

银行

报告日期：2023年05月14日

半年度策略：经济小修复，银行大重估

——兼论银行中特估的持续性

投资要点

□ 2023年银行行情将遵循三重奏，优选三组合——中特估+中小行+低估值。

□ 全年银行股行情节奏怎么看？

2022年11月我们提出《银行机会三重奏》，银行行情将遵循疫情放开、地产化解、经济改善三重节奏。当前三重奏仍对行情有很强指导意义，在节奏和幅度上基于宏观环境变化略有调整。具体来看：

阶段一：疫情防控放开阶段，预期快速回升后下修。小幅度行情，银行股普涨，部分银行冲高回落。2022年10月底的底部至2023年1月底银行股上涨19.0%，国有行、股份制、城商行、农商行分别上涨6.2%、30.8%、11.7%、8.3%。

阶段二：经济缓慢修复阶段，增长主要靠政府拉动。中幅度行情，中特估领涨，伴有低估值品种的估值修复。此时选择中特估+低估值组合。

阶段三：地产城投风险出清，中长期动能逐渐显现。大幅度行情，中小行补涨，重点选有长期竞争优势品种。此时选择市场化、盈利强的中小行组合。

当前处于三重奏的阶段二、三之交，中特估+中小行+低估值组合均有机会。

□ 中特估行情的持续性怎么看？

中特估好比是“干柴”加“烈火”。“干柴”是沉寂已久、估值底部的央国企上市公司；“烈火”是无风险利率下行、政策支持催化的资金流入。

(1) 无风险利率下行，“资产荒”压力加大。当前经济仍处于弱复苏阶段，同时无风险利率下行，“资产荒”压力加大，高分红、低估值公司成为最优先选择。

① 无风险利率下行。随着刚兑打破，银行理财收益的波动性加剧，以及后续地方政府高息债务清理整顿，全社会无风险利率呈现下降态势。近期存款降息、保险预定利率下调验证并且加速这一趋势。2023年4月存款自律机制加强，5月15日起，协定和通知存款利率上限国有行、其他银行分别下调30bp、50bp，监管对存款利率的引导力度持续加强，预计存款降息趋势延续。根据第一财经报道，寿险公司新开发产品定价利率上限有望下调，其中普通型人身险预定利率上限有望从3.5%下调至3%，分红型、万能险产品保证利率上限分别有望下调至2.5%和2%。

② 资产荒压力加大。近期国债利率震荡下行，由2022年12月的约2.9%左右水平，震荡下行至2023年5月份的约2.7%水平，带动整体债券资产的收益率下行。资产荒的一个验证点在于，最新AA+城投债与同期限国开债的信用利差较2022年末的高点下降55bp至66bp，显示偏高收益资产的稀缺度持续上升。

(2) 相关产品发行及扩容，将带来增量资金。① 发行：近期，多支国企投资相关基金发售。根据中国基金报，3只中证国新央企股东回报ETF将于5月15日正式发行，募集上限均为20亿元。② 扩容：存量央国企相关ETF规模扩大，显示资金持续流向中特估相关资管产品。根据中国基金报，截至5月12日，场内15只名称中包含“国企”、“央企”的ETF，规模较年初增长接近26%。

(3) 绝对收益资金持续入市，支撑行情延续。保险销售旺盛，驱动以保险资金为代表的绝对收益资金入市，而该类资金偏好低估值、高股息品种，有望支撑本轮中特估行情延续。保险公司的资金运用中，用于投资的余额同比增速，由2022年12月末的7.8%，逐月提升至2023年3月末的12.0%。

□ 为何银行是中特估最靓的仔？

银行在“干柴”中，也是最具燃烧潜力的。(1) 估值行业最低：截至最新，银行板块PB估值仅0.58x，为各行业最低水平。(2) 股息高波动小：截至最新，银行指数十年平均股息率(TTM)高达4.5%，排名各大板块首位，同时股息率的变异系数仅18.9%，为各大板块前二低，银行股息收益高且稳定的优势突出。从央企角度考察，银行板块央企平均股息率高达5.69%，排名各行业最高，且分红金额远超其他板块，2022年宣告分红高达4321亿元，占上市央企41%。因此国有银行是最具代表性的高股息、低估值品种。(3) 监管关注度高：银行估值深度破净，将抑制银行外源资本补充能力，不利于银行支持实体经济，监管对此高度关注。

行业评级：看好(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001
021-80108037
liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：邱冠华

