

四季度银行：极高性价比的正向期权

——建议 Q4 超配优质银行股

✍ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
☎ 分析师：邱冠华 S1230520010003
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

行业评级

银行 看好

报告导读

2021年四季度的银行股是一项性价比极高的正向期权，建议四季度超配兴业/平安等优质银行股。

投资要点

核心结论：当下银行板块是性价比极高的正向期权。中性情形下，Q4 胜率很高；乐观情形下，越来越像 2014 年底。结合三大催化：①房地产政策执行纠偏；②四季度宽信用；③三季报陆续出炉。我们重申 21Q4 银行板块的投资机会，重点推荐：兴业/平安+邮储/南京/光大+招行/宁波。

□ 中性情形：Q4 银行股胜率高

(1) 回顾过去十年，银行股是四季度胜率最高板块。十年有八次绝对收益、七次相对收益。经统计，2011-2020 年银行板块 Q4 平均上涨 10%。

(2) 结构性行情下，银行股四季度平均收益率更高。风格分化背景下，过去 10 年银行股 Q4 平均上涨 15%。因为结构性行情下，保收益需求会更加强烈。

□ 乐观情形：当下类似 14 年底

(1) 当下与 2014 年底很类似：①经济下行承压：14 年 8 月起 PMI 震荡回落；21 年 3 月起 PMI 连续下行。②货币信用转宽：14 年 11 月降息；21 年 7 月降准，预计 10 月社融增速将拐点向上。③板块冷热分化：2014 年大热门板块是互联网，2021 年是新能源，14Q3 末、21 年最新银行股与热门板块 PE 估值差 5 年分位数分别为 97%、90%。④增量资金进场：宽货币、宽信用情况下流动性充裕，监管整顿使资金从非标或地产挤出，流入股市。存量资金以增量思维选股，而增量资金以存量思维选股，利好以银行为代表的低估值蓝筹板块。

(2) 若重演收益将非常可观：2014Q4 银行板块上涨 60%，2015H1 上涨 13%。高成长、低估值的个股领涨，高成长代表南京银行、宁波银行分别上涨 158%、107%，低估值代表光大银行、交通银行均上涨 99%。

□ 三大催化：政策+信用+业绩

展望 2021 年四季度，银行股有望迎来房地产政策执行层面纠偏、宽信用信贷超预期和银行三季报等利好催化。

(1) 房地产政策执行纠偏。①政策执行纠偏：9 月 29 日人行和银保监会召开房地产金融工作座谈会，指出要“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”。在坚持房住不炒的方向下，预计房地产政策在执行层面有望纠偏，有利于银行风险改善。②类似 20Q4 情形：核心相似之处在于政策执行的纠偏（20Q4 是银行利润控速的纠偏），甚至节奏也很类似，都在国庆前后发生。同时也都有行情分化、估值低位等有利条件。回顾 20Q4，银行利润增速变化幅度虽然不大，2020 年三季报利润增速仅较半年报回升 2pc；但银行股股价反应却很显著，20Q4 银行股上涨 9.9%，其中核心优质标的兴业、平安分别上涨 31.3%、30.7%。

(2) 宽信用信贷或超预期。考虑宏观经济下行压力，预计 Q4 宽信用将发力。①信贷：上调 2021 年全年信贷增速预测至 12.8%，与 2020 年增速持平；对应 2021 年全年 22 万亿信贷增量，较 2020 年多增 2.5 万亿。②社融：考虑 8 月以来地方债发行加速和错峰效应消退，预计社融增速 9 月磨底、10 月有望回升。

(3) 三季报业绩陆续披露。预计上市银行利润增速将边际回落，但主要是基数效应导致。考虑资产质量稳定、债券市场行情，银行经营动能仍然向好。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。

相关报告

- 1 《929 房地产金融座谈会解读》
2021.10.07
- 2 《社融底，预期底，股价底——宽信用有望催化行情，两手准备买优质银行》
2021.09.11
- 3 《似曾相识，两手准备——四季度银行股投资策略》2021.09.08

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

表 1：过去 10 年银行股在四季度 8 次实现绝对收益、7 次实现相对收益

阶段	11Q4	12Q4	13Q4	14Q4	15Q4	16Q4	17Q4	18Q4	19Q4	20Q4	21Q4
区间收益率	3.9%	17.5%	-6.7%	60.1%	12.9%	1.2%	1.4%	-9.5%	6.0%	9.9%	?
超额收益	10.9pc	8.7pc	-4.6pc	22.9pc	-3.6pc	-2.4pc	2.7pc	2.1pc	2.0pc	2.2pc	?
P/B(Q3 末)	1.39	1.10	1.04	0.88	1.00	0.92	1.03	0.93	0.84	0.71	0.66
PB 分位数(Q3 末)	0%	0%	1%	4%	21%	26%	0%	0%	6%	2%	2%
热门板块	n.a.	79%	93%	97%	87%	73%	98%	46%	82%	96%	90%
估值分位数 (Q3 末)											
宏观经济	承压	承压 弱复苏	企稳	承压	承压	复苏	企稳	承压	承压	复苏	承压
货币环境	转松	宽松	偏紧	宽松	宽松	转紧	稳健	宽松	宽松	收紧	转松
信用环境	转松	宽松	偏紧	转松	宽松	偏紧	收紧	转松	宽松	收紧	转松

资料来源：wind，浙商证券研究所。截至 2021 年 10 月 8 日收盘。标红表示获得绝对收益或相对收益。

表 2：2021 年 vs 2014 年：宽货币宽信用、增量资金进场

维度	2014 年	2021 年
经济	持续承压。14 年 8 月起 PMI 回落，PPI 持续为负。	高位回落。21 年初 PMI 见顶，3 月起连续下行；PPI 持续上行，6 月见顶。
货币	宽松。14 年 11 月降息，并开启 14-15 年连续降息降准。	由稳转松。7 月 9 日，央行实行降准。
信用	先紧后松。14 年 10 月信贷增速企稳后回升。	由紧转松。预计社融增速 10 月见底回升。
基本面	盈利下行，不良暴露。	盈利修复，不良向好。
逾期 90+偏离度	90%	62%
PB 估值	0.88x (5 年百分位数 4%)	0.66x (5 年百分位数 2%)
与热门板块估值差	与食品饮料板块的 PE 估值差 5 年百分位数 97%	与新能源板块的 PE 估值差 5 年百分位数 90%
增量资金	外资流入 (14 年底沪股通开通) 社会资金流入 (场内外杠杆资金)	外资持续流入 地产控制后增量资金流入股市
银行行情	见底：14 年 3 月 (至 9 月 11%) 启动：14 年 9 月末 (至年底 60%)	见底：21 年 8 月初 (至今 5%) 启动：?

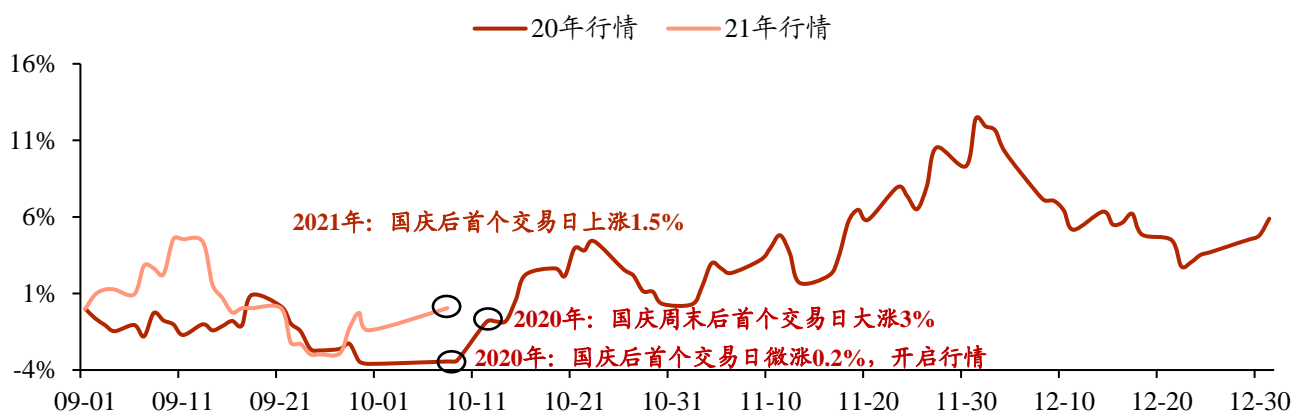
资料来源：wind，浙商证券研究所。截至 2021 年 10 月 8 日收盘。

表 3：2021 年 vs 2020 年：政策纠偏发生在国庆前后

维度	2020 年	2021 年
政策纠偏	银行控制利润增速纠偏	房地产政策执行纠偏
PB 估值	0.71x (5 年百分位数 2%)	0.66x (5 年百分位数 2%)
与热门板块估值差	与食品饮料板块的 PE 估值差 5 年百分位数 96%	与新能源板块的 PE 估值差 5 年百分位数 90%
银行行情	见底：20 年 8 月 (至 9 月 0.2%) 启动：20 年 9 月末 (至年底 10%)	见底：21 年 8 月初 (至今 5%) 启动：?

