

银行业 2023 年度策略报告

拨云见日，改善可期

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业动态跟踪报告*银行*上市银行
2022年3季报综述*营收延续下行,关注绩优区域行
*强于大市 20221101

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060517060001
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号
S1060121070072
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn



平安观点:

- 政策迎拐点，低估值待修复。**通过对 2020 年以来银行股走势复盘能够发现，疫情和地产调控因素的影响成为持续压制银行板块估值的因素，期间银行股整体跑输大盘且鲜有出现超额收益机会。展望 2023 年，我们在政策端正看到更多积极因素的出现，地产与防疫政策的持续调整优化将极大缓解市场对于板块的担忧情绪，成为助推银行上行的催化剂。
- 基本面：修复存在时滞，全年先抑后扬。**规模增长方面，在相对宽松的流动性环境下将保持平稳，我们预计 23 年新增人民币贷款、新增社融分别为 22.5-23.8 万亿元、35.2-36.5 万亿元(对应余额增速区间 10.5%-11.1%、10.1%-10.5%)，推动上市银行规模增速保持在 10%-11%。息差方面，随着 1 季度重定价压力消退以及存款报价机制改革红利持续释放，行业息差全年收窄 8-10BP，节奏上有望在 2 季度后逐步企稳。资产质量方面，在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，叠加行业整体不良包袱在过去 3-4 年中化解相对充分，资产质量表现有望保持稳健。综合来看，考虑到政策面到经营层面改善传导存在时滞，我们判断行业盈利表现先抑后扬，预计上市银行全年盈利增速 7.0%。
- 主线一：优选受益政策转向标的，关注零售银行复苏。**受疫情因素以及地产调控因素的影响，银行的零售板块受到明显冲击，信贷投放受需求端拖累全面下行，22 年上半年绝大部分上市银行零售信贷投放均不及预期，对资产收益水平带来负面影响。与此同时，市场对于零售及地产的资产质量担忧明显抬升，成为了压制板块估值的因素。因此，展望 2023 年，考虑到防疫政策与地产政策的调整优化以及零售业务中长期的发展潜力，我们认为受益于政策转向的零售银行更为值得关注。从目前各家银行零售收入贡献来看，大中型银行中邮储、平安、招行，城商行中的长沙、宁波贡献占比更高。
- 主线二：继续看好强 α 属性的优质区域性银行。**展望明年，我们认为区域型银行 α 行情仍将持续演绎，盈利能力与成长性突出的个体依然值得市场关注。我们从盈利能力、成长性、资产质量等维度对区域性银行进行全方位的比较，建议关注宁波、江苏、成都、苏州、长沙等优质龙头。
- 投资建议：**目前板块对应静态 PB 仅 0.52x，估值隐含不良率超 15%，估值安全边际较高，同时机构与北上资金持仓均处于历史低位，悲观预期充分，积极看好政策转向背景下银行板块估值修复机会。个股推荐：1) 以招行、邮储为代表的估值受损有待修复的优质零售银行；2) 成长性优于同业的优质区域性银行（宁波、成都、江苏、苏州、长沙）。
- 风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/B				评级
		2022-12-02	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
招商银行	600036	34.39	4.76	5.62	6.63	7.64	1.2	1.1	0.9	0.8	强烈推荐
宁波银行	002142	31.46	2.96	3.64	4.36	5.20	1.5	1.4	1.2	1.0	强烈推荐
江苏银行	600919	7.31	1.33	1.71	2.06	2.43	0.7	0.7	0.6	0.5	强烈推荐
成都银行	601838	14.78	2.13	2.61	3.10	3.66	1.2	1.0	0.9	0.8	强烈推荐
邮储银行	601658	4.38	0.82	0.96	1.09	1.25	0.6	0.5	0.5	0.4	强烈推荐
苏州银行	002966	7.48	0.85	1.08	1.33	1.61	0.8	0.8	0.7	0.7	推荐
长沙银行	601577	6.88	1.57	1.72	1.94	2.21	0.6	0.5	0.5	0.4	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所

正文目录

一、 投资观点：政策迎拐点，低估值待修复	7
1.1 板块三年复盘：疫情和地产风险为重要风向标，积极关注政策变化	7
1.2 基本面：修复存在时滞，全年先抑后扬	13
1.3 投资建议：政策纠偏预期改善，积极看好板块估值修复	20
二、 主线一：优选受益政策转向标的，关注零售银行复苏	22
2.1 疫情与政策调控冲击银行零售与地产业务	22
2.2 中长期依然看好政策转向下零售银行的改善	25
三、 主线二：继续看好强α属性的优质区域性银行	27
3.1 立足区域资源禀赋优势，发展红利持续释放	27
3.2 关注成长性优异、多维度领跑的优质区域行	28
四、 重点覆盖公司	34
4.1 招商银行：竞争优势稳固，零售复苏支撑龙头估值修复	34
4.2 邮储银行：零售转型初见成效，看好估值修复	34
4.3 宁波银行：零售转型高质量发展，看好公司高盈利水平保持	35
4.4 江苏银行：看好公司区位红利与转型红利的持续释放	35
4.5 成都银行：享区域资源禀赋，看好估值抬升	36
4.6 苏州银行：区域禀赋突出，改革提质增效	36
4.7 长沙银行：零售转型初显成效，深耕本土基础夯实	36
五、 风险提示	38

图表目录

图表 1	疫情三年以来银行股行情走势回顾	7
图表 2	疫情三年以来银行股阶段性行情及驱动因素	8
图表 3	2020 年 1 季度疫情初发导致经济出现负增长	8
图表 4	受疫情扰动影响行业景气下行	8
图表 5	2020 年银行股行情走势	9
图表 6	2021 年以来部分房企债务违约事件梳理	9
图表 7	2021 年银行股行情走势	10
图表 8	2022 年 2 季度疫情迎来空前高峰	10
图表 9	2022 年 2 季度 GDP 增速触底	10
图表 10	2022 年银行股行情走势	11
图表 11	22 年下半年房地产政策支持力度加大	11
图表 12	阶段性放宽新发放首套房贷款利率下限要求	12
图表 13	时隔 7 年下调首套房公积金贷款利率	12
图表 14	下半年疫情防控政策进一步优化	12
图表 15	10 月中小企业 PMI 有所回落	13
图表 16	10 月消费与投资增速回落	13
图表 17	22 年下半年以来监管对于货币政策的表态	13
图表 18	存款准备金率于 12 月 5 日下降 25BP	14
图表 19	下半年 LPR 下调整节奏放缓	14
图表 20	2021 年以来人民币贷款余额增速回落	14
图表 21	2022 年 1-10 月新增人民币贷款结构	14
图表 22	2022 年前三季新增社融同比多增 3.01 万亿元	15
图表 23	2022 年 1-10 月新增社融结构	15
图表 24	社融增量、社融余额同比增速及预测	15
图表 25	新增人民币贷款结构及预测	15
图表 26	行业规模增速变化（分机构类型）	16
图表 27	存贷款增速变化（金融机构余额口径）	16
图表 28	上市银行存贷款较年初增速-22Q3	16
图表 29	贷款利率仍处下行通道	17
图表 30	前 3 季度净息差环比持平	17
图表 31	重定价对上市银行息差及业绩影响测算	17
图表 32	上市银行非息收入增速变化	18
图表 33	今年以来上市银行营收增速持续承压	18

图表 34	商业银行资产质量保持平稳	18
图表 35	拨备覆盖水平环比提升	18
图表 36	上市银行分板块不良率表现	19
图表 37	上市银行归母净利润增速预测	20
图表 38	利润增速对信用成本、息差敏感性测算	20
图表 39	银行板块主动基金持股比例	20
图表 40	疫情以来银行板块北向资金持股情况	20
图表 41	上市银行静态 PB (LF) 仅为 0.52x	21
图表 42	银行估值隐含不良率	21
图表 43	零售信贷投放较为乏力	22
图表 44	上市银行零售贷款投放情况-22H1	22
图表 45	上市银行零售贷款不良率普遍抬升	23
图表 46	上市银行中收增速变化	23
图表 47	代销基金收入承压	23
图表 48	上市银行涉房贷款占比-22H1	24
图表 49	上市银行对公房地产贷款不良率	24
图表 50	零售贷款定价高于对公	25
图表 51	零售贷款不良率优于对公	25
图表 52	我国居民金融资产占比不断提升	25
图表 53	权益型公募近年占比提升	25
图表 54	上市银行零售存贷款占比-22H1	26
图表 55	上市银行零售业务营收占比-22H1	26
图表 56	2021 年全国各省市 GDP	27
图表 57	全国各省市 2017-2021 年 GDP 复合增速	27
图表 58	十四五规划区域战略梳理	27
图表 59	上市区域性银行 ROE 分解 (年化, 22H1)	28
图表 60	上市区域性银行净息差及资产负债两端利率-22H1	29
图表 61	上市区域性银行营收及盈利增速	30
图表 62	上市区域性银行资产静态资产质量比较 (不良率、关注率、逾期率、不良/逾期)-22H1	31
图表 63	上市区域性银行不良率变动情况	32
图表 64	上市区域性银行可转债融资进度一览	33
图表 65	招商银行盈利预测	34
图表 66	邮储银行盈利预测	34
图表 67	宁波银行盈利预测	35
图表 68	江苏银行盈利预测	35
图表 69	成都银行盈利预测	36

图表 70	苏州银行盈利预测.....	36
图表 71	长沙银行盈利预测.....	37
图表 72	上市银行估值表（截至 2022 年 12 月 2 日）.....	39

一、 投资观点：政策迎拐点，低估值待修复

通过对 2020 年以来银行股走势复盘能够发现，疫情和地产调控因素的影响成为持续压制银行板块估值的因素，期间银行股整体跑输大盘且鲜有出现有正向超额收益的行情。展望 2023 年，我们在政策端正看到更多积极因素的出现，地产与防疫政策的持续调整优化将极大缓解市场对于板块的担忧情绪，成为助推银行上行的催化剂。

从基本面来看，规模增长在相对宽松的流动性环境下将保持平稳，我们预计 23 年新增人民币贷款、新增社融分别为 22.5-23.8 万亿元、35.2-36.5 万亿元（对应余额增速区间 10.5%-11.1%、10.1%-10.5%），推动上市银行规模增速保持在 10%-11%。息差方面，随着 1 季度重定价压力消退以及存款报价机制改革红利持续释放，行业息差全年收窄 8-10BP，节奏上有望在 2 季度后逐步企稳。资产质量方面，在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，叠加行业整体不良包袱在过去 3-4 年中化解相对充分，资产质量表现有望保持稳健，信用成本延续改善。综合来看，考虑到政策面到经营层面改善传导存在时滞，我们判断行业盈利表现先抑后扬，预计上市银行全年盈利增速 7.0%，保持稳健。

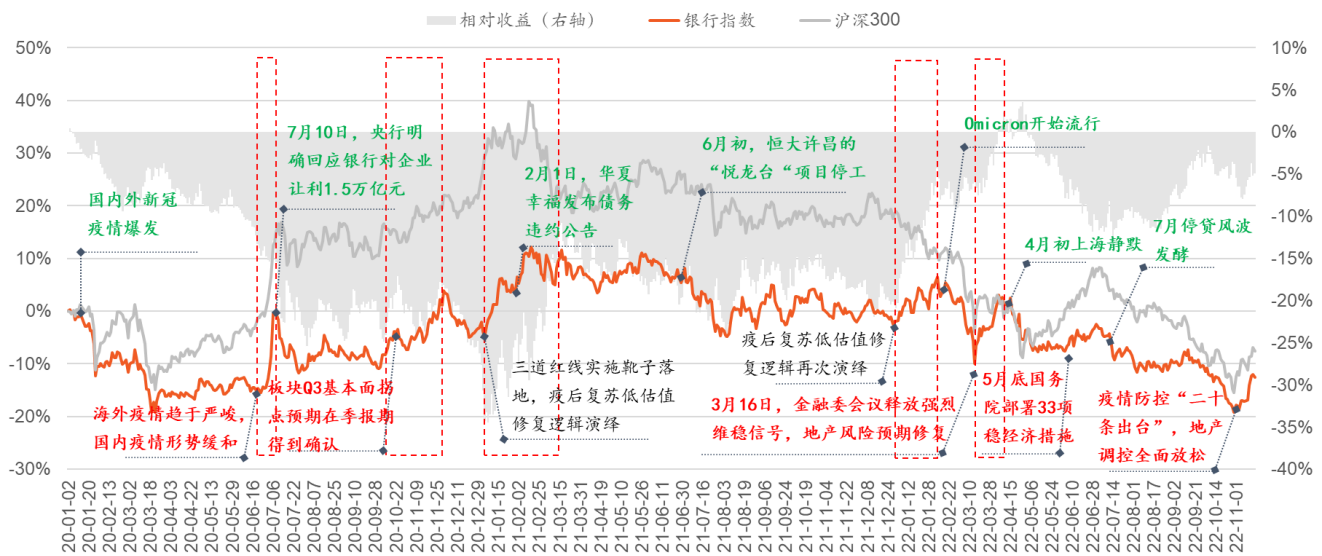
目前板块对应静态 PB 仅 0.52x，估值隐含不良率超 15%，同时机构与北上资金持仓均处于历史低位，悲观预期充分，积极看好银行板块估值修复机会。

1.1 板块三年复盘：疫情和地产风险为重要风向标，积极关注政策变化

■ 行情复盘：板块跑输市场，疫情和地产因素压制银行估值

我们复盘了新冠疫情爆发三年以来银行板块的走势，截至 22 年 10 月末，过去近三年时间银行板块下跌 19 个百分点，跑输沪深 300 指数 4 个百分点，跑输创业板指 37 个百分点，结合经济、政策、基本面等多方面因素分析，我们认为疫情和地产调控是导致银行板块跑输市场的主要因素。

图表1 疫情三年以来银行股行情走势回顾



资料来源：Wind，平安证券研究所

阶段性超额收益来自疫情及地产预期的边际改善，但可持续性较差。具体来看，疫情近三年时间银行股也阶段性取得过超额收益，但我们通过复盘分析认为主要源自对疫情和地产政策预期的边际修复，但幅度和持续性均较差：第 1 轮（20 年 10 月 9 日-20 年 11 月 26 日）源自疫情改善和由此引发的银行让利预期的缓解，第 2 轮（21 年 1 月 4 日-21 年 3 月 16 日）和第

3轮(22年1月4日-22年2月11日)均发生在21和22年初,为疫情复苏带动下估值修复逻辑的演绎,第4轮(22年3月15日-22年4月6日)主要受到22年3月监管释放强维稳信号下地产风险预期修复的推动。

图表2 疫情三年以来银行股阶段性行情及驱动因素

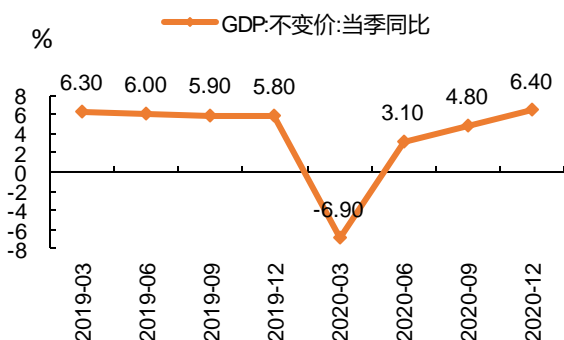
区间	沪深300涨幅	银行指数涨幅	银行股超额收益	驱动因素
2020年				
1月2日-6月29日	-1%	-15%	-14%	国内外新冠疫情爆发
6月29日-7月8日	16%	17%	0%	海外疫情趋于严峻,国内疫情缓和
7月8日-10月9日	-2%	-10%	-8%	银行全年让利1.5万亿传闻,得到央行明确回应
10月9日-11月26日	5%	12%	7%	板块3季度基本面拐点预期获确认
11月26日-12月31日	6%	-2%	-8%	-
2021年				
1月4日-3月16日	-4%	16%	20%	三道红线靴子落地,疫后复苏低估值修复逻辑演绎
3月16日-5月31日	5%	-1%	-6%	华夏幸福违约,市场对行业资产质量担忧抬升
5月31日-8月6日	-8%	-13%	-5%	恒大暴雷,地产违约担忧再次升级
8月6日-12月31日	0%	2%	2%	-
2022年				
1月4日-2月11日	-6%	9%	15%	疫后复苏低估值修复逻辑演绎
2月11日-3月15日	-13%	-15%	-2%	omicron流行,国内新冠疫情反复
3月15日-4月6日	7%	14%	7%	金融委会议释放强烈维稳信号,地产风险预期修复
4月6日-7月1日	5%	-6%	-11%	4月初上海疫情爆发,5月底国务院部署33项稳经济措施,直至6月疫情收敛
7月1日-10月31日	-21%	-17%	5%	7月停贷风波不断发酵,国内疫情仍然处于多点散发
10月31日-11月18日	8%	7%	-2%	疫情防控政策迎来优化,地产政策风向放松