执业证书号：S1230520010003
02180105900
qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师：陈建宇

执业证书号：S1230522080005
15014264583
chenjianyu@stocke.com.cn

相关报告

1 《资金小幅活化，居民部门略弱》 2023.05.12

2 《其他非息收入怎么看》
2023.05.06

3 《银行息差何时见底？》
2023.05.03

□ 中特估银行有基本面逻辑吗？

市场认为本轮中特估银行上涨，缺乏基本面逻辑；但我们认为有。

(1) 长逻辑：①**市场份额提升：**市场容易忽略国有行市占率提升潜力。金融监管改革和政府主导模式下，金融服务实体经济的战略角色提升，地方平台融资规范性加强，国有行市场份额中长期有提升趋势。2023Q1 末四大行总贷款同比增长 15%，增速较整体贷款快 2.8pc。同时，2021Q1 末经济见顶以来，四大行贷款市占率提升，由 2021Q1 末的 34.3% 提升至 2023Q1 末的 35.8%。②**让利压力减轻：**监管对于银行让利的表述已弱化，银行让利压力减轻。近期监管频频引导银行负债成本下行，验证了这一观点。

(2) 短逻辑：①**宏观经济：**经济弱复苏，银行基本面改善。2023 年 GDP 目标增速 5%，较 2022 年和 23Q1 实际 GDP 增速均更高。②**资产质量：**资产质量改善趋势已确立。对公端，地产不良生成高峰已过，且经过多年消化，存量高风险行业的历史包袱已逐步出清，对公资产质量趋势性改善。零售端，随着经济修复、居民收入恢复，预计零售资产质量将边际好转。③**盈利情况：**受益于息差基数下降、不良生成改善，**上市银行盈利情况有望自 23Q2 起逐季向好**。预计 2023 年上市银行营收、归母净利润同比分别增长 3.1%、4.7%，较 2023Q1 分别提升 1.8pc、2.4pc。

□ 如何衡量银行中特估的位置？

我们使用股息率，作为衡量中特估位置的核心指标。截至最新，四大行股息率约 5.97%，相较 10 年国债的风险溢价，当前在 327bp。过去十年最低为 -53bp，最高为 502bp，平均为 231bp。当前四大行股息率溢价水平距离十年平均还有 96bp 空间，如溢价水平回到过去十年平均，则对应四大行股息率约 5.0%，对应股价上涨空间 19%，PB 估值从当前 0.54x 修复至 0.64x。若无风险利率继续下行、资产荒进一步演绎，则股息溢价水平有望进一步收窄，带来超预期的修复空间。

□ 中特估外还有什么选股主线？

除中特估外，中小行、低估值品种同样值得关注。具体推荐三大组合：

(1) 中特估组合：大行、邮储、中信。大行主打高股息低估值，邮储具有市场化、基本面改善逻辑，中信为风险化解带来估值修复。

(2) 中小行组合：平安、杭州、苏州。核心逻辑：①**城商行：**业绩高增长的城商行，年初以来跌幅较大。政府债务化解，对于江浙区域的银行影响有限，这些城商行市场份额还有提升空间，优选江苏、杭州、苏州银行。②**股份行：**经济改善带动下，零售需求企稳，个股差异化竞争能力逐渐显现，优选平安银行。

(3) 低估值组合：浙商、兴业、北京。核心逻辑：风险化解带来的估值修复，且机构持仓少，估值修复弹性大。

□ 什么风险因素可能破坏逻辑？城投大面积违约，宏观经济失速。

□ 风险提示：城投大面积违约，宏观经济失速。

表1: 银行板块估值低, 分红率高且稳定

板块	PB(lf)	过去十年平均股息率 (TTM)	股息率变异系数
银行	0.58	4.48%	18.90%
煤炭	1.33	3.68%	45.34%
石油石化	1.17	3.00%	35.71%
家电	2.50	2.21%	24.61%
房地产	0.94	2.17%	45.98%
钢铁	1.02	2.02%	71.61%
电力及公用事业	1.82	1.96%	14.71%
纺织服装	1.82	1.96%	35.31%
汽车	2.11	1.80%	27.44%
交通运输	1.52	1.73%	31.77%
建筑	1.04	1.65%	29.73%
非银行金融	1.35	1.61%	33.13%
食品饮料	6.06	1.59%	29.01%
建材	1.37	1.54%	51.04%
商贸零售	1.59	1.21%	33.44%
综合金融	1.44	1.19%	27.87%
轻工制造	2.07	1.00%	35.55%
基础化工	2.32	0.93%	40.04%
农林牧渔	2.94	0.86%	41.44%
机械	2.39	0.85%	31.86%
传媒	2.84	0.81%	52.81%
综合	1.89	0.76%	41.16%
医药	3.45	0.72%	21.69%
电力设备及新能源	3.08	0.71%	28.81%
有色金属	2.23	0.68%	43.89%
通信	1.73	0.64%	80.88%
消费者服务	4.33	0.61%	30.63%
电子	3.21	0.60%	30.30%
计算机	3.94	0.43%	32.64%
国防军工	3.19	0.34%	36.62%