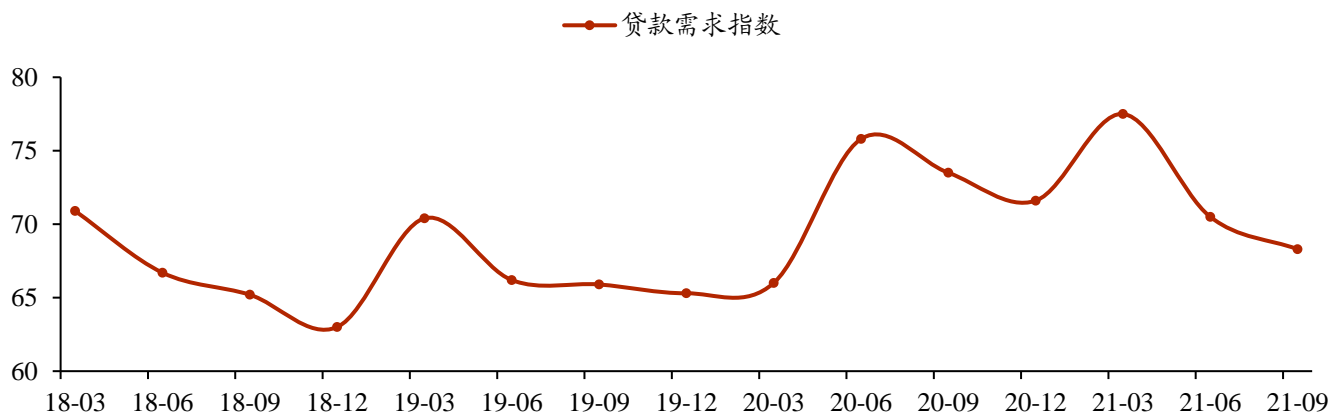
资料来源：wind，浙商证券研究所。截至 2021 年 10 月 8 日收盘。

图 1：当下银行股类似 20Q4 情形：政策纠偏发生在国庆前后



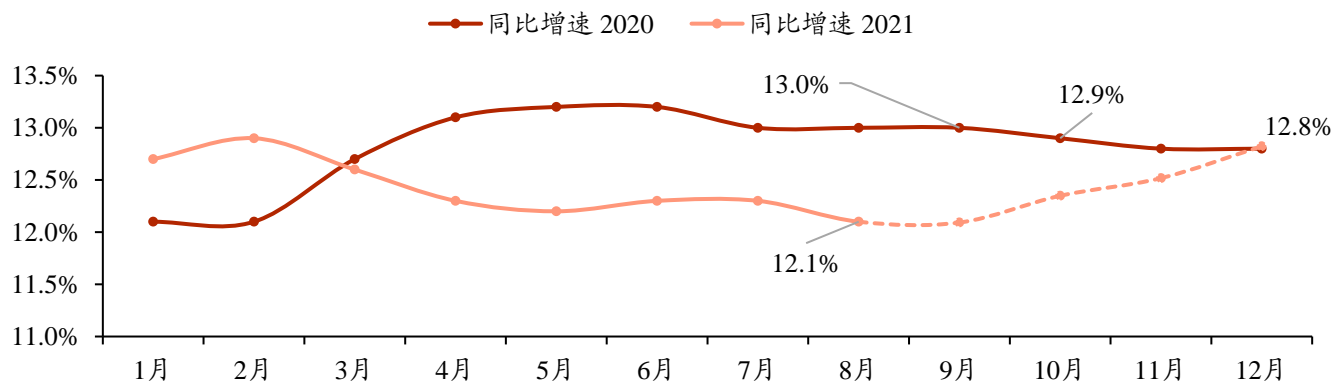
资料来源：wind，浙商证券研究所。2020 年数据截至 2020 年 12 月 31 日收盘，2021 年数据截至 2021 年 10 月 8 日收盘。

图 2：三季度贷款需求指数小幅回落



资料来源：人民银行，浙商证券研究所

图 3：预计 2021 年 9-12 月信贷增速逐月回升



资料来源：wind，浙商证券研究所，虚线为预测值。

股票投资评级说明

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

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>