

2021 年 01 月 07 日

银行反转：哪些估值底部的复苏型个股值得重视？

增持（维持）

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

投资要点

- 核心观点及投资建议：**银行股四季度脉冲式上涨逻辑是经济复苏带动估值修复，而贷款利率上行显著催化行情，国有大行将开始修复估值。展望 2021 年，我们判断银行业基本面回暖、盈利增速转正，重点推荐当前仍处于估值底部的复苏型银行：①国有大行中基本面优质的建设银行、估值性价比最高的农业银行；②短期经营承压、三季报后超跌的常熟银行。此外，建议关注低估值城商行上海银行、南京银行，同时继续长期推荐招商银行、平安银行、宁波银行三大核心零售银行。
- 银行股估值仍处于历史底部，2021 年基本面回暖盈利增速转正。**2020 年末国有大行平均估值为 0.59x2020PB，处于绝对估值底部，而股份行、城商行的平均估值虽然回升至 0.76x、0.95x2020PB，但仍低于 2019 年末水准，且如果剔除宁波银行、招商银行等估值创新高的龙头核心银行，大部分中小银行实际上处于历史估值底部，我们认为银行股的估值修复存在可观的空间。展望后续，我们判断四季度商业银行仍会加大力度处置、核销不良贷款，并计提信用减值，预计全年盈利仍将维持同比下降，但预计 2021 年行业盈利增速将转正增长 7.43%、新生成不良率回落，同时不良贷款率、拨备覆盖率改善。
- 贷款利率上行利好净息差回升，国有大行的资产负债结构最受益。**我们判断银行净息差正在企稳，主要源于资产端收益率回升，依据：①9 月新发放贷款利率较 6 月提高 6BP 至 5.12%，同时 LPR 报价已连续八个月持平，信贷利率基本确立拐点；②金融市场利率持续回升，10 年期国债收益率已经位于 3.30%，对于资产端贷款及债券占比较高的国有大行更加有利。负债端预计分化，更依赖同业负债的中小银行成本下行红利消退，但对于存款占比高的国有大行及优质零售银行，预计负债成本将继续改善，因为结构性存款严监管取得显著成效，规模已降至 7.9 万亿，较 4 月末峰值大幅压降 4.2 万亿，这大幅缓和了存款市场长期激烈的价格竞争。此外，头部银行大额存单定价也有所下调，导致 9 月三年和五年期存款加权平均利率分别较去年 12 月下降 5BP、26BP。
- 未来资产质量预计优于预期，2021 年不良生成率和信用成本回落。**资产质量仍是银行股估值的生命线，我们测算并判断四季度银行不良贷款将进一步显化，商业银行口径的全年不良新生成率可能上升至 2.08%，对应全年处置不良贷款 2.4 万亿（其中核销规模预计 1.34 万亿），导致不良率小幅升至 1.97%、拨备覆盖率降至 175.0%。在此情形下，商业银行全年盈利预计下滑 9.25%，但 2021 年不良新生成率就将回落至 1.84%，同时信用成本走低，全年盈利增速回升至 7.43%，不良率也小幅回落至 1.95%、拨备覆盖率回升至 182.0%。
- 关注宏观环境回暖后，上海银行等稳健的超跌中小银行估值修复。**今年行业经营压力造成多数中小银行估值触及历史新低，但其中部分银行拥有相对优异的资产质量和经营效率。2021 年随着宏观经营环境回暖，我们判断一批股价超跌的中小银行估值将得到修复。个股选择框架中，我们强调“ROE 为矛、资产质量为盾、估值为底”，除了此前长期推荐的核心零售银行“招商银行、平安银行、宁波银行”以外，我们建议关注兼具资产质量与盈利能力的上海银行、南京银行、长沙银行等。
- 风险提示：**1) 宏观经济走势不及预期造成银行资产质量承压；2) 银行贷款利率持续下行，利差进一步收窄；3) 银行利润持续下滑。

行业走势



相关研究

- 《银行业行业点评：详细测算：重磅房地产贷款新规，对招行等主要银行的影响》2021-01-03
- 《零售金融追踪：禁止互联网销售，银行理财发展五大关注点》2020-12-27
- 《数字金融追踪：头部银行利好：互联网存款拉开监管序幕》2020-12-21

内容目录

1. 银行基本面压力消退，估值早已透支悲观预期	4
2. 利率拐点推动净息差回升，国有大行相对受益	6
3. 不良生成率已企稳，2021 年信贷成本有望回落	8
4. 投资建议：推荐国有大行等低估值复苏型银行	9
5. 风险提示	10

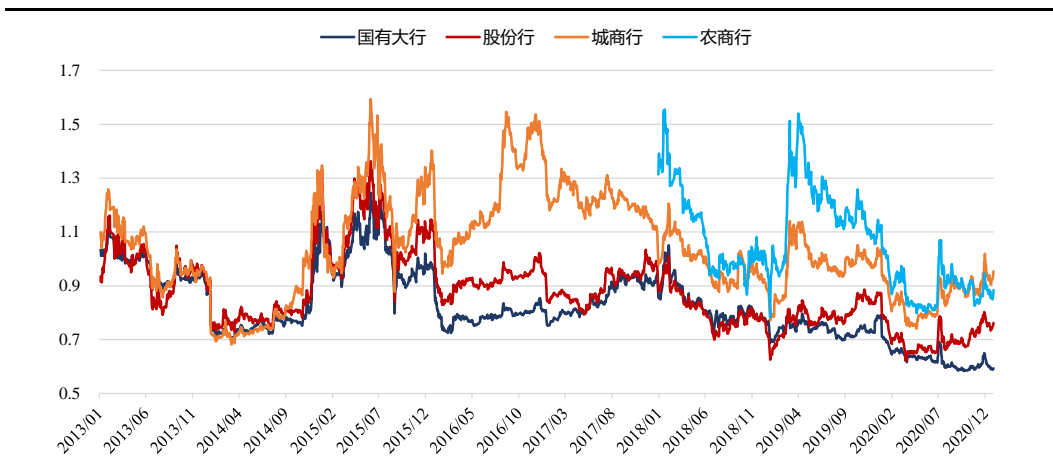
图表目录

图 1: 各类型银行股平均动态 P/B 估值仍处于历史底部	4
图 2: 国有大行的核心一级资本充足率有所回落	5
图 3: 商业银行核心一级资本充足率承压	5
图 4: 金融周期趋紧后商业银行总资产增速预计回落	5
图 5: 上市银行营业收入增速可能进一步小幅走低	5
图 6: LPR 利率定价已连续八个月持平	6
图 7: 金融机构 9 月新发放贷款加权平均利率确立拐点	6
图 8: 5 月以来国债到期收益率持续上行	6
图 9: 2020 年 10 月末商业银行资产与负债结构	6
图 10: 5 月以来商业银行结构性存款余额被大幅压降	7
图 11: 招商银行大额存单发行定价持续走低	7
图 12: 国有四大商业银行净息差历史走势及 2021 年趋势预测	7
图 13: 国有大行不良贷款率仍处于上行阶段	8
图 14: 国有大行拨备覆盖率仍有下行压力	8
表 1: 商业银行核心经营指标测算及预测	4
表 2: 商业银行口径不良资产处置及对盈利的影响测算	8
表 3: 2020 年前三季度部分中小银行经营指标及动态估值	9

1. 银行基本面压力消退，估值早已透支悲观预期

银行股目前估值处于历史底部，判断未来有可观的估值修复空间。截止 2020 年 12 月末，国有大行的平均估值为 0.59x2020PB，虽然四季度演绎过一轮估值修复上涨，但近期再度回调，仍处于绝对估值底部。股份行、城商行的平均估值年末位于 0.76x、0.95x2020PB，仍明显低于 2019 年末疫情前的水准，而且如果剔除估值创新高的龙头核心银行招商银行、平安银行、宁波银行，大部分中小银行的估值实际上也处于历史底部。因此，我们强调银行股的估值修复存在可观空间。

图 1: 各类型银行股平均动态 P/B 估值处于历史底部



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

展望 1: 预计全年盈利仍将下滑，计提减值以应对明年不良压力。 商业银行二季度高额计提信用减值，导致上半年盈利同比下滑 9.41% (二季度单季下滑 24.06%)，短期压制估值，三季度盈利降幅收窄。我们判断，货币政策常态化后，2021 年对公贷款仍有信用风险压力，预计四季度商业银行会加大力度处置、核销不良贷款，同时继续计提信用减值，预计全年盈利降幅约 9.25%，但 2021 年将重新正增长 7.43%。

表 1: 商业银行核心经营指标测算及预测

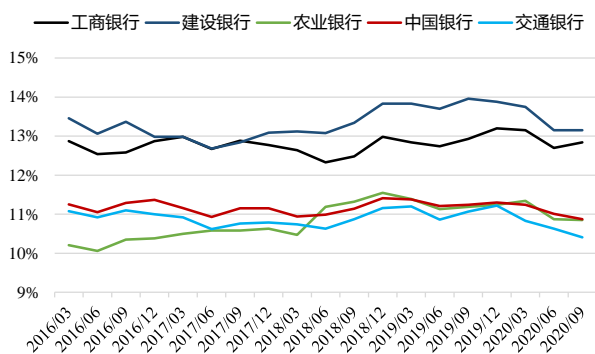
单位: 亿元	2018	2019	2020/03	2020/06	2020/09	2020E	2021E
期末总资产	2194800	2394875	2518398	2575212	2624715	2634363	2876724
总资产增速 (较期初)	6.65%	9.12%	5.16%	7.53%	9.60%	10.00%	9.20%
营业收入【预测】	57823	62728	17049	33027	48955	64732	70893
信用减值【预测】	16091	16623	5203	10566	15057	20047	21985
成本收入比	31.99%	31.68%	25.69%	26.93%	28.14%	31.20%	31.80%
净利润	18826	19932	6001	10268	15142	18089	19433
净利润增速 (累计)	4.86%	5.88%	5.00%	-9.41%	-8.27%	-9.25%	7.43%
净利润增速 (单季)			5.00%	-24.06%	-5.78%	-13.97%	7.43%

数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所测算

备注: 基础数据来源为银保监会定期披露的商业银行统计数据, 为使数据测算完整可比, 我们在 2018 年数据中补充添加了邮储银行的经营数据 (2019 年才被纳入统计口径)

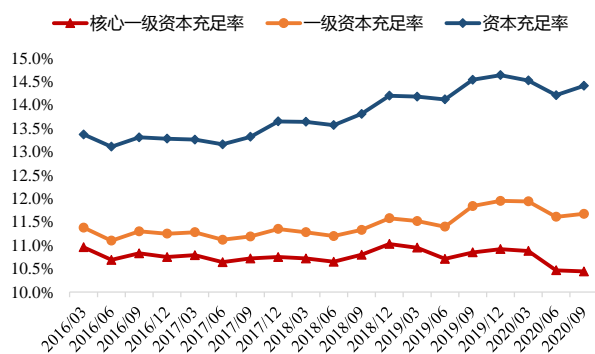
展望 2: 国有大行年报分红比例仍可能下调, 以应对未来资本补充压力。2020 年商业银行利润下滑后, 对内生资本的补充造成压力, 市场尤其关注国有大行全年分红比例是否会调整 (目前统一为 30%), 因为股息回报是低估值国有大行的重要投资逻辑。我们判断, 虽然目前国有大行的核心一级资本充足率仍高于监管底线要求 (8.5%), 但预计全年仍有可能小幅下调分红比例: ①国有大行作为全球系统重要性银行, TLAC 实施后未来依然存在资本补充压力; ②尽管经济短期复苏, 但国有大行依然承担重要的信贷投放重任, 风险资产扩张需要充足的资本支撑; ③目前国有大行估值仍“破净”, 外生补充权益资本的难度较大, 因此内生资本补充至关重要。不过, 我们判断分红比例下调幅度会比较小, 国有大行会兼顾估值与股息回报率, 且市场对此已有预期。

