

经营环境改善，关注积极变化

——银行投资观点更新

核心观点

- **前言：**2022 年银行板块承压优质个股估值回落，疫情和地产是主要压制要素。结合银行基本面来看，经济内生动能不足，企业经营意愿和信贷需求偏弱，银行展业始终面临着量价偏弱的环境。但从去年末以来，我们观察到政策转暖、经济修复等积极因素持续积累。向后看，政策发力、需求和经济复苏具有确定性，压制要素消解、经营环境改善的背景下，银行估值和业绩有望迎来双重修复。
- **2022 年银行业绩快报梳理：韧性与分化延续。**观察上市银行 22 年业绩快报，22Q4 面对疫情反复等诸多变量冲击，行业经营彰显韧性，盈利增长保持稳健。个体来看，强劲的规模扩张动能支撑江浙区域城农商行利润增速继续保持在较高水平，其中江苏、杭州、苏州、江阴、无锡、常熟、苏农、张家港利润增速超过 25%。资产质量方面，Q4 疫情对经济的扰动加大，市场对银行的资产质量表现存在担忧，但结合快报数据来看，行业的资产质量压力相对可控，19 家上市银行中共有 14 家不良率环比 22Q3 持平或改善，其中宁波、江苏、齐鲁、无锡、瑞丰实现不良双降。
- **对公需求实质性改善，关注信贷复苏节奏。**22Q4 以来，信用需求随着疫情消退和刺激性政策而逐步改善，基建、制造业等重点领域支撑，企业信贷尤其是中长期贷款放量，4 季度同比多增 1.5 万亿。展望而言，经济修复期，政策推进信贷投放，伴随着企业经营和个人收入预期的改善，我们判断信贷总量和结构的改善性趋势有望延续。结构方面，企业信贷将继续扮演新增信贷的主要驱动要素，其中基建、制造业作为稳增长的重要着力点，相关领域信贷需求仍然较强，信贷投放有持续性，政策注重经济增长长期动能的培育，尤其是先进制造、绿色、科创等重点领域有望继续承担增量贡献。居民端，疫情过峰、政策加码，购房与消费意愿有望迎来底部修复，零售信贷尤其是非按揭类贷款的复苏值得关注。
- **政策持续托举，风险负面因素稳步化解。**2022 年 11 月以来，地产领域迎来一系列托底扶持政策，供给端，“保交楼”贷款、民企债券支持、存量融资展期、优化预售资金制度、恢复涉房企业再融资等政策接连出台，房企融资环境实质性改善；需求侧，房贷利率政策优化升级，地方因城施策持续加码。向后看，地产短期需求的改善仍需要观察，但政策的持续宽松，有利于地产融资环境的修复，助力涉房风险平稳出清。目前，地产仍然是银行估值表现的核心压制因素，伴随着政策持续宽松，利好银行不良生成预期的改善，有助于推动板块估值修复。

投资建议与投资标的

- 银行股作为周期股，从历史上来看，其趋势性行情的演绎主要由经济景气度提升和信用风险改善支撑。11 月以来，受益于地产融资政策的放宽和疫情政策优化带来的预期改善，银行板块迎来估值修复行情，但目前估值水平仍处于历史底部，仍有进一步修复的空间。向后看，政策发力、需求改善、经济修复具有确定性，建议关注板块极度悲观预期改善带来的配置机会，我们继续维持行业看好评级。
- 个股方面，建议继续关注两条主线：经济复苏的背景下，优质中小行区域逻辑仍然坚挺，受益于区域信贷需求旺盛，高成长有望延续，建议关注江苏银行(600919，买入)、南京银行(601009，买入)、成都银行(601838，买入)、沪农商行(601825，买入)、苏州银行(002966，买入)；此外，经营压力减缓、政策持续宽松的背景下，建议关注以邮储银行(601658，买入)、招商银行(600036，未评级)、兴业银行(601166，未评级)为代表的前期表现受风险压制的价值标的。

风险提示

- 经济下行超预期；房地产流动性风险继续蔓延；疫情反复超预期。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

银行行业

报告发布日期

2023 年 02 月 20 日



证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

香港证监会牌照：BPU409

武凯祥

wukaixiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522040001

相关报告

- 经济复苏，银行信贷“开门红”：——银行 2023-02-12
业周观点
- 政策靠前发力，信贷大幅超预期：——1 2023-02-12
月金融统计数据点评
- 银行业绩向好，继续看好估值修复空间： 2023-02-05
——银行业周观点

目录

前言	4
1. 估值中枢下移，疫情和地产压制银行表现	4
1.1 行情复盘：悲观预期压制估值，板块鲜有持续性行情	4
1.2 2022 上市银行业绩快报梳理：韧性分化延续	5
2. 对公需求实质性改善，关注个贷复苏节奏	7
2.1 基建贷款景气延续，信贷需求仍然较强	7
2.2 政策关注经济动能的培育，制造业贷款有望维持较高增速	8
2.3 关注零售复苏节奏，消费贷、信用卡等业务有望录得较好表现	10
3. 政策持续托举，风险负面因素稳步化解	13
3.1 供需两侧持续宽松，助力涉房风险平稳出清	13
3.2 资产质量夯实，行业“防风结构”稳健	15
4. 底部清晰，关注前期受风险压制的核心标的与确定性成长的优质中小行	18
4.1 关注预期修复带来的配置机会	18
4.2 关注复苏交易和优质中小行两条主线	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：2020 年疫情以来银行指数累计跑输大盘 20.4%.....	4
图 2：银行估值中枢一度下行到 0.5x 以下.....	5
图 2：当前估值对应隐含不良率在 16%左右.....	5
图 4：主动管理型基金持股比例降至历史低位.....	5
图 5：基建为信贷提供有力投放空间.....	7
图 6：基建支撑企业中长期贷款已有明显改善.....	7
图 7：基建是经济稳增长的重要助力.....	8
图 8：大行是基建类贷款的主要资金提供方-22H.....	8
图 9：城商行依托地方政府关系，基建领域信贷高成长延续.....	8
图 10：房地产、基建增速逐步回落，制造业扮演重要角色.....	9
图 11：制造业贷款保持高增长.....	9
图 12：高技术制造业投资加快.....	9
图 13：银行对公制造业信贷占比和不良率表现对比(22H1).....	10
图 14：地铁客运量 7 日平均同比（%）.....	11
图 15：全国电影票房 7 日平均同比（%）.....	11
图 16：社零降幅收窄，消费复苏态势已现.....	11
图 17：2020 年疫情缓和后居民短贷增势良好.....	11
图 18：银行非按揭零售贷款占比情况-22H.....	12
图 19：地产基本面仍有压力.....	13
图 20：30 大中型城市商品房成交面积明显弱于往年.....	13
图 21：政策从供需两侧持续发力托底地产.....	15
图 22：行业在不良处置方面持续积极作为.....	17
图 23：行业拨备覆盖率处于较高水平.....	17
图 24：经济预期改善是银行持续性行情的必要因素.....	18
图 25：上市银行估值分位.....	19
图 26：经济活跃区域信贷扩张强劲.....	19
表 1：2022 年上市银行业绩快报整理.....	6
表 2：银行涉房领域风险有所暴露.....	13
表 3：上市银行 2022Q3 资产质量表现趋稳.....	15

