2022 年 11 月 30 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

银行板块上涨的成色

——近期银行股走势分析与投资展望

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

分析师：董文欣

执业证书编号：S0930521090001

010-57378035

dongwx@ebscn.com

联系人：蔡霆峯

caitingfeng1@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

地产融资支持与国常会“稳信贷”共振，共促银行股上行——银行业周报（2022.11.21-2022.11.27）

如何看待房企融资的变化？——银行业周报（2022.11.07-2022.11.13）

“基建+地产”共振或催生 4Q 银行板块行情——2022 年四季度银行股投资策略（2022.10.19）

要点

事件： 11 月 29 日，A 股银行板块放量收涨，资金交投活跃，日涨跌幅 4.5%，跑赢沪深 300 指数 1.4pct。分行业看，房地产（+7.6%）、消费者服务（+5.7%）、非银金融（+4.8%）、银行（+4.5%）等板块领涨，银行排名第 4/30。银行个股表现上，平安、宁波银行涨停，招行（+9.1%）、青岛（+8.1%）、兴业（+6.5%）、成都（+6.4%）、中信（+5.8%）等涨幅居前。从主力资金动向来看，非银（+55.5 亿）、银行（+46.3 亿）、房地产（+41 亿）净流入额居前三位。其中，银行个股流入较多的有平安（+12.1 亿）、招行（+9.1 亿）、兴业（+5.4 亿）、宁波（+3.9 亿）等。

点评：

一、政策面“四重利好”因素共振，提振银行板块表现

在一揽子“稳增长”举措加速发力，“三支箭”提振房地产链景气度高涨，基建对“宽信用”形成重要支撑，防疫政策持续优化预期下，经济筑底企稳预期增强，有助于提振银行板块顺周期表现；叠加易会满主席日前提及“探索建立具有中国特色的估值体系”，引发市场对以银行股为代表的估值体系重塑预期，银行板块近期持续走高。

1、房地产融资“三箭”齐发，提振地产链景气度，缓释银行资产质量压力

11 月份以来，金融机构对房地产的融资支持政策进一步加码，包括但不限于：①交易商协会推进“第二支箭”支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；②人民银行、银保监会出台支持房地产市场平稳健康发展的 16 条举措，涉及稳定房地产开发贷投放、支持个人贷款合理需求、支持优质房企发债融资、保持信托等资管产品稳定、鼓励金融机构提供配套融资支持、鼓励依法自主协商延期还本付息、延长房地产贷款集中度管理过渡期等多个方面；③人民银行计划面向 6 家商业银行推出 2000 亿零资金成本“保交楼”贷款支持计划；④六大行与重点房企批量签订意向性大额授信额度近 1.28 万亿；⑤证监会在股权融资方面调整优化五项措施支持房地产股权融资等。

近期一系列房地产融资政策支持聚焦房地产供需两侧，主动向市场释放了积极的正面信号。从市场关心的**供给侧**情况看，我们认为宜将政策解读为金融体系的自救安排，通过重组融资性现金流，以及配套“保交楼”等增量资金，来缓释地产行业风险，避免风险传染，对信用违约“多米诺骨牌”效应予以阻断，是时间换空间的安排。随着“保交楼”举措落地显效，未来需求侧政策将是持续发力重点，后续看，销售端政策刺激具有确定性和持续性，涉及“四限”、首付比例、二套认定等增量政策有望进一步出台。同时，对于存量首套高利率按揭贷款，利率也有望适度下调，以此来减轻按揭早偿压力。预计房地产销售形势有望边际改善、市场情绪相应逐渐修复，有助缓释地产风险，降低银行体系资产质量压力。

2、推动重大项目加快建设，基建是“宽信用”重要支撑，推动信贷投放

今年以来，私营部门投融资需求偏弱，“稳增长”更多依赖于政府或准政府投资，国常会多次部署加大对基础设施建设和重大项目支持力度。截至 3Q 末，基础设施中长期贷款同比增长 12.5%至 31.9 万亿。

11 月 22 日，国常会进一步提出，推动项目加快资金支付和建设，带动包括民营企业在内的社会资本投资，年内形成更多实物工作量，政策性开发性金融工具是推动基建投资的重要安排。数据显示，截至 10 月末，两批金融工具合计已投放 7400 亿元，主要用于补充交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等领域重大项目的资本金。同时，鼓励政策性银行用好 8000 亿新增信贷额度，引导商业银行配套融资跟进，目前各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超 3.5 万亿。

目前重点项目配套资金提供比例偏低，授信项目提款进度相对缓慢，料后续将从两个角度增加基建信贷支持，一是推动银行更多对接 2700 多个项目中的未授信项目；二是在前期累计授信 3.5 万亿的基础上，形成更多提款。

与此同时，“保交楼”资金陆续到位后有望加速施工进程，建安和竣工数据有望在后期有所体现，进而拉动地产后周期景气度提升。若基建与地产形成共振，则会强化“宽信用”表现、推动“稳增长”显效。

3、防疫政策持续优化，经济筑底企稳预期增强，有助提振银行顺周期表现

近期与未来疫情防控政策或持续优化。11 月 11 日，卫健委发布优化疫情防控的 20 条举措；11 月 29 日，国务院联防联控机制再度召开发布会，落细落实防控措施。会议指出“要科学分类收治阳性感染者，妥善做好儿童、老年人和有基础性疾病患者的收治、照护”、“持续整治层层加码，对群众的合理诉求及时回应和解决”。前期，由于疫情形势复杂性、局部地区管控压力较大。但大趋势上，伴随着疫情防控措施逐步优化，经济活力有望进一步修复、居民消费场景约束相应得到一定释放。

2023 年经济增长目标或设定较高，经济回暖驱动银行复苏。11 月 22 日，国常会部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效。会议指出，四季度经济运行对全年经济十分重要，当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点，必须紧抓不放保持经济持续恢复态势。进入 12 月，中央政治局会议、中央经济工作会议等重要会议将相继召开，将对 2023 年经济工作绘制蓝图，可能对 2023 年设定较高经济增长目标。年初以来，在疫情影响持续发酵、俄乌冲突增大地缘政治风险、主要经济体纷纷开启加息进程等多重因素影响下，内外部形势更加复杂多变、国内经济增长持续承压，随着下半年经济筑底企稳，2023 年经济增长目标或设定较高。在此情形下，“三驾马车”中投资端将承担更大增长责任，由此带动银行板块顺周期表现，不排除 23Q1 再度形成“信贷脉冲”预期。

4、探索建立具有中国特色的估值体系，有助于破解银行股长期低估值谜题

11 月 21 日，证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会演讲中提到，“把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。市场对“中国特色的估值体系”提法高度关注。

商业银行在支持实体经济中发挥重要作用，近十年估值持续走低，当前超九成上市银行标的处于破净状态。商业银行是重要的上市公司主体，截至 3Q 末，上市银行归母净利润合计 1.6 万亿，在 A 股上市公司中占比 36%，市值 9 万亿元，占比仅 11%。央行《2019 年四季度货币执行报告》指出，我国金融体系以间接融资为主，银行是实体经济获取融资的主要渠道；近几年，商业银行对

实体经济的信贷支持力度进一步增强；A 股上市银行近三年数据显示，商业银行利润约 17%用于缴纳所得税，23%用于普通股股利分配，剩余的 60%全部用于补充核心一级资本；银行利润来源于实体经济，大部分又用于补充银行资本，并通过资本的杠杆作用，扩大对实体经济的信贷支持，最终反哺实体经济，促进经济平稳发展。

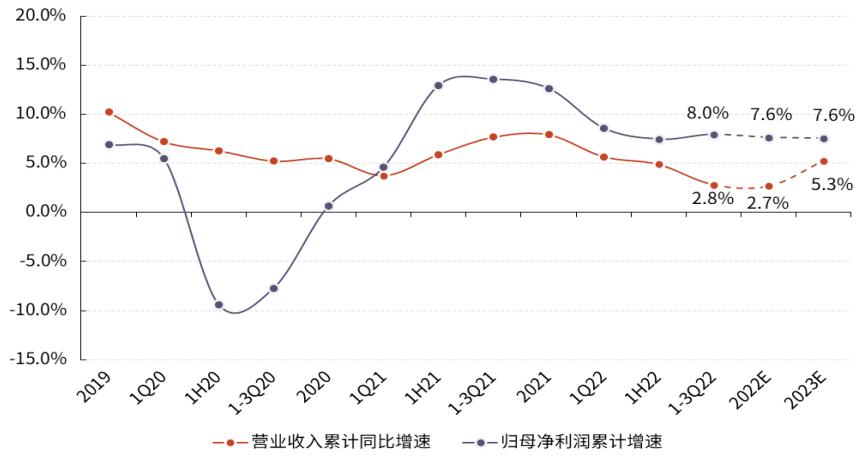
从资本市场表现看，2010 年逾十年以来，银行板块累计涨幅 111.4%，年平均股息率高达 4.5%，在各行业板块中位居首位。但与此同时，当前上市银行市净率仅为 0.53 倍，九成以上市银行处于破净状态，公募主动型股票基金持仓占比极低。

目前上市银行经营基本面整体稳健，2022 年 1-3Q，37 家 A 股上市银行归母净利润同比增速 8%，ROE（归母净利润/平均所有者权益）在各行业板块中位居第 9/30）。大行发挥信贷“头雁”作用，带动上市银行扩表提速，积极支持实体经济融资需求。同时，资产质量整体稳健，拨备厚实，具有较强的风险抵补能力。从经营持续性角度看，预计上市银行整体 ROE 水平有望稳定在 10%-11%左右，以满足必要的资本补充需求。上市银行具有盈利能力稳、股息率高、社会效益好等特征，较高的股息回报也对财政收入贡献了重要力量。在中国特色现代资本市场建设中具有重要作用，银行股估值中枢具有抬升空间。

二、营收有支撑、风险得缓释，预计 4Q 上市银行基本面整体稳健

2022 年全年来看，上市银行营收、盈利增速预计较 1-3Q22 大体持平。展望全年，预计上市银行营收、盈利增速整体保持稳健。**一方面，4Q 银行基本面具有“量”、“价”双重因素支撑。**4Q 以来，政府投资进一步发力、房地产金融渐次加码，以政策性开发性金融工具、设备更新改造贷款等为代表的政策工具持续推动重点领域信贷投放加速发力，有助于支持 4Q 银行扩表稳定。同时，9 月中旬以来，以国股行等为代表的上市银行存款挂牌利率调整，考虑到活期存款即期实现重定价，而包括按揭在内的多数中长期贷款则在明年初集中重定价，在资产负债重定价周期错配下，4Q 银行净息差压力有望边际缓释；**另一方面，“险”的因素有望缓释，**随着前期一系列房地产维稳政策落地显效，“保交楼”加速推进，居民购房需求和预期有望逐步修复，有助缓释地产风险，降低银行体系资产质量压力。此外，一些增量的影响因素包括但不限于：①降准释放资金若用于置换 MLF，有助于缓释负债成本压力，小幅提振营收表现；②存量按揭贷款利率定价下调预期较强等因素，可能使银行资产收益率进一步承压，加大 NIM 收窄压力，但现阶段来看，并非市场交易核心逻辑，预估对银行板块表现影响相对有限。

图 1：预计 4Q22 及 2023 年，上市银行营收、盈利增速大体稳定



资料来源：各公司公告，2022、2023 年为光大证券研究所测算

三、我们持续看好银行股的逻辑、后续政策关注点及投资策略

从银行股投资角度，我们建议投资者持续关注房地产链景气度提升、疫情防控举措优化、基建投放发力提振“宽信用”等多重因素共振，托举经济逐步筑底企稳带来的投资机会。复盘近十年银行板块走势，银行股上涨阶段多位于宏观经济触底回升、从“宽货币”向“宽信用”传导过程中。这些阶段通常是“宽信用”效果逐步显现，而流动性环境仍相对宽松，有助于上市银行加大信贷投放力度的同时维持较好息差水平，风险压力随之缓解，银行经营表现出了更多的“亲周期性”。

展望 4Q22 及 2023 年，随着前期一系列“稳增长”政策落地显效，房地产市场需求侧逐步修复，疫情防控措施的进一步优化预期下，市场化有效信贷需求得以提振，银行体系信贷扩张仍有抓手，市场对“宽信用”仍可报以期待；息差在 1Q23 集中重定价过后收窄压力趋缓，“量增价稳”将对利息收入形成支撑。同时，投融资环境转暖预期下，非息收入有望回暖。多重因素提振下，营收增速在 2023 年有望企稳回升。资产质量角度，经济回暖有助于修复微观主体受损的资产负债表，“保交楼”加速推进，居民购房需求和预期有望逐步修复，也有助缓释地产风险，缓释银行体系资产质量风险。信用成本大体平稳预期下，预计上市银行整体盈利能力大体稳定。**银行股投资建议关注两条主线：**

1） **经营基本面优质，估值性价比较高的招行、宁波、兴业、平安。**看好头部银行经营的可持续性及稳定性。这些银行无论是从房地产风险缓释预期角度，还是从经济修复带来零售信贷与财富管理业务机会角度，均具有较大的估值弹性。其中，在地产融资环境趋于改善、疫情防控措施进一步优化等多重利好因素下，招行、宁波股价强势扭转前期下行趋势，自 10 月 31 日的低点分别上涨 30%、37.2%，呈现 V 型走势；兴业、平安也相应反弹 18.5%、25.6%，现阶段招行、宁波、兴业、平安估值水平分别处于 2010 年以来 11.9%、32.7%、1.7%、2.0%的分位数，仍具有较高估值性价比；

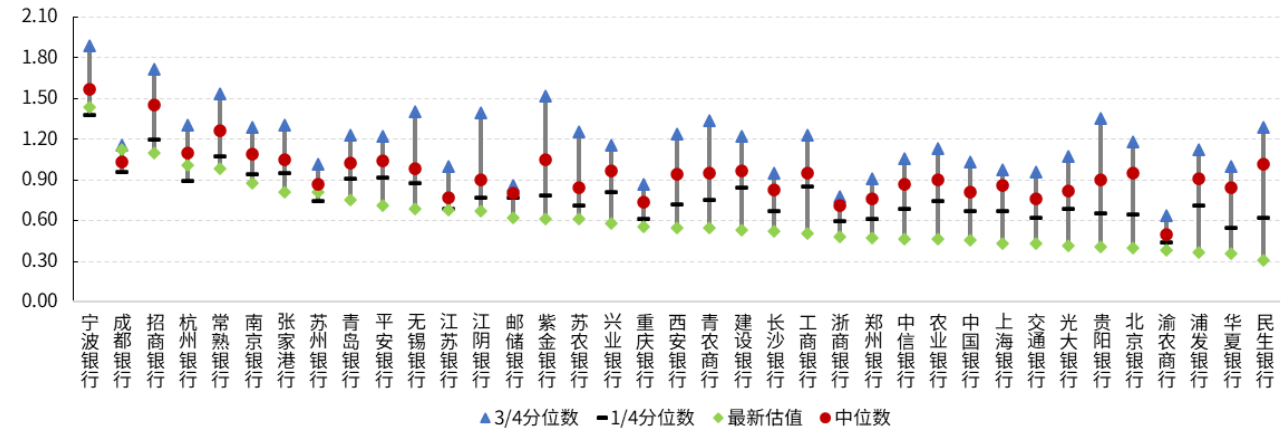
2） **区位优势明显，凸显“亲周期”性的优质中小银行。**受益于区域经济活力强、居民财富积累厚、自身客群经营扎实等优势，杭州、南京、江苏、常熟等深耕于江浙等优质区域的头部中小银行，有望通过进一步客群深挖来提高资产端的综合定价水平。此外，这些银行具有盈利增速高、拨备厚实的特征，也有可转债发行，同时具有业绩释放诉求和能力。

表 1：7.28 政治局会议以来，各部委及金融机构房地产市场主要支持政策梳理

日期	文件/事件	主体	政策
2022/8/16	-	-	据财联社，中国监管部门近期指示中债信用增进投资公司对房企发行的中期票据开展“全额无条件不可撤销连带责任担保”，涉及公司包括龙湖集团、旭辉控股等示范民营房企。
2022/8/19	-	住建部、财政部、央行	据新华社报道，住建部、财政部、人民银行等有关部门近日出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”，严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。
2022/9/29	《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》	央行、银保监会	①对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。 ②按照“因城施策”原则，符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求，自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限，人民银行、银保监会派出机构指导省级市场利率定价自律机制配合实施。
2022/9/30	-	央行	自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6%和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025%和 3.575%。
2022/9/30	《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	财政部、税务总局	自 2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2022/10/8	-	-	据财新网报道，包括工行、建行、中行等多家大行 9 月底时传达监管部门的通知，要求各地分行加大对房地产融资的支持力度；具体指标是要求每家大行年内对房地产融资至少增加 1000 亿元。
2022/10/27	-	-	据财联社报道，中债增已获得单一主体集中度监管豁免，可支持前期已获得增信的民营房企持续发债需求。
2022/11/8	-	银行间市场交易商协会	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/11/11	-	-	据彭博新闻社报道，金融监管机构要求部分股份行于今年底前，为房地产领域提供不少于 4000 亿人民币的新增净融资支持。支持形式包括但不限于按揭、开发贷及购买房企发行的债券等。
2022/11/14	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	银保监会、住建部、央行	监管账户内资金达到住房和城乡建设部门规定的监管额度后，房地产企业可向商业银行申请出具保函置换监管额度内资金。保函置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 30%，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 70%。
2022/11/21	人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会	央行、银保监会	据第一财经，央行拟发布保交楼贷款支持计划；至 2023 年 3 月 31 日前，央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。
2022/11/28	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	证监会	为积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施，并自即日起施行： 1）恢复涉房上市公司并购重组及配套融资； 2）恢复上市房企和涉房上市公司再融资； 3）调整完善房地产企业境外市场上市政策； 4）进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用； 5）积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：央行、银保监会、证监会、住建部、财政部、税务总局、银行间市场交易商协会、财联社、第一财经、新华社、财新网、彭博新闻社，光大证券研究所整理

图 2：上市银行 PB（LF）估值情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间：2022/11/29

风险提示：

1、经济下行压力持续加大或房地产融资恢复不及预期，可能拖累银行基本面；

2、短期内弱资质房地产企业信用风险释放仍将是重要变量。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE