平安证券

银行

2023 年 01 月 03 日

银行估值比较专题

估值错配，看好修复

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业年度策略报告*银行*拨云见日，改善可期*强于大市 20221208

【平安证券】行业深度报告*银行*瑞士信贷专题研究：风雨中的百年投行，关注重组进程推进*强于大市 20221111

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

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

平安观点：

- **估值静态分析：国内银行估值折价源自对盈利质量担忧。**从全球视角来看，目前我国银行业估值水平与日、欧相近，主流银行平均估值大致在 0.4-0.6 倍 PB 区间，明显低于美国银行业 1.2 倍的估值水平。进一步结合 ROE 分析，能够看到全球银行股的 PB 与 ROE 大都正向匹配，但我国银行业存在错配，对比盈利能力接近的中美银行（2021 年末美国标普 500 银行指数静态 PB 为 1.38x，而国内上市银行估值仅为 0.63x），估值折价明显。通过对中美盈利驱动因素的进一步拆解，我们发现市场给予国内银行更多估值折价主要来自对于长期盈利质量的担忧，具体来看包含两个维度：一方面，收入端担心由于国内银行对利息收入的依赖叠加经济下行导致银行资产端定价的持续下行，拉低国内银行盈利能力，另一方面，经济下行使得企业经营风险增加，尤其是对于地产与地方政府债务的担忧，从而使得账面的不良资产对潜在风险反映不够充分。但从 2022 年 4 季度以来，我们从政策端正在看到更多积极因素的出现，地产与防疫政策的持续调整优化将极大程度缓解市场对于板块的担忧情绪。同时，从中长期来看，过去几年能够明显看到国内银行无论是资产质量的真实性还是收入结构的多元性均有持续改善，从而对长期盈利质量的提升起到支撑。
- **估值动态分析：随经济周期波动，经济修复推升银行估值。**通过分析美、欧、日三个地区银行股估值走势变化能够看到，银行股整体估值变化呈现强周期性的特点，基本与该国家或地区的经济走势保持同步。尤其是从新冠疫情爆发的三年时间来观察，这些地区银行的估值均在 2020 年初疫情首次爆发时期触及低点，而后随国内经济恢复而修复。期间，美、欧、日银行股估值波动区间分别为 0.75x-1.51x、0.40x-0.80x、0.30x-0.50x 静态 PB，在经济修复过程中具备较大的向上弹性。而通过更长时间序列的观察能够看到，海外不同地区银行估值绝对水平的差异除去微观盈利能力差异外，一定程度与地区的经济增长活力有关。就美、欧、日三者比较，美国在 08 年金融危机以来的经济增长表现最好，2011 年-2021 年间 GDP 复合增速达到 2.1%，而欧元区和日本的经济增长相对乏力，对应 GDP 复合增速仅为 0.9%和 0.5%，乏力的经济增长影响了银行股的估值表现。
- **投资建议：板块估值处于底部，积极看好修复机会。**静态对比海外银行估值，我们认为国内板块低估主要源自市场对于资产质量的悲观预期，但我们看到近期政策持续调整优化将极大缓解市场的担忧情绪，预计过度折价有望迎来修复；动态参照美、欧、日三地银行股在经济修复过程中极强的向上弹性，当前我国银行板块静态 PB 仅 0.54x，估值处于历史绝对低位，且尚未修复至疫情前水平，对应隐含不良率超 15%，机构与北上资金持仓也均处于历史低位，积极看好板块的估值修复机会。**个股推荐两条主线：1）以招行、邮储为代表的估值受损有待修复的优质零售银行；2）成长性优于同业的优质区域性银行（宁波、苏州、成都、江苏、长沙）。**
- **风险提示：**1）宏观经济下行致行业资产质量压力超预期抬升。2）利率下行导致行业息差收窄超预期。3）房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 估值静态分析：低估值源自对盈利质量担忧 4
1.1 全球银行估值比较：PB-ROE 正向匹配，国内银行存在错配 4
1.2 盈利能力拆解：估值折价源于对盈利质量担忧 5
1.3 政策调整加速预期纠偏，估值修复可期 7
二、 估值动态分析：随经济周期波动，经济修复推升银行估值 10
2.1 美国：估值波动区间 0.75x-1.51x 静态 PB 10
2.2 欧元区：估值波动区间 0.40x-0.80x 静态 PB 12
2.3 日本：估值波动区间 0.30x-0.50x 静态 PB 13
三、 投资建议：板块估值处于底部，积极看好修复机会 15
四、 风险提示 16

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表目录

图表 1 各地区银行指数及上市银行个体静态 PB 估值（截至 2022 年 12 月 30 日）.....4
图表 2 PB-ROE 比较：我国银行业估值存在一定错配.....5
图表 3 中美主要银行 ROE 对比分析（2021）.....6
图表 4 我国商业银行非息收入占比偏低.....6
图表 5 我国商业银行净息差处于下行通道.....6
图表 6 中美银行业不良率及拨备覆盖率对比.....7
图表 7 中美银行信贷结构对比-2021.....7
图表 8 阶段性放宽新发放首套房贷款利率下限要求.....7
图表 9 时隔 7 年下调首套房公积金贷款利率.....7
图表 10 2022 年 11 月以来房地产信用端政策支持力度加大.....8
图表 11 下半年疫情防控政策进一步优化.....8
图表 12 我国商业银行逾期不良偏离度收窄.....9
图表 13 我国商业银行核心资产质量指标向好.....9
图表 14 我国商业银行整体非息占比约 20%.....9
图表 15 42 家上市银行中有 9 家非息占比超过 30%.....9
图表 16 疫情以来各国银行指数 PB 估值水平变化.....10
图表 17 美国银行业静态 BP（2019 年至今）.....11
图表 18 美国 2020 年疫情以来 GDP 增长表现.....11
图表 19 美国联邦基金利率过去三年间先降后升.....11
图表 20 美国主要大型银行 ROE 变化趋势.....12
图表 21 美国 2007 年以来银行股估值表现.....12
图表 22 美国自 2007 年以来 GDP 走势.....12
图表 23 欧元区三年以来银行股估值表现.....13
图表 24 欧元区自 2019 年以来 GDP 走势.....13
图表 25 欧元区 2007 年以来银行股估值表现.....13
图表 27 日本三年以来银行股估值表现.....14
图表 28 日本自 2019 年以来 GDP 走势.....14
图表 29 日本 2007 年以来银行股估值表现.....14
图表 31 上市银行估值尚未回归至疫情前水平.....15
图表 32 银行估值隐含不良率.....15
图表 33 银行板块主动基金持股比例.....15
图表 34 疫情以来银行板块北向资金持股情况.....15

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、 估值静态分析：低估值源自对盈利质量担忧

从全球视角来看，目前我国银行业估值水平与日、欧相近，主流银行平均估值大致在 0.4-0.6 倍 PB 区间，明显低于美国银行业 1.2 倍的估值水平。进一步结合 ROE 分析，能够看到全球银行股的 PB 与 ROE 大都正向匹配，但我国银行业存在错配，对比盈利能力接近的中美银行（2021 年末美国标普 500 银行指数静态 PB 为 1.38x，而国内上市银行估值仅为 0.63x），估值折价明显。