图 2: 国有大行的核心一级资本充足率有所回落



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

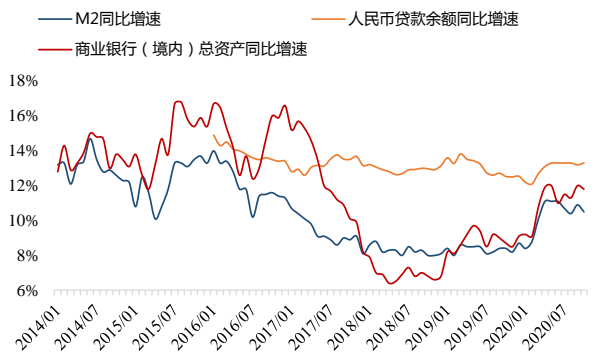
图 3: 商业银行核心一级资本充足率承压



数据来源: 银保监会, 东吴证券研究所

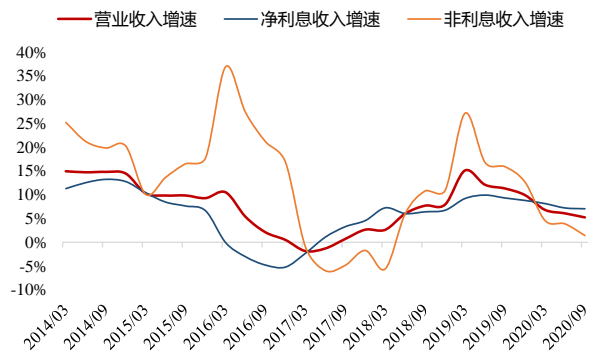
展望 3: 2021 年货币政策收紧, 商业银行收入增速回落但盈利增速转正。央行在三季度货币政策报告中再次强调“把好货币供应总闸门, 保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”, 货币政策边际收紧。展望 2021 年, 预计 M2 增速将回落至 9%~10%, 导致商业银行总资产扩张降速、收入增速相比于 2020 年上半年回落, 但资产质量与信用减值的企稳仍将拉动盈利转正。

图 4: 金融周期趋紧后商业银行总资产增速预计回落



数据来源: 中国人民银行, 银保监会, 东吴证券研究所

图 5: 上市银行营业收入增速可能进一步小幅走低

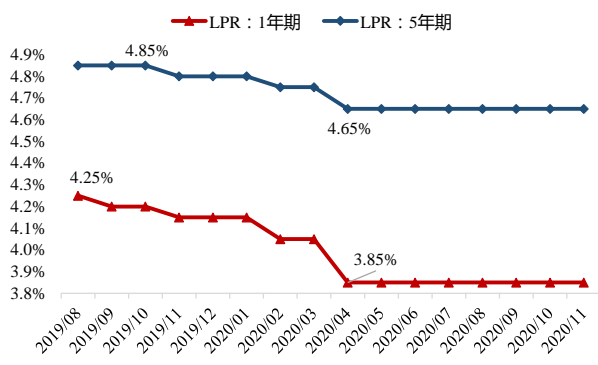


数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所汇总测算
备注: 选取数据完整可比的 17 家上市商业银行

