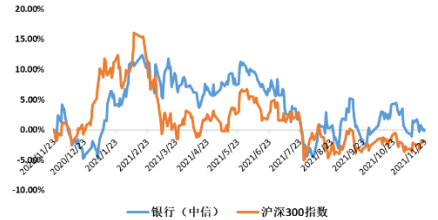


银行行业

静水流深——银行业 2022 年投资展望

推荐(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



投资要点:

➢ **中国制造引领中国经济，疫情持续背景下制造业升级持续。**2020年复工复产保民生，2021年承接世界转移订单，出口大幅提升，国内主要宏观指标处于合理区间，经济保持较好发展态势，2021年Q3国内生产总值同比增长4.9%，在世界主要经济体中，增速处于相对高位，社会融资稳步增长，对实体经济贷款增速高于平均增速。截至2021年10月，全国社会融资规模存量为309.45万亿元，同比增长10.0%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为189.2万亿元，同比增长12%。住房需求是满足居民幸福生活的重要体现，审慎对待住房需求改善长期来看，房地产市场运行将更加平稳，涉房类贷款质量总体可控。普惠金融持续发力，从2018-2021年普惠金融支持力度不断提升，新增贷款金额同比加速成长，2021年9月末，普惠小微贷款和制造业中长期贷款同比增速分别达到27.4%和37.8%，未雨绸缪从经济细处着眼，产业升级可期。

➢ **业绩稳步提升，明年预期良好。**过去7个季度，银行业累计净利润维持较高同比增长水平，基本同比均超10%，展现出稳定的盈利能力。A股上市银行前三季度业绩情况整体趋势来看，营收处于稳步增长，净利润则有大幅提升，整体经营情况良好，不同银行经营业绩分化持续拉大。2022年息差水平预计将稳中有降，需要注意结构性息差的变化，主要取决于银行的资产端及负债端结构变化带来不同息差水平。非息收入部分主要看点仍在财富管理板块的经营效果，2020年下半年及2021年上半年得益于权益市场的火热、财富管理需求提升等多方面因素，非息收入特别是财富管理板块收入出现大幅提升（2-3成同比增加），我们认为，考虑到财富管理前期的科技投入、产品积累及理财子的发展内在要求及潜在势能，2022年预计仍能够保持较高水平增长趋势，提升银行板块轻资产收益能力。我们预计2022年银行板块利润增速处于6-11%之间，不同银行实际表现会有所分化。财富管理能力强、轻资产运营能力及业务特色鲜明的银行将持续有优异表现，区域经济发展良好对应的城农商行将迎来高增长的机遇期。

➢ **静水流深，业绩稳步提升带来板块估值回归。**当前银行整体估值水平低估下，我们需要寻找最有成长性及比较优势的银行标的，建议关注零售3.0转型一马当先的招商银行，零售转型不断深化的邮储银行，“商行+投行战略”清晰的兴业银行；城农商行建议关注上海银行、宁波银行、苏州银行、杭州银行、沪农商行，国有大行估值提升亦可期，整体经营稳健。

➢ **风险提示：**疫情反弹风险、国际贸易环境恶化风险、信用风险、市场风险。

团队成员

分析师 魏征宇

执业证书编号：S0210520050001

电话：021-20655288

邮箱：wzy2529@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《银行定期周报:普惠金融支撑力度不断提升，信贷结构持续优化》— 2021.11.21
- 2、《银行定期周报:银行业助力碳中和发展，绿色金融迎发展》— 2021.11.15
- 3、《银行定期周报:财富管理深化，理财净值化转型逐步完成》— 2021.11.07

正文目录

一、	银行本轮投资逻辑落脚点.....	1
1.1	中国制造引领中国经济，疫情持续背景下制造业升级持续.....	1
1.2	信用风险可控，绿色金融、普惠金融发力.....	5
二、	业绩稳步提升，明年预期良好.....	6
2.1	银行业 2021 年前三季度经营良好，盈利能力预期维持.....	6
2.2	上市 41 家银行 2021 年三季度经营数据.....	9
2.3	2021 年四季度及 2022 年盈利预期展望.....	11
三、	投资建议.....	12
3.1	行业估值分析.....	12
3.2	公募基金持仓数据分析.....	13
3.3	建议关注重点公司.....	17
四、	风险提示.....	17

图表目录

图表 1:	2011-2021 年中信银行业市净率趋势.....	1
图表 2:	2016-2021Q3 世界主要代表性经济体 GDP 季度同比增长趋势.....	2
图表 3:	2021 年社融存量及存量同比增速趋势.....	2
图表 4:	2021 年 10 月末社融成份结构余额及占比.....	3
图表 5:	201912-202109 规模以上工业企业利润趋势.....	4
图表 6:	201912-202110 出口金额及同比变化趋势.....	4
图表 7:	2010-2021 年中国居民部门杠杆率及住房资产变化趋势.....	5
图表 8:	2018-2021 年普惠金融领域投放贷款及同比变化趋势.....	6
图表 9:	2021 年 1-9 月中国银行业金融机构资产、负债变化趋势.....	6
图表 10:	银行业金融机构总负债与社融存量同比“比值”关系分析.....	7
图表 11:	2020-2021Q3 银行业季度累计净利润及累计同比增速趋势.....	7
图表 12:	2020-2021Q3 银行业季度净息差及非息收入占比趋势.....	8
图表 13:	2020-2021Q3 银行业季度不良贷款率及拨备覆盖率趋势.....	8
图表 14:	2020-2021Q3 银行业季度资本充足率及杠杆率趋势.....	9
图表 15:	2021 年上市银行三季度财报数据.....	10
图表 16:	银行业 PB 动态分析.....	12
图表 17:	银行业 PB 历史百分位情绪分析.....	12
图表 18:	2019-2021 年 H1 公募持仓占股票市值比.....	13
图表 19:	2019-2021 年 H1 公募持仓占股票市值比与标准行业配置轧差.....	13
图表 20:	2020 年末-2021 年 Q3 末主要上市银行持仓基金数变化.....	14
图表 21:	2020 年末-2021 年 Q3 末主要上市银行季报仓位变化.....	15
图表 22:	2020 年末-2021 年 Q3 末主要上市银行持仓总市值变化.....	16
图表 23:	重点公司万得一致预期股价及 EPS.....	17

一、 银行本轮投资逻辑落脚点

从银行板块投资的周期角度来看，从宏观层面而言，货币政策稳定性强，财政政策逐步发力，而我们看到银行板块的市净率从 2013 年以来逐步走低，一方面来自市场对于银行板块不良率提升的担忧，另外一方面对于银行板块而言，早些年过分单一的经营模式，重资产的经营风格，“高杠杆”的经营现实要求下，市净率提升似乎成了银行板块难以企及的目标，然而，我们也看到银行板块下，不同银行经营策略的选择以及长期坚持下来的成果不同，带来不同的市净率变化，以及对应市场给予的期待。

图表 1：2011-2021 年中信银行业市净率趋势



数据来源：wind, 华福证券研究所

在假定市场有效的背景下，宏观周期对于银行板块几轮的波动式影响，不同银行策略的变化下，对应的估值抬升影响，落脚点在于何处？整个板块的市净率估值在历史分位的低点是市场有效性背景下真实估值的体现？还是市场或者说市场主要参与者并未予以重视板块的投资价值带来的信息不对称引起的市值低估？

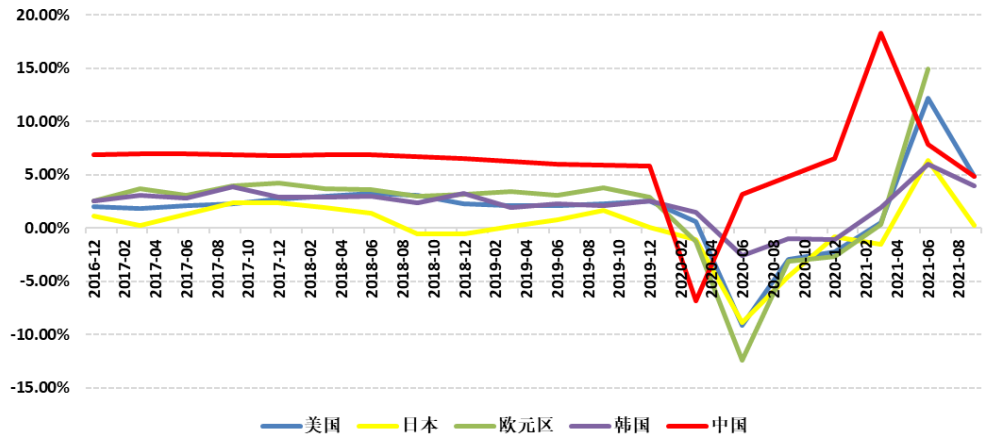
带着这些问题，我们本篇报告将通过国内宏观经济表现及社融相关数据分析、上市 A 股银行三季度经营业绩表现，来对四季度乃至 2022 年银行板块盈利进行展望，并通过估值水平分析、公募持仓变化情况来辅助判断未来的投资方向。

1.1 中国制造引领中国经济，疫情持续背景下制造业升级持续

2020 年复工复产保民生，2021 年承接世界转移订单，出口大幅提升，世界经济提速引擎。2020 年中国国内生产总值（GDP）同比增长 2.3%，经济总量突破 100 万亿元，成为世界主要经济体中唯一实现经济正增长国家。今年以来，国内主要宏观指标处于合理区间，经济保持较好发展态势，2021 年 Q3 国内生产总值同比增长 4.9%，在世界主要经济体中，增速处于相对高位，从疫情发生到 2021 年三季度来看，中国经济率先进入复苏态势，且反弹的力度更强，更具有韧性，2021 上半年的高速增长部分来自于 2020 年初低基数效应，仍有较大的原因来自于出口拉动的背景下，国内

疫情管控优异，复工复产使得中国作为世界制造大国的“机器”飞速运转起来，源源不断的产品被生产及销售出去，带来经济的快速恢复。展望未来，我国经济长期向好、市场空间广阔、发展韧性强大的基本特征没有改变，以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局正在逐步形成。

图表 2：2016-2021Q3 世界主要代表性经济体 GDP 季度¹同比增长趋势



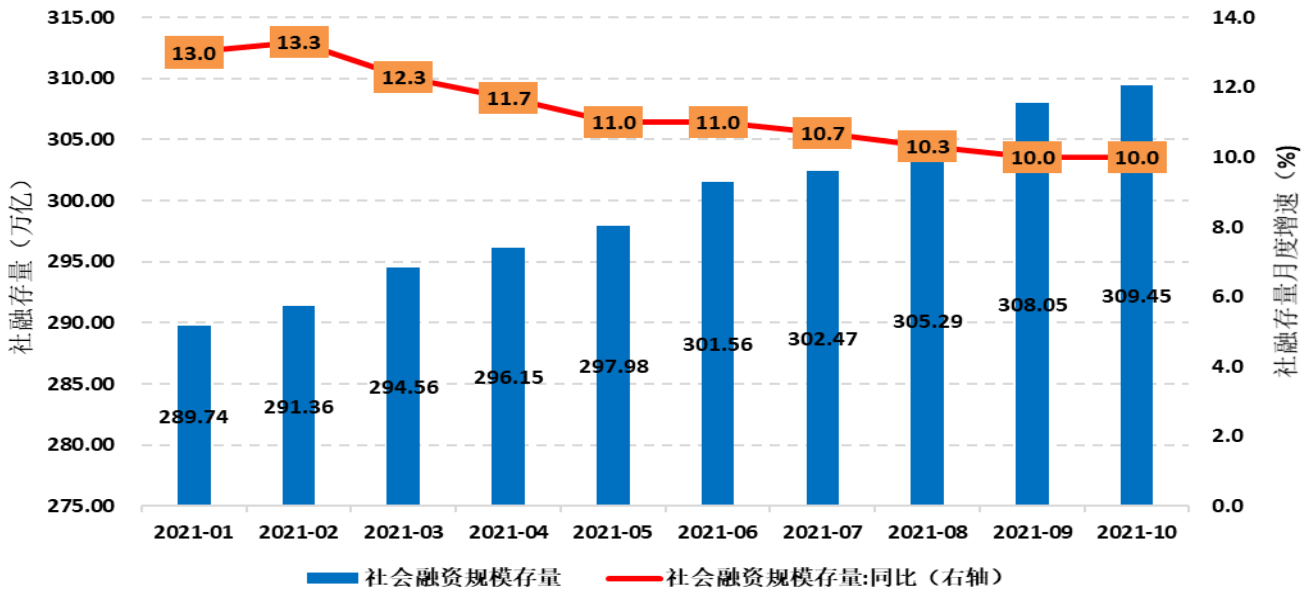
数据来源：美国经济分析局，日本内阁府，韩国央行、欧盟统计局，中国国家统计局，华福证券研究所

社会融资稳步增长，对实体经济贷款增速高于平均增速。截至 2021 年 10 月，全国社会融资规模²存量为 309.45 万亿元，同比增长 10.0%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 189.2 万亿元，同比增长 12%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 2.31 万亿元，同比增长 0.3%；委托贷款余额为 10.91 万亿元，同比下降 1.8%；信托贷款余额为 5.03 万亿元，同比下降 27.6%；未贴现的银行承兑汇票余额为 3.19 万亿元，同比下降 15.7%；企业债券余额为 29.36 万亿元，同比增长 6.7%；政府债券余额为 51.08 万亿元，同比增长 13.6%；非金融企业境内股票余额为 9.15 万亿元，同比增长 13.5%。2021 年以来，整体社融增速先高后低，整体呈现稳步增长。

图表 3：2021 年社融存量及存量同比增速趋势

¹ 截至报告撰写时点，欧盟统计局尚未公布 2021 年 Q3 对应 GDP 数据。

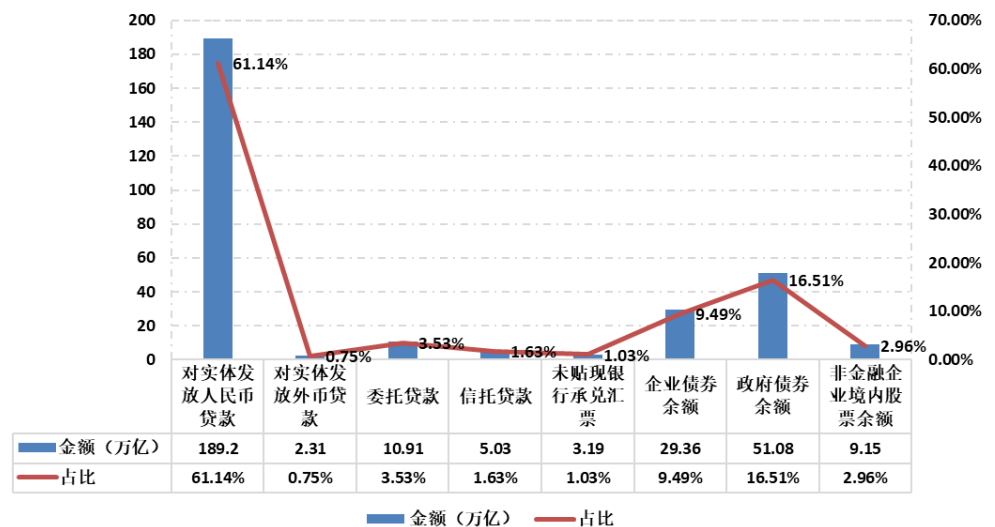
² 社会融资规模存量是指一定时期末（月末、季末或年末）实体经济从金融体系获得的资金余额。数据来源于中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场交易商协会等部门。



数据来源：中国人民银行，华福证券研究所

资金流向实体经济，助力经济走向高质量发展。从社融结构看，10月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.1%，同比高1个百分点；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.7%，同比低0.1个百分点；委托贷款余额占比3.5%，同比低0.5个百分点；信托贷款余额占比1.6%，同比低0.9个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比1%，同比低0.3个百分点；企业债券余额占比9.5%，同比低0.3个百分点；政府债券余额占比16.5%，同比高0.5个百分点；非金融企业境内股票余额占比3%，同比高0.1个百分点。

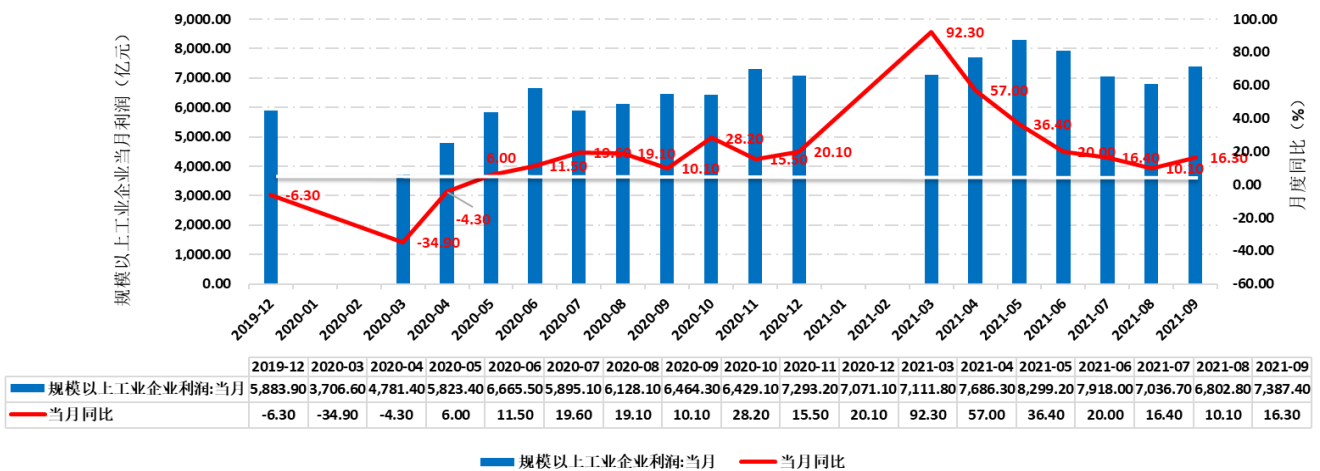
图表4：2021年10月末社融成份结构余额及占比



数据来源：中国人民银行官网，华福证券研究所

根据国家统计局数据，自疫情暴发以来，规模以上企业利润经历 2020 年 3、4 月同比下滑 34.9%、4.3% 的短暂负增长，随着管控升级及复工复产，2020 年余下时间里，规模以上工业企业利润维持加速正增长趋势，2020 年 7、8、10、12 月工业企业当月利润同比增两成。2021 年以来，规模以上工业企业利润整体维持高位，二季度同比增长率超 3 成，最近一期数据 2021 年 9 月规模以上工业企业当月利润同比增 16.30% 至 7387.4 亿元，扭转了 8 月盈利向下趋势，盈利趋势走势更好，为企业后续发展奠定良好基础，间接反映经济基本面良好、企业盈利能力走强。

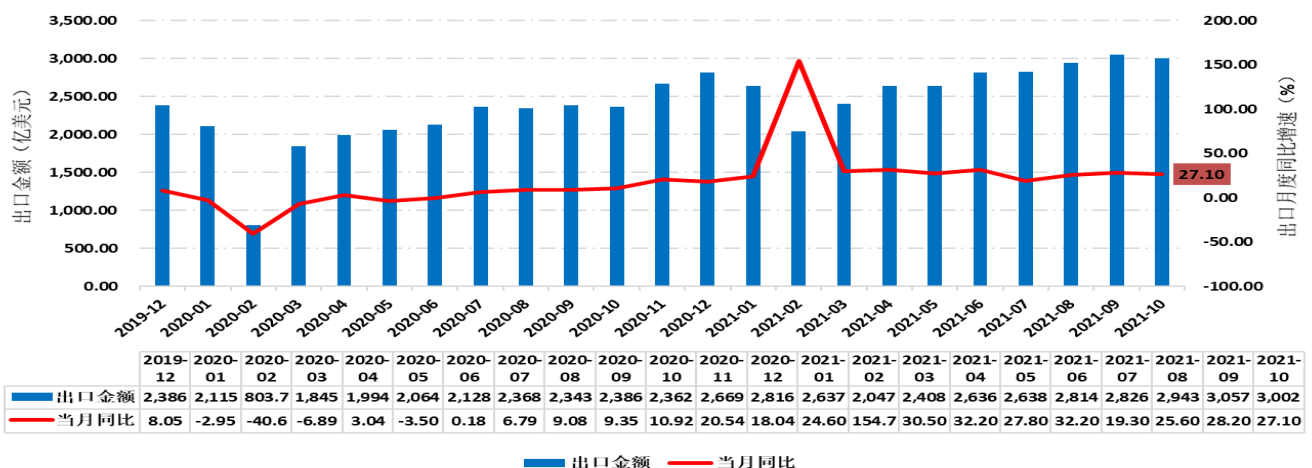
图表 5：201912-202109 规模以上工业企业利润趋势



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

根据海关总署数据，2019 年 12 月以来经历小幅疫情期快速下滑，2020 年全年出口金额维持较好恢复水平，并呈现快速增长趋势。进入到 2021 年，除去 2020 春节低基数效应，2021 年整体出口总额较 2020 年同比增长约 3 成，出口大增有利于提振企业盈利、拉动就业，提高产业工人收入，并进一步带动出口相关行业发展，具有较强的经济拉动作用。

图表 6：201912-202110 出口金额及同比变化趋势



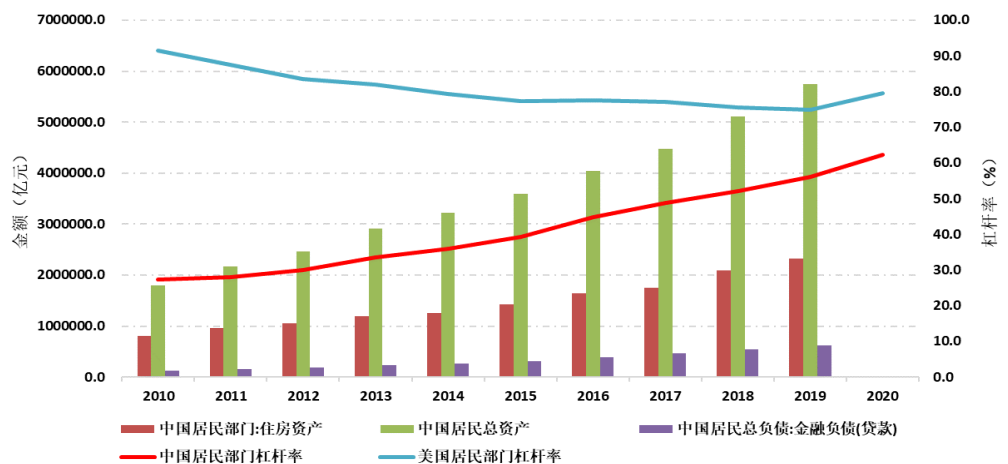
数据来源：海关总署，华福证券研究所

1.2 信用风险可控，绿色金融、普惠金融发力

信用风险逐步处置，逆周期调节减震器未来持续发威。2020 年的华晨及永煤事件，在积极化解的措施下逐步走出风险的泥沼。根据央行发布《中国金融稳定报告 2021》，2020 年为整体金融稳定采取了积极有效的措施，并取得了诸多成果：一是宏观杠杆率持续过快上升势头得到有效遏制。2017—2019 年宏观杠杆率总体稳定在 250% 左右，为应对疫情加大逆周期调节提供了更多空间。在疫情冲击下，2020 年 GDP 名义增速放缓、宏观对冲力度加大，宏观杠杆率阶段性有所上升，预计将逐步回归原来较为稳定的趋势。二是各类高风险机构得到有序处置。依法果断接管包商银行，在最大限度保护存款人和客户合法权益的同时，坚决打破刚性兑付，严肃了市场纪律。此外完成锦州银行财务重组、增资扩股工作，使得其经营转向正轨。并顺利接管“明天系”旗下 9 家金融机构，维持基本金融服务不中断，有序推进清产核资和改革重组工作。华信集团风险处置主要工作基本完成，安邦集团风险处置进入尾声。此外，监管部门通过建立逆周期资本缓冲机制，出台系统重要性银行评估办法，发布金融控股公司监管办法，统筹金融基础设施监管。完善存款保险制度建设和机构设置，发挥存款保险早期纠正和风险处置平台作用。

住房需求是满足居民幸福生活的重要体现，审慎对待住房需求改善长期来看，房地产市场将运行更加平稳，涉房类贷款质量可控。从近年的数据来看，住户部门杠杆率增幅减弱，特别是住房贷款类增速总体放缓。2020 年，个人住房贷款同比增长 14.6%，比上年低 2.1 个百分点。房地产金融是宏观审慎管理的重点领域，为防范潜在的系统性金融风险。2020 年 12 月，人民银行会同银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，加强房地产集中度监管。从国际视角来看，目前国内的居民部门杠杆率整体距离美国居民部门杠杆率有较大差距，2020 年，我国居民部门杠杆率为 62.2% 较美国居民部门同期杠杆率 79.6% 相差 17.4 个百分点，此外，随着我国 GDP 维持较高速增长，居民部门杠杆率仍有较强弹性空间。

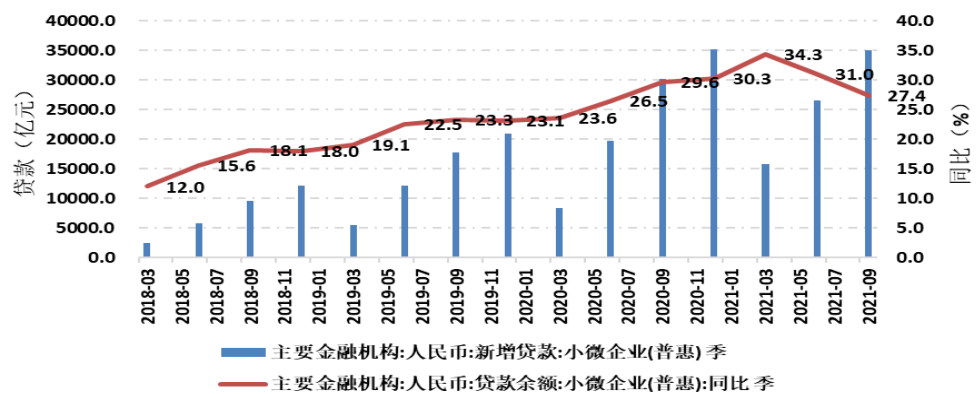
图表 7：2010-2021 年中国居民部门杠杆率及住房资产变化趋势



数据来源：中国社会科学院，国际清算银行，华福证券研究所

普惠金融持续发力，未雨绸缪从经济细处着眼。从2018-2021年普惠金融支持力度不断提升，新增贷款金额同比加速成长，2021年9月末，普惠小微贷款和制造业中长期贷款同比增速分别达到27.4%和37.8%。银行业信贷结构持续优化，精准支持制造业、小微企业等重点领域和薄弱环节，将有力提振经济“毛细血管”的流动性，把精细化工作做到更好，普惠小微贷款支持小微经营主体达4092万户，产生良好社会与经济效益。2020年至2021年9月，全国银行业金融机构共对13.5万亿贷款本息实施延期，累计发放普惠小微信用贷款8.6万亿，精准支持中小微企业发展。

图表8：2018-2021年普惠金融领域投放贷款及同比变化趋势



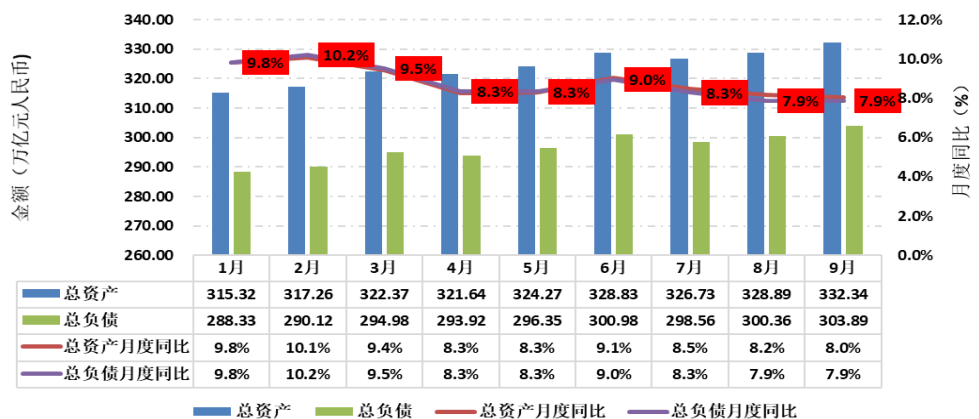
数据来源：中国人民银行官网，华福证券研究所

二、 业绩稳步提升，明年预期良好

2.1 银行业2021年前三季度经营良好，盈利能力预期维持

通过银保监会公布整个银行业的情况来看，全国银行业金融机构³总资产稳步增长，与社融存量变动整体趋势相近，受益于经济的复苏，企业维持较好的开工及盈利水平，银行业整体发展稳健。

图表9：2021年1-9月中国银行业金融机构资产、负债变化趋势

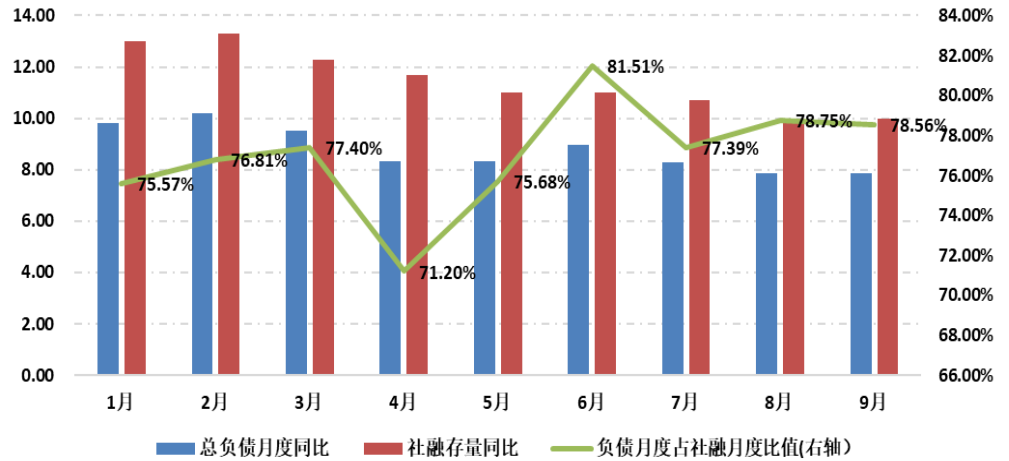


数据来源：银保监会官网，华福证券研究所

³ 口径包含商业银行（包含大型、股份制及城市商业银行）、农村金融机构（农商行、农合、农信及新型农村金融机构）及其他类金融机构（包含政策性、国家开发银行、民营、外资及非银金融机构及金融资产投资公司）

通过 2021 年银行业总负债趋势同比变化与社融存量增速同比变化来看，我们发现整体比值处于较为稳定的 70%-80% 之间，形成了较为稳定的对应关系。未来四季度而言，社融扩张特别是地方债增量可期的前提背景下，银行总负债及资产的同比提升将有一定程度的提升。

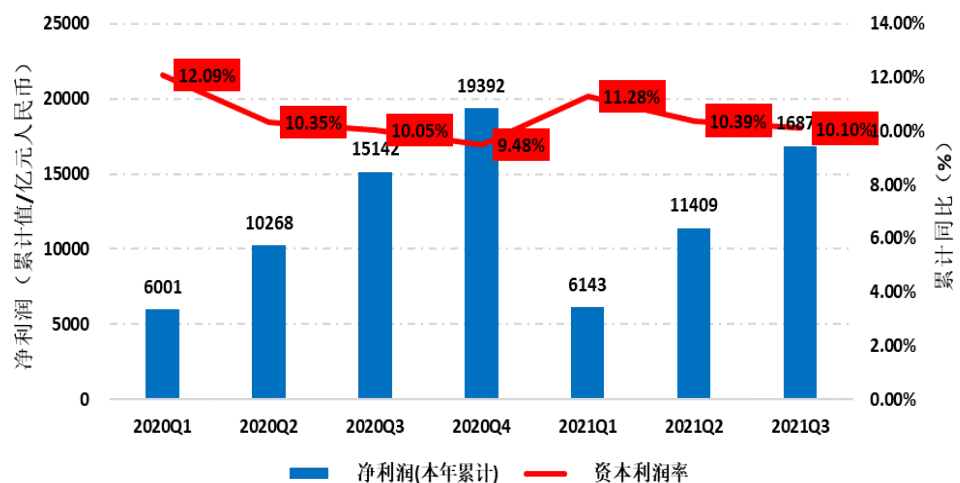
图表 10：银行业金融机构总负债与社融存量同比 “比值” 关系分析



数据来源：中国人民银行，银保监会官网，华福证券研究所

过去 7 个季度，银行业累计净利润维持较高同比增长水平，基本同比均超 10%，展现出稳定的盈利能力。伴随着经济逐步恢复，产业转型不断深化，银行的盈利整体伴随着稳定的外部环境有较强的稳定性预期。伴随着银行业资产规模扩张，净利润水平预期能够维持稳定增长。

图表 11：2020-2021Q3 银行业季度累计净利润及累计同比增速趋势

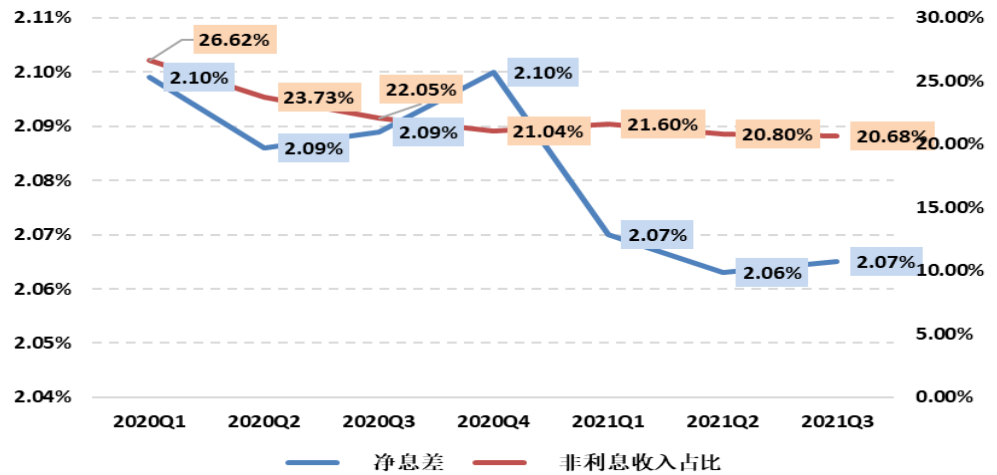


数据来源：银保监会官网，华福证券研究所

2020 年净息差经历一个翘尾效应，整体处于 2.09-2.10% 水平，2021 年前两个季度整体下降约 3bps，符合目前利率走低趋势，降低实体企业融资成本是目前的重要共识，未来息差水平整体处于稳步并略有下降趋势，从三季度息差水平较二季度变

化来看，息差水平整体企稳。考虑到财富管理深化，非息收入占比在过去7个季度有一定程度下滑，主要是计算口径将信用卡分期转入利息收入口径，实际上手续费及佣金收入近一年来大部分银行均有大幅提升。未来非息收入将会在银行收入中扮演愈发重要的角色，增加银行“轻资产”金融服务属性。

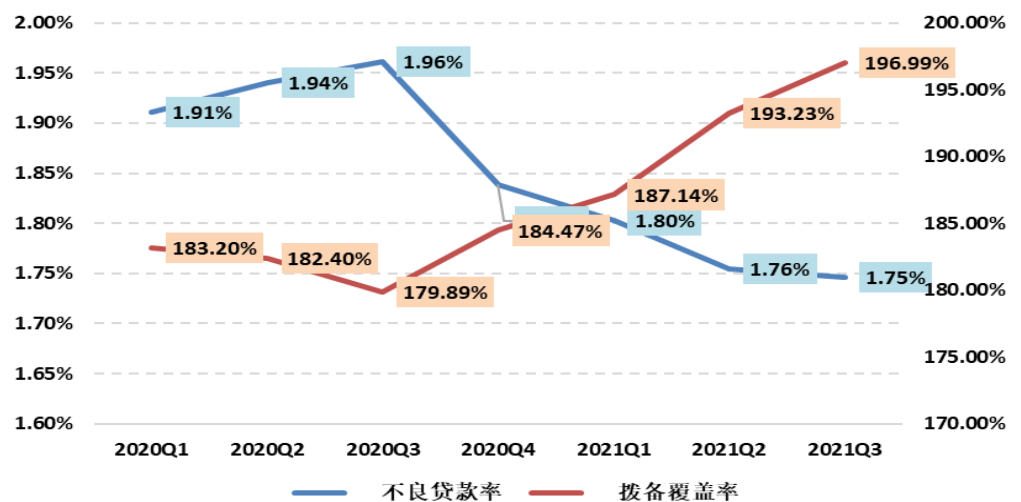
图表 12：2020-2021Q3 银行业季度净息差及非利息收入占比趋势



数据来源：银保监会官网，华福证券研究所

从资产质量维度来看，过去7个季度银行业资产质量不断优化，不良率进入下行通道，从2020年Q3（1.96%）大幅下降21bps至2021年上半年末1.75%，有效提升经营效益，此外，银行业拨备覆盖率在同步大幅提升，从2020年三季度179.89%提升至2021年上半年末196.99%，加强贷款损失准备，进一步夯实银行风险抵御能力。

图表 13：2020-2021Q3 银行业季度不良贷款率及拨备覆盖率趋势

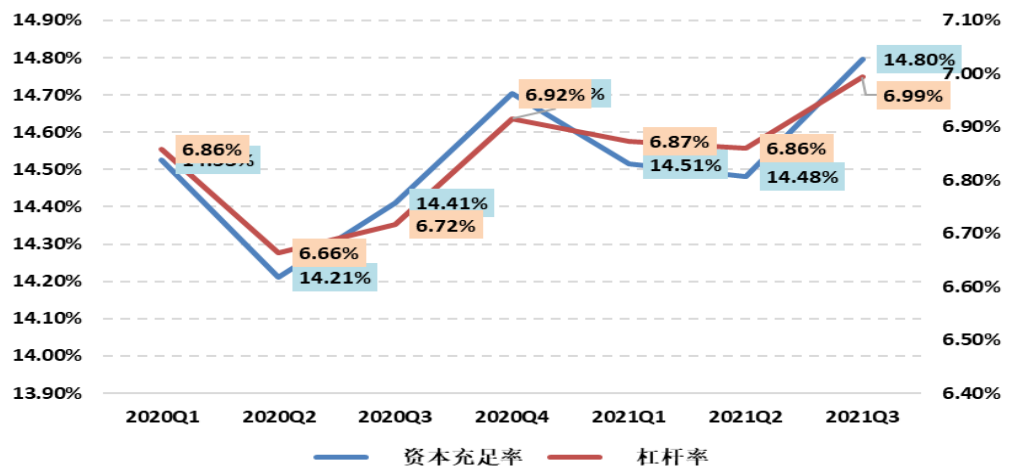


数据来源：银保监会官网，华福证券研究所

从资本充足率角度来看，银行业整体资本充足率在2020年经历V型反转，整体资本充足率水平在2021年Q3呈现明年补充提升。伴随着业务规模不断扩张，银行

业补充资本的动力不停歇，特别是中小银行补充资本的压力较大。考虑到目前银行业整体盈利水平好，估值水平较低，未来估值提升逐步实现的假设情境下，由于市净率提升超“1”转股带来的核心资本提升将成为银行发展的重要资本来源。2021年四季度整体经济环境形势较好，出口数据维持稳定，银行业估值水平抬升可期，未来转债转增股本机会较大，届时将有可能形成双击共振效应，持续提升银行业整体估值水平。

图表 14：2020-2021Q3 银行业季度资本充足率及杠杆率趋势



数据来源：银保监会官网，华福证券研究所

2.2 上市 41 家银行 2021 年三季度经营数据

截至 2021 年 10 月 29 日，A 股上市银行均已披露三季报及前三季度业绩情况，整体趋势来看，营收处于稳步增长，净利润则有大幅提升，整体经营情况良好，不同银行经营业绩分化持续拉大。

具体来看，**6 家国有银行**前三季度整体经营稳健，营收同比增加幅度位于 6.32% 至 10.22% 之间，其中邮储银行、农业银行、建设银行营收相对增速较快；归母净利润同比增速位于 12.22% 至 22.10% 之间，整体增速均达 2 位数，其中邮储银行、交通银行归母净利润同比增速均超 20%，分别达到 22.07%、22.10%，取得优异经营效益。

9 家股份制银行经营业绩分化较大，前三季度营收同比增速位于 -8.85% 至 14.69% 之间，其中前三位分别为浙商银行、招商银行、光大银行，营收同比增速分别为 14.69%、13.54% 及 9.32%，浦发、民生银行营收同比增速为负；前三季度归母净利同比增速位于 -7.17% 至 30.08% 之间，其中增速前三分别为平安银行、兴业银行、招商银行，对应同比增速分别为 30.08%、23.45% 及 22.21%，此外光大银行、华夏银行、中信银行归母净利同比增速均超 10%，位于 10-20%；浦发银行、民生银行归母净利同比有所下滑，股份制银行经营业绩有所分化，整体而言，招商银行、平安银行、兴业银行、光大银行表现相对更为优异。

16 家城市商业银行前三季度业绩表现分化较大，营收同比增速位于 -6.69% 至 28.47% 之间，归母净利同比增速位于 1.19% 至 30.51% 之间，较去年同期均有所增

长;分开来看,营收同比增速前五名分别为宁波银行(28.47%)、成都银行(26.01%)、江苏银行(24.70%)、齐鲁银行(22.49%)及南京银行(20.99%),归母净利润同比增速前五名分别为江苏银行(30.51%)、宁波银行(26.94%)、杭州银行(26.16%)、南京银行(22.36%)及成都银行(22.15%),整体而言,前三季度,表现更为优异的城商行为宁波银行、江苏银行、杭州银行、南京银行、成都银行、长沙银行。

10 家农商行前三季度表现分化同业较大,营收同比增速位于-5.57%至 19.34%之间,归母净利润同比增速位于 2.62%至 26.97%之间;分银行来看,营收同比增速前三位分别为青农商行(19.34%)、无锡银行(13.08%)、常熟银行(12.96%),归母净利润同比增速前三位分别为张家港行(26.97%)、沪农商行(21.66%)、无锡银行(19.32%),综合来看,农商行体量较大层面来看,沪农商行表现优于渝农商行,较小体量农商行来看,张家港行、无锡银行及常熟银行表现相对优异。

图表 15: 2021 年上市银行三季度财报数据

代码	名称	2020 年前 三季度营收	2021 年前 三季度营收	营收同比	2020 年前 三季度净利润	2021 年前 三季度净利润	净利润同比	上市银行类型
002142.SZ	宁波银行	302.61	388.78	28.47%	112.71	143.07	26.94%	城市商业银行
002936.SZ	郑州银行	109.28	104.35	-4.51%	32.93	33.32	1.19%	城市商业银行
002948.SZ	青岛银行	84.19	81.88	-2.75%	20.08	24.18	20.45%	城市商业银行
002966.SZ	苏州银行	79.17	80.95	2.25%	21.02	24.62	17.12%	城市商业银行
600919.SH	江苏银行	375.25	467.94	24.70%	119.56	156.04	30.51%	城市商业银行
600926.SH	杭州银行	186.52	223.77	19.97%	55.77	70.36	26.16%	城市商业银行
600928.SH	西安银行	51.49	53.07	3.07%	19.91	20.30	1.97%	城市商业银行
601009.SH	南京银行	250.45	303.02	20.99%	100.88	123.44	22.36%	城市商业银行
601169.SH	北京银行	482.20	497.83	3.24%	165.71	181.83	9.73%	城市商业银行
601187.SH	厦门银行	37.39	38.56	3.13%	12.54	15.13	20.61%	城市商业银行
601229.SH	上海银行	375.36	414.56	10.44%	150.52	166.44	10.58%	城市商业银行
601577.SH	长沙银行	131.11	156.91	19.68%	42.48	50.40	18.64%	城市商业银行
601665.SH	齐鲁银行	58.54	71.71	22.49%	18.48	21.07	14.00%	城市商业银行
601838.SH	成都银行	104.24	131.35	26.01%	42.00	51.31	22.15%	城市商业银行
601963.SH	重庆银行	98.87	111.88	13.17%	38.94	40.69	4.50%	城市商业银行
601997.SH	贵阳银行	117.05	109.22	-6.69%	42.65	43.51	2.01%	城市商业银行
000001.SZ	平安银行	1165.64	1271.90	9.12%	223.98	291.35	30.08%	股份制商业银行
600000.SH	浦发银行	1487.31	1434.84	-3.53%	447.42	415.36	-7.17%	股份制商业银行
600015.SH	华夏银行	706.59	724.93	2.60%	141.20	161.95	14.70%	股份制商业银行
600016.SH	民生银行	1433.21	1306.35	-8.85%	373.29	354.87	-4.93%	股份制商业银行
600036.SH	招商银行	2214.30	2514.10	13.54%	766.03	936.15	22.21%	股份制商业银行
601166.SH	兴业银行	1517.83	1640.47	8.08%	518.75	640.38	23.45%	股份制商业银行
601818.SH	光大银行	1068.21	1167.78	9.32%	296.05	350.85	18.51%	股份制商业银行
601916.SH	浙商银行	352.39	404.16	14.69%	101.44	105.78	4.28%	股份制商业银行
601998.SH	中信银行	1491.74	1551.98	4.04%	369.18	417.56	13.10%	股份制商业银行
601288.SH	农业银行	4982.44	5448.97	9.36%	1653.35	1867.09	12.93%	国有商业银行
601328.SH	交通银行	1853.94	1999.70	7.86%	527.12	643.60	22.10%	国有商业银行
601398.SH	工商银行	6656.93	7120.93	6.97%	2286.75	2518.21	10.12%	国有商业银行
601658.SH	邮储银行	2162.63	2383.58	10.22%	528.44	645.07	22.07%	国有商业银行

601939.SH	建设银行	5714.35	6244.05	9.27%	2058.32	2321.53	12.79%	国有商业银行
601988.SH	中国银行	4289.56	4560.74	6.32%	1457.11	1635.23	12.22%	国有商业银行
002807.SZ	江阴银行	25.00	24.33	-2.67%	6.48	7.49	15.55%	农商行
002839.SZ	张家港行	31.01	34.31	10.66%	7.68	9.75	26.97%	农商行
002958.SZ	青农商行	70.66	84.32	19.34%	24.73	27.33	10.48%	农商行
600908.SH	无锡银行	28.71	32.46	13.08%	10.02	11.95	19.32%	农商行
601077.SH	渝农商行	209.98	230.66	9.85%	77.69	87.51	12.65%	农商行
601128.SH	常熟银行	49.87	56.33	12.96%	13.95	16.60	19.04%	农商行
601528.SH	瑞丰银行	22.67	24.45	7.86%	7.84	8.87	13.19%	农商行
601825.SH	沪农商行	166.73	181.52	8.87%	63.03	76.68	21.66%	农商行
601860.SH	紫金银行	35.03	33.08	-5.57%	11.59	11.89	2.62%	农商行
603323.SH	苏农银行	28.02	28.62	2.15%	8.83	10.38	17.51%	农商行

数据来源：WIND，华福证券研究所

2.3 2021年四季度及2022年盈利预期展望

利息收入:4季度净息差水平预期整体稳定,考虑到3季度全行业息差有所回暖,四季度整体经营具有较强延续性,息差水平有所提升。2022年息差水平预计将稳中有降,考虑到经济增速回归正常增速区间,从利率水平以及支持经济角度,部分让渡资金收益给实体经济成为监管以及银行业的潜在需求,长期来看,息差水平稳中有降将成为一种新常态。然而,我们也看到结构性息差的变化,主要取决于银行的资产端及负债端结构变化及银行个体差异带来的息差水平不同。

非息收入:非息收入部分主要看点仍在财富管理板块的经营效果,2020年下半年及2021年上半年得益于权益市场的火热、财富管理需求提升等多方面因素,非息收入特别是财富管理板块收入出现大幅提升(2-3成同比增加),我们认为,考虑到财富管理前期的科技投入、产品积累及理财子的发展内在要求,2022年仍能够保持较高水平增长趋势,提升银行板块轻资产收益能力。

业务及管理费用:管理费用部分,整体而言,不同银行差异性较大,主要取决于科技投入以及财富管理、新业务领域的资源投入力度及进度差异,整体来看,伴随着人员工资上涨和投入增加,整体处于稳定较快增长趋势,成本收入比会略有上升。

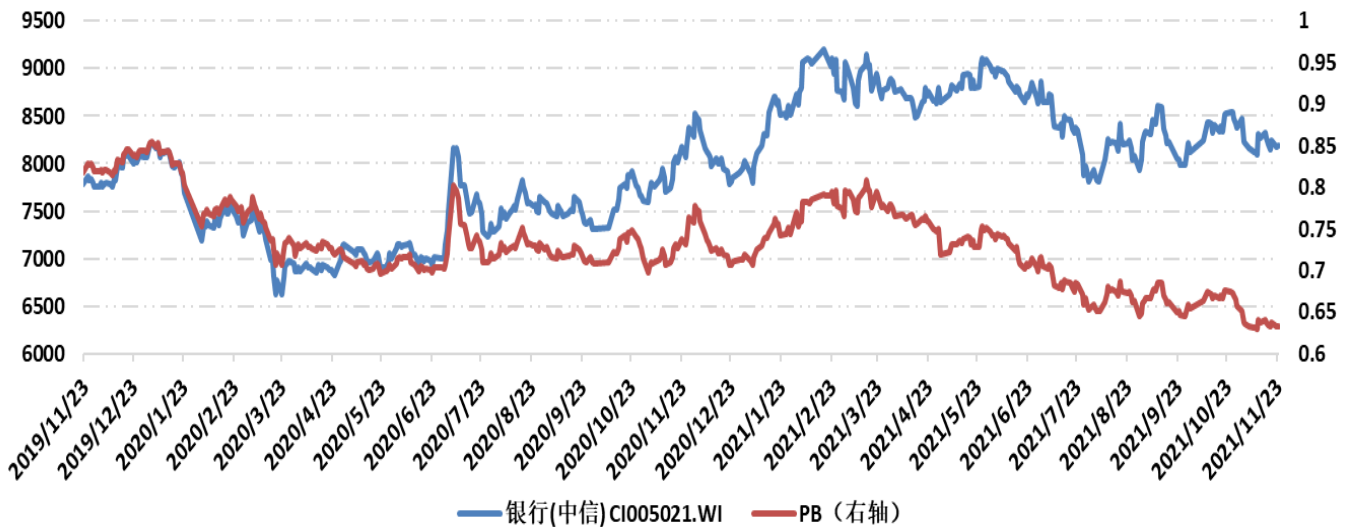
综合以上因素来看,我们认为2022年银行板块利润增速处于6-11%之间,不同银行实际表现会有所分化,展现不同的经营实力和战略效果,财富管理能力强、轻资产运营能力强及小微业务特色鲜明的银行将持续有优异表现,区域经济发展良好,扎根快速发展的区域及产业对应的银行将迎来持续高增长的机遇期。

三、 投资建议

3.1 行业估值分析

当前银行动态 PB 数值略超 0.63 倍估值，估值水平整体处于低位，全市场交易氛围仍处于高位，四季度及 2022 年银行板块估值提升动能较强。

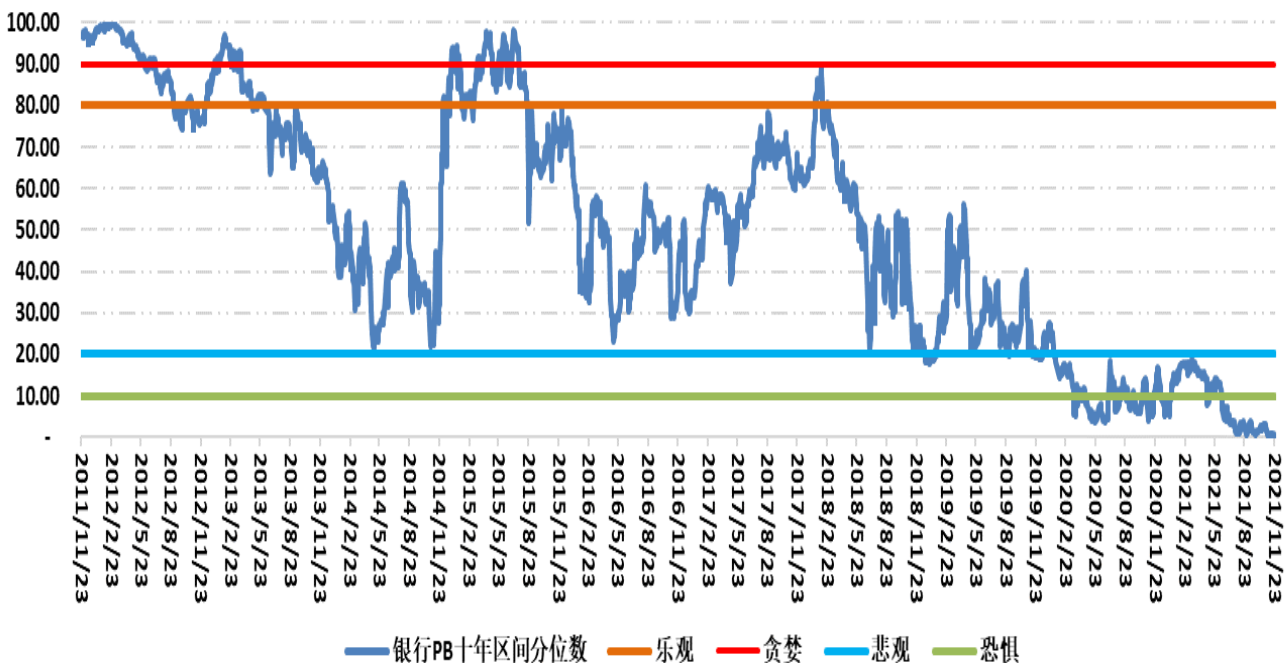
图表 16：银行行业 PB 动态分析



数据来源：WIND，华福证券研究所

通过将银行过去 10 年的 pb 数据进行百分位分析，2020 年开始，银行的整体估值水平偏低，处于过去 10 年历史低位，中长期视角来看，未来的估值修复空间较好。

图表 17：银行行业 PB 历史百分位情绪分析

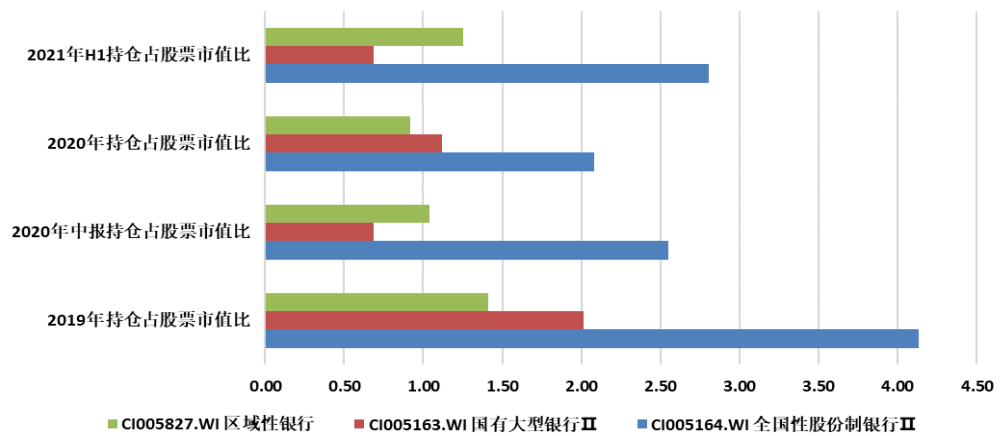


数据来源：WIND，华福证券研究所

3.2 公募基金持仓数据分析

我们根据万得中信行业二级数据，对国有大型银行、全国性股份制银行、区域性银行对应持仓占公募股票持仓市值比数据及与标准配置比例进行轧差分析，2019-2021年H1数据来看，全国性股份制银行整体配置比例相对较高，2020年上半年有所下降，2020年全年来看有所降低，2020年末至2021年上半年持仓占比有所回升；国有大型银行整体占比在2019年高于区域性银行，2020年整体占比下滑较大，被区域性银行持仓占比超越，截至2021年半年报，持仓占比仍处于低位；区域性银行（城农商行）持仓占比趋势变化与股份制银行相似，但是占比受市值及规模影响，整体比重较股份制银行体量占比有所提升，反映出市场对于区域性银行中部分银行的青睐有加。

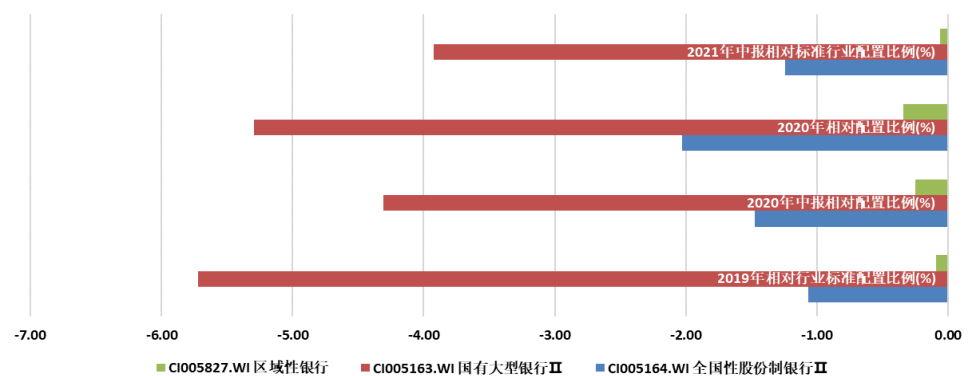
图表 18：2019-2021 年 H1 公募持仓占股票市值比



数据来源：wind, 华福证券研究所

2019-2021年H1对应二级银行板块配置比例与标准行业配置比例轧差来看，国有大型银行整体配置比例过低，实际配置比例与行业标准相差较为悬殊，吸引力不够，股份制银行整体配置比例也有落差，未来仍有提升空间，区域性银行配置较合理。

图表 19：2019-2021 年 H1 公募持仓占股票市值比与标准行业配置轧差



数据来源：wind, 华福证券研究所

具体到银行个股，我们整理了公募基金近 4 个季度末对应持仓情况，过去 4 个季度来看，招商、兴业、平安、宁波银行是最广受公募基金青睐的银行，从持仓公募基金数变化来看，数量有所下滑，部分银行 Q3 末持仓基金数增加，诸如邮储银行、中国银行、常熟银行、上海银行、苏农银行、沪农商行、张家港行，值得关注。

图表 20：2020 年末-2021 年 Q3 末主要上市银行持仓基金数变化

持有基金数	名称	2020 年末	2021Q1 末	2021Q2 末	2021Q3 末
600036.SH	招商银行	849	1006	1039	974
601166.SH	兴业银行	574	746	502	415
000001.SZ	平安银行	400	491	486	402
002142.SZ	宁波银行	322	399	398	380
601398.SH	工商银行	169	332	257	165
601939.SH	建设银行	82	196	135	95
601658.SH	邮储银行	20	53	58	94
601288.SH	农业银行	68	107	95	92
600926.SH	杭州银行	51	100	88	85
601328.SH	交通银行	64	88	74	69
600919.SH	江苏银行	21	58	148	66
601009.SH	南京银行	35	88	96	65
600000.SH	浦发银行	44	80	50	48
601988.SH	中国银行	16	33	35	44
600016.SH	民生银行	37	34	32	29
601128.SH	常熟银行	27	47	15	29
601838.SH	成都银行	20	38	36	27
601229.SH	上海银行	23	38	15	22
601818.SH	光大银行	66	73	42	21
601169.SH	北京银行	14	16	22	12
603323.SH	苏农银行	0	1	6	11
002966.SZ	苏州银行	0	3	12	8
601825.SH	沪农商行	0	0	0	8
601577.SH	长沙银行	5	11	5	7
002839.SZ	张家港行	2	2	0	6
002948.SZ	青岛银行	1	6	8	5
002807.SZ	江阴银行	0	2	1	3
601077.SH	渝农商行	0	2	5	3
601998.SH	中信银行	6	6	3	3
002958.SZ	青农商行	1	0	0	2
600015.SH	华夏银行	4	5	5	2
600908.SH	无锡银行	0	1	1	2
601916.SH	浙商银行	3	4	3	2
002936.SZ	郑州银行	2	0	0	1
601187.SH	厦门银行	0	0	0	1
601528.SH	瑞丰银行	0	0	12	1

数据来源：wind,华福证券研究所

过去四个季度，特别是近两个季度，招商银行、兴业银行、平安银行及工商银行均有不同程度的减持，宁波银行、邮储银行经历二季度大幅减持后，二季度到三季度之间陆续进行相应增持，二季度到三季度目前增持明显的有宁波银行、邮储银行、交通银行、浦发银行、中国银行、上海银行、苏农银行、成都银行、常熟银行、张家港行，值得关注。

图表 21：2020 年末-2021 年 Q3 末主要上市银行季报仓位变化

季报仓位变动（万股）	名称	2020 年末	2021Q1	2021Q2	2021Q3
600036.SH	招商银行	10004.63	24932.67	-3381.75	-4455.55
601166.SH	兴业银行	39285.58	38692.75	-23792.90	-10574.01
000001.SZ	平安银行	2979.06	45500.23	-5480.66	-8831.07
002142.SZ	宁波银行	10883.47	9331.87	-5799.85	4248.70
601398.SH	工商银行	-62640.50	106265.64	-34323.37	-51992.26
601939.SH	建设银行	-8342.40	33095.08	-17486.09	-1787.11
601658.SH	邮储银行	-1996.29	-14115.15	-118770.90	16522.41
601288.SH	农业银行	-3186.77	55820.38	-11268.74	-14769.74
600926.SH	杭州银行	7717.40	17019.05	5487.85	1474.56
601328.SH	交通银行	-11871.32	20536.54	-12035.01	4921.45
600919.SH	江苏银行	484.79	4579.01	30540.23	-6842.53
601009.SH	南京银行	5956.24	6004.02	9857.92	-3366.16
600000.SH	浦发银行	-5123.28	4861.68	-1108.57	4644.17
601988.SH	中国银行	-2727.86	11068.51	-3465.29	7924.38
600016.SH	民生银行	-8870.21	6353.65	14724.23	2233.23
601128.SH	常熟银行	-511.45	5159.54	-13062.74	4790.26
601838.SH	成都银行	-2579.03	1435.78	3755.17	6789.16
601229.SH	上海银行	-5257.18	3646.33	-11172.66	12447.80
601818.SH	光大银行	21544.59	2470.66	-9096.59	-15114.60
601169.SH	北京银行	597.09	4959.03	-430.32	-4713.63
603323.SH	苏农银行	0.00	400.00	501.14	12848.04
002966.SZ	苏州银行	0.00	133.84	795.46	-541.69
601825.SH	沪农商行	0.00	0.00	0.00	7.89
601577.SH	长沙银行	82.15	657.49	719.90	-425.18
002839.SZ	张家港行	248.94	-278.28	0.00	1332.54
002948.SZ	青岛银行	-69.85	372.08	1258.29	-804.30
002807.SZ	江阴银行	0.00	105.47	-20.47	269.36
601077.SH	渝农商行	0.00	132.75	468.65	120.14
601998.SH	中信银行	-52.12	373.82	-12.70	579.12
002958.SZ	青农商行	17.47	0.00	0.00	220.19
600015.SH	华夏银行	-276.84	162.25	-122.86	-49.75
600908.SH	无锡银行	0.00	85.35	-7.35	371.91
601916.SH	浙商银行	297.51	-826.08	353.98	-252.09
002936.SZ	郑州银行	14.46	0.00	0.00	0.12
601187.SH	厦门银行	0.00	0.00	0.00	0.17
601528.SH	瑞丰银行	0.00	0.00	2.68	376.59

数据来源: wind,华福证券研究所

过去四个季度,从银行持仓总市值(持仓数量*股价)维度来看,2021年1季度至3季度末持仓总市值有所下滑,其中3季度末持仓总市值较2季度末抬升的主要有邮储银行、杭州银行、交通银行、浦发银行、中国银行、常熟银行、成都银行、上海银行、苏农银行、中信银行,建议积极关注。

图表 22: 2020 年末-2021 年 Q3 末主要上市银行持仓总市值变化

持股总市值(万元)	名称	2020 年末	2021Q1	2021Q2	2021Q3
600036.SH	招商银行	4311259.20	6286695.16	6483592.50	5811335.86
601166.SH	兴业银行	2155552.68	3420237.96	2428693.60	1969273.92
000001.SZ	平安银行	1283953.51	2462670.94	2406950.45	1749555.57
002142.SZ	宁波银行	1836555.12	2383345.52	2162842.33	2100173.29
601398.SH	工商银行	344447.52	971124.35	728814.03	414635.51
601939.SH	建设银行	153867.47	423332.57	266732.65	228788.68
601658.SH	邮储银行	915414.74	1041303.99	294289.00	381740.23
601288.SH	农业银行	181718.65	386554.70	310344.16	257702.99
600926.SH	杭州银行	164223.05	473358.35	494328.54	522376.13
601328.SH	交通银行	141018.96	257469.22	195896.97	202051.91
600919.SH	江苏银行	19542.85	52784.13	274759.47	185401.87
601009.SH	南京银行	74347.98	153879.71	263667.24	196360.28
600000.SH	浦发银行	190947.82	270218.78	234791.30	253109.70
601988.SH	中国银行	12354.33	50094.30	35383.76	59208.46
600016.SH	民生银行	110362.89	139265.27	186549.64	174130.83
601128.SH	常熟银行	86602.01	128396.14	23755.22	55265.42
601838.SH	成都银行	28286.97	46018.02	99123.20	173525.87
601229.SH	上海银行	65594.35	105593.88	6890.42	97136.00
601818.SH	光大银行	175812.83	189858.82	141513.51	75674.40
601169.SH	北京银行	7995.07	31732.32	30099.42	6395.90
603323.SH	苏农银行	0.00	1900.00	3946.99	71495.73
002966.SZ	苏州银行	0.00	1029.23	6830.36	2639.62
601825.SH	沪农商行	0.00	0.00	0.00	57.48
601577.SH	长沙银行	1520.53	8539.84	13629.49	9206.75
002839.SZ	张家港行	2388.07	630.58	0.00	7568.83
002948.SZ	青岛银行	178.79	2051.37	8252.78	4101.29
002807.SZ	江阴银行	0.00	449.30	334.90	1357.21
601077.SH	渝农商行	0.00	562.85	2399.59	2785.14
601998.SH	中信银行	791.87	2881.87	2632.00	4994.11
002958.SZ	青农商行	97.07	0.00	0.00	856.54
600015.SH	华夏银行	248.46	1300.91	489.90	163.70
600908.SH	无锡银行	0.00	547.09	452.40	2618.48
601916.SH	浙商银行	4682.25	1308.63	2681.76	1503.12
002936.SZ	郑州银行	64.49	0.00	0.00	0.40
601187.SH	厦门银行	0.00	0.00	0.00	1.34
601528.SH	瑞丰银行	0.00	0.00	41.67	3841.96

数据来源: wind, 华福证券研究所

3.3 建议关注重点公司

当前银行整体估值水平低估下,我们需要寻找最有成长性及比较优势的银行标的,优先推荐银行零售 3.0 转型一马当先的**招商银行**;建议关注零售转型不断深化**邮储银行**,建议关注商行+投行战略**兴业银行**;城农商行建议关注**上海银行、宁波银行、苏州银行、杭州银行、沪农商行**,国有大行估值提升亦可期,整体经营稳健。

图表 23: 重点公司万得一一致预期股价及 EPS

代码	标的股票	最新收盘价 (2021-11-23)	一致预期股价	预测涨幅	预测机构数	每股收益预测(元/股)		
						21E	22E	23E
600036.SH	招商银行	51.75	66.70	28.9%	31	4.63	5.35	6.21
000001.SZ	平安银行	17.88	27.88	55.9%	30	1.85	2.23	2.70
002142.SZ	宁波银行	38.88	46.43	19.4%	25	3.03	3.65	4.39
601166.SH	兴业银行	18.13	29.87	64.8%	17	3.79	4.33	4.94
601658.SH	邮储银行	5.17	6.98	34.9%	24	0.82	0.93	1.06
601229.SH	上海银行	7.25	9.28	28.0%	15	1.63	1.82	2.05
601009.SH	南京银行	9.22	12.68	37.6%	21	1.55	1.84	2.16
600919.SH	江苏银行	6.05	9.20	52.1%	21	1.27	1.54	1.84
601398.SH	工商银行	4.63	6.27	35.4%	14	0.96	1.01	1.07
601818.SH	光大银行	3.35	4.69	40.0%	15	0.80	0.91	1.04
601939.SH	建设银行	5.82	7.77	33.4%	13	1.17	1.26	1.36
600000.SH	浦发银行	8.63	12.40	43.7%	10	1.97	2.10	2.29
601288.SH	农业银行	2.94	4.22	43.4%	16	0.66	0.72	0.77
601998.SH	中信银行	4.51	6.07	34.5%	10	1.10	1.21	1.29
601988.SH	中国银行	3.07	4.35	41.7%	11	0.70	0.75	0.80
002966.SZ	苏州银行	6.8	10.16	49.5%	7	0.92	1.07	1.25
601825.SH	沪农商行	7.03	10.26	45.9%	1	0.94	1.09	1.23

数据来源: wind, 华福证券研究所

四、风险提示

疫情反弹风险、国际贸易环境恶化风险、信用风险、市场风险。

分析师声明

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

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn