

业绩筑底阶段 高股息策略或持续占优

——银行业跟踪报告

强于大市(维持)

2023年05月25日

投资要点:

净息差收窄叠加非息负增长拖累营收增速: 2022年四季度和2023年一季度国有大行板块单季营收同比增速分别为-6.1%和-6.2%，其中，利息净收入同比增速分别为-1.3%和-2%，手续费净收入同比增速分别为-15%和2.2%，其他非息收入同比增速分别为-32%和-38%。从业绩增长的绝对值看，除手续费净收入外，利息净收入以及其他非息收入对业绩增长的拖累继续加大，其中受基数效应的影响，其他非息收入的负向贡献度明显上升。从上市公司公布的净息差数据看，除中国银行外，整体处于收窄的态势。从资产负债两端数据看，工商银行和交通银行净息差的收窄主要是受负债端成本上升的幅度相对较大影响；邮储银行的资产端定价下行幅度较大，而负债端保持相对稳定；建设银行和农业银行则是资产和负债两端的共同作用。

整体不良稳步下行: 从近三年国有大行的信贷投放情况看，新增主要集中于以下几类行业：租赁和商务服务业、基建相关的交通运输业、制造业、批发零售业和房地产业。资产质量方面，宽松的融资环境下，信贷保持较高增长，国有行板块整体不良率呈现稳步下行态势。从不良生成率等前瞻指标看，也相对较为稳定。从不良余额新增的数据看，零售不良的增加相对对公不良上升相对明显。另外，虽然规模的扩张较快，而且一直保持30%左右的分红比例，但是板块整体的核心一级资本充足率基本保持稳定。

投资策略: 按照2023年5月23日收盘价计算，6大国有行当前的静态PB估值均值为0.57倍。按照历史平均30%的分红率以及2022年末的EPS计算，当前股价对应的股息率均值为5.6%。从当前引导存款利率下调的政策看，降低银行负债成本，不仅有助于稳定息差，也有助于推动融资利率的下行。另外货币政策执行报告强调总量适度，节奏平稳，保持利率水平合理适度，整体上看仍保持稳健基调。后续宏观经济运行有望保持整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。近期，受估值修复行情的推动，部分大型银行的股价有所上涨。后续经济持续改善有望推动银行板块估值继续提升。2023年个股选择上，我们建议关注两条主线：第一是债务风险缓释，经济持续改善，板块的估值修复行情可期。建议关注低估值的大型银行。第二是受规模扩张的支撑，营收端稳定高增的公司，总体业绩增速也相对较好。

风险因素: 宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

行业相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

总量适度 节奏平稳

企业中长期贷款的投放保持稳健

政策保持积极 关注内生修复动能

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

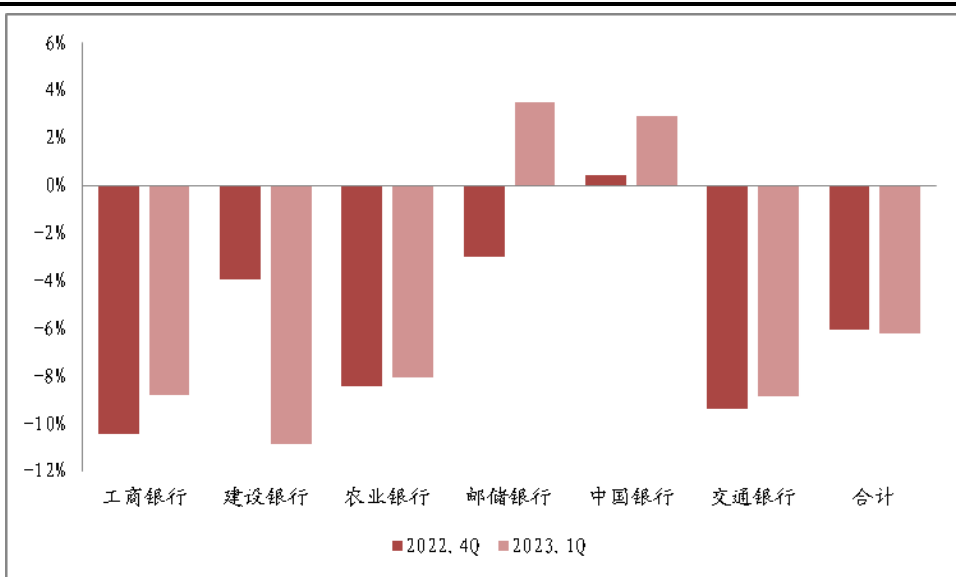
正文目录

1 净息差收窄叠加非息负增长拖累营收增速.....	3
2 规模保持较快增长，信贷投放整体保持稳健.....	4
3 投资策略.....	4
4 风险提示.....	4
 图表 1： 单季营收增速对比（单位：%）.....	3

1 净息差收窄叠加非息负增长拖累营收增速

2022年四季度和2023年一季度国有大行板块单季营收同比增速分别为-6.1%和-6.2%，其中，利息净收入同比增速分别为-1.3%和-2%，手续费净收入同比增速分别为-15%和2.2%，其他非息收入同比增速分别为-32%和-38%。从业绩增长的绝对值看，除手续费净收入外，利息净收入以及其他非息收入对业绩增长的拖累继续加大，其中受基数效应的影响，其他非息收入的负向贡献度明显上升。

图表1：单季营收增速对比（单位：%）



资料来源：公司财报，万得资讯，万联证券研究所

国有行板块整体利息净收入负增长幅度进一步扩大，主要受净息差收窄的影响。结合规模增长的数据看，受重定价因素的影响，使得生息资产端的收益率下行，而付息负债端的成本优势受定期存款占比上升也进一步弱化。从上市公司公布的净息差数据看，除中国银行外，整体处于收窄的态势。从资产负债两端数据看，工商银行和交通银行净息差的收窄主要是受负债端成本上升的幅度相对较大影响；邮储银行的资产端定价下行幅度较大，而负债端保持相对稳定；建设银行和农业银行则是资产和负债两端共同作用。

手续费收入方面，受资本市场持续震荡、理财产品净值化转型以及减费让利等各因素影响，与大财富管理业务相关的收入均出现不同幅度的下行。而结算业务收入受外汇结算等因素的提振，出现了不同幅度的增长。其他各项收入来源看，工商银行和农业银行的银行卡业务手续费收入实现了正增长，农业银行、建设银行、邮储银行和中国银行的资产托管业务收入实现正增长。农业银行、邮储银行和中国银行的投资银行相关业务收入实现正增长。另外，邮储银行手续费净收入实现了29.2%的同比增长，如果剔除净值型产品转型一次性因素的影响，同比增速为18.1%。

2 规模保持较快增长，信贷投放整体保持稳健

2022年和2023年一季度，国有大行总负债增速分别为13.2%和14.4%，其中，存款规模同比增长12.7%和14.8%。较高的存款增速，使得存款占总负债的比重上升至81.4%。按照平均余额计算的活期存款的占比，自2020年以来震荡下行，推升了整体负债端的成本。

2022年和2023年一季度，国有大行板块总资产增速为12.8%和13.9%，其中贷款规模同比增长12.8%和13.9%，与总资产增速保持一致，占总资产的比重分别为56.9%和56.7%。金融投资规模同比增长12.2%和12.6%，占总资产的比重为26.8%和26%。整体看，资产端各项资产的增长较为均衡，资产结构保持稳定。

从近三年国有大行的信贷投放情况看，新增主要集中于以下几类行业：租赁和商务服务业、基建相关的交通运输业、制造业、批发零售业和房地产业。资产质量方面，宽松的融资环境下，信贷保持较高增长，国有行板块整体不良率呈现稳步下行态势。从不良生成率等前瞻指标看，也相对较为稳定。从不良余额新增的数据看，零售不良的增加相对对公不良上升相对明显。

另外，虽然规模的扩张较快，而且一直保持30%左右的分红比例，但是板块整体的核心一级资本充足率基本保持稳定。

3 投资策略

按照2023年5月23日收盘价计算的，6大国有行当前的静态PB估值均值为0.57倍。按照历史平均30%的分红率以及2022年末的EPS计算，当前股价对应的股息率均值为5.6%。从当前引导存款利率下调的政策看，降低银行负债成本，不仅有助于稳定息差，也有助于推动融资利率的下行。

另外，货币政策执行报告强调总量适度，节奏平稳，保持利率水平合理适度，整体上看仍保持稳健基调。后续宏观经济运行有望保持整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。近期，受估值修复行情的推动，部分大型银行的股价有所上涨。后续经济持续改善有望推动银行板块估值继续提升。2023年个股选择上，我们建议关注两条主线：第一是债务风险缓释，经济持续改善，板块的估值修复行情可期。建议关注低估值的大型银行。第二是受规模扩张的支撑，营收端稳定高增的公司，总体业绩增速也相对较好。

4 风险提示

宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场