

如何看本轮银行股估值修复空间？

华泰研究

2021年3月07日 | 中国内地

专题研究

银行

增持 (维持)

研究员 蒋昭鹏
SAC No. S0570520050002 jiangzhaopeng@htsc.com
+86-755-82492038

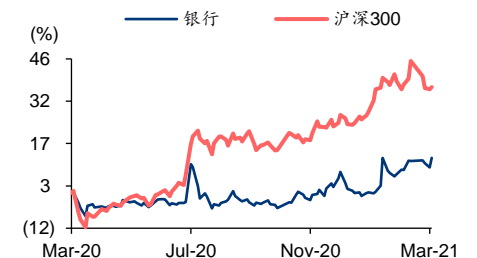
研究员 沈娟
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843 +86-755-23952763

联系人 安娜
SAC No. S0570120080111 anna@htsc.com

华泰证券 2021 春季线上策略会



行业走势图



资料来源: Wind, 华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
兴业银行	601166 CH	31.29	买入
常熟银行	601128 CH	10.40	增持
平安银行	000001 CH	28.36	买入
青岛银行	002948 CH	6.97	买入
工商银行	601398 CH	5.80	增持
农业银行	601288 CH	3.58	增持

资料来源: 华泰研究预测

银行股 PB 有望向 1 倍以上修复

我们预计银行股 PB (LF, 下文 A 股同) 有望向 1 倍以上修复。结合海外经验, 疫情后美国银行股 PB (MRQ, 下文美股同) 估值已迅速升至 1.3 倍, 背后逻辑是风险快速出清, 展现了强顺周期性。经历 20 年严认定、强计提、多处置后, 目前 A 股上市银行已步入风险出清后半程, 结合投资者结构改变, 我们预计本轮板块估值有望回到 1 倍 PB 以上 (18 年初为 1.2 倍 PB)。大行顺周期特征更显著, 利润增速显著上行, 推荐工商银行、农业银行; 而标签鲜明的优质中小行可享受与美国同等银行相近的 2 倍以上 PB, 推荐兴业银行、常熟银行、平安银行、青岛银行; 同时建议关注处估值底部标的。

海外借鉴: 美股银行高估值、强周期、出清快

美股银行估值中枢高、周期属性强、风险快速出清。美股银行在金融危机前、后的估值中枢分别达 2.2 倍、1.2 倍, 长期维持高位。当前标普 500 银行指数 PB 达 1.3 倍, 较 A 股银行溢价近 70%, 优质个股 PB 突破 2-3 倍。同时, 美股银行强周期、高弹性, 后疫情时代估值强势修复, 近 1 年来板块 PB 涨幅空间高达 89%, 中美估值差距被重新拉开。我们认为美股银行高估值中枢源于 ROE 较高、机构投资者主导市场, 而疫情后快速修复是源于风险剧烈出清机制, 轻装上阵后快速修复。当前 6 家美股银行 PB 高于 2 倍, 1 家突破 3 倍, 既有大行也有中小行, 高 ROE 背后是各显神通的业务模式。

估值研判: 风险出清后半程, 估值上升期有望来临

资产质量为影响银行业估值的重要因素。银行板块作为典型顺周期行业, 当前资产质量指标改善趋势明朗。一方面 2020 年疫情背景下, 银行业对不良资产严格认定, 拨备计提力度和不良处置力度显著上升, 助存量风险不断出清, 尤其是给予优质银行股系统风险出清的机会; 另一方面, 由于企业偿债能力提升、零售风险拐点已现, 我们预计新增风险较为可控。20Q4 银行业资产质量已迎来改善, 对比历史经验, 我们认为当前风险出清逐步进入后半程, 估值进入提升阶段。贷款利率上行驱动息差企稳、投资者国际化和机构化趋势则有望进一步催化银行股估值修复行情。

投资建议: 估值修复持续, 顺周期加配银行

宏观经济逐步修复, 银行风险出清逐步进入后半程, 估值有望进入提升阶段, 叠加息差企稳、投资者结构优化, 或进一步助力银行股估值提升。经济复苏+基本面修复+资金配置需求提升, 我们坚定看好银行配置价值。细分板块来看, 大行顺周期特征更为显著, 2020 年利润增速显著上行, 估值与股息率优势突出, 存量风险不断出清, 推荐工商银行、农业银行; 中小银行则注重形成自身特色, 对标海外特色中小行, 具有广阔的估值提升前景, 部分有望享受 2 倍以上的 PB 估值, 推荐兴业银行、常熟银行、平安银行、青岛银行。同时建议关注处估值底部银行标的。

风险提示: 经济下行持续时间超预期, 资产质量恶化超预期。

正文目录

引言：如何看本轮银行股估值修复空间？	4
海外借鉴：美股银行高估值、强周期、出清快	6
为何美股银行估值中枢高？ROE、投资者结构驱动	6
为何疫情后涨得这么快？强周期性背后是快速出清	8
优秀个股 PB 天花板在哪里？可突破 2-3 倍	11
估值研判：风险出清后半程，估值上升期有望来临	14
因素一：风险出清已经步入后半程	14
严认定、强计提、多处置，更快出清存量风险	14
宏观经济修复，新增风险可控	17
因素二：投资者结构改变助推估值	17
投资建议：估值修复持续，顺周期加配银行	19
兴业银行（601166 CH，买入，目标价：31.29 元）：商投典范，财富启航	20
常熟银行（601128 CH，增持，目标价：10.40 元）：小微特色标杆行，异地突破高成长	20
平安银行（000001 CH，买入，目标价：28.36 元）：对公零售同发展，打造新型银行	20
青岛银行（002948 CH，买入，目标价：6.97 元）：机制领先，高效成长	21
工商银行（601398 CH，增持，目标价：5.80 元）：稳健龙头大行，零售转型持续	21
农业银行（601288 CH，增持，目标价：3.58 元）：县域与普惠特色，潜力持续释放	21
风险提示	22

图表目录

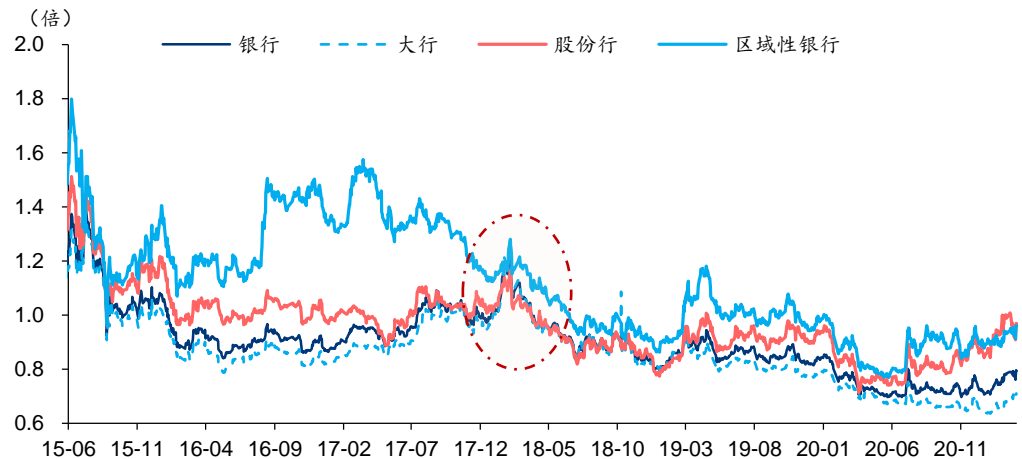
图表 1：2015 年以来银行子板块 PB (lf) 估值走势	4
图表 2：全文逻辑框架	5
图表 3：美国标普 500 银行指数的 PB 估值中枢自上世纪 90 年代以来维持于较高水平	6
图表 4：美国标普 500 银行指数的 ROE 与 PB 基本维持同步变动	7
图表 5：危机后美国银行业指数 PB 相比其他主要市场处于较高水平	7
图表 6：相比之下，A 股上市银行 PB 近年来长期低于 1 倍	7
图表 7：美国银行业 ROE 相较其他主要国家处于较高水平	7
图表 8：美国银行业 ROA 相较其他主要国家处于较高水平	7
图表 9：1970 年以来美国股市投资者结构：机构投资者为主	8
图表 10：2017 年上交所市场交易额投资者结构：个人投资者为主	8
图表 11：后疫情时代，美股银行估值涨幅空间达 89%，中美估值差异重新拉大	8
图表 12：2020 年 3 月末以来 PB 累计涨幅较高的美股主要银行	8
图表 13：2020 年以来美股银行估值展现出较强的周期属性	9
图表 14：相比之下，A 股银行估值低位徘徊，周期属性相对较弱	9
图表 15：A 股上市银行 PB 标准差在不断扩大，而美股银行 PB 标准差长期稳定	9
图表 16：2020 年以来 A 股少数优质银行股“抱团”现象较为明显	10
图表 17：美国银行业在风险暴露期往往剧烈出清，信用成本、净核销率与不良率同步大幅变动	10

图表 18: 相比之下, 中国银行业风险出清过程长期以来较为缓慢、平滑	11
图表 19: 美股上市银行 PB 排名前 15 位 (截至 2021 年 3 月 3 日)	11
图表 20: 美股总市值高于 200 亿美元、PB 高于 1.5 倍的上市银行代表 (数据截至 2021 年 3 月 3 日)	11
图表 21: 美股主要上市银行 PB-ROE: 高 ROE 是高估值的支撑基础	12
图表 22: 高成长性也是高估值银行的特征之一, 尤其是中小银行	12
图表 23: 6 家高估值代表银行 ROE 明显高于行业平均水平	12
图表 24: 2020 年 6 家高估值代表银行 ROE 拆解	13
图表 25: 2019 年 6 家高估值代表银行 ROE 拆解	13
图表 26: 银行指数相对 PB (lf) 估值与信用成本、不良生成率相关性较强	14
图表 27: 20Q2 以来商业银行关注率+不良率逐季下降	14
图表 28: 2014-2020 年商业银行不良贷款率及拨备覆盖率	14
图表 29: 2017-2020 年银行业逾期 90 天以上贷款偏离度逐年下降	15
图表 30: 2017-2020H1 部分上市银行非标不良率呈逐年上升态势	15
图表 31: 2020H1 以来上市银行信用减值损失同比增速保持较高水平	15
图表 32: 2020 年平安银行信贷成本降低, 非信贷类拨备计提占比提升	15
图表 33: 2020H1 上市银行非标规模、拨备计提及其资产质量 (单位: 亿元)	16
图表 34: 2017-2020 年银行业不良处置金额	16
图表 35: 2020 年银行贷款核销力度较强 (横轴数字表示月份)	16
图表 36: 20Q2 以来企业偿债能力逐步上升	17
图表 37: 20Q3 以来平安银行零售贷款风险逐步改善	17
图表 38: 2021 年以来北向资金持续流入银行板块	17
图表 39: 20Q4 偏股型基金继续加配银行板块	17
图表 40: 2014-17 年上交所各类投资者交易金额占比: 机构化趋势明显	18
图表 41: 2010 年以来指数基金持股总市值及其占比呈上升趋势	18
图表 42: 银行指数及大行 PB (LF) 估值及历史分位数 (截至 2021 年 3 月 5 日)	19
图表 43: 重点推荐公司估值表	21
图表 44: 报告提及公司信息	22

