

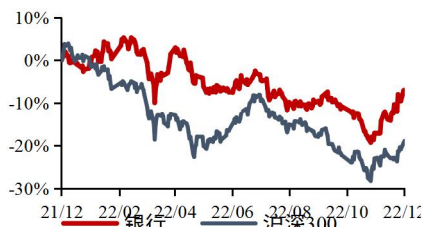
银行

银行业分析框架及 2023 年度策略 领先大市-A(维持)
业绩稳健增长可期，资产质量担忧减轻

2022 年 12 月 6 日

行业研究/行业年度策略

银行板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600036.SH	招商银行	买入-A
000001.SZ	平安银行	买入-A
002142.SZ	宁波银行	买入-A
601128.SH	常熟银行	买入-A

相关报告：

【山证银行】建议关注基本面较好、弹性较充足的保险股及银行股-银行保险板块或迎拐点机遇 2022.9.28

【山证银行】房地产压力缓解，资产质量担忧减轻-【山证银行】地产贷款专题 2022.9.20

分析师：

崔晓雁

执业登记编码：S0760522070001

邮箱：cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理：

王德坤

邮箱：wangdekun@sxzq.com

投资要点：

➢ **银行指数相对沪深 300、万得全 A 有超额收益：**2022 年初至 12 月 6 日，银行指数绝对收益为 -10.26%，较沪深 300 取得了+9.42%、较万得全 A 取得了+4.84%的超额收益。银行股在 2022 年的行情演绎，基本由市场风格、疫情传播、宏观经济运行、房地产风险及美联储加息等因素共同决定。

➢ **上市银行 2023 年经营展望：**1) 规模：伴随稳经济政策持续落地，宽货币到宽信用通道更加通畅，我们对信贷规模增长保持相对乐观；2) 息差：2022 年 LPR 降幅大，虽存款利率相应下调，但净息差仍将承压。我们认为中长期贷款占比更低、定期存款占比更高的银行，净息差下行压力更小；3) 资产质量处于 2016 年以来最佳水平，当前核心关注点应为涉房贷款的不良生成。据我们测算，H122 末上市银行涉房贷款不良率提升进度或已近 60%，因此涉房贷款资产质量无需过分担忧；4) 中间收入：财富管理类收入更具弹性，短期虽受市场影响承压但长期发展趋势向好；5) 资本充足率：部分银行承压，但上市银行积极运用定增、配股、可转债等方式补充资本。

➢ **投资建议：**我们认为 2023 年银行股分析的重点依次为：1) 涉房贷款资产质量状况；2) 财富管理类收入恢复程度；3) 宏观经济复苏程度；4) 外资流出的影响。对这四个因素边际改善较为敏感的标的，或可收获良好表现。依次推荐招商银行、平安银行、宁波银行、常熟银行。

招商银行：在房地产支持政策持续落地的情况下，招行资产质量担忧或可逐步减轻。财富管理业务的标杆，ROE 遥遥领先上市银行整体。12 月 6 日股价对应 2022E PB 1.09x，低于合理估值区间下限。

平安银行：涉房贷款占比虽高但逐步下降，并且不良率低，显示其对涉房贷款规模及资产质量的控制处于良好状态。零售转型持续推进，净息差领先股份行。12 月 6 日股价对应 2022E PB 0.72x，低于合理估值区间下限。

宁波银行：宁波地区信贷需求旺盛，对公业务资源好。资产质量、风险抵补能力出众。12 月 6 日股价对应 2022E PB 1.39x，低于合理估值区间下限。

常熟银行：业务模式成熟，量、价、质全面良好发展，有 α 的优质农商行。12 月 6 日股价对应 2022E PB 0.91x，接近合理估值区间下限。

➢ **风险提示：**房地产经营恶化，利率下行超预期，宏观经济下行等。



目录

1. 上市银行 2022 年股价表现及原因分析.....	3
1.1 银行指数较沪深 300、万得全 A 有超额收益.....	3
1.2 股份行股价走势明显弱于其他类型银行，优质城商行/农商行涨幅领先.....	4
2. 银行业分析框架.....	7
2.1 影响银行业经营的主要因素.....	7
2.2 银行业分析框架.....	9
2.3 银行业盈利增长驱动因素和估值方法.....	13
3. 上市银行经营回顾及展望.....	17
3.1 上市银行 2022 年业绩回顾.....	17
3.2 规模：宽信用仍将带动资产规模扩张.....	18
3.3 息差：贷款重定价将拖累息差表现.....	21
3.4 资产质量：处于 2016 年以来最佳水平，关注涉房贷款不良生成.....	24
3.5 中间收入：关注财富管理业务的恢复.....	30
3.6 资本充足率：部分银行承压.....	33
4. 投资建议.....	38
3.2 个股推荐.....	39
3.2.1 招商银行.....	39
3.2.2 平安银行.....	40
3.2.3 宁波银行.....	42
3.2.4 常熟银行.....	44
风险提示.....	46

1. 上市银行 2022 年股价表现及原因分析

1.1 银行指数较沪深 300、万得全 A 有超额收益

2022 年初至 12 月 6 日，银行指数¹绝对收益为 -10.26%，较沪深 300 取得了+9.42%、较万得全 A 取得了+4.84%的超额收益。银行股在 2022 年的行情演绎，基本由市场风格、疫情传播、宏观经济运行、房地产风险及美联储加息等因素决定。简单梳理 2022 年各月银行指数超额收益及其原因，可以较好地了解市场对于银行股预期的侧重点。

开年之初，消费、成长、周期等风格的行业大幅下挫，以银行为代表的低估值金融风格则相对稳健，使得 1 月份银行指数取得 2.33%的绝对收益，并相对沪深 300 取得 9.95%的超额收益。2 月末俄乌冲突爆发，市场整体继续回调，银行凭借低估值和业绩良好录得较小跌幅，并在 3 月中下旬迎来一波快速反弹，3 月份银行指数相对沪深 300 取得 6.20%的超额收益。总的来说，Q122 风格切换背景下，银行股表现明显领先市场整体。

第二季度，市场风格与宏观经济的变化使得银行股持续走弱。首先，4 月初全国多个城市爆发疫情，上海封城、深圳及其他城市遭遇不同程度的影响，宏观经济增长受到拖累，因此市场整体延续一季度跌势，4 月银行指数跌 3.64%，稍好于沪深 300（跌 4.89%）。与此同时，消费、成长等风格的行业在经历深度回调后，估值已具备充分吸引力，年报、一季报显示行业基本面也保持良好；周期风格的行业充分受益于煤炭、石油等大宗商品涨价，于是自 5 月市场风格再度切换，周期、成长、消费等风格的行业带动市场整体快速反弹，伴随 6 月初上海解封，修复行情持续至 6 月底。金融风格的行业在本轮反弹中表现较为平淡，5 月、6 月银行指数绝对收益分别为-3.44%、+3.16%，较沪深 300 超额收益为-5.31%、-6.46%。

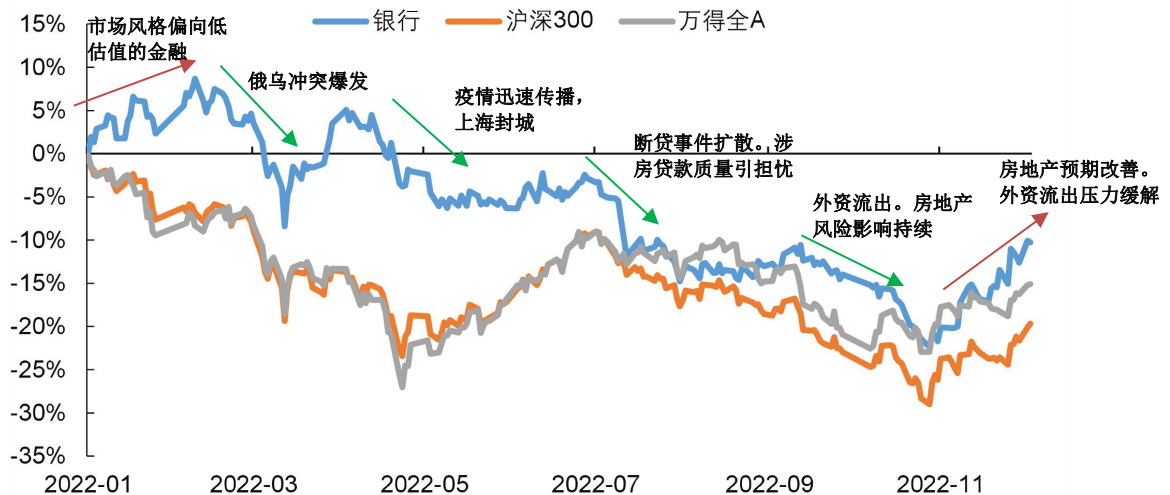
第三季度，美联储加息导致的外资流出使市场整体承压，外资持股比例较高的消费风格最先开启下跌通道。银行股除受外资流出影响外，7 月初爆发的断贷事件也进一步引发对于银行资产质量的担忧，银行指数在 7 月的前两周便迅速下跌 10%，至监管提出“保交楼”政策后方才企稳。7 月银行指数绝对收益为-9.31%，较沪深 300 超额收益为-2.29%。8 月、9 月，美联储加息持续超预期，资本流出压力下周期、成长、金融风格的行业先后进入下跌通道，由于外资持有银行股比例较低，银行指数跌幅相对较小，8 月、9 月银行指数绝对收益为-1.06%、-1.75%，较沪深 300 超额收益为+1.13%、+4.96%。

第四季度，外资流出、疫情传播与防控政策成为市场关注的核心，且房地产风险对银行的影响仍在持续。10 月，房地产（申万一级）下跌 14.72%，在受房地产拖累下银行指数下跌 9.77%，较沪深 300 超额收

¹ 本文以申万一级行业指数：银行代表银行指数，下同。

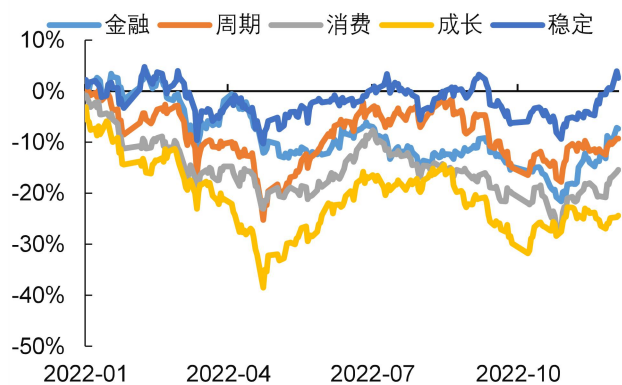
益为-1.99%。11月以来，市场整体迎来快速反弹，本质是美联储加息预期放缓、国内房地产支持政策加码、疫情后经济修复三重利好的支撑。11月银行指数绝对收益为+14.12%、较沪深300超额收益为+4.31%。

图 1：2022 年银行（申万一级指数）与沪深 300、万得全 A 累计涨幅比较



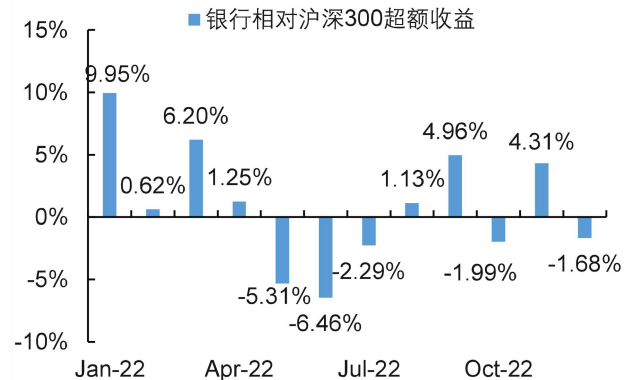
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：2022 年中信风格指数走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：银行指数相对沪深 300 的超额收益（月度）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 股份行股价走势明显弱于其他类型银行，优质城商行/农商行涨幅领先

银行股内部来看，各类型银行股价表现差异较大，其中股份制银行走势明显弱于其他类型银行。年初至 12 月 6 日，股份制银行下跌 17.04%，农商行下跌 4.23%，城商行下跌 2.39%，国有行下跌 2.06%。股份行自 3 月中旬起开始明显落后其他类型银行。按月来看，落后幅度主要在 3 月、4 月、7 月及 9 月中旬产生。

3月：3月中旬起银行股普遍有反弹，但股份行反弹力度较弱，我们判断可能系近年来部分大股份行向财富管理转型、收入结构中代销类手续费收入占比较高有关，彼时市场整体表现不佳，因此市场认为股份行代销基金、理财等收入不及预期，故而股价表现较弱。

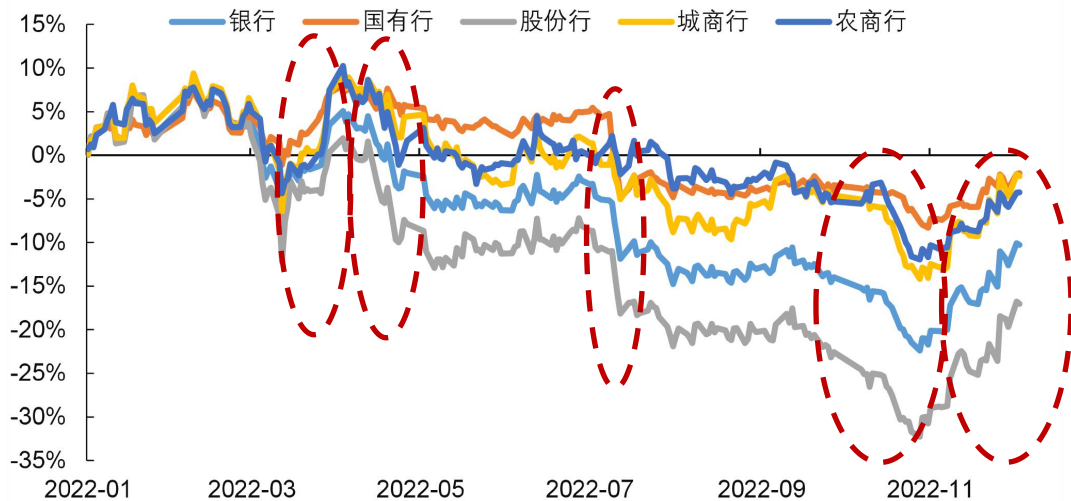
4月：股份行跌幅较其他类型银行更大，一方面系市场整体持续下跌，另一方面疫情在全国广泛传播、上海封城致宏观经济预期不佳。

7月：“断贷”事件扩散，房地产风险再引担忧。股份行贷款中涉房贷款占比较高，并且根据招行、平安、兴业公告中披露的涉房地产业务资产质量相关信息，三家大股份行今年以来对公房地产贷款不良生成率较高，因此市场担忧加重。

9月中旬：美联储加息持续超预期，人民币贬值速度加快，外资持续流出A股。在各类型银行中，外资对股份行持股比例较高且在三季度减持最多，因此受外资流出影响，跌幅最大。此外，房地产板块的快速下跌对股份行股价表现亦有拖累。

11月以来，因房地产预期改善、美联储加息预期减缓、疫情防控政策优化等因素，股份行11月单月上涨20.12%，表现出极强的弹性。

图4：2022年各类型银行累计涨幅比较

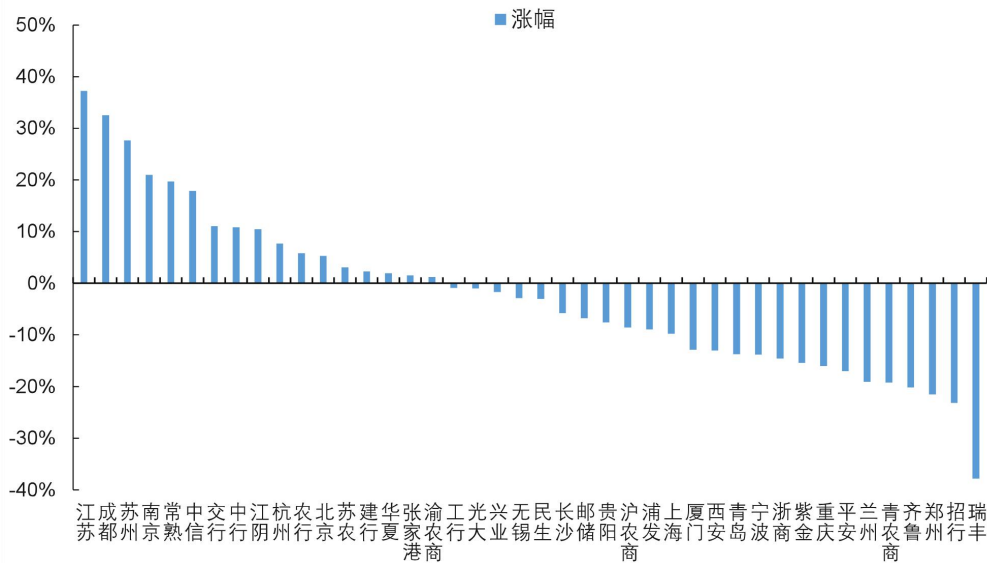


资料来源：Wind，山西证券研究所

个股角度，年初至12月6日，优质区域的城商行/农商行涨幅靠前，招行及平安等大股份行、宁波等大城商行则跌幅靠前。涨幅前五：江苏银行（+37.23%）、成都银行（+32.53%）、苏州银行（+27.68%）、南京银行（+21.02%）、常熟银行（+19.69%）。跌幅前五：瑞丰银行（-37.83%）、招商银行（-23.20%）、郑州银行（-21.52%）、齐鲁银行（-20.17%）、青农商行（-19.27%）。

江苏地区的区域行涨幅普遍靠前，是地区经济实力、各银行业务开展能力及资产质量控制能力相结合的反映，这类银行在 2022 年信贷业务量、价、质发展均较好，收入结构中手续费净收入占比也较低，通过 α 取得了超额收益。涨幅排名靠后的银行，依旧是受房地产业务风险、财富管理业务在股市下行中发展遇挫、外资持股比例较高且减持幅度较大与所处区位经济实力的综合影响。