前言

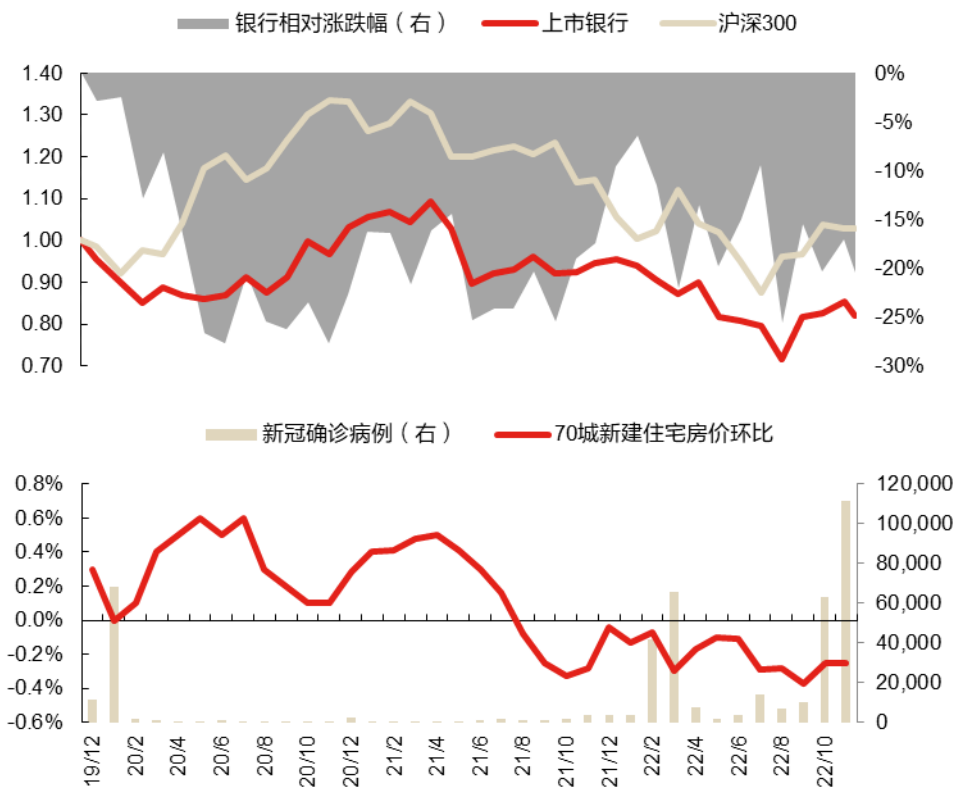
2022 年银行板块承压优质个股估值回落，疫情和地产是主要压制要素。结合银行基本面来看，经济内生动能不足，企业经营意愿和信贷需求偏弱，银行展业始终面临着量价偏弱的环境。但从去年末以来，我们观察到政策转暖、经济修复等积极因素持续积累，有助于改善市场的极度悲观预期。向后看，政策发力、需求和经济复苏具有确定性，压制要素消解、经营环境改善的背景下，银行估值和业绩有望迎来双重修复。

1. 估值中枢下移，疫情和地产压制银行表现

1.1 行情复盘：悲观预期压制估值，板块鲜有持续性行情

悲观预期主导下，过去三年银行整体跌幅较大，板块估值一度下行到 0.5x 以下。复盘 2020 年以来银行股的走势，受疫情和地产风险蔓延影响，信用风险悲观预期影响下板块表现明显承压，期间鲜有持续性行情，估值中枢持续下行，2020 年初至 2023 年 2 月 15 日期间，申万银行指数累计下跌 18.0%，跑输同期沪深 300 指数 20.4 个百分点，板块静态 PB 估值仅 0.50x，估值对应隐含不良率在 16% 左右，远高于同期账面不良水平，充分反映市场对于经济增长和银行资产质量的极度悲观预期。

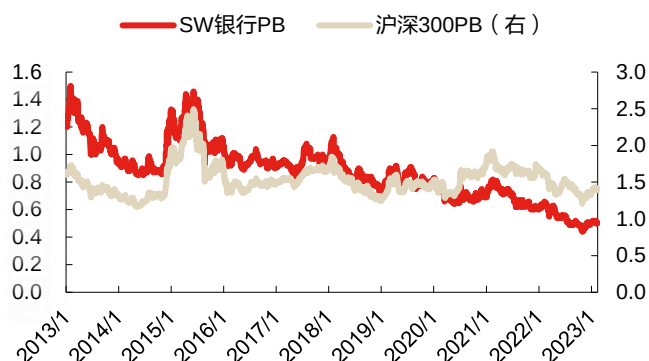
图 1：2020 年疫情以来银行指数累计跑输大盘 20.4%



注：2019 年 12 月 31 日收盘价标准化为 1；

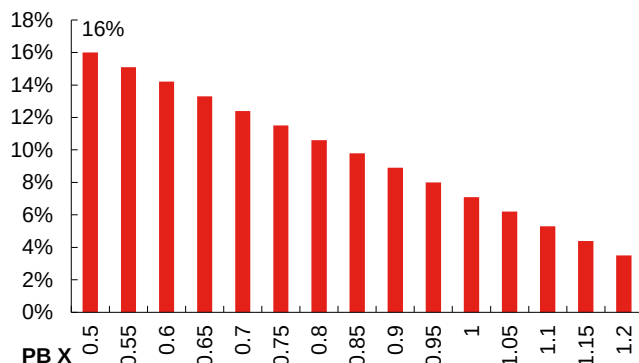
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：银行估值中枢一度下行到 0.5x 以下



数据来源：Wind，东方证券研究所

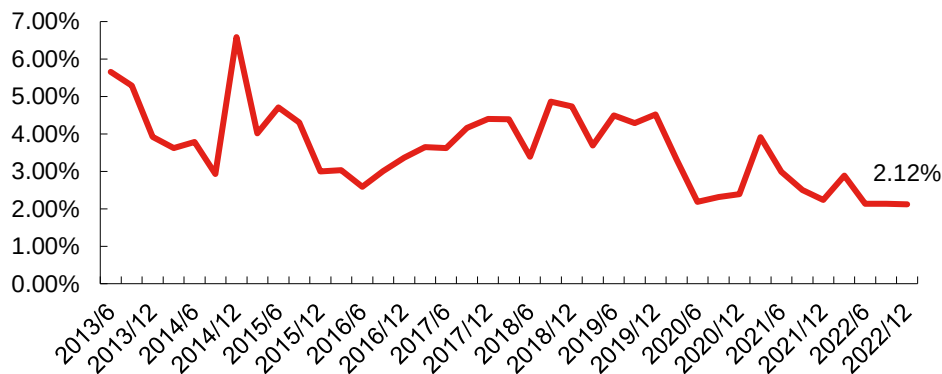
图 3：当前估值对应隐含不良率在 16% 左右



数据来源：Wind，东方证券研究所

受到疫情反复、经济增长偏弱的影响，机构重仓比例跌至历史低位。从主动型基金持仓数据观察市场对于银行板块的配置情绪，根据统计，截至 22Q4，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为 2.12%，较 2019 年末仓位下降 2.4 个百分点，为 2010 年以来最低水平。个体来看，包括招行、兴业、平安在内的市场关注度较高的核心标的持仓比例下降最为显著，背后蕴含了市场对于银行景气度的悲观预期。

图 4：主动管理型基金持股比例降至历史低位



数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 2022 上市银行业绩快报梳理：韧性与分化延续

营收承压，盈利增长保持平稳。截至 2 月 15 日，累计已有 19 家上市银行披露 2022 年业绩快报，从整体情况来看，Q4 行业整体营收增速有所放缓，推测主要和 Q4 净息差持续收窄以及债市波动、非息收入走弱有关。从盈利表现来看，受益于信用成本的节约，行业利润增长继续保持稳健，19 家上市银行中有 7 家盈利增速在 22Q3 基础上进一步提升。个股维度来看，江浙区域城农商行利润增速继续保持在较高水平，其中业绩增速在 25% 以上的个股包括江苏、杭州、苏州、江阴、无锡、常熟、苏农、张家港。

优质区域中小行资产端扩表动能强劲。从规模指标来看，22Q4 行业存贷款扩张保持平稳，个体间的表现分化明显，股份行整体信贷规模增速依然相对疲弱，预计仍然是受到疫情和地产等多方面影响；依托区域经济优势，深耕江浙区域的优质中小银行信贷增速继续保持在较高景气水平，尤其是农商行贷款增速回升幅度更为明显，其中瑞丰、常熟、张家港贷款 22 年贷款增速达到 15% 以上。

资产质量压力可控，账面不良延续改善。资产质量方面，Q4 疫情对经济的扰动加大，市场对银行的资产质量表现存在担忧，但结合 19 家上市银行的业绩快报来看，行业的资产质量压力相对可控，19 家上市银行中共有 14 家不良率环比 22Q3 持平或改善，其中宁波、江苏、齐鲁、无锡、瑞丰实现不良双降。但需要关注的是，股份行中招行和平安不良率小幅波动，或与疫情、地产影响下零售风险有关。拨备方面，股份行拨备覆盖率有所回落，预计和主动加大不良处置力度有关，城农商行受益于不良率的小幅改善，拨备水平进一步夯实，其中宁波、杭州、苏州、无锡、常熟、张家港拨备覆盖率超过 500%。

