

大行还能买吗？

基于 ROE 与市场情绪的分析

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王剑 021-60875165
证券分析师：陈俊良 021-60933163
证券分析师：田维韦 021-60875161

◆ 银行

wangjian@guosen.com.cn
chenjunliang@guosen.com.cn
tianweiwei@guosen.com.cn

◆ 投资评级：超配（维持评级）

执证编码：S0980518070002
 执证编码：S0980519010001
 执证编码：S0980520030002

事项：

近期大行股价走势急上急下，投资者对于在当前位置还能不能买大行比较纠结，我们对此进行了分析。我们通过对历史数据的分析认为，2021年以来大行 ROE 稳定但 PB 回落的主要原因是投资者对让利的担忧。我们认为在净息差企稳、资产质量稳定、拨备充足的情况下，未来大行 ROE 将继续处于稳定水平，其 PB 不具备继续下行的基本面基础。随着疫情结束和经济复苏，各项金融政策逐步恢复常态化，投资者对大行政策性让利的悲观情绪有望逐渐改善，其 PB 将逐渐向 ROE 所对应的合理水平靠拢。结合历史数据看，大行 PB 修复到 ROE 对应的合理水平，仍有 10% 以上的空间。再叠加大行平均 11% 的 ROE 所带来的业绩回报，其总体预期回报依然可观。

评论：

◆ 大行 ROE 稳定但 PB 回落：主要受让利等担忧影响

我们一般称大行包括工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行及邮储银行六大行，但由于邮储银行于 2019 年底才在 A 股上市，因此我们选用五大行数据以保持口径可比。从历史估值来看，五大行 PB 持续回落，有两个原因：

（1）在 2021 年之前，五大行的平均 ROE 持续回落，因此其 PB 回落有合理性。由于 ROE 是决定 PB 的重要因素，因此随着 ROE 的回落，五大行的 PB 也相应回落，有其合理性。如果我们想剔除 ROE 的影响，观察 PE 是一个比较好的方法，原因是“ $PE \approx PB/ROE$ ”。PE 的决定因素相对简单，主要取决于净利润增速。从 PE 来看，由于近几年五大行的平均净利润增速比较稳定，基本在 0-6% 之间波动，因此五大行的平均 PE 一直在 4-7 倍这样一个比较稳定的区间波动。因此我们可以说，影响大行 PB 的主要因素就是 ROE 的下降。

图1: ROE 回落是大行估值回落的原因之一



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

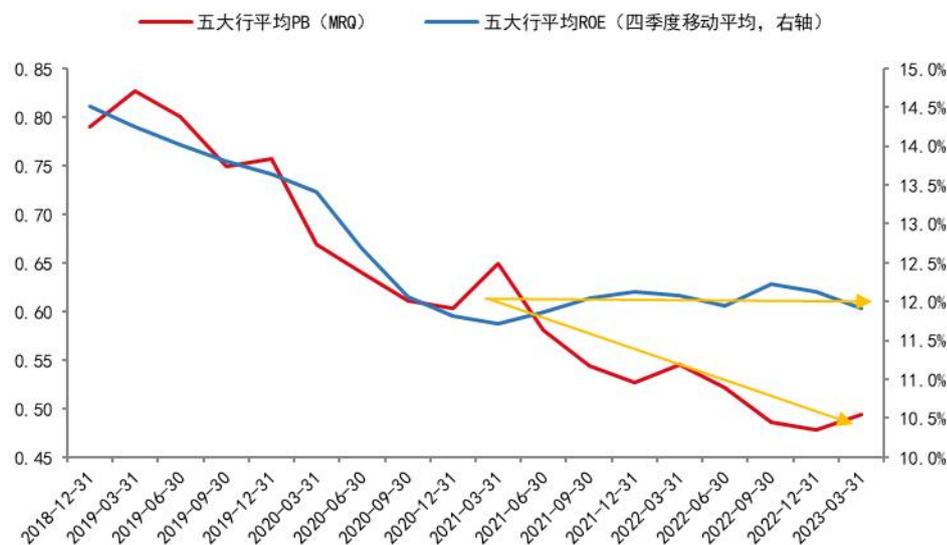
图2: 近几年大行净利润增速平稳, PE 也比较稳定



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

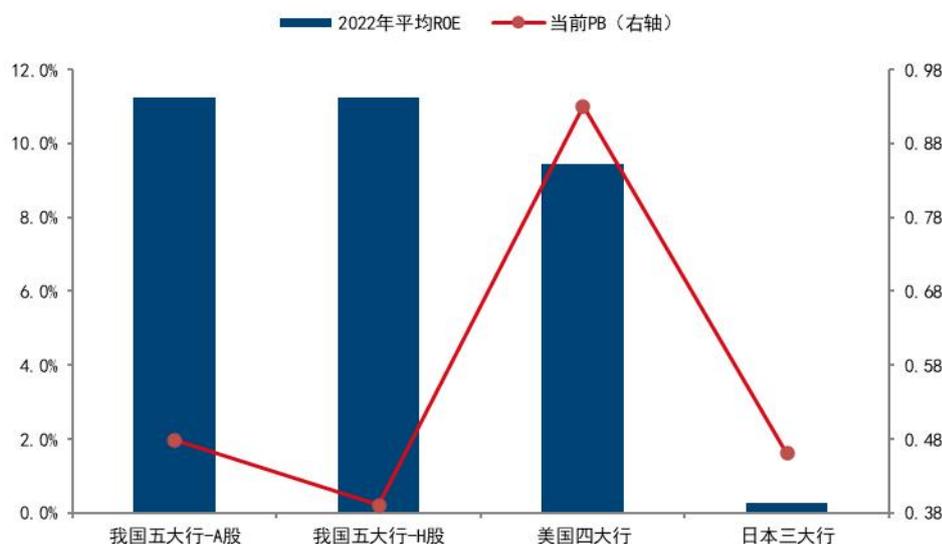
(2) 2021 年以来大行 PB 回落主要跟让利担忧有关。纵向来看, 实际上 2021 年以来大行的 ROE 已经渐渐趋于稳定, 但大行的 PB 还在持续回落, 目前仅有 0.5x 左右 (五大行的 H 股平均估值更是只有 0.4x 左右)。横向来看, 美国四大行、日本三大行的 ROE 远低于我国五大行平均水平, 但其 PB 却明显更高。不管是纵向来看, 还是横向对比来看, 大行近几年的业绩比较稳定, 且与主要经济体的银行相比也处于比较高的水平, 因此造成这种极端低估值的因素显然不是因为当前的业绩“差”, 而是投资者对未来的悲观预期, 我们认为这主要跟过去几年投资者对让利的担忧有关。

图3: 纵向来看, 2021 年以来大行 ROE 趋稳, 但 PB 持续回落



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 与主要经济体横向对比来看, 我国大行明显是高 ROE、低 PB



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 美国四大行是摩根大通、美国银行、富国银行和花旗集团; 日本三大行是三菱日联、三井住友和瑞穗金融。

近几年对投资者预期影响较大的让利信息主要包括: (1) 让利 1.5 万亿元。2020 年 6 月 17 日国务院常务会议提出“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”, 虽然央行在 2020 年底宣布完成该项任务, 且从结果来看对银行基本面冲击有限, 但对投资者情绪影响较大; (2) 延期还本付息。2020 年 3 月以来央行等多部门持续发文, 要求金融机构加大对小微企业贷款延期还本付息的支持力度; (3) 普惠贷款增长要求。2020 年政府工作报告中提出“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%”, 2021 年提出“大型商业银行普惠型小微企业贷款增长 30%以上”。(4) 贷款利率下降。贷款利率下降分为两个层

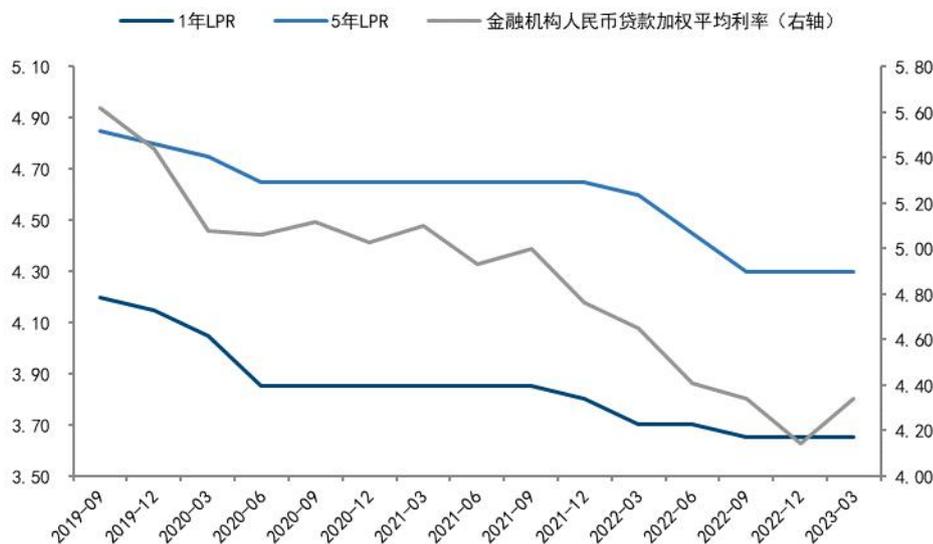
面：一是随着 LPR 下降以及信贷需求转弱，银行贷款收益率持续下滑。这种贷款利率的下降本质上是宏观经济周期性影响，但也被很多投资者习惯性地视为让利；另一方面则是大行的普惠小微贷款利率降至跟对公贷款利率接近，被很多投资者视为承担政策性任务。

表1: 延期还本付息政策情况

时间	部门	文件	内容
2020年3月	人民银行、银保监会、财政部、发展改革委、工信部	《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》	对符合条件、流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排。对于2020年1月25日以来到期的困难中小微企业（含小微企业主、个体工商户）贷款本金，以及2020年1月25日至6月30日中小微企业需支付的贷款利息，还本付息日期最长可延至2020年6月30日。
2020年6月	人民银行、银保监会、财政部、发展改革委、工信部	《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》	对于2020年年底到期的普惠小微贷款本金、2020年年底存续的普惠小微贷款应付利息，银行业金融机构应根据企业申请，给予一定期限的延期还本付息安排，最长可延至2021年3月31日，并免收罚息。同时，央行创设两个新的直达实体经济的货币政策工具，普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，以增强服务中小微企业政策的针对性和含金量。
2021年3月	人民银行、银保监会、财政部、发展改革委、工信部	《关于进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限有关事宜的通知》	普惠小微企业贷款延期还本付息政策延期至2021年12月31日。对于2021年4月1日至12月31日期间到期的普惠小微企业贷款（包括单户授信1000万元及以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款），由企业和银行自主协商确定，继续实施阶段性延期还本付息。
2022年5月	国务院	《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	商业银行等金融机构继续按市场化原则与中小微企业（含中小微企业主）和个体工商户、货车司机等自主协商，对其贷款实施延期还本付息，努力做到应延尽延，本轮延期还本付息日期原则上不超过2022年底。
2022年11月	人民银行、银保监会、财政部、发展改革委、工业和信息化部、市场监管总局	《关于进一步加大对小微企业贷款延期还本付息支持力度的通知》	对于2022年第四季度到期的、因新冠肺炎疫情暂时遇困的小微企业贷款（含个体工商户和小微企业主经营性贷款），鼓励银行业金融机构与借款人共同协商延期还本付息，延期贷款正常计息，免收罚息，还本付息日期原则上最长可延至2023年6月30日。

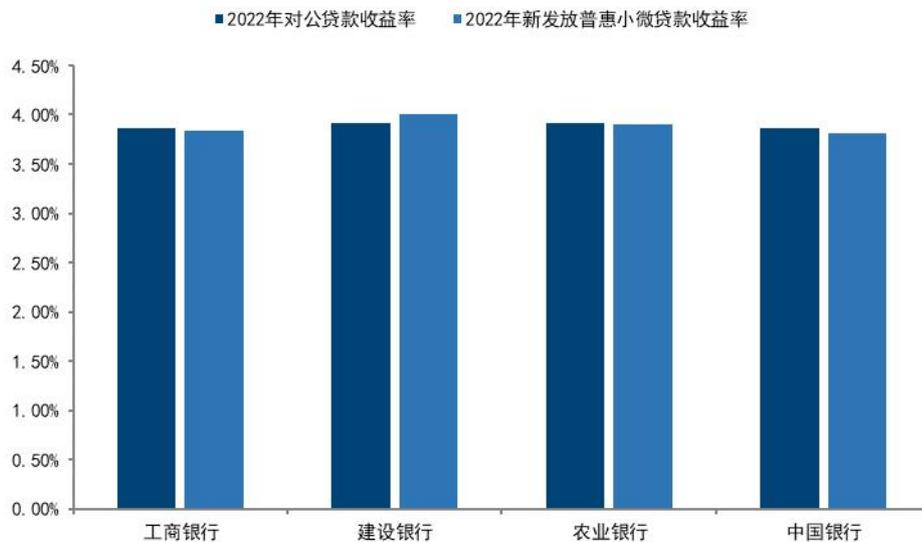
资料来源：百度新闻，国信证券经济研究所整理

图5: 受 LPR 下降等因素影响，银行贷款收益率持续降低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：四大行普惠小微贷款收益率接近对公贷款收益率



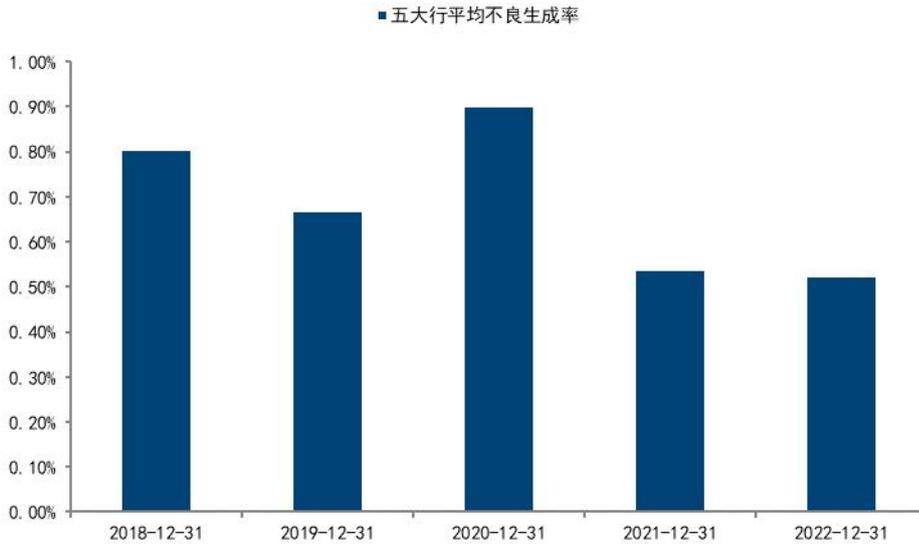
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 前景展望：基本面不支持 PB 继续下行，让利担忧减轻有望推动估值继续修复

我们预计未来大行 ROE 将继续处于稳定水平，这意味大行 PB 不具备继续下行的基本面基础。我们之所以预计大行未来 ROE 将保持在基本稳定的水平，主要是考虑到影响 ROE 的关键驱动因素将保持稳定：

(1) 净息差企稳。今年一季度贷款完成重定价之后，前期 LPR 下降的不利影响消化完毕，后续大行的净息差有望保持在较为稳定的水平。目前市场上有不少投资者预期后续 LPR 会再度下降，但我们认为即便 LPR 下行，对银行的冲击也将减弱，主要是考虑到两方面因素：（a）目前存款利率调整是挂钩 LPR 的。2022 年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以十年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。央行在今年一季度的《货币政策执行报告》中指出，“推动金融机构主动根据市场利率变化合理调整存款利率水平”，意味着未来 LPR 下降对银行净息差的冲击将减弱；（b）据《21 世纪经济报道》报道，近期在利率自律机制推动下，银行业通知存款、协定存款利率加点上限下调，有助于缓解银行净息差压力。

(2) 资产质量稳定，拨备充足。一方面大行近几年的不良生成率一直保持稳定，除 2020 年受疫情冲击暂时上升外，近两年反而有所降低，这主要得益于其利用资金成本优势投放更加安全的资产；另一方面大行近几年拨备持续超额计提，拨备较为充足，五大行今年一季末的拨备覆盖率在 183%-303%之间，平均值为 229%。

