

国企对标一流，哪些银行受益？

2023年03月16日

► **中特估值体系催化，银行行情渐起。**回顾本周至今、近一个月以来各行业动态，银行板块涨幅较为靠前，其中六大国有行、中信、光大、长沙银行领涨。银行板块表现优异，主要是经济复苏预期和中特估值体系的共同催化，近一个月以来通信、建筑装饰板块已录得较高涨幅，银行板块当前属于滞后补涨。

► **不仅仅是口号，也将形成切实支撑。**当前，银行资产质量稳健，尽管经历了三年疫情的考验，上市银行不良率仍保持在较低水平，且从逾期 90+/不良贷款比例来看，不良认定的标准还在趋严。在此基础上，中特估值体系还将从以下几方面提振银行基本面与资金面表现：

1) **提升业绩表现。**23 年 3 月 3 日国资委会议中提到，要“聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标”，“国资”背景深厚的银行业有望在指标引导下夯实提振 ROE。2) **释放资产质量改善潜力。**23 年 3 月 5 日政府工作报告中提出，要“深化国资国企改革，提升企业的核心竞争力”，银行有望逐步释放出拨备反哺和资产质量改善潜力。3) **彰显内在价值。**证监会主席易会满在 2022 金融街年会上，提出“让市场更好地认识企业内在价值”，银行估值处于低位、股息率较高，不良压力逐步减轻，有望得到险资、社保等长线资金青睐。

► **大环境利好银行板块估值修复。**1) **经济复苏方向确定：**疫情管控政策优化、全年 GDP 增长目标定为 5%左右、新一届领导班子发力、基建开门红均释放经济复苏信号。2) **利率环境友好：**最新货币政策报告、政府工作报告均未提及“综合融资成本下降”，有利资产端收益率趋向上行。3) **地产、城投风险得到安置：**“金融十六条”确立地产“时间换空间”思路，风险分类新规为城投重组开启方便之门。

► **具备以下特征的标的或将受益：国资占比高、经营稳健、低估值。**我们构建如下指标框架，来筛选中国特色估值体系下可能收益的银行标的。1) **国资占比。**A 股上市银行中，前十大股东中国资持股占比高于 30%的银行共 23 家，占比为 55%。2) **低估值、高股息。**估值方面，目前银行板块整体估值均较低，大部分处于近三年较低分位数水平，而当前估值分位数水平最高的交通银行（46.8%），PB 绝对倍数却仅有 0.46X。股息率方面，大部分 A 股银行现金分红高比例在 20%以上，叠加估值较低，股息率普遍较高。3) **经营稳健。**经营质效主要从盈利能力、资产质量两方面来衡量。首先要衡量银行当前盈利能力是否呈现提升态势，或是否能在同类银行中排名靠前。其次为确保其有持续释放盈利的能力，还要考察不良率和拨备覆盖率走势。

► **哪些标的将更为受益？**根据以上框架，我们筛选出下列银行。**国有大行：**农业银行，中国银行，邮储银行，工商银行；**股份行：**中信银行，光大银行；**城商行：**江苏银行，齐鲁银行，长沙银行。

► **投资建议：低估值国资银行迎估值修复**

中国特色估值体系的接续建设，为银行带来切实的基本面与资金面支撑，叠加银行经营大环境向好，共同带来银行板块估值修复机遇。上市银行普遍估值低、股息高，那么“国资”背景深厚，且经营稳健的银行更有望在中特估值体系建设之中，被市场更好地认识到其内在价值，实现估值重塑。继续看好银行板块，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济下行；资产质量恶化；中国特色估值体系推进不及预期。

推荐

维持评级



分析师 余金鑫

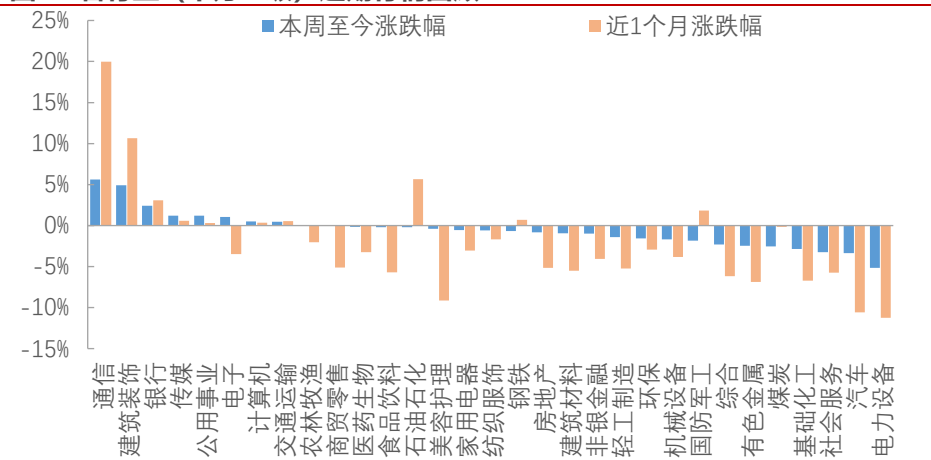
执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

相关研究

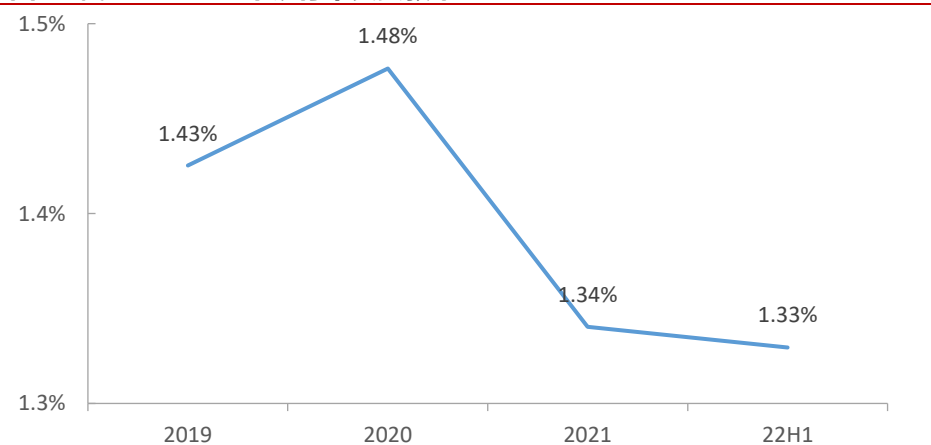
- 1.2 月社融数据点评：信贷延续多增态势，居民杠杆显著恢复-2023/03/11
- 2.城农商行专题：小微复苏+竞争趋缓+补贴到位，关注农商行潜力-2023/03/08
- 3.银行视角看中国特色估值体系：国资委启动国企对标，银行“重估之路”开启-2023/03/07
- 4.银行视角看 2023 年政府工作报告：复苏周期渐近，让利逻辑淡化-2023/03/05
- 5.《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评：风险权重有升有降，引导银行资产转型-2023/02/19

图1：各行业（申万一级）近期行情回顾



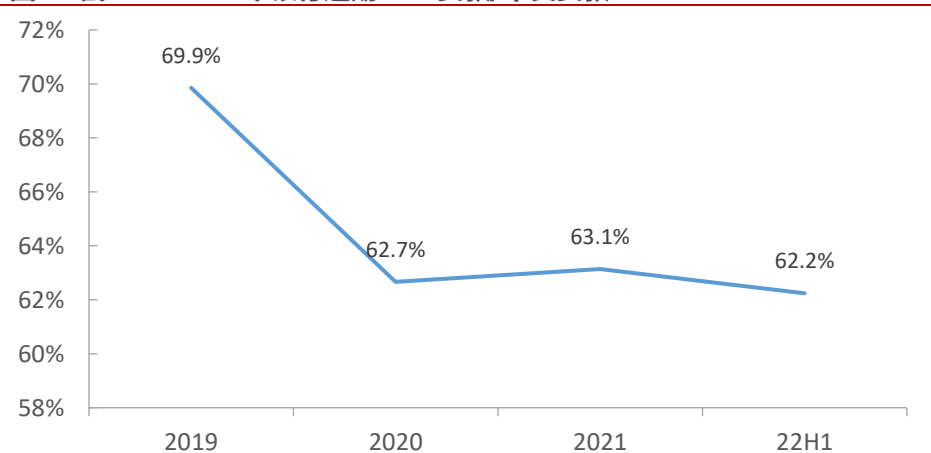
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：截至 22H1 上市银行不良贷款率



资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图3：截至 22H1 上市银行逾期 90+ 贷款/不良贷款



资料来源：wind，公司财报，民生证券研究院

图4：上市银行估值、股息率、分红比例、国资持股指标对比

	PB	分位	股息率	2021年分红比例	前十大股东中国资比例
农业银行	0.49	22.4%	6.7%	30.0%	84.2%
邮储银行	0.67	19.9%	5.1%	30.0%	71.1%
工商银行	0.53	21.0%	6.5%	30.0%	70.6%
中国银行	0.51	53.9%	6.3%	30.0%	67.6%
建设银行	0.56	21.7%	6.1%	30.1%	59.3%
交通银行	0.46	46.8%	7.0%	30.1%	37.2%
华夏银行	0.33	4.5%	6.1%	22.1%	73.4%
中信银行	0.47	48.8%	5.7%	26.6%	73.0%
光大银行	0.42	20.0%	6.5%	25.0%	63.2%
浦发银行	0.36	5.3%	5.8%	22.7%	53.1%
兴业银行	0.54	3.7%	6.2%	26.0%	40.9%
招商银行	1.06	5.1%	4.4%	32.0%	35.3%
浙商银行	0.45	1.3%	0.0%	0.0%	16.4%
平安银行	0.68	5.3%	1.8%	12.2%	3.1%
民生银行	0.30	2.1%	6.3%	27.1%	0.0%
沪农商行	0.55	13.3%	5.1%	55.7%	56.2%
杭州银行	0.86	9.3%	3.1%	22.4%	40.2%
江苏银行	0.64	27.6%	5.7%	30.0%	39.7%
南京银行	0.79	0.0%	4.9%	30.0%	37.1%
齐鲁银行	0.65	0.7%	4.4%	27.8%	36.6%
上海银行	0.44	13.8%	6.6%	25.8%	35.9%
长沙银行	0.60	24.7%	4.3%	22.3%	35.1%
成都银行	0.98	25.4%	4.5%	29.1%	34.6%
贵阳银行	0.40	8.0%	5.4%	18.1%	32.3%
重庆银行	0.56	19.7%	5.4%	29.1%	30.9%
北京银行	0.40	20.3%	6.9%	29.0%	22.8%
宁波银行	1.20	2.2%	1.8%	16.9%	22.4%
渝农商行	0.39	12.8%	6.9%	30.0%	22.0%
郑州银行	0.45	1.9%	0.0%	0.0%	21.7%
兰州银行	0.72	0.4%	2.9%	36.4%	20.7%
苏州银行	0.75	30.1%	3.6%	30.0%	20.0%
青岛银行	0.64	3.3%	4.8%	31.9%	13.4%
西安银行	0.55	12.9%	5.4%	30.1%	36.4%
厦门银行	0.67	4.0%	4.6%	30.4%	26.8%
紫金银行	0.59	5.6%	3.8%	24.2%	25.6%
青农商行	0.53	7.5%	3.4%	18.1%	25.4%
张家港行	0.77	5.3%	2.9%	22.2%	15.3%
常熟银行	0.95	13.9%	2.7%	25.1%	14.9%
无锡银行	0.73	8.1%	2.8%	21.2%	14.4%
苏农银行	0.60	4.9%	3.4%	24.9%	7.9%
瑞丰银行	0.75	23.4%	2.4%	21.4%	6.7%
江阴银行	0.68	13.6%	4.3%	30.7%	0.0%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院；注：PB 为 LF，分位为近三年 PB 分位数，股息率为近 12 个月股息率，国资持股比例根据 22Q3 财报及后续权益变动公告测算，下同。

图5：上市银行业绩指标对比

	前十大股东 中国资比例	营收YoY			归母净利润YoY			ROE		
		2020	2021	22Q1-3	2020	2021	22Q1-3	2020	2021	22Q1-3
农业银行	84.2%	4.9%	9.4%	3.6%	1.8%	11.7%	5.8%	11.4%	11.6%	11.8%
邮储银行	71.1%	3.4%	11.4%	7.8%	5.4%	18.6%	14.5%	11.8%	11.9%	13.9%
工商银行	70.6%	3.2%	6.8%	-0.1%	1.2%	10.3%	5.6%	12.0%	12.2%	11.3%
中国银行	67.6%	3.0%	7.1%	2.6%	2.9%	12.3%	5.8%	10.6%	11.3%	11.2%
建设银行	59.3%	7.1%	9.0%	1.0%	1.6%	11.6%	6.5%	12.1%	12.6%	12.8%
交通银行	37.2%	5.9%	9.4%	5.1%	1.3%	11.9%	5.5%	10.4%	10.8%	10.3%
华夏银行	73.4%	12.5%	0.6%	0.6%	-2.9%	10.6%	5.4%	8.6%	9.0%	7.8%
中信银行	73.0%	3.8%	5.0%	3.4%	2.0%	13.6%	12.8%	10.1%	10.7%	11.1%
光大银行	63.2%	7.3%	7.1%	0.4%	1.3%	14.7%	4.3%	10.7%	10.6%	10.9%
浦发银行	53.1%	3.0%	-2.8%	0.1%	-1.0%	-9.1%	-2.6%	10.8%	8.8%	8.9%
兴业银行	40.9%	12.0%	8.9%	4.1%	1.2%	24.1%	12.1%	12.6%	13.9%	14.7%
招商银行	35.3%	7.7%	14.0%	5.3%	4.8%	23.2%	14.2%	15.7%	17.0%	18.2%
沪农商行	56.2%	3.6%	9.6%	7.6%	-7.7%	18.8%	17.1%	11.0%	11.4%	12.3%
杭州银行	40.2%	15.9%	18.4%	16.5%	8.1%	29.8%	31.8%	11.1%	12.3%	15.6%
江苏银行	39.7%	15.7%	22.6%	14.9%	3.1%	30.7%	31.3%	11.9%	12.6%	16.6%
南京银行	37.1%	6.2%	18.7%	16.1%	5.2%	21.0%	21.3%	14.3%	14.9%	16.7%
齐鲁银行	36.6%	7.1%	28.1%	17.2%	7.7%	20.5%	19.9%	11.4%	11.4%	11.0%
上海银行	35.9%	1.9%	10.8%	0.5%	2.9%	5.5%	3.1%	12.1%	11.8%	11.9%
长沙银行	35.1%	5.9%	15.8%	10.2%	5.1%	18.1%	6.2%	13.8%	13.3%	13.9%
成都银行	34.6%	14.7%	22.5%	16.1%	8.5%	30.0%	31.6%	15.9%	17.6%	18.5%
贵阳银行	32.3%	9.6%	-6.7%	10.5%	2.1%	2.1%	0.9%	15.8%	13.3%	11.9%
重庆银行	30.9%	9.2%	11.2%	-4.7%	5.1%	5.4%	4.2%	12.2%	11.0%	12.6%
北京银行	22.8%	1.9%	3.1%	3.2%	0.2%	3.5%	6.5%	10.7%	10.3%	11.3%
宁波银行	22.4%	17.2%	28.4%	15.2%	9.7%	29.9%	20.2%	14.9%	16.6%	16.1%
渝农商行	22.0%	5.8%	9.4%	-2.2%	-13.9%	13.8%	5.6%	9.3%	9.9%	11.7%
郑州银行	21.7%	8.3%	1.3%	12.3%	-3.6%	1.9%	2.1%	8.4%	7.2%	10.9%
兰州银行	20.7%	-4.1%	7.3%	-5.0%	2.0%	4.9%	7.4%	6.9%	5.8%	6.0%
苏州银行	20.0%	10.0%	4.5%	11.5%	4.0%	20.8%	25.9%	9.0%	10.0%	12.2%
西安银行	36.4%	4.3%	0.9%	-8.4%	3.0%	1.7%	-12.4%	11.2%	10.6%	8.4%
厦门银行	26.8%	23.2%	-4.3%	15.4%	6.5%	19.0%	19.0%	11.2%	11.0%	11.1%
紫金银行	25.6%	-4.2%	0.6%	2.0%	1.7%	5.1%	7.2%	10.1%	9.9%	10.3%
青农商行	25.4%	9.6%	7.6%	-4.9%	4.8%	3.6%	2.4%	11.6%	10.6%	11.7%