表 1：2022 年上市银行业绩快报整理

	营收（累计）		归母（累计）		资产同比		贷款同比		存款同比		不良率		拨备覆盖率	
	2022Q3	2022	2022Q3	2022	2022Q3	2022	2022Q3	2022	2022Q3	2022	2022Q3	2022	2022Q3	2022
招行	5.3%	4.1%	14.2%	15.1%	8.9%	9.6%	9.0%	8.6%	17.9%	18.7%	0.95%	0.96%	456%	451%
中信	3.4%	3.3%	12.8%	11.6%	9.2%	6.3%	7.3%	-	7.1%	-	1.27%	1.27%	202%	201%
兴业	4.1%	0.5%	12.1%	10.5%	7.0%	7.8%	12.1%	12.5%	11.4%	9.9%	1.10%	1.09%	252%	236%
平安	8.7%	6.2%	25.8%	25.3%	7.0%	8.1%	10.8%	8.7%	11.0%	11.8%	1.03%	1.05%	290%	290%
宁波	15.2%	9.7%	20.2%	18.1%	21.4%	17.4%	22.3%	21.3%	19.5%	23.2%	0.77%	0.75%	520%	505%
江苏	14.9%	10.7%	31.3%	29.4%	13.2%	13.8%	15.1%	14.6%	10.9%	12.0%	0.96%	0.94%	360%	362%
杭州	16.5%	12.2%	31.8%	26.1%	17.5%	16.2%	20.3%	19.3%	11.5%	14.5%	0.77%	0.77%	584%	565%
长沙	10.2%	9.6%	6.2%	8.0%	11.7%	13.6%	19.8%	15.3%	15.8%	12.1%	1.16%	1.16%	310%	311%
苏州	11.5%	8.6%	25.9%	26.1%	14.7%	15.8%	17.7%	17.5%	14.9%	16.6%	0.88%	0.88%	533%	531%
厦门	15.4%	10.6%	19.0%	15.5%	13.7%	12.7%	12.5%	14.5%	14.4%	11.5%	0.86%	0.86%	385%	388%
齐鲁	17.2%	8.8%	19.9%	18.2%	17.8%	16.7%	19.4%	18.8%	18.4%	19.3%	1.32%	1.29%	266%	281%
沪农	7.6%	6.1%	17.1%	13.2%	10.3%	10.6%	9.4%	9.3%	8.7%	12.6%	0.96%	0.94%	439%	445%
江阴	21.9%	12.2%	22.4%	26.9%	12.3%	10.2%	11.8%	12.7%	14.6%	10.7%	0.98%	0.98%	496%	471%
无锡	6.6%	3.0%	20.7%	26.6%	3.4%	4.8%	9.2%	9.2%	4.4%	10.1%	0.86%	0.81%	539%	553%
常熟	18.6%	15.1%	25.2%	25.4%	17.7%	16.7%	15.4%	18.8%	14.2%	16.8%	0.78%	0.81%	542%	537%
苏农	6.7%	5.0%	20.6%	29.4%	14.8%	13.9%	15.9%	14.5%	12.5%	14.0%	0.94%	0.95%	437%	441%
张家港	7.0%	4.3%	30.1%	29.5%	14.5%	14.0%	15.7%	15.2%	13.5%	15.2%	0.90%	0.89%	541%	520%
紫金	2.0%	0.1%	7.2%	5.7%	2.5%	8.7%	14.6%	14.4%	13.0%	12.6%	1.17%	1.20%	264%	241%
瑞丰	10.6%	6.5%	21.3%	21.0%	15.0%	16.6%	15.5%	21.0%	20.4%	23.3%	1.15%	1.08%	272%	283%

注：标红表示该指标表现好于 2022Q3

数据来源：Wind，东方证券研究所

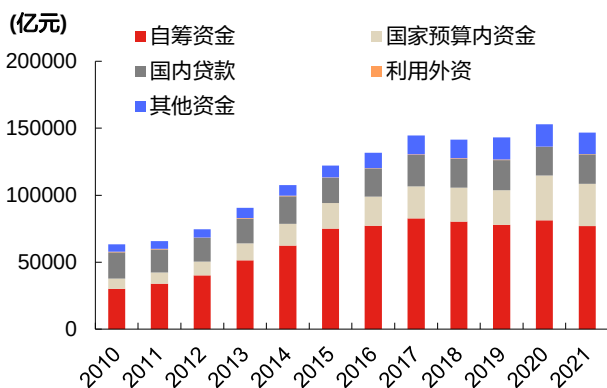
2. 对公需求实质性改善，关注个贷复苏节奏

22Q4 以来，信用需求随着疫情消退和刺激性政策而逐步改善，基建、制造业等重点领域支撑，企业信贷尤其是中长期贷款放量，4 季度同比多增 1.5 万亿。展望而言，经济修复期，政策推进信贷投放，伴随着企业经营和个人收入预期的改善，我们判断信贷总量和结构的改善性趋势有望延续。结构方面，企业信贷将继续扮演新增信贷的主要驱动要素，其中基建、制造业作为稳增长的重要着力点，相关领域信贷需求仍然较强，信贷投放有持续性，政策注重经济增长长期动能的培育，尤其是先进制造、绿色、科创等重点领域有望继续承担增量贡献。居民端，疫情过峰、政策加码，购房与消费意愿有望迎来底部修复，零售信贷尤其是非按揭类贷款的复苏值得关注。

2.1 基建贷款高景气延续，信贷需求仍然较强

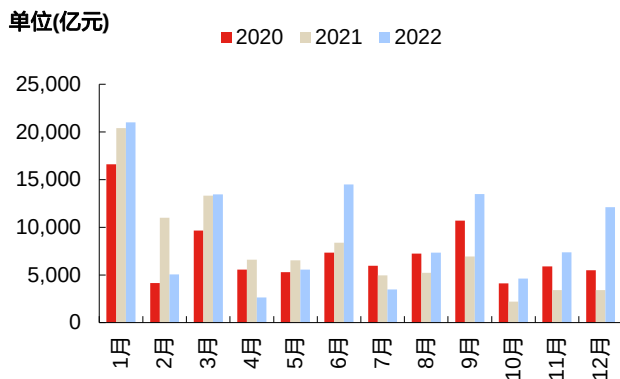
对公信贷投放积极，基建支撑信贷投放平稳，企业中长期贷款增长已有明显改善。2022 年以来，基建在整体融资需求走弱的宏观背景下，承担了信贷投放“压舱石”的角色，2022 年上半年，上市银行包括交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，租赁和商务服务业在内的基建类贷款新增投放规模达到 2.6 万亿，占对公新增比重为 38.4%。4 季度以来，疫情反复，面对实体经济压力，监管强调加快政策性、开发性金融工具配套融资的提款进度，推动年内形成更多实物工作量，在这样的背景下，基建项目建设维持强度，对基建领域信贷投放形成良好支撑。截至 2022 年末，基础设施中长期贷款增速达到 13%，在 3 季度基础上进一步提升 0.5 个百分点。基建驱动下，银行对公信贷投放保持高景气，Q4 企业中长期贷款实现同比多增 1.5 万亿。

图 5：基建为信贷提供有力投放空间



数据来源：Wind，东方证券研究所

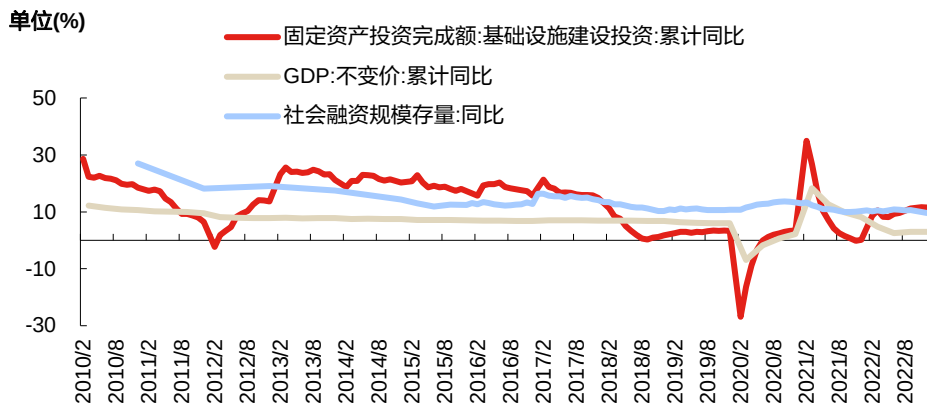
图 6：基建支撑企业中长期贷款已有明显改善



数据来源：Wind，东方证券研究所

基建是经济稳增长的重要助力，2023 年基建稳增长的诉求有增无减，预计基建贷款有望保持稳健增长。从历史经验来看，基建投资由政府主导，在短期能够撬动实体融资需求并对经济企稳起到立竿见影的效果，是政府稳增长工具箱中的重要抓手。展望 2023 年，经济增长仍面临较多不确定性，可以预见基建仍是疫情后实现经济稳增长的重中之重。4 季度以来，监管在政策性金融工具投放力度较大，随着资金逐步到位，基建领域信贷需求在 2023 年进一步显现，基建贷款有望持续保持较高景气。

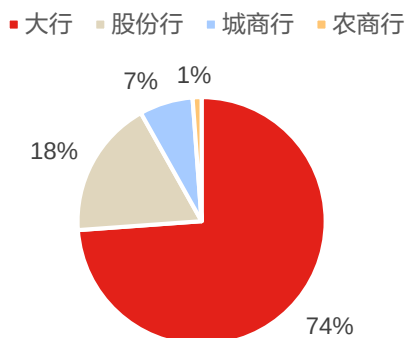
图 7：基建是经济稳增长的重要助力



数据来源：Wind，东方证券研究所

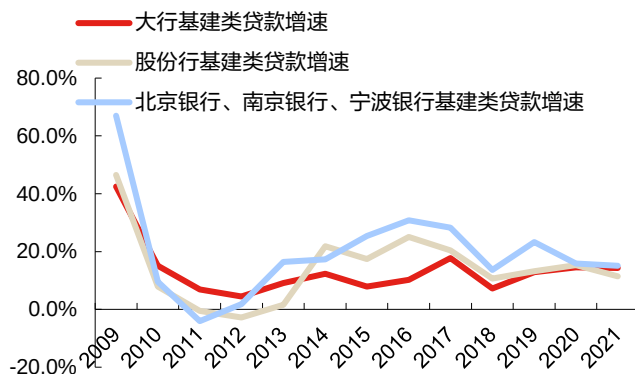
大行继续发挥头雁作用，重点区域城商行基建类贷款高增长可持续。个体而言，大行过去凭借在政府类业务上的资源禀赋优势和资金实力，一直是基建类贷款的主要提供方，相关贷款增速有望保持在较高水平。而城商行凭借着与当地政府的深入合作关系，尤其在基建发力时期，基建领域相关贷款的增速变化更为显著，并且在近几年基建投资平稳增长阶段，低基数下基建类贷款的增长速度也明显快于大行和股份行。以基建贷款投放增幅最为显著的 2009 年为例，宁波银行、南京银行、北京银行基建类贷款增速分别达到 249%/104%/51%，相比之下大行、股份行的基建类贷款增速分别为 42.5%/46.5%。从成长性的角度，2023 年信贷投放放在区域方面预计将继续跟随国家重大区域战略，主要投放京津冀、长三角、粤港澳、成渝经济圈等增长优质或潜力地区，深耕当地领域、资金充沛的城商行基建类贷款的搞增长有望延续。

图 8：大行是基建类贷款的主要资金提供方-22H



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：城商行依托地方政府关系，基建领域信贷高成长延续



数据来源：Wind，东方证券研究所

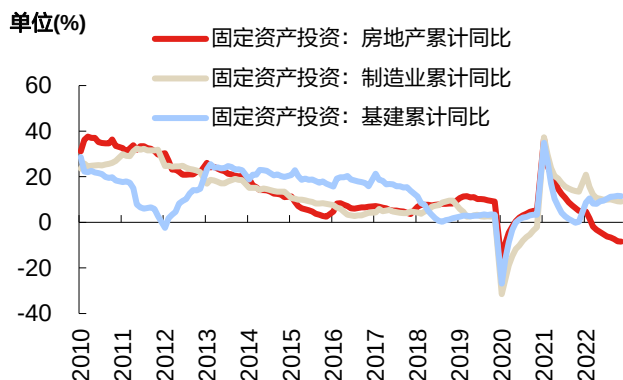
2.2 政策关注经济动能的培育，制造业贷款有望维持较高增速

政策支持制造业中长期贷款呈现较高景气度。2019 年两会以来监管层持续引导行业加快制造业贷款投放，22 年即使面对疫情的压，制造业中长期贷款依然实现高速增长。22 年 9 月下旬，监管

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

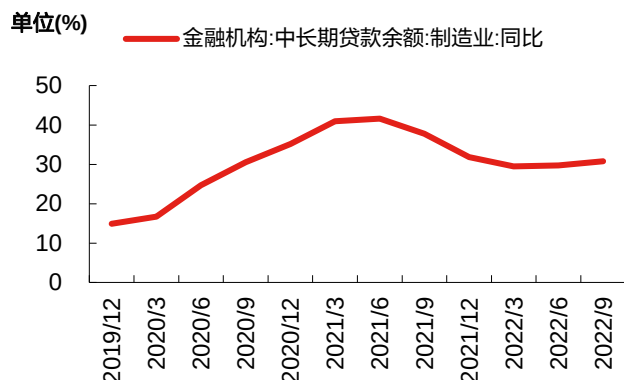
部门鼓励银行进一步加大制造业中长期贷款投放，要求 21 家全国性银行制造业中长期贷款全年增幅原则上不低于 30%，力争达到 35%；根据央行统计，截至 22 年末，制造业中长期贷款余额实现同比增长 36.7%，增速较 22Q3 进一步提升 5.9 个百分点，继续保持在较高水平。

图 10：房地产、基建增速逐步回落，制造业扮演重要角色



数据来源：Wind，东方证券研究所

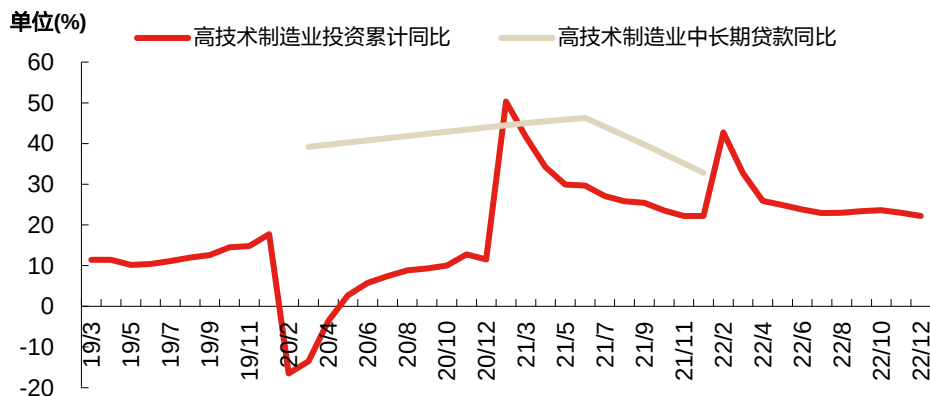
图 11：制造业贷款保持高增长



数据来源：Wind，东方证券研究所

二十大坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，高技术制造业仍然是未来政策重点，相关领域制造业贷款有望维持较高增速。除了在总量方面信贷资源的倾斜，围绕先进制造、绿色等重点领域的结构性政策也在陆续出台，如通过创设碳减排货币政策工具，对具有碳减排效应的领域提供资金支持，其中多数为制造业企业；此外，央行也专门设立科技创新再贷款，引导金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动社会资金促进科技创新。根据央行 Q4 贷款投向统计报告数据，4 季度科技创新再贷款、设备更新改造再贷款分别较 3 季度末增加 1200 亿和 800 亿，对制造业贷款形成一定支撑。展望后续，经济的转型升级仍是国家经济发展的长期命题，我们预计政策对制造业尤其是高技术制造业的倾斜仍将持续，包括先进制造、科创金融等相关领域的制造业贷款有望维持较高增速。

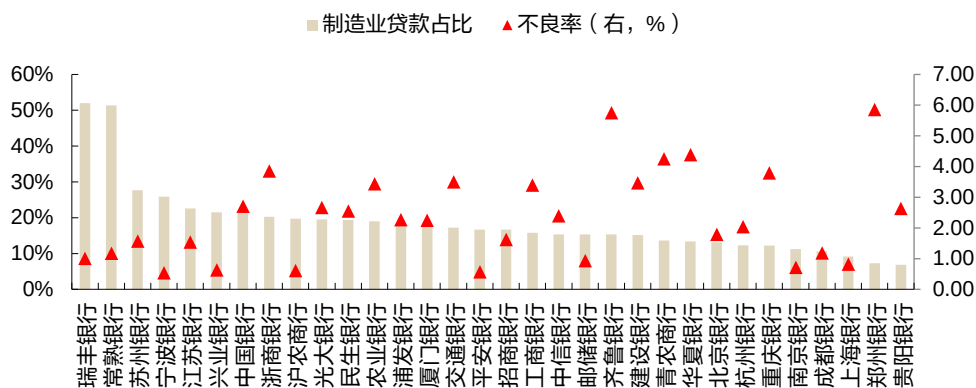
图 12：高技术制造业投资加快



数据来源：Wind，东方证券研究所

从个体的角度，结合制造业内部结构的调整和融资结构的变化，更具综合服务能力和经营区域制造业资源丰富的银行将更为受益。制造业贷款过去一直是银行对公贷款的“重灾区”，不良率波动较大。长期视角来看，政策引导下行业逐步加大制造业贷款投放，相关资产的风险敞口也会随之加大，因此对于银行而言如何控制风险成本将是个体竞争的关键。从个体的比较来看，一方面，我们仍然从区域的视角出发，考虑到长三角区域制造业发展良好，尤其是低不良的先进制造业占比更高，多年的深耕以及良好的区域特征支撑，随着疫情影响的退去，企业经营环境的改善，我们预计当地区域性银行的制造业相关资产质量表现有望持续好于行业整体；另一方面，近几年以平安为代表的体制机制灵活的股份行加大科技投入，运用物联网等技术手段，在客户触达和风险把控方面取得了显著的成果，以平安银行为例，2022 年半年末制造业贷款不良率仅为 0.57%，为 10 大行和股份行中最优水平。

图 13：银行对公制造业信贷占比和不良率表现对比(22H1)

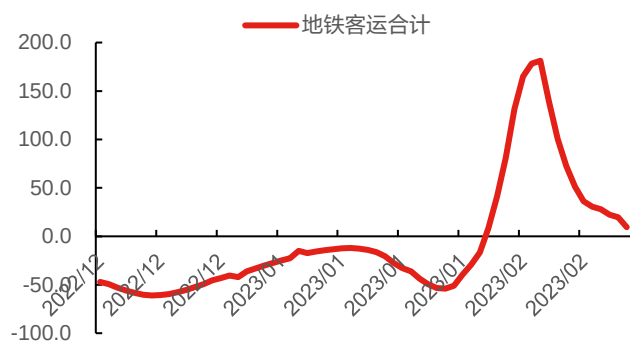


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

2.3 关注零售复苏节奏，消费贷、信用卡等业务有望录得较好表现

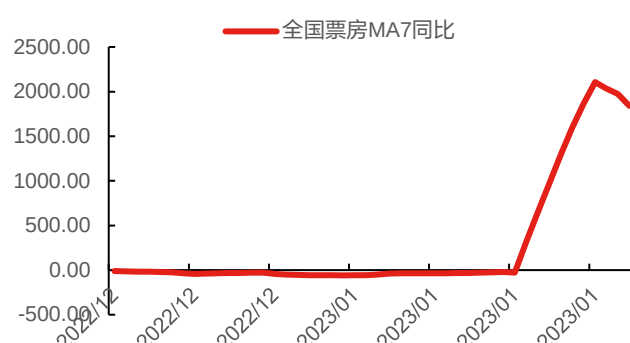
春节出行、消费等迎来显著修复，零售复苏值得关注。疫情的管制对消费的制约最为显著，11 月以来，疫情政策迎来优化，疫情管控实质放开，政策围绕释放消费活力、提振消费需求持续发力，消费迎来恢复性增长，尤其是前期受疫情冲击较大的餐饮、旅游、航空等领域强势复苏。根据统计，春运前三十天（截至 2 月 5 日）全国铁路、公路、水路、民航一共发送旅客 118544.1 万人次，比 2022 年同期增长 55.5%，恢复至 2019 年同期 52.6% 左右，其中公路、铁路、水路、民航比 2022 年同期分别增长了 62.5%、37.6%、49.7%、44.6%；线下餐饮和电影等生活服务与娱乐消费方面，2 月 4 日（正月十四）全国票房（7 日平均）同比增速为 11.8%，恢复到 2019 年 2 月 18 日（正月十四）的 96.3%，整体呈修复态势。

图 14：地铁客运量 7 日平均同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

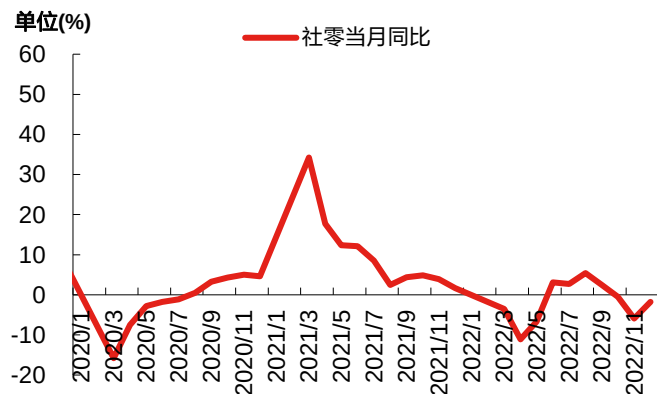
图 15：全国电影票房 7 日平均同比（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

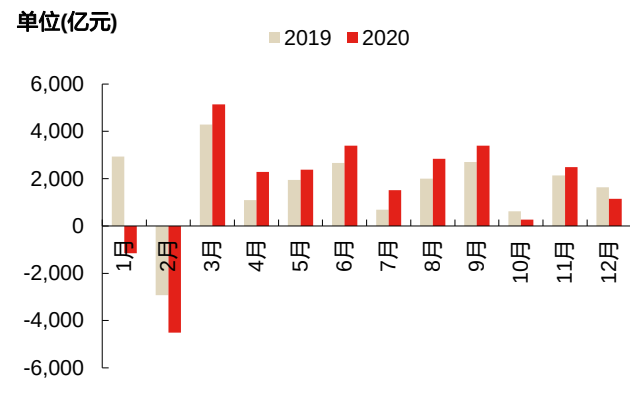
零售信贷投放尤其是非按揭部分有望迎来边际修复。从银行的角度出发，由于消费贷、信用卡等具备显著的场景化特征，疫情的管控带来的冲击比较明显，2022 年居民短贷同比少增 7600 亿。随着疫情影响的消退，消费的复苏将支撑银行相关信贷投放底部修复。以 2020 年初的疫情为例，疫情在 3 月以后逐步缓和，疫情后政策端的重心逐步从投资端转向消费端，放开限购、增加补贴等一系列刺激政策出台。伴随着消费的回暖，银行表内消费类贷款实现快速增长，央行口径 2020 年 3-12 月居民户短期贷款累计同比多增 5051 亿元。**展望而言，经济复苏的大趋势下，政策支持、场景恢复，我们预计银行业消费信贷规模有望受政策端、需求端的共同驱动，实现重现 2020 年的较快增长。**

图 16：社零降幅收窄，消费复苏态势已现



数据来源：Wind，东方证券研究所

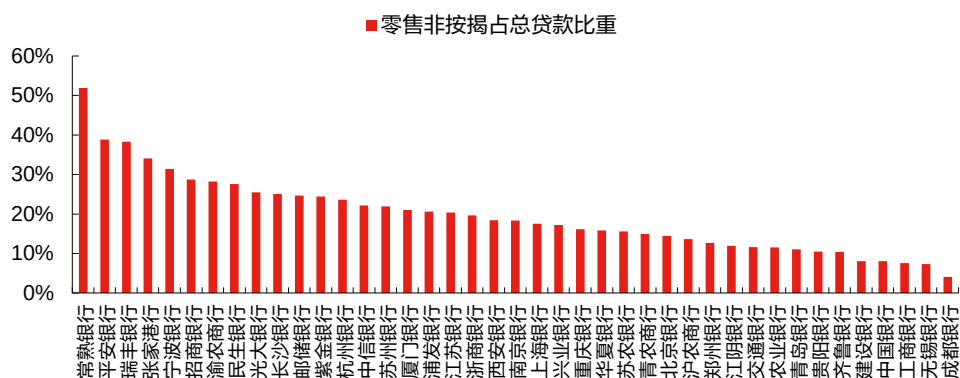
图 17：2020 年疫情缓和后居民短贷增势良好



数据来源：Wind，东方证券研究所

零售复苏背景下，建议关注零售银行估值修复机会。从个体的角度，零售的复苏有望推动零售银行盈利能力和风险偏好的改善，建议关注前期受风险和零售压制的在零售布局领先的银行。观察上市银行的信贷结构数据，截至 22H，消费贷、信用卡、个人经营贷在内的零售非按揭占总贷款比重在 30%以上的银行主要包括常熟银行、平安银行、瑞丰银行、张家港行和宁波银行。