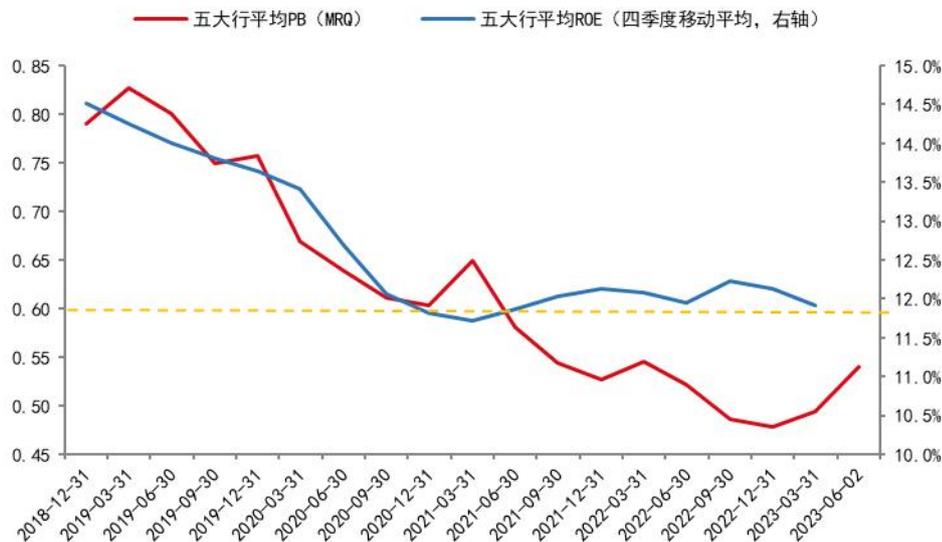
图7：五大行不良生成率保持在较低水平，资产质量稳定


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为随着疫情结束和经济复苏，各项金融政策逐步恢复常态化，投资者对大行政策性让利的悲观情绪有望改善。对银行让利要求的减少体现在如下几个方面：（1）根据去年11月份出台的《关于进一步加大对小微企业贷款延期还本付息支持力度的通知》，延期还本付息政策将在今年6月底到期；（2）2022年以来政府工作报告中已经不再提及对大行的普惠贷款增长要求；（3）在2023年一季度金融统计数据有关情况新闻发布会上，央行表示“多数的结构性工具是阶段性工具，设立时都有明确的实施期限……结构性工具完成了政策目标，就会按期及时退出。”（4）原银保监会在今年4月份发布的《关于2023年加力提升小微企业金融服务质量的通知》中，将工作目标之一定为“贷款利率总体保持平稳”，与去年“力争总体实现2022年银行业新发放普惠型小微企业贷款利率较2021年有所下降”的表述有明显改变。

我们认为随着让利担忧消除，大行PB将逐渐向基本面所对应的合理水平靠拢。尽管在“中特估”推动下，近期大行估值有所回升，但结合历史数据来看，大行PB修复到ROE对应的合理水平，仍有10%以上的空间。需要指出的是，让利的实施很多时候会有文件出台，容易受到市场关注，政策回归常态化后，投资者情绪的扭转可能需要一段时间，这意味着大行后续的估值修复会比较缓慢地开展，与近期估值的急上急下有所区别。10%以上的估值修复空间叠加大行平均11%的ROE所带来的业绩回报，其总体预期回报依然可观。

图8: 近期大行估值回升但较历史 ROE 对应的合理水平仍有一定空间



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

当前银行基本面虽然继续承压, 但低估值反映了市场的悲观预期, 后续随着经济复苏以及让利担忧缓解, 银行板块存在估值修复机会, 维持行业“超配”评级。个股方面, 一是随着稳增长效果显现、私人部门经济复苏, 建议关注与实体经济活动关联性强、以中小微民企为主要客群的小微银行, 包括常熟银行、瑞丰银行、张家港行、苏农银行等; 二是建议在估值底部布局未来业绩有望保持相对更快增长的标的, 推荐宁波银行、成都银行等; 三是建议关注估值仍然存在修复空间的大行。

◆ 风险提示

若宏观经济大幅下行, 可能从多方面影响银行业, 比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。

相关研究报告:

- 《银行理财业务 5 月月报-规模渐回, 结构延续》——2023-05-28
- 《2023 年 1-4 月实体部门资金运转-提振居民信心仍是关键》——2023-05-21
- 《银行业 2023 年 5 月投资策略-继续看好低估值下的修复机会》——2023-05-11
- 《银行业 2022 年报暨 2023 年一季报综述-息差拖累业绩, 拨备反哺利润》——2023-05-03
- 《银行理财业务 4 月月报-元气略恢复, 产品求接力》——2023-04-30

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032