

2024年12月3日

银行业投资策略

优于大市

短期重视确定性，看好中长期布局机会

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 银行

◆ 投资评级：优于大市（维持）

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：

我们认为此轮政策稳增长的决心不容小觑，2025 经济基本面大概率呈现稳步向好态势，政府投资将逐步带动民间投资需求恢复，银行板块也会迎来比较好的投资机会。但银行板块后周期属性明显，复盘结果表明银行板块好的投资时点至少要等到宽信用起来，甚至可能要等到民间投资起来。政策效果显现需要一个过程，尤其居民和企业信心疲软已经持续了两年，提振居民信心难度相对以往更大。因此，当前市场对经济基本面预期依然存在分歧，尤其是美国新政府关税等政策执行力度不确定的环境下，因此经济基本面向好短期难以得到验证形成市场共识。

选股策略上，短期而言，“低估值+基本面稳健”仍是择股重要方向，尤其是年底到明年初，保险类机构配置资金入场可能带来风格切换。大行当前估值仍不算高，虽然后续定增会稀释股息率但仍有一定吸引力，继续看好大行的配置价值；同时，预计部分业绩稳健且估值相对合理的区域行吸引力将有所提升，建议关注杭州银行、苏州银行等。中长期而言，伴随稳增长政策效果的逐步显现，宁波银行、招商银行、常熟银行、瑞丰银行为代表的经济敏感度高的优质成长行将迎来不错的投资机会，建议积极布局。

政策稳增长决心不容小觑，静待融资需求复苏

2024 年 9 月 24 日以来的一系列政策措施彰显了推动经济稳步向好的决心是非常大的，我们判断 2025 年财政政策会更加积极，投资和消费并重，进一步促进内需恢复。货币政策方面，总量依然保持适度宽松态势，降准降息依然可期，不过出于呵护净息差等意图，预计 2025 年 LPR 下降约 30bps；负债端存款挂牌利率预计继续大幅调降对冲 LPR 下降对净息差的冲击。整体而言，我们判断 2025 年银行业净息差收窄幅度放缓至 10bps 左右，净息差对业绩增速的拖累效果大幅下降，银行业基本面整体保持稳健。

伴随一系列稳增长政策的持续发力，我们判断 2025 经济基本面大概率呈现稳步向好态势，政府投资将逐步带动民间投资需求恢复。但政策效果显现需要一个过程，尤其居民和企业信心疲软已经持续了两年，提振居民信心难度相对以往更大。因此，当前市场对经济基本面预期存在分歧，尤其是美国新政府有关关税等政策执行力度不确定的环境下。

对于银行板块而言，后周期属性比较明显，复盘结果表明银行好的投资时点至少要等到宽信用起来，甚至可能要等到民间投资起来（参阅 2024 年 11 月 2 日报告《复盘中美降息周期中银行估值表现》）。因此，我们观点是此轮行情中银行板块也会迎来比较好的投资机会，但时间上可能需要等到民间投资需求复苏之后，才会既有超额收益又有绝对收益。但考虑到此轮稳增长政策力度较大，预计实体部门融资需求起来后，就可以积极布局。

图1：银行（申万）指数 PB 值走势和社融增速相关性



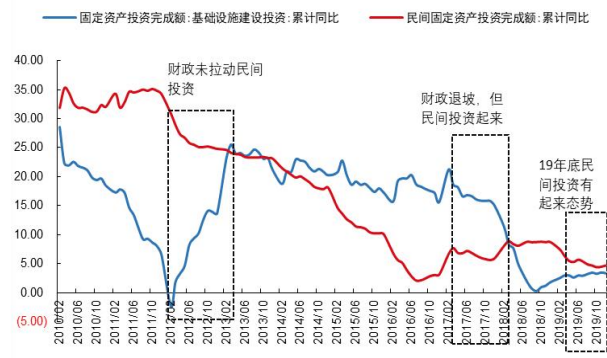
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：社融旧口径不包括政府债券、ABS 和贷款核销。社融存量旧口径以 2002 年末社融存量为基数，加上当月新增社融规模。

图2：银行（申万）指数 PB 值走势和社融增速相关性（续）



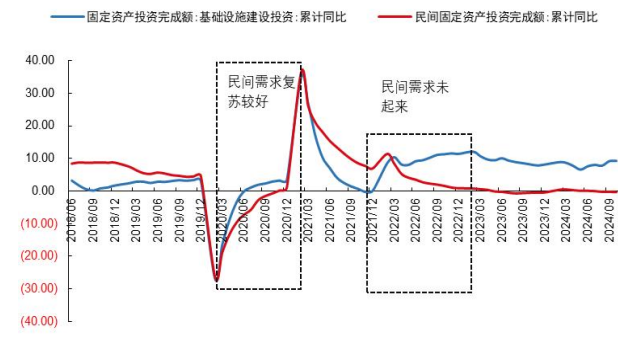
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：绿色框是社融反弹阶段，黄色框是银行 PB 估值提升，但社融并没有出现上行。

图3：基建投资和民间固定资产投资增速走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：基建投资和民间固定资产投资增速走势（续）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

选股策略：短期继续重视确定性，中长期布局机会显现

上文指出，过去几轮银行板块行情复盘结果表明，基本面预期向好带来的估值提升往往都需要等到经济复苏得到验证。因此，短期而言，“低估值+基本面稳健”仍是择股重要方向，尤其是年底到明年初，保险类机构配置资金入场可能带来风格切换。大行当前估值仍不算高，虽然后续定增会稀释股息率但仍有一定吸引力，因此大行仍具备不错的配置价值；同时，部分业绩稳健且估值相对合理的区域行吸引力有所提升，我们建议关注杭州银行、苏州银行等。中长期而言，伴随稳增长政策效果的逐步显现，宁波银行、招商银行、常熟银行、瑞丰银行等经济敏感度高的优质成长行将迎来不错的投资机会，建议积极布局。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期，贷款供需格局恶化，带来 2025 年净息差进一步收窄。
- 2、当前房地产利好政策持续加码，政策效果也在逐步显现。但房地产市场影响因素众多，如果房地产景气度进一步下行，房地产贷款不良暴露可能会给银行业基本面带来较大冲击。

相关研究报告：

- 《银行理财 2024 年 11 月月报-当“存款搬家”遇到“股债跷跷板”》 ——2024-11-12
- 《金融转型：从工业时代到科技时代》 ——2024-11-11
- 《新一轮债务置换政策点评-化债缓解银行资产质量担忧》 ——2024-11-09
- 《银行业 2024 年三季度综述-息差同比降幅收窄，资产质量边际下行》 ——2024-11-05
- 《复盘中美降息周期中银行估值表现》 ——2024-11-02

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送，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。