图 18：银行非按揭零售贷款占比情况-22H



数据来源：Wind，东方证券研究所

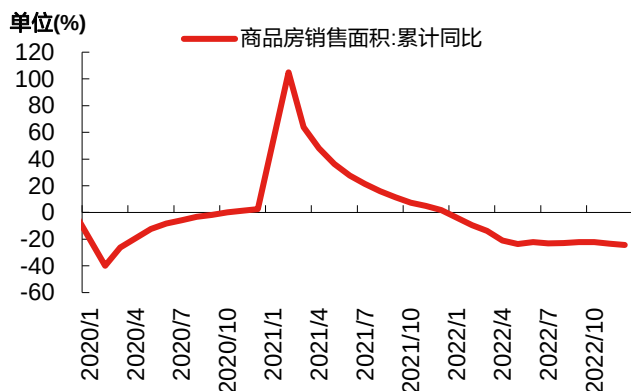
3. 政策持续托举，风险负面因素稳步化解

2022 年 11 月以来，地产领域迎来一系列托底扶持政策，供给端，“保交楼”贷款、民企债券支持、存量融资展期、优化预售资金制度、恢复涉房企再融资等政策接连出台，房企融资环境实质性改善；需求侧，房贷利率政策优化升级，地方因城施策持续加码。向后看，地产短期需求的改善仍需要观察，但政策的持续宽松，有利于地产融资环境的修复，助力涉房风险平稳出清。目前，地产仍然是银行估值表现的核心压制因素，伴随着政策持续宽松，利好银行不良生成预期的改善，有助于推动板块估值修复。

3.1 供需两侧持续宽松，助力涉房风险平稳出清

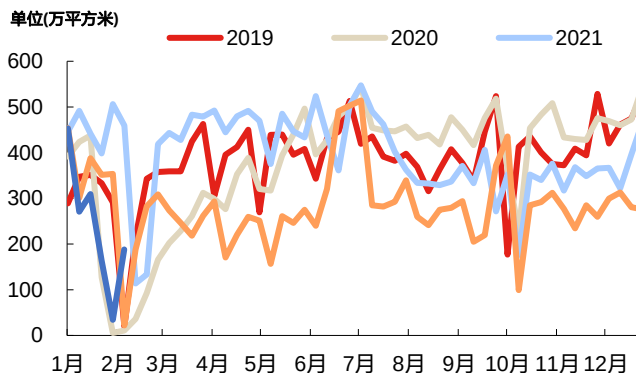
地产销售复苏缓慢，核心经营指标仍不容乐观。2022 年以来，疫情的冲击叠加部分房企风险事件的负面影响，地产基本面持续下行，目前从核心指标来看，下行的趋势仍未扭转，地产销售仍处于磨底阶段，根据统计局数据，2022 年房地产销售面积同比下降 24.3%，销售额同比下降 26.7%，30 大中型城市商品房成交面积明显弱于往年。

图 19：地产基本面仍有压力



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：30 大中型城市商品房成交面积明显弱于往年



数据来源：Wind，东方证券研究所

地产仍是银行信贷投放的重要内容，22 年风险暴露压制银行估值表现。22 年地产承压的大背景下，银行表内涉房类贷款的资产质量压力边际抬升，截至 22H1，A 股大中型银行对公房地产贷款不良率为 3.58%，较年初提升 71BP，按揭房地产贷款不良率为 0.32%，较年初提升 4BP。从信贷的结构占比来看，目前按揭+开发贷占银行贷款总额比重仍在 30%以上，在地产销售复苏仍有不确定性环境下，未来风险的演变进程仍需要重点关注。

表 2：银行涉房领域风险有所暴露

	2021 对公房地 产不良率	22H1 对公房地 产不良率	2021 按揭不良 率	22H1 按揭不良 率	2021 涉房贷款 占比	22H1 涉房贷款 占比
工商银行	4.79%	5.47%	0.24%	0.31%	35.3%	33.1%
建设银行	1.85%	2.98%	0.20%	0.25%	38.5%	35.9%
农业银行	3.39%	3.97%	0.36%	0.36%	35.7%	33.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

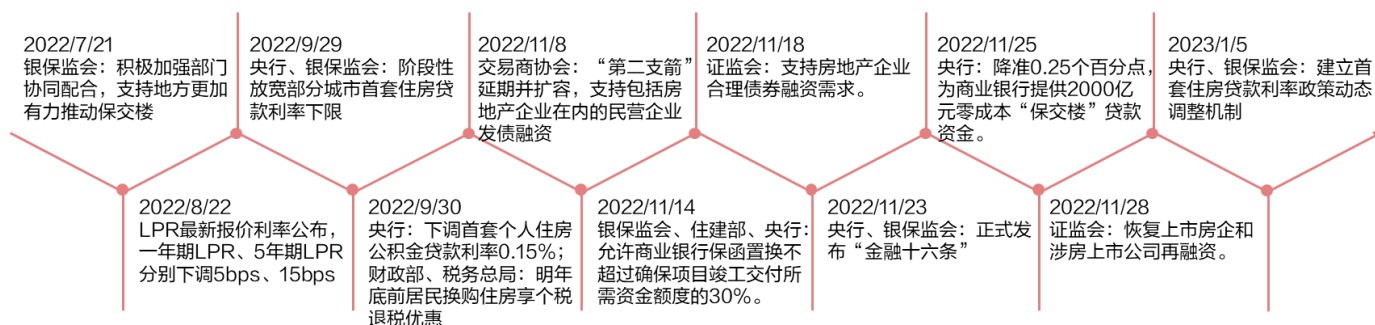
中国银行	5.05%	5.67%	0.27%	0.36%	38.5%	36.6%
交通银行	1.25%	1.90%	0.34%	0.37%	29.1%	28.5%
邮储银行	0.02%	1.01%	0.44%	0.52%	35.8%	34.4%
招商银行	1.41%	2.82%	0.28%	0.27%	31.9%	30.1%
中信银行	3.63%	2.89%	-	-	25.9%	25.4%
浦发银行	2.75%	3.83%	0.40%	0.52%	25.8%	25.0%
民生银行	2.66%	2.99%	0.26%	0.33%	23.6%	22.7%
兴业银行	1.08%	2.15%	0.49%	0.51%	32.9%	30.2%
光大银行	1.23%	2.56%	-	-	23.1%	22.0%
平安银行	0.22%	0.77%	0.34%	0.30%	30.8%	30.4%
华夏银行	0.66%	0.62%	-	-	19.4%	18.7%
浙商银行	0.62%	0.90%	-	-	19.3%	18.7%
合计	2.87%	3.58%	0.28%	0.32%	33.6%	31.8%

数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

关注房地产政策持续宽松的积极因素。面对地产下行的压力，政策从供给和需求两方面持续发力，推进房地产风险化解。**供给端，“稳地产”政策信号增强，多项支持地产融资政策出台。**11月以来，金融支持地产政策密集出台，政策力度明显提升。11月8日，交易商协会发文继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，助力民企破解融资困境。11月11日，央行及银保监会联合印发《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》，出台16条具体措施，强调金融对地产融资的支持，主要包括对存续融资合理展期、强调做好“保交楼”金融服务、延长房地产集中度管理政策过渡期安排、增加部分领域的豁免条款等。11月28日，证监会恢复上市房企和涉房房企再融资。12月，央行围绕聚焦优质房企推动“资产激活”、“负债接续”、“权益补充”、“预期提升”等四项行动，研究推出支持保交楼、住房租赁和民企债权融资的结构性工具。**总体来看，地产融资政策的持续发力，有利于阶段性缓解房企现金流压力，助力银行风险缓释。**

需求端，围绕“因城施策”为核心刺激政策不断加码，8月5年期LPR超预期调降15BP，9月末央行下调首套个人住房公积金贷款利率，2023年1月，央行、银保监会针对首套住房按揭贷款利率政策优化升级。地方层面，下半年以来，包括成都、南京、东莞、天津、杭州、合肥、武汉、福州等多个二线城市及南通、昆山、太仓等环沪城市实质性放松限购、限贷等政策。此外我们看到Q3、Q4地方宽松政策多聚焦于房票安置、二手房“带押过户”打通置换链条以及政府回购等多种形式。

图 21：政策从供需两侧持续发力托底地产



数据来源：公开资料整理，央行、证监会、银保监会官网，东方证券研究所

对于银行而言，房地产行业对于资产质量的扰动仍然是市场更关注的风险因素，向后看，短期地产惯性下滑的压力仍然存在，但“稳地产”的政策信号逐步加强，政策的持续宽松，有利于缓解房企流动性压力、助力银行风险稳步化解。

3.2 资产质量夯实，行业“防风结构”稳健

经济修复期，伴随着企业和居民经营环境的改善，行业资产质量表现有望延续稳中向好的趋势，信用风险预期逐步缓和。22年以来，受到疫情反复、地产的负面影响，银行资产质量表现出现波动，尤其在对公房地产、个人按揭领域风险有所抬头，相关不良率边际抬升。步入2023年，疫情政策优化升级，疫情管控实质放开，随着社会生产消费场景的修复，企业经营环境有望得到改善。展望而言，银行资产质量压力最大的时间点已经过去，随着经济的回暖，后续银行的风险压力有望逐步趋缓。

表 3：上市银行 2022Q3 资产质量表现趋稳

	不良率			拨备覆盖率			拨贷比		
	22Q2	22Q3	季环比	22Q2	22Q3	季环比	22Q2	22Q3	季环比
工商银行	1.41%	1.40%	-0.01%	207%	207%	0%	2.93%	2.90%	-0.03%
建设银行	1.40%	1.40%	0.00%	244%	244%	0%	3.43%	3.42%	-0.01%
中国银行	1.34%	1.31%	-0.03%	183%	189%	5%	2.77%	2.47%	-0.30%
农业银行	1.41%	1.40%	-0.01%	305%	303%	-2%	4.30%	4.24%	-0.06%
交通银行	1.46%	1.41%	-0.05%	173%	182%	8%	2.52%	2.57%	0.05%
邮储银行	0.83%	0.83%	0.00%	409%	404%	-5%	3.40%	3.31%	-0.09%
招商银行	0.95%	0.95%	0.00%	454%	456%	2%	4.32%	4.34%	0.02%
中信银行	1.31%	1.27%	-0.04%	197%	202%	5%	2.58%	2.56%	-0.02%
民生银行	1.73%	1.74%	0.01%	141%	141%	0%	2.43%	2.46%	0.03%
兴业银行	1.15%	1.10%	-0.05%	251%	252%	1%	2.89%	2.76%	-0.13%
浦发银行	1.56%	1.53%	-0.03%	158%	155%	-3%	2.47%	2.38%	-0.09%
光大银行	1.24%	1.24%	0.00%	188%	189%	0%	2.34%	2.34%	0.00%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

华夏银行	1.79%	1.78%	-0.01%	152%	153%	2%	2.71%	2.73%	0.02%
平安银行	1.02%	1.03%	0.01%	290%	290%	0%	2.95%	2.99%	0.04%
浙商银行	1.49%	1.47%	-0.02%	186%	181%	-5%	2.77%	2.66%	-0.11%
北京银行	1.64%	1.59%	-0.05%	195%	200%	5%	3.20%	3.18%	-0.02%
南京银行	0.90%	0.90%	0.00%	395%	398%	3%	3.55%	3.57%	0.02%
宁波银行	0.77%	0.77%	0.00%	522%	520%	-2%	4.00%	4.00%	0.00%
上海银行	1.25%	1.25%	0.00%	302%	303%	1%	3.77%	3.78%	0.01%
江苏银行	0.98%	0.96%	-0.02%	341%	360%	19%	3.33%	3.46%	0.13%
贵阳银行	1.64%	1.53%	-0.11%	256%	259%	4%	4.19%	3.96%	-0.23%
杭州银行	0.79%	0.77%	-0.02%	582%	584%	2%	4.62%	4.50%	-0.12%
成都银行	0.83%	0.81%	-0.02%	474%	498%	24%	3.94%	4.03%	0.09%
郑州银行	1.76%	1.76%	0.00%	155%	169%	14%	2.73%	2.98%	0.25%
青岛银行	1.33%	1.32%	-0.01%	209%	206%	-3%	2.78%	2.72%	-0.06%
西安银行	1.22%	1.19%	-0.03%	210%	223%	13%	2.56%	2.64%	0.08%
长沙银行	1.18%	1.16%	-0.02%	302%	310%	8%	3.57%	3.60%	0.03%
厦门银行	0.90%	0.86%	-0.04%	364%	385%	21%	3.29%	3.31%	0.02%
重庆银行	1.29%	1.23%	-0.06%	263%	274%	11%	3.40%	3.37%	-0.03%
苏州银行	0.90%	0.88%	-0.02%	505%	533%	28%	4.56%	4.69%	0.13%
齐鲁银行	1.33%	1.32%	-0.01%	263%	266%	3%	3.51%	3.52%	0.01%
沪农商行	0.96%	0.96%	0.00%	433%	439%	6%	4.17%	4.21%	0.04%
江阴银行	0.98%	0.98%	0.00%	496%	496%	0%	4.87%	4.87%	0.00%
无锡银行	0.87%	0.86%	-0.01%	532%	539%	8%	4.62%	4.65%	0.03%
常熟银行	0.80%	0.78%	-0.02%	536%	542%	6%	4.30%	4.20%	-0.10%
苏农银行	0.95%	0.94%	-0.01%	436%	437%	1%	4.15%	4.12%	-0.03%
张家港行	0.90%	0.90%	0.00%	533%	541%	8%	4.83%	4.88%	0.05%
紫金银行	1.20%	1.17%	-0.03%	262%	264%	2%	3.14%	3.09%	-0.05%
青农商行	1.72%	1.91%	0.19%	220%	216%	-4%	3.78%	4.12%	0.34%
渝农商行	1.23%	1.23%	0.00%	377%	361%	-16%	4.64%	4.44%	-0.20%
瑞丰银行	1.20%	1.15%	-0.05%	263%	272%	9%	3.15%	3.12%	-0.03%
All	1.33%	1.31%	-0.01%	240%	242%	2%	3.19%	3.18%	-0.01%
六大行	1.35%	1.34%	-0.01%	238%	240%	2%	3.23%	3.22%	-0.01%
股份行	1.32%	1.30%	-0.02%	221%	222%	1%	2.91%	2.88%	-0.03%
城商行	1.16%	1.14%	-0.03%	308%	317%	9%	3.58%	3.61%	0.03%
农商行	1.12%	1.12%	0.01%	380%	376%	-4%	4.24%	4.22%	-0.01%

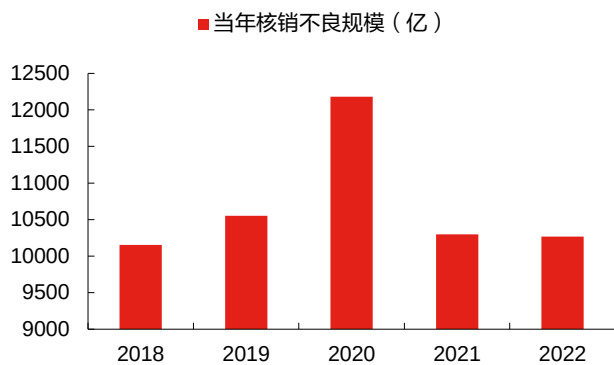
注：标红表明该指标 22Q3 表现环比好于 22Q2

数据来源：Wind，东方证券研究所

拨备水平持续夯实，风险抵御能力较强。值得关注的是，2022 年以来，行业拨备计提力度不减，在持续化解不良风险的同时，稳步夯实风险抵补能力。截至 3 季度末，上市银行整体拨备覆盖率为 242%，环比 2 季度末提升 2pct，较年初提升 4pct，继续保持在较高水平；拨贷比为 3.18%，较年初基本保持稳定。从个体来看，包括宁波、杭州、苏州、无锡、常熟等在内的头部区域性银

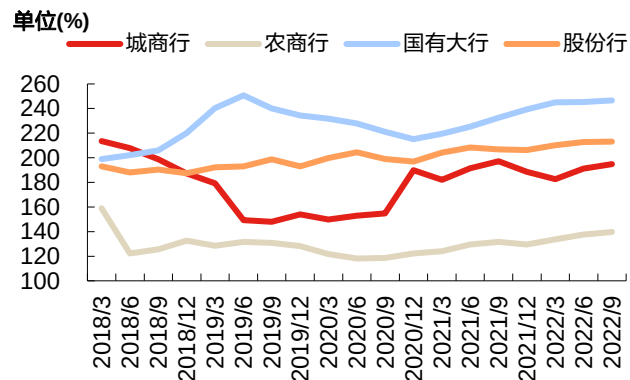
行拨备覆盖率保持在 500%左右及以上水平，不断夯实的拨备水平使得行业未来抵御风险的能力持续提升，也为未来提供反哺利润的空间。