2. 利率拐点推动净息差回升，国有大行相对受益

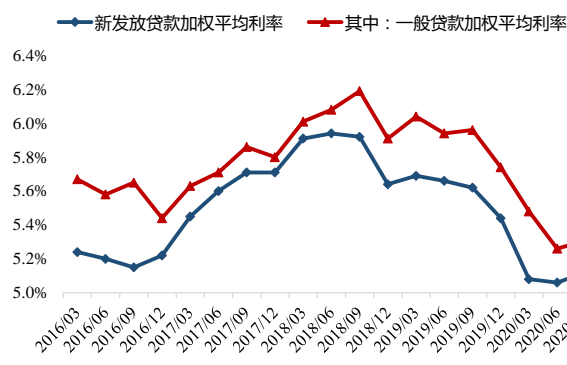
资产端：9月新发放贷款利率确立向上拐点释放强烈信号。2019年9月LPR改革开启降息周期，贷款利率大幅下行，今年9月新发放贷款利率首次环比上行，较6月提高6BP至5.12%，其中一般贷款利率提高5BP至5.31%，同时观察LPR报价已连续八个月持平，判断信贷利率有望确立拐点。对于商业银行而言，国有大行等对公型银行受益弹性更大，不过房贷利率明年一季度仍将面临LPR切换后的价格下行。

图6：LPR利率定价已连续八个月持平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

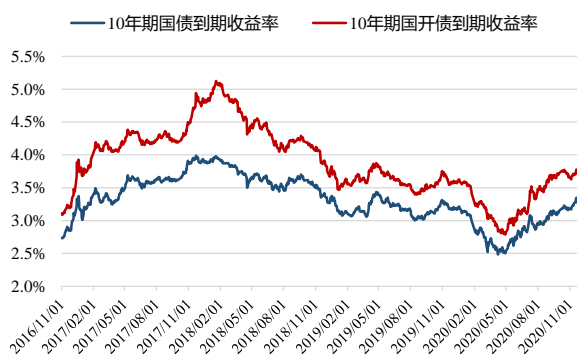
图7：金融机构9月新发放贷款加权平均利率确立拐点



数据来源：央行货币政策报告，东吴证券研究所

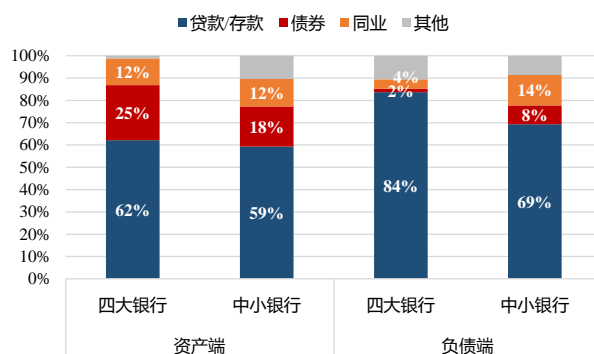
资产端：金融市场利率保持相对高位，国有大行等资金融出方更收益。5月以来长端利率上行，10年期国债到期收益率目前达到3.30%，对于更依赖同业负债的中小银行而言，负债成本下行红利消退，但对于负债端存款占比较高、资产端贷款及债券占比较高的国有大行而言，资产收益率将进一步上行，有利于拉动净息差回升。

图8：5月以来国债到期收益率持续上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2020年10月末商业银行资产与负债结构

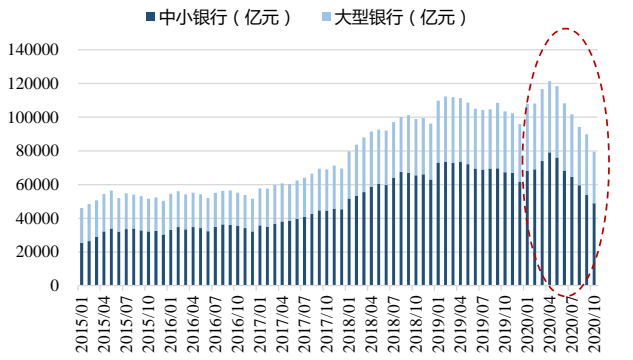


数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

负债端：结构性存款大幅压降缓解价格竞争压力，利好存款丰厚型银行。5月以来结构性存款严监管成效显著，叠加利率回升本身收窄了套利空间，10月末规模已经降至7.9万亿，较4月末峰值大幅压降4.2万亿（中小银行压降3.0万亿）。结构性存款收缩明显缓和了存款市场长期以来的“博弈困境”，这一点从招商银行等存款丰厚型银行三季度负债成本的改善可以印证。此外，货币政策报告显示9月三年和五年期存款加权平均利率分别为3.67%和3.80%，较2019年12月分别下降5BP、26BP，我们判断这得益