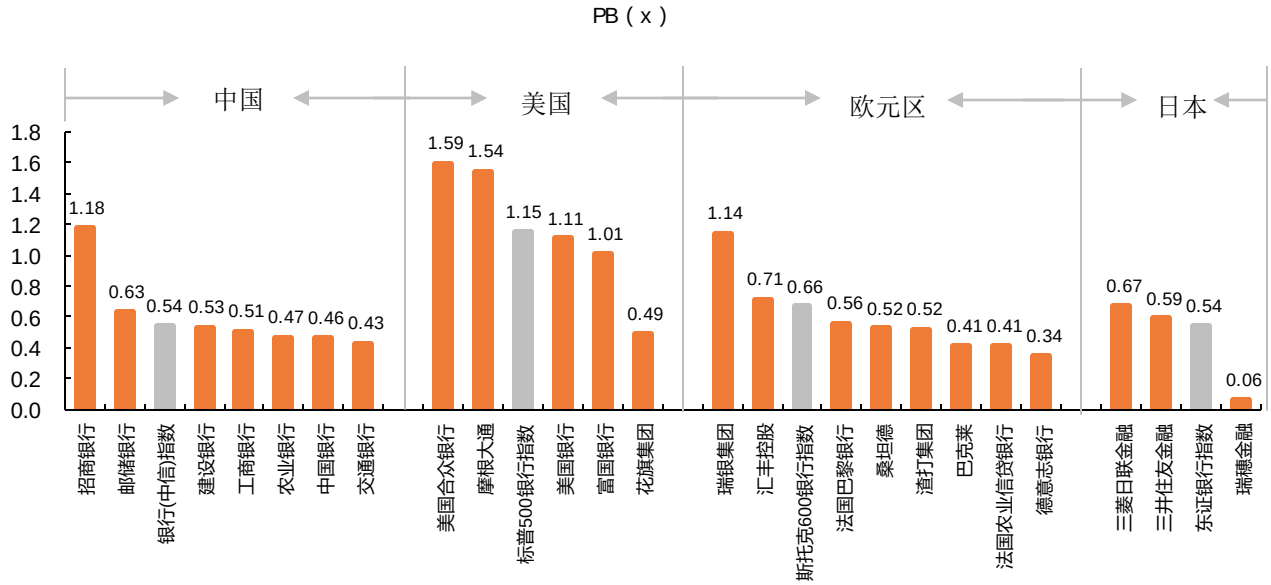
通过对中美盈利驱动因素的进一步拆解，我们发现市场给予国内银行更多估值折价主要来自对于长期盈利质量的担忧，具体来看包含两个维度：一方面，收入端担心由于国内银行对利息收入的依赖叠加经济下行导致银行资产端定价的持续下行，进一步拉低国内银行盈利能力，另一方面，经济下行使得企业经营风险增加，尤其是对于地产与地方政府债务的担忧，从而使得账面的不良资产对潜在风险反映不够充分。

但从 2022 年 4 季度以来，我们从政策端正在看到更多积极因素的出现，地产与防疫政策的持续调整优化将极大程度缓解市场对于板块的担忧情绪。同时，从中长期来看，过去几年能够明显看到国内银行无论是资产质量的真实性还是收入结构的多元性均有持续改善，从而对长期盈利质量的提升起到支撑。

1.1 全球银行估值比较：PB-ROE 正向匹配，国内银行存在错配

纵观当前全球主要国家和地区的银行股估值能够看到，美国银行业整体估值水平处于领先地位，大部分主流银行估值均在 1 倍 PB 以上。我国银行业当前的估值水平与日本及欧洲银行业较为接近，除部分个体外，主流银行平均估值大致在 0.4-0.6 倍 PB 区间。

图表1 各地区银行指数及上市银行个体静态 PB 估值（截至 2022 年 12 月 30 日）

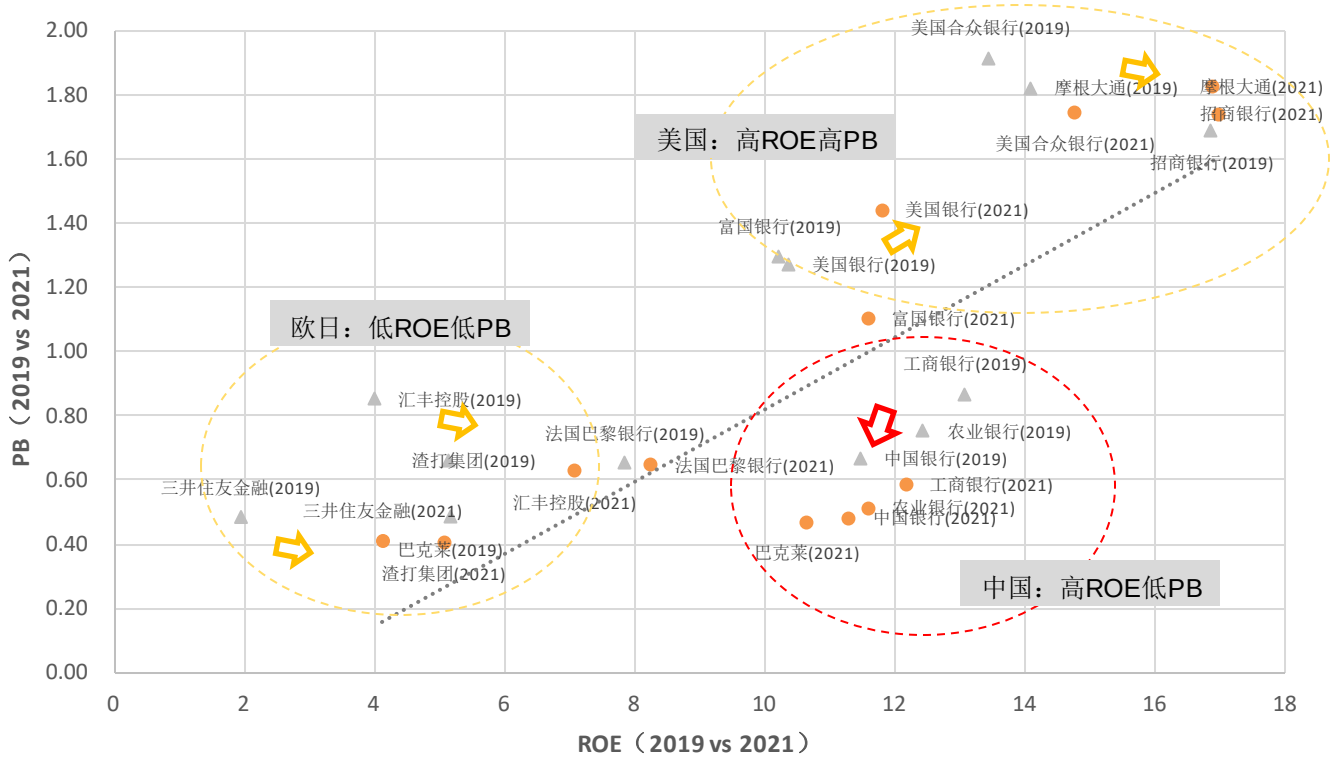


资料来源：Wind，Bloomberg，平安证券研究所

由于不同银行间的盈利能力存在较大差异，而盈利能力对估值又会带来显著影响，因此我们进一步通过长期以来被大家广泛接受的 PB-ROE 参照系来观察不同国家和地区银行估值水平的差异。

整体来看，虽处不同地区与不同市场，但全球银行股的 PB 与 ROE 大都正向匹配，美国银行股整体高 ROE 高 PB，而欧元区及日本银行股整体低 ROE 低 PB。不过，通过图表 2 我们也能够直观地发现我国银行股的估值存在一定错配。从盈利能力来看中美银行业疫情前后 ROE 水平相当，同属第一梯队，但疫情之后我国银行股 PB 受损更为严重，截至 2021 年末，美国标普 500 银行指数静态 PB 为 1.38x，而国内上市银行估值仅为 0.63x，甚至低于 ROE 明显逊于国内银行的欧洲银行股。个体来看，在 PB-ROE 体系下也呈现相同特征，截至 2021 年末相较位于同等 ROE 水平的美国大行（如美国银行、富国银行）1 倍以上的静态 PB，我国大行估值中枢明显更低，跌至 0.4x-0.6x 区间，与日、欧主流银行的估值更为接近。

图表2　PB-ROE 比较：我国银行业估值存在一定错配



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

1.2 盈利能力拆解：估值折价源于对盈利质量担忧

通过上节分析能够看到仅从 PB-ROE 的维度无法很好解释中国银行股估值的错配问题。因此，我们将盈利能力相近的中美银行的 ROE 进行拆解分析，从盈利驱动因素的角度分析造成估值差异的可能原因。

通过对比发现，中美银行的盈利驱动因子的确存在较大差异：1）从收入贡献的结构来看，国内银行更多依靠利息收入，占比达到 60%以上，而美国的银行则相对均衡，利息收入和非息收入各占 1/2；2）信用成本对盈利的扰动也是美国大行更少，主要源自近两年来更为优异的资产质量表现；3）国内银行明显优于美国大行的方面主要在于费用管控，由于美国劳动力市场的薪酬水平明显高于国内，因此推升美国银行业整体的收入成本比至 60%左右，而相比之下，国内银行的平均收入成本比则低于 30%。

与此同时，结合 2020 年以来国内经济与政策的变化综合分析，我们认为市场给予国内银行更多估值折价主要来自对于长期盈利质量的担忧，具体来看包含两个维度：**一方面，收入端担心由于国内银行对利息收入的依赖叠加经济下行导致银行资产端定价的持续下行，进一步拉低国内银行盈利能力，另一方面，经济下行使得企业经营风险增加，尤其是对于地产与地方政府债务的担忧，从而使得账面的不良资产对潜在风险反映不够充分。**

图表3 中美主要银行 ROE 对比分析（2021）

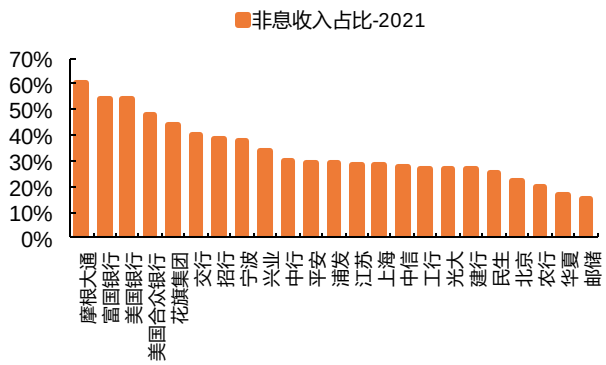
上市银行杜邦分解(2021)		ROA	权益乘数	ROE	利息净收入/A	利息收入/A	利息支出/A	手续费及佣金收入/A	其他非息收入/A	业务及管理费/A	信用减值损失/A	其他营业成本/A	营业外支出/A	所得税/A	息差	非息收入占比	手续费收入占比	其他非息收入占比	成本收入比	不良率	核心一级资本充足率
中国	工行	1.0%	11.9	12.2%	2.0%	3.4%	1.4%	0.4%	0.3%	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.2%	2.11%	26.7%	14.1%	12.6%	24.0%	1.42%	13.31%
	建行	1.0%	12.1	12.6%	2.1%	3.6%	1.5%	0.4%	0.3%	0.7%	0.6%	0.2%	0.0%	0.3%	2.13%	26.5%	14.7%	11.8%	25.5%	1.42%	13.59%
	农行	0.9%	13.5	11.6%	2.1%	3.6%	1.5%	0.3%	0.2%	0.8%	0.6%	0.1%	0.0%	0.2%	2.12%	19.7%	11.2%	8.6%	30.5%	1.43%	11.44%
	中行	0.8%	13.3	11.3%	1.7%	3.1%	1.4%	0.3%	0.4%	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%	0.2%	1.75%	29.8%	13.4%	16.3%	28.2%	1.33%	11.30%
	邮储	0.6%	18.6	11.9%	2.3%	3.8%	1.5%	0.2%	0.2%	1.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	2.36%	15.5%	6.9%	8.6%	59.0%	0.82%	9.92%
	交行	0.8%	13.7	10.8%	1.4%	3.4%	1.9%	0.4%	0.5%	0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	1.56%	40.0%	17.7%	22.3%	27.7%	1.48%	10.62%
	招行	1.4%	12.5	17.0%	2.3%	3.7%	1.4%	1.1%	0.4%	1.2%	0.7%	0.1%	0.0%	0.3%	2.48%	38.4%	28.5%	9.9%	33.1%	0.91%	12.66%
	兴业	1.0%	13.9	13.9%	1.8%	3.8%	2.1%	0.5%	0.4%	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.1%	2.29%	34.2%	19.3%	14.9%	25.1%	1.10%	9.81%
	浦发	0.7%	13.3	8.8%	1.7%	3.7%	2.0%	0.4%	0.3%	0.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.83%	28.8%	15.3%	13.6%	26.2%	1.61%	9.40%
	中信	0.7%	15.0	10.7%	1.9%	3.9%	2.0%	0.5%	0.3%	0.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.05%	27.7%	17.5%	10.2%	29.2%	1.39%	8.85%
	民生	0.5%	13.3	6.6%	1.8%	4.0%	2.2%	0.4%	0.2%	0.7%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	1.91%	25.5%	16.3%	9.2%	29.2%	1.79%	9.04%
	光大	0.8%	13.8	10.6%	2.0%	4.1%	2.1%	0.5%	0.2%	0.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.16%	26.6%	17.9%	8.7%	28.0%	1.25%	8.91%
	平安	0.8%	14.0	10.9%	2.6%	4.5%	2.0%	0.7%	0.3%	1.0%	1.5%	0.1%	0.0%	0.2%	2.79%	29.0%	19.5%	9.4%	28.3%	1.02%	8.60%
	华夏	0.7%	13.6	9.0%	2.2%	4.3%	2.1%	0.3%	0.2%	0.8%	1.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.35%	17.0%	9.7%	7.3%	29.1%	1.77%	8.78%
	浙商	0.6%	16.8	9.8%	1.9%	4.3%	2.3%	0.2%	0.4%	0.6%	1.1%	0.0%	0.0%	0.1%	2.27%	23.0%	7.4%	15.5%	25.3%	1.53%	8.13%
美国	摩根大通	1.3%	14.0	18.3%	1.5%	1.6%	0.2%	1.4%	0.6%	2.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.3%	1.64%	60.0%	39.9%	20.1%	58.6%	0.64%	13.10%
	美国银行	1.0%	12.1	12.4%	1.4%	1.6%	0.2%	1.6%	-0.1%	2.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	1.66%	54.2%	53.9%	0.3%	67.0%	0.46%	10.60%
	花旗集团	0.9%	12.5	11.4%	1.9%	2.2%	0.4%	0.8%	0.5%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	1.99%	43.8%	24.5%	19.3%	67.0%	0.51%	12.25%
	富国银行	1.0%	11.8	12.2%	1.8%	2.0%	0.2%	1.6%	0.6%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	2.05%	54.4%	40.4%	14.0%	63.3%	0.78%	11.35%
	美国合众银行	1.3%	11.8	15.9%	2.2%	2.4%	0.2%	1.7%	0.2%	2.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	2.49%	47.7%	41.2%	6.5%	60.1%	0.26%	10.00%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

■ 收入端担忧资产端定价下行侵蚀盈利能力

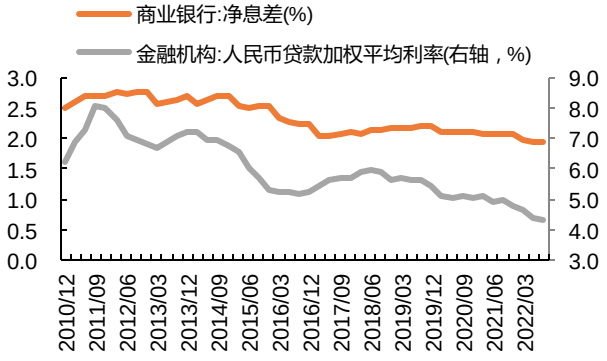
国内银行较为单一的营收结构，息差收窄背景下国内银行收入增长的可持续性遭受质疑。我们看到美国大型银行收入结构更为多元，非息收入占比普遍过半，而国内银行业收入则更多依赖于利息收入，普遍占比达到 60%以上。此外，由于 2020 年以来受疫情及地产政策调整影响，国内经济下行压力加大，导致银行资产端定价不断下行和息差的收窄。截至 2022 年三季度末，金融机构人民币贷款加权平均利率较 19 年下降 1.10pct 至 4.34%，国内银行业净息差较 19 年下降 0.26pct 至 1.94%，加重了市场对于国内银行业保持当前盈利能力水平的担忧。

图表4 我国商业银行非息收入占比偏低



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图表5 我国商业银行净息差处于下行通道



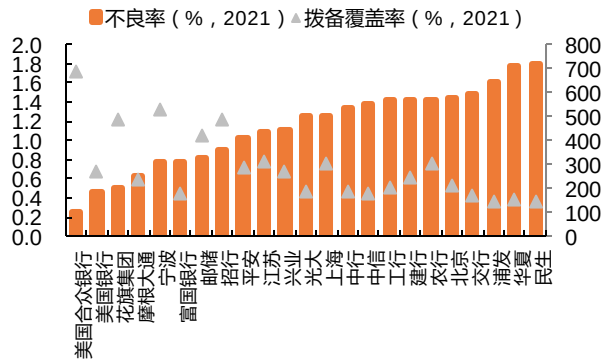
资料来源：Wind，央行，银保监会，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **支出端担忧不良对盈利的侵蚀加大**

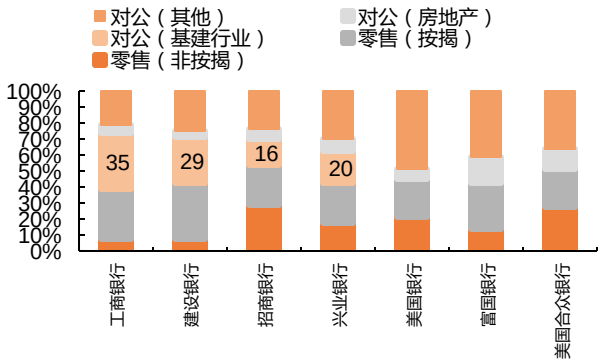
对于中美主流银行的资产质量指标能够看到，由于在 2020 年疫情后中美经济走势的背离，使得目前美国大行当前的资产质量表现优于国内银行。更为重要的是投资者对于国内银行资产质量的真实性本就存在担忧，相较于美国的银行，国内银行信贷结构中更多倾斜对公业务，其中部分流向房地产和地方政府相关的基建项目。而随着 2020 年以来疫情的爆发以及对于地产政策调控的趋严，纵使目前账面相关行业的资产质量表现保持稳定，但对未来潜在不良生成的担忧有所加剧，进一步放大了估值折价。

图表6 中美银行业不良率及拨备覆盖率对比



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

图表7 中美银行信贷结构对比-2021



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

1.3 政策调整加速预期纠偏，估值修复可期

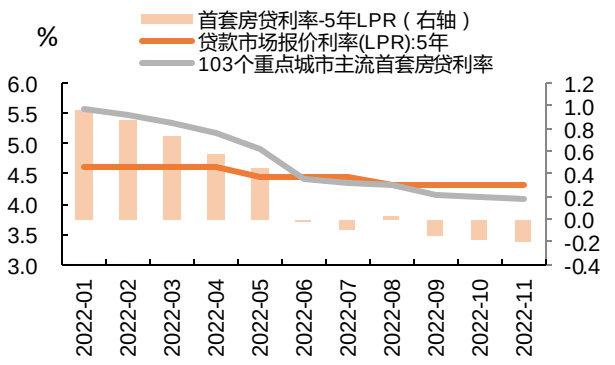
通过上述分析能够看到，我们认为国内银行的估值折价主要源自对于未来长期盈利能力的担忧。但从 2022 年 4 季度以来，我们从政策端正在看到更多积极因素的出现，地产与防疫政策的持续调整优化将极大程度缓解市场对于板块的担忧情绪。同时，从中长期来看，过去几年能够明显看到国内银行无论是资产质量的真实性亦或是收入结构的多元性均有持续改善，从而对长期盈利质量的提升起到支撑。

■ **关注政策端积极信号：防疫与地产政策同步调整**

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

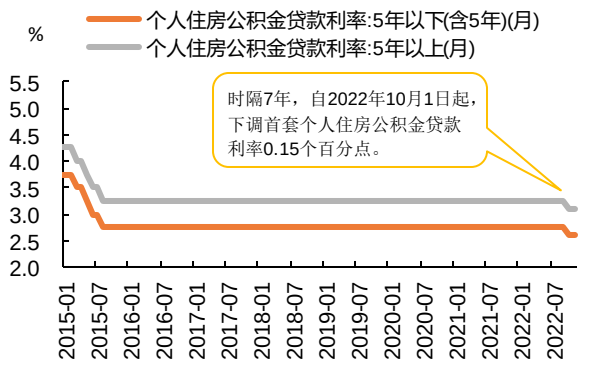
1）需求端政策不断宽松，8 月监管首提“一城一策”，赋予地方政府更大的调控自主权；为激发楼市活力，9 月央行阶段性放宽首套房贷利率下限，根据国家统计局 70 个大中城市房价指数数据，至少有 23 个城市符合新政要求；同月央行下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，随后北京、天津、武汉、南京等多地陆续跟进下调。

图表8 阶段性放宽新发放首套房贷款利率下限要求



资料来源：Wind，央行，贝壳研究院，平安证券研究所

图表9 时隔 7 年下调首套房公积金贷款利率

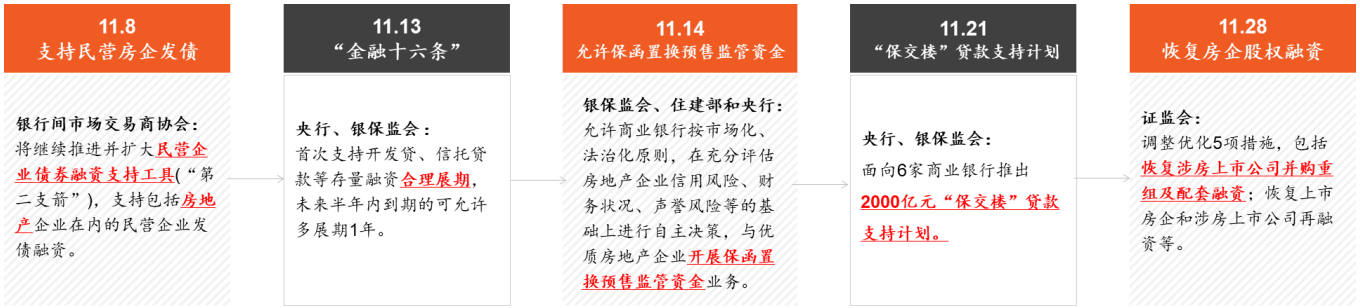


资料来源： Wind，央行，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

2）信用端加大托底力度，从 11 月 8 日“第二支箭”支持民营企业发债融资到 11 月 13 日“金融 16 条”支持存量融资展期，再到 11 月 28 日证监会调整优化房地产股权融资，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，以及支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资，信贷、债券、股权“三支箭”政策组合齐发，进一步推动市场对行业资产质量悲观预期的化解。