图 22：行业在不良处置方面持续积极作为



数据来源：央行，银保监会，东方证券研究所

图 23：行业拨备覆盖率处于较高水平



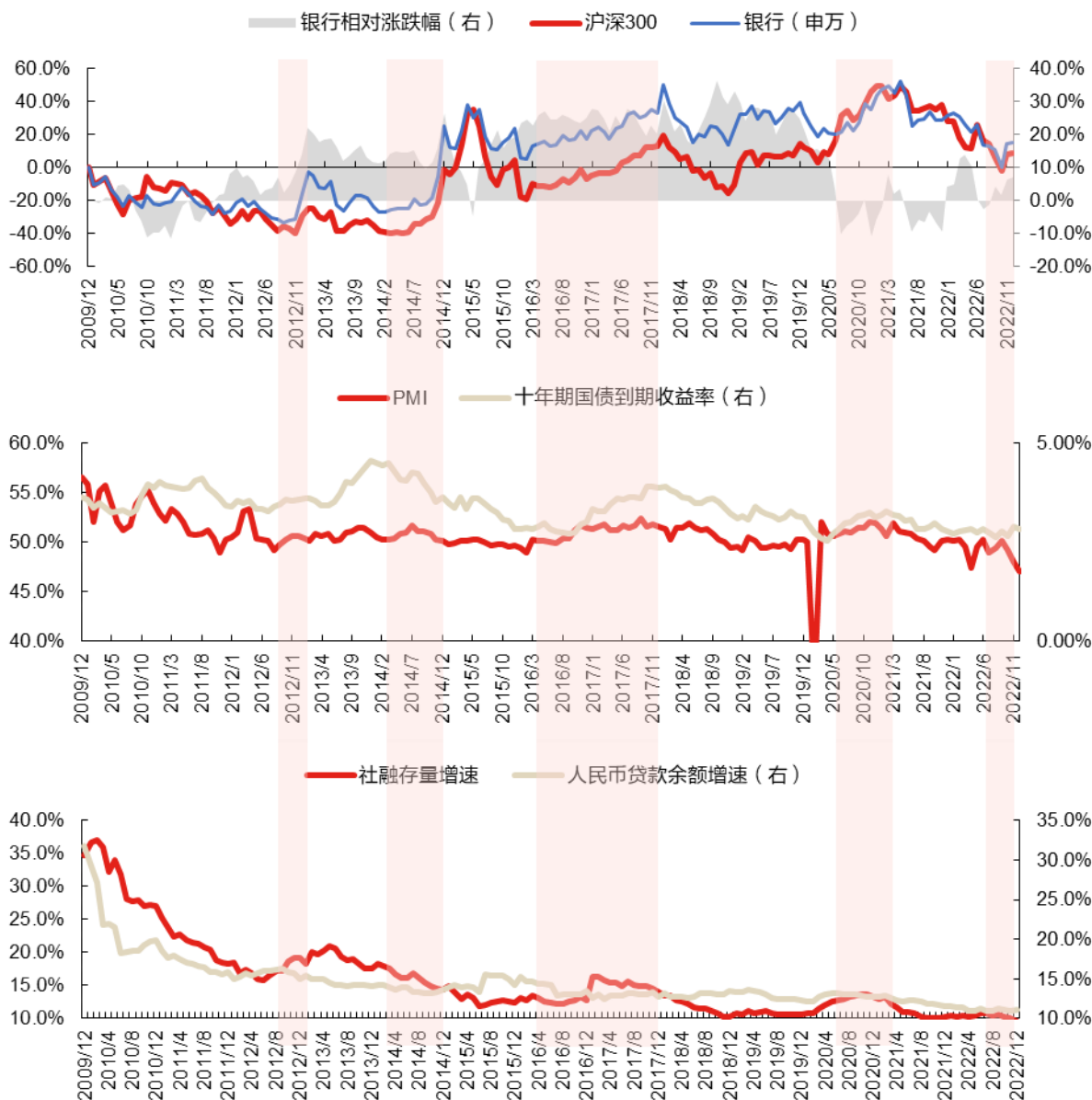
数据来源：央行，银保监会，东方证券研究所

4. 底部清晰，关注前期受风险压制的核心标的与确定性成长的优质中小行

4.1 关注预期修复带来的配置机会

银行股作为周期股，从历史上来看，其趋势性行情的演绎主要由经济景气度提升和信用风险改善支撑。11 月以来，受益于地产融资政策的放宽和疫情政策优化带来的预期改善，银行板块迎来估值修复行情，但目前估值水平仍处于历史底部。向后看，政策发力、需求改善、经济修复具有确定性，建议关注板块极度悲观预期改善带来的配置机会，我们继续维持行业看好评级。

图 24：经济预期改善是银行持续性行情的必要因素



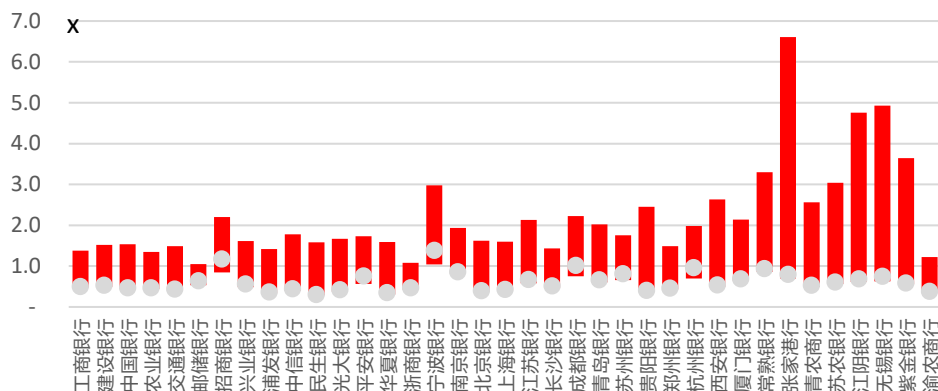
数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4.2 关注复苏交易和优质中小行两条主线

2022 年以来，疫情的反弹对消费场景带来限制，叠加地产销售的走弱，给零售类资产的投放带来负面影响。步入 2023 年以来，疫情政策优化升级，地产从供需两侧稳步发力，伴随着经济的修复，零售回暖和风险改善的背景下，建议关注以邮储银行(601658，买入)、招商银行(600036，未评级)、兴业银行(601166，未评级)为代表的前期表现受风险压制的价值标的。

图 25：上市银行估值分位



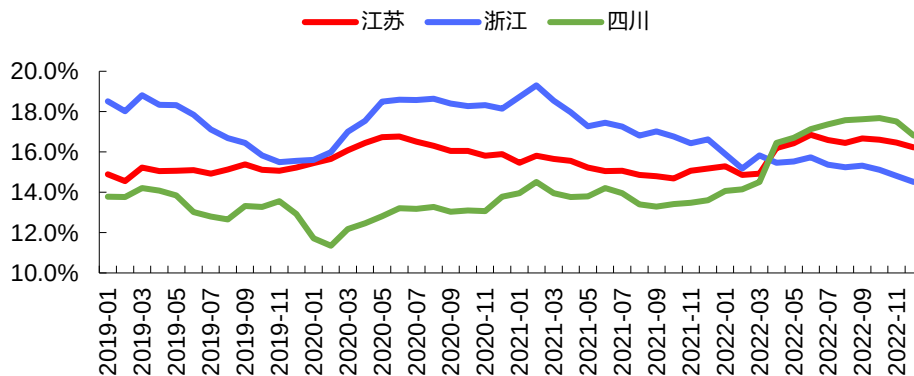
注：1）图中白色点代表该银行当前静态 PB 估值水平（2023 年 2 月 15 日）；

2）红色柱上限代表该银行 2015 年或上市以来最高估值水平，红色柱下限代表该银行 2015 年或上市以来最低估值水平；

数据来源：Wind，东方证券研究所

此外，疫情的缓和、稳增长和宽信用政策的持续发力，江浙、川渝区域逻辑仍然坚挺，经济动能良好，这些优质中小行有望在资产端延续高扩张态势，同时受益于区域内旺盛的信贷需求，定价下行的压力更小，因此高成长性有望延续。建议关注江苏银行(600919，买入)、南京银行(601009，买入)、成都银行(601838，买入)、苏州银行(002966，买入)、沪农商行(601825，买入)。

图 26：经济活跃区域信贷扩张强劲



数据来源：Wind，东方证券研究所

5. 风险提示

经济下行超预期，导致行业资产质量的压力超预期抬升。宏观经济走势对企业经营状况会带来显著的影响，从而给银行的资产质量带来波动。目前国内经济仍然面对需求收缩、供给冲击、预期转弱在内的三重压力，如若未来经济超预期下行，银行的资产质量也将存在恶化风险，从而影响行业的盈利能力。

房地产企业流动性风险继续蔓延，对银行的资产质量带来扰动。21 年以来，“三道红线”叠加地产融资的从严监管，部分房企出现了信用违约事件，如若未来政府对房地产行业收紧程度超预期，行业现金流负反馈难以打破，房企信用风险持续释放，可能会给银行资产质量带来扰动。

疫情反复超预期。目前，虽然疫情管控政策不断优化，负面影响逐步消退，但不排除未来传染性上升等负面扰动。如若未来若疫情持续对经济活动产生干扰和破坏，可能会给部分企业和居民带来现金流压力，从而对银行的资产质量带来冲击，影响市场情绪。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。