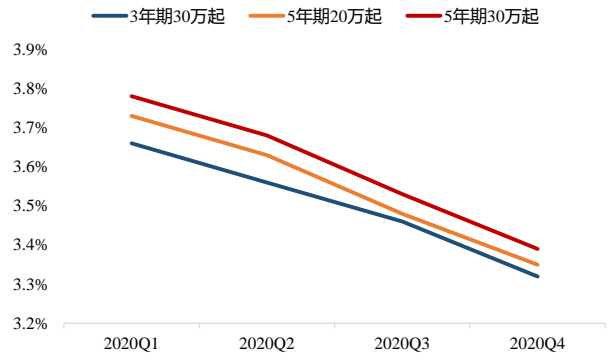
于二季度以来头部银行陆续主动下调大额存单发行定价，相比于中小银行，国有大行及优质零售银行在存款端的优势更明显。

图 10: 5 月以来商业银行结构性存款余额被大幅压降



数据来源：东吴证券研究所

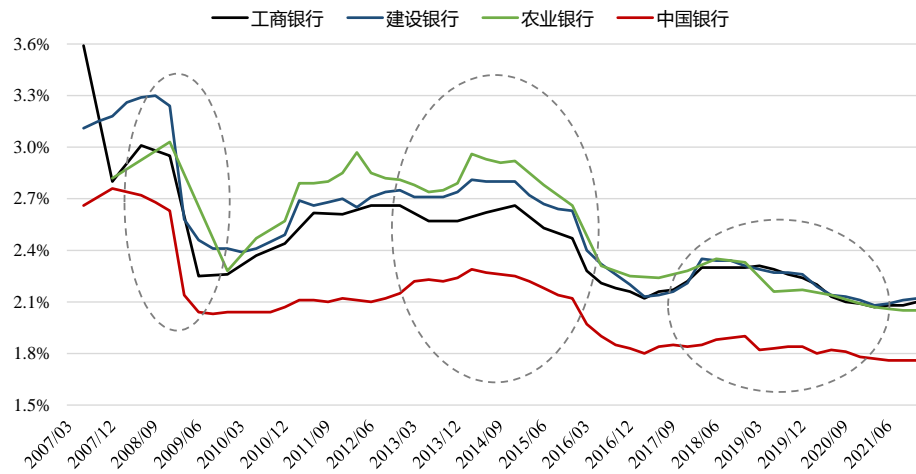
图 11: 招商银行大额存单发行定价持续走低



数据来源：招商银行官方网站，东吴证券研究所汇总

国有大行等对公型银行有望开始复苏，看好净息差企稳回升。前文已述，国有大行充分受益于利率上行，贷款、债券投资等资产收益率回升，同时负债端由于存款占比显著高于行业平均水平，因此更受益存款市场定价竞争的缓解。我们判断，国有大行本轮净息差下行将进入尾声，虽然资产端的房贷利率仍将受明年一季度 LPR 定价转换影响，但总体利差企稳，预计工商银行、建设银行、农业银行净息差明年将企稳于 2.08%~2.12% 区间，同时手续费收入增速回升，确保总收入增速平稳。

图 12: 国有四大商业银行净息差历史走势及 2021 年趋势预测



数据来源：公司财报，东吴证券研究所预测

3. 不良生成率已企稳，2021 年信贷成本有望回落

预计全年处置不良规模低于此前预期，2021 年不良生成率和信用成本回落。资产质量仍是银行股估值的生命线，我们综合目前市场公开信息，测算并判断 2020~2021 年商业银行资产质量趋势。我们预测，四季度不良贷款将进一步显化，商业银行口径的全年不良新生成率上升至 2.08%，对应全年处置不良贷款 2.4 万亿（其中核销规模预计 1.34 万亿），导致不良率微升至 1.97%、拨备覆盖率降至 175.0%。在此情形下，商业银行全年盈利下滑 9.25%，但 2021 年不良新生成率回落至 1.84%，信用成本走低，全年盈利增速回升至 7.43%，不良率小幅回落至 1.95%、拨备覆盖率回升至 182.0%。

表 2: 商业银行口径不良资产处置及对盈利的影响测算

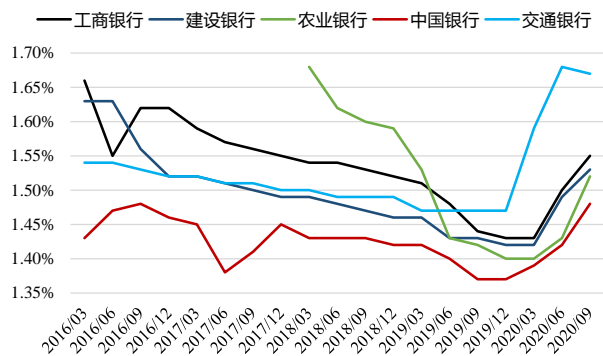
单位: 亿元	2018	2019	2020/03	2020/06	2020/09	2020E	2021E
期末贷款总额	1147747	1296340	1366596	1410154	1445143	1466161	1590784
期末不良贷款率	1.80%	1.86%	1.91%	1.94%	1.96%	1.97%	1.95%
处置不良贷款【预测】	15300	19780	4000	9500	15500	24000	26000
其中: 核销不良贷款【预测】	8109	9890	2000	5035	8215	13440	14560
不良贷款新生成率【预测】	1.72%	1.91%	1.80%	1.88%	1.92%	2.08%	1.84%
期末拨备覆盖率	189.15%	186.07%	183.19%	182.40%	179.89%	175.00%	182.00%
利润表信用减值【预测】	16091	16623	5203	10566	15057	20047	21985
净利润增速	4.86%	5.88%	5.00%	-9.41%	-8.27%	-9.25%	7.43%

数据来源: 中国人民银行, 银保监会, 东吴证券研究所测算并预测

备注: 基础数据来源为银保监会定期披露的商业银行统计数据, 为使数据测算完整可比, 我们在 2018 年数据中补充添加了邮储银行的经营数据 (2019 年才被纳入统计口径)

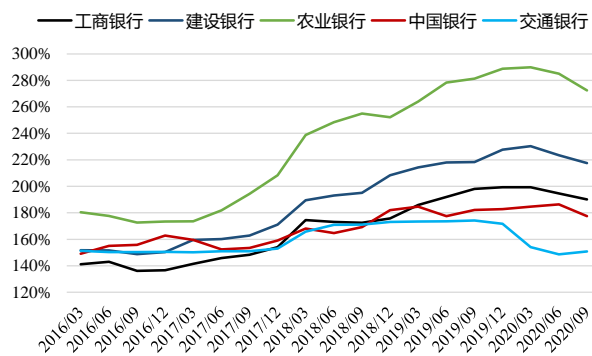
国有大行仍处于不良风险暴露阶段, 但市场预期及估值已充分反映压力。五家国有大行不良贷款率今年平均上行 13BP, 拨备覆盖率下行 12.4pct, 根据前文对商业银行全口径的资产质量趋势测算, 我们预计国有大行年末不良率仍将一定幅度上行, 拨备覆盖率也将小幅下行, 但信用风险压力已经逐步显化。投资角度, 我们认为当前估值及市场预期已经充分反映了国有大行经营压力, 看好后续基本面企稳、估值回升。

图 13: 国有大行不良贷款率仍处于上行阶段



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 14: 国有大行拨备覆盖率仍有下行压力



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

2021 年建议关注上海银行等资产质量稳健但今年估值超跌的中小银行。今年商业

银行总体面临利差收窄、不良上行的经营压力，造成多数中小银行估值下行，但其中部分银行拥有相对优异的资产质量。2021 年随着经营环境回暖，我们判断一批股价超跌的中小银行估值将修复，个股选择框架中，我们强调“ROE 为矛、资产质量为盾、估值为底”，除了此前长期推荐的核心零售银行“招商银行、平安银行、宁波银行”以外，建议关注兼具资产质量与盈利能力的上海银行、南京银行、长沙银行。

表 3：2020 年前三季度部分中小银行经营指标及动态估值

	招商银行	平安银行	宁波银行	兴业银行	常熟银行	上海银行	长沙银行	南京银行
收入增速	6.60%	13.22%	18.42%	11.11%	4.17%	-0.91%	5.72%	2.42%
盈利增速	-0.82%	-5.18%	5.22%	-5.53%	1.76%	-7.99%	2.42%	2.01%
年化 ROA	1.32%	0.72%	1.06%	0.95%	1.04%	0.86%	0.92%	0.96%
年化 ROE	17.00%	10.17%	16.37%	13.11%	10.74%	12.33%	15.56%	15.29%
不良率	1.13%	1.32%	0.79%	1.47%	0.95%	1.22%	1.23%	0.90%
拨备覆盖率	424.76%	218.29%	516.35%	211.69%	490.02%	328.07%	284.73%	379.93%
关注类比例	0.85%	1.59%	0.54%	1.69%	1.33%	1.79%	2.66%	1.18%
年末 2020P/B	1.61	1.15	2.04	0.82	1.12	0.65	0.85	0.84

数据来源：公司财报，东吴证券研究所预测

4. 投资建议：推荐国有大行等低估值复苏型银行

经济与金融周期是商业银行投资逻辑的核心，因此我们在 2020 年度策略中，考虑经济及利率下行周期，重点推荐招商银行、平安银行、宁波银行、常熟银行四大优质零售银行。展望 2021 年，考虑经济缓慢复苏、利率确立拐点，我们重点推荐基本面逐步回暖、估值仍然很低的复苏型银行。

当前时点，重点推荐国有大行中相对优质的建设银行、估值性价比相当高的农业银行、前期估值超跌的常熟银行，同时建议关注优质低估值城商行上海银行。对于基本面长期优异的招商银行、平安银行、宁波银行三大核心零售银行，继续长期推荐。

① 国有大行：重点推荐建设银行、农业银行。估值已充分反映经营压力，经济回暖、利率上行受益弹性更大，2021 年迎来盈利增速拐点。

② 估值超跌中小银行：重点推荐常熟银行。短期经营压力造成三季报后估值超跌，伴随经济回暖、利率上行，经营环境回暖，直接受益弹性更大。此外，资产质量依然优异，不良率小幅下行至 0.95%，信用减值环比降低推动全年盈利增速回升。

③ 建议关注优质低估值城商行：上海银行。资产质量稳健，三季度末拨备覆盖率达到 328.07%，不良率为 1.22%，年末估值仅 0.65x2020PB，明显低估。

5. 风险提示

1) 宏观经济走势不及预期造成银行资产质量承压：如果经济复苏放缓、企业盈利低迷，银行资产质量潜在压力将超预期，导致不良率上行、拨备覆盖率走低。

2) 银行贷款利率持续下行，利差进一步收窄：9月贷款利率虽然环比上行，但趋势尚未完全确立，如果后续经济走弱，贷款利率重新下行，将造成银行利差再度收窄，影响利息收入及盈利能力。

3) 银行利润持续下滑：经济复苏放缓、利差超预期收窄、资产质量恶化、费用成本上升等因素都可能造成银行盈利进一步同比下滑，对市场预期造成压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

