



银行业：行业选股逻辑下，仍可适度关注规模指标

2024年5月14日

看好/维持

银行

行业报告

——结合上市行年报&一季报数据点评

分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	田馨宇 电话：010-66554013 邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070003

投资摘要：

我们如何看待商业银行规模扩张？规模是衡量可持续成长的重要指标。

近期人民银行在1Q24货币政策执行报告专栏中，特别强调源于经济结构转型、融资方式转变、信贷投放效果边际减弱等因素，未来我国信贷增长与经济成长的关系将趋于弱化。我们认为，政策层对于信贷和经济相关性减弱的表述或经历一段时间相关数据的持续验证，最终有望引导市场观点逐步转换。银行板块内部仍可结合整体经营情况，适度关注规模指标，筛选成长性溢价逻辑标的，这与行业规模趋势性下行亦不冲突。

①从行业角度出发，当前商业银行净息差持续收窄，主要是商业银行资产端利率下行较快且幅度大于负债端；背景是实体融资需求较弱叠加政策引导银行让利；反映出实体经济处于投资回报率持续下行、易下难上的阶段。我们结合2023、1Q24上市银行盈利驱动因素分析，过去两年，相较拨备反哺与非息支撑，规模扩张是拉动盈利增长的更强因素；展望后续，国内经济弱复苏、增长动能仍不强劲、不牢固，商业银行净息差或继续下行负向拖累盈利；规模增长将继续是商业银行盈利增长的主要正面影响因素。②从银行个体角度出发，一般而言，规模增长快慢代表着银行有效信贷投放能力的强弱；但不同银行间风险偏好和客群定位有所不同，并不能一概而论。从财务层面看，规模扩张消耗资本，影响资本充足水平，但若规模扩张推升盈利增长，使得资本内生补充提升，将是后续进一步扩表的保障。换言之，银行从规模扩张到盈利提升有效补充资本再到支撑后续规模扩张，若形成稳定的正向循环，我们可以认为这家银行具备一定的可持续成长性。

我们如何看上市银行业绩表现分化？扩表快慢是当前上市银行业绩表现分化的主要解释因素。

2022年以来，各类型上市行盈利增速持续下行。其中股份行盈利增速由2021年14.6%下行至2023年-3%，降幅显著。从量价指标看，①净息差下行是行业共性因素，各类型上市银行净息差下行幅度差距不大。2022-2023年，国有行/股份行/城商行/（上市）农商行净息差分别下行25/24/19/18BP。②规模扩张分化较可解释盈利表现分化的现象。近两年，国有行/股份行/城商行/农商行规模复合增速分别为13.2%/7.6%/12.7%/9.7%，股份行增长明显较慢。通过2022年和2023年盈利驱动因素拆解，我们也可以看到股份行规模增长较慢是导致盈利增速下滑的主要因素。

我们如何看规模增长分化？受楼市不景气影响，对公地产及相关产业、居民融资需求较弱是影响规模增长主因。

疫情以来，房价指数持续下行，房地产销售持续低迷。在楼市不景气和收入预期较悲观的背景下，居民中长贷需求低迷。从银行扩表角度来看，新增贷款以对公为主，零售弱需求负增长特征明显。此外，房地产开发贷以及地产上下游信贷需求较弱亦对公信贷需求有所影响。展望来看，尽管地产需求端政策持续出台，但70大中城市房价指数和成交量未明显企稳，考虑到居民购房有“买涨不买跌”情节，短期来说，居民加杠杆意愿难言改善。对公端来看，近期政治局会议强调要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，超长期国债发行落地可期，涉政类项目提速推进有望贡献对公信贷需求。

投资策略：当前利率中枢下行，板块高股息配置价值突出。我们继续看好稳健国有大行的配置价值。此外，在规模趋势性下行和扩张分化之下，也建议关注个股标的成长性溢价机会。从银行个体角度看，规模增长仍意味着可持续成长性。近两年，规模增长是银行盈利增长的主要驱动因素，亦是银行板块业绩分化的主要解释因素。规模增长的制约来自于需求端，主要受楼市影响。短期来说，我们基于当前信贷增长特征以及居民按揭贷款难有起色的判断，从三个规模增长相关维度筛选银行板块个股标的：①从过去两年、过去五年生息资产规模复合增速筛选（大行中的农行，股份行中的浙商，城商行中的宁波、成都，农商行中的常熟、瑞丰）；②上市银行过去两年信贷投放较快的行业有制造业、批发零售、基建行业，筛选这三个行业贷款占自身总贷款比重较高的银行（大行中的工行、中行、交行，股份行中的华夏、浙商，城商行中的成都、南京、杭州，农商行中的无锡、江阴）；③从区域信贷增速筛选，四川、浙江、江苏信贷投放增速领先。综合三个指标，我们判断以下上市行

未来规模增长有望保持相对优势：国有行（农行、工行、中行、交行）、股份行（浙商）、城商行（宁波、成都、南京、杭州）、农商行（常熟、瑞丰、无锡、江阴）。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，政策力度不及预期，资产质量大幅恶化。

目 录

1. 我们如何看待商业银行规模扩张？	4
2. 我们如何看上市银行业绩分化？	5
3. 我们如何看规模增长分化？	6
4. 我们如何看规模选择投资标的？	9
5. 风险提示	11
相关报告汇总	12

插图目录

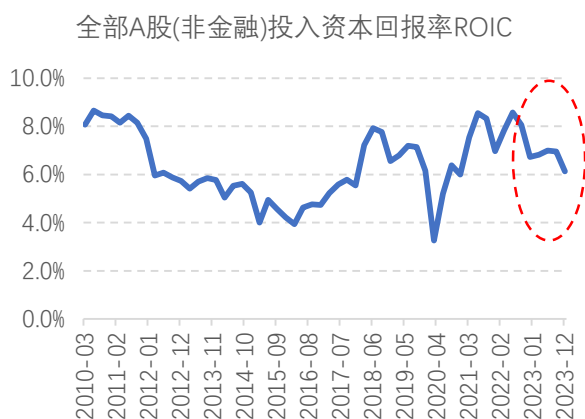
图 1： 22Q2 以来，上市非金融企业 ROIC 波动下行	4
图 2： 疫情以来，银行业息差持续收窄	4
图 3： 2023 年上市行盈利影响因素拆解	4
图 4： 1Q24 上市行盈利影响因素拆解	4
图 5： 2022 年以来股份行盈利增速明显下行	5
图 6： 股份行近两年生息资产复合增速仅 7.6%	5
图 7： 2023 年各类行盈利驱动因素拆解比较	5
图 8： 2022 年各类行盈利驱动因素拆解比较	5
图 9： 2021 年以来，存款增长良好	6
图 10： 各类行存款增速分化	6
图 11： 2023 年末理财投资资产占比	6
图 12： 近三年理财配置现金及存款的比重持续提升	6
图 13： 主要上市银行核心一级资本充足率	7
图 14： 各类银行分红比例	7
图 15： 70 大中城市房价指数表现	8
图 16： 房地产销售情况	8
图 17： 贷款新增表现出对公强于零售特征	8
图 18： 居民、企业、政府部门杠杆率	8
图 19： 主要上市银行生息资产规模复合增速	9
图 20： 34 家上市银行主要行业对公贷款占对公贷款比重	10
图 21： 34 家上市银行主要行业对公贷款增速	10
图 22： 主要上市银行制造业、批发零售、基建行业对公贷款占总贷款的比重	10
图 23： 四川、浙江、江苏省过去两年贷款增速较高	10

1. 我们如何看待商业银行规模扩张？

净息差持续收窄，规模扩张是银行盈利增长的主要正向因素。当前商业银行净息差持续收窄，主要是商业银行资产端利率下行较快且幅度大于负债端；背景是实体融资需求较弱叠加政策引导银行让利；反映出实体经济处于投资回报率持续下行、易下难上的阶段。我们测算 A 股上市公司（剔除金融企业）投入资本回报率，显示 2022 年中期以来上市企业投入资本回报率处于波动下行之中。

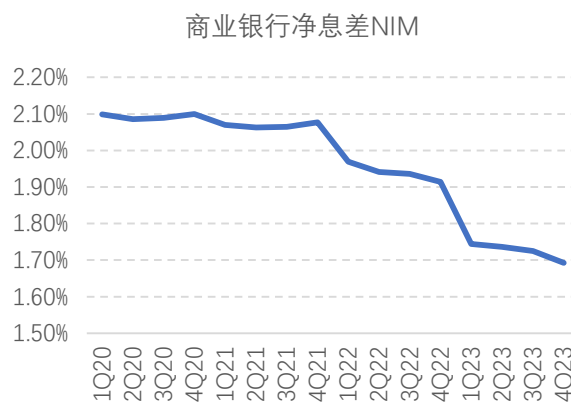
我们拆解 2023 年、1Q24 上市银行盈利驱动因素：相较拨备反哺与非息支撑，规模扩张是拉动盈利增长的更强因素；1Q24 拨备反哺盈利的力度在趋弱。我们预计：①受零售不良压力有所抬升等影响，2024 年拨备反哺力度难以大幅提升；②非息方面，考虑到 2023 年其他非息基数较高、代销费用下降持续影响中收，预计非息支撑较有限；③在后续国内经济弱复苏、增长动能仍不强劲的判断之下，商业银行净息差或缓慢下行；④规模增长将继续是商业银行盈利增长的主要正面影响因素。

图1：22Q2 以来，上市非金融企业 ROIC 波动下行



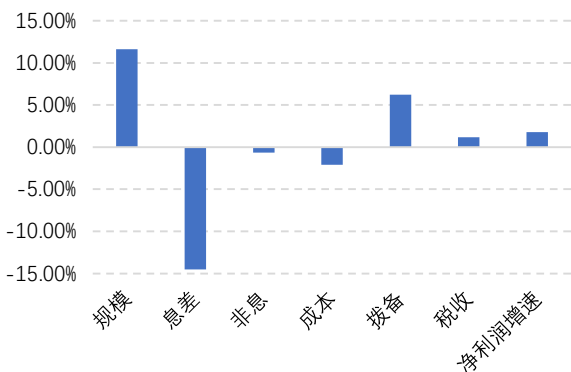
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：疫情以来，银行业息差持续收窄



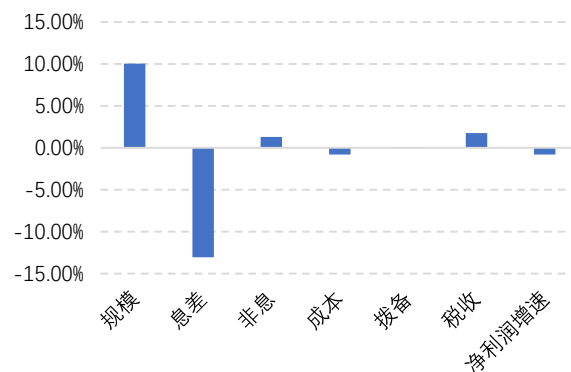
资料来源：iFinD，国家金融监管总局，东兴证券研究所

图3：2023 年上市行盈利影响因素拆解



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：1Q24 上市行盈利影响因素拆解



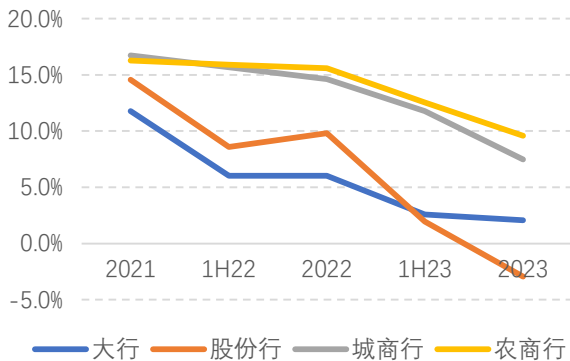
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

规模扩张也是衡量银行成长性的重要因素之一。从银行经营层面来看，规模增长（主要是信贷增长，银行资产摆布主要遵循先信贷后投资的逻辑）是银行在自身风控体系下，主动获取客户，形成有效信贷投放的结果。在信贷需求较弱的环境下，一般而言，规模增长快慢代表着银行有效信贷投放能力的强弱；但不同银行间风险偏好和客群定位有所不同，并不能一概而论。从财务层面看，尽管规模扩张消耗资本，影响资本充足水平，但若规模扩张推升盈利增长，使得资本内生补充提升（假设分红比例较为稳定），将是后续进一步扩表的保障。换言之，银行从规模扩张到盈利提升有效补充资本再到支撑后续规模扩张，若形成稳定的正向循环，我们可以认为这家银行具备一定的可持续成长性。

2. 我们如何看上市银行业绩分化？

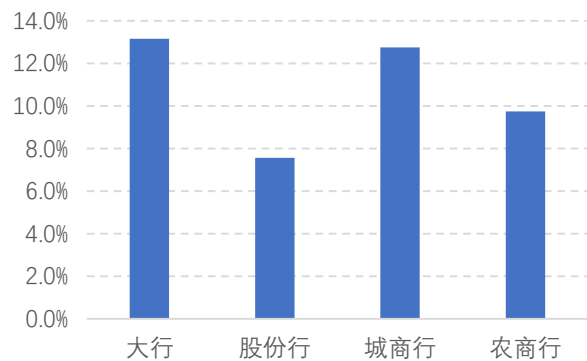
扩表快慢是当前上市银行业绩表现分化的主要解释因素。2022 年以来，各类型上市行盈利增速持续下行。其中股份行盈利增速由 2021 年 14.6% 下行至 2023 年 -3%，降幅显著。从量价指标看，①净息差下行是行业共性因素，各类型上市银行净息差下行幅度差距不大。2022-2023，国有行/股份行/城商行/（上市）农商行净息差分别下行 25/24/19/18BP。②规模扩张分化更能解释盈利表现分化的现象。近两年，国有行/股份行/城商行/农商行规模复合增速分别为 13.2%/7.6%/12.7%/9.7%，股份行增长明显较慢。通过 2022 年和 2023 年盈利驱动因素拆解，我们也可以看到股份行规模增长较慢是导致盈利增速下滑的主要因素。

图5：2022 年以来股份行盈利增速明显下行



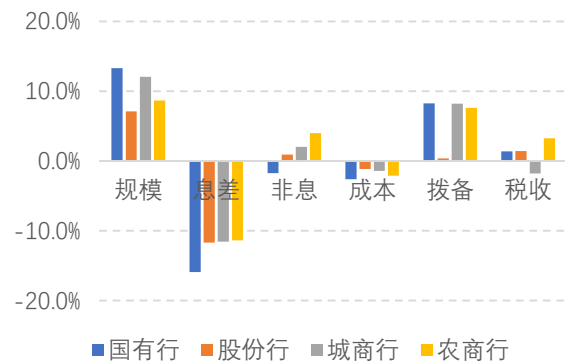
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图6：股份行近两年生息资产复合增速仅 7.6%



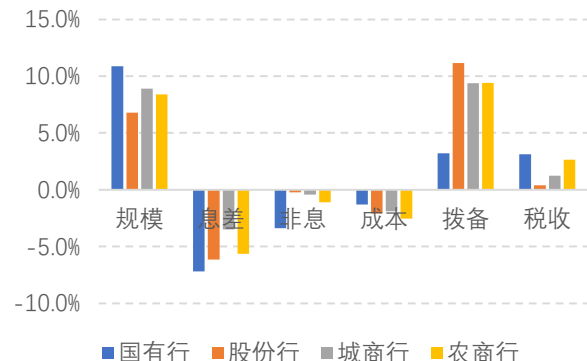
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图7：2023 年各类行盈利驱动因素拆解比较



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：2022 年各类行盈利驱动因素拆解比较



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

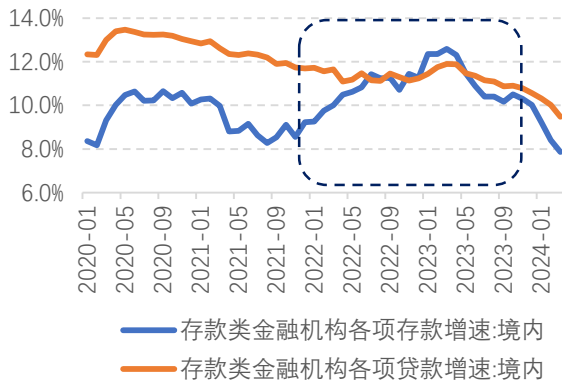
3. 我们如何看规模增长分化？

从供需角度来看，规模增长（尤其是信贷增长）主要取决于①存款增长、②资本制约、③实体融资需求。

① 2022 年以来，存款增长良好，对扩表负面影响小。根据行业数据，2022 年以来存款增长提速，尤其是 2023 年初存款增速达到 12.6%，超过贷款增速，至 2023 年底存款增速均在 10% 以上，亦好于过去（存款增速低于贷款增速）的情况。各类行存款增速显现分化，但主要与贷款增速分化进而影响存款留存有关。我们认为，行业整体存款增长良好，对扩表节奏的负面影响较小。

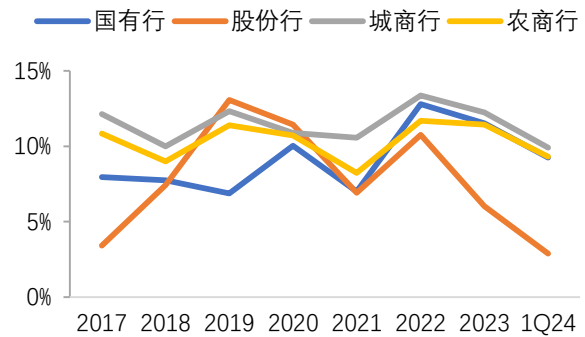
展望后续，考虑到利率自律机制加强存款自律管理，手工补息等高息揽存方式受到限制，未来存款利率将继续下降。相较之下，受益债牛，理财产品收益率显现优势，预计部分存款或流向理财。但考虑到理财投资在低波稳健诉求之下，投资存款比例不会降低。过去一年理财投资存款比例上升 9.2 个百分点至 26.7%。由此，我们认为，尽管存款利率下调，但存款增速大幅下行概率不大，对规模制约有限。

图9：2021 年以来，存款增长良好



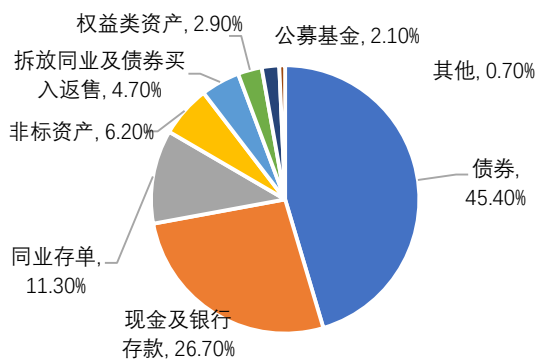
资料来源：iFinD、中国人民银行，东兴证券研究所

图10：各类行存款增速分化



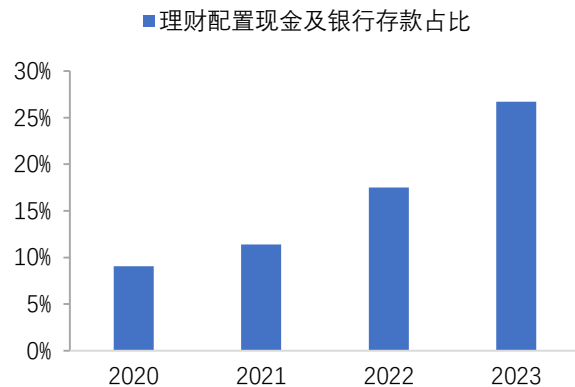
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图11：2023 年末理财投资资产占比



资料来源：银行业理财登记托管中心，东兴证券研究所

图12：近三年理财配置现金及存款的比重持续提升

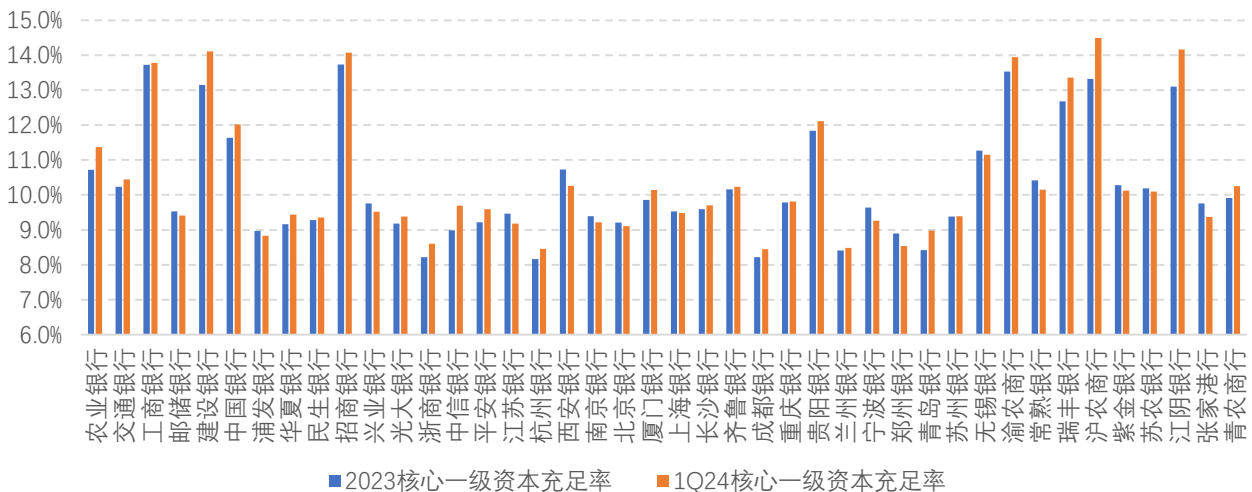


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

② **资本新规正式实施，影响有限。**从资本制约角度来看，资本新规对于上市银行资本充足影响有限，大中型银行多数仍受益于投资级公司、个人住房贷款、信用卡权重下调。1Q24末，上市银行核心一级资本充足率较上年末提升了0.29个百分点至11.42%。

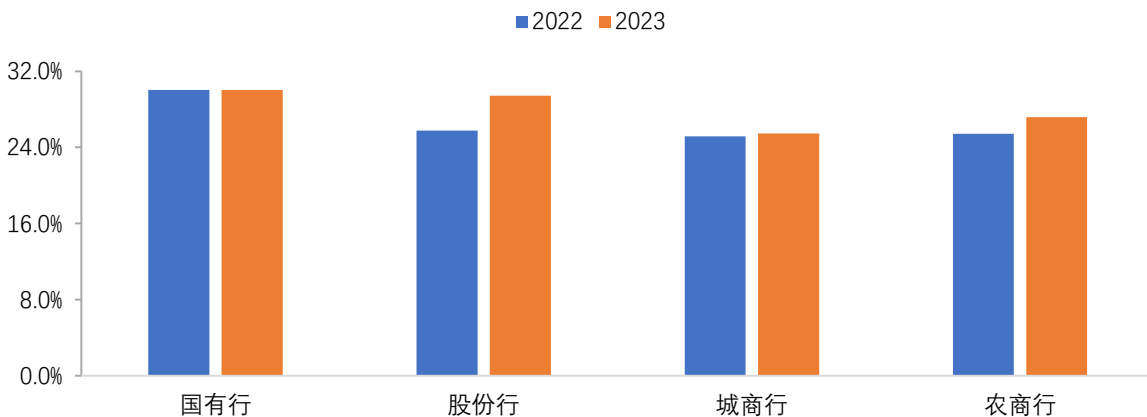
提升分红比例的银行，可能面临资本留存压力、潜在RWA增速放缓。在监管“加强现金分红，增强投资者回报”要求下，上市银行分红比例整体有所提高。42家上市银行2023年平均分红比例同比提高了0.8pct至29.3%。从各类银行来看，股份行分红比例提升最多。股份行、农商行、城商行分别提高3.7pct、1.7pct、0.3pct至29.4%、27.2%、25.5%，国有行分红比例同比持平于30%。展望后续，在维持或稳步提升分红比例的情况下，将对内生资本补充形成一定压力，RWA增速可能有所放缓。

图13：主要上市银行核心一级资本充足率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：各类银行分红比例

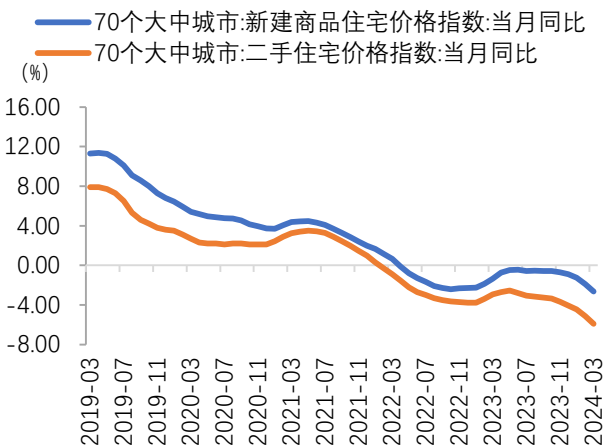


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

③ 疫情以来，房价指数持续下行，房地产销售持续低迷。在楼市不景气和收入预期较悲观的背景下，居民中长贷需求低迷。从银行扩表角度来看，新增贷款以对公为主，零售弱需求负增长特征明显。此外，房地产开发贷以及地产上下游信贷需求较弱亦对对公信贷需求有所影响。

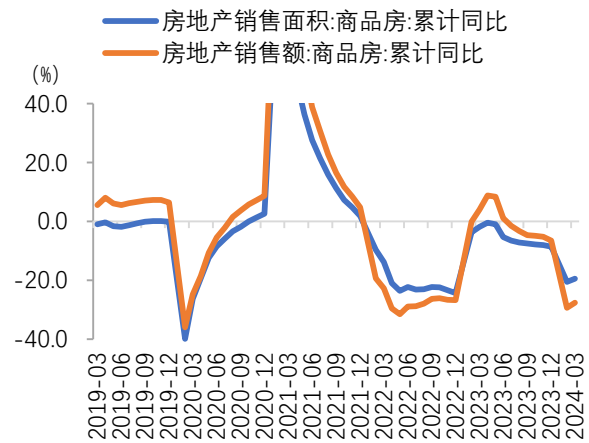
综合来看，融资需求是当前影响规模增长的主要原因。展望后续，尽管地产需求端政策持续出台，但70大中城市房价指数和成交量未明显企稳，考虑到居民购房有“买涨不买跌”情节，短期来说，居民加杠杆意愿难言改善。我们预计未来一段时间居民按揭贷款难以超过平均贷款增速。对公端来看，近期政治局会议强调要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，超长期国债发行落地可期，涉政类项目提速推进有望贡献对公信贷需求。

图15：70大中城市房价指数表现



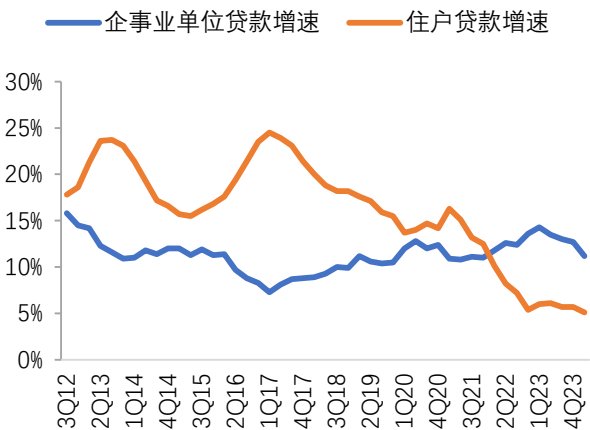
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图16：房地产销售情况



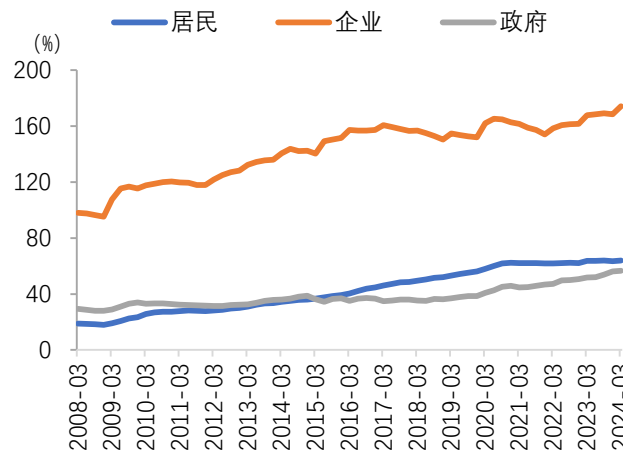
资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

图17：贷款新增表现出对公强于零售特征



资料来源：中国人民银行，东兴证券研究所

图18：居民、企业、政府部门杠杆率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 我们如何看规模选择投资标的？

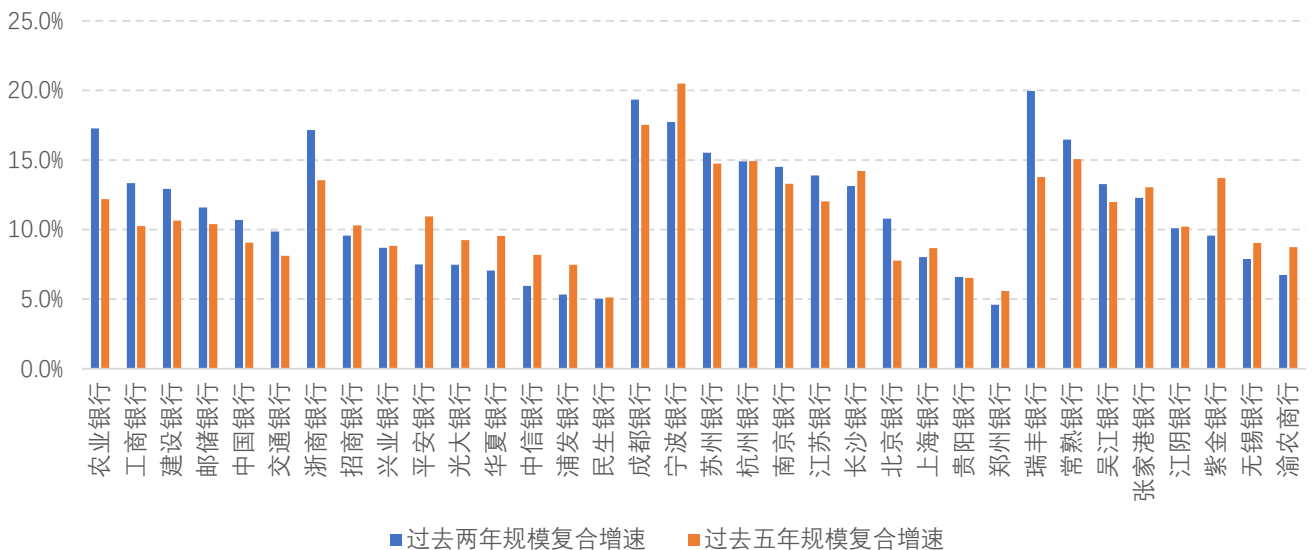
综合来看，规模扩张本身代表着银行的成长能力。在当前行业息差普遍承压的背景下，规模对盈利和资本补充的正面影响更凸显成长的可持续性。在过去两年，行业业绩表现分化，股份行盈利下滑显著。规模分化是影响业绩分化的主要因素。进一步分析规模增长的供需两端。我们发现当前影响规模增长的主要因素是需求端，受房地产市场景气度影响以及收入预期，居民部门加杠杆意愿不足。考虑到居民购房有“买涨不买跌”情节，短期来说，居民加杠杆意愿难言改善，预计未来一段时间，规模分化延续。

结合上文分析，我们从三个规模增长维度筛选银行板块个股标的：

行业选股逻辑，（1）从过去两年、过去五年生息资产规模复合增速筛选（大行中的农行，股份行中的浙商，城商行中的宁波、成都，农商行中的常熟、瑞丰）；（2）上市银行过去两年信贷投放较快的行业有制造业、批发零售、基建行业，筛选这三个行业贷款占自身总贷款比重较高的银行（大行中的工行、中行、交行，股份行中的华夏、浙商，城商行中的成都、南京、杭州，农商行中的无锡、江阴）；（3）从区域信贷增速筛选，四川、浙江、江苏信贷投放增速领先。

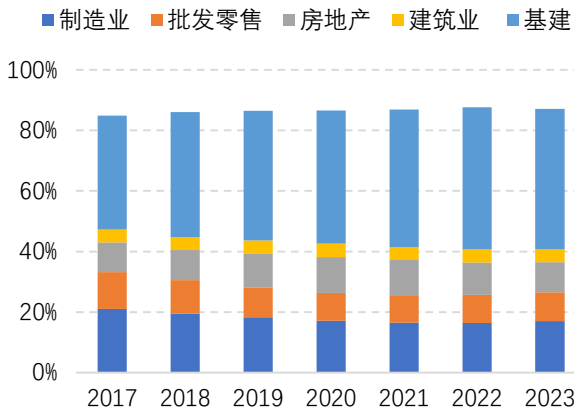
综合三个指标，我们判断以下上市行未来规模增长有望保持相对优势：国有行（农行、工行、中行、交行）、股份行（浙商）、城商行（宁波、成都、南京、杭州）、农商行（常熟、瑞丰、无锡、江阴）。

图19：主要上市银行生息资产规模复合增速



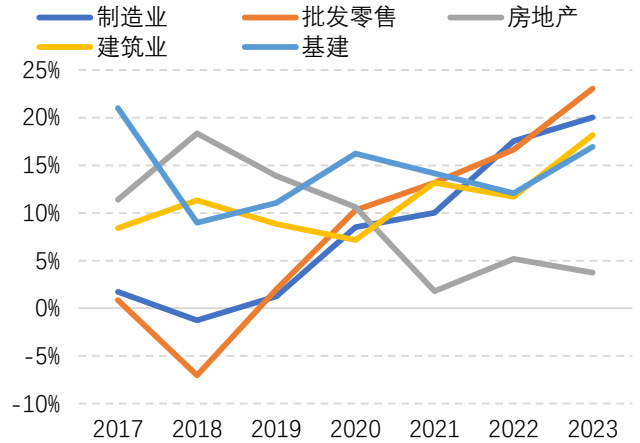
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图20：34家上市银行主要行业对公贷款占对公贷款比重



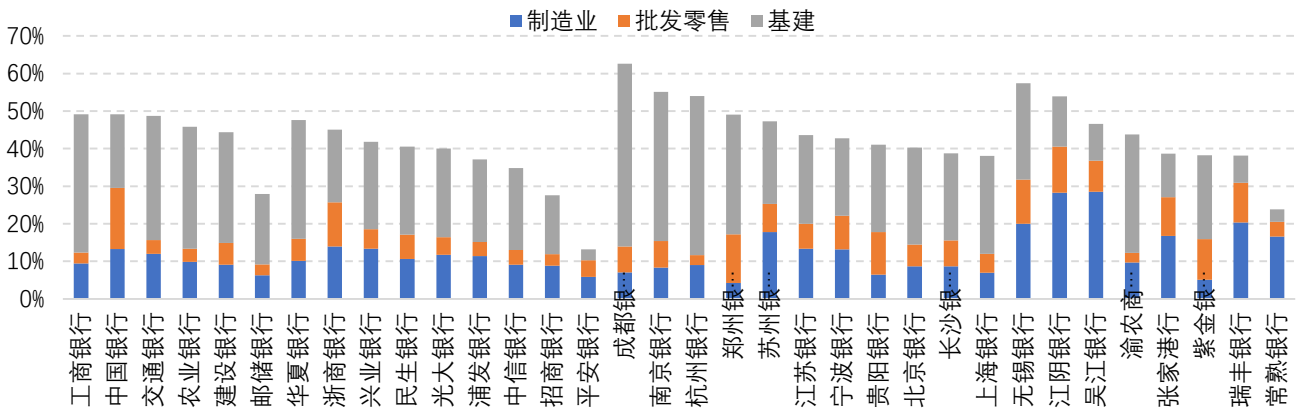
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图21：34家上市银行主要行业对公贷款增速



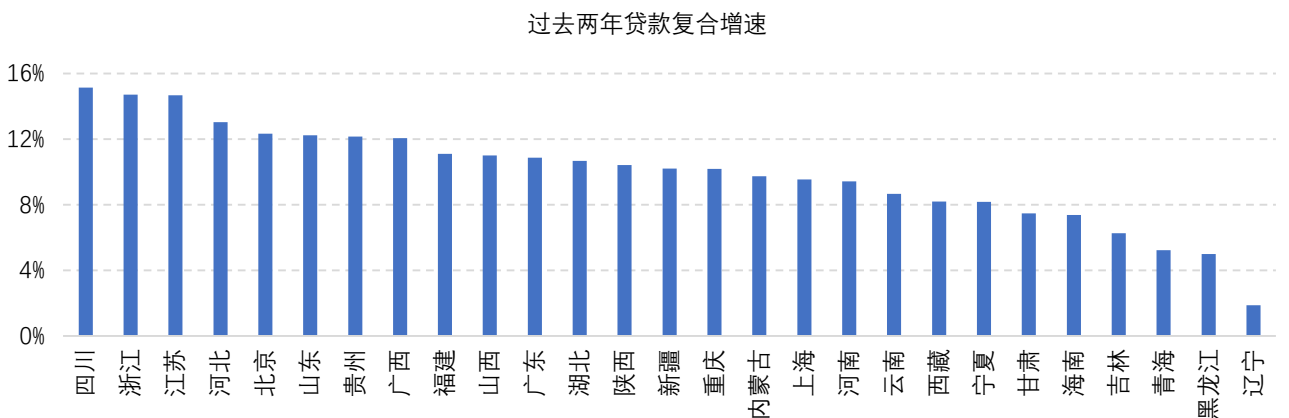
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图22：主要上市银行制造业、批发零售、基建行业对公贷款占总贷款的比重



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图23：四川、浙江、江苏省过去两年贷款增速较高



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5. 风险提示

经济复苏、实体需求恢复不及预期，政策力度不及预期，资产质量大幅恶化。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行业跟踪：优化国有金融资本定位，引导国有行信贷均衡投放	2024-04-29
行业普通报告	银行业：1Q24 基金持仓环比提升，高股息价值凸显	2024-04-24
行业普通报告	银行业跟踪：Q1 新发放利率继续下行，监管关注资金空转	2024-04-23
行业普通报告	银行业跟踪：3 月社融信贷符合预期，存款成本持续压降	2024-04-16
行业普通报告	银行业：盈利承压在预期之内，高股息价值仍突出一国有行 2023 年业绩综述	2024-04-09
行业普通报告	银行业跟踪：货币政策定调仍宽松，继续看好板块高股息配置价值	2024-04-08
行业普通报告	银行业跟踪：行业盈利增速承压的预期充分，继续看好高股息标的配置价值	2024-04-02
行业普通报告	银行业跟踪：信贷结构持续优化，降准仍有空间	2024-03-25
行业普通报告	银行业跟踪：社融信贷增长偏弱，关注后续政策加力	2024-03-18
行业普通报告	银行业：社融同比少增，信贷需求仍较弱—2 月社融金融数据点评	2024-03-18
公司普通报告	邮储银行 (601658.SH)：营收保持正增长，息差降幅小于同业—2024 年一季报点评	2024-05-08
公司普通报告	宁波银行 (002142.SZ)：存贷款增长较快，净息差环比微升—2024 年一季报点评	2024-05-06
公司普通报告	常熟银行 (601128.SH)：息差韧性较强，盈利保持行业领先—2024 年一季报点评	2024-04-30
公司普通报告	杭州银行 (600926.SH)：1Q24 盈利延续高增，高成长属性凸出—2023 年年报、2024 年一季报点评	2024-04-23
公司普通报告	平安银行 (000001.SZ)：其他非息表现亮眼，拨备反哺利润正增—2024 年一季报点评	2024-04-22
公司普通报告	宁波银行 (002142.SZ)：规模高增，盈利平稳—2023 年年报点评	2024-04-12
公司普通报告	邮储银行 (601658.SH)：营收增速环比上升，资产质量总体稳定—2023 年年报点评	2024-04-02
公司普通报告	招商银行 (600036.SH)：分红比例进一步提升，资产质量较平稳—2023 年年报点评	2024-03-28
公司普通报告	常熟银行 (601128.SH)：息差有韧性，预计营收与盈利行业领先—2023 年年报点评	2024-03-25
公司普通报告	平安银行 (000001.SZ)：分红比例超预期，主动降低信用风险偏好—2023 年年报点评	2024-03-18
公司普通报告	杭州银行 (600926)：盈利高增、行业领跑，资产质量优异-20231031	2023-11-01
公司普通报告	招商银行 (600036)：净利润增速平稳，资产质量稳健 20230828	2023-08-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526