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 数据截至 2023 年 5 月 12 日收盘, 取自中信行业指数。变异系数=标准差/平均值。

表2: 银行板块的央企股息率显著领先其他板块

行业	股息率 (%)				央企数量	宣告分红总额 (亿元)
	最大值	中位数	平均值	最小值		
银行	6.40	5.84	5.69	4.60	8	4,321
能源	8.27	2.52	2.27	0.00	17	2,400
保险	2.73	2.61	2.20	1.25	3	246
运输	12.38	1.91	2.08	0.00	24	734
医疗保健设备与服务	2.02	1.75	1.64	0.99	5	14
材料	7.10	1.34	1.43	0.00	77	469
公用事业	3.98	1.38	1.37	0.00	34	329
制药、生物科技与生命科学	2.53	1.31	1.14	0.00	13	42
电信服务	2.30	1.00	1.14	0.25	4	1,037
耐用消费品与服装	2.39	1.49	1.07	0.00	5	7
多元金融	3.10	1.07	1.02	0.00	9	18
食品、饮料与烟草	2.28	1.13	1.01	0.00	15	181
商业和专业服务	2.49	0.91	0.98	0.00	11	8
汽车与汽车零部件	3.30	0.84	0.91	0.00	18	37
资本货物	3.87	0.79	0.81	0.00	109	506
房地产	3.18	0.83	0.76	0.00	10	75
技术硬件与设备	2.44	0.61	0.57	0.00	40	108
零售业	0.77	0.68	0.53	0.15	3	2
媒体	0.92	0.73	0.51	0.00	6	6
软件与服务	1.54	0.42	0.40	0.00	23	32
半导体与半导体生产设备	1.08	0.35	0.36	0.00	5	5
消费者服务	0.57	0.29	0.23	0.00	5	17
总计	12.38	0.93	1.17	0.00	444	10,594

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 样本为 444 家央企, 股息率取简单平均, 颜色越红代表股息率越高或分红总额越高, 收盘价截至 2023 年 5 月 12 日。

表3: 四大行股息率较 5.0%还有 19%空间

四大行股息率档位	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%
当前四大行平均 2023 年 PB	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54	0.54
测算股息率对应 2023 年 PB	1.29	1.07	0.92	0.80	0.71	0.64	0.58
测算潜在涨幅	139%	99%	71%	49%	33%	19%	9%

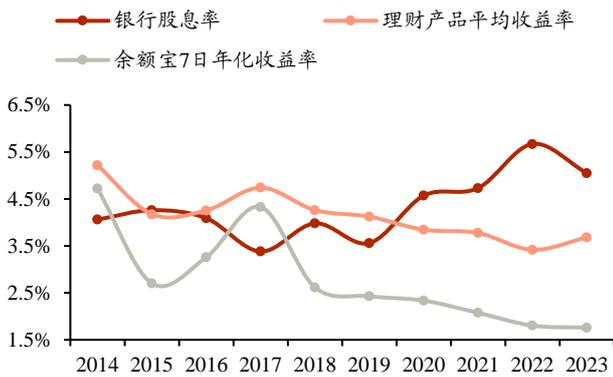
资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 数据截至 2023 年 5 月 12 日收盘。PB 估值为 2023 年 PB。

