

银行

报告日期：2023年03月19日

# 中国特色估值体系：银行重估

## ——深度专题：价值重新发现

### 投资要点

□ 中国特色估值体系下，上市银行稳定高股息的价值有望得到重估。

□ 核心观点

#### 1. 什么是具有中国特色的估值体系？

易会满主席提出的中国特色估值体系是建设中国特色资本市场的重要一环。让能为投资者提供真实分红收益的好公司获取合理估值，才能建立正向激励反馈，在资本市场中实现实体经济与上市公司质量提升与投资者回报增长的良性互促。

#### 2. 中国特色估值对银行股有何意义？

低估值导致银行外源融资困难重重。①定增，由于国有企业不能破净定增，溢价发行已成为普遍现象，对股东支持能力提出较高要求；②转债，有可转债存续的17家银行仅3家现价高于转股价；③配股，破净配股同样损害市场形象。外源融资难导致银行高度依赖于内生资本补充，而银行盈利可支撑的信贷增速有限。

#### 3. 银行股价值重估的现实基础在哪？

(1) 银行盈利能力下降趋势将企稳，未来是经济的FOF。①中期来看，银行盈利增长与支持经济已经进入紧平衡阶段。2022年商业银行ROE9.3%，内生资本最多可支持8.7%信贷增长。而22年、23年2月我国信贷同比增速为11%和12%，存在一定资本缺口。②长期来看，银行ROE将跟随经济增长，成为投资者获取社会平均回报率的手段。而优质上市银行是银行中的“精华”，有望提供超额回报。

(2) 银行盈利能力稳定性好于实体，国内稳定性好于国外。①各行业相比：我国上市银行22年前三季度归母净利润增速为8.0%，近五年增速稳定性在申万一级行业中排名第一。②与国际相比：我国利率环境较为稳定，近五年10年期国债收益率波幅150bp，同期同类美国国债波幅为373bp。相较国际金融稳定性更强。

(3) 银行是股息率最高且稳定的行业，是财务投资的优选。过去十年银行业平均股息率为4.3%，是股息率最高且稳定的行业，稳定高分红的价值有望得到重估。

#### 4. 投资银行股的增量资金从哪里来？

(1) 银行作为成熟产业，高分红、低波动的特征，与资本市场追求高弹性、超额收益的考核机制，存在错配。近几年资本市场对于银行股的配置整体呈现下降态势。2022年末银行股在公募基金持仓中占比2.9%，相较2012年末下降7.3pc。

(2) 银行股能够提供稳定高股息的特点，最适合长期资金投资。①个人养老金，根据浙商证券非银团队，未来10年个人养老金入市规模可达6,760亿元。②央国企冗余资金，推算资质条件最适合投资银行股的央国企冗余资金投资口径2万亿元，投资+存款口径约11万亿元。存银行不如买银行，2020年开始银行股息率开始显著超越理财收益率。ROE水平不高且资产负债率有空间的央国企将冗余资金投向银行股，可提高利润水平，满足考核要求，提高国有资本运营效能。

#### 5. 长期资金投银行的障碍如何突破？

(1) 政策障碍：①会计政策。成为“主要股东”（持股5%以上）才能以权益法核算上市银行股权投资。②投资限制：监管要求主要股东及其关联方最多控股一家、参股两家银行（即“两参一控”）；同时金融产品投资同一家银行股权不能超过5%。

(2) 可能路径：①或可参考权益法特征，完善对长期限资金的会计核算、考核评价制度。②对于有银行投资经验、过往股东行为良好的投资人，或可适度调整“两参一控”及其旗下金融产品投资银行股权的限制。

□ 投资建议：中国特色估值体系如何选银行股？

重点推荐：①竞争优势突出，ROE和分红比例有望提升的优质银行，首选平安；②盈利稳定，估值性价比高的国有行和城商行，国有行首选邮储、农行，城商行优选南京、苏州、成都、江苏银行；同时关注高股息优质股份行，兴业、中信。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。

### 行业评级：看好(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：邱冠华

执业证书号：S1230520010003

02180105900

qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师：陈建宇

执业证书号：S1230522080005

15014264583

chenjianyu@stocke.com.cn

研究助理：赵洋

zhaoyang03@stocke.com.cn

研究助理：徐安妮

xuanni@stocke.com.cn

研究助理：周源

zhouyuan01@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《个案风险还是系统性风险？》 2023.03.12

2 《信贷大超预期，居民短贷修复》 2023.03.11

3 《ChatGPT如何改变银行业？》 2023.03.09

## 正文目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 1 什么是具有中国特色的估值体系？ .....            | 4  |
| 2 中国特色估值对银行股有何意义？ .....            | 4  |
| 3 银行股价值重估的现实基础在哪？ .....            | 6  |
| 3.1 银行盈利能力下降趋势将企稳，未来是经济的 FOF ..... | 6  |
| 3.2 银行盈利能力稳定性好于实体，国内稳定性好于国外 .....  | 6  |
| 3.3 银行是股息率最高且稳定的行业，是财务投资的优选 .....  | 7  |
| 4 投资银行股的增量资金从哪里来？ .....            | 8  |
| 4.1 银行业与资本市场偏好的错配 .....            | 8  |
| 4.2 银行股与长期资金投资的适配 .....            | 8  |
| 5 长期资金投银行的限制如何突破？ .....            | 10 |
| 5.1 政策限制 .....                     | 10 |
| 5.2 可能路径 .....                     | 11 |
| 6 中国特色估值体系如何选银行股？ .....            | 12 |
| 7 风险提示 .....                       | 14 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 银行市净率处于近十年 1.2%分位, 市盈率处于 7.4%分位 .....       | 4 |
| 图 2: 不同类型银行市盈率走势对比 .....                         | 4 |
| 图 3: 近十年, 银行 ROE 相较实体经济优势收窄, 上市银行是银行中的“精华” ..... | 6 |
| 图 4: 近十年, 银行股在公募基金中的重仓持股占比显著下降 .....             | 8 |
| 图 5: 银行股息率相较其他低风险产品已具有显著收益率优势 .....              | 9 |

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 近 6 年 14 起上市银行定增, 8 起定增上市当日收盘价低于定增价, 持有至今收益为正的仅 4 起 .....    | 4  |
| 表 2: 上市银行溢价定增投资人以股东方及国有企业为主 .....                                 | 5  |
| 表 3: 有可转债存续的 17 家银行中 (含刚刚到期的光大银行), 仅 3 家当前股价超过转股价 .....           | 5  |
| 表 4: 在 31 个申万一级行业中, 银行业过去五年净利润增速稳定性排名第一 .....                     | 7  |
| 表 5: 在 31 个申万一级行业中, 银行业十年平均股息率最高, 股息率稳定性第二 .....                  | 8  |
| 表 6: 资质条件最适合投资银行股的央国企冗余资金投资口径 2 万亿元、投资+存款口径 11 万亿元 (单位: 亿元) ..... | 9  |
| 表 7: 权益法可享分红冲减本金、按持股比例计入银行利润等优势, 最符合银行股稳定高分红的特征 .....             | 11 |
| 表 8: 2019 年以来具有代表性的银行股权处置优化情况 .....                               | 11 |
| 表 9: 中国特色估值体系下的银行股盈利前景及分红稳定性测算 .....                              | 13 |

## 1 什么是具有中国特色的估值体系？

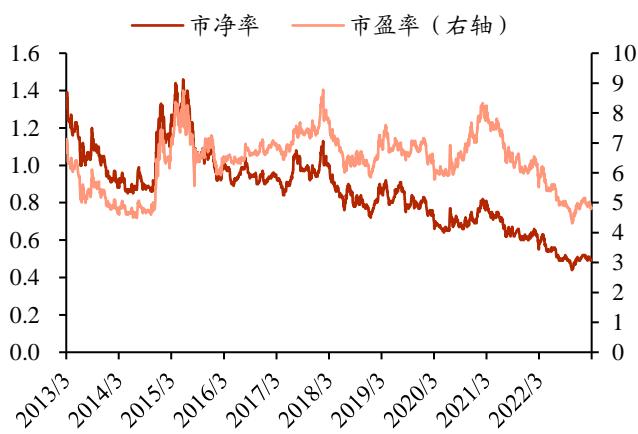
2022年8月1日，中国证监会主席易会满在《求是》上撰文《努力建设中国特色现代资本市场》；11月21日，易会满主席在金融街论坛年会的主题演讲中，再次就建设中国特色现代资本市场的内涵进行了阐释，首次提出“要深刻认识我们的市场体制机制、行业产业结构、主体持续发展能力所体现的鲜明中国元素、发展阶段特征，深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。”

建立具有中国特色的估值体系是建设中国特色现代资本市场的重要一环。估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度。让能为投资者提供真实分红收益的好公司获取合理估值，才能够激励上市公司聚焦提升自身质量、引导投资者形成正确的投资价值观，实现实体经济的发展、上市公司质量提升与投资者回报增长的良性互促。

## 2 中国特色估值对银行股有何意义？

**低估值导致银行外源融资困难重重。**目前银行业市净率仅为0.49，低至近十年的1.2%分位（即近十年中仅1.2%个交易日估值低于当前水平）；市盈率为4.83，处于7.4%分位。

图1：银行市净率处于近十年 1.2%分位，市盈率处于 7.4%分位



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图2：不同类型银行市盈率走势对比



资料来源：wind，浙商证券研究所。

### 从不同融资方式看：

①定增，国有企业不能破净定增，溢价发行成普遍现象，对股东支持能力提出较高要求。

表1：近6年14起上市银行定增，8起定增上市当日收盘价低于定增价，持有至今收益为正的仅4起

| 机构   | 定增日       | 发行价格  | 增发日收盘价 | 增发当日溢价 | 最新收盘价 | 当前涨跌幅 | 实际募资总额<br>(亿元) |
|------|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|----------------|
| 宁波银行 | 2020/5/15 | 21.07 | 24.73  | 17%    | 27.25 | 29%   | 80             |
| 杭州银行 | 2020/4/23 | 8.95  | 7.60   | -15%   | 11.42 | 28%   | 72             |
| 南京银行 | 2020/4/23 | 7.62  | 7.36   | -3%    | 9.24  | 21%   | 116            |
| 兴业银行 | 2017/4/7  | 15.10 | 16.34  | 8%     | 16.72 | 11%   | 260            |
| 邮储银行 | 2021/3/25 | 5.55  | 5.67   | 2%     | 4.95  | -11%  | 300            |
| 长沙银行 | 2021/3/31 | 9.80  | 10.45  | 7%     | 7.98  | -19%  | 59             |
| 农业银行 | 2018/7/2  | 3.97  | 3.32   | -16%   | 3.08  | -22%  | 1000           |

|      |            |       |       |      |      |      |     |
|------|------------|-------|-------|------|------|------|-----|
| 北京银行 | 2017/12/28 | 7.13  | 7.05  | -1%  | 4.38 | -39% | 206 |
| 浦发银行 | 2017/9/4   | 11.88 | 12.78 | 8%   | 7.11 | -40% | 148 |
| 贵阳银行 | 2021/4/23  | 10.27 | 7.99  | -22% | 5.58 | -46% | 45  |
| 郑州银行 | 2020/11/27 | 4.64  | 3.77  | -19% | 2.36 | -49% | 46  |
| 华夏银行 | 2019/1/8   | 11.40 | 7.41  | -35% | 5.34 | -53% | 292 |
|      | 2022/10/18 | 15.16 | 5.07  | -67% | 5.34 | -65% | 80  |

数据来源：wind，浙商证券研究所。

表2：上市银行溢价定增投资人以股东方及国有企业为主

| 机构   | 定增日        | 投资机构  |
|------|------------|---|
| 华夏银行 | 2022/10/18 | 首钢集团有限公司、北京市基础设施投资有限公司  |
| 贵阳银行 | 2021/4/23  | 贵阳市工商产业投资集团有限公司、中融人寿保险股份有限公司 - 分红产品、贵州省仁怀市酱香型白酒产业发展投资有限责任公司、贵阳城南投资开发（集团）有限公司、贵州开阳紫兴磷业投资有限公司、贵阳南明投资（集团）有限责任公司、贵州强德实业投资有限责任公司、修文县国有资产投资经营有限责任公司、贵州兴义阳光资产经营管理集团有限公司、习水县扬帆建设有限责任公司、贵阳观投资产管理有限公司、毕节市国有资本投资运营有限责任公司、毕节市安方建设投资（集团）有限公司、贵阳白云城市建设投资集团有限公司、遵义市国有资产投融资经营管理有限责任公司、贵阳经济开发区城市建设投资（集团）有限公司、贵州腾龙实业集团有限公司  |
| 邮储银行 | 2021/3/25  | 中国邮政集团有限公司  |
| 郑州银行 | 2020/11/27 | 郑州投资控股有限公司、百瑞信托有限责任公司、河南国原贸易有限公司、郑州高新投资控股集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、洛阳高新实业集团有限公司、河南万邦国际农产品物流股份有限公司、河南省第一建筑工程集团有限责任公司、信阳市宏信国有资本运营集团有限公司、河南省万顺达实业集团有限公司、开封国有资产投资经营有限责任公司、鹤壁市山城区惠民城市建设开发有限公司、巩义市国有资产投资经营有限公司、新怡和控股集团有限公司、新乡平原示范区投资集团有限公司、河南省新惠建设投资有限公司、安阳新东投资集团有限公司、登封市嵩基（集团）有限公司、河南瀚宇企业管理咨询有限公司、郑州新登企业集团有限公司、登封市民康实业有限公司、荥阳市城市投资开发有限责任公司、漯河新区投资发展有限公司、济源市虎岭经济发展集团有限公司、河南四建集团股份有限公司、河南城源建设工程有限公司 |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

②转债，有可转债存续的16家银行中，仅3家当前股价超过转股价。光大转债已于2023年3月17日到期，光大银行股价在可转债到期前未能触及转股价。

表3：有可转债存续的17家银行中（含刚刚到期的光大银行），仅3家当前股价超过转股价

| 机构   | 到期日        | 现价估值  |       | 转股价测算 |      |       | 强赎测算  |      |       |
|------|------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|
|      |            | 现价    | 23年PB | 转股价   | 现价空间 | 23年PB | 强赎价   | 现价空间 | 23年PB |
| 浦发银行 | 2025/10/28 | 7.11  | 0.33  | 13.56 | 91%  | 0.63  | 17.63 | 148% | 0.83  |
| 上海银行 | 2027/1/25  | 6.05  | 0.43  | 10.23 | 69%  | 0.72  | 13.30 | 120% | 0.93  |
| 重庆银行 | 2028/3/23  | 7.26  | -     | 10.89 | 50%  | -     | 14.16 | 95%  | -     |
| 兴业银行 | 2027/12/27 | 16.72 | 0.47  | 24.48 | 46%  | 0.69  | 31.82 | 90%  | 0.90  |
| 齐鲁银行 | 2028/11/29 | 4.15  | -     | 5.68  | 37%  | -     | 7.38  | 78%  | -     |
| 中信银行 | 2025/3/4   | 5.26  | 0.42  | 6.43  | 22%  | 0.52  | 8.36  | 59%  | 0.67  |
| 杭州银行 | 2027/3/29  | 11.42 | 0.73  | 12.64 | 11%  | 0.81  | 16.43 | 44%  | 1.05  |
| 苏农银行 | 2024/8/2   | 4.76  | 0.55  | 5.21  | 9%   | 0.60  | 6.77  | 42%  | 0.78  |

|      |            |       |      |       |      |      |       |     |      |
|------|------------|-------|------|-------|------|------|-------|-----|------|
| 常熟银行 | 2028/9/15  | 7.39  | 0.82 | 8.08  | 9%   | 0.90 | 10.50 | 42% | 1.17 |
| 光大银行 | 2023/3/17  | 3.12  | 0.39 | 3.35  | 7%   | 0.42 | 4.36  | 40% | 0.54 |
| 南京银行 | 2027/6/15  | 9.24  | 0.67 | 9.64  | 4%   | 0.70 | 12.53 | 36% | 0.91 |
| 苏州银行 | 2027/4/12  | 6.89  | 0.64 | 7.11  | 3%   | 0.66 | 9.24  | 34% | 0.86 |
| 成都银行 | 2028/3/3   | 13.49 | 0.79 | 13.90 | 3%   | 0.81 | 18.07 | 34% | 1.06 |
| 无锡银行 | 2024/1/30  | 5.54  | 0.55 | 5.63  | 2%   | 0.56 | 7.32  | 32% | 0.72 |
| 江阴银行 | 2024/1/26  | 4.17  | 0.59 | 4.14  | -1%  | 0.59 | 5.38  | 29% | 0.77 |
| 张家港行 | 2024/11/12 | 4.65  | 0.68 | 4.53  | -3%  | 0.66 | 5.89  | 27% | 0.86 |
| 江苏银行 | 2025/3/14  | 7.04  | 0.55 | 5.97  | -15% | 0.46 | 7.76  | 10% | 0.60 |

数据来源：wind，浙商证券研究所。备注：现价取自2023年3月17日收盘价。

③配股，破净配股同样损害市场形象。

外源融资困难导致银行高度依赖内生资本补充，而银行盈利可支撑的信贷增速有限。

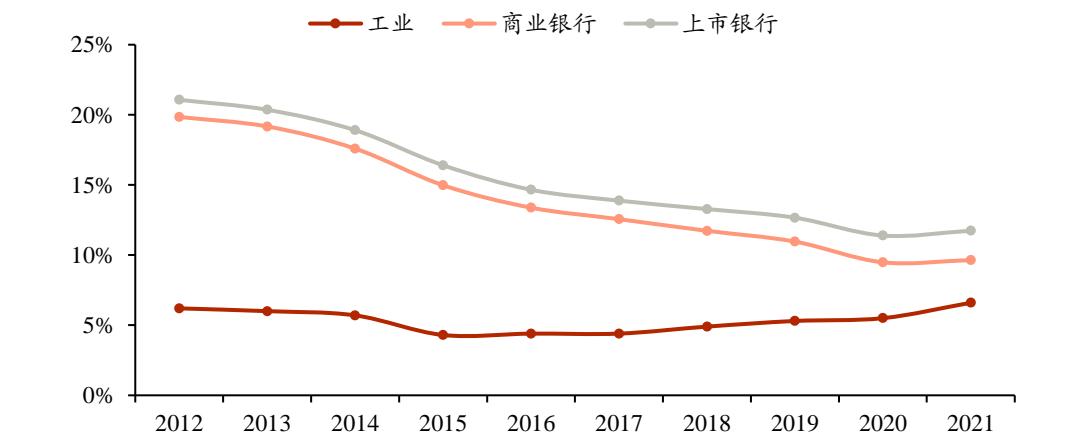
### 3 银行股价值重估的现实基础在哪？

银行股价值重估的现实基础，在于能够保持稳定的盈利增长，并为投资者提供稳定的高股息回报。

#### 3.1 银行盈利能力下降趋势将企稳，未来是经济的 FOF

过去10年，随着中国经济增速放缓、资本回报率的下降，银行的议价权显著下降，再加上让利实体经济，银行ROE相较实体经济的优势不断收窄。**①中期来看，当下银行盈利增长与支持经济发展能力已经进入紧平衡阶段。**2022年商业银行ROE为9.3%，测算内生资本最多可支持8.7%信贷增长。而2022年、2023年2月我国人民币信贷同比增速分别为11%和12%。即使考虑信贷增速在5年内逐渐下降至7%左右的合意增长，仍然存在一定资本缺口。**②长期来看，银行ROE将跟随经济增长，成为投资者获取社会平均回报率的手段。**而优质上市银行是银行中的“精华”，有望为投资者实现超越社会平均的回报率。

图3：近十年，银行ROE相较实体经济优势收窄，上市银行是银行中的“精华”



数据来源：wind，国务院国资委，中国银保监会，浙商证券研究所。

#### 3.2 银行盈利能力稳定性好于实体，国内稳定性好于国外

①各行业相比：银行的收入利润主要来自于实体经济的财务费用，因此稳定性较强。我国上市银行 2022 年前三季度归母净利润增速为 8.0%，过去 5 年差异系数为 34.67%，净利润增速稳定性在申万 31 个一级行业中排名第一。

表4：在 31 个申万一级行业中，银行业过去五年净利润增速稳定性排名第一

| 名称   | 五年平均数 | 差异系数  | 名称   | 五年平均数   | 差异系数 | 名称   | 十年平均数  | 差异系数 |
|------|-------|-------|------|---------|------|------|--------|------|
| 农林牧渔 | 24.9% | 468%  | 公用事业 | 12.2%   | 233% | 计算机  | -28.3% | 105% |
| 基础化工 | 21.7% | 294%  | 交通运输 | 245.2%  | 209% | 传媒   | 77.2%  | 293% |
| 钢铁   | -2.0% | 2818% | 房地产  | -24.5%  | 173% | 通信   | -74.3% | 144% |
| 有色金属 | 32.7% | 258%  | 商贸零售 | -50.7%  | 213% | 银行   | 7.6%   | 35%  |
| 电子   | 14.4% | 311%  | 社会服务 | -757.6% | 201% | 非银金融 | 8.5%   | 367% |
| 家用电器 | 6.1%  | 160%  | 综合   | 8.6%    | 433% | 汽车   | -6.0%  | 281% |
| 食品饮料 | 14.9% | 44%   | 建筑材料 | 8.5%    | 395% | 机械设备 | -10.2% | 146% |
| 纺织服饰 | 15.1% | 545%  | 建筑装饰 | 4.5%    | 119% | 煤炭   | 29.8%  | 115% |
| 轻工制造 | -8.8% | 176%  | 电力设备 | 22.0%   | 175% | 石油石化 | 39.3%  | 159% |
| 医药生物 | 8.3%  | 276%  | 国防军工 | 11.1%   | 243% | 环保   | -2.1%  | 904% |
|      |       |       |      |         |      | 美容护理 | 11.2%  | 224% |

数据来源：wind，浙商证券研究所。备注：1.五年平均数=各行业 2018-2022 年（2022 年取前三季度）的净利润平均数；2.差异系数=五年净利润增速标准差/平均数，取绝对值。3.颜色越红，表示平均净利润增速越高，波动越小；颜色越蓝，表示平均净利润增速越低，波动越大。

②与国际相比：我国金融监管的稳健性和逆周期性，使得我国银行业经营的利率环境比较稳定，过去五年间 10 年期国债收益率的波动只有 150bp；同期 10 年期美国国债收益率波动 373bp。当下国际金融面临巨大挑战，快速暴力加息使得国外银行业面临巨大的利率风险，大量固定利率资产面临浮亏。一旦流动性波动，将触发金融的脆弱性。相较而言，我国国内金融环境的稳定性优势凸显。

### 3.3 银行是股息率最高且稳定的行业，是财务投资的优选

过去十年，银行业平均股息率为 4.3%，是股息率最高且稳定的行业。2022 年银行业股息率 5.7%（年度股息是指自然年内派发的每股股息/自然年 12 月 31 日的股价），相较 2013 年提升 1.6pc。中国特色估值体系下，银行业稳定高分红的价值有望得到重估。

表5：在31个申万一级行业中，银行业十年平均股息率最高，股息率稳定性第二

| 名称   | 十年平均数 | 差异系数 | 名称   | 十年平均数 | 差异系数 | 名称        | 十年平均数       | 差异系数       |
|------|-------|------|------|-------|------|-----------|-------------|------------|
| 农林牧渔 | 0.9%  | 41%  | 公用事业 | 1.9%  | 10%  | 计算机       | 0.5%        | 31%        |
| 基础化工 | 1.8%  | 42%  | 交通运输 | 1.8%  | 31%  | 传媒        | 0.9%        | 47%        |
| 钢铁   | 2.3%  | 71%  | 房地产  | 2.2%  | 46%  | 通信        | 0.7%        | 95%        |
| 有色金属 | 0.7%  | 48%  | 商贸零售 | 1.1%  | 31%  | <b>银行</b> | <b>4.3%</b> | <b>15%</b> |
| 电子   | 0.6%  | 43%  | 社会服务 | 0.6%  | 41%  | 非银金融      | 1.7%        | 29%        |
| 家用电器 | 2.1%  | 20%  | 综合   | 0.4%  | 58%  | 汽车        | 1.8%        | 36%        |
| 食品饮料 | 1.6%  | 30%  | 建筑材料 | 1.6%  | 51%  | 机械设备      | 0.9%        | 33%        |
| 纺织服饰 | 1.9%  | 37%  | 建筑装饰 | 1.6%  | 29%  | 煤炭        | 3.8%        | 43%        |
| 轻工制造 | 1.0%  | 37%  | 电力设备 | 0.6%  | 35%  | 石油石化      | 3.1%        | 39%        |
| 医药生物 | 0.7%  | 25%  | 国防军工 | 0.3%  | 30%  | 环保        | 0.9%        | 36%        |
|      |       |      |      |       |      | 美容护理      | 0.6%        | 44%        |

资料来源：wind，浙商证券研究所。备注：1.十年平均数=各行业自然年2013-2022年的股息率平均数；颜色越红代表股息率越高，颜色越蓝代表股息率越低。2.差异系数=十年股息率标准差/平均数。3.颜色越红，表示平均股息率水平越高，股息率波动越小；颜色越蓝，表示平均股息率水平越低，股息率波动越大。3.股息率=自然年派发的每股现金分红（税前）/自然年12月31日的股价。

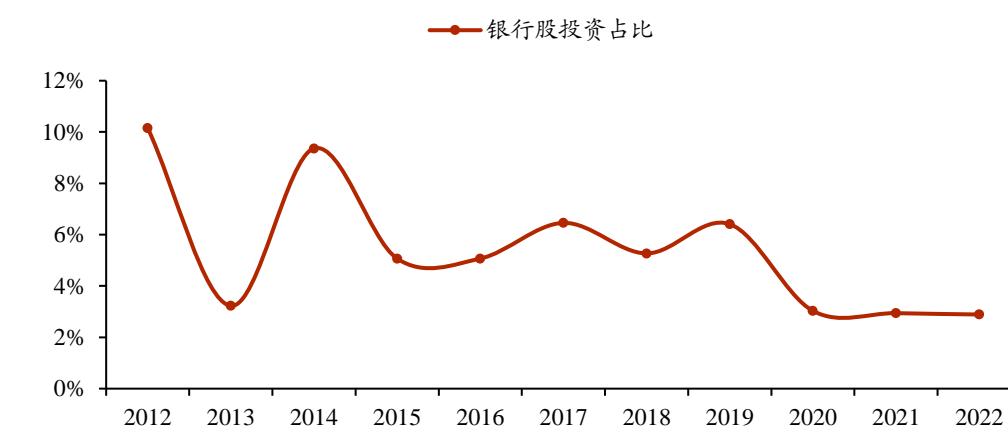
## 4 投资银行股的增量资金从哪里来？

银行作为成熟产业，高分红、低波动的特征，与资本市场追求高弹性、超额收益的考核机制，存在错配；但与长期资金的投资需求最为适配。

### 4.1 银行业与资本市场偏好的错配

银行作为成熟产业，高分红、低波动的特征，与资本市场追求高弹性、超额收益的考核机制，存在错配。因此，随着近几年银行ROE和盈利增速的下行，资本市场对于银行股的配置整体呈现下降态势。22年末银行股在公募基金持仓中占比2.9%，相较12年末下降7.3pc。

图4：近十年，银行股在公募基金中的重仓持股占比显著下降



数据来源：wind，浙商证券研究所。

### 4.2 银行股与长期资金投资的适配

银行股能够提供稳定高股息的特点，最适合长期资金投资，我们认为最值得关注的有两大增量资金来源。

**一是个人养老金。**根据浙商证券非银团队，未来10年个人养老金规模可达3.38万亿元，入市规模可达6,760亿元。这类资金投资期限长，以银行股分红来置换存款是不错的选择。

**二是央国企冗余资金。**2023年，国务院国资委对中央企业提出“一增一稳四提升”的经营目标，利润总额增速、净资产收益率和资产负债率都将成为中央企业重点考核指标。投资银行股，一方面可以成为有ROE压力的央国企提高自身资本运营效率的手段，另一方面也可以成为没有ROE压力的央国企利用冗余资金获取较高低风险收益率的投资工具。为合理测算冗余资金规模，我们以ROE水平和资产负债率两个维度对央国企进行了分层。

**(1) ROE水平代表投资银行股的动力强弱。**①ROE低于上市银行股息率(5%)的企业，投资银行股的动机最强，仅依靠股息率就可以实现盈利能力的提升；②自身ROE高于上市银行股息率但低于上市银行ROE的(10%)次之，如果用权益法核算将大大提升投资意愿；③本身ROE高于10%的，如行业自身存在大量冗余现金，没有合适的投资机会，那么以银行股息来置换低收益的存款，也是不错的选择。尤其是随着刚兑打破、高息存款清理，无风险利率整体呈现下降趋势，2020年之后银行股股息率已经显著跑赢理财平均收益率，更不用说余额宝等货币类产品，“存银行不如买银行”已经成为现实。

**(2) 资产负债率水平代表央国企投资银行股的潜力，**国资委对中央企业合意资产负债率为65%，高于这一标准的即使有冗余资金也要优先降负债操作。

**据此，推算资质条件最适合投资银行股的央国企，投资口径下冗余资金为2万亿元，投资+存款口径下冗余资金约11万亿元。而当前银行股A股总市值6.69万亿元，自由流通市值2.38万亿元**（不含5%以上股东及其一致行动人持股，高管层持股按75%计入）。

图5：银行股息率相较其他低风险产品已具有显著收益率优势

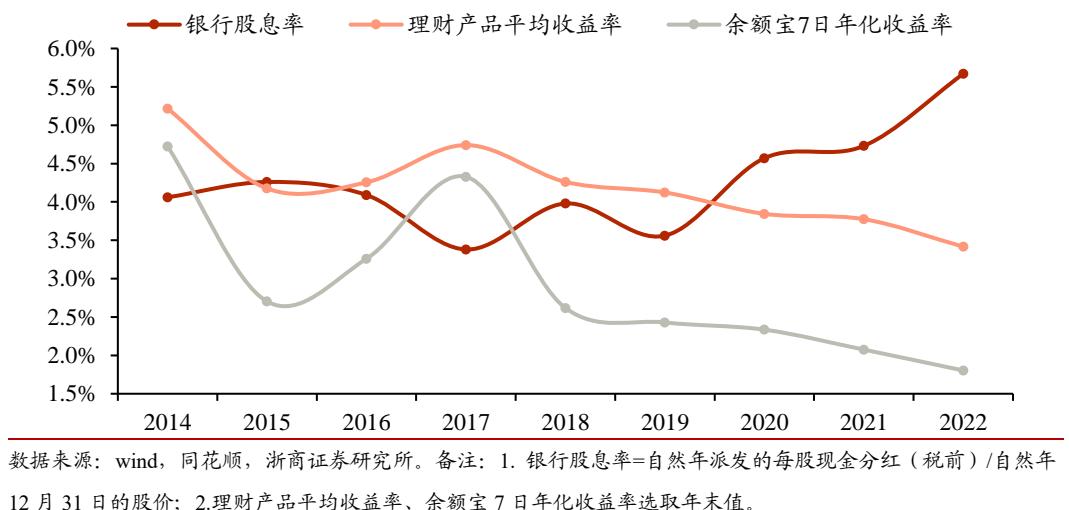


表6：资质条件最适合投资银行股的央国企冗余资金投资口径2万亿元、投资+存款口径11万亿元（单位：亿元）

|      |      | ROE区间  | 资产负债率 | 样本资产   | 自由存款   | 存款占比   | 投资总额  | 投资占比  |
|------|------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 上市公司 | 中央企业 | 5%以下   | 65%以下 | 20,567 | 4,148  | 20.17% | 622   | 3.03% |
|      |      |        | 65%以上 | 15,474 | 1,322  | 8.55%  | 28    | 0.18% |
|      |      | 5%~10% | 65%以下 | 64,335 | 11,318 | 17.59% | 810   | 1.26% |
|      |      |        | 65%以上 | 1,718  | 221    | 12.86% | 84    | 4.88% |
|      |      | 10%以上  | 65%以下 | 42,235 | 19,031 | 45.06% | 3,056 | 7.24% |
|      |      |        | 65%以上 | 8,575  | 2,029  | 23.66% | 1     | 0.01% |

|           |       |        | 65%以下            | 18,188        | 2,799          | 15.39% | 489   | 2.69% |
|-----------|-------|--------|------------------|---------------|----------------|--------|-------|-------|
|           |       |        | 65%以上            | 16,421        | 2,479          | 15.10% | 130   | 0.79% |
|           | 地方国企  | 5%~10% | 65%以下            | 23,745        | 5,002          | 21.06% | 1,086 | 4.57% |
|           |       |        | 65%以上            | 3,772         | 643            | 17.05% | 29    | 0.76% |
| 发债企业      |       | 10%以上  | 65%以下            | 46,705        | 11,695         | 25.04% | 1,666 | 3.57% |
|           |       |        | 65%以上            | 11,748        | 3,232          | 27.51% | 164   | 1.40% |
|           |       | 5%以下   | 65%以下            | 143,992       | 9,417          | 6.54%  | 3,995 | 2.77% |
|           |       |        | 65%以上            | 29,139        | 1,355          | 4.65%  | 188   | 0.65% |
|           |       | 5%~10% | 65%以下            | 37,925        | 2,576          | 6.79%  | 1,953 | 5.15% |
|           |       |        | 65%以上            | 23,322        | 1,792          | 7.68%  | 646   | 2.77% |
|           |       | 10%以上  | 65%以下            | 22,992        | 936            | 4.07%  | 576   | 2.51% |
|           |       |        | 65%以上            | 17,718        | 1,553          | 8.76%  | 820   | 4.63% |
|           |       | 地方国企   | 5%以下             | 763,590       | 29,942         | 3.92%  | 5,013 | 0.66% |
|           |       |        | 65%以上            | 238,543       | 11,419         | 4.79%  | 1,162 | 0.49% |
|           |       |        | 5%~10%           | 32,744        | 1,637          | 5.00%  | 983   | 3.00% |
|           |       |        | 65%以上            | 18,960        | 1,186          | 6.26%  | 286   | 1.51% |
|           |       |        | 65%以下            | 12,911        | 694            | 5.38%  | 391   | 3.03% |
|           |       |        | 65%以上            | 12,762        | 904            | 7.08%  | 427   | 3.35% |
| ROE 区间    | 资产负债率 |        | 推算总资产            | 推算投资口径冗余资金    | 推算投资+存款口径冗余资金  |        |       |       |
| 5%以下      | 65%以下 |        | 1,735,820        | 20,467        | 109,082        |        |       |       |
|           | 65%以上 |        | 544,507          | 2,736         | 33,005         |        |       |       |
| 5%~10%    | 65%以下 |        | 341,006          | 10,148        | 54,699         |        |       |       |
|           | 65%以上 |        | 98,794           | 2,283         | 10,228         |        |       |       |
| 10%以上     | 65%以下 |        | 258,037          | 12,198        | 81,119         |        |       |       |
|           | 65%以上 |        | 104,836          | 2,975         | 18,626         |        |       |       |
| <b>合计</b> |       |        | <b>3,083,000</b> | <b>50,807</b> | <b>306,759</b> |        |       |       |

数据来源：wind，国务院国资委，浙商证券研究所。备注：1.投资=交易性金融资产+债权投资+其他债权投资。一般企业报表中交易性金融资产一般包括企业购买的短期理财产品、结构性存款等，债权投资和其他债权投资一般包括企业购买的长期限结构性存款、大额CD以及其他类型投资，本报告认为这些资产转化为股权投资难度较小。2.合计数的推算，基于每一分层的推算汇总，即按照每一分层样本资产在总资产样本中的占比，推算属于该分层的全部央国企资产占比，在分层内按照投资及存款占比推算冗余资金规模，再将每一层的推算结果汇总。

## 5 长期资金投银行的限制如何突破？

长期资金投资银行股的限制主要在于会计政策和监管投资限制两个方面，结合我国当前投资市场及银行经营的现实条件，我们认为上述两个方面都有优化的空间。

### 5.1 政策限制

**①会计政策：**成为“主要股东”（持股5%以上或可以对被投银行实施重大影响，例如可以派驻董事）才能以权益法核算上市银行股权投资。

**②投资限制：**监管要求主要股东及其关联方最多控股一家银行、参股两家银行（持股5%以上或实施重大影响）；同时，金融机构及其关联方发行的金融产品投资同一家银行股权不能超过5%。

## 5.2 可能路径

①对于以收取分红为目的的投资，或可完善考核计量机制。易会满主席在金融街论坛年会的演讲中谈及“投资文化”问题时指出，“我们一些投资机构还没能牢固树立价值投资的理念，热衷于追逐市场热点，‘散户化’特征明显。我们要充分吸收借鉴成熟市场尊崇法治、恪守契约精神等理念，完善相应的会计核算、考核评价制度，秉持专业态度，涵养良好的职业操守，让资本市场更加健康、充满活力。”当前大部分资金实力或资质不足以成为上市银行主要股东的投资者，买入银行股可按照持股目的，以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVPL）或以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）两种方式计量。FVPL 计量下股价波动直接影响利润表，这与部分银行股投资者追求稳定高分红、厌恶股价波动的诉求相冲突；FVOCI 一般适用于投资非上市银行股权的计量，投资上市银行须审计机构认可为“非交易目的”，在此基础上仅分红部分可计入当期损益，投资者在报表中仅享股息率，吸引力有限。而权益法计量可享分红冲减成本、按持股比例计入银行利润且不受股价波动干扰等优势，与银行股特征最为适配。或可考虑参考权益法计量特征，完善对长期限资金投资的会计核算、考核评价制度。

表7：权益法可享分红冲减成本、按持股比例计入银行利润等优势，最符合银行股稳定高分红的特征

| 持股类型  | 控股     | 主要股东                        | 其他参股上市银行          |                     | 其他参股非上市银行           |
|-------|--------|-----------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| 持股比例  | 实际控制人  | 持股 5%以上                     | 持股 5%以下           |                     |                     |
| 会计分类  | 长期股权投资 |                             | 金融工具              |                     |                     |
| 会计方法  | 成本法    | 权益法                         | 交易目的              | 非交易目的               | 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益 |
|       |        |                             | 以公允价值计量且其变动计入当期损益 | 以公允价值计量且其变动计入其他综合收益 |                     |
| 股价变动  | 不影响    | 不影响                         | 计入当期损益            | 计入其他综合收益            | 不涉及                 |
| 分红计量  | 计入当期损益 | 冲减持股成本                      | 计入当期损益            | 计入当期损益              | 计入当期损益              |
| 银行净利润 | 并表     | 按持股比例将被投银行的损益、其他综合收益等计入本方报表 | 不影响               | 不影响                 | 不影响                 |

资料来源：企业会计准则第 2 号和第 22 号，浙商证券研究所整理。

②在严把股东资质关的前提下，或可完善相关投资管理要求。2019 年以来，我国已妥善完成包商银行、恒丰银行、锦州银行等重点机构的风险处置。银行业整体股东资质及行为已显著改善。结合银行经营的现实条件，对于有银行投资经验、过往股东行为良好的投资人，或可适度调整“两参一控”及其旗下金融产品投资银行股权的限制。政策调整一方面将有利于原本就有投资意愿但受限于“两参一控”要求的优质投资人增加对银行股的投资；另一方面也能够给予银行股东正向激励，有助于股东行为和银行公司治理的进一步规范和完善。

表8：2019 年以来具有代表性的银行股权处置优化情况

| 机构    | 时间     | 交易比例   | 原股东方   | 原股东类型 | 新股东方                       | 新股东类型    |
|-------|--------|--------|--|-------|----------------------------|----------|
| 哈尔滨银行 | 2019 年 | 28.49% | 黑龙江科软软件科技有限公司、黑龙江同达投资有限公司、黑龙江鑫永胜商贸有限公司、黑龙江天地源远网络科技有限公司、黑龙江拓凯经贸有限公司、哈尔滨巨邦投资有限责任公司 | 民营企业  | 哈尔滨经济开发投资公司、黑龙江省金融控股集团有限公司 | 地方国有投资公司 |