引言：如何看本轮银行股估值修复空间？

我们认为银行股 PB 有望向 1 倍以上修复。结合海外经验来看，疫情后美国银行股 PB 估值已迅速升至 1.3 倍，背后的逻辑是风险快速出清，银行股展现了很强的顺周期属性。目前 A 股上市银行已步入风险出清后半程，尤其是经历 2020 年的严认定、强计提、多处置之后，结合投资者结构改变，本轮板块估值有望回到 1 倍 PB 以上，接近 2018 年初（板块 PB 估值约 1.2 倍）。大行顺周期特征更显著，利润增速显著上行，推荐工商银行、农业银行；而标签鲜明的优质中小行可享受与美国同等银行相近的 2 倍以上 PB，推荐兴业银行、常熟银行、平安银行、青岛银行。同时建议关注处估值底部标的。

图表1：2015 年以来银行子板块 PB (lf) 估值走势



资料来源：Wind，华泰研究

A 股银行估值提升空间还有多大？我们将目光先投向估值高、疫情后恢复快的美股银行作为借鉴。目前标普 500 银行指数 PB 达 1.3 倍，较 A 股银行溢价近 70%，优质个股 PB 突破 2-3 倍。同时，美股银行强周期、高弹性，后疫情时代估值迅速修复，板块 PB 在 20 年 3 月跌至 0.7 倍低谷（接近同期 A 股银行），而近 1 年以来涨幅空间已高达 89%，中美估值差距被重新拉开。我们试图解决三大问题：**1) 为什么美股银行能长期保持高估值中枢？** ROE 较高、机构投资者主导市场均为动因。**2) 为什么疫情后涨得这么快？** 风险暴露期剧烈出清，轻装上阵后估值迅速修复。**3) 优秀个股 PB 天花板在哪里？** 6 家美股银行 PB 高于 2 倍，1 家突破 3 倍，既有大行也有中小行；高 ROE 是共同基础，背后是各显神通的业务模式。

当前国内风险出清阶段如何？步入后半程，估值有望进入提升阶段。 相较美国，国内银行股具有弱周期特点，主要由于风险出清较为缓慢，延缓估值修复时点。因此当前国内风险出清阶段是投资者关注的主要问题。我们认为目前国内银行业资产改善趋势明朗，一方面 2020 年疫情背景下，银行业对不良资产严格认定，拨备计提力度和不良处置力度显著上升，助存量风险不断出清，尤其是给予优质银行股系统风险出清的机会；另一方面，企业偿债能力提升、零售风险拐点已现，我们预计新增风险较为可控。20Q4 银行业资产质量已迎来改善，对比历史经验，我们认为当前风险出清逐步进入后半程，估值进入提升阶段。贷款利率上行驱动息差企稳，投资者国际化、机构化和被动化的趋势则有望进一步催化银行股估值修复行情。

图表2：全文逻辑框架



资料来源：华泰研究

海外借鉴：美股银行高估值、强周期、出清快

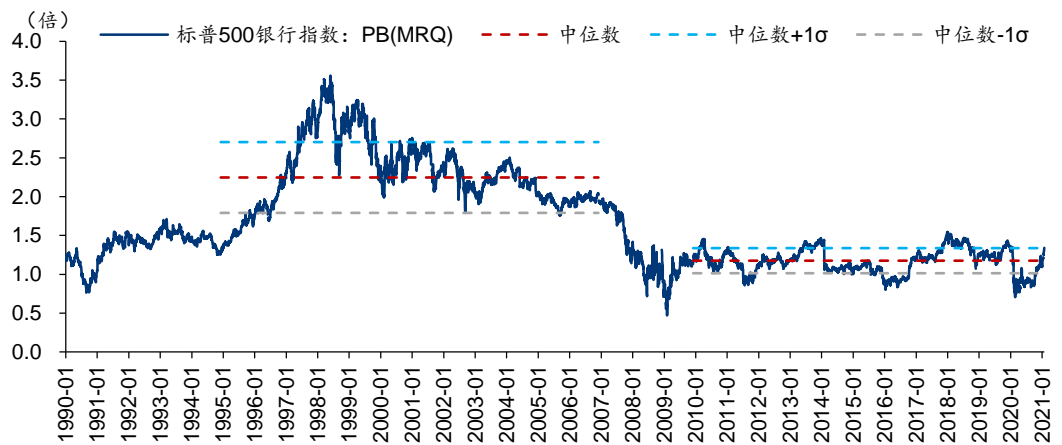
美股银行估值中枢高、周期属性强、风险快速出清。剔除金融危机时期，美股银行在 90 年代-危机前、危机后至今的估值中枢分别达 2.2 倍、1.2 倍，长期维持高位。目前标普 500 银行指数 PB 达 1.3 倍，较 A 股银行溢价近 70%，优质个股 PB 甚至突破 2-3 倍。同时，美股银行具有强周期、高弹性特征，后疫情时代的估值实现了强势修复，板块 PB 在 2020 年 3 月跌至 0.7 倍低谷（接近同期 A 股银行），而 1 年以来的涨幅空间已高达 89%，中美银行的估值差距被重新拉开。

我们试图解决三大问题，为 A 股银行估值提升空间提供借鉴：**1) 为什么美股银行能长期保持高估值中枢？** ROE 较高、机构投资者主导市场均为驱动因素；**2) 为什么疫情后涨得这么快？** 行业在风险暴露期剧烈出清，周期属性强，轻装上阵后估值得以迅速修复；**3) 优秀个股 PB 天花板在哪里？** 6 家美股银行 PB 高于 2 倍，1 家突破 3 倍，其中既有大行也有中小行；高 ROE 是共同基础，而背后是各具特色的业务模式。

为何美股银行估值中枢高？ROE、投资者结构驱动

美股银行长期保持高估值中枢，危机前、危机后的 PB 中枢分别达 2.2 倍、1.2 倍。上世纪 90 年代以来，美股银行板块估值大致分三个阶段。**1)** 上世纪 90 年代-2006 年的繁荣时期。受益于美国经济稳定高增长、混业经营限制放开、银行业并购潮出清风险等因素，美国银行业自 90 年代中后期走向繁荣，盈利能力提升带动估值快速抬升，1995-2006 年美国标普 500 银行指数的 PB 中位数维持于约 2.2 倍。**2)** 2008 年金融危机对宏观经济和银行资产质量、盈利能力造成冲击，标普 500 银行指数 PB 显著下行。**3)** 危机后至今，银行业盈利能力逐渐恢复，2010 年以来标普 500 银行指数 PB 中位数维持于约 1.2 倍；虽不及危机前水平，但均高于英国、欧洲、亚太等主要市场的银行股估值水平。

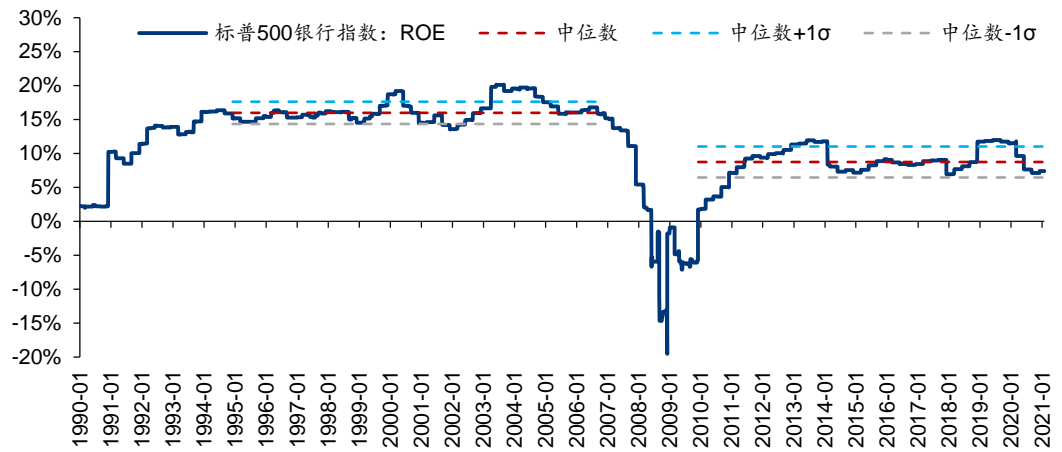
图表3：美国标普 500 银行指数的 PB 估值中枢自上世纪 90 年代以来维持于较高水平



注： σ 指标准差

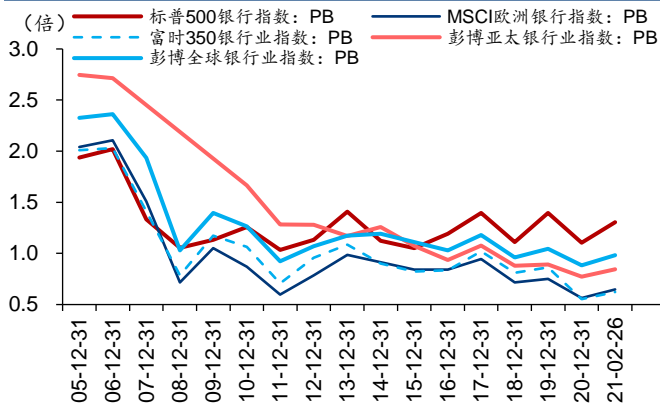
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表4：美国标普500银行指数的ROE与PB基本维持同步变动



资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表5：危机后美国银行业指数PB相比其他主要市场处于较高水平



资料来源：Bloomberg，华泰研究

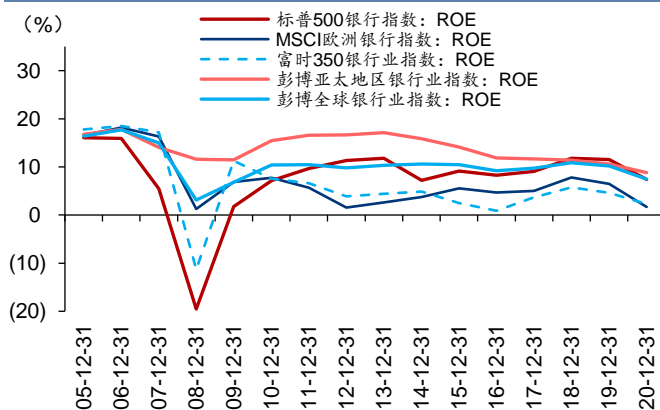
图表6：相比之下，A股上市银行PB近年来长期低于1倍



资料来源：Wind，华泰研究预测

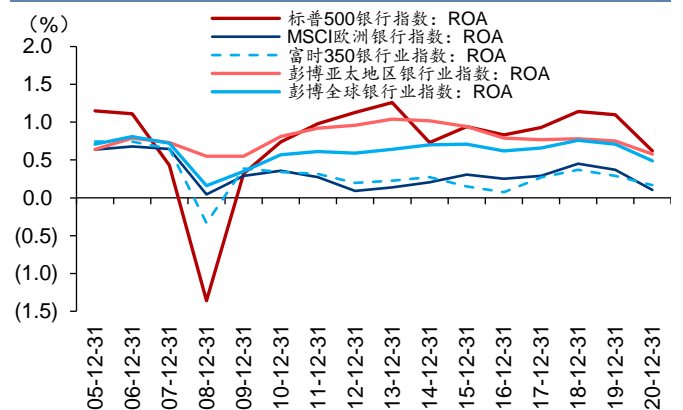
ROE 较高、机构投资者主导市场均是支撑高估值的主因。纵向来看，标普500银行指数ROE、PB基本同步变动，危机前、危机后两段时期均有较高的ROE相应支撑。横向对比，金融危机后美股银行平均ROE在全球范围内均较为靠前，2019年标普500银行指数ROE为11.53%，高出欧洲（6.45%）、英国（4.60%）、亚太（10.58%）等市场银行平均ROE，主要由于美国没有长期陷入低利率环境，尤其ROA优势更为明显（表明银行业杠杆更低），造就了美股银行的高估值特征。此外，美股市场中机构投资者占据主导地位，2019年末住户及非营利组织（近似为散户）持股规模占比仅为23%，共同基金、养老金等机构投资者的持股规模占比则自上世纪70-80年代以来持续发展壮大。机构投资者作为长期价值投资者的持股规模占比则自上世纪70-80年代以来持续发展壮大。机构投资者作为长期价值投资者，对于高稳定性、高股息、典型大盘蓝筹的银行股较为青睐，也利于美股银行估值抬升。