图表10 2022 年 11 月以来房地产信用端政策支持力度加大



资料来源：银行间市场交易商协会，央行，银保监会，证监会，平安证券研究所

关注疫情防控政策的加速优化，有利于发挥经济修复带动行业基本面改善的积极作用。下半年疫情防控政策经历了多次优化，国务院联防联控机制分别于 6 月出台第九版防控方案、11 月公布“二十条”措施，再到 12 月 26 日卫健委最新公告将新型冠状病毒感染由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，并解除大部分跨境限制，我们认为防控政策的不断优化将有助于减少疫情对经济社会发展的影响，从而发挥其对经济修复带动行业基本面改善的正面作用。

图表11 下半年疫情防控政策进一步优化

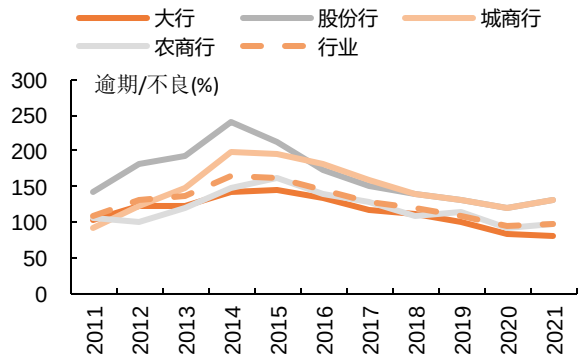
	第八版	第九版	二十条
发布时间	2021.5.17	2022.6.19	2022.11.11
对应文件	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第八版）》	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》
密接	1）14天集中隔离+7天居家 2）解除集中隔离要求双采双检 3）采样时间：1、4、7、14天核酸检测	1）7天集中隔离+3天居家健康监测 2）解除集中隔离不要求双采双检 3）采样时间：集中隔离医学观察的第1、2、3、5、7天各开展一次核酸检测；在居家健康监测的第3天开展一次核酸检测	1）5天集中隔离+3天居家隔离 2）采样时间：集中隔离医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

资料来源：国务院，平安证券研究所

■ 资产质量真实性不断提升

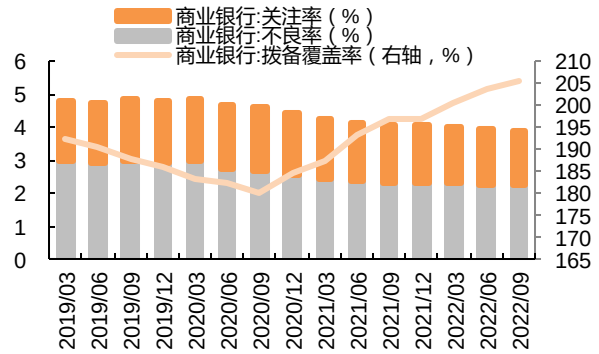
从不良数据真实性来说，我们看到近年来国内银行业逾期确认更加严格，资产质量大幅出清，核销处置力度也在加大，主要上市银行贷款处置（核销及转出）规模自 18 年起达到万亿级别。在此背景下，行业资产质量指标获得实质性改善，我们跟踪的广义口径不良指标——不良+关注率从 16 年高点 5.86%已经降至 22 年 3 季度末的 3.88%，同时行业整体拨备覆盖率也达到了 200%以上的水平，风险抵补能力正在不断夯实。

图表12 我国商业银行逾期不良偏离度收窄



资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

图表13 我国商业银行核心资产质量指标向好

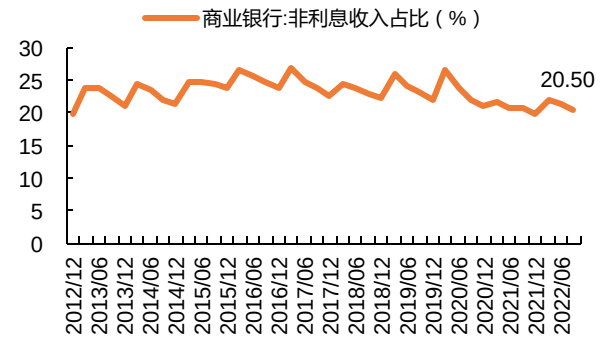


资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

■ 收入结构改善值得期待

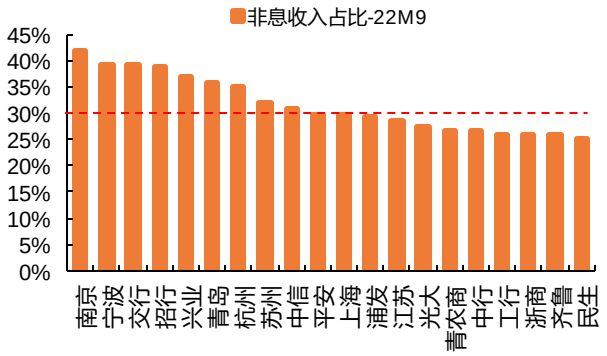
其次从收入多元化的角度来讲，国内银行也在努力改善收入结构并提升非息占比，行业整体非息占比虽保持在 20%上下，但仍有部分个体表现尤为突出，从 22 年前三季度收入情况来看，42 家上市银行中有 9 家非息占比超过 30%，其中南京银行非息占比最为优异，非息收入占比达到 42%，以宁波、招行、兴业为代表的银行非息占比位于 35%以上。

图表14 我国商业银行整体非息占比约 20%



资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

图表15 42 家上市银行中有 9 家非息占比超过 30%



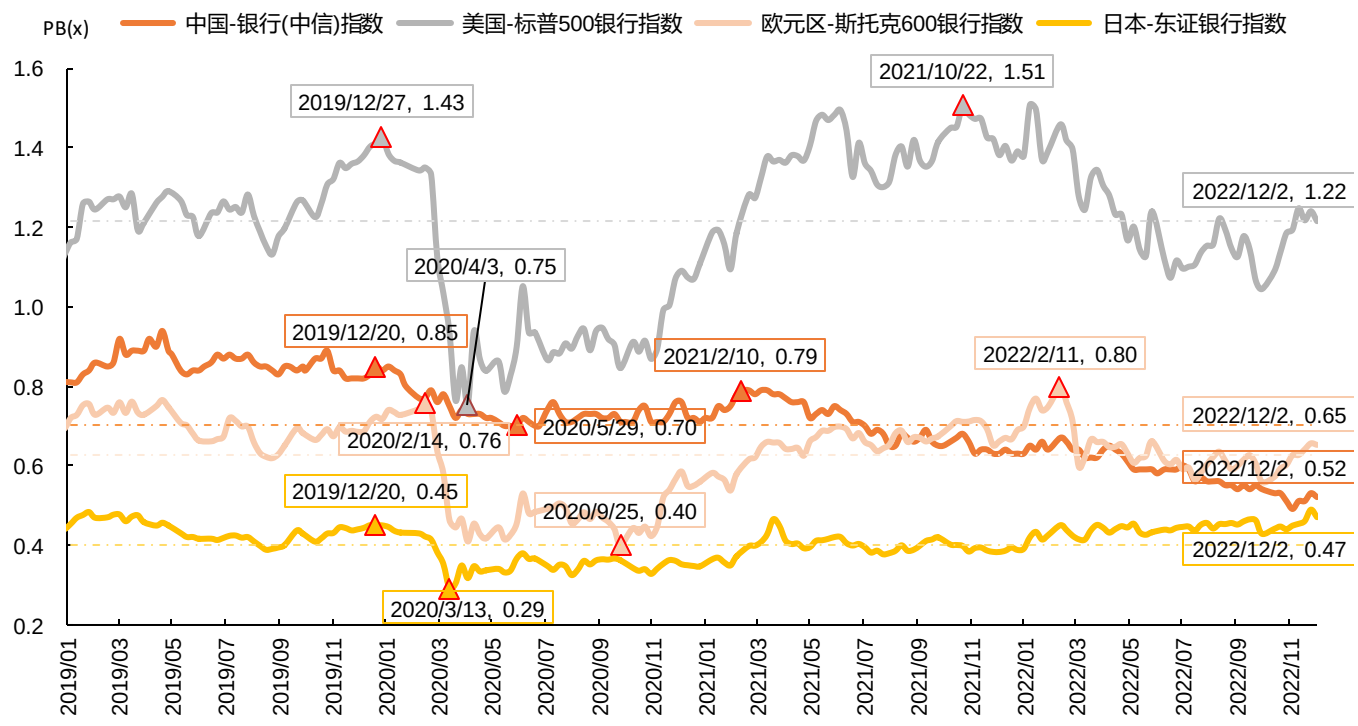
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

二、 估值动态分析：随经济周期波动，经济修复推升银行估值

第一部分我们主要从微观财务视角详细分析了银行盈利能力和估值之间的关系，旨在希望从静态视角去观察不同地区银行估值差异产生的原因和合理估值水平。当然，我们知道银行作为反映宏观经济的晴雨表，其估值和基本面的波动极大程度会受到这家银行所处国家或地区的经济趋势变化的影响。因此，这一部分我们将站在动态维度从长时间序列去观察海外银行的估值波动与经济周期时间的关系。

通过分析美、欧、日三个地区银行股估值走势变化能够看到，银行股整体估值变化呈现强周期性的特点，基本与该国家或地区的经济走势保持同步。尤其是从新冠疫情爆发的三年时间来观察，这些地区银行的估值均在 2020 年初疫情首次爆发时期触及低点，而后随国内经济恢复而修复。期间，美、欧、日银行股估值波动区间分别为 0.75x-1.51x、0.40x-0.80x、0.30x-0.50x 静态 PB，在经济修复过程中具备较大的向上弹性。而通过更长时间序列的观察能够看到，海外不同地区银行估值绝对水平的差异除去微观盈利能力差异外，一定程度与地区的经济增长活力有关。就美、欧、日三者比较，美国在 08 年金融危机以来的经济增长表现最好，2011 年-2021 年间 GDP 复合增速达到 2.1%，而欧元区和日本的经济增长相对乏力，对应 GDP 复合增速仅为 0.9%和 0.5%，乏力的经济增长影响了银行股的估值表现。

图表16 疫情以来各国银行指数 PB 估值水平变化



资料来源：Wind，Bloomberg，平安证券研究所

注：虚线表示该指数 2020 年以来 PB 估值中枢（中位数）

2.1 美国：估值波动区间 0.75x-1.51x 静态 PB

观察美国自 2020 年新冠疫情出现以来的银行股估值变化能够发现典型的顺周期特征。银行业估值低点出现在 2020 年 3-4 月间，期间正值美国首轮疫情爆发初期，而后随着初期疫情的消退以及经济刺激政策效果的显现，行业估值自 2020 年 11 月开始回升，并于 2021 年达到疫情前估值水平。进入 2022 年后，受美联储加息及经济预期转弱的影响，行业估值有所回落，但也大体保持在长期估值中枢水平。

从过去三年整个期间的估值变化来看，美国银行业估值在经济周期中同样具有较大弹性，最低静态 PB 为 0.75x，最高静态估值为 1.51x，估值差达到 1 倍。

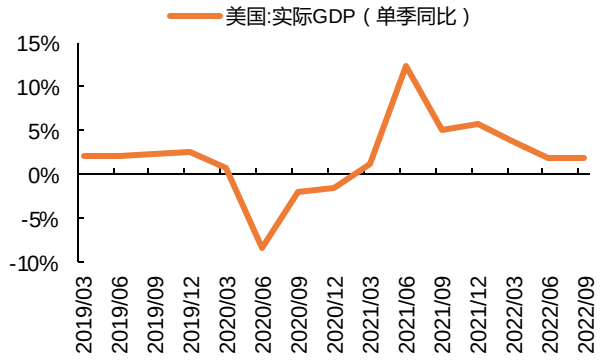
图表17 美国银行业静态 BP（2019 年至今）



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

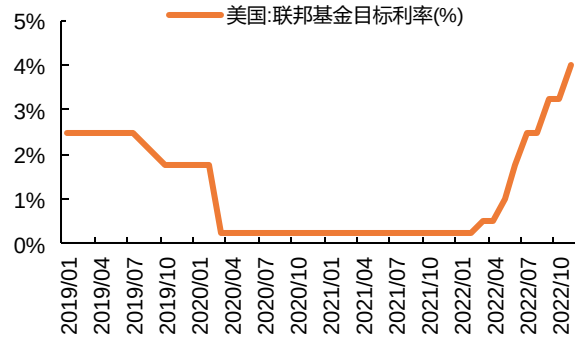
从估值影响因素来看，宏观经济依然是最重要的影响因子，银行股估值的修复基本与美国整体经济的修复趋势保持一致。货币政策与银行估值的相关性相对较弱，尤其在 2022 年以来利率上升阶段，虽然利率上行将有利于银行的息差和收入改善，但自 2022 年以来美国银行股估值呈收敛趋势，我们认为这依旧与市场对于经济预期的转弱有关，可见经济对于银行股估值的影响依然是决定性的。

图表18 美国 2020 年疫情以来 GDP 增长表现



资料来源：BEA，平安证券研究所

图表19 美国联邦基金利率过去三年间先降后升

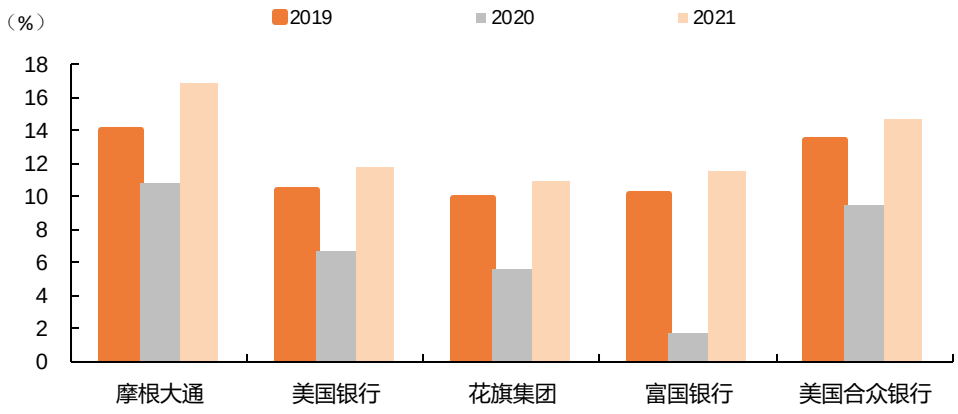


资料来源：美联储，平安证券研究所

从银行经营基本面来看，大体与经济周期保持一致，与银行股的估值表现同步。我们通过对美国五家主要大型银行的盈利能力进行比较发现，盈利能力自 2020 年至 2021 年均表现为先降后升，且均在 2021 年录得近 3 年来的最佳表现，从而助推银行估值取得新高。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

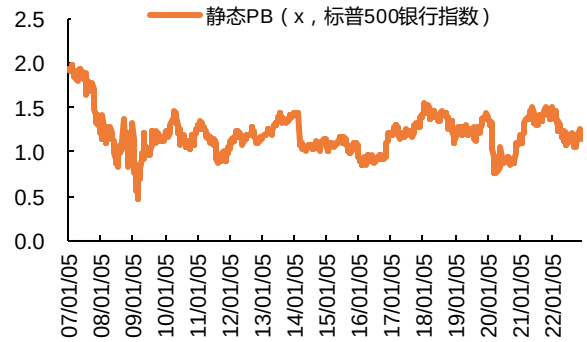
图表20 美国主要大型银行 ROE 变化趋势



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

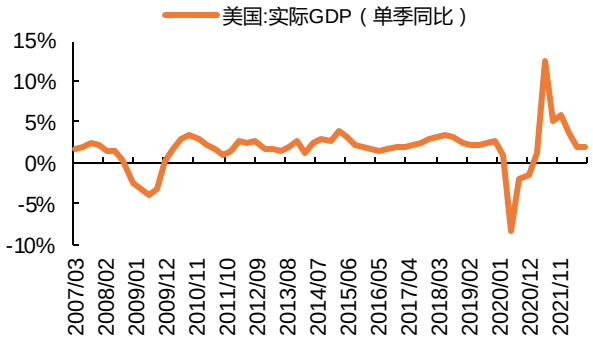
如果我们从更长时间维度来观察美国银行业的估值表现能够发现，美国银行业的整体估值水平除 2008 年金融危机时期触及过 PB0.5 倍左右的历史极值水平外，在其余绝大部分时间内估值均在 1 倍-1.5 倍之间波动。而在此阶段内，美国经济增长表现也大体稳定，GDP 保持 2%-3%的增长中枢。

图表21 美国 2007 年以来银行股估值表现



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表22 美国自 2007 年以来 GDP 走势



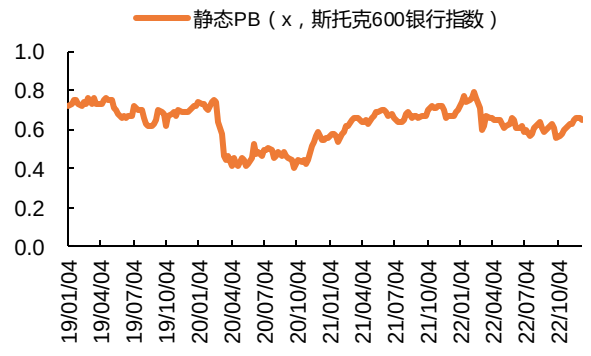
资料来源：BEA，平安证券研究所

2.2 欧元区：估值波动区间 0.40x-0.80x 静态 PB

欧元区整体银行股的估值在疫情三年间的趋势与美国基本保持相同，估值在 2020 年 2 季度疫情爆发时期触及低点，而后随着疫情的好转及经济的修复估值逐步回升至疫情前水平。不过从绝对估值水平来看，欧洲银行股的估值要低于美国，在整个周期内，欧洲银行股估值区间在 0.4 倍-0.8 倍静态 PB 之间波动。从估值底部抬升幅度来看，欧洲与美国接近，整体估值抬升幅度在 100%。

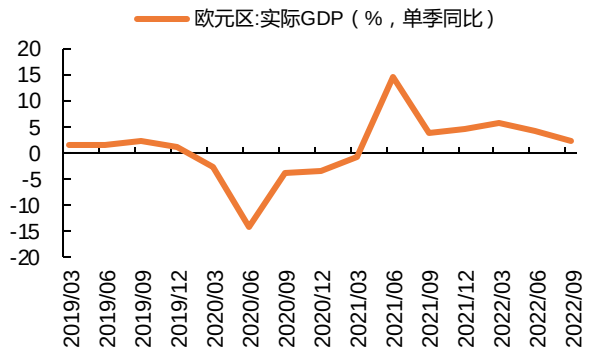
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表23 欧元区三年以来银行股估值表现



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

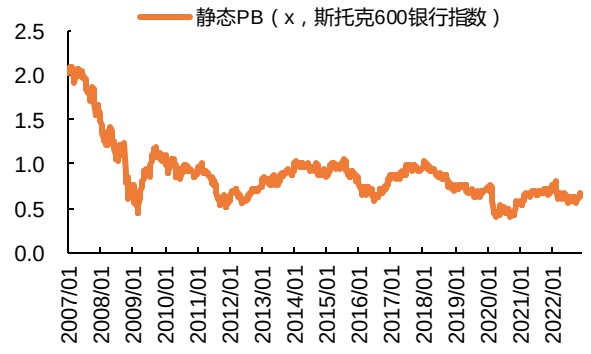
图表24 欧元区自 2019 年以来 GDP 走势



资料来源：欧盟统计局，平安证券研究所

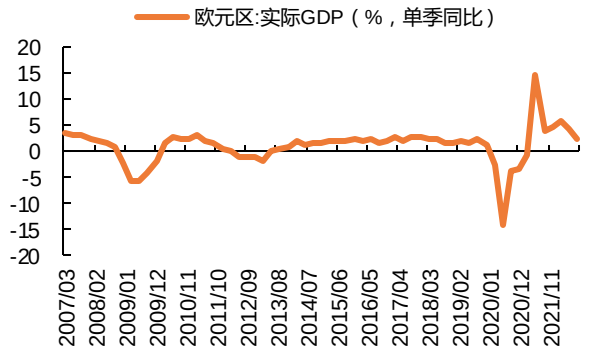
同样的，拉长时间维度来看，我们从 2008 年金融危机后的表现开始观察，能够看到欧洲银行股的估值也大都稳定在 0.5 倍-1 倍静态 PB 的估值水平。相较于美国银行业 1 倍-1.5 倍的估值区间，我们认为除去第一部分我们在微观财务层面的比较外，经济增长动力的差异也一定程度对估值带来了影响。由于后金融危机时代欧元区还遇到内部大量经济主体债务危机的冲击，使得整个欧元区在 2014 年以前的增长几近陷入停滞，而 14 年以后，经济增速的恢复也不及美国，从而对作为经济晴雨表的银行业估值带来压力。

图表25 欧元区 2007 年以来银行股估值表现



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表26 欧元区自 2007 年以来 GDP 走势



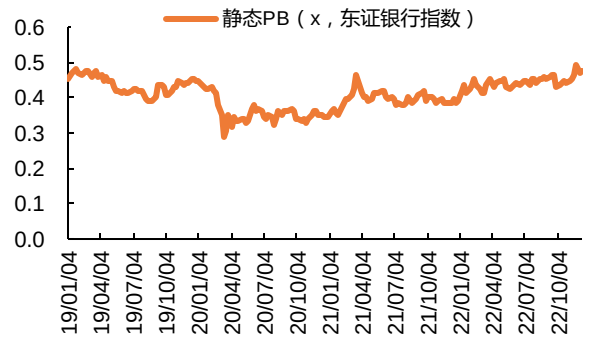
资料来源：欧盟统计局，平安证券研究所

2.3 日本：估值波动区间 0.30x-0.50x 静态 PB

无独有偶，我们能够看到日本银行业的估值在疫情三年中也经历了触底后缓慢修复的过程，银行业整体估值水平从 2020 年 3 月最低 0.3 倍的静态 PB 回升至 0.5 倍静态 PB，估值抬升幅度达到 67%，这一过程同样伴随着国内经济增长的恢复。

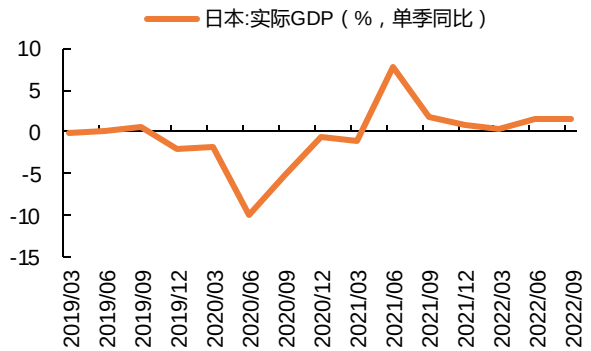
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表27 日本三年以来银行股估值表现



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

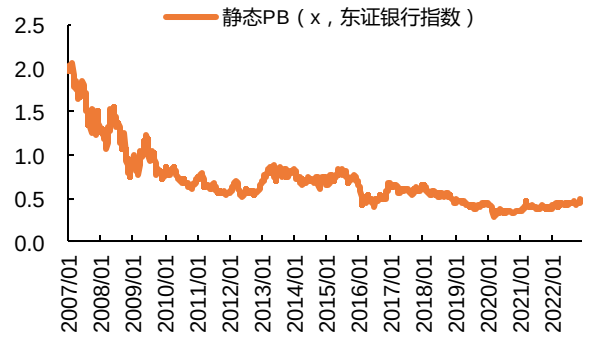
图表28 日本自 2019 年以来 GDP 走势



资料来源：日本内阁府，平安证券研究所

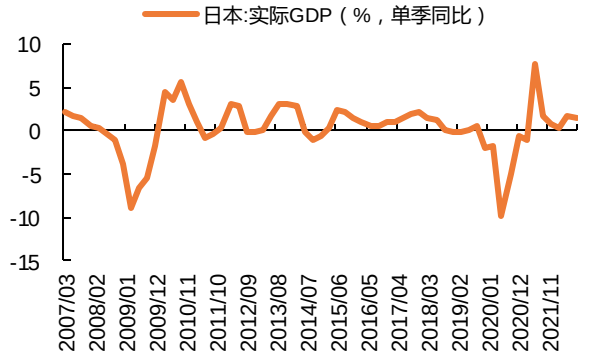
我们同样拉长时间维度来观察日本银行业估值变化，相比于美国和欧洲，日本银行业自 2008 年金融危机后的弹性更弱，整体呈现震荡下行趋势，自 2019 年以来更是长期在 0.5 倍 PB 以下波动，绝对估值水平与欧洲更为接近。我们认为这与日本经济过去 10 多年相对乏力的增长有关。对比美、日、欧，从 2011 年至 2021 年 10 年的 GDP 复合增长率分别为 2.1%、0.9%和 0.5%，日本经济增长长期陷入停滞，使得日本银行股受到来自经济预期的负面影响更大。

图表29 日本 2007 年以来银行股估值表现



资料来源：Bloomberg，平安证券研究所

图表30 日本自 2007 年以来 GDP 走势



资料来源：日本内阁府，平安证券研究所

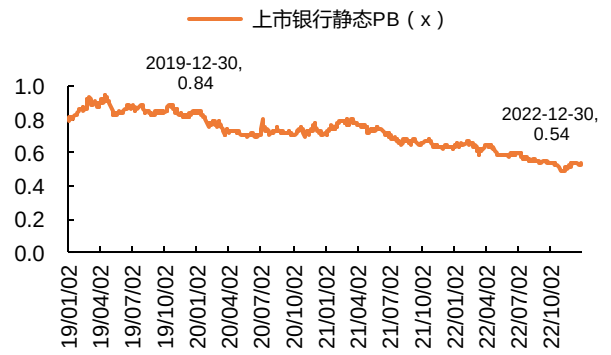
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

三、 投资建议：板块估值处于底部，积极看好修复机会

投资建议：静态对比海外银行估值，我们认为国内板块低估主要源自市场对于资产质量的悲观预期，但我们看到近期政策持续调整优化将极大缓解市场的担忧情绪，预计过度折价有望迎来修复；动态参照美、欧、日三地银行股在经济修复过程中极强的向上弹性，当前我国银行板块静态 PB 仅 0.54x，估值处于历史绝对低位，且尚未修复至疫情前水平，对应隐含不良率超 15%，机构与北上资金持仓也均处于历史低位，积极看好板块的估值修复机会。**个股推荐两条主线：1）以招行、邮储为代表的估值受损有待修复的优质零售银行；2）成长性优于同业的优质区域性银行（宁波、苏州、成都、江苏、长沙）。**

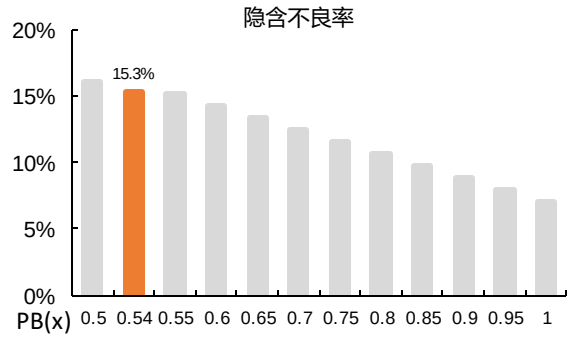
政策纠偏预期改善，银行板块估值仍处于历史底部。我们认为 11 月以来政策面积极信号不断释放，防疫政策的优化与地产监管的放松同步推进，两大压制银行股估值的因素均迎来改善。截至 2022 年 12 月 30 日，银行板块静态估值水平仅 0.54x，仍处于历史绝对低位，尚未回升至疫情前水平，根据我们测算，对应估值隐含不良率 15.3%，反映出市场对于行业资产质量的过度悲观，我们认为当前板块安全边际充分，积极看好银行板块估值修复机会。

图表31 上市银行估值尚未回归至疫情前水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

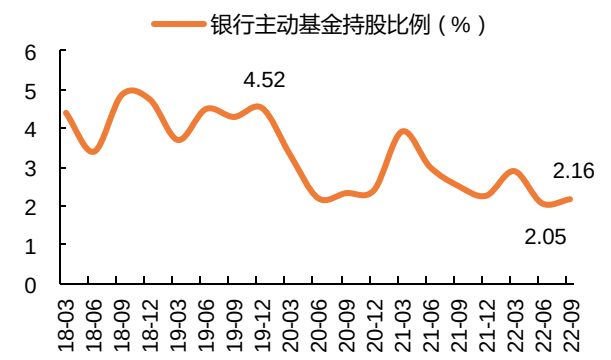
图表32 银行估值隐含不良率



资料来源：Wind，平安证券研究所

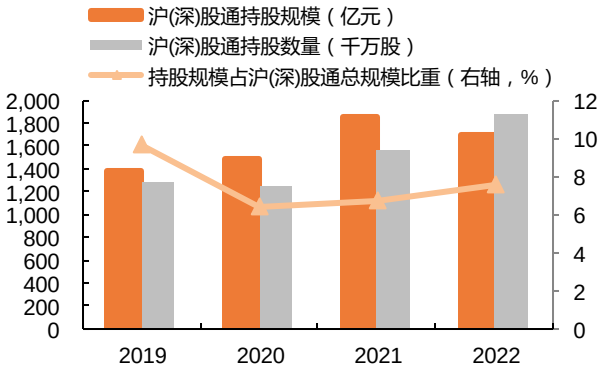
基金持仓仍处于深度低配，积极看好板块修复。从板块的基金持仓来看，市场对于板块的悲观预期在 22 年 2 季度充分反映，持仓比例达到近年来最低水平，下半年在稳增长发力下市场对于实体信贷需求预期边际修复，板块整体持仓小幅抬升，3 季度包括偏股、股票型在内的主动管理型基金配置银行板块比例环比提升 11BP 至 2.16%，但参照板块在沪深 300 的流通市值占比来看依然深度低配 14.65 个百分点。北向资金在疫情以来同样减持，板块沪深股通持股规模由 19 年末的 9.65%降至 20 年末的 6.34%，后续占比虽有小幅提升但仍距疫前水平有较大差距，因此我们积极看好板块的向上弹性。

图表33 银行板块主动基金持股比例



资料来源：Wind，基金季度报告，平安证券研究所

图表34 疫情以来银行板块北向资金持股情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

四、 风险提示

1）宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。

2）利率下行导致行业息差收窄超预期。今年以来受疫情冲击，监管当局采取了一系列金融支持政策帮扶企业，银行资产端利率显著下行。未来如若政策力度持续加大，利率下行将对银行的息差带来负面冲击。

3）房企现金流压力加大引发信用风险抬升。2021 年以来，“三道红线”叠加地产融资的严监管，部分房企出现了信用违约事件。未来如若监管保持从严，可能进一步提升部分房企的现金流压力，从而对银行的资产质量带来扰动。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

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

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

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

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

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033