

银行业

报告日期: 2022 年 8 月 7 日

专题

黎明之前，正向期权

——下半年银行策略：重视优质银行股的反转机会

✎ 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

地产纾困政策逐渐明朗，看好市场化优质银行。

投资要点

核心结论：当下地产纾困政策逐渐明朗，银行板块黎明即将到来，建议积极把握银行股正向期权。个股推荐：兴业银行、平安银行、南京银行。

□ **似曾相识的行情走势：类似 20-21 年**

回顾 2022 年银行股行情，非常类似于 2020 年和 2021 年两轮银行行情走势，预期先乐观、再悲观、后修复。当前处于政策明朗前的预期极度悲观状态。

(1) 2020 年：①乐观阶段：2019 年 9 月中至 2020 年初，经济企稳向好，带动银行估值修复，银行指数上涨 12.2%；②悲观阶段：2020 年初至 2020 年 9 月末，受疫情冲击、银行让利担忧发酵，银行利润增速大幅下行影响，银行指数下跌 10.7%；③修复阶段：2020 年 10 月初至 2021 年 5 月末，疫情冲击消退，叠加银行让利情况明确、利润增速回升，银行指数上涨 24.2%。

(2) 2021 年：①乐观阶段：与 2020 年修复阶段重合；②悲观阶段：2021 年 5 月底至 2021 年 12 月底，信贷社融数据走弱，经济预期走弱，叠加市场对地产风险担忧持续发酵，银行指数震荡下行，累计下跌 12.0%；③修复阶段：2021 年 12 月底至 2022 年 2 月中，中央经济工作会议定调稳增长，2022 年初信贷社融数据超预期，经济预期向好，银行指数累计上涨 9.2%。

(3) 2022 年：①乐观阶段：与 2021 年修复阶段重合。②悲观阶段：2022 年 2 月中至今，俄乌战争、上海疫情、按揭停贷扰动行情，银行指数下跌 15.3%。

□ **银行估值已反映预期：地产极度悲观**

当前银行板块的估值已经充分反映市场悲观预期。①估值来到历史低位。截至 2022 年 8 月 5 日收盘，银行指数 PB (1f) 估值仅 0.56x，处于过去 5 年的最低位；②充分反映悲观预期。如将当前 PB 较 1x PB 的差距，视为市场认为的银行股未反映在报表的不良水平，则当前估值对应的隐含不良率已达 17.60%。

□ **未来潜在两大催化剂：政策与交易面**

展望 2022 年下半年，银行股有望迎来地产纾困政策和交易结构改善双重利好。

(1) 房地产纾困政策明朗。①托底地产重要且必要。截至 2022 年 6 月末，测算地产链相关资产占银行总资产比例达 34%，同时根据许宪春、贾海、李皎等 (2015) 测算，2013 年房地产行业贡献 GDP 的 15%，贡献 GDP 增长的 29%，如地产风险失控，可能导致经济显著承压和系统性金融风险暴露。当前地产销售持续下行、保交房压力上升，亟需纾困政策托底。②监管已释放积极信号。728 政治局会议，提出地产风险化解要“压实地方政府责任”，明确“因城施策用足用好政策工具箱”的化解思路，郑州等地已出台方案。如郑州市近日印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，拟成立 100 亿元地产纾困基金。

(2) 交易结构改善的潜力。①内资：22H1 末，主动型基金重仓持股占上市银行自由流通盘比重 2.9%。22H1 末，主动型基金重仓银行股的比例仅 2.7%，处于历史低位；②外资：截至 2022 年 8 月 5 日，北上资金占上市银行自由流通盘比重 7%。7 月以来，受地产风险担忧影响，北上资金持续流出银行股。展望未来，根据浙商证券宏观团队观点，美元预计将逐步拐头向下。随着地产纾困政策明朗化、美元走势拐点向下，北上资金流出态势有望缓解。

□ **风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。**

相关报告

- 1《江浙中小银行业绩超预期——8 家上市银行 22H1 业绩快报点评》2022.07.18
- 2《停贷风波：影响有限，误解较深——市场焦点五问五答》2022.07.18
- 3《又到配银行股的时候了——首选高弹性的兴业/平安/南京》2022.06.15
- 4《信贷社融有望迎来小阳春——5 月信贷社融前瞻》2022.06.05

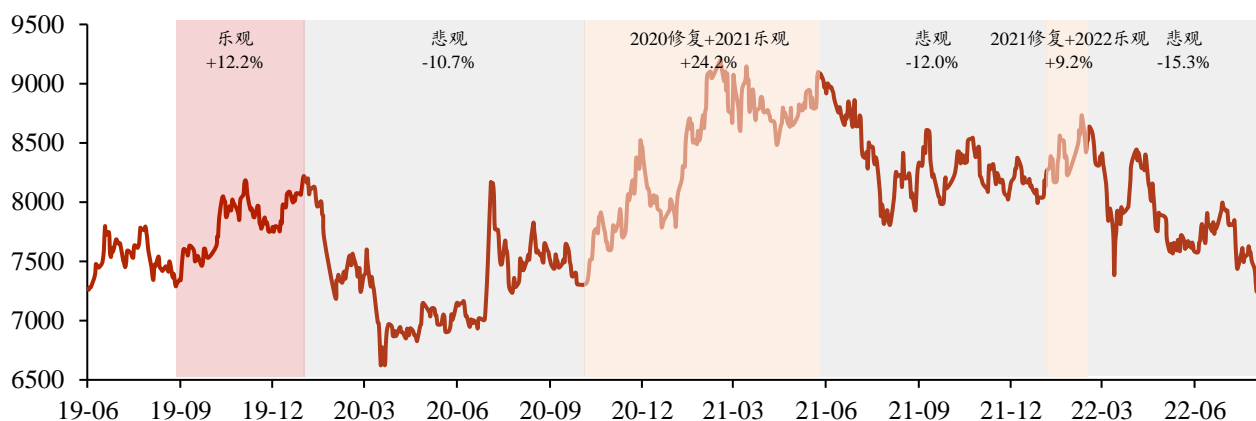
报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇

行业公司研究——银行行业一

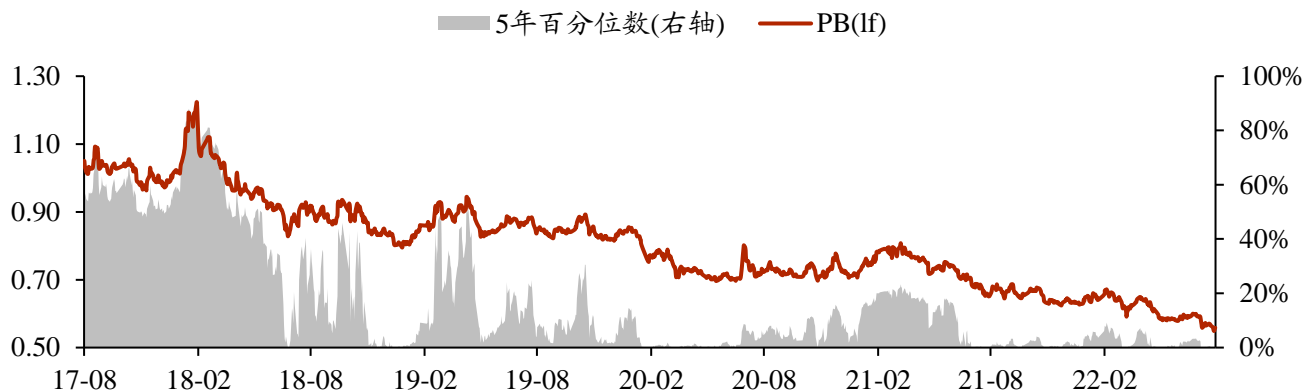
证券研究报告

图 1：2019-2022 年银行行情复盘



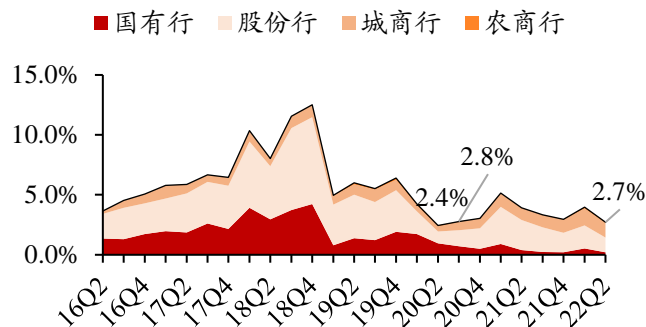
资料来源：wind，浙商证券研究所。注：数据截至 2022 年 8 月 5 日。

图 2：银行指数 PB 估值已经来到历史底部



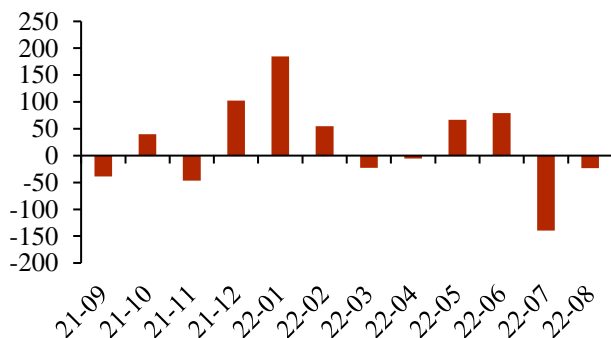
资料来源：wind，浙商证券研究所。注：截至 2022 年 8 月 5 日。

图 3：22Q2 末，主动型基金重仓持股银行比例降至历史低位



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：数据口径为普通股票型+混合型基金数据。

图 4：2022 年 7 月以来，北上资金持续流出银行板块



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：数据截至 2022 年 8 月 5 日，单位亿元。

表 1：22H1 末，银行业地产链相关敞口

主体	房地产商	供应商	购房居民	地方政府	
类型	开发贷	供应链贷款	按揭	政信贷款	城投债
余额（亿元）	124,900	13,910	388,600	367,124	136,752
占总贷款	6.1%	0.7%	18.8%	17.8%	n.a
占总资产	4.1%	0.5%	12.8%	12.1%	4.5%

资料来源：wind，浙商证券研究所。备注：政信类贷款=电力、热力、燃气及水的生产和供应业+交通运输、仓储和邮政业+水利、环境和公共设施管理业贷款，使用上市银行 2021 年末对应贷款占比*2022 年 6 月末人民币信贷余额测算。供应链贷款=2021 年末上市银行建筑业贷款占比*（2021 年房地产开发投资完成额/固定资产投资完成额）*2022 年 6 月末人民币信贷余额。

表 2：PB 估值潜在不良测算

	项目	余额
	22Q1 末上市银行净资产	167,874
-	上市银行最新市值	85,291
=	净资产较市值的差值	82,583
+	22Q1 末上市银行拨备余额	43,651
=	估值隐含不良对应净资产损失	126,234
÷	1-不良回收率 30%	70%
÷	1-税率 25%	75%
=	估值隐含不良余额	240,445
÷	22Q1 末贷款总额	1,366,322
=	隐含不良率	17.60%
	22Q1 末实际不良率	1.33%

资料来源：wind，浙商证券研究所。样本为上市银行，假设所得税率 25%、不良资产回收率 30%，市值截至 2022 年 8 月 5 日。

表 3：各地已经出台的地产纾困政策

省份	市/县	纾困政策	具体内容
河南	商丘市	明确意见	商丘市会商研判 11 个问题楼盘，明确化解处理意见。
	平顶山市	设立专班	平顶山市通过“一楼一策一专班”，优化处置方案。
	洛阳市瀍河回族区	县级领导分包具体项目	洛阳市瀍河回族区召开问题楼盘化解处置会，县级领导分包到具体项目。
	郑州市	成立专项纾困基金	郑州市地产集团联手河南资产成立纾困基金，参与问题楼盘处置、整合、重组。 郑州市印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，拟成立 100 亿元地产纾困基金。
	开封市城乡一体化示范区	国有平台公司帮助融资	开封市城乡一体化示范区住建局通过区国有平台公司帮助企业融资，加快施工进度。
	遂宁市	县领导一对一挂联	遂宁市将 83 个在建和待建项目纳入挂联范围，每个项目由一名县级领导一对一挂联。
四川	绵阳市盐亭县	召开工作会	绵阳市盐亭县召开问题楼盘化解处置工作推进会，加快推进问题楼盘的化解处置工作。

凉山彝族 自治州冕宁县	设立专班	凉山彝族自治州冕宁县形成专班, 落实“一盘一策一领导”机制, 限期处置问题楼盘。
云南 楚雄市	多条措施	楚雄市近期出台 15 条暖企纾困措施。
陕西 咸阳市	各个科室一对一帮扶	咸阳市召集房地产企业展开约谈, 一个科室帮扶一家企业。
重庆 重庆市高新区	专班督察	重庆市高新区建设局成立房地产问题项目风险化解处置小组、安排专班跟进项目进度。

资料来源: 中新经纬, 新京报, 华夏时报, 人民网, 河南省郑州市人民政府, 四川省遂宁市住房城乡建设局, 云南省楚雄市人民政府, 四川省凉山彝族自治州冕宁县人民政府, 河南省洛阳市瀍河回族区人民政府, 河南省平顶山市住建局, 陕西省咸阳市住建局, 浙商证券研究所。

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“本公司”）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