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 超额收益采用四舍五入近似值

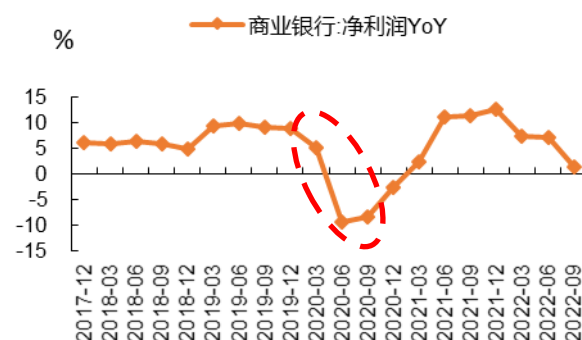
2020年: 疫情冲击, 盈利下行。年初国内外新冠疫情爆发给经济环境带来挑战, 20年1季度国内GDP同比下降6.9%, 在疫情反复扰动背景下经济预期转弱。行业景气度向下, 伴随疫情冲击对银行业收入端和资产质量的滞后影响的显现, 商业银行净利润增速于2季度陷入负增长, 引发市场对银行基本面的担忧。板块全年表现较弱, 累计下跌2%, 跑输沪深300指数28个百分点, 虽然在10-11月业绩期因行业利润降幅收窄预期的确认出现短暂修复, 但持续性和幅度比较有限。

图表3 2020年1季度疫情初发导致经济出现负增长



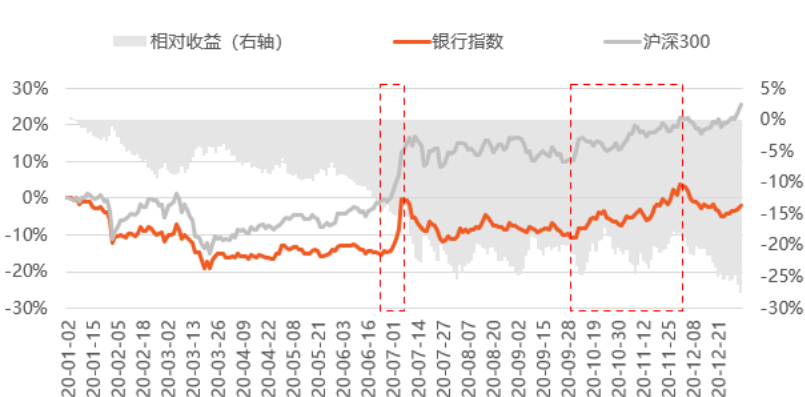
资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表4 受疫情扰动影响行业景气下行



资料来源: Wind, 银保监会, 平安证券研究所

图表5 2020年银行股行情走势



区间	沪深300 涨幅	银行指数 涨幅	银行股超额收益
1月2日 - 6月29日	-1%	-15%	-14%
6月29日 - 7月8日	16%	17%	0%
7月8日 - 10月9日	-2%	-10%	-8%
10月9日 - 11月26日	5%	12%	7%
11月26日 - 12月31日	6%	-2%	-8%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 超额收益采用四舍五入近似值

2021年: 疫情阶段性修复, 地产风险逐步暴露。伴随首波新冠疫情冲击影响消退, 国内经济进入复苏阶段, 银行业净利润增速回正, 板块在 1-3 月走出有绝对有相对的超额收益行情 (银行板块上涨 16%, 跑赢沪深 300 指数 20%), 也主要得益于年初估值修复逻辑的演绎, 板块全年累计上涨 2%, 跑赢沪深 300 指数 8 个百分点。但在地产调控的收紧和部分民企出险的情况下, 行业超额收益从 2 季度开始明显走弱。伴随三道红线落地施行背景下房企融资环境的收紧, 2 月起以华夏幸福、恒大为代表的违约风险事件集中爆发。受此影响, 虽然银行业基本面全年保持平稳, 但板块表现自 3 月中旬之后进入下行通道, 从 3 月 16 日至年底银行板块下跌 14%, 跑输沪深 300 指数 12 个百分点。

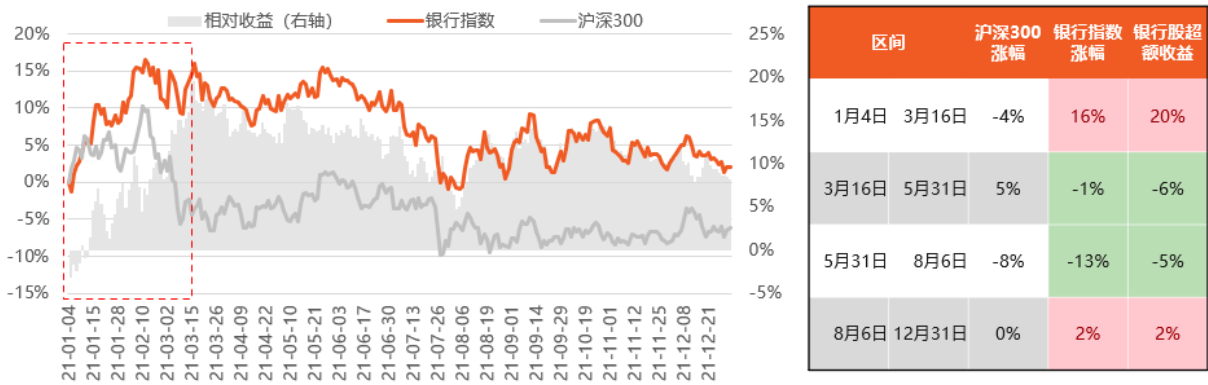
图表6 2021年以来部分房企债务违约事件梳理

月份	公司	债务违约事件
2021.02	华夏幸福	公司及下属子公司多次未能如期偿还债务,截至 11 月 2 日,公司累计未能如期偿还债务本息合计 939.79 亿元。
2021.05	协信远创	截至 2021 年 8 月 13 日,协信远创及子公司发生债务逾期涉及本息金额为 132.25 亿元,包括银行贷款、信托贷款、公司债券、关联方借款等债务形式,总共有息负债超过 300 亿元。
2021.07	蓝光发展	因受宏观经济环境、行业环境、融资环境叠加影响,自 2020 年年度末至今,公司公开市场再融资受阻,经营性现金流回速放缓,公司流动性出现阶段性紧张,加之部分金融机构提前宣布到期,导致公司出现部分债务未能如期偿还的情况。截至 11 月 5 日,公司累计到期未能偿还的债务本息金额合计 241.71 亿元。
2021.04	泰禾集团	受地产整体环境下行的影响,公司现有项目的去化率有所下降,销售预期存在波动,同时由于公司自身债务规模庞大、债务集中到付等问题使得公司短期流动性出现困难,公司将无法按期完成公司债券“H6 泰禾 02”及“H6 泰禾 03”本息的兑付。
2021.05	实地地产	截至 5 月 7 日,涉及未兑付商票款为 5700 万元。
2021.06	恒大集团	公司多只商票未如期兑付。
2021.1	花样年	10 月 4 日晚上宣布公司一笔 2.056 亿美元债违约。

2021.11	佳兆业	公司发布公告,称受佳兆业集团资金流动性困难影响,由深圳锦恒财富管理有限公司发行、佳兆业集团(深圳)有限公司担保的财富产品出现兑付逾期。
2021.11	阳光城	公司发布公告称,在房地产行业调控政策偏紧的背景下,为了缓解暂时的流动性压力,公司申请变更“18阳光04”和“20华济建筑ABN001优先”的兑付方案。

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表7 2021年银行股行情走势

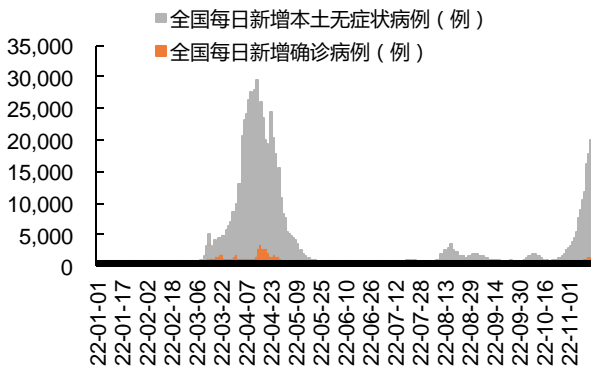


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 超额收益采用四舍五入近似值

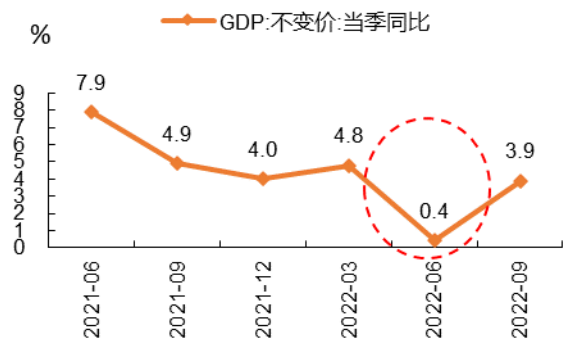
2022年: 奥密克戎冲击, 地产压力持续。2022年奥密克戎的流行进一步增强了疫情形势的不确定性, 部分重点区域迎来疫情空前高峰, 直接导致2季度国内GDP增速的触底。基本面来看, 年内LPR多次下调, 行业收入端仍然承受较大的压力。受市场对于经济下行和地产风险持续暴露的预期影响, 板块估值仍然受到压制。回顾板块全年走势, 年初板块凸显出较强的防御属性, 但随后又伴随疫情形势恶化和地产风险事件的出现, 板块一路走弱直至11月政策转向前。期间, 从2022年2月11日至10月底, 板块下跌24%, 跑平指数。

图表8 2022年2季度疫情迎来空前高峰



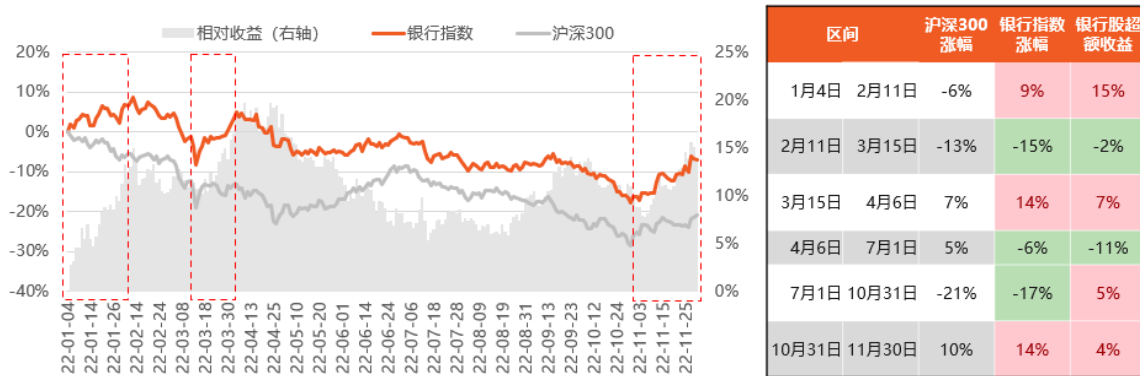
资料来源: Wind, 国家卫健委, 平安证券研究所

图表9 2022年2季度GDP增速触底



资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表10 2022年银行股行情走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 超额收益采用四舍五入近似值

■ 关注政策端积极信号: 地产调控转向, 需求端与融资端政策同步放松

关注房地产政策风向转变, 预计促进市场对行业基本面悲观预期的化解。下半年房地产需求端、信用端政策暖风频吹:

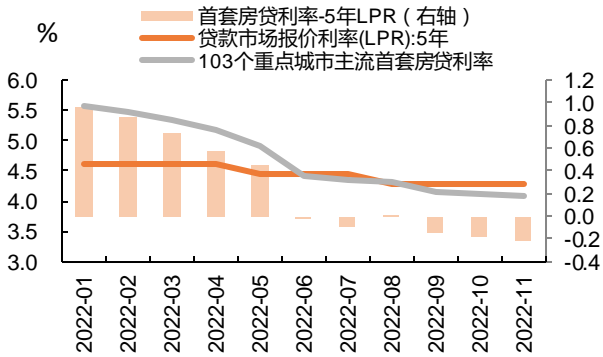
- 1) 需求端政策不断宽松, 8月监管首提“一城一策”, 赋予地方政府更大的调控自主权; 为激发楼市活力, 9月央行阶段性放宽首套房贷利率下限, 根据国家统计局70个大中城市房价指数数据, 至少有23个城市符合新政要求; 同月央行下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点, 随后北京、天津、武汉、南京等多地陆续跟进下调。
- 2) 信用端加大托底力度, 从11月8日“第二支箭”支持民营企业发债融资到11月13日“金融16条”支持存量融资展期, 再到11月28日证监会调整优化房地产股权融资, 支持涉房企业开展并购重组及配套融资, 以及支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资, 信贷、债券、股权“三支箭”政策组合齐发。后续伴随政策发力及疫后复苏共振下房地产宽信用预期的不断升温。

图表11 22年下半年房地产政策支持力度加大



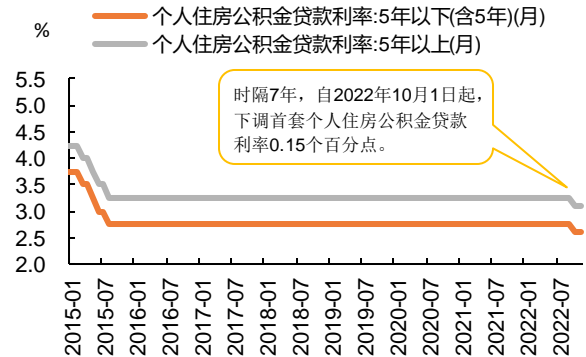
资料来源: 中央政治局会议, 国常会, 证监会, 央行, 银保监会, 平安证券研究所

图表12 阶段性放宽新发放首套房贷款利率下限要求



资料来源: Wind, 央行, 贝壳研究院, 平安证券研究所

图表13 时隔7年下调首套房公积金贷款利率



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所

■ 关注政策端积极信号: 疫情管控政策持续优化

关注疫情防控政策的进一步优化, 有利于发挥经济修复带动行业基本面改善的积极作用。下半年疫情防控政策经历了两次优化, 国务院联防联控机制分别于6月出台第九版防控方案、11月公布“二十条”措施, 现行版本“二十条”进一步优化了高风险人员管理、风险地区界定、核酸检测和入境管控等多项措施, 提升防控科学性和精准性, 我们认为防控政策的不断优化将有助于减少疫情对经济社会发展的影响, 从而发挥其对经济修复带动行业基本面改善的正面作用。

图表14 下半年疫情防控政策进一步优化

	第八版 2021.5.17	第九版 2022.6.19	二十条 2022.11.11
发布时间	2021.5.17	2022.6.19	2022.11.11
对应文件	《新型冠状病毒肺炎防控方案(第八版)》	《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》
密接	1) 14天集中隔离+7天居家 2) 解除集中隔离要求双采双检 3) 采样时间: 1、4、7、14天核酸检测	1) 7天集中隔离+3天居家健康监测 2) 解除集中隔离不要求双采双检 3) 采样时间: 集中隔离医学观察的第1、2、3、5、7天各开展一次核酸检测; 在居家健康监测的第3天开展一次核酸检测	1) 5天集中隔离+3天居家隔离 2) 采样时间: 集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测, 居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测
次密接	7天集中隔离+1、4、7天核酸检测	长时间接触密接的人员判定为次密接, 7天居家隔离医学观察+1、4、7天核酸检测	及时准确判定密切接触者, 不再判定密接的密接
高风险区外溢人员	/	7天集中隔离, 在集中隔离医学观察第1、2、3、5和7天各开展一次核酸检测	7天居家隔离 , 在居家隔离第1、3、5、7天各开展1次核酸检测
中风险区外溢人员	/	7天居家隔离, 在居家隔离医学观察第1、4和7天各开展一次核酸检测	不再有中风险外溢人员
风险区划分	中高风险/封控区两套标准并行	划分“高中低”三类风险区 解除标准: 1) 高风险区连续7天无新增感染者+第7天风险区内所有人员完成一轮核酸筛查均为阴性, 降为中风险区 连续3天无新增感染者降为低风险区; 2) 中风险区连续7天无新增感染者, 且第7天风险区内所有人员完成一轮核酸筛查均为阴性, 降为低风险区	取消中风险区, 划分“高低”两类 解除标准: 1) 高风险区连续5天未发现新增感染者, 降为低风险区 2) 符合解封条件的高风险区要及时解封
结束闭环作业的高风险岗位从业人员	/	7天集中隔离或7天居家隔离, 在第1、4、7天各开展一次核酸检测	5天居家健康监测, 期间赋码管理, 第1、3、5天各开展1次核酸检测, 非必要不外出, 确需外出的不前往人员密集公共场所、不乘坐公共交通工具。
入境航班熔断机制	/	登机前48小时内2次核酸检测阴性证明	取消入境航班熔断机制 , 登机前48小时内1次核酸检测阴性证明
入境人员	1) 14天集中隔离+7天居家, 1、4、7、14天核酸检测 2) 解除集中隔离要求双采双检	1) 7天集中隔离+3天居家健康监测 2) 明确入境人员阳性判定标准为核酸检测Ct值<40	1) 5天集中隔离+3天居家隔离 ; 入境人员在第一入境点完成隔离后, 目的地不得重复隔离 2) 明确入境人员阳性判定标准为核酸检测Ct值<35 3) 对解除集中隔离时核酸检测Ct值35-40的人员进行风险评估, 如为既往感染, 居家隔离期间“三天两检”、赋码管理、不得外出

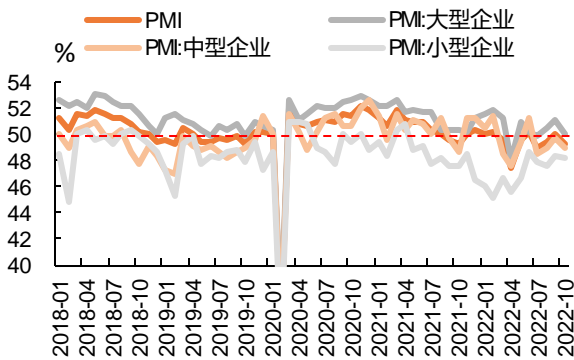
资料来源: 国务院, 平安证券研究所

1.2 基本面：修复存在时滞，全年先抑后扬

1.2.1 政策环境：下行压力仍存，关注政策端发力

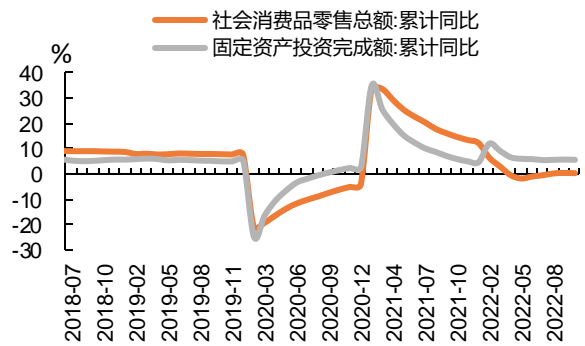
宏观经济方面，受疫情与地产行业下行影响，国内经济当前依然面临较大压力。从高频景气指标来看，官方制造业 PMI 下半年有所回落，自 22 年 6 月筑顶至 50.2% 后又持续位于荣枯线以下，从分项来看，22 年 10 月仅大型企业 PMI 超过 50%，受疫情冲击最大的中小企业持续低迷，其中小型企业 PMI 已连续 18 个月位于荣枯线以下，经营依旧承受较大压力。消费和投资需求仍未走出下行通道，1-10 月社会消费品零售总额同比增长 0.6% (当月同比下降 0.5%，增速环比放缓 3.0 个百分点)，1-10 月全国固定资产投资同比增长 5.8%，增速较前 9 个月回落 0.1 个百分点。

图表15 10月中小企业 PMI 有所回落



资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所

图表16 10月消费与投资增速回落



资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所

货币政策方面，考虑到疫情和国内外形势的不确定性，展望 23 年我们预计货币政策仍将维持稳中偏松基调，整体流动性环境保持充裕。22 年下半年以来货币政策延续稳健宽松基调，监管表态主要围绕“加大稳健货币政策的实施力度”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，总量上持续强调“增强信贷总量增长的稳定性”，价格上表示“发挥贷款市场报价利率改革效能”、“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”。根据央行三季度货币政策执行报告，相较二季度删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”表述，下一阶段总基调延续“加大稳健货币政策实施力度”、坚持不搞“大水漫灌”等提法。

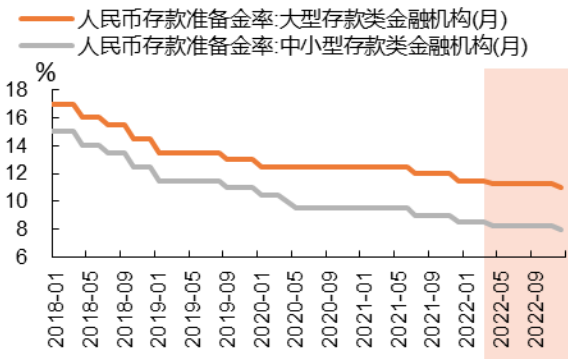
图表17 22年下半年以来监管对于货币政策的表态



资料来源: 央行, 平安证券研究所

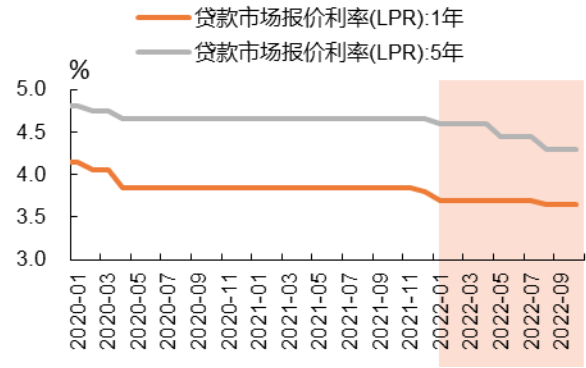
22年以来稳经济政策发力，全年累计下调存款准备金率0.50个百分点、1年期LPR报价15BP、5年期LPR报价35BP。为维持相对宽松的流动性环境，近期央行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，结合监管表态下一阶段将“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”、“持续释放LPR改革效能，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”，考虑到经济下行压力仍存我们预计后续LPR下调仍有空间，总量流动性有望继续保持充裕。

图表18 存款准备金率于12月5日下降25BP



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所

图表19 下半年LPR下调节奏放缓

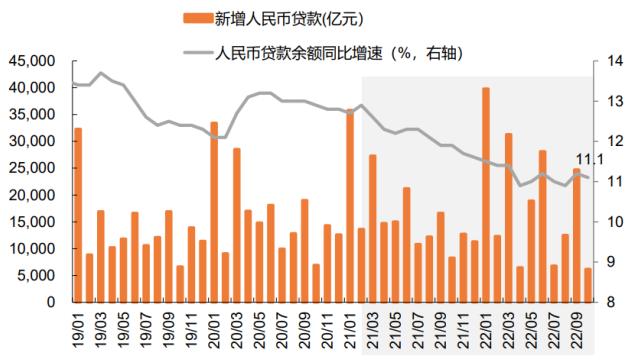


资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所

1.2.2 量：预计23年行业规模增速保持平稳，关注居民端需求修复

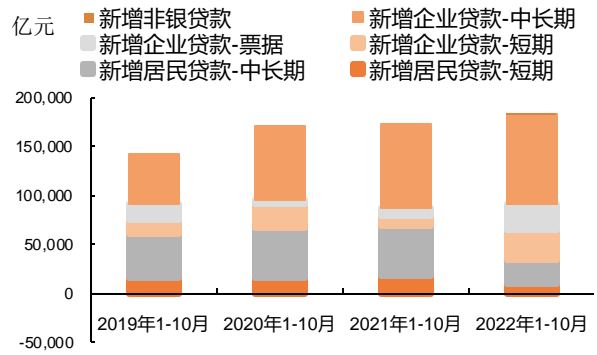
信贷投放方面，前10月新增人民币贷款18.70万亿元，同比多增1.15万亿元，略好于去年同期，结合新增信贷结构能够看到，今年企业端信贷需求强势是最主要的支撑因素，其中：企业短贷和票据占比均较往年更高，同比分别多增2.08万亿元、1.76万亿元，而受到疫情和地产影响今年居民贷款投放相对疲弱，同比少增3.42万亿元。

图表20 2021年以来人民币贷款余额增速回落



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所

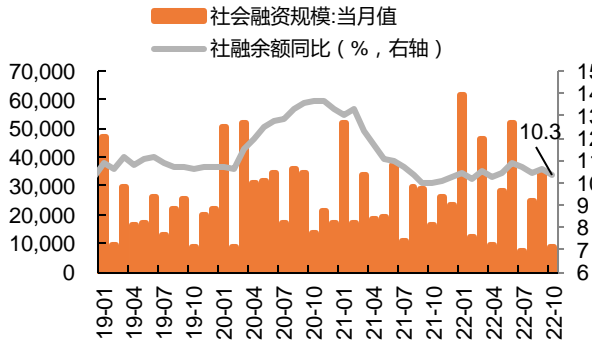
图表21 2022年1-10月新增人民币贷款结构



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所

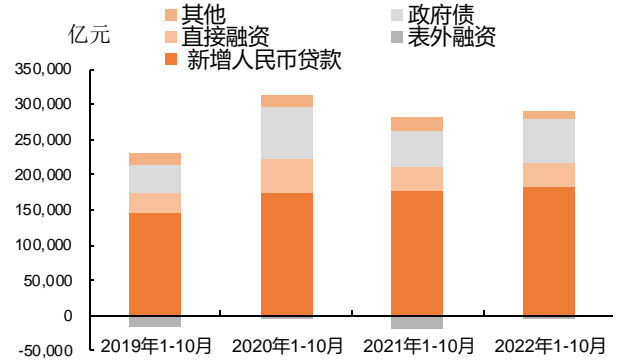
社融方面，10月末社融存量同比增长10.3%，相比上月高点下滑0.3个百分点，22年前10月社融增量28.70万亿元，同比多增2.31万亿元，从结构来看表内信贷仍然构成支撑，1-10月新增18.32万亿元，同比多增7265亿元，在经济下行压力加大背景下企业直接融资表现偏弱，同比少增1645亿元，伴随资管新规过渡期结束，表外融资压降节奏放缓，同比少减1.36万亿元，带动投资、稳经济政策发力下政府债发行较去年同期更为积极，同比多增1.16万亿元。

图表22 2022年前三季度新增社融同比多增3.01万亿元



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所;
注: 社会融资规模单位为亿元

图表23 2022年1-10月新增社融结构



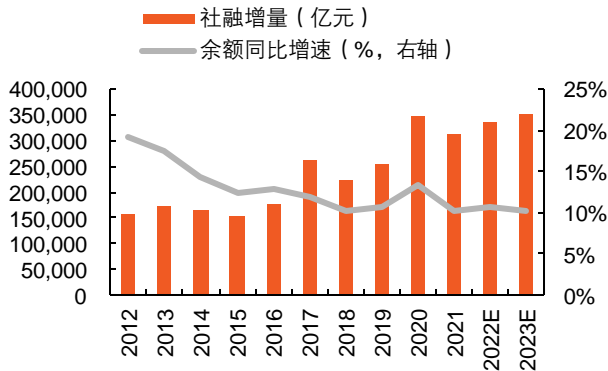
资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所

展望 23 年, 我们认为居民端需求将迎来改善, 信贷结构的优化同时有助于带动银行票据冲量动力的减弱, 预计总量保持平稳增长, 保守估计来看, 考虑到 23 年地产销售的不确定性可能继续导致居民端按揭贷增长承压。

社融方面, 表内信贷仍是最主要的支撑因素, 我们预计经济改善背景下流动性不会过于宽松, 同时伴随企业经营环境修复直接融资表现有望增强, 资管新规过渡期结束存量压降任务大部分完成, 非标融资压降节奏放缓仍将延续。

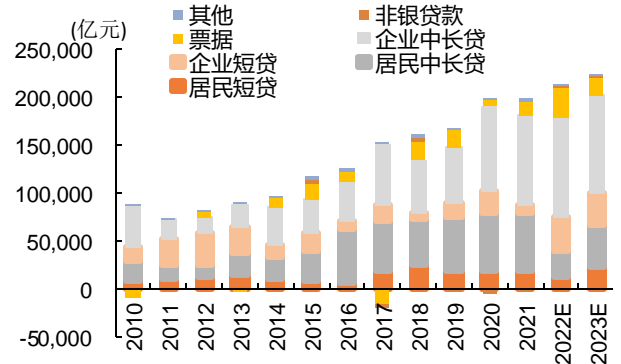
综合来看, 我们预计 22 全年新增人民币贷款和社融 21.3 万亿元、33.4 万亿元 (对应余额增速 11.1%、10.6%), 23 年新增人民币贷款、新增社融分别为 22.5-23.8 万亿元、35.2-36.5 万亿元 (对应余额增速区间 10.5%-11.1%、10.1%-10.5%)。

图表24 社融增量、社融余额同比增速及预测



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所
注: 图表中预测值为保守估计

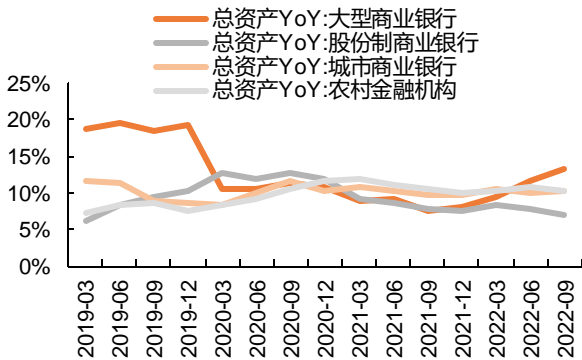
图表25 新增人民币贷款结构及预测



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所
注: 图表中预测值为保守估计

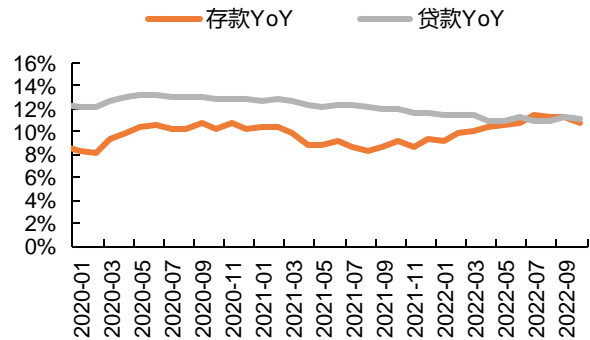
规模方面, 22 年以来在稳增长稳信用政策发力下行业整体扩表有所加快, 3 季度末商业银行口径总资产同比增长 11.1% (vs+10.6%, 22Q2)。展望 2023 年, 在整体流动性环境保持宽松的情况下, 预计行业整体的规模增速会保持稳定, 预计全年行业资产规模增长 10%-11%, 个体上部分区域性银行的增速受益于区域环境仍将保持快速。

图表26 行业规模增速变化（分机构类型）



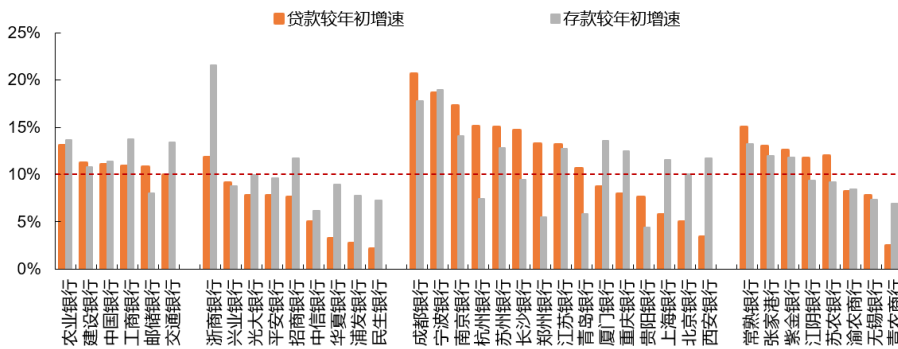
资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

图表27 存贷款增速变化（金融机构余额口径）



资料来源：Wind，央行，平安证券研究所

图表28 上市银行存贷款较年初增速-22Q3



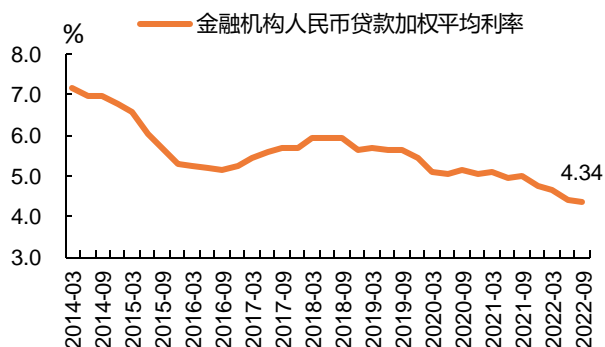
	贷款较年初增速	存款较年初增速
上市银行	9.9%	11.5%
六大行	11.3%	12.1%
股份行	6.0%	9.4%
城商行	11.4%	11.9%
农商行	9.2%	9.2%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

1.2.3 价：负债对冲资产端下行，息差2季度以后有望企稳

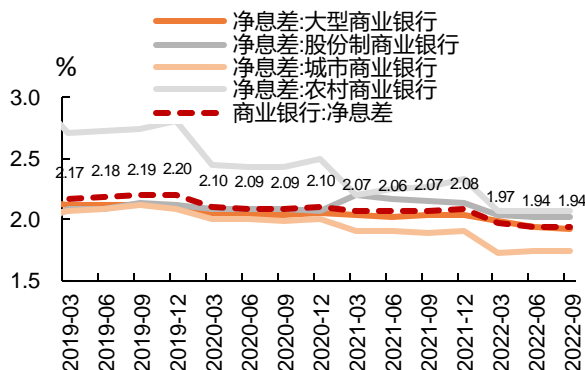
2022年以来，受持续的降息以及企业融资需求乏力的影响，行业资产端收益率持续走低，新发放贷款加权平均利率已降至4.34%，对银行息差管控带来压力。不过我们也看到，央行今年以来陆续出台对于存款报价机制优化的政策引导银行存款利率下行，9月末行业定期存款加权平均利率较4月机制调整前下降了14BP至2.3%，红利有望持续释放。

图表29 贷款利率仍处下行通道



资料来源: Wind, 央行, 平安证券研究所

图表30 前3季度净息差环比持平



资料来源: Wind, 银保监会, 平安证券研究所

展望 2023 年, 由于 1 季度部分存量按揭贷款利率迎来重定价, 预计给行业上半年资产端定价及息差带来一定压力。截至 10 月, 5 年期以上 LPR 较 22 年初经历三次下调 (幅度达到 35BP)。我们对按揭重定价影响进行静态测算, 假设有 50% 的按揭贷款在 1 月 1 日重定价, 我们预计 1 季度由年初重定价带来的影响将使得净息差下行 2.61BP, 对营收和净利润增速的负面影响分别为 0.49%/1.02%。从全年来看, 受资产端下行的拖累, 我们判断全年行业息差降幅在 8-10BP。从节奏上看, 考虑到存款利率调降红利的释放以及国内经济的修复, 我们认为行业整体息差在 2 季度后有望逐步企稳。

图表31 重定价对上市银行息差及业绩影响测算

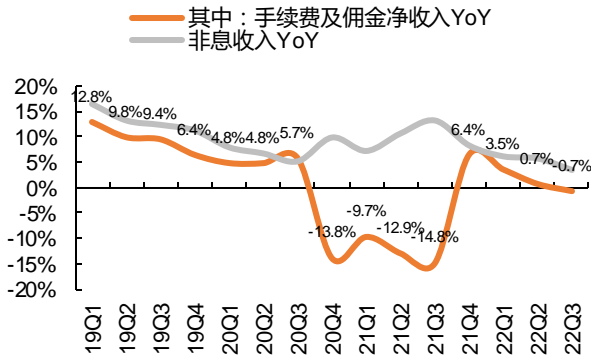
上市银行	22H1			重定价预计对23Q1的影响		
	按揭贷款规模(亿元)	生息资产规模(亿元)	按揭贷款占比(%)	息差影响(BP)	营收增速影响(%)	利润增速影响(%)
工行	64,490	374,481	17.2%	3.01	0.6%	1.2%
建行	65,456	327,400	20.0%	3.50	0.6%	1.2%
农行	53,445	317,025	16.9%	2.95	0.6%	1.2%
中行	48,942	268,202	18.2%	3.19	0.7%	1.4%
邮储	22,294	132,542	16.8%	2.94	0.6%	1.5%
交行	15,284	121,625	12.6%	2.20	0.5%	1.1%
招行	13,880	93,716	14.8%	2.59	0.3%	0.6%
兴业	11,065	86,726	12.8%	2.23	0.4%	0.7%
浦发	8,934	82,063	10.9%	1.91	0.4%	0.8%
中信	9,831	80,378	12.2%	2.14	0.4%	0.9%
民生	5,942	69,751	8.5%	1.49	0.4%	0.7%
光大	5,856	59,840	9.8%	1.71	0.3%	0.8%
平安	6,830	49,496	13.8%	2.41	0.3%	0.9%
浙商	966	24,069	4.0%	0.70	0.1%	0.3%
北京	3,445	31,137	11.1%	1.94	0.4%	0.8%
上海	1,606	27,414	5.9%	1.02	0.2%	0.5%
江苏	2,448	27,658	8.9%	1.55	0.3%	0.6%
宁波	450	21,657	2.1%	0.36	0.1%	0.1%
南京	853	18,760	4.5%	0.80	0.2%	0.3%
杭州	864	15,051	5.7%	1.00	0.2%	0.4%
长沙	614	8,492	7.2%	1.27	0.2%	0.6%
成都	852	8,826	9.7%	1.69	0.4%	0.6%
青岛	468	5,111	9.2%	1.60	0.4%	1.0%
苏州	337	4,707	7.2%	1.25	0.2%	0.5%
齐鲁	435	4,634	9.4%	1.64	0.4%	0.8%
兰州	320	4,216	7.6%	1.33	0.4%	1.1%
西安	251	3,480	7.2%	1.26	0.4%	0.7%
厦门	306	3,435	8.9%	1.56	0.5%	0.8%
渝农商	993	12,982	7.7%	1.34	0.3%	0.5%
沪农商	1,152	11,512	10.0%	1.75	0.4%	0.6%
常熟	140	2,682	5.2%	0.91	0.1%	0.3%
紫金	219	2,230	9.8%	1.71	0.4%	1.0%
无锡	175	2,037	8.6%	1.51	0.3%	0.6%
张家港	105	1,725	6.1%	1.07	0.2%	0.4%
苏农	95	1,653	5.8%	1.01	0.2%	0.5%
江阴	106	1,561	6.8%	1.19	0.2%	0.6%
ALL	349,448	2,308,273	15.1%	2.65	0.5%	1.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

1.2.4 非息：关注财富管理收入修复，有望缓解营收端压力

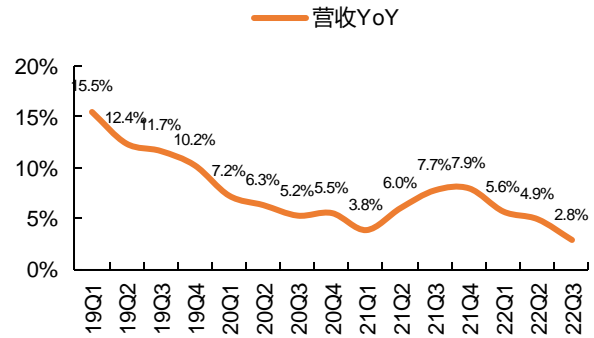
受财富管理业务增长乏力的影响，今年上市银行非息收入增长面临瓶颈，前3季度上市银行实现手续费及佣金净收入同比下降0.7%，从而拖累了营收放缓至2.8%。展望2023年，考虑到在经济改善预期的支撑下，资本市场表现有望好于22年，从而推动财富管理和非息收入增长边际改善。

图表32 上市银行非息收入增速变化



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图表33 今年以来上市银行营收增速持续承压

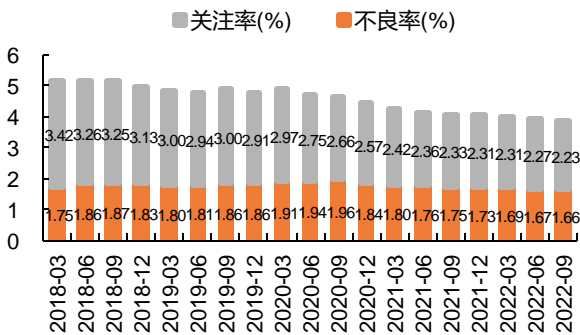


资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

1.2.5 资产质量：重点领域改善待观察，但底线思维仍存

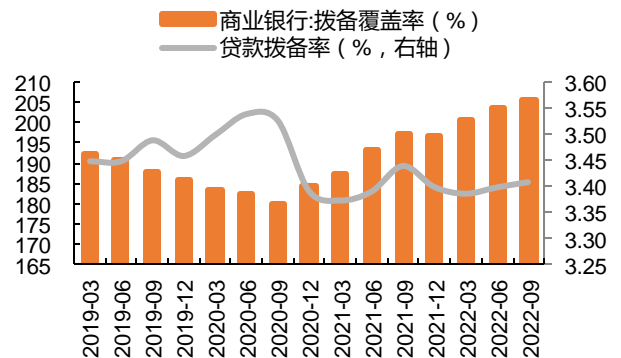
根据银保监会披露数据，自20年疫情以来行业不良率有所攀升，至20年3季度达到1.96%高点，后伴随风险加速出清，行业不良率逐季稳步下降，22年3季度末商业银行不良率环比下行1BP至1.66%，为2016年以来最低水平。前瞻性指标方面，伴随今年2季度以来风险的加速出清，3季度关注率较年初下降8BP至2.23%。同时行业风险抵补能力不断夯实，3季度拨备覆盖水平环比上升2%至206%，拨贷比提升1BP至3.41%。

图表34 商业银行资产质量保持平稳



资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

图表35 拨备覆盖水平环比提升



资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

历史数据来看，上市银行22上半年零售资产的不良率普遍有所抬升，具体来看按揭贷、消费贷、信用卡贷款均构成驱动因素，潜在压力需要持续跟踪。22年以来绝大部分上市银行对公贷款不良率均呈现下降趋势，行业地产相关风险暴露进度仍需要跟踪，但我们认为在政策托底下整体压力可控。

综合来看，我们认为重点领域如对公房地产、零售信用类资产的风险还需持续跟踪，但在监管的底线思维下，我们判断大规模信用风险释放的概率较小，预计银行的不良生成压力处于可控范围，行业资产质量表现有望保持稳健。

图表36 上市银行分板块不良率表现

不良率 (分板块, %)		对公贷款不良率		零售贷款不良率		零售贷款不良率-22H1				零售贷款不良率-较21A变化			
		22H1	较21A变化	22H1	较21A变化	个人住房	个人消费	信用卡	经营类	个人住房	个人消费	信用卡	经营类
大行	工商银行	2.03	-0.06	0.56	0.07	0.31	1.54	2.24	0.89	0.07	-0.11	0.34	-0.08
	建设银行	2.15	-0.12	0.44	0.04	0.25	0.85	1.44	0.64	0.05	-0.13	0.11	-0.08
	中国银行	2.03	-0.17	0.60	0.08	0.22	/	3.10	/	-0.05		1.05	
	农业银行	2.14	-0.08	0.54	0.03	0.36	1.12	1.24	0.60	0.00	-0.21	0.25	-0.04
	交通银行	1.78	-0.10	0.94	0.10	0.37	0.00	2.66	0.74	0.03		0.46	0.05
	邮储银行	0.56	-0.22	1.11	0.17	0.52	2.27	1.82	1.71	0.08	0.72	0.16	0.04
股份行	招商银行	1.35	0.11	0.82	0.01	0.27	1.05	1.67	0.63	-0.01	0.03	0.02	0.01
	中信银行	1.82	-0.23	0.99	0.04	/	/	1.92	/			0.09	
	民生银行	1.83	-0.06	1.59	-0.06	0.33	/	2.95	1.81	0.07			-0.32
	兴业银行	1.15	-0.19	1.17	0.16	0.51	/	2.29	0.60	0.02			0.08
	浦发银行	1.91	-0.26	1.42	0.14	0.52	/	2.03	1.60	0.12		0.05	0.30
	光大银行	1.53	0.39	1.05	-0.03	/	/	/	/				
	华夏银行	1.91	-0.03	1.88	0.12	/	/	/	/				
	平安银行	0.76	-0.06	1.18	-0.03	0.30	/	2.15	/	-0.04		0.04	
	浙商银行	1.66	-0.22	1.43	0.36	/	/	/	/				
城商行	南京银行	0.90	-0.04	1.16	0.28	0.44	1.57	2.33	1.08	0.04	0.41	0.53	0.24
	宁波银行	0.77	0.30	1.33	0.09	/	/	/	/				
	上海银行	1.56	-0.11	0.97	0.20	0.14	2.11	1.94	0.42	0.05	0.65	0.29	0.13
	杭州银行	1.02	-0.15	0.41	0.06	0.08	0.66	/	0.56	0.03	0.18		0.01
	成都银行	0.92	-0.25	0.53	0.02	0.33	3.43	0.41	2.31	0.08	-0.46	-0.05	-2.48
	郑州银行	1.69	-0.17	2.26	0.11	1.34	3.23	2.02	3.27	0.38	-1.76	-0.04	-0.19
	苏州银行	1.12	-0.35	0.51	0.05	0.17	1.08	/	0.59	0.13	-0.55		-0.17
	重庆银行	1.68	-0.04	0.98	0.08	0.37	0.93	0.98	2.20	0.10	0.12	0.19	-0.03
农商行	渝农商行	1.54	-0.41	1.11	0.45	0.70	/	/	1.47	0.24			0.74
	青农商行	2.11	-0.11	1.22	0.22	0.60	1.69	/	1.78	0.19	0.12		0.19
	常熟银行	0.83	-0.13	0.85	0.08	0.32	0.87	0.57	0.96	0.09	0.24	-0.07	0.02

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 中国银行为“中国内地贷款”口径, 南京银行为“母公司”口径

1.2.6 盈利表现: 预计 2023 年上市银行整体净利润增速 7.0%

虽然经济下行压力可能带来银行经营风险抬升，但我们认为温和的政策环境支持下银行的经营有望保持平稳。量的方面，相关宽松的流动性环境下预计上市银行资产扩张速度保持平稳，息差方面，随着 1 季度重定价压力消退以及存款报价机制改革红利持续释放，行业息差有望 2 季度后逐步企稳。资产质量方面，在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，叠加行业整体不良包袱在过去 3-4 年中化解相对充分，资产质量表现有望保持稳健，信用成本延续改善。综合来看，我们预计 2023 年上市银行盈利增速保持在 7% 左右，节奏上先抑后扬，下半年优于上半年 (vs 6.8%，2022E)。

图表37 上市银行归母净利润增速预测

利润表增速	2022Q1	2022H1	2022Q3	2022E	2023E
净利息收入(YoY)	5.19%	4.54%	4.19%	4.42%	4.16%
净手续费及佣金收入(YoY)	3.53%	0.66%	-0.70%	-1.00%	3.00%
营业总收入(YoY)	4.30%	4.88%	2.83%	2.95%	3.82%
营业总成本(YoY)	7.16%	8.37%	7.79%	6.27%	5.47%
拨备前利润(YoY)	3.45%	3.01%	0.98%	1.52%	3.05%
资产减值准备(YoY)	-1.26%	0.14%	-5.43%	-5.02%	-3.83%
净利润(YoY)	8.67%	7.54%	8.02%	6.79%	7.01%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表38 利润增速对信用成本、息差敏感性测算

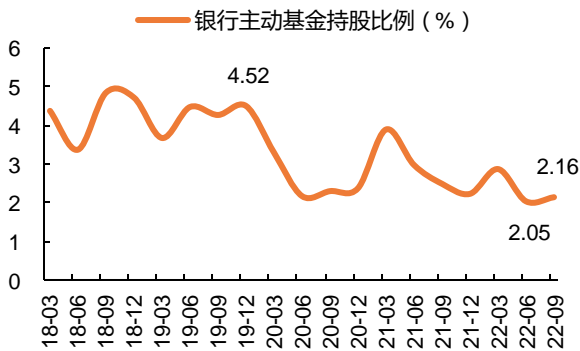
敏感性分析	信贷成本				
	-0.90%	-0.89%	-0.88%	-0.87%	-0.86%
1.87%	3.1%	3.7%	4.4%	5.0%	5.6%
1.89%	4.4%	5.1%	5.7%	6.3%	7.0%
1.91%	5.7%	6.4%	7.0%	7.6%	8.3%
1.93%	7.1%	7.7%	8.3%	9.0%	9.6%
1.95%	8.4%	9.0%	9.7%	10.3%	10.9%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

1.3 投资建议：政策纠偏预期改善，积极看好板块估值修复

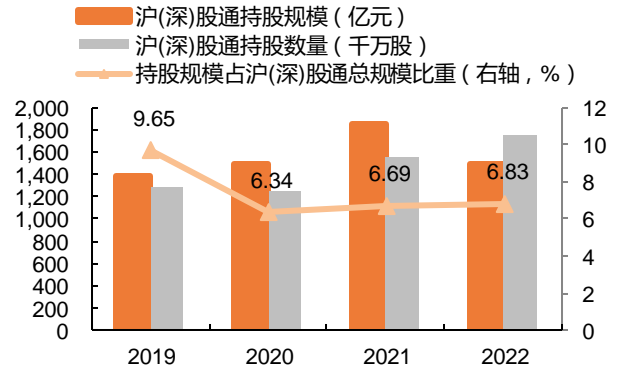
基金持仓仍处于深度低配，悲观预期充分反映。从板块的基金持仓来看，市场对于板块的悲观预期在 22 年 2 季度充分反映，持仓比例达到近年来最低水平，下半年在稳增长发力下市场对于实体信贷需求预期边际修复，板块整体持仓小幅抬升，3 季度包括偏股、股票型在内的主动管理型基金配置银行板块比例环比提升 11BP 至 2.16%，但参照板块在沪深 300 的流通市值占比来看依然深度低配 14.65 个百分点。北向资金在疫情以来同样减持，板块沪深股通持股规模由 19 年末的 9.65% 降至 20 年末的 6.34%，后续占比虽有小幅提升但仍距疫前水平有较大差距，综合来看疫情以来资金对于板块基本面的担忧延续，悲观预期充分显现。

图表39 银行板块主动基金持股比例



资料来源: Wind, 基金季度报告, 平安证券研究所

图表40 疫情以来银行板块北向资金持股情况

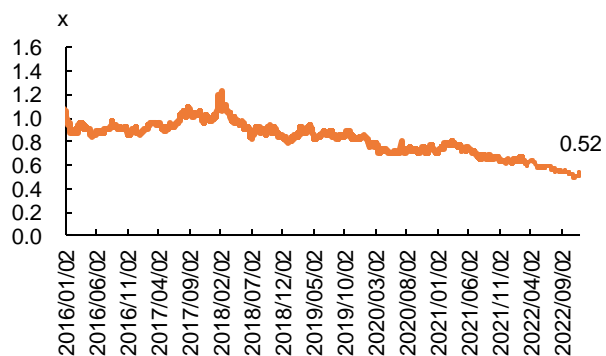


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截止日为 2022 年 11 月 17 日

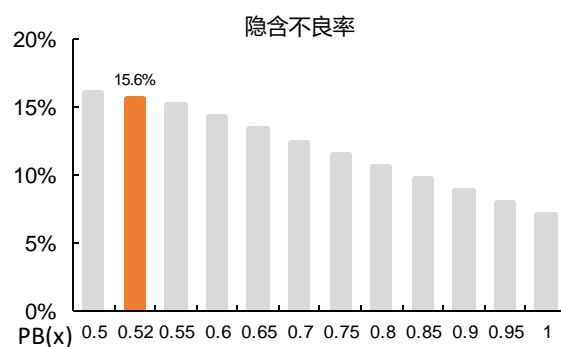
政策纠偏预期改善，积极看好板块估值修复。我们认为 11 月以来政策积极信号不断释放，防疫政策的优化与地产监管的放松同步推进，两大压制银行股估值的因素均迎来改善。截至 2022 年 12 月 2 日，银行板块静态估值水平仅 0.52x，仍处于历史绝对低位，根据我们测算，对应估值隐含不良率 15.6%，反映出市场对于行业资产质量的过度悲观，我们认为当前板块安全边际充分，积极看好银行板块估值修复机会。

图表41 上市银行静态 PB (LF) 仅为 0.52x



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 银行估值隐含不良率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 主线一： 优选受益政策转向标的， 关注零售银行复苏

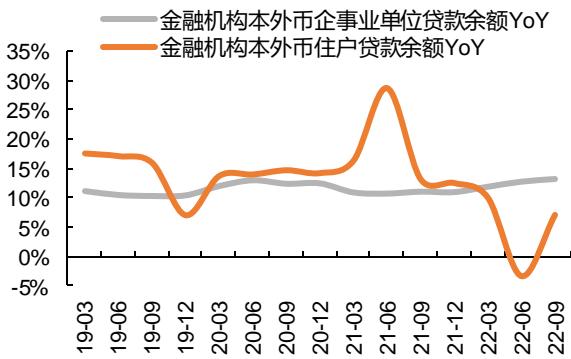
受疫情因素以及地产调控因素的影响， 银行的零售板块受到明显冲击， 信贷投放受需求端拖累全面下行， 22 年上半年绝大部分上市银行零售信贷投放均不及预期， 对资产收益水平带来负面影响。 与此同时， 市场对于零售及地产的资产质量担忧明显抬升， 成为了压制板块估值的因素。 因此， 展望 2023 年， 考虑到防疫政策与地产政策的调整优化以及零售业务中长期的发展潜力， 我们认为受益于政策转向的零售银行更为值得关注。 从目前各家银行零售收入贡献来看， 大中型银行中邮储、 平安、 招行， 城商行中的长沙、 宁波贡献占比更高。

2.1 疫情与政策调控冲击银行零售与地产业务

疫情和政策调控对银行零售板块带来全方位的影响：

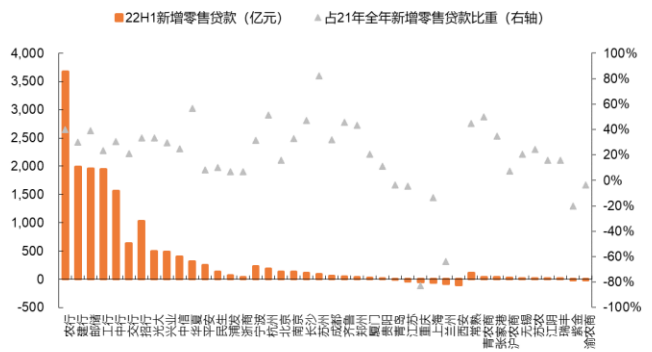
1) 首先零售信贷相对低迷， 面临今年尤其是二季度以来疫情反复扰动下居民消费、 购房及个体经营等需求的收缩， 银行零售信贷增长表现乏力， 根据央行统计数据， 2 季度末金融机构住户贷款余额同比下降 3.2%， 与 21 年同期增长水平 (YoY+28.5%) 差距显著， 增速虽在 3 季度有所回升， 但仍然未回归至往年两位数增长水平。 可以看到， 绝大多数上市银行上半年零售信贷投放均未达到 21 年全年的 50%， 部分银行零售信贷投放呈现负增长。

图表 43 零售信贷投放较为乏力



资料来源：Wind， 央行， 平安证券研究所

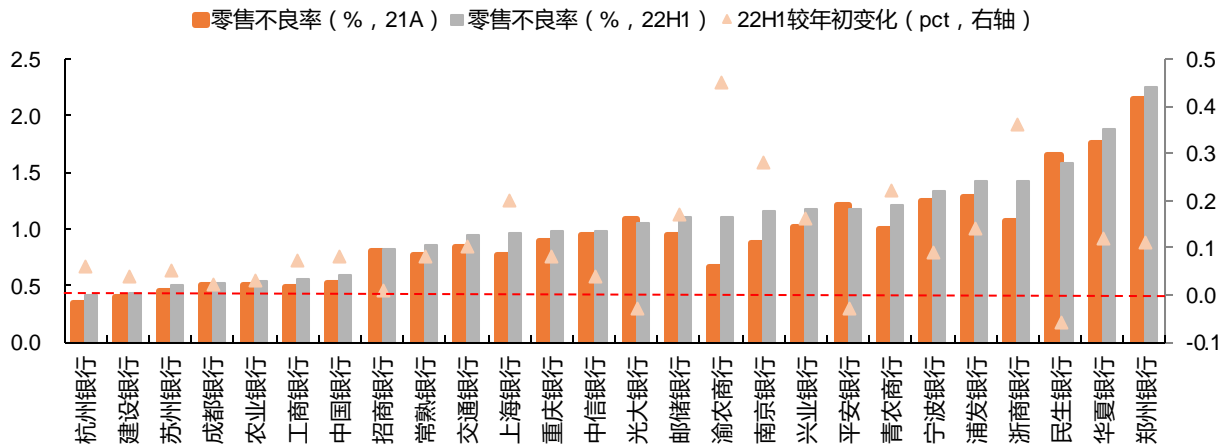
图表 44 上市银行零售贷款投放情况-22H1



资料来源：Wind， 平安证券研究所

2) 其次零售贷款质量压力凸显， 疫情之下的经济波动导致居民收入下降、 小微企业经营承压， 削弱了零售客户的还款能力和还款意愿， 商业银行信用卡贷款、 消费贷、 经营贷、 按揭贷的资产质量皆因此面临阶段性挑战， 我们看到绝大多数上市银行上半年零售不良率有所抬升， 潜在生成压力仍需要持续关注。

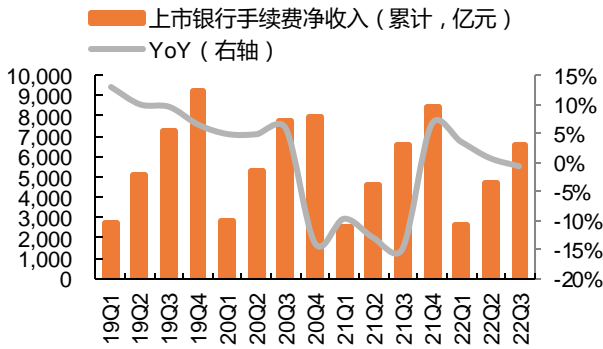
图表45 上市银行零售贷款不良率普遍抬升



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

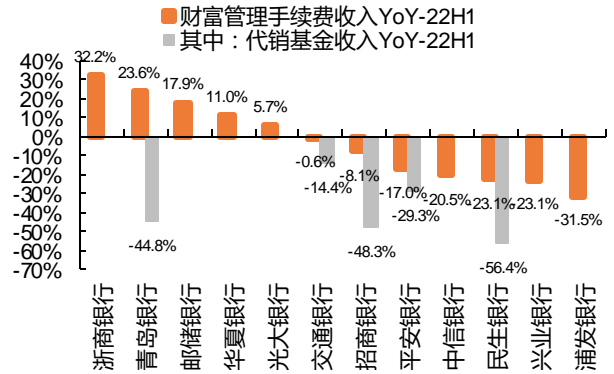
3)零售拖累中收增长乏力,今年以来资本市场低迷背景下财富管理收入尤其是代销基金类收入承压,导致中收出现负增长,前三季度上市银行手续费及佣金净收入同比减少 0.7%。具体来看,根据已披露相关数据的上市银行代销基金收入均出现不同程度的下滑,尤其是以招行、平安为代表的零售银行代销基金收入分别同比下滑 48.3%、29.3%,成为其中收承压的主要拖累因素。

图表46 上市银行中收增速变化



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

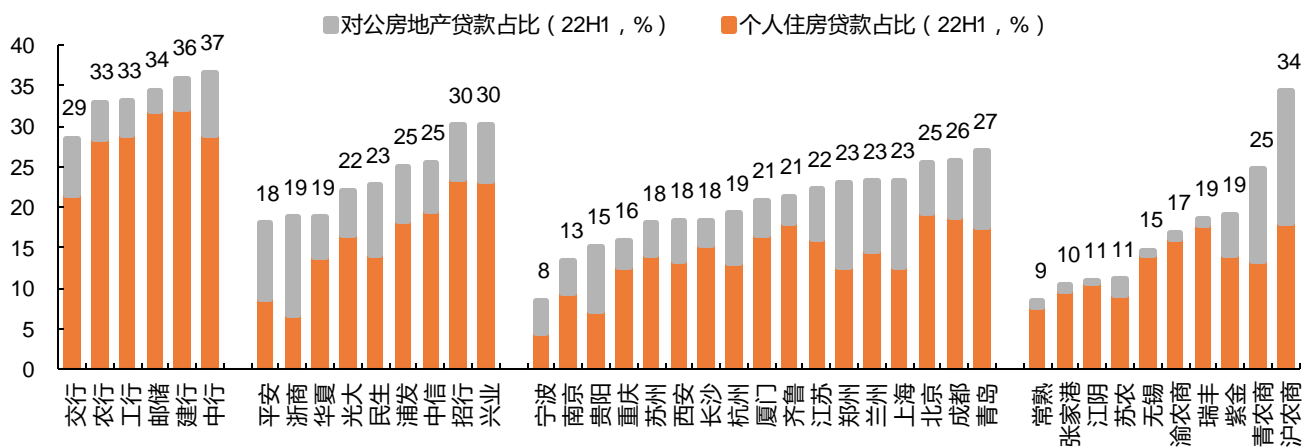
图表47 代销基金收入承压



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

房地产调控同样对银行地产业务带来冲击。截至 22 年 2 季度,半数以上的上市银行涉房类贷款占比超过 20%,大中型银行的平均比重更高,可见地产业务所占据的重要地位。虽然行业房地产贷款资产质量保持平稳,截至 2 季度末大中型银行中邮储、招行房地产贷款不良率低于 1%,但我们注意到此前地产调控政策加码所引发市场对于银行基本面的担忧仍然存在,市场情绪对板块估值的制约作用较为明显。

图表48 上市银行涉房贷款占比-22H1



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 中行、中信、华夏、齐鲁、苏农、江阴的个人住房贷款口径包含住房抵押贷款

图表49 上市银行对公房地产贷款不良率

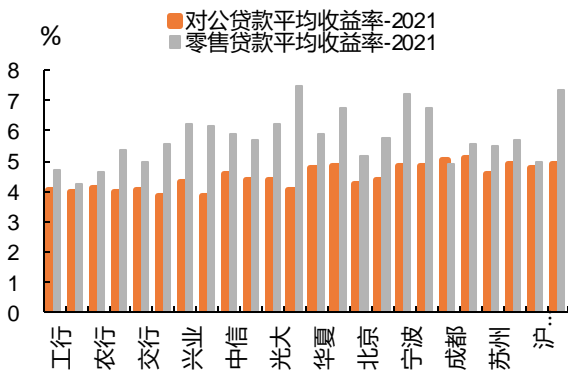
单位: %	21A	22H1	变动
邮储	0.82	0.83	0.01
中行	1.33	1.34	0.01
建行	1.42	1.40	-0.02
工行	1.42	1.41	-0.01
农行	1.43	1.41	-0.02
交行	1.48	1.46	-0.02
招行	0.91	0.95	0.04
平安	1.02	1.02	-
兴业	1.10	1.15	0.05
光大	1.25	1.24	-0.01
中信	1.39	1.31	-0.08
浙商	1.53	1.49	-0.04
浦发	1.61	1.56	-0.05
民生	1.79	1.73	-0.06
华夏	1.77	1.79	0.02
宁波	0.77	0.77	-
杭州	0.86	0.79	-0.07
成都	0.98	0.83	-0.15
南京	0.91	0.90	-0.01
苏州	1.11	0.90	-0.21
厦门	0.91	0.90	-0.01
江苏	1.08	0.98	-0.10
长沙	1.20	1.18	-0.02
西安	1.32	1.22	-0.10
上海	1.25	1.25	-
重庆	1.30	1.29	-0.01
青岛	1.34	1.33	-0.01
齐鲁	1.35	1.33	-0.02
北京	1.44	1.64	0.20
贵阳	1.45	1.64	0.19
兰州	1.73	1.71	-0.02
郑州	1.85	1.76	-0.09
常熟	0.81	0.80	-0.01
无锡	0.93	0.87	-0.06
张家港	0.95	0.90	-0.05
苏农	1.00	0.95	-0.05
沪农商	0.95	0.96	0.01
江阴	1.32	0.98	-0.34
紫金	1.45	1.20	-0.25
瑞丰	1.25	1.20	-0.05
渝农商	1.25	1.23	-0.02
青农商	1.74	1.72	-0.02

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

2.2 中长期依然看好政策转向下零售银行的改善

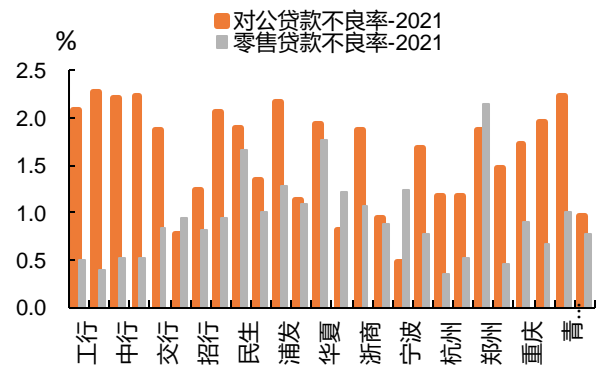
我们认为从中长期来看零售银行依然值得看好，随着疫情冲击的逐步弱化与稳增长稳地产政策的发力，零售需求端将迎来改善。从盈利质量来看，考虑零售资产更低的风险占用、更优的资产质量以及对于非息收入的拉动能力，其对于银行整体盈利质量的改善能够带来更大的提升作用，是商业银行资产管理的重要突破口。零售贷款在定价方面更具优势，平均收益率普遍高于对公，同时考虑披露分板块资产质量数据的上市银行，大部分银行的零售不良都明显低于对公，主要是由于零售贷款的单户金额更低，风险也更加分散、独立。因此在考虑资产质量维度以后，实际零售业务的回报更为优异。

图表50 零售贷款定价高于对公



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

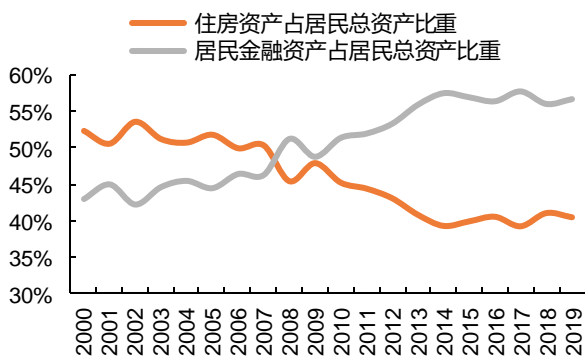
图表51 零售贷款不良率优于对公



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

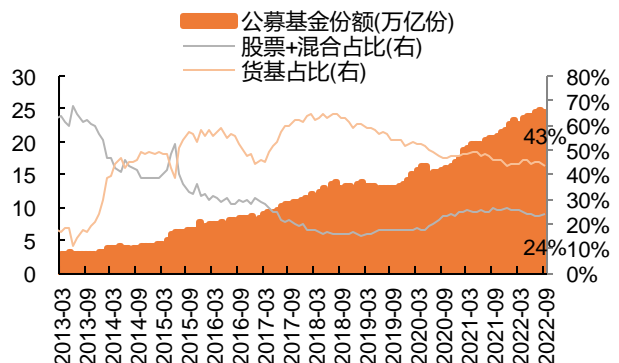
零售中收尤其是财富管理类收入将成为商业银行改善收入结构的重要一环。我国居民资产配置正在逐渐转向金融资产，伴随资管新规和资本市场改革的持续推进权益投资迎来良好氛围，公募、私募凭借领先的主动管理能力在财富管理市场的份额快速提升，权益类产品发展十分迅猛。我国间接融资体系下，商业银行在居民财富管理行业仍然占据主导地位，首先体现在渠道侧，银行线下经营网点多、渠道下沉充分，早期借助众多网点和居民主账户的优势实现客户触达，在大众市场占据先发优势，在渠道侧份额保持领先（基金保有量占比接近 50%），同时银行也是财富管理市场存量规模最大的机构类型，借助在大类资产配置和母行稳固的渠道优势，截至 2021 年银行理财存量规模达到 29 万亿元，常年居各类资管产品首位。

图表52 我国居民金融资产占比不断提升



资料来源: Wind, 中国社科院, 平安证券研究所

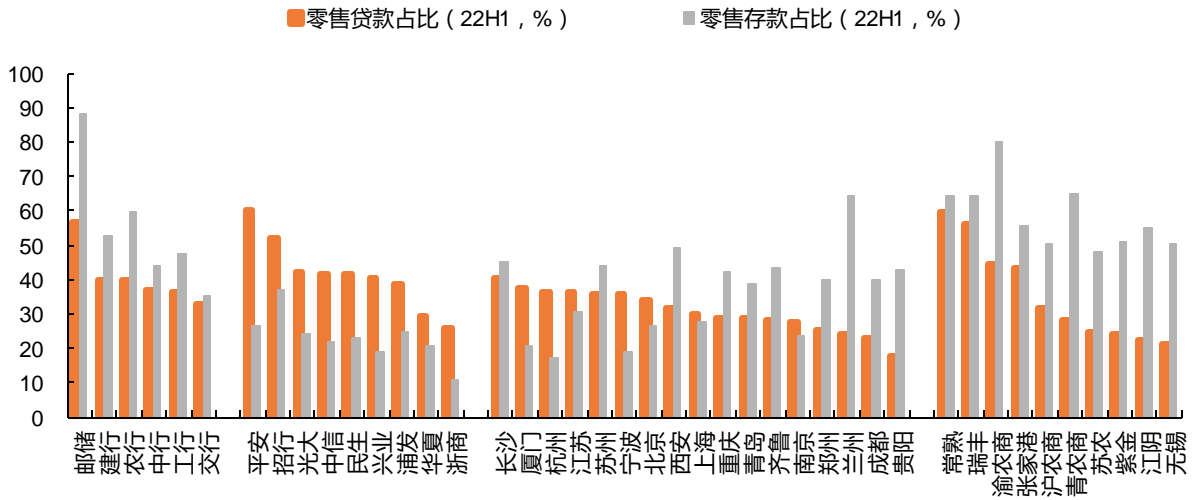
图表53 权益型公募近年占比提升



资料来源: Wind, 基金业协会, 平安证券研究所

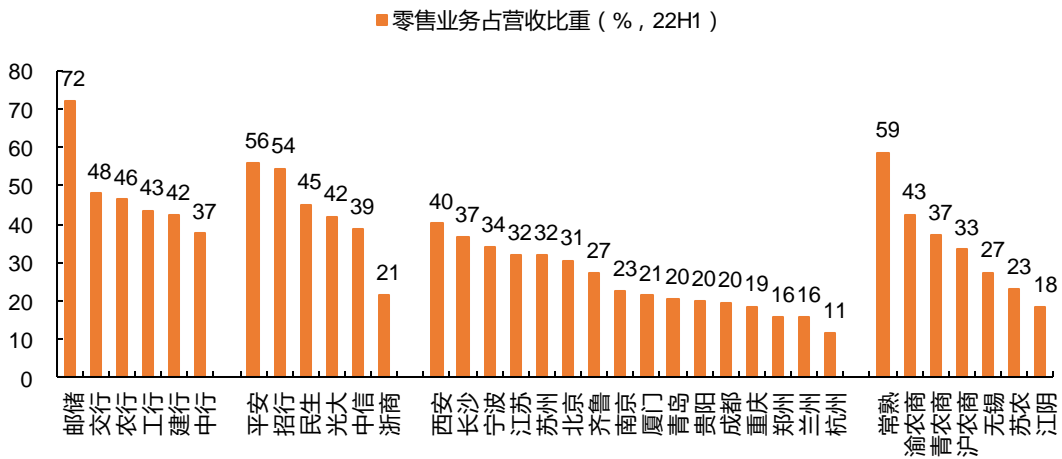
经济波动压制零售银行估值，看好疫情和地产政策转向带动下零售银行基本面改善和估值修复。个体来看，相较对公，我们发现零售业务在个体间的差异更为明显，结合零售存贷款占比和零售业务对营收的贡献程度来看，大行中的邮储、股份行中的招行、城商行中的长沙以及农商行的常熟均为可比同业中绝对的零售标杆。今年以来受行业整体和零售端冲击，以招行、邮储为代表的零售银行前三季度在盈利和资产质量方面均承受一定压力，但我们认为站在长期视角，零售银行的竞争优势依然稳固，国内财富管理市场长期向好的趋势也并不会因短期的波动而发生转变，长期配置价值依旧存在。

图表54 上市银行零售存贷款占比-22H1



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表55 上市银行零售业务营收占比-22H1



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

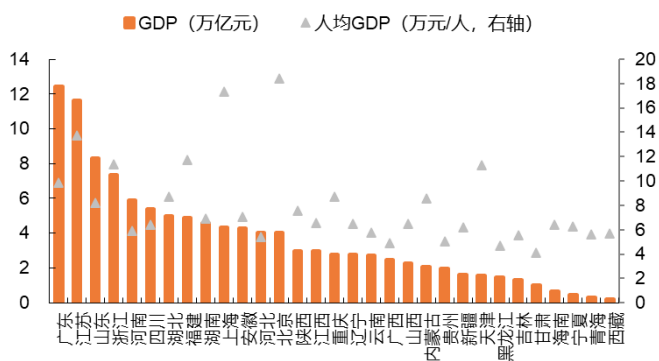
三、 主线二：继续看好强 α 属性的优质区域性银行

展望明年，我们认为区域型银行 α 行情仍将持续演绎，盈利能力与成长性突出的个体依然值得市场关注。我们从盈利能力、成长性、资产质量等维度对区域性银行进行全方位的比较，建议关注宁波、江苏、成都、苏州、长沙等优质龙头。

3.1 立足区域资源禀赋优势，发展红利持续释放

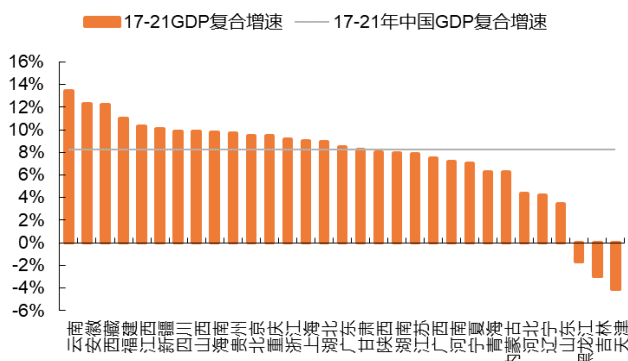
区域经济发展状况决定了城农商行发展的基础。从目前全国各省市的经济发展存量情况来看，我国经济发展较为活跃的地区主要集中在东南部沿海地区，尤以长三角地区最为突出，无论从 GDP 还是人均 GDP 排名均处于全国前列。在中西部地区方面，四川省近年来保持良好增长势头。

图表56 2021年全国各省市 GDP



资料来源：Wind，国家统计局，平安证券研究所

图表57 全国各省市 2017-2021 年 GDP 复合增速



资料来源：Wind，国家统计局，平安证券研究所

十四五规划为我国未来的区域发展指明方向。我国自“十三五规划”以来陆续提出了一些国家级区域重大战略，到了“十四五规划”我们已经形成了京津冀协同发展、推动长江经济带发展、推进粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展的国家级战略，并明确提出建设成渝双城经济圈。

图表58 十四五规划区域战略梳理

十四五规划	区域	覆盖省份（直辖市）	发展定位
加快推动京津冀协同发展	北京市、天津市、河北省	北京市、天津市、河北省	一、以首都为核心的世界级城市群；二、区域整体协同发展改革引领区；三、全国创新驱动经济增长新引擎；四、生态修复环境改善示范区。
全面推动长江经济带发展	上海、江苏、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州	上海市、江苏省、浙江省、安徽省、江西省、湖北省、湖南省、重庆市、四川省、云南省、贵州省	一、生态文明建设的先行示范带；二、引领全国转型发展的创新驱动带；三、具有全球影响力的内河经济带；四、东中西互动合作的协调发展带。
积极稳妥推进粤港澳大湾区建设	香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市	香港特别行政区、澳门特别行政区、广东省	一、充满活力的世界级城市群；二、具有全球影响力的国际科技创新中心；三、“一带一路”建设的重要支撑；四、内地与港澳深度合作示范区；五、宜居宜业宜游的优质生活圈。

提升长三角一体化发展水平	上海市、江苏省、浙江省、安徽省	上海市、江苏省、浙江省、安徽省	一、全国发展强劲活跃增长极；二、全国高质量发展样板区；三、率先基本实现现代化引领区；四、区域一体化发展示范区；五、新时代改革开放新高地。
扎实推进黄河流域生态保护和高质量发展	青海、四川、甘肃、宁夏、内蒙古、山西、陕西、河南、山东	青海、四川、甘肃、宁夏、内蒙古、山西、陕西、河南、山东	一、大江大河治理的重要标杆；二、国家生态安全的重要屏障；三、高质量发展的重要实验区；四、中华文化保护传承弘扬的重要承载区。

资料来源：国务院，平安证券研究所

3.2 关注成长性优异、多维度领跑的优质区域行

3.2.1 盈利能力

我们认为持续优于同业的盈利能力是长期跑赢市场的关键，因此将其作为筛选优质区域性银行的重要标准。我们对上市区域性银行 ROE 进行拆解，城商行中成都、南京、杭州、江苏、宁波以及农商行中无锡、苏农、渝农商、沪农商、常熟均保持较高的 ROE，我们发现以常熟、江苏、成都为代表，区域性银行的盈利能力仍然主要来自传统利差业务的支撑，但也有部分银行较强的盈利能力源自其中间业务的相对优势，如南京和杭州。

图表59 上市区域性银行 ROE 分解 (年化, 22H1)

上市银行 社邦分解	利息净收入/A	利息收入/A	利息支出/A	手续费及佣金收入/A	其他非息收入/A	业务及管理费/A	信用减值损失/A	所得税/A	ROA	权益乘数	ROE
北京	1.6%	3.6%	1.9%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.1%	0.9%	14.2	11.8%
上海	1.5%	3.4%	2.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.1%	0.9%	14.5	13.3%
江苏	1.9%	4.1%	2.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	0.2%	1.0%	17.9	16.1%
宁波	1.6%	3.5%	1.9%	0.3%	0.8%	0.9%	0.6%	0.1%	1.1%	15.1	16.0%
南京	1.5%	3.7%	2.2%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.2%	1.1%	16.1	17.5%
杭州	1.5%	3.7%	2.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.1%	0.9%	19.8	16.6%
长沙	2.0%	4.2%	2.1%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%	0.2%	0.9%	16.5	14.1%
成都	1.9%	4.0%	2.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.6%	0.2%	1.1%	17.7	18.6%
重庆	1.7%	4.3%	2.6%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.9%	14.9	12.6%
贵阳	2.3%	4.7%	2.4%	0.1%	0.2%	0.6%	0.9%	0.1%	0.9%	12.8	12.1%
郑州	2.2%	4.4%	2.2%	0.1%	0.3%	0.4%	1.0%	0.2%	0.9%	14.0	12.3%
青岛	1.5%	3.7%	2.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.1%	0.8%	19.3	14.0%
苏州	1.7%	3.9%	2.2%	0.3%	0.5%	0.8%	0.6%	0.2%	0.9%	14.5	12.9%
齐鲁	1.8%	3.8%	2.0%	0.4%	0.3%	0.6%	1.0%	0.0%	0.8%	16.7	11.8%
兰州	1.4%	4.6%	3.2%	0.1%	0.4%	0.5%	0.8%	0.0%	0.4%	16.8	5.6%
西安	1.6%	3.9%	2.3%	0.1%	0.2%	0.5%	0.6%	0.0%	0.7%	12.5	8.7%
厦门	1.3%	3.6%	2.2%	0.1%	0.2%	0.6%	0.3%	0.0%	0.7%	16.6	11.2%
渝农商	2.0%	4.0%	2.0%	0.2%	0.2%	0.6%	0.6%	0.1%	1.0%	12.7	12.3%
沪农商	1.7%	3.6%	1.9%	0.2%	0.2%	0.6%	0.3%	0.2%	1.0%	12.4	12.1%
青农商	1.8%	3.8%	2.0%	0.2%	0.5%	0.6%	1.0%	0.0%	0.8%	15.0	10.7%
常熟	2.9%	5.0%	2.1%	0.0%	0.5%	1.3%	0.9%	0.2%	0.9%	12.9	11.7%
紫金	1.8%	3.9%	2.1%	0.0%	0.2%	0.7%	0.3%	0.1%	0.8%	13.8	10.2%
无锡	1.7%	3.9%	2.2%	0.2%	0.4%	0.6%	0.6%	0.1%	1.0%	15.0	13.5%
张家港	2.2%	4.4%	2.2%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%	0.0%	0.9%	14.0	10.4%
苏农	1.9%	3.7%	1.8%	0.1%	0.5%	0.8%	0.5%	0.2%	1.0%	12.4	12.4%
江阴	2.0%	4.0%	1.9%	0.1%	0.5%	0.7%	1.2%	-0.1%	0.7%	12.3	8.7%
瑞丰	2.1%	4.2%	2.1%	0.0%	0.3%	0.7%	0.8%	0.0%	0.9%	10.5	9.0%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：ROE 为公司披露值

净息差方面,从上半年来看城商行中江苏、贵阳、长沙以及农商行中常熟、张家港、瑞丰分别排名前三,拆解资负两端利率,我们认为其领跑地位主要是由优异的资产端议价能力所决定的,其中常熟银行净息差水平位于区域行最高,达到 3.09%,我们认为主要源自其深耕小微和零售业务所带来的较高贷款利率及生息资产收益率。

具体来看存贷两端,城商行中长沙、宁波、江苏以及农商行中常熟、张家港、瑞丰的存贷利差处于领先地位,其中常熟(6.32%)和长沙(5.99%)的贷款收益率排名最为靠前,而宁波银行基于其扎实的零售端揽储优势,存款成本率仅 1.80%,位于可比同业最低。

图表60 上市区域性银行净息差及资负两端利率-22H1

上市银行	净息差	生息资产收益率	付息负债成本率	存贷利差	贷款收益率	存款成本率
城商行	北京银行	1.77%	3.87%	2.17%	2.34%	2.01%
	南京银行	2.21%	4.34%	2.37%	2.95%	2.32%
	宁波银行	1.96%	4.26%	2.10%	3.58%	1.80%
	上海银行	1.66%	3.86%	2.19%	2.46%	2.11%
	江苏银行	2.36%	4.59%	2.46%	3.07%	2.34%
	杭州银行	1.69%	4.11%	2.37%	2.79%	2.26%
	长沙银行	2.35%	4.79%	2.34%	3.84%	2.15%
	成都银行	2.07%	4.30%	2.26%	2.89%	2.13%
	贵阳银行	2.36%	4.89%	2.67%	2.96%	2.59%
	郑州银行	2.35%	4.78%	2.56%	3.02%	2.39%
	青岛银行	1.76%	4.32%	2.43%	2.89%	2.19%
	西安银行	1.74%	4.24%	2.62%	2.42%	2.62%
	苏州银行	1.82%	4.23%	2.34%	2.54%	2.22%
	重庆银行	1.78%	4.55%	2.93%	2.26%	2.95%
	厦门银行	1.49%	3.99%	2.57%	2.20%	2.62%
齐鲁银行	1.94%	4.14%	2.30%	2.94%	2.21%	
农商行	渝农商行	2.03%	4.12%	2.21%	3.02%	2.00%
	青农商行	1.99%	4.28%	2.27%	2.99%	2.10%
	紫金银行	1.79%	4.20%	2.32%	2.74%	2.22%
	常熟银行	3.09%	5.31%	2.34%	4.04%	2.28%
	无锡银行	1.85%	4.01%	2.41%	2.36%	2.32%
	江阴银行	2.19%	4.14%	2.18%	2.96%	2.14%
	苏农银行	2.02%	4.15%	2.07%	2.88%	1.98%
	张家港行	2.24%	4.46%	2.47%	3.29%	2.33%
	瑞丰银行	2.24%	4.42%	2.30%	3.14%	2.32%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

3.2.2 成长性

从区域性银行营收和净利润增长情况来看,我们建议关注以下两类银行:

1) 业绩保持快增:城商行中有南京、宁波、江苏、杭州、成都、齐鲁,农商行中有常熟和瑞丰,以上银行从 21 年至今营收和净利润增速均保持双位数,其中杭州、成都、江苏盈利增速排名前三,位于第一梯队,江苏和成都 2 家银行在 21 年和 22 年上半年盈利增速均超 30%,我们认为其在疫情以来行业整体经营面临挑战加大背景下仍保持强劲业绩实为可贵。

2) 业绩增长显著改善:22 年以来疫情反弹对经济的扰动加大,相较 21 年,苏州、厦门、青岛、江阴 4 家银行 22 年营收增速反而实现进一步改善,且利润增速始终保持双位数,凸显出高成长性。

图表61 上市区域性银行营收及盈利增速

上市银行		营收增速			净利润增速		
		2020	2021	2022H1	2020	2021	2022H1
城商行	北京银行	1.9%	3.1%	1.7%	0.2%	3.5%	7.9%
	南京银行	6.2%	18.7%	16.3%	5.2%	21.0%	20.1%
	宁波银行	17.2%	28.4%	17.6%	9.7%	29.9%	18.4%
	上海银行	1.9%	10.8%	0.9%	2.9%	5.5%	3.2%
	江苏银行	15.7%	22.6%	14.2%	3.1%	30.7%	31.2%
	杭州银行	15.9%	18.4%	16.3%	8.1%	29.8%	31.7%
	长沙银行	5.9%	15.8%	8.7%	5.1%	18.1%	2.9%
	成都银行	14.7%	22.5%	17.0%	8.5%	30.0%	31.5%
	贵阳银行	9.6%	-6.7%	9.5%	2.1%	2.1%	0.5%
	郑州银行	8.3%	1.3%	8.9%	-3.6%	1.9%	3.1%
	青岛银行	9.6%	5.6%	16.6%	4.8%	22.1%	12.3%
	西安银行	4.3%	0.9%	-8.5%	3.0%	1.7%	-13.4%
	苏州银行	10.0%	4.5%	8.0%	4.0%	20.8%	25.1%
	重庆银行	9.2%	11.2%	-7.0%	5.1%	5.4%	4.7%
	厦门银行	23.2%	-4.3%	18.2%	6.5%	19.0%	15.1%
齐鲁银行	7.1%	28.1%	19.1%	7.7%	20.5%	18.0%	
农商行	渝农商行	5.8%	9.4%	1.0%	-13.9%	13.8%	11.3%
	青农商行	9.6%	7.6%	-3.1%	4.8%	3.6%	5.1%
	紫金银行	-4.2%	0.6%	2.7%	1.7%	5.1%	10.1%
	常熟银行	2.1%	16.3%	18.9%	1.0%	21.3%	20.0%
	无锡银行	10.1%	11.6%	6.7%	5.0%	20.5%	30.3%
	江阴银行	-1.6%	0.5%	26.0%	4.4%	20.5%	22.1%
	苏农银行	6.6%	2.2%	6.4%	4.2%	22.0%	20.9%
	张家港行	8.9%	10.1%	5.7%	4.9%	30.3%	27.8%
	瑞丰银行	5.2%	10.0%	13.4%	6.4%	15.1%	20.4%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

3.2.3 资产质量

静态表现：我们首先从不良率、关注率两项静态指标区分区域行个体间的存量资产质量表现，截至22年2季度末，城商行中宁波、杭州、成都、苏州、南京、厦门 6家银行不良+关注比例（不良率+关注率）小于2%，处于绝对领先。其中宁波、杭州的不良+关注比例为城商行最低水平，均为1.25%，且宁波银行不良率仅0.77%，为上市银行内最优。农商行中无锡、江阴、常熟、紫金处于领先，其中无锡银行不良+关注比例仅1.14%，为业内最低水平。

图表62 上市区域性银行资产静态资产质量比较（不良率、关注率、逾期率、不良/逾期）-22H1

上市银行		不良率	关注率	逾期率	不良/逾期	不良/逾期90+	拨备覆盖率	拨贷比
城商行	北京银行	1.64%	1.97%	2.55%	64%	104%	195%	3.20%
	南京银行	0.90%	0.83%	1.18%	76%	108%	395%	3.55%
	宁波银行	0.77%	0.48%	0.76%	101%	136%	522%	4.00%
	上海银行	1.25%	1.66%	1.86%	67%	90%	302%	3.77%
	江苏银行	0.98%	1.31%	1.05%	93%	143%	341%	3.33%
	杭州银行	0.79%	0.46%	0.67%	119%	161%	582%	4.62%
	长沙银行	1.18%	1.55%	1.72%	69%	120%	302%	3.57%
	成都银行	0.83%	0.50%	0.84%	99%	125%	474%	3.94%
	贵阳银行	1.64%	3.41%	8.83%	19%	112%	256%	4.19%
	郑州银行	1.76%	2.16%	3.15%	56%	101%	155%	2.73%
	青岛银行	1.33%	0.86%	1.54%	86%	140%	209%	2.78%
	西安银行	1.22%	2.41%	1.72%	71%	114%	210%	2.56%
	苏州银行	0.90%	0.80%	0.73%	123%	152%	505%	4.56%
	重庆银行	1.29%	2.99%	2.57%	50%	122%	263%	3.40%
	厦门银行	0.90%	0.87%	0.89%	101%	139%	364%	3.29%
齐鲁银行	1.33%	1.94%	0.93%	143%	222%	263%	3.51%	
农商行	渝农商行	1.23%	1.75%	1.42%	87%	167%	377%	4.64%
	青农商行	1.72%	5.08%	1.73%	99%	167%	220%	3.78%
	紫金银行	1.20%	0.78%	0.96%	125%	190%	262%	3.14%
	常熟银行	0.80%	0.88%	0.97%	82%	128%	536%	4.30%
	无锡银行	0.87%	0.27%	0.92%	95%	124%	532%	4.62%
	江阴银行	0.98%	0.49%	0.89%	110%	192%	496%	4.87%
	苏农银行	0.95%	1.86%	0.62%	152%	283%	436%	4.15%
	张家港行	0.90%	1.61%	1.15%	78%	165%	533%	4.83%
	瑞丰银行	1.20%	1.49%	1.18%	102%	224%	263%	3.15%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

动态表现：关注资产质量长期稳健优异和明显改善的个股。动态来看，资产质量表现稳定较优的银行风控能力更强，此外，我们也建议关注存量风险压力大幅减轻、近几年通过资产投向结构优化，资产质量明显改善的个股。

1) 资产质量稳健型银行：南京、宁波、常熟。资产质量长期来看具有稳定性，保持同业较低水平，三家银行过去五年不良率始终维持在1%以下。

2) 资产质量明显改善银行：杭州、成都、江阴、张家港。从改善程度来看，4家银行过去5年不良指标改善最为显著，均超过80BP。以江阴为例，过去3年不良率累计下降85BP，过去5年不良率累计下降141BP。

图表63 上市区域性银行不良率变动情况

上市银行		2018	2019	2020	2021	22Q3	过去3年	过去5年
城商行	北京银行	1.46%	1.40%	1.57%	1.44%	1.59%	0.19%	0.35%
	南京银行	0.89%	0.89%	0.91%	0.91%	0.90%	0.01%	0.04%
	宁波银行	0.78%	0.78%	0.79%	0.77%	0.77%	-0.01%	-0.05%
	上海银行	1.14%	1.16%	1.22%	1.25%	1.25%	0.09%	0.10%
	江苏银行	1.39%	1.38%	1.32%	1.08%	0.96%	-0.42%	-0.45%
	杭州银行	1.45%	1.34%	1.07%	0.86%	0.77%	-0.57%	-0.82%
	长沙银行	1.29%	1.22%	1.21%	1.20%	1.16%	-0.06%	-0.08%
	成都银行	1.54%	1.43%	1.37%	0.98%	0.81%	-0.62%	-0.88%
	贵阳银行	1.35%	1.45%	1.53%	1.45%	1.53%	0.08%	0.19%
	郑州银行	2.47%	2.37%	2.08%	1.85%	1.76%	-0.61%	0.26%
	青岛银行	1.68%	1.65%	1.51%	1.34%	1.32%	-0.33%	-0.37%
	西安银行	1.20%	1.18%	1.18%	1.32%	1.19%	0.01%	-0.05%
	苏州银行	1.68%	1.53%	1.38%	1.11%	0.88%	-0.65%	-0.55%
	重庆银行	1.36%	1.27%	1.27%	1.30%	1.23%	-0.04%	-0.12%
	厦门银行	1.33%	1.18%	0.98%	0.91%	0.86%	-0.32%	-0.59%
齐鲁银行	1.64%	1.49%	1.43%	1.35%	1.32%	-0.17%	-0.22%	
农商行	渝农商行	1.29%	1.25%	1.31%	1.25%	1.23%	-0.02%	0.25%
	青农商行	1.57%	1.46%	1.44%	1.74%	1.91%	0.45%	0.05%
	紫金银行	1.69%	1.68%	1.68%	1.45%	1.17%	-0.51%	-0.67%
	常熟银行	0.99%	0.96%	0.96%	0.81%	0.78%	-0.18%	-0.36%
	无锡银行	1.24%	1.21%	1.10%	0.93%	0.86%	-0.35%	-0.52%
	江阴银行	2.15%	1.83%	1.79%	1.32%	0.98%	-0.85%	-1.41%
	苏农银行	1.31%	1.33%	1.28%	1.00%	0.94%	-0.39%	-0.70%
	张家港行	1.47%	1.38%	1.17%	0.95%	0.90%	-0.48%	-0.88%
	瑞丰银行	1.46%	1.35%	1.32%	1.25%	1.15%	-0.20%	-0.41%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 过去三年为2019年末到2022年3季度末, 过去五年为2017年末到2022年3季度末

3.2.4 再融资进程

可转债临近催化股价表现。当前江苏、成都、南京、杭州和张家港行的可转债均保持较高溢价水平, 体现出良好的市场预期, 根据历史经验来看转债项目获批的推进以及发行临近都有利于提振股价表现, 我们建议积极关注区域性银行可转债融资进程。

图表64 上市区域性银行可转债融资进度一览

证券代码	证券简称	银行性质	可转债项目进度	转债上市/最新进度公告日	是否进入转股期	转股价格 (元)	最新股价 (元)	折溢价
601665.SH	齐鲁银行	城商行	上市发行	2022-11-29	否	5.87	4.22	-28%
601128.SH	常熟银行	农商行	上市发行	2022-09-15	否	8.08	7.50	-7%
601577.SH	长沙银行	城商行	银监局核准	2022-06-09	-	-	6.88	-
601187.SH	厦门银行	城商行	银监局核准	2022-05-12	-	-	5.66	-
601963.SH	重庆银行	城商行	上市发行	2022-04-23	是	10.89	7.03	-35%
601528.SH	瑞丰银行	农商行	股东大会通过	2022-03-31	-	-	6.80	-
601838.SH	成都银行	城商行	上市发行	2022-03-03	是	13.90	14.78	6%
601009.SH	南京银行	城商行	上市发行	2021-06-15	是	9.64	10.15	5%
002966.SZ	苏州银行	城商行	上市发行	2021-04-12	是	7.11	7.48	5%
600926.SH	杭州银行	城商行	上市发行	2021-03-29	是	12.64	12.99	3%
601229.SH	上海银行	城商行	上市发行	2021-01-25	是	10.23	5.96	-42%
002958.SZ	青农商行	农商行	上市发行	2020-09-18	是	4.32	2.98	-31%
601860.SH	紫金银行	农商行	上市发行	2020-07-23	是	3.95	2.70	-32%
600919.SH	江苏银行	城商行	上市发行	2019-03-14	是	5.97	7.31	22%
002839.SZ	张家港行	农商行	上市发行	2018-11-29	是	4.53	4.68	3%
603323.SH	苏农银行	农商行	上市发行	2018-08-20	是	5.21	4.75	-9%
600908.SH	无锡银行	农商行	上市发行	2018-01-30	是	5.43	5.23	-4%
002807.SZ	江阴银行	农商行	上市发行	2018-01-26	是	4.14	4.01	-3%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：截至2022年12月2日

四、重点覆盖公司

投资建议：目前板块对应静态 PB 仅 0.52x，估值隐含不良率超 15%，估值安全边际较高，同时机构与北上资金持仓均处于历史低位，悲观预期充分，积极看好政策转向背景下银行板块估值修复机会。**个股推荐：**1) 以招行、邮储为代表的估值受损有待修复的优质零售银行；2) 成长性优于同业的优质区域性银行（宁波、成都、江苏、苏州、长沙）。

4.1 招商银行：竞争优势稳固，零售复苏支撑龙头估值修复

招行作为业内最具代表性的零售银行，我们认为后续将充分受益于疫情防控和地产政策转向下的零售复苏，22 年以来公司盈利和资产质量方面受到一定扰动，但从长期视角招行的零售竞争优势依然稳固，公司盈利能力始终领先同业，而前瞻性战略布局也成为多年来估值溢价的主要原因。同时我们认为国内财富管理市场长期向好的趋势并未转变，招行作为国内财富管理龙头，着力于打造大财富管理价值循环链的业务模式，未来公司财富管理优势有望不断强化。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 5.62/6.63/7.64 元，对应盈利增速分别为 18.1%/18.1%/15.2%。目前招行股价对应 22-24 年 PB 分别为 1.1x/0.9x/0.8x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们看好招行在零售领域尤其是财富管理的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。

图表65 招商银行盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	286,891	326,873	359,547	394,943	434,011
YoY(%)	7.4	13.9	10.0	9.8	9.9
净利润(百万元)	97,342	119,922	141,657	167,321	192,744
YoY(%)	4.8	23.2	18.1	18.1	15.2
ROE(%)	16.0	17.5	18.2	19.1	19.4
EPS(摊薄/元)	3.86	4.76	5.62	6.63	7.64
P/E(倍)	8.9	7.2	6.1	5.2	4.5
P/B(倍)	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2022 年 12 月 2 日收盘价

4.2 邮储银行：零售转型初见成效，看好估值修复

邮储银行作为唯一一家定位零售银行的国有大行，凭借“自营+代理”的独特模式、领先的网点数量、在县域和中西部地区的区位优势，负债端优势稳固，客户基础扎实。目前公司继续坚持零售主导、批发协同，促进“新零售”提质升级，促进中收保持强劲增长，利于公司维持发展韧性。公司公告定增预案，拟募集 450 亿全部补充核心一级资本，静态测算将增厚公司核心一级资本充足率 0.57 个百分点，有助于打开公司未来规模扩张的空间。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.96/1.09/1.25 元，对应盈利增速分别为 15.9%/14.4%/14.4%。目前邮储银行对应 22-24 年 PB 分别为 0.5x/0.5x/0.4x，综合考虑公司负债端扎实的客户基础、资产端的潜在提升空间、领先同业的资产质量表现，我们维持公司“强烈推荐”评级。

图表66 邮储银行盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	286,010	318,633	353,658	387,675	425,970
YoY(%)	3.5	11.4	11.0	9.6	9.9
净利润(百万元)	64,199	76,170	88,249	100,958	115,458
YoY(%)	5.4	18.6	15.9	14.4	14.4
ROE(%)	12.3	12.9	13.3	14.0	14.5
EPS(摊薄/元)	0.69	0.82	0.96	1.09	1.25
P/E(倍)	6.3	5.3	4.6	4.0	3.5

P/B(倍)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
--------	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2022 年 12 月 2 日收盘价

4.3 宁波银行: 零售转型高质量发展, 看好公司高盈利水平保持

宁波银行作为城商行的标杆, 受益于多元化的股权结构、市场化的治理机制和稳定的管理团队带来的战略定力, 资产负债稳步扩张, 盈利能力领先同业。今年以来面临经济环境和疫情的多方面挑战, 公司营收仍然保持两位数增长, 资产质量保持优异, 目前 500% 以上的拨备覆盖水平为公司未来稳健经营和业绩弹性带来支撑。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 3.64/4.36/5.20 元, 对应盈利增速分别为 23.0%/19.7%/19.4%。目前宁波银行对应 22-24 年 PB 分别为 1.4x/1.2x/1.0x, 鉴于公司盈利能力、资产质量领先同业, 维持“强烈推荐”评级。

图表67 宁波银行盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	41,108	52,768	61,489	71,001	82,187
YoY(%)	17.3	28.4	16.5	15.5	15.8
净利润(百万元)	15,050	19,546	24,034	28,760	34,327
YoY(%)	9.7	29.9	23.0	19.7	19.4
ROE(%)	15.9	16.4	16.8	17.6	18.1
EPS(摊薄/元)	2.28	2.96	3.64	4.36	5.20
P/E(倍)	13.8	10.6	8.6	7.2	6.1
P/B(倍)	1.8	1.5	1.4	1.2	1.0

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2022 年 12 月 2 日收盘价

4.4 江苏银行: 看好公司区位红利与转型红利的持续释放

江苏银行位列国内城商行第一梯队, 良好的区位为公司业务的快速发展打下良好基础。过去两年随着公司新 5 年战略规划的稳步推进, 江苏银行一方面扎实深耕本土, 另一方面积极推动零售转型, 盈利能力和盈利质量全方位提升, 位于对标同业前列。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.71/2.06/2.43 元, 对应盈利增速分别为 28.3%/20.1%/18.4%。目前公司股价对应 22-24 年 PB 分别为 0.7x/0.6x/0.5x, 我们看好公司区位红利与转型红利的持续释放, 维持“强烈推荐”评级。

图表68 江苏银行盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,000	63,732	73,334	83,462	95,152
YoY(%)	15.7	22.6	15.1	13.8	14.0
净利润(百万元)	15,066	19,694	25,273	30,356	35,951
YoY(%)	3.1	30.7	28.3	20.1	18.4
ROE(%)	12.3	13.8	16.2	17.7	18.7
EPS(摊薄/元)	1.02	1.33	1.71	2.06	2.43
P/E(倍)	7.2	5.5	4.3	3.6	3.0
P/B(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2022 年 12 月 2 日收盘价

4.5 成都银行：享区域资源禀赋，看好估值抬升

成都银行作为一家根植成都地区的城商行，成渝双城经济圈战略升级，公司未来的发展潜力值得期待。目前公司股价对应 22-24 年 PB 分别为 1.1x/0.9x/0.8x，考虑到公司区域资源禀赋带来的成长性和资产质量优势，我们看好公司估值溢价的持续和抬升空间。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 2.61/3.10/3.66 元，对应盈利增速分别为 23.0%/18.5%/18.1%。目前公司股价对应 22-24 年 PB 分别为 1.1x/0.9x/0.8x，考虑到公司区域资源禀赋带来的成长性和资产质量优势，我们看好公司估值溢价的持续和抬升空间，维持“强烈推荐”评级。

图表69 成都银行盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,600	17,891	20,939	24,607	28,885
YoY(%)	14.7	22.5	17.0	17.5	17.4
净利润(百万元)	6,025	7,831	9,634	11,414	13,475
YoY(%)	8.5	30.0	23.0	18.5	18.1
ROE(%)	15.9	18.2	19.5	20.1	20.5
EPS(摊薄/元)	1.64	2.13	2.61	3.10	3.66
P/E(倍)	9.0	7.0	5.7	4.8	4.0
P/B(倍)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2022 年 12 月 2 日收盘价

4.6 苏州银行：区域禀赋突出，改革提质增效

苏州银行资产质量处于同业优异水平，苏州地区良好的区域环境将持续支撑信贷需求的旺盛，公司人员与网点的加速扩张也有助于揽储和财富管理竞争力的增强，伴随大零售转型和事业部改革的持续推进，公司盈利能力有望进一步提升。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.08/1.33/1.61 元，对应盈利增速分别为 27.1%/23.6%/20.9%。目前公司股价对应 22-24 年 PB 分别为 0.8x/0.7x/0.7x，综合目前公司的低估值水平和基本面的改善，维持“推荐”评级。

图表70 苏州银行盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,305	10,764	11,913	13,636	15,701
YoY(%)	10.0	4.5	10.7	14.5	15.1
净利润(百万元)	2,572	3,107	3,948	4,881	5,902
YoY(%)	4.0	20.8	27.1	23.6	20.9
ROE(%)	8.9	10.0	11.8	13.5	15.0
EPS(摊薄/元)	0.70	0.85	1.08	1.33	1.61
P/E(倍)	10.7	8.8	6.9	5.6	4.6
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2022 年 12 月 2 日收盘价

4.7 长沙银行：零售转型初显成效，深耕本土基础夯实

长沙银行作为深耕湖南的优质本土城商行，依托传统政务金融优势，对公零售双发力，已经成长为中西部城商行的主要代表，在对公业务、盈利能力等方面领跑同业可比银行。自 2020 年资产结构调整完成以来，公司资产质量稳中向好，历史包袱不断出清，叠加公司县域金融和地方发展战略的持续推进，预计公司未来经营质量逐步改善，估值空间逐步修复。区域充沛的居民消费活力为其零售业务发展创造了良好的外部条件，同时公司对于零售业务模式的探索仍在持续迭代升级，随着未来零售生态

圈打造、运营更趋成熟以及县域金融战略带来的协同效应，我们认为其在零售领域的竞争力将得以保持，此外，公司 110 亿可转债发行计划正有序推进中，资本的夯实将为公司长期发展增添砝码。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 1.72/1.94/2.21 元，对应盈利增速分别为 9.5%/13.1%/14.0%。目前公司股价对应 22-24 年 PB 分别为 0.5x/0.5x/0.4x，综合目前公司的低估值水平和基本面的改善，维持“推荐”评级。

图表71 长沙银行盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,022	20,868	23,010	25,721	28,778
YoY(%)	6.0	15.8	10.3	11.8	11.9
净利润(百万元)	5,338	6,304	6,905	7,808	8,904
YoY(%)	5.1	18.1	9.5	13.1	14.0
ROE(%)	14.6	14.4	13.4	13.7	14.0
EPS(摊薄/元)	1.33	1.57	1.72	1.94	2.21
P/E(倍)	5.2	4.4	4.0	3.5	3.1
P/B(倍)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2022 年 12 月 2 日收盘价

五、 风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。**银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。**今年以来受疫情冲击，监管当局采取了一系列金融支持政策帮扶企业，银行资产端利率显著下行。未来如若政策力度持续加大，利率下行将对银行的息差带来负面冲击。
- 3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。**2021 年以来，“三道红线”叠加地产融资的严监管，部分房企出现了信用违约事件。未来如若监管保持从严，可能进一步提升部分房企的现金流压力，从而对银行的资产质量带来扰动。

图表72 上市银行估值表 (截至 2022 年 12 月 2 日)

		PE				PB				股息率			
		2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
工商银行	601398.SH	4.78	4.34	4.15	3.89	0.57	0.52	0.47	0.43	6.27%	6.92%	7.24%	7.71%
建设银行	601939.SH	5.05	4.52	4.27	4.00	0.60	0.55	0.50	0.46	5.96%	6.65%	7.04%	7.52%
中国银行	601988.SH	4.73	4.21	4.00	3.72	0.52	0.48	0.44	0.41	6.35%	7.13%	7.50%	8.07%
农业银行	601288.SH	4.64	4.15	3.91	3.66	0.53	0.49	0.45	0.41	6.47%	7.23%	7.68%	8.20%
交通银行	601328.SH	4.45	3.98	3.81	3.51	0.47	0.44	0.41	0.38	6.76%	7.57%	7.91%	8.58%
邮储银行	601658.SH	6.30	5.31	4.59	4.01	0.65	0.56	0.52	0.47	4.76%	5.65%	6.54%	7.49%
招商银行	600036.SH	8.91	7.23	6.12	5.18	1.36	1.19	1.06	0.93	3.64%	4.43%	5.23%	6.17%
中信银行	601998.SH	4.92	4.33	3.91	3.45	0.52	0.47	0.45	0.41	5.16%	6.14%	6.79%	7.70%
民生银行	600016.SH	4.45	4.44	4.19	3.87	0.33	0.32	0.30	0.28	6.10%	6.10%	6.48%	7.00%
兴业银行	601166.SH	5.43	4.37	3.81	3.34	0.68	0.61	0.55	0.49	4.61%	5.94%	6.83%	7.80%
浦发银行	600000.SH	3.64	4.00	4.00	3.82	0.40	0.38	0.35	0.33	6.64%	5.67%	5.68%	5.94%
光大银行	601818.SH	4.21	3.67	3.62	3.34	0.46	0.43	0.39	0.36	7.12%	6.81%	6.91%	7.49%
平安银行	000001.SZ	8.65	6.89	5.67	4.69	0.85	0.77	0.68	0.60	1.40%	1.77%	2.15%	2.60%
北京银行	601169.SH	4.22	4.08	3.76	3.43	0.45	0.42	0.39	0.36	6.99%	7.11%	7.71%	8.45%
南京银行	601009.SH	8.01	6.62	5.54	4.67	1.08	0.96	0.83	0.73	3.75%	4.53%	5.42%	6.42%
宁波银行	002142.SZ	13.80	10.63	8.64	7.22	1.82	1.54	1.38	1.18	1.45%	1.59%	1.95%	2.34%
上海银行	601229.SH	4.05	3.84	3.48	3.10	0.50	0.46	0.43	0.39	6.71%	6.71%	7.42%	8.32%
江苏银行	600919.SH	7.17	5.48	4.27	3.56	0.80	0.72	0.66	0.60	4.32%	5.47%	6.55%	7.83%
杭州银行	600926.SH	10.79	8.32	6.60	5.39	1.21	1.08	0.91	0.79	2.69%	2.69%	3.40%	4.15%
江阴银行	002807.SZ	8.24	6.84	5.61	4.70	0.74	0.69	0.62	0.57	4.49%	4.49%	5.47%	6.52%
常熟银行	601128.SH	11.40	9.40	7.57	6.21	1.14	1.04	0.98	0.89	2.67%	2.67%	3.31%	4.03%
苏农银行	603323.SH	9.00	7.38	6.11	5.21	0.72	0.66	0.60	0.55	3.16%	3.37%	4.07%	4.77%
张家港行	002839.SZ	10.15	7.79	6.23	5.24	0.94	0.85	0.76	0.69	2.85%	2.85%	3.56%	4.24%
成都银行	601838.SH	9.04	6.95	5.65	4.77	1.33	1.16	1.03	0.90	3.05%	3.95%	4.70%	5.57%
长沙银行	601577.SH	5.18	4.39	4.01	3.54	0.61	0.56	0.51	0.46	4.65%	5.09%	5.47%	6.14%
苏州银行	002966.SZ	10.66	8.83	6.95	5.62	0.84	0.85	0.79	0.73	2.92%	3.40%	4.24%	5.19%
行业平均-加权		5.75	4.97	4.51	4.07	0.70	0.63	0.57	0.51	5.5%	6.1%	6.6%	7.2%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 1) 粗体为已覆盖公司, 未覆盖公司采用 Wind 市场平均盈利预测; 2) 行业平均为流通市值加权。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033