

中特估空间仍存，布局银行估值重塑

银行业

推荐 维持评级

核心观点:

- **中特估行情明显，政策和经济环境总体利好银行** 截至目前，银行板块累计下跌3.54%，4月初至5月8日顶部累计上涨12.59%；其中，国有行年内累计上涨15.92%，多数国有大行涨幅均超过了10%。政策层面，稳增长导向不变，强调信贷总量稳定性，继续聚焦重点领域，稳定银行负债成本、化解风险，总体利好银行经营。经济层面，三重压力转弱，企业融资需求回升。截至3月末，贷款需求指数上升至78.4%；其中，制造业、基建、地产和批发零售业贷款需求指数73.9%、71.5%、5.3%和68%。展望未来，有效需求不足仍是主要矛盾，内需潜力释放是经济复苏成效巩固核心关键。
- **银行一季度业绩走弱，拐点有望显现** 受以量补价效应减弱影响，上市银行营收负增长，净利增速收窄。我们认为随着信贷投放节奏放缓及6月LPR下调，银行业绩预计于二季度见底，量价层面利空因素加速释放，拐点有望显现，存款成本优化及内需改善或成为主要驱动因素。具体来看：(1) 信贷节奏常态化，按揭贷款和消费贷等需求疲软是制约银行扩表的主要原因；(2) 重定价对息差影响会逐步减弱，存款自律机制改革深化，利率集中调降有利于应对LPR下行，缓解负债端成本刚性，稳定息差。(3) 经济复苏之下居民投资和消费意愿边际改善，叠加超额储蓄释放、提前还贷现象逐步缓解，以财富管理为代表的非息业务收入具备中长期提升潜力。(4) 资产质量持续优化，拨备计提充分，地产和地方政府债风险可控，信用成本有望维持较低水平。
- **机构偏好度提升，估值性价比突出** 受存款利率下降、居民储蓄意愿较强影响，年险销量增加、资金运用余额扩张，叠加长债收益率下行，险企资产端加配权益类资产。对低估值、高股息银行股偏好度提升，叠加中特估催化和IFRS9实施，预计配置比例会有增加。此外，银行板块PB在0.5X以下，位于历史偏低水平，性价比依旧突出。
- **投资策略** 经济复苏成效尚待显现，中特估对银行估值重塑效应明显，我们认为下半年银行板块投资以结构性机会为主：(1) 中特估：高股息策略空间仍存，国有行受益长线资金布局，具备配置价值和避险属性，主要考虑存款利率调降之后LPR下行对息差影响有限，国有行贷款保持高增，市场份额提升，基本面有支撑，估值性价比凸显，险资和央企主题基金发行带来增量资金。(2) 区域性银行：江浙地区中小行兼具短期弹性+中长期成长性，体现在短期区域经济优势明显，扩表动能强劲，业绩领跑，有望提前受益经济复苏成效释放，中长期契合经济转型和产业升级方向，深耕制造业、科创、小微等领域，并通过异地分支机构、业务模式复制和全国性牌照拓展经营半径，成长空间广阔。(3) 股份行：短期面临量价压力，可关注内需拐点和零售业务转型。部分以零售业务为核心的优质股份行或继续受按揭提前还贷和5年期LPR下行的冲击，但考虑到该类银行零售客户基础好，财富管理业务转化率高，非房消费贷与经营贷布局力度有望加大，内需拐点一旦显现，将支撑其业绩反转和价值回归。
- **投资建议** 宏观经济处于弱复苏状态，政策层面继续发力稳增长、扩内需，银行经营环境面临改善，信贷投放节奏趋向常态化，零售端需求尚有改进空间，重定价影响预计于二季度加速出清。我们认为下半年银行基本面有望企稳，不良风险总体可控，估值性价比突出，进一步吸引长线资金布局，继续看好银行板块投资机会，个股方面：(1) 中特估催化之下继续看好国有行估值重塑，推荐建设银行(601939)和中国银行(601988)；(2) 布局区域经济复苏，优选业务模式优异、成长性突出的江浙地区城农商，推荐江苏银行(600919)、常熟银行(601128)和宁波银行(002142)；(3) 持续跟踪需求端复苏进展，关注零售业务领先、财富管理竞争力突出的优质股份行中长期投资机会：招商银行(600036)、平安银行(000001)。
- **风险提示** 宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

分析师

张一纬

☎: 010-80927617

✉: zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519010001

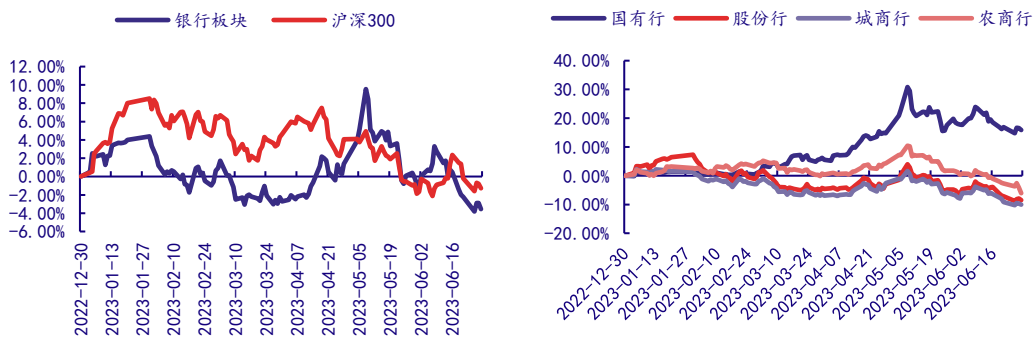
目 录

一、板块回顾：中特估行情明显，国有行、中字头领跑.....	2
二、政策环境和经济环境稳中向好，复苏成效有待释放.....	2
三、银行业绩走弱，拐点取决于负债端成本和需求修复.....	4
（一）信贷节奏趋于常态化，需求端是扩表核心驱动.....	4
（二）重定价对息差影响逐季释放，存款成本持续优化利好负债端.....	5
1. 存款定价自律机制改革深化，银行存款利率调降.....	6
2. 负债端成本刚性仍存，利率下调能够稳定息差.....	7
（三）经济复苏之下消费投资改善空间大，中长期利好非息.....	8
（四）信用成本有望保持低位，地产与地方政府债务风险可控.....	9
（五）预计上市银行全年营收和净利同比增长 1.7%和 4.87%.....	10
四、机构偏好度提升，估值性价比突出	11
（一）以保险为代表的绝对收益资金对银行的偏好度上升.....	11
（二）估值性价比依旧突出，ROE 决定估值中枢能否上移	13
五、投资策略：如何看待当前阶段银行板块投资机会.....	13
（一）中特估：高股息策略空间仍存，国有行受益长线资金布局.....	13
（二）区域性银行：业务模式佳，兼具短期弹性+中长期成长性.....	14
（三）股份行：短期面临量价压力，关注内需拐点和零售业务转型.....	16
六、投资建议.....	17
七、风险提示.....	18

一、板块回顾：中特估行情明显，国有行、中字头领跑

2023 年初至今，银行板块呈现震荡行情，整体表现弱于市场，但二季度以来中特估行情明显。截至 6 月 29 日，银行板块累计下跌 3.54%，跑输沪深 300 指数 2.25 个百分点，4 月初至 5 月 8 日顶部累计上涨 12.59%，主要受到中特估概念的催化。

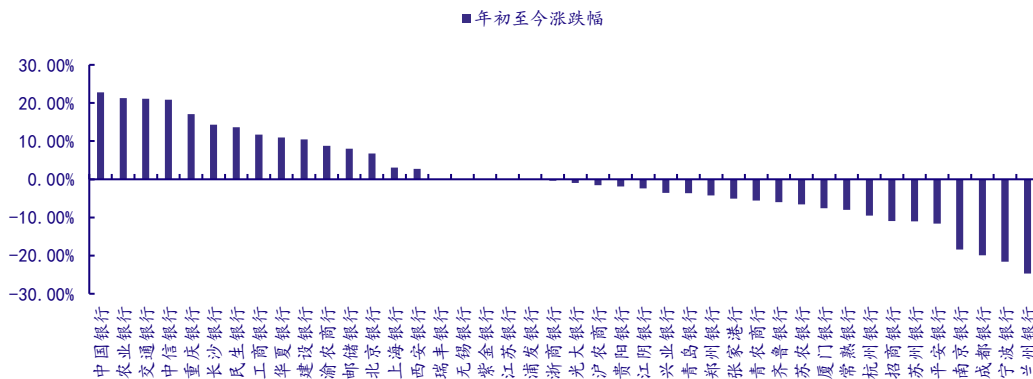
图 1：银行板块年初至今表现



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

国有行与其他中字头银行实现领跑。截至 6 月 29 日，国有行累计上涨 15.92%，远超银行板块整体以及其他细分板块表现。个股层面，多数国有大行年初至今涨幅均超过了 10%，其中，中国银行和交通银行累计上涨 22.15%和 20.89%。

图 2：各家上市银行年初至今表现



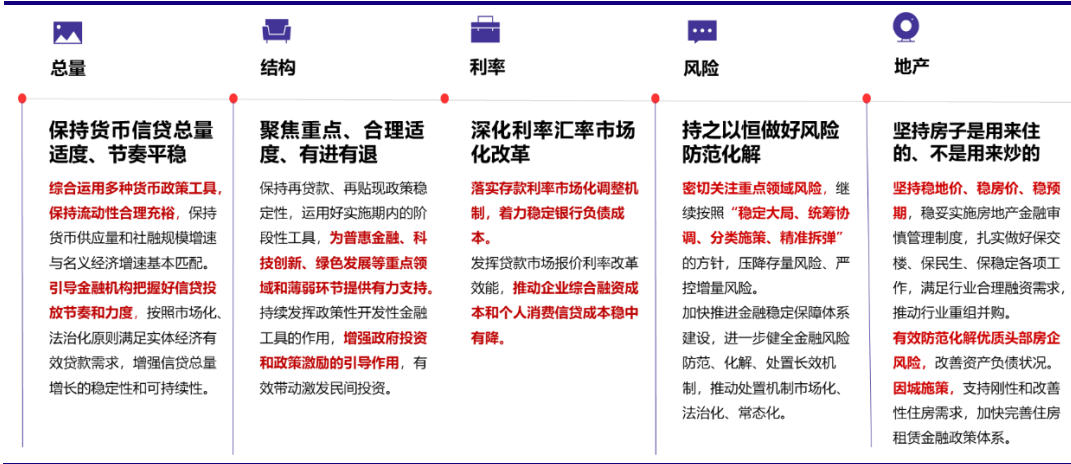
资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

二、政策环境和经济环境稳中向好，复苏成效有待释放

政策层面，货币政策稳健精准有力，保持流动性合理充裕，对稳增长的支持力度不减，总体利好银行业经营。央行 2023 年一季度货币政策执行报告内容显示，除了强调信贷总量的稳定性外，继续聚焦普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域，在发挥政策性开放性金融工具作用的基础上，通过政府投资引导民间投资，有助于后续阶段信贷投放。定价方面，利率市场化更加侧重存款端、稳定银行负债成本，为企业和居民融资成本下行打开空间。与此同时，风

险化解力度不减，地产政策边际宽松，对银行资产质量的影响偏正面。

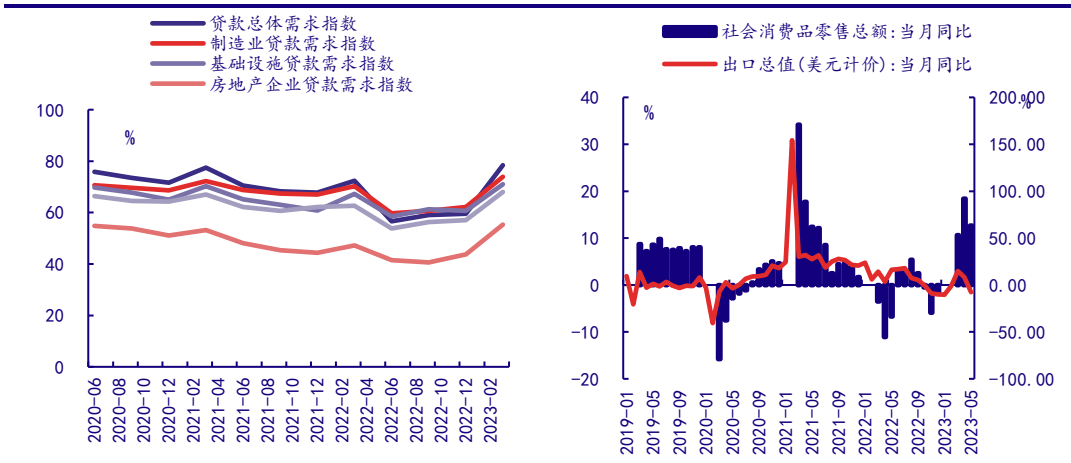
图 3：2023Q1 央行货币政策执行报告



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

经济处于弱复苏通道，三重压力转弱，企业融资需求回升。截至 2023 年 3 月末，贷款需求指数 78.4%，高于 2022 年同期。其中，制造业、基础设施类贷款、房地产企业和批发零售业贷款需求指数为 73.9%、71.5%、55.3%和 68%，均高于去年同期。总体来看，年初基建投资继续发挥稳增长重要支撑作用，制造业技术改造投资力度加大，房地产走稳对全部投资的下拉影响趋弱，而受疫情影响较多的批发零售业经营也在逐步回暖。

图 4：贷款需求指数以及社会消费品零售总额、出口数据等指标



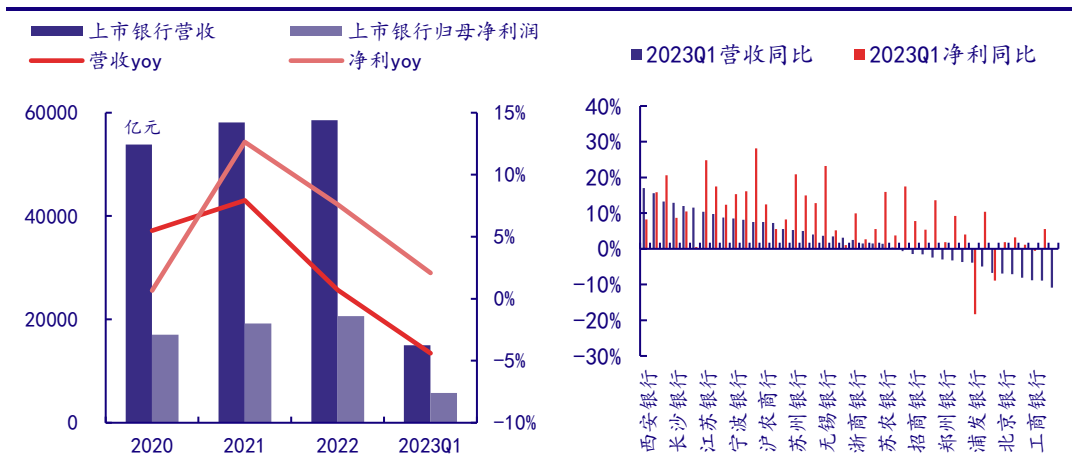
资料来源：ifind，中国银河证券研究院整理

展望未来，有效需求不足仍是主要矛盾，内需潜力释放是经济复苏成效巩固核心关键。2023 年 5 月出口总额同比下降 7.5%；社会消费品零售总额同比增长 12.7%，主要受到低基数影响，2 年复合增速仅有 2.55%，动力略显不足，主要考虑疫情“伤痕效应”尚未消退，居民收入预期还在恢复，青年人就业压力较大，消费复苏动能的可持续性面临挑战。6 月 16 日国务院常务会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。

三、银行业绩走弱，拐点取决于负债端成本和需求修复

受以量补价效应减弱影响，上市银行一季度营收和净利增速较 2022 年走弱，城农商行表现相对较好。2023Q1，42 家上市银行合计实现营业收入同比下降 4.39%，出现负增长；归母净利润同比增长 2.09%，增速较 2022 年进一步收窄；平均年化 ROE 为 12.69%，同比下降 0.08 个百分点。细分板块来看，城农商行业绩表现优于国有行和股份行，营业收入保持正增长，净利润增速超过 10%。

图 5：上市银行营业收入和净利润



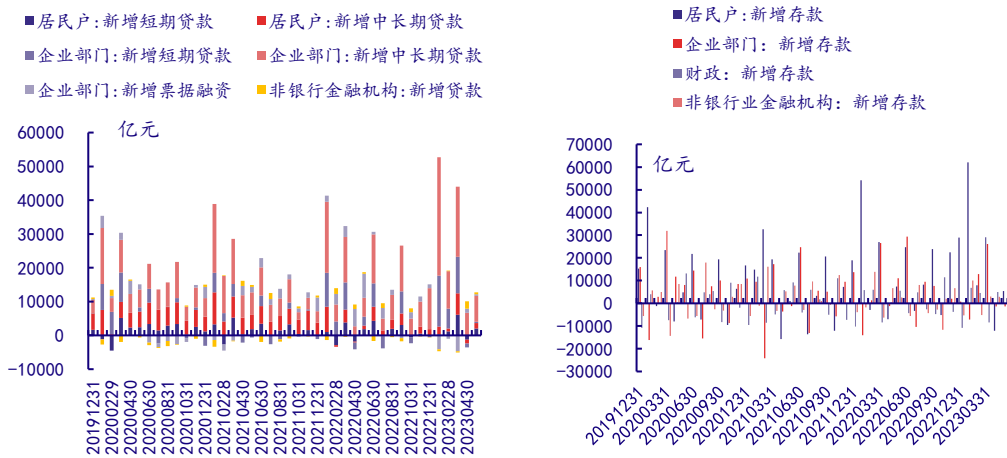
资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

我们认为随着 4 月以来信贷投放节奏放缓以及 6 月 LPR 下调，银行业绩预计于二季度见底，量价下行影响集中释放，拐点有望显现，存款成本优化以及内需尤其是居民部门需求的改善程度对于银行基本面修复至关重要。

(一) 信贷节奏趋于常态化，需求端是扩表核心驱动

二季度以来信贷回落，年初“早投放、早收益”效应退坡，基建投资拉动信贷边际效应转弱，居民部门需求相对不足，叠加监管层面更加重视信贷节奏的稳定性，预计下一阶段信贷投放有望趋于常态化。结合银行信贷投放的季节性特征以及当前阶段提前还贷现象延续，我们判断 2023 年全年信贷增量 24.32 万亿元，多于 2022 年。从结构上看，按揭贷款和消费贷疲软是制约信贷投放和银行持续扩表的核心因素。2023 年 4 月，居民部门短期贷款和中长期贷款分别减少 1255 亿元和 1156 亿元，5 月转正但力度偏弱，整体波动较大；与此同时，居民存款 4 月同比减少 1.2 万亿元，5 月同比多增 5364 亿元，而非银存款增量在 3000 亿元左右波动，提前还贷冲击持续。因此，需求端改善对于稳信贷来说至关重要。

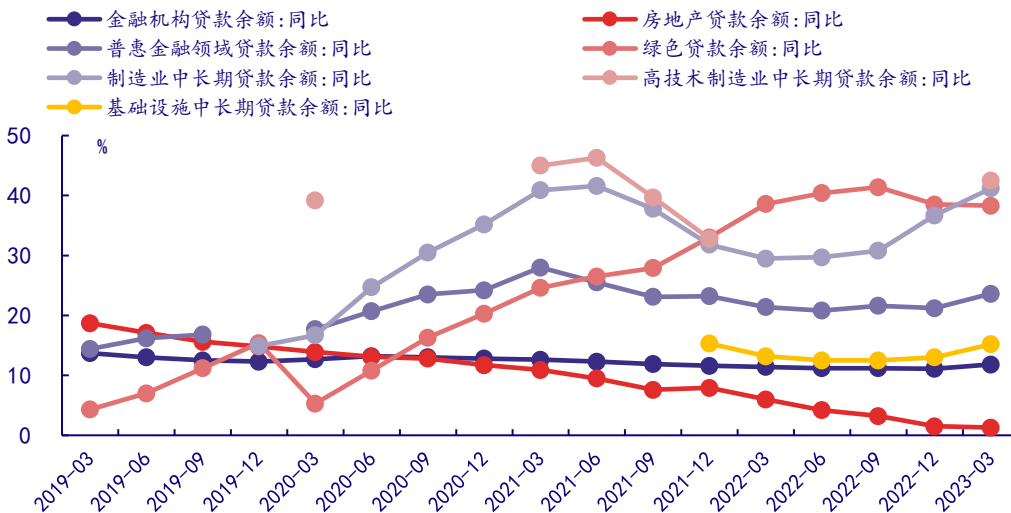
图 6：各部门存贷款数据



资料来源：ifind, 东方财富 choice, 中国银河证券研究院整理

企业部门贷款结构偏优，中长期贷款持续增长，细分领域仍有望保持高景气度。一季度以基建类贷款为主，但结构性政策力度不减，普惠、科创、绿色等细分领域贷款增速领跑。

图 7：各领域信贷投放

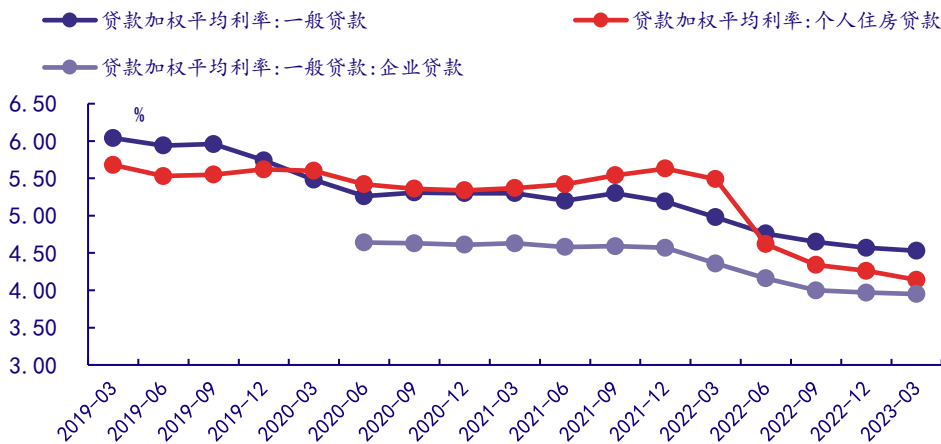


资料来源：ifind, 中国银河证券研究院整理

（二）重定价对息差影响逐季释放，存款成本持续优化利好负债端

金融机构贷款利率处于低点，大幅下行空间有限，对息差影响逐季减弱。截至 2023 年 3 月末，金融机构一般贷款加权平均利率为 4.53%，个人住房贷款和企业贷款利率为 4.14% 和 3.95%，较去年末分别下降 4BP、12BP 和 2BP，企业贷款利率下行幅度已大幅收窄。考虑到年初集中重定价以及低收益率的基建类贷款、对公贷款投放较多，资产端收益率持续大幅下行空间有限，对息差影响减弱。6 月 1 年期和 5 年期 LPR 均下调 10BP，但考虑到主要商业银行的存款利率均有大幅度调降，预计影响小于一季度。

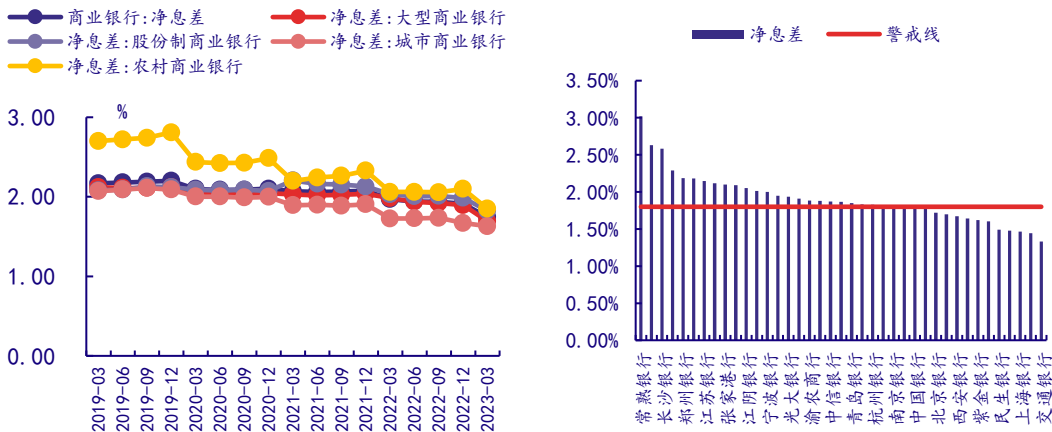
图 8：金融机构贷款利率



资料来源：ifind，中国银河证券研究院整理

部分银行的息差已经接近警戒线，改善空间来自存款利率调降。截至 2023 年 3 月末，商业银行净息差 1.74%，其中，国有行和城商行的净息差为 1.69%和 1.63%。上市银行层面，有 23 家银行的净息差接近甚至低于 1.8%的警戒线，改善动力预计会更多地来自负债端，为企业综合融资成本和个人消费信贷成本下降预留空间。

图 9：银行净息差



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

1. 存款定价自律机制改革深化，银行存款利率调降

监管围绕产品、定价、渠道、惩罚机制多维度进行规范，引导存款利率下行，覆盖活期、定期、大额存单、结构性存款、通知存款和协定存款。国有行带头降低存款利率，股份行和城农商行跟进，目前主要商业银行存款利率已大幅降低，部分区域中小行仍有补降空间。

表 1：存款监管政策

时间	事件
2013 年	市场利率定价自律机制建立
2015 年	央行放开存款利率浮动上限，采用“基准利率*倍数”形式

2019 年	监管叫停存款靠档计息产品
2019 年 12 月	央行组织利率自律机制将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围
2020 年 10 月	中国银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》
2021 年 1 月	银保监会、央行联合发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》叫停商业银行通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务
2021 年 2 月	将地方法人银行吸收异地存款情况纳入宏观审慎评估 (MPA)，禁止其通过各种渠道开办异地存款，已发生的存量存款自然到期结清
2021 年 6 月	央行指导利率自律机制优化存款利率自律上限形成方式，将存款利率自律上限定价方式由倍数改为加点
2022 年 2 月	央行指导利率自律机制发布《关于加强协议存款自律管理的倡议》，规范协议存款等存款产品的利率定价行为
2022 年 4 月	央行正式建立存款利率市场化调整机制，成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款利率，合理调整存款利率水平
2023 年 4 月	市场利率定价自律机制发布《合格审慎评估实施办法 (2023 年修订版)》，对存款利率市场化定价落实情况引入扣分项
2023 年 5 月	协定存款和通知存款自律上限调整

资料来源：中国人民银行，银保监会，政府网，中国银河证券研究院整理

表 2：各家银行存款利率调整事件

时间	事件
2022 年 4 月	存款利率市场化调整机制建立，国有行调降存款利率
2022 年 9 月	国有行下调存款利率，部分股份行和城农商行跟随调整
2023 年 1 月	部分城农商行于春节前上调存款利率
2023 年 4 月	河南、湖北、广东等地部分农商行、村镇银行下调存款利率
2023 年 5 月	浙商银行、渤海银行、恒丰银行下调存款利率
2023 年 6 月	多家国有行和股份行下调部分存款利率，涉及人民币、美元币种

资料来源：中国人民银行，各银行官网，公开资料，中国银河证券研究院整理

表 3：主要商业银行存款挂牌利率降幅

单位：BP	国有行利率 Δ	股份行利率 Δ	城商行利率 Δ
活期	-10.00	-10.45	-5.00
3 个月	-10.00	-10.55	-7.62
6 个月	-10.00	-10.73	3.88
1 年	-10.00	-10.00	-10.25
2 年	-20.00	-20.09	-16.06
3 年	-30.00	-35.00	-34.06
5 年	-25.00	-36.82	-37.50

资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

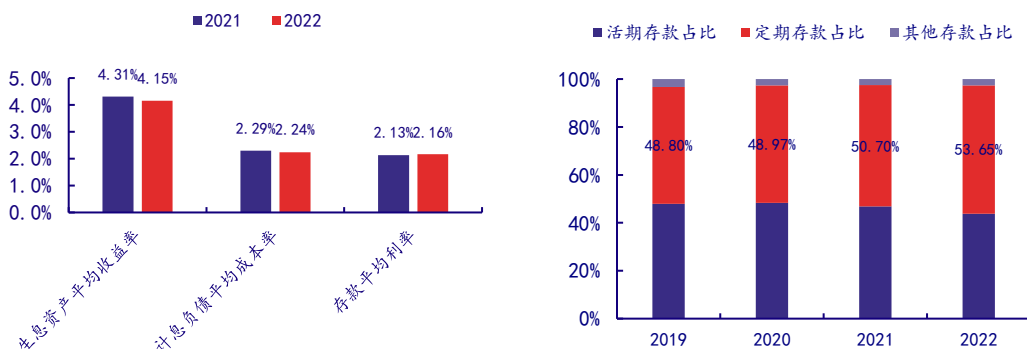
备注：截至 2023 年 6 月 19 日，主要商业银行存款挂牌利率相比于 2022 年 3 月末变化

2. 负债端成本刚性仍存，利率下调能够稳定息差

负债端平均成本率降幅远小于资产端收益率下行幅度，存款平均利率不降反升，叠加存款定期化影响，负债端成本刚性仍存，存款利率调降对稳定息差起到支撑作用。据不完全统计，

2022 年，上市银行资产端平均收益率同比下降 16BP，负债端平均成本率同比下降 5BP，存款平均成本率同比上升 3BP。截至 2022 年末，上市银行定期存款较 2021 年末增长了 18.83%，占总存款比重达 53.65%，同比提升 2.95 个百分点。6 月国有行和股份行存款利率下调一定程度能够缓解成本刚性问题，不考虑美元存款的影响，大致测算能够降低国有行和股份行存款成本 3.55BP 和 3.17BP，改善负债端成本 2.89BP 和 2.18BP。

图 10：上市银行资产端收益率、负债端成本率及存款结构

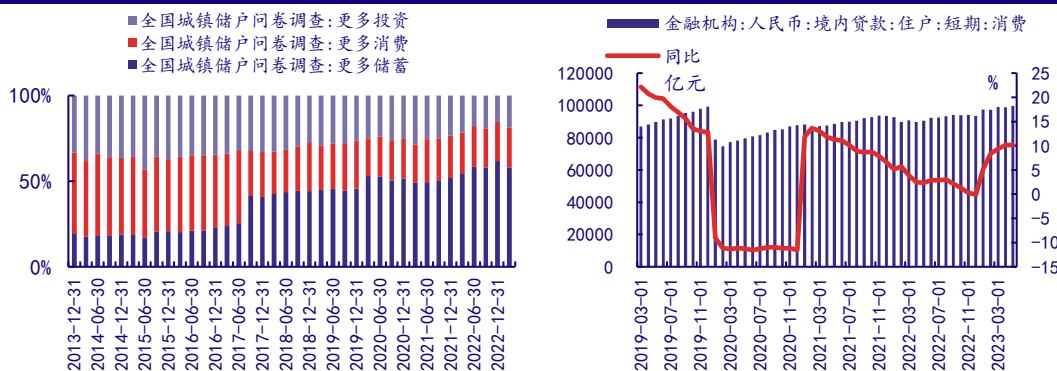


资料来源：东方财富 choice, ifind, 中国银河证券研究院整理

(三) 经济复苏之下消费投资改善空间大，中长期利好非息

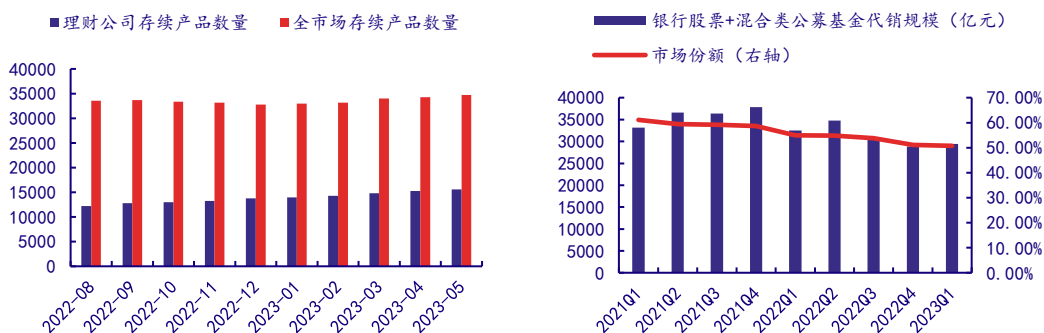
受避险情绪影响，居民储蓄意愿仍然高于投资和消费意愿，但已经出现边际改善迹象。截至 2023 年 3 月末，城镇储户调查中倾向更多储蓄、消费和投资的占比分别为 58%、23.2% 和 18.8%，尽管储蓄意愿仍占主导，消费和投资意愿较 2022 年末有所增强，处于一个逐步改善的过程。一方面，部分银行的消费贷利率最低已降至 3%-4% 之间，以刺激相关需求。截至 2023 年 5 月末，住户短期消费贷同比增长 10.14%，较 2022 年有所提升。另一方面，理财发行回暖。普益标准数据显示，截至 2023 年 5 月末，全市场及理财公司存续理财产品数量分别为 34748 只和 15601 只，相比于 2022 年回升趋势明显。相比之下，银行渠道股票+混合类公募基金代销规模和市场份额均有下降，主要受资本市场波动影响。

图 11：居民储蓄、消费和投资意愿与短期消费贷投放情况



资料来源：东方财富 choice, 中国银河证券研究院整理

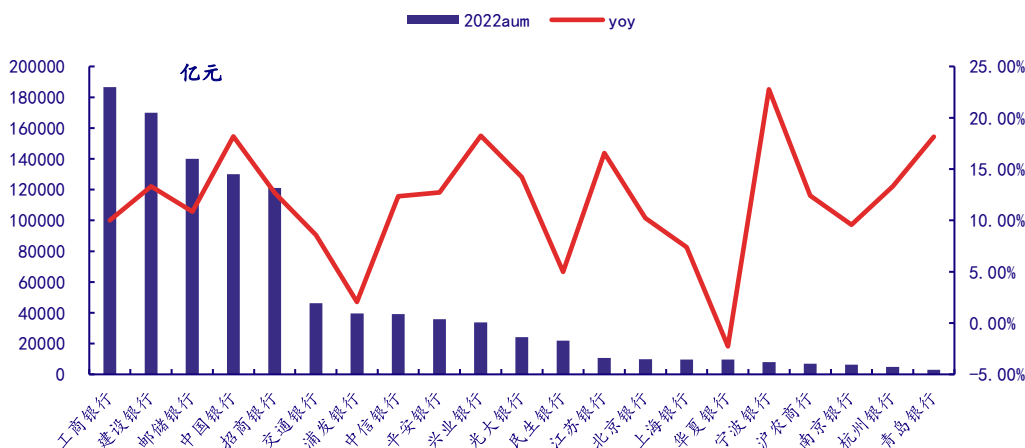
图 12: 全市场及理财公司存续理财产品数量以及银行渠道公募基金代销情况



资料来源: 普益标准, 中国银河证券研究院整理

随着消费和投资的逐步改善, 以财富管理为代表的非息业务收入具备中长期提升潜力, 同时更加考验银行对零售客户资产的综合经营能力。截至 2022 年末, 披露 aum 数据的 21 家上市银行中, 有 20 家 aum 实现正增长, 15 家增速超过 10%。随着存款利率以及 5 年期 LPR 利率的下降, 居民超额储蓄有望释放, 提前还贷现象逐步缓解, 预计会有更多的资金转向金融资产配置, 为银行财富管理业务带来增量空间。

图 13: 上市银行 aum 及增速

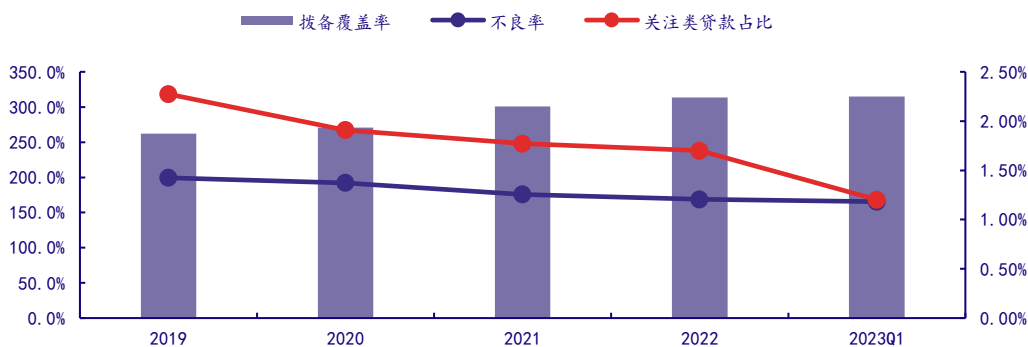


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(四) 信用成本有望保持低位, 地产与地方政府债务风险可控

银行资产质量持续优化。不良率与关注率持续下行, 拨备计提充分, 信用成本有望维持较低水平。截至 2023 年 3 月末, 上市银行不良率和关注类贷款占比分别为 1.18%和 1.2%, 较 2022 年继续下行 0.03 和 0.5 个百分点, 处于近年来低点; 拨备覆盖率 314.95%, 较 2022 年末略有提升, 计提较为充分。随着存量和增量资产质量的持续优化, 拨备反哺利润空间扩大, 进一步降低信用成本。

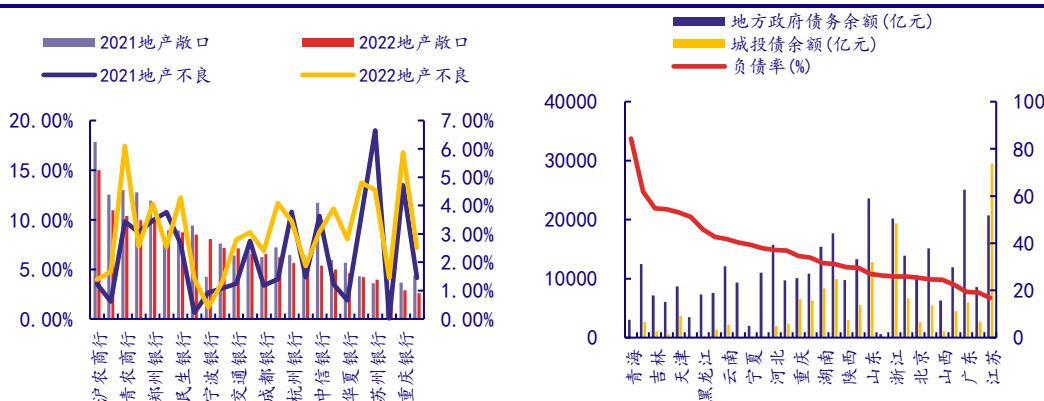
图 14: 上市银行资产质量



资料来源: ifind, 东方财富 choice, 中国银河证券研究院整理

就地产和城投等重点领域而言, 风险基本可控: (1) 地产: 上市银行对公房地产贷款不良虽有上升, 但多数银行敞口下调, 叠加监管持续化解地产领域风险, 改善房企资产负债表, 预计大面积风险再次暴露的可能性较低, 房企融资和偿债能力随着销量企稳会有实质性改善。(2) 地方政府债务: 风险集中在部分地区, 多数省市债务率偏低。

图 15: 地产与地方政府债务风险



资料来源: 东方财富 choice, ifind, 中国银河证券研究院整理

(五) 预计上市银行全年营收和净利同比增长 1.7%和 4.87%

综合信贷投放节奏变化、存贷款利率下降、资产质量向好以及非息业务短期改善空间等多项因素考虑, 我们测算 42 家上市银行 2023-2025 年累计营业收入同比增长 1.7%、6.18%和 6.93%, 累计归母净利润同比增长 4.87%、8.77%和 9.24%。

表 4: 上市银行盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	53848.44	58117.80	58529.45	59525.15	63202.24	67584.79
yoy	5.48%	7.93%	0.71%	1.70%	6.18%	6.93%
利息净收入	40444.05	42482.61	43757.60	44720.33	47501.81	50664.22
手续费及佣金净收入	7946.29	8454.13	8210.92	8087.75	8411.26	8831.83
投资收益 (含公允价值变动损益)	2926.44	4081.80	3176.18	4287.84	4716.63	5282.62
汇兑净收益	149.04	327.55	390.13	273.09	308.59	361.05

其他收入	2382.62	2771.71	2994.63	2156.13	2263.94	2445.06
营业支出	33228.63	34980.96	34273.87	33502.44	34983.13	36851.00
税金及附加	526.22	568.45	593.49	613.07	643.05	665.80
管理费	14921.62	16934.23	17728.95	17351.58	18107.44	19227.87
减值损失	15389.18	14773.91	13127.70	12996.42	13386.32	13854.84
其他业务成本	2391.62	2704.37	2823.73	2541.36	2846.32	3102.49
营业利润	20619.81	23136.84	24255.58	26022.71	28219.11	30733.78
归母净利润	17034.89	19188.13	20645.36	21650.90	23548.84	25724.18
yoy	0.66%	12.64%	7.59%	4.87%	8.77%	9.24%

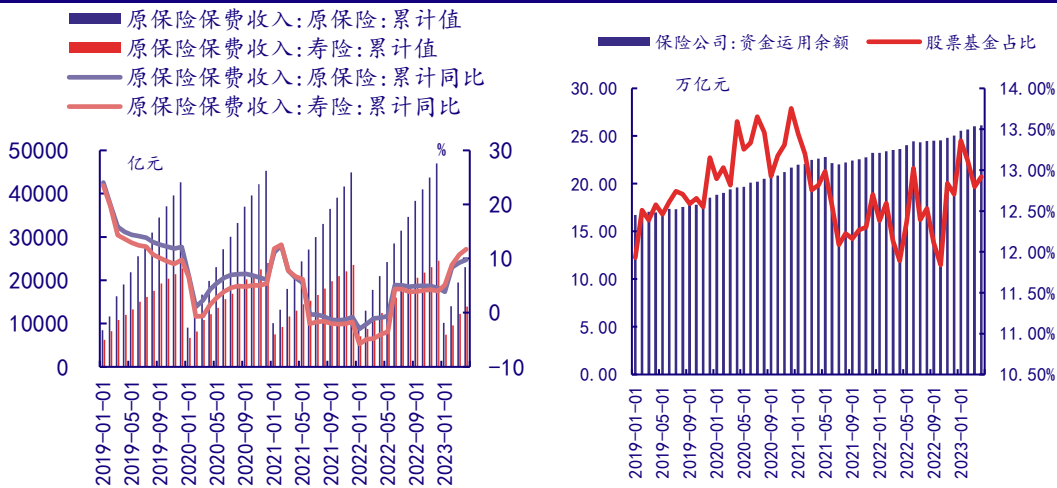
资料来源：东方财富 choice, ifind, 中国银河证券研究院整理

四、机构偏好度提升，估值性价比突出

(一) 以保险为代表的绝对收益资金对银行的偏好度上升

受存款利率下降、居民储蓄意愿较强影响，年金险销量增加、资金运用余额扩张，叠加长债收益率下行，险企资产端加配权益类资产。2023年1-4月，保险业实现原保费收入同比增长9.8%。其中，寿险业务实现原保费收入同比增长11.75%；截至4月末，险企资金运用余额26.11万亿元，较年初增长4.22%；股票和基金配置比例12.92%，较年初提升0.21个百分点。

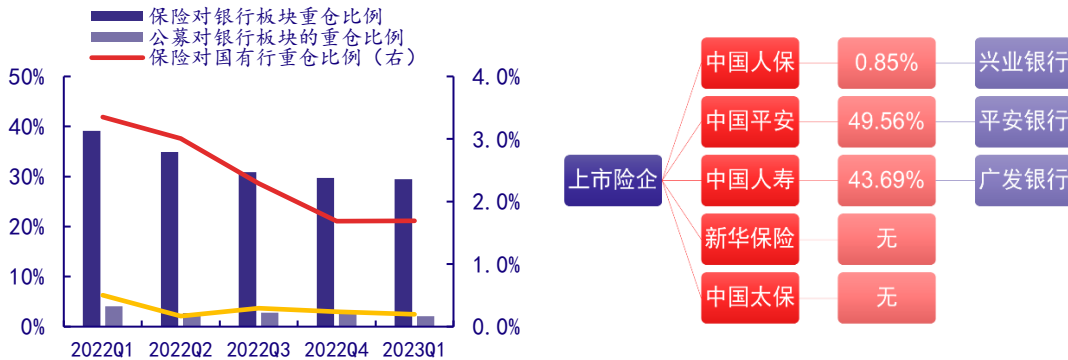
图 16：保险业原保费收入及资金运用情况



资料来源：东方财富 choice, Wind, 中国银河证券研究院整理

考虑到险资追求绝对收益，低估值、高股息银行股性价比凸显，受青睐度有望提升，叠加中特估催化，预计配置比例会有增加。截至2023年3月末，保险公司对银行板块和国有行重仓比例29.43%和1.69%，明显高于公募，目前处于低点，有一定提升空间。5月，太平人寿竞得浙商银行13.46亿股股份，占总股本比例6.33%，成交价30.06亿元，成为前十大股东。截至目前，5家A股上市险企中，已有3家参控股银行。

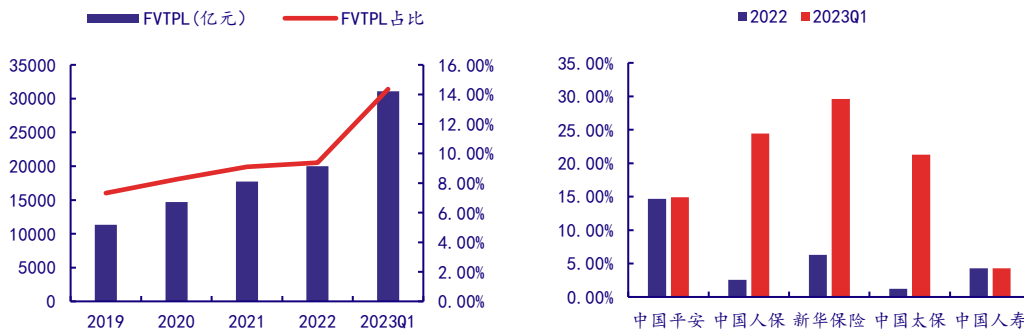
图 17: 机构对银行重仓比例及上市险企参控股银行情况



资料来源: 东方财富 choice, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

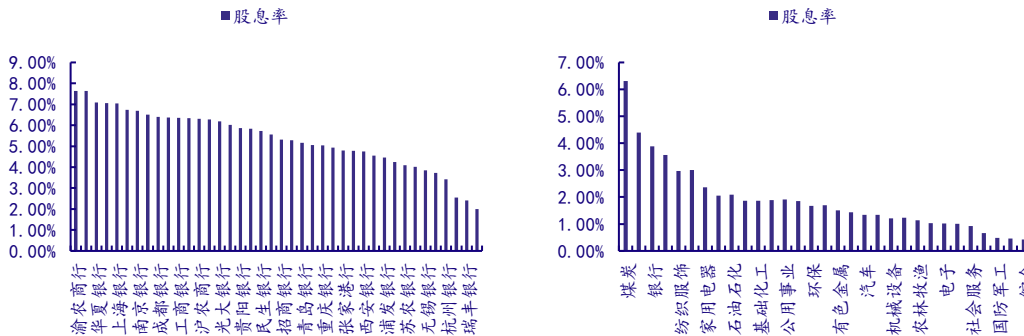
此外, IFRS9 于 2023 年正式实施, 险企资产端以公允价值变动计量并计入当期损益的金融资产增多, 加剧利润波动, 权益类资产或更加倾向配置低波动、高股息标的。截至 2023 年 3 月末, 5 家上市险企 FVTPL 累计规模分别达 3.11 万亿元, 占总资产比重 14.36%, 较 2022 年大幅提升, 多家险企 FVTPL 占比明显增加。与此同时, 多家上市银行股息率维持在 5% 以上, 整个银行指数股息 3.89%, 在 31 个申万一级行业中排名第 3, 具备较强吸引力。

图 18: A 股上市险企 FVTPL 规模、占比



资料来源: 东方财富 choice, 中国银河证券研究院整理

图 19: 银行股息率

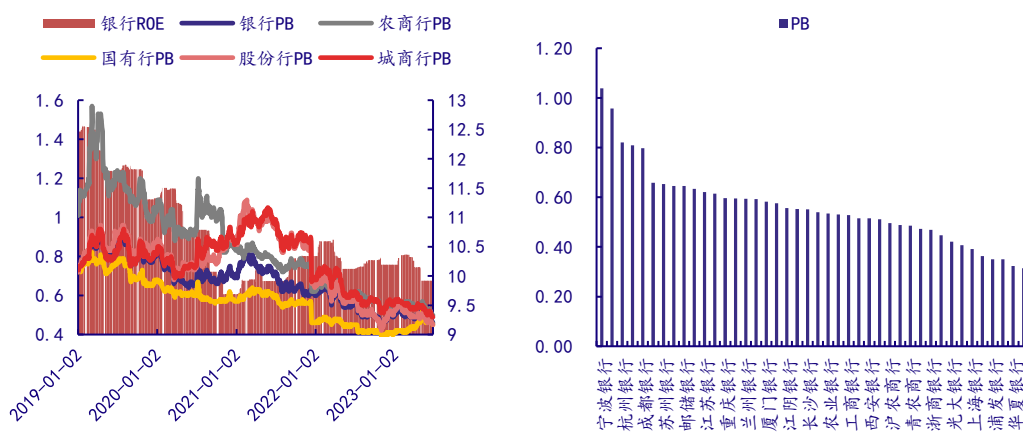


资料来源: 东方财富 choice, 中国银河证券研究院整理

（二）估值性价比依旧突出，ROE 决定估值中枢能否上移

银行板块 PB 位于 2019 年以来偏低水平，性价比依旧突出，ROE 决定估值中枢。截至目前，银行板块整体及细分板块 PB 均在 0.5X 及以下。尽管短期受益于中特估概念的催化，但估值中枢实质性上升仍然取决于盈利水平的提升。从中长期趋势上来看，银行板块估值依旧受到 ROE 走低影响，而近年来以来拨备反哺和以量补价对 ROE 的提振效应预计会减弱。江浙成渝中小行依旧受益发达的区域经济、细分市场（制造业、小微等）高景气度和表内存贷款业务的增长以及优异的资产质量，ROE 实现领跑，成长空间广阔，有望继续享有估值溢价，但从银行业整体来看，受量价因素影响，营收增长动能偏弱，业务模式转型迫在眉睫，以拓展经营空间，优化资金使用效率。

图 20：银行板块及个股估值



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

五、投资策略：如何看待当前阶段银行板块投资机会

银行板块行情与宏观经济和货币政策高度相关。就当前阶段而言，稳增长导向不变，货币政策相对中性，经济复苏成效尚待显现，中特估对估值重塑效应明显，我们认为当前阶段银行板块投资以结构性机会为主，主要关注三条主线：

（一）中特估：高股息策略空间仍存，国有行受益长线资金布局

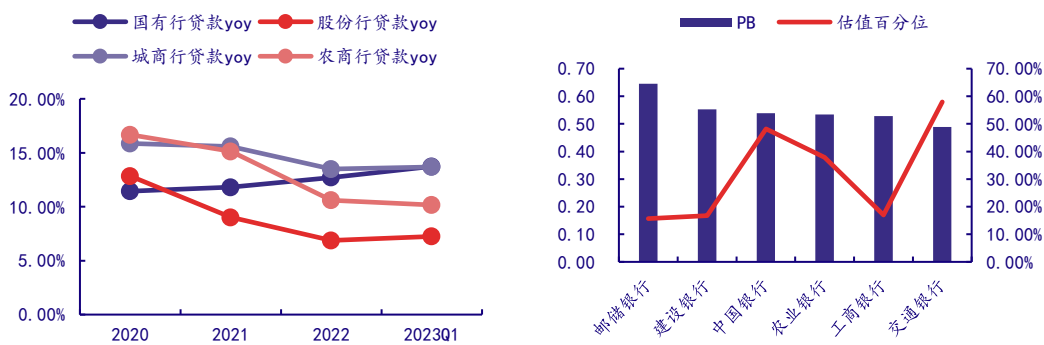
国有大行对本轮中特估行情的反应较为充分。首先是资本市场波动，经济数据偏弱，复苏成效尚待释放，市场避险情绪之下，以银行为代表的低估值、稳盈利、高分红的央企国企吸引长线资金流入，享有稳定性溢价。其次是中国特色估值体系重塑估值逻辑，在原有传统估值方法重视财务价值的基础上，进一步考虑了企业经营的社会价值，包括在国民经济中的地位、服务国家战略、社会责任以及外部影响等，为银行估值重塑引入了新的驱动因素。

我们认为中特估行情空间仍存，高股息策略有望延续，国有行将持续受益长线资金布局。

（1）业绩基本面决定估值中枢。尽管银行息差持续受到 LPR 下行、重定价影响，但考虑到大行集中调降存款利率，前期铺垫能够对资产端定价下行起到有效缓冲作用，同时国有行贷款近年来保持两位数高增，市场份额提升，叠加政策边际向好，地产、地方政府债务风险持续化解，

对利润、分红、估值均是支撑。(2) 国有行股息率仍高于长债利率和保险产品预定利率，对于险企权益类资产配置吸引力较高，并且相关主题基金陆续发行，为该领域带来增量资金。截至目前，A股ETF中包含“央企”的基金有15只，累计规模达340亿元左右。(3) 估值仍处于历史低点，前期中特估行情多来自在预期层面，近期回调之后性价比再次凸显。综合来看，从高股息+低估值角度而言，国有行仍具配置价值，有望继续成为长线资金布局的重点方向，并且对于应对欧美经济衰退风险和资本市场波动亦具有较好的避险属性。

图 21：上市银行各板块贷款增速对比及国有大行的估值情况



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

表 5：央企相关主题 ETF

简称	最新份额(亿份)	净值(元)	规模(亿元)
南方中证国新央企科技引领 ETF	20.00	1.00	20.01
易方达中证国新央企科技引领 ETF	12.32	1.00	12.32
银华中证国新央企科技引领 ETF	15.87	1.00	15.87
银华中证央企结构调整 ETF	21.54	1.39	29.84
富国央企创新 ETF	3.60	1.48	5.32
工银上证央企 ETF	0.70	2.02	1.42
华夏中证央企 ETF	44.80	1.29	57.98
博时央企结构调整 ETF	43.20	1.25	54.18
广发中证央企创新驱动 ETF	20.13	1.38	27.73
嘉实央企创新驱动 ETF	14.75	1.39	20.56
博时央企创新驱动 ETF	33.20	1.38	45.85
汇添富中证国新央企股东回报 ETF	15.71	1.00	15.65
广发中证国新央企股东回报 ETF	14.58	1.00	14.52
华泰柏瑞中证中央企业红利 ETF	10.34	0.99	10.22
招商中证国新央企股东回报 ETF	9.12	1.00	9.10
累计	279.86	—	340.56

资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

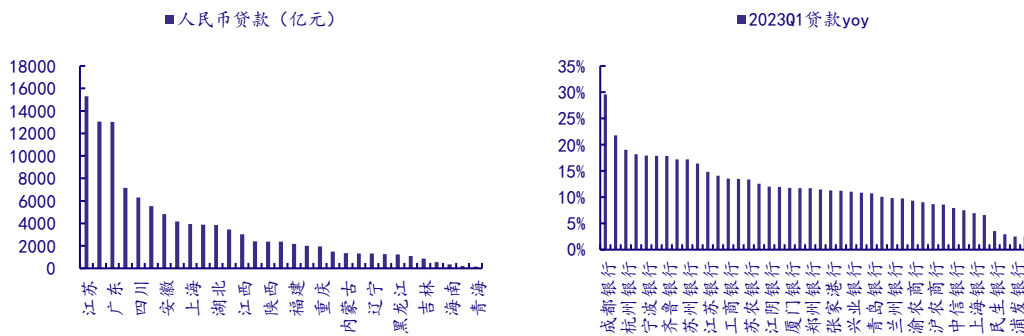
(二) 区域性银行：业务模式佳，兼具短期弹性+中长期成长性

江浙地区中小行是区域经济发展和结构性货币政策的主要受益方，同时在业务模式、体制机制、细分市场等多个维度建立差异化竞争力，一定程度上与经济大环境和银行整体发展趋势

形成分化，因此兼具短期弹性和中长期成长性。考虑到中特估不仅仅是拔高央国企估值，更是“完善的公司治理、有效的盈利模式、可持续性的发展前景”，因此在经营层面已具备核心竞争力且业务结构上契合国家战略方向（科创、小微）的区域优质中小行同样有望受益中特估体系建设。

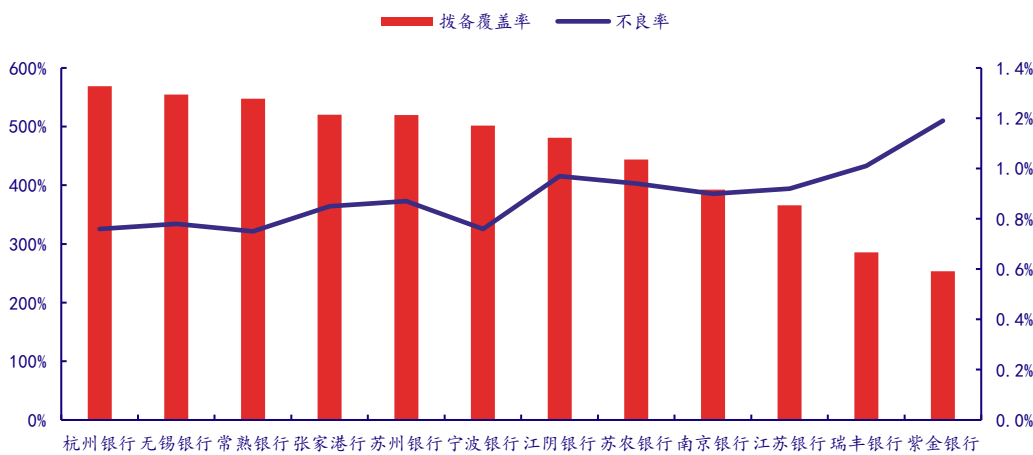
短期来看，江浙地区经济发达、资源禀赋效应突出，本地中小行扩表动能强劲，资产质量优异，业绩实现领跑，有望提前受益经济复苏成效释放。截至2023年3月末，江苏省和浙江省累计贷款投放规模达1.53万亿元和1.31万亿元，领先其他省份和直辖市。2023年上市银行一季报数据显示，该类地区中小行以量补价效应延续，资产支撑保持优异。截至2023年3月末，江浙地区有10家上市银行净利润实现两位数增长，5家净利润增速超过20%，12家银行贷款同比增速超过10%。区域内银行不良率多在1%以下，拨备覆盖率在300%以上。

图 22：2023Q1 全国各省市贷款投放以及各家上市银行贷款同比增速



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

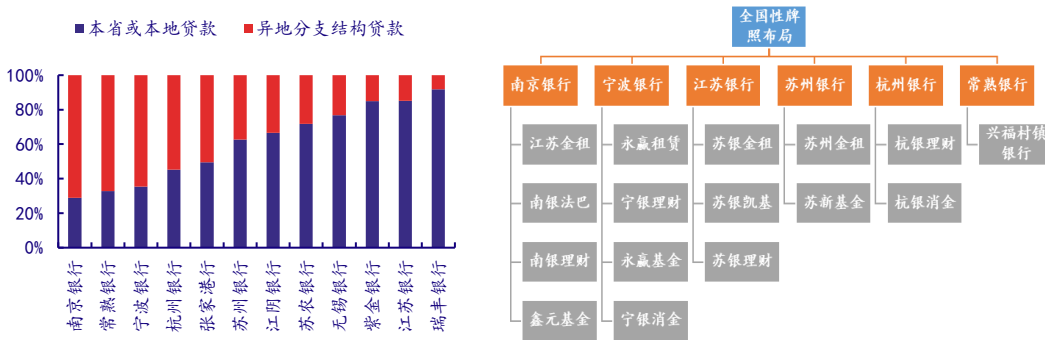
图 23：江浙地区上市银行不良率和拨备覆盖率



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

中长期来看，江浙地区多家中小银行立足区位优势深耕制造业、科创、小微等高景气度细分市场，与经济结构转型和产业升级方向一致，深度受益结构性货币政策支持，同时通过异地分支机构、消费金融、金融租赁、公募牌照、理财子公司以及村镇银行投资管理行等牌照复制业务模式，拓展经营半径，成长空间广阔，估值具备向上修复空间。