|                |       |        |                 |            |   |                             |
|----------------|-------|--------|-----------------|------------|---|-----------------------------|
| 恒丰银行           | 2019年 | 定增     | -               | -          | 中央汇金投资有限责任公司、山东省金融资本管理股份有限公司、新加坡大华银行和其他股东   | 中央及地方金融投资机构、其他战略投资者         |
| 锦州银行           | 2019年 | 17.31% | 中企发展投资(北京)有限公司等 | 民营企业       | 工银金融资产投资有限公司、信达投资有限公司、中国长城资产管理股份有限公司  | 中央金融投资机构                    |
|                | 2020年 | 定增     | -               | -          | 北京成方汇达企业管理有限公司、辽宁金融控股集团有限公司、工银金融资产投资有限公司  | 中央与地方金融投资机构                 |
| 蒙商银行收购包商银行在蒙资产 | 2020年 | 破产重组   | 明天集团合计持有89%     | 明天系        | 存款保险基金管理有限责任公司、内蒙古自治区财政厅、徽商银行股份有限公司、内蒙古电力(集团)有限公司、内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司、内蒙古公路交通投资发展有限公司、内蒙古金融资产管理有限公司、包头稀土高新技术产业开发区管理委员会、建信金融资产投资有限公司、中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司、包头市财政局 | 人行所属企业、央企在蒙机构、地方政府部门、地方国有企业 |
| 盛京银行           | 2021年 | 36.40% | 恒大集团(南昌)有限公司    | 恒大系        | 东北制药集团、沈阳盛京金控投资集团有限公司、沈阳市和平区国有资产经营、沈阳高新发展投资控股集团、沈阳锐金资产经营、北京国锐控股、北京城环城国际汽车配件城、山西禹王煤炭气化、辽宁国科实业  | 地方国资+优质民企                   |
| 华融湘江银行         | 2022年 | 40.53% | 中国华融            | 重整中的中央金融企业 | 湖南财信金融控股集团、中央汇金投资有限责任公司   | 中央及地方金融投资机构                 |

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理。

## 6 中国特色估值体系如何选银行股？

怎么衡量长期股息的贴现价值呢？本质上应该回归到 DDM 模型：

$$\frac{V}{P} = \frac{\frac{D \times (1+g)}{1+r} + \frac{D \times (1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D \times (1+g)^n}{(1+r)^n}}{P} = \frac{D \times \frac{1+g}{r-g}}{P} = \frac{ROE \times d \times B \times \frac{1+g}{r-g}}{P}$$

在折现率 r 一定的前提下，价值的高低取决于 ROE 的水平、分红率 d 及增长率 g。ROE 是一切的基础，d 乘以足够大的 ROE 才让股息有意义，同时基于内生增长假设，g 取决于 ROE 和分红率。因此，选择长期股息投资回报率高的银行，就是选择长期 ROE 具有高稳定性和成长性特征、分红比例适当能够提供稳定高股息并支持内生增长、且当前估值水平合理的银行。

#### 重点推荐：

①竞争优势突出，ROE 和分红比例有望提升的优质银行，首选平安银行；

②盈利能力稳定，估值性价比高的国有行和城商行，国有行首选邮储、农行，城商行优选南京、苏州、成都、江苏银行；同时关注高股息优质股份行，兴业、中信。

表9：中国特色估值体系下的银行股盈利前景及分红稳定性测算

| 机构 | 调整后 PB | 动态股息率 | 分红率 |     | 不良+关注率 | ROE   |       |       |       | 真实 ROE |       | 估值性价比 |       |      |
|----|--------|-------|-----|-----|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|
|    |        |       | 最新  | 中期  |        | 21A   | 22H1  | 22A   | 中期    | 21A    | 22H1  | 21A   | 22H1  | 中期   |
| 农行 | 0.39   | 7.10% | 30% | 30% | 2.86%  | 11.6% | 11.9% |       | 11.0% | 11.5%  | 14.9% | 8.9%  | 11.5% | 8.5% |
| 邮储 | 0.47   | 5.72% | 30% | 30% | 1.34%  | 11.9% | 13.4% |       | 13.0% | 15.0%  | 15.8% | 9.6%  | 10.1% | 8.3% |
| 中行 | 0.42   | 6.72% | 30% | 30% | 2.60%  | 11.3% | 11.6% |       | 11.0% | 14.0%  | 11.6% | 10.0% | 8.2%  | 7.8% |
| 交行 | 0.40   | 7.30% | 30% | 30% | 2.89%  | 10.8% | 10.5% |       | 10.0% | 12.2%  | 10.1% | 9.2%  | 7.6%  | 7.5% |
| 建行 | 0.46   | 6.44% | 30% | 30% | 4.03%  | 12.6% | 12.6% |       | 11.0% | 10.0%  | 7.7%  | 6.6%  | 5.1%  | 7.2% |
| 工行 | 0.48   | 6.85% | 30% | 30% | 1.00%  | 12.2% | 11.3% |       | 11.0% | 14.8%  | 13.9% | 9.3%  | 8.7%  | 6.9% |
| 中信 | 0.39   | 6.41% | 27% | 29% | 3.16%  | 10.7% | 11.8% | 10.8% | 11.0% | 14.2%  | 13.0% | 9.7%  | 8.8%  | 8.0% |
| 兴业 | 0.53   | 6.84% | 26% | 28% | 2.62%  | 13.9% | 13.6% | 13.9% | 13.9% | 16.7%  | 13.5% | 8.2%  | 6.6%  | 7.3% |
| 民生 | 0.32   | 5.98% | 27% | 29% | 4.43%  | 6.6%  | 8.7%  |       | 8.0%  | 9.6%   | 8.5%  | 8.2%  | 7.2%  | 7.2% |
| 光大 | 0.43   | 6.72% | 25% | 26% | 3.08%  | 10.6% | 10.8% |       | 10.5% | 12.3%  | 10.6% | 7.2%  | 6.2%  | 6.4% |
| 浦发 | 0.37   | 5.62% | 23% | 24% | 3.68%  | 8.8%  | 10.3% |       | 9.2%  | 10.3%  | 12.7% | 6.3%  | 7.7%  | 5.9% |
| 平安 | 0.55   | 2.24% | 12% | 20% | 2.35%  | 10.9% | 12.2% | 12.4% | 15.0% | 13.6%  | 14.4% | 3.0%  | 3.2%  | 5.4% |
| 招行 | 0.90   | 5.10% | 32% | 32% | 1.94%  | 17.0% | 18.1% | 17.1% | 15.0% | 19.9%  | 18.9% | 7.1%  | 6.7%  | 5.3% |
| 华夏 | 0.36   | 6.73% | 22% | 20% | 4.64%  | 9.0%  | 7.2%  |       | 9.0%  | 12.8%  | 11.9% | 7.9%  | 7.3%  | 5.0% |
| 浙商 | 0.54   | 0.00% | 0%  | 15% | 4.46%  | 9.8%  | 9.6%  |       | 10.5% | 11.6%  | 4.3%  | 0.0%  | 0.0%  | 2.9% |
| 青岛 | 0.46   | 5.19% | 32% | 32% | 2.18%  | 10.4% | 14.0% |       | 14.0% | 15.5%  | 21.5% | 10.6% | 14.8% | 9.7% |
| 北京 | 0.34   | 7.41% | 29% | 29% | 3.56%  | 10.3% | 11.8% |       | 10.0% | 10.6%  | 7.9%  | 9.1%  | 6.8%  | 8.6% |
| 苏州 | 0.59   | 4.66% | 30% | 30% | 1.68%  | 10.0% | 12.9% | 11.5% | 14.0% | 18.2%  | 20.5% | 9.3%  | 10.5% | 7.2% |
| 南京 | 0.70   | 6.06% | 30% | 30% | 1.73%  | 14.9% | 17.5% |       | 16.0% | 16.3%  | 19.8% | 7.0%  | 8.5%  | 6.9% |
| 成都 | 0.79   | 5.99% | 29% | 30% | 1.31%  | 17.6% | 18.6% | 19.5% | 18.0% | 24.7%  | 26.8% | 9.0%  | 9.8%  | 6.8% |
| 上海 | 0.53   | 6.82% | 26% | 29% | 2.91%  | 11.8% | 13.3% | 11.0% | 12.0% | 16.2%  | 15.8% | 8.0%  | 7.8%  | 6.5% |
| 江苏 | 0.75   | 7.36% | 30% | 30% | 2.27%  | 12.6% | 16.1% | 14.9% | 16.0% | 17.5%  | 18.9% | 7.0%  | 7.6%  | 6.4% |
| 重庆 | 0.47   | 5.60% | 29% | 30% | 4.22%  | 11.0% | 12.6% |       | 10.0% | 7.8%   | 10.5% | 4.8%  | 6.5%  | 6.4% |
| 杭州 | 0.58   | 3.86% | 22% | 22% | 1.23%  | 12.3% | 16.6% | 14.1% | 16.0% | 22.5%  | 24.9% | 8.8%  | 9.7%  | 6.2% |
| 厦门 | 0.56   | 5.21% | 30% | 30% | 1.73%  | 11.0% | 11.2% | 11.4% | 11.2% | 10.8%  | 11.8% | 5.9%  | 6.4%  | 6.0% |
| 齐鲁 | 0.58   | 5.24% | 28% | 29% | 3.26%  | 11.4% | 11.8% | 11.9% | 12.0% | 17.8%  | 13.8% | 8.5%  | 6.6%  | 5.9% |
| 长沙 | 0.55   | 4.74% | 22% | 22% | 2.71%  | 13.3% | 14.1% | 12.6% | 14.0% | 18.7%  | 22.6% | 7.6%  | 9.2%  | 5.6% |

|    |      |       |     |     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
|----|------|-------|-----|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 西安 | 0.56 | 4.69% | 30% | 30% | 3.60% | 10.6% | 8.7%  |       | 9.0%  | 9.1%  | 10.4% | 4.9%  | 5.6%  | 4.8% |
| 贵阳 | 0.41 | 5.42% | 18% | 18% | 4.94% | 13.3% | 12.1% |       | 10.0% | 10.1% | 10.8% | 4.4%  | 4.8%  | 4.4% |
| 宁波 | 1.01 | 2.17% | 17% | 20% | 1.25% | 16.6% | 16.0% |       | 17.0% | 21.0% | 17.5% | 3.5%  | 2.9%  | 3.4% |
| 兰州 | 0.74 | 3.17% | 36% | 30% | 6.31% | 5.8%  | 5.6%  |       | 5.0%  | 5.7%  | 20.3% | 2.8%  | 10.0% | 2.0% |
| 郑州 | 0.37 | 0.00% | 0%  | 5%  | 3.92% | 7.2%  | 12.3% |       | 10.0% | 9.9%  | 15.4% | 0.0%  | 0.0%  | 1.3% |
| 渝农 | 0.35 | 7.27% | 30% | 30% | 2.98% | 9.9%  | 12.4% |       | 10.0% | 12.3% | 15.4% | 10.4% | 13.0% | 8.5% |
| 江阴 | 0.57 | 5.48% | 31% | 30% | 1.47% | 10.2% | 8.7%  | 11.9% | 12.5% | 15.5% | 17.0% | 8.4%  | 9.2%  | 6.6% |
| 沪农 | 0.55 | 5.78% | 30% | 30% | 1.62% | 11.4% | 12.1% | 11.2% | 12.0% | 15.0% | 11.1% | 8.1%  | 6.0%  | 6.5% |
| 苏农 | 0.59 | 4.35% | 25% | 25% | 2.80% | 9.3%  | 12.4% | 10.6% | 13.0% | 15.8% | 20.7% | 6.7%  | 8.8%  | 5.5% |
| 无锡 | 0.59 | 4.11% | 21% | 22% | 1.13% | 11.4% | 13.5% | 13.1% | 14.5% | 18.2% | 18.3% | 6.5%  | 6.6%  | 5.4% |
| 港行 | 0.66 | 3.71% | 22% | 22% | 2.51% | 11.1% | 10.4% | 12.2% | 13.5% | 18.9% | 13.9% | 6.3%  | 4.6%  | 4.5% |
| 紫金 | 0.58 | 3.99% | 24% | 25% | 1.95% | 9.9%  | 10.2% | 9.7%  | 10.0% | 13.8% | 10.6% | 5.8%  | 4.4%  | 4.3% |
| 常熟 | 0.81 | 3.39% | 25% | 25% | 1.66% | 11.6% | 11.7% | 13.1% | 14.0% | 17.1% | 15.8% | 5.3%  | 4.9%  | 4.3% |
| 瑞丰 | 0.81 | 2.89% | 21% | 23% | 2.64% | 10.3% | 9.0%  | 10.9% | 11.0% | 12.2% | 10.7% | 3.2%  | 2.8%  | 3.1% |
| 青农 | 0.60 | 3.48% | 18% | 18% | 6.99% | 10.6% | 10.7% |       | 8.5%  | 2.6%  | 9.8%  | 0.8%  | 3.0%  | 2.6% |

数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。备注: 1.调整后 PB 参照 22H1 数据计算, 超额拨备=全口径拨备-阶段二和阶段三资产总额, 调整后归母净资产=财报归母净资产+超额拨备×(1-25%); 调整后 PB=市值/调整后归母净资产。2.真实 ROE 计算方式, 名义 ROE 即报表中披露的 ROE 水平, 真实不良生成=不良贷款净增额+关注贷款净增额+核销规模, 真实归母净利润=财报披露的归母净利润+(当期计提的减值准备-真实不良生成)×(1-25%), 真实 ROE=名义 ROE × 真实归母净利润/财报披露的归母净利润。3.中期, 指 2023-2030 期间的平均值。4.中期分红率预测方式, 基于上市以来分红率和最新分红率合理预判 2023-2030 年间平均分红率水平。5.中期 ROE, 即预测 2023-2030 期间的平均 ROE 水平。6.估值性价比=真实 ROE×分红率/调整后 PB。7.颜色越红代表股息率越高、ROE 越高、资产质量越好、当前 PB 估值越低; 颜色越蓝代表相反情况。

## 7 风险提示

宏观经济失速, 不良大幅爆发。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>