在逐渐清晰的底部寻找增长潜力

2023年银行业投资策略

2022年12月27日

证券分析师：王鸿行
执业证书编号：S0630522050001
联系方式：whxing@longone.com.cn

投资要点

- **随着疫情防控优化与房地产行业融资转向，2019年四季度以来两轮密集降息伴生的下行期底部逐渐清晰。**1）最近一轮降息已持续6个季度，持续时间与前两轮相当，银行业净息差首次降至2%以下，低于2017Q1低点；2）国有银行收入端向零增长靠近，类似2016Q3-2017Q2负增长前夕，23Q1重定价触发利息净收入负增长；3）主导房地产融资周期的个人住房贷款增速降至5%以下，房地产开发贷款与债券融资逐步企稳；4）上市银行估值于10月创历史新低至0.5XPB，11月以来快速从底部回升。
- **明年宏观经济修复对板块的积极意义不亚于现阶段房地产风险好转。关键因素净息差的企稳将多方位提升银行业经营活力，收入增速、计提压力、利润增长因此改善，这一时刻大概率会发生在二季度。**规模而言，今年宽松政策驱动下的偏高基数，以及明年较好的复苏前景下政策常态化回归意味着当前规模增速大概率从阶段性较高位置回落。细分板块中，因息差受影响较小（2022年降息对中长期贷款影响更大），且规模增长仍具有相对优势，中小银行业绩增长有望继续靠前。今年投资收益普遍表现较好、对收入贡献度提升，投资收益下滑风险预计主要在今年四季度，区域性银行单季度业绩受一定负面影响。
- **板块行情与宏观经济高度正相关，看好明年经济修复下的板块行情。建议结合制造业PMI与同业存单收益走势来把握行情节奏，看好现阶段“PMI处在低谷+同业存单利率走出低谷”这一组合下的布局机会。我们更看好收入端具有中高增长潜力（较快规模增长与较强息差韧性驱动，扎实资产质量保障）的中小银行。建议重点关注宁波银行、江苏银行、常熟银行。**

CONTENTS

目录

01 当前位置：下行后期逐渐清晰的底部

02 经营展望：静待息差企稳、经营活力提升

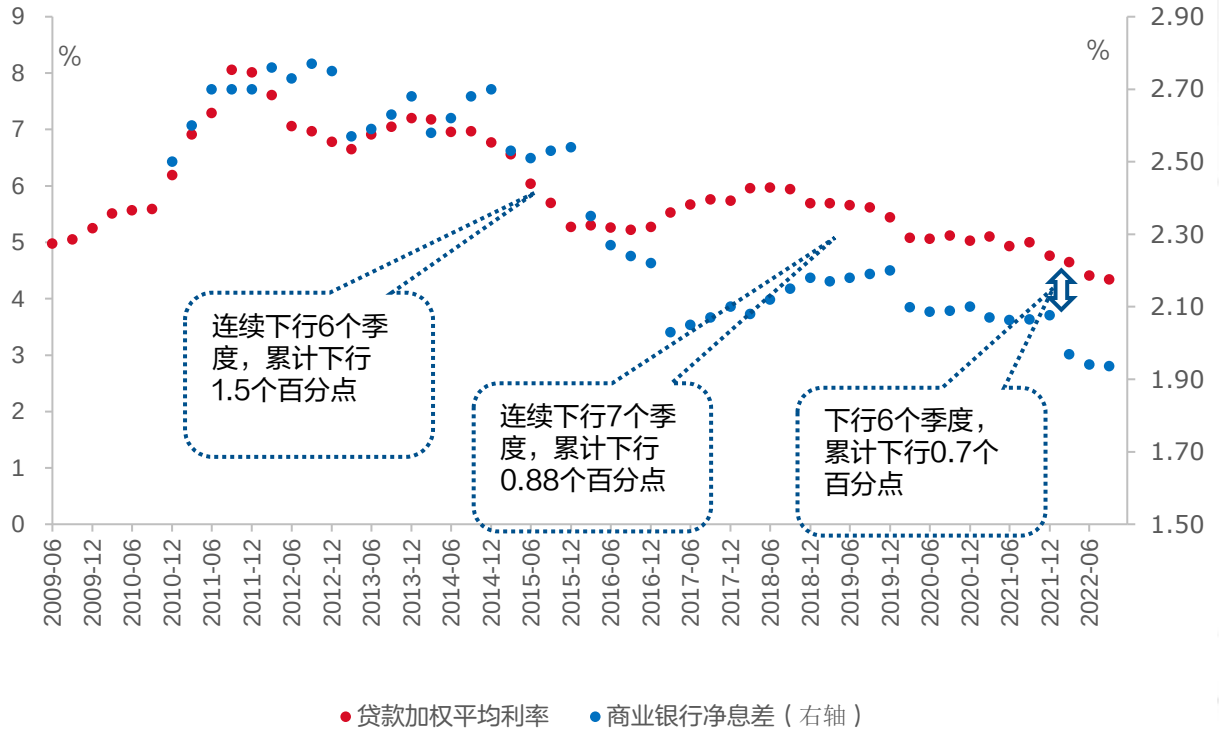
03 看好板块行情，结合宏观指标把握节奏

04 重点关注高增长潜力区域性银行

经营指标：息差历史低位，规模阶段性高位

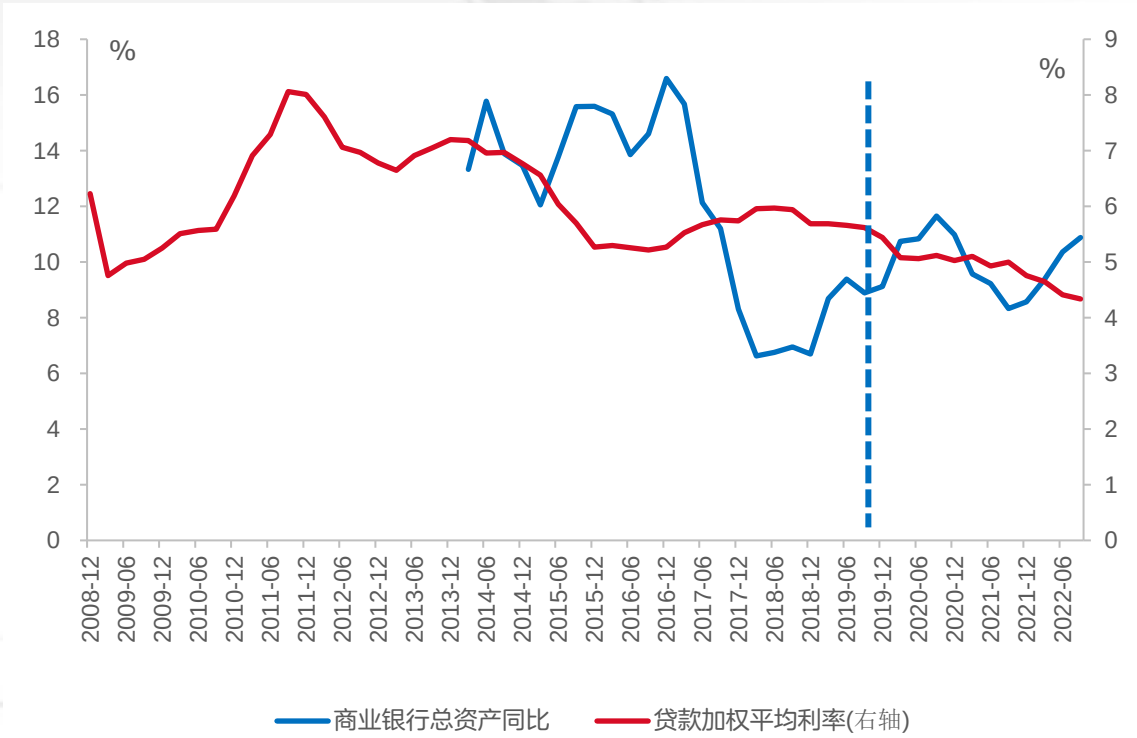
- 2019Q4以来的两轮降息节奏较为密集，银行业净息差随资产收益率降至历史低位，2022年以来首次至2%以下。宽松政策下，规模增速维持在2018年以来的高位。
- 此前两轮降息持续时间6-7个季度，从2021Q2贷款加权利率下降算起，本轮降息也已经持续6个季度。

2018年下半年以来贷款利率已经历漫长的下行周期



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

商业资产增速处于2018年以来高位，体现宽松政策效果



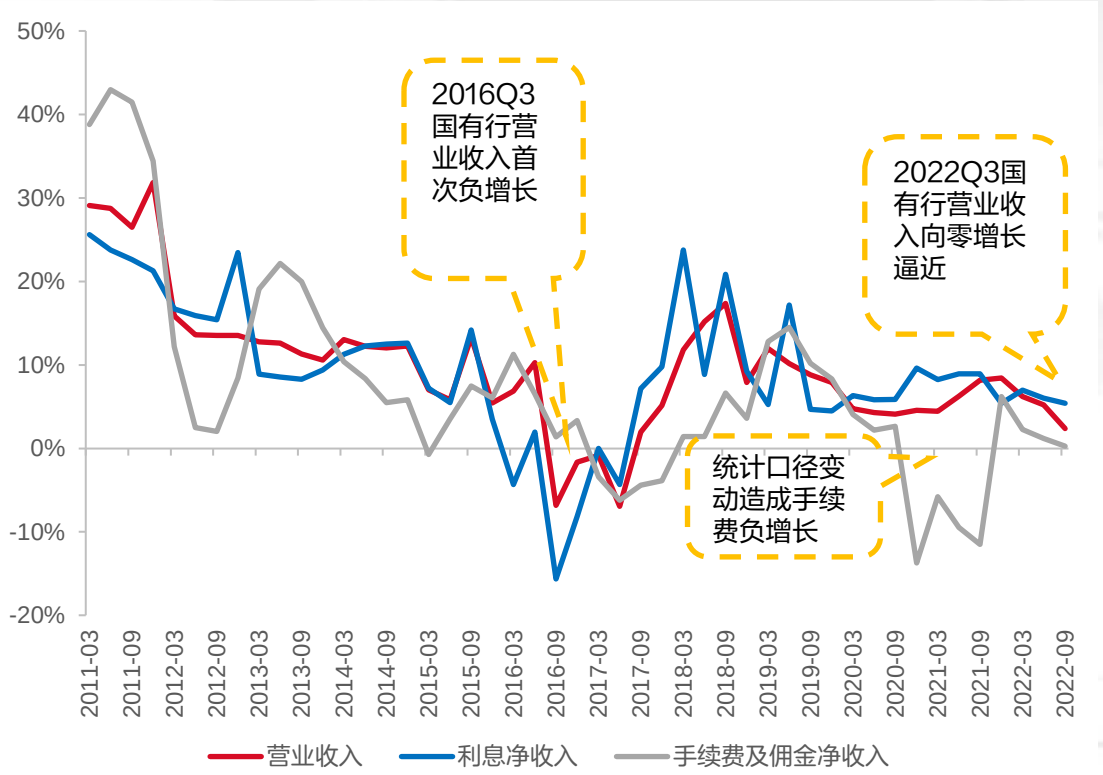
资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