图 24：江浙地区上市银行异地分支机构贡献以及全国性牌照布局

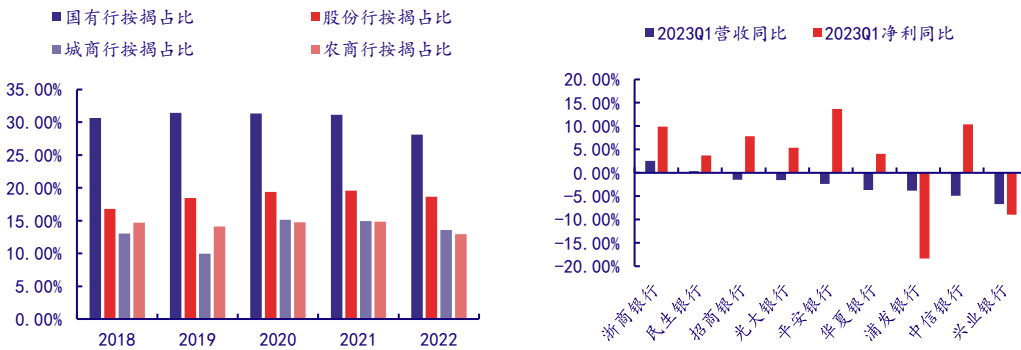


资料来源：东方财富 choice，公司公告，中国银河证券研究院整理

（三）股份行：短期面临量价压力，关注内需拐点和零售业务转型

部分以零售业务为核心的优质股份行或继续受按揭提前还贷和 5 年期 LPR 下行的冲击，短期面临量价压力。截至 2022 年末，股份行按揭贷款占总贷款比重 18.67%，仅次于国有行，部分零售行的按揭贷款占比超过 20%。2023Q1，除浙商银行和民生银行之外，其余股份行营业收入同比多为负增长。与国有行相似，存款利率调降对按揭贷款重定价起到一定缓冲作用，该类银行业绩层面的压力预计更多地来自贷款结构的调整，主要是高收益按揭贷款增速放缓，对量价均造成一定影响。

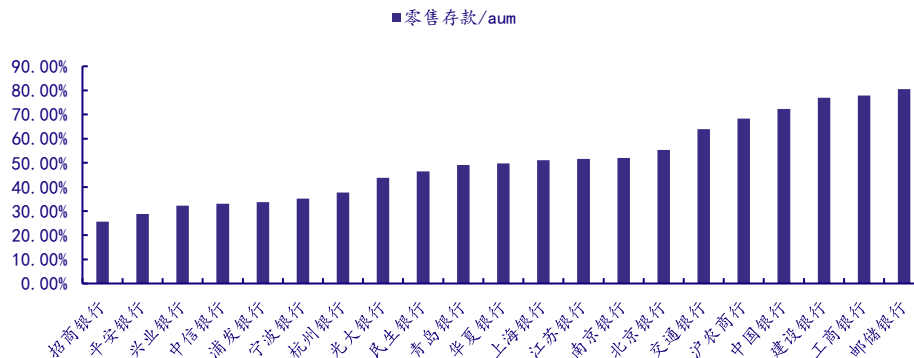
图 25：股份行业绩表现和上市银行按揭贷款占比



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

考虑到扩内需、促消费是经济复苏的重要抓手，部分股份行零售客户基础较好，内需拐点一旦显现，将支撑该类银行业绩反转和价值回归。截至 2022 年末，披露 aum 的 8 家股份行中，零售存款占 aum 比重均在 50% 以下，招商银行和平安银行的比例低至 30% 以下，零售客户向财富管理业务转化率高。随着经济企稳回升以及利率调降环境下居民存款逐步释放和按揭提前还款退潮，财富管理业务预计会迎来中长期修复机会。因此，建议持续跟踪需求端复苏进展，关注零售行中长期配置价值。

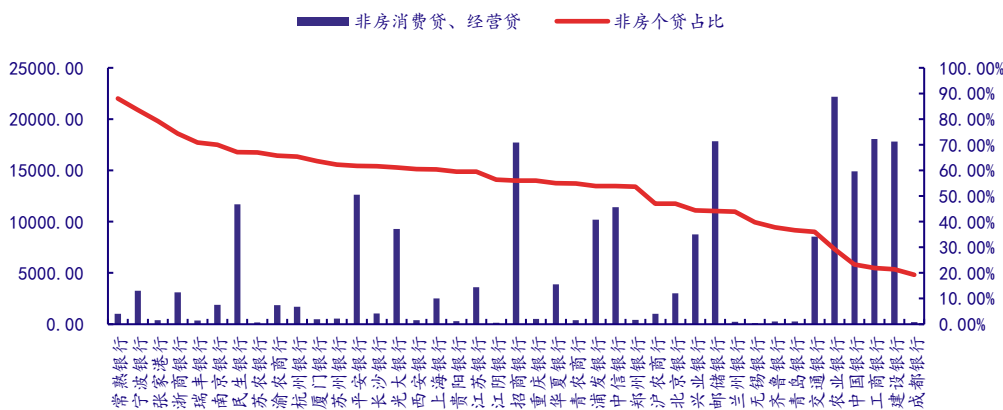
图 26：部分上市银行零售存款占 aum 比重



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

与此同时，随着按揭贷款投放走弱，消费贷、经营贷的重要性提升，或成为零售信贷业务转型发力的重要方向。截至 2022 年末，上市银行中消费贷、经营贷占比较高多为江浙地区中小行，股份行仍有提升潜力。

图 27：各家上市银行非房零售贷款



资料来源：东方财富 choice，中国银河证券研究院整理

六、投资建议

宏观经济处于弱复苏状态，政策层面继续发力稳增长、扩内需，银行经营环境面临改善，信贷投放节奏趋向常态化，零售端需求尚有改进空间，重定价影响预计于二季度加速出清。我们认为下半年银行基本面有望企稳，不良风险总体可控，估值性价比突出，进一步吸引长线资金布局，继续看好银行板块投资机会，个股方面：（1）中特估催化之下继续看好国有行估值重塑，推荐建设银行（601939）和中国银行（601988）；（2）布局区域经济复苏，优选业务模式优异、成长性突出的江浙地区城农商，推荐江苏银行（600919）、常熟银行（601128）和宁波银行（002142）；（3）持续跟踪需求端复苏进展，关注零售业务领先、财富管理竞争力突出的优质股份行中长期投资机会：招商银行（600036）、平安银行（000001）。

表 6: 重点公司预测及估值

代码	公司简称	BVPS			PB		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601939.SH	建设银行	10.87	11.88	13.02	0.57	0.52	0.48
601988.SH	中国银行	6.99	7.62	8.25	0.55	0.51	0.47
600036.SH	招商银行	32.71	37.03	42.00	1.00	0.88	0.78
000001.SZ	平安银行	18.80	21.19	24.06	0.59	0.53	0.46
600919.SH	江苏银行	11.23	13.03	14.85	0.65	0.56	0.49
601128.SH	常熟银行	8.24	9.23	10.49	0.81	0.73	0.64
002142.SZ	宁波银行	23.14	26.87	31.29	1.08	0.93	0.80

资料来源: 东方财富 choice, 中国银河证券研究院整理

七、风险提示

宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

插图目录

图 1: 银行板块年初至今表现.....	2
图 2: 各家上市银行年初至今表现.....	2
图 3: 2023Q1 央行货币政策执行报告.....	3
图 4: 贷款需求指数以及社会消费品零售总额、出口数据等指标.....	3
图 5: 上市银行营业收入和净利润.....	4
图 6: 各部门存贷款数据.....	5
图 7: 各领域信贷投放.....	5
图 8: 金融机构贷款利率.....	6
图 9: 银行净息差.....	6
图 10: 上市银行资产端收益率、负债端成本率及存款结构.....	8
图 11: 居民储蓄、消费和投资意愿与短期消费贷投放情况.....	8
图 12: 全市场及理财公司存续理财产品数量以及银行渠道公募代销情况.....	9
图 13: 上市银行 aum 及增速.....	9
图 14: 上市银行资产质量.....	10
图 15: 地产与地方政府债务风险.....	10
图 16: 保险业原保费收入及资金运用情况.....	11
图 17: 机构对银行重仓比例及上市险企参控股银行情况.....	12
图 18: A 股上市险企 FVTPL 规模、占比.....	12
图 19: 银行股息率.....	12
图 20: 银行板块及个股估值.....	13
图 21: 上市银行各板块贷款增速对比及国有大行的估值情况.....	14
图 22: 2023Q1 全国各省市贷款投放以及各家上市银行贷款同比增速.....	15
图 23: 江浙地区上市银行不良率和拨备覆盖率.....	15
图 24: 江浙地区上市银行异地分支机构贡献以及全国性牌照布局.....	16
图 25: 股份行业绩表现和上市银行按揭贷款占比.....	16
图 26: 部分上市银行零售存款占 aum 比重.....	17
图 27: 各家上市银行非房零售贷款.....	17

表格目录

表 1: 存款监管政策.....	6
表 2: 各家银行存款利率调整事件.....	7
表 3: 主要商业银行存款挂牌利率降幅.....	7
表 4: 上市银行盈利预测.....	10
表 5: 央企相关主题 ETF.....	14
表 6: 重点公司预测及估值.....	18

分析师简介及承诺

张一纬： 银行业分析师，瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业7年。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn