

弱周期个股仍享有估值溢价

——银行业投资策略报告

同步大市 (维持)

2021年12月02日

投资要点:

2022年货币政策仍有宽松需求: 2022年国内宏观经济面临下行压力,叠加房地产相关的债务压力问题持续存在,本身需要相对宽松的政策环境来应对。我们预计2022年社融增速在2022年一季度前后开始缓慢温和回升。此外,支持实体经济发展,降低融资成本的主要监管态度不会改变。预计措施上重点集中在降低负债端成本的角度。

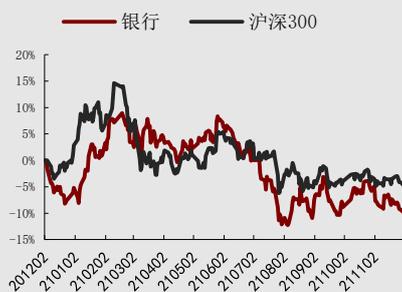
2022年营收端重视弱周期业务收入增长: 短期看,整个板块规模增长仍将处于下行趋势,而净息差或稳中有降,因此净利息收入增速或略有降低。随着各家银行零售业务的快速发展以及财富管理相关业务的持续发力,我们认为以手续费收入为代表的弱周期业务收入增长,将有望提振营收端的增速,也有利于估值的提升。

板块低估值或已隐含潜在风险: 当前板块静态估值仅为PB0.63倍,我们认为已经隐含了潜在的风险。而且我们认为个别行业贷款的短期波动,更多的是来自于结构性因素的影响。从下游需求的角度看,仍有一定的支撑。叠加监管提出的增强信贷稳定性指导,预计未来信贷的增长或将更加均衡。此外,监管也表示防止在处置其他领域风险的过程中引发次生金融风险。预计存量风险或更加审慎。增量风险方面,近两年的增量信贷,大部分增加在政府端和居民端,风险相对可控。对银行资产质量的扰动也有限。2021年,部分银行加大了对非信贷类资产的拨备计提力度。考虑到资管新规已经接近尾声,资产回表也告一段落,这一部分的拨备或有所降低。综上判断,我们预计明年拨备计提力度或与今年持平或略低,对利润度端的影响也相对可控。

投资策略: 展望2022年,短期看,板块受债务风险压力的影响,板块的估值提升有限。2022年2季度前后,或受资产质量预期的修正,或迎来板块估值提升的机会。2022年个股选择上,我们建议关注两条主线:第一是,受宏观经济下行周期的影响,建议关注相对弱周期且稳定增长的公司。第二是,关注基本面持续改善,估值有望提升的公司。

风险因素: 债务风险快速出清,导致信用利差大幅上升。如果疫情反复造成整体经济持续走弱,企业营收明显恶化,银行板块将出现业绩波动。

行业相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

11月LPR保持不变
增强信贷增长稳定性
政策向稳增长侧重

分析师: 郭懿
执业证书编号: S0270518040001
电话: 01056508506
邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

正文目录

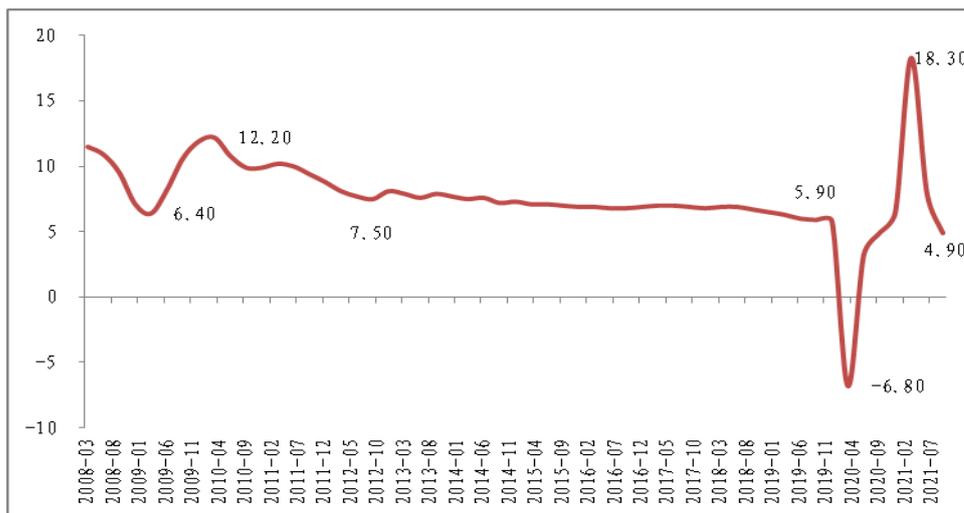
1 2022 年宏观及监管环境展望	3
1.1 2022 年宏观经济面临下行压力.....	3
1.2 货币政策仍有宽松的需求.....	3
1.3 2022 年维持温和监管政策基调，政策或着力负债端成本降低.....	4
2 2022 年营收端重视弱周期业务收入增长	5
2.1 预判 2022 年板块规模增速或继续回落.....	5
2.2 预判 2022 年净息差下行收敛，下半年企稳.....	6
2.2.1 结构性因素影响促使 2021 年 3 季度贷款利率回升.....	6
2.2.2 2022 年贷款端定价仍有下行压力，净息差或稳中微降.....	7
2.3 预计 2022 年手续费净收入仍可保持高速增长.....	8
3 板块低估值或已隐含潜在风险	10
3.1 整体资产质量改善，行业内部分化.....	10
3.2 板块估值大幅折价，或已经隐含潜在风险.....	11
4 投资建议	12
4.1 2021 年，板块内明显分化.....	12
4.2 2022 年，精选弱周期银行及基本面改善银行.....	13
5 风险提示	14
图表 1: GDP 当季同比 (单位: %).....	3
图表 2: 房地产开发投资完成额同比 (单位: %).....	3
图表 3: 房地产开发投资完成额占比.....	3
图表 4: 社融存量增速 (单位: %).....	4
图表 5: 2021 年出台的监管相关文件和措施.....	4
图表 6: 上市银行总资产和贷款增速.....	5
图表 7: 部分上市银行再融资计划.....	5
图表 8: 核心一级资本充足率 (单位: %).....	6
图表 9: 贷款加权平均利率 (单位: %).....	7
图表 10: 结构性存款 (单位: 亿元).....	8
图表 11: DR007(单位: %).....	8
图表 12: 8 家银行 2021 年中期手续费收入构成 (单位: %).....	9
图表 13: 各子板块手续费净收入占营收的比重.....	9
图表 14: 银行业整体不良率 (单位: %).....	10
图表 15: 整个银行业关注率数据 (单位: %).....	11
图表 16: 各子板块拨备覆盖率变动 (单位: %).....	11
图表 17: 各部门宏观杠杆率变动 (单位: %).....	12
图表 18: 板块 PB 估值 (单位: 倍).....	13
图表 19: 个股市场表现 (单位: %).....	13

1 2022 年宏观及监管环境展望

1.1 2022 年宏观经济面临下行压力

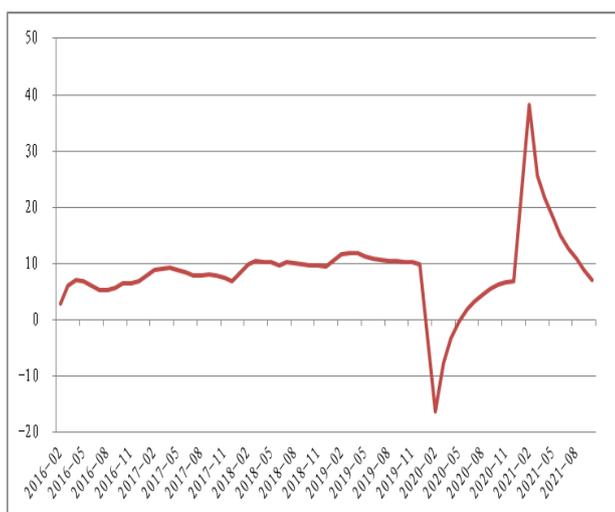
预判2022年宏观经济将呈现前低后高走势，上半年经济仍有下行压力，下半年或受益于政策效应显现的提振逐步企稳。从三驾马车看，政策引导下制造业投资和基建投资或持续发力，消费端保持边际修复态势，出口受益于其他经济体持续复苏保持相对韧性。

图表1: GDP 当季同比 (单位: %)



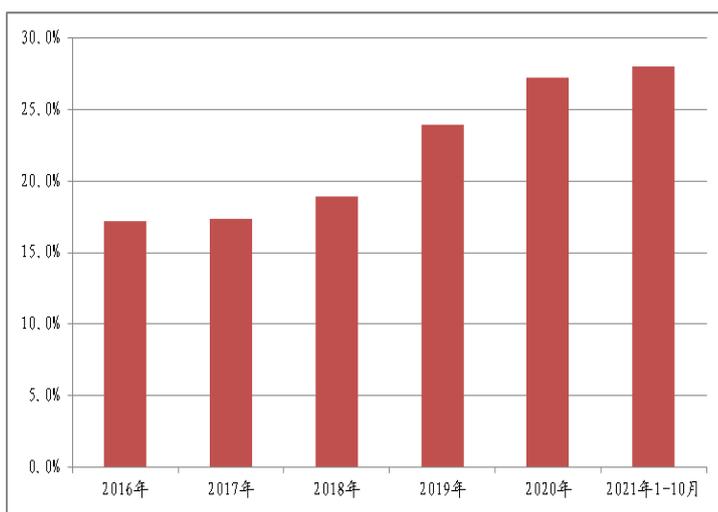
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表2: 房地产开发投资完成额同比 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表3: 房地产开发投资完成额占比



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

1.2 货币政策仍有宽松的需求

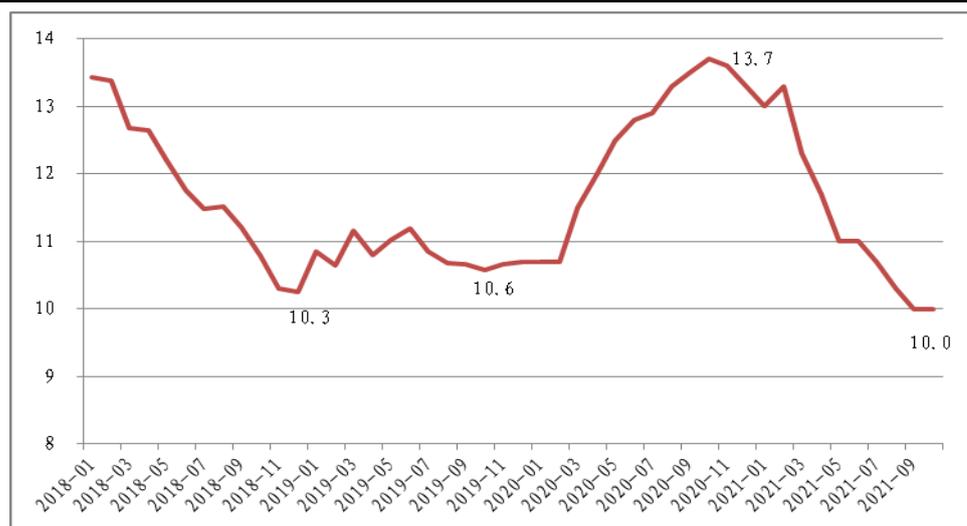
的债务压力问题持

续存在, 本身需要相对宽松的政策环境来应对。

货币政策方面，央行在2021年3季度《中国货币政策执行报告》中指出，主要发达经济体货币政策已开始调整，需对其可能引发的金融市场震荡及对新兴经济体的溢出影响高度关注。继续综合施策，积极稳妥应对发达经济体货币政策调整，并做到以我为主，增强自主性。

考虑到债务扩张影响以及当前较高的通胀水平，信用端扩张受限。我们预计2022年社融增速在2022年一季度前后开始缓慢温和回升。支持实体经济发展，降低融资成本的主要监管态度不会改变。预计措施上重点集中在降低负债端成本的角度。

图表4: 社融存量增速 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

1.3 2022 年维持温和监管政策基调，政策或着力负债端成本降低

2021年以来，监管层陆续出台了多项监管文件和措施。主要围绕以下几项：针对资本端监管要求细化，针对资产端的贷款投向引导，针对负债端的缓解过度竞争问题。

总体看，监管力度相对温和，着重于长期发展目标。预计2022年监管政策力度将保持当前稳态，着力贷款投放引导以及负债端成本的降低。

图表5: 2021 年出台的监管相关文件和措施

资本端	商业银行监管评级办法
	系统重要性银行附加监管规定 (试行)
	全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法
资产端	关于建立银行金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知
	关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知
	关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知
	人民银行新增 3000 亿元支小再贷款额度，加大对中小微企业纾困帮扶力度
	人民银行推出碳减排支持工具
负债端	关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知

关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知

存款利率定价机制由倍数法改为加点法

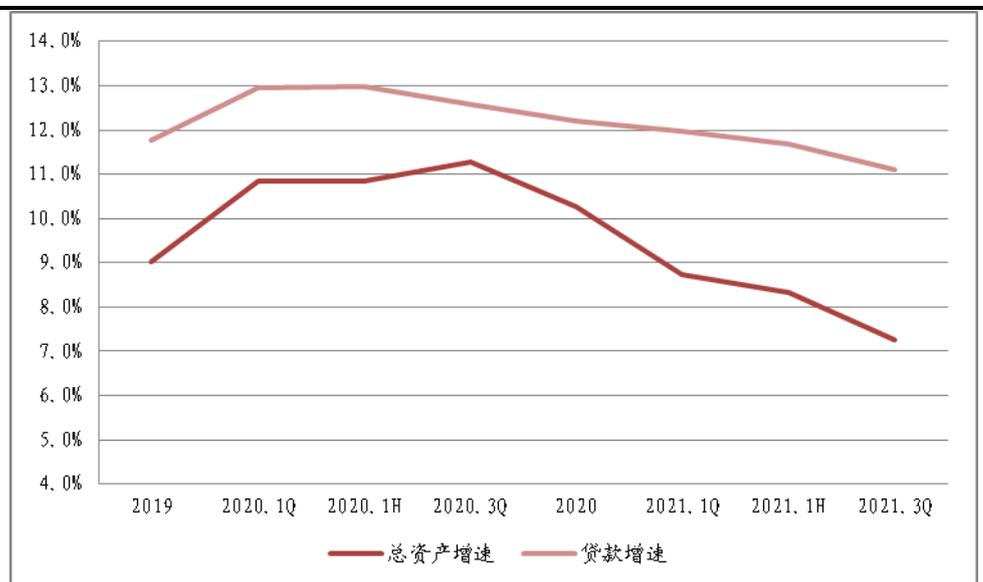
资料来源：央行，银保监会，万联证券研究所

2 2022 年营收端重视弱周期业务收入增长

2.1 预判 2022 年板块规模增速或继续回落

2021年前三季度，上市银行总资产和信贷增速分别为7.3%和11.1%，均处于下行通道。预计2022年，面对地产行业下行压力，板块整体扩张意愿不足，总规模或持平于2021年，而同比增速回落。受政策引导因素影响，预计信贷增速仍快于资产增速，信贷占总资产的比重进一步上升，有利于生息资产端收益率的稳定。

图表6: 上市银行总资产和贷款增速



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

对于银行来说，规模的扩张，也需要充实资本的支撑。而从银行内部看，2021年以来，多家银行推出再融资计划，通过可转债、配股或定增的方式，积极补充资本金，满足未来的规模扩张需求。不过从资本充足率的角度看，一些银行仍存在扩张的资本缺口，需要进一步的资本补充。

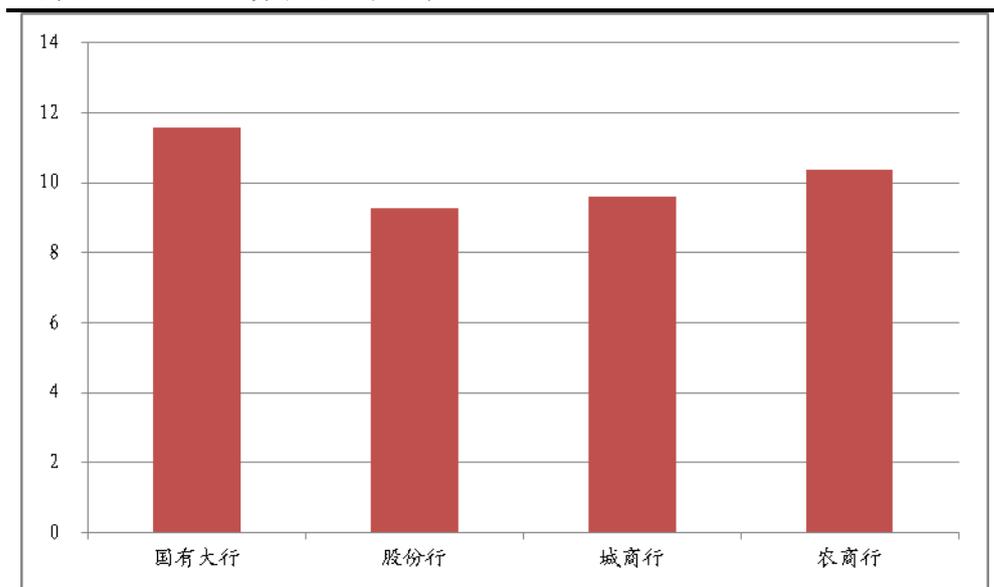
图表7: 部分上市银行再融资计划

中信银行	已发行 400 亿元可转债，部分转股
无锡银行	已发行 30 亿元可转债，部分转股；拟定增 20 亿元
江苏银行	已发行 200 亿元可转债，部分转股
杭州银行	已发行 150 亿元可转债
光大银行	已发行 300 亿元可转债，部分转股
上海银行	已发行 200 亿元可转债，部分转股
青农商行	已发行 50 亿元可转债，部分转股

张家港行	已发行 25 亿元可转债，部分转股
紫金银行	已发行 45 亿元可转债，部分转股
南京银行	已发行 200 亿元可转债
苏州银行	已发行 50 亿元可转债
苏农银行	已发行 25 亿元可转债，部分转股
江阴银行	已发行 20 亿元可转债
民生银行	拟发行 500 亿元可转债
成都银行	拟发行 80 亿元可转债
青岛银行	拟配股融资不超过 50 亿元
浙商银行	拟配股募资不超过 180 亿元
华夏银行	拟定增 200 亿元
兴业银行	拟发行 500 亿元可转债
宁波银行	拟配股融资不超过 120 亿元
重庆银行	拟发行 130 亿元可转债
常熟银行	拟发行 60 亿元可转债

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

图表8: 核心一级资本充足率 (单位: %)



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.2 预判 2022 年净息差下行收敛，下半年企稳

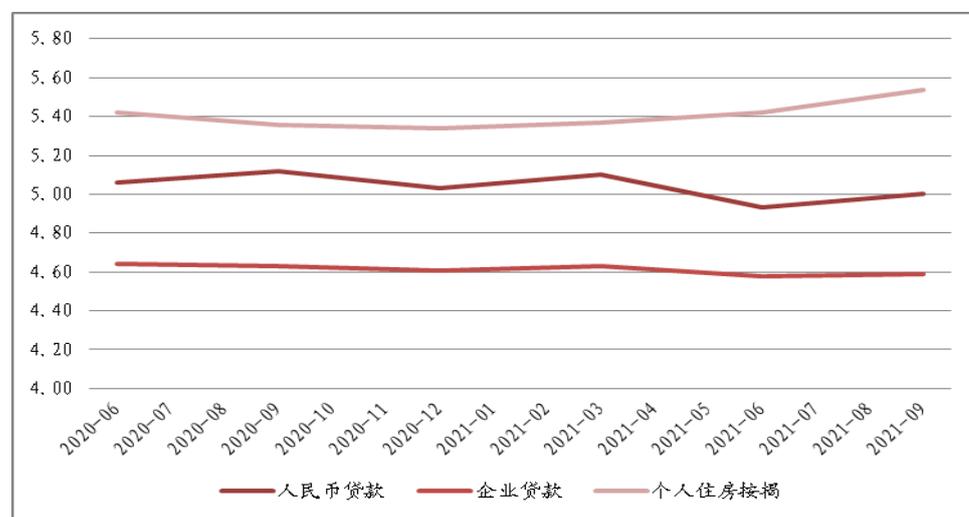
2.2.1 结构性因素影响促使 2021 年 3 季度贷款利率回升

就三季度银行板块的净息差数据看，单季度净息差环比有所回升，主要受益于生息资产端贷款占比的提升以及收益率的回升推动，其中结构性因素的贡献相对更高。而累计值看，或有企稳趋势。从公布三季度净息差的 22 家银行数据看，3 家银行的净息差较二季度回升，3 家银行净息差与二季度持平，其余各家银行虽然环比下行，但

根据央行发布的 2021 年 3 季度《中国货币政策执行报告》数据显示，9 月新发放贷

款加权平均利率环比有所回升，其中，企业贷款利率回升1BP，个人住房按揭贷款回升12BP。3季度贷款利率回升，主要是受贷款投放结构性因素的影响。中长期贷款占比提升，提高了贷款端的整体定价。其中，三季度新增中长期贷款占比达到75.8%，较二季度上升5个百分点。

图表9: 贷款加权平均利率 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

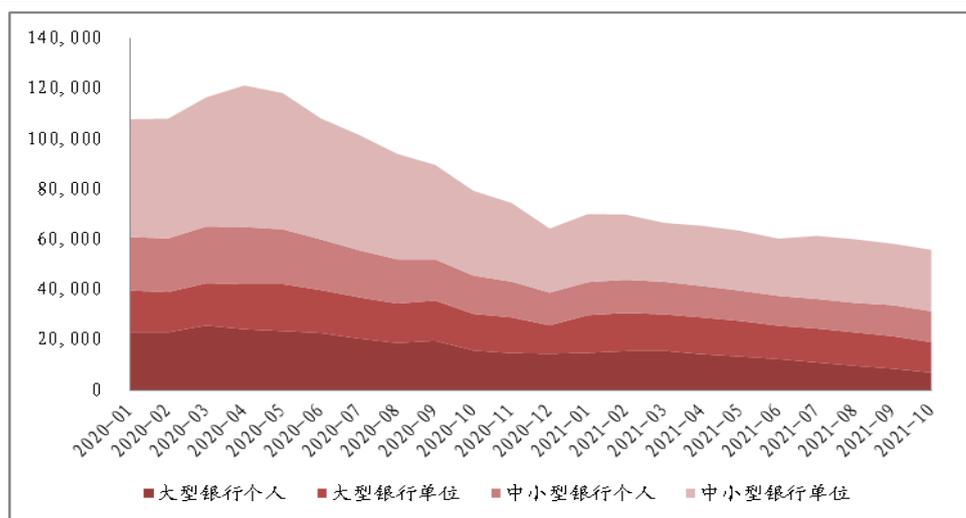
根据央行发布的2021年3季度《中国货币政策执行报告》数据显示, 9月新发生定期存款5.6万亿元, 加权平均利率为2.21%, 较5月下降28BP, 存款利率改革起到了一定的效果, 其中长期存款利率降幅最为明显。

2.2.2 2022 年贷款端定价仍有下行压力, 净息差或稳中微降

过往经验表明, 经济下行周期中, 银行本身风险偏好将下降, 需要更高的贷款利率来覆盖坏账率上升的风险。不过长周期的角度看, 结合2022年政策导向以及潜在的“优质资产荒”问题。预计整体信贷定价仍有下行压力。

结合2021年以来高息存款压降红利基本释放完毕。2022年银行负债端存款成本的竞争压力仍较大, 成本易上难下。

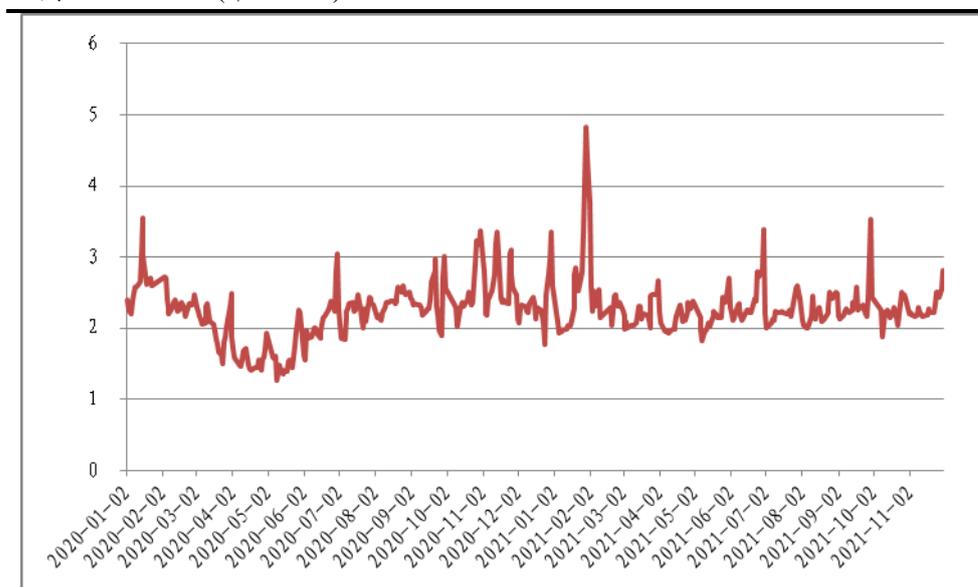
图表10: 结构性存款 (单位: 亿元)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

从10月降准后, 流动性并没有明显宽松, 市场利率基本保持稳定并未下行。利差方面仍然维持收窄的状态。因此, 综合资产负债端的走势预判, 我们预计净息差仍有下行压力, 不过降幅或边际收窄, 有望在2022年下半年逐步企稳。

图表11: DR007(单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

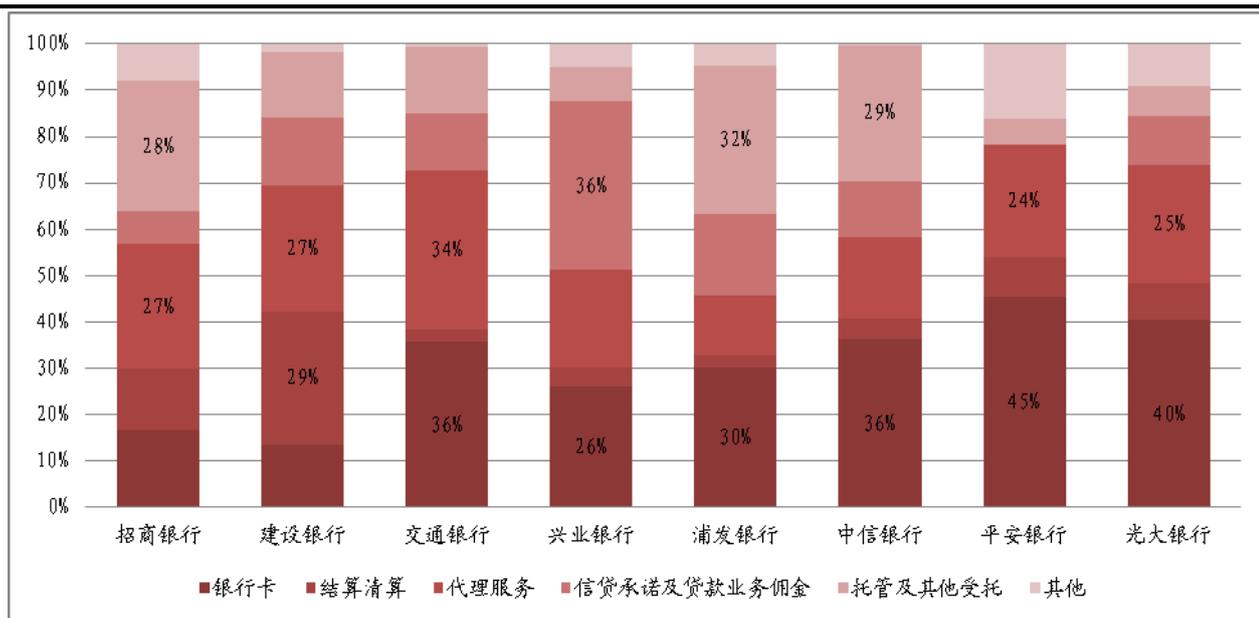
2.3 预计 2022 年手续费净收入仍可保持高速增长

2021年前三季度, 部分银行手续费收入实现较快增长, 对营收的贡献随之提升。传统手续费收入主要来源于银行卡业务收入、财富管理相关业务收入以及投行相关业务收入。2021年手续费收入的高速增长, 主要受益于财富管理相关业务收入增长的贡

潜在的负面影响弱

化, 或将再次助力整个手续费收入高速增长。

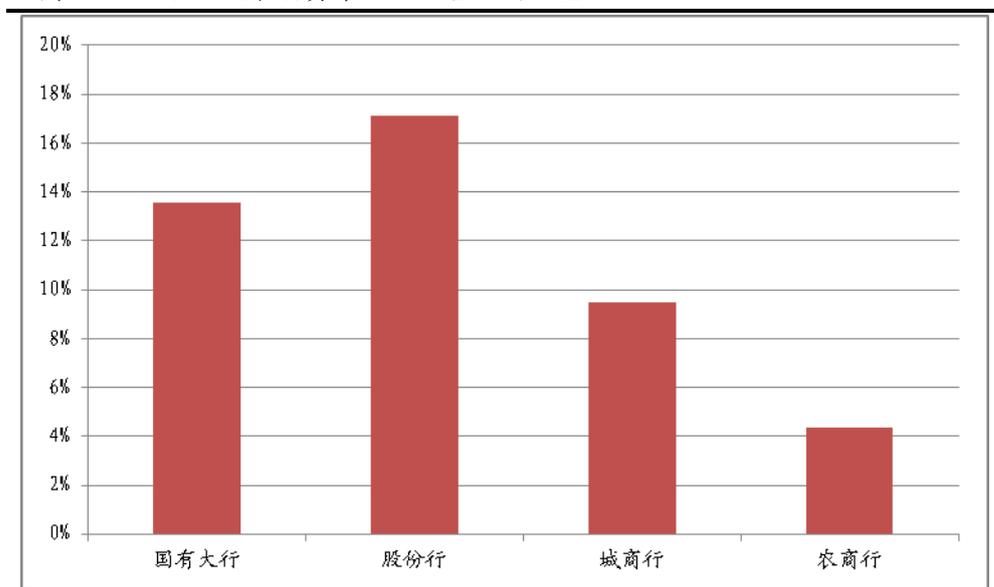
图表12: 8家银行2021年中期手续费收入构成(单位: %)



资料来源: 各家银行财报, 万联证券研究所

观察各子板块数据, 股份行和国有大行手续费收入的占比, 明显高于城商行和农商行。这主要与此前的业务发展定位以及前期的投入有关。结合上述对手续费收入重要来源的分析, 持续布局零售以及财富管理业务, 并加大投入, 是未来几年各家银行的发力重点。

图表13: 各子板块手续费净收入占营收的比重



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

另外, 各家银行的理财子公司已经陆续成立, 将进一步助力手续费收入的快速增长, 而市场集中度也将在市场的激烈竞争中快速提升。目前看, 部分在所在区域有影

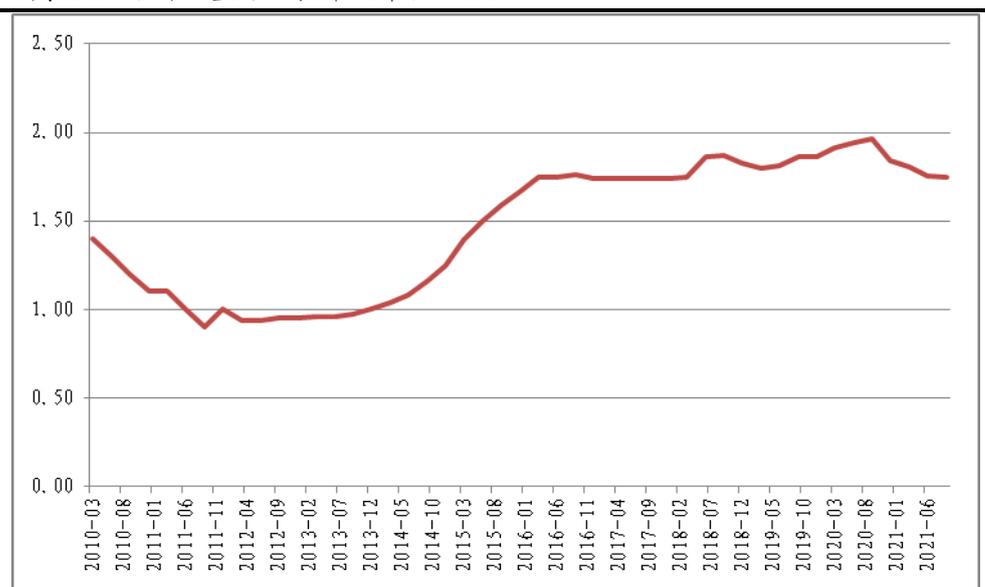
3 板块低估值或已隐含潜在风险

3.1 整体资产质量改善，行业内部分化

三季度末，上市银行整体不良率继续环比改善，但是降幅趋缓。三季度末，上市40家银行的不良率为1.39%，环比下行2BP。其中，有3家银行环比上行，7家银行环比持平，其他各家均环比下降。而实现不良双降的有16家银行。

从整个行业的数据看，三季度末不良率为1.75%，环比下行1BP，分子板块看，国有大行和股份行不良率均环比下行，城商行环比持平，而农商行环比上行1BP。

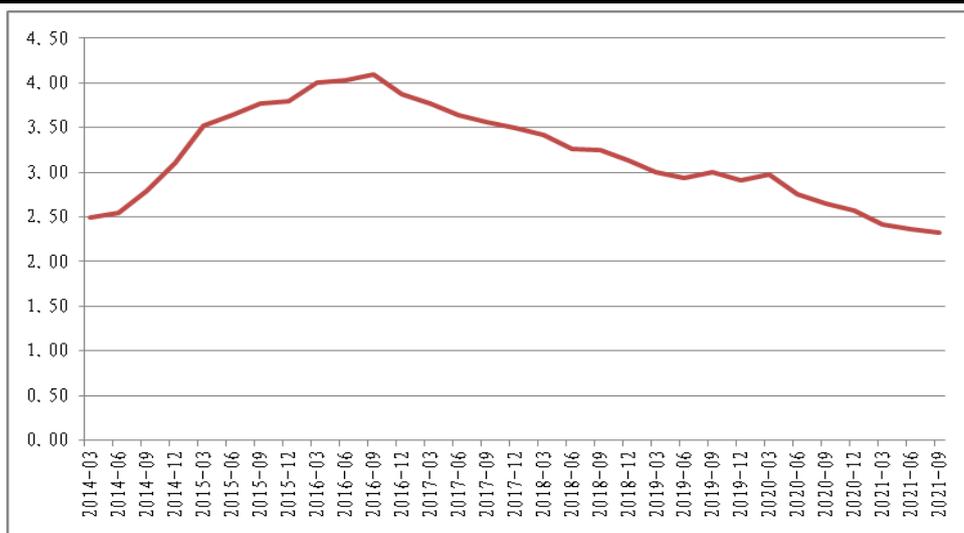
图表14: 银行业整体不良率 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

其他资产质量相关指标，关注率在二季度末仍保持下行态势。跟踪部分公布三季度关注率数据的银行看，部分银行关注率受部分房地产项目的影 响，关注率数据有明显上升。不良净生成率指标看，部分银行环比数据也有所回升。而从整个行业的关注率数据看，则仍保持下行态势。

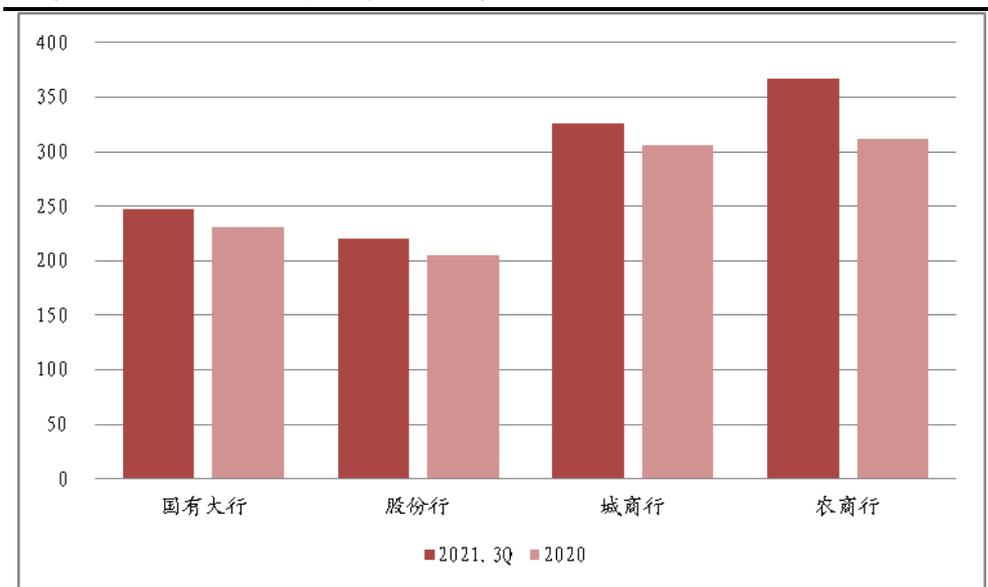
图表15: 整个银行业关注率数据 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

截至2021年三季度末, 上市银行的拨备覆盖率达到297.29%, 较年初上行25.92个百分点。其中, 国有大行提升16.74个百分点, 股份行提升15.06个百分点, 城商行提升20.34个百分点, 农商行提升55.49个百分点。

图表16: 各子板块拨备覆盖率变动 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

3.2 板块估值大幅折价, 或已经隐含潜在风险

关于债务风险问题, 可以从以下几个因素:

首先, 银行板块当前估值静态PB0.63倍, 叠加整体较高的拨备, 我们认为已经基

其次, 贷款的短期波动, 更多的是来自于结构性因素的影响。从下游需求的角度

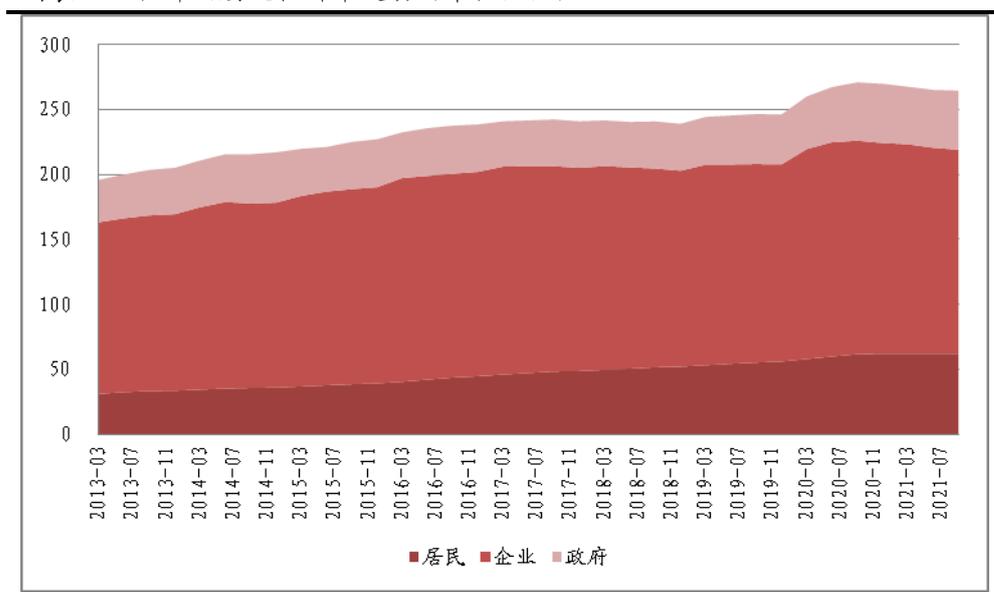
看，仍有一定的支撑。因此，未来信贷的增长或将更加均衡。

第三，从监管的政策角度看，央行提出增强信贷的稳定性，表示中国房地产市场风险总体可控，中长期仍将健康发展，并强调底线思维，增强系统观念，防止在处置其他领域风险的过程中引发次生金融风险。

第四，鉴于近几年来经济发展以及人口流动的区域不平衡性现象，大部分银行都已经对信贷投放政策做了适当调整，叠加较高的拨备覆盖，整体风险可控。

第五，这两年的增量数据看，由于短期增加的杠杆，大部分增加在政府端和居民端，风险相对可控。对银行资产质量的扰动也有限。

图表17: 各部门宏观杠杆率变动(单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

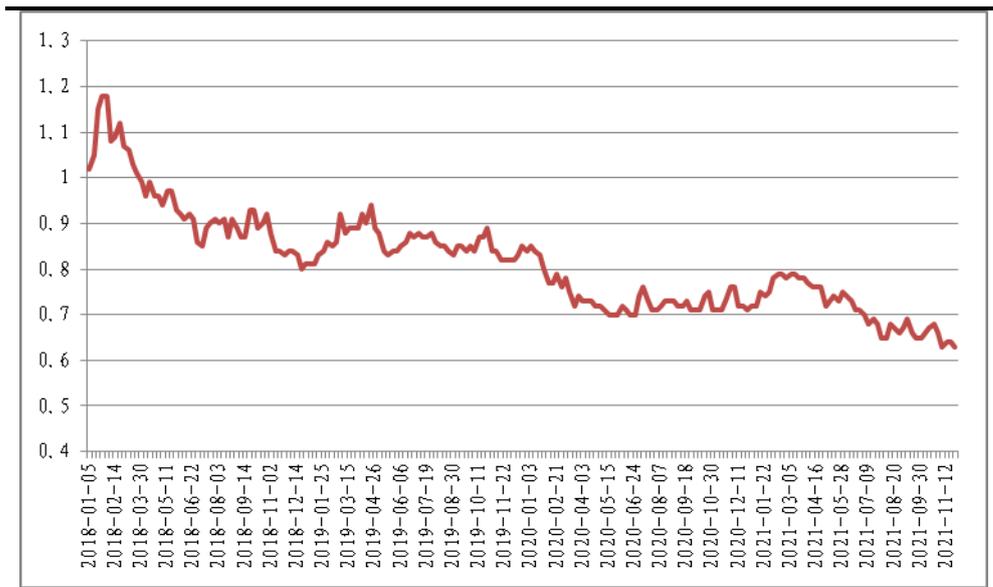
2021年, 部分银行加大了对非信贷类资产的拨备计提力度。考虑到资管新规已经接近尾声, 资产回表也告一段落, 这一部分的拨备或有所降低。综上判断, 我们预计明年拨备计提力度或与今年持平或略低, 对利润端的影响也相对可控。

4 投资建议

4.1 2021年, 板块内明显分化

年初至2021年11月26日, 银行指数(中信)整体上涨0.71%, 跑赢沪深300指数7.44个百分点。当前银行指数对应的静态PB为0.63倍。

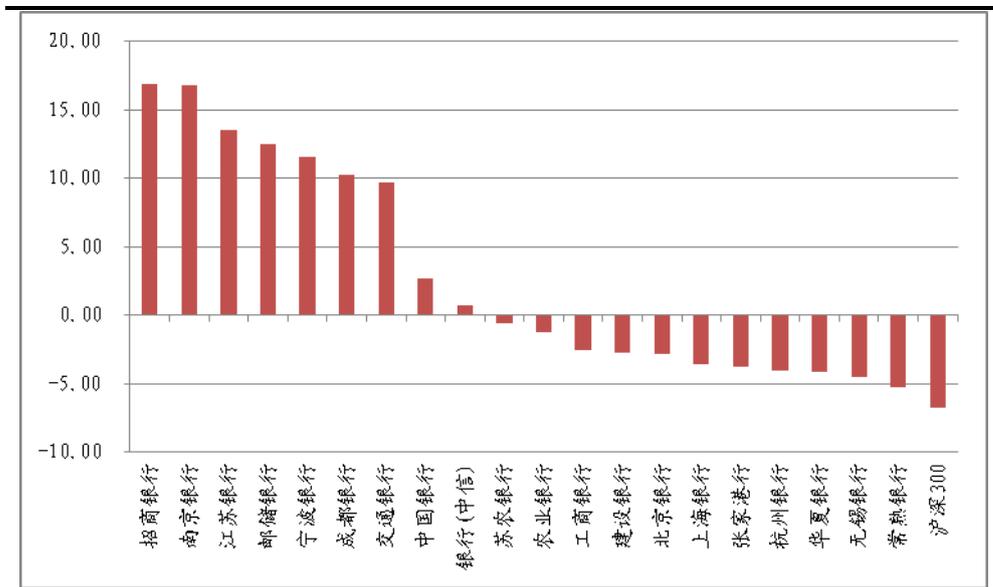
图表18: 板块 PB 估值 (单位: 倍)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

个股方面, 截至11月26日, 有8只个股跑赢银行板块指数; 有19只个股跑赢沪深300指数; 有6只个股涨幅超过10%, 分别为招商银行、南京银行、江苏银行、邮储银行、宁波银行、成都银行。

图表19: 个股市场表现 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

4.2 2022年, 精选弱周期银行及基本面改善银行

回顾我们2021年的银行板块投资策略《估值继续分化》, 我们认为2021年银行业的个股分化趋势不变, 建议关注零售业务占比高、核心负债有优势的银行。

估值提升有限。2022

年2季度前后, 或受资产质量悲观预期的修正, 板块或迎来估值提升的机会。2022年

个股选择上，我们建议关注两条主线：

第一是，受宏观经济下行周期的影响，建议关注相对弱周期且稳定增长的公司。

第二是，关注基本面持续改善，估值有望提升的公司。

5 风险提示

债务风险快速出清，导致信用利差大幅上升。

如果疫情反复造成整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场