图 5：2022 年各上市银行累计涨幅比较



资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 12 月 6 日收盘。

回顾银行股 2022 年的股价表现，我们认为市场对银行股虽有担忧，但也有期待。

担忧之处在于：1) 房地产风险事件频繁发生，银行与房地产之间捆绑程度较大，银行资产质量担忧一直存在；2) 宏观经济悲观预期下，银行业资产投放、净息差等存在压力；3) 股票市场行情不佳的背景下，以代销为主的财富管理业务发展不佳；4) 美联储加息，人民币贬值压力下，部分外资持股比例较高的银行股价持续受挫。

期待之处在于：1) 估值足够低，修复空间较大。市场风格在 2022 年初一度切换至银行，低估值是一大原因；2) 整体来看，上市银行资产质量、风险抵补能力其实处于 2016 年以来最佳水平，这有利于银行拨备的释放和利润积累。

展望 2023 年，我们认为银行股的分析应侧重于：1) 房地产相关支持政策的落地，以及房地产风险的化解状况；2) 经济稳增长政策发力的重点，这关乎从宽货币到宽信用的路径是否通畅；3) 财富管理业务的恢复状况；4) 外资流出的影响与可持续性。

2. 银行业分析框架

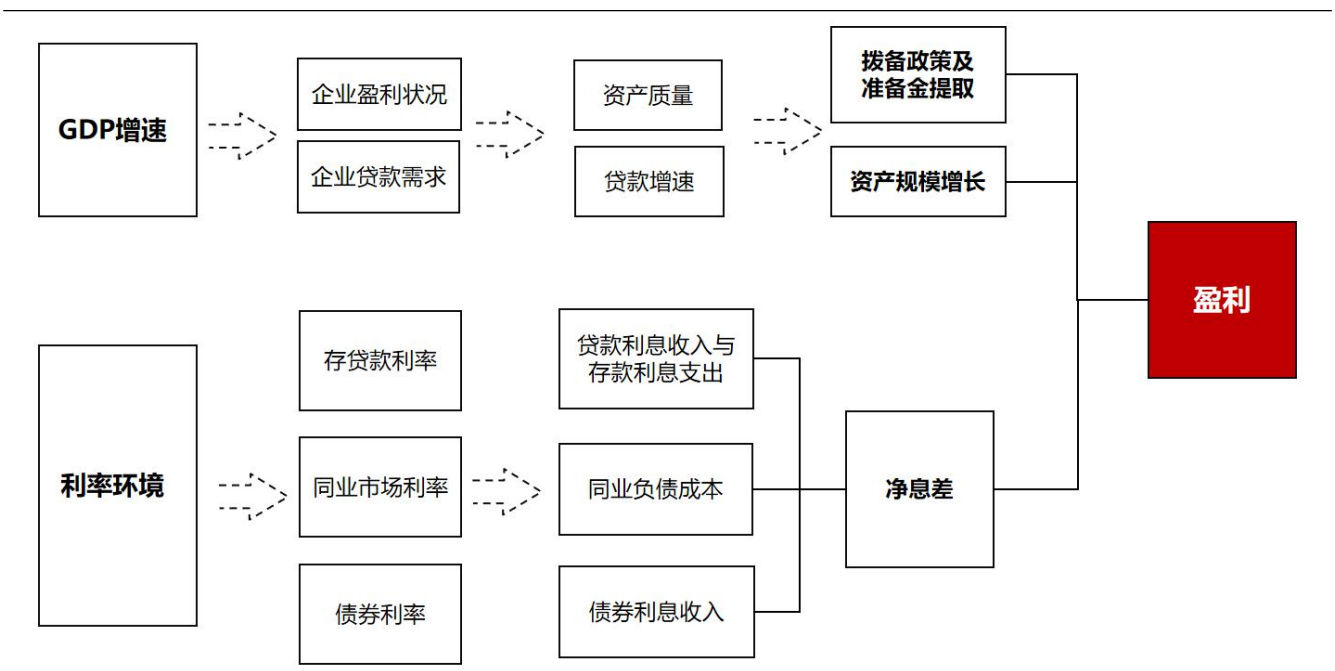
2.1 影响银行业经营的主要因素

我国融资体系以银行为代表的间接融资为主，银行业经营与宏观经济运行深度捆绑。因此宏观经济与监管政策是分析银行业的基础，对银行业“量”、“价”、“质”的表现有着极为重要的影响。

直观来看，宏观经济增长直接从“量”和“质”两方面影响银行业盈利。“量”的方面，宏观经济增长良好时，企业对未来经营预期改善，扩大生产的意愿增强，因此贷款需求便增加。与之对应，银行业资产规模便扩张，推动盈利增长。“质”的方面，宏观经济增长良好时，企业盈利状况改善，偿债能力增强，因此银行业坏账减少、资产质量改善，拨备计提压力减轻，盈利直接改善。

利率也是宏观经济的关键变量之一，并且是极为重要的货币政策中间变量，其主要通过影响银行业的净息差来影响银行业盈利。其中，对银行业盈利影响最大的为存贷款利率，这主要因为存贷业务仍是我国银行业当前的核心业务。

图 6：宏观经济影响银行业经营业绩的路径



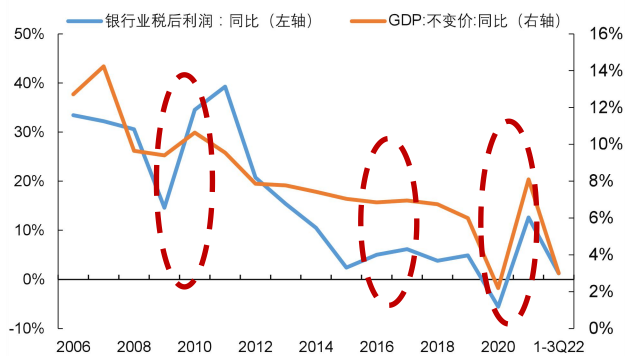
资料来源：山西证券研究所

长期来看，银行业税后利润增速与 GDP 增速变化趋势基本一致。高增长的宏观经济为银行业发展提供了较佳环境：2009 年 GDP 增速在一揽子经济刺激计划后企稳回升，当年 M2 增速接近 30%，经济刺激计划导致信贷需求激增，推动银行业税后利润增速迅速反弹；2017 年 GDP 增速在连续几年的下跌后企稳，当年

银行业税后利润增速同步小幅反弹；2021年GDP增速在2020年疫情导致的低基数上大幅反弹，银行业税后利润同步大幅反弹。我国政府具备较强的宏观调控能力和经验，可以通过具有前瞻性的调整和运用市场手段等方式，降低经济波动性，利于银行业发展。

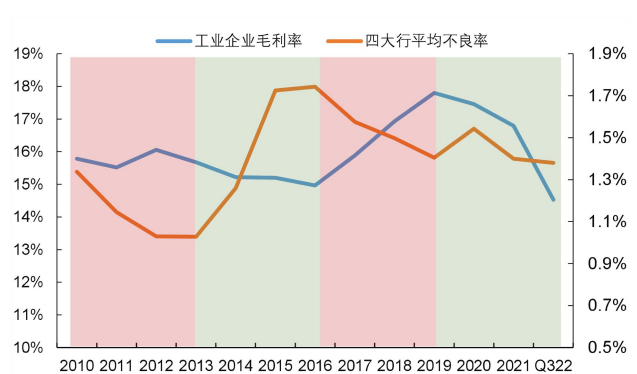
银行资产质量变化与宏观经济联系密切。微观层面，银行业不良率与企业毛利率这一反映企业盈利状况的指标关系密切，变动方向基本相反。2010至2013年，工业企业毛利率保持稳健，四大行²不良率稳步下行。2014至2016年，工业企业毛利率呈趋势性下行，四大行不良率快速提升。2017至2019年，工业企业毛利率快速上行，相应地四大行不良率在快速下降。2020年至今，受疫情和宏观经济整体下行影响，工业企业毛利率快速下行，四大行在2020年疫情爆发期间不良率明显提升，这期间由于不良资产处置力度加大，2021年起不良率又逐步下行。

图 7：银行业税后净利润增速与 GDP 增速基本一致



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：工业企业毛利率与四大行不良走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

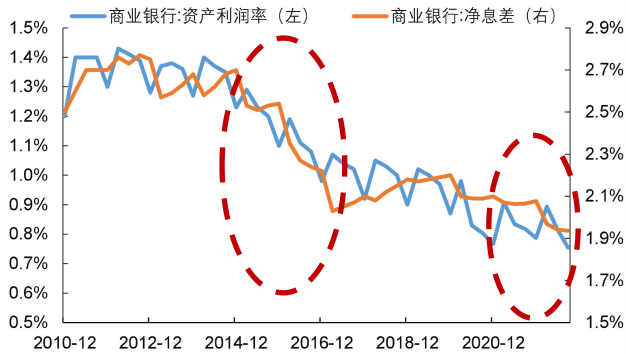
利率环境对银行业盈利能力有显著影响。商业银行资产利润率³与净息差的走势高度相关，净息差则受贷款利率、国债收益率等资产端利率的综合影响，其中贷款利率的影响更大。这主因：1) 负债端的存款利率变化有限，且大部分银行存款以活期存款为主，利率变幅更小；2) 我国商业银行收入以利息净收入为主，利息净收入主要来自于存贷业务和债券投资，其中又以存贷业务为主，因此净息差受贷款利率影响更大。

2014年末我国连续下调贷款基准利率，在基准利率下调——贷款利率下降——净息差下降的传导路径下，商业银行资产利润率也明显下降，2016年末较2014年末下降了约30BP，这是近年来跌幅最大、速度最快的一次下降。2021年起，我国连续调降LPR，在同样的传导路径下，商业银行资产利润率明显承压，截至2022年9月末仅为0.75%。

² 四大行：工行、中行、建行、农行。下同。

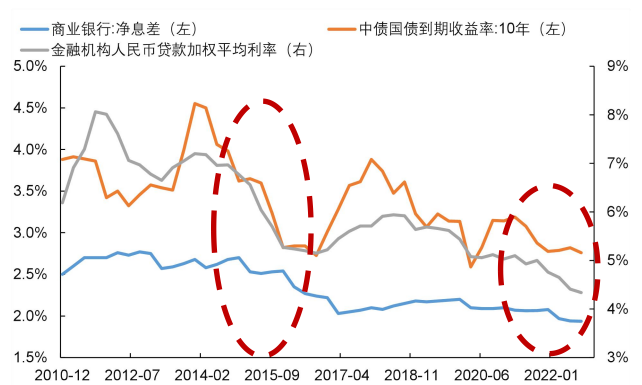
³ 资产利润率即为ROA，为净利润与资产平均余额之比。

图 9：商业银行资产利润率与净息差走势高度相关



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：银行净息差与贷款利率、国债收益率走势



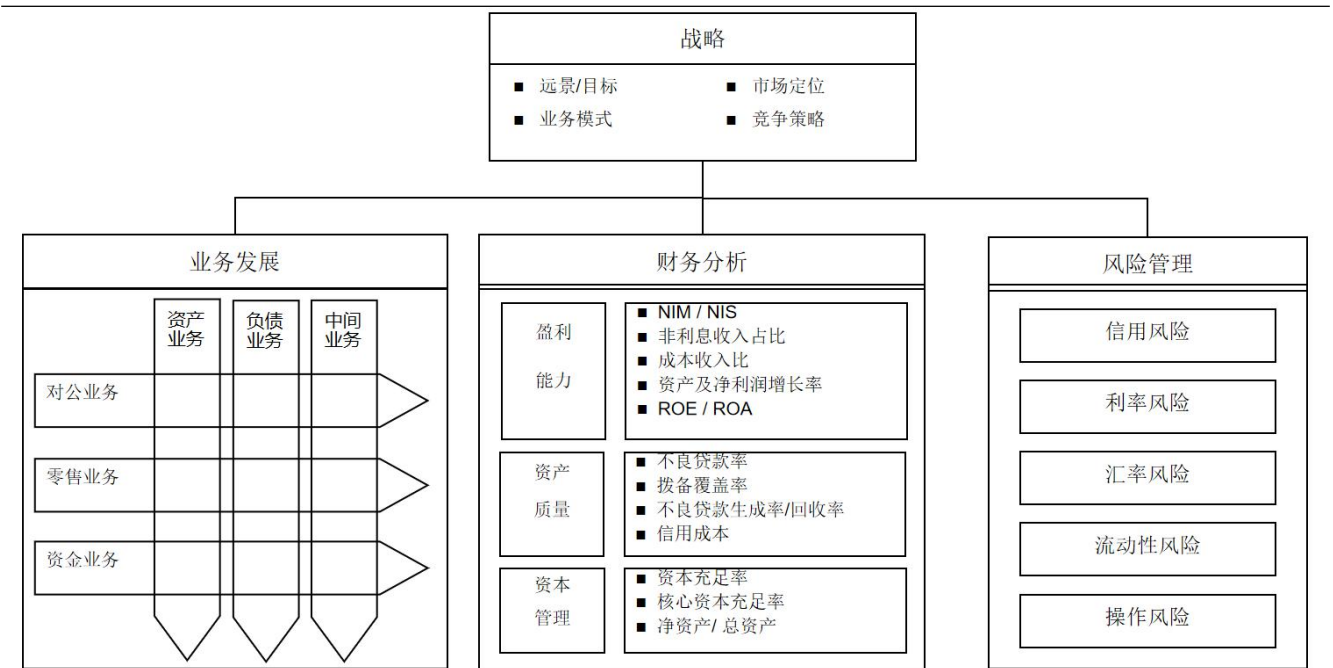
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.2 银行业分析框架

银行业分析框架集中于四个方面：战略、业务发展、财务分析和风险管理。

- **战略：**包括银行的发展目标、市场定位、业务模式、竞争策略等。按照国有大行、股份行、城商行、农商行等将我国商业银行分类，各类型银行战略整体差异不大。当然，少数银行有特色战略，比如招商银行财富管理转型战略，常熟银行重点发展小微业务的战略等。
- **业务发展：**当前银行业仍以资产、负债业务为主，中间业务的重要性在逐步提升。按照经营对象分，银行业务可以分为对公、零售和资金业务，对公业务以企业存贷款业务为主，零售业务以个人存贷款业务为主，资金业务则主要为与央行、同业之间的业务往来。
- **财务分析：**主要分析盈利能力、资产质量、资本管理等一系列指标，反映银行的综合实力。盈利能力指标：净息差/净利差、ROE、ROA、拨备前经营利润率（PPOP ROA）、成本收入比等；资产质量指标：不良贷款率、拨备覆盖率、不良生成率/回收率、信用成本等；资本管理指标：核心资本充足率、资本充足率和净资产/总资产等。
- **风险管理：**包括信用风险、利率风险、汇率风险、流动性风险、操作风险等。信用风险主要为贷款坏账及投资资产损失。利率风险主要为利率变动导致银行资产负债不匹配情形加重。汇率风险主要为汇率变动导致银行外汇资产和负债不匹配情形加重。流动性风险主要为到期资产不能如期足额收回从而无法满足到期负债的偿还。

图 11：银行业分析的基本框架



资料来源：山西证券研究所

根据业务模式可以将银行业务分为存贷业务、中间业务、投资业务三大类。

- **存贷业务：主要形成利差收入，可以进一步细分为资产端和负债端业务。**资产端业务包括对公贷款（如固定投资贷款、流动资金贷款、贸易融资等）、个人贷款（住房按揭、汽车按揭、消费贷等）、存放央行款项及存放同业等，负债端业务包括公司存款（定期、活期）、零售存款（定期、活期）、主动负债（可转债、次级债、定期债券等融资工具）、向中央银行借款及同业存放等。
- **中间业务：主要形成手续费及佣金收入。**对公中间业务包括结售汇、国际结算、托管、担保及承诺等，个人中间业务包括代销基金&理财收入、个人汇兑、个人账户管理及受托理财等。
- **投资业务：既可形成利差收入，又可形成投资收益（含公允价值变动损益）。**主要包括债券投资、外汇交易、利率及外汇掉期、投贷连东风等业务。

图 12：银行业务构成和业务模式

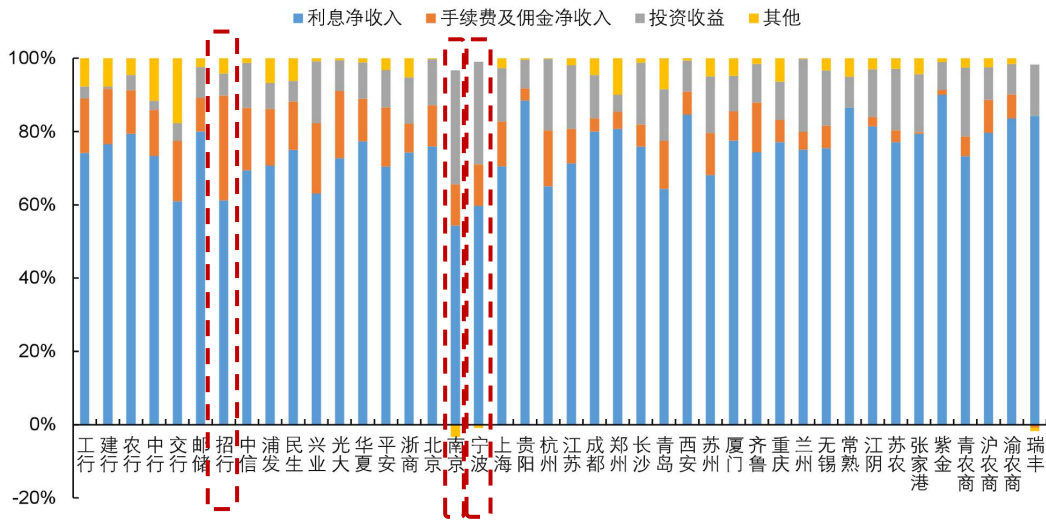


资料来源：山西证券研究所

收入结构可在一定程度上反映各类型银行业务模式的差异。上市银行收入以利息净收入为主，大部分银行利息净收入占比处于 60%-80% 区间，国有大行、农商行对利息净收入依赖程度高于其他类型银行。近年来财富管理转型突出的银行，手续费及佣金占比收入较高，以招商银行为代表，其占比已近 30%，在上市银行中为最高。城商行投资收益占比高于其他类型银行，以南京银行、宁波银行为代表，其投资收益占比分别为 33.3%、28.5%。

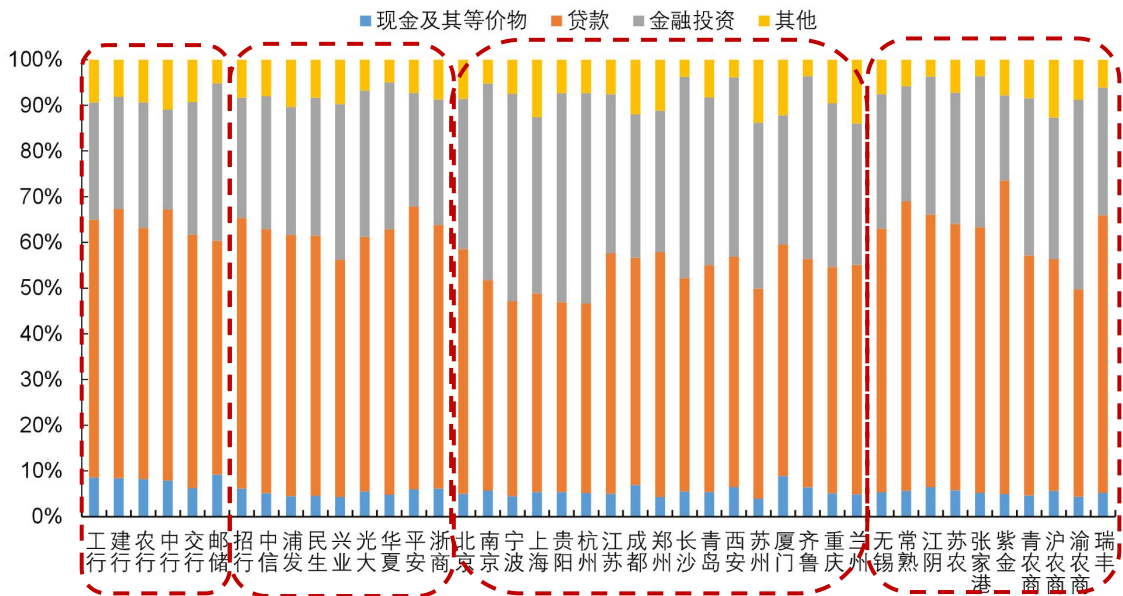
资产结构也可反映各类型银行业务模式的差异，且上市银行收入结构与资产结构密切相关。国有大行、股份行的资产结构相近，农商行贷款占比高于其他类型银行，城商行的金融投资占比高于其他类型银行。这实质上由各类型银行的经营方式决定。国有大行及股份行网点遍布全国，业务类型更多样且更均衡，资产结构较为相近。城商行网点主要集中于城市，客户中城投平台、房地产企业较多，此外上市城商行的第一大境内股东基本为当地政府的国资委、财政局等部门，因此城商行较多资金流向城投公司、房地产企业发行的债券或其他金融机构发行的理财产品等，从而资产结构中金融投资占比明显较高。农商行网点大多集中在县域及村镇，客户大多为小微企业及居民，客户需求以传统的存贷款需求为主，因此资产结构中贷款占比较高。

图 13：上市银行 1-3Q22 收入结构



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：上市银行 Q322 末资产结构



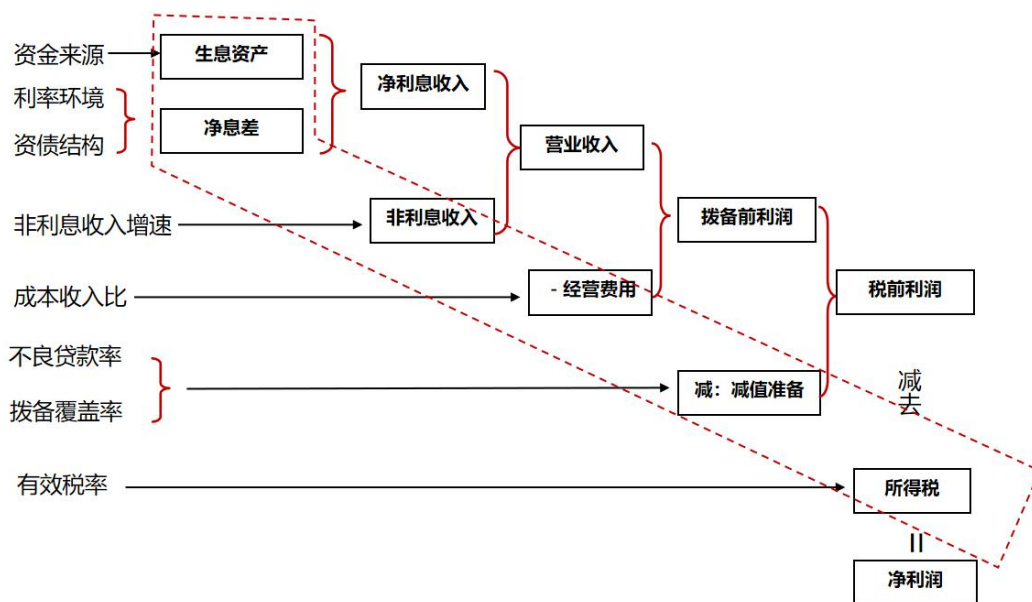
资料来源：Wind，山西证券研究所

2.3 银行业盈利增长驱动因素和估值方法

影响商业银行盈利增长的收入端因素包括：生息资产规模、净息差、非息收入，支出端因素包括：经营费用、减值准备、所得税。净利润可通过以下步骤计算得出：1) 生息资产规模乘以净息差得到利息净收入；2) 利息净收入加上非利息收入得到营业收入，其中非利息收入包括投资净收益及手续费及佣金净收入；3) 营业收入减去经营费用得到拨备前利润，其中经营费用等于营业收入乘以成本收入比；4) 拨备前利润减去减值准备得到税前利润，其中减值准备需通过不良贷款率及拨备覆盖率综合计算得出；5) 税前利润减去所得税得到净利润，其中所得税等于税前利润乘以有效税率。

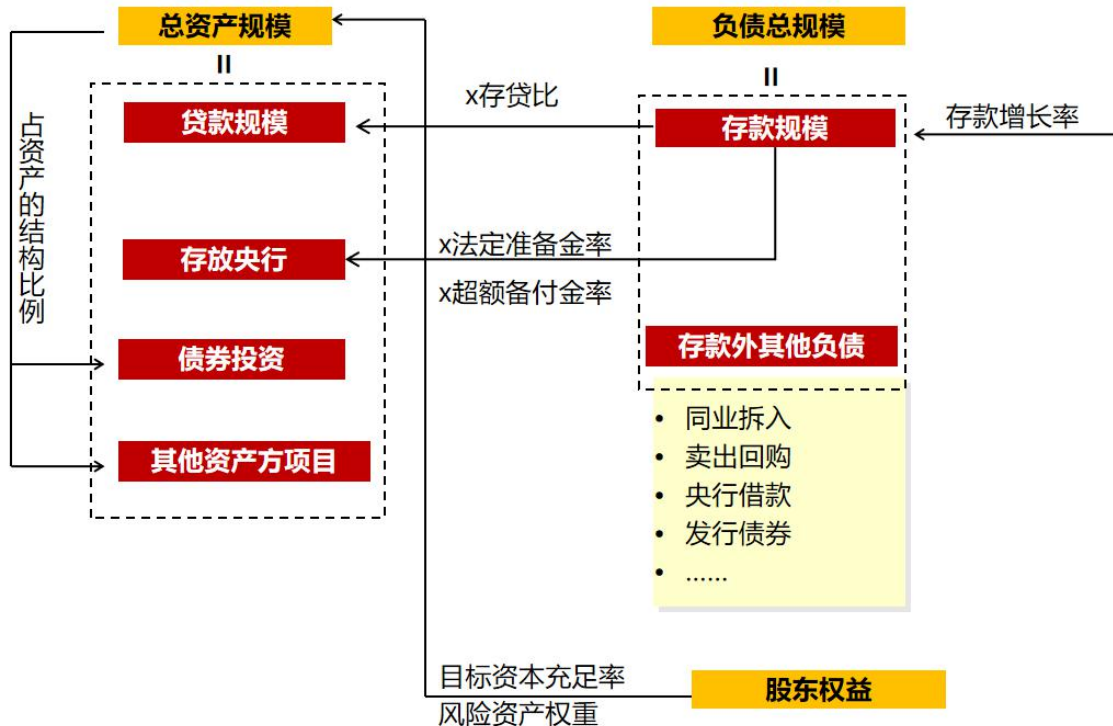
商业银行本质上是依靠资产负债表扩张来推动盈利增长，资产负债表内相关科目的预测对盈利预测影响举足轻重，尤其是生息资产和计息负债相关科目。资产负债表主要科目的预测：1) 存款规模乘以存贷比得到贷款规模，存贷比短期内相对稳定但并非一成不变，其会受到信贷需求、银行业监管政策、货币政策等的综合影响；2) 存款规模乘以（法定准备金率+超额准备金率）得到存放央行款项；3) 以股东权益为基础，结合目标资本充足率、风险资产权重得出总资产规模，再以债权投资及其他资产项目乘以其在资产结构中的比重，便可得出相应资产科目的规模；4) 总资产规模减去股东权益即得到负债总规模，负债总规模减去存款规模便得到存款外其他负债规模。存款是最重要的负债，上市银行 Q322 末存款总规模占总负债比重接近 75%。

图 15：商业银行盈利增长因素分析



资料来源：山西证券研究所

图 16：商业银行资产负债表各个科目的勾稽关系



资料来源：山西证券研究所

市场当前通常采用 DDM 股利贴现法和可比公司法对银行股进行估值。当采用 DDM 估值时，投资者会分析银行可持续的盈利能力，体现了对这家银行长期经营管理能力的判断。在具体估值时，投资者将银行业的发展阶段分位快速增长、稳定增长和永续增长三个阶段，然后将未来各年股利的折现值相加，便得到理论股权价值。DDM 估值方法下的银行股价值可用下述公式表示：

$$PV = \sum_{n=1}^n \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{Terminal\ Value}{(1+r)^n}$$

其中，PV 为银行股理论股价， D_n 为第 n 年的股利， r 为折现率， $Terminal\ Value / (1+r)^n$ 为永续增长阶段的银行股价值。

需注意的是，不同类型投资者因为投资期限不同，通过 DDM 得出的银行股价值差异较大：1) 散户或对冲基金，大多关注 1 年以内的短期收益；2) 证券投资基金，关注 1-2 年的中期收益；3) 养老基金、保险公司、长期持有型基金，关注较长期的持有收益；4) 银行股东，关注整个生命周期的收益。

表 1：商业银行估值方法对比

估值方法	估值方法具体内容	估值方法关注点
绝对估值法	<ul style="list-style-type: none"> 投资者将银行业的发展阶段分为快速增长、稳定增长和永续增长三个阶段。 投资者将未来股利折现后相加，得到股权的价值。 	<ul style="list-style-type: none"> 快速增长阶段的增长率 可持续 ROA 杠杆率 分红率 折现率
相对估值法	<ul style="list-style-type: none"> 投资者将公司的某些指标与可比公司（同行业/同地区）进行对比，以判断该公司的吸引力。 对商业银行而言，最主要的指标有： <ul style="list-style-type: none"> —市净率（每股股价 / 每股净资产） —市盈率（每股股价 / 每股盈利） —每股股价/每股拨备前利润 —现金红利收益率（每股现金分红 / 每股股价） 	<ul style="list-style-type: none"> 可比公司目前的平均交易水平 目标公司与可比公司基本面的差异 投资者心理预期

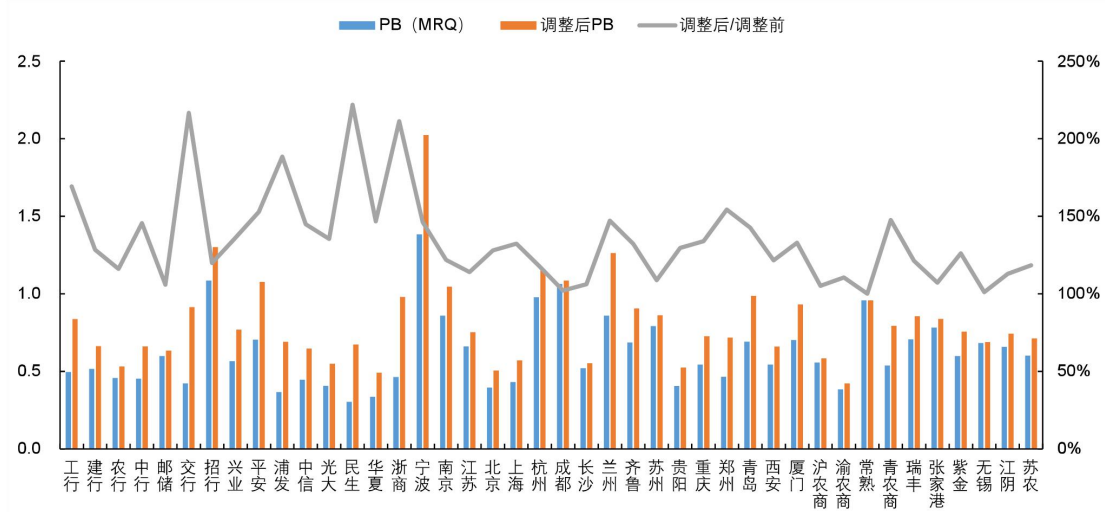
资料来源：山西证券研究所

相对估值法是指投资者将公司的某些指标与可比公司（同行业/同地区）进行对比，以判断该公司的吸引力。对商业银行而言，可用于进行比较的指标包括：市净率、市盈率、每股股价/每股拨备前利润、现金红利收益率（每股现金分红/每股股价）。其中，最常用的为市净率 PB，但为了增加各个银行之间的估值可比性，需要将银行股净资产做一定调整⁴，运用调整后 PB 进行比较。

根据 Q322 末各上市银行公告的相关数据，调整后的 PB 普遍高于调整前，调整后/调整前的比值处于 100%-200%区间。此外，调整后的 PB 与用拨备前利润计算的 ROE 呈现出明显的正相关关系，基本面越优质的银行，市场给予的估值通常也越高。

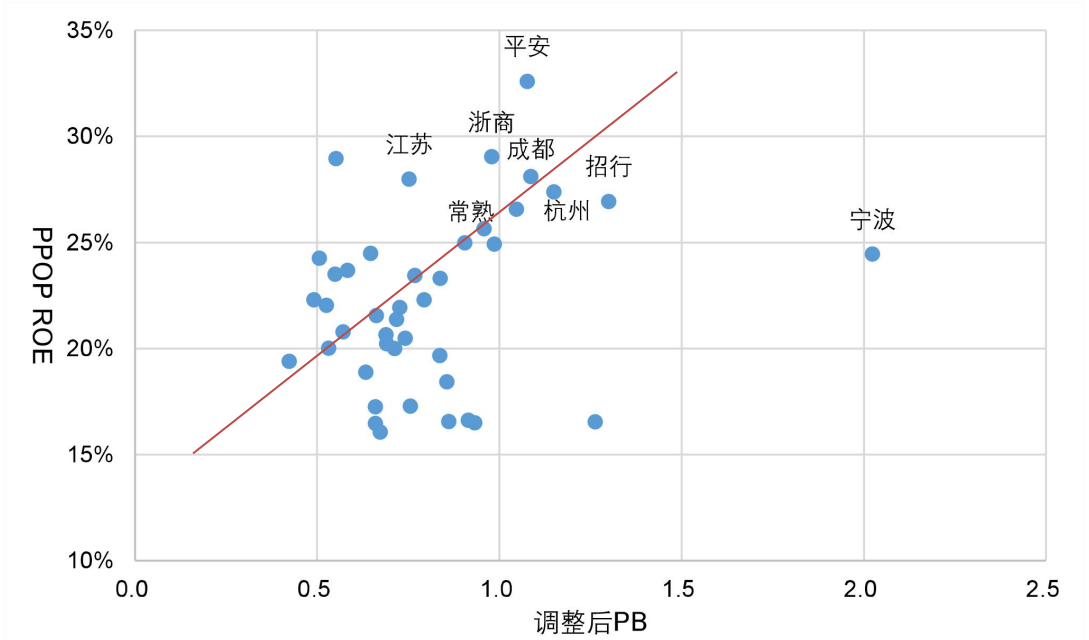
⁴ 调整后净资产=归母净资产-其他权益工具-商誉-递延所得税资产-固定资产-在建工程-投资性房地产-无形资产-其他资产+超额计提的拨备。

图 17: 上市银行 Q322 末调整后 PB 与调整前的比较



资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

图 18: 调整后 PB 与 PPOP ROE 呈现明显的正相关关系



资料来源: 公司公告, Wind, 山西证券研究所

3. 上市银行经营回顾及展望

3.1 上市银行 2022 年业绩回顾

1-3Q22 上市银行营收 4.50 万亿元、同比+2.8%，其中国有大行 2.84 万亿元、同比+2.4%，股份行 1.22 万亿元、同比+1.9%，城商行 3653 亿元、同比+9.8%，农商行 726 亿元、同比+4.0%，**营收增速城商行最高、股份行最低。**

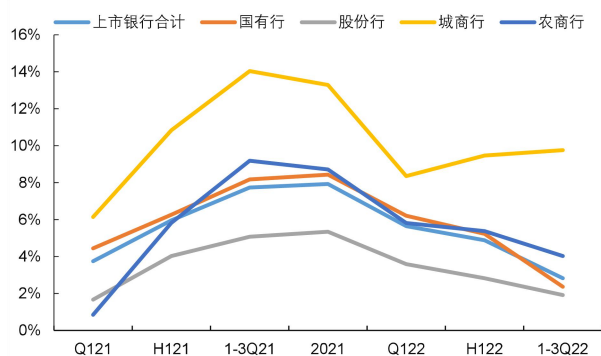
PPOP3.04 万亿元、同比+0.8%，其中国有大行 1.84 万亿元、同比+0.4%，股份行 8685 亿元、同比-0.5%，城商行 2858 亿元、同比+7.8%，农商行 503 亿元、同比+2.7%，**PPOP 增速城商行最高、股份行最低。**

