

2022年11月15日

标配

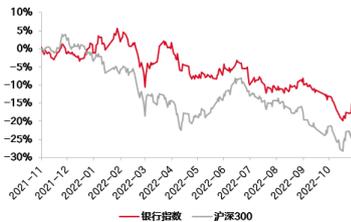
预期明显改善打开估值修复空间

——银行业周报

证券分析师:

 王鸿行 S0630522050001
 whxing@longone.com.cn

投资要点:



相关研究

- 《银行业点评：住户信贷政策进一步发力可能性加大（10月社融数据简评）—20221110》
- 《银行业周报：低迷市场表现带来布局良机—20221107》
- 《银行业周报：三季度营收增速放缓资产质量压力中体现韧性—20221101》

- **行业投资观点：**近期疫情防控与房地产融资政策的边际变化对银行业预期产生积极影响：疫情防控优化措施催化宏观经济修复预期，房地产开发商融资政策全面转向积极明显改善房地产行业风险担忧。在近期提出的“低迷市场表现带来布局良机”的基础上，认为行业预期明显改善将进一步打开估值修复空间。建议重点逻辑顺畅的江浙地区城农商行（本地实体经济信贷增长强劲且政策支持力度大，规模增长明显快于同行；面临的房地产行业风险相对较小；区域经济发达，资产质量优异，不良率与拨备覆盖率延续改善态势）与估值大幅回落、基本面优异的标杆银行。
- **个股普涨，宁波银行、招商银行领涨。**11月7日至11月11日，银行（中信）指数+3.47%，沪深300指数+0.56%。子版块中，国有行、股份行、城商行、农商行指数分别+1.58%、+4.62%、+3.59%、+1.70%。30个一级行业（中信）中，银行指数位居第7位。个股普涨，前期调整幅度较大的标杆行领涨，宁波银行（+10.18%）、招商银行（+7.43%）、平安银行（+5.64%）、杭州银行（+5.52%）、邮储银行（+5.19%）表现前五；民生银行（+0.29%）、中国银行（+0.66%）、南京银行（+0.72%）、渝农商行（+0.86%）、上海银行（+0.87%）表现后五。截至11月11日，银行指数PE(TTM)为4.18倍，PB(MRQ)为0.49倍，均位于近期所创历史新低附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体PB(MRQ)为0.42倍，该估值水平隐含的不良率为6.3%，较账面不良率高4.9个百分点。
- **同业存单加权发行利率创8月中旬以来最高水平。**11月7日至11月11日，商业银行同业存单发行规模为3441亿元，到期规模4354亿元，净融资-914亿元。各期限同业存单加权平均发行利率环比上行11bp至2.13%。注意到同业存单加权发行利率连续三周保持2%以上，上周进一步上行，创上一次政策利率下调以来（8月中旬）最高水平。
- **住户信贷政策进一步发力可能性加大。**10月社融再现“小月更小”，住户贷款是主要拖累项。住户贷款增量落入我们衡量的悲观情形：继2、4月之后再现收缩。其中，居民短期贷款减少512亿元，中长期贷款增加332亿元，分别同比少增938亿元与3888亿元。10月全国范围内疫情多点并发，对信用卡贷款、消费贷款等短期贷款形成抑制；10月下旬，在销售面积与销售价格的双重压力下，房地产销售额降幅再度扩大，较大程度影响中长期贷款。10月住户贷款年内第三次收缩，表明此前限购松绑和住房贷款利率下降对住户信贷的刺激效果有限，这加大了10-12月住户信贷的不确定性和信贷政策进一步发力的可能性。
- **风险提示：**涉房资产风险大幅上升，宏观经济超预期下滑导致资产质量明显恶化。

正文目录

1. 行业观点：预期明显改善打开估值修复空间	4
2. 行情回顾：宁波银行、招商银行等标杆行领涨	4
3. 同业存单发行情况：发行利率创 8 月中旬以来的最高水平	4
4. 货币政策跟踪：公开市场操作回归常态化	8
5. 10 月社融数据跟踪：住户信贷政策进一步发力可能性加大	8
6. 上市公司跟踪	9
7. 风险提示	10

图表目录

图 1 区间行情跟踪 (2022.11.07-2022.11.11)	5
图 2 银行板块估值跟踪	6
图 3 同业存单发行情况 (2022.11.07-2022.11.13)	7
图 4 公开市场操作跟踪 (2022.10.31-2022.11.11)	8
表 1 重点公司跟踪.....	9

1.行业观点：预期明显改善打开估值修复空间

近期疫情防控与房地产融资政策的边际变化对银行业预期产生积极影响：疫情防控优化措施催化宏观经济修复预期，房地产开发商融资政策全面转向积极明显改善房地产行业风险担忧。在近期提出的“低迷市场表现带来布局良机”的基础上，认为行业预期明显改善将进一步打开估值修复空间。

建议重点逻辑顺畅的江浙地区城农商行（本地实体经济信贷增长强劲且政策支持力度大，规模增长明显快于同行；面临的房地产行业风险相对较小；区域经济发达，资产质量优异，不良率与拨备覆盖率延续改善态势）与估值大幅回落、基本面优异的标杆银行。

建议重点关注标的：

江苏银行：公司是资产规模靠前的城商行，营业网点在江苏省内广泛布局。得益于区域经济优势，公司近年来基本面改善幅度持续好于同行。目前公司资产质量指标已处于同类银行较好水平，30%左右的业绩增速居行业前列。区域内实体经济需求较好，房地产、融资平台重点领域风险好于同业，以上基本盘仍将支撑公司实现较快的规模增长与较好的资产质量。此外，公司目前的估值水平依然较低，具备很高的安全边际。

宁波银行：公司是资产规模靠前的城商行，基本面优异，业绩长期保持高增长，资产质量为上市银行最优水平。完善的公司治理、扎实的区域经济、出色的经营管理能力是公司区别于同行的基因优势。公司所在区域实体经济发达，中小企业客群丰富，规模增长潜力大。近期受市场情绪影响，公司估值水平显著回落，已具备较高的性价比，中长期投资价值凸显。

2.行情回顾：宁波银行、招商银行等标杆行领涨

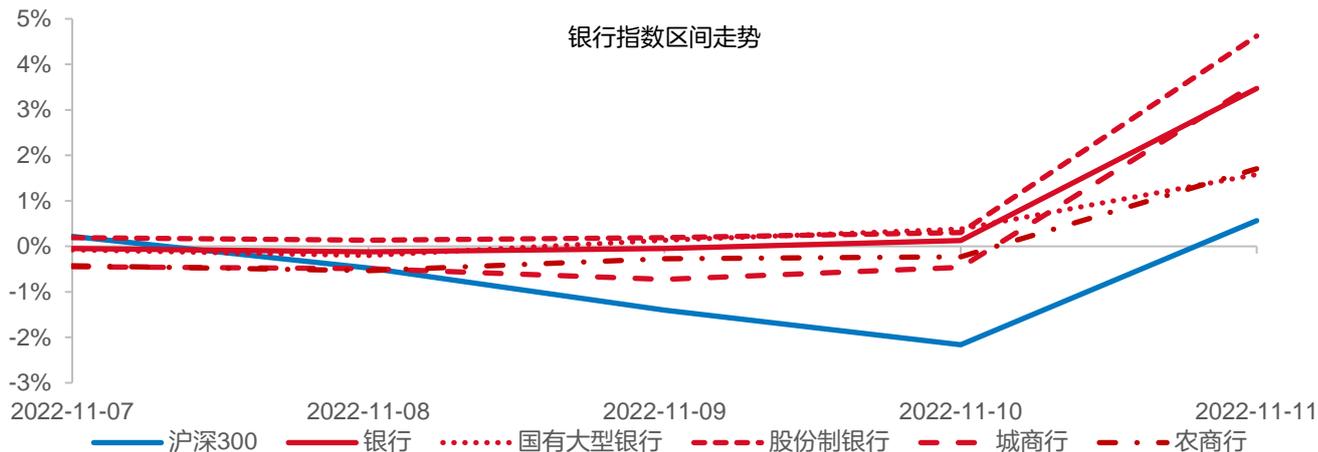
11月7日至11月11日，银行（中信）指数+3.47%，沪深300指数+0.56%。子板块中，国有行指数、股份行指数、城商行指数、农商行指数分别+1.58%、+4.62%、+3.59%、+1.70%。30个一级行业（中信）中，银行指数位居第7位。个股普涨，前期调整幅度较大标杆行领涨，宁波银行（+10.18%）、招商银行（+7.43%）、平安银行（+5.64%）、杭州银行（+5.52%）、邮储银行（+5.19%）表现前五；民生银行（+0.29%）、中国银行（+0.66%）、南京银行（+0.72%）、渝农商行（+0.86%）、上海银行（+0.87%）表现后五。

截至11月11日，银行指数（中信）PE(TTM)为4.18倍，PB(MRQ)为0.49倍，均位于近期所创历史新低附近。将超过不良余额部分的拨备还原为净资产后，上市银行整体PB(MRQ)为0.42倍，该估值水平隐含的不良率为6.3%，较账面不良率高4.9个百分点。

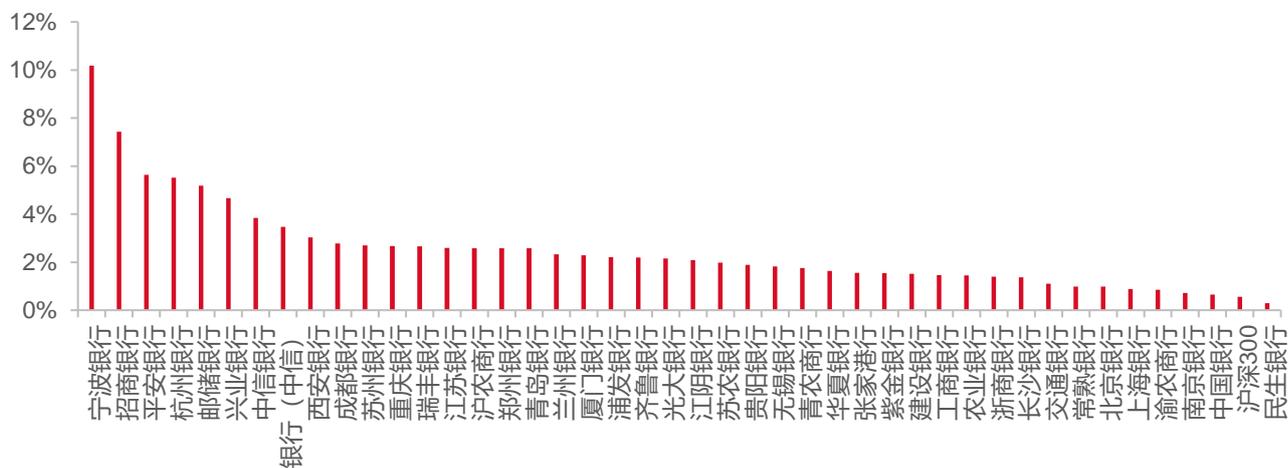
3.同业存单发行情况：发行利率创8月中旬以来的最高水平

11月7日至11月11日，商业银行同业存单发行规模为3441亿元，到期规模4354亿元，净融资-914亿元。各期限同业存单加权平均发行利率环比上行11bp至2.13%。注意到同业存单加权发行利率连续三周保持2%以上，上周进一步上行，创上一次政策利率下调以来（8月中旬）最高水平。

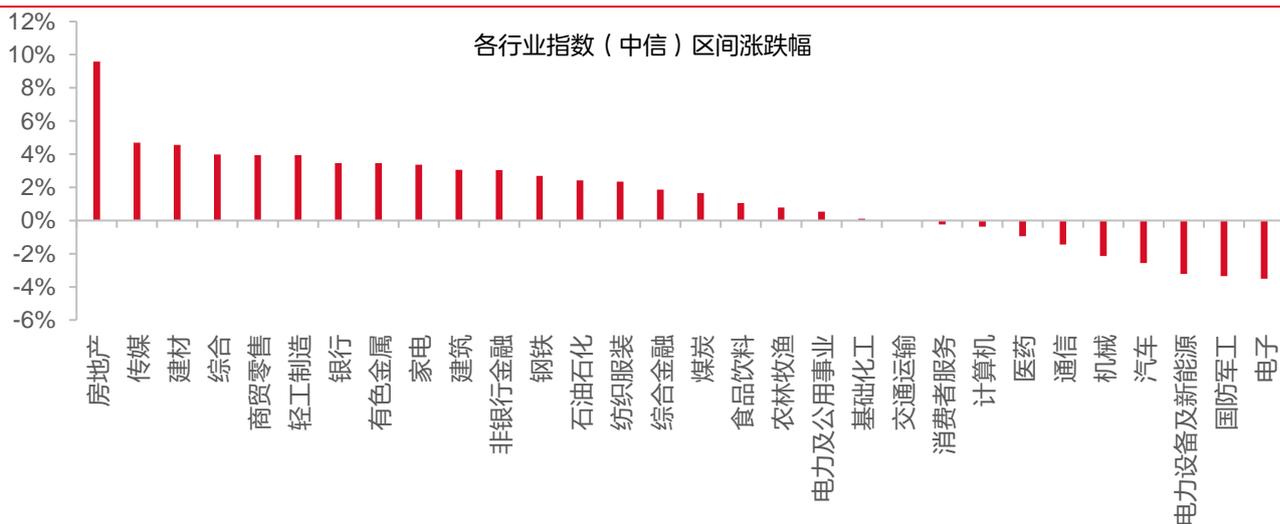
图1 区间行情跟踪 (2022.11.07-2022.11.11)



上市银行区间涨跌幅



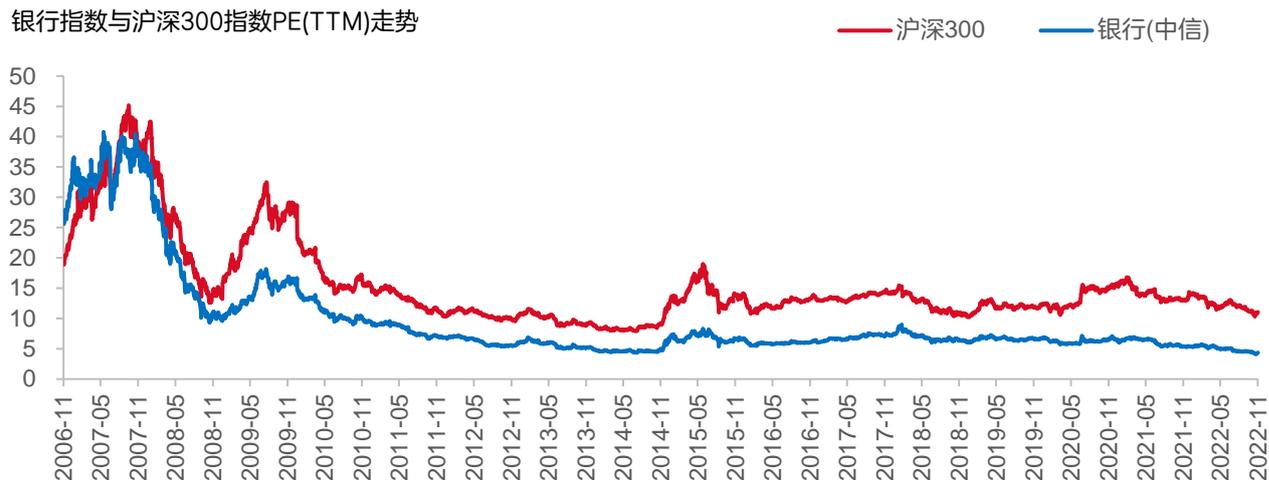
各行业指数(中信)区间涨跌幅



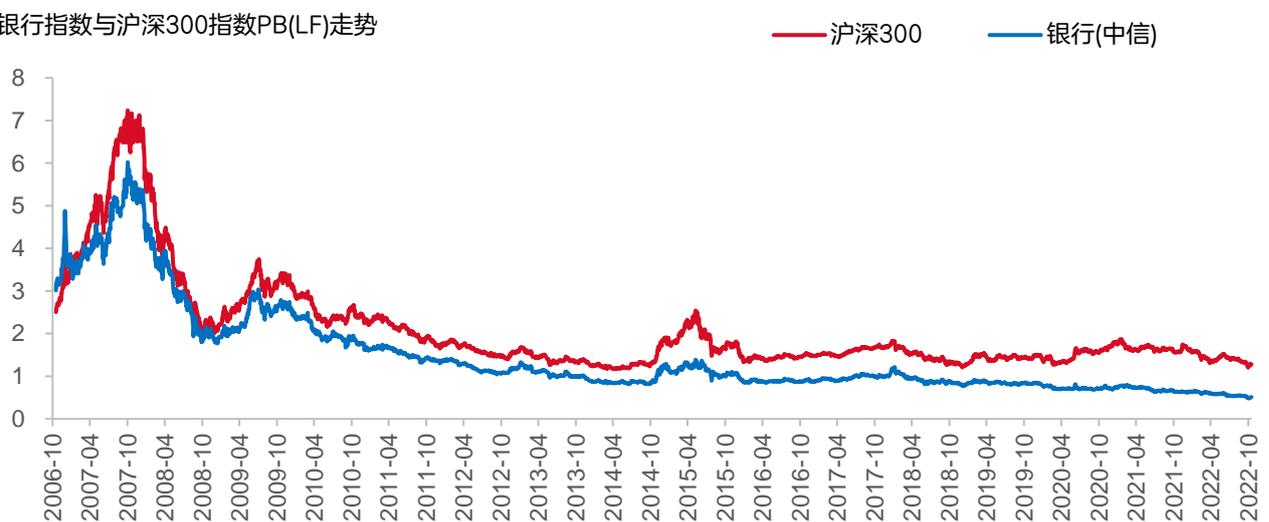
资料来源: iFinD, 东海证券研究所

图2 银行板块估值跟踪

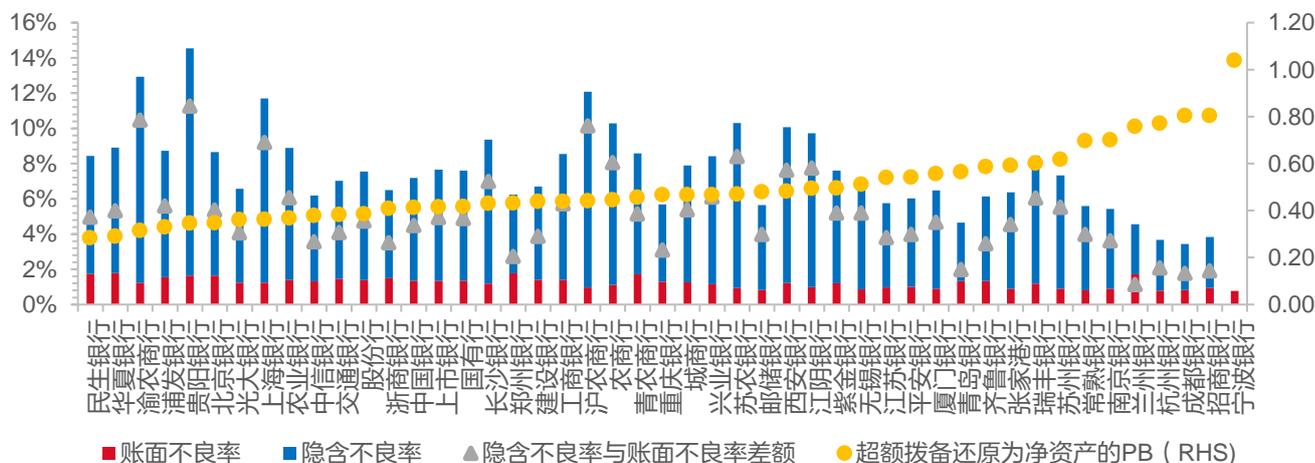
银行指数与沪深300指数PE(TTM)走势



银行指数与沪深300指数PB(LF)走势

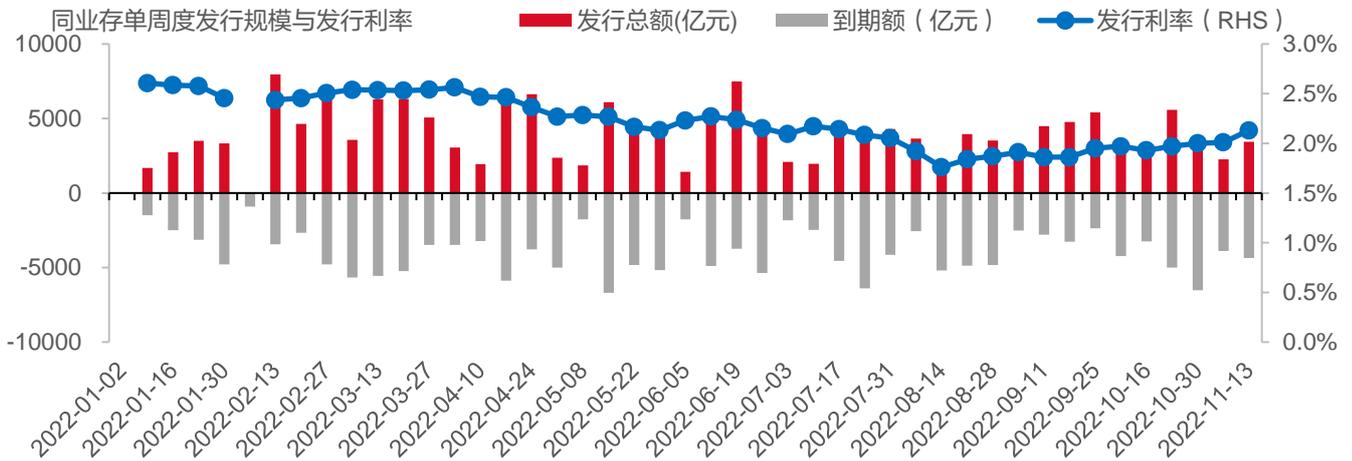
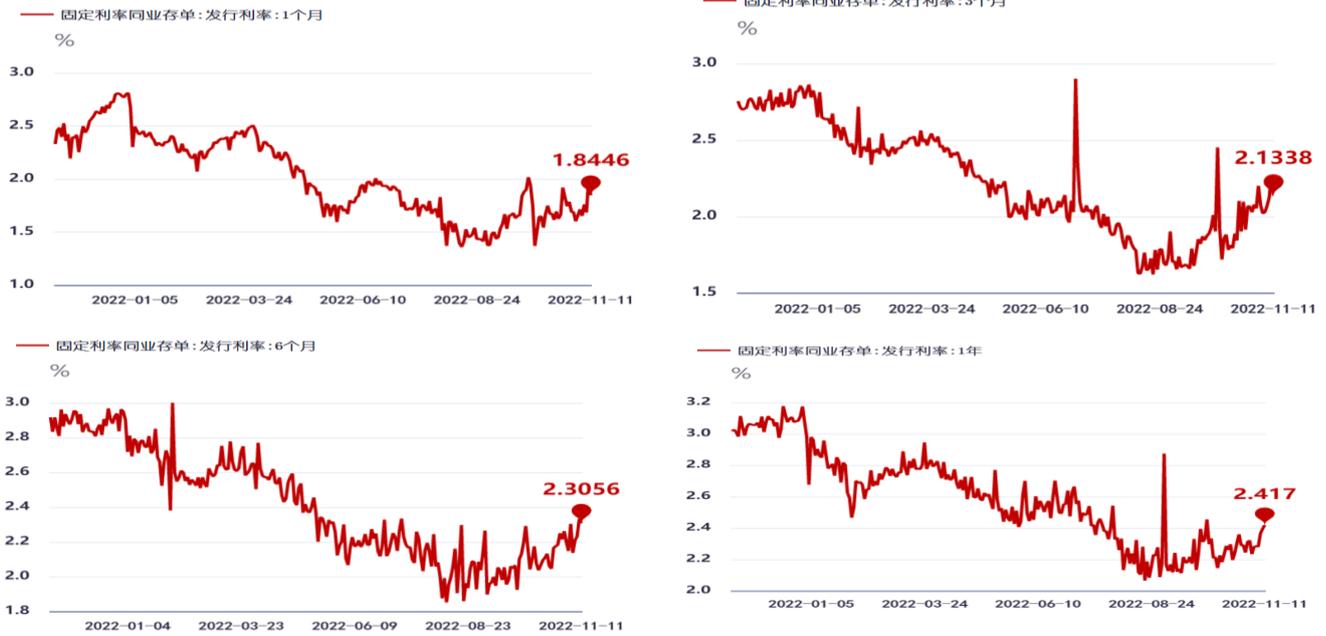


至11月11日，上市银行超额拨备还原为净资产的PB为0.42，隐含不良率较账面不良率高4.9个百分点



资料来源：iFinD，东海证券研究所。注：超额拨备指超过贷款减值准备超过不良余额的部分。

图3 同业存单发行情况 (2022.11.07-2022.11.13)



同业存单发行统计 (2022.11.07-2022.11.13)

单位: 加权利率%, 发行量亿元

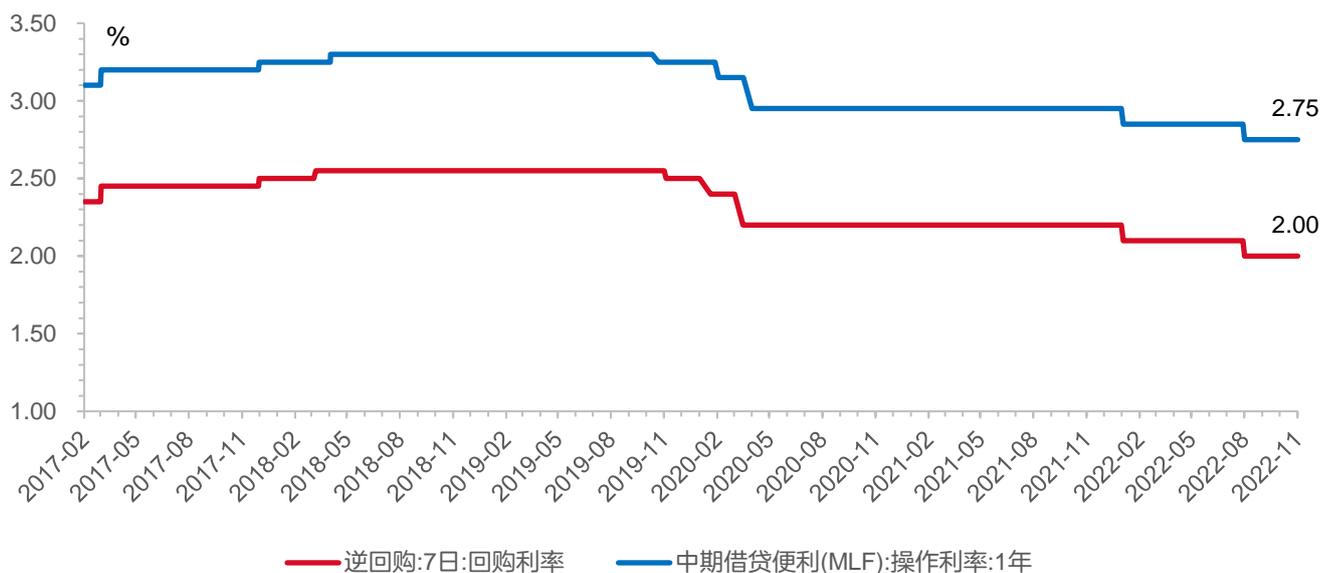
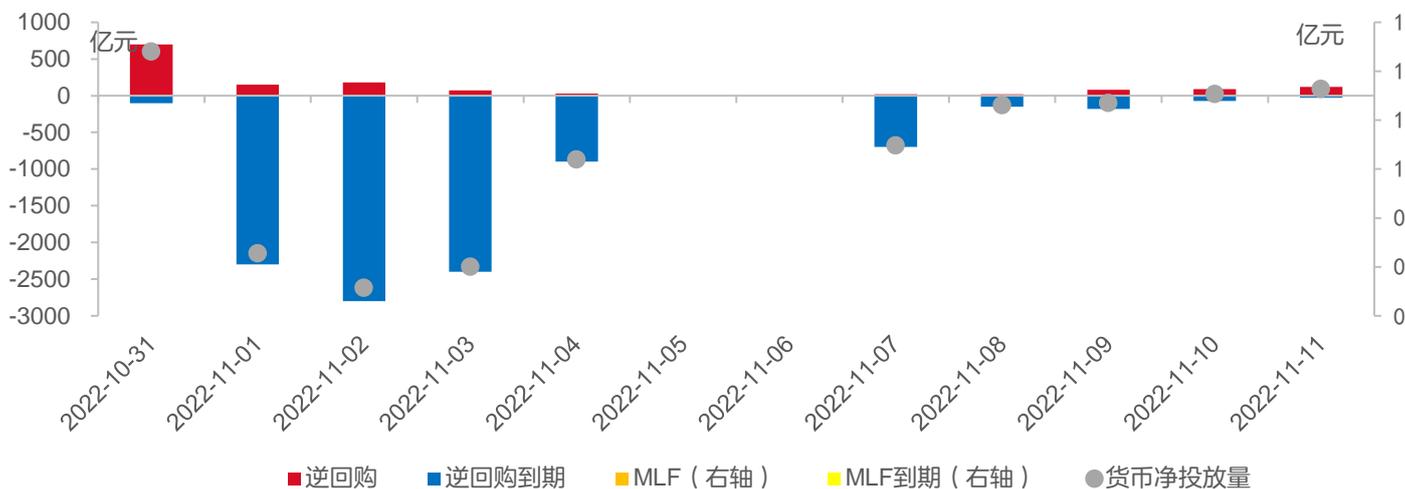
期限	1M		3M		6M		9M		1Y		合计	
银行	加权利率	发行量	加权利率	发行量	加权利率	发行量	加权利率	发行量	加权利率	发行量	加权利率	发行量
国有行	--	--	1.87	94	--	--	2.18	335	2.19	231	2.14	659
股份行	1.64	72	2.00	229	2.14	78	2.19	194	2.19	200	2.08	773
城商行	1.69	327	2.03	301	2.21	258	2.22	59	2.31	614	2.11	1558
农商行	1.77	31	2.09	13	2.19	174	2.29	62	2.30	112	2.20	392
合计	1.70	437	2.02	669	2.22	519	2.20	652	2.27	1164	2.13	3441
环比	单位: 加权利率 bp, 发行量亿元											
国有行	--	--	187.28	94	--	--	13.09	274	14.08	40	9.11	407
股份行	22.97	-7	21.23	225	19.43	36	15.39	-148	14.03	-353	9.00	-247
城商行	5.89	57	2.07	182	6.10	204	2.41	-113	1.62	419	11.20	749
农商行	176.55	31	7.06	-12	3.44	158	11.38	45	9.60	39	4.04	259
合计	10.52	83	-1.93	497	12.12	389	11.16	61	16.11	149	11.23	1179

资料来源: iFinD, 东海证券研究所

4. 货币政策跟踪：公开市场操作回归常态化

11月7日至11月11日，央行公开市场操作回归常态化，净回收跨月流动性800亿元。7天逆回购操作量为330亿元，到期量为1130亿元，操作利率与上周持平为2%。

图4 公开市场操作跟踪（2022.10.31-2022.11.11）



资料来源：iFinD，东海证券研究所

5.10月社融数据跟踪：住户信贷政策进一步发力可能性加大

10月社融再现“小月更小”，低于我们1.5万亿的预期，住户贷款是主要拖累项。住户贷款增量落入我们衡量的悲观情形：继2、4月之后再现收缩。其中，居民短期贷款减少512亿元，中长期贷款增加332亿元，分别同比少增938亿元与3888亿元。10月全国范围内疫情多点并发，对信用卡贷款、消费贷款等短期贷款形成抑制；10月下旬，在销售面积与销售价格的双重压力下，房地产销售额降幅再度扩大，较大程度影响中长期贷款。

10月企业信贷延续8月以来的良好势头，当月新增4626亿元，同比多增1525亿元。政策发力效果依然体现：非金融企业中长期贷款增量依然高于去年同期。短期贷款于9月冲量后明显回落，同比多减；票据融资与短期贷款互补关系依然成立，10月票据融资同比多增。

政策性开发性金融工具余热犹存。8-9月，3000亿+3000亿政策性开发性金融工具集中发力，其中部分资金以委托贷款形式发放。据银保监会数据显示，至10月中旬，政策性开发新金融工具已投放7300亿元，高于6000亿元的预设额度，受益于此，10月委托贷款仍对社融有所贡献，当月新增470亿元，同比多增643亿元。

其他分项中，企业债券前期连续弱势明显改善，10月新增2325亿元，同比多增64亿元；非金融企业股票融资小幅回落；未贴现银行承兑汇票同比多减；政府债券因年内发行节奏明显前置而同比少增；信托贷款因压降压力明显减少而延续大幅少减的趋势。

展望11-12月，2000亿元设备更新改造专项再贷款与21家全国性银行1万亿元制造业中长期贷款还将持续支撑企业信贷扩张，11月新增2500亿元民营企业债券融资支持工具也将助力债券融资进一步改善。此外，注意到央行公布10月PSL在上月1364亿元增量基础上再增加461亿元，同时，国家层面2000亿元房地产纾困基金陆续落地、民营企业债券融资工具扩容至房地产开发商领域，以上政策工具逐步落地有望推动房地产对公信贷进一步回暖。10月住户贷款年内第三次收缩，表明此前限购松绑和住房贷款利率下降对住户信贷的刺激效果有限，这加大了10-12月住户信贷的不确定性和信贷政策进一步发力的可能性。

6.上市公司跟踪

表1 重点公司跟踪

日期	公司	公告事项	主要内容
2022-11-12	邮储银行	2022 第二次临时股东大会决议	审议通过《关于中国邮政储蓄银行非公开发行 A 股股票方案的议案》。
2022-11-11	平安银行	绿色金融债券发行完毕	经中国人民银行批准，平安银行股份有限公司于近日在全国银行间债券市场成功发行了总额为 200 亿元人民币的绿色金融债券。本期债券发行总规模人民币 200 亿元，为 3 年期固定利率债券，票面利率 2.45%，募集资金将依据适用法律和监管部门的批准，用于《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》规定的绿色产业项目。
2022-11-11	工商银行	二级资本债发行完毕	2022 年二级资本债券（第四期）已于近日在全国银行间债券市场发行完毕。本期债券发行规模为人民币 600 亿元，分为两个品种。其中，品种一为 10 年期固定利率品种，在第 5 年末附有条件的发行人赎回权，发行规模为人民币 500 亿元，票面利率为 3.00%；品种二为 15 年期固定利率品种，在第 10 年末附有条件的发行人赎回权，发行规模为人民币 100 亿元，票面利率为 3.34%。
2022-11-09	建设银行	二级资本债发行完毕	公司 2022 年二级资本债券（第二期）于 2022 年 11 月 7 日发行完毕。本期债券发行总规模为人民币 400 亿元。本期债券包括两个品种，品种一发行规模为人民币 250 亿元，为 10 年期固定利率债券，在第 5 年末附有条件的发行人赎回权，票面利率为 3.00%；品种二发行规模为人民币 150 亿元，为 15 年期固定利率债券，在第 10 年末附有条件的发行人赎回权，票面利率为 3.34%。
2022-	工商银行	绿色银行品牌建设情况	近日，公司正式发布绿色金融品牌“工银绿色银行+”。该品牌立足本行在绿色金融信贷规模、产品种类、治理体系、数据管理、风险管控、自身双碳

工作、国际合作以及创新成果等方面的境内领先优势，积极倡导“和合、共融、友好”理念，为绿色发展提供专业、全面、前瞻的金融支持，实现“加”更多，“家”更美的目标。

资料来源：上市公司公告、东海证券研究所

7.风险提示

房地产领域风险明显上升：房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升引起银行业资产质量明显恶化。

宏观经济快速下行：宏观经济持续下滑，中小微企业贷款质量明显恶化。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089