

银行2023年度策略：重估之路

民生证券银行团队 余金鑫

- **银行苦估值久矣！** 估值太低，转债不好转，定增不好做。要信贷支持实体经济，就不能任由估值低位。
- **地产、防疫，两条优化道路方向明确。** 道路虽曲折，但前途光明，都能带来风险的缓释、需求的修复，经济复苏的预期渐强。行情可分两个半场，上半场看风险缓释，下半场看复苏兑现。
- 易会满主席提到“**中国特色估值体系**”，这是一面大旗，指明了方向。2023年，基本面好转的预期将逐步兑现，银行又是国有上市公司的典型代表。由此，我们认为，**2023年将会是“重估之年”，银行要面临三个重估：**
 - （一）重估资产质量：** 地产融资侧既然决定“以时间换空间”，就不用再怕资产质量下行风险；重新审视银行资产结构，已较此前更为安全；房地产、消费类信贷、经营贷不良生成均将边际减轻。
 - （二）重估红利价值：** “低估值-高股息”特征凸显，中美日欧对比来看，我国银行业分红高且稳定，在ROE、ROA、净息差、经济增长潜力方面均占优，估值却在四个经济体中与最低的日本为伴，亟待重估。
 - （三）重估业绩前景：** 1) 净息差23Q3或将企稳，信贷需求大概率好于今年；2) 市场转牛使代销回暖，中收增速或将反弹；3) 度过高基数区之后，回归稳健增速；4) 风险缓释后，拨备计提压力减轻。
- **投资建议：** 地产政策&防疫优化之下，板块或将迎来普遍修复，以股份行为主的传统白马，修复斜率更陡峭，建议关注招行、平安、兴业、宁波、邮储，此外继续看好优质区域行，建议关注苏州、常熟、南京、成都。
- **风险提示：** 资产质量恶化；地产风险暴露；经济复苏进程延宕；零售业务恢复不及预期。



01

中国特色估值体系

06

投资建议

02

地产防疫方向明确

07

风险提示

03

重估资产质量

04

重估红利价值

05

重估业绩前景

CONTENTS

目录



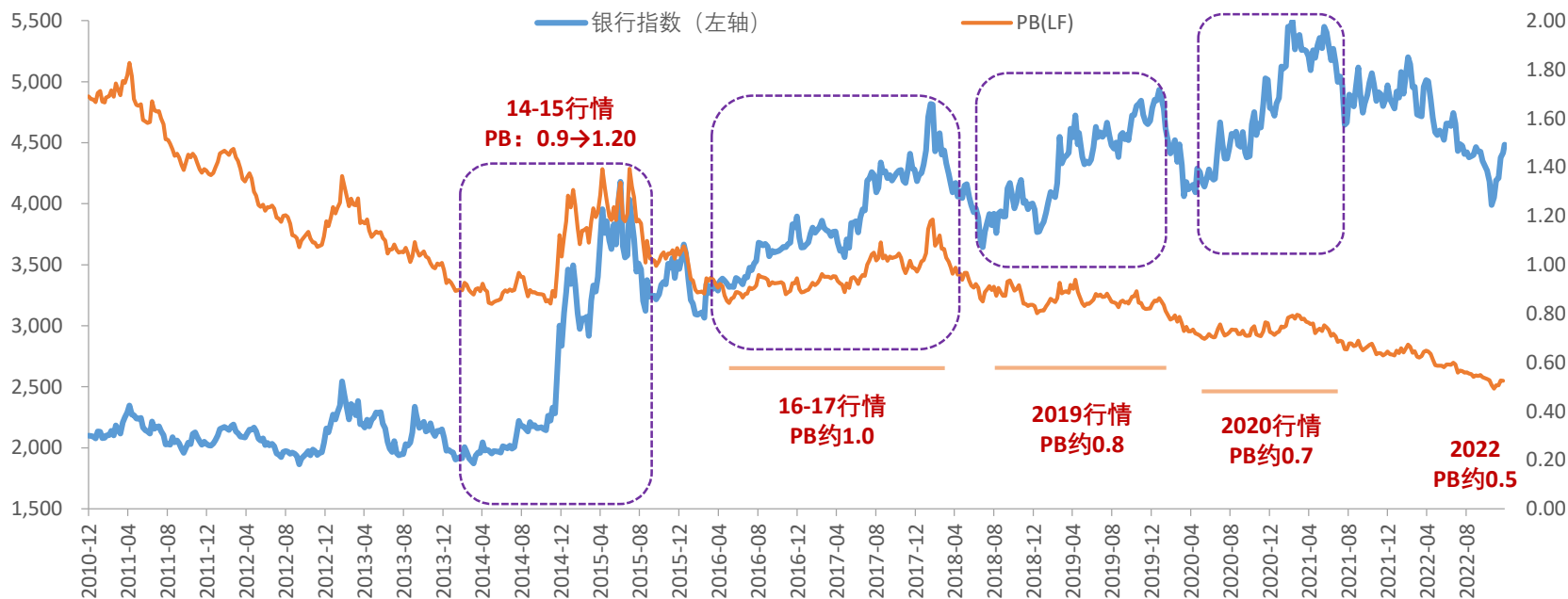


中国特色估值体系

历次银行行情中估值表现

- 2021、2022两年业绩增长，还没有兑现到银行指数上来。最近3次银行行情（2016、2019、2020年），指数上涨归因于业绩，估值提升效应都不明显。2021、2022年银行板块业绩增速较高，但银行指数迟迟没有兑现这部分，目前的指数点位大致相当于2020年7月，可以期待后续逐步兑现。
- 估值来到了0.5倍附近，为历史新低，估值修复箭在弦上。近期，银行指数位置来到2020年4月行情启动前的位置，估值从彼时的0.7倍下降到如今的0.5倍，是一种巧合，也是一种信号，当前修复概率大。

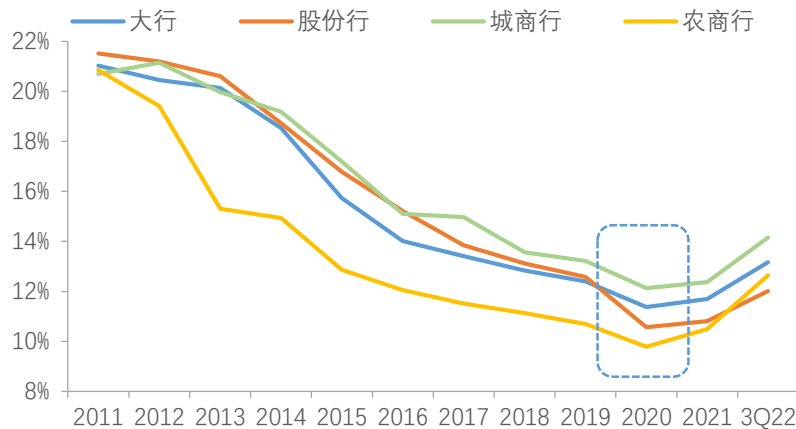
过去四轮银行板块行情复盘



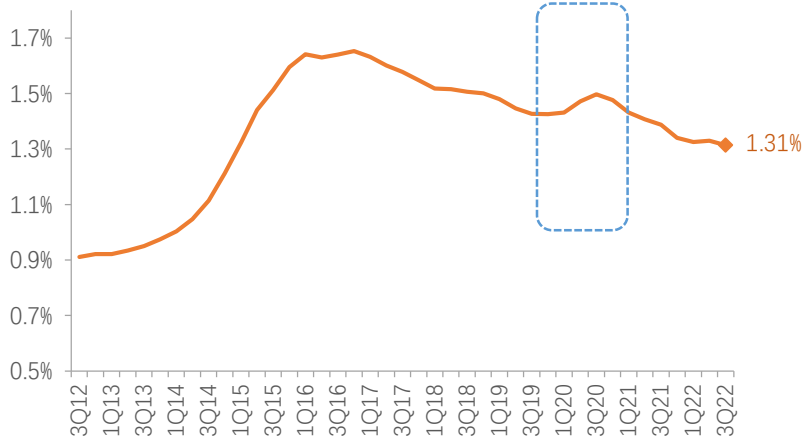
ROE和资产质量比2020年不差

- 银行估值的决定因素是：ROE、资产质量。当前的ROE和资产质量，从表观数字上看比2020年更好：20Q3不良率上到1.50%，22Q3为1.31%；20H1逾期率1.55%，22H1为1.31%；新发生逾期比例也比2020年更低。
- 0.5倍的PB显然反映了对未来的悲观预期。潜在地产风险、未来5年经济可能承压导致的业绩趋于下行，当前市场或已充分反映此部分预期。也意味着，当预期扭转时，修复弹性也大。

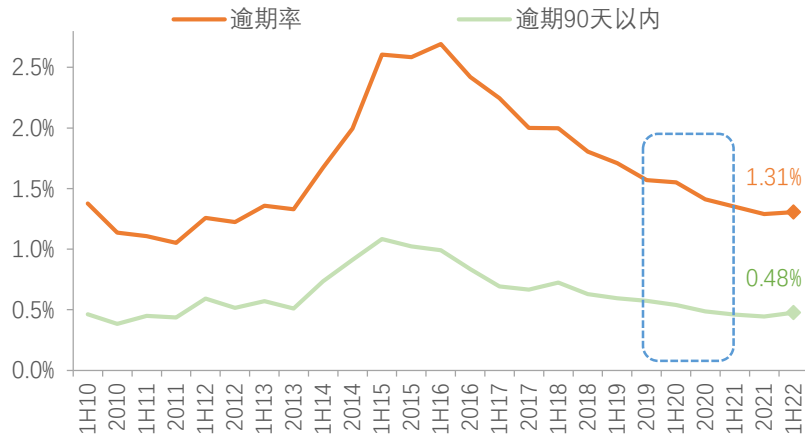
四组银行均值对比：ROE



加权平均不良率：上市行



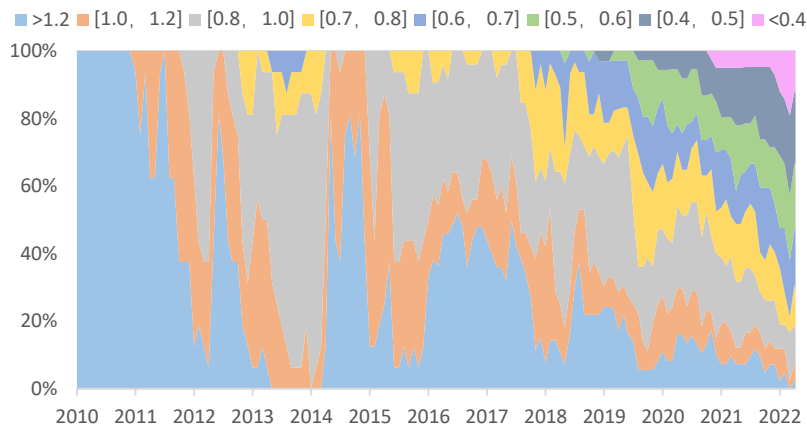
逾期率：上市行



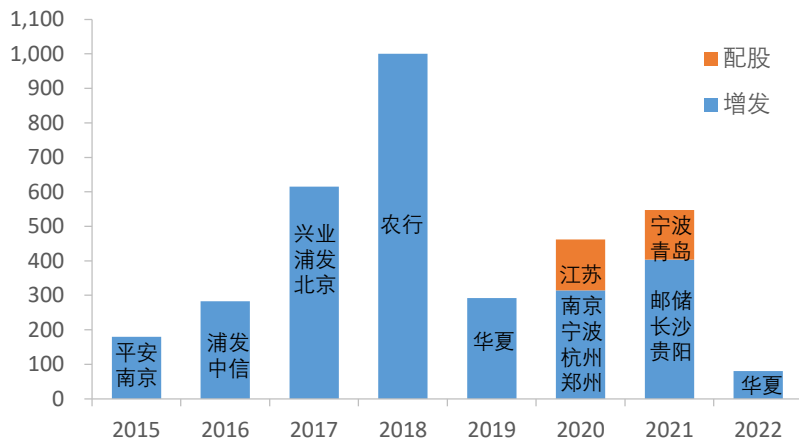
银行苦估值久矣！

- 银行估值过低，将约束外源资本补充。截至12月7日，PB在1倍以下的银行占比93%，PB在0.7倍以下的银行占比71%，达到历史峰值水平。估值低于0.7倍，难发转债，低于1倍，难做定增。
- 定增和配股的募资规模下降，RWA却又在不停增长，外源补充效果越来越有限。近6年间发布的可转债，除了平安、常熟两家成功转股之外，其余均还存续，有些甚至已接近期末。

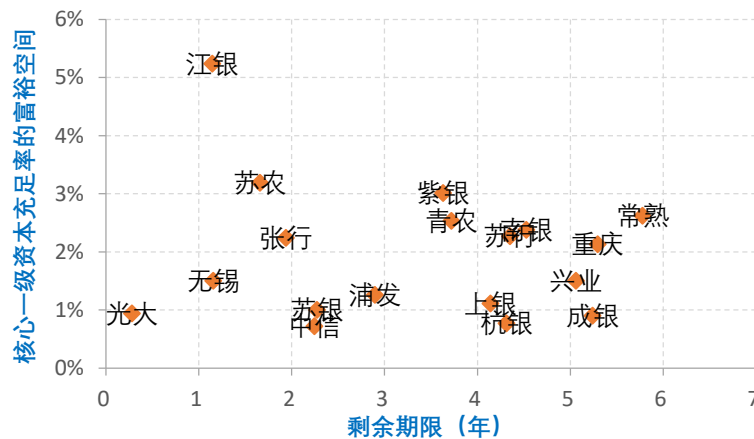
上市银行估值分布图



2015年以来，上市银行增发及配股募集金额（亿元）



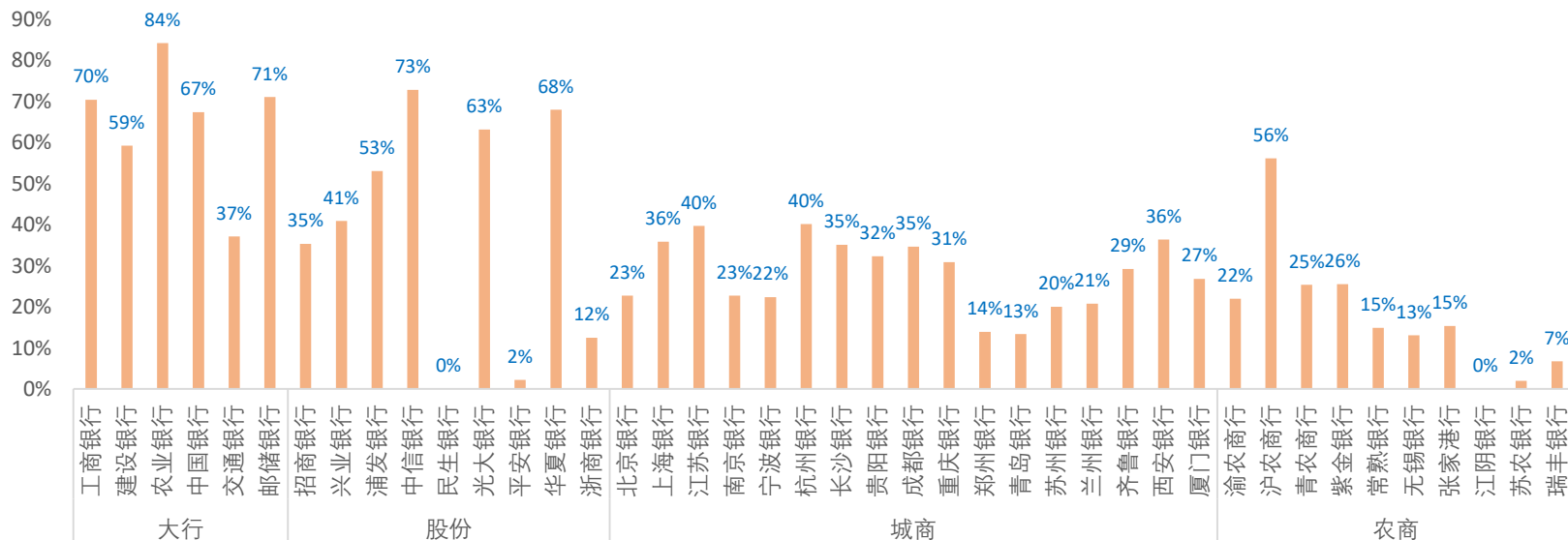
近6年间发行的大批转债目前未实现转股



“中国特色估值体系”，重估之路开启！

- 2022年11月21日，中国证监会主席易会满表示，“需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。”
- 易会满说，上市公司尤其是**国有上市公司**，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好认识企业内在价值。此外，易会满透露，将**制定实施新一轮推动提高上市公司质量三年行动方案**。

上市银行十大股东中，国有法人持股比例合计

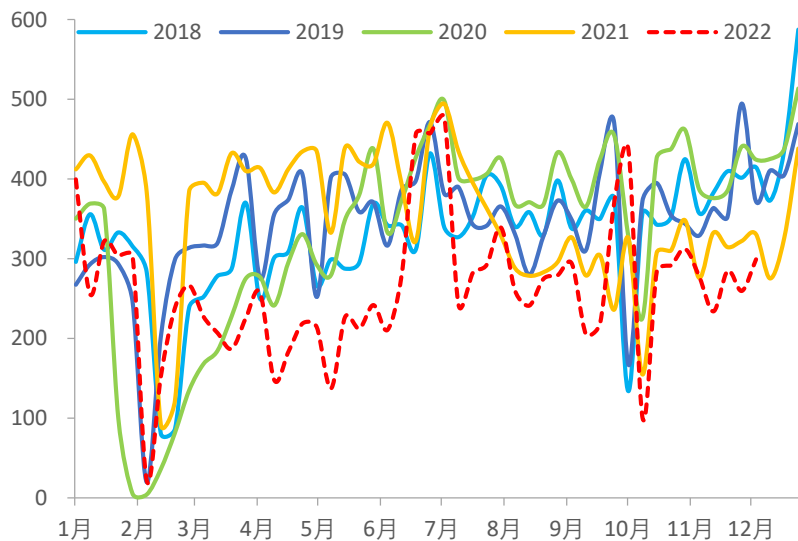


02. 地产、防疫方向明确

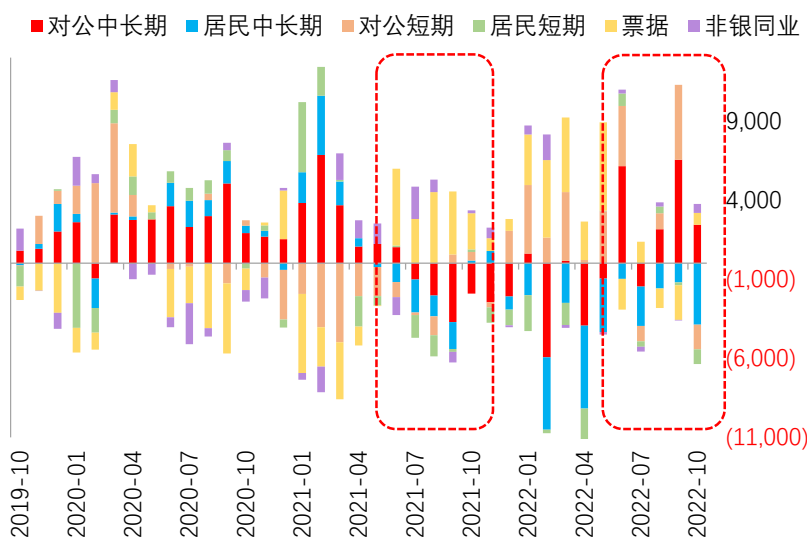
“三箭齐发”，地产政策迎来明确转向

- 930地产销售端政策三连发以来，销售数据仍偏低。近1个月来，全国30大中城市商品房交易数据低于过去4年同期，表明需求侧刺激政策效果不佳，叠加提前还款加剧，10月居民中长贷同比少增3900亿。
- 然而11月迎来融资端“三箭齐发”，信贷、债券供应加码，资金紧张问题缓解。“第二支箭”支持房企发债额度下达；央行“金融16条”出台，涉及多项融资政策放开；银保监会允许用保函置换预售资金；银行纷纷发布意向性授信额度。
- 后续更多需求侧的政策可期。销售若持续低迷，一线城市可能放开限购，调降LPR或加点可期。

30大中城市商品房交易数据（周度，万平方米）



金融机构人民币贷款：同比多增(亿元)



既然决定“以时间换空间”，则资产质量可无忧

2022年以来房地产政策梳理（非全量）

- 年初以来，地产从两方面压制银行板块估值，一是资产质量，二是经济增长预期。
- 22Q1-Q3，地产销售政策暖风频频，但刺激效果有限：地方政策不断进阶，城市也从三四线逐渐转向强二线。中央政策从克制走向积极，“0930政策三连”将力度推向高潮。但销售数据整体仍疲软，对银行估值产生压制，其中股份行受影响更大。
- 22Q4以来，地产融资政策明显加码。11月房企融资政策频出，意在通过“保主体”推动房地产市场平稳发展，“金融十六条”将本轮政策力度推向新高潮，且政策传导效率较高，银行意向性授信额度已超3万亿。

销售政策	地方政策		
	时间	省市	内容
	12/07	南京	二套房首付比例从6成降至4成
	11/11	杭州	取消“认房又认贷”，二套房首付由六成降至四成。
	9月	郑州	限购区内二手房贷款首付比例降至40%
	8月	南京	出台“房票”安置住宅房屋征收政策；无房有贷、有房无贷，首付比例由50%下调至30%
	7月	信阳	首套房首付比例降为20%
	6月	温州	首套房首付比例20%，二套房首付比例30%。
	4月	佛山	对最近一次契税缴纳时间或不动产登记时间满5年的商品住房不再限购
	2月	郑州	计划出台政策吸引大学生留郑、鼓励外来务工人员到郑州买房；降低二手房交易个税，大力推进安置房货币化安置
1月	嘉兴	调整城区（城镇）有合法稳定住所落户对象，放宽租赁落户条件，实行户籍准入年限同城化累计互认	
融资政策	中央政策		
	时间	发布主体	内容
	9月	央行、银保监会、财政部、税务总局	阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限；下调首套个人住房公积金贷款利率；居民换购住房有关个人所得税优惠
	5月	央行、银保监会	首套房贷利率下限加点调降20BP
	2月	央行、银保监会	保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
	11/28	证监会	推进房企“第三支箭”
	11/23	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》（金融16条）
	11/21	央行	向商业银行提供2000亿元免息再贷款，用于支持“保交楼”。
11/14	银保监会、住建部、人民银行	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	
11/08	中国银行间交易商协会	推进房企“第二支箭”	

新冠肺炎疫情管控政策优化

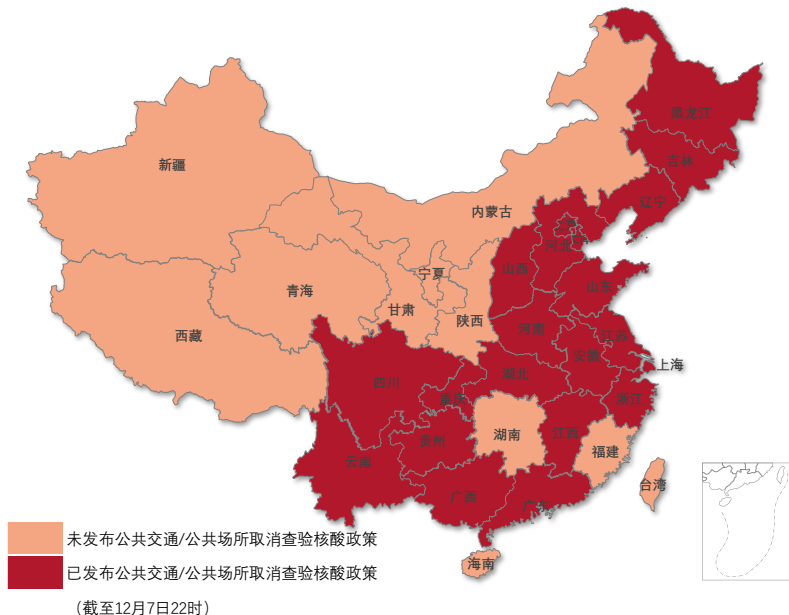
- **全局政策优化措施新鲜出炉：**12月7日下午，国家卫健委发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（以下简称“通知”）。通知中主要变化为：封控范围更加精准，不再开展全员核酸，公共场所、跨地区流动不再查验核酸、健康码，无症状、轻型病例、密接均可选择居家隔离。
- **全国各地此前也相继发布优化管控措施：**在通知发布之前，全国已有较多城市已发布关于公共交通、公共场所不再查验核酸证明公告。

优化落实疫情防控“新十条”

“公共交通、公共场所不查验核酸”政策发布情况

关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知

- 1、**高风险区域划分精准到楼栋、单元、楼层、住户；**不得采取临时封控
- 2、**不开展全员核酸检测；公共场所、跨地区流动不查验核酸证明、健康码；取消落地检**
- 3、**无症状、轻型病例、密接可选择居家隔离**
- 4、**不得限制退热、止咳、抗病毒、治感冒等药物购买**
- 5、**高风险区快封快解**
- 6、**加快推进老年人疫苗接种**
- 7、**加强重点人群健康情况摸底及分类管理**
- 8、**保障社会正常运转和基本医疗服务**
- 9、**禁止封堵消防通道、单元门、小区门**
- 10、**优化学校疫情防控工作**



进入12月，各地政策调整纷至沓来

■ **各地政策演绎进度：**在11月11日“二十条”发布后，石家庄、洛阳曾在11月15日宣布取消公共交通核酸查验，此后半个月基本无城市发布类似政策。而12月初开始，各地疫情防控政策均有所“放开”，多个城市相继发布了诸如取消公共交通、公共场所核酸检测查验、取消全民核酸等政策。

全国多地优化调整疫情防控措施

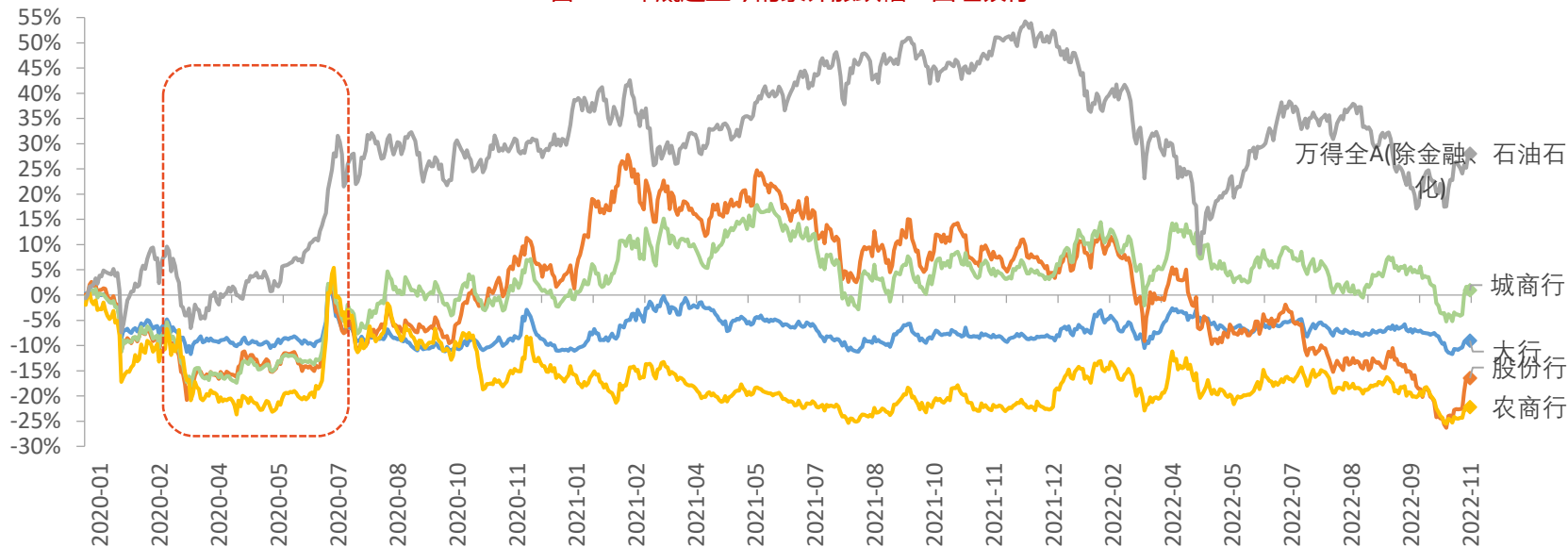
地区	具体变动情况
12月7日	
北京	精准划分风险区域；高风险区快封快解； 进返京不查验核酸及健康宝，取消落地“三天三检”；符合条件的无症状、轻型、密接可居家隔离；保障基本购药需求等
上海	12月8日起， 符合条件的密接可选择居家隔离；来沪返沪人员不再实施“落地检”，到沪不满5天不再限制进入公共场所等
山西	忻州 公共场所不再查验核酸；进入养老机构、儿童福利机构、幼儿园和中小学及医疗机构，需查验48小时核酸
安徽	芜湖、阜阳、滁州 公共交通、室外公共场所取消核酸查验，不再扫码验码；不再开展常态化核酸检测，实行“愿检尽检”
12月6日	
贵州	公共交通、室外公共场所取消核酸查验，不再扫码验码；无社会面活动人员，可不参加社区核酸筛查；购买药物无需实名登记、核酸证明
北京	12月6日起， 进入公共场所、社区不查验核酸；进入网吧、酒吧、棋牌室、KTV、剧本杀、桑拿洗浴等密闭场所以及餐饮（堂食）、室内健身等场所、进入养老机构、儿童福利机构、幼儿园和中小学及医疗机构住院部等场所，须扫码并查验48小时核酸
12月5日	
辽宁	沈阳、大连 公共交通、公共场所查验健康码、扫“场所码”，取消核酸查验 朝阳 购买“一退两抗”类药品，取消核酸查验，不实名登记信息 沈阳 12月6日起，不再开展常态化核酸检测
江苏	南京 12月5日起，公共交通取消核酸、健康码查验
江西	12月5日18时起，公共交通、公共场所取消核酸、健康码、“场所码”查验；不再开展常态化核酸检测（除规定的重点岗位人群外），实行“愿检尽检”
吉林	长春 公共交通、公共场所取消核酸查验；不再开展常态化核酸检测，实行“愿检尽检”；取消落地检

12月4日	
上海	公共交通、室外公共场所取消核酸查验
浙江	12月5日起， 公共交通、公共场所取消核酸、“场所码”查验；购买“四类”药品，取消核酸查验和赋码促检；不再开展常态化核酸检测，实行“愿检尽检”
山东	12月5日起， 公共场所取消核酸、健康码查验；购买“四类”药品，取消核酸查验，不实名登记信息；取消“落地检”，实行“愿检尽检”
河南	郑州 公共交通、公共场所取消核酸查验；KTV、游戏厅、洗浴足浴等密闭场所恢复开放，查验48小时核酸；购买“四类”药品，不实名登记信息；无社会面活动人员，可不参加核酸检测
湖北	武汉 12月5日起，公共交通查验健康码，取消核酸查验
云南	昆明 12月5日起，全市旅游景点景区、公园查验健康码，扫码验码和出示接种记录，取消核酸查验
新疆	乌鲁木齐 12月5日起，商贸服务业、具备开放条件的大巴扎步行街和全市各滑雪场恢复正常生产经营
12月3日	
广东	深圳 12月3日起，公共交通、公共场所查验健康码、扫“场所码”，取消核酸查验；六类人群聚集密闭公共场所查验48小时核酸、农贸市场查验72小时核酸，均扫“场所码”
广西	南宁 地铁、公共场所取消核酸查验；人流密集场所查验72小时内核酸
黑龙江	哈尔滨 公共交通、公共场所取消核酸查验，查验健康码；进入农产品批发市场、医疗机构就诊查验48小时核酸
12月2日	
北京	12月5日起， 公共交通不得拒绝无48小时核酸的乘客
天津	12月2日起， 公共交通查验健康码、扫“场所码”，取消核酸查验
广东	广州 购买“四类”药品，取消核酸查验；医疗机构查验健康码；新入院患者及陪护人员凭24小时核酸入院
重庆	公共交通仅查验健康码；进入本人居住小区查验健康码；医院等公共场所查验72小时核酸
西藏	拉萨 入藏报备对象为所有区外、市外来（返）拉人员，市内跨县（区）流动人员；城关区与柳梧新区、经开区、文创园区域之间流动，堆龙德庆区与经开区、柳梧新区相互之间流动可不报备
12月1日	
内蒙古	呼和浩特 无外出需求、无社会面活动可不参加社区核酸筛查，低风险区由24小时一检调整为48小时一检
北京	医疗卫生机构不得拒绝无48小时核酸的患者，不得因无核酸拒诊或延误救治危急重症患者
广东	广州 12月2日起，公共场所仅查验健康码；人群聚集的密闭公共场所查验48小时核酸
四川	成都 公共交通、公共场所查验健康码、测体温、扫“场所码”，取消核酸查验；医疗机构按规定出示核酸
重庆	不再开展全员核酸；集中隔离、居家隔离人员，高风险区以及重点人群按规定开展相应频次核酸检测
11月30日	
山西	太原 线上教学期间，学校不再要求学生每日核酸；无外出需求、无社会面活动人员可不参加每日核酸
内蒙古	呼和浩特 公共交通工具、餐饮外卖、大型超市百货商场、银行等服务业态恢复正常运营
北京	11月30日起，无外出需求、无社会面活动可不参加社区核酸筛查，3岁以下免核酸筛查
广东	广州、深圳 不以时空伴随作为判定密接的标准，密接原则上集中隔离，符合居家隔离条件的实施居家隔离
重庆	不以时空伴随作为判定密接的标准，老年人、孕产妇或哺乳期妇女等，家里具备条件的，可居家隔离
11月15日	
河南	洛阳 11月15日起，公共交通取消核酸查验；公共场所扫“场所码”，取消核酸查验；进入各级机关、学校、事业单位、医疗机构查验48小时核酸
河北	石家庄 公共交通查验健康码，取消核酸查验

与2020年4月疫后复苏相比，本轮弹性或更大

- 伴随着疫情管控逐步放开，疫后复苏行情已开启。近期银行指数于10月31日见底，之后便是地产融资侧政策纷至沓来，以及防疫安排的逐步优化，地产和防疫政策的大方向逐渐清晰。
- **此次疫后复苏的弹性不一定小。**参考2020年4月-7月的疫后复苏行情，期间，万得全A(除金融石化)有35 pct的涨幅，股份行和城商行有25pct，银行板块的涨幅也是很可观的。2020年4月银行PB在0.7附近，现在则到了0.5倍，如今银行ROE有所回升，资产质量指标也较那时更为改善；因此，当前0.5的估值充分反映了悲观预期。所以，预期转换时发生的反弹效应，理论上比那个时候更大。

自2019年底起至今的累计涨跌幅：四组银行

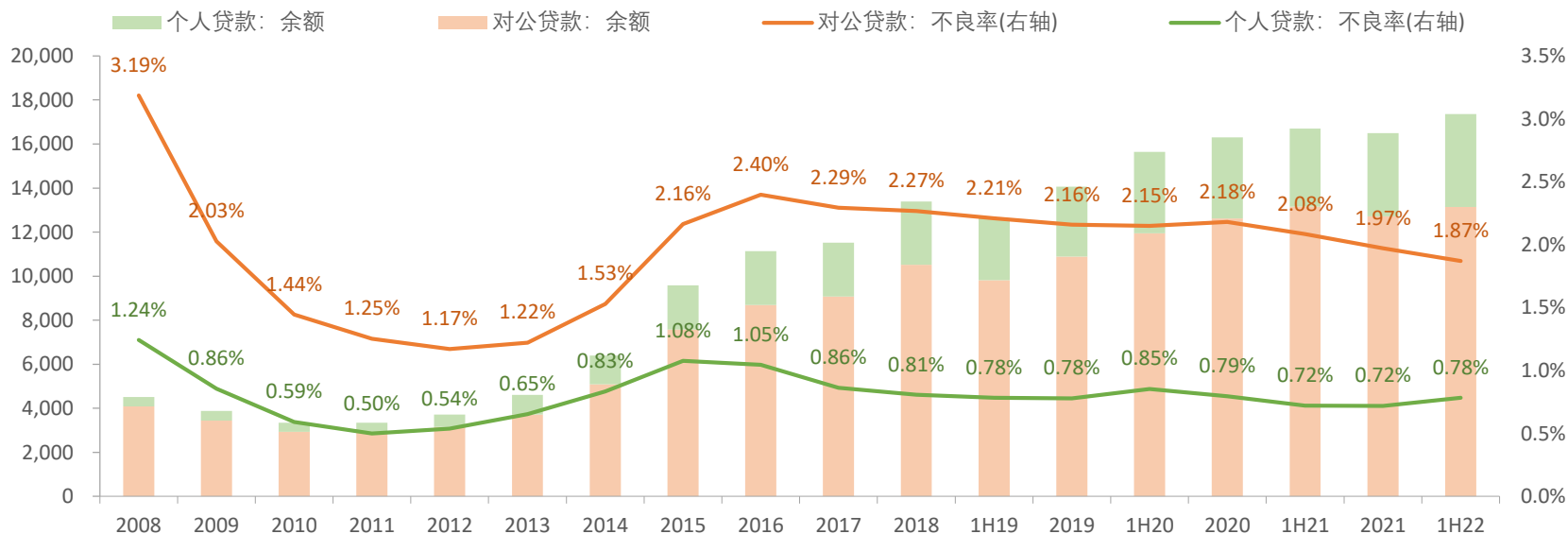


03. 重估资产质量

十四载银行资产质量复盘（2008-2022年）

- 过去十四年来，银行资产质量的变迁，可以分为**四个阶段**：
- 2008-2010年，“四万亿”，信贷大量投放，使不良率加快下降；
- 2011-2015年，“后四万亿”，民营经济先投放后收紧，制造业、批发零售业不良开始堆积；
- 2016-2019年，影子银行治理，上一阶段不良陆续出清，不良率趋于下降；
- 2020-2022年，疫情三年，银保监会引导提前出清，2020-2021年共处置6万多亿元不良，提前消化。

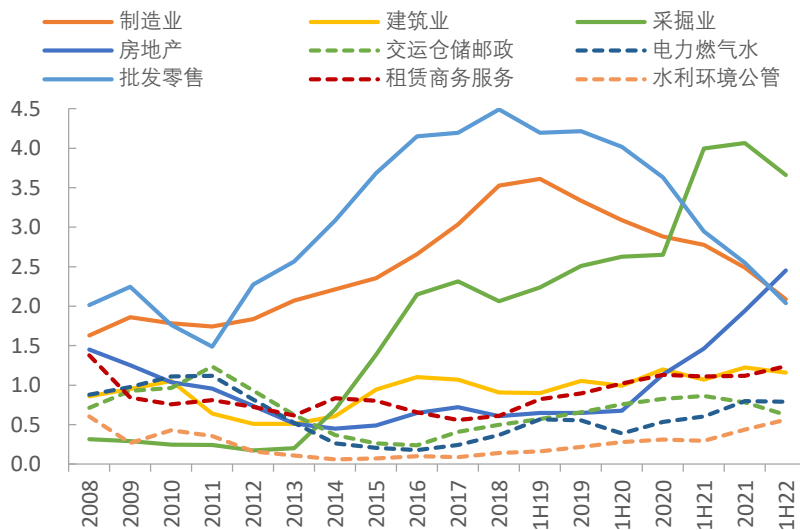
上市银行口径不良额与不良率（2008-2021年）



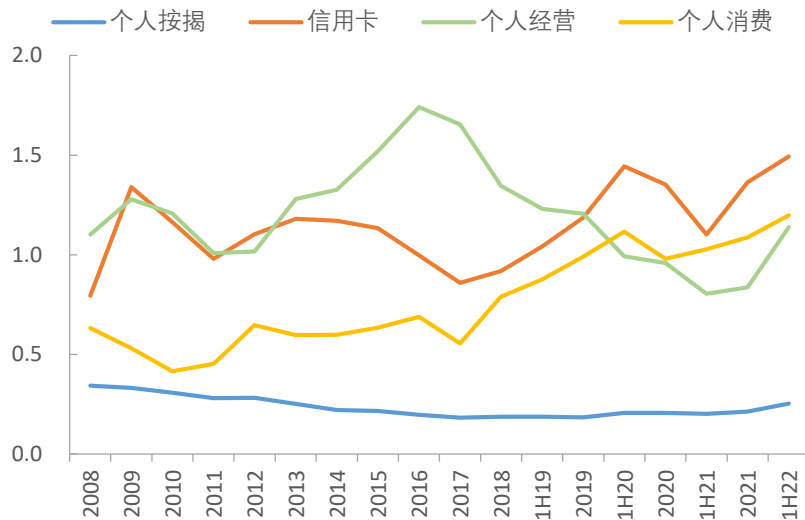
从不良暴露趋势，可见不良生成将趋弱

- **对公贷款中，仅房地产业不良暴露程度显著上行。**截至22H1，基建类的不良暴露水平从较低向1.0回归；制造业、批发零售业在政策导向下，不良暴露水平快速下行；采矿业不良暴露水平上升，但贷款占比较低，影响较小；房地产业不良暴露水平近2年来快速上升，而政策调整或将止住其上行趋势。
- **零售贷款中，消费类贷款不良暴露均已触达周期高点。**截至22H1，按揭小幅上行，是信贷投放放慢的结果；信用卡、消费贷上行，表征了零售信用收到疫情冲击，伴随着防疫优化，大概率将转为下行。
- 注，不良暴露程度=该行业不良率/整体不良率，刻画了该行业相较全行业的不良暴露程度，一般会保持平稳，只有当该行业基本面变化，或信贷投放政策变化时，才会出现趋势性变化。

9个对公大行业的不良暴露水平（单位：倍）



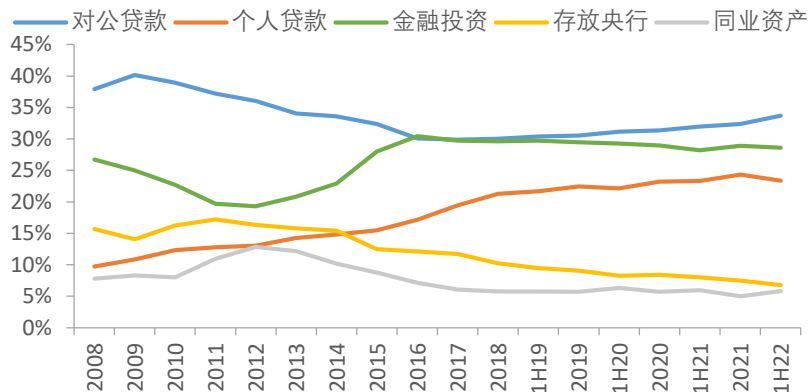
四类个贷的不良暴露水平（单位：倍）



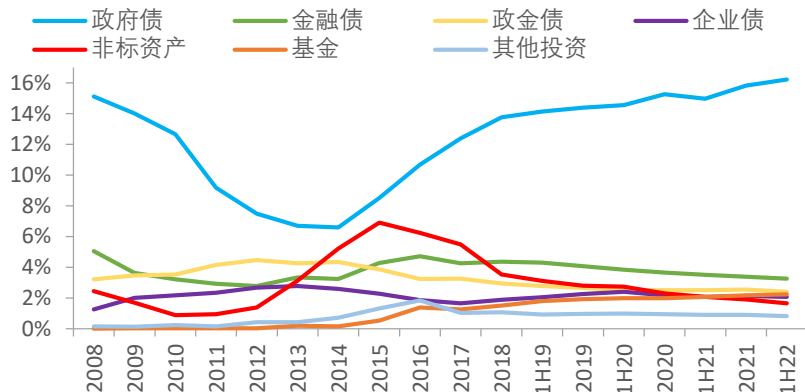
资产结构的历史变迁

■ 2015年是资产结构的分水岭。自2015年后，自营投资中政府债占比提升，非标占比下降；对公贷款基建城投类、房地产占比提升，制造业批发零售下降；个贷中按揭占比提升。

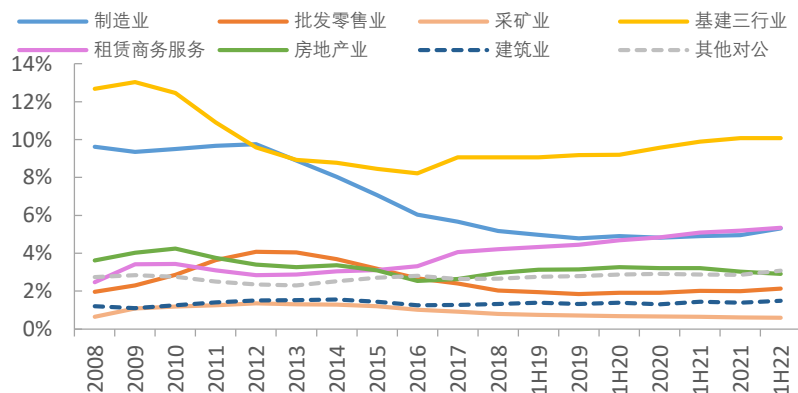
上市银行：资产大类占比



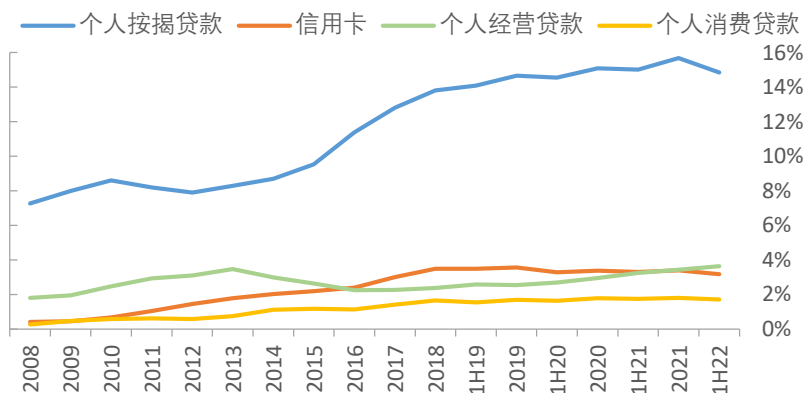
上市银行：金融投资占比生息资产



上市银行：对公贷款在生息资产占比



上市银行：个贷占比

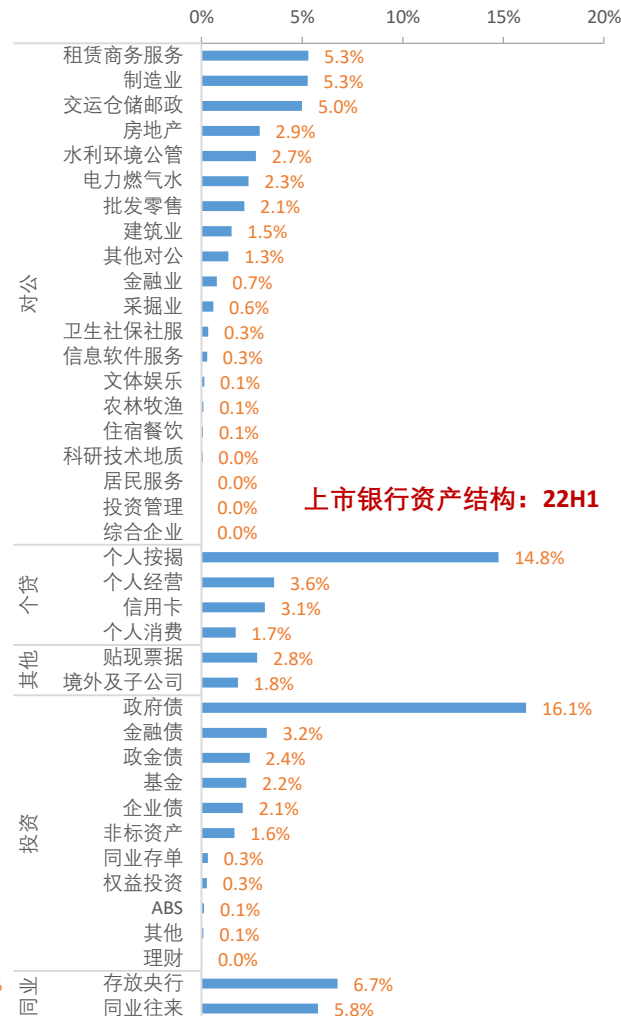
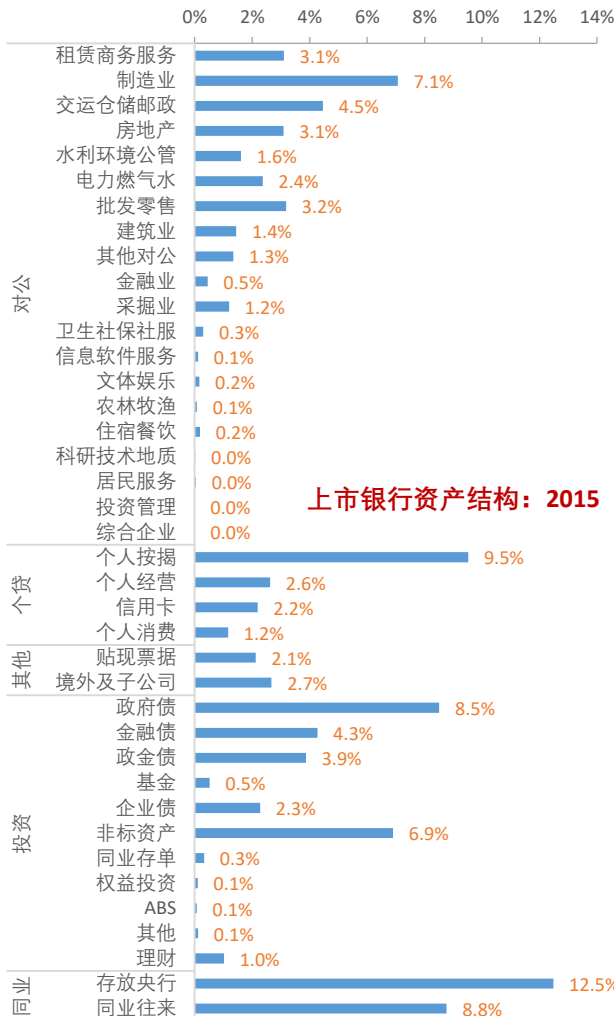


资产结构对比：2015 vs 22H1

■ **对比2015 vs 22H1**，易发生不良的行业在生息资产中占比更低了，不易发生不良的行业占比更高了。比如：

■ **易发生不良的行业：**
 制造7.1% vs 5.3%；
 批零3.2% vs 2.1%；
 采掘1.2% vs 0.6%；
 非标6.9% vs 1.6%。

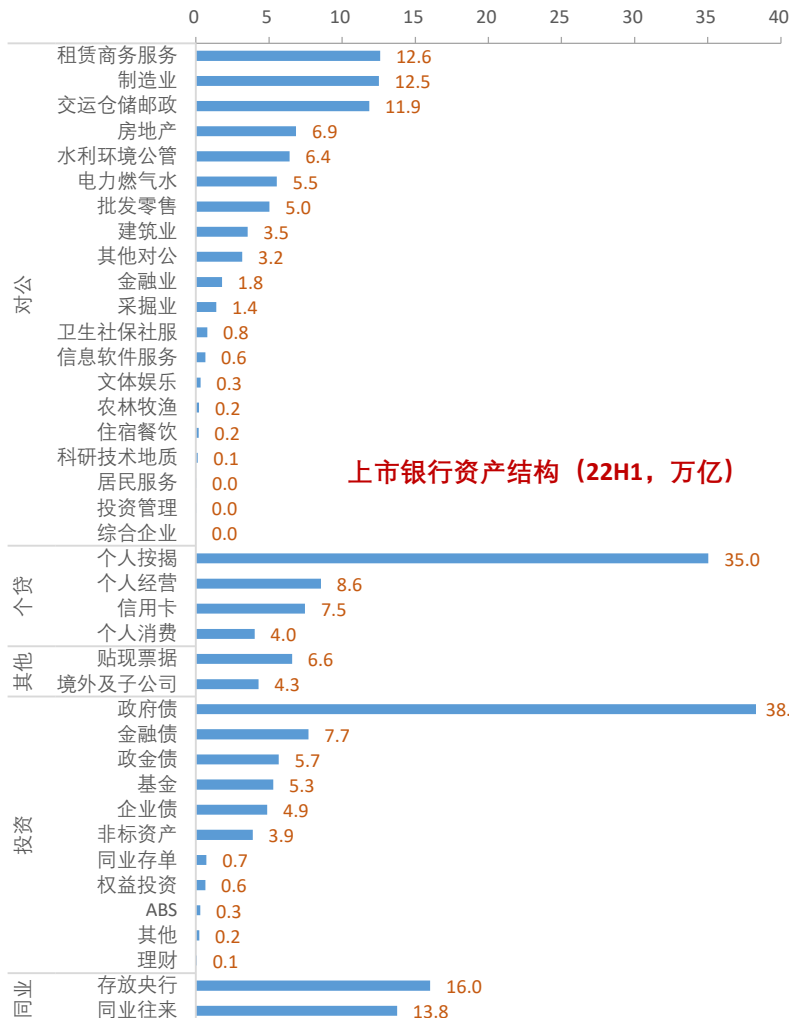
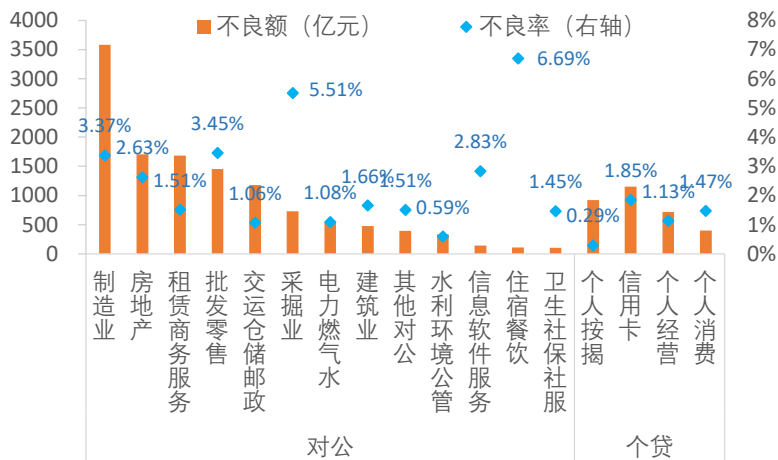
■ **不易发生不良的行业：**
 按揭9.5% vs 14.8%；
 政府债8.5% vs 16.1%



如今银行资产结构更安全

- 资产结构已经今非昔比。截至21年底，贷款中，按揭占比25%，基建类占比25%；金融投资中，政府债占比54%，非标占比7%(15年为25%)。
- 留意贷款敞口较大、不良率上升较快的行业。对公在**房地产业**，21H2上行53BP（制造业、批发零售不良率均在下降）；个贷在**信用卡**，21H2上行26BP（20H1曾上行44BP）。这两块的边际走向，决定了2023年不良形势将改善。

上市银行分行业不良贷款和不良率（2021年）

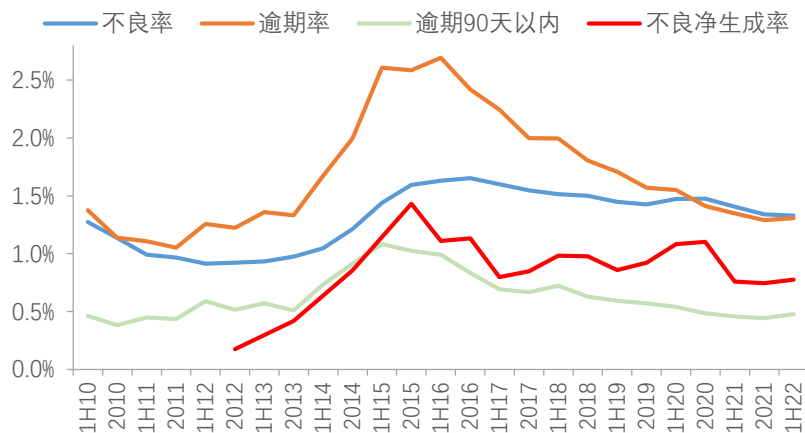


上市银行资产结构（22H1，万亿）

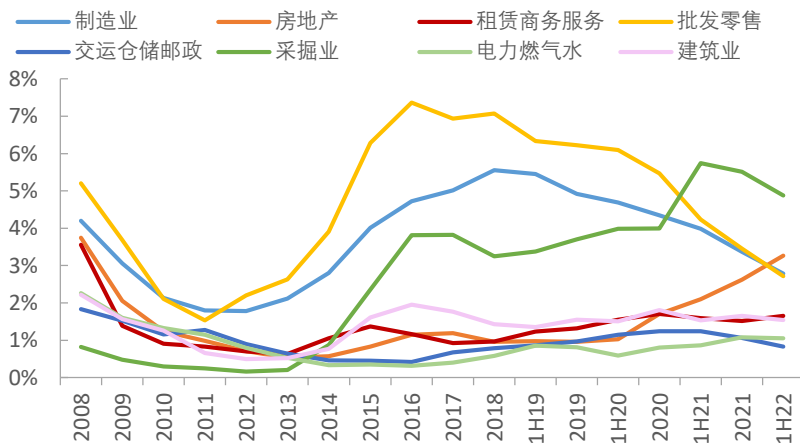
提前处置构成不良率下行期

- 2020-2021年主动处置不良力度较大，形成不良率的中期下行态势。银行业2004-2016年平均处置不良不超过1.0万亿元，2017-2019年平均处置1.9万亿元，而在银保监会倡导下，2020年处置3万亿元，2021年处置3.2万亿元。
- 不良高发行业不良率持续下行。处置速度超过生成速度，会透支未来几年的不良生成量，造成不良率下行态势，短期经济压力不足以改变此趋势。

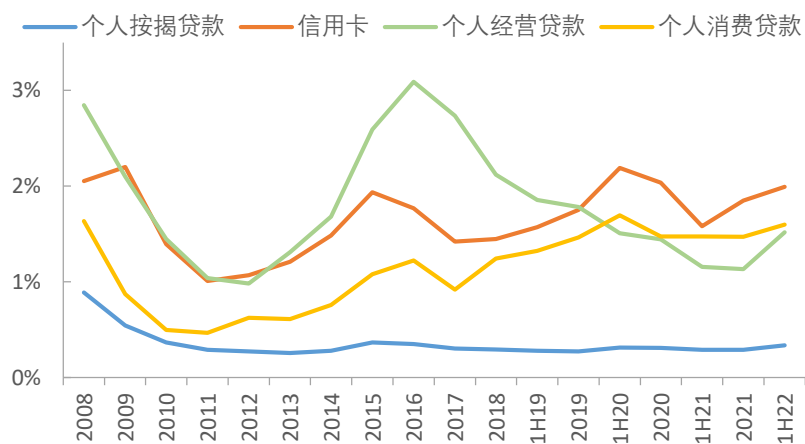
上市银行资产质量指标要结合来看



上市银行：对公各细分行业不良率



上市银行：个贷各细分类别不良率

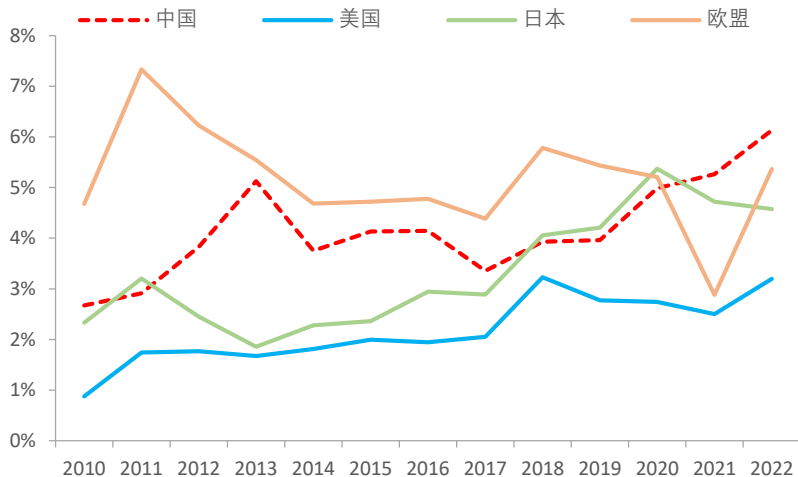


04. 重估红利价值

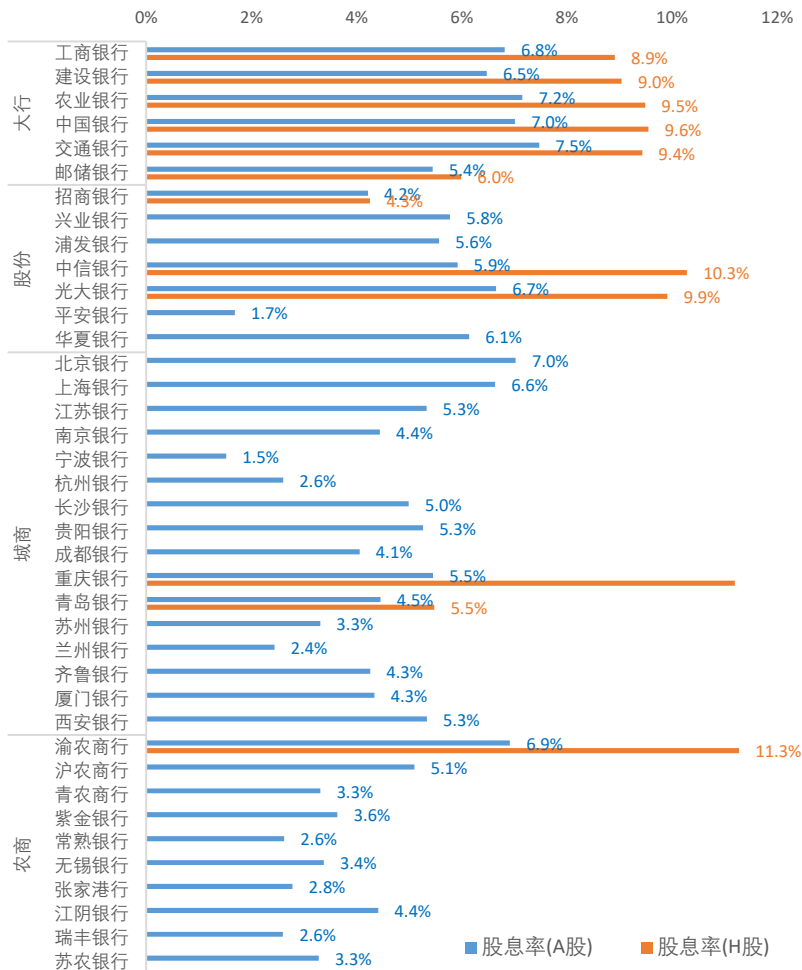
我国上市银行“低估值-高股息”特征凸显

- 我国大部分银行股息率来到较高区间。截至2022年12月7日收盘价，A股上市银行的股息率多数在5%以上，部分甚至达到6%-8%的区间。
- 目前我国上市银行股息率已领先美日欧。中美日欧对比来看，我国A股上市银行平均股息率常年高于美国、日本。因分红比例稳定，自2018年以来，伴随着估值下修，平均股息率已经被动升高到6.13%的水平，高于美日欧三个经济体。

中美日欧上市银行对比：净股息率



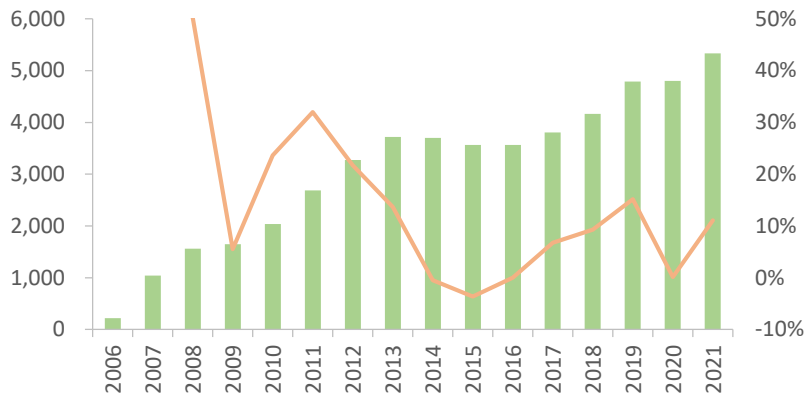
上市银行股息率 (按2022-12-07收盘价)



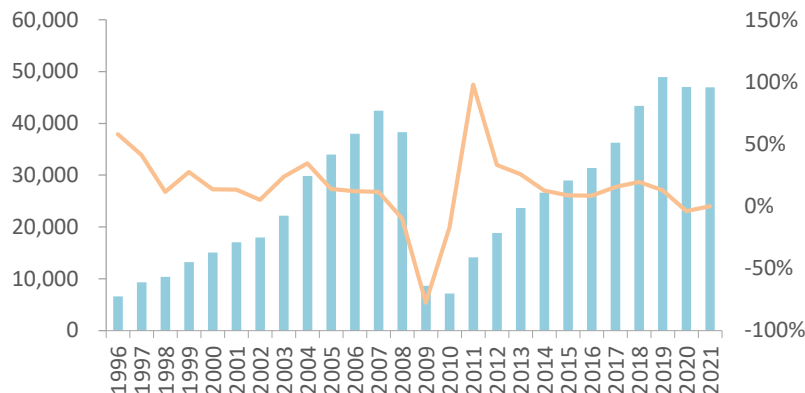
我国上市银行分红金额更稳定

- 我国银行业分红金额稳定，增速较高。美国、欧盟top25银行分红金额波动较大，分红政策经常调整；日本top25银行分红金额虽然稳步提升，但近5年年化增速仅4.3%，而我国是8.4%，具备显著优势。

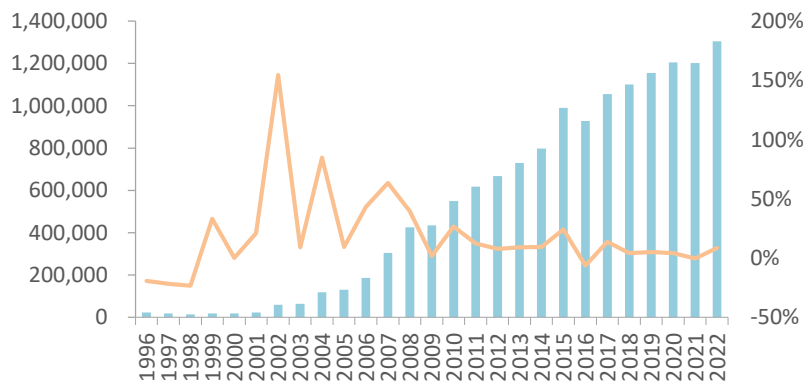
我国top25上市银行分红金额及同比增速（亿元）



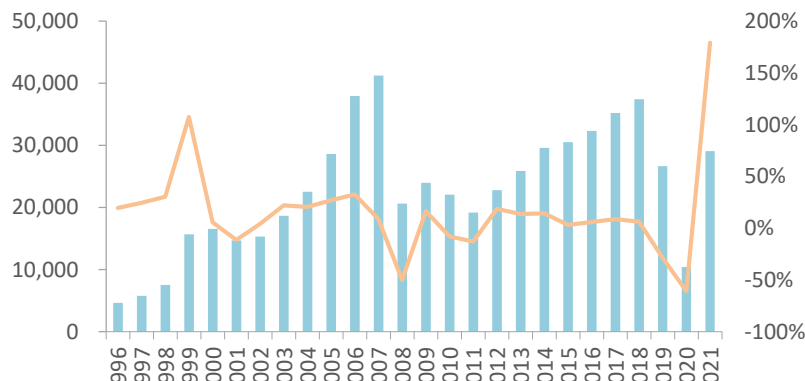
美国top25上市银行分红金额及同比增速（百万美元）



日本top25上市银行分红金额及同比增速（百万日元）



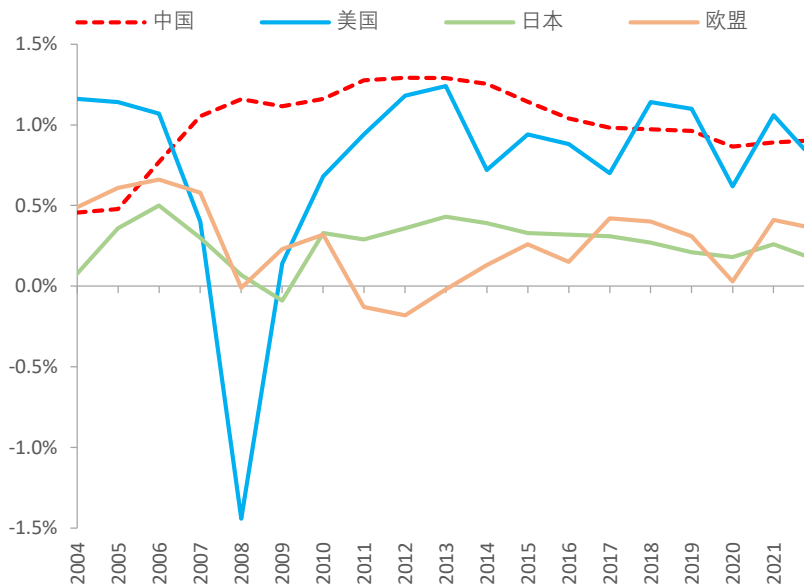
欧盟top25上市银行分红金额及同比增速（百万欧元）



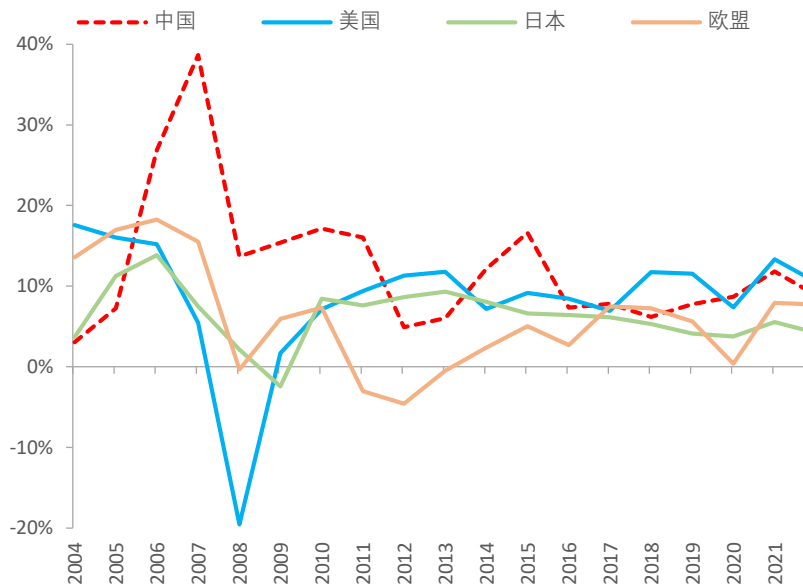
我国上市银行ROE、ROA处于领先地位

- **我国上市银行ROA稳定较高。**2007年以来，除了在美国2019、2021年货币政策宽松、经济运行较好的阶段，被短暂赶超以外，大部分时候，我国上市银行平均ROA均显著高于美日欧银行同业。此外，美国、欧洲上市银行的ROA还有着不小的波动性，而我国上市银行ROA则平稳得多。
- **我国上市银行ROE也处于领先地位。**尽管伴随着补充资本的过程，我国上市银行的ROE趋于下降，22Q1-3为9.65%，略低于美国的11.23%。这主要因为我国银行是分业经营，而美国是混业经营，在直接融资方面有更多的业务增长点。

中美日欧银行板块对比：ROA



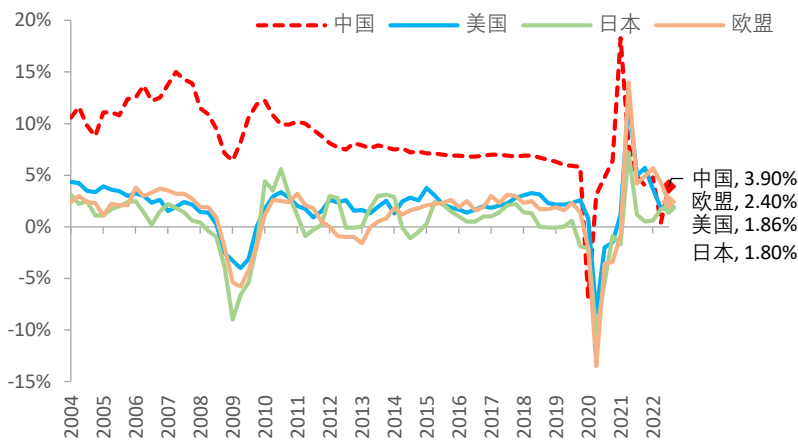
中美日欧银行板块对比：ROE



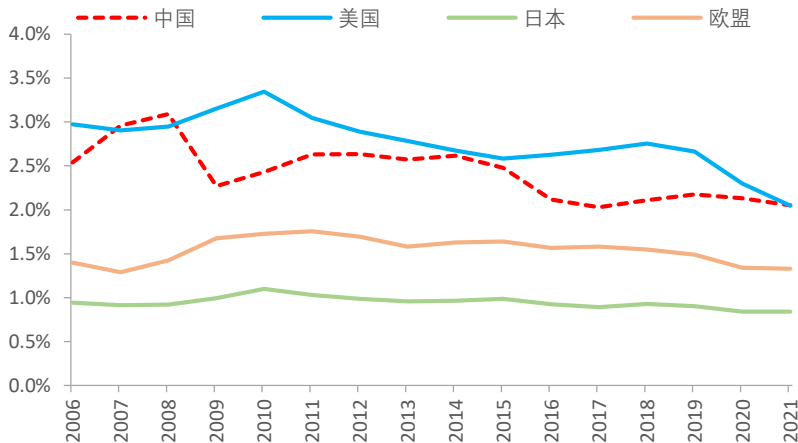
经营质效并不输，经济前景也更佳

- **我国上市银行净息差领先。**2021年，我国上市银行净息差均值2.05%，与美国相当，大幅高于欧盟1.33%，日本0.84%。
- **我国上市银行不良率处于中间位置。**2021年底，欧盟上市银行不良率均值是2.70%，日本1.11%，美国0.54%，我国1.34%，位于中间。
- **我国22Q3单季GDP不变价同比增速3.90%，显著高于美日欧三个经济体。**叠加防疫和地产政策优化带来的潜在增长空间，优势或将扩大。

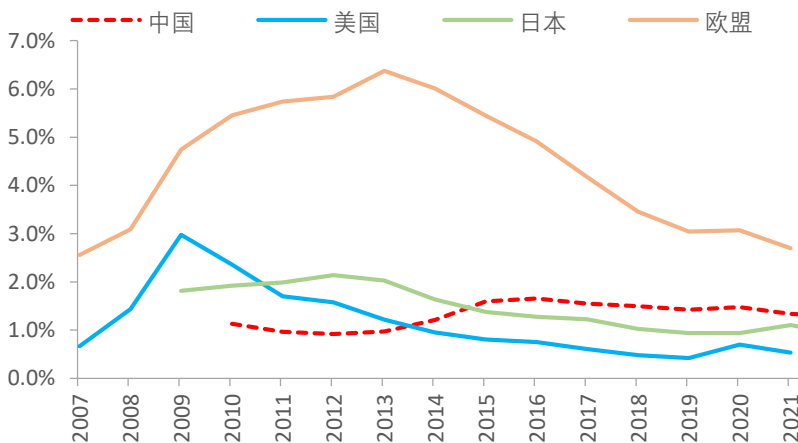
中美日欧GDP同比增速对比



中美日欧银行板块对比：净息差



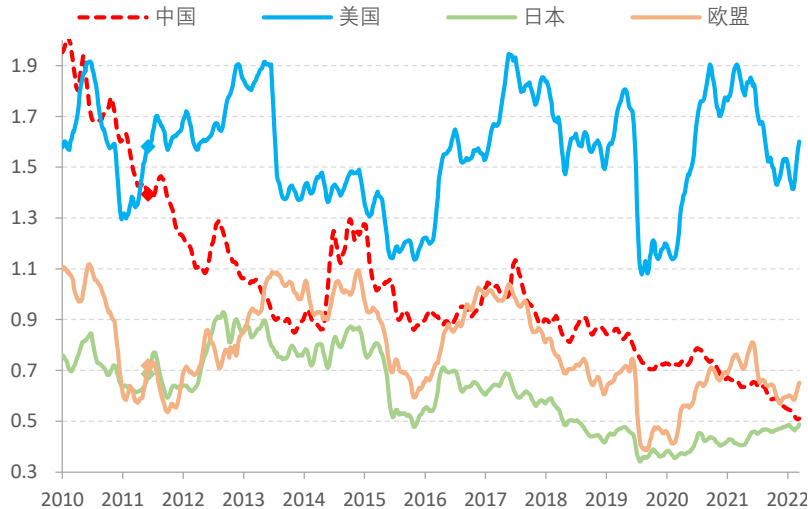
中美日欧银行板块对比：不良率



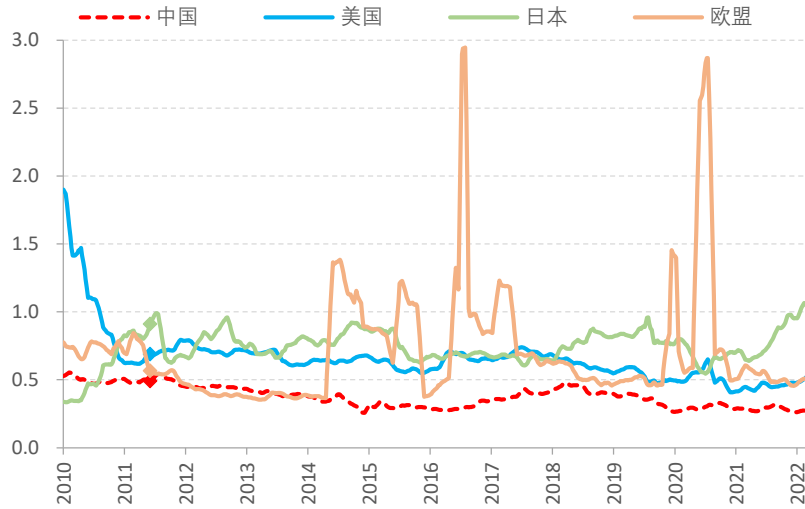
再看一眼估值对比，如何体现中国特色？

- 回头再看，在红利价值、股权回报、净息差、资产质量、经济前景，各方面普遍占优（至少不落下风）的我国上市银行，又获得了怎样的估值水平呢？
- **目前，我国和日本的银行板块共同以0.5倍PB垫底。**过去十多年里，我国上市银行PB大部分时候是低于美国，高于日欧。然而，截至2022年11月底的PB月均来看，美国1.6倍，欧盟0.7倍，我国0.5倍，日本0.5倍。过去十二年里，我国银行板块估值从约2.0倍，一步一步落到如今的0.5倍，领先欧盟的位置不保，甚至成为跟日本上市银行一个水平了。
- 对银行板块的EPS给估值，确实不如股市整体，但给我国上市银行的，则尤其低。

中美日欧银行板块PB对比（2010年以来）



中美日欧银行板块PE相当于大盘的倍数



05. 重估业绩前景

LPR重定价影响或止步于23H1

- 2021年内的LPR调整，带来的的**贷款重定价对上市银行净息差的影响**：经测算，对22Q3单季、22Q4单季、23H1半年、23H2半年，环比影响幅度分别为-1.6BP、-1.0BP、-5.4BP、-0.4BP，可知重定价压力主要集中在23H1。
- 贷款重定价日偏早的银行，2023年压力更小。**比如中信银行、光大银行、上海银行，2023年上半年净息差因重定价原因下行幅度更小。

LPR调降

Date	贷款LPR		长债	
	LPR:1年	LPR:5年	1年期环比	5年期环比
2022-09	3.65%	4.30%		
2022-08	3.65%	4.30%	-0.05%	-0.15%
2022-07	3.70%	4.45%		
2022-06	3.70%	4.45%		
2022-05	3.70%	4.45%		-0.15%
2022-04	3.70%	4.60%		
2022-03	3.70%	4.60%		
2022-02	3.70%	4.60%		
2022-01	3.70%	4.60%	-0.10%	-0.05%
2021-12	3.80%	4.65%	-0.05%	
2021-11	3.85%	4.65%		

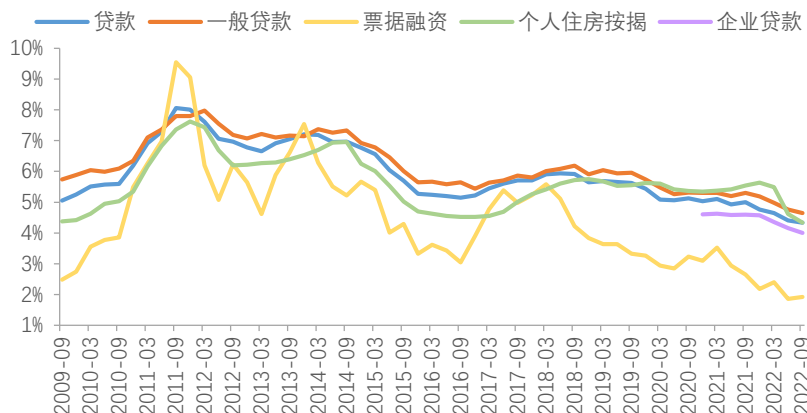
LPR调降对上市银行净息差的影响

	对净息差的影响：			
	22Q3重定	22Q4重定	23H1重定	23H2重定价
工商银行	-0.02%	-0.01%	-0.06%	0.00%
建设银行	-0.01%	-0.01%	-0.06%	0.00%
农业银行	-0.02%	-0.01%	-0.05%	0.00%
中国银行	-0.02%	-0.01%	-0.05%	0.00%
交通银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
邮储银行	-0.01%	-0.01%	-0.06%	0.00%
招商银行	-0.02%	-0.01%	-0.05%	0.00%
兴业银行	-0.02%	-0.01%	-0.04%	0.00%
浦发银行	-0.01%	-0.01%	-0.04%	0.00%
中信银行	-0.03%	0.00%	-0.02%	0.00%
民生银行	-0.02%	-0.01%	-0.04%	0.00%
光大银行	-0.03%	0.00%	-0.02%	0.00%
平安银行	-0.02%	-0.01%	-0.04%	0.00%
华夏银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
浙商银行	-0.01%	-0.01%	-0.04%	0.00%
北京银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
上海银行	-0.02%	0.00%	-0.02%	0.00%
江苏银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
南京银行	-0.01%	-0.01%	-0.04%	0.00%
宁波银行	-0.01%	-0.01%	-0.04%	0.00%
杭州银行	-0.01%	-0.01%	-0.03%	0.00%
长沙银行	0.00%	-0.01%	-0.03%	0.00%
贵阳银行	0.00%	0.00%	-0.02%	0.00%
成都银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
郑州银行	-0.01%	-0.01%	-0.03%	0.00%
青岛银行	-0.01%	-0.01%	-0.04%	0.00%
苏州银行	0.00%	-0.01%	-0.05%	0.00%
西安银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
渝农银行	-0.01%	-0.01%	-0.04%	0.00%
青农银行	-0.01%	-0.01%	-0.06%	0.00%
紫金银行	-0.01%	-0.01%	-0.06%	0.00%
常熟银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
无锡银行	-0.01%	-0.01%	-0.03%	0.00%
张家银行	-0.01%	-0.01%	-0.04%	0.00%
江阴银行	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%
苏农银行	-0.01%	-0.01%	-0.06%	0.00%

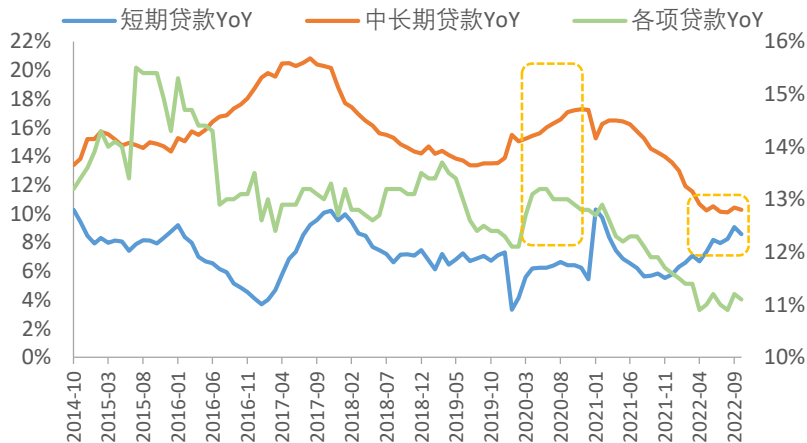
信贷需求回升有助于息差拐点

- **贷款结构调整，有利于定价恢复。**中长期贷款增速在历史低位已久，抗疫20条之后，真实需求有望恢复，可比照2020年4月之后的上行态势。
- **被压抑的需求释放，零售信贷有望强劲增长。**对照“疫后复苏”情形的20H1，按揭贷款增3.71万亿，信用卡+消费贷增0.75万亿，反观22H1，按揭增0.53万亿，信用卡+消费贷仅增0.06万亿。
- **贷款利率处于历史上较低水平，下行空间无多。**

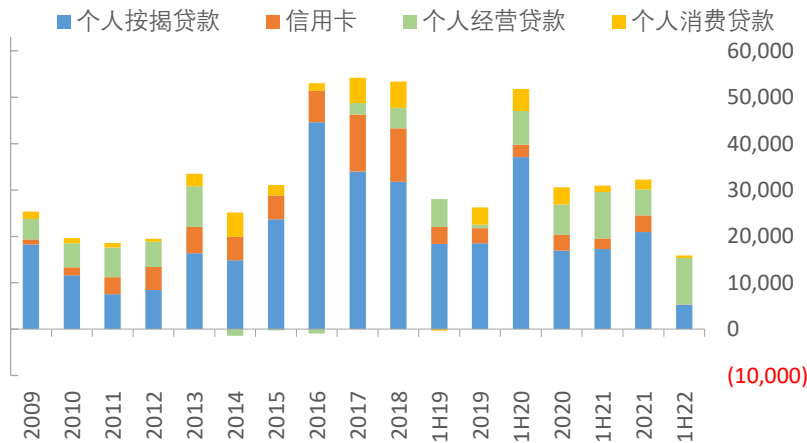
金融机构人民币贷款加权平均利率



金融机构贷款同比增速：短期 vs 中长期



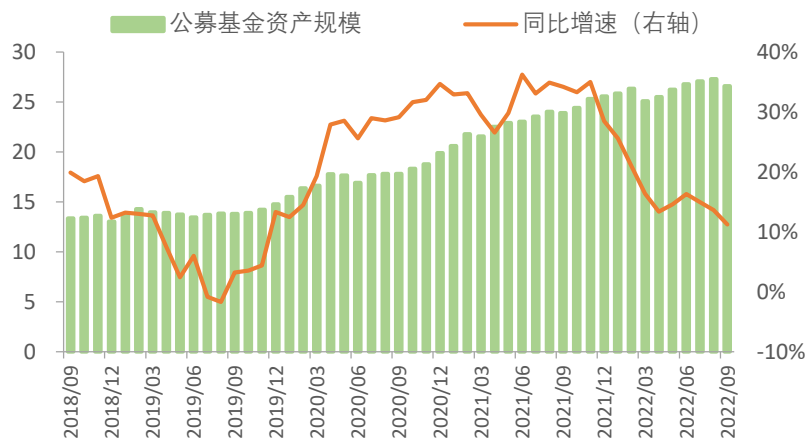
上市银行：个贷半年增量(2018年以前为年度增量)



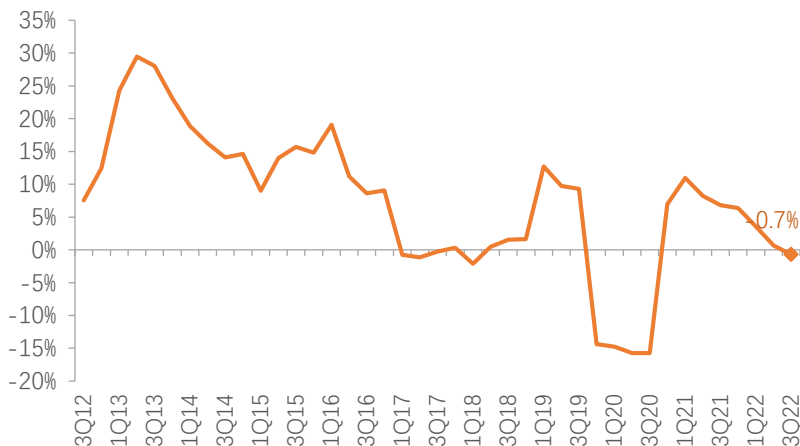
明年中收大概率比今年好

- 2022年到Q3为止，中收增速逐季下行。2022年以来中收增速下行，主要是代理业务的拖累。
- 在地产和防疫政策优化之下，经济复苏的进程有望启动，股票市场可能会表现较好，公募基金销售回暖，从而带动代销相关中收增速回升。
- 2022年对AUM增长不利，但居民财富向金融资产转移，是大势所趋，当AUM恢复增长后，大财富收入（代理、理财、托管）增势有望加强。

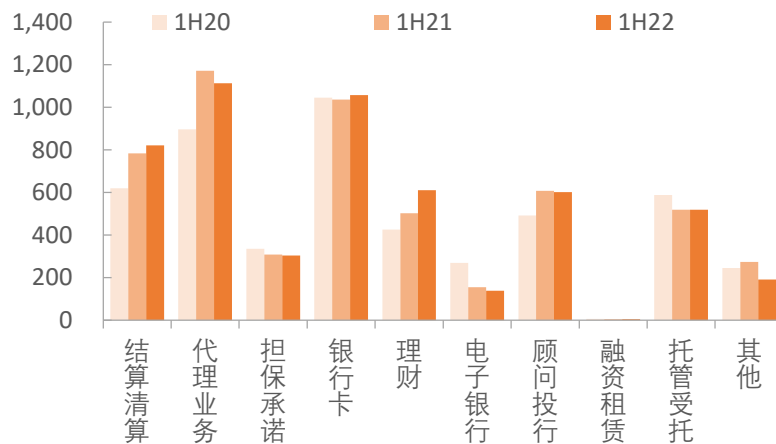
公募基金资产规模及同比增速



中间业务收入YoY：上市银行

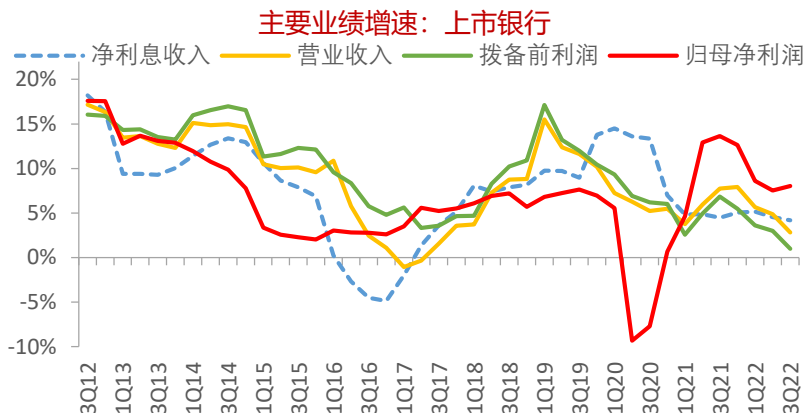


最近3年中间业务收入结构（亿元）：上市银行

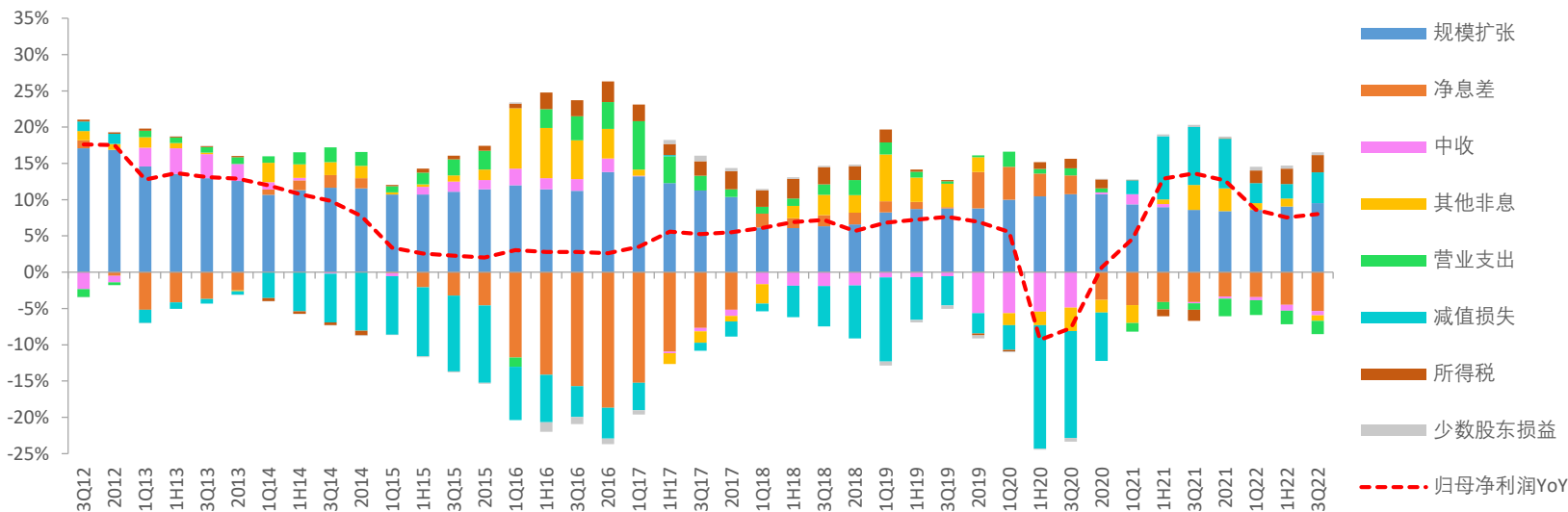


业绩增速已走出高基数区

- 业绩增速均将走出高基数区而企稳。上市银行合并来看，22Q1-3累计营收YoY+2.8%(较22H1下降2.1 pct)，累计归母净利润YoY+8.0%(较22H1上行0.5 pct)。
- 利润逆着营收增速向上，主要是拨备反哺加大。2022Q1-3拨备计提因素贡献净利润增速4.3 pct，比22H1扩大。预计2023年继续体现。



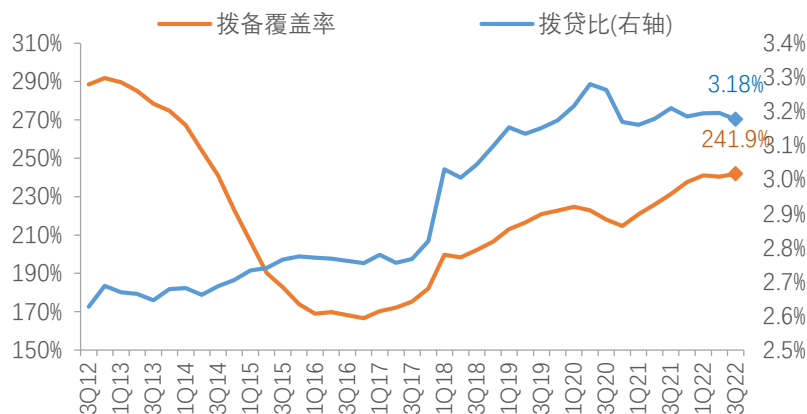
归母净利润同比增速贡献因子：上市银行



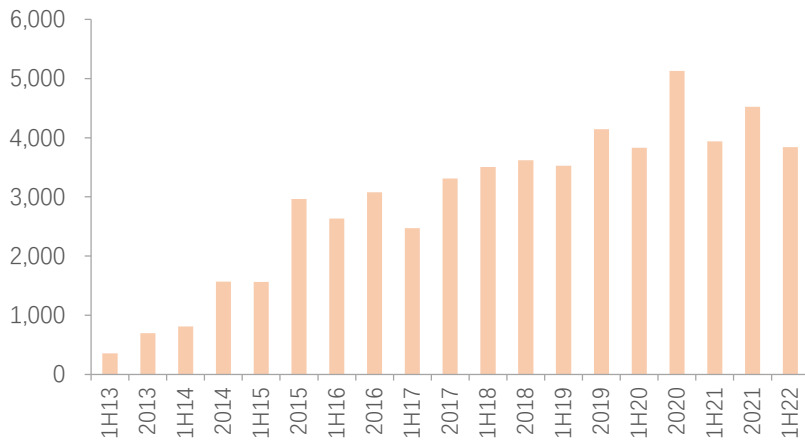
明年拨备计提压力仍将较轻

- **拨备的消耗量在减少。**前文提到近2年不良净生成率稳定较低，不需要大量核销，于是22H1、21H2半年度核销金额显著低于上年同期。
- **拨备水平大致稳定。**22Q3上市银行拨贷比大致平稳，拨备覆盖率略有提升(不良率下降所致)。
- **故而，新增计提的量也少。**于是，22Q1-3资产减值损失同比增速为-5.4%，显著下行，拨备反哺自然发生。**预计该情形在2023年会延续。**

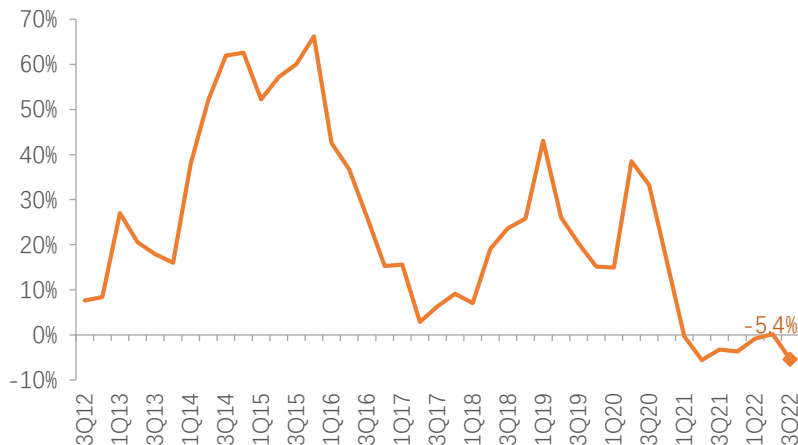
加权平均拨备水平：上市行



半年度核销及转出(亿元)：上市银行



资产减值损失YoY：上市银行

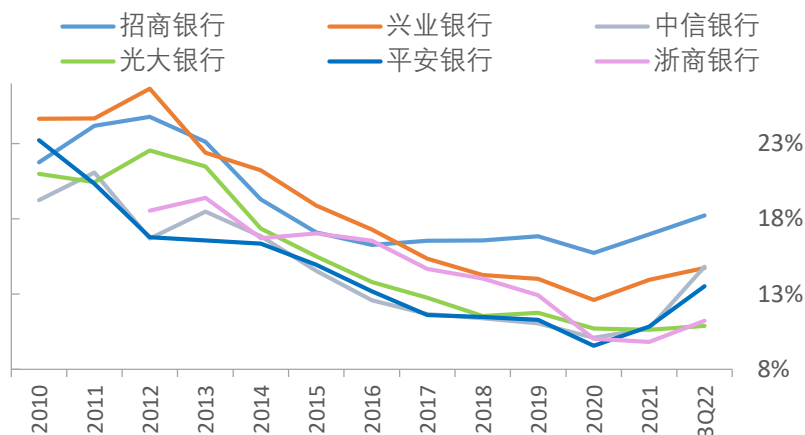


06. 投资建议

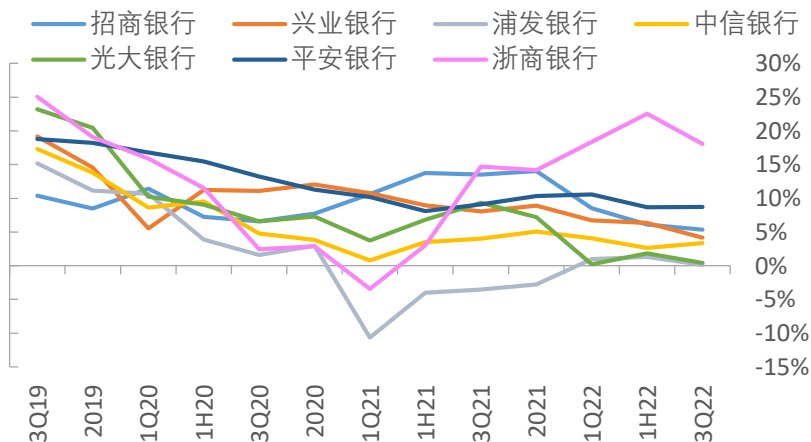
股份行：业绩同业比对

- **营业收入已进入平稳阶段。**22Q1-3累计营收增速大致分布在0%-9%的区间（浙商为18.1%），且有企稳迹象，其中平安、招行、兴业、中信处于中间位置。
- **归母净利润增速多数出现环比回升。**22Q1-3股份行累计归母净利润增速，平安25.8%较高，中信、招行、兴业在12%左右的第二梯队。
- **股份行ROE普遍进入上行通道，支撑估值修复。**

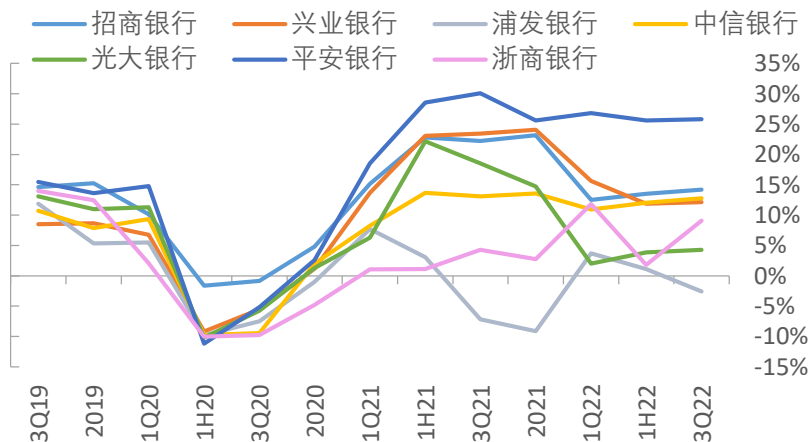
ROE（年化）同组对比：股份行



累计营收增速同组对比：股份行



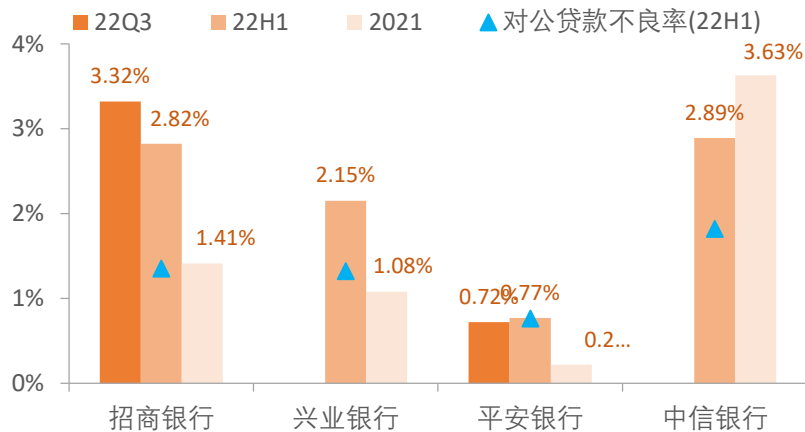
累计归母净利润增速同组对比：股份行



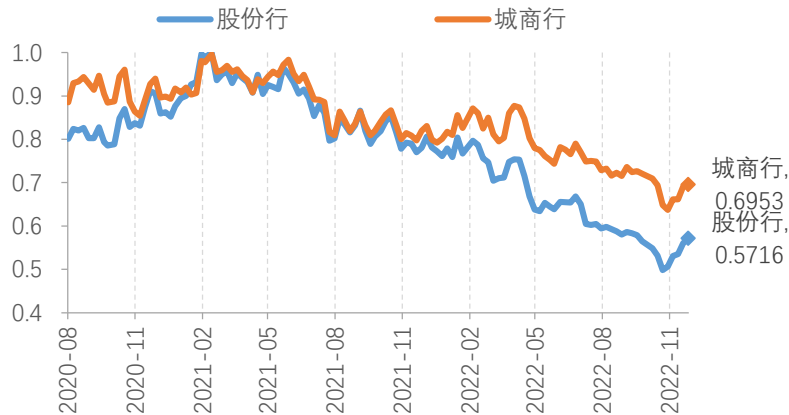
股份行：修复启动，赔率更高

- **对公房地产业贷款不良率上行趋缓。** 22Q3招行为3.32%，较22H1仅上行50BP，平安为0.72%，较22H1下行5BP，中信22H1为2.89%，较年初下行74BP。在融资侧政策保驾护航之下，预计2023年对公房地产业贷款不良率将进一步优化。
- **地产、个贷、代销，在2022年压制股份行估值的“三座大山”，** 均有望在2023年见到转机，持续的预期兑现，决定着估值修复潜力将持续。
- **优质股份行跌幅已深，修复空间可观，建议关注：** 招商银行、兴业银行、平安银行。

股份行对公房地产业不良率 vs 对公整体不良率



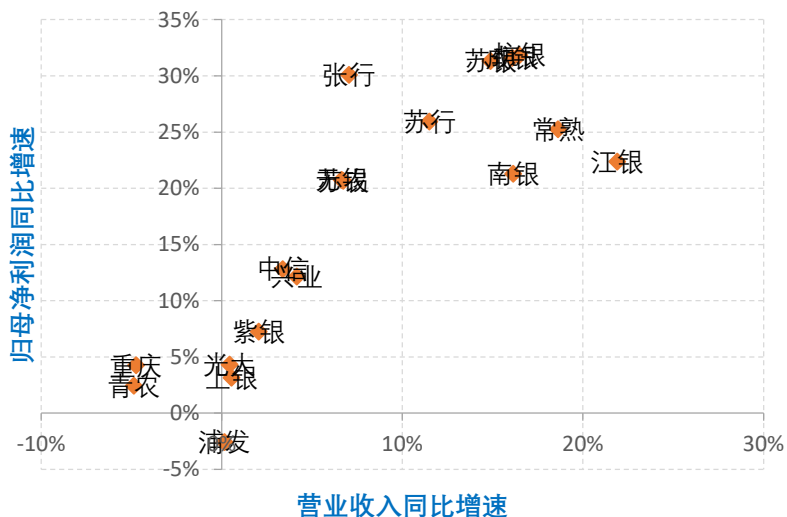
估值对比PB(LF)：股份行 vs 城商行



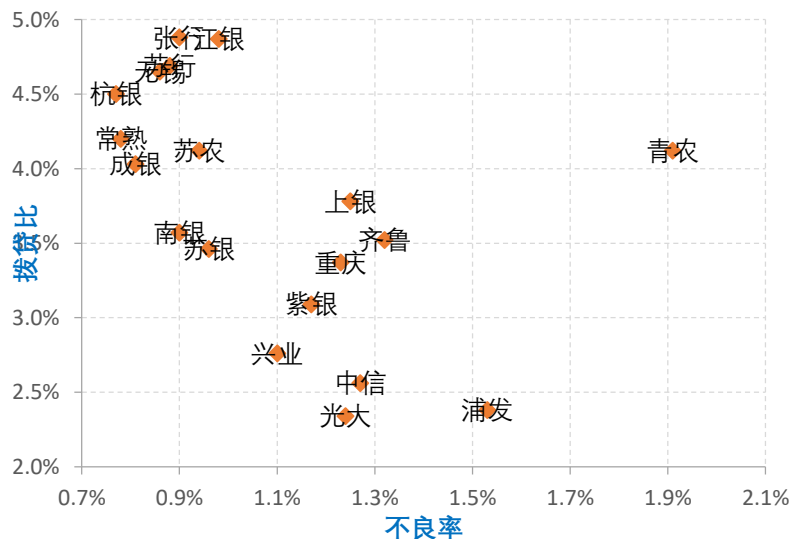
城农商：选择“高营收-低不良”组合

- **营收增速越高的，越有能力释放利润。** 22Q1-3累计营收增速可分三组来看：20-30%之间，江阴；10%-20%之间，常熟、成都、南京、杭州、江苏；5%-10%之间，苏州、无锡、苏农、兴业、张家港。
- **资产质量也优异的，利润就容易释放得高。** 不良率越低、拨贷比越高，表明资产质量较好，不需要计提很多拨备，利润天然就会释放较高。22Q3不良率在0.7%-0.8%之间，杭州、常熟、成都；在0.8%-0.9%之间，无锡、苏州、张家港、南京，0.9%-1.0%之间，苏农、江苏、江阴。在每个不良率梯队里，可以看拨贷比的高低。不良率较低、拨贷比较高的，其拨备覆盖率自然也较高。

对照图：营收增速 vs 利润增速 (2022Q1-3累计)

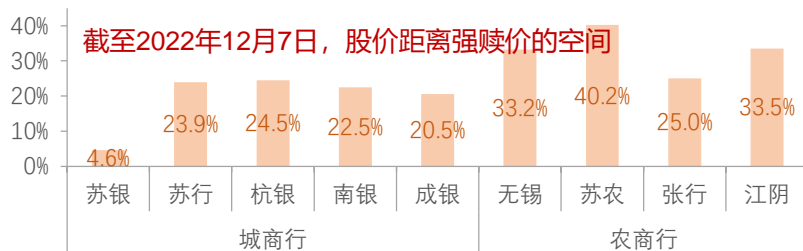


对照图：不良率 vs 拨贷比 (2022Q3)

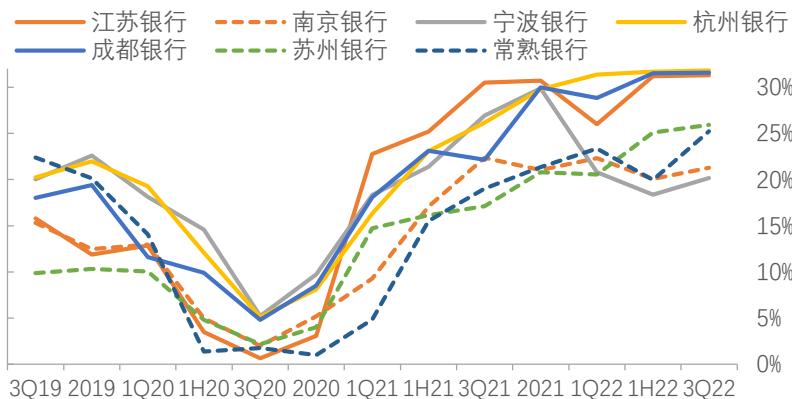


城农商：寻找“转债景气”

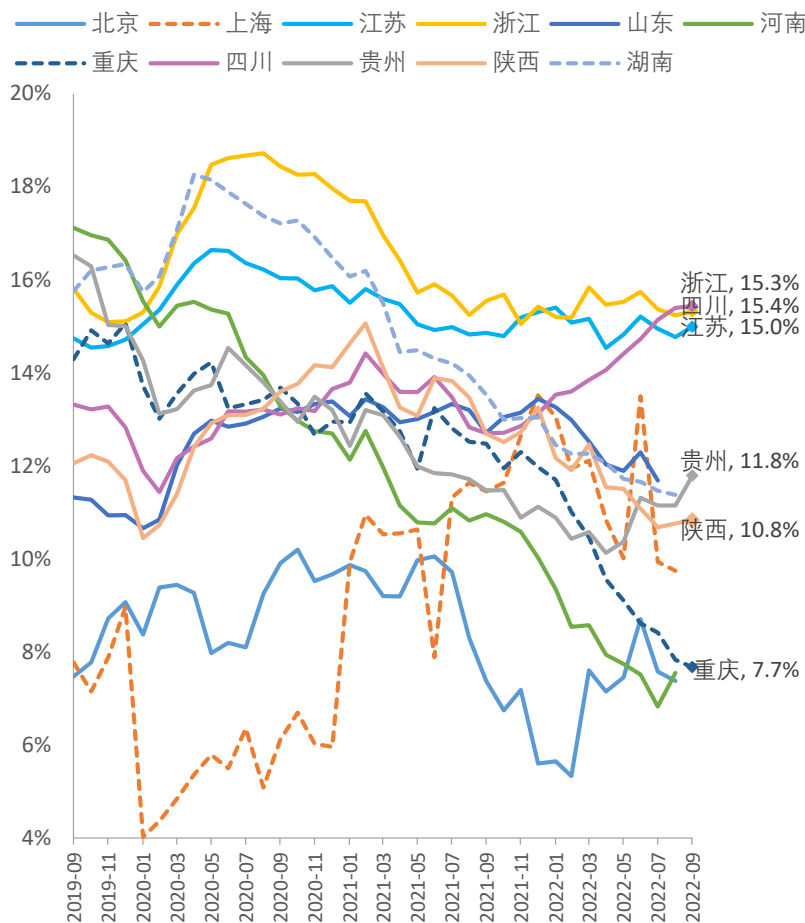
- 浙江、江苏、四川贷款增速持续提升。可在其中寻找“高成长 - 低不良”的标的。
- 建议关注：业绩和不良双优的“拼命三郎”（成都银行、江苏银行、杭州银行），以及基本面潜力较大的苏州银行、常熟银行、南京银行。



高扩张城农商行归母净利润增速



各省市人民币各项贷款余额同比增速



07. 风险提示

风险提示

- **资产质量恶化。**当前经济可能仍存在压力，可能传导到小微企业、制造业、房地产企业，可能滞后反映在银行报表上，出现不良率、逾期率超预期上升，削弱银行的业绩表现。
- **地产风险暴露。**房地产企业再融资压力较大，若信用环境改善不够，可能导致个别房企、局部项目出现违约风险，可能使银行资产端与地产链相关的企业出现逾期或不良。
- **经济复苏进程延宕。**经济活力不佳可能使实体经济融资需求进一步收缩，单纯供给侧的利好不足以支撑贷款足量投放，可能约束到银行的资产扩张。
- **零售业务恢复不及预期。**经济活力的恢复需要一个过程，且中途可能存在反复，零售业务存在恢复程度不及预期的风险。

THANKS 致谢

民生证券·银行研究团队



首席分析师 余金鑫

执业证号: S0100521120003

邮件: yujinxin@mszq.com



研究助理 于博文

执业证号: S0100122020008

邮箱: yubowen@mszq.com

民生证券研究院:

上海: 上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F; 200120

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层; 100005

深圳: 广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元; 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间	
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间	
	回避	相对基准指数跌幅5%以上	
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间	
	回避	相对基准指数跌幅5%以上	

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。