代表板块：国有行营收再度向零增长靠近

东海证券 DONGHAI SECURITIES

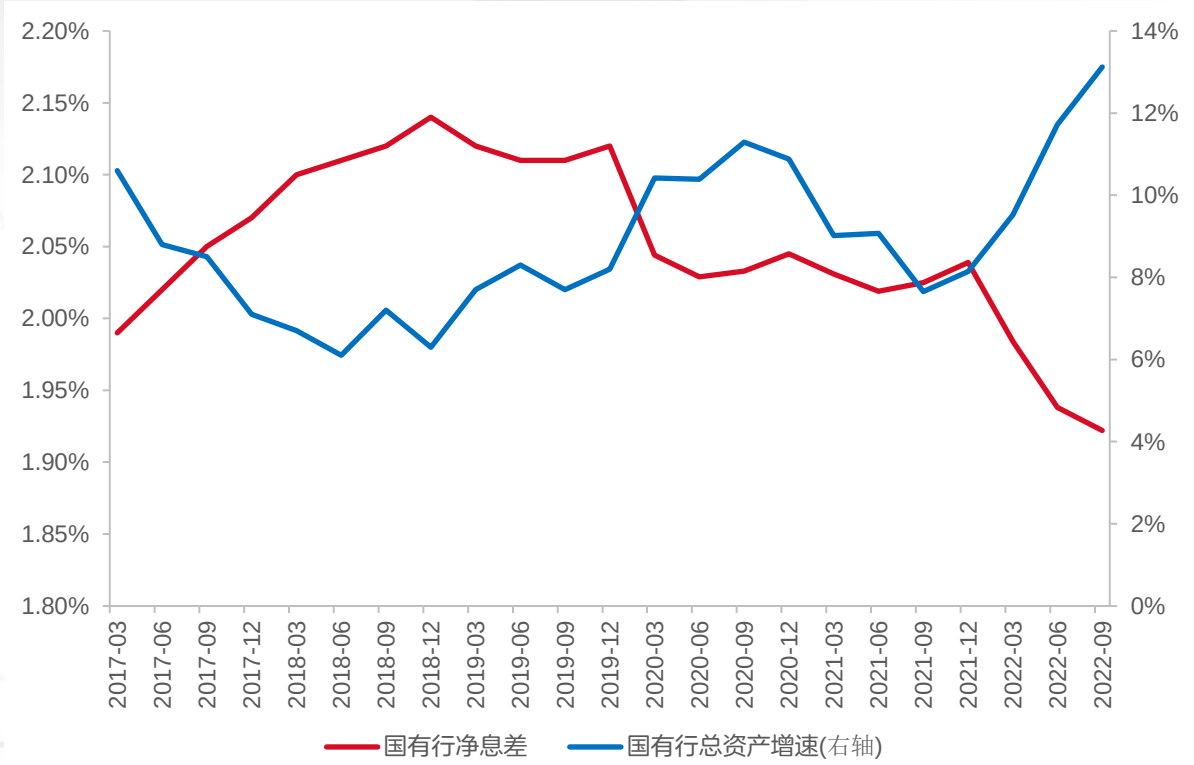
- 国有行营业收入逼近零增长，利息净收入负增长大概率在一季度出现。类似的情形出现在2016年，往前是2014-2015年降息期，往后是2017年复苏期，与当前形势类似，对经营底部有较强参考意义。

国有行营业收入增速再度向零靠近



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

国有行净息差降至新低、资产增速创近年新高



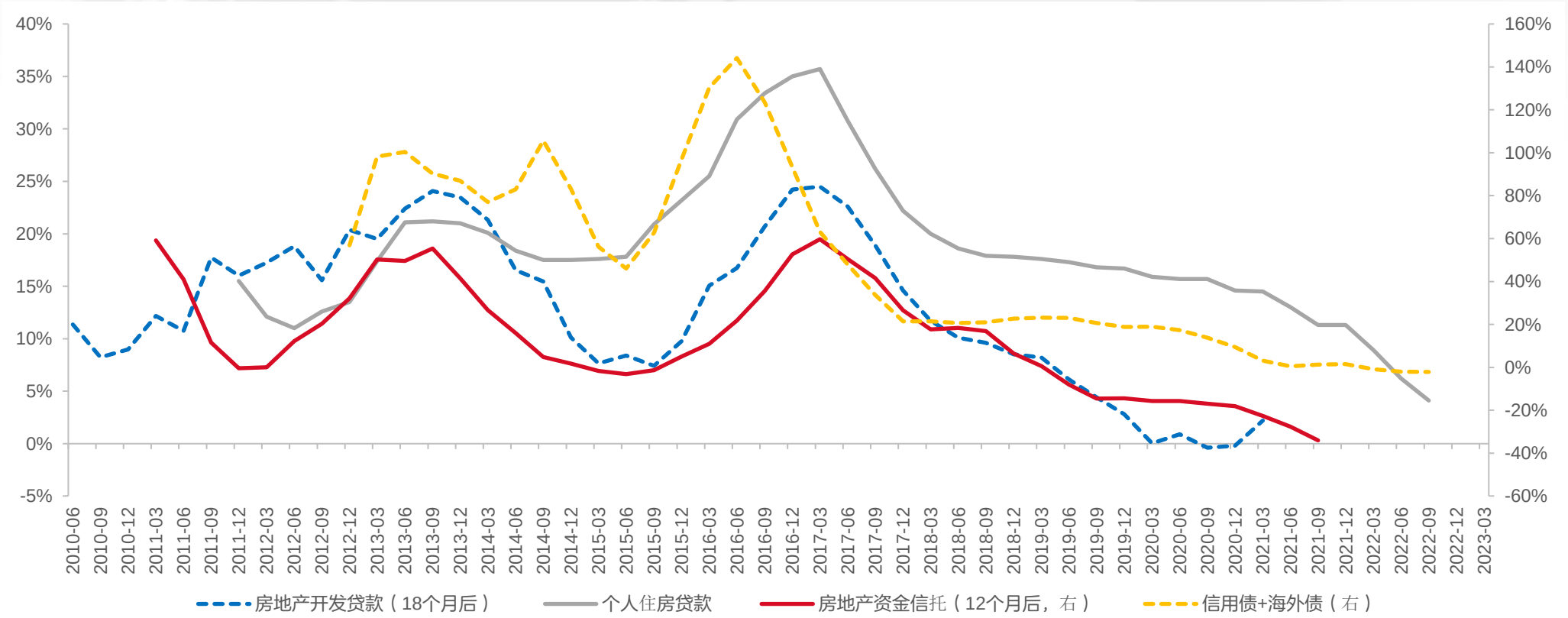
资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

关键外围：地产融资增速大幅回落

东海证券 DONGHAI SECURITIES

- 2020下半年以来地产融资增速大幅下滑，其中主导各类融资的个人住房贷款增速下降至5%以下。随着房地产行业融资政策全面转向，房地产融资底部或逐步确立，房地产开发贷款与债券融资已有企稳迹象。

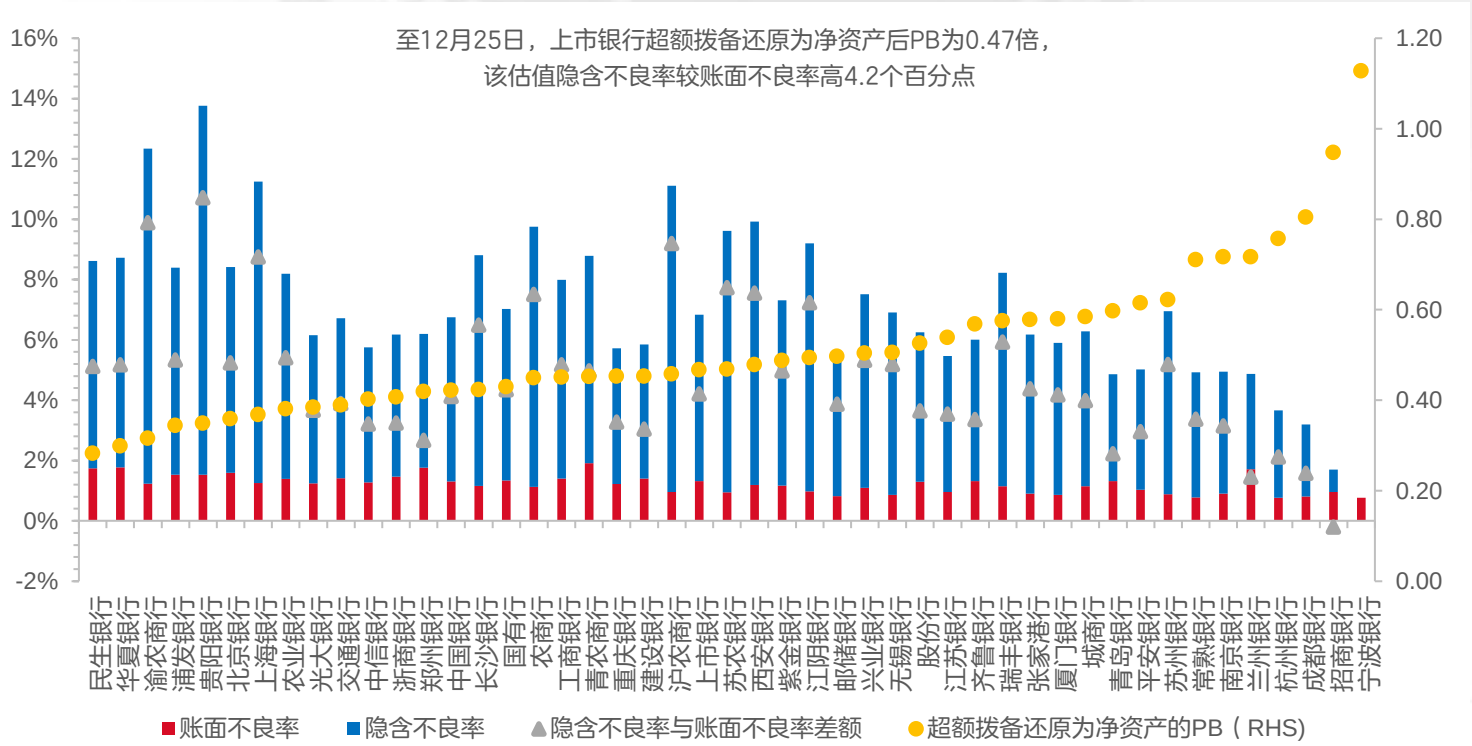
各类地产融资增速大幅放缓，主导房地产融资周期的个人住房贷款增速降至5%以下



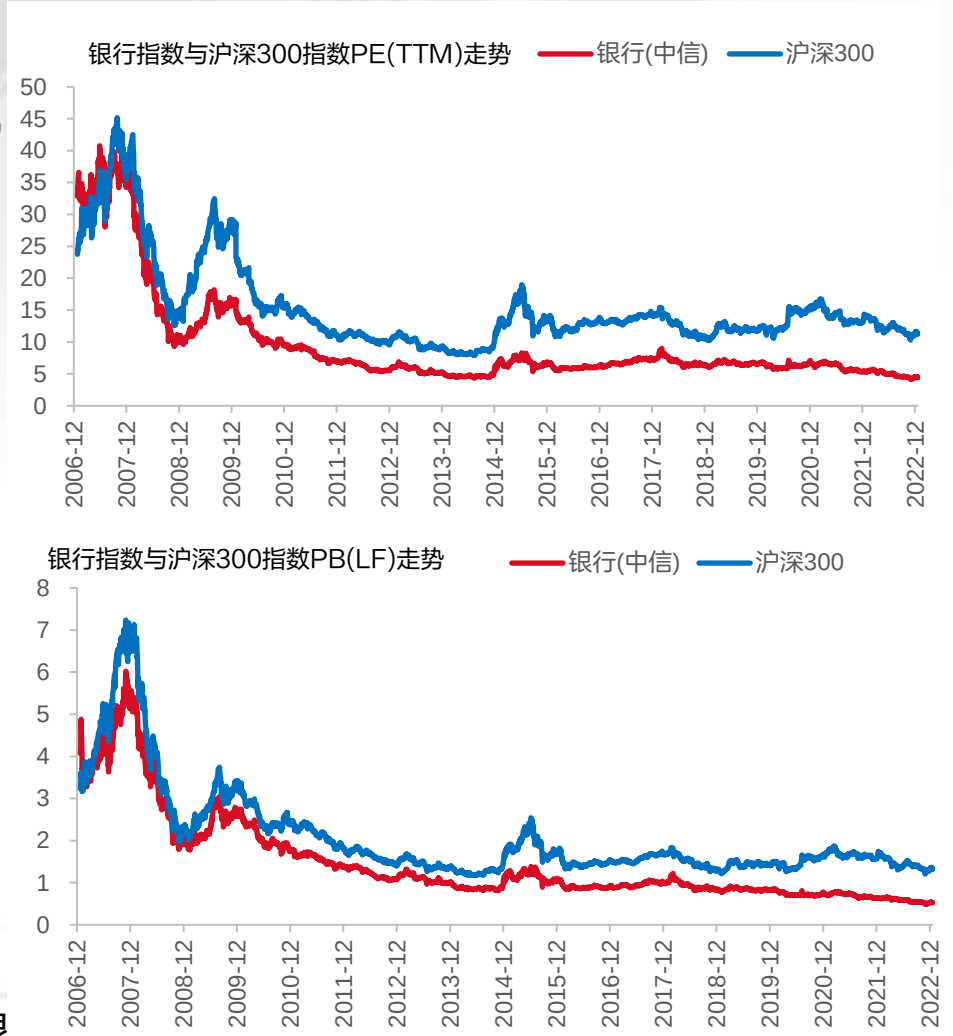
资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

相对估值：年内不断新低，11月后有所回升

- 至12月25日，银行指数PB为0.53倍，PE为4.47倍。
- 超额拨备还原为净资产后的PE为0.47倍，隐含的不良率为5.6%，较账面不良率高4.2个百分点。



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所。注：1. 超额拨备指超过贷款减值准备超过不良余额的部分；2. 测算隐含不良率时的基准估值水平为1倍PB。



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01 当前位置：下行后期逐渐清晰的底部

02 经营展望：静待息差企稳、经营活力提升

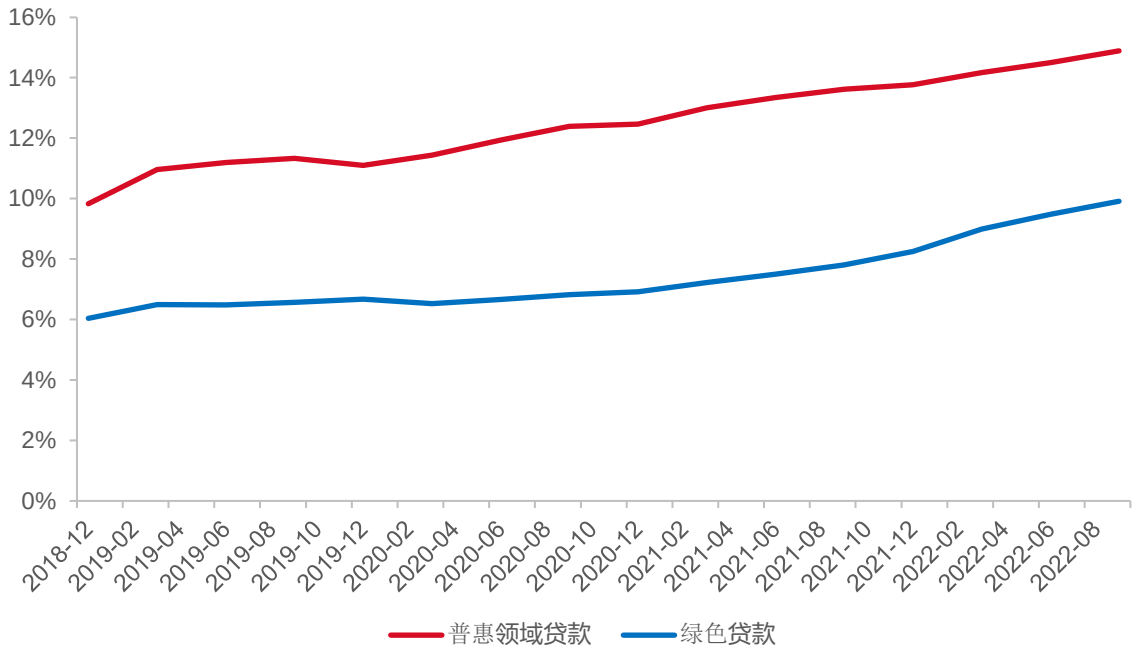
03 看好板块行情，结合宏观指标把握节奏

04 重点关注高增长潜力区域性银行

经营展望：规模增速小幅回落

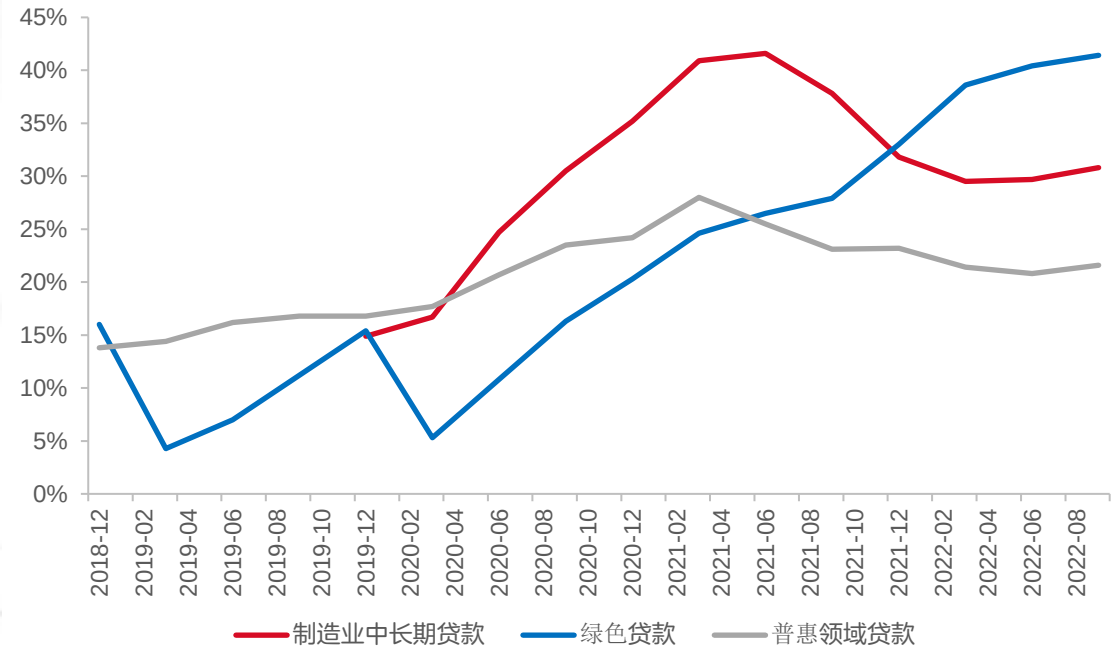
- **鉴于：1）今年宽松政策驱动下的偏高基数；2）明年较好的复苏前景下政策常态化回归，当前规模增速大概率从阶段性高位回落。**产业角度看，房地产融资有望改善，基建、制造业、中小微企业、绿色金融有望在较好内生需求和较强政策支持力度下保持中高增长。预计上市银行生息资产规模增速由9.5%回落至8.5%左右，贷款增速由11.5%回落至9.5%左右。发达地区区域性银行规模有望在需求和政策支持下保持中高增长。

普惠与绿色贷款占比持续上升，成为银行资产端权重产业



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

普惠、绿色、制造业贷款保持中高速增长

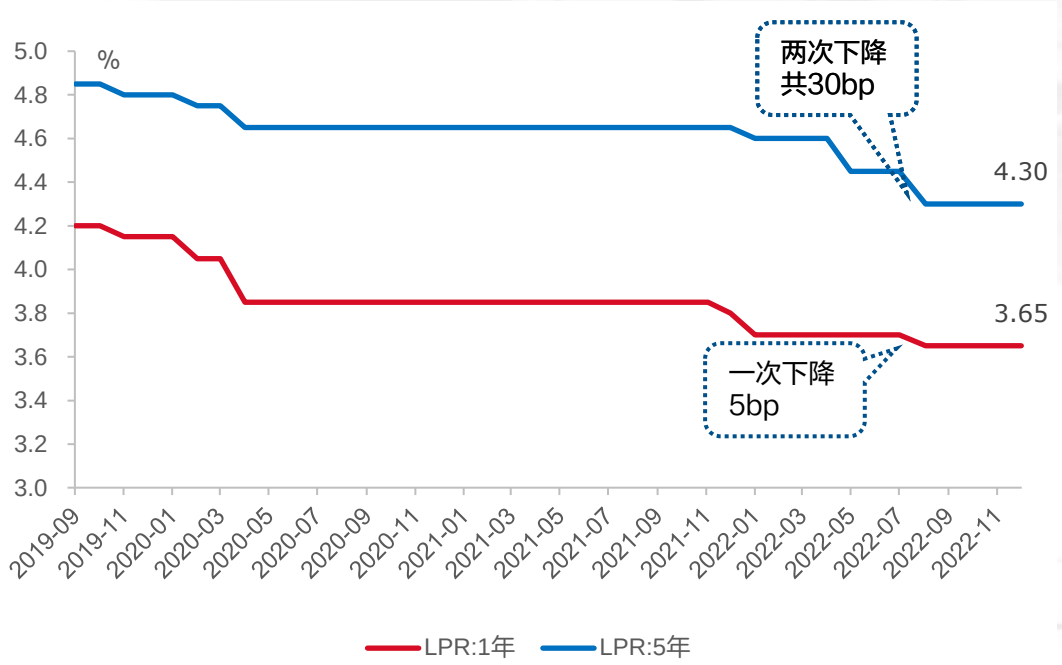


资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

经营展望：净息差有望在一季度见底

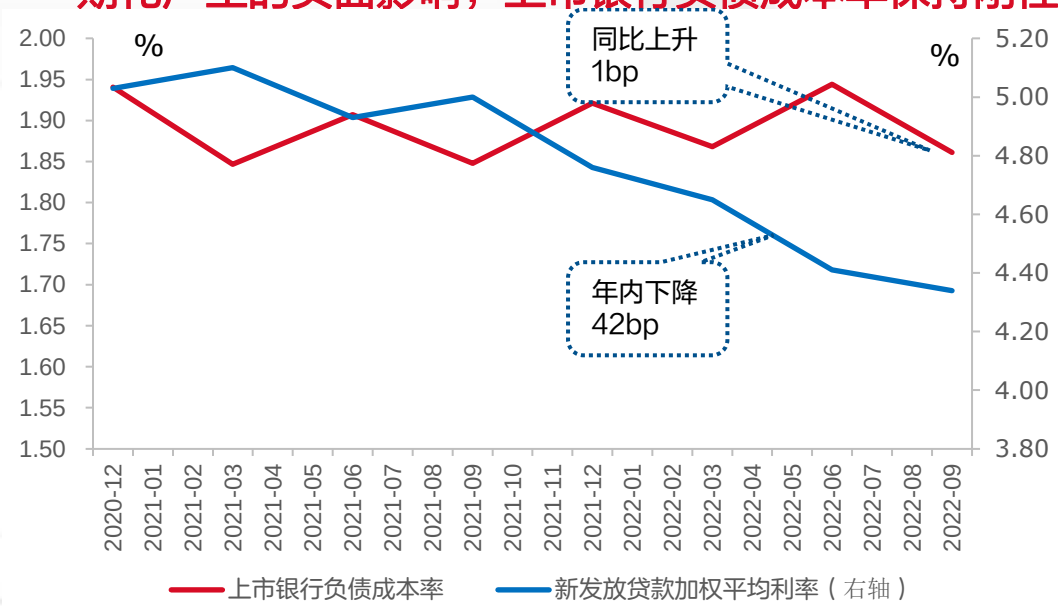
- **重定价因素将导致一季度净息差较大下降，并大概率确认为低点。**未来几个月内存款成本走向值得关注。当前息差已低于17年低位，Q1下降后进一步降低，息差过低制约政策传导、不利于风险化解，我们倾向于认为存款利率有望在政策引导下再度下降。预计上市银行净息差将从1.94%降至23Q1的1.85%，二季度开始逐步企稳。区域性银行息差因短期贷款占比较高息差受重定价冲击较小。

2022年4月以来中长期贷款降息幅度更大



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

年内资金市场利率与定期存款利率下降难抵消存款定期化产生的负面影响，上市银行负债成本率保持刚性

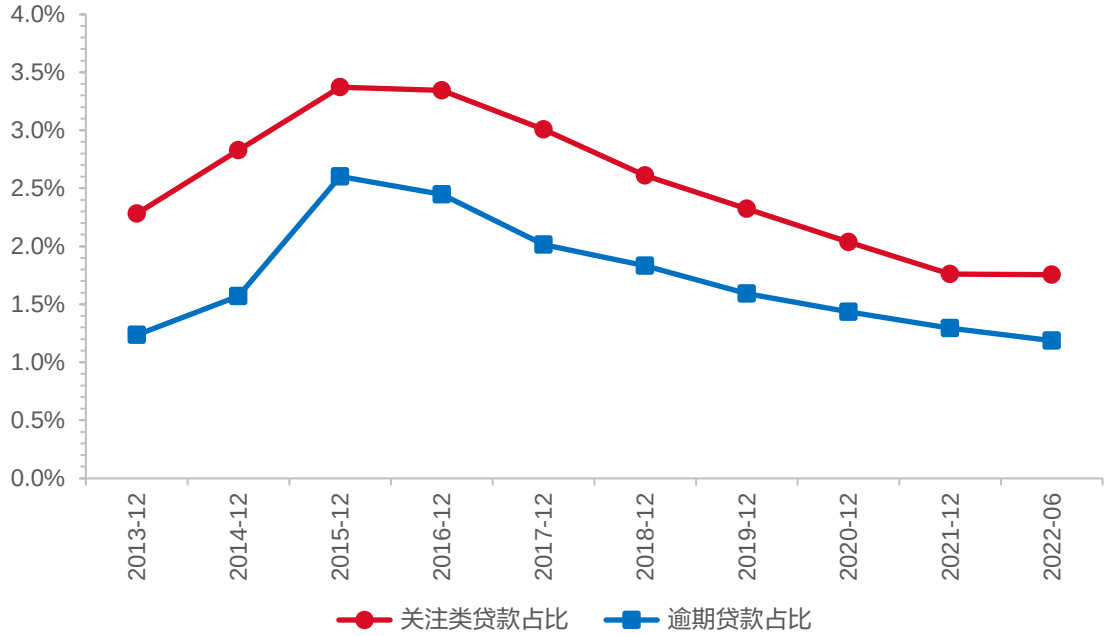


资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

经营展望：资产质量保持稳基调

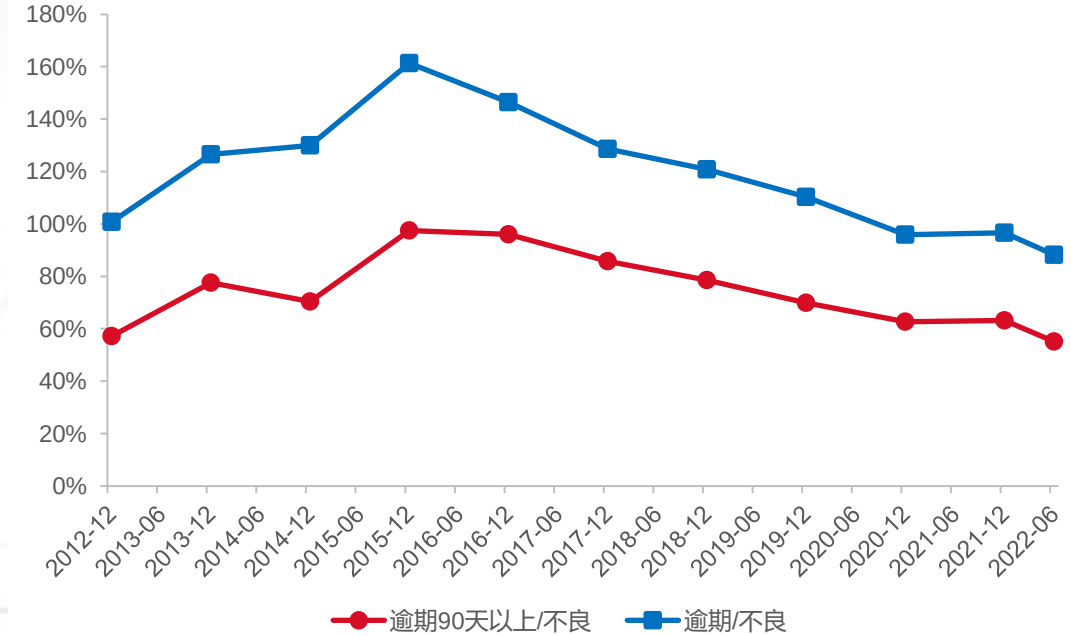
- **两个关键因素奠定资产质量稳基调：1）房地产行业融资政策全面转向确认风险底，压平房地产行业不良率曲线；2）2018年以来资产质量认定严格，存量风险出清较好，潜在风险明显低于上一轮不良上行期。**
- 预计不良生成率在一季度达到高点后回落，不良率达到高点后保持稳定。收入压力下，拨备计提力度减弱22Q4至23Q1拨备覆盖率略降低。国有银行、头部股份行、发达地区区域性银行不良率改善趋势有望持续。

关注类贷款与逾期贷款占比处于低位



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

不良偏离度处于低位



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

经营展望：上市银行

- 关注要点：受息差影响，22Q4-23Q2业绩持续承压，下半年随着息差企稳业绩回升。房地产行业风险底部明确，存量不良出清较好，资产质量压力可控，预计不良率较为稳定。

上市银行	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	趋势图
利润表									
营业收入	5.65%	4.88%	2.83%	2.00%	2.24%	1.94%	4.29%	5.57%	
利息净收入	5.17%	4.54%	4.19%	2.88%	0.83%	0.31%	3.44%	5.19%	
手续费及佣金净收入	3.54%	0.66%	-0.70%	-0.17%	5.34%	6.14%	7.20%	7.25%	
其他收入	11.21%	12.31%	-0.69%	-0.68%	5.73%	5.83%	5.88%	5.87%	
营业支出	5.18%	4.88%	1.16%	1.34%	1.65%	0.85%	3.90%	5.80%	
业务及管理费用	7.14%	8.37%	7.79%	7.05%	3.26%	4.47%	5.41%	6.34%	
资产减值损失	-0.91%	0.14%	-5.43%	-5.97%	-0.93%	-3.57%	2.03%	5.26%	
其他支出	22.55%	12.79%	3.08%	5.08%	5.05%	5.07%	5.08%	5.08%	
归母净利润	8.71%	7.54%	8.02%	3.79%	3.56%	3.96%	5.54%	5.79%	
拨备前利润	4.52%	4.16%	1.98%	-0.47%	1.70%	0.65%	4.08%	5.57%	
规模、息差与资产质量									
平均生息资产增速	8.47%	8.57%	9.51%	9.65%	9.09%	8.42%	8.28%	8.30%	
贷款增速	11.13%	11.22%	11.46%	11.34%	10.17%	9.48%	9.36%	9.35%	
净息差	2.00%	2.01%	1.94%	1.94%	1.85%	1.86%	1.85%	1.89%	
不良贷款率	1.31%	1.33%	1.31%	1.34%	1.34%	1.33%	1.33%	1.32%	
不良毛生成率	0.67%	0.77%	0.66%	0.68%	0.66%	0.74%	0.63%	0.63%	
拨备覆盖率	243.82%	240.36%	241.32%	235.62%	235.79%	235.66%	241.33%	241.37%	
贷款拨备率	3.19%	3.20%	3.17%	3.15%	3.15%	3.14%	3.20%	3.19%	

资料来源：公司公告、iFinD、东海证券研究所

经营展望：国有银行

东海证券 DONGHAI SECURITIES

- 关注要点：1）22Q4-23Q2利息净收入或出现负增长，下半年随着息差企稳业绩回升；2）资产极度分散，不良率预计稳定；3）利息净收入承压期间，拨备计提力度边际减弱，拨备覆盖率小幅下降。

国有银行	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	趋势图
利润表									
营业收入	6.20%	5.22%	2.36%	1.38%	0.63%	0.47%	2.91%	4.99%	
利息净收入	6.99%	6.00%	5.41%	3.38%	-1.21%	-1.21%	2.22%	4.98%	
手续费及佣金净收入	2.24%	1.18%	0.26%	1.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
其他收入	7.06%	5.58%	-12.30%	-10.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
营业支出	7.79%	7.17%	2.31%	2.31%	0.19%	-1.14%	2.61%	5.60%	
业务及管理费用	5.87%	8.85%	6.90%	6.00%	1.00%	3.00%	4.00%	5.50%	
资产减值损失	3.09%	3.34%	-2.86%	-4.00%	-3.00%	-8.00%	0.00%	6.00%	
其他支出	23.73%	13.07%	2.47%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
归母净利润	7.34%	6.03%	6.47%	1.21%	2.02%	3.46%	4.43%	4.92%	
拨备前利润	5.62%	4.92%	2.75%	-0.73%	0.04%	-1.19%	2.76%	5.31%	
规模、息差与资产质量									
平均生息资产增速	8.87%	9.23%	10.41%	10.50%	10.00%	9.00%	9.00%	9.00%	
贷款增速	11.69%	12.08%	12.81%	12.50%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
净息差	2.00%	1.97%	1.93%	1.90%	1.80%	1.79%	1.81%	1.83%	
不良贷款率	1.35%	1.36%	1.34%	1.37%	1.36%	1.36%	1.35%	1.35%	
不良毛生成率	0.56%	0.59%	0.49%	0.50%	0.52%	0.61%	0.50%	0.49%	
拨备覆盖率	240.28%	238.34%	239.40%	232.55%	233.11%	230.92%	236.12%	235.40%	
贷款拨备率	3.24%	3.23%	3.21%	3.18%	3.18%	3.14%	3.18%	3.18%	

资料来源：公司公告、iFinD、东海证券研究所

经营展望：股份制银行

- 关注要点：1）信用卡贷款与对公房地产贷款改善预期下，资产增速下降幅度较小；2）房地产行业风险底部明确，资产质量有望保持稳定；3）卡业务与代理业务回暖，手续费佣金收入优势有望回归。

股份制银行	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	趋势图
利润表									
营业收入	3.58%	2.82%	1.91%	1.54%	4.57%	3.90%	6.28%	5.91%	
利息净收入	0.71%	0.74%	0.76%	0.69%	3.85%	2.23%	4.94%	4.47%	
手续费及佣金净收入	4.81%	-0.94%	-2.94%	-3.00%	5.00%	7.00%	10.00%	10.00%	
其他收入	21.04%	22.68%	17.63%	15.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	
营业支出	-0.04%	-0.03%	-2.33%	-1.71%	3.88%	3.76%	5.90%	5.96%	
业务及管理费用	9.15%	7.14%	8.44%	8.00%	6.00%	6.00%	7.00%	7.00%	
资产减值损失	-7.09%	-5.27%	-10.44%	-10.00%	2.00%	2.00%	5.00%	5.00%	
其他支出	7.64%	9.72%	8.89%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
归母净利润	9.43%	8.59%	9.39%	7.42%	5.48%	4.07%	6.61%	5.81%	
拨备前利润	1.28%	0.98%	-1.36%	-2.10%	3.90%	3.00%	5.82%	5.40%	
规模、息差与资产质量									
平均生息资产增速	6.53%	6.54%	6.75%	7.00%	6.50%	6.50%	6.00%	6.00%	
贷款增速	7.86%	8.24%	7.53%	8.00%	7.50%	7.50%	7.00%	7.00%	
净息差	2.04%	2.12%	2.00%	2.07%	1.99%	2.03%	1.98%	2.04%	
不良贷款率	1.32%	1.32%	1.30%	1.31%	1.32%	1.32%	1.33%	1.31%	
不良毛生成率	1.24%	1.23%	1.10%	1.11%	1.03%	1.09%	0.96%	1.00%	
拨备覆盖率	216.67%	220.74%	220.06%	215.89%	214.40%	218.60%	224.43%	223.90%	
贷款拨备率	2.86%	2.91%	2.86%	2.84%	2.83%	2.89%	3.00%	2.93%	

资料来源：公司公告、iFinD、东海证券研究所

经营展望：城商行

- 关注要点：1）东部地区城商行信贷保持较快增长；2）短期贷款占比较高，息差受重定价影响较小；3）受益扎实的区域经济，资产质量延续改善，拨备覆盖率有望进一步提升。

城商行	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	趋势图
利润表									
营业收入	8.33%	9.50%	9.78%	7.99%	7.01%	5.84%	7.81%	8.33%	
利息净收入	5.89%	5.73%	6.12%	5.68%	6.71%	4.83%	7.70%	8.34%	
手续费及佣金净收入	12.55%	7.87%	5.50%	6.00%	10.00%	12.00%	12.00%	12.00%	
其他收入	16.60%	28.13%	28.91%	20.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	
营业支出	4.03%	6.38%	5.98%	5.95%	6.12%	6.10%	6.44%	6.67%	
业务及管理费用	11.18%	10.62%	13.27%	13.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	
资产减值损失	-1.38%	2.98%	0.41%	0.00%	2.00%	2.00%	2.50%	2.50%	
其他支出	11.18%	12.32%	10.89%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	
归母净利润	15.57%	14.73%	15.20%	11.44%	8.27%	5.58%	9.95%	10.94%	
拨备前利润	7.63%	9.34%	8.11%	5.88%	5.58%	4.03%	6.63%	7.06%	
规模、息差与资产质量									
平均生息资产增速	11.33%	9.60%	11.17%	11.00%	10.00%	9.50%	9.50%	9.50%	
贷款增速	17.67%	14.18%	13.58%	13.00%	12.00%	11.50%	11.50%	11.50%	
净息差	1.85%	1.94%	1.82%	1.89%	1.79%	1.86%	1.79%	1.87%	
不良贷款率	0.91%	1.17%	1.15%	1.17%	1.16%	1.15%	1.15%	1.14%	
不良毛生成率	-0.25%	0.85%	0.75%	0.78%	0.71%	0.72%	0.67%	0.67%	
拨备覆盖率	395.09%	306.44%	313.25%	313.53%	316.78%	322.21%	332.48%	341.11%	
贷款拨备率	3.59%	3.60%	3.60%	3.67%	3.68%	3.71%	3.81%	3.89%	

资料来源：公司公告、iFinD、东海证券研究所

经营展望：农商行

- 关注要点：1）江浙地区农商行信贷增长强力足；2）息差受重定价影响较小；3）江浙地区农商行资产资产质量延续改善趋势，拨备覆盖率有望进一步提升。

农商行	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12	趋势图
利润表									
营业收入	5.97%	5.43%	4.14%	5.55%	5.65%	7.66%	6.87%	8.36%	
利息净收入	4.45%	3.93%	2.71%	5.01%	5.73%	8.40%	7.46%	9.06%	
手续费及佣金净收入	-6.62%	-16.85%	-13.05%	-3.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
其他收入	28.23%	32.70%	24.45%	15.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
营业支出	-2.78%	0.91%	-1.01%	-1.15%	4.30%	4.16%	6.11%	6.09%	
业务及管理费用	4.65%	2.05%	7.24%	7.00%	6.00%	6.00%	7.00%	7.00%	
资产减值损失	-11.73%	-0.51%	-10.23%	-10.00%	2.00%	2.00%	5.00%	5.00%	
其他支出	14.04%	4.21%	6.13%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	
归母净利润	17.92%	14.38%	12.98%	17.39%	7.46%	11.97%	9.33%	11.77%	
拨备前利润	6.03%	8.10%	3.26%	4.74%	5.64%	8.10%	7.75%	9.08%	
规模、息差与资产质量									
平均生息资产增速	8.57%	7.99%	8.72%	9.00%	8.50%	8.50%	8.00%	8.00%	
贷款增速	13.24%	11.17%	10.21%	10.50%	10.00%	10.00%	9.50%	9.50%	
净息差	2.03%	2.05%	2.01%	2.05%	1.98%	2.05%	2.00%	2.07%	
不良贷款率	1.13%	1.12%	1.12%	1.16%	1.18%	1.18%	1.20%	1.20%	
不良毛生成率	0.42%	0.65%	0.58%	0.72%	0.56%	0.81%	0.67%	0.71%	
拨备覆盖率	363.01%	380.04%	375.27%	366.39%	360.02%	356.27%	358.84%	363.21%	
贷款拨备率	4.12%	4.24%	4.21%	4.26%	4.26%	4.22%	4.29%	4.34%	

资料来源：公司公告、iFinD、东海证券研究所

东海证券
DONGHAI SECURITIES

CONTENTS

目录

01 当前位置：下行后期逐渐清晰的底部

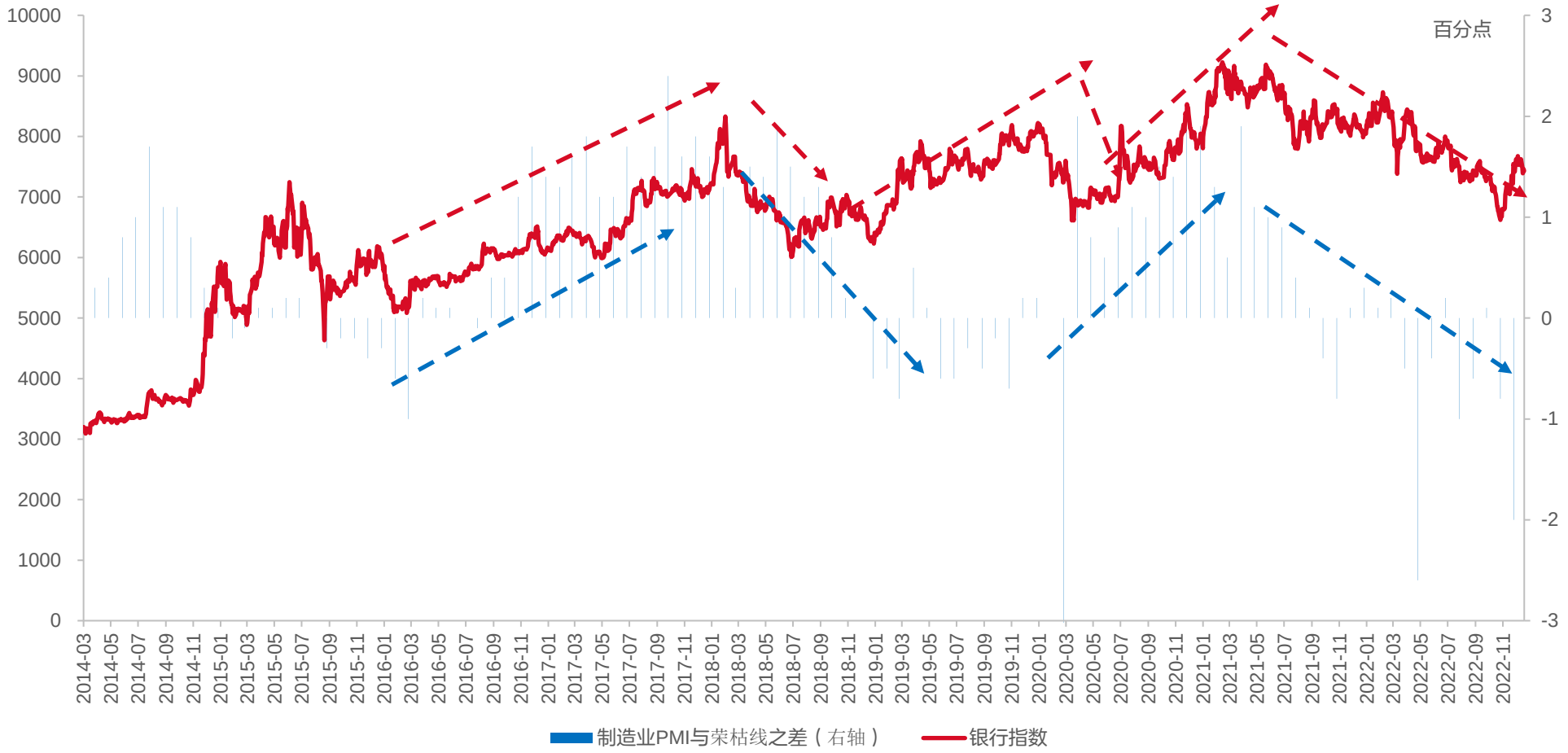
02 经营展望：静待息差企稳、经营活力提升

03 看好板块行情，结合宏观指标把握节奏

04 重点关注高增长潜力区域性银行

PMI从收缩走向扩张时银行指数上行

PMI从收缩走向扩张时银行指数上行，PMI从扩张走向收缩时银行指数下行



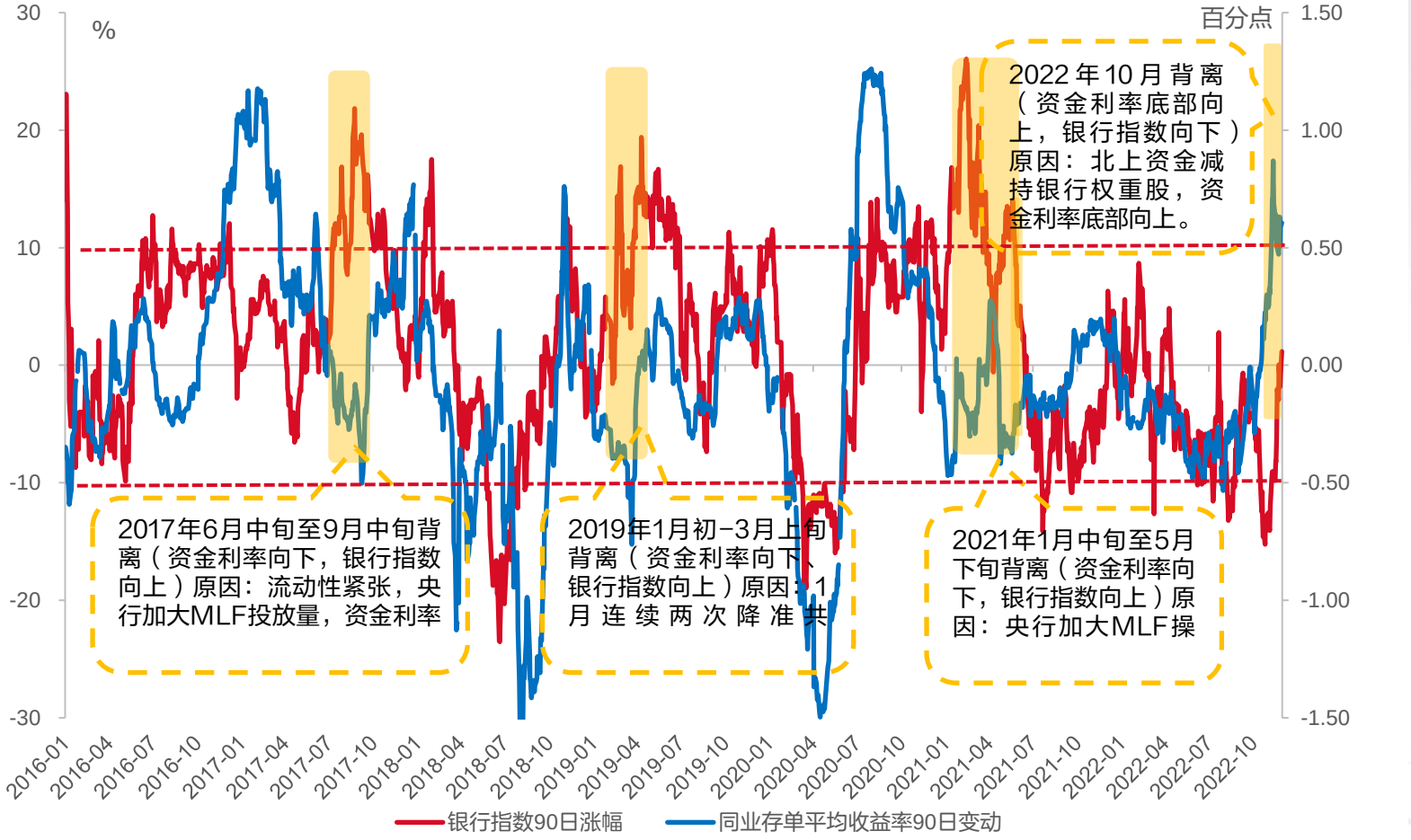
- 大部分时间里，**银行指数表现具有明显的经济周期性**。除去2014-2015年流动性牛市外，上升期发生在PMI回暖阶段，反之，在受到冲击时，银行指数随PMI明显的下行。

资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

同业存单收益率上行时银行指数上行

东海证券 DONGHAI SECURITIES

同业存单收益率与银行指数同向而行



资料来源：同花顺iFinD，东海证券研究所

- 除PMI外，另一个可选的宏观变量是负债端资金利率。1）**资金利率对宏观经济预期更灵敏；2）利率走势直接影响银行息差水平。这能解释2019Q2-Q4银行指数与PMI正相关性较弱、但与资金利率高度同步的现象。**
- 银行指数与资金利率短暂背离一般发生在资金利率在宽松货币政策快速下降阶段，伴随资金利率从阶段性顶部快速下行，而银行指数仍较为强势。
- **结合来看，当前“低位PMI+同业存单收益率向上脱离底部”组合构建出较好的布局机会。**

注：背离定义为90日内银行指数涨/跌幅超过10%而同业存单收益率下降/上升，或同业存单收益率上升/下降超过50bp而银行指数下跌/上涨。

CONTENTS

目录

01 当前位置：下行后期逐渐清晰的底部

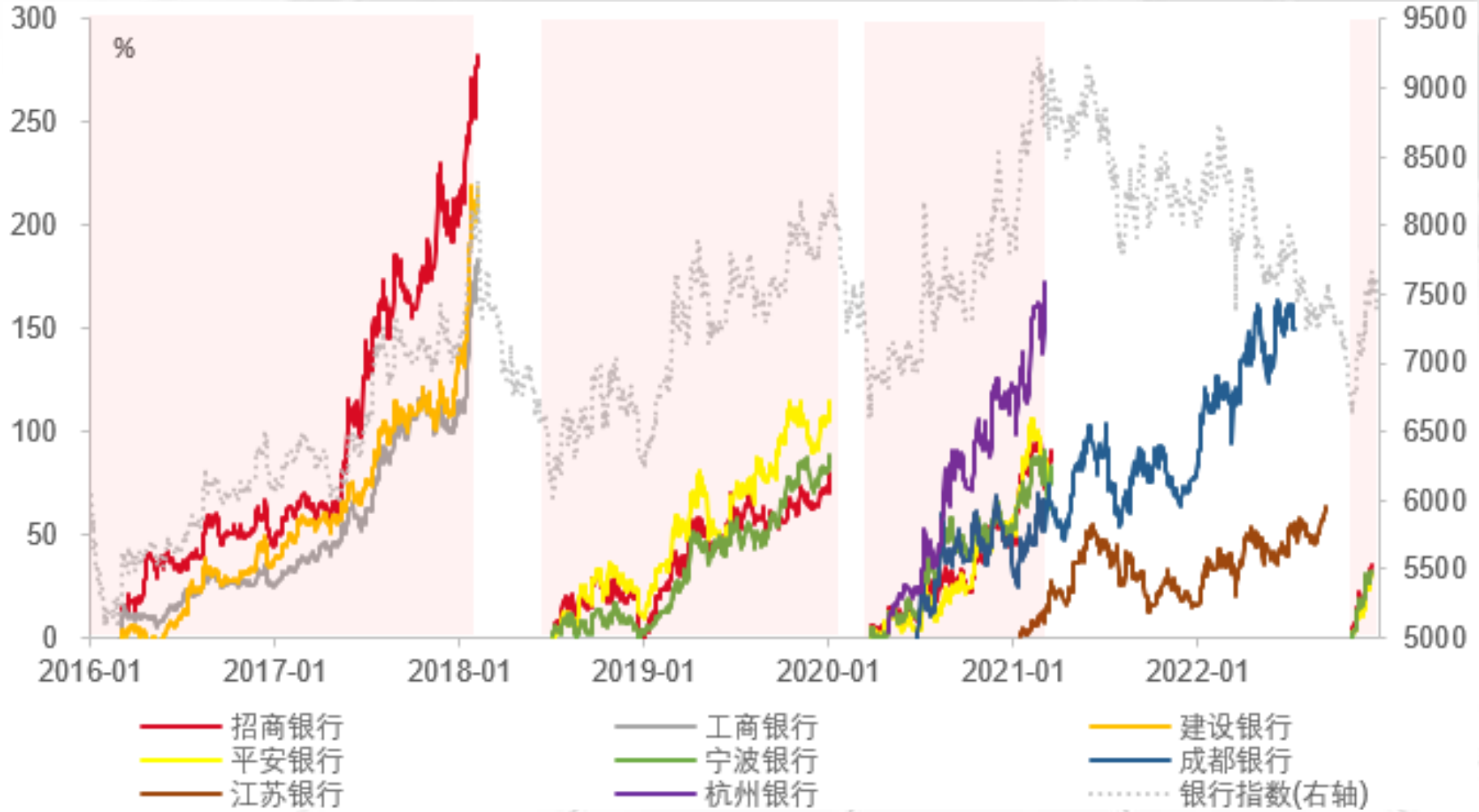
02 经营展望：静待息差企稳、经营活力提升

03 看好板块行情，结合宏观指标把握节奏

04 重点关注高增长潜力区域性银行

取得可观超额收益的个股特征

2016年以来历次上涨阶段，涨幅靠前公司区间走势



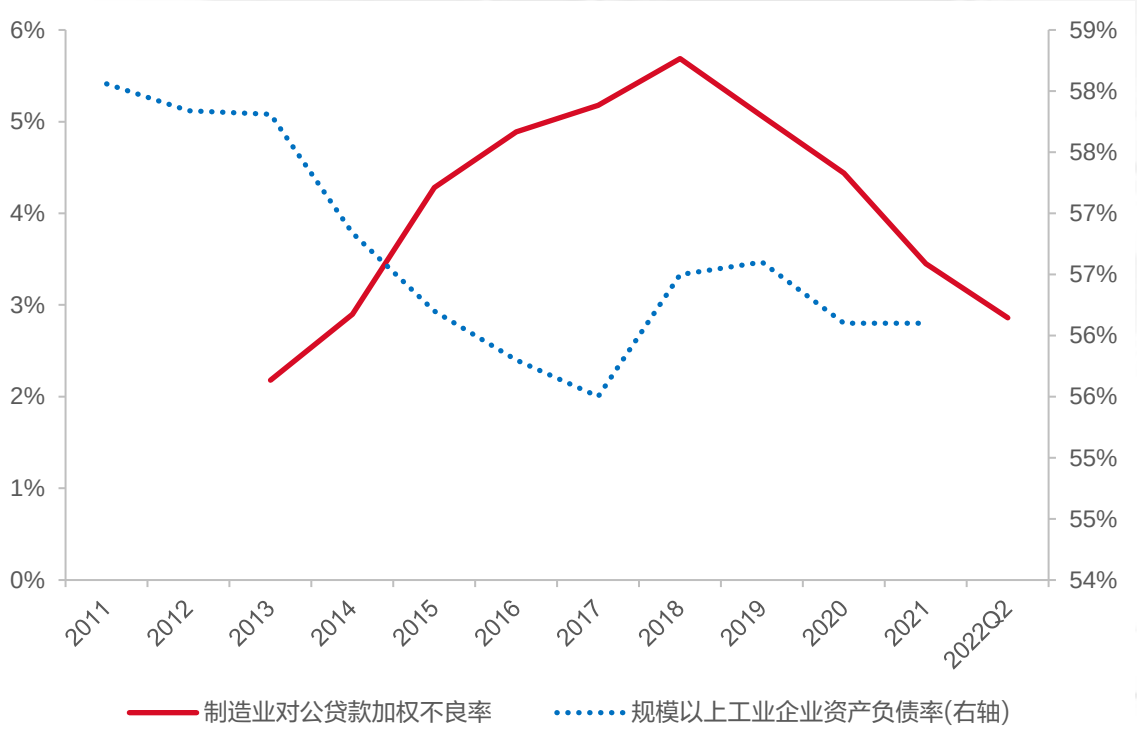
- 白马型：公司治理完善、穿越周期的优异业绩，每轮指数上涨中，涨幅都能位居前茅：招商银行、宁波银行。
- 中期高增长驱动重估：杭州银行(2020.4.27-2021.3.3)、成都银行(2020.6.30-2022.7.12)、江苏银行(2021.1.13-2022.9.9)、平安银行(2018.7.4-2020.1.3)

资料来源：iFinD，东海证券研究所

产业趋势下的重估机会主要在区域性银行

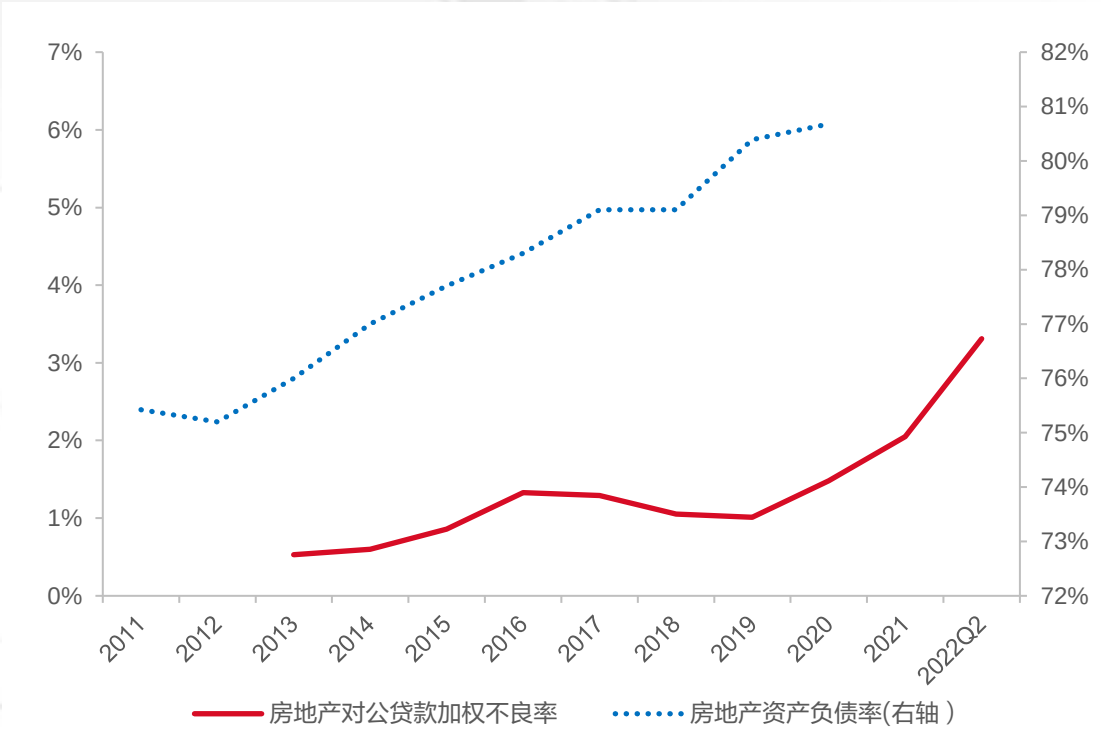
- 地产政策转向对银行板块的意义在于确立风险底部，房地产后周期决定涉房资产规模和质量仍将受到制约。而较低资产负债率与改善通道中的资产质量赋予工业企业部门中期规模增长空间充足。以上产业趋势下，实体经济发达地区银行在收入端具有更大的增长潜力,在资产质量具有更强保障。

工业企业资产负债率低位，不良率处在改善通道



资料来源：上市公司公告，iFinD，东海证券研究所

房地产行业资产负债率高位，不良率低位向上



资料来源：iFinD，东海证券研究所

宁波银行：确定性强的标杆银行

东海证券 DONGHAI SECURITIES

- 业绩驱动因素：区域经济发达，规模有望保持中高增长；投资端传统优势保持，投资收益有望实现较快增长；资管业务小而精，手续费及佣金净收入增长空间足；中小微企业贷款占比高，息差受重定价影响较小。

业绩增长率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	23.45%	23.90%	17.95%	17.06%	14.50%
发放贷款与垫款	30.08%	25.47%	21.43%	19.72%	16.34%
利息净收入	42.40%	17.37%	12.44%	21.14%	22.88%
手续费及佣金净收入	-18.52%	30.27%	-11.41%	14.65%	15.27%
营业收入	17.19%	28.37%	14.44%	15.21%	21.16%
拨备前利润	10.62%	30.55%	14.63%	18.14%	23.20%
归母净利润	9.74%	29.87%	19.01%	20.22%	18.09%

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	1.03%	1.08%	1.06%	1.09%	1.11%
ROAE	13.72%	14.59%	14.55%	15.40%	15.93%
净利差	2.55%	2.48%	2.14%	2.21%	2.26%
净息差	2.34%	2.26%	1.98%	2.02%	2.11%
信贷成本	1.40%	1.57%	1.25%	1.19%	1.36%
成本收入比	37.97%	36.95%	36.88%	35.36%	34.28%

资产质量与资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	0.79%	0.77%	0.77%	0.77%	0.76%
不良贷款毛生成率	0.67%	0.62%	0.96%	0.92%	0.79%
不良贷款净生成率	0.21%	0.15%	0.16%	0.14%	0.10%
拨备覆盖率	505.59%	525.52%	525.07%	499.55%	511.09%
拨备/贷款总额	3.99%	4.05%	4.06%	3.86%	3.87%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	14.84%	15.44%	16.13%	15.16%	14.67%
核心一级资本充足率	9.52%	10.16%	10.02%	9.82%	9.91%

每股指标与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (摊薄)	2.50	2.96	3.52	4.23	5.00
BVPS	17.26	20.38	23.51	26.65	30.42
P/E	12.28	10.40	8.74	7.27	6.15
P/B	1.78	1.51	1.31	1.15	1.01

资料来源：iFinD，东海证券。截止日为2022.12.23，收盘价为30.77元

江苏银行：具有潜力的头部城商行

东海证券 DONGHAI SECURITIES

- 业绩驱动因素：1）区域内实体经济信贷需求较好，贷款保持较快增长；2）中小企业贷款占比较高，净息差有望保持基本稳定；3）资产质量基础较好，信贷成本有望明显改善。

业绩增长率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	13.21%	12.02%	11.54%	10.97%	8.33%
发放贷款与垫款	15.34%	16.57%	13.92%	14.65%	11.37%
利息净收入	44.84%	22.96%	11.19%	9.11%	15.72%
手续费及佣金净收入	-11.06%	39.83%	-16.10%	14.95%	15.36%
营业收入	15.68%	22.58%	8.57%	9.65%	16.69%
拨备前利润	19.03%	24.35%	6.58%	9.73%	18.23%
归母净利润	3.06%	30.72%	22.17%	16.33%	21.24%

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.71%	0.82%	0.90%	0.94%	1.03%
ROAE	9.67%	10.64%	12.00%	12.84%	14.14%
净利差	2.09%	2.15%	2.16%	2.14%	2.12%
净息差	1.92%	2.05%	2.05%	2.01%	2.06%
信贷成本	1.97%	1.69%	1.33%	1.15%	1.17%
成本收入比	23.46%	22.44%	23.83%	23.87%	22.88%

资产质量与资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.32%	1.08%	0.96%	0.97%	0.97%
不良贷款毛生成率	0.90%	0.73%	0.82%	0.77%	0.75%
不良贷款净生成率	0.13%	-0.05%	0.02%	0.14%	0.11%
拨备覆盖率	256.40%	307.72%	377.78%	374.38%	372.10%
拨备/贷款总额	3.38%	3.32%	3.61%	3.62%	3.62%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	14.47%	13.38%	13.17%	12.85%	12.97%
核心一级资本充足率	9.25%	8.78%	8.87%	8.86%	9.20%

每股指标与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (摊薄)	1.02	1.33	1.63	1.90	2.30
BVPS	9.35	10.31	11.40	12.42	13.71
P/E	6.96	5.32	4.36	3.75	3.09
P/B	0.76	0.69	0.62	0.57	0.52

资料来源：iFinD，东海证券。截止日为2022.12.23，收盘价为7.10元

常熟银行：普惠业务具备竞争力的农商行

- 业绩驱动因素：1）贷款以中小微贷款为主，22年以中长期贷款为主的降息对息差影响较小；2）小微企业政策支持力度较大，规模有望保持中高增长。3）资产质量优异，信贷成本具有优势。

业绩增长率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总资产	12.90%	18.16%	17.07%	13.82%	13.95%
发放贷款与垫款	19.74%	24.02%	17.15%	15.96%	15.96%
利息净收入	4.85%	12.15%	16.59%	14.57%	16.73%
手续费及佣金净收入	-54.42%	60.99%	-91.59%	34.50%	17.40%
营业收入	2.13%	16.31%	15.26%	14.28%	16.17%
拨备前利润	-5.41%	19.21%	16.37%	15.20%	18.31%
归母净利润	1.01%	21.34%	24.01%	19.50%	20.04%

盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.98%	1.03%	1.08%	1.11%	1.15%
ROAE	10.31%	11.59%	12.78%	13.62%	14.75%
净利差	2.98%	2.91%	2.91%	2.93%	2.93%
净息差	3.12%	3.03%	3.01%	3.01%	3.03%
信贷成本	1.20%	1.16%	1.02%	0.97%	0.97%
成本收入比	42.77%	41.40%	40.91%	40.47%	39.39%

资产质量与资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	0.96%	0.81%	0.80%	0.83%	0.83%
不良贷款毛生成率	0.75%	0.31%	0.46%	0.48%	0.43%
不良贷款净生成率	0.17%	0.04%	0.11%	0.15%	0.12%
拨备覆盖率	485.33%	531.82%	556.94%	553.87%	559.77%
拨备/贷款总额	4.66%	4.31%	4.43%	4.57%	4.64%

资本	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	13.53%	11.95%	14.18%	13.47%	12.87%
核心一级资本充足率	11.08%	10.21%	10.20%	9.85%	9.57%

每股指标与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS (摊薄)	1.02	1.33	1.63	1.90	2.30
BVPS	9.35	10.31	11.40	12.42	13.71
P/E	6.96	5.32	4.36	3.75	3.09
P/B	0.76	0.69	0.62	0.57	0.52

资料来源：iFinD，东海证券。截止日为2022.12.23，收盘价为7.17元

风险提示

- **地产领域风险明显上升：**房地产行业政策转向积极，但市场需求依然未能有效改善，这意味着房地产行业信用风险仍有可能在需求持续低迷的情况下反复无常。若房地产开发商贷款、房地产开发商公司债券及个人按揭贷款违约率明显上升将引起银行业资产质量明显恶化。
- **宏观经济快速下行：**政策引导下，银行业对三农、中小微企业、服务业等市场薄弱主体的信贷支持力度较大，这类主体抗风险能力较弱，宏观经济快速下行将影响其还款能力，相应贷款质量压力上升。
- **宏观经济低迷触发连续降息：**明年下半年净息差企稳是本报告的核心逻辑，若宏观经济超预期下滑触发连续降息，银行业净息差将持续收窄，利息净收入将持续承压。
- **东部地区信贷需求明显转弱：**高增长潜力标的的选择建立在较快的规模增长基础之上，如东部地区信贷需求明显转弱则导致本地银行业绩驱动力明显减弱。

一、评级说明

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

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

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

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

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

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

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

四、资质声明

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

上海 东海证券研究所

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

北京 东海证券研究所

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

务实、创新、规范、协同

PRAGMATIC、INNOVATIVE、DISCIPLINED、COLLABORATIVE

东海证券微信订阅号

东海研究微信订阅号

东海证券股份有限公司研究所

王鸿行

whxing@longone.com.cn