资料来源：wind，民生证券研究院；注：此处仅列示前十大股东中国资持股占比 20%以上的银行。

图6：上市银行资产质量指标对比

	前十大股东中国资比例	不良率			拨备覆盖率		
		2020	2021	22Q1-3	2020	2021	22Q1-3
农业银行	84.2%	1.57%	1.43%	1.40%	261%	300%	303%
邮储银行	71.1%	0.88%	0.82%	0.83%	408%	419%	404%
工商银行	70.6%	1.58%	1.42%	1.40%	181%	206%	207%
中国银行	67.6%	1.46%	1.33%	1.31%	178%	187%	189%
建设银行	59.3%	1.56%	1.42%	1.40%	214%	240%	244%
交通银行	37.2%	1.67%	1.48%	1.41%	144%	167%	182%
华夏银行	73.4%	1.80%	1.77%	1.78%	147%	151%	153%
中信银行	73.0%	1.64%	1.39%	1.27%	172%	180%	202%
光大银行	63.2%	1.38%	1.25%	1.24%	183%	187%	189%
浦发银行	53.1%	1.73%	1.61%	1.53%	153%	144%	155%
兴业银行	40.9%	1.25%	1.10%	1.10%	219%	269%	252%
招商银行	35.3%	1.07%	0.91%	0.95%	438%	484%	456%
沪农商行	56.2%	0.99%	0.95%	0.96%	419%	443%	439%
杭州银行	40.2%	1.07%	0.86%	0.77%	470%	568%	584%
江苏银行	39.7%	1.32%	1.08%	0.96%	256%	308%	360%
南京银行	37.1%	0.91%	0.91%	0.90%	392%	397%	398%
齐鲁银行	36.6%	1.43%	1.35%	1.32%	215%	254%	266%
上海银行	35.9%	1.22%	1.25%	1.25%	321%	301%	303%
长沙银行	35.1%	1.21%	1.20%	1.16%	293%	298%	310%
成都银行	34.6%	1.37%	0.98%	0.81%	293%	403%	498%
贵阳银行	32.3%	1.53%	1.45%	1.53%	277%	271%	259%
重庆银行	30.9%	1.27%	1.30%	1.23%	309%	274%	274%
北京银行	22.8%	1.57%	1.44%	1.59%	216%	210%	200%
宁波银行	22.4%	0.79%	0.77%	0.77%	506%	526%	520%
渝农商行	22.0%	1.31%	1.25%	1.23%	315%	340%	361%
郑州银行	21.7%	2.08%	1.85%	1.76%	160%	157%	169%
兰州银行	20.7%	1.75%	1.73%	1.71%	181%	192%	198%
苏州银行	20.0%	1.38%	1.11%	0.88%	292%	423%	533%
西安银行	36.4%	1.18%	1.32%	1.19%	269%	224%	223%
厦门银行	26.8%	0.98%	0.91%	0.86%	368%	371%	385%
紫金银行	25.6%	1.68%	1.45%	1.17%	220%	232%	264%
青农商行	25.4%	1.44%	1.74%	1.91%	279%	232%	216%

资料来源：wind，民生证券研究院；注：此处仅列示前十大股东中国资持股占比 20%以上的银行。

分析师承诺

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。	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
公司评级	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
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。

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 18 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