

2024年4月4日

2024年二季度银行股投资策略

超配

高股息稳健，高成长跑出超额收益

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 银行

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 执证编码：BPC378
 证券分析师：陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn 执证编码：BPP885

核心观点：

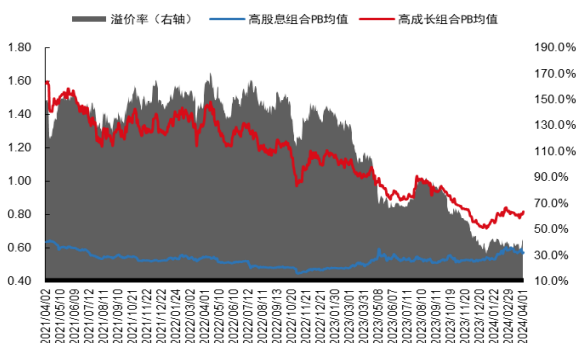
我们判断二季度市场对于政策和经济的预期会朝着有利方向变化，加上海外流动性改善，有利于助推A股估值提升，看好二季度银行板块的绝对收益。择股策略上，建议重点关注业绩高成长确定性高的优质银行。同时，考虑到不会是强复苏的环境，高股息策略对于追求稳定收益的长线资金仍具备配置价值。除了国有大行外，高股息策略会继续向基本面稳健的中小行扩散，建议关注渝农商行、浙商银行和江苏银行。

对于追求超额收益的资金而言，业绩高成长确定性比较高的银行将获得青睐。2023年以来市场风险偏好持续下降，银行业绩面临较大下行压力，前期高成长性银行估值都迎来了比较大的调整，我们选取的高成长代表组合PB均值相对于高股息代表组合的溢价率已从2023年初的约150%降至当前的约40%。银行业绩压力最大的窗口期一季报，业绩寻底完成后，估值处在低位的优质银行将获得追求超额收益的资金青睐。一是建议布局长期前景优秀的银行，包括宁波银行和招商银行；二是推荐以中小微客群为主、特色鲜明的小型农商行，如常熟银行。

2023年以来高股息策略持续占优

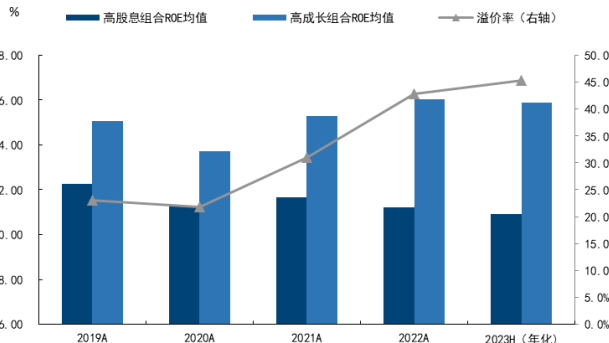
2023年以来，由于受宏观经济复苏不及预期等因素影响，投资者风险偏好不断下行，红利策略持续占优。高股息银行个股受投资者青睐，估值持续修复，而高成长且估值处在相对较高水平的银行个股估值持续下降，该风格一直延续至今年2月初。我们选取的高成长代表组合（宁波银行、成都银行和常熟银行）ROE均值相对于高股息代表组合（五大行）ROE均值的溢价率在近两年是有所提升的，但是PB均值溢价率却从2023年初的约150%收敛至2024年2月初的约40%。2月以来溢价率一直维持在约35%~40%之间，风格趋于均衡。

图1：不同类型银行 PB 估值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：高股息组合包括五大行；高成长组合报告宁波银行、成都银行和常熟银行。

图2：不同类型银行 ROE 水平

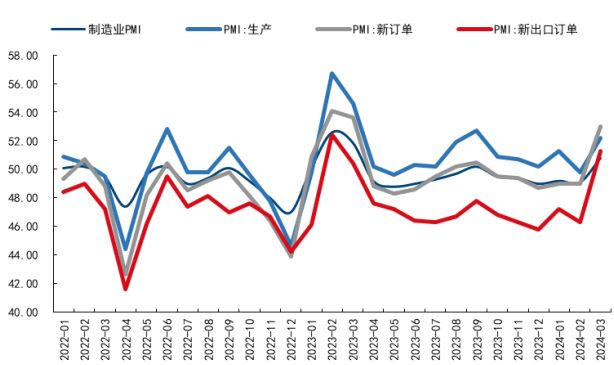


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

板块观点：看好二季度银行板块的绝对收益

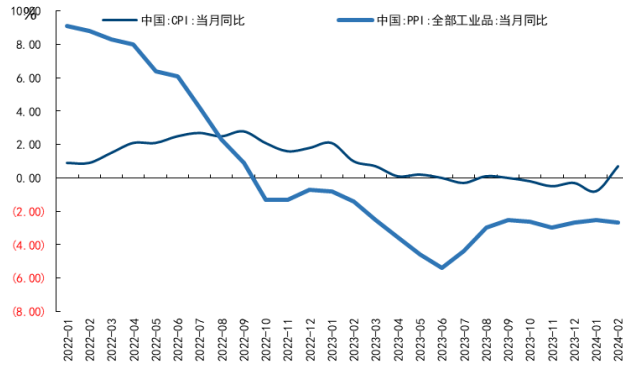
投资风格上，预计市场对于政策和经济的预期朝着有利方向变化，但宏观经济并不会是强复苏的环境，低风险偏好格局难以完全扭转。因此，避险属性较强的银行板块仍有望获得绝对收益。3月制造业 PMI 录得 50.8，表现较为强劲；PPI 降幅有所收窄，2月 CPI 实现正增长；一季度财政力度较弱，预计二季度财政积极发力，这些迹象表明我国经济可能好于此预期。另外，美国通胀有回落迹象，市场对于 6 月份降息预期较高，海外流动性改善有利于助推 A 股估值提升。考虑到红利策略前期涨幅较大，因此在经济有超预期迹象和海外流动性改善环境下，我们认为市场风险偏好有所提振。但我们此前在《从 M2 派生原理来理解存款的少增和分化》指出，要提振居民消费核心是提高居民收入预期，但目前城镇居民人均可支配收入增速以及居民消费倾向仍低于 2019 年前的水平，预计市场对于内需难以形成一致乐观预期且会呈现阶段性反复，宏观经济难以形成强复苏的环境，对于长期的低风险偏好资金而言，高股息策略仍然有效。

图3: 3月制造业 PMI 提升至 50.8



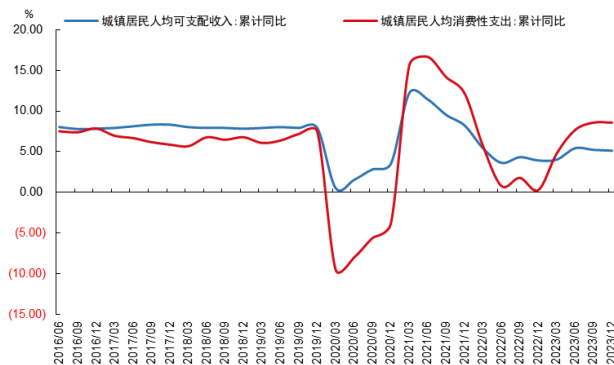
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4: PPI 降幅有所收窄，PPI 实现正增长



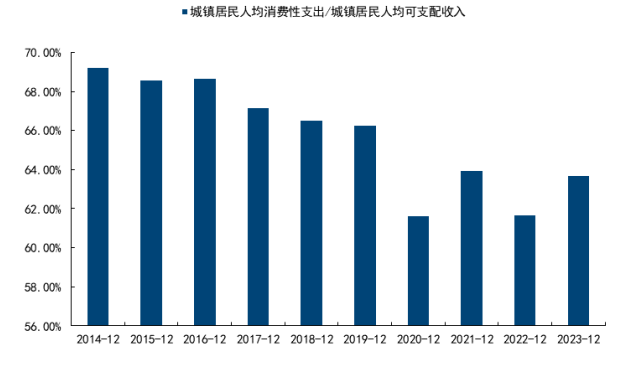
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5: 城镇居民人均可支配收入增速仍未恢复至疫情前水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6: 城镇居民消费倾向仍处在较低水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

基本面角度，预计今年一季度是银行业绩压力最大的时刻，关注一季报后银行板块的投资机会。一季度银行业净息差同比降幅压力大，预计营收负增 2023 年 1 年期 LPR 下降 20bps，5 年期 LPR 下降 10bps，今年一季度银行业贷款重定价压力较大；同时，由于经济复苏缓慢，新发放贷款利率也大幅下降，2023 年 12 月金融机构新发放贷款加权平均利率 3.83%，同比下降了 31bps，预计今年一季度新发放贷款利率继续小幅下行。负债端，2023 年存款定期化趋势加剧，从部分已披露 2023 年年报的上市银行来看，绝大部分上市全国性银行存款成本均有所上

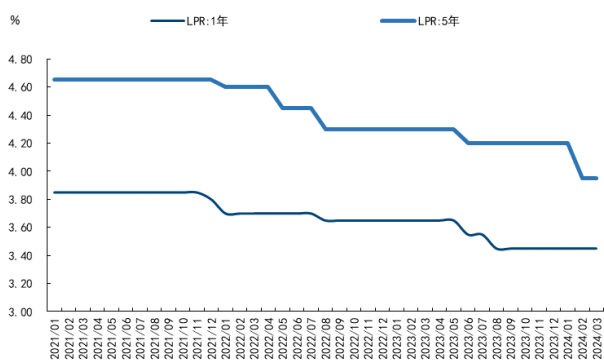
研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

行。今年开门红考核任务重，尤其是一季度新增存款同比少增的情况下，各家行不断加大揽储力度，预计实际存款成本继续面临一定的压力。综上，资负两端承压的情况下，预计一季度银行业净息差同比收窄幅度较大，营收大概率负增长。

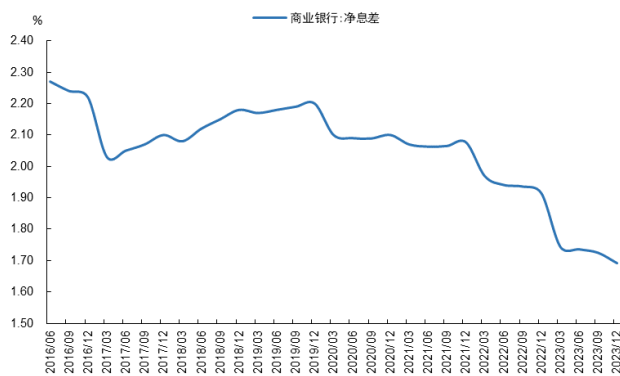
我们判断今年一季度之后，净息差同比降幅收窄，银行业绩压力缓解。2023 年四季度银行业净息差降至 1.69%，其中大型商业银行降至 1.62%，而保持一定的净息差是银行业持续稳健经营的基础。我们认为未来呵护净息差是政策重要考量的因素，预计贷款利率继续下行空间有限，同时会继续引导降低负债端成本。目前，居民个人定期存款比重已超过 70%，处在高位，继续上行的空间不大。同时，银行自身在资产荒背景下，高息揽储的意愿也会持续下降，会不断强化存款负债管理。因此，一季度之后银行业资负两端压力都有所缓解，预计净息差降幅会有所收窄。

图7：1 年期和 5 年期 LPR 走势



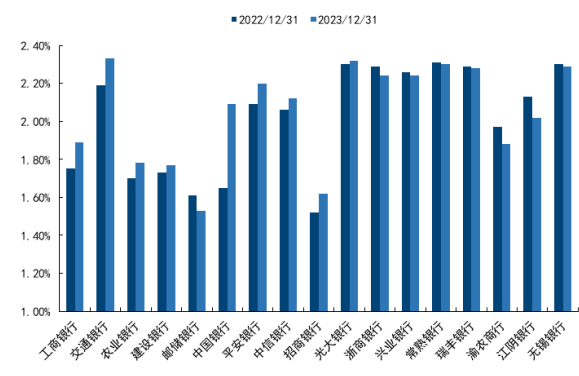
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：2023 年 4 季度商业银行净息差降至 1.69%



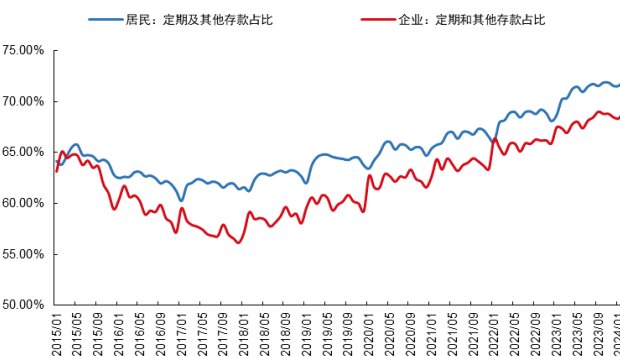
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图9：部分上市银行 2023 年存款成本



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：定期存款占比已处在高位



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

选股策略：高股息稳健，高成长有望跑出超额收益

综合分析，我们判断二季度市场对于政策和经济的预期会朝着有利方向变化，但不会是强复苏的环境。预计投资风格会趋于均衡，高股息个股会继续吸引偏长期的低风险偏好资金。除了国有大行外，高股息策略会继续向基本面稳健的中小行扩散，建议关注渝农商行、浙商银行和江苏银行。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

对于追求超额收益的资金而言，建议积极关注成长性区域优质行。市场情绪边际回暖，银行业基本面寻底后，当前估值处在较低水平的高成长优质银行股有望迎来一波反弹。2023年以来市场风险偏好持续下降，加上银行业净息差和资产质量都面临较大的下行压力，业绩不断下探，因此前期高成长性银行估值都迎来了比较大的调整，降至历史低位。我们一直强调，宏观经济是银行股投资的核心逻辑。二季度市场对于政策和经济的预期有望朝着有利方向变化，尤其是一季度之后银行业业绩压力开始缓解，因此，我们认为估值处在较低水平的优质区域行有望获得追求超额收益的资金青睐。一是建议布局长期前景优秀的银行，包括招商银行、宁波银行；二是推荐以中小微客群为主、特色鲜明的小型农商行，如常熟银行和苏州银行。

表1：部分上市银行估值和业绩情况

		股息率 (%·近12个月)	PB值(LF)	营业收入 (2023年)	营业收入 (2023H)	归母净利润 (2023年)	归母净利润 (2023H)
601328.SH	交通银行	5.74	0.53	0.3%	4.8%	0.7%	4.5%
601398.SH	工商银行	5.68	0.56	-3.7%	-2.3%	0.8%	1.2%
601658.SH	邮储银行	5.43	0.60	2.3%	2.0%	1.2%	5.2%
601288.SH	农业银行	5.20	0.62	0.0%	0.8%	3.9%	3.5%
601988.SH	中国银行	5.16	0.59	6.4%	8.9%	2.4%	0.8%
601166.SH	兴业银行	7.62	0.46	-5.2%	-4.1%	-15.6%	-4.9%
601818.SH	光大银行	6.17	0.41	-3.9%	-2.5%	-9.0%	3.3%
600036.SH	招商银行	5.34	0.89	-1.6%	-0.4%	6.2%	9.1%
601998.SH	中信银行	4.66	0.53	-2.6%	-2.0%	7.9%	10.9%
000001.SZ	平安银行	2.70	0.51	-8.4%	-3.7%	2.1%	14.9%
601009.SH	南京银行	5.88	0.70	NA	3.3%	NA	5.3%
601229.SH	上海银行	5.87	0.46	-4.8%	-5.7%	1.2%	1.3%
601838.SH	成都银行	5.55	0.86	NA	11.2%	NA	25.1%
601169.SH	北京银行	5.44	0.49	NA	-1.6%	NA	4.9%
601916.SH	浙商银行	5.41	0.51	4.3%	4.7%	10.5%	11.0%
600919.SH	江苏银行	5.19	0.71	NA	10.6%	NA	27.2%
002966.SZ	苏州银行	4.57	0.70	NA	5.3%	NA	21.0%
601577.SH	长沙银行	4.43	0.53	8.5%	12.1%	9.6%	10.6%
600926.SH	杭州银行	3.51	0.73	6.3%	6.1%	23.2%	26.3%
002142.SZ	宁波银行	2.30	0.81	6.4%	9.3%	10.7%	14.9%
601077.SH	渝农商行	5.84	0.46	-3.6%	-3.0%	6.1%	9.5%
002839.SZ	张家港行	4.95	0.62	NA	1.4%	NA	13.6%
601825.SH	沪农商行	4.93	0.61	NA	7.9%	NA	18.5%
002807.SZ	江阴银行	4.12	0.57	2.3%	1.2%	16.8%	14.2%
600908.SH	无锡银行	3.79	0.60	1.3%	2.8%	10.0%	20.7%
603323.SH	苏农银行	3.70	0.54	NA	0.5%	NA	15.3%
601128.SH	常熟银行	3.42	0.81	12.1%	12.4%	19.6%	20.8%
601528.SH	瑞丰银行	2.30	0.59	7.9%	8.2%	13.0%	16.8%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：数据截止 2024/4/2。

投资建议

行业方面，当前银行板块估值处于低位，后续业绩增长预期平稳，估值下行风险很小。若宏观经济持续恢复向好，有望推动银行板块的估值修复，我们维持行业“超配”评级。

个股方面，一是建议在行业整体低估值的情况下布局长期前景优秀的银行，包括招商银行、宁波银行；二是推荐以中小微客群为主、特色鲜明的小型农商行，如常熟银行；三是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且分红记录稳定的银行。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从净息差、资产质量等多方面影响银行业。

相关研究报告：

《银行业点评-从 M2 派生原理来理解存款的少增和分化》 ——2024-03-27

《海外银行镜鉴系列-泡沫破灭后，日本银行如何生存?》 ——2024-03-12

《银行理财 2024 年 3 月月报-保险资管借道收窄，理财配债意愿增强》 ——2024-03-06

《银行业 2024 年 3 月投资策略-业绩增长预期平稳，估值仍有修复空间》 ——2024-03-01

《2023 年监管数据点评-业绩平稳，关注板块“期权价值”》 ——2024-02-23

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传递，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。