表4: 银行板块盈利增速有望自 23Q2 起逐季向好

简化利润表	核心因素	21A	22A	23Q1	23H1	23Q1-3	23E
利息净收入	规模增速	7.9%	11.4%	12.2%	12.3%	12.4%	12.4%
	×						
	净息差(累计)	1.95%	1.83%	1.66%	1.63%	1.63%	1.62%
非息收入	中收增速	8.3%	-2.9%	-4.8%	-3.6%	-2.7%	-1.3%
	其他非息增速	31.6%	-8.6%	128.0%	11.6%	12.5%	23.0%
营业收入	营收增速	7.9%	0.7%	1.3%	0.3%	0.9%	3.1%
管理费用	成本收入比	34.7%	36.0%	29.5%	32.1%	32.8%	36.1%
减值计提	信用成本	1.20%	0.96%	1.00%	0.98%	0.94%	0.86%
所得税	实际税率	17.1%	14.9%	16.5%	18.3%	16.5%	14.7%
净利润	归母净利润增速	12.6%	7.5%	2.3%	2.7%	3.7%	4.7%

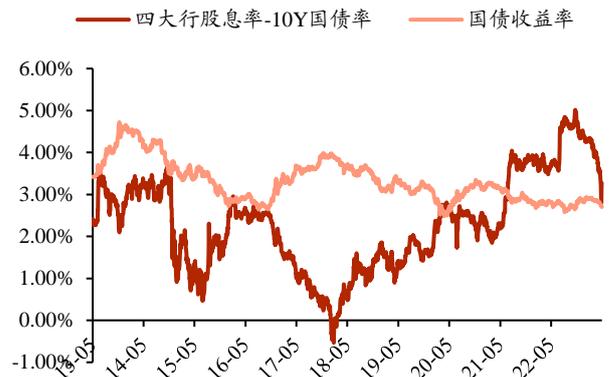
资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 上市口径为 36 家主要上市银行, 加权平均, 粉色底纹为预测值。

图1: 银行股息率相较于其他低风险产品已具有显著收益率优势



资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 银行股息率=自然年派发的每股现金分红(税前)/自然年12月31日的股价; 2.理财产品平均收益率、余额宝7日年化收益率选取年末值。

图2: 四大行平均股息率-十年期国债收息率高于10年平均



资料来源: wind, 浙商证券研究所。股息率为动态股息率, 计算方式为: 如已宣告分红但未实施分红, 则时点股息率使用宣告分红测算; 如已分红, 则采用下一年度分红测算。数据截至 2023 年 5 月 12 日。

表5: 各家上市银行股息率、PB 估值情况

	ROE	A 股股息率		H 股股息率		A 股股息率×ROE			A 股 PB			H 股 PB		
		22A	23E	22A	23E	22A	23E	23Q1	23E	调整后	23Q1	23E	调整后	
农行	11.28%	6.24%	6.57%	8.16%	8.59%	70.4	74.1	0.54	0.52	0.49	0.42	0.40	0.37	
交行	10.35%	6.40%	6.72%	8.10%	8.51%	66.2	69.6	0.50	0.48	0.54	0.39	0.38	0.43	
工行	11.43%	6.09%	6.31%	7.90%	8.18%	69.7	72.1	0.55	0.52	0.56	0.42	0.40	0.43	
中行	10.81%	5.58%	5.85%	8.15%	8.56%	60.3	63.3	0.58	0.56	0.57	0.40	0.38	0.39	
建行	12.27%	5.98%	6.30%	8.26%	8.71%	73.3	77.3	0.58	0.55	0.59	0.42	0.40	0.43	
邮储	11.89%	4.92%	5.34%	5.78%	6.28%	58.5	63.5	0.69	0.66	0.59	0.59	0.56	0.50	
国有行	11.34%	5.93%	6.23%	7.90%	8.30%	67.2	70.6	0.57	0.54	0.55	0.43	0.41	0.42	
华夏	9.00%	6.35%	6.80%			57.2	61.2	0.36	0.34	0.45				
民生	6.31%	5.23%	5.57%	7.40%	7.88%	33.0	35.1	0.34	0.31	0.45	0.24	0.22	0.32	
浦发	7.98%	4.20%	4.20%			33.5	33.5	0.37	0.36	0.47				
光大	10.27%	5.71%	6.32%	8.40%	9.31%	58.6	64.9	0.46	0.42	0.49	0.31	0.28	0.33	
兴业	13.85%	6.98%	6.98%			96.6	96.6	0.52	0.48	0.52				
中信	10.80%	4.60%	5.01%	8.73%	9.51%	49.7	54.1	0.62	0.59	0.64	0.33	0.31	0.34	
平安	12.36%	2.26%	2.82%			27.9	34.9	0.65	0.60	0.64				
浙商	9.01%	6.44%	6.44%	8.11%	8.11%	58.0	58.0	0.49	0.48	0.69	0.39	0.38	0.55	
招行	17.06%	5.11%	5.83%	4.96%	5.67%	87.1	99.5	1.00	0.92	0.88	1.03	0.94	0.90	
股份行	10.74%	5.08%	5.52%	6.14%	6.83%	54.6	59.3	0.58	0.54	0.61	0.55	0.51	0.57	
贵阳	11.25%	5.05%	5.05%			56.8	56.8	0.41	0.38	0.41				
北京	9.60%	6.39%	6.80%			61.4	65.3	0.43	0.41	0.48				
上海	11.00%	6.29%	6.60%			69.2	72.6	0.44	0.41	0.50				
长沙	12.57%	4.20%	5.27%			52.8	66.2	0.60	0.56	0.56				
厦门	11.38%	5.01%	5.81%			57.0	66.1	0.68	0.64	0.57				
苏州	11.52%	4.43%	5.86%			51.0	67.5	0.75	0.69	0.58				
齐鲁	11.92%	4.31%	4.35%			51.3	51.9	0.66	0.62	0.62				
杭州	14.09%	3.18%	3.63%			44.8	51.2	0.88	0.80	0.63				
西安	8.57%	4.06%	4.31%			34.8	36.9	0.60	0.57	0.64				
成都	19.48%	5.86%	7.08%			114.2	138.0	0.87	0.78	0.65				
江苏	14.79%	6.78%	7.63%			100.3	112.8	0.65	0.60	0.66				
郑州	3.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.0	0.0	0.48	0.45	0.66	0.20	0.18	0.27	
南京	15.45%	5.83%	6.17%			90.2	95.4	0.73	0.67	0.67				
青岛	8.95%	4.56%	4.56%	6.81%	6.81%	40.8	40.8	0.67	0.67	0.70	0.45	0.45	0.47	
重庆	10.20%	4.75%	4.81%	9.75%	9.87%	48.5	49.1	0.63	0.59	0.72	0.31	0.29	0.35	
兰州	5.74%	3.87%	4.19%			22.2	24.1	0.65	0.64	0.76				
宁波	15.56%	1.83%	2.23%			28.5	34.8	1.13	1.02	0.96				
城商行	11.51%	4.64%	5.14%	6.40%	6.45%	53.4	59.1	0.65	0.61	0.64	0.30	0.29	0.36	
渝农	9.76%	6.54%	7.03%	9.62%	10.34%	63.8	68.6	0.42	0.41	0.41	0.29	0.28	0.28	
紫金	9.64%	3.61%	3.79%			34.8	36.5	0.59	0.56	0.46				
江阴	11.87%	4.39%	5.05%			52.1	59.9	0.63	0.57	0.50				
苏农	10.92%	3.51%	4.10%			38.3	44.8	0.60	0.56	0.52				
瑞丰	10.80%	2.60%	2.86%			28.1	30.9	0.75	0.53	0.53				
无锡	13.01%	3.48%	3.87%			45.3	50.4	0.71	0.66	0.56				
沪农	11.22%	5.51%	6.28%			61.8	70.4	0.57	0.56	0.64				
青农	9.45%	0.00%	0.00%			0.0	0.0	0.54	0.50	0.64				
港行	12.21%	4.26%	5.32%			52.0	64.9	0.74	0.70	0.65				
常熟	13.06%	3.32%	4.15%			43.4	54.2	0.91	0.84	0.71				
农商行	11.19%	4.53%	5.11%	9.62%	10.34%	50.7	57.2	0.57	0.54	0.54	0.29	0.28	0.28	
上市行	11.24%	6.03%	5.94%	7.49%	7.94%	67.8	66.7	0.58	0.55	0.57	0.44	0.42	0.44	

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。备注: 1.22A-PB=A 股最新收盘价×已发行普通股股本/最近报告期归属普通股股东权益。2.23E-PB=A 股最新收盘价×已发行普通股股本/23E 普通股股东权益(基于模型及每股净资产变化趋势判断)。3.调整后 PB 计算方式, 超额拨备=全口径拨备-阶段二和阶段三资产总额, 调整后归母净资产=财报归母净资产+超额拨备×(1-25%); 调整后 PB=A 股最新收盘价×已发行普通股股本/调整后归母净资产。4.成都与兰州银行未披露分阶段的资产数据, 超额拨备按贷款拨备-不良和关注贷款余额计算。5.股息率=22 年报每股现金分红/最新收盘价。收盘数据截至 2023 年 5 月 12 日收盘。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>