图表7：美国银行业ROE相较其他主要国家处于较高水平



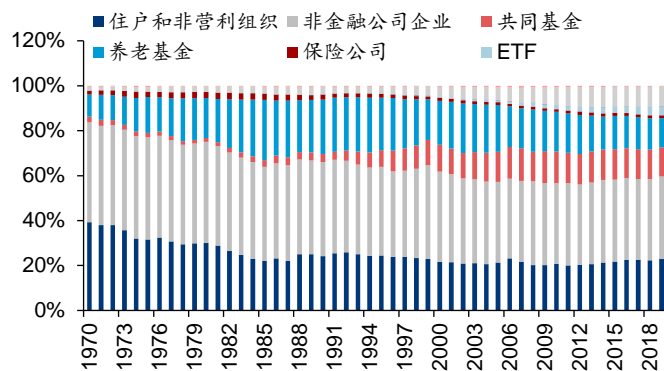
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表8：美国银行业ROA相较其他主要国家处于较高水平



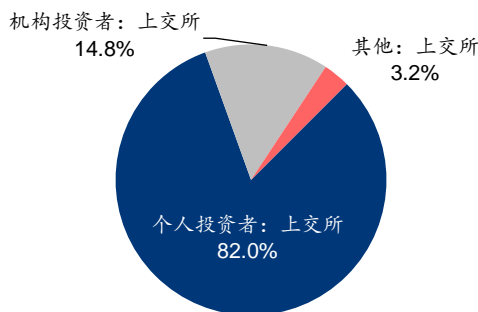
资料来源：Bloomberg，华泰研究

图表9：1970年以来美国股市投资者结构：机构投资者为主



资料来源：Wind，华泰研究

图表10：2017年上交所市场交易额投资者结构：个人投资者为主

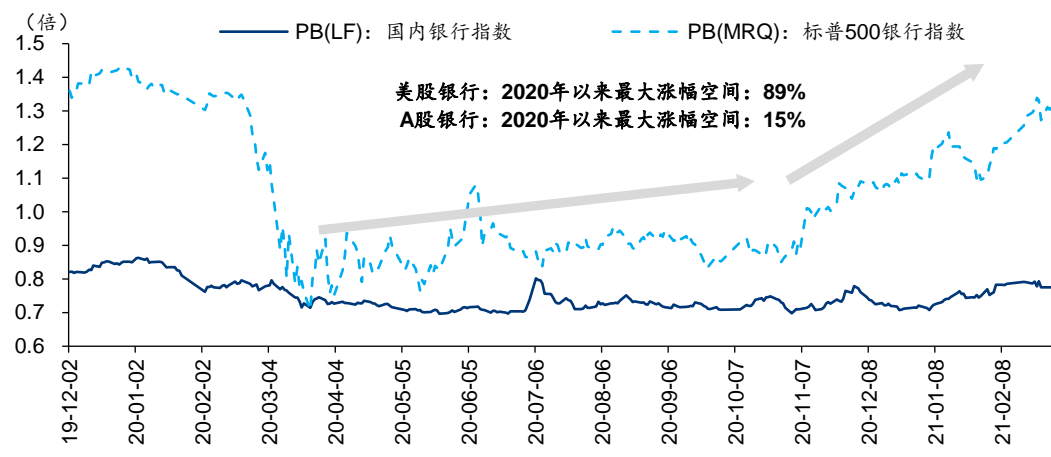


资料来源：上交所，华泰研究

为何疫情后涨得这么快？强周期性背后是快速出清

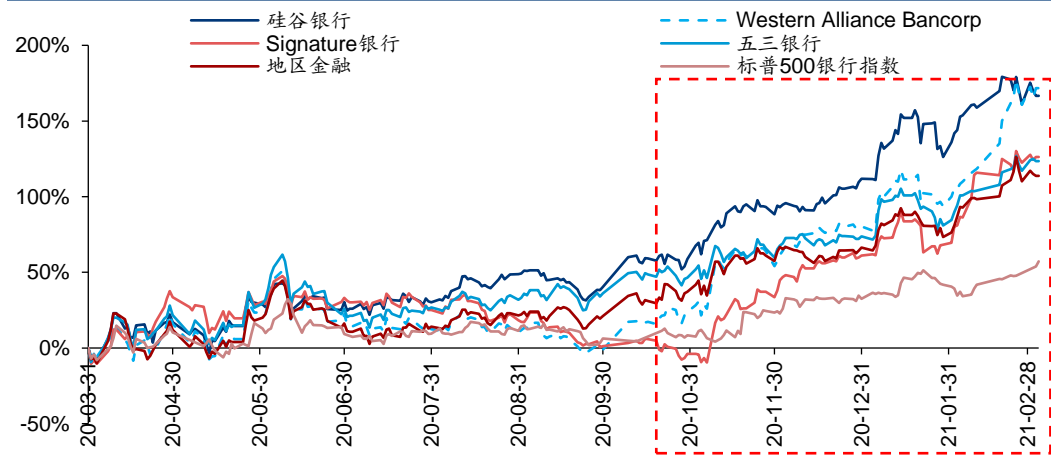
后疫情时代，美股银行估值涨幅高达89%，目前1.3倍PB已超疫情前水平。2020年受疫情影响，中美银行板块估值均出现下行，其中美股降幅更为显著，从20年2月初的1.3倍降至3月约0.7倍的低位，接近于同期A股银行板块估值。但美股银行在经历了短暂低谷后，估值开始迅速修复，尤其20年11月以来强势回升，截至2021年3月3日标普500银行指数PB为1.3倍，较3月低谷的涨幅空间达89%，重回疫情前的长期估值中枢之上。诸如硅谷银行、Western Alliance Bancorp、Signature、五三银行等优质中小行自3月低谷以来更是走出了高达100%-160%的PB升幅，且均创疫情前新高。相比之下，A股银行指数PB则在0.8倍以下徘徊，中美银行估值差距被重新拉大。

图表11：后疫情时代，美股银行估值涨幅空间达89%，中美估值差异重新拉大



资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

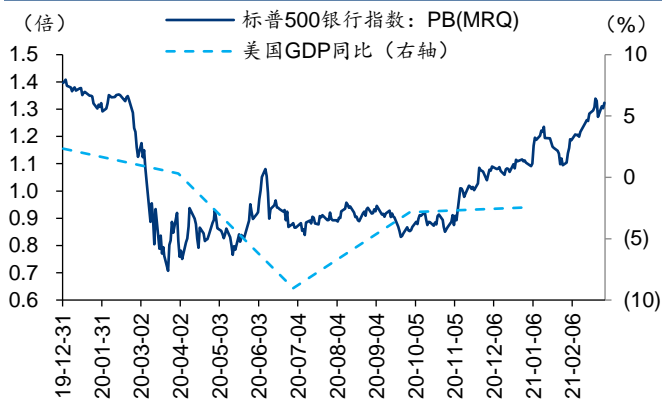
图表12：2020年3月末以来PB累计涨幅较高的美股主要银行



资料来源：Bloomberg，Wind，华泰研究

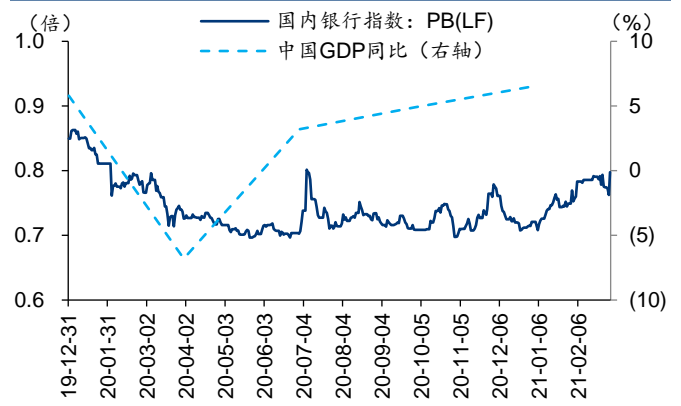
美股银行估值走势体现出强周期、高波动的特点，与 A 股银行对比鲜明。2020 年以来，标普 500 银行指数 PB 与宏观经济波动的相关度较高，两者均呈先跌后升的走势，银行股在后疫情时代走出快速修复的行情。而相较之下，A 股银行估值的周期性则偏弱，即使是宏观经济复苏强于美国，但银行指数 PB 并未走出明显的顺周期行情。事实上，A 股多数银行的估值长期横盘于低位区间，市场仅“抱团”于少数优质中小银行。板块内部估值分化不断加剧，老 16 家上市银行的 PB 标准差自 2015 年以来就持续扩大，2020 年以来这一现象尤为明显；而美国标普 500 银行指数中 18 家银行样本的 PB 标准差则长期保持稳定、甚至趋于收敛。

图表13： 2020 年以来美股银行估值展现出较强的周期属性



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表14： 相比之下，A 股银行估值低位徘徊，周期属性相对较弱



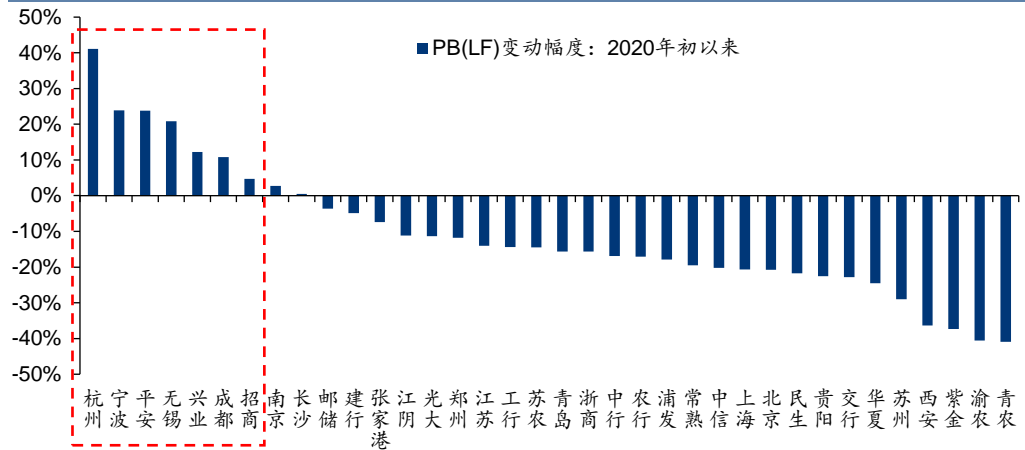
资料来源：Wind, 华泰研究

图表15： A 股上市银行 PB 标准差在不断扩大，而美股银行 PB 标准差长期稳定



注：老 16 家 A 股上市银行为工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、兴业银行、平安银行、光大银行、中信银行、浦发银行、民生银行、华夏银行、北京银行、宁波银行、南京银行
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表16： 2020年以来A股少数优质银行股“抱团”现象较为明显

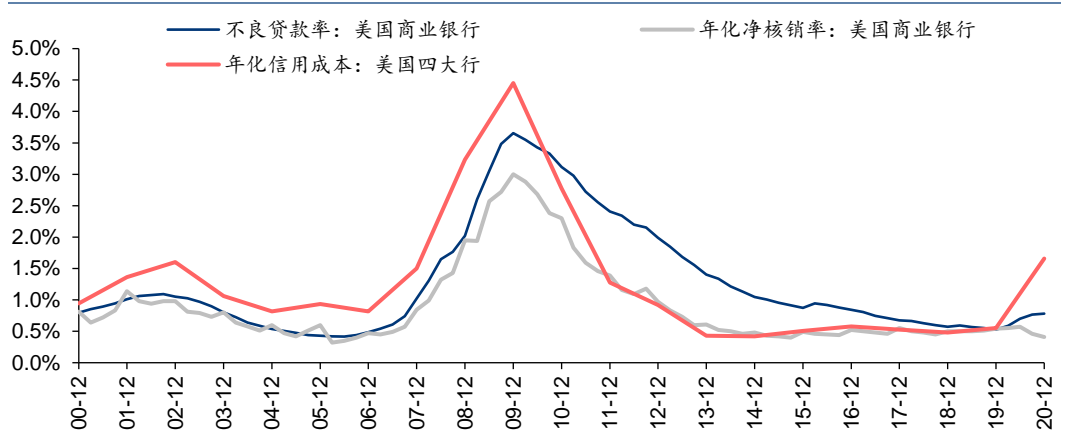


资料来源：Wind，华泰研究

为什么会出现美股银行顺周期强势修复，而A股多为横盘股、仅少数个股抱团上涨？我们认为强、弱周期对比鲜明的背后，源于风险出清机制的差异。

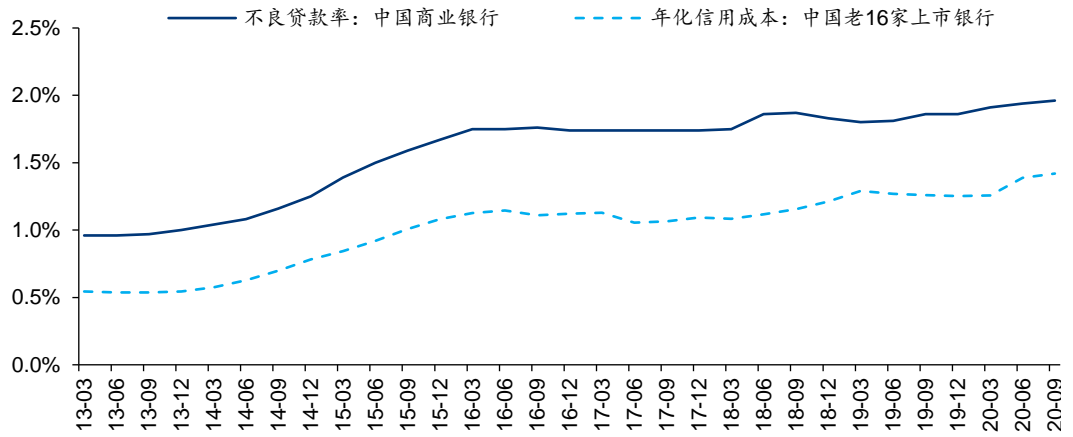
美国银行业在风险暴露期通常在短期内经历剧烈出清，信用成本、核销规模与不良率基本同步变动，随后轻装上阵，估值呈现强周期性，典型例子如2008年金融危机。2020年疫情期间，美国银行业账面不良率虽未有大幅上行，但由于CECL准则的实施和预期信用风险的上升，同样显著加大了拨备计提力度。而相比之下，我国银行业的风险出清相对缓慢，期间多数银行估值长期横盘徘徊，出清完成后估值回升幅度较小，体现出弱周期性。我们认为此次疫情期间，国内银行显著提升不良核销和拨备计提力度，与以往的缓慢出清大不相同，更多银行进行了一轮难得的快速出清。在2021年顺周期环境下，有望走出一轮估值显著修复的行情。

图表17： 美国银行业在风险暴露期往往剧烈出清，信用成本、净核销率与不良率同步大幅变动



资料来源：Bloomberg，FDIC，公司财报，华泰研究

图表18: 相比之下, 中国银行业风险出清过程长期以来较为缓慢、平滑

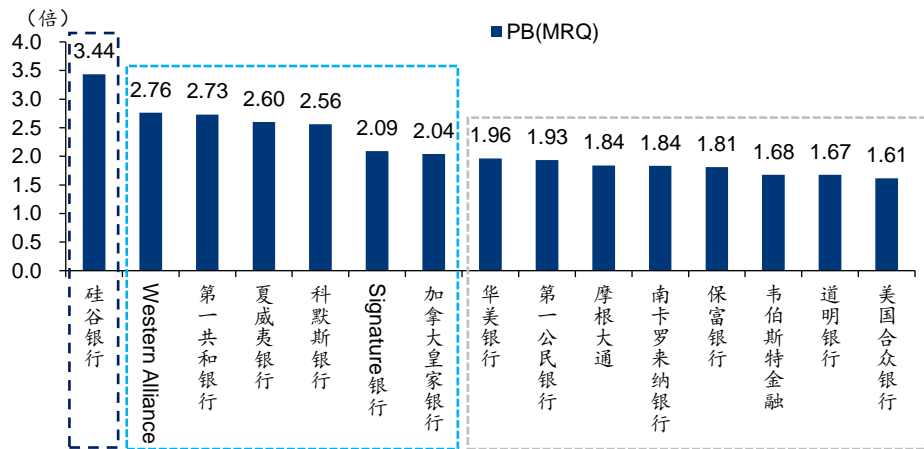


资料来源: 中国人民银行, 公司财报, 华泰研究

优秀个股 PB 天花板在哪里? 可突破 2-3 倍

美股存在大量高估值优秀银行, PB 可突破 2-3 倍。截至 2021 年 3 月 3 日, 美股上市银行中共有 6 家银行 PB 高于 2 倍, 硅谷银行 PB 更是突破 3 倍, 为目前美股银行估值的天花板。我们选取具有一定市值基础 (当前总市值不低于 200 亿美元, 基本为美股银行前 30 名)、且近一个月平均 PB 高于 1.5 倍的美股银行作为代表, 包括 3 家大行、3 家中小行, 分析其高估值背后的驱动因素。

图表19: 美股上市银行 PB 排名前 15 位 (截至 2021 年 3 月 3 日)



资料来源: Wind, 华泰研究

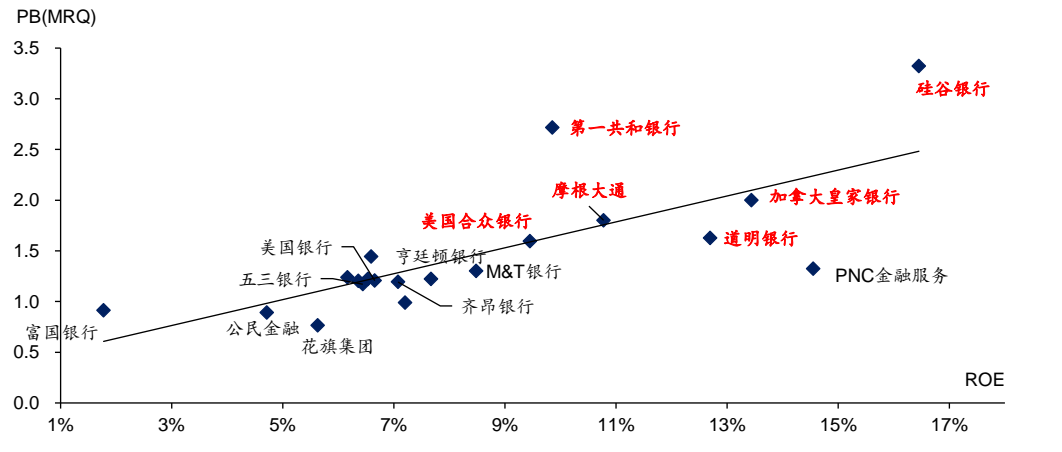
图表20: 美股总市值高于 200 亿美元、PB 高于 1.5 倍的上市银行代表 (数据截至 2021 年 3 月 3 日)

银行名称	总市值 (亿美元)	近一个月平均 PB (MRQ) (倍)
摩根大通 (JPM)	4,666	1.76
加拿大皇家银行 (RBC)	1,234	2.00
道明银行 (TD)	1,133	1.61
美国合众银行 (USB)	768	1.55
第一共和银行 (FRC)	278	2.67
硅谷银行 (SVB)	267	3.35

资料来源: Wind, 华泰研究

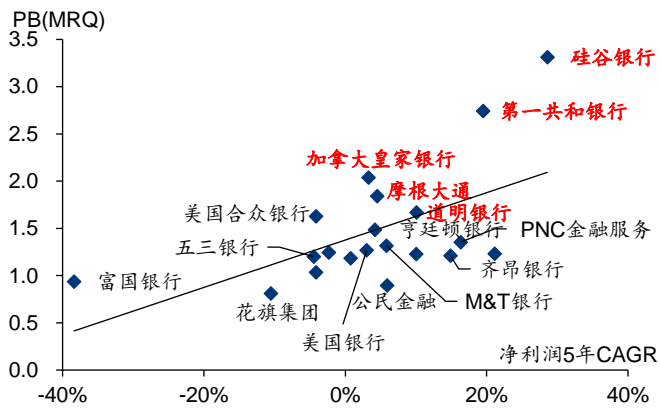
高 ROE 是美股高估值银行的共同基础，背后的业务模式则各显神通。6 家代表银行 ROE 均明显高于行业平均水平，驱动估值脱颖而出，且高估值中小银行通常也具备较强的成长性。从 ROE 拆解来看，高 ROE 背后是各显神通的业务模式。美股高估值银行的经验表明：虽然各类银行的业务模式可能存在差异，但只要业务实力出众、盈利能力可观，均可享有较高估值，包括综合化经营实力较强的大行，也包括能够形成自身特色模式的中小银行。首先，3 家大型银行均具备较强的综合化经营能力，业务结构分布较为均衡，在多元化非息业务（包括财富管理、私人银行、投资交易、投行等）上具有优势，综合实力共同构筑起较强的盈利能力。

图表21： 美股主要上市银行 PB-ROE：高 ROE 是高估值的支撑基础



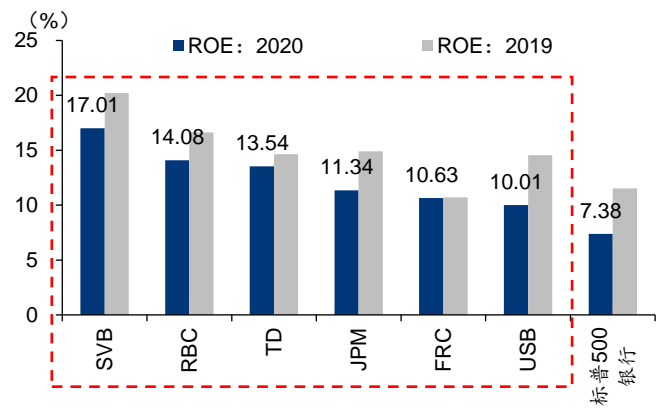
注：PB 截至 2021 年 3 月 3 日，ROE 为 2020 财年实际数据
资料来源：Wind，华泰研究

图表22： 高成长性也是高估值银行的特征之一，尤其是中小银行



注：PB 截至 2021 年 3 月 3 日，净利润 5 年 CAGR 为 2016-2020 年
资料来源：Wind，华泰研究

图表23： 6 家高估值代表银行 ROE 明显高于行业平均水平



注：ROE 为 2020 财年实际数据
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究

其次，3 家中小银行在特色化业务模式上也是各显神通：

1) 硅谷银行：定位于服务高成长企业，为高科技、生命科学、PE/VC 及高端葡萄酒行业提供存贷款、投行、风投、私行等业务。首先，硅谷银行的存款成本优势领先同业，在为风投及高成长性企业提供个性化服务的同时，获得了大量低成本客户存款，2020 年末无息活期存款在总存款中占比高达 65%；同时，在细分领域的贷款投放也为其带来了较强的贷款定价优势。其次，公司在投放贷款之外，通常还会附带认股权证来覆盖高成长企业风险，因此产生了可观的非息收入。第三，公司长期深耕细分市场，积累了成熟的风控体系，认股权证也能较好对冲风险，取得了良好的风控效果，因此信用成本能够维持在较低水平。

2) **美国合众银行**：通过大力发展中间业务塑造非息收入优势，公司在 2001-2006 年间优先增长信托、支付交易、信用卡等业务，先后收购 EuroConex、美联银行机构托管业务、道富银行信托业务等。同时公司在战略上也坚守传统银行本源，在中西部地区持续强化网点与客户布局，深耕本地也为其带来了良好的贷款定价优势。

3) **第一共和银行**：业务分为传统存贷、财富管理两大板块，2020 年营收贡献度为 9: 1。信贷投向集中于房地产领域和住房抵押贷款，2020 年末 1-4 户住宅贷款占贷款总额的 50% 以上，商业房地产贷款占贷款总额的 20% 以上。房地产贷款质量相对较优，驱动其信用成本在同业中保持较低水平。此外，公司长期注重私人财富管理业务，2012 年收购 Luminous Capital Holdings 并将信托部门独立为子公司后，AUM 与资管业务收入不断提升，2020 年 AUM 为 1510 亿美元，是其总资产规模的 1.3 倍。同时公司经营效率较高，具有成本节约优势，管理费用相对同业处于较低水平。

图表24： 2020 年 6 家高估值代表银行 ROE 拆解

2020FY	摩根大通	加拿大皇家银行	道明银行	美国合众银行	M&T 银行	第一共和银行	硅谷银行
营业收入	3.94	3.07	3.94	4.43	4.54	3.03	4.03
利息净收入	1.80	1.36	1.63	2.44	2.95	2.52	2.31
利息收入	2.12	2.27	2.26	2.83	3.19	2.98	2.40
利息支出	-0.33	-0.91	-0.64	-0.38	-0.25	-0.46	-0.09
非息收入	2.14	1.71	2.32	1.98	1.59	0.51	1.72
管理费用	-2.19	-1.85	-2.72	-2.55	-2.58	-1.87	-2.18
信用减值损失	-0.58	-0.28	-0.46	-0.73	-0.61	-0.12	-0.24
所得税	-0.21	-0.19	-0.07	-0.20	-0.32	-0.21	-0.48
其他因素	-	0.00	0.05	-0.00	-0.00	-	0.16
ROA	0.96	0.74	0.74	0.95	1.03	0.82	1.30
权益乘数	11.23	18.04	17.19	10.00	8.23	11.98	12.70
ROE	10.78	13.43	12.69	9.45	8.48	9.85	16.45

注：营业收入对应数据为营业收入/平均资产，其余项类似，单位为%；权益乘数无单位

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

图表25： 2019 年 6 家高估值代表银行 ROE 拆解

2019FY	摩根大通	加拿大皇家银行	道明银行	美国合众银行	M&T 银行	第一共和银行	硅谷银行
营业收入	4.36	3.32	4.60	4.75	5.16	3.10	4.86
利息净收入	2.16	1.43	1.74	2.71	3.44	2.57	3.28
利息收入	3.17	2.99	3.05	3.63	4.07	3.32	3.61
利息支出	-1.01	-1.56	-1.31	-0.92	-0.62	-0.76	-0.33
非息收入	2.20	1.89	2.86	2.04	1.72	0.54	1.58
管理费用	-2.47	-2.04	-3.43	-2.66	-2.89	-1.99	-2.50
信用减值损失	-0.21	-0.13	-0.22	-0.31	-0.15	-0.06	-0.17
所得税	-0.31	-0.22	-0.20	-0.34	-0.52	-0.19	-0.67
其他因素	-0.00	0.00	0.08	-0.01	-0.00	-0.00	0.26
ROA	1.37	0.93	0.83	1.44	1.61	0.86	1.78
权益乘数	10.25	16.95	16.52	9.36	7.70	11.63	11.04
ROE	14.07	15.74	13.69	13.44	12.38	10.04	19.62

注：营业收入对应数据为营业收入/平均资产，其余项类似，单位为%；权益乘数无单位

资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

通过以上对美股估值体系的分析，我们得出三大结论：1) 为何美股银行长期高估值中枢？ROE 较高、机构投资者主导市场均为动因。2) 为何疫情后涨得这么快？风险暴露期剧烈出清，轻装上阵后估值迅速修复。3) 优秀个股 PB 天花板在哪里？优质银行 PB 可突破 2-3 倍，既有大行也有中小行；高 ROE 是共同基础，背后是各显神通的业务模式，业务实力出众、盈利能力可观的各类银行均可享有较高估值。下文将聚焦国内银行估值体系分析，解决当前 A 股银行估值还有多大提升空间的问题。得益于风险出清步入后半程、ROE 强势修复、投资者结构优化三大催化因素，我们认为 A 股银行估值有望走出一轮估值显著修复行情。疫情后美股银行 PB 迅速升至 1.3 倍，18 年初国内银行板块也曾修复至 1.2 倍 PB，我们预计此轮风险出清有望驱动银行板块估值回到 1 倍 PB 以上。

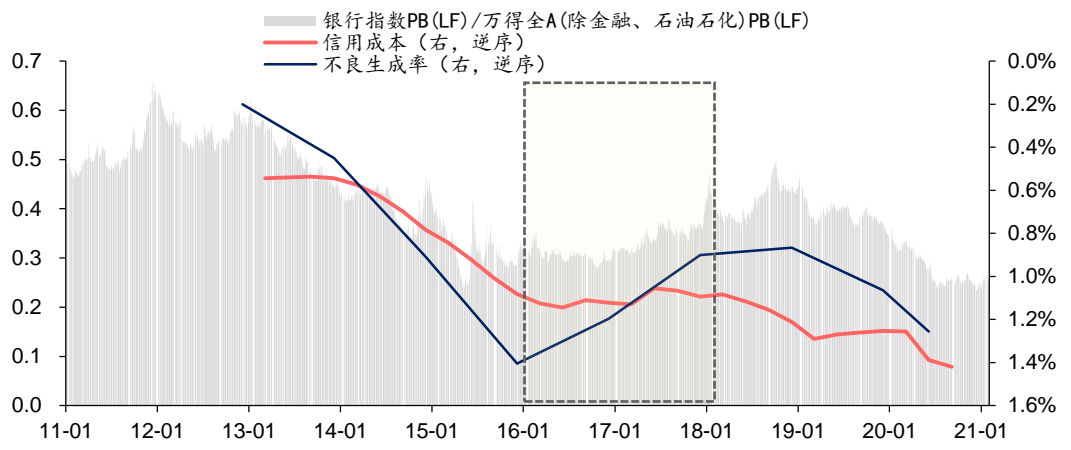
估值研判：风险出清后半程，估值上升期有望来临

风险出清现拐点，银行股估值有望稳步提升。国内银行板块估值长期低于1倍PB，主要原因为市场担忧银行的资产质量。我们认为银行板块作为典型顺周期行业，当前资产质量改善趋势明朗、风险出清逐步进入后半程，是助推其估值提升的重要因素，而息差企稳、投资者结构的优化则有望进一步催化银行股估值修复行情。

因素一：风险出清已经步入后半程

资产质量是影响银行业估值的重要因素。根据美国此轮估值修复行情，以及2016-2017年国内银行股估值修复经验，均可得出资产质量是影响银行业估值的重要因素的结论。我们预计2021年银行股资产质量有望持续改善，一方面2020年疫情背景下，银行业对不良资产严格认定，拨备计提力度和不良处置力度显著上升，助存量风险不断出清，尤其是给予优质银行股系统风险出清的机会；另一方面，由于企业偿债能力提升、零售风险拐点已现，我们预计新增风险较为可控。资产质量改善、贷款利率有望上行，驱动ROE同比修复，为估值修复奠定基础。

图表26：银行指数相对PB(1f)估值与信用成本、不良生成率相关性较强

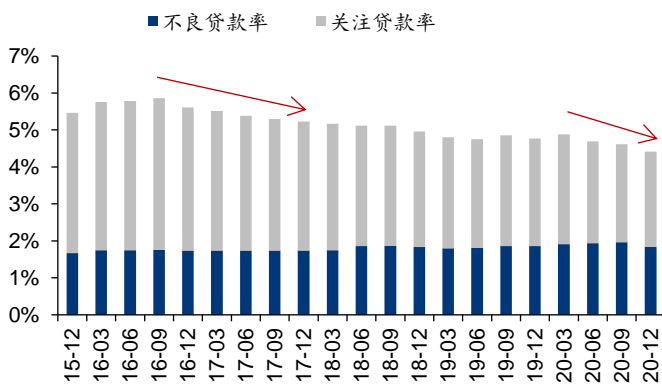


注：信用成本具有季节性，因此计算时使用TTM的方式计算；样本为2011年前在A股上市的16家银行
资料来源：公司财报，Wind，华泰研究

严认定、强计提、多处置，更快出清存量风险

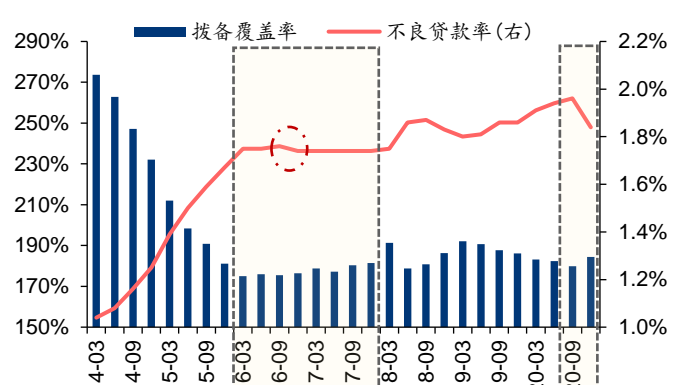
不良生成率迎拐点，风险出清进入后半程。2020年末商业银行不良贷款率、关注贷款率分别较9月末下降12bp、9bp，拨备覆盖率较9月末+4pct，全年银行业不良生成率同比-0.4pct至2.08%，资产质量指标均有明显改善。我们认为疫情给予银行业风险快速出清的机会，尤其是对于优质银行股，2020年银行业在不良认定、拨备计提、不良处置阶段均加强力度，助存量风险较快出清。

图表27：20Q2以来商业银行关注率+不良率逐季下降



资料来源：银保监会，华泰研究

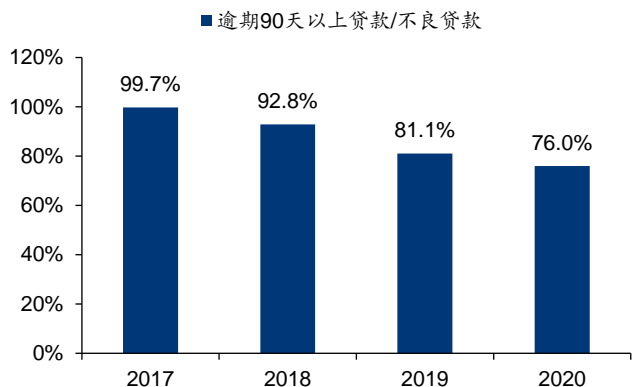
图表28：2014-2020年商业银行不良贷款率及拨备覆盖率



资料来源：银保监会，华泰研究

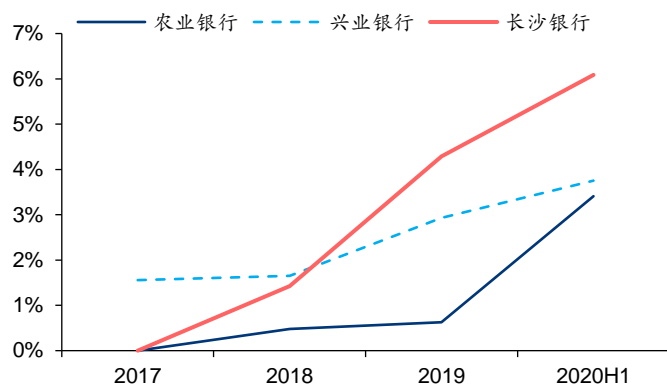
一是严认定。2020 年银行业进一步加强不良贷款认定，多数银行将逾期 60 天以上贷款纳入不良贷款(如平安银行、常熟银行等)，2020 年末银行业逾期 90 天以上贷款偏离度为 76%，同比-5pct，为历史新低。此外，上市银行加强非标资产的不良认定，2020 年 6 月末，上市银行非标不良率达到 3%。

图表29： 2017-2020 年银行业逾期 90 天以上贷款偏离度逐年下降



资料来源：银保监会，华泰研究

图表30： 2017-2020H1 部分上市银行非标不良率呈逐年上升态势

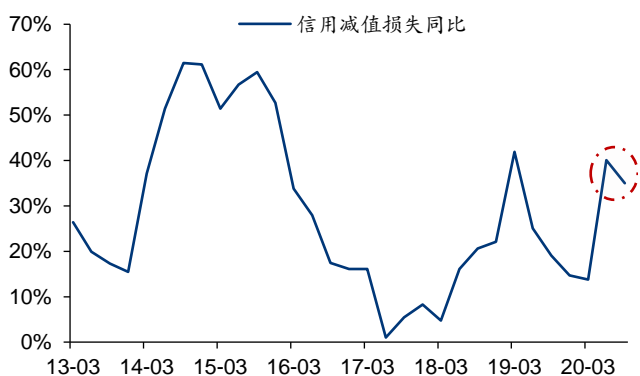


资料来源：公司财报，华泰研究

二是强计提。2020 年疫情影响下，银行业加大减值损失计提力度，1-9 月上市银行信用减值损失同比+32.7%。而细分结构来看，非信贷信用减值损失计提占比提升，2020H1 上市银行非信贷拨备计提占总计提比例达到 11.8%，较 2019 年+1.9pct。部分优质银行提升幅度尤为显著，如平安银行、杭州银行等。我们认为可反映出两方面情况。

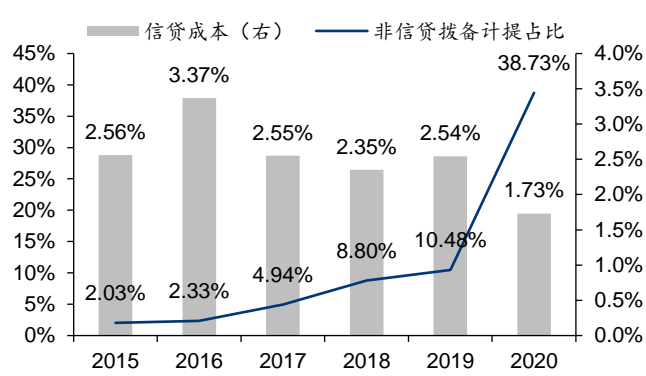
其一，非标资产质量已基本符合监管标准。2020 年 6 月末上市银行非标不良率、拨备覆盖率分别为 3.00%、145%，大多数银行非标资产风险抵御能力较强，已基本符合监管标准。若 2021 年资产风险分类新规落地，我们预计对上市银行资产质量影响可控。其二，侧面说明上市银行信贷类资产拨备计提较为充分，存量信贷风险已充分反映至财务指标。平安银行 2020 年报充分验证了此观点，其全年非信贷拨备计提占比达到近 40%，而信贷成本则同比下降 0.81pct。风险快速出清、轻装上阵，有望助推估值。

图表31： 2020H1 以来上市银行信用减值损失同比增速保持较高水平



资料来源：银保监会，华泰研究

图表32： 2020 年平安银行信贷成本降低，非信贷类拨备计提占比提升



资料来源：公司财报，华泰研究

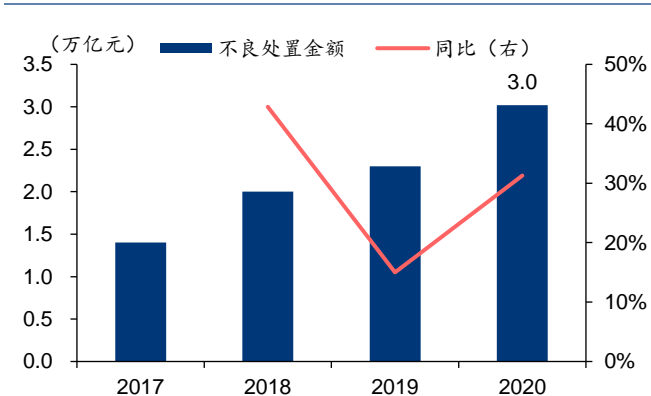
图表33： 2020H1 上市银行非标规模、拨备计提及资产质量（单位：亿元）

	非信贷 减值损失	2020H1 非信贷 拨备计提占比	2019 非信贷 拨备计提占比	非标余额	不良非标余额	非标减值准备	非标不良率	非标拨备覆盖率	非标拨贷比
浙商银行	53.3	48%	60%	1398	135.1	129.4	9.67%	96%	9.3%
郑州银行	9.5	29%	18%	1215	90.4	33.5	7.44%	37%	2.8%
民生银行	60.3	14%	3%	1957	142.1	71.5	7.26%	50%	3.7%
西安银行	2.4	25%	26%	137	7.7	12.1	5.60%	157%	8.8%
平安银行	55.5	15%	9%	1697	88.9	152.8	5.24%	172%	9.0%
长沙银行	4.6	17%	19%	697	33.7	33.6	4.84%	100%	4.8%
上海银行	2.5	3%	25%	980	46.5	58.0	4.75%	125%	5.9%
兴业银行	77.3	19%	20%	7961	298.8	301.4	3.75%	101%	3.8%
北京银行	41.6	30%	31%	3582	126.2	147.6	3.52%	117%	4.1%
农业银行	173.4	17%	5%	352	12.0	203.7	3.41%	1696%	57.9%
中信银行	89.8	19%	10%	3977	107.8	151.2	2.71%	140%	3.8%
江苏银行	12.9	13%	26%	1845	38.5	104.9	2.08%	273%	5.7%
张家港行	0.1	1%	20%	31	0.6	2.2	1.94%	363%	7.1%
光大银行	12.5	4%	2%	2460	47.0	48.1	1.91%	102%	2.0%
招商银行	42.3	10%	11%	1798	31.2	139.3	1.74%	446%	7.7%
无锡银行	0.0	0%	28%	49	0.5	7.2	1.08%	1380%	14.9%
华夏银行	11.2	5%	3%	1256	13.4	26.0	1.07%	194%	2.1%
南京银行	4.8	11%	1%	1701	17.5	46.2	1.03%	264%	2.7%
青农商行	1.6	7%	4%	53	0.5	2.5	0.93%	501%	4.7%
贵阳银行	12.1	41%	26%	1099	9.7	32.7	0.88%	338%	3.0%
成都银行	2.7	13%	12%	796	6.9	27.3	0.86%	396%	3.4%
青岛银行	8.4	30%	17%	297	2.4	9.9	0.80%	414%	3.3%
浦发银行	31.6	7%	7%	4769	34.2	91.9	0.72%	269%	1.9%
工商银行	137.5	11%	9%	401	1.7	40.5	0.42%	2425%	10.1%
苏农银行	0.9	15%	9%	21	0.0	0.1	0.00%	/	0.7%
交通银行	22.0	7%	6%	1304	0.0	27.7	0.00%	/	2.1%
杭州银行	11.2	23%	8%	802	0.0	25.8	0.00%	/	3.2%
常熟银行	-0.6	-6%	6%	69	0.0	3.5	0.00%	/	5.2%
苏州银行	3.8	19%	29%	298	0.0	16.3	0.00%	/	5.5%
渝农商行	8.7	23%	25%	129	0.0	39.8	0.00%	/	30.8%
宁波银行	8.2	18%	12%	1430	/	32.7	/	/	2.3%
中国银行	56.8	9%	3%	145	/	84.9	/	/	58.6%
厦门银行	1.8	16%	0%	4	/	8.0	/	/	227.2%
	960	11.8%	9.9%	44708	836	2112	3.00%	145%	4.7%

资料来源：公司财报，华泰研究

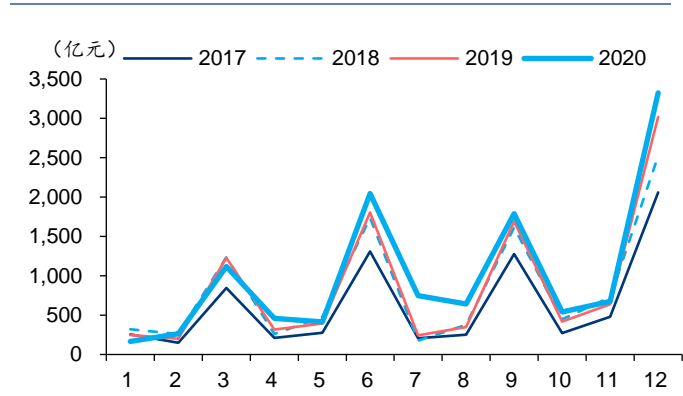
三是多处置。近年来银行业大步推进不良资产处置，2017年至2020年累计处置不良贷款8.8万亿元，超过之前12年总和。2020年全年处置不良贷款3.02万亿元，同比+31%，不良处置力度显著加强。而为提升银行业风险抵御能力，2020年8月银保监会曾预期2020年全年将处置3.4万亿元不良资产，最终处置金额不及预期，主要由于在经济修复环境下不良生成低于银保监会预期，反映出资产质量向好的趋势。

图表34： 2017-2020 年银行业不良处置金额



资料来源：银保监会，华泰研究

图表35： 2020 年银行贷款核销力度较强（横轴数字表示月份）

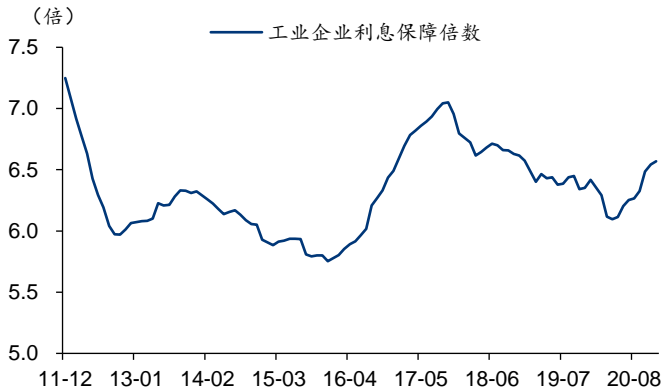


资料来源：中国人民银行，华泰研究

宏观经济修复，新增风险可控

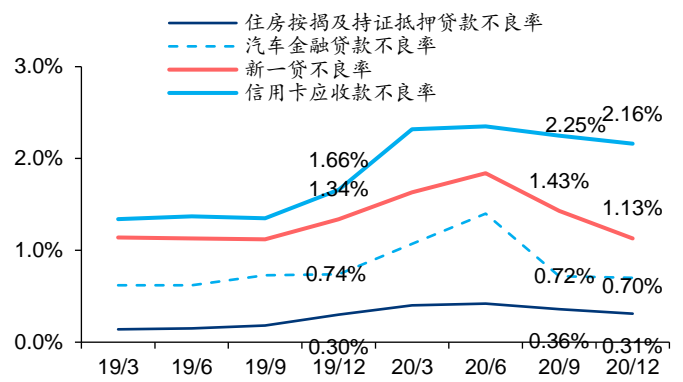
企业偿债能力提升、零售风险拐点已现，新增不良风险可控。经济渐进修复背景下，企业经营情况改善，居民收入回升，新增不良风险预计较为可控。2020年5月以来，工业企业利息保障倍数（可衡量企业偿债能力）呈现上升趋势，企业偿债能力有所提升。根据我们在2020年5月19日发布的报告《全方位多视角看银行资产质量》中结论，利息保障倍数变动趋势领先于不良贷款率约6个月至1年，因此2021年资产质量有望稳步改善。而零售贷款风险方面，2020Q3以来平安银行信用卡、新一贷（经营贷产品）、汽车金融等受疫情影响较大的零售贷款不良率开始下降，我们认为零售贷款风险拐点已现，预计后续资产质量压力较为可控。

图表36：20Q2以来企业偿债能力逐步上升



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表37：20Q3以来平安银行信用卡不良率逐步改善

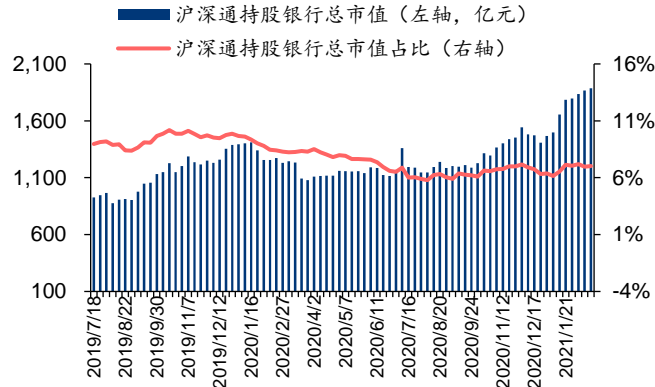


资料来源：公司财报，华泰研究

因素二：投资者结构改变助推估值

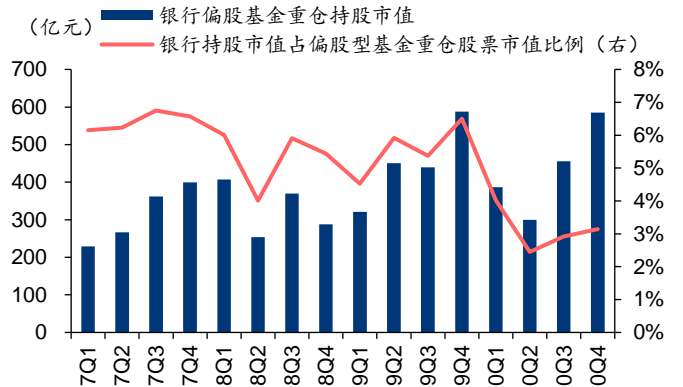
国际化+机构化+被动化，A股三大资金配置趋势有望助推银行板块估值提升。第一，监管加快推进资本市场高水平双向开放，境外资金入市的便利程度显著提升，北向资金在市场的地位处于快速提升通道，未来QFII/RQFII仍有广阔发展空间，有望带动A股投资风格与国际趋同，2021年以来北向资金不断流入银行股。第二，监管多举措引导中长期资金入市，保险、社保、养老金、银行理财等资金地位不断提升，A股迎来机构投资者的增量资金。第三，近十余年来被动管理的指数型基金加速崛起，对标海外目前仍有一定提升空间（2019年末国内指数基金持股市值占股市总市值比例为1.3%，而美国则为15%）。以上三类资金均更为青睐高稳定度、高股息率、高流动性的银行股。2020年以来三大资金配置趋势愈发明确，未来有望为银行板块估值提升提供有力动能。

图表38：2021年以来北向资金持续流入银行板块



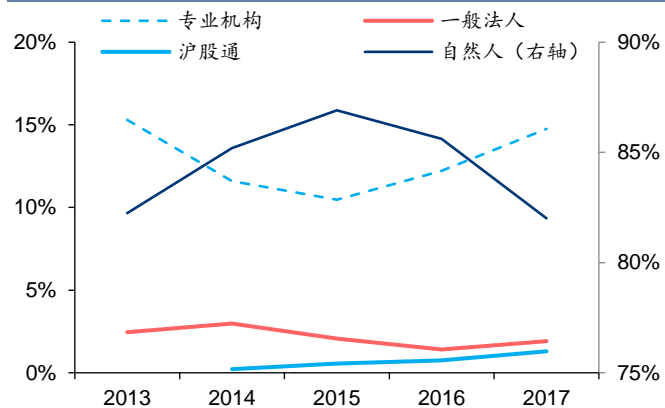
资料来源：Wind，华泰研究

图表39：20Q4偏股型基金继续加配银行板块



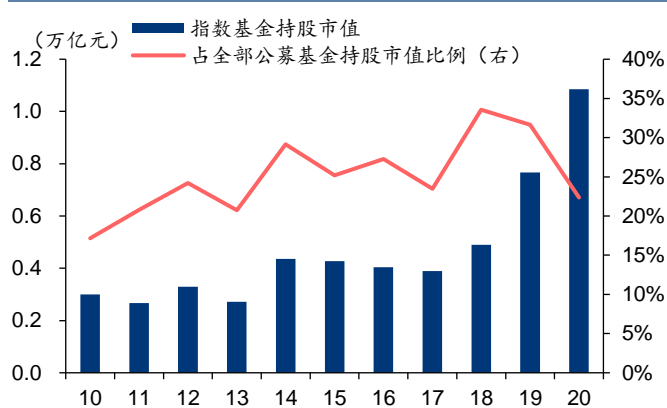
资料来源：Wind，华泰研究

图表40： 2014-17年上交所各类投资者交易金额占比:机构化趋势明显



注：2018 年以来对应数据未披露
资料来源：上交所，华泰研究

图表41： 2010 年以来指数基金持股总市值及其占比呈上升趋势



资料来源：Wind，华泰研究

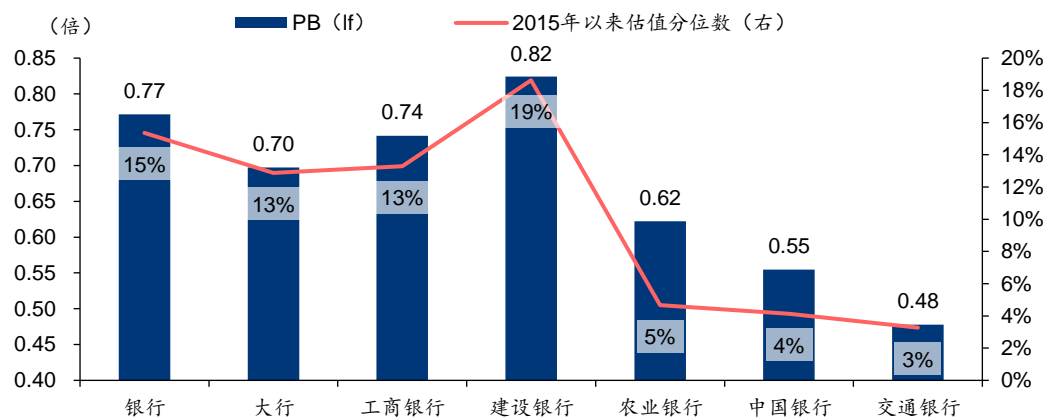
投资建议：估值修复持续，顺周期加配银行

估值修复有望持续，顺周期加配银行。宏观经济逐步修复，银行风险出清逐步进入后半程，估值有望进入提升阶段，叠加息差企稳、投资者结构优化，或进一步助力银行股估值提升。而细分板块来看，大行顺周期特征更为显著，2020 年利润增速显著上行，2021 年估值有望修复至 1 倍 PB (lf)，建议关注板块配置机会，个股推荐性价比比较高的工商银行、农业银行；中小银行则注重形成自身特色，参考美国优质中小行，具有广阔的估值提升前景，优质个股 PB (lf) 有望达到 2 倍 PB (lf) 以上，个股推荐兴业银行、常熟银行、平安银行、青岛银行。

大行作为典型顺周期板块，估值与股息率优势突出。银行子板块中，大行的周期属性更强，有望在此轮估值修复行情中取得板块机会，参考 2016-2017 年大行估值修复经验值，我们预计此轮大行估值有望达到 1 倍 PB (lf) 以上，主要基于以下四点原因：

一是基本面有望持续修复。2020 年大行归母净利润同比+3%，作为利息净收入占比较高的板块之一，息差企稳驱动营收增长的动能更强，且风险在逐步出清，不良率、拨备覆盖率等指标有望迎来拐点，驱动估值修复。二是估值处于低位。目前大行 PB (lf) 仅为 0.70 倍，2018 年以来历史分位数为 27%，绝对水平低于股份行和区域性银行，估值优势较为突出。三是股息率优势突出。五大行股息率（2019 年）平均为 5.5%，行业平均水平则仅为 4%，当前时点大行的投资回报较为可观。四是投资风格切换。春节后机构抱团股出现松动，大行作为典型顺周期板块更受青睐。个股推荐享有稳健龙头地位、大零售转型持续的**工商银行**；县域特色突出，潜力持续释放的**农业银行**。

图表42： 银行指数及大行 PB (lf) 估值及历史分位数（截至 2021 年 3 月 5 日）



资料来源：Wind，华泰研究

中小银行特色突出，具有广阔的估值提升前景。国内中小银行则根据自身禀赋，打造自身特色，若可形成特色标签，对标海外高估值中小行，PB (lf) 估值有望达到 2 倍以上。如“商行+投行”特色突出，发力财富管理和绿色金融的**兴业银行**；科技引领、零售转型领先的**平安银行**；小微特色突出且有望进一步强化的**常熟银行**；公司治理完善、成长空间广阔且理财业务优势突出的**青岛银行**。

兴业银行 (601166 CH, 买入, 目标价: 31.29 元): 商投典范, 财富启航

兴业银行的投资逻辑为“商投并进”迎接直融时代, 财富管理、绿色金融为新增看点。一方面, 兴业银行“商投并进”迎接直融时代, 注重提升结算型、投资型、交易型银行三项能力, 投行优势稳固, 债券承销规模领跑银行业, 作为发动机擎助全行业务形成生态闭环, 赋能发展。另一方面, 财富管理和绿色金融成为新的标签可期。财富管理方面, 2020 年已升级为全行唯一的战略优先级, 且渠道和资产端的现有禀赋优越, 资产端创设优质可投资资产, 负债端通过同业、企业客户资源打开零售销售渠道。目前组织架构完成优化以突出财富管理战略地位, 后续资源大力投入可期。绿色金融方面, 兴业银行作为我国首家赤道银行, 绿色金融领跑银行业, 在落实碳达峰碳中和重大部署中有望受益明显, 绿色金融商业性有望提升。兴业银行有望在战略、资源、产品体系等多方面发力, 打造 ESG 名片。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.21/3.43/3.73 元, 2021 年 BVPS 预测值为 28.45 元。可比公司 2021 年 Wind 一致预测 PB 为 0.76 倍, 公司以“商行+投行”驱动高质量发展, 应享受估值溢价, 给予 2021 年目标 PB1.10 倍, 目标价 31.29 元, 维持“买入”评级(注: 最新报告日期为 2021 年 1 月 18 日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

常熟银行 (601128 CH, 增持, 目标价: 10.40 元): 小微特色标杆行, 异地突破高成长

常熟银行的投资逻辑为客群与经营模式独特, 异地经营发展空间较大。小微金融业务是常熟银行的名片, 以独特的“IPC+信贷工厂”小微模式运营, 收益高、风险可控, 且具有可复制性, 目前这一特色正在持续深化。常熟银行持续将优秀小微经营经验推广至全国, 我们预计未来其贷款规模增长则主要由异地贷款贡献, 主要通过三渠道。一是异地分支行, 常熟银行目前有 7 家异地分行, 28 家异地支行, 均领先于其他上市农商行, 未来可通过网点的进一步下沉扩大贷款规模。二是村镇银行, 目前常熟银行控股 30 家村镇银行(不含投资管理行), 获批首家投资管理行后, 未来可进一步新设、收购村镇银行, 打开异地增长空间。三是入股农商行, 此次入股镇江农商行, 常熟银行将与镇江农商行展开深度合作, 对外输出其优秀小微经验, 或成为全新异地扩张渠道。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.66/0.74/0.86 元, 2021 年 BVPS 预测值为 7.17 元。可比上市银行 2021 年 Wind 一致预测 PB 为 0.97 倍, 公司小微金融模式独特, 业务护城河优势明显, 应享受一定估值溢价, 维持 2021 年目标 PB1.45 倍, 目标价 10.40 元, 维持“增持”评级(注: 最新报告日期为 2021 年 1 月 26 日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

平安银行 (000001 CH, 买入, 目标价: 28.36 元): 对公零售同发展, 打造新型银行

平安银行的投资逻辑为在科技引领、集团鼎力支持下有望成为一个更均衡的新型零售型银行。自 2016 年启动零售转型以来, 平安银行的“科技引领、零售突破、对公做精”战略目前已步入全新阶段, 2020 年是平安银行新三年战略举措的起步之年。金融科技为业务赋能, 零售再攀高峰, 对公则重新发力, 战略执行成果卓著, 平安银行迈向了更均衡的发展阶段, 2020 年零售、对公、其他(主要是资金业务)的净利润贡献占比为 61: 14: 25, 其中对公、其他的贡献均较 2019 年提升。财富管理和 FICC 业务是公司转型的亮点, 共同驱动非息收入增长。财富管理方面, 2020 年代理及委托手续费同比+38%, 主要由于公司专注私行发展。2020 年末私行客户数、AUM 同比+30.8%、+53.8%, 分别快于零售客户数、零售 AUM 同比增速 20.4pct、21.4pct。FICC 业务方面, 2020 年实现固收交易净收入同比+34%。我们认为平安银行对公业务在科技引领、集团鼎力支持下有望再创辉煌, 进而打造一个更均衡的新型银行。

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.70/1.99/2.32 元, 2021 年 BVPS 预测值为 16.68 元。可比公司 2021 年 Wind 一致预测 PB0.73 倍, 公司作为战略布局前瞻的零售型银行, 估值可参考龙头招商银行(2021 年 Wind 一致预测 PB1.82 倍), 考虑公司尚处于转型推进阶段有一定估值折价, 维持 2021 年目标 PB1.70 倍, 目标价 28.36 元, 维持“买入”评级(注: 最新报告日期为 2021 年 2 月 2 日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

青岛银行 (002948 CH, 买入, 目标价: 6.97 元): 机制领先, 高效成长

青岛银行是具备高成长性的城商行。外部成长空间大, 青岛市优越的区域环境、山东省广阔的市场及产业持续升级, 竞争环境佳均赋予了成长空间; 内生发展动能足, 公司治理完善、管理层前瞻且稳定、战略推进效果卓著。在“接口银行”战略基础上, 对公业务协同发展; 以互联网金融为抓手推动大零售转型; 理财收入贡献明显领先上市城商行。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.42/0.50/0.60 元, 2021 年 BVPS 预测值为 5.57 元。可比公司 2021 年 Wind 一致预测 PB 为 0.94 倍, 青岛银行大零售战略稳步推进, 省内成长空间广阔, 应享受估值溢价, 给予 2021 年目标 PB1.25 倍, 目标价 6.97 元, 维持“买入”评级 (注: 最新报告日期为 2021 年 2 月 7 日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

工商银行 (601398 CH, 增持, 目标价: 5.80 元): 稳健龙头大行, 零售转型持续

工商银行作为银行业龙头应享受估值溢价, 大零售、综合化、金融科技等战略推进有望驱动盈利稳步增长。首先, 公司是国内及全球规模最大商业银行, 拥有扎实的客群基础和广阔的网点布局, 截至 2020 年 6 月末个人客户、企业客户数量分别达 6.64 亿、850 万, 规模效应和品牌效应突出。其次, 公司盈利能力在同业中较为出色, 2010 年以来 ROE 在六大行中均保持前三, 背后驱动因素包括强大揽储能力所带来的低负债成本、综合化经营布局所贡献的非息收入优势以及金融科技赋能下的低成本收入比, 业务护城河较宽。第三, 在对公业务领先同业的同时, 公司大零售转型战略持续推进, 个人客户数、存贷款、AUM 等均实现近年来较好水平的增长, 零售业务税前利润贡献度从 2015 年的 33.5% 升至 2020 年上半年的 41.3%; 且公司高度重视金融科技战略, 赋能获客能力与线上化服务水平。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.80/0.83/0.87 元, 2021 年 BVPS 预测值为 8.06 元。可比公司 2021 年 Wind 一致预测 PB 为 0.55 倍, 公司作为银行业龙头应享受估值溢价, 给予 2021 年目标 PB 0.72 倍, 目标价 5.80 元, 维持“增持”评级 (注: 最新报告日期为 2020 年 10 月 31 日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

农业银行 (601288 CH, 增持, 目标价: 3.58 元): 县域与普惠特色, 潜力持续释放

农业银行的投资逻辑为县域与普惠特色突出, 潜力有望持续释放。农业银行是最有县域、小微特色的大型银行, 小微业务的发展潜力较大, 农行有望凭借其顶层设计、客群与网点、资金来源和产品优势在小微服务中脱颖而出。公司以三农金融事业部对县域金融业务专业化经营, 县域金融成长性高、风控良好的特征深化, 赋予了成长空间。2020 年 9 月末县域贷款、存款分别同比+15.4%、10.6%, 贷款增速高于全行, 而县域存款增速与全行相当。基本面方面, 农行的存款优势明显, 且有望得到持续强化, 中间业务收入高速增长, 资产质量和资本的短板逐渐补齐。

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.56/0.58/0.60 元, 2021 年 BVPS 预测值为 5.78 元。可比公司 2021 年 Wind 一致预测 PB 为 0.57 倍, 公司县域特色突出, 赋予成长空间, 应享受估值溢价, 给予 2021 年目标 PB 0.62 倍, 目标价 3.58 元, 维持“增持”评级 (注: 最新报告日期为 2020 年 10 月 31 日)。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

图表 43: 重点推荐公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	总市值(亿元)	EPS (元)				P/E (x)			
						2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001 CH	平安银行	22.34	买入	28.36	4335	1.45	1.49	1.70	1.99	15.41	15.73	14.32	12.48
601166 CH	兴业银行	24.80	买入	31.29	5152	3.17	3.21	3.43	3.73	7.82	8.13	7.52	6.74
601128 CH	常熟银行	8.17	增持	10.40	224	0.65	0.67	0.76	0.90	12.57	12.19	10.75	9.08
002948 CH	青岛银行	5.25	买入	6.97	208	0.39	0.42	0.50	0.60	13.46	12.50	10.50	8.75
601398 CH	工商银行	5.57	增持	5.80	18988	0.88	0.80	0.83	0.87	6.33	6.96	6.71	6.40
601288 CH	农业银行	3.35	增持	3.58	11484	0.61	0.56	0.58	0.60	5.49	5.98	5.78	5.58

注: 以上重点公司推荐文字、目标价及 EPS 来源于华泰证券最新报告, 平安银行 2020 年数据为年报披露值, 收盘价为 2021.3.5

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究预测

图表44： 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
平安银行	000001 CH	上海银行	601229 CH	加拿大皇家银行	RY US
宁波银行	002142 CH	农业银行	601288 CH	华美银行	EWBC US
江阴银行	002807 CH	交通银行	601328 CH	第一公民银行	FCNCA US
张家港行	002839 CH	工商银行	601398 CH	摩根大通	JPM US
郑州银行	002936 CH	长沙银行	601577 CH	南卡罗来纳银行	BKSC US
青岛银行	002948 CH	邮储银行	601658 CH	保富银行	PFBC US
青农商行	002958 CH	光大银行	601818 CH	韦伯斯特银行	WBS US
苏州银行	002966 CH	成都银行	601838 CH	道明银行	TD US
浦发银行	600000 CH	紫金银行	601860 CH	美国合众银行	USB US
华夏银行	600015 CH	浙商银行	601916 CH	五三银行	FITB US
民生银行	600016 CH	建设银行	601939 CH	花旗银行	C US
招商银行	600036 CH	重庆银行	601963 CH	美国银行	BOC US
无锡银行	600908 CH	中国银行	601988 CH	富国银行	WFC US
江苏银行	600919 CH	贵阳银行	601997 CH	公民金融	CFG US
杭州银行	600926 CH	中信银行	601998 CH	齐昂银行	ZION US
西安银行	600928 CH	苏农银行	603323 CH	M&T 银行	MTB US
南京银行	601009 CH	硅谷银行	SIVB US	PNC 金融服务	PNC US
渝农商行	601077 CH	Western Alliance Bancorp	WAL US		
常熟银行	601128 CH	第一共和银行	FRC US		
兴业银行	601166 CH	夏威夷银行	BOH US		
北京银行	601169 CH	科默斯银行	CBSH US		
厦门银行	601187 CH	Signature 银行	SBNY US		

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，蒋昭鹏、沈娟，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师蒋昭鹏、沈娟本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司