商行保持较快增长。

第三个亮点是投资收益亦表现出色。2023 年 Q1 债券市场出现较好行情，上市银行广义投资收益（投资收益+公允价值变动损益）同比增加投资收益同比增长 75%。投资收益占比较高的中小银行受益明显。此外，虽然国有银行投资收益占比较低，但投资收益同比表现领先行业，对其收入端也有一定贡献。

一季度报主要拖累因素是手续费及佣金收入与净息差。2023 年 Q1，上市手续费及佣金净收入同比下降 4%。表现不佳主要原因在于财富管理业务延续弱势，股份制银行与城商行受影响较大。净息差下行是普遍现象，测算上市银行整体净息差从 1.93%(2022 年 Q4)下降至 1.75%(2023 年 Q1)，国有行/股份行/城商行/农商行分别降至 1.73%/1.83%/1.65%/1.85%。

2023 年 Q1 净息差 18bp 降幅高于我们此前基于中长期重定价因素的 10bp 左右的预期，超预期因素包括：

1) 尽管 LPR 维持不变，但 2023 年 Q1 银行投放积极性较高，供给端竞争激烈致贷款收益率进一步下降，小微普惠领域尤为明显。根据人民银行，2023 年 3 月新发放小微普惠贷款加权平均利率 4.42%，较 2 月末下降 11bp，同比下降 41bp。这一因素对小微客户占比较高的城商行、农商行资产负面影响更大。

2) 个人住房贷款需求较弱，利率水平在下限动态调整机制下进一步下降，根据人民银行，2023 年 3 月新发放个人住房贷款加权平均利率较 2022 年 Q4 下降 12bp 至 4.14%。这一因素对国有银行、股份制银行资产影响更大。

3) 多家区域性银行披露 2023 年 Q1 定期存款占比继续上升，这很可能是行业普遍现象，居民存款占比较高银行受影响较大，国有行和农商行属于较为典型的群体。

由于手续费及佣金净收入影响面明显窄于净息差，现阶段净息差对行业经营造成的短板效应更明显，这意味着净息差将是影响业绩的最后一块短板。我们在此前的策略报告中明确将息差企稳作为考量 2023 年行业经营改善的关键指标（详见 2022/12/27《在逐步清晰的底部寻找增长潜力》）。

结合最新形势，我们认为一季度大概率是行业净息差底部阶段，依据在于：

1) 资产端：3 月企业贷款加权平均利率率先企稳，资产端收益率主要拖累项是小微普惠贷款及个人住房贷款。近期监管对信贷投放的引导力度边际减弱，小微普惠领域竞争秩序向市场化回归有望明显降低贷款收益率下行压力。2023 年 Q1 住房贷款利率下降更多体现去年年底住房贷款利率下限动态调整效果，当前水平已降至统计以来新低，与一般贷款利差大幅收窄。

2) 负债端：即使存款压力较大的银行也于近期下调存款利率，存款利率下调面扩大对负债端成本缓解效果将在二季度有更多体现。此外，表外回表高峰已过，叠加居民消费及企业经营活力有上升预期，定期存款占比上升趋势有望明显放缓。

2.行业投资观点：行情扩散具备基础条件

宏观经济复苏是我们看好银行板块的底层逻辑，并建议依据 PMI 与市场利率等指标来把握板块行情。4 月 PMI 明显转弱，但银行板块在低估值国有行及股份制银行的带动下仍然表现强势。实际上，低估值的国有行及股份制银行的行情已经持续两个多月。我们认为，当前市场表现逐步体现行业基本面与估值长期极限背离后的价值回归，对于行情的持续性和全面性可以更乐观一些。

结合银行基本面和估值来看，净息差见底后再无后顾之忧，估值水平处于低位且经营指标靠前的银行并不局限在近期上涨较好的细分领域，这意味着行情具备从大型银行向中小银行扩散的基础。我们建议重点关注：常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行。

常熟银行：尽管面对来自同行的竞争压力，一季度依然实现较快规模增长，此外，资产质量环比改善至历史最好水平，息差环比持平，明显好于同业。

宁波银行：在头部城商行手续费及佣金收入普遍下降的情况下，公司凭借较强的综合竞争力实现逆势增长。另外，公司净息差韧性较高，环比下降幅度明显好于行业平均水平。

江苏银行：规模增长驱动收入较高增速，不良率与拨备覆盖率持续改善。

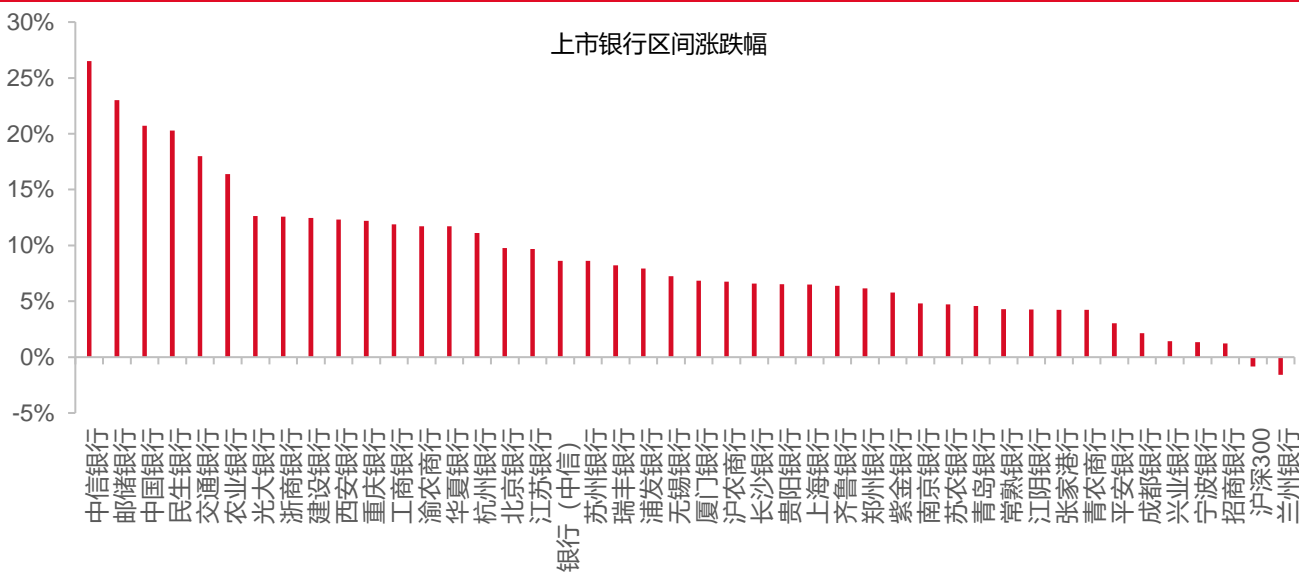
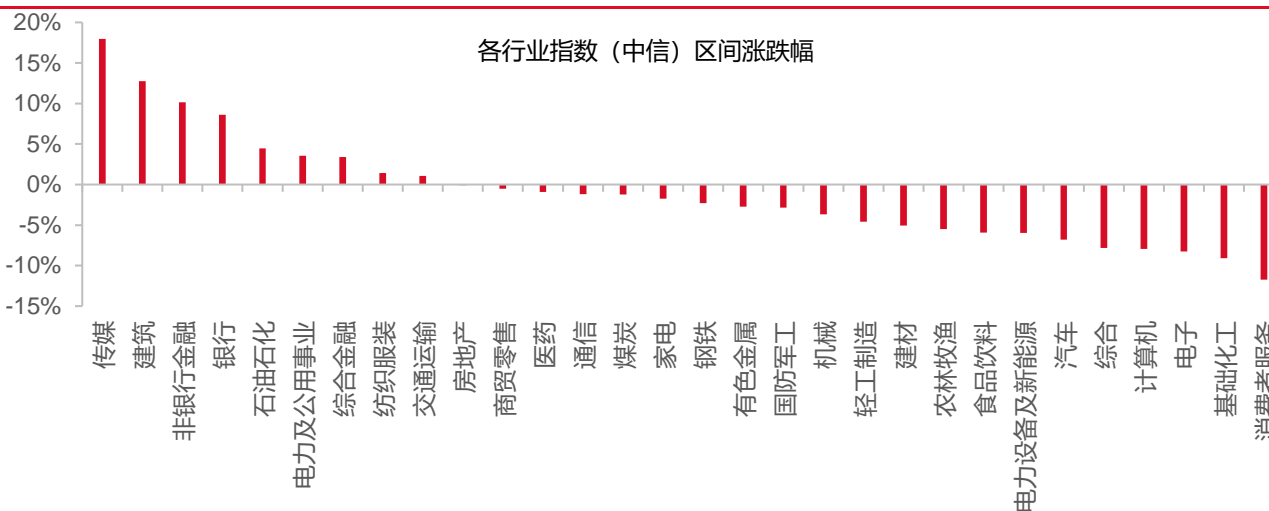
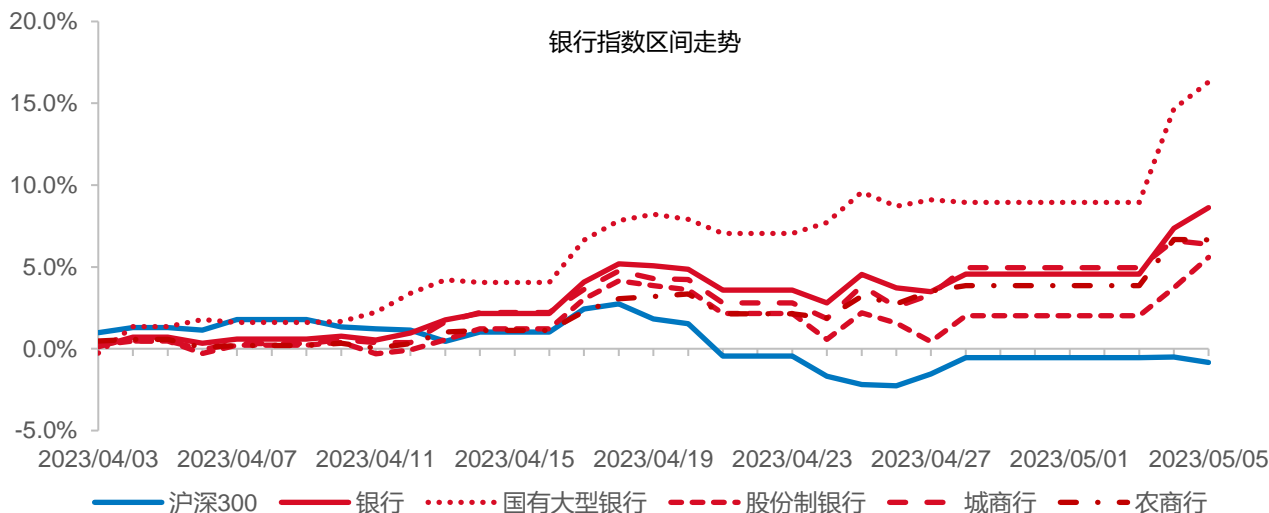
苏州银行：规模增长驱动收入较高增速，区域经济发达，资产质量扎实。

3.行情回顾与估值跟踪

2023/04/03-2023/05/05，银行指数（中信）上涨 8.62%，沪深 300 指数下跌 0.84%。子板块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别+16.30%、+5.59%、+6.38%、+6.66%。国有行与低估值股份行表现靠前，中信银行（+26.52%）、邮储银行（+23.01%）、中国银行（+20.71%）、民生银行（+20.29%）、交通银行（+18.00%）表现前五。

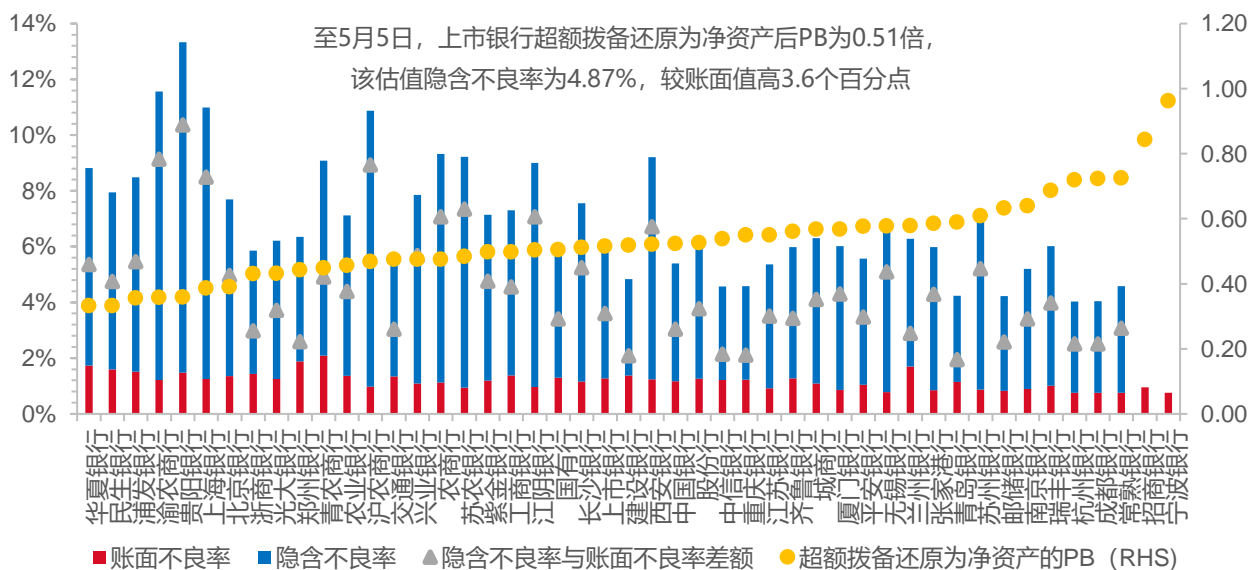
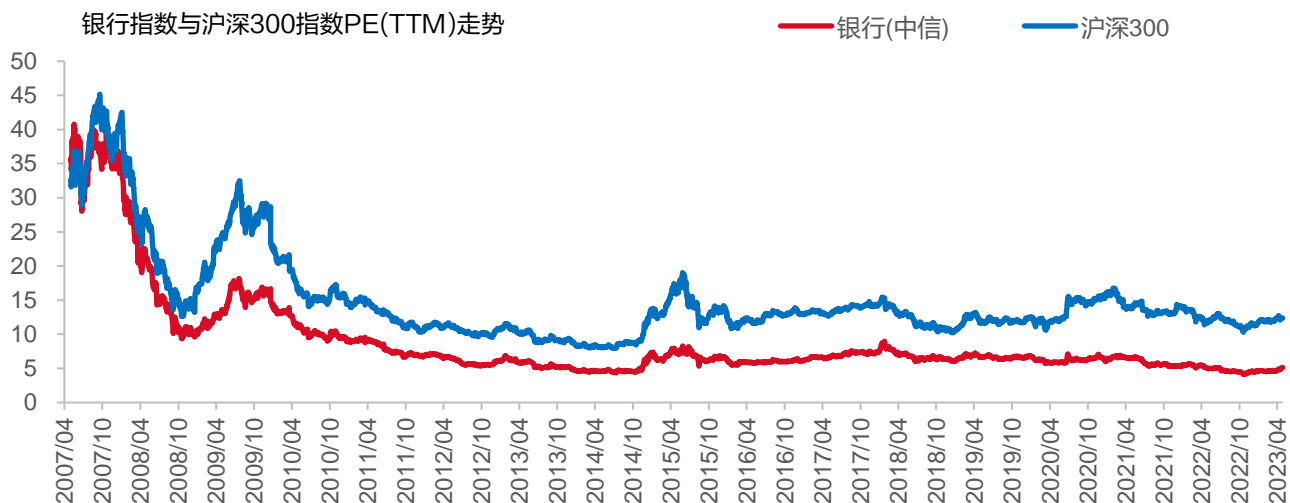
至 2023/05/05，银行指数（中信）PE(TTM)为 5.13 倍，PB(MRQ)为 0.58 倍，均位于历史低位附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体 PB(MRQ)为 0.51 倍，该估值水平隐含不良率为 4.87%，较账面不良率高 3.6 个百分点。

图1 区间行情跟踪 (2023/04/03-2023/05/05)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

图2 银行板块估值跟踪 (截至 2023/05/05)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

注: 超额拨备指超过贷款减值准备超过不良余额的部分; 测算隐含不良率时的基准估值水平为 1 倍 PB

4.风险提示

地产领域风险明显上升：房地产行业政策转向积极，但市场需求依然未能有效改善，这意味着房地产行业信用风险仍有可能在需求持续低迷的情况下反复无常。若房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济快速下行：政策引导下，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力，相应贷款质量压力上升。

宏观经济低迷触发连续降息：净息差企稳是本报告的核心逻辑，若宏观经济超预期下滑触发连续降息，银行业净息差将持续收窄，利息净收入将持续承压。

东部地区信贷需求明显转弱：高增长潜力标的的选择建立在较快的规模增长基础之上，如东部地区信贷需求明显转弱则导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089