

超配 (维持)

拥抱确定性，关注板块内部轮动机会

银行业深度报告

2024年2月28日

投资要点：

分析师：卢立亭

SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22177163

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理：吴晓彤

SAC 执业证书编号：

S0340122060058

电话：0769-22119430

邮箱：

wuxiaotong@dgzq.com.cn

■ **行情复盘：1月“高股息”板块防御属性凸显。**1月整个大盘情绪走弱，个股板块呈跌多涨少，仅煤炭、银行等高股息板块收涨；机械设备、医药生物、国防军工、计算机和电子等板块跌幅靠前。其中，截至2024年1月末，申万银行业本月上涨6.17%，跑赢沪深300指数12.46个百分点，在申万31个行业中排名第2，城商行板块表现较优。

■ **2023年商业银行经营数据：净息差和不良率延续下行。**2023年，商业银行累计实现净利润2.38万亿元，同比增长3.24%，增幅较去年同期收缩2.2个百分点。资产规模方面，国有大行继续发挥信贷投放的“头雁”作用，考虑在2023年下半年万亿国债与特殊再融资债券的加速发行下，国有行的非信贷资产增长较快。商业银行净息差持续承压延续下行，降至1.69%。资产质量方面，商业银行不良贷款率改善，风险抵御能力整体充足。

■ **关注积极变化的可持续性。**1月社融数据实现开门红、春节多个消费领域齐头并进、房地产政策持续优化调整，这些均是有望提振银行股价的潜在因素，建议关注其可持续性。

■ **高股息行情有望继续演绎。**年初至今，银行板块的行情主要是基于市场悲观预期下的避险逻辑，展望后续，我们预计高股息行情有望继续演绎。一是随着“市值考核”的深入推进，有望重燃“中特估”行情。二是在各项经济数据改善拐点到来之前，高股息策略仍具备相对确定性。三是在低利率环境下，高股息资产稀缺性显现，负债端预定利率的硬性压力或将促使险资积极配置高股息、低估值的银行板块。

■ **投资策略：维持“超配”评级，关注板块内部的轮动机会。**银行股投资建议关注三条主线：一是建议关注更有望在“中特估”背景下实现估值重塑的国资背景深厚、低估值、高股息、经营稳健的农业银行（601288）、中国银行（601988）、工商银行（601398）和中信银行（601998）。二是关注受益于经济高景气区域、业绩确定性较强的区域性银行宁波银行（002142）、江苏银行（600919）、杭州银行（600926）、常熟银行（601128）。三是建议关注综合经营能力强、业绩稳健、受益于房地产风险缓释、宏观经济修复下零售业务与财富管理业务优势凸显的招商银行（600036）。

■ **风险提示：**经济复苏不及预期导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

银行（中信）指数走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目录

| | |
|-------------------------|----|
| 1、行情复盘：1月“高股息”板块防御属性凸显 | 4 |
| 2、2023年经营数据：净息差和不良率延续下行 | 5 |
| 3、关注积极变化的可持续性 | 9 |
| 3.1 1月社融数据实现开门红 | 9 |
| 3.2 春节多个消费领域齐头并进 | 11 |
| 3.3 房地产政策持续优化调整 | 12 |
| 4、高股息行情有望继续演绎 | 14 |
| 4.1 “市值考核”有望重燃“中特估”行情 | 14 |
| 4.2 经济缓慢修复下高股息策略具备相对确定性 | 15 |
| 4.3 低利率环境下高股息资产稀缺性显现 | 16 |
| 5、投资策略：关注板块内部轮动机会 | 17 |
| 5、风险提示 | 19 |

插图目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：近期上证指数走势 | 4 |
| 图 2：1 月份各大指数表现 | 4 |
| 图 3：行业板块 1 月份涨跌幅（%） | 4 |
| 图 4：申万银行业近一年行情走势（截至 2024 年 2 月 20 日） | 5 |
| 图 5：银行个股 1 月涨跌幅排名（%） | 5 |
| 图 6：商业银行净利润与同比增速（亿元，%） | 6 |
| 图 7：各类银行净利润同比增速（%） | 6 |
| 图 8：商业银行总资产（亿元，%） | 7 |
| 图 9：各类银行总资产同比增速（%） | 7 |
| 图 10：商业银行净息差（%） | 7 |
| 图 11：各类银行净息差对比（%） | 7 |
| 图 12：商业银行不良率（%） | 8 |
| 图 13：各类银行不良率（%） | 8 |
| 图 14：商业银行拨备覆盖率（%） | 8 |
| 图 15：各类银行拨备覆盖率（%） | 8 |
| 图 16：社会融资规模存量及同比（万亿元，%） | 9 |
| 图 17：社会融资规模增量及同比（亿元，%） | 9 |
| 图 18：社融增量结构（%） | 9 |
| 图 19：人民币贷款同比多增情况（亿元，%） | 10 |
| 图 20：RMBS 条件早偿率指数 | 10 |
| 图 21：新增人民币贷款结构（亿元） | 10 |
| 图 22：M1 与 M2 同比增速（%） | 11 |
| 图 23：春节全国档期票房数（万人，%） | 12 |
| 图 24：全国档期人次（万人，%） | 12 |
| 图 25：我国制造业 PMI（%） | 15 |
| 图 26：我国 CPI 和 PPI 同比（%） | 15 |
| 图 27：红利指数近一年涨跌幅表现（%） | 16 |
| 图 28：10 年国债到期收益率（%） | 17 |
| 图 29：银行股息率（%） | 17 |
| 图 30：2023Q3 险资持仓申万一级行业占比（%） | 17 |

| | |
|--|----|
| 图 31：申万银行板块及其子板块近一年市净率水平(截至 2024/2/27) | 18 |
|--|----|

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1：各类银行净利润增长情况（%） | 6 |
| 表 2：春节前 5 天全国旅客发送量（万人） | 11 |
| 表 3：六大行推进城市房地产融资协调机制落地情况 | 13 |
| 表 4：四大一线城市放松住房限购楼市新政 | 14 |
| 表 5：五大行存款利率调整情况（%） | 17 |
| 表 6：申万银行板块及其子板块 PB(截至 2024/2/27) | 18 |
| 表 7：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/2/27） | 19 |

1、行情复盘：1月“高股息”板块防御属性凸显

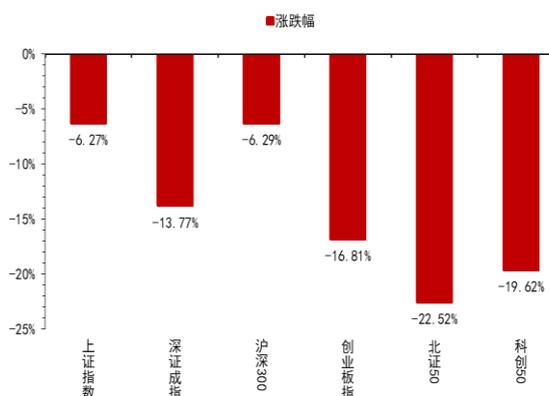
2024年1月指数震荡下跌，2月5日创年内新低。开年后沪指未能延续反弹走势，加速探底，不过月末指数超跌反弹，沪指走出四连阳，但涨势未能延续，随后走出三连阴，最终落至2800点下方。截止1月31日，上证指数月K线下跌6.27%，深证成指月K线下跌13.77%，创业板指月K线下跌16.81%，科创50月K线下跌19.62%，北证50月K线下跌22.52%。2月5日，A股三大股指低开低走，上证综指盘中跌超2%，触及低点2658.54点，再创年内新低。

图 1：近期上证指数走势



数据来源：Wind，东莞证券研究所

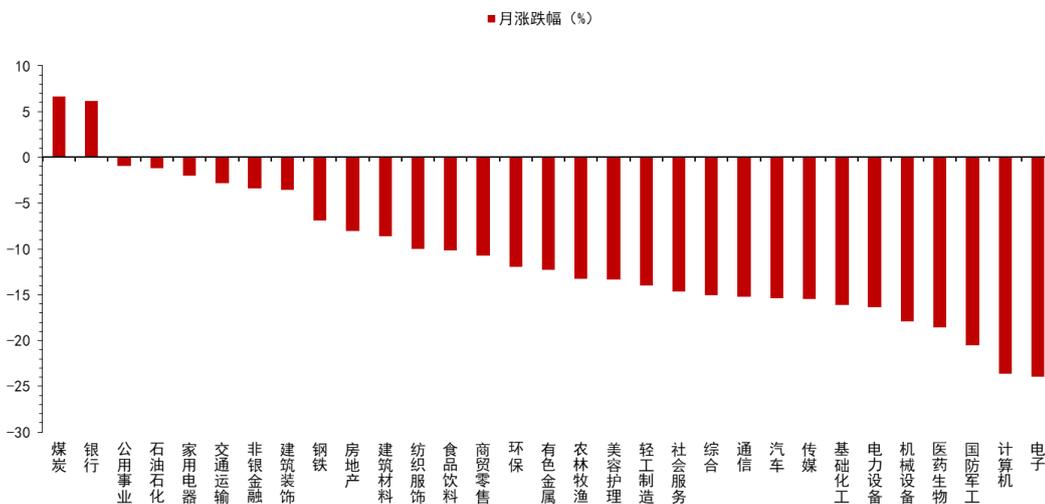
图 2：1月份各大指数表现



数据来源：Wind，东莞证券研究所

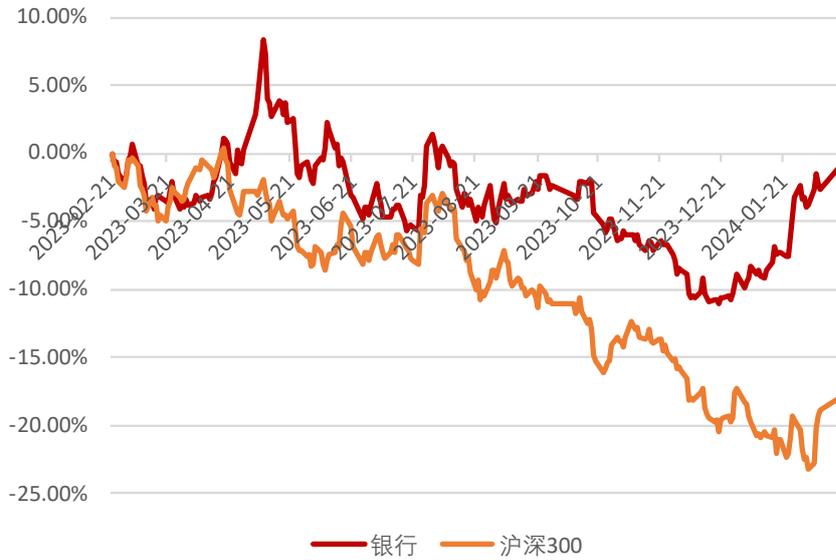
避险情绪升温，“高股息”板块防御属性凸显。1月整个大盘情绪走弱，个股板块呈跌多涨少，仅煤炭、银行等高股息板块收涨；机械设备、医药生物、国防军工、计算机和电子等板块跌幅靠前。其中，截至2024年1月末，申万银行业本月上涨6.17%，跑赢沪深300指数12.46个百分点，在申万31个行业中排名第2。

图 3：行业板块1月份涨跌幅（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

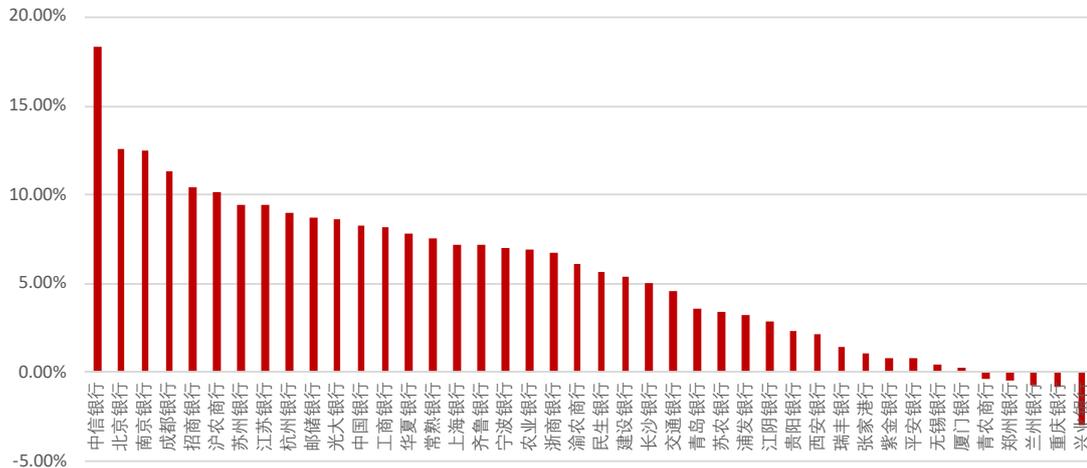
图 4：申万银行业近一年行情走势（截至 2024 年 2 月 20 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

具体到申万银行业的二级子行业，从 1 月表现来看，城商行板块表现较优，各板块表现如下：城商行上涨 8.41%，国有大型银行上涨 6.77%，农商行上涨 5.07%，股份制银行上涨 4.82%。具体到个股，中信、北京、南京、成都、招商与沪农商行涨幅均超 10%，只有青农商行、郑州、兰州、重庆和兴业银行收跌。

图 5：银行个股 1 月涨跌幅排名 (%)



数据来源：Wind，东莞证券研究所

2、2023 年经营数据：净息差和不良率延续下行

利润增速环比下降。2023 年，商业银行累计实现净利润 2.38 万亿元，同比增长 3.24%，增幅较去年同期收缩 2.2 个百分点。单季表现来看，受净息差继续收窄的影响，2023Q4

商业银行净利润同比下降 13.22%，其中，国有行、股份行、城商行和农商行增速分别为 +1.80%、-10.81%、+58.25%和-72.14%，或因城农商行口径调整，其同比增速波动剧烈，板块分化加大。

表 1：各类银行净利润增长情况（%）

| 银行类型 | 净利润累计同比（%） | | | | 净利润单季同比（%） | | | |
|------|------------|-------|---------|--------|------------|--------|----------|---------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 |
| 商业银行 | 1.29% | 2.56% | 8.96% | 3.24% | 1.29% | 4.05% | 25.03% | -13.22% |
| 国有行 | -1.46% | 0.90% | 1.76% | 1.77% | -1.46% | 3.66% | 3.38% | 1.80% |
| 股份行 | -1.42% | 0.60% | -1.84% | -3.67% | -1.42% | 3.27% | -6.70% | -10.81% |
| 城商行 | 21.40% | 9.25% | 8.20% | 14.79% | 21.40% | -1.43% | 5.66% | 58.25% |
| 农商行 | -3.01% | 5.73% | 164.60% | 14.78% | -3.01% | 18.00% | -195.86% | -72.14% |

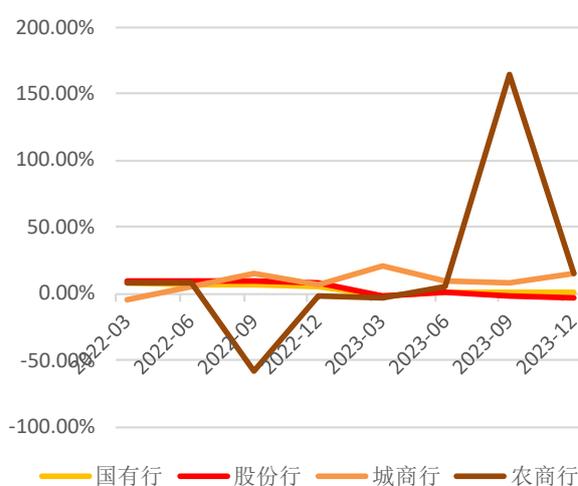
资料来源：国家金融监督管理总局，东莞证券研究所

图 6：商业银行净利润与同比增速（亿元，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 7：各类银行净利润同比增速（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

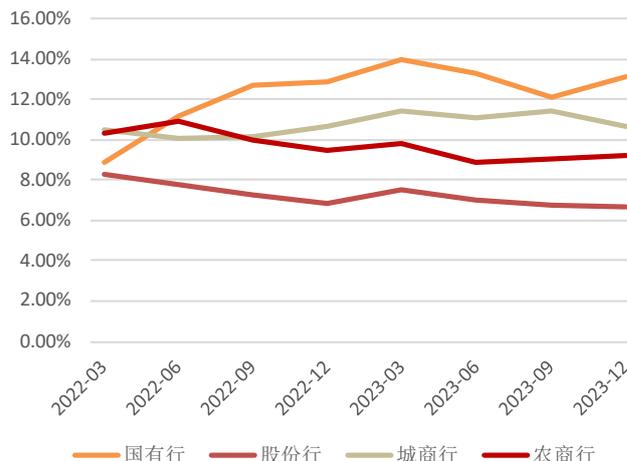
2023Q4 资产规模增速提升。据国家金融监督管理总局数据，商业银行 2023 年末资产总额 354.85 万亿元，同比增长 10.95%，增速环比提升 0.45 个百分点。从子板块来看，国有行、股份行、城商行和农商行同比增速分别为 13.12%、6.65%、10.66 和 9.20%，国有大行继续发挥信贷投放的“头雁”作用，考虑在 2023 年下半年万亿国债与特殊再融资债券的加速发行下，国有行的非信贷资产增长较快。

图 8：商业银行总资产（亿元，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

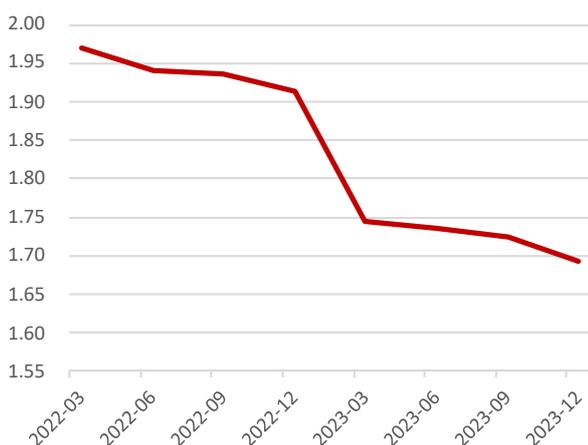
图 9：各类银行总资产同比增速（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

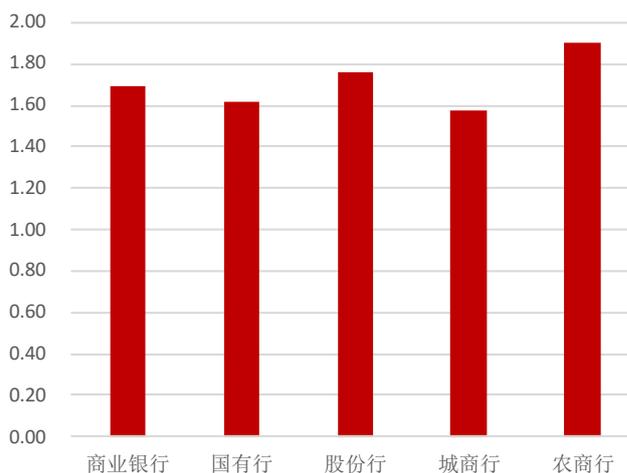
净息差持续收缩。2023 年末，商业银行净息差降至 1.69%，其中国有行、股份行、城商行和农商行净息差分别为 1.62%、1.76%、1.57%和 1.90%。银行资产端压力不减，定价方面，一是融资需求有待恢复、下调降低存量首套房贷利率、地方债低息置换、2 月下调 5 年期以上 LPR 利率 25 个基点等因素导致资产端收益率继续承压。据央行消息，2023 年 9 月 25 日到 10 月 1 日降低存量首套住房贷款实施首周，有 98.5%符合条件的存量首套房贷利率完成下调，合计 4973 万笔、21.7 万亿元，调整后的加权平均利率为 4.27%，平均降幅 0.73 个百分点，预计对房贷利率调降对净息差的压力将在 2023 年四季度集中体现。二是市场利率低位运行，带动债券投资和票据贴现等市场化资产收益率继续下降，三是经济呈复苏态势，但需求驱动仍不足。

图 10：商业银行净息差（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 11：各类银行净息差对比（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

资产质量稳健。2023 年，宏观经济复苏缓慢，且复苏区域、行业不平衡的情况仍较显著，部分企业和个人还款能力承压，银行资产质量管控仍面临挑战。各银行积极响应国家战略，持续服务实体经济，大力支持民营和中小企业发展，加大问题资产处置力度，整体资产质量稳中有降。2023 年末，商业银行不良贷款余额 3.2 万亿元，较上季末

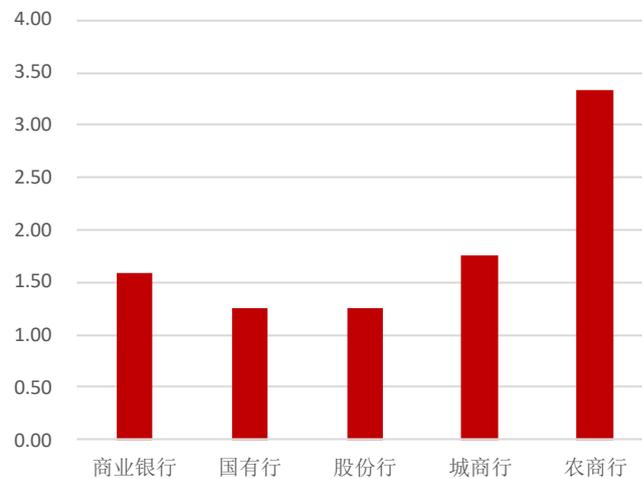
基本持平；商业银行不良贷款率 1.59%，较上季末下降 0.02 个百分点，其中国有行、股份行、城商行的不良率均环比下行。

图 12：商业银行不良率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

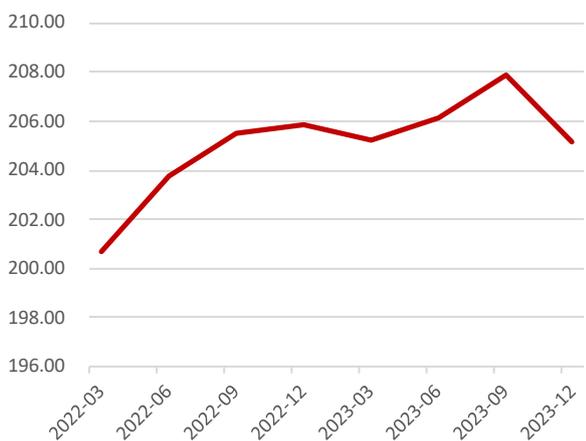
图 13：各类银行不良率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

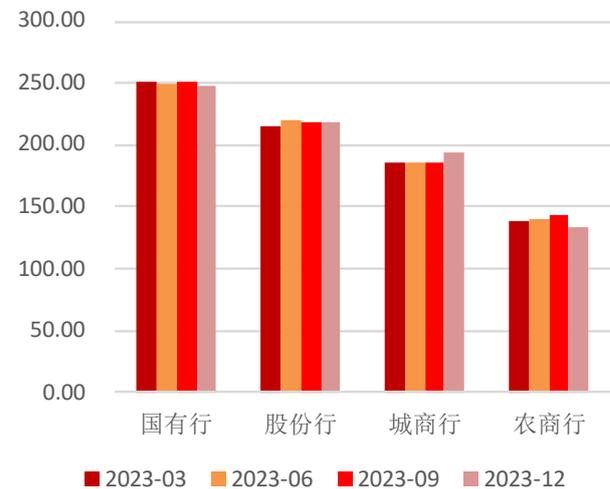
风险抵御能力整体充足。基于外部宏观环境的不确定性，各银行秉承审慎原则，确保资产质量和风险抵补能力保持良好水平，四季度末，商业银行贷款损失准备余额为 6.6 万亿元，较上季末减少 864 亿元；拨备覆盖率为 205.14%，较上季末下降 2.74 个百分点；贷款拨备率为 3.27%，较上季末下降 0.08 个百分点，风险抵御能力整体充足。

图 14：商业银行拨备覆盖率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 15：各类银行拨备覆盖率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

3、关注积极变化的可持续性

3.1 1月社融数据实现开门红

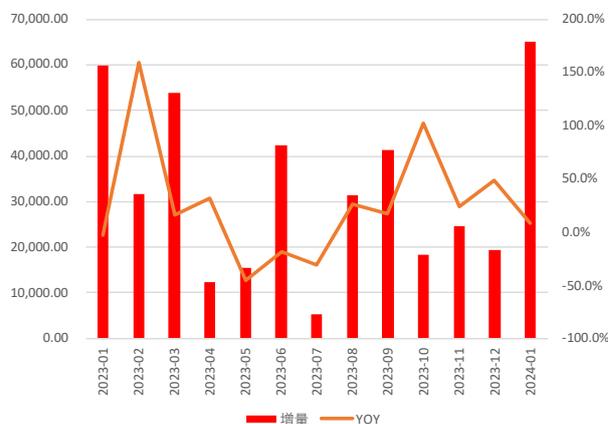
1月社融新增规模创历史新高，社融增量主力军由政府端转向企业端。从社融存量来看，2024年1月末社会融资规模存量为384.29万亿元，同比增长9.5%，增速环比持平。从社融增量来看，1月份社会融资规模增量为6.5万亿元，比上年同期多5061亿元，社融增量创历史新高。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加4.84万亿元，同比少增913亿元；企业债券净融资4835亿元，同比多3197亿元，是社融多增规模的主要支撑项，企业债券发行加速或与低利率市场环境下信用债收益率下行有关；政府债券净融资2947亿元，同比少1193亿元，由于2023年1万亿元增发国债项目全部下达完毕，政府债券对社融的贡献减弱。

图 16：社会融资规模存量及同比（万亿元，%）



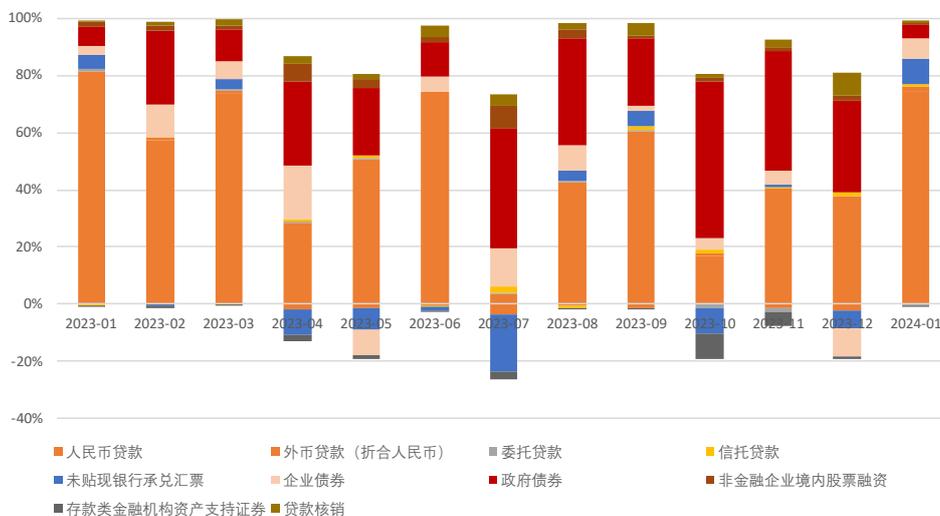
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 17：社会融资规模增量及同比（亿元，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

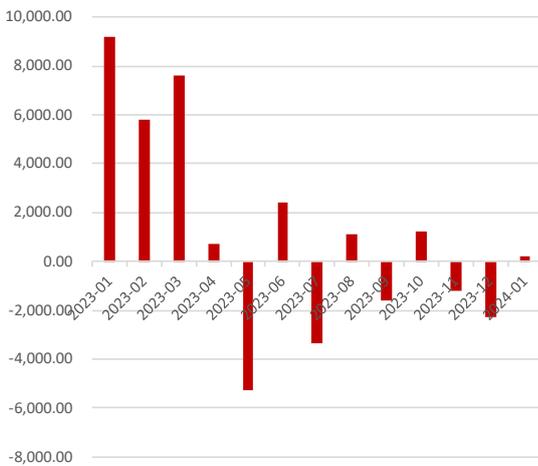
图 18：社融增量结构（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

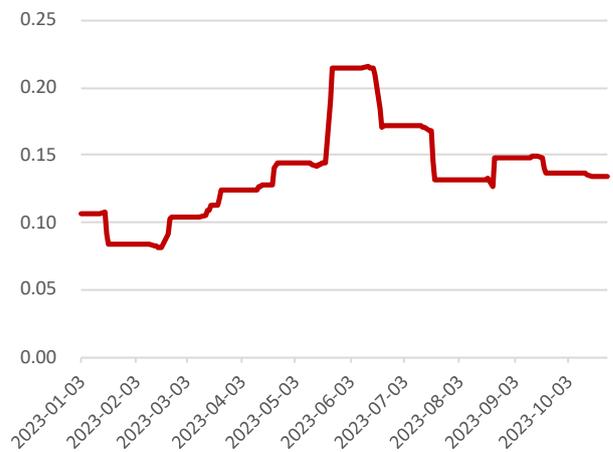
信贷总量与结构双双改善。总量上，1月份人民币贷款增加4.92万亿元，同比增量由负转正，新增规模创历史新高。**结构上**，居民端贷款增加9801亿元，同比多增7228亿元，其中短期贷款同比多增3187亿元，寒假出游与春节将至带动消费增加；中长期贷款同比多增4041亿元，1月商品房交易数据未见边际好转，考虑中长期贷款大幅多增来源于经营贷，以及存量按揭贷款利率调整后提前还贷规模减小。企业端贷款增加3.86万亿元，其中，短期贷款增加1.46万亿元，同比少增500亿元；中长期贷款增加3.31万亿元，同比少增1900亿元；票据融资减少9733亿元，同比大幅少增5606亿元，票据冲量现象减少。去年同期由于政策性开发性金融工具落地，大幅拉动企业贷款增长，今年1月与之相比小幅少增，表现仍较为可观。

图 19：人民币贷款同比多增情况（亿元，%）



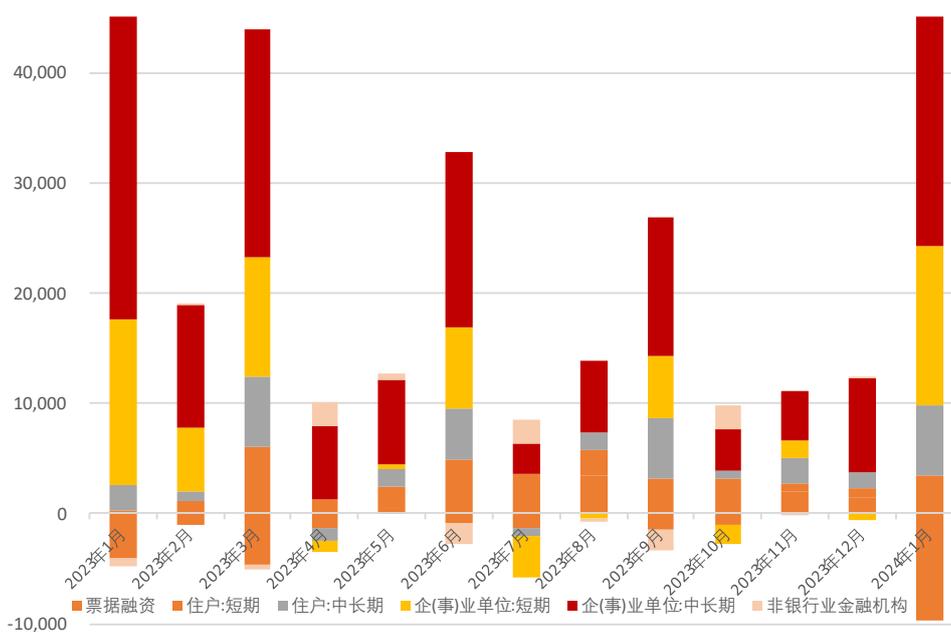
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 20：RMBS 条件早偿率指数



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

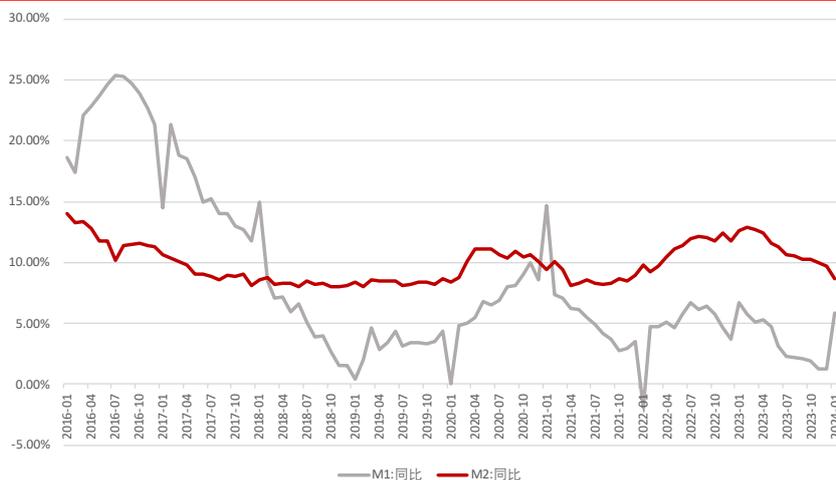
图 21：新增人民币贷款结构（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

M2-M1 增速剪刀差显著收窄，资金活化程度增强。1月末，广义货币(M2)余额 297.63 万亿元，同比增长 8.7%。狭义货币(M1)余额 69.42 万亿元，同比增长 5.9%，增速环比显著提升。由于春节错位，去年 1 月春节前企业集中发放薪酬与奖金，企业活期存款转移为个人存款，M1 在低基数效应下录得较高增速。M2-M1 增速剪刀差环比收窄 5.60 个百分点至 2.80%，资金活化程度增强。

图 22：M1 与 M2 同比增速 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

总的来说，1 月金融数据实现“开门红”，总量与结构均有改善，超出市场预期，有望提振市场信心与预期，但同时这也与银行考核、春节错位等季节性规律有关，应继续关注其持续性。若社融数据持续改善，说明经济增长动力增强，市场对经济的未来预期更加乐观，成为提振银行股价的重要催化剂。

3.2 春节多个消费领域齐头并进

在龙年春节的催化下，消费市场显现出强劲的增长势头。从交通出行数据来看，2024 年春运（2024 年 1 月 16 日至 3 月 5 日）截至 2 月 16 日，全国总体旅客累计发送量约 47.85 亿人次，同比 2023 年可比同期增长近 504.16%，相对 2019 年可比同期增长 219.61%。

表 2：春节前 5 天全国旅客发送量（万人）

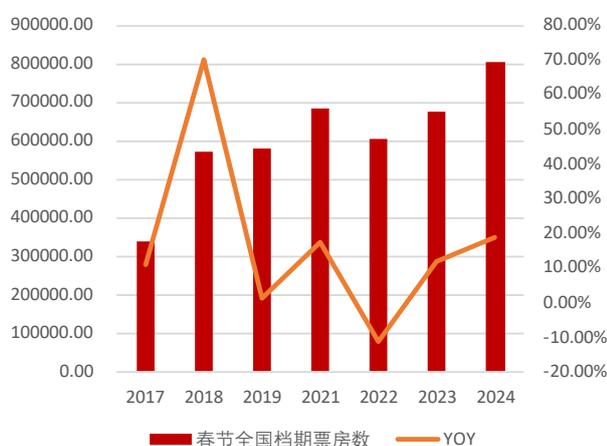
| 全国旅客发送量 | 总数 | 铁路 | 公路 | 水路 | 民航 |
|---------|-------|------|-------|-----|------|
| 2021 | 8992 | 1952 | 6592 | 161 | 287 |
| 2022 | 13648 | 3040 | 9950 | 208 | 450 |
| 2023 | 20567 | 3854 | 15831 | 258 | 624 |
| 2024 | - | 5876 | - | 316 | 1049 |

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

从旅游数据来看，春节旅游订单全面超越 2019 年同期。受到超长假期和冰雪热带动，2024 年春节跨省长途出游订单占比达 57%，同比翻番。携程报告称国内景区门票订单同比增长超六成，境外景区门票订单较 2019 年增长超 130%。飞猪报告显示，国内游预订量已大幅超越 2019 年同期，其中中长线游同比去年大增超 3 倍，自由行的平均旅行日期较去年提升 30%。出境游也创下近 4 年峰值，预订量同比去年大增近 10 倍，过半数的热门海外目的地已超越 2019 年同期。

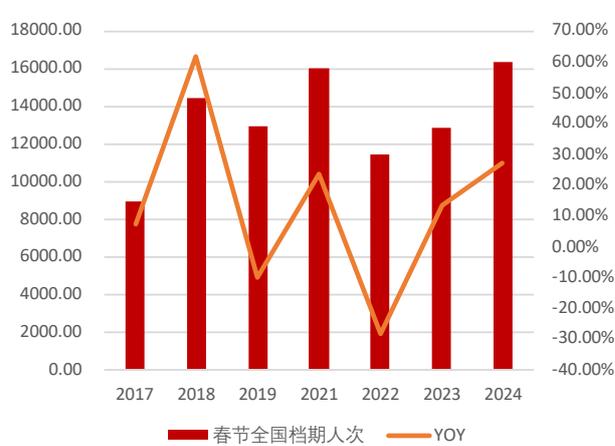
从餐饮购物数据来看，美团、大众点评数据显示，“吃喝玩乐”等生活服务业 2024 年春节假期日均消费规模同比增长 36%，较 2019 年增长超 155%。据海口海关统计，春节假期前 7 天，海南离岛免税购物金额达 22.14 亿元，免税购物人数 26.89 万人次，人均消费 8235 元。春节档电影总票房超 80 亿元，超过了 2021 年的 78.43 亿元，打破了中国影史春节票房纪录。

图 23：春节全国档期票房数（万人，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 24：全国档期人次（万人，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

根据最新的春节数据，出行旅游需求激增，餐饮购物支出显著上升，电影票房与文艺演出门票销售额均呈现出爆炸性增长，传统与新兴、线下与线上的诸多消费领域在今年春节展现出齐头并进、多点开花的亮眼表现，不但开创了疫情后的新局面，在疫情前也是没有过的，积极的迹象不仅彰显了节日经济的繁荣，也反映出居民消费能力的持续增强。多个领域的火爆场景为观察经济活力提供了有力证据，随着消费者信心的进一步稳固和政策环境的持续优化，消费市场有望维持其复苏态势，为银行贷款与利润带来更广阔的增长空间。

3.3 房地产政策持续优化调整

2024 年，金融支持房地产仍为监管部门的重点工作。2024 年工作会议中强调要满足各类房地产企业合理融资需求，抓好“金融 16 条”及金融支持保障性住房建设，为今年金融支持房地产工作定下了总基调。

融资端。1 月 12 日，住房和城乡建设部、金融监管总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，要求各地级以上城市建立城市房地产融资协调机制，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，该通知表明政府将继续发力支持房地产业的

健康发展，向市场传递积极信号，稳定市场预期。截至2月20日，全国已有29个省份214个城市建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及5349个项目。各银行积极展开对接，推动房地产融资协调机制落地成效，目前已有57个城市162个项目获得银行融资共294.3亿元，较春节假期前增加113亿元。融资协调机制通过搭建政银企沟通平台，从项目层面落地给予融资支持，对于银行来说风险更为可控，进一步提升银行对房地产的融资支持力度及放款速度，有助于房地产企业获得更稳定、可持续的融资支持，从而保障在建房地产项目的正常建设。

表 3：六大行推进城市房地产融资协调机制落地情况

| 银行 | 推进城市房地产融资协调机制落地情况 |
|-------------|---|
| 农业银行 | 农业银行已审批完成首批清单内贷款项目近百个， 已审批贷款金额超 400 亿元 ，率先在重庆、安徽、浙江、广西、陕西、江苏、新疆多地实现贷款的首笔投放。 |
| 工商银行 | 自1月30日各地推送项目清单以来，截至2月8日，工商银行 已对接 2000 余个项目 ，并率先实现对多个城市多个项目的贷款投放，既包括国有房企，也包括民营房企，一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求。 |
| 建设银行 | 自1月底收到首批名单以来，已对接项目2000多个，已审批项目近百个， 已审批待投放金额 200 多亿元 。近日，建设银行北京、福建、安徽、河南等分行已实现对五个项目的投放，投放金额近30亿元。 |
| 交通银行 | 已获取、对接清单项目 1442 个 ，并已对其中部分项目实现贷款投放。交行青岛分行在收到第一批项目名单后，立即与客户沟通并开辟绿色通道，仅用三天便实现清单内首个项目投放落地。 |
| 中国银行 | 依据市场化、法治化原则，对正常开发建设、抵押物充足、资产负债合理、还款来源有保障的项目，积极满足合理融资需求；对开发建设暂时遇到困难但资金基本能够平衡的项目，不盲目抽贷、断贷、压贷，通过存量贷款展期、调整还款安排、新增贷款等方式予以支持。截至目前，已推进超过110个项目的审批工作，合计金额约550亿元，其中， 已审批完成项目共 75 个，合计金额近 400 亿元 。 |
| 邮储银行 | 邮储银行积极对接协调机制推送主办行项目，共覆盖河南、四川、广西等10个省份， 融资金额 57 亿元 ，并已在河南、广西、贵州、大连等省市落地项目，一视同仁满足不同所有制房地产企业融资需求。 |

资料来源：根据新华社新闻整理，东莞证券研究所

需求端。2024年，我国四大一线城市北京、上海、广州和深圳均松绑住房限购政策，这是自“认房不认贷”、降低首付比例、降低存量贷款利率的又一重要购房政策放松。除了一线城市集中调整限购政策之外，2月5年期以上LPR大幅下调25个基点，房贷利率将跟随5年期以上LPR下行，进一步减轻住房消费者的负担，增加居民的可支配收入，提升消费能力；同时降低购房成本，激活合理的住房消费需求，活跃房地产市场的交易行情，促进房地产市场的平稳健康发展。

表 4：四大一线城市放松住房限购楼市新政

| 城市 | 日期 | 限购楼市新政 |
|----|----------|--|
| 广州 | 1 月 27 日 | 放开 120 平方米以上的住房限购，并支持“租一买一”“卖一买一”。 |
| 上海 | 1 月 31 日 | 在上海市连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域(崇明区除外)限购 1 套住房。 |
| 北京 | 2 月 6 日 | 调整后，在通州区落户或就业的家庭，如需购买通州区商品住房，符合北京市限购条件即可，取消了在通州落户或纳税、社保满三年的限制。 |
| 深圳 | 2 月 7 日 | 深圳市户籍居民家庭限购 2 套住房，本市户籍成年单身人士限购 1 套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求。另外，非深圳市户籍居民家庭及成年单身人士能提供购房之日前 3 年在本市连续缴纳个人所得税或社会保险证明的，限购 1 套住房。 |

资料来源：根据光明网整理，东莞证券研究所

房地产市场暖风频吹有望间接提振银行估值。今年以来，融资端和需求端增量利好政策不断出台，这些政策旨在稳定房地产市场，激发购房需求，促进房地产行业健康发展，银行业的信贷风险、贷款增长空间、资产质量等方面将有望受益。房地产一直是影响银行股价的重要因素，随着政策不断加码，推动房地产市场风险加速出清，向更加健康、可持续的方向发展，有助于提振银行的基本面与股价表现。

4、高股息行情有望继续演绎

4.1 “市值考核”有望重燃“中特估”行情

监管层再提“中特估”，央企上市公司市值管理考核全面推开。继 2022 年 11 月，证监会首次公开提出“探索建立具有中国特色的估值体系”后，2024 年 1 月，证监会再提“加快建设中国特色现代资本市场”“大力提升上市公司质量和投资价值，构建中国特色上市公司估值体系”。国务院将对中央企业全面实施“一企一策”考核，全面推开上市公司市值管理考核，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。我国央企在国家经济发展中扮演着重要角色，这些企业通常具有较强的市场控制力、品牌影响力以及在关键行业的战略地位，同时其盈利规模非常可观。然而在资本市场上，由于市场认知差异、市场结构等问题，其股价并没有充分反映内在价值。此次提起的“市值考核”概念正是为了夯实“中特估”的内在基础，引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现，促进央企上市公司估值修复，传递信心、稳定预期，更好地回报投资者。

“中特估”行情有望继续演绎，促进上市央企公司估值重塑。将市值管理纳入央企考核正式落地后，“中字头”个股走出亮眼行情。展望后续，“中特估”行情有望继续演绎。第一，市值管理考核注重企业的市场价值和竞争力，要求企业优化资本结构、提升公司治理水平。对于央企而言，这意味着必须更加注重提高内部管理和运营效率，

确保资产质量，从而实现更高的市场价值。这种压力将促使央国企不断提升自身质量和治理水平，以应对考核要求。第二，市值管理考核不仅关注企业当前的市值，还强调企业的价值创造能力。央国企需要通过提高盈利能力、优化资源配置、加强创新驱动等方式，实现价值的持续增长，这驱动央国企更好地服务于国民经济和社会发展，同时也为投资者创造更多价值。第三，市值管理同时要求企业加强信息披露的透明度和准确性，这促使央国企更加重视与投资者的沟通和互动，提高信息披露的质量和频率，从而增强投资者的信心和认可度。综合以上因素，上市央国企通过提高经营质量、治理水平、强化价值创造、完善信息披露等措施，其市场价值将得到更加充分的体现，同时，随着投资者对央国企的认识和信任度不断提高，其估值水平也有望得到提升。作为“中特估”概念紧密相关的板块，低估值、高股息的银行板块有望受益于其估值重塑机遇。

4.2 经济缓慢修复下高股息策略具备相对确定性

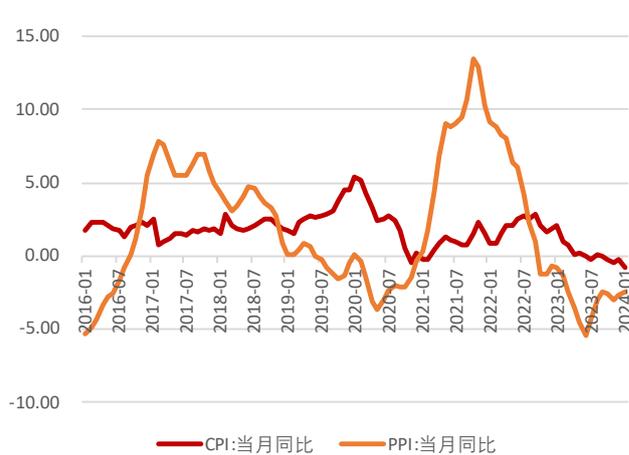
目前我国经济大循环存在堵点，消费者信心指数和民间投资增速仍处于低位，需求不足与产能过剩的矛盾较为突出，经济仍处于缓慢修复阶段。从经济数据来看，制造业 PMI 连续 4 个月处于荣枯线以下，社会预期依然偏弱。而从物价指标来看，2023 年四季度以来，CPI 同比持续在负值区间运行，除了受猪肉等食品价格高基数影响，耐用品和服务价格涨幅也偏弱，核心 CPI 同比由此前的 0.8% 降至 0.6%。截止 2024 年 1 月，CPI 数据已连续 4 个月收缩，通胀根本上取决于实体经济供需的平衡情况，目前物价水平较低背后反映的是经济有效需求不足、总供求恢复不同步。除此以外，从国际看，发达经济体本轮加息周期或已结束，但高利率的滞后影响还将持续显现。2024 年还是全球选举大年，世界政治经济形势的不确定性可能增大。面对未明显改善的经济数据，市场信心和风险偏好均处于待修复阶段，投资者更倾向于采取稳健的防守策略，高股息的银行板块或成“避风港”的优选。

图 25：我国制造业 PMI (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 26：我国 CPI 和 PPI 同比 (%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 27：红利指数近一年涨跌幅表现（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

4.3 低利率环境下高股息资产稀缺性显现

预计货币政策将继续保持宽松态势。央行在第四季度货币政策执行报告中表示，下一步，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，准确把握货币信贷供需规律和新特点，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。在当下经济弱复苏阶段，我们预计货币政策将延续宽松态势。

低利率环境或已是大势所趋。年初以来，宽松的货币政策接续落地。自 2024 年 2 月 5 日起，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性 1 万亿元；自 2024 年 1 月 25 日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。2 月 5 年期以上 LPR 下调 25 个基点。LPR 下调后，商业银行再迎“降息潮”，而考虑到银行净息差持续承压，未来存款降息仍存在空间。在低利率环境下，债券市场走高，10 年期国债收益率已降至 2.40% 以下，刷新了阶段性新低，高股息权益资产的吸引力不断增强。特别是保险行业具有庞大的资金规模和稳定的投资需求，被视为市场的主要增量资金，存量产品的预定利率存在硬性要求，低利率环境下险资产配置压力加剧，高股息配置资产需求提升。

图 28：10 年国债到期收益率（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 29：银行股息率（%）



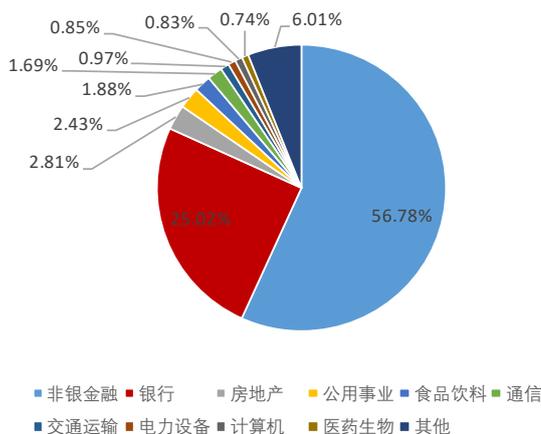
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

表 5：五大行存款利率调整情况（%）

| 存款类型 | 存款时间 | 2022 年 9 月前 | 2022 年 9 月 | 2023 年 6 月 | 2023 年 9 月 | 2023 年 12 月 |
|----------------|------|-------------|------------|------------|------------|-------------|
| 活期存款 | | 0.30 | 0.25 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| 定期存款 (整存整取) | 六个月 | 1.55 | 1.45 | 1.45 | 1.45 | 1.35 |
| | 一年 | 1.75 | 1.65 | 1.65 | 1.55 | 1.45 |
| | 三年 | 2.75 | 2.60 | 2.45 | 2.20 | 1.95 |
| | 五年 | 2.75 | 2.65 | 2.50 | 2.25 | 2.00 |

资料来源：五大行官网，东莞证券研究所

图 30：2023Q3 险资持仓申万一级行业占比（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

5、投资策略：关注板块内部轮动机会

截至 2024 年 2 月 27 日，申万银行板块 PB 为 0.58，其中国有行、股份行、城商行和

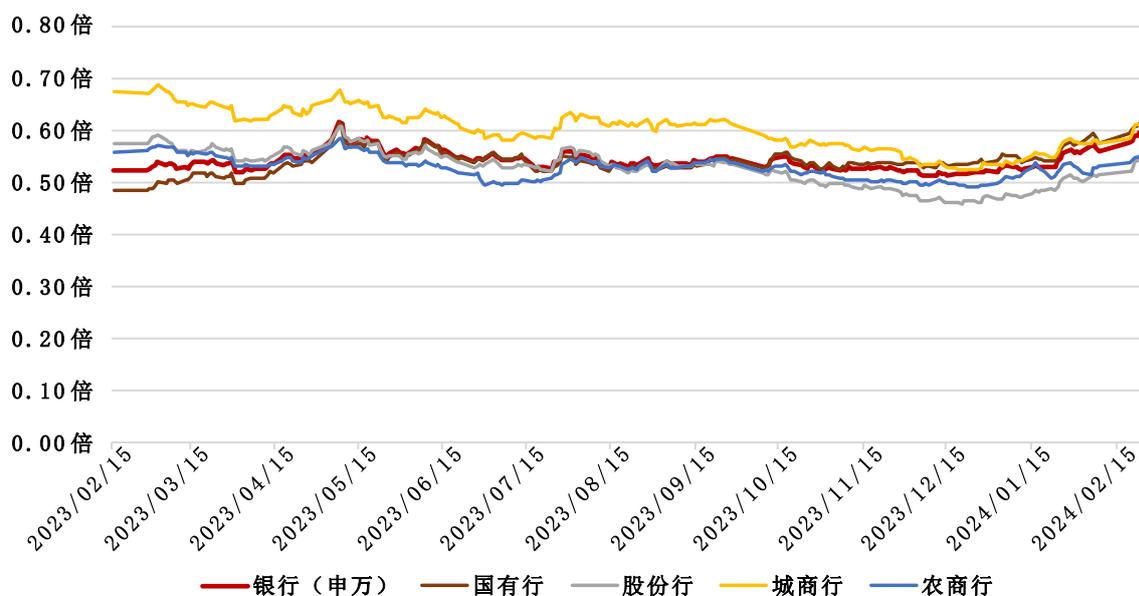
农商行 PB 分别为 0.60、0.53、0.60 和 0.54。从个股来看，招商银行、宁波银行和成都银行估值最高，其 PB 分别为 0.91、0.87 和 0.82。宏观经济复苏进程波折与对银行资产质量的担忧是压制银行板块估值的主要原因。

表 6：申万银行板块及其子板块 PB(截至 2024/2/27)

| 代码 | 板块名称 | 截至日估值(倍) | 近一年平均值(倍) | 近一年最大值(倍) | 近一年最小值(倍) | 当前估值距近一年平均值差距 | 当前估值距近一年最大值差距 | 当前估值距近一年最小值差距 |
|-----------|------|----------|-----------|-----------|-----------|---------------|---------------|---------------|
| 801780.SL | 银行 | 0.58 | 0.54 | 0.62 | 0.51 | 6.94% | -6.02% | 13.19% |
| 801782.SL | 国有行 | 0.60 | 0.54 | 0.61 | 0.48 | 10.25% | -2.89% | 22.87% |
| 801783.SL | 股份行 | 0.53 | 0.53 | 0.61 | 0.46 | 0.82% | -12.61% | 15.66% |
| 801784.SL | 城商行 | 0.60 | 0.60 | 0.69 | 0.52 | -0.34% | -12.77% | 14.30% |
| 801785.SL | 农商行 | 0.54 | 0.53 | 0.59 | 0.49 | 2.25% | -7.79% | 10.20% |

资料来源：iFind、东莞证券研究所

图 31：申万银行板块及其子板块近一年市净率水平(截至 2024/2/27)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

维持对行业的“超配”评级。年初至今，银行板块的行情主要是基于市场悲观预期下的避险逻辑，展望后续，我们预计高股息行情有望继续演绎。一是随着“市值考核”的深入推进，有望重燃“中特估”行情。二是在各项经济数据改善拐点到来之前，高股息策略仍具备相对确定性。三是在低利率环境下，高股息资产稀缺性显现，负债端预定利率的硬性压力或将促使险资积极配置高股息、低估值的银行板块。除了关注高股息行情的可持续性外，目前已出现社融数据、消费数据与房地产政策等可能提振银行股股价的积极变化，若政策超预期发力，A 股企稳、市场预期转强，需要关注板块内的轮动机会，特别是宏观经济复苏与业绩驱动下，修复弹性更大的中小区域行情。

银行股投资建议关注三条主线：一是建议关注更有望在“中特估”背景下实现估值

重塑的国资背景深厚、低估值、高股息、经营稳健的农业银行（601288）、中国银行（601988）、工商银行（601398）和中信银行（601998）。二是关注受益于经济高景气区域、业绩确定性较强的区域性银行宁波银行（002142）、江苏银行（600919）、杭州银行（600926）、常熟银行（601128）。三是建议关注综合经营能力强、业绩稳健、受益于房地产风险缓释、宏观经济修复下零售业务与财富管理业务优势凸显的招商银行（600036）。

表 7：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2024/2/27）

| 股票代码 | 简称 | 股价 | BVPS（元） | | | PB（X） | | | 评级 | 评级变动 |
|--------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E | | |
| 601288 | 农业银行 | 4.16 | 6.67 | 6.90 | 7.51 | 0.62 | 0.60 | 0.55 | 买入 | 维持 |
| 601988 | 中国银行 | 4.46 | 7.36 | 7.58 | 8.17 | 0.61 | 0.59 | 0.55 | 买入 | 维持 |
| 601398 | 工商银行 | 5.30 | 9.26 | 9.52 | 10.30 | 0.57 | 0.56 | 0.51 | 买入 | 维持 |
| 601998 | 中信银行 | 6.46 | 11.94 | 12.53 | 13.32 | 0.54 | 0.52 | 0.48 | 买入 | 维持 |
| 002142 | 宁波银行 | 22.41 | 25.81 | 26.68 | 30.34 | 0.87 | 0.84 | 0.74 | 买入 | 维持 |
| 600919 | 江苏银行 | 7.68 | 11.18 | 11.81 | 13.50 | 0.69 | 0.65 | 0.57 | 买入 | 维持 |
| 600926 | 杭州银行 | 11.12 | 15.17 | 15.64 | 18.01 | 0.73 | 0.71 | 0.62 | 买入 | 维持 |
| 601128 | 常熟银行 | 7.06 | 8.68 | 9.08 | 10.27 | 0.81 | 0.78 | 0.69 | 买入 | 维持 |
| 600036 | 招商银行 | 32.18 | 35.36 | 37.09 | 41.93 | 0.91 | 0.87 | 0.77 | 买入 | 维持 |

数据来源：iFind，东莞证券研究所。

注：带“*”为东莞证券研究所预测，其余数据来源 iFind 一致预测。

5、风险提示

经济复苏不及预期导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；

房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；

市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内 |
| 行业投资评级 | |
| 超配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 标配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 低配 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

| 证券研究报告风险等级及适当性匹配关系 | |
|--------------------|--|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告 |
| 中高风险 | 创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn