

复苏行情，虽迟但到

——2022年银行中期策略报告

余金鑫 S0100521120003

- **今年行情，或会迟到，但不缺席。**最近的4次银行行情中，经济增速、营收增速、利润增速，至少有一个指标向上。因为展望中报，以上三个指标只是触底，还未看到拐点，因此上半年银行走势偏弱。随着疫情解封，宽信用与需求恢复共振，经济于Q3出现拐点的可能较大，从而驱动银行业绩增速触底回升，催化出姗姗来迟的Q3行情。
- **下半年银行板块仍可以期待些什么？**
 - 1) **业绩即将走出高基数区**，规模扩张、中收转折、控制拨备都将有利于业绩表现；
 - 2) 6月比5月更强劲的中长贷恢复态势，佐证进入宽信用的中段，信贷投放意愿与真实投资扩产需求共振，**经济复苏的拐点已出现**；
 - 3) 净息差或已企稳，后续下行空间有限，且可由规模扩张加快来对冲，**净利息收入增速继续上行**；
 - 4) 银行资产结构中不良低发资产占比较高；2020-2021年主动处置不良力度较大，形成不良率的中期下行态势；**信用卡和房地产不良生成或已见顶**。
 - 5) 伴随着股市自4月底以来反弹，公募基金规模增速已触底回升，**代销基金和理财中收从22Q2起回暖**。
- **投资建议：**1) 高扩张城农商看南京银行、宁波银行、成都银行、江苏银行、杭州银行，信贷投放仍旺、转债诉求驱动中报业绩释放超预期；2) 优质股份行看兴业银行、招商银行、平安银行，经济复苏+三重见底(中收增速、地产风险、零售风险)。
- **风险提示：**资产质量恶化，地产风险暴露，宽信用力度不足，稳增长托底效果不佳。



01

板块逻辑

02

投资建议

03

风险提示

CONTENTS

目录



01. 板块逻辑

今年行情，或会迟到，但不缺席

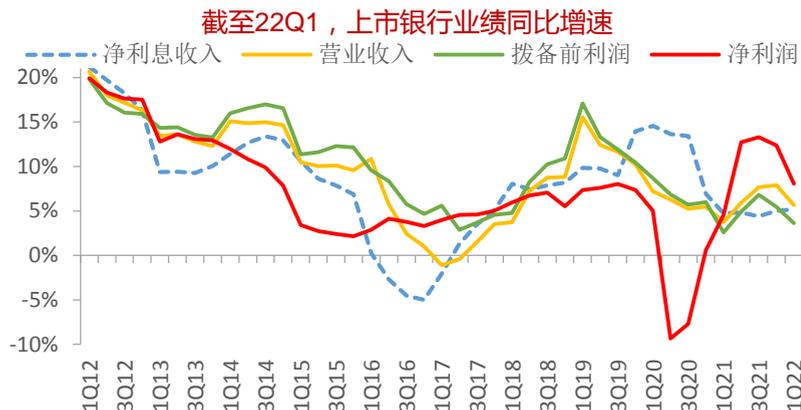
- 最近的4次银行行情中，经济增速、营收增速、利润增速，至少有一个向上。“14-15行情”，银行营收增速上台阶，GDP增速触底回升；“16-17行情”银行营收增速触底回升，利润增速上台阶，GDP增速阶段性转折；“2019行情”，银行营收和GDP增速冲高回落；“2020行情”，银行利润和GDP增速触底回升。
- 展望中报，以上三个指标只是触底，还未看到拐点，因此上半年银行走势偏弱。受4-5月上海疫情封控影响，上半年GDP增速或仍继续筑底，银行的营收和利润增速也在去年高基数影响之下，或环比回落。
- 随着疫情解封，经济或于Q3出现拐点，从而驱动银行营收和归母净利润增速触底回升，催化出Q3行情。

银行板块历史行情与估值PB(LF)

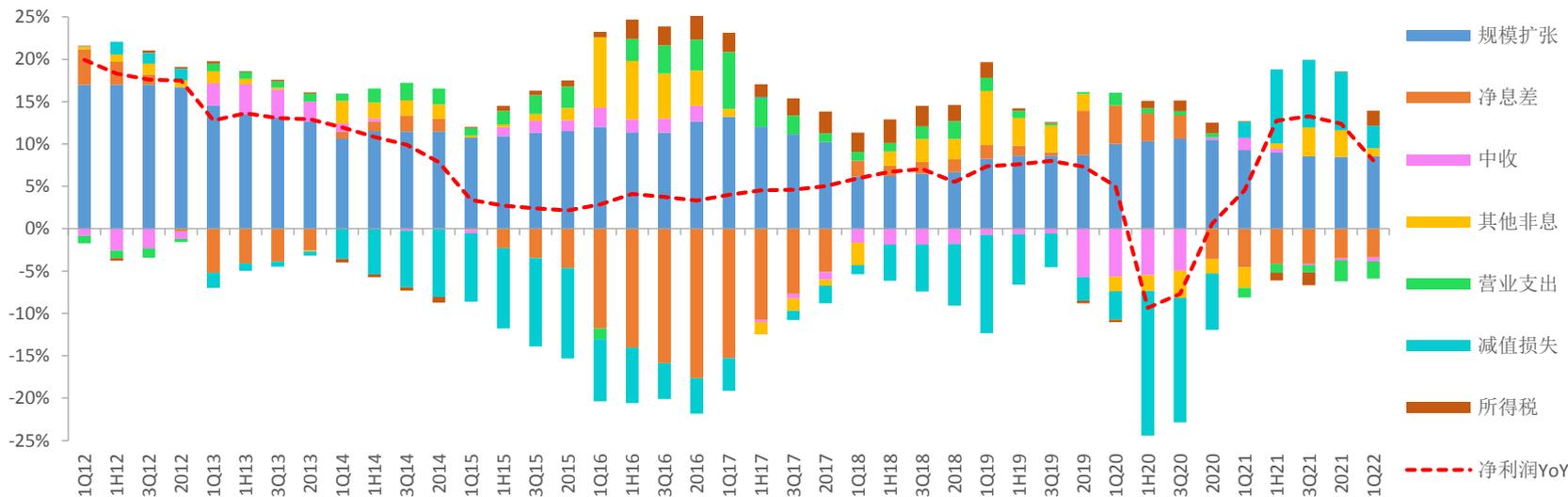


跨过高基数，业绩增速或将企稳

- **业绩增速即将走出高基数区，后续或将企稳。**
21H1、21Q3形成利润增速的高基数，21Q3、2021形成营收增速的高基数，或将造成数据层面上的拖累，但或从22H1开始企稳。
- **规模扩张、中收、拨备反哺将支撑中报业绩。**
22H1社融增速超预期，股市自4月底以来反弹将支撑中收，抑制拨备覆盖率上升利于反哺。



截至22Q1，上市银行净利润同比增速贡献因子拆解



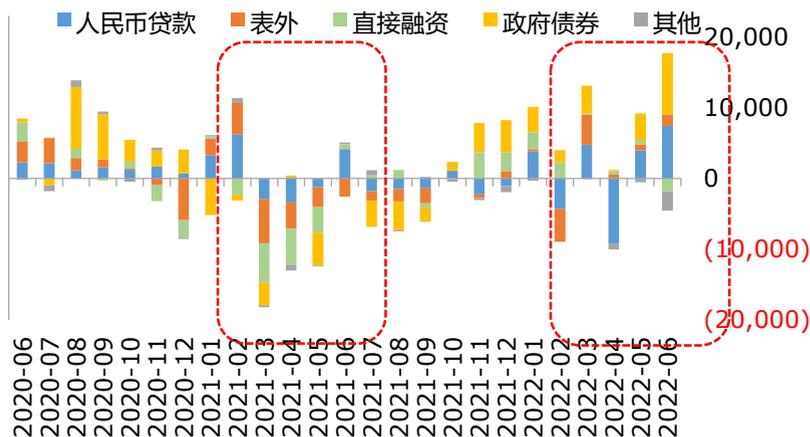
宽信用曙光已现，6月即是拐点

- **6月社融数据传达出的转折含义。**社融和信贷增速连续两月环比回升，信贷和政府债券共多增1.61万亿，比5月份的增量翻倍有余。经济复苏的斜率，可以看得更确定一些、更陡峭一些。
- **企业中长贷大幅多增，居民中长贷亦显著改善。**6月比5月更强劲的中长贷恢复态势，佐证我们开始进入宽信用的中段，信贷投放意愿与真实投资扩产需求共振，经济复苏的拐点已出现。

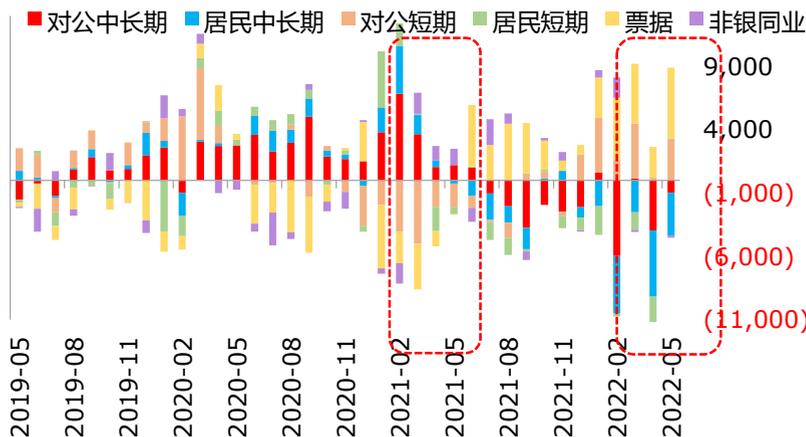
社融、贷款及货币同比增速



新增社融结构：同比多增（亿元）



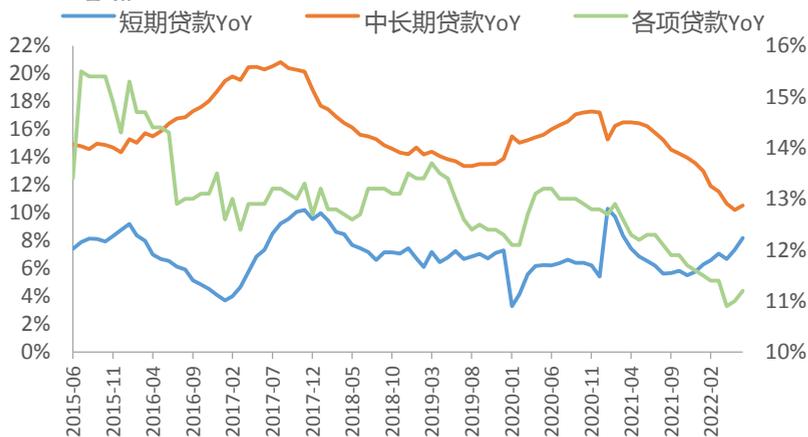
金融机构人民币贷款：同比多增（亿元）



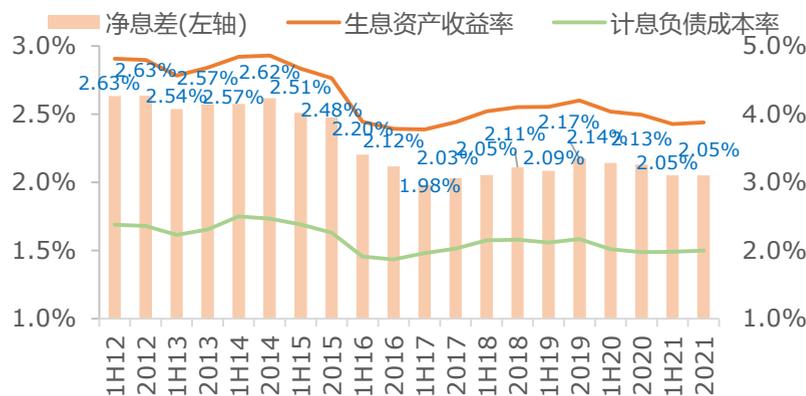
净息差将企稳，利息收入增速向上

- 历史降息经验表明，降息对净息差的影响，当年小于次年。以2020年初降LPR为例，2020年上市银行净息差同比降4BP，2021年同比降8BP。而全年与上半年比较，降幅并不显著。
- 中长期贷款增速出现拐点，预示贷款收益率企稳。
- 规模扩张提速，可轻松对冲净息差下降。对规模扩张和净息差变动的敏感性分析显示，我们假设条件中最坏情形下，净利息收入增速仍是向上的。

贷款同比增速已出现转机：短期 vs 中长期



净息差两端分解：上市银行



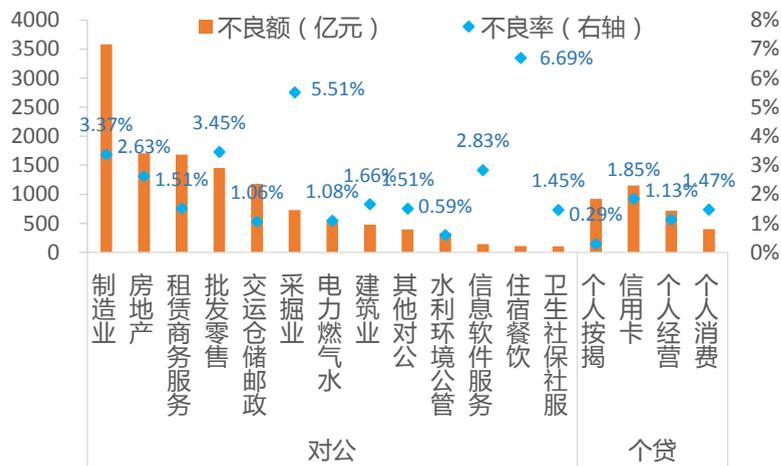
规模扩张和净息差变动对净利息收入增速的敏感性分析

净息差变动		降1BP	降3BP	降4BP	降6BP	降8BP
增速变动	资产增速	2022年净利息收入增速预测				
1.0%	9.5%	9.45%	9.41%	9.31%	9.22%	9.13%
0.5%	9.0%	8.96%	8.91%	8.82%	8.74%	8.65%
0.3%	8.8%	8.71%	8.66%	8.58%	8.49%	8.41%
0.0%	8.5%	8.46%	8.42%	8.33%	8.25%	8.17%
-0.3%	8.3%	8.21%	8.17%	8.09%	8.01%	7.93%
-0.5%	8.0%	7.96%	7.92%	7.84%	7.77%	7.69%
-1.0%	7.5%	7.46%	7.43%	7.35%	7.28%	7.21%

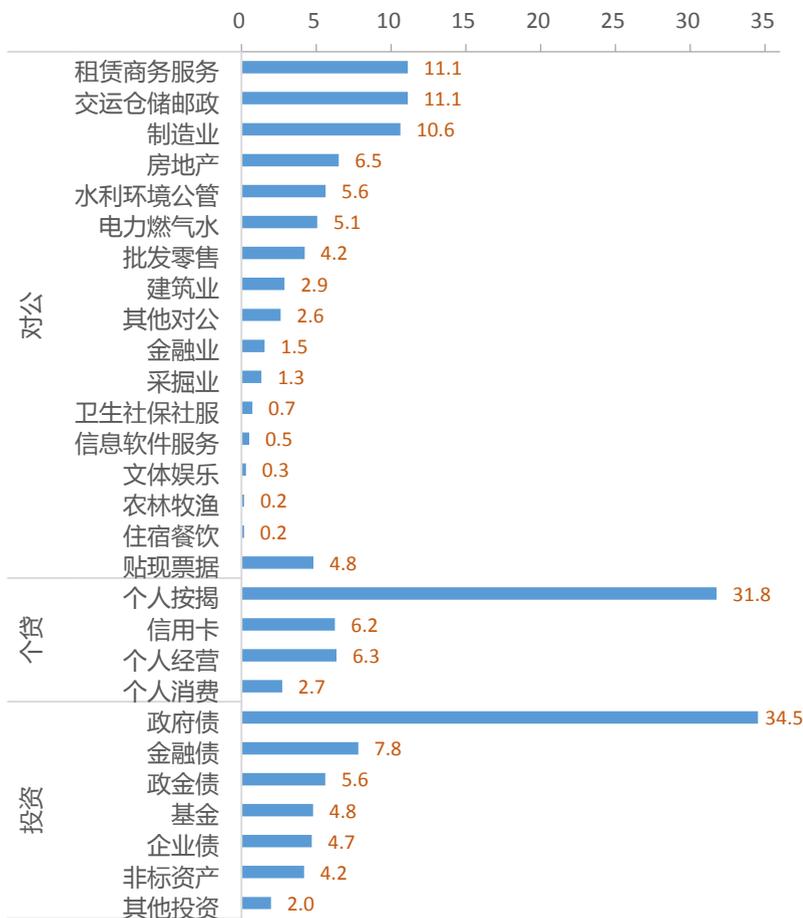
更安全的资产结构

- 资产结构已经今非昔比。截至21年底，贷款中，按揭占比25%，基建类占比25%；金融投资中，政府债占比54%，非标占比7%(15年为25%)。
- 留意贷款敞口较大、不良率上升较快的行业。对公在**房地产业**，21H2上行53BP（制造业、批发零售不良率均在下降）；个贷在**信用卡**，21H2上行26BP（20H1曾上行44BP）。

上市银行分行业不良贷款和不良率（2021年）



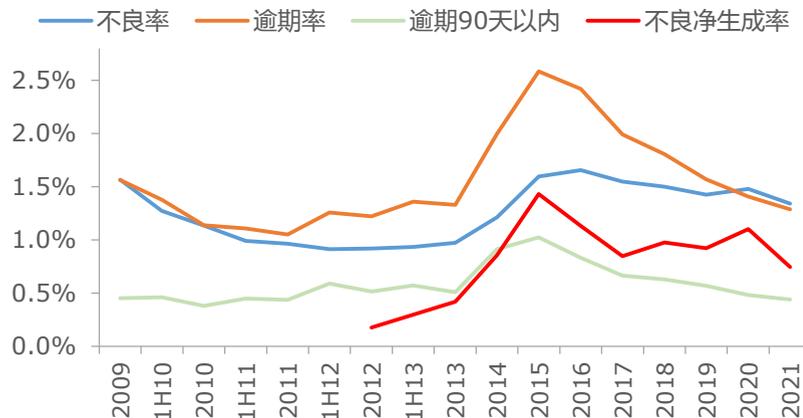
上市银行资产结构（2021年，万亿元）



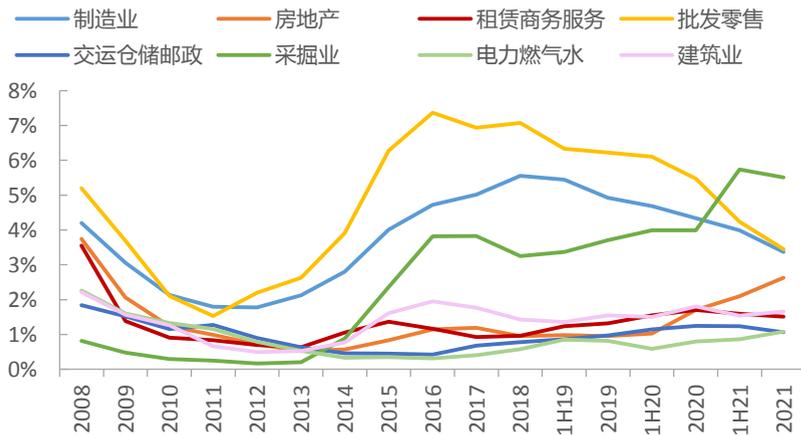
提前处置构成不良率下行期

- 2020-2021年主动处置不良力度较大，形成不良率的中期下行态势。银行业2004-2016年平均处置不良不超过1.0万亿元，2017-2019年平均处置1.9万亿元，而在银保监会倡导下，2020年处置3万亿元，2021年处置3.2万亿元。
- 不良高发行业不良率持续下行。处置速度超过生成速度，会透支未来几年的不良生成量，造成不良率下行态势，短期经济压力不足以改变此趋势。

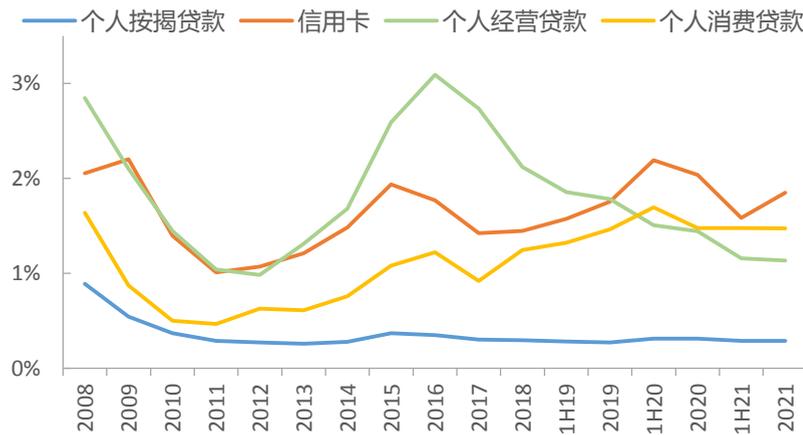
上市银行资产质量指标要结合来看



上市银行：对公各细分行业不良率



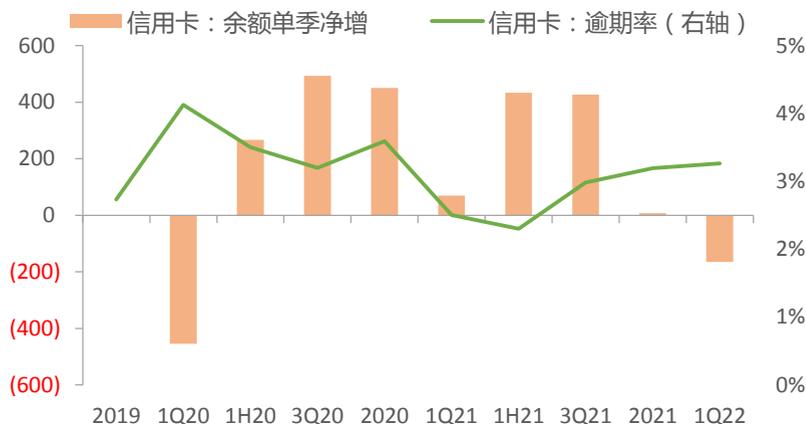
上市银行：个贷各细分类别不良率



信用卡风险：2022 vs 2021

- 今年4-5月份或为信用卡逾期高峰，7-8月份则为不良生成高峰。2020年经验显示，疫情对经济造成压力后：当季信用卡逾期率见顶；下季不良率见顶；此后伴随着处置，不良率将趋于下行。
- 信用卡风险与股份行的关联更大。2021年底信用卡在贷款中占比，平安银行20.3%，招商银行15.1%，光大银行13.5%。信用卡不良生成见顶，意味着对这类银行基本面冲击见顶。

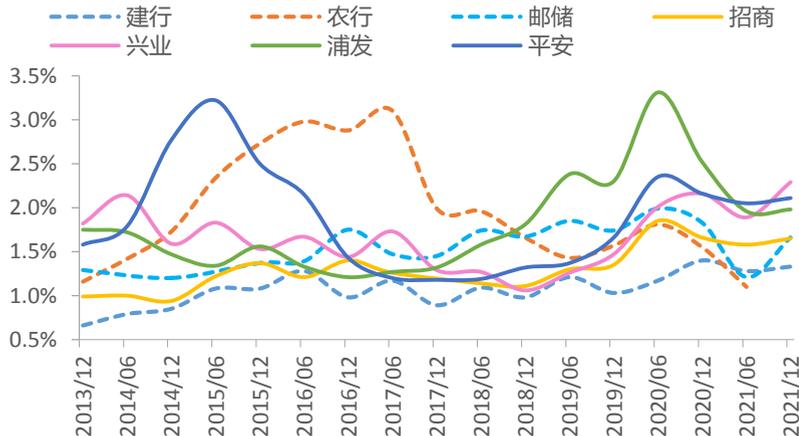
疫情三年间，招商银行信用卡增量及逾期率



上市银行信用卡贷款占比及不良率（2021年）



信用卡不良率(大行/城商用虚线表示)



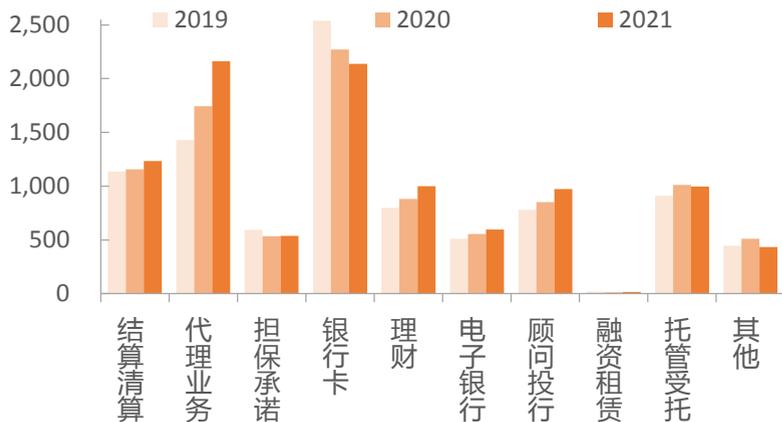
中收增速大概率触底回升

- **中收增速有所回落。** 22Q1上市银行中间业务收入YoY+3.4%，较2021下降3.0 pct，对Q1营收增速构成了拖累。
- **大财富管理已成为中收的重头戏。** A&H上市银行2021年大财富管理业务(代理+理财+托管)在整体中收占比41.2%，是中收的主要构成部分。
- **公募基金规模增速已触底回升。** 这预示着22Q2代销基金收入回暖，或提升代理业务中收表现。

上市银行22Q1中收增速或已触底



最近3年中间业务收入结构(亿元): AH上市行



自4月起,公募基金资产规模增速已触底回升(万亿元)



02. 投资建议

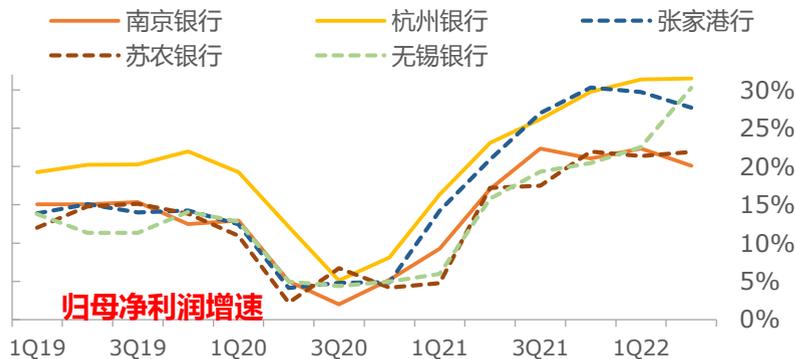
高扩张城农商：转债景气

■ 浙江、江苏、四川贷款增速位列前三甲。2022年5月江苏、四川贷款增速分别为14.8%、14.4%，浙江最新披露为4月份15.5%。

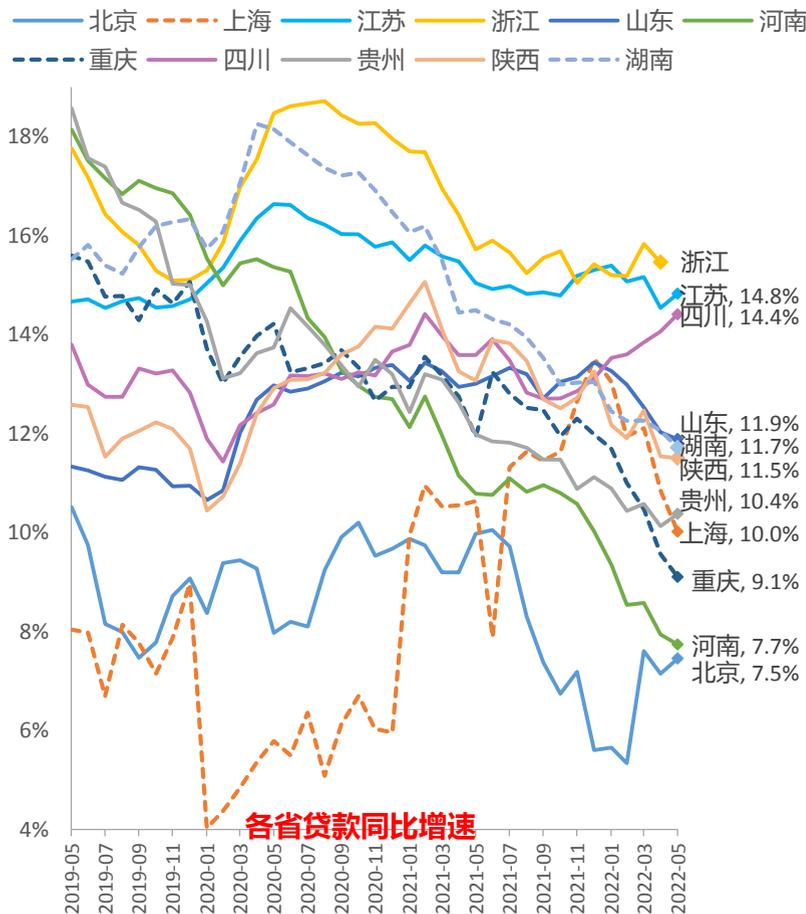
■ 高扩张城农商22H1保持较高的业绩景气。5家发布快报的高扩张代表性银行，22H1的归母净利润增速，仍然分布在20%-32%的区间内。



截至22H1，5份业绩快报披露归母净利润增速



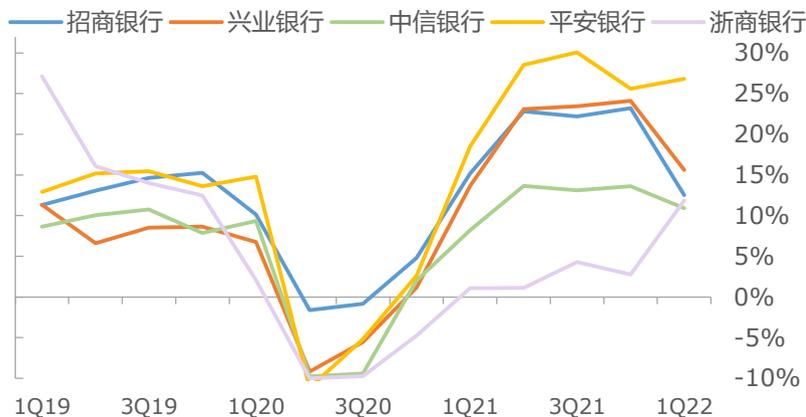
截至2022年3月，各省份贷款同比增速



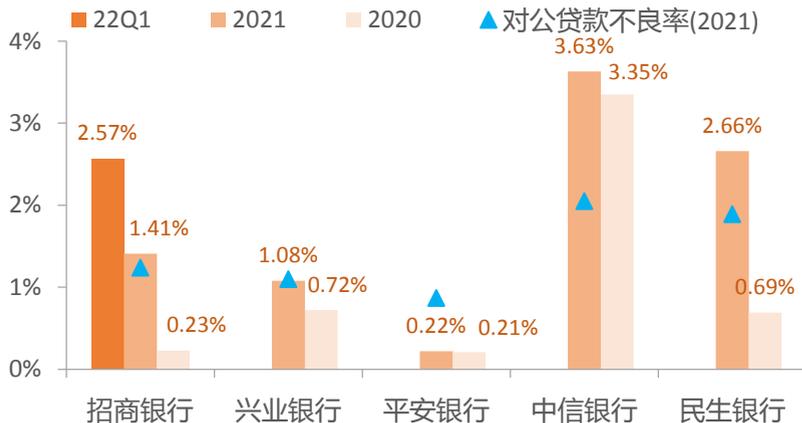
优质股份行：三重见底

- 经济复苏背景下，股份行的“三重见底”：1) 基金销售回暖，**中收增速**见底；2) 政策叠加解封、销售改善，**地产风险**见底；3) 解封促经济活力恢复，**零售风险**见底。中报之后基本面或出现确定性反转，支撑股份行估值修复。
- 优质股份行持续跑输城商行。从2021年10月开始，股份行估值还是落后于城商行，截至22年7月11日，股份行PB为0.65倍，城商行0.77倍。

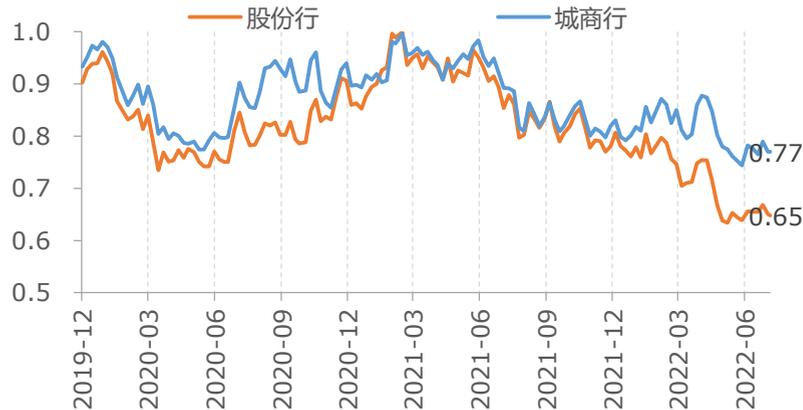
22Q1归母净利润同比增速在10%以上的股份行



股份行对公房地产业不良率 vs 对公整体不良率



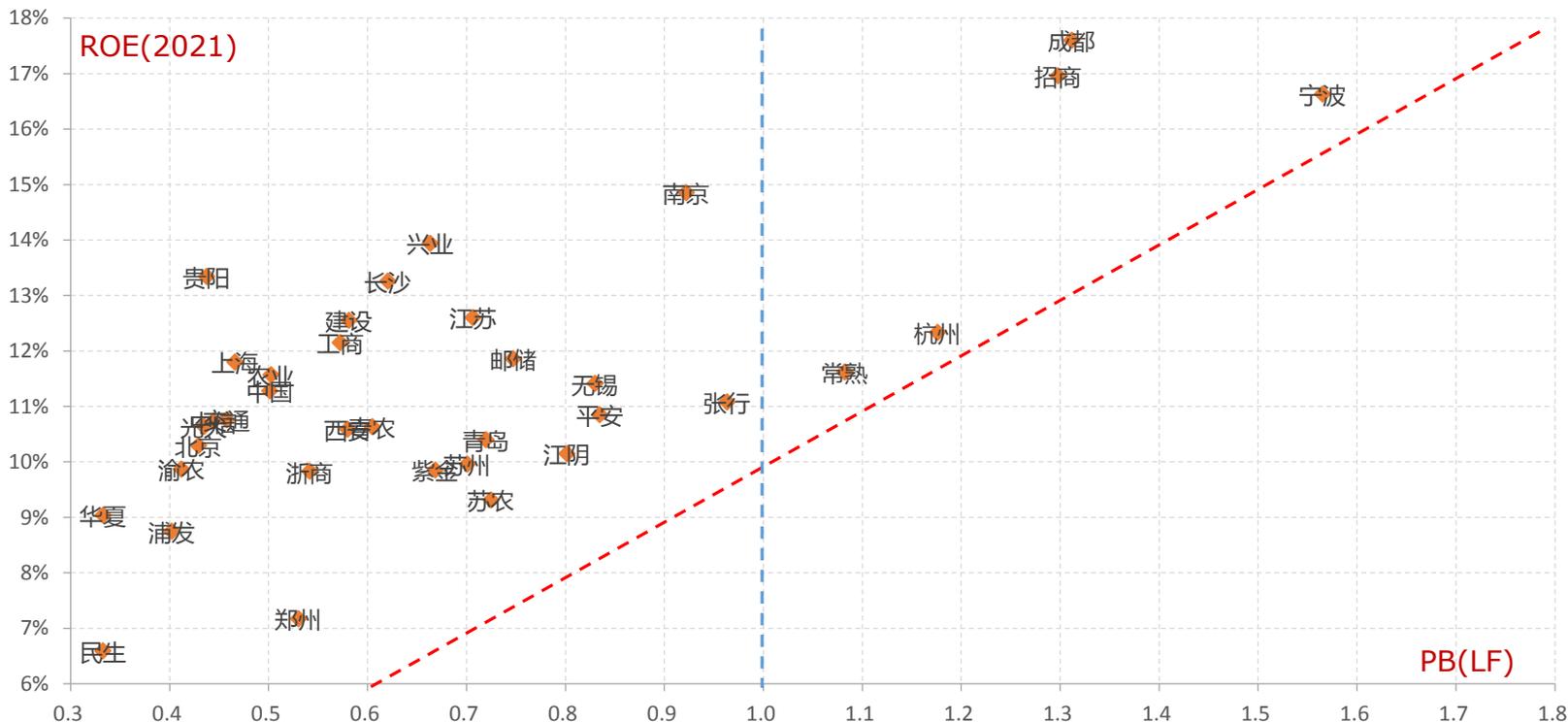
估值对比PB(LF)：股份行 vs 城商行



板块PB-ROE及投资建议

- **主线一**：高扩张城农商，成都银行、南京银行、杭州银行、江苏银行、宁波银行；
- **主线二**：优质股份行，兴业银行、平安银行、招商银行；**主线三**：高景气大行，邮储银行、工商银行。

PB(LF) - ROE对照图 (按2022年7月11日收盘价)



03. 风险提示

风险提示

- **资产质量恶化。**当前经济存在下行风险，可能传导到小微企业、制造业、房地产企业，可能滞后反映在银行报表上，出现不良率、逾期率超预期上升，削弱银行的业绩表现。
- **地产风险暴露。**房地产企业再融资压力较大，若信用环境改善不够，可能导致个别房企、局部项目出现违约风险，可能使银行资产端与地产链相关的企业出现逾期或不良。
- **宽信用力度不足。**经济活力不佳可能使实体经济融资需求进一步收缩，单纯供给侧的利好不足以支撑贷款足量投放，可能约束到银行的资产扩张。
- **稳增长托底效果不佳。**专项债形成投资的节奏不够快，出口和消费可能因为2021年同期高基数的原因而不及预期，对经济前景的悲观可能压低对银行的预期。

THANKS 致谢

民生证券·银行研究团队



分析师 余金鑫

执业证号：S0100521120003

邮件：yujinxin@foundersc.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间	
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间	
	回避	相对基准指数跌幅5%以上	
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间	
	回避	相对基准指数跌幅5%以上	

免责声明：

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。