

银行

2023年06月16日

“中特估”未完待续，绩优行修复可期

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

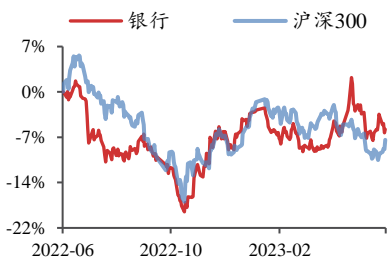
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政策有望落地稳预期，银行估值修复可持续——行业点评报告》-2023.6.14

● 银行股历史行情回溯

（1）投资窗口与经济周期共振，股价上涨通常先于经营景气拐点与业绩拐点。当前经济环境稳复苏趋势明朗，虽道阻且长但行则将至；（2）跨周期品种需业绩支撑，银行股穿越周期的支撑来自持续高ROE；（3）近年转型大潮中，银行经营能力和业绩表现亦出现明显差距。上半年投资风格偏向大行，受益于信贷投放强势+“中特估”概念催化，2023年银行板块分化或将延续。

● 2023上半年银行价值重估行情

表面上是资金选择的结果：（1）行情传导：中石油、中移动→“中特估”的银行。4月随着银行财报落地，估值修复起势。（2）高股息银行受追捧：国有行涨幅居前，绩优高扩张城商行稍显逊色。**实质上是有基本面支撑的价值重估：**（1）**总量信号：**信贷需求分化，公贷贡献主要增量，个贷需求修复不足，按揭早偿率反弹。（2）**价格信号：**下半年LPR重定价对息差拖累渐退，6月国股行存款利率再下调，我们测算净息差受益1.8~3.6BP。（3）**资产质量信号：**地产风险缓释、城投风险可控、零售局部波动。（4）**收入构成信号：**自营交易能力分化或将拉大业绩差距。**银行板块估值长期偏低的三重原因：**（1）**担忧资产质量：**目前上市行PB对应的隐含不良率为10%~20%，而2022年末账面不良率仅1.26%，估值跟不上现实表现。（2）**商业模式影响盈利可持续性：**各家着力部署轻型化转型，带动投资风格从β逐渐转向α。（3）**经济预期尚待扭转：**当前经济增速缓慢修复，悲观情绪有望扭转。“中特估”并非口号，或将实质性引导银行经营质效提升。（1）**重效率、轻规模：**如注重客群开发、加大数字化转型力度、精细化资本管理。（2）**做实资产质量：**2017年以来银行业累计处置不良资产超14万亿元，超过此前历年处置额总和。（3）**新时代的资本管理，重构估值体系：**优化资本构成、提升资本使用效率、综合金融服务以降低资本消耗。（4）**“三性平衡”升级为“四性平衡”：**银行让利实体可与区域经济形成良性互动。

● 近期银行板块的边际变化

（1）**资金面：**Q1公募减配，但高股息+低估值银行有望吸引险资、社保等长期资金加配；（2）**政策环境：**贷款趋稳，存款新一轮“降息”，业绩驱动下小行金市部加大配债。（3）**监管环境：**风险与资本管理升级，中小银行加快化险。**投资建议：**1、**高股息策略：**得益于监管严、盈利稳、分红意愿高，银行股息率常年较高，但板块整体PB仅0.6x（2023-06-13），投资性价比凸显，受益标的主要有工商银行、农业银行、邮储银行、中信银行等。2、**基本面逻辑重回视野：**“中特估”概念受银行基本面改善的预期支撑，看好优质区域、经营能力强的中小城农商行：（1）优质股份行的修复机会，地产风险持续出清、零售金融复苏，受益标的如招商银行、平安银行；（2）成长性强、区域优势大的城农商行，受益标的如江苏银行、宁波银行、苏州银行、常熟银行等。

● **风险提示：**经济复苏低于预期；监管环境趋严；银行转型进度不及预期等。

目 录

1、 银行股市场表现回溯（2012-2022）	4
1.1、 投资窗口与经济周期共振	4
1.2、 跨周期品种需有业绩支撑	6
1.3、 2023 年银行板块市场表现的分化或将延续	7
2、 解析 2023 上半年银行价值重估行情	8
2.1、 表面上是资金选择的结果：“中特估”行情传导至银行板块	8
2.2、 实质上是有基本面支撑的价值重估	9
2.2.1、 总量信号：信贷需求分化，大行和优质区域行景气度高，对公强零售弱	9
2.2.2、 价格信号：息差收窄趋势有望缓解，存款降息提供支撑	12
2.2.3、 资产质量信号：地产风险缓释、城投风险可控、零售局部波动	14
2.2.4、 收入构成信号：自营投资能力对业绩影响变大	17
3、 银行低估值主因三点，当前投资价值开始被逐渐理解	18
3.1、 三重原因使得银行板块估值长期偏低	18
3.2、 “中特估”并非口号，或将实质性引导商业银行经营质效提升	20
4、 近期银行板块的边际变化	22
4.1、 资金面：高股息、低估值银行吸引长期资金入市，保险有望加配	22
4.2、 政策环境：贷款节奏趋稳，存款新一轮“降息”，银行经营更主动	24
4.3、 监管环境：重磅监管办法陆续出台，经营环境进一步规范	25
5、 投资建议：配置股息性价比，聚焦绩优高景气	27
6、 风险提示	27

图表目录

图 1： 银行股较佳投资窗口大多出现于经济预期拐点阶段（2012-2022）	4
图 2： 基建投资增速放缓，社零增速回升（%）	5
图 3： 消费者信心指数和预期指数回升（%）	5
图 4： 小型企业贷款需求指数回升幅度大（%）	5
图 5： 2023Q1 经济预期已明显改善（%）	5
图 6： 成都银行股价上升领先于 ROE 拐点（%）	5
图 7： 杭州银行股价上升领先于 ROE 拐点（%）	5
图 8： 上市银行穿越周期的支撑来自于可持续的高 ROE（2023Q1，PB 截至 2023-06-13 收盘价）	6
图 9： 招商银行/宁波银行/常熟银行估值领先行业	6
图 10： 招商银行/宁波银行/常熟银行 ROE 维持高位	6
图 11： 上市银行中国有六大行和优质区域行景气度高	9
图 12： 对公信贷驱动效应明显（亿元）	10
图 13： 制造业、基建中长期贷款为主要支撑（%）	10
图 14： 居民中长贷有待发力（亿元）	10
图 15： 4 月房地产市场销售端回暖	10
图 16： 3 月以来 RMBS 条件早偿率指数上升	11
图 17： 样本 RMBS 早偿率持续提升	11
图 18： 经营贷增速持续抬升，按揭贷增速持续下行	11
图 19： 普惠小微贷款利率持续走低	11

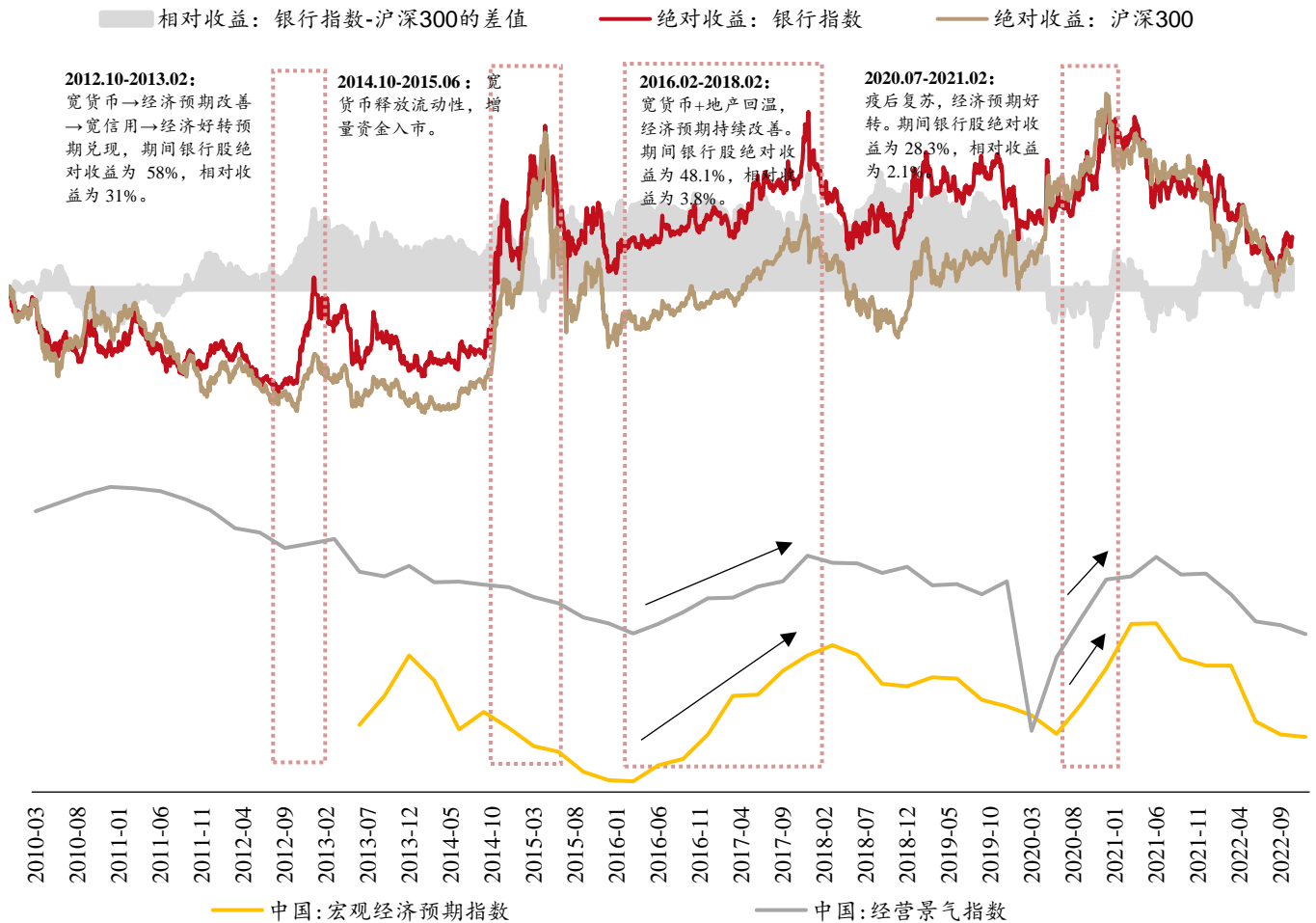
图 20: 江浙川地区信贷增速领先 (2023.04 贷款增速)	12
图 21: 2023 年 1-4 月信贷增量区域分化特征明显	12
图 22: 贷款利率已接近企稳 (%)	12
图 23: 同业存单到期收益率已逐渐回落 (%)	12
图 24: 近三年城投非标违约具有明显地域性特征	16
图 25: 招商银行延期还本付息占比不足 1%	16
图 26: 普惠小微企业贷款不良率有所改善 (%)	16
图 27: 金融投资占总资产比例提升	17
图 28: 金融投资估值变动对银行业绩影响扰动大	17
图 29: 银行自营交易能力差距或将拉大业绩差距 (2022)	18
图 30: 2023Q1 招商银行、宁波银行、常熟银行净息差、ROE 均处于行业前列	19
图 31: 2023Q1 宏观经济预期指数大幅回升	20
图 32: 贷款景气度有望回升	20
图 33: 国有行和部分股份行 AUM 领跑 (万亿元)	20
图 34: 国有行、股份行信息科技投入占比普遍较高	20
图 35: 银行业不良资产处置规模攀升	21
图 36: 部分上市行不良贷款处置规模较大 (亿元)	21
图 37: 招商银行风险加权资产收益率 (RORWA) 最高	21
图 38: 上市银行中高分红+低估值银行更具投资性价比	22
图 39: 上市银行机构持股比例 (除一般法人)	24
图 40: 2023Q1 末机构持股比例同比变化	24
图 41: 上市银行整体机构持股比例 (不含一般法人)	24
图 42: 2023Q1 公募基金减配银行股	24
图 43: 大行贷款增速放缓, 小行贷款增速回升	25
图 44: 人民币贷款加权平均利率回升 (%)	25
图 45: 2022Q2 央行评级结果分布	26
图 46: 22Q2 高风险机构资产占比小幅提升	26
图 47: 2022 年存保基金支出细项 (亿元)	26
图 48: 2020 年存保基金支出细项 (亿元)	26
表 1: A 股上市银行业绩表现分化加剧 (2023 年股价涨跌幅统计至 2023-06-13 收盘价)	7
表 2: A 股上市银行中高股息银行行情表现更佳	8
表 3: LPR 重定价对上市银行净息差和净利润影响渐退	13
表 4: 国有行、股份行存款利率下调有望改善息差 (亿元)	14
表 5: 招商银行表内外涉房资产占比逐渐下降 (亿元)	14
表 6: 平安银行表内外涉房资产占比逐渐下降 (亿元)	14
表 7: 上市银行近三年城投敞口基本可控 (亿元)	15
表 8: 近三年部分上市行信用卡不良率边际回升	17
表 9: 上市银行隐含不良率对资产质量有所低估	18
表 10: 上市银行现金分红比例	22
表 11: 2023 年以来存款利率事件梳理	25
表 12: 受益标的盈利预测	27

1、银行股市场表现回溯（2012-2022）

1.1、投资窗口与经济周期共振

以史为鉴：银行股较佳投资窗口大多出现于经济预期拐点阶段。回溯近十年（2012-2022）板块表现，银行股大涨行情大多出现于经济周期拐点，通常伴随宏观经济预期的改善和企业经营景气度的回升。2012年以来，银行股主要出现四轮大涨行情，除2014.10-2015.06主要由流动性驱动及海外增量资金入市之外，其余三次均是在宏观经济预期改善下，银行股估值修复带来的超额收益行情。从理论上来说，经济见底后的复苏阶段，伴随企业经营景气度回温，投资意愿提升，催生融资需求，现金流改善提振还款能力，从量、价、质三方面利好银行经营回暖，因而经济预期向好传导至银行经营业绩改善，是投资银行股的主要脉络。

图1：银行股较佳投资窗口大多出现于经济预期拐点阶段（2012-2022）



数据来源：Wind、开源证券研究所

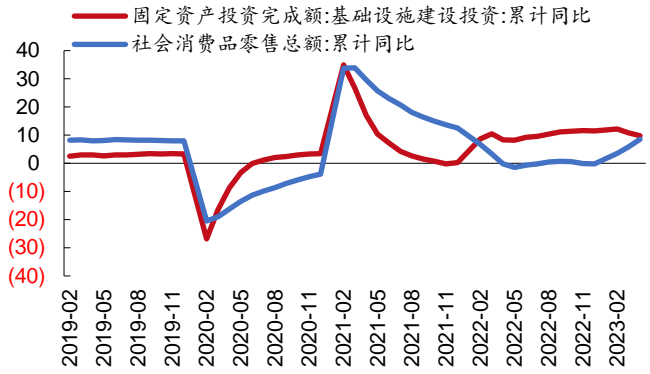
当前经济环境处于什么阶段？——稳复苏趋势明朗，虽道阻且长但行则将至。

从当下时点来看，疫情扰动逐渐消退，经济处于稳复苏的开端，但仍面临诸多挑战。

(1) 土地信用扩张的红利时代已经过去，地产基建对于经济的驱动力度下降；(2) 疫情对经济的实质干扰虽已经褪去，但对居民观念的影响犹存，疫情加剧了居民对未来收入预期的不确定性，风险偏好收敛下消费意愿仍未充分修复，4月消费者信心指数虽大幅提升，但仍处于历史低位；(3) 出口也面临一定压力，5月出口同比增

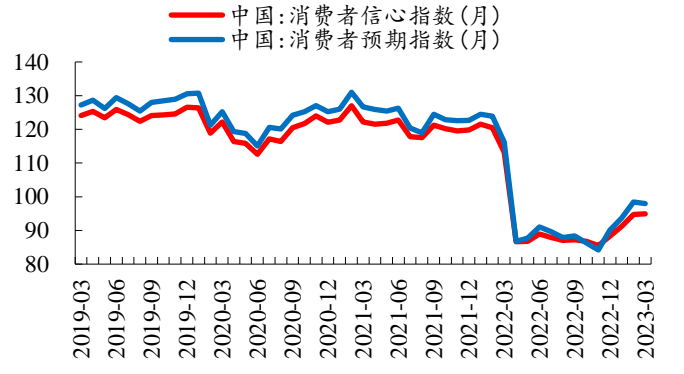
速转负。我们认为经济复苏的进程并非一蹴而就，道阻且长、行则将至，当下经济环境进一步改善趋势明确，伴随消费刺激政策落地，实体融资需求渐次复苏，银行经营层面改善确定性较强。

图2：基建投资增速放缓，社零增速回升（%）



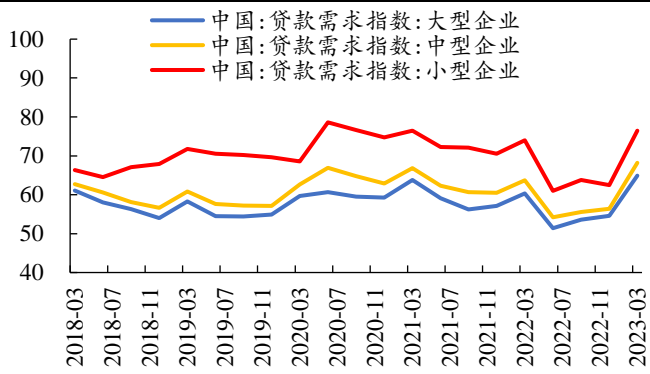
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：消费者信心指数和预期指数回升（%）



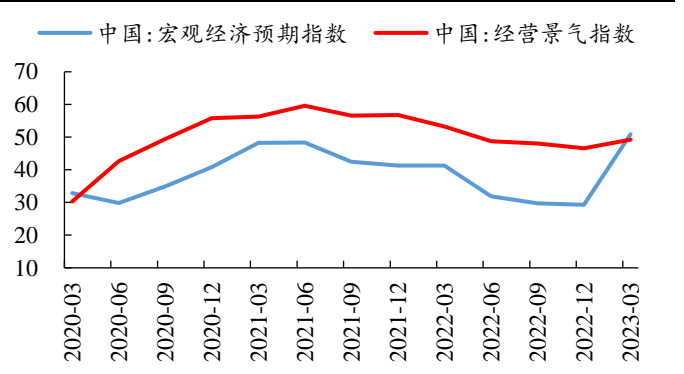
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：小型企业贷款需求指数回升幅度大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

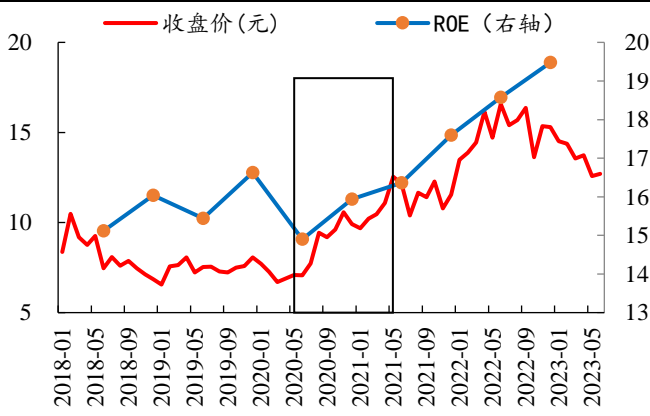
图5：2023Q1 经济预期已明显改善（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

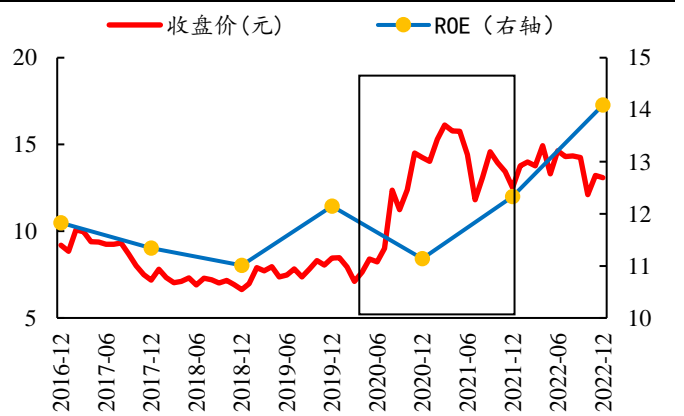
银行股投资重在预期，股价上涨通常先于经营景气拐点与业绩拐点。经济复苏进程的变化有重要指导意义，银行股估值提升通常领先于实际业绩的改善，“聪明资金”可率先关注到业绩边际变化，因此观察上市银行股价表现，通常先于 ROE 拐点上涨。

图6：成都银行股价上升领先于 ROE 拐点（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：杭州银行股价上升领先于 ROE 拐点（%）

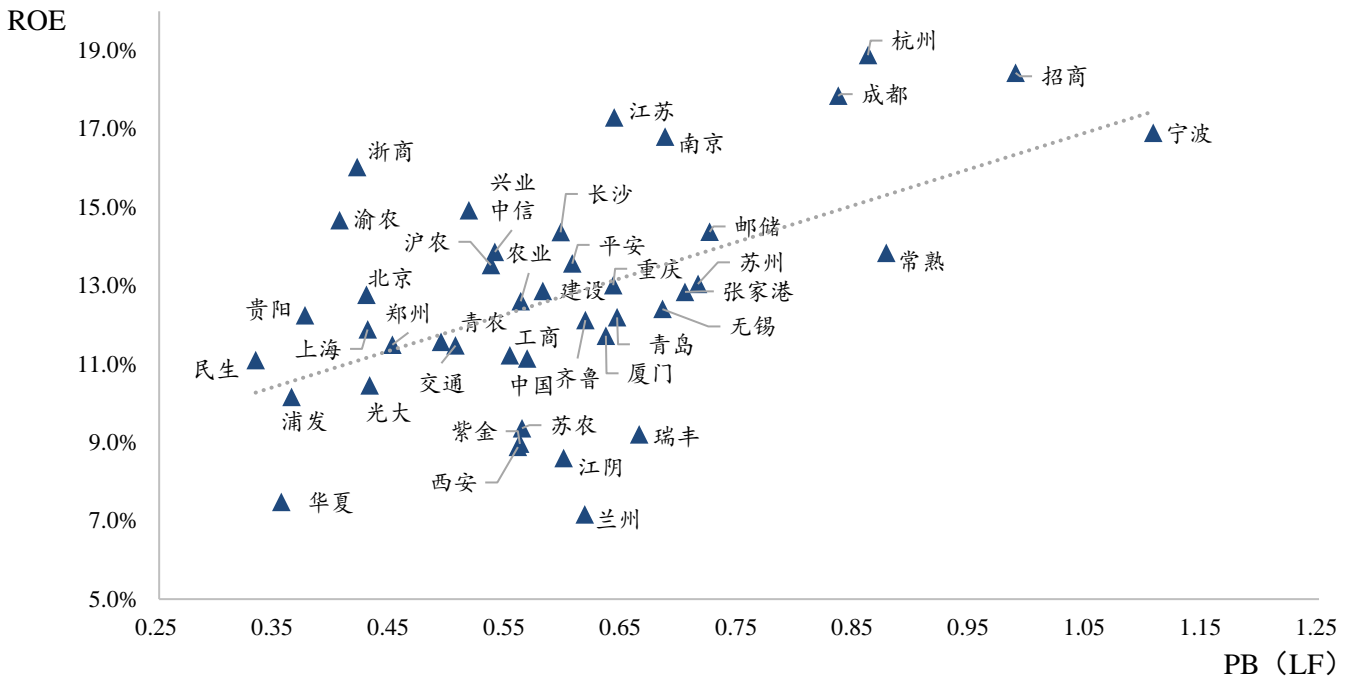


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、跨周期品种需有业绩支撑

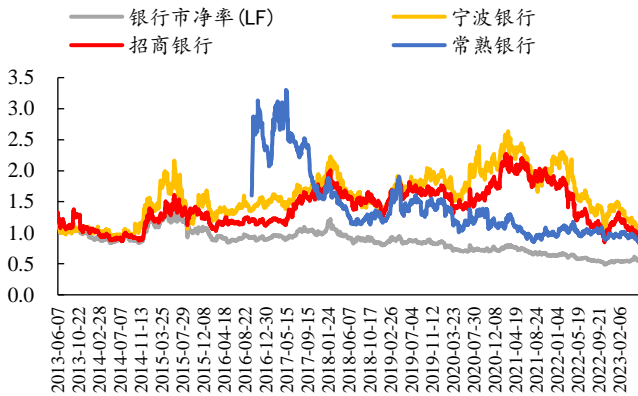
银行股虽为典型的顺周期品种，但仍有部分银行能够穿越周期，这种穿越周期的支撑来自于可持续的高 ROE。伴随我国银行业粗放经营时代结束，精耕细作的轻型转型帷幕拉开，个股差距被进一步拉大，银行股投资也从 β 逐渐转向 α ，**具有经营模式壁垒和客群护城河的银行获得估值溢价并展现出穿越周期的投资价值**。如零售之王招商银行、城商行标杆宁波银行、小微金融领军者常熟银行的估值在 2015 年之后持续领先同业，其共性为市场化、灵活高效的机制体制，以及领先的经营模式和具备竞争壁垒的优势客群，以上因素带来可持续、高增长的业绩表现，招行和宁波 ROE 近十年均维持在 15% 以上，常熟银行维持在 10% 以上。

图8：上市银行穿越周期的支撑来自于可持续的高 ROE（2023Q1，PB 截至 2023-06-13 收盘价）



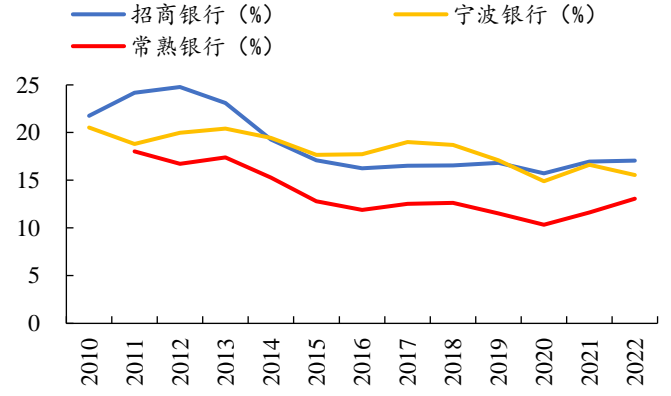
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：招商银行/宁波银行/常熟银行估值领先行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：招商银行/宁波银行/常熟银行 ROE 维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、2023 年银行板块市场表现的分化或将延续

银行股投资逐渐从 β 走向 α ，个股表现分化加剧。过去我国商业银行以存贷业务为重心，在粗放式的规模扩张驱动经营思路下，各银行业务模式大同小异，业绩分化尚不明显，体现在银行股投资上，2012 年末上市银行 PB 均在 1 倍以上，且个股间差距不大。伴随我国经济从高速增长到高质量发展过渡，银行业也开启了轻型化、差异化、精细化转型之路，银行间经营思路与业务模式开始分化，经营能力和业绩表现亦出现明显差距，2022 年末在银行板块 PB 持续低迷的背景下，招商银行和宁波银行仍维持 1 倍以上 PB，而部分银行 PB 已低于 0.5x。

表1：A 股上市银行业绩表现分化加剧（2023 年股价涨跌幅统计至 2023-06-13 收盘价）

银行类型	银行名称	PB(LF)-2022	PB(LF)-2012	PB变动 (倍)	23Q1 营业 收入yoy	23Q1 归母净利 润yoy	2022 归母净 利润yoy	2023 年股价 涨跌幅	2022 年股价 涨跌幅
国有行	工商银行	0.51	1.35	-0.84	-1.09	0.02	3.49	15.2%	-6.3%
	建设银行	0.53	1.27	-0.73	0.96	0.26	7.06	15.6%	-3.9%
	农业银行	0.47	1.25	-0.79	2.19	1.75	7.45	26.1%	-1.0%
	中国银行	0.46	1.03	-0.57	11.57	0.50	5.02	28.5%	3.6%
	邮储银行	0.63			3.51	5.22	11.89	18.6%	-9.4%
	交通银行	0.43	1.00	-0.57	5.51	5.63	5.22	25.1%	2.8%
股份行	招商银行	1.18	1.55	-0.38	-1.47	7.82	15.08	-9.5%	-23.5%
	兴业银行	0.57	1.31	-0.74	-6.72	-8.93	10.52	-3.3%	-7.6%
	浦发银行	0.37	1.09	-0.72	-3.85	-18.35	-3.46	2.5%	-14.7%
	中信银行	0.45	1.03	-0.58	-4.94	10.34	11.61	25.5%	7.8%
	民生银行	0.30	1.44	-1.14	0.38	3.70	2.58	14.8%	-11.5%
	光大银行	0.42	1.12	-0.70	-1.58	5.34	3.23	2.6%	-7.5%
	平安银行	0.72	1.01	-0.29	-2.40	13.63	25.26	-10.6%	-20.1%
	华夏银行	0.35	1.00	-0.64	-3.68	4.05	6.37	14.3%	-7.3%
	浙商银行	0.46			2.53	9.91	7.67	-6.8%	-16.0%
城商行	北京银行	0.40	1.17	-0.77	-6.92	1.90	11.40	12.3%	-2.9%
	上海银行	0.43			-7.12	3.25	1.08	5.4%	-17.1%
	宁波银行	1.43	1.44	-0.01	8.45	15.35	18.05	-17.6%	-15.2%
	江苏银行	0.66			10.35	24.83	28.90	3.6%	25.0%
	南京银行	0.88	1.15	-0.28	5.51	8.22	16.09	-17.1%	16.3%
	苏州银行	0.82			5.26	20.84	26.13	-11.4%	14.9%
	杭州银行	0.98			7.55	28.11	26.11	-6.2%	2.0%
	成都银行	1.10			9.71	17.50	28.24	-16.1%	27.5%
	长沙银行	0.51			12.88	8.68	8.04	23.1%	-13.4%
	重庆银行	0.52			1.55	2.69	4.38	24.5%	-23.8%
	贵阳银行	0.40			3.12	1.07	1.02	-2.2%	-15.7%
	郑州银行	0.45			-3.01	1.86	-24.92	-2.6%	-25.6%
	青岛银行	0.66			15.54	15.83	5.48	0.0%	-27.4%
	齐鲁银行	0.68			8.72	12.33	18.17	-2.9%	-25.3%
	兰州银行	0.80			11.98	10.45	10.71	-22.0%	
	西安银行	0.54			16.99	8.20	-13.55	7.1%	-18.1%
厦门银行	0.71			5.02	14.98	15.56	-8.6%	-17.0%	
农商行	渝农商行	0.38			-3.26	9.18	7.49	12.5%	-8.3%
	沪农商行	0.56			7.49	12.44	13.16	-0.3%	-12.9%
	青农商行	0.52			7.23	5.58	-24.41	-4.8%	-25.1%
	常熟银行	0.96			13.28	20.60	25.39	-6.8%	14.2%
	紫金银行	0.57			1.54	5.50	5.61	1.5%	-22.7%
	无锡银行	0.69			3.65	23.18	26.65	4.6%	-7.1%
	张家港行	0.77			-0.64	17.42	29.00	-6.5%	-20.0%
	苏农银行	0.59			1.38	15.96	29.42	-3.2%	-3.7%
	江阴银行	0.65			4.03	12.78	26.88	-3.8%	3.1%
	瑞丰银行	0.65			8.10	16.16	20.20	-19.2%	-44.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

分化延续，2023 上半年投资风格偏向大行。2022 年以来，在监管强调“让利实体”下，银行基本盈利逻辑转变为“以量补价”，优质区域融资需求旺盛为当地城

商行提供了扎实的业绩基本盘，高成长城商行如成都银行、江苏银行、苏州银行领涨。2023年开年以来，国有行信贷投放强势，2023Q1业绩超预期，叠加“中特估”概念催化，低估值+高股息的大行迎来一波大涨行情。而股份行和农商行零售小微业务占比高，受疫情因素压制影响大，2022年以来业绩和估值双重承压。

把握分化，精选个股 α 。经济预期改善往往带来银行股投资的 β 行情，但弱经济复苏对银行利好程度不一。机制灵活，客群基础扎实，主动调整能力强的银行更具有投资价值。从2023年来看，高股息策略依然占优，绩优中小行亦值得关注：（1）区域融资需求分化，弱复苏下融资需求分化加剧，优质区域如江浙川地区信贷需求旺盛，本土城商行业绩基本盘依然扎实；（2）不再提“两增两控”，国有行下沉速度放缓，农商行小微金融业务量价空间打开，小微客群基础牢，业务模式领先的农商行成长潜能释放。

2、解析 2023 上半年银行价值重估行情

2.1、表面上是资金选择的结果：“中特估”行情传导至银行板块

行情传导：中石油、中移动 \rightarrow “中特估”的银行。2023年“中特估”概念不断强化，尤其在推动央企价值回归、重塑估值体系方面，资本市场也在给出自己的答案。观察资金情绪，我们发现并非银行股率先起波澜，其他领域的“中字头”标的领先于银行开始表现，以中国移动、中国石油为代表的个股涨幅居前，4月17日，中移动市值一度登顶A股首位。其后资金轮动到银行板块，特别是随着上市银行年报和一季报公布，稳定的盈利预期兑现，资金大幅流向中字头银行，如中信银行、中国银行4月25日至5月9日短短半个月涨幅分别约31%、26%，成为银行板块行情渐起的排头兵，估值修复势头逐渐显现。

高股息银行受追捧，绩优高扩张城商行表现逊色。在中字头银行大涨的同时，城商行表现有待提升，成都银行、南京银行、宁波银行、兰州银行股价均较年初下降超15%。究其原因我们发现，受资金追捧的标的均有显著的高股息特征。国有行股息率最高，此轮行情也受益最多，如中国银行、农业银行与交通银行2023年初至6月13日股价分别上涨了28%、26%、25%。股份行股息率、股价表现均有较大差别，从2023年初到6月13日，中信银行股价上涨了26%，而招商银行、平安银行股价分别下跌了9%、11%。部分绩优高扩张城商行的行情在2022年较好兑现，此轮“中特估”行情中表现稍显逊色。

表2：A股上市银行中高股息银行行情表现更佳

证券简称	收盘价 (2023/6/13)	区间涨跌幅 (2023/1/1, 2023/6/13)	市净率 PB(LF) (2023/6/13)	市净率分位数 (上市首日, 2023/6/13)	证券简称	区间涨跌幅 (2023/1/1, 2023/6/13)	市净率 PB(LF) (2023/6/13)	市净率分位数 (上市首日, 2023/6/13)
中国银行	4.06	28%	0.57	91%	中科曙光	144%	4.67	1%
农业银行	3.67	26%	0.56	100%	科大讯飞	128%	10.73	40%
中信银行	6.25	26%	0.54	100%	深桑达A	72%	6.45	93%
交通银行	5.93	25%	0.51	98%	烽火通信	67%	2.27	99%
重庆银行	8.44	24%	0.64	100%	国药一致	63%	1.40	0%
长沙银行	8.32	23%	0.60	100%	中国卫通	57%	4.98	0%
邮储银行	5.48	19%	0.72	95%	中国石油	53%	0.99	100%
建设银行	6.51	16%	0.58	98%	中国石化	51%	0.98	92%
工商银行	5.00	15%	0.55	88%	中国电信	49%	1.31	88%
民生银行	3.96	15%	0.33	100%	中国移动	47%	1.67	3%
华夏银行	5.93	14%	0.36	89%	太极股份	44%	5.20	84%
渝农商行	3.97	12%	0.41	100%	中国长城	44%	3.53	100%
北京银行	4.84	12%	0.43	100%	中材国际	42%	1.86	67%
西安银行	3.77	7%	0.56	85%	航天信息	42%	1.90	43%

瑞丰银行	5.10	7%	0.66	96%	本钢板材	41%	0.96	100%
上海银行	6.23	5%	0.43	99%	中国中铁	36%	0.71	100%
无锡银行	5.51	5%	0.68	77%	中船防务	36%	2.59	97%
江苏银行	7.55	4%	0.64	90%	国网信通	36%	4.21	100%
贵阳银行	5.37	3%	0.38	81%	中金黄金	33%	2.00	59%
光大银行	3.15	3%	0.43	97%	中油资本	33%	0.96	98%
浦发银行	7.46	2%	0.36	100%	中国交建	31%	0.69	77%
紫金银行	2.63	2%	0.56	76%	中国铁建	31%	0.58	100%
江阴银行	3.82	1%	0.60	77%	中油工程	30%	0.84	98%
青岛银行	3.36	0%	0.64	91%	铁建重工	29%	1.71	100%
沪农商行	5.86	0%	0.54	100%	国药股份	29%	1.89	93%
浙商银行	2.74	0%	0.42	100%	华润三九	29%	3.28	100%
张家港行	4.31	-2%	0.70	78%	中国重工	29%	1.22	86%
郑州银行	2.29	-3%	0.45	93%	中国银行	28%	0.57	91%
齐鲁银行	4.05	-3%	0.62	96%	中国卫星	27%	5.19	92%
苏农银行	4.54	-3%	0.56	80%	农业银行	26%	0.56	100%
兴业银行	17.01	-3%	0.52	97%	中国中车	26%	1.19	75%
常熟银行	7.04	-3%	0.88	71%	中铁工业	26%	0.98	99%
厦门银行	5.24	-4%	0.64	91%	招商港口	26%	0.82	0%
青农商行	2.75	-5%	0.49	82%	中信银行	26%	0.54	100%
杭州银行	12.27	-6%	0.86	88%	中国中冶	25%	0.86	100%
苏州银行	6.89	-7%	0.71	100%	交通银行	25%	0.51	98%
招商银行	33.73	-9%	0.99	100%	中国船舶	25%	2.72	95%
平安银行	11.77	-11%	0.61	95%	中国铝业	24%	1.75	95%
成都银行	12.83	-16%	0.84	95%	中国外运	24%	0.97	96%
南京银行	8.64	-17%	0.69	98%	宝信软件	23%	12.21	59%
宁波银行	26.75	-18%	1.11	99%	中国银河	22%	1.28	66%
兰州银行	2.94	-22%	0.62	62%	招商公路	22%	1.05	98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

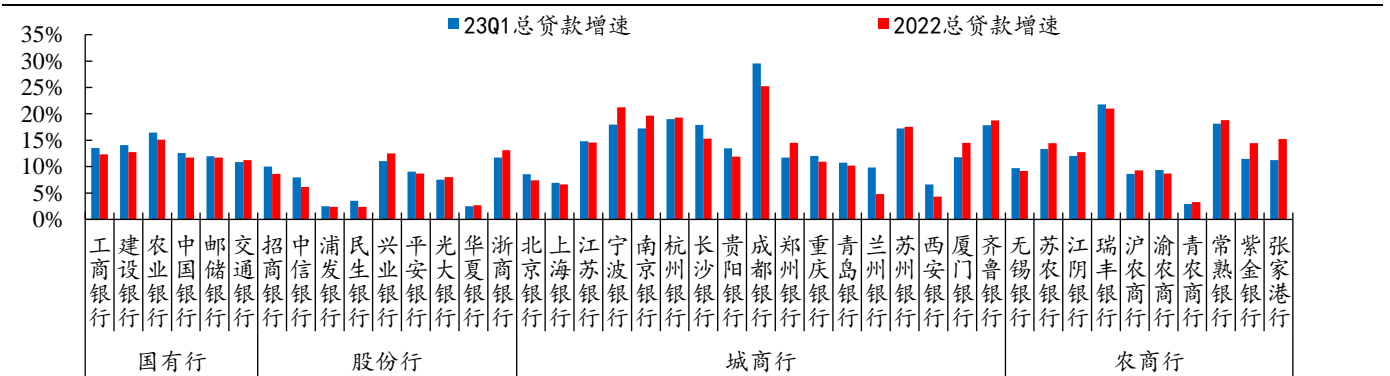
2.2、实质上是有基本面支撑的价值重估

2022 A& 2023Q1 财报中的积极信号推动大行股领涨。随着上市银行2022年报、2023Q1 财报披露完毕，虽然客观上仍存在较大的经营压力，但多方面展现出积极因素，尤其大行的业绩超预期，银行行情也从5月起开始加速。

2.2.1、总量信号：信贷需求分化，大行和优质区域行景气度高，对公强零售弱

2023 年开年以来，国有大行受开门红和政策驱动抢抓信贷投放，六大行总贷款增速均维持 10% 以上；优质区域如江苏、浙江、四川等地区信贷需求旺盛，当地优质城商行总贷款增速多维持 10% 以上，其中宁波银行、南京银行、杭州银行、长沙银行、成都银行、苏州银行、齐鲁银行 2023Q1 总贷款增速>15%。受年初零售信贷需求弱复苏和按揭早偿影响，股份行信贷投放力度偏弱，2023Q1 除招商银行、兴业银行和浙商银行外，其他股份行总贷款增速均低于 10%。

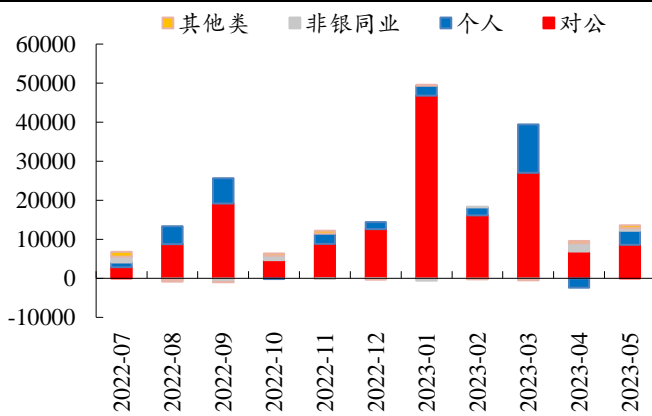
图11：上市银行中国有六大行和优质区域行景气度高



数据来源：Wind、开源证券研究所

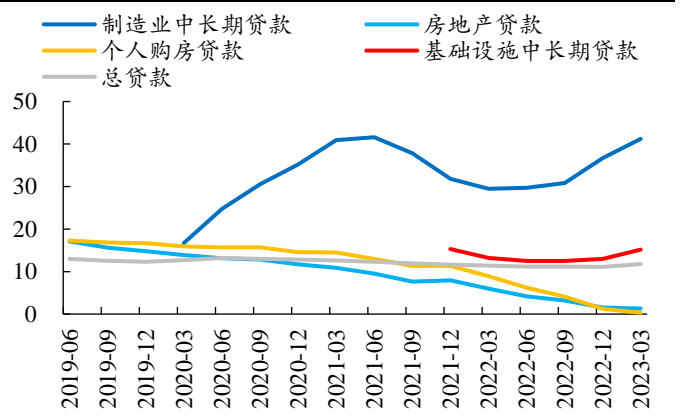
信贷结构：企业中长贷驱动明显，居民信用修复缓慢。从金融数据来看，2023Q1 信贷投放力度较强，**(1) 对公信贷驱动效应明显**，2023Q1 对公贷款贡献 85% 的信贷增量，同比多增 1.91 万亿，从投向来看，政策刺激下制造业、基建中长期贷款为主要支撑，2023 年 3 月分别同比增长 41.2% 和 15.2%，均高于总贷款增速。**(2) 居民端信用修复进度缓慢**，继 3 月居民贷款阶段性冲高后，4 月居民中长贷明显回落，单月净减少 1156 亿元，为历史最低水平。究其原因，首先从房地产市场销售端来看，4 月商品房销售增速持续回温，因此按揭贷负增受楼市销售拖累的概率较小，或主要源于一季度开门红对按揭贷的透支及居民按揭早偿现象。

图12：对公信贷驱动效应明显（亿元）



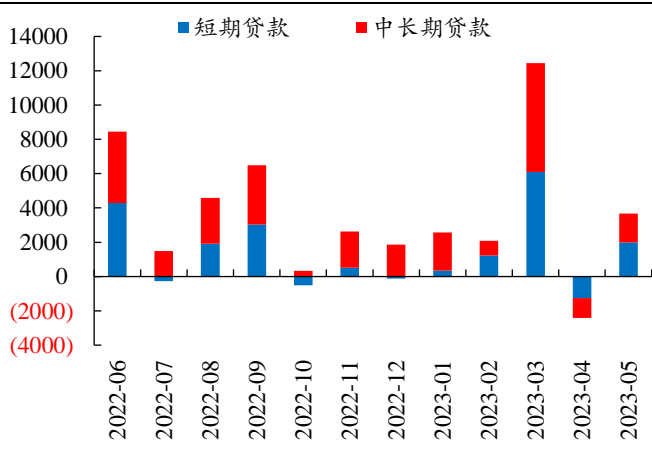
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：制造业、基建中长期贷款为主要支撑（%）



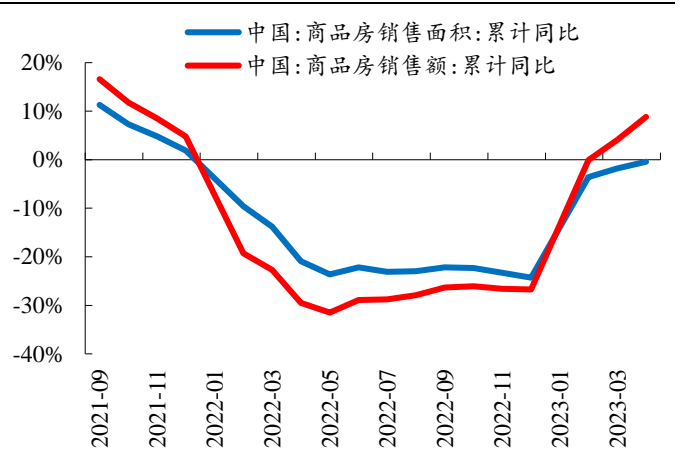
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：居民中长贷有待发力（亿元）



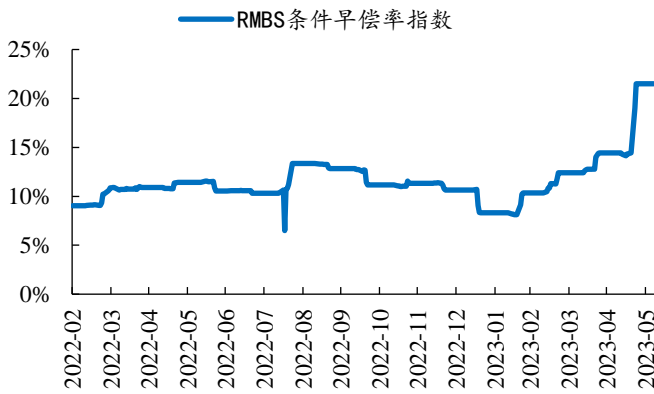
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：4月房地产市场销售端回暖

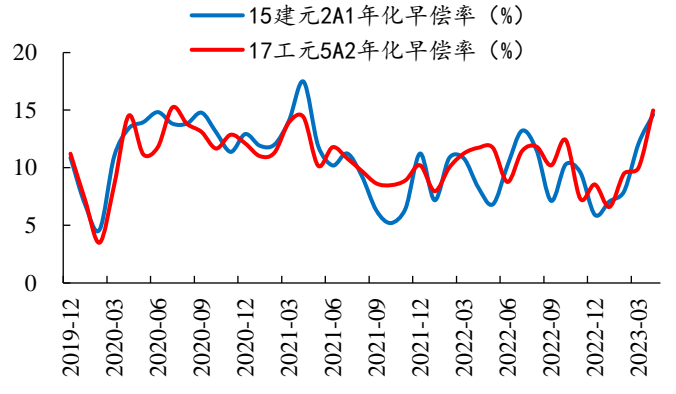


数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年 3 月以来按揭早偿率反弹。2022 年以来，国内利率水平持续走低，叠加居民风险偏好收敛降杠杆意愿较强，居民按揭早偿率提升，2022Q4 在商业银行强化按揭早偿约束行为下，早偿率有所下降。伴随监管召开会议要求商业银行按照合同约定做好客户提前还款服务工作，2023 年 3 月以来按揭早偿率再次上行。

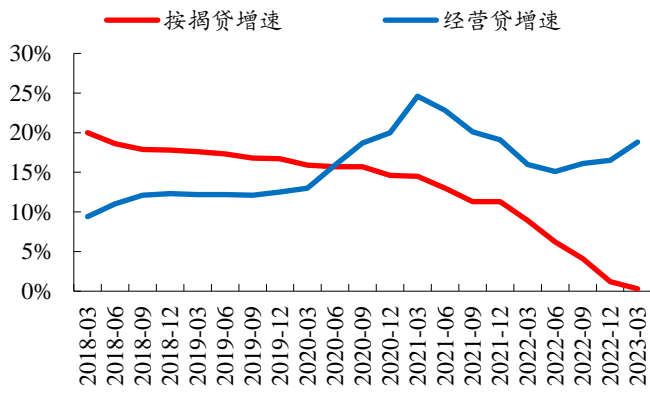
图16：3月以来RMBS条件早偿率指数上升


数据来源：中国货币网、开源证券研究所

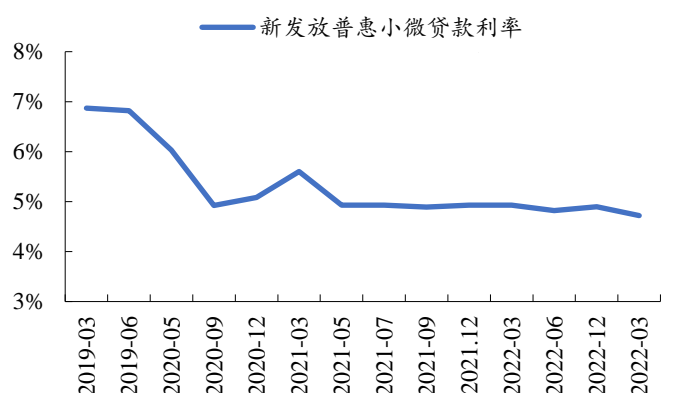
图17：样本RMBS早偿率持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