归母净利润 1.59 万亿元、同比+8.0%，其中国有大行 1.03 万亿元、同比+6.5%，股份行 4019 亿元、同比+9.4%，城商行 1372 亿元、同比+15.3%，农商行 289 亿元、同比+12.6%，**归母净利润增速城商行最高、国有大行最低。**

整体来看，除营收正增长贡献外，拨备计提力度减小也是上市银行归母净利润保持稳健增长的原因，2022 年上市银行 PPOP 增速逐季下行的同时归母净利润增速稳健，拨备释放助力利润增长，背后反映的仍是资产质量的改善。支出端来看，成本收入比逐季上行对业绩形成一定拖累。

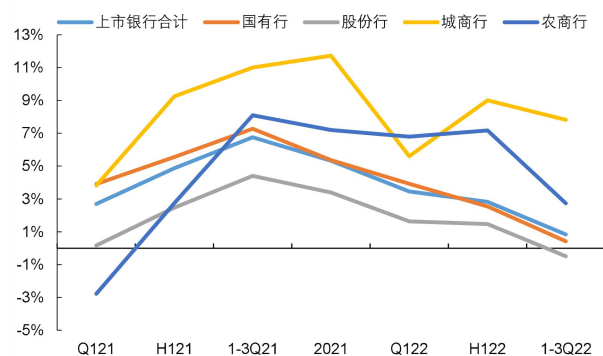
优质区域的城商行营收、PPOP、归母净利润增速较快，南京银行、江苏银行、杭州银行、苏州银行、成都银行营收增速均在 10% 以上，归母净利润均在 20% 以上（其中江苏银行、杭州银行、成都银行在 30% 以上）。此外，城商行成本收入比也显著低于其他类型银行。就板块来看，在部分优质银行的带领下，城商行业绩表现在 2022 年最为亮眼。

图 19：上市银行营收同比增速



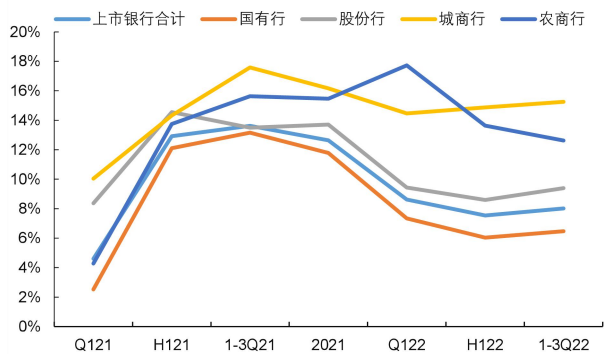
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：上市银行 PPOP 同比增速



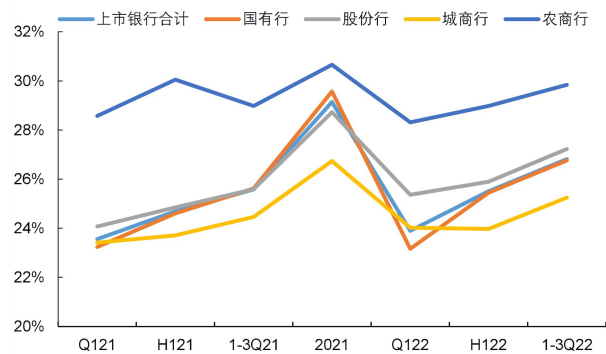
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：上市银行归母净利润同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：上市银行成本收入比



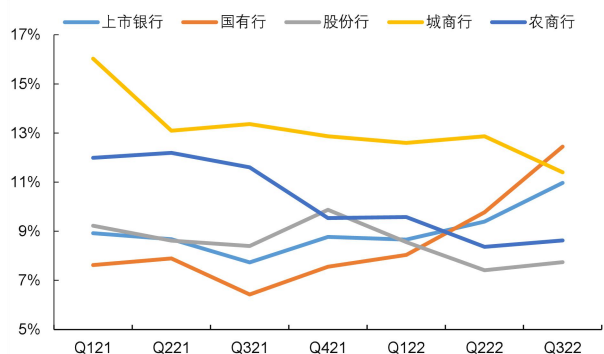
资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 规模：宽信用仍将带动资产规模扩张

2022 年，稳经济政策推进下的宽信用，是银行业资产规模扩张的主要动力来源。

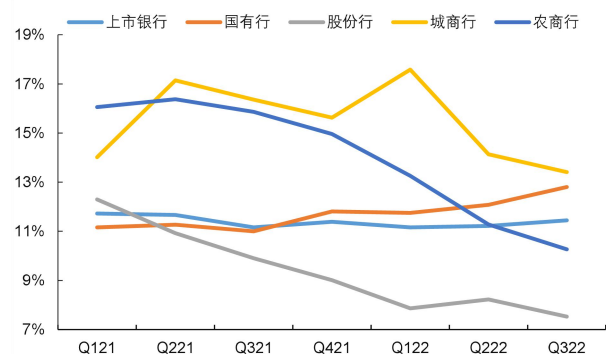
Q322 末，上市银行生息资产规模 200.97 万亿元、同比+11.0%，且增速在 2022 年逐季上行。其中国有大行 122.87 万亿元、同比+12.4%，股份行 53.71 万亿元、同比+7.7%，城商行 20.30 万亿元、同比+11.4%，农商行 4.08 万亿元、同比+8.6%。国有大行在稳经济政策推进中的担当作用得以体现，其 Q322 末规模增速最高，且自 Q321 起逐季上行，是推动上市银行生息资产扩张的主力。

图 23：上市银行生息资产规模同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：上市银行贷款规模同比增速



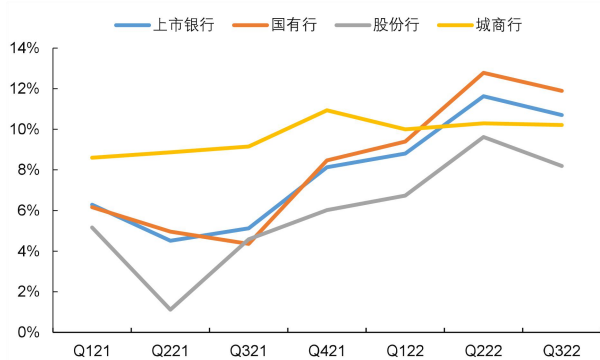
资料来源：Wind，山西证券研究所

细分来看，国有大行贷款余额增速最快，并且在 2022 年以来逐季上行，是维持上市银行贷款增速平稳增长的中流砥柱。**贷款余额：**Q322 末上市银行 143.44 万亿元、同比+11.4%，其中国有大行 94.92 万亿元、同比+12.8%，股份行 35.63 万亿元、同比+7.5%，城商行 10.60 万亿元、同比+13.4%，农商行 2.28 万亿元、

同比+10.3%。除国有大行外，其余各类型银行信贷增速总体呈现下行趋势。2022年，居民部门收入感受度和收入预期下降，企业部门则因生产、销售等环节受影响，因此信贷需求整体下降。国有大行因为承担着稳经济政策的执行功能，信贷投放有支撑，但其他类型银行则受到宏观经济下行拖累。

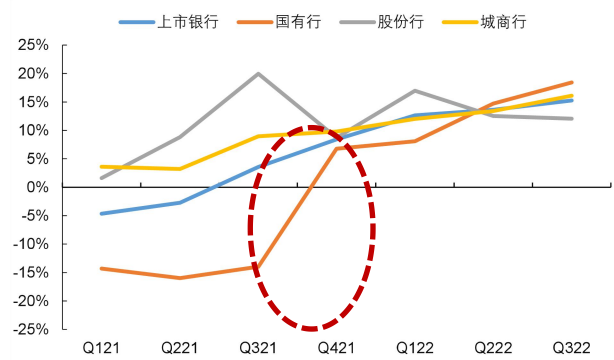
除贷款外的生息资产方面，金融投资资产增速虽略低于贷款增速，但呈现出上行趋势，尤其是交易性金融资产增速呈明显上行。2022年国有大行金融投资资产的增速领先其他类型银行。我们认为，除信贷投放外，银行业还通过购买债券、债权产品等方式增加对实体经济的支持。

图 25：上市银行金融投资资产规模季度同比增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：上市银行交易性金融资产规模季度同比增速



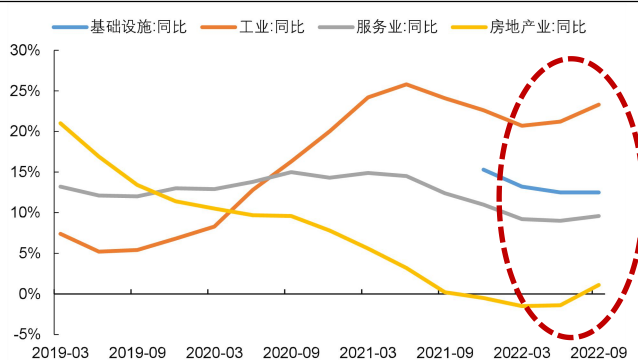
资料来源：Wind，山西证券研究所

展望 2023 年，我们对银行业资产规模增长保持相对乐观，经济稳增长仍需要宽信用支撑，并且对公贷款增速或将领先个人贷款。

根据央行发布的第三季度《金融机构贷款投向统计报告》，可以发现：1) 主要行业中长期贷款增速在 Q322 开始呈现回暖迹象。Q322 末金融机构中长期贷款余额同比+12.7%，增速较 H122 末+0.7pct。分行业来看，Q322 末基础设施中长期贷款同比+12.5%，增速与 H122 末持平；工业中长期贷款同比+23.3%，增速较 H122 末+2.1pct；服务业中长期贷款同比+9.6%，增速较 H122 末+0.6pct；房地产业中长期贷款同比+1.1%，增速较 H122 末+2.5pct。2) 政策重点支持的领域贷款增速较高。其中绿色贷款和普惠领域贷款持续保持较高增速，涉农贷款增速稳步上行，这与发展新能源产业及推进共同富裕的政策相吻合。

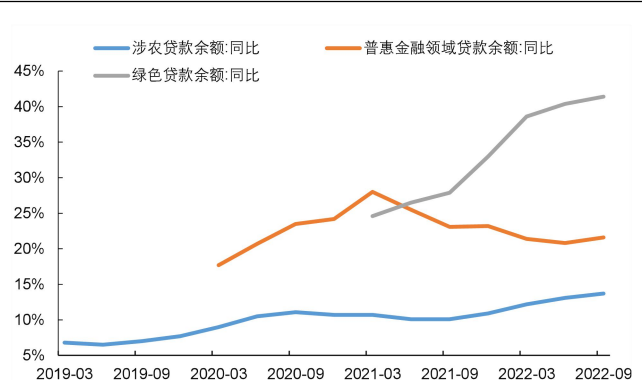
此外，根据央行发布的企业家、银行家问卷调查报告，第三季度企业家/银行家宏观经济热度指数、贷款需求指数均有所回升。另据 IMF 预测，中国 GDP 实际增速在 2022 年为 3.21%、2023 年为 4.44%，相比之下全球 GDP 实际增速在 2022 年为 3.19%、2023 年为 2.65%，2023 年全球经济或将出现衰退，但中国经济却将呈现复苏趋势。伴随着国内宏观经济逐步企稳复苏，信贷需求有望逐步恢复。

图 27：各行业中长期贷款同比增速



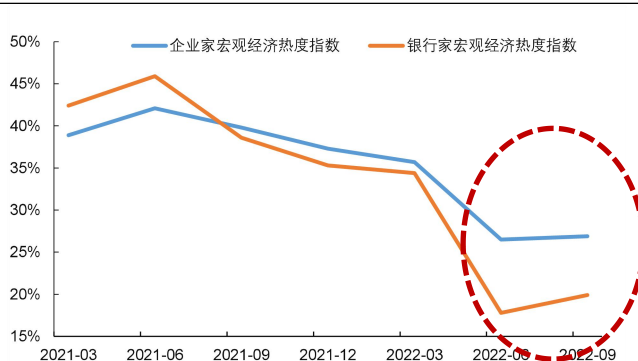
资料来源：中国人民银行，山西证券研究所

图 28：普惠、绿色贷款持续高增，涉农贷款增速稳健



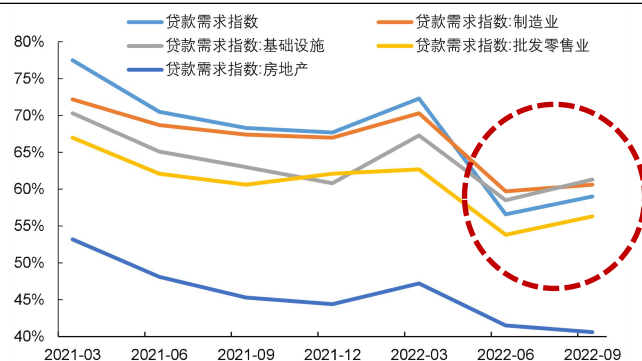
资料来源：中国人民银行，山西证券研究所

图 29：企业家/银行家宏观经济热度指数趋势



资料来源：中国人民银行，山西证券研究所

图 30：贷款需求指数趋势

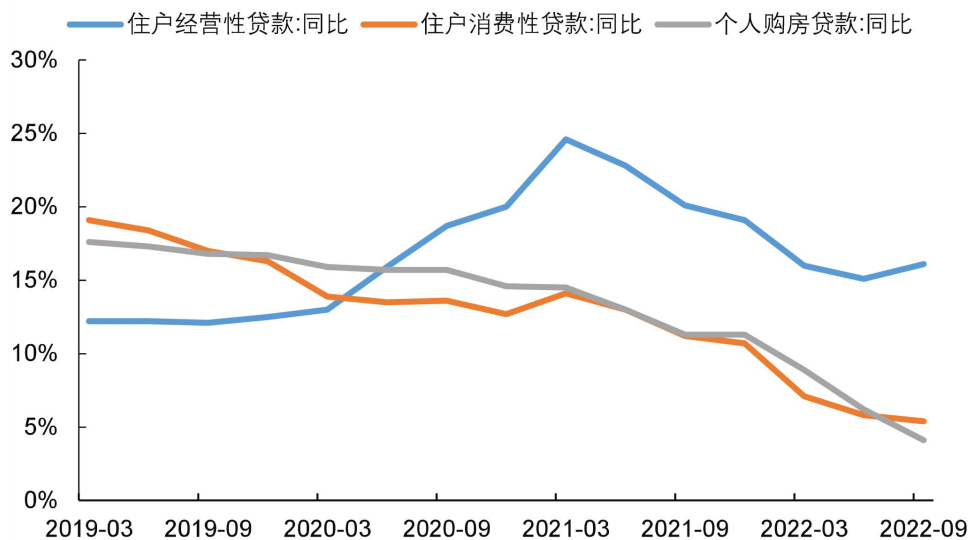


资料来源：中国人民银行，山西证券研究所

住户部门经营性贷款逐步恢复，但消费性贷款、个人购房贷款增速双双持续下行，仍未见起色。10 月社零增速同比-0.5%，预期同比+1.7%，明显低于预期，显示居民消费信心较弱。在 2022 年宏观经济下行过程中，稳经济政策更多的是从企业端发力，因此企业贷款增速在政策支持下能够较快见底回升。但稳经济措施的效果传导至居民部门存在时滞，因此住户部门信贷需求恢复速度较为缓慢。根据央行调查统计⁵，当前居民消费意愿持续走弱，储蓄意愿增强，对“银行、证券、保险公司理财产品”等低风险资产投资意愿增强，显示居民对自身现金流安排更加偏谨慎，借贷意愿较低。购房贷款方面，11 月以来房地产支持政策加码，重点围绕保交楼、保优质市场主体，伴随政策落地推进，居民购房信心或将逐步恢复，但仍需时间。

⁵ 第三季度城镇储户问卷调查报告。

图 31：住户部门经营性贷款有所恢复，但消费性贷款、个人购房贷款仍然低迷



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 息差：贷款重定价将拖累息差表现

2022 年以来，在政策推动金融让利实体经济、信贷需求不振的因素影响下，上市银行净息差略显承压。由于上市银行中仅 25 家公布前三季度的净息差，我们先采用 H122 数据进行分析比较整体趋势，再根据前三季度数据分析比较个体差异。

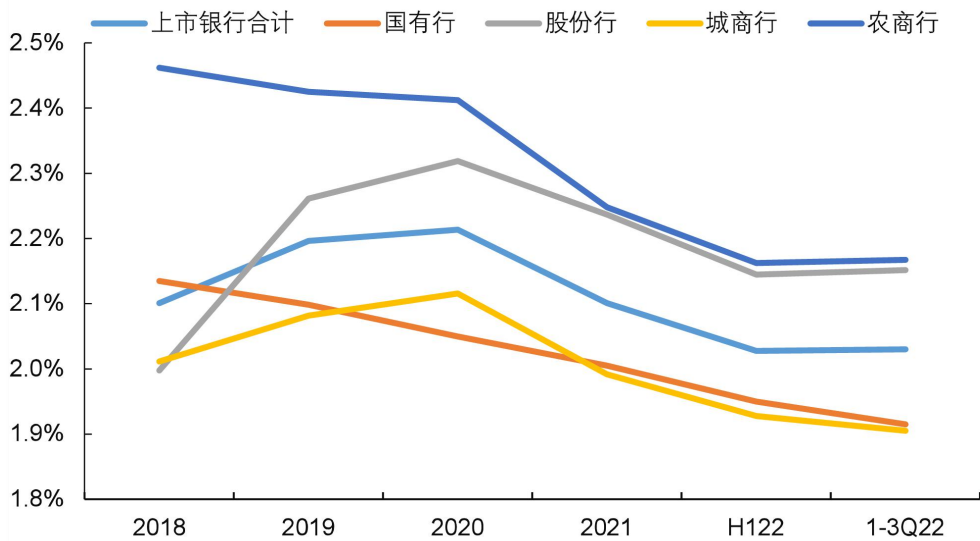
上市银行 H122 净息差⁶2.03%、较 2021 年-7BP，其中国有大行 1.95%、较 2021 年-6BP；股份行 2.14%、较 2021 年-10BP；城商行 1.93%、较 2021 年-6BP；农商行 2.16%、较 2021 年-9BP。**H122 上市银行净息差普遍下行，其中股份行降幅最大。**

根据部分上市银行公布的前三季度数据，国有大行、股份行净息差普遍呈现持续下行趋势。而部分区域行，尤其是农商行则依靠信用下沉等方式实现了净息差的逆势提升，比如 1-3Q22 常熟银行净息差 3.10%、较 H122 提升 1BP、较 2021 年提升 4BP，张家港行 2.25%、较 H122 提升 1BP。

展望 2023 年，LPR 下调及存款利率下调将是影响净息差的核心变量。由于上市银行资产负债结构基本保持稳定，其净息差受生息资产收益率及计息负债成本率的影响更大，其中尤以贷款、存款利率影响较大。2021 年以来，上市银行资产结构中，贷款及金融投资占主导，其中贷款占比基本处于 55%-56%区间、金融投资占比基本处 28%上下；负债结构中存款占绝对主导，占比基本处于 75%以上。

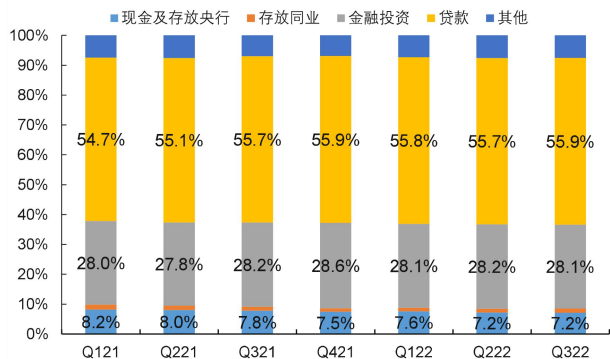
⁶ 使用简单平均值进行比较。

图 32：上市银行净息差



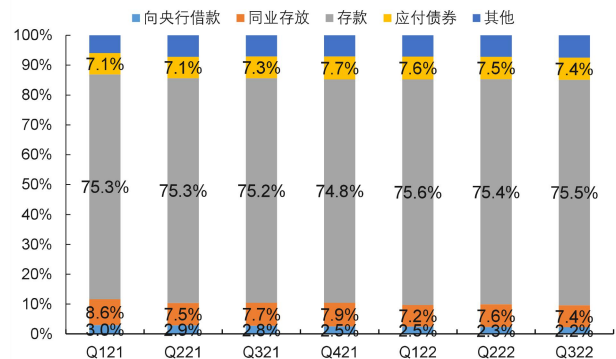
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 33：上市银行资产结构保持基本稳定



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 34：上市银行负债结构保持基本稳定



资料来源：Wind，山西证券研究所

贷款利率方面，2022 年 LPR 下调节奏分别为：

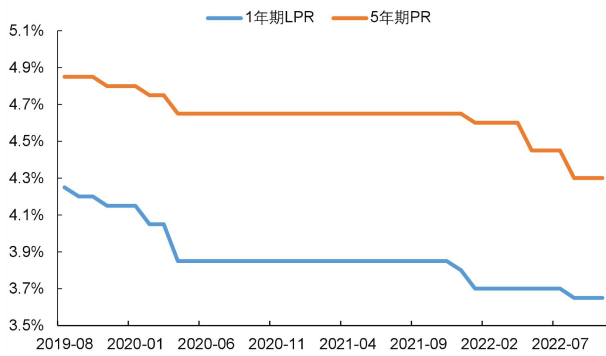
- 1 月 20 日，1 年期下调 10BP，5 年期下调 5BP；
- 5 月 20 日，1 年期保持 3.70% 不变，5 年期由 4.60% 降至 4.45%、降幅 15BP；
- 8 月 22 日，1 年期由 3.70% 降至 3.65%、降幅 5BP，5 年期由 4.45% 降至 4.30%、降幅 15BP。

汇总来看，2022 年 1 年期 LPR 降幅 15BP、5 年期 LPR 降幅 35BP。

存款利率方面，9 月 15 日工、农、中、建、交及邮储等国有大行，以及招商银行等股份行，均将存款利率下调。以招商银行为例，其活期存款利率下调 5BP、3 年期定期存款（整存整取）下调 15BP，其余存

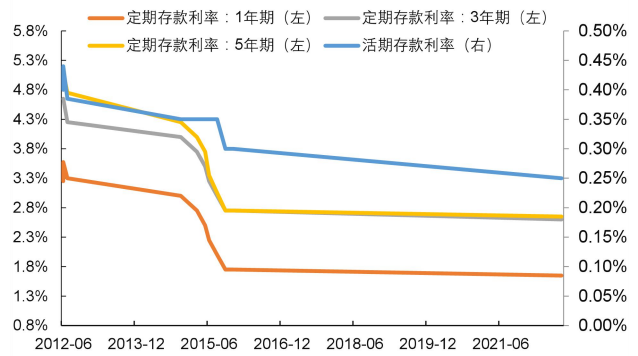
款利率均下调 10BP。其他各银行下调幅度大致与招商银行相同。

图 35：2022 年 LPR 继续下调



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 36：招商银行存款利率在 2022 年 9 月下调



资料来源：Wind，山西证券研究所

贷款、存款利率下调对上市银行影响不一。以我们当前覆盖的 7 家银行为例，假设各家银行贷款利率下降 25BP⁷，存款利率下调幅度与各家银行的存款结构有关，下降 7 至 8.75BP⁸不等。在此种假设下，利率变化引起的净息差变动对利润的影响程度差异较大，招商银行、平安银行、宁波银行在 5%以内，邮储银行、常熟银行、杭州银行、成都银行则受影响较大。

我们认为对上市银行整体而言，由于贷款端长期贷款利率下调幅度更大、存款端定期存款利率下调幅度更大，因此 2023 年长期贷款占比较低、定期存款占比较高的银行，净息差下行压力或更小。同时，收入结构中对利息净收入依赖程度更低的银行，净息差下行对归母净利润的负面影响更小。

表 2：部分上市银行贷款及存款利率降低幅度（单位：BP）

银行	贷款利率降低幅度	活期存款大致占比	存款利率降低幅度
招商银行	25	60%	7.00
平安银行	25	40%	8.00
宁波银行	25	40%	8.00
邮储银行	25	30%	8.50
常熟银行	25	25%	8.75
杭州银行	25	50%	7.50
成都银行	25	40%	8.00

资料来源：公司公告，山西证券研究所

⁷ 1 年期 LPR 与 5 年期 LPR 下调幅度的平均值。

⁸ 以招行为例，招行存款结构中活期存款占比约 60%，因此下调幅度=5BP*0.6+10BP*0.4=7BP。

表 3：贷款及存款利率下调时对部分上市银行净息差及归母净利润的影响（单位：BP）

银行	项目	2023E	2024E
招商银行	净息差变动幅度	-7.99	-6.22
	归母净利润变动幅度	-4.57%	-3.81%
平安银行	净息差变动幅度	-7.53	-6.53
	归母净利润变动幅度	-4.42%	-3.86%
宁波银行	净息差变动幅度	-6.80	-6.72
	归母净利润变动幅度	-3.61%	-4.36%
邮储银行	净息差变动幅度	-5.08	-4.44
	归母净利润变动幅度	-8.61%	-10.67%
常熟银行	净息差变动幅度	-10.51	-10.25
	归母净利润变动幅度	-7.94%	-8.83%
杭州银行	净息差变动幅度	-7.52	-7.80
	归母净利润变动幅度	-7.92%	-9.31%
成都银行	净息差变动幅度	-7.95	-8.04
	归母净利润变动幅度	-5.11%	-6.13%

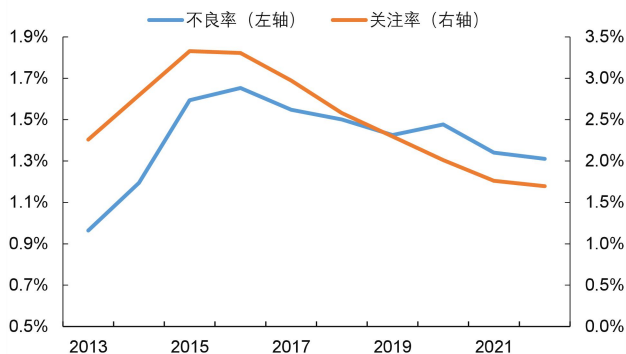
资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.4 资产质量：处于 2016 年以来最佳水平，关注涉房贷款不良生成

近年来，上市银行对不良贷款保持着较大的确认力度和处置力度，2022 年资产质量延续改善趋势，风险抵补能力持续增强。在不良处置力度大，关注率、逾期贷款率下降的背景下，我们认为存量不良风险得以持续出清，当下银行业资产质量应关注的重点为不良生成，尤其是涉房贷款的不良生成。伴随保交楼、保市场主体等政策持续落地，涉房贷款不良生成或将趋缓，银行资产质量恶化形势或将好于市场预期。

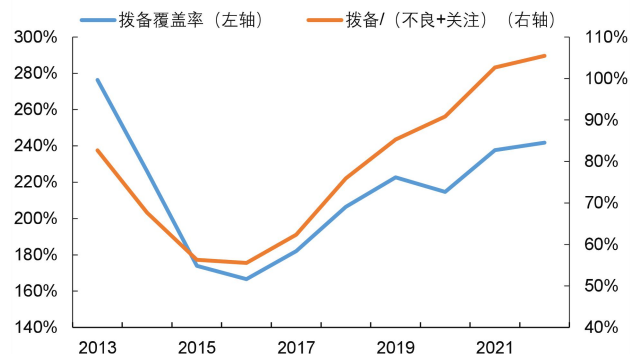
Q322 末上市银行整体不良贷款率 1.31%、较年初-3BP，关注率 1.70%、较年初-6BP；拨备覆盖率为 241.8%、拨备/（不良+关注）为 105.5%，分别较年初+4.2pct、+2.8pct，拨备覆盖率不仅持续创新高，而且能够覆盖全部的不良+关注类贷款。

图 37：上市银行不良率及关注率



资料来源：Wind，山西证券研究所

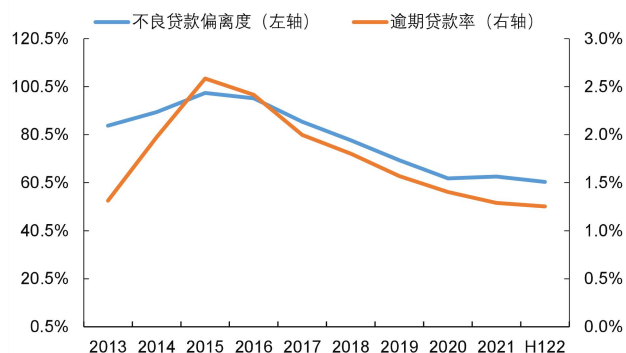
图 38：上市银行拨备覆盖率及拨备/(不良+关注)



资料来源：Wind，山西证券研究所

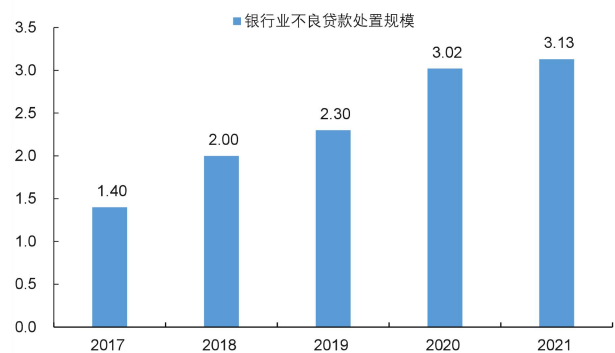
不良认定严格，资产质量真实，不良贷款偏离度及逾期贷款率双降为资产质量持续改善打下坚实基础。上市银行 H122 末不良贷款偏离度 60.8%，较年初-2.3pct，逾期贷款率 1.14%、较年初-15BP。2020 年在监管鼓励下银行业加大了不良资产处置力度，2020 年、2021 年连续处置超 3 万亿元不良资产。

图 39：上市银行不良贷款偏离度持续降低



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 40：银行业保持较大不良资产处置力度（万亿）



资料来源：银保监会，山西证券研究所

不良资产生成率尤其是涉房贷款的不良生成率是当前影响银行业资产质量的关键。由于个人按揭贷款资产质量良好，我们以下仅仅分析对公房地产贷款。

房地产行业方面，2022 年以来多部门释放积极信号，以求促进房地产市场平稳健康发展。今年以来出台的房地产相关政策中的关键词包括：1) 稳地价、稳房价、稳预期；2) 支持刚需和改善性住房需求；3) 下调购房贷款利率；4) 保交房。此外，在“因城施策”指引下，部分地方政府也逐步放宽了房地产行业相关限制，譬如 9 月以来已有宁波、青岛、济南等重要城市先后发布放松商品房限购相关政策。进入 11 月以来，房地产支持政策持续加码，政策继续围绕保交楼、保市场主体，支持房企融资需求，这有利于减轻银

行涉房资产质量担忧。

表 4：今年 11 月以来房地产相关重要政策

时间	部门/会议/文件	主要内容
11 月 1 日	银行间市场交易商协会、房地产协会、中债增公司	召集 21 家民营房企召开座谈会，进一步加大对民营房企发债支持。
11 月 8 日	银行间市场交易商协会	继续推进并扩大民企债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民企发债融资。预计可支持约 2500 亿元民企债券融资，后续可视情况进一步扩容。
11 月 9 日	中债增公司发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》	意向民营房地产企业可提出增信需求。
11 月 10 日	银行间市场交易商协会	受理龙湖集团 200 亿元储架式注册发行。
11 月 14 日	央行、银保监会、住建部《关于商业银行出具保函置换预收监管资金有关工作的通知》	监管账户资金达到限额以后，房企可通过银行保函提取预售资金，进而改善企业的流动性。
11 月 15 日	银行间市场交易商协会	受理美的置业 150 亿元储架式注册发行。龙湖集团 200 亿元发行完毕。
11 月 17 日	银行间市场交易商协会	受理新城控股 150 亿元储架式注册发行。
11 月 23 日	央行、银保监会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（“十六条”）	保障房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度。

资料来源：各政府部门、协会网站，山西证券研究所

根据五家股份行披露的较为详细的涉房领域风险管控信息，它们对公房地产贷款占比自年初以来略有下降，但不良率有所上升。平安银行、民生银行占比较高，约在 9% 上下；招商银行、兴业银行不良率上升较快，其中招商银行自年初的 1.39% 升至 Q322 末的 3.32%，兴业银行自年初的 1.08% 升至 H122 末的 2.15%。平均值来看，五家股份行对公房地产贷款占比 2021 年末为 7.64%、H122 末为 7.31%。

表 5：五家股份行披露的房地产领域相关资金投放及资产质量信息（单位：亿元）

时间	项目	招商银行	平安银行	兴业银行	中信银行	民生银行	平均值
Q322 末	承担信用风险 ⁹ （含贷款）	4,737.27	3,353.24	-	-	-	-
	其中：对公房地产贷款	3,470.35	2,939.59	-	-	-	-
	不承担信用风险 ¹⁰	3,141.03	1,053.59	-	-	-	-
	对公房地产贷款占比	5.79%	8.90%	-	-	-	-
	对公房地产贷款不良率	3.32%	0.72%	-	-	-	-

⁹ 承担信用风险的涉房资产包括：实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等。

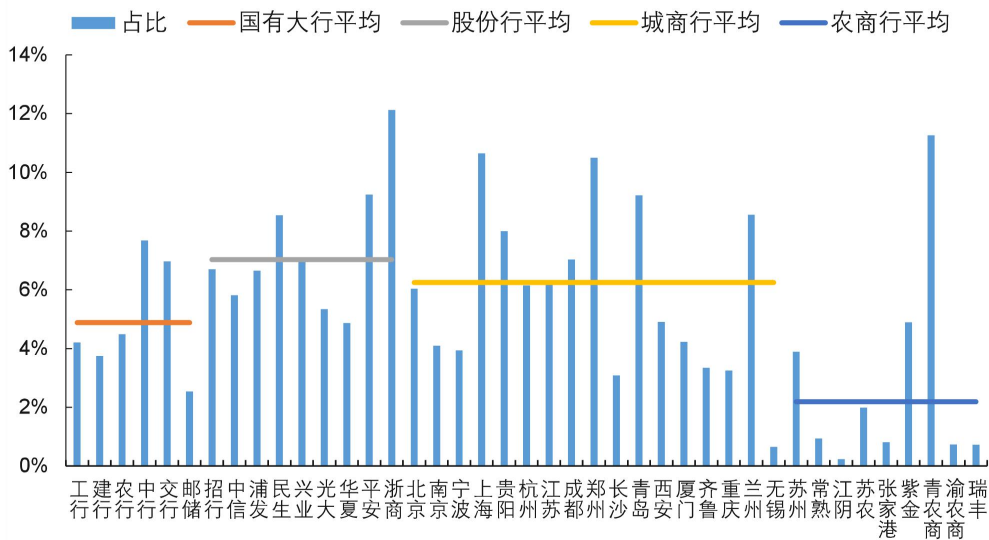
¹⁰ 不承担信用风险的涉房资产包括：理财资金出资、委托贷款、代销信托、主承销债务融资工具等。

时间	项目	招商银行	平安银行	兴业银行	中信银行	民生银行	平均值
H122 末	承担信用风险（含贷款）	4,937.12	3,413.73	5,277.87	3,987.01	4,543.84	-
	其中：对公房地产贷款	3,552.06	2,980.20	3,336	2,916.08	3,592.59	-
	不承担信用风险	3,163.81	1,091.53	1,211.51	1092.5	841.19	-
	对公房地产贷款占比	5.99%	9.24%	6.98%	5.82%	8.54%	7.31%
	对公房地产贷款不良率	2.95%	0.77%	2.15%	2.89%	2.99%	-
2021 末	承担信用风险（含贷款）	5,114.89	3,410.89	5,320.89	3,977.13	4,734.44	-
	其中：对公房地产贷款	3,559.77	2,889.23	3,368	2,848.01	3,603.02	-
	不承担信用风险	4,120.78	1,206.86	1,300.51	1210.61	875.85	-
	对公房地产贷款占比	6.39%	9.43%	7.61%	5.86%	8.91%	7.64%
	对公房地产贷款不良率	1.39%	0.22%	1.08%	3.63%	2.66%	-

资料来源：公司公告，山西证券研究所

上市银行整体来看，各类型银行对公房地产贷款占贷款总额比重差异较大。其中股份行占比最高，达 7.03%，其次是城商行 6.25%，其余依次为国有大行 4.89%、农商行¹¹2.19%。但除前述五家股份行以外，其他上市银行并未披露承担/不承担信用风险涉房资产的规模，不过我们可以以各类型银行对公房地产贷款占比为基础来测算相应规模。

图 41：上市银行房地产贷款占比及各类型银行占比平均值，股份行占比明显高于其他类型银行



资料来源：公司公告，山西证券研究所

考虑到上市银行资产结构较为稳定，为便于计算，我们首先以五家数据披露较为充分的股份行贷款为基数，测算其承担/不承担信用风险涉房资产占贷款余额的比例，并以简单平均值代表所有股份行。再根据

¹¹ 因沪农商行业务集中在上海市，资产规模及结构与其他农商行差异较大，故在此剔除。

各类型银行对公房地产贷款占比与股份行占比的比值，计算其他类型银行承担/不承担信用风险涉房资产占贷款余额的比例。五家股份行来看，承担信用风险涉房资产占贷款余额的比例从 7.96%至 11.05%不等，平均值为 9.74%；不承担信用风险涉房资产占贷款余额的比例从 2.00%至 5.33%不等，平均值为 3.09%。

表 6：H122 末五家股份行承担/不承担信用风险资产占贷款余额的比例

项目	招商银行	平安银行	兴业银行	中信银行	民生银行	平均值
承担信用风险的涉房资产/贷款余额	8.32%	10.58%	11.05%	7.96%	10.80%	9.74%
不承担信用风险的涉房资产/贷款余额	5.33%	3.38%	2.54%	2.18%	2.00%	3.09%

资料来源：公司公告，山西证券研究所

根据前述计算方式，我们可以得出其他类型银行承担/不承担信用风险涉房资产占贷款余额的比重。承担风险信用涉房资产占比：国有大行 6.78%、股份行 9.74%、城商行 8.66%、农商行 3.04%；不承担信用风险涉房资产占比：国有大行 2.15%、股份行 3.09%、城商行 2.74%、农商行 0.96%。根据计算出的比例及各上市银行披露的贷款余额数据，我们可以计算出上市银行整体承担信用风险的涉房资产规模为 10.64 万亿元、占比 7.58%，其中对公房地产贷款 7.78 万亿元、占比 5.54%；不承担信用风险的涉房资产 3.37 万亿元、占比 2.40%。

表 7：H122 末各类型银行承担/不承担信用风险资产的情况

银行类型	项目	比例	项目	金额（亿元）
国有大行	承担信用风险的涉房资产/贷款余额	6.78%	承担信用风险的涉房资产	62,633
	其中：对公房地产贷款占比	4.89%	其中：对公房地产贷款	45,189
	不承担信用风险的涉房资产/贷款余额	2.15%	不承担信用风险的涉房资产	19,843
股份行	承担信用风险的涉房资产/贷款余额	9.74%	承担信用风险的涉房资产	34,406
	其中：对公房地产贷款占比	7.03%	其中：对公房地产贷款	25,829
	不承担信用风险的涉房资产/贷款余额	3.09%	不承担信用风险的涉房资产	10,900
城商行	承担信用风险的涉房资产/贷款余额	8.66%	承担信用风险的涉房资产	8,790
	其中：对公房地产贷款占比	6.25%	其中：对公房地产贷款	6,342
	不承担信用风险的涉房资产/贷款余额	2.74%	不承担信用风险的涉房资产	2,785
农商行	承担信用风险的涉房资产/贷款余额	3.04%	承担信用风险的涉房资产	561
	其中：对公房地产贷款占比	2.19%	其中：对公房地产贷款	404
	不承担信用风险的涉房资产/贷款余额	0.96%	不承担信用风险的涉房资产	178
上市银行	承担信用风险的涉房资产/贷款余额	7.58%	承担信用风险的涉房资产	106,390
	其中：对公房地产贷款占比	5.54%	其中：对公房地产贷款	77,765
	不承担信用风险的涉房资产/贷款余额	2.40%	不承担信用风险的涉房资产	33,706

资料来源：公司公告，山西证券研究所

关于涉房资产质量更详细的方面，我们认为更值得关注的重点是上市银行不良率上升的空间有多大，

以及当前的不良率提升进度已到何处。要回答这两个问题，首先要明确房地产行业的负债情况。截至 2021 年末，全国房地产开发企业负债合计 91.05 万亿元、资产负债率 80.30%。根据监管提出的房企“三道红线”中的第一道：剔除预收款项后的资产负债率¹²不超过 70%，可以倒推银行业可能的不良提升空间。

假设：

- H122 末，房企资产、负债较年初的增量均为 2021 年较 2020 年增量的一半，则总资产 116.96 万亿元、总负债 93.72 万亿元，相应的资产负债率为 80.13%；
- 房企负债中，预收款项占比 30%。根据 A 股上市房企 2022 中报数据，预收账款+合同负债占总负债的比例为 32.51%，考虑到上市房企预收款项占比或略高于整体房企，我们认为整体房企总负债中预收款项占比 30%是合理的；
- 整体房企资产负债率（剔除预收款项后）能够满足“三道红线”中不超过 70%的要求。为满足该要求，房企需要降低自身的资产负债率。但考虑到当前房地产经营仍较困难，依靠内生权益增长来降低资产负债率较难实现。因此，房企或依靠消化超额负债来实现降低资产负债率，假设超额负债全部转化为不良资产。
- 房企负债来源结构中上市银行占比不变，则房企为达到目标资产负债率需要消化的超额负债比例，上市银行按同比例计算不良率。
- 根据上市银行 H122 公告的对公房地产贷款不良相关数据，计算 H122 末上市银行对公房地产贷款不良率为 3.68%¹³。

按照上述假设，如果房企资产负债率降至 76%，则对应剔除预收款项后的资产负债率降至 69%，已能够满足“三道红线”要求。为此房企需要消化的超额负债为 4.36 万亿元，超额负债占比为 4.65%（=4.36/93.72）。则上市银行对公房地产贷款不良率峰值为 4.65%，而 H122 末值为 3.68%，故 H122 末不良率上升进度已达 79.17%（=3.68%/4.65%）。

另外，考虑到部分优质房企的资产负债率低于“三道红线”要求，如果当前资产负债率较高的房企通过降负债的形式满足“三道红线”要求，则房地产业最终的资产负债率便会因优质房企的存在而降低。为此我们做了几种相应的情景假设，见下表所示。譬如假设房企剔除预收款后的目标资产负债率为 67%，则相应地，当前上市银行对公房地产贷款不良率上升进度已超 57%。其余情景同理。

¹² 剔除预收款后的资产负债率=（负债-预收款）/（资产-预收款）。

¹³ 计算方式为：29 家上市银行对公房地产不良贷款之和除以对公房地产贷款总额之和。29 家上市银行包括国有大行和大多数股份行、城商行，未披露数据的银行涉房资产规模不大，因此我们认为数据具有代表性。

另一方面，我们认为房企资产负债率也不会降至过低水平，否则大批涉房贷款坏账又将导致其他风险。近期房地产领域积极政策频繁发布，房地产融资及经营环境或将逐步改善。我们以房地产业资产负债率降至 76%（剔除预收款项后为 69%）为乐观情景，降至 75%（剔除预收款项后为 67%）为中性情景，其余为悲观及更悲观情景。则在中性情景假设下，H122 末上市银行对公房地产贷款不良率上升进度已近 60%，因此我们认为对于上市银行涉房资产质量不必过分担忧。

表 8：上市银行对公房地产贷款不良率上升进度测算（截至 H122 末）

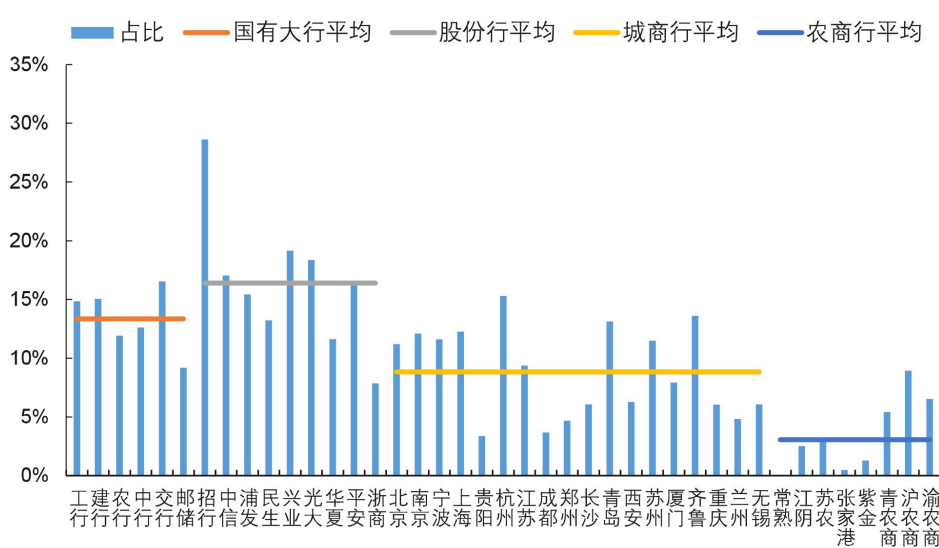
房企目标资产负债率	房企目标资产负债率 (剔除预收款项后)	房企超额负债占比	上市银行对公房地产贷款 不良率上升进度
76%	69%	4.65%	79.17%
75%	67%	6.40%	57.56%
74%	66%	7.65%	48.16%
73%	64%	8.90%	41.41%
72%	63%	10.14%	36.31%
70%	61%	12.64%	29.14%

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5 中间收入：关注财富管理业务的恢复

股份行对手续费及佣金净收入依赖程度最高。1-3Q22 上市银行手续费及佣金净收入占营收比重：国有大行平均值 13.4%，且各家银行差异不大；股份行平均值 16.4%，各家银行差异较大，其中最高的为招商银行 28.6%，最低的为浙商银行 7.9%；城商行平均值 8.8%，其中经济发达地区的北京银行、南京银行、宁波银行、上海银行、江苏银行、杭州银行等占比明显高于经济欠发达地区的贵阳银行、兰州银行、郑州银行、长沙银行等。农商行平均值 3.1%，远低于其他类型银行，主因农商行仍以传统的存贷业务为主。

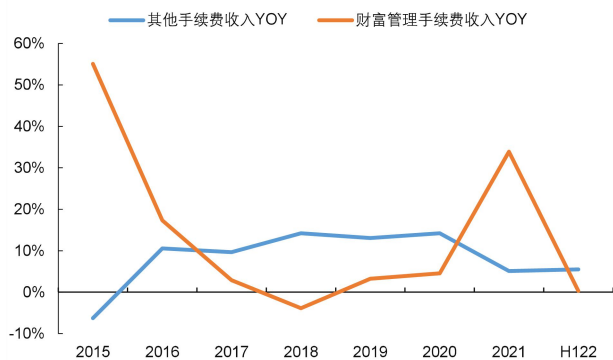
图 42：上市银行 1-3Q22 手续费及佣金净收入占营收比重



资料来源：公司公告，山西证券研究所

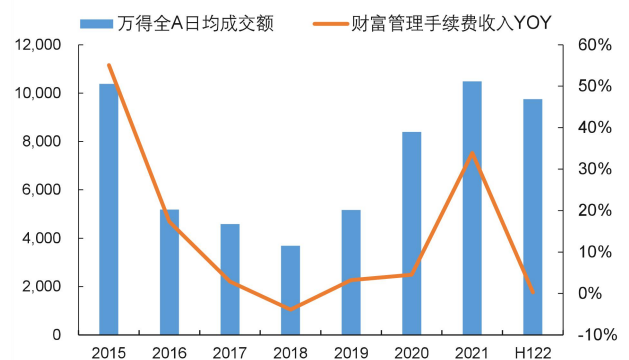
银行的手续费及佣金净收入来源可分为两种：财富管理类¹⁴收入与其他类¹⁵收入。根据招行披露的数据，可以发现财富管理类收入增速的弹性明显大于其他类手续费。2015 年至 H122，其他类收入的增速基本在 10% 上下波动，但财富管理类收入增速则与资本市场行情波动存在较大的相关性。一般情况下，当市场交投活跃度上升时，投资者通过基金、理财产品等进行投资的参与度亦随之提升，银行业财富管理类手续费收入便获增长。以招行为例，其财富管理类收入增速与 A 股日均成交额之间存在着明显的正相关关系。

图 43：招行财富管理手续费收入增速波动更大



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 44：招行财富管理手续费增速与 A 股成交额



资料来源：Wind，山西证券研究所

¹⁴ 财富管理类手续费及佣金收入：资产管理手续费、财富管理手续费、代理类手续费、托管类手续费等。

¹⁵ 其他类：总手续费及佣金收入-财富管理类手续费及佣金收入

鉴于财富管理类收入主要来源于非零售存款类 AUM，我们将 H122 上市银行中对零售客户 AUM 数据披露较为充分的 26 家银行¹⁶进行了统计。其中，股份行的非存款类 AUM 占零售客户 AUM 比重最高，达 71.2%，其次为城商行 50.6%、国有大行 24.3%。农商行中仅沪农商行披露完备数据，占比为 34.7%。从个体来看，招商银行非存款类 AUM 占比最高，为 77.9%，平安银行、浦发银行、中信银行等股份行紧随其后，杭州银行、宁波银行等城商行占比亦较高。**财富管理业务发展较好的银行，其非存款类 AUM 占比较高。**

表 9：H122 末部分上市银行零售类 AUM 结构（单位：亿元）

银行类型	银行	零售客户 AUM	零售存款	非存款类 AUM ¹⁷	非存款类 AUM 占比
国有大行	工行	179,300	137,014	42,286	23.6%
	建行	160,000 ¹⁸	125,318	34,682	21.7%
	中行	120,000	84,825	35,175	29.3%
	交行	42,564	27,281	15,283	35.9%
	邮储	134,100	106,938	27,162	20.3%
股份行	招行	117,177	25,882	91,295	77.9%
	中信	37,000	11,079	25,921	70.1%
	浦发	39,500	11,531	27,969	70.8%
	民生	22,021	9,520	12,501	56.8%
	兴业	27,357	8,947	18,410	67.3%
	光大	23,100	9,432	13,668	59.2%
	华夏	10,000	4,491	5,509	55.1%
	平安	34,721	8,688	26,034	75.0%
城商行	北京	9,500	4,914	4,586	48.3%
	南京	6,368	2,874	3,494	54.9%
	宁波	7,300	2,404	4,896	67.1%
	上海	9,472	4,343	5,129	54.2%
	贵阳	2,259	1,599	660	29.2%
	杭州	4,679	1,532	3,147	67.3%
	江苏	10,478	4,977	5,501	52.5%
	长沙	3,106	2,422	684	22.0%
	青岛	2,764	1,287	1,477	53.4%
	厦门	820	442	378	46.1%
	齐鲁	2,056	1,434	622	30.3%
兰州	2,464	2,040	424	17.2%	
农商行	沪农商	6,711	4,381	2,330	34.7%
上市银行		1,014,817	605,593	409,225	40.3%
国有大行		635,964	481,375	154,589	24.3%

¹⁶ 未披露相应数据的多为财富管理业务布局不完善的城商行及农商行，因此我们认为 26 家银行的数据具有代表性。

¹⁷ 非存款类 AUM 主要包括集团销售及代销理财产品、代销公募基金、代销保险、代销信托等的保有规模。

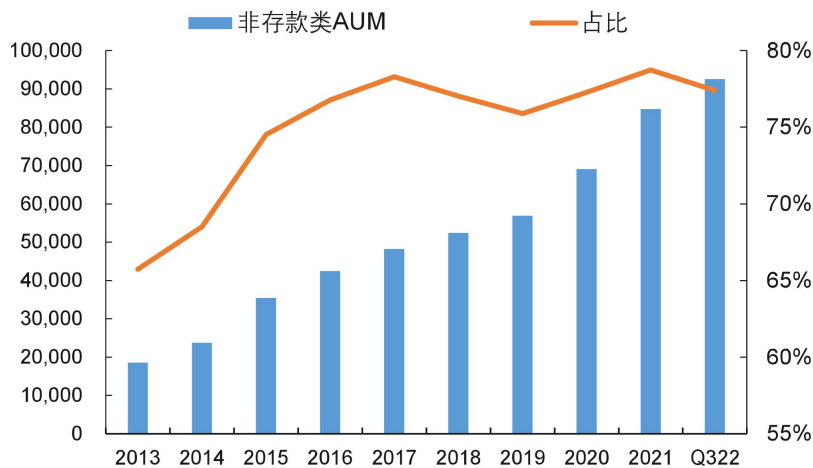
¹⁸ 建行披露数据为：H122 零售客户 AUM 突破 16 万亿，此处以 16 万亿作为估计值。中行、中信、华夏银行数据同理。

银行类型	银行	零售客户 AUM	零售存款	非存款类 AUM ¹⁷	非存款类 AUM 占比
股份行		310,876	89,570	221,307	71.2%
城商行		61,266	30,267	30,999	50.6%

资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

财富管理业务是众多上市银行布局的新增长点。以招商银行为例，零售客户 AUM 中非存款类 AUM 占比呈现较为明显的提升趋势，2013 年非存款类 AUM 仅 1.86 万亿元、占比 65.7%，Q322 末已经升至 9.26 万亿元、占比 77.4%。短期来看，财富管理转型会受市场原因影响而遇挫，比如 2018 年及 2022 年。但伴随金融产品净值化转型持续推进、居民可投资资产持续增长及资产配置理念提升，居民金融资产配置将更加丰富，财富管理业务向好发展仍然是长期趋势。

图 45：招商银行非存款类零售客户 AUM 及占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.6 资本充足率：部分银行承压

我国商业银行资本充足率监管相关规定主要源于 2013 年 1 月起施行的《商业银行资本管理办法(试行)》及 2021 年 12 月起施行的《系统重要性银行附加监管规定(试行)》。

《商业银行资本管理办法(试行)》规定：

- 商业银行核心一级资本充足率不低于 5%、一级资本充足率不低于 6%、资本充足率不低于 8%。
- 商业银行应当在最低资本要求的基础上计提储备资本。储备资本要求为风险加权资产的 2.5%，由核心一级资本来满足。
- 特定情况下，商业银行应当在最低资本要求和储备资本之上计提逆周期资本。逆周期资本要求为

风险加权资产的 0%-2.5%，由核心一级资本来满足。

- 系统重要性银行除规定的最低资本要求、储备资本及逆周期资本以外，还应当计提附加资本，附加资本要求为风险加权资产的 1%。

2021 年 9 月，银保监会颁布《系统重要性银行附加监管规定（试行）》，当年 12 月起施行。文件规定：

- 系统重要性银行分为五组，第一组到第五组的银行分别适用 0.25%、0.5%、0.75%、1%和 1.25% 的附加资本要求。若银行同时被认定为我国系统重要性银行和全球系统重要性银行，附加资本要求不叠加，采用二者孰高原则确定。
- 系统重要性银行在满足杠杆率要求的基础上，应额外满足附加杠杆率要求。附加杠杆率要求为系统重要性银行附加资本要求的 50%，由一级资本满足。
- 我国系统重要性银行依据《系统重要性银行评估办法》认定。

2022 年 9 月，央行、银保监会公布 2022 年我国系统重要性银行名单，第一组包括民生、光大、平安、华夏、宁波、广发、江苏、上海、北京等 9 家，第二组包括中信、邮储、浦发等 3 家，第三组包括交行、招行、兴业等 3 家，第四组包括工行、中行、农行、建行等 4 家，第五组暂无银行进入。

按照监管规定，第四组应满足核心一级资本充足率不低于 8.50%、杠杆率不低于 4.50%，第三组应满足核心一级资本充足率不低于 8.25%、杠杆率不低于 4.375%，第二组应满足核心一级资本充足率不低于 8.00%、杠杆率不低于 4.25%，第一组应满足核心一级资本充足率不低于 7.75%、杠杆率不低于 4.125%，未入选系统重要性银行的应满足核心一级资本充足率不低于 7.50%、杠杆率不低于 4.00%。

根据银行三季报数据，各银行资本充足率差异较大，大部分银行距离监管规定的缓冲空间较大，资本短期不会限制规模扩张。但也有部分银行距缓冲空间已不足 100BP，资本充足率压力较大。

表 10：Q322 末系统重要性及上市银行银行资本充足率及杠杆率的缓冲空间

分组	银行	核心一级 资本充足率	监管规定	缓冲空间 (BP)	杠杆率	监管规定	缓冲空间 (BP)
第四组	工行	13.68%	8.50%	518	8.11%	4.50%	361
	中行	11.62%	8.50%	312	7.60%	4.50%	310
	建行	13.86%	8.50%	536	7.76%	4.50%	326
	农行	11.12%	8.50%	262	7.36%	4.50%	286
第三组	交行	10.00%	8.25%	175	7.09%	4.375%	272
	招行	12.85%	8.25%	460	8.00%	4.375%	363
	兴业	9.75%	8.25%	150	6.69%	4.375%	232
第二组	中信	8.72%	8.00%	72	6.51%	4.25%	226
	邮储	9.55%	8.00%	155	5.79%	4.25%	154
	浦发	9.26%	8.00%	126	7.05%	4.25%	280

分组	银行	核心一级 资本充足率	监管规定	缓冲空间 (BP)	杠杆率	监管规定	缓冲空间 (BP)
第一组	民生	9.10%	7.75%	135	7.54%	4.125%	342
	光大	8.69%	7.75%	94	6.73%	4.125%	261
	平安	8.81%	7.75%	106	6.27%	4.125%	215
	华夏	8.86%	7.75%	111	6.56%	4.125%	244
	宁波	9.96%	7.75%	221	5.74%	4.125%	162
	广发	8.67%	7.75%	92	6.21%	4.125%	209
	江苏	8.75%	7.75%	100	6.27%	4.125%	215
	上海	8.86%	7.75%	111	6.12%	4.125%	200
	北京	9.96%	7.75%	221	7.97%	4.125%	385
未入选	浙商	8.05%	7.50%	55	5.10%	4.00%	110
	南京	9.88%	7.50%	238	5.57%	4.00%	157
	贵阳	10.84%	7.50%	334	8.06%	4.00%	406
	杭州	8.27%	7.50%	77	5.44%	4.00%	144
	成都	8.40%	7.50%	90	6.15%	4.00%	215
	郑州	9.54%	7.50%	204	9.08%	4.00%	508
	长沙	9.49%	7.50%	199	6.30%	4.00%	230
	青岛	9.16%	7.50%	166	6.24%	4.00%	224
	西安	11.82%	7.50%	432	7.10%	4.00%	310
	苏州	9.77%	7.50%	227	6.50%	4.00%	250
	厦门	9.72%	7.50%	222	5.29%	4.00%	129
	重庆	9.63%	7.50%	213	7.02%	4.00%	302
	齐鲁	9.27%	7.50%	177	5.78%	4.00%	178
	兰州	8.78%	7.50%	128	6.88%	4.00%	288
	无锡	9.00%	7.50%	150	6.52%	4.00%	252
	常熟	10.12%	7.50%	262	6.37%	4.00%	237
	江阴	12.74%	7.50%	524	7.67%	4.00%	367
	苏农	10.69%	7.50%	319	6.65%	4.00%	265
	张家港	9.74%	7.50%	224	6.60%	4.00%	260
	紫金	10.51%	7.50%	301	7.02%	4.00%	302
青农商	10.03%	7.50%	253	7.74%	4.00%	374	
沪农商	13.13%	7.50%	563	7.83%	4.00%	383	
渝农商	12.96%	7.50%	546	8.32%	4.00%	432	
瑞丰	14.69%	7.50%	719	8.97%	4.00%	497	

资料来源：公司公告，山西证券研究所。绿色底纹为核心一级资本充足率缓冲空间不足 100BP 的银行。

为补充资本，上市银行运用定增、配股、可转债等方式进行融资。Q322 末资本充足率距监管规定缓冲空间较小的银行，融资较为积极。譬如华夏定增已成功实施，邮储定增预案已获得股东大会通过；中信、浙商已公告配股预案，目前均已获得股东大会通过；杭州、成都已成功发行可转债，待转股后资本实力将显著增强。

表 11：2021 年以来部分上市银行已实施的股权融资（单位：亿元）

银行	融资规模	融资方式	发行/股权登记日期
华夏银行	200	定向增发	2022-08-01
青岛银行	25	配股	2022-01-04
齐鲁银行	80	可转债	2022-11-29
常熟银行	60	可转债	2022-09-15
重庆银行	130	可转债	2022-03-23
成都银行	80	可转债	2022-03-03
杭州银行	150	可转债	2021-03-25

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 12：2022 年上市银行公告的股权融资预案（单位：亿元）

银行	融资规模	融资方式	预案公告日	当前进度
邮储银行	450	定向增发	2022-10-27	股东大会通过
无锡银行	20	定向增发	2022-10-29	证监会通过
浙商银行	180	配股	2022-10-15	股东大会通过
中信银行	400	配股	2022-04-30	股东大会通过
长沙银行	110	可转债	2022-06-09	股东大会通过
民生银行	500	可转债	2017-03-31	股东大会通过
厦门银行	50	可转债	2022-05-12	股东大会通过
瑞丰银行	50	可转债	2022-03-31	股东大会通过

资料来源：Wind，山西证券研究所

股权融资增强上市银行的资本实力。我们以杭州银行发行的可转债为例，基于 Q322 公司公告数据，若按照 60%、80%和 100%的转股比例测算，杭州银行核心一级资本充足率将分别提高 92.68 BP、123.67 BP、154.67 BP，转股后核心一级资本充足率距离监管规定情形将有较大的缓冲空间。

股权融资在缓解资本金压力的同时，还将驱动利润提升。同样以杭州银行为例，基于其 Q322 公告数据，假设杭州银行 150 亿元可转债 100%转股，则其核心一级资本净额将达到 950.08 亿元。同时假设杭州银行核心一级资本充足率达到 Q322 末上市城商行平均水平 9.51%，则其风险加权资产净额将达到 9994.95 亿元。根据杭州银行 Q322 公告数据，其公告风险加权资产净额/生息资产比例为 63.41%，将转股调整后的风险加权资产净额除此比例得到调整后的生息资产 15762 亿元，较 Q322 公告生息资产增值 499.6 亿元。最后，根据杭州银行 Q322 公告的净息差 1.56%，得出转股可释放利润 7.79 亿元。

表 13：杭州银行 150 亿元可转债转股后资本实力将显著增强（单位：亿元）

	转股前	60%转股	提升	80%转股	提升	100%转股	提升
核心一级资本净额	800.08	890.08	-	920.08	-	950.08	-
一级资本净额	969.82	1,059.82	-	1,089.82	-	1,119.82	-
资本净额	1,279.42	1,369.42	-	1,399.42	-	1,429.42	-
风险加权资产	9,678.15	9,678.15	-	9,678.15	-	9,678.15	-
核心一级资本充足率	8.27%	9.20%	92.68 BP	9.51%	123.67 BP	9.82%	154.67 BP
一级资本充足率	10.02%	10.95%	93.06 BP	11.26%	124.06 BP	11.57%	155.06 BP
资本充足率	13.22%	14.15%	92.96 BP	14.46%	123.95 BP	14.77%	154.95 BP

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 14：杭州银行 150 亿元可转债转股对利润释放的影响测算（单位：亿元）

	测算数据	假设条件
转股后核心一级资本净额	950.08	150 亿元可转债全部转股
上市城商行平均核心一级资本充足率	9.51%	Q322 未上市城商行平均值
风险加权资产净额	9,994.95	杭州银行核心一级资本充足率达到上市城商行平均水平
Q322 末风险加权资产净额	9,678.15	Q322 公告数据
Q322 末生息资产	15,262.55	Q322 公告数据
风险加权资产净额 / 生息资产	63.41%	根据 Q322 公告数据计算
转股调整后的生息资产	15,762.15	根据 Q322 公告数据计算
生息资产增值	499.60	转股调整后的值减去 Q322 公告数据
净息差	1.56%	Q322 公告数据
释放净利润	7.79	根据 Q322 公告数据计算

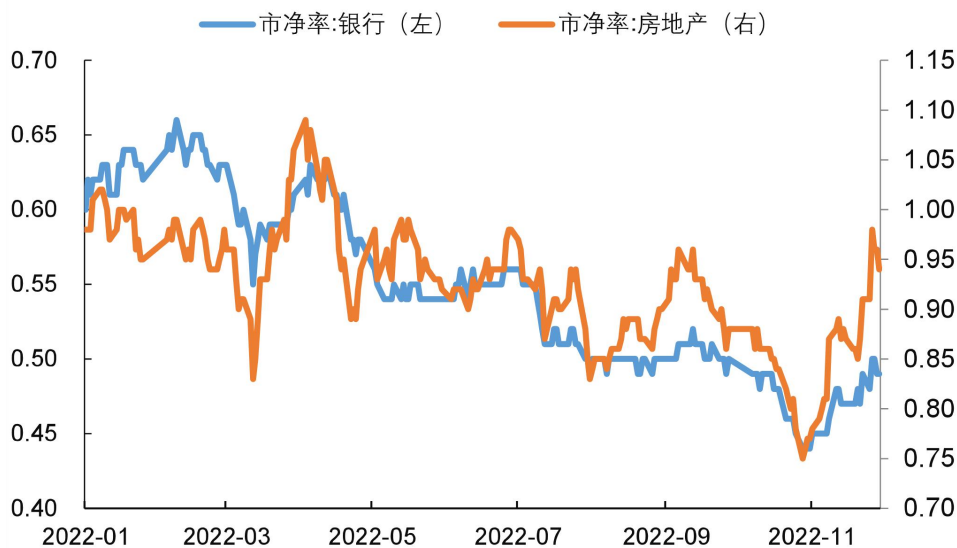
资料来源：公司公告，山西证券研究所

4. 投资建议

展望 2023 年，我们认为银行股的分析应重点关注：

1) **涉房贷款资产质量状况**。2022 年以来，银行股估值走势与房地产估值相关度极高，银行股估值受房地产影响导致持续被压制。H122 末上市银行整体涉房贷款不良率上升进度或已近 60%，但个体差异较大。我们认为对公房地产贷款占比高且同时不良率控制良好的上市银行，其整体业务受房地产影响较大但同时风控能力强，最受益于房地产行业预期的改善。

图 46：2022 年以来银行股估值与房地产行业估值走势大致相同



资料来源：Wind，山西证券研究所

2) **财富管理收入的恢复程度**。财富管理短期会受市场影响，但长期发展趋势向好。2022 年上市银行财富管理业务普遍承压。待市场回暖时，财富管理发展较好的上市银行业绩弹性或更足。

3) **宏观经济的复苏情况**。稳经济仍然是重中之重，宽信用对应的是银行信贷投放规模的扩张。我们认为经济发展良好，信贷需求旺盛的地区，其对应的区域性银行信贷规模扩张有望领先同业。此外，宏观经济运行还关乎居民的现金流，经济发达的地区居民现金流更加健康，借贷意愿也相应更充足，利于零售信贷业务开展。

4) **外资流出的影响**。外资对部分优质银行的持股比例较高，我们认为伴随美联储加息预期放缓，外资减持压力将减小的银行也值得重点关注。

此外，通过自身较强业务能力取得 α 收益的优质区域行，自身成长型或可延续。

基于此，我们依次推荐招商银行、平安银行、宁波银行、常熟银行。

3.2 个股推荐

3.2.1 招商银行

2022 年招行股价表现较差，主要受到房地产风险引发资产质量担忧、财富管理收入增长遇挫及管理层变动影响。

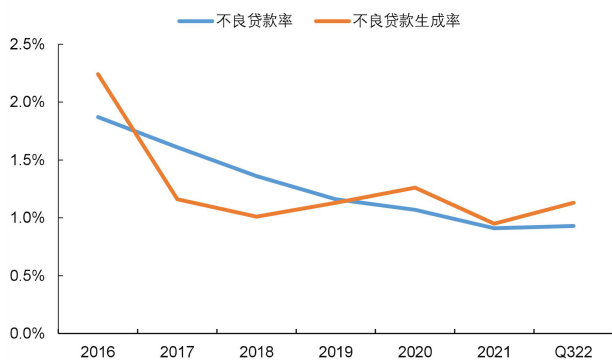
Q322 末招行不良贷款率 0.93%、较年初+2BP，不良贷款生成率 1.13%、较 2021 年+18BP，不良生成主要来自对公房地产贷款和信用卡业务。涉房贷款方面，我们前文已分析上市银行 H122 末涉房不良贷款率提升进度已近 60%，考虑到招行对不良资产认定更严格（H122 末不良贷款偏离度仅 53.6%，低于上市银行整体 60.8%），其不良率提升进度或已超过上市银行整体。在房地产支持政策持续落地的情况下，招行资产质量担忧或可减轻。信用卡业务方面，伴随疫情影响减弱&宏观经济复苏，居民现金流企稳恢复，不良生成率亦可受到控制。

招行是向财富管理转型的标杆银行，其盈利能力遥遥领先上市银行整体。2022 年因市场环境影响财富管理业务短期受挫，但这不改变财富管理大发展的长期趋势，我们仍然看好招行作为财富管理龙头银行的长期价值。

此外，招行是外资持股比例较高的上市银行，Q322 末陆股通持有招行市值占其流通市值的 6.86%，居上市银行第四。伴随美联储加息预期放缓，外资减持压力将减小。

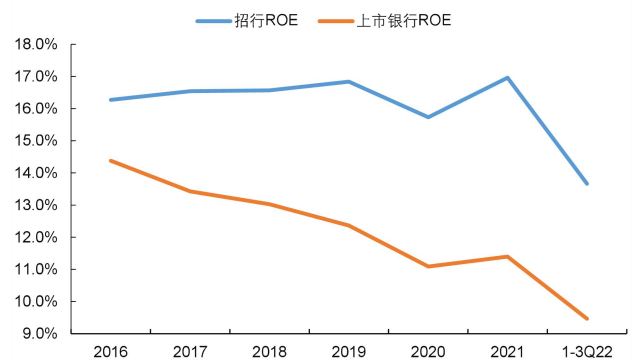
预计公司 2022-24E 归母净利润 1365、1547、1738 亿元，同比+13.82%、+13.31%、+12.39%。截至 12 月 6 日，公司股价对应 2022E PB 1.09x，低于近 5 年以来合理估值区间下限。在资产质量担忧减轻、财富管理持续发展、外资流出减轻的背景下，公司或将迎来估值修复，重申“买入-A”评级。

图 47：招商银行不良贷款率及不良生成率走势



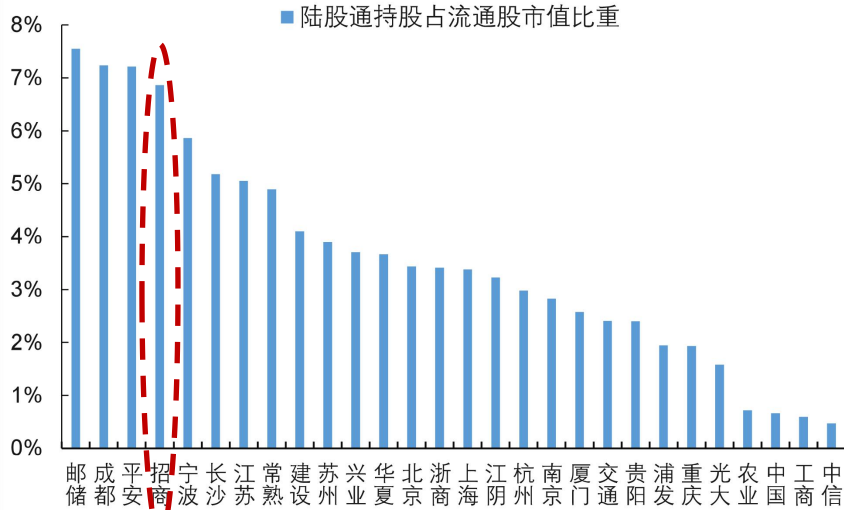
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 48：招商银行盈利能力遥遥领先上市银行整体



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 49：Q322 未陆股通持有上市银行市值占其流通市值比重



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 50：招商银行 PB (MRQ) 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

风险提示：涉房贷款资产质量改善不及预期，财富管理收入恢复不及预期，盈利能力下降等。

3.2.2 平安银行

与招行类似,2022年平安银行股价亦主要受到房地产风险拖累。公司Q322末对公房地产贷款占比8.90%,远高于上市银行整体水平,但较H122末下降0.34pct。不良率仅0.72%,远低于上市银行整体水平,且较H122末下降5BP。涉房贷款占比虽高但逐步下降,不良率低,显示平安银行对涉房贷款规模及资产质量的控制处于良好状态。

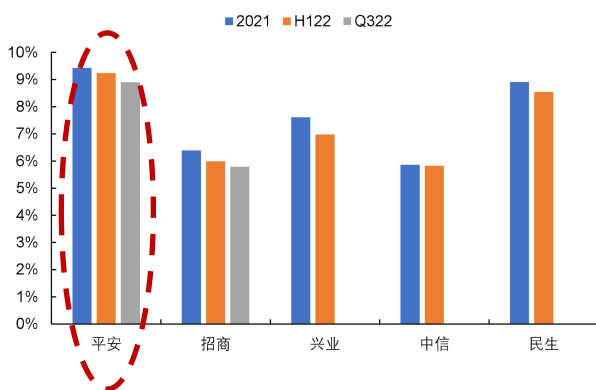
零售转型持续推进。Q322末零售贷款占比稳居60%以上,使生息资产收益率保持在较高水平,为净息差提供支撑。1-3Q22净息差2.77%,居股份行第一、上市银行第三。

平安集团的综合金融优势可以助力平安银行财富管理发展:1)平安集团的庞大客户资源提供了流量基础,1-3Q22平安集团为公司贡献净增客户数234.41万户、占比39.1%;2)平安银行与平安保险合作开展的新银保渠道有望在当前居民热衷储蓄险的市场环境中做大规模,加之代销保险收入高,对公司财富管理收入贡献或较为可观。平安银行零售客户AUM中非存款类AUM占比在H122末已达75.0%,仅低于招行。

此外,平安银行是外资持股比例较高的上市银行,Q322末陆股通持有平安银行市值占其流通市值的7.21%,居上市银行第三。伴随美联储加息预期放缓,外资减持压力将减小。

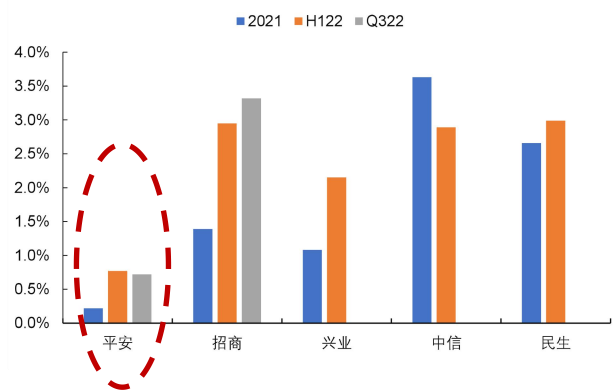
预计公司2022-24E归母净利润443.05、528.05、615.92亿元,同比+21.93%、+19.18%、+16.64%。截至12月6日,公司股价对应2022E PB 0.72x,低于近5年来合理估值区间下限。在资产质量担忧减轻、零售转型推进、背靠集团综合金融及财富管理发展的背景下,公司或将迎来估值修复,重申“买入-A”评级。

图 51: 平安银行涉房贷款占比高于其他股份行



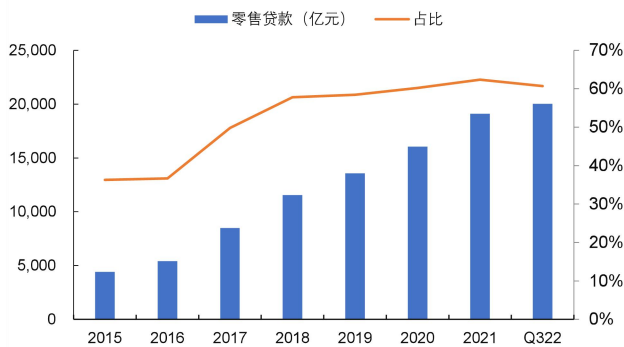
资料来源:公司公告,山西证券研究所

图 52: 平安银行涉房贷款不良率低于其他股份行



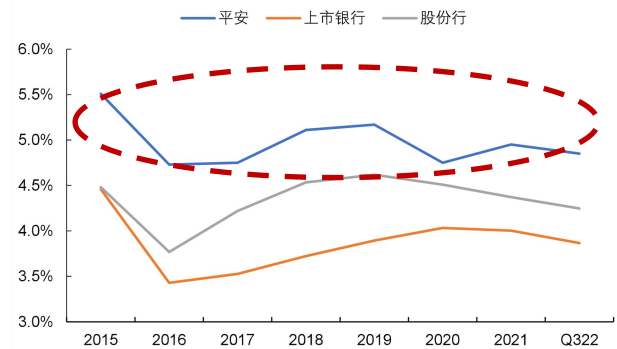
资料来源:Wind,山西证券研究所

图 53：平安银行零售贷款占比稳居 60%以上



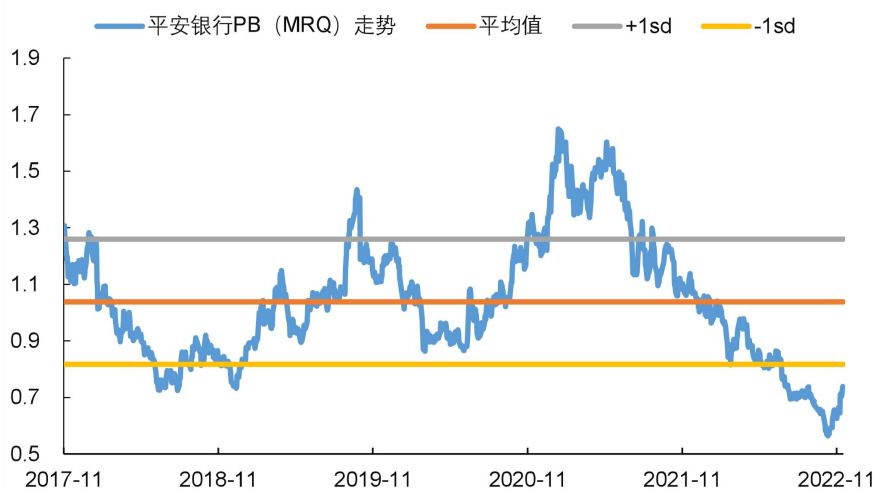
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 54：平安银行净息差高于股份行及上市银行



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 55：平安银行 PB (MRQ) 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

风险提示：涉房贷款资产质量改善不及预期，零售业务转型不及预期，净息差下降超预期等。

3.2.3 宁波银行

宁波地区经济实力出众，前三季度 GDP 增速 3.5%，高于全国 GDP 增速，并且在之前年份绝大部分时间里都能保持领先。宁波地区中小企业众多且极具活力，信贷需求旺盛，是宁波银行主要的对公客户来源。2022 年以来，宁波地区境内贷款：企事业单位贷款余额增速持续提升，截至 2022 年 10 月，增速已达 18.54%。宁波银行 Q322 末对公贷款增速为+20.82%、票据贴现增速为+67.66%、个人贷款增速为+15.17%，对公贷款

增速自 2018 年末起连续保持在 20% 以上，在上市银行中位居前列。

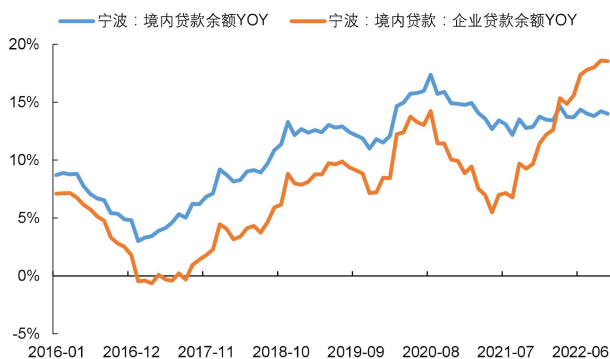
宁波银行资产质量优，风险抵补能力强。Q322 末不良率+关注率仅 1.24%，拨备覆盖率高达 520.22%。

宁波银行近年来也在加大向财富管理转型，非存款类零售客户 AUM 占比 67.1%，在城商行中仅次于杭州银行，并且近年来总体呈上升趋势。公司旗下永赢基金、宁银理财，其中永赢基金非货币基金规模逾 2300 亿元，居行业第 22 位，基本实现两年翻倍，增速较快。

宁波银行也是外资持股比例较高的上市银行，Q322 末陆股通持有宁波银行市值占其流通市值的 5.86%，居上市银行第五。伴随美联储加息预期放缓，外资减持压力将减小。

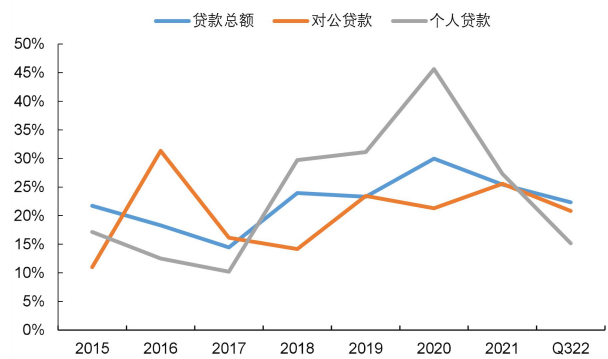
预计公司 2022-24E 归母净利润 235.47、277.26、321.13 亿元，同比+20.47%、+17.75%、+15.82%。截至 12 月 6 日，公司股价对应 2022E PB 1.39x，低于公司合理估值区间下限。公司信贷受益于宁波地区经济实力而扩张较快、资产质量优秀、财富管理贡献增长，公司或将迎来估值修复。重申“买入-A”评级。

图 56：宁波地区企业信贷需求增长迅速



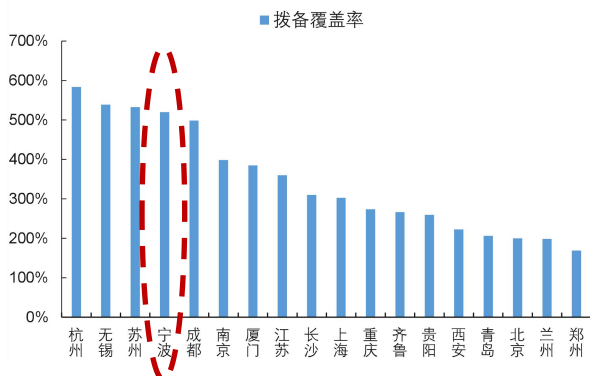
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 57：宁波银行对公贷款及个人贷款增速较快



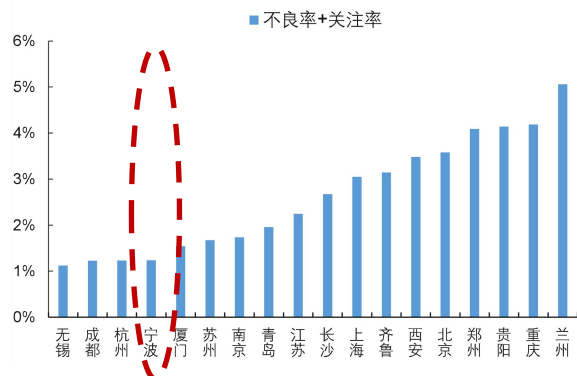
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 58：宁波银行拨备覆盖率在城商行中居前



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 59：宁波银行不良率+关注率低于大部分城商行



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 60：宁波银行 PB（MRQ） 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

风险提示：贷款增速不及预期，资产质量恶化，资本市场波动加剧等。

3.2.4 常熟银行

常熟银行依靠成熟的业务模式，较为成功地实现了信贷业务量、价、质的全面良好发展，并据此取得了明显的 α 收益。

常熟银行成熟的业务模式，是指公司较为成功地落地了“IPC 技术+信贷工厂”的业务模式。IPC 技术的核心是通过实地走访客户和信息交叉验证，明确客户的还款能力及意愿，从而发掘客户需求和验证客户资质。信贷工厂模式的核心是模仿工厂流水线将小微贷款产品设计、贷款申请、审批、发放、风控、贷后管理进行标准化、批量化操作，并强调贷款营销和贷款管理相分离，核心目的在于减少客户经理对贷款流程的干预，从而降低道德风险。公司通过培养一批本土化、专业化的客户经理队伍，较为成功地落地实施了 IPC 技术；通过建立标准化的业务流程，实现了信贷工厂的流水化运作。

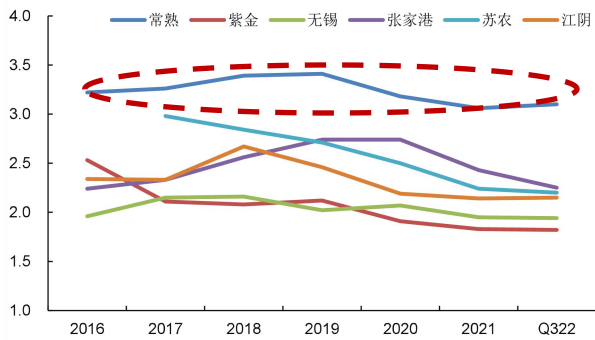
在地区经济实力及公司自身业务模式加持下，公司信贷规模增速（Q322 末贷款增速 15.4%、其中零售贷款增速 19.7%）、净息差（1-3Q22 净息差 3.1%）、不良贷款率（Q322 末 0.78%）、拨备覆盖率（Q322 末 542.02%）在上市农商行中全部位于前列。

此外，公司于 9 月 15 日成功发行 60 亿元可转债，将进一步公司业务发展提供支持。

预计公司 2022-24E 归母净利润 27.19、32.28、38.07 亿元、同比+24.28%、+18.69%、+17.96%。截至 12 月 6 日，公司股价对应 2022E PB 0.91x，接近合理估值区间下限，重申“买入-A”评级。

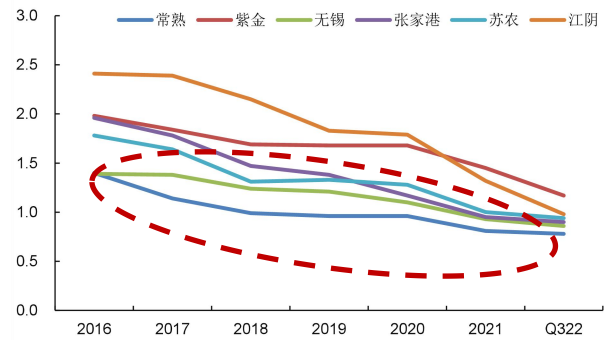


图 61：常熟银行净息差领先其他上市农商行(%)



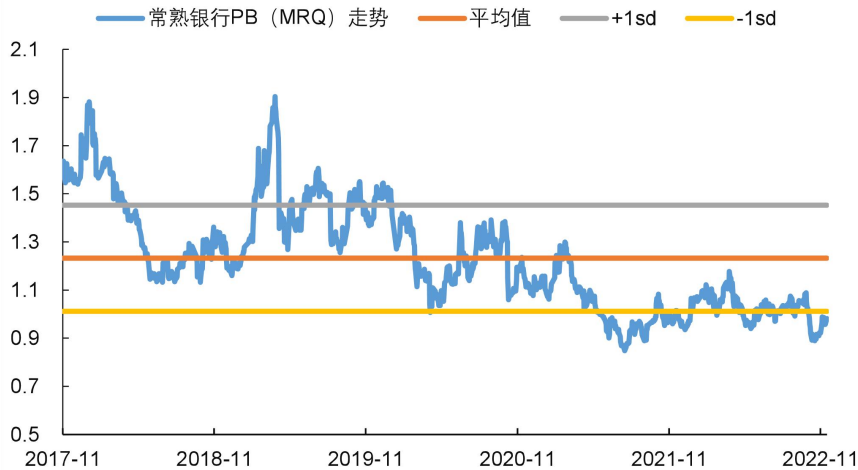
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 62：常熟银行不良贷款率优于其他农商行(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 63：常熟银行 PB (MRQ) 走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

风险提示：小微业务发展不及预期，净息差下行超预期，资产质量恶化等。

风险提示

房地产行业经营恶化。房地产经营恶化会加重银行资产质量恶化的风险，从而影响银行业绩以及股价表现。

利率下行超预期。如果贷款需求不振以致利率下行，银行业净息差将持续承压，拖累业绩表现。

宏观经济下行超预期。如果宏观经济超预期下行，信贷增速可能会不及预期，银行业资产质量恶化风险也可能加剧。

资本市场景气度下滑。银行财富管理类业务收入可能会因此持续承压。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