按揭早偿率反弹主要源于：一方面经营贷利率和存量房贷利率的严重倒挂催化了居民置换行为，但在监管严厉打击和银行强化监管作用下，置换行为影响或有限。另一方面居民风险偏好收敛下提前还贷机会成本的下降，“赎回潮”后理财产品收益率未明显提振，居民消费需求亦尚未得到充分释放，居民资金以存款形式淤积于银行表内，而4月以来存款降息预期走强，居民提前还贷的机会成本降低使得按揭早偿率反弹。

图18：经营贷增速持续抬升，按揭贷增速持续下行


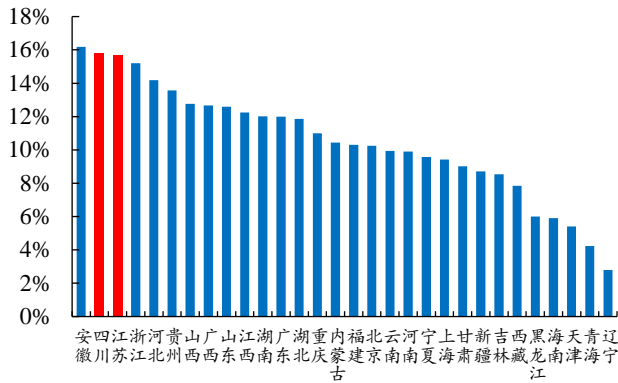
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：普惠小微贷款利率持续走低


数据来源：Wind、开源证券研究所

区域信贷景气度分化延续，优质城商行业绩基础扎实。2023年以来，融资需求依然表现出较强的区域分化特征，2023年1-4月浙江、江苏和四川地区新增信贷规模均位居全国前五。且优质区域信贷需求呈现出较强的可持续性，在4月社融转弱的大背景下，四川、江苏和浙江信贷仍维持15%以上高增速。江浙川区域旺盛的融资需求为本土城商行扩表夯实基础，优质城商行业绩仍有规模基础支撑。

图20: 江浙川地区信贷增速领先(2023.04 贷款增速)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 2023年1-4月信贷增量区域分化特征明显



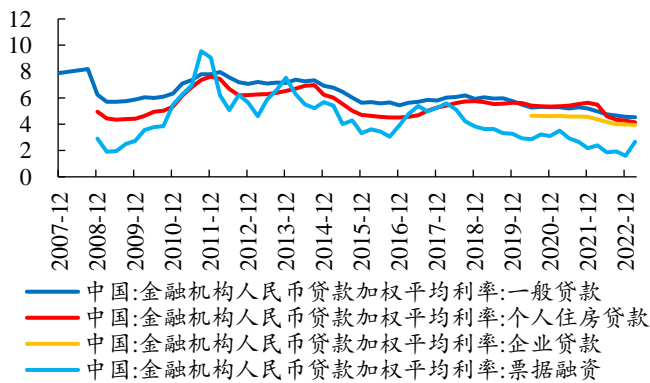
资料来源: Wind、亿图图示、开源证券研究所

2.2.2、价格信号：息差收窄趋势有望缓解，存款降息提供支撑

当前贷款收益率已落至历史低位，进一步下行空间有限。近年来，在监管引导的深化利率市场化改革进程中，LPR 改革效能不断释放，推动贷款利率稳中有降。2023年3月，企业贷款加权平均利率为3.95%，同比下降0.41pct；个人住房贷款加权平均利率为4.14%，同比下降1.35pct。2023年初，在银行推动贷款上量的过程中，优质企业议价能力较强，超低价贷款现象也受到较多关注。对于下阶段的贷款收益率水平，我们认为在实体融资需求有望回暖的背景下进一步下行空间已十分有限。3月新发放贷款加权平均利率为4.34%，较2022年12月提高0.20pct，已现企稳回升态势。

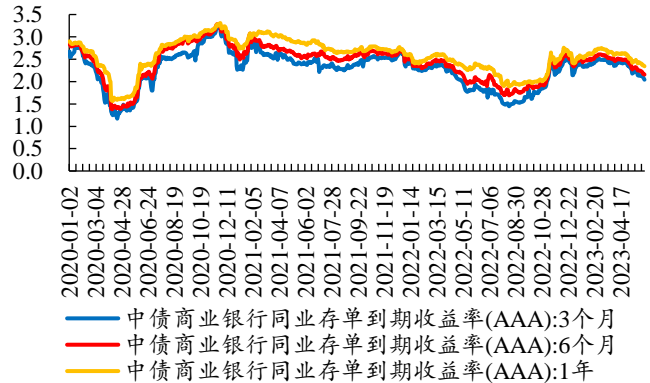
预计下阶段息差的核心矛盾将逐渐切换到负债端。一方面，2022年末理财赎回潮风波后，存款定期化趋势显著，叠加银行间揽储竞争加剧，银行的存款成本仍相对刚性；另一方面，由于抢抓信贷投放消耗超储，资产负债两端期限错配压力扰动资金面，流动性管理压力释放，加之同业存单集中到期，导致2023Q1银行同业负债成本居于高位。下阶段，为保持行业一定的合理息差，我们认为应重点关注银行负债端的成本变化，近期同业存单利率已从高位回落，高成本存款的降息同时推进，或将对接下来的息差企稳提供支撑。

图22: 贷款利率已接近企稳 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 同业存单到期收益率已逐渐回落 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

LPR 重定价影响主要集中在 2023Q1，下半年对息差拖累渐退。考虑到 2022 年以来 LPR-1Y 和 LPR-5Y 分别大幅下降了 15BP 和 35BP，我们对 LPR 重定价的影响

进行了测算，预计将拖累上市银行 2023H1 息差 3.7BP、净利润增速 2.9pct。由于 LPR 重定价对中长期贷款重定价影响主要集中在 2023 年一季度，下半年重定价对息差的拖累将有所缓解。综合考量，我们预计 2023 年息差仍有较大收窄压力，但降幅或有所收敛。

表3: LPR 重定价对上市银行净息差和净利润影响渐退

银行名称	贷款结构 (2022)		重定价期限结构 (2022)		影响净利息收入 (亿元)		影响净息差 (BP)		拖累净利润增速 (pct)	
	按揭贷款	5 年期以上公贷	重定价期限 < 3M	重定价期限 3M-1Y	2023H1	2023Q1-Q3	2023H1	2023Q1-Q3	2023H1	2023Q1-Q3
工商银行	27.7%	27.5%	35.4%	62.5%	-80.9	-176.3	-4.3	-3.4	-2.2	-4.7
建设银行	31.0%	9.3%	44.9%	44.9%	-73.9	-153.4	-4.4	-3.3	-3.3	-4.4
农业银行	27.1%	19.7%	38.5%	54.9%	-65.7	-140.4	-4.0	-3.1	-3.6	-5.0
中国银行	28.1%	10.9%	37.7%	56.8%	-56.2	-119.0	-4.1	-3.2	-3.3	-4.9
交通银行	20.7%	22.9%	38.0%	50.0%	-21.3	-46.2	-3.5	-2.8	-3.5	-4.8
邮储银行	31.4%	5.3%	61.3%	31.7%	-25.4	-51.8	-3.9	-2.9	-3.5	-4.6
国有行	28.1%	16.4%	42.6%	50.1%	-323.4	-687.0	-4.1	-3.2	-3.4	-4.7
招商银行	23.0%	7.2%	78.1%	53.7%	-19.9	-41.6	-4.2	-3.2	-2.2	-2.8
兴业银行	22.0%	18.7%	41.6%	30.6%	-14.7	-30.6	-3.5	-2.7	-3.0	-4.8
浦发银行	18.2%	9.4%	50.3%	36.9%	-12.1	-25.4	-3.2	-2.5	-2.6	-3.7
中信银行	18.9%	16.6%	33.3%	33.1%	-12.4	-26.2	-3.2	-2.5	-2.2	-3.7
民生银行	13.8%	7.7%	31.5%	42.9%	-7.5	-16.0	-2.2	-1.8	-2.7	-3.4
平安银行	23.5%	2.7%	81.7%	46.3%	-10.1	-20.9	-4.1	-3.1	-2.2	-2.8
光大银行	16.5%	7.3%	31.2%	21.6%	-7.0	-14.4	-2.4	-1.8	-2.0	-2.9
华夏银行	14.0%	4.9%	13.5%	38.6%	-3.3	-7.0	-1.8	-1.4	-2.7	-3.1
浙商银行	7.1%	9.5%	55.4%	19.1%	-2.5	-5.2	-2.0	-1.5	-1.0	-1.2
股份行	18.7%	10.2%	46.3%	35.9%	-89.5	-187.2	-3.1	-2.4	-2.3	-3.2
北京银行	19.2%	9.5%	48.3%	38.3%	-4.5	-9.4	-4.2	-8.8	-2.1	-3.2
上海银行	12.3%	8.8%	50.1%	35.4%	-2.7	-5.6	-2.9	-6.0	-1.6	-2.6
江苏银行	15.3%	1.3%	47.1%	33.8%	-2.8	-5.7	-2.3	-4.8	-1.0	-1.3
宁波银行	4.3%	12.7%	19.9%	54.7%	-0.8	-2.0	-1.2	-2.7	-0.7	-1.0
南京银行	9.0%	8.9%	40.2%	45.2%	-1.4	-3.2	-1.1	-2.4	-0.7	-1.0
杭州银行	12.3%	8.2%	25.3%	48.7%	-1.1	-2.5	-1.0	-2.2	-0.8	-1.3
长沙银行	14.4%	14.2%	21.0%	38.2%	-0.7	-1.6	-0.9	-2.0	-1.9	-2.6
成都银行	17.5%	9.4%	35.5%	52.1%	-1.1	-2.3	-0.8	-1.8	-1.0	-1.5
贵阳银行	6.7%	24.4%	11.0%	23.3%	-0.3	-0.6	-0.4	-1.0	-1.1	-1.7
重庆银行	11.9%	9.3%	24.8%	28.8%	-0.6	-1.2	-0.5	-1.1	-1.3	-1.9
郑州银行	11.4%	3.8%	19.2%	45.6%	-0.4	-1.0	-0.4	-1.0	-1.3	-2.1
青岛银行	17.3%	7.4%	26.2%	58.0%	-0.5	-1.1	-0.5	-1.2	-1.8	-3.1
苏州银行	13.4%	6.1%	32.6%	51.0%	-0.4	-0.9	-0.4	-0.8	-1.0	-1.5
齐鲁银行	16.9%	10.0%	21.1%	56.6%	-0.5	-1.0	-0.6	-1.2	-2.0	-3.0
西安银行	13.2%	4.9%	51.7%	42.8%	-0.4	-0.8	-0.4	-0.8	-2.3	-3.9
厦门银行	15.3%	7.4%	42.0%	37.8%	-0.4	-0.9	-0.4	-0.9	-2.2	-3.1
兰州银行	14.1%	14.9%	20.1%	20.1%	-0.4	-0.8	-2.0	-1.5	-3.5	-4.3
城商行	13.3%	8.6%	31.5%	41.8%	-18.3	-39.3	-1.9	-1.5	-1.3	-1.9
渝农商行	15.3%	13.9%	50.1%	31.8%	-1.6	-3.3	-1.6	-3.3	-1.7	-2.6
沪农商行	17.2%	13.1%	39.2%	50.0%	-1.6	-3.4	-1.6	-3.4	-1.8	-2.4
青农商行	13.5%	6.9%	29.3%	63.1%	-0.4	-0.9	-0.4	-0.9	-1.6	-2.3
常熟银行	7.2%	14.6%	25.1%	45.5%	-0.2	-0.5	-0.2	-0.5	-1.2	-1.5
无锡银行	12.5%	2.9%	28.1%	39.7%	-0.2	-0.4	-0.2	-0.4	-1.1	-1.8
紫金银行	-	-	23.2%	45.2%	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.8	-1.4
苏农银行	8.7%	10.0%	18.8%	60.1%	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-0.8	-1.3
张家港行	9.2%	8.0%	30.4%	43.2%	-0.1	-0.3	-0.1	-0.3	-1.2	-1.5
瑞丰银行	15.1%	2.1%	15.1%	49.9%	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-1.6	-2.0
江阴银行	9.7%	3.2%	18.1%	53.7%	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-1.2	-1.6
农商行	13.0%	12.9%	27.7%	48.2%	-4.6	-10.0	-2.1	-1.7	-1.5	-2.2
上市行	24.4%	14.0%	37.0%	44.0%	-435.9	-923.5	-3.7	-2.8	-2.9	-4.0

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、贷款余额: 设 2023H1、Q1-Q3 贷款同比增速与 2023Q1 相同; 贷款期限占比: 采用 2022 年贷款期限结构占比数据; 2、基于严格假设静态测算, 仅供用作趋势参考。

6月国有行、股份行存款利率再下调，静态测算净息差受益1.8~3.6BP。6月8日，六大国有行存款挂牌利率再次下调，12日股份行跟进，活期/2Y/3Y/5Y分别下5/10/15/15BP。根据2022年报披露的存款期限结构，我们假设1-5Y存款中，2Y/3Y/5Y存款各占25%，静态测算得出六大行、股份行净息差有望获得1.8~3.6BP的改善。

表4：国有行、股份行存款利率下调有望改善息差（亿元）

银行	活期存款 余额	1-5Y存款 余额	假设占比			存款余额				下调幅度 (BP)				节省的存款成本				净利息 收入	生息资产 平均余额	提升净息差 (BP)
			2Y	3Y	5Y	活期	2Y	3Y	5Y	活期	2Y	3Y	5Y	活期	2Y	3Y	5Y			
工商银行	128,129	63,217	25%	25%	25%	128,129	15,804	15,804	15,804	-5	-10	-15	-15	-64	-16	-24	-24	127	361,085	3.5
建设银行	113,650	53,129	25%	25%	25%	113,650	13,282	13,282	13,282	-5	-10	-15	-15	-57	-13	-20	-20	110	318,746	3.4
农业银行	113,984	53,776	25%	25%	25%	113,984	13,444	13,444	13,444	-5	-10	-15	-15	-57	-13	-20	-20	111	310,116	3.6
中国银行	91,274	33,611	25%	25%	25%	91,274	8,403	8,403	8,403	-5	-10	-15	-15	-46	-8	-13	-13	79	262,453	3.0
交通银行	27,007	18,603	25%	25%	25%	27,007	4,651	4,651	4,651	-5	-10	-15	-15	-14	-5	-7	-7	32	115,102	2.8
邮储银行	38,253	13,608	25%	25%	25%	38,253	3,402	3,402	3,402	-5	-10	-15	-15	-19	-3	-5	-5	33	124,498	2.6
中信银行	11,202	7,983	25%	25%	25%	11,202	1,996	1,996	1,996	-5	-10	-15	-15	-6	-2	-3	-3	14	76,386	1.8
光大银行	20,682	8,684	25%	25%	25%	20,682	2,171	2,171	2,171	-5	-10	-15	-15	-10	-2	-3	-3	19	56,628	3.4
平安银行	14,076	7,704	25%	25%	25%	14,076	1,926	1,926	1,926	-5	-10	-15	-15	-7	-2	-3	-3	15	47,389	3.1
招商银行	42,865	8,004	25%	25%	25%	42,865	2,001	2,001	2,001	-5	-10	-15	-15	-21	-2	-3	-3	29	90,818	3.2
民生银行	10,795	8,338	25%	25%	25%	10,795	2,085	2,085	2,085	-5	-10	-15	-15	-5	-2	-3	-3	14	67,298	2.0
浙商银行	6,109	3,734	25%	25%	25%	6,109	933	933	933	-5	-10	-15	-15	-3	-1	-1	-1	7	23,355	2.9
浦发银行	23,175	8,544	25%	25%	25%	23,175	2,136	2,136	2,136	-5	-10	-15	-15	-12	-2	-3	-3	20	75,730	2.7
华夏银行	7,207	4,061	25%	25%	25%	7,207	1,015	1,015	1,015	-5	-10	-15	-15	-4	-1	-2	-2	8	35,354	2.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国有行为2023-06-08下调存款利率，股份行为2023-06-12下调存款利率；基于严格假设静态测算，仅供用作趋势参考

2.2.3、资产质量信号：地产风险缓释、城投风险可控、零售局部波动

房地产行业进入去化期，银行扩张与地产信用逐渐解绑。房地产行业是典型的资金密集型行业，融资需求量大，过去地产信用扩张与银行发展周期密切相关，尤其在房价持续上涨的阶段，依赖土地信用扩张实现自身盈利增长是银行传统的经营逻辑。近年来，伴随房地产行业黄金时代的结束，商业银行依靠房地产盈利的时代亦随之终结，房地产金融从扩张期、管控期走向去化期，商业银行审时度势转变经营思路，逐渐压降涉房信用敞口，支持实体，转型零售，银行信用扩张逐渐与地产解绑。从与涉房业务敞口较高的股份行来看，平安银行和招商银行表内外涉房资产在表内外的占比逐渐下降。

表5：招商银行表内外涉房资产占比逐渐下降（亿元）

涉房资产指标	2021	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022	2023Q1	环比
担险房地产资产	5,115	5,175	4,937	4,737	4,633	4,632	-0.03%
占总资产比例	5.53%	5.50%	5.08%	4.88%	4.57%	4.41%	下降0.16pct
房地产贷款（银行口径）	3,560	3,653	3,552	3,470	3,337	3,353.05	0.48%
占总贷款比例	6.78%	6.74%	6.35%	6.13%	5.83%	5.61%	下降0.22pct
不良率	1.39%	2.57%	2.95%	3.32%	3.99%	4.55%	上升0.56pct
非担险房地产资产	4,121	3,784	3,164	3,141	3,004	2,738	-8.85%
占AUM比例	3.83%	3.34%	2.70%	2.63%	2.48%	2.18%	下降0.30pct

数据来源：招商银行公告、开源证券研究所

表6：平安银行表内外涉房资产占比逐渐下降（亿元）

涉房资产指标	2021	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022	2023Q1	环比
担险房地产资产	3411	3455	3414	3,353	3,236	3,221	-0.47%
占总资产比例	6.93%	6.75%	6.68%	6.45%	6.08%	5.90%	下降0.18pct
房地产贷款	2889	2928	2980	2,940	2,835	2,853	0.64%
占总贷款比例	9.40%	9.28%	9.24%	8.90%	8.52%	8.30%	下降0.22pct
不良率	0.22%	0.45%	0.77%	0.72%	0.85%	-	-

非担保涉房资产	1207	1199	1092	1,054	896	848.37	-5.32%
占AUM比例	3.79%	3.57%	3.14%	2.98%	2.50%	2.25%	下降0.25pt
代销信托及基金	689	610	526	452	428	404.09	-5.59%

数据来源：平安银行公告、开源证券研究所

政策托底+销售回温，涉房信用风险缓释。伴随2022年底出台的各项重磅房企信用支撑政策有序落地，2023年开年以来楼市已出现明显回温，政策托底+销售回温，有望改善房企现金流，增强房企自身造血还款能力，叠加“贷款+债券+股权”三重信用支持加码，商业银行涉房风险有望持续缓释，推动信用成本下行，释放拨备支撑业绩。

城投违约担忧情绪上升，实质城投风险敞口有限。近三年城投非标违约的区域主要集中于贵州、山东、河南、内蒙古等，但实质性违约仍处于可控范围内，暂不构成系统性压力。据我们测算，2020、2021、2022年上市银行表内外城投敞口占总资产的比例分别为18%、19%、19%，其中大部分银行资产质量较为优质，城投风险基本可控。区域分布上，中西部地区政信类资产占比较大的城商行，资产质量可能受城投风险影响小幅波动；但东部地区城投风险本身较小，且中小微客群众多，因此当地城农商行的资产选择余地较大，城投风险波及程度较低。叠加近年监管化解城投风险态度明确，风险传导至银行的影响有限。

表7：上市银行近三年城投敞口基本可控（亿元）

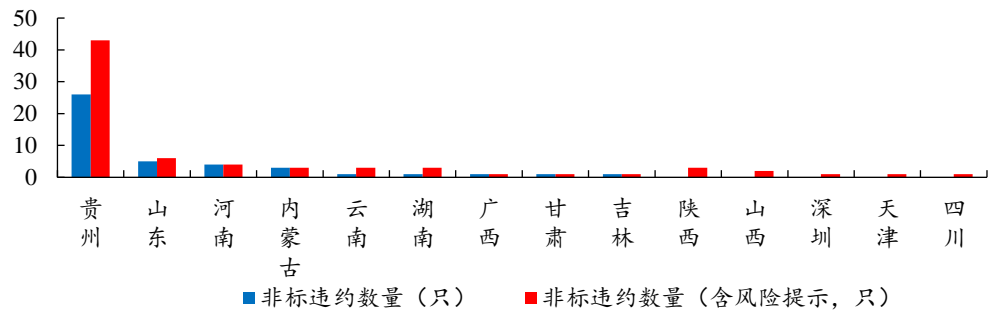
银行	表内贷款			企业信用债（投向城投估算约60%）			信托及资管计划投资（投向城投估算约30%）			表外理财（含底层城投债、非标投向城投估算）			城投敞口/总资产		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
工商	64395	72982	81816	616	556	663	201	228	183	7340	7009	5810	22%	23%	22%
建设	45925	53140	59495	388	262	326	-	-	-	4141	6429	5458	18%	20%	19%
农业	47750	54267	62131	1791	1397	1529	-	-	-	2921	676	427	19%	19%	19%
中国	42354	49121	56974	1301	1616	1499	18	36	54	3764	4636	4770	19%	21%	22%
交通	18419	20651	23248	902	1174	1282	330	290	214	2964	3751	3271	21%	22%	22%
邮储	10231	11812	13116	1186	1059	1249	152	173	163	2345	2480	2249	12%	12%	12%
招商	7932	8803	9319	846	717	666	413	305	259	6628	8140	8505	19%	19%	18%
兴业	7965	8747	10358	2497	2413	2745	2290	2229	1903	1859	4851	5664	19%	21%	22%
浦发	8098	9344	10126	866	739	970	1314	1442	1477	2691	2953	2657	16%	18%	17%
中信	9729	10658	11442	613	586	723	885	856	787	2924	3803	4274	19%	20%	20%
民生	8123	8892	9489	2438	2279	2433	-	-	-	2334	2745	2396	19%	20%	20%
平安	725	751	845	-	-	-	465	533	314	1757	2363	2403	7%	7%	7%
光大	6184	7103	7722	-	-	-	-	-	-	2266	2893	3212	16%	17%	17%
华夏	6377	6903	7029	-	-	-	-	-	-	1595	1653	1391	23%	23%	22%
浙商	2450	2662	3000	691	1016	921	226	294	252	783	664	571	20%	20%	18%
北京	4021	4333	4593	-	-	-	-	-	696	889	964	823	17%	17%	18%
上海	2550	3197	3331	-	-	-	471	239	155	949	1162	1078	16%	17%	16%
江苏	2461	2854	3411	-	-	-	521	386	266	953	1124	1188	17%	17%	16%
宁波	1711	2042	2205	-	-	-	683	707	413	704	900	1075	19%	18%	16%
南京	2259	2806	3319	-	508	742	-	-	-	672	784	929	19%	23%	24%
杭州	1587	2046	2569	-	-	-	203	157	221	751	860	975	22%	22%	23%
长沙	667	800	942	-	-	-	182	184	137	135	188	145	14%	15%	14%
成都	1095	1691	2278	-	-	-	34	28	0	143	171	179	19%	25%	27%
贵阳	470	543	645	83	76	-	323	324	293	238	227	183	19%	19%	17%
重庆	816	1037	1193	254	361	411	-	-	-	140	142	145	22%	25%	26%
郑州	509	825	1020	28	22	24	-	-	-	133	130	124	12%	17%	20%
青岛	483	491	563	170	143	200	-	-	-	336	455	544	22%	21%	25%
苏州	374	432	520	25	12	121	110	111	115	153	211	193	17%	17%	18%
齐鲁	412	650	812	-	-	-	-	-	-	163	186	151	16%	19%	19%
西安	368	338	405	-	-	-	-	-	-	98	148	77	15%	14%	12%
厦门	142	221	243	-	-	-	-	-	-	56	55	33	7%	8%	7%
兰州	276	346	400	-	-	-	33	32	31	58	102	143	10%	12%	13%
渝农	1628	1769	1657	373	367	303	30	50	37	372	326	353	21%	20%	17%
沪农	827	882	1022	-	-	-	-	-	-	369	460	501	11%	12%	12%
青农	410	403	428	-	-	-	50	53	48	95	100	95	14%	13%	13%
常熟	110	135	173	21	26	-	-	-	-	81	84	91	10%	10%	9%
无锡	270	319	333	79	72	-	-	-	-	46	52	50	22%	22%	18%

紫金	268	278	330	-	-	-	1	0	0	15	7	1	13%	14%	15%
苏农	73	88	109	-	-	-	5	5	3	68	55	50	10%	9%	9%
张家港	109	118	121	13	11	5	-	-	-	58	64	58	13%	12%	10%
瑞丰	17	21	53	-	-	-	-	-	-	21	35	39	3%	4%	6%
江阴	109	137	160	-	-	-	-	-	-	47	52	50	11%	12%	12%
国有行	229074	261974	296781	6183	6063	6548	701	727	614	23475	24982	21985	19%	20%	20%
股份行	57584	63863	69331	7951	7750	8458	5594	5658	4993	22835	30066	31073	17%	18%	18%
城商行	20202	24652	28448	559	1122	1497	2559	2170	2325	6571	7808	7985	17%	18%	18%
农商行	3822	4148	4386	486	475	307	86	107	88	1173	1236	1289	15%	14%	14%
上市行	310682	354637	398945	15181	15410	16811	8940	8662	8020	54054	64091	62332	18%	19%	19%

数据来源：Wind、中国理财网、各A股上市银行公告、开源证券研究所

注：城投测算所做假设基于中国理财网数据与各银行年报得出，与行业趋势保持一致。其中，表内债券：企业信用债中平台类企业占比约60%；表内非标：假设信托及资管计划约30%投向基建（水、电、交、租）；表外理财：假设产品配置非标比例大约7%-8%。

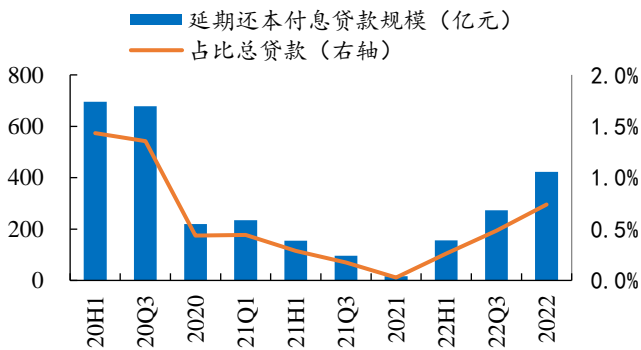
图24：近三年城投非标违约具有明显地域性特征



数据来源：Wind、开源证券研究所

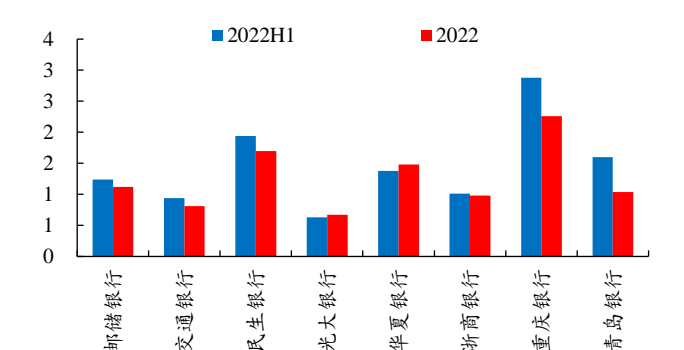
小微：疫情影响扰动有限，延期还本付息影响较小。2022年受疫情反复影响，小微企业延期还本付息规模有所回升，但占比较小，招商银行2022年末延期还本付息贷款规模占比不足1%，且延期还本付息政策为企业提供了更长的资金周转时间，或更有利于企业违约风险下行。此外，从披露普惠小微企业贷款不良率数据的银行来看，2022年末多数银行小微信用风险已明显改善。预期伴随经济有序复苏，小微企业经营景气度提升，其信用风险将进一步缓释，利好银行信用成本下降。

图25：招商银行延期还本付息占比不足1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：普惠小微企业贷款不良率有所改善 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

信用卡：逾期增多+催收受限，风险存在局部波动。2022年经济复苏持续放缓，对零售客户的就业和收入带来一定影响，叠加2021Q4应监管要求调整信用卡逾期认定标准影响，多数银行的信用卡业务逾期和不良增加较快，再加上疫情期间催收效率较低，近半数上市行的信用卡不良率抬升。其中，股份行压力较大，比如2022年末兴业银行、平安银行的信用卡不良率分别升至4.01%/2.68%，风险存在局部波动。

但若经济逐渐企稳、就业和收入情况改善，信用卡的风险扰动预期将有所平缓。

表8：近三年部分上市银行信用卡不良率边际回升

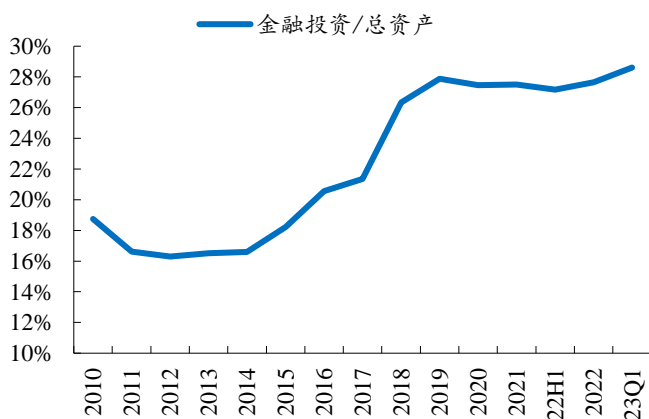
银行	信用卡应收账款 (亿元)			信用卡不良率 (%)			
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
国有行	工商银行	6816	6923	6402	1.89	1.90	1.83
	建设银行	8289	8991	9281	1.40	1.33	1.46
	农业银行	5426	6268	6477	1.55	-	1.23
	交通银行	4641	4926	4777	2.27	2.20	1.95
	邮储银行	1446	1749	1823	1.83	1.66	1.95
股份行	招商银行	7467	8404	8845	1.66	1.65	1.77
	兴业银行	4098	4365	4528	2.16	2.29	4.01
	浦发银行	3721	4161	4337	2.52	1.98	1.82
	平安银行	5293	6214	5787	2.16	2.11	2.68
城商行	上海银行	344	387	398	1.74	1.65	1.83
	成都银行	47	77	107	0.43	0.46	0.43
	重庆银行	97	164	201	1.02	0.79	1.51
	郑州银行	30	31	31	2.09	2.06	2.09
农商行	常熟银行	23	37	64	-	-	0.62

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.4、收入构成信号：自营投资能力对业绩影响变大

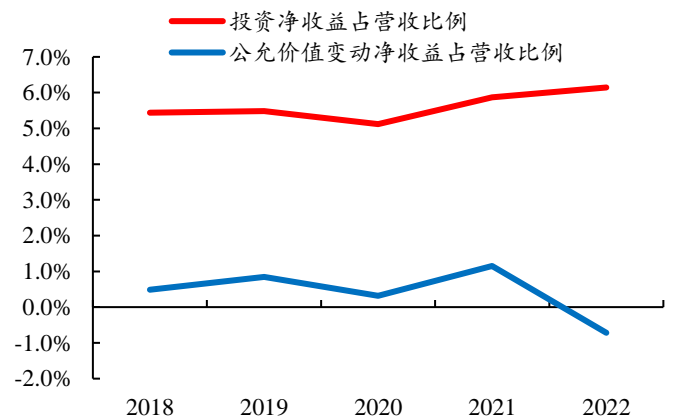
投资业务业绩贡献度提升。交易盘中的金融资产在持有期间收息、分红和买卖损益均计入投资净收益，持有期间市值波动计入公允价值变动净收益。伴随金融资产投资占比提升，及 I9 新规后更多金融资产需分类至 FVTPL，投资净收益及公允价值变动净收益对业绩的影响作用逐渐变大。2022 年上市银行投资净收益占营收比例达 6.14%，较 2018 年提升 0.69pct，同时债市波动对银行业绩也产生较大扰动，2022 年上市银行交易盘中金融资产估值在债市负反馈影响下大幅调整，使得 2022 年公允价值变动净收益拖累营收 0.72 个百分点。

图27：金融投资占总资产比例提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：金融投资估值变动对银行业绩影响扰动大

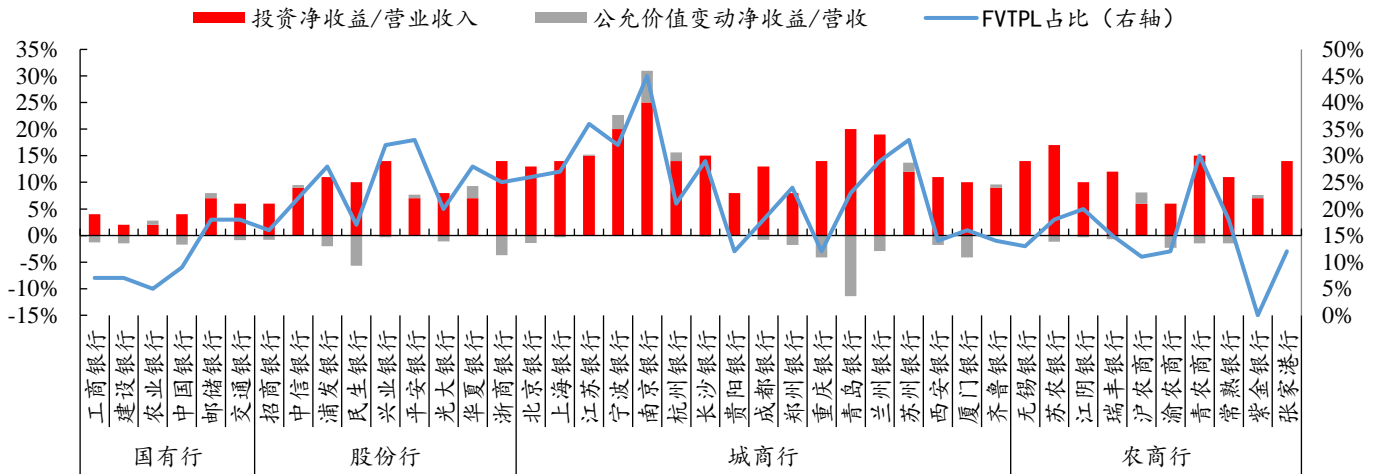


数据来源：Wind、开源证券研究所

关注银行交易能力分化。在金融投资对业绩影响变大的背景下，银行自营交易能力差距或将拉大业绩差距。在 2022 年债市调整过程中，多数银行交易盘金融资产市值波动对业绩产生负面影响。部分城商行金融市场交易能力较强，其中宁波银行和南京银行金融资产交易盘占比较高，2022 年分别达 32%和 45%，凭借对市场的准确研判和较强的交易能力，公允价值变动净收益不仅未拖累营收，反而正向贡献营

收 2.70% 和 6.00%，同时其投资净收益占营收比例也领先其他上市银行。

图29：银行自营交易能力差距或将拉大业绩差距（2022）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、银行低估值主因三点，当前投资价值开始被逐渐理解

3.1、三重原因使得银行板块估值长期偏低

低估值原因之一：担忧资产质量。投资者大多对银行账面资产质量的真实性存疑，商业银行隐藏真实不良资产的动机较强，因此银行股估值可能存在一定的不确定性折价。我们分别假设不良损失率为 70% 和 50%，测算得出目前 PB 对应的隐含不良率分别为 13.29% 和 18.61%，而上市银行 22 年末账面不良率仅为 1.26%，远低于现有估值对应的隐含不良率，反映市场可能对银行资产质量有所低估。

表9：上市银行隐含不良率对资产质量有所低估

银行名称	PB (LF) (2023/6/13)	贷款总额 (2022, 亿元)	不良率 (2022)	不良贷款余额 (2022, 亿元)	贷款减值准备	不良损失率		隐含不良贷款率	
						70%	50%	70%	50%
工商银行	0.55	232123	1.38%	3212	6728	32089	44925	13.82%	19.35%
建设银行	0.58	211502	1.38%	2928	7073	27343	38281	12.93%	18.10%
农业银行	0.56	197227	1.37%	2711	8202	28464	39849	14.43%	20.20%
中国银行	0.57	175073	1.32%	2317	4372	22121	30970	12.64%	17.69%
邮储银行	0.72	72104	0.84%	607	2341	6594	9231	9.14%	12.80%
交通银行	0.51	72962	1.35%	985	1780	9860	13804	13.51%	18.92%
国有行	0.58	960991	1.33%	12760	30497	126471	177060	13.16%	18.42%
中信银行	0.54	51528	1.27%	652	1312	6386	8941	12.39%	17.35%
浦发银行	0.36	49180	1.53%	752	1170	8036	11251	16.34%	22.88%
民生银行	0.33	41411	1.68%	694	989	7250	10150	17.51%	24.51%
兴业银行	0.52	49829	1.09%	545	1288	7065	9891	14.18%	19.85%
平安银行	0.61	33292	1.05%	349	1012	3891	5447	11.69%	16.36%
光大银行	0.43	35723	1.25%	447	840	5341	7477	14.95%	20.93%
华夏银行	0.36	22851	1.78%	406	623	3739	5235	16.36%	22.91%
浙商银行	0.42	15199	1.47%	224	407	1955	2737	12.86%	18.00%
招商银行	0.99	60515	0.96%	580	2615	3894	5451	6.43%	9.01%
股份行	0.51	359528	1.13%	4068	10255	47557	66579	13.23%	18.52%
北京银行	0.43	17563	1.59%	279	559	3324	4653	18.92%	26.49%
上海银行	0.43	12944	1.25%	162	490	2469	3456	19.07%	26.70%
江苏银行	0.64	15846	0.96%	152	549	1871	2619	11.81%	16.53%
南京银行	0.69	9272	0.90%	83	332	1080	1512	11.65%	16.31%
杭州银行	0.86	6776	0.77%	52	305	628	879	9.27%	12.98%
长沙银行	0.60	4238	1.16%	49	152	570	798	13.45%	18.83%
贵阳银行	0.38	2744	1.53%	42	109	668	935	24.34%	34.08%
成都银行	0.84	4688	0.81%	38	189	406	568	8.66%	12.12%

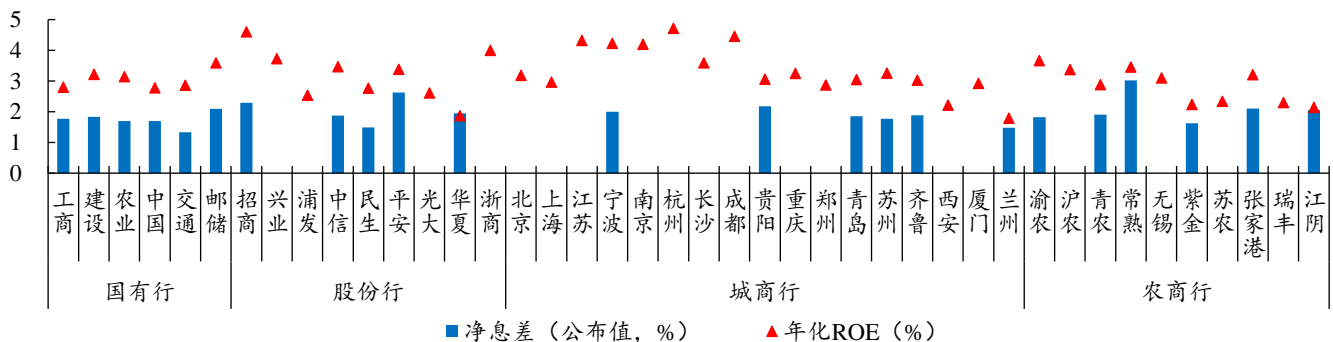
郑州银行	0.45	3309	1.88%	62	103	560	784	16.92%	23.69%
重庆银行	0.64	3506	1.38%	48	102	407	570	11.62%	16.26%
青岛银行	0.64	2690	1.21%	32	71	288	403	10.69%	14.97%
兰州银行	0.62	2255	1.71%	39	77	284	398	12.61%	17.65%
苏州银行	0.71	2452	0.88%	22	115	165	230	6.71%	9.39%
西安银行	0.56	1880	1.19%	22	50	252	353	13.42%	18.79%
厦门银行	0.64	1902	0.86%	16	63	217	303	11.40%	15.95%
齐鲁银行	0.62	2536	1.32%	0	1	187	262	7.38%	10.33%
城商行	0.61	94604	1.16%	1100	3265	13376	18726	14.14%	19.79%
无锡银行	0.68	1286	0.81%	10	57	170	238	13.22%	18.51%
苏农银行	0.56	1067	0.94%	10	44	153	215	14.38%	20.14%
江阴银行	0.60	1031	0.98%	10	47	150	211	14.59%	20.42%
瑞丰银行	0.66	1029	1.08%	11	31	117	164	11.41%	15.97%
沪农商行	0.54	6500	0.96%	62	273	1082	1515	16.65%	23.31%
渝农商行	0.41	6327	1.22%	77	276	1371	1920	21.67%	30.34%
青农商行	0.49	2384	1.91%	46	98	409	573	17.17%	24.04%
常熟银行	0.88	1934	0.81%	16	84	163	228	8.41%	11.78%
紫金银行	0.56	1577	1.17%	18	49	176	246	11.15%	15.61%
张家港行	0.70	1150	0.89%	10	53	143	200	12.41%	17.37%
农商行	0.61	24286	1.12%	271	1014	3935	5509	16.20%	22.69%
上市银行	0.58	1439409	1.26%	18199	45030	191339	267874	13.29%	18.61%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：银行股 PB 隐含不良率 = (贷款减值准备 + 净资产 * (1 - PB)) / 不良贷款损失率 / 总贷款；PB (LF) 为 2023 年 6 月 13 日数据。样本剔除 PB > 1 的宁波银行

低估值原因之二：商业模式是否影响盈利可持续性。 银行板块估值整体低迷，个股间商业模式差异是估值变化的核心影响因素。一味依赖规模扩张的传统发展模式难以为继，各家银行着力部署轻型化转型，商业模式的差异性带动投资价值逐渐从 β 转向 α 。宁波银行、招商银行、常熟银行与杭州银行等估值长期领先银行板块，主要依靠的就是其受资本市场认可的市场化机制。这也可从盈利指标得到交叉验证，2023Q1 招商银行、宁波银行、常熟银行净息差、ROE 均处于行业前列。RAROC（风险调整资本回报率）全面考虑了风险管理、资本占用等情况，可作为银行资本使用效率的参考，招商银行 2022 年高级法下风险调整后的 RAROC 为 27.66%，领先其他 41 家上市银行平均水平（算术平均）约 17pct。

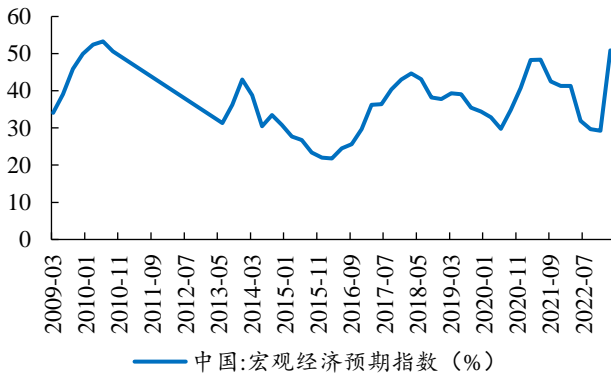
图30：2023Q1 招商银行、宁波银行、常熟银行净息差、ROE 均处于行业前列



数据来源：Wind、开源证券研究所

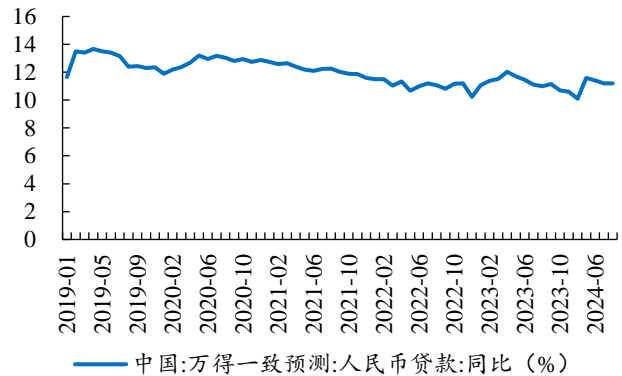
低估值原因之三：对于经济预期的悲观。 银行作为典型的顺周期行业，其估值与经济基本面息息相关。受经济潜在增速下降、金融让利实体等因素影响，长期低利率环境下，投资者仍对银行基本面保持悲观预期。但要注意的是，当前疫情影响有所减退，宏观经济景气度有望回升，对于银行业绩的拉动将逐步显现，有助于改善投资者预期。

图31：2023Q1 宏观经济预期指数大幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：贷款景气度有望回升

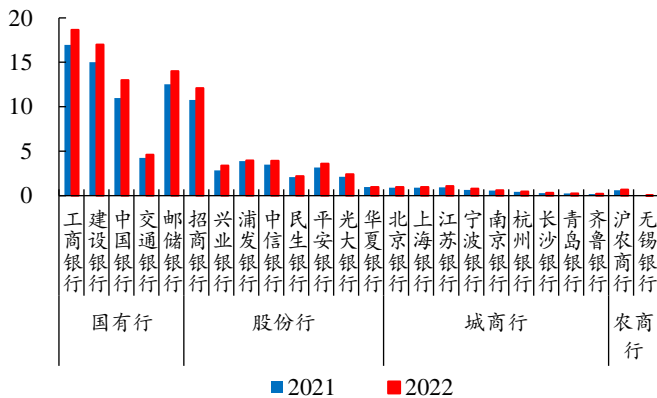


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、“中特估”并非口号，或将实质性引导商业银行经营质效提升

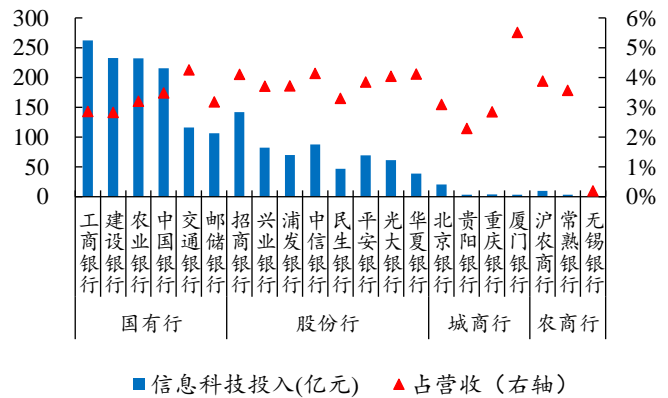
(1) **重效率、轻规模。**随着宏观经济增速换挡，银行普遍面临“资产荒”，提升盈利能力不再简单依赖规模扩张或高息差，而是更加注重投入产出的效率，比如：注重客群的开发、做大 AUM，以综合服务多渠道贡献收入；加快数字化转型，提升运营效率；精细化资本管理，提高资源的分配使用效率。

图33：国有行和部分股份行 AUM 领跑（万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

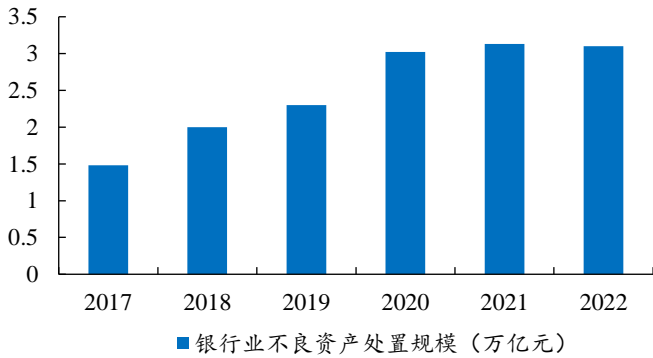
图34：国有行、股份行信息科技投入占比普遍较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

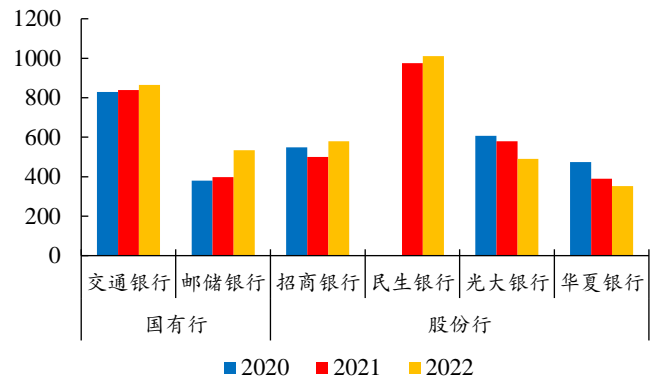
(2) **做实资产质量。**市场对于银行不良资产的担忧，是银行股普遍低估值的原因之一。2020 年起疫情对于资产质量造成较大扰动，银行普遍严格认定不良，加大力度清理存量包袱，2017 年以来银行业累计处置不良资产超 14 万亿元，超过此前历年处置额总和，其中近三年每年处置超 3 万亿元。做实资产质量，有助于银行轻装上阵，从而增强投资者对于银行业绩的信心。

图35：银行业不良资产处置规模攀升



数据来源：银保监会、开源证券研究所

图36：部分上市行不良贷款处置规模较大 (亿元)

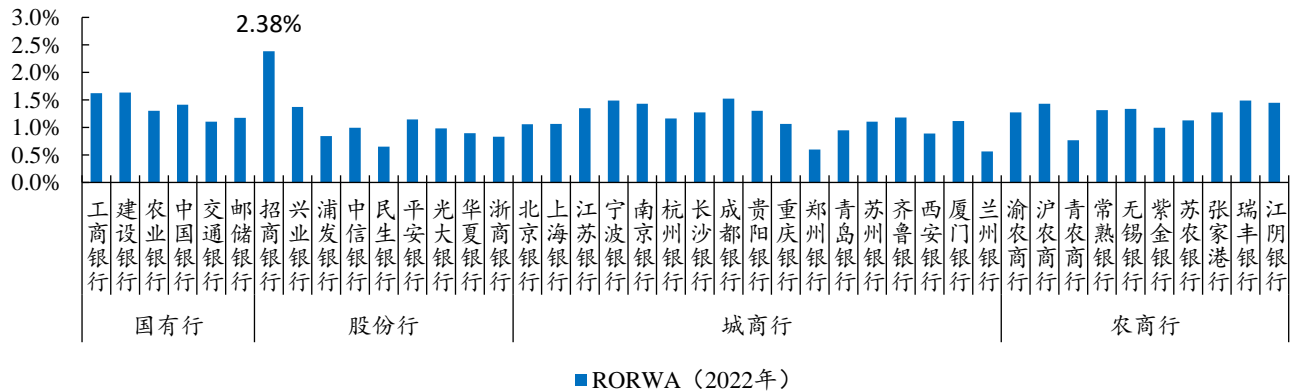


数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：邮储银行、华夏银行为不良资产处置规模

(3) 新时代的资本管理，重构估值体系。 估值低→外部资本补充难度大→资产投放受限→盈利能力下降→内生资本补充减弱，是一条负向反馈。特色估值在于探索新型资本管理模式：(a) 资本构成的优化：国际银行采用分红比例调整与股份回购的手段，实现资本内源补充和提振股价的平衡，利用低利率环境常态化发行资本补充工具；(b) 提升资本使用效率：强化资本约束，提高资本回报率；(c) 综合金融服务：推进轻型化转型，降低资本消耗，重构估值体系。2022年上市银行中，招商银行RORWA以2.38%居首，轻型化程度高，有效降低资本消耗。

图37：招商银行风险加权资产收益率 (RORWA) 最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) “三性平衡”升级为“四性平衡” (添加“社会性”)，利好银行长期投资价值。 金融让利实体的影响，也是投资者担忧银行盈利是否可持续的因素之一。传统的银行经营讲究“三性平衡” (盈利性、流动性、安全性)，但考虑到银行业务高度依赖所处的经济环境 (如人口、GDP、营商环境等因素)，因此银行的经营理念有必要从“三性平衡”将逐渐升级为“四性平衡” (添加社会性)。从社会性的角度，银行让利实体可能短期对业绩造成压力，但长期营商环境、区域经济将得到改善，从而与银行业务形成良性互动，这也是中国上市银行需要特色估值的重要原因。

4、近期银行板块的边际变化

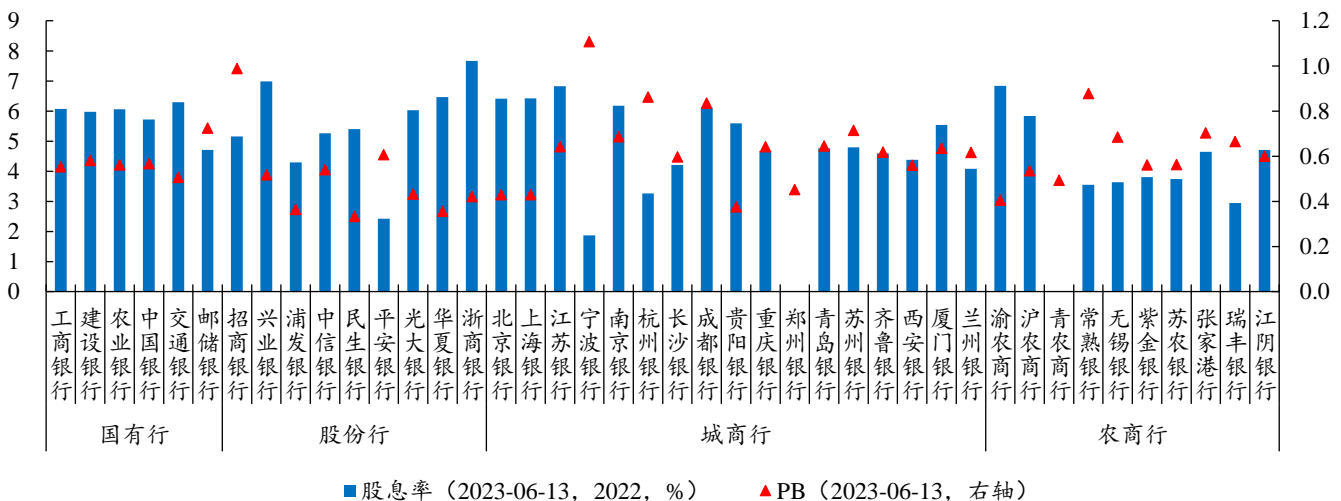
4.1、资金面：高股息、低估值银行吸引长期资金入市，保险有望加配

高分红+低估值，彰显投资性价比。银行板块作为 A 股少数的高分红+低估值板块之一，股息率通常较高，目前银行板块股息率为 5%（2023-06-13），排名行业板块第二（仅次于煤炭行业的 7%；其余行业均低于 5%），远高于同期 10 年期国债收益率和多数理财产品实际收益率。由于 $\text{股息率} = \frac{\text{每股股息}}{\text{每股股价}} = \frac{\text{分红率}}{\text{市盈率}}$ ，分子反映分红意愿和盈利能力，且受到监管对于分红的隐性要求影响；分母主要反映估值水平，银行股在 4-5 月行情较好，但仍处于估值较低位。

高分红：得益于严监管和稳定的盈利。2018-2022 年六大国有行、招商银行、南京银行、青岛银行等现金分红比例长期较高，近五年每年均超 30%，银行的高分红属性受市场关注。一方面，国有行的利润是中央政府性基金预算收入的重要组成部分，再加上上交所对于现金分红比例低于 30% 的上市公司做出了信披规定，高分红比例可看作监管隐性要求。另一方面，上市行盈利稳定+分红意愿较强，已有银行（如招行）将 30% 的分红比例写进公司章程。2023 年 Q1 息差受重定价拖累，营收边际转弱，但随着存款利率多次下调、贷款利率企稳，息差拐点有望在下半年出现，带动盈利预期改善，分红比例有望保持稳定。

低估值：PB 约为 0.60，修复空间仍然较大。当前银行板块整体 PB 约为 0.6（2023-06-13），仍处于历史低位，安全边际较高；银行基本面拐点将至，特别是存量资产质量逐步改善，不良生成率走低，市场对于银行隐性风险的担忧有望减轻，投资性价比凸显。投资风格上，银行股“类债性”与险资、社保等长线资金风格较为匹配，其估值与内在价值的偏离度有望得到修正。

图38：上市银行中高分红+低估值银行更具投资性价比



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：上市银行现金分红比例

类型	银行名称	归属于母公司股东的现金分红比例 (%)					归属于母公司普通股股东的现金分红比例 (%)				
		2018	2019	2020	2021	2022	2018	2019	2020	2021	2022
国有行	工商银行	30.00%	30.00%	30.01%	30.01%	30.01%	30.47%	30.44%	30.87%	30.86%	31.29%

	建设银行	30.04%	29.99%	30.07%	30.08%	30.03%	30.51%	30.45%	30.71%	30.54%	30.46%
	农业银行	30.01%	30.02%	30.00%	30.01%	30.01%	30.71%	30.68%	31.39%	31.83%	32.15%
	中国银行	30.08%	30.00%	30.07%	30.04%	30.03%	31.26%	31.14%	32.07%	31.60%	31.91%
	交通银行	30.26%	30.27%	30.08%	30.10%	30.06%	31.37%	31.35%	31.86%	32.16%	32.72%
	邮储银行	30.01%	30.00%	30.00%	30.01%	30.01%	31.44%	31.29%	31.26%	32.24%	32.57%
股份行	招商银行	29.43%	32.59%	32.46%	32.01%	31.76%	30.05%	33.19%	33.02%	33.00%	33.01%
	兴业银行	23.65%	24.03%	25.01%	26.01%	27.01%	24.24%	24.59%	26.00%	27.42%	28.31%
	浦发银行	18.37%	29.89%	24.16%	22.71%	18.36%	18.96%	30.80%	25.50%	25.26%	20.50%
	中信银行	25.28%	24.36%	25.38%	26.56%	25.92%	26.06%	25.05%	27.04%	28.08%	28.09%
	民生银行	30.01%	30.10%	27.18%	27.12%	26.57%	30.35%	30.42%	30.11%	30.03%	30.07%
	平安银行	10.03%	15.00%	12.08%	12.18%	12.15%	10.03%	15.00%	12.08%	12.18%	12.15%
	光大银行	25.11%	30.07%	30.00%	25.02%	25.05%	26.24%	31.29%	31.87%	28.13%	28.07%
	华夏银行	12.84%	17.49%	21.77%	22.10%	24.35%	12.84%	20.03%	25.04%	25.06%	27.51%
	浙商银行	0.00%	39.49%	27.82%	0.00%	32.80%	0.00%	39.49%	30.10%	0.00%	37.80%
城商行	北京银行	30.23%	30.08%	29.52%	29.01%	26.47%	30.23%	31.15%	30.58%	30.03%	30.52%
	上海银行	27.27%	28.00%	27.21%	25.78%	25.51%	27.17%	29.51%	28.63%	27.06%	26.75%
	江苏银行	30.04%	21.95%	30.98%	30.00%	30.00%	30.04%	23.64%	33.28%	33.02%	32.29%
	宁波银行	19.21%	21.90%	19.96%	16.89%	14.31%	19.21%	23.18%	21.01%	17.57%	14.79%
	南京银行	30.03%	31.50%	30.02%	30.00%	30.00%	31.21%	32.60%	31.01%	30.84%	30.74%
	杭州银行	23.70%	31.44%	29.08%	22.41%	20.31%	26.22%	34.13%	31.37%	24.55%	21.82%
	长沙银行	21.39%	21.55%	24.11%	22.33%	20.66%	21.39%	21.55%	25.64%	23.51%	21.68%
	成都银行	27.19%	27.33%	27.58%	29.06%	29.16%	27.19%	27.33%	27.58%	30.17%	30.03%
	贵阳银行	17.90%	17.20%	18.52%	18.15%	17.96%	17.90%	18.02%	19.39%	18.98%	18.78%
	重庆银行	12.77%	17.54%	29.30%	29.06%	28.19%	13.92%	18.94%	31.48%	31.00%	30.06%
	郑州银行	29.04%	18.03%	0.00%	0.00%	0.00%	34.75%	21.36%	0.00%	0.00%	0.00%
	青岛银行	44.58%	39.48%	33.91%	31.86%	30.21%	59.37%	51.11%	42.79%	38.04%	36.20%
	苏州银行	0.00%	26.96%	31.11%	30.04%	30.88%	0.00%	26.96%	31.11%	30.04%	30.88%
	齐鲁银行	30.06%	27.68%	32.74%	27.77%	23.75%	31.55%	28.94%	34.12%	30.12%	25.57%
西安银行	30.11%	30.74%	30.63%	30.11%	30.25%	30.02%	30.74%	30.63%	30.11%	30.25%	
厦门银行	26.61%	13.88%	26.06%	30.42%	30.54%	26.61%	13.88%	26.06%	31.11%	32.08%	
兰州银行	0.00%	35.01%	20.60%	36.37%	39.42%	0.00%	35.01%	20.60%	36.37%	39.42%	
农商行	渝农商行	22.08%	26.76%	30.01%	30.00%	30.00%	22.08%	26.76%	30.01%	30.00%	30.47%
	沪农商行	20.25%	18.64%	0.00%	55.69%	30.06%	20.25%	18.64%	0.00%	55.69%	30.06%
	青农商行	34.45%	29.50%	28.16%	18.12%	0.00%	33.75%	29.50%	28.16%	18.71%	0.00%
	常熟银行	33.20%	30.71%	30.40%	25.05%	24.97%	29.30%	30.71%	30.40%	25.05%	24.97%
	无锡银行	30.37%	26.62%	25.55%	21.21%	21.50%	31.50%	26.62%	25.55%	21.21%	21.50%
	紫金银行	29.20%	25.83%	25.40%	24.16%	22.88%	29.20%	25.83%	25.40%	24.16%	22.88%
	苏农银行	20.43%	29.62%	28.43%	24.86%	20.41%	20.03%	29.62%	28.43%	24.86%	20.41%
	张家港行	32.47%	28.42%	28.91%	22.19%	25.80%	33.88%	28.42%	28.91%	22.19%	25.80%
	瑞丰银行	16.91%	15.70%	0.00%	21.37%	14.82%	16.91%	15.70%	0.00%	21.37%	14.82%
	江阴银行	10.55%	38.61%	36.99%	30.70%	-	12.87%	38.61%	36.99%	30.70%	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

“中特估”与新会计准则影响，银行股吸引社保、险资等长线资金增配。2023Q1末上市行机构投资者中，若对比持股比例(持股数量占该银行流通A股数量的比例)，除了一般法人外，保险(持股比例3.4%)和社保基金(持股比例3.3%)是银行股两大主力。其中险资最为偏好股份行(占股份行流通A股的14.6%)，社保基金偏好国有行(占国有行流通A股4.7%)。受到“中特估”和新会计准则的催化，这两大机构增配银行股的边际信号显现，我们推测4-5月银行股上涨行情主要受到长线资金入市驱动：

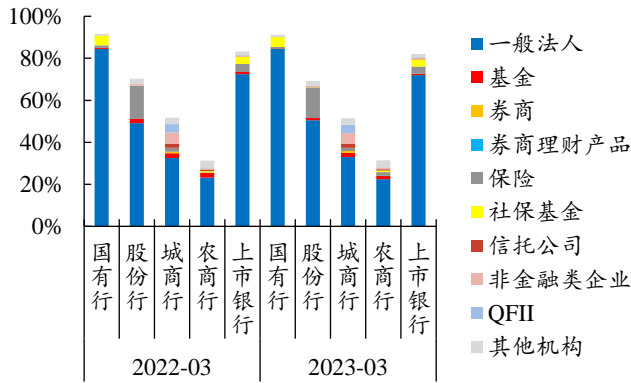
(1) 保险：《企业会计准则第25号——保险合同》自2023年1月1日施行，险企全面调整保费收入确认原则，且承保利润与投资收益单独列示，险企的投资风格有望变得更为稳健，偏向长期持有银行股的高股息策略，增配银行股或成趋势。

(2) 社保基金：2023Q1末社保基金在4类银行的持有比例同比均有上行，特

别是平安、苏州、常熟、成都等多家银行前十大股东中均新进社保基金，一方面印证其多元投资风格，另一方面也表明“国家队”等长线资金正对银行板块进行价值重估。

(3) 公募基金：2023Q1 公募基金（普通股票型+偏股混合型+灵活配置型）持仓银行的比例为 1.74%，较 2022 年末（2.07%）进一步下降，其中股份行和城商行的减配比例较高，或为了及时兑现基金业绩。我们认为二季度或对国有行、农商行有所增配，但增配力度不及保险和社保基金。

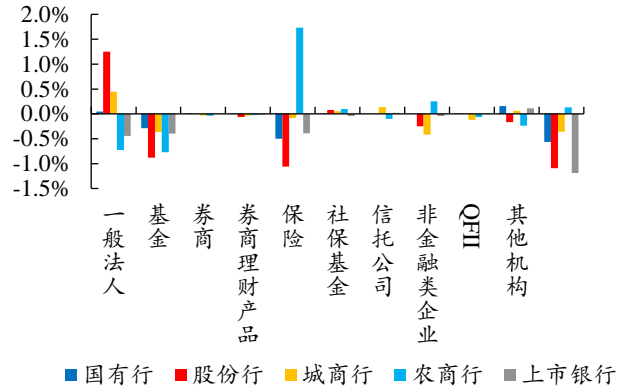
图39：上市银行机构持股比例（除一般法人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

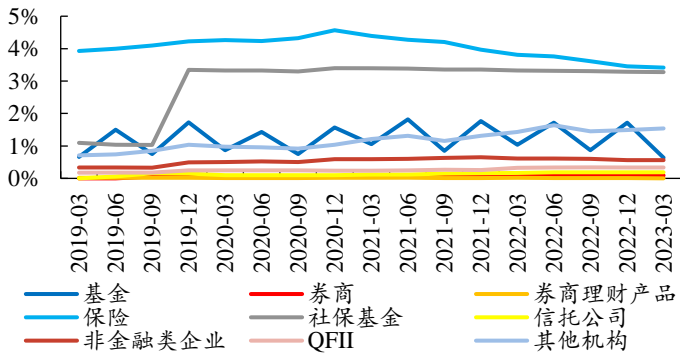
注：持股比例=该类机构持股数量÷流通 A 股数量

图40：2023Q1 末机构持股比例同比变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

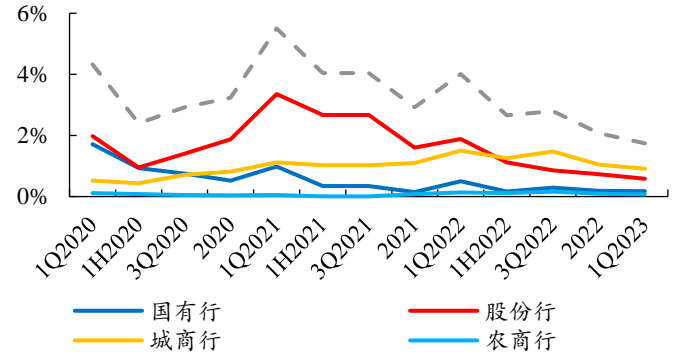
图41：上市银行整体机构持股比例（不含一般法人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：持股比例=∑ 该类机构持股 42 家上市行数量 ÷ ∑ 42 家上市银行流通 A 股数量

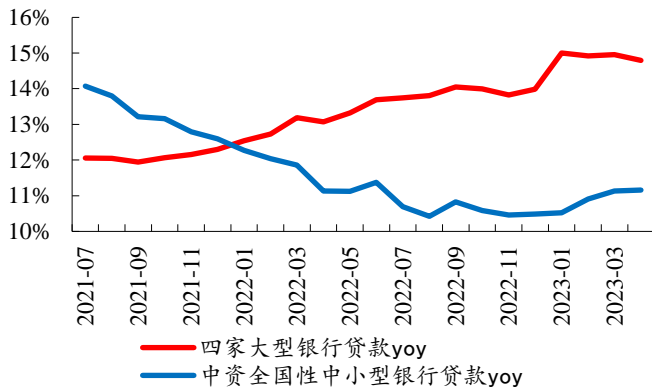
图42：2023Q1 公募基金减配银行股



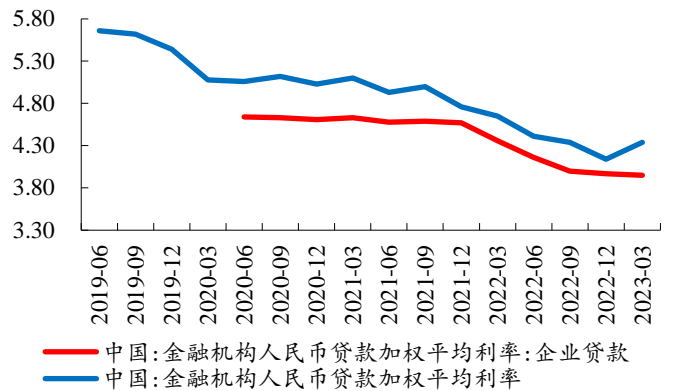
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、政策环境：贷款节奏趋稳，存款新一轮“降息”，银行经营更主动

“大行投资，小行买债”的背后有政策驱动因素。2023 年以来“大行投资，小行买债”的资产配置行为分化引起市场高度关注，其背后的驱动因素之一即政策引导，在政策指引下大行加大信贷投放力度，主要投向基建、制造业中长期贷款，同时为实现信贷上量存在超低价竞争客户行为。贷款收益率走低后小行投资性价比变低，为完成业绩考核目标小行金市部加大配债力度。

图43：大行贷款增速放缓，小行贷款增速回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：人民币贷款加权平均利率回升（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

政策对贷款节奏扰动减弱，让利环境趋于温和。4月以来大小行资产配置行为出现边际变化，大行贷款增速放缓，小行贷款增速回升，侧面反映政策对信贷投放干扰力度减弱，同时2023年3月新发放企业贷款利率降幅收窄，或侧面反映实体信贷需求回温，银行信贷投放不再是完全的“供给市场”。此外4月底，银保监会发布《关于2023年加力提升小微企业金融服务质量的通知》，不再对大行提“两增两控”要求，小行尤其是农商行小微业务竞争环境更温和，量价空间打开。

存款降息空间打开，利好息差企稳。2023年开年以来，从4月初多省中小行集中下调存款利率，利率自律机制引入存款定价“扣分项”，5月通知存款和协定存款利率上限调整，到6月初国有大行再调降定期存款挂牌利率，存款利率的边际变化受到较高市场关注度。伴随监管对存款利率的监管和指引强化，一方面将进一步约束中小行通过创新存款产品的高息揽储行为，存款市场竞争将更加规范；另一方面，存款多次降息，监管稳银行息差导向走强，利好银行息差企稳回升。

表11：2023年以来存款利率事件梳理

事件	时间	具体内容
中小行下调存款利率	2023年4月	4月初，河南、广东、湖北多家中小银行下调定期存款利率。
《合格审慎评估实施办法(2023年修订版)》发布	2023年4月	新增“存款利率市场化定价情况”扣分项 ，若银行各关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较2022年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的，在“定价行为”得分基础上扣分。
通知存款和协定存款利率上限	2023年5月	通知存款和协定存款利率将于5月15日进行调整，国有大行执行基准利率加点不超过10BP，其他金融机构执行基准利率加点不超过20BP。
国有大行下调存款挂牌利率	2023年6月	国有大行6月8日起将正式调整人民币存款利率 。其中，有大行调整人民币存款挂牌利率，活期存款挂牌利率较此前下调5BP至0.2%，定期存款整存整取产品中，2年期挂牌利率下调10BP至2.05%，3年期和5年期挂牌利率均下调15BP分别至2.45%和2.5%。
股份行下调存款挂牌利率	2023年6月	股份行6月12日起将正式调整人民币存款利率 。其中，活期存款挂牌利率较此前下调5BP至0.2%，定期存款整存整取产品中，2年期挂牌利率下调10BP，3年期和5年期挂牌利率均下调15BP。

资料来源：中国货币网、各公司公告、开源证券研究所

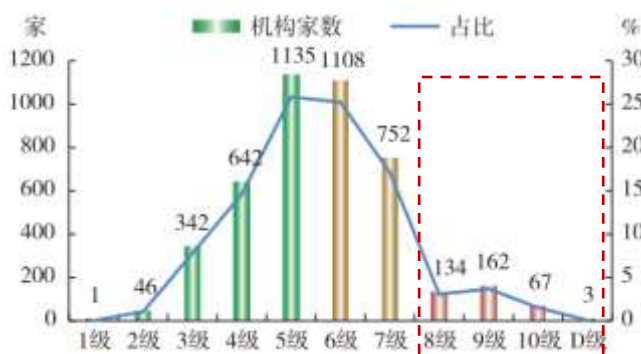
4.3、监管环境：重磅监管办法陆续出台，经营环境进一步规范

风险与资本管理升级，银行经营精细化程度提升。2022年以来，银行业重磅监

管政策陆续落地,《商业银行预期信用损失法实施管理办法》和《商业银行金融资产风险分类办法》对银行风险管理和风险分类提出更高要求,旨在推动商业银行有效识别信用风险,严格认定不良资产。2023年2月《商业银行资本管理办法(征求意见稿)》出台,将商业银行分为三档,适用于不同资本计量规则,资本计量标准更加精细化。各类监管多对中小银行影响较大,更加注重引导其进行精细化资本管理与风险防范。鉴于中小银行先天具备弱质性,更早理解、更深理解的银行将借力监管利好,率先突破发展瓶颈。

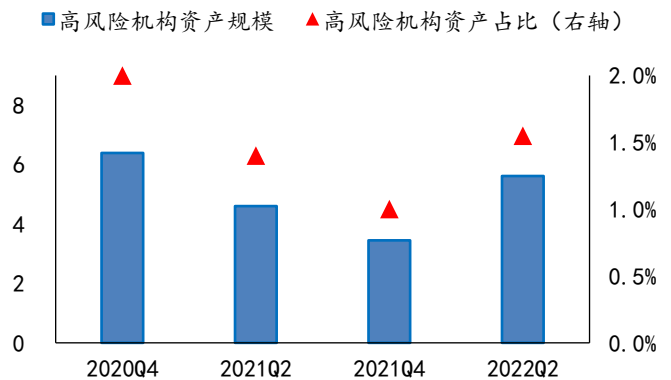
中小银行改革化险进行时,银行营商环境将进一步规范。根据《中国金融稳定报告(2022)》,2022Q2高风险机构资产规模达5.61万亿元,占银行业总资产比例约1.55%,较2021Q4有小幅抬升,但总体占比处于较低水平。5月20日,(原)银保监会召开通气会,中小银行改革化险有序推进。**(1)加大不良认定与处置力度:**2017年至2021年五年间,城商行累计处置不良贷款1.8万亿元,是2011年至2016年累计处置量的5.2倍。**(2)通过区域内新设合并商业银行吸收高风险金融机构,**如四川银行、辽沈银行等,同时支持引入优质地方企业和金融机构作为战略投资者,增强中小银行竞争力;**(3)推动风险机构破产重组,**如包商银行等。2020和2022年存保基金支出中分别有66%和40%用于中小银行风险处置,伴随中小银行改革化险不断推进,商业银行营商环境将更加规范有序。

图45: 2022Q2 央行评级结果分布



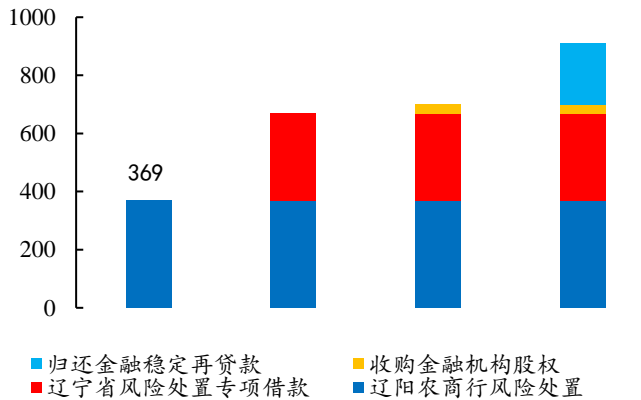
数据来源: 人民银行、开源证券研究所
注: 评级结果 8-D 级为“红区”, 表示机构处于高风险状态

图46: 22Q2 高风险机构资产占比小幅提升



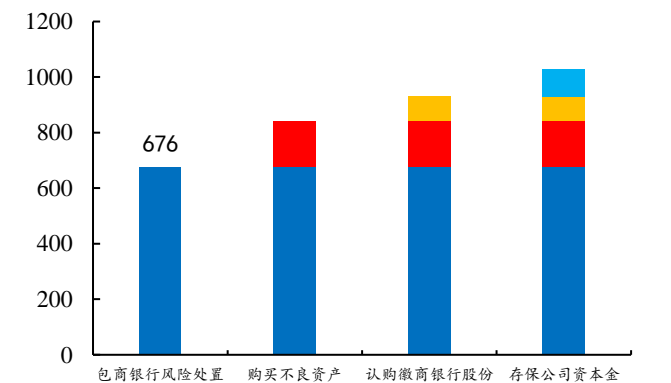
数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: 2022 年存保基金支出细项 (亿元)



数据来源: 人民银行、开源证券研究所

图48: 2020 年存保基金支出细项 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

5、投资建议：配置股息性价比，聚焦绩优高景气

高股息策略：大类资产配置难题的一种解决方案，性价比占优。当前实体融资需求修复空间大，高收益优质资产可得性较低，银行板块的高股息率备受资金关注。由于监管对分红的隐性要求及银行稳定的业绩加持，国有行分红意愿普遍较强，再加上“中特估”有望驱动国企背景的银行提升经营效率、推动业绩增长。目前银行估值修复空间仍较大，整体 PB 仅 0.6x（2023-06-13），为历史低位，安全边际高，随着存量资产质量逐步改善，市场担忧有望减轻。银行股高股息率形成的“类债性”，与险资、社保等长线资金风格较为匹配，其估值与内在价值的偏离度有望缩窄，受益标的主要有**工商银行、农业银行、邮储银行、中信银行**等。

基本面逻辑重回视野：重视绩优银行投资机会，基本面转好或成为银行价值重估的有力支撑。上半年部分行情主要受“中特估”概念下的资金驱动，但实质也受到银行基本面转好的预期支撑。2023 年以来对公信贷高增，国股行存款利率多次下调，息差拐点或于下半年出现，银行营收景气度有望提升。此外，全市投资收益对业绩影响加大，主动配置能力差异或驱动业绩分化。我们看好优质区域、经营能力强的中小城农商行：（1）重视优质股份行的修复机会，地产风险持续出清、零售金融复苏带来的业绩转好，受益标的如**招商银行、平安银行**；（2）关注成长性强、区域优势大的城农商行，如**江苏银行、宁波银行、苏州银行、常熟银行**等。

表12：受益标的盈利预测

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)				评级
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
601398.SH	工商银行	16,421.40	4.87	1.01	1.04	1.10	1.16	4.29	4.69	4.44	4.19	未评级
601288.SH	农业银行	12,216.15	3.56	0.74	0.77	0.83	0.88	3.93	4.61	4.31	4.04	未评级
601658.SH	邮储银行	5,083.39	5.25	0.92	0.95	1.06	1.19	5.01	5.55	4.94	4.42	未评级
601998.SH	中信银行	2,647.62	6.14	1.27	1.31	1.47	1.66	3.92	4.68	4.16	3.69	未评级
600036.SH	招商银行	8,429.64	33.39	5.47	6.16	7.01	7.92	6.81	5.42	4.75	4.21	未评级
000001.SZ	平安银行	2,225.86	11.47	2.35	2.71	3.21	3.80	5.61	4.23	3.58	3.02	未评级
600919.SH	江苏银行	1,104.77	7.48	1.72	2.11	2.56	3.04	4.24	3.55	2.92	2.46	未评级
002142.SZ	宁波银行	1,736.74	26.30	3.49	4.10	4.90	5.85	9.29	6.41	5.37	4.50	未评级
002966.SZ	苏州银行	247.8713	6.76	1.07	1.29	1.54	1.82	7.28	5.22	4.38	3.71	未评级
601128.SH	常熟银行	189.3948	6.91	1.00	1.22	1.46	1.75	7.54	5.68	4.72	3.94	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、未评级标的均采用 Wind 一致预期；2、上述盈利预测及估值数据均以 2023 年 6 月 14 日为基础。

6、风险提示

宏观经济复苏进程低于预期；监管环境趋严；银行转型进度不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn