

超配（维持）

送寒迎春至，配置正当时

银行业 2023 年下半年投资策略

2023 年 6 月 8 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

银行（中信）指数走势



资料来源：IFind，东莞证券研究所

- **银行板块行情复盘：国有行表现最亮眼。**今年年初至6月6日，中信银行业上涨1.97%，跑赢沪深300指数3.61个百分点，在中信30个行业中排名第11。其中，国有行在“中特估”概念催化下实现涨幅19.89%，中信银行和中国银行为年初至今银行业涨幅前二个股，涨幅均超25%。
- **经济复苏节奏波折不改趋势向好。**一季度各PMI分项保持在较高景气区间，制造业、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数均强势回归荣枯线之上。5月PMI指数有所回落，但综合PMI产出指数保持在较高景气区间，大型企业PMI指数回升至50%，短期波动不改经济整体转好的大方向。信贷投放方面，一季度贷款投放保持较快增长，企业贷款需求指数显著回升，预计2023年稳增长基调不改，基建、制造业仍是重要抓手，相应领域的贷款投放将维持较快增长。
- **Q1业绩低点确认，把握四大积极变化。**2023Q1，在贷款重定价压力下，归母净利润增速降至近两年低位。但同时应把握四大积极变化：（1）2023Q1其他非息收入触底反弹带动营收正增长，非息收入修复进行时。（2）2023Q1贷款投放开门红。（3）行业净息差降幅有望逐季放缓。（4）资产质量稳中更优。
- **“中特估”价值重塑进行时。**估值低、股息率高、基本面预期转好与政策持续推进将支撑“中特估”行情持续演绎，银行板块配置正当时。
- **维持对行业的“超配”评级。**银行股投资建议关注三条主线：一是建议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.SZ）、江苏银行（600919.SH）、成都银行（601838.SH）、杭州银行（600926.SH）、常熟银行（601128.SH）。二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.SH）和平安银行（000001.SZ）。三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.SH）、中国银行（601988.SH）邮储银行（601658.SH）和中信银行（601998.SH）。
- **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。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，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. 银行板块行情复盘：国有行表现最亮眼	3
2. 经济复苏节奏波折不改趋势向好	4
2.1 国内经济数据开门红后小幅波动	4
2.2 制造业、基建贷款有望维持高景气	8
3. Q1 业绩低点确认，把握四大积极变化	10
3.1 Q1 业绩筑底	10
3.2 非息收入修复进行时	12
3.3 2023Q1 贷款投放开门红	13
3.4 行业净息差降幅有望逐季放缓	14
3.5 资产质量稳中更优	16
4. “中特估”价值重塑进行时	18
5. 投资建议	20
6. 风险提示	20

插图目录

图 1：2022 年至今银行板块复盘（%）（截至 2023/6/6）	3
图 2：2023 年年初至今中信一级行业涨幅（%）（截至 2023/6/6）	3
图 3：今年银行业涨幅前十个股（截至 2023/6/6）（%）	4
图 4：今年银行业跌幅前十个股（截至 2023/6/6）（%）	4
图 5：中信银行板块与及其子板块估值情况（截至 2023/6/6）	4
图 6：国内 GDP 同比增速（%）	5
图 7：国内 PMI 指数（%）	6
图 8：制造业 PMI 分项指数（%）	6
图 9：大、中、小企业 PMI 指数（%）	6
图 10：社会融资规模存量及同比（万亿元，%）	7
图 11：社会融资规模增量及同比（亿元，%）	7
图 12：新增人民币贷款结构（亿元）	7
图 13：企业贷款需求指数（%）	7
图 14：基础设施与制造业投资累计同比（%）	8
图 15：基础设施中长期贷款与同比增速（万亿元，%）	8
图 16：制造业中长期贷款余额同比增速（%）	8

表格目录

表 1：支持基建、制造业的相关表述	9
表 2：盈利要素同比增长情况（单位：%）	11
表 3：国有行股息率（截至 2023/6/6）	19
表 4：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2023/6/6）	20

1. 银行板块行情复盘：国有行表现最亮眼

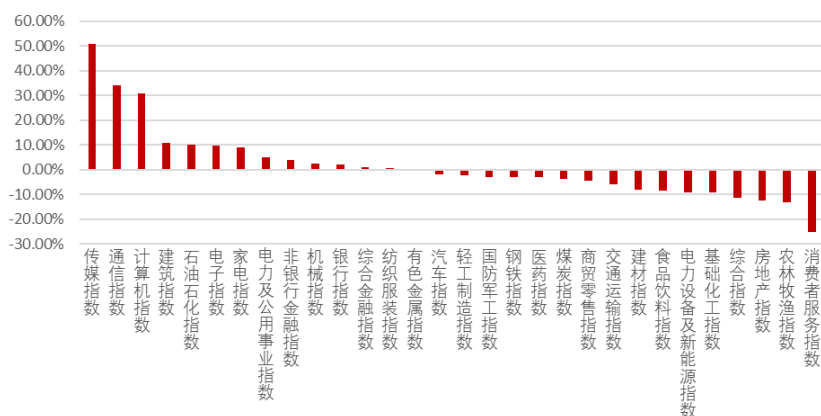
今年国有行在“中特估”催化下表现亮眼。2022 年，房地产风险与疫情冲击深刻地影响银行板块的走势，11 月“稳地产十六条”出台，“三支箭”齐发叠加防疫政策优化，前期受疫情与地产压制更为明显的招商银行和平安银行等股份行股价迎来一波反弹。今年年初至 6 月 6 日，中信银行业上涨 1.97%，跑赢沪深 300 指数 3.61 个百分点，在中信 30 个行业中排名第 11。其中，国有行在“中特估”概念催化下实现涨幅 19.89%，中信银行和中国银行为年初至今银行业涨幅前二个股，涨幅均超 25%，与地产链修复紧密相关的招商银行与平安银行调整幅度均超 10%。

图 1：2022 年至今银行板块复盘（%）（截至 2023/6/6）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 2：2023 年年初至今中信一级行业涨幅（%）（截至 2023/6/6）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 3：今年银行业涨幅前十个股（截至 2023/6/6）（%）

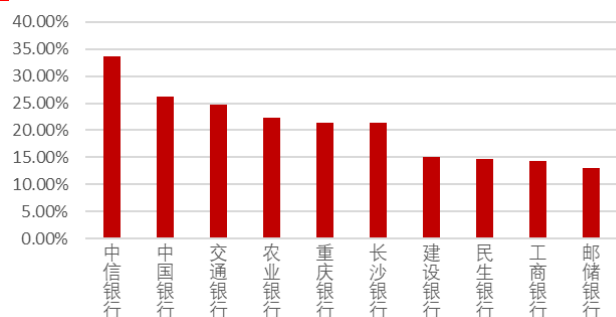
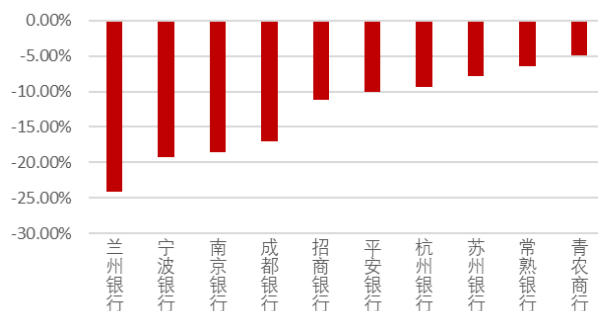


图 4：今年银行业跌幅前十个股（截至 2023/6/6）（%）

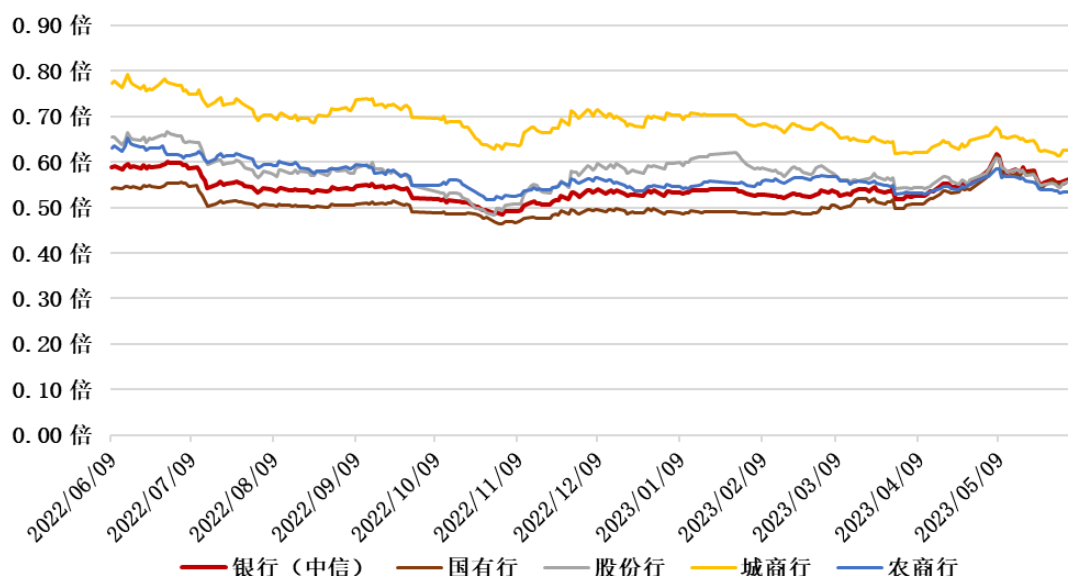


资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

银行板块估值仍处于低位。截至 6 月 6 日,中信银行板块 PB 为 0.56, 其中国有行、股份行、城商行和农商行 PB 分别为 0.56、0.55、0.62 和 0.53, 城商行 PB 回调明显, 国有行 PB 在中特估的催化下小幅修复。从个股来看, 仅有宁波银行的 PB 大于 1, 其 PB 为 1.02。

图 5：中信银行板块及其子板块估值情况（截至 2023/6/6）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

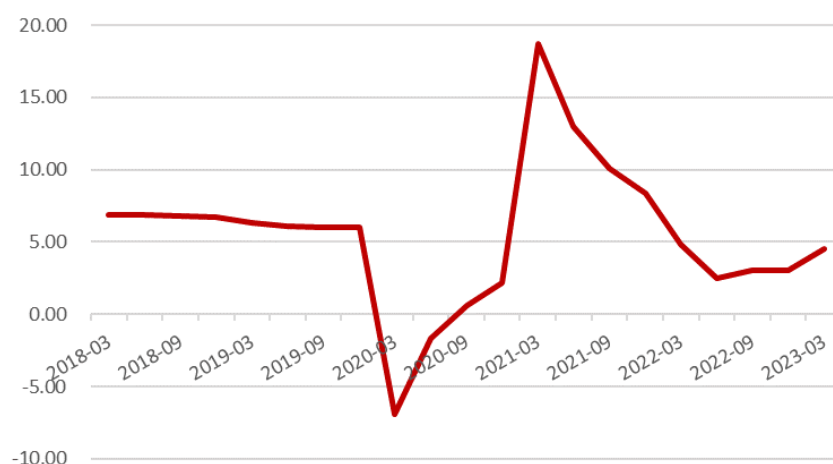
2. 经济复苏节奏波折不改趋势向好

2.1 国内经济数据开门红后小幅波动

今年二季度 GDP 增速有望明显回升。今年以来, 面对严峻复杂的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务, 我国宏观政策坚持稳字当头、稳中求进, 靠前协同发力, 经济运行实现良好开局, 一季度国内生产总值 (GDP) 同比增长 4.5%。在“稳字当头、稳中求进”的政策指引下, 社会运行正在加速恢复常态, 我国经济发展动力增

强，预计 2023 年我国经济持续向好的态势不变，去年二季度受疫情冲击 GDP 同比降至 0.4%，低基数作用下今年二季度 GDP 增速可能明显回升。

图 6：国内 GDP 同比增速（%）

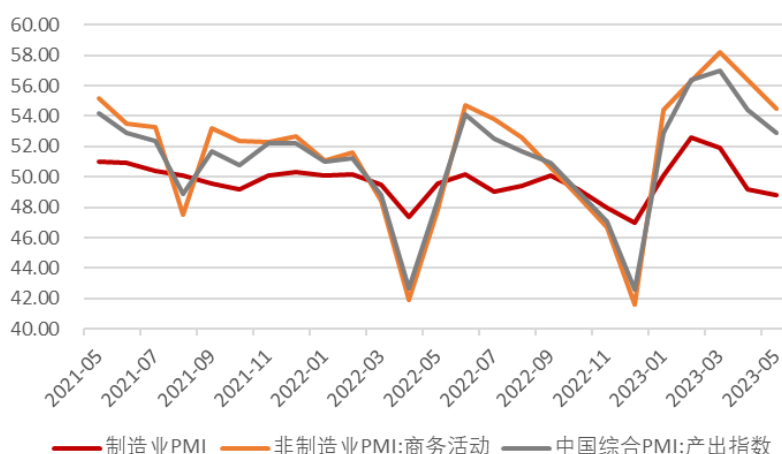


资料来源：iFind，东莞证券研究所

一季度各 PMI 分项保持在较高景气区间。今年一季度，制造业、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数均强势回归荣枯线之上。从供给端来看，一季度末 PMI 生产指数为 54.60%，在制造业 PMI 各分项中排名第一，显示复工复产加速，制造业生产加快；从需求端来看，一季度末新订单指数为 53.60%，进口指数为 50.90%，内需呈现改善的趋势；分企业看，一季度末大中小型企业 PMI 均落于扩张区间，在前期税费减免、融资支持等纾困解难政策呵护下，各类企业信心恢复、活力提升。

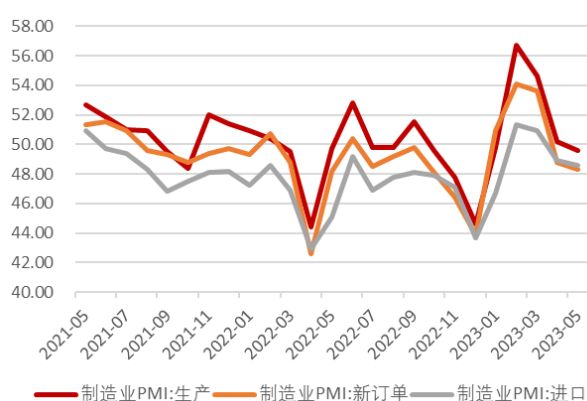
5 月 PMI 指数有所回落，服务业继续修复。5 月，受市场需求不足和一季度制造业景气度快速回升的高基数影响，PMI 指数有所回落，但综合 PMI 产出指数保持在较高景气区间，显示我国企业生产经营总体延续恢复发展态势，同时大型企业 PMI 指数回升至 50%，短期波动不改经济整体转好的大方向。在疫情过后的第一个“五一”小长假的刺激下，居民旅游出行、线下消费等领域需求旺盛，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于 55.0%以上较高景气区间，服务业继续修复。

图 7：国内 PMI 指数（%）



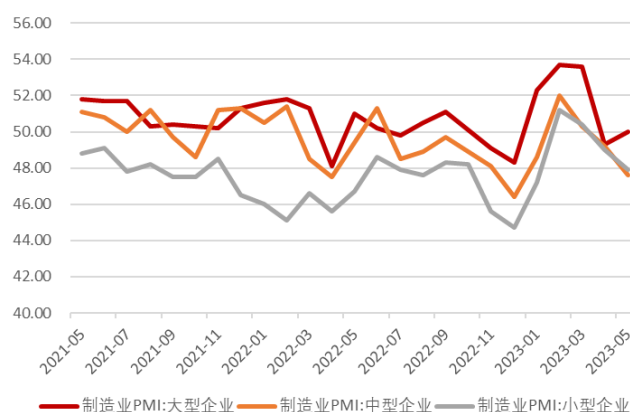
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 8：制造业 PMI 分项指数（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

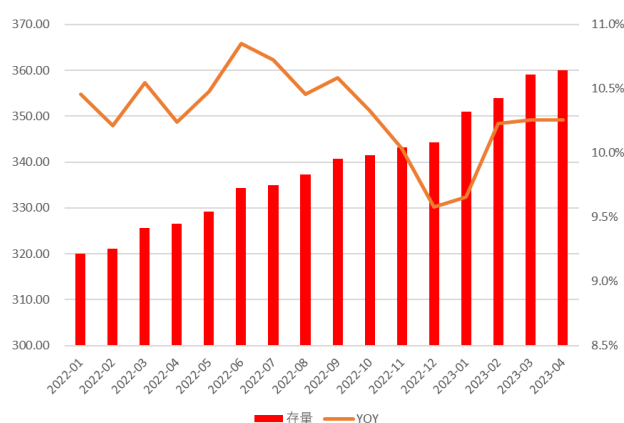
图 9：大、中、小企业 PMI 指数（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

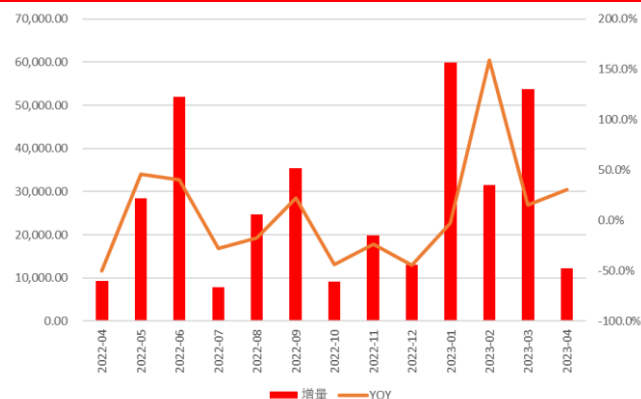
一季度贷款保持较快增长，企业贷款需求指数显著回升。受前期稳经济政策持续发挥作用、地方政府积极发展经济、贷款利率较低等多种因素推动，一季度贷款开门红。一季度社会融资规模增量累计为 14.5 万亿元，比上年同期多 2.5 万亿元。一方面，人民币贷款快速增长，一季度对实体经济发放的人民币贷款增加 10.7 万亿元，同比多增 2.4 万亿元。另一方面，信贷结构持续优化，3 月末，小中大型企业贷款需求指数较上年末显著回升，企业单位中长期贷款比年初增加 6.7 万亿元，在全部企业贷款中占比为 74.3%。一季度金融数据开门红后，4 月信贷投放节奏放缓，企业贷款延续多增，M2-M1 收窄 0.50pct 至 7.10%，企业经营活力有所提升。

图 10：社会融资规模存量及同比（万亿元，%）



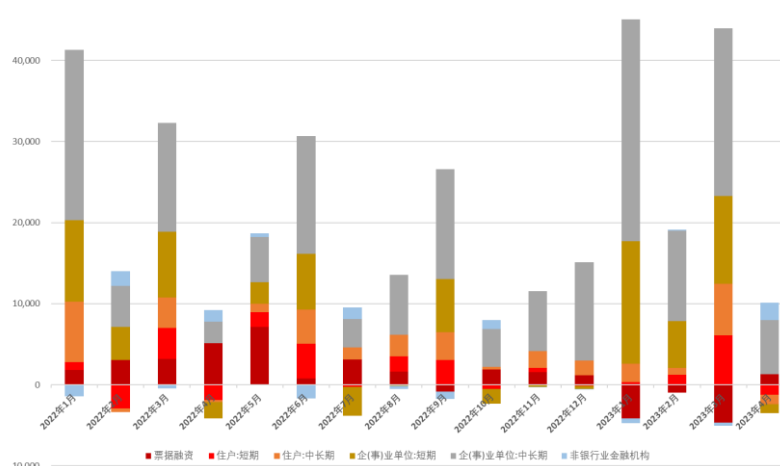
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 11：社会融资规模增量及同比（亿元，%）



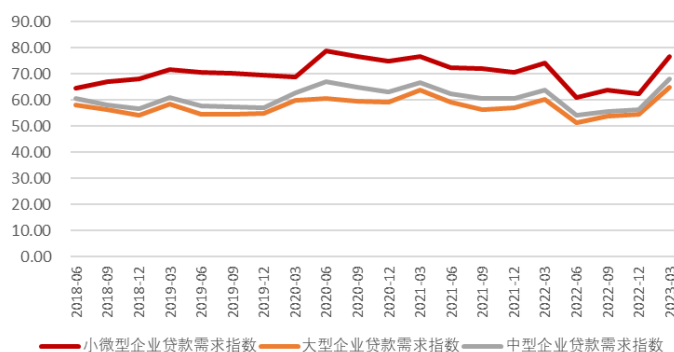
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 12：新增人民币贷款结构（亿元）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 13：企业贷款需求指数（%）

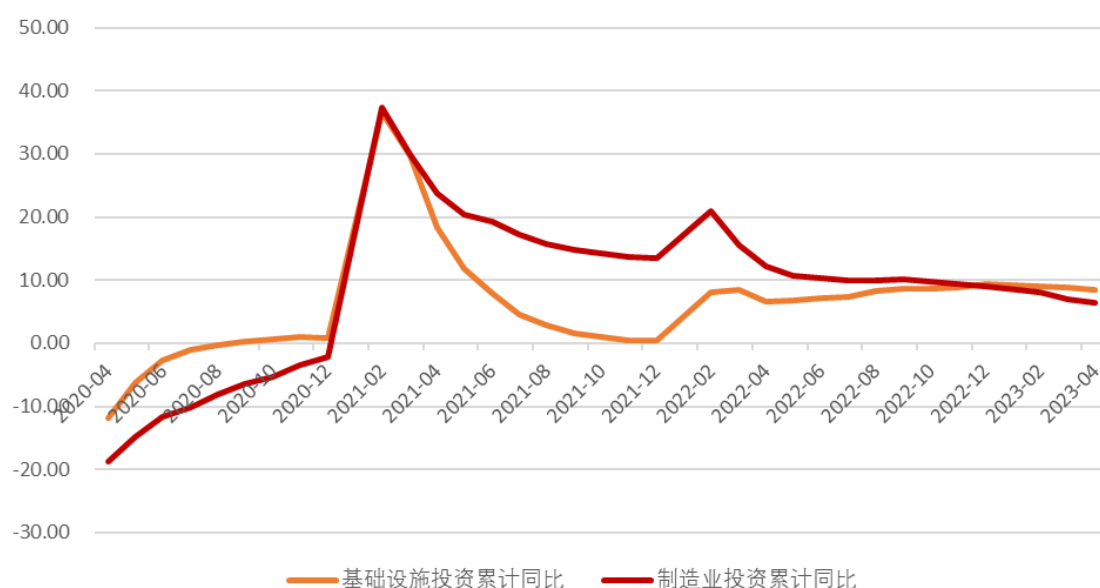


资料来源：iFinD，东莞证券研究所

2.2 制造业、基建贷款有望维持高景气

2023 年稳增长基调不改，基建、制造业仍是重要抓手，相应领域的贷款投放将维持较快增长。2023 年政府工作报告再次定调，要坚持稳字当头、稳中求进，着力扩大国内需求，监管部门聚焦基建与制造业等重点领域积极部署支持措施，基础设施、制造业投资稳健增长，相应领域信贷投放积极，3 月末，制造业中长期贷款余额同比增长 41.20%，比全部贷款增速高 29.40 个百分点；基础设施领域中长期贷款余额同比增长 15.20%，比全部贷款增速高 3.40 个百分点，二者共同支撑企业信贷总量改善。

图 14：基础设施与制造业投资累计同比（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 15：基础设施中长期贷款与同比增速（万亿元，%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图 16：制造业中长期贷款余额同比增速（%）



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

基建将继续充当稳定经济增长的压舱石的重要角色。稳增长基调下，政府将进一步

步加力支持新型基础设施建设。2022 年分两期投放政策性开发性金融工具 7400 亿元、调增信贷支持额度支持基础设施建设将会在今年加速落地，同时，来自全国 31 省的预算报告显示，财政部已提前下达 2023 年新增地方政府专项债务限额 21900 亿元，创历史新高，较上年提前批大幅增长 50%，2023 年基建领域的信贷需求扩张趋势明确，政策性银行和国有大型银行将继续发挥基建信贷投放的“头雁”作用。

信贷资源将继续向制造业领域倾斜。我国第一季度货币政策执行报告强调，要继续做好制造业金融服务。在我国高质量发展目标下，制造业迎来锻长板补短板新机遇，高端化、智能化、绿色化转型升级动力足，高技术制造业和装备制造业占规模以上工业增加值比重分别从 2012 年的 9.4%、28.0%提高到 2022 年的 15.5%和 31.8%。高端制造业是我国高质量发展的重点领域，预计今年将会有更多金融“活水”不断向制造业设备更新、技术改造等方面倾斜，银行机构将持续扩大制造业信用贷款规模，为制造业高质量发展提供有力的金融支撑。

表 1：支持基建、制造业的相关表述

	发布时间	发布主体	要点
基建	2022/12/21	中央经济工作会议	加快实施“十四五”重大工程，加强交通、能源、水利、农业、信息等基础设施建设，加强区域间基础设施联通；支持城市群和都市圈建设现代化基础设施体系，实施城市更新行动、乡村建设行动。
	2023/1/5	国务院国资委	加大对 5G、人工智能、数据中心、卫星互联网、工业互联网平台、物联网平台等新型基础设施建设的投入。
	2023/2/9	国务院国资委	既要突出扩大有效投资，又要优化投资布局，聚焦国家重大项目、基础设施建设、产业链强链补链等重点领域发力。
	2023/3/5	国务院	创新投融资体制机制，预算内投资引导和撬动社会投资成倍增加，增加地方政府专项债券额度，重点支持交通、水利、能源、信息等基础设施和民生工程建设，鼓励社会资本参与建设运营，调动民间投资积极性。
制造业	2022/12/21	中央经济工作会议	围绕制造业重点产业链，找准关键核心技术和零部件薄弱环节，集中优质资源合力攻关，保证产业体系自主可控和安全可靠，确保国民经济循环畅通。
	2023/3/2	发改委	制造业是立国之本、强国之基，要充分认识扩大制造业中长期贷款对当前推动经济整体好转和长期实现高质量发展的重要意义。会议要求，各方面要察实情、出实招，努力开创 2023 年扩大制造业中长期贷款工作新局面。

	2023/3/5	国务院	强化科技创新对产业发展的支撑。持续开展产业强链补链行动，围绕制造业重点产业链，集中优质资源合力推进关键核心技术攻关，充分激发创新活力。
	2023/3/5	财政部	产业基础再造和制造业高质量发展专项资金安排 133 亿元、增加 44 亿元。落实税收、政府采购、首台（套）保险补偿等支持政策，促进传统产业改造升级和新一代信息技术、高端装备、新材料等战略性新兴产业发展。
	2023/5/15	央行	发挥好制造业和科技创新贷款情况通报机制作用，加强督促指导，推动金融资源向制造业和科技创新领域倾斜。

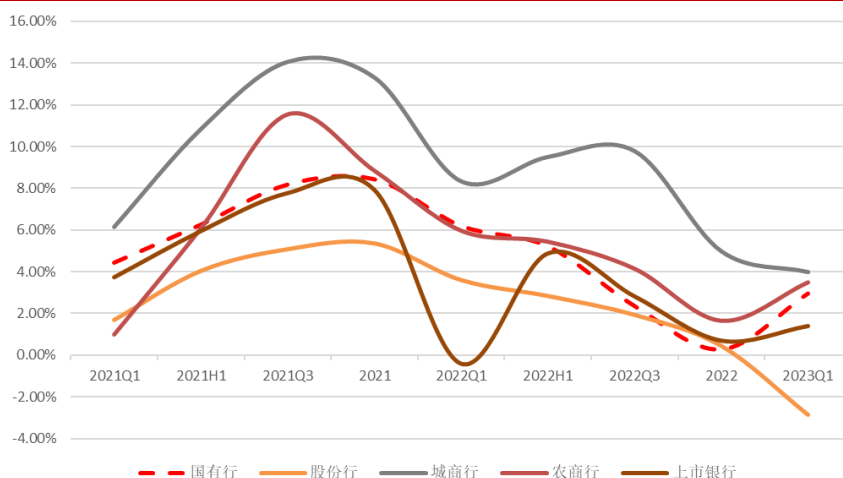
资料来源：根据公开资料整理，东莞证券研究所

3. Q1 业绩低点确认，把握四大积极变化

3.1 Q1 业绩筑底

2023Q1 营收增速微升，国有行增长提速最显著。2022 年，42 家上市银行实现营业收入 5.85 万亿元，同比增速为 0.71%，城商行板块增速领跑同业。2023Q1 上市银行营收增速较 2022 年提速 0.70pct 至 1.41%，原因主要有两方面，一是其他非息收入大幅增长，二是 2023 年 1 月 1 日正式实施新保险合同准则，在保险服务收入确认、保险合同负债计量等方面作了较大修改，五大行追溯调整了自 2022 年 1 月 1 日起比较期间数据，营收基数下降。国有行/股份行/城商行/农商行营收 2023Q1 同比增速分别为 2.97%/-2.88%/3.99%/3.48%，增速较 2022 年 +2.68pcts/-3.31pct/-1.00pct/+1.84pcts，国有行提速最为显著。

图 1 上市银行营收同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

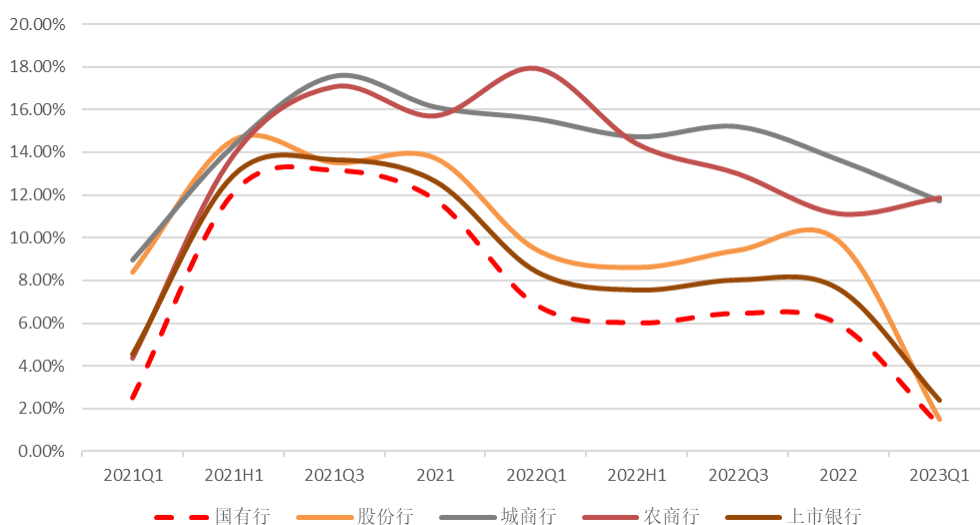
表 2：盈利要素同比增长情况（单位：%）

	22Q1	2022H1	2022Q3	2022	2023Q1
利息净收入	5.17%	4.54%	4.19%	3.00%	-1.85%
手续费及佣金净收入	3.54%	0.66%	-0.70%	-2.88%	-4.24%
其他非息收入	11.42%	12.31%	-0.69%	-8.64%	44.77%
营业收入	5.65%	4.88%	2.83%	0.71%	1.41%
业务及管理费	7.14%	8.37%	7.79%	4.69%	4.56%
减值损失	-3.15%	-1.67%	-5.83%	-11.32%	-6.00%
所得税费用	-1.87%	-5.33%	-6.14%	-7.78%	-3.71%
归母净利润	8.71%	7.54%	8.02%	7.59%	2.37%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

2023Q1 归母净利润增速降至近两年低位。2022 年，42 家上市银行实现归母净利润 2.06 万亿元，同比增速为 7.59%。2023Q1，在贷款重定价压力下，上市银行归母净利润增速下滑 5.23pcts 至 2.37%，处于近两年低位。国有行/股份行/城商行/农商行营收 2023Q1 同比增速分别-4.73pct/-8.34pct/-1.93pct/+0.74pct 至 1.24%/-1.48%/11.73%/11.85%，股份行盈利增长乏力，增速下滑幅度最大，城农商行仍能保持 10%以上的增速。

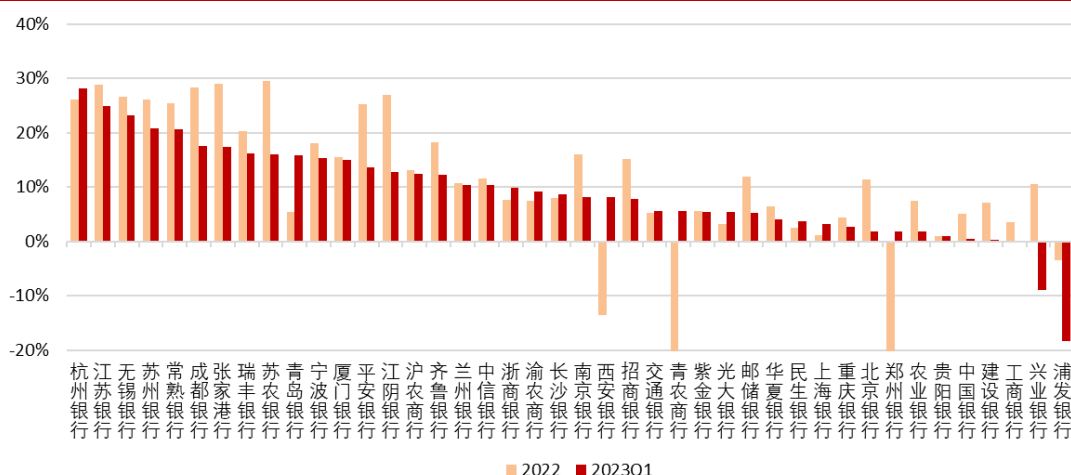
图 2 上市银行归母净利润同比增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

江浙区域性优质中小银行继续领跑。从个股来看，在贷款重定价压力集中的一季度，仍有 5 家银行实现 20%以上的净利润增长，依次是杭州、江苏、无锡、苏州和常熟银行，其增速分别为 28.11%、24.83%、23.18%、20.84%和 20.60%，均位于具有区位优势、经济强韧的区位优势、贷款需求高景气、资产质量优异、信用成本低均是净利润增长的重要动力。

图 3 上市银行归母净利润同比增速排名（单位：%）



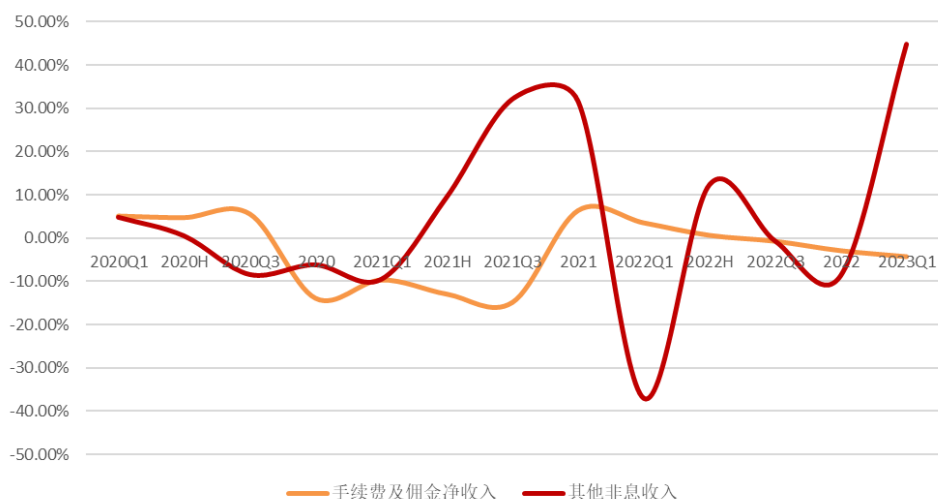
数据来源：iFind，东莞证券研究所

3.2 非息收入修复进行时

2023Q1 其他非息收入触底反弹带动营收正增长。中间业务收入方面，2022 年和 2023Q1 中间业务收入分别同比-2.88%和-4.24%，主因是客户风险偏好降低，投资意愿偏弱导致财富管理业务承压，手续费及佣金收入有所下降。2023Q1 上市银行手续费及佣金净收入同比降幅较 2022Q4 收窄 6.34bps 至-4.24%，部分上市银行的中间业务呈现逐步企稳的趋势。27/42 家银行 23Q1 中间业务收入占比较 2022 年末提升，12/42 家上市银行中间业务收入同比增速转负为正。展望 2023 年下半年，随着居民对市场信心的恢复，预计财富管理、代销理财、代理基金等业务收入将有效提振业绩表现。

债市估值修复带动其他非息收入高增。2022 年下半年债市波动下公允价值变动损益承压，2022 年其他非息收入同比下滑，2023Q1 债市估值修复，上市银行其他非息收入同比增速反弹至 44.77%，拉动营收正增长。低基数效应下，随着后续债市企稳预计 2023 年全年投资收益与公允价值变动收益表现较优。

图 4 上市银行非息收入同比增速（单位：%）

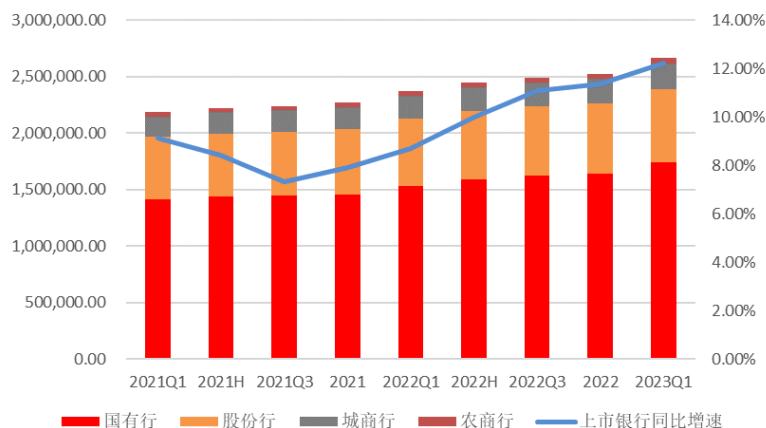


数据来源：iFind，东莞证券研究所

3.3 2023Q1 贷款投放开门红

国有行、城商行资产扩张更积极。2022 年和 2023Q1 上市银行总资产规模分别同比+11.36%、12.24%，其中国有行总资产增速分别为 12.82%和 13.88%，城商行分别为 12.77%和 12.46%，拉动上市银行整体资产规模增长提速。

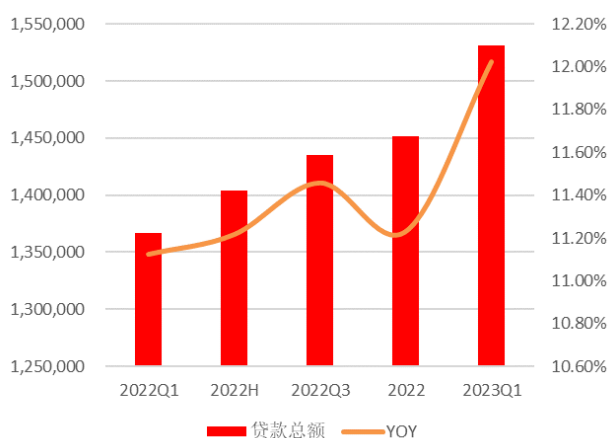
图 5 上市银行总资产增长情况（单位：亿元，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

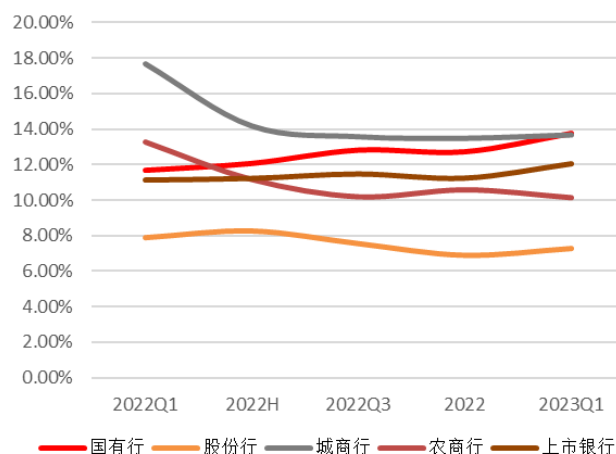
2023Q1 贷款投放开门红。2022 年上市银行贷款总额同比增长 11.23%，今年一季度，在疫情冲击逐渐消退与宽信用政策刺激下，经济实体融资需求逐渐回暖，社融数据表现亮眼，上市银行贷款投放实现开门红，贷款总额增速提升至 12.02%。国有行、股份行、城商行和农商行分别同比增长 13.73%、7.26%、13.69%和 10.16%，国有行继续在信贷投放中发挥头雁作用，股份行贷款增长乏力，或与零售端贷款恢复缓慢有关。从个股来看，得益于区域经济优势，成都银行和瑞丰银行贷款需求旺盛，2023Q1 贷款总额同比增速领跑行业，分别为 29.57%和 21.76%。

图 6 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）



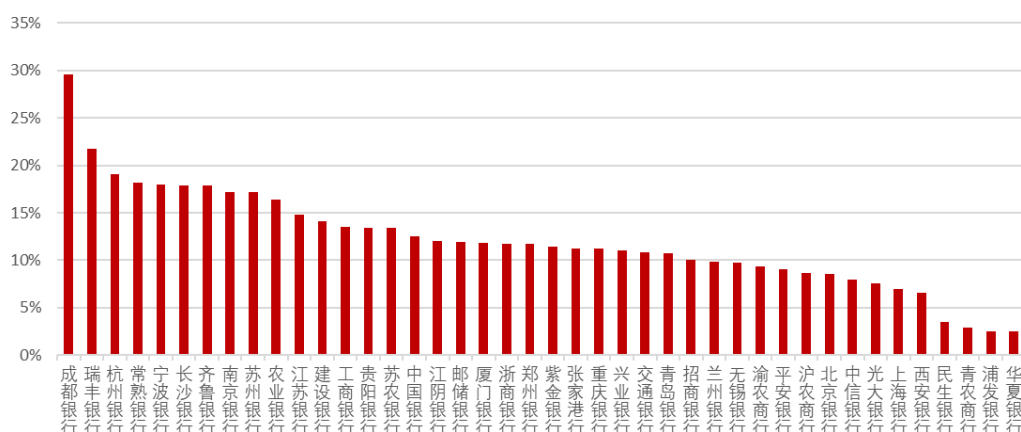
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 7 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

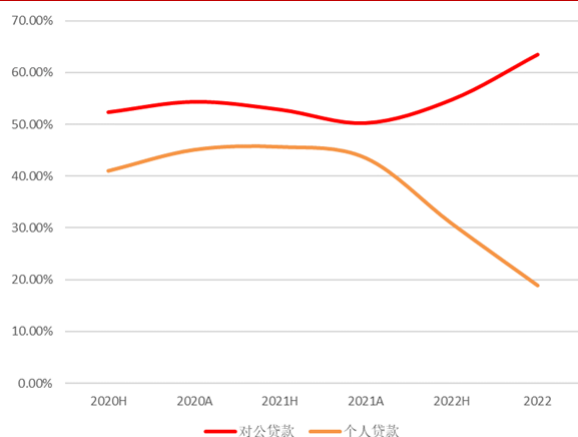
图 8 2023Q1 上市银行贷款同比增速排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

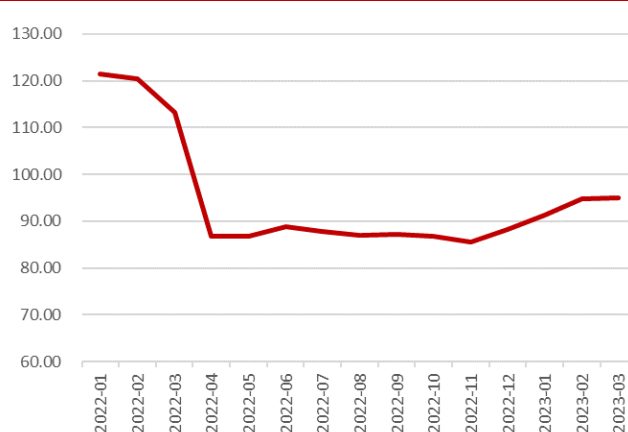
目前信贷增长主要依靠对公端，零售端贷款复苏可期。2022 年上市银行同比新增贷款中，公司、个人贷款增量占比分别为 63.48%和 18.87%，信贷增长主要依靠对公端。商务部把今年定位为“消费提振年”，目前疫情对居民消费活动的冲击逐步减弱，随着复产复工进程加快与消费场景的逐步恢复，消费者信心指数稳步提升，消费回暖趋势更加明确。5 月铁路、航空等交通运输行业保持高景气，与居民消费出行相关行业指数继续修复，对于银行业来说，随着居民收入增长有所恢复，消费场景改善，消费倾向回升，零售贷款需求将进一步释放，应把握消费类信贷触底回升的机遇。

图 9 上市银行贷款同比增量分项占比（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 10 消费者信心指数（单位：%）



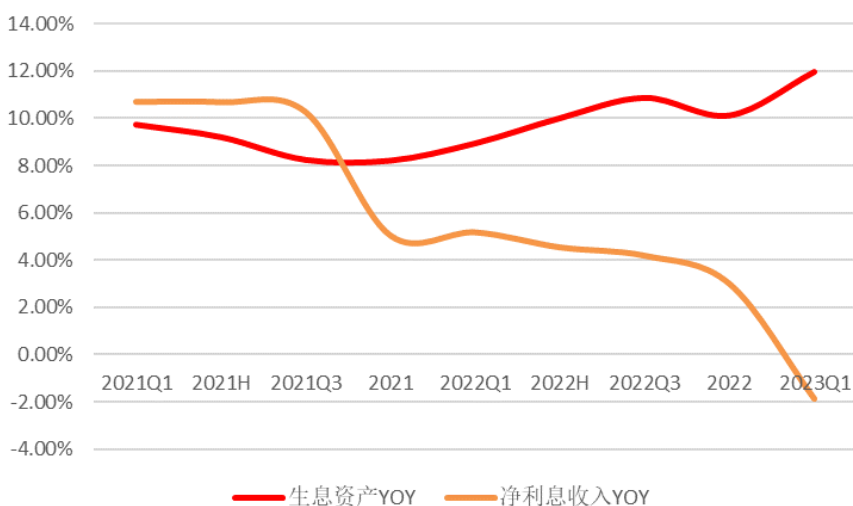
资料来源：iFind，东莞证券研究所

3.4 行业净息差降幅有望逐季放缓

净息差收窄拖累净利息收入增长。2022 年，上市银行净息差 1.95%，较 2021 年下降 0.12pct，生息资产收益率和计息负债成本率分别为 3.78%和 1.96%，分别较 2021 年-0.07pct 和+0.05pct。2023Q1 受贷款利率重定价的影响，上市银

行净息差继续下滑至 1.75%，40 家上市银行净息差较 2022 年收窄，在生息资产同比增长 11.97% 的情况下，上市银行净利息收入同比下滑 1.85%。

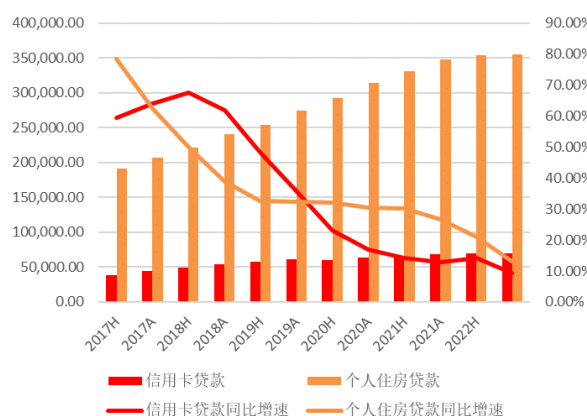
图 11 上市银行生息资产与净利息收入增速对比（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

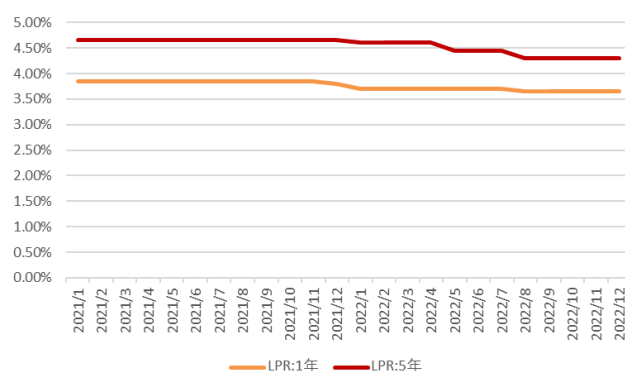
资产端与负债端均承压。资产端，定价方面，一是融资需求不足、LPR 多次下调、个人住房贷款利率大幅下滑等因素导致各类新发放人民币贷款定价均有所下降，二是市场利率在较长时间内低位运行，投资收益率有所下降；结构方面，受居民消费意愿疲弱影响，收益率相对较高的信用卡贷款和个人住房贷款增长放缓。负债端，企业资金活化不足、企业结算等对公活期存款增长受限、存款延续定期化等因素推高计息负债成本率。

图 12 上市银行个人住房、消费贷款同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 13 LPR 走势（单位：%）

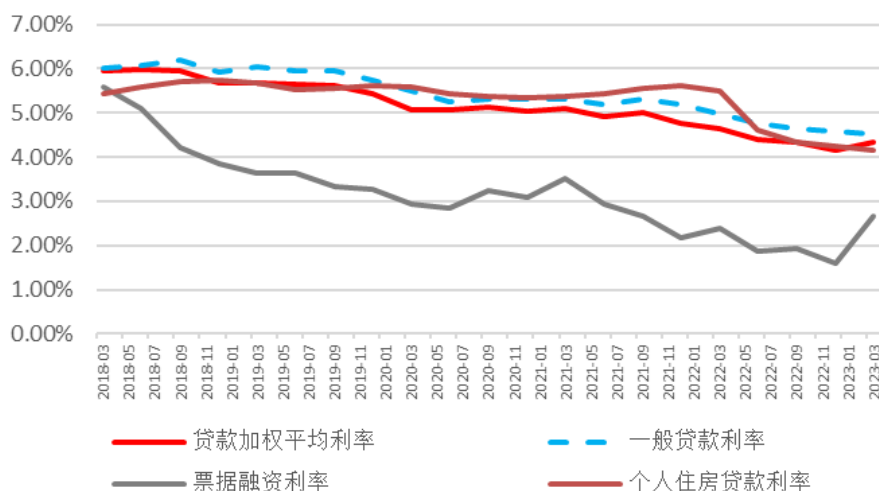


资料来源：iFind，东莞证券研究所

一季度后行业净息差降幅有望边际放缓。当前经济持续恢复，稳增长政策效果显现，市场信心和国内需求逐步回升，支撑净息差平稳运行的积极因素增多，资产端来看，随着国内宏观经济复苏，预计 LPR 继续下行空间有限，贷款利率下降幅度逐步收

窄，2023 年一季度末贷款加权平均利率环比回升 20bps、企业贷款利率下滑幅度逐季收窄均释放了资产端收益率有望在 2023 年二季度企稳的积极信号。负债端来看，各银行积极贯彻存款利率定价机制改革，适时下调存款利率，缓解负债成本压力，同时协定存款和通知存款利率上限下调也将更好发挥存款作为稳固经营“压舱石”的作用。一季度贷款利率重定价后，净息差下滑幅度最大的阶段已经过去，行业净息差降幅有望边际放缓。

图 14 贷款利率变化（单位：%）

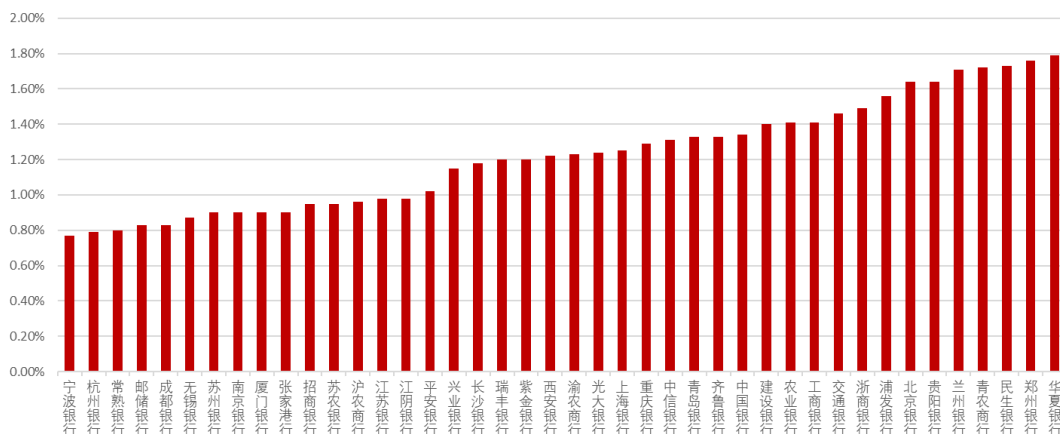


数据来源：iFind，东莞证券研究所

3.5 资产质量稳中更优

不良率降至 2015 年至今最优水平。2022 年，上市银行不良贷款率为 1.30%，四大板块银行的不不良贷款率均同比改善，其中城商行-0.06pct，改善幅度最大。2023 年一季度，上市银行不良率较 2022 年-0.03pct 至 1.27%，是 2015 年以来的最佳水平，从个股上来看，42 家银行中有 27 家银行不良贷款率较 2022 年改善，15 家银行的不不良率控制在 1%以下，其中宁波银行、杭州银行和常熟银行表现最为优异，其不良率分别为 0.77%、0.79%和 0.80%。

图 15 上市银行 2023Q1 不良贷款率（单位：%）

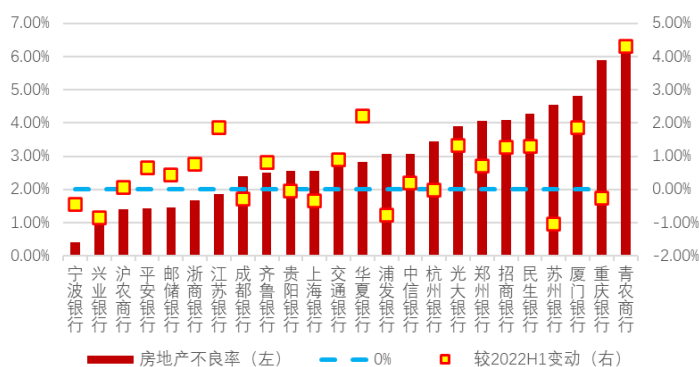


数据来源：iFind，东莞证券研究所

关注率和逾期率双降。2022 年，上市银行关注率为 1.74%，同比下降 0.02pct，逾期率为 1.27%，同比改善 0.03pct。2023 年一季度，21/31 家银行关注率较 2022 年继续下行，潜在不良风险整体改善。

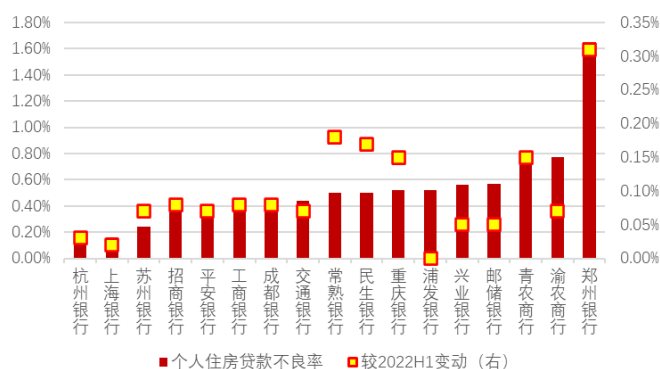
房地产领域风险将逐步缓释。在房地产销售低迷、部分房地产企业信用风险暴露的情况下，2022 年下半年有 15/24 家银行房地产不良率上行，17/17 家银行按揭贷款不良率有所抬升，各银行高度重视房地产行业授信的风险防控和质量管控，计提拨备充分，总体风险可控。2022 年以来，政策层面从个体项目保交楼信贷支持到对房地产企业信贷支持、债券发行支持、股权融资支持“三箭齐发”，因城施策支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。今年 1-4 月，商品房销售面积累计同比收窄至-0.40%，住宅销售面积同比增速转负为正，住宅销售额增速逐年提升，房地产销售端恢复迹象显现。展望 2023 年，在相关利好政策的支持下，房地产销售端回暖将驱动房企流动性压力缓解，银行房地产领域资产质量总体可控。

图 16 部分上市银行对公房地产贷款不良率（单位：%）



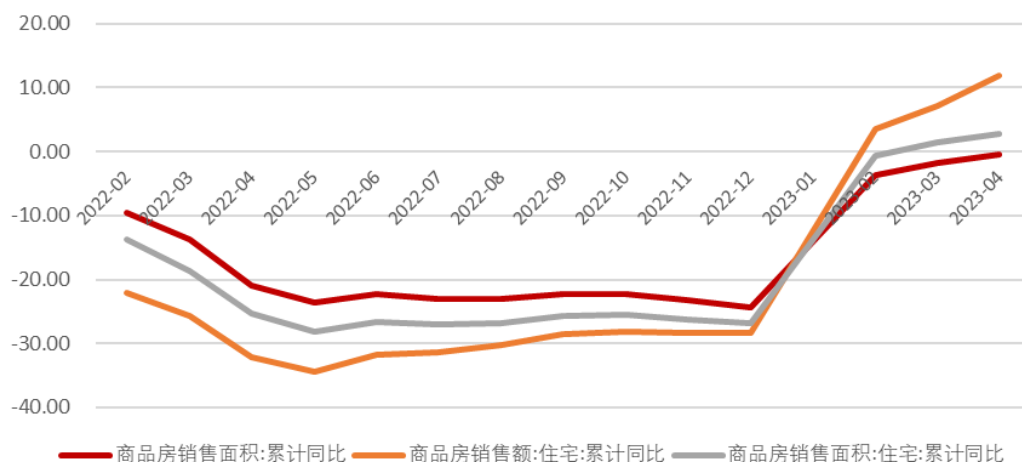
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 17 部分上市银行个人住房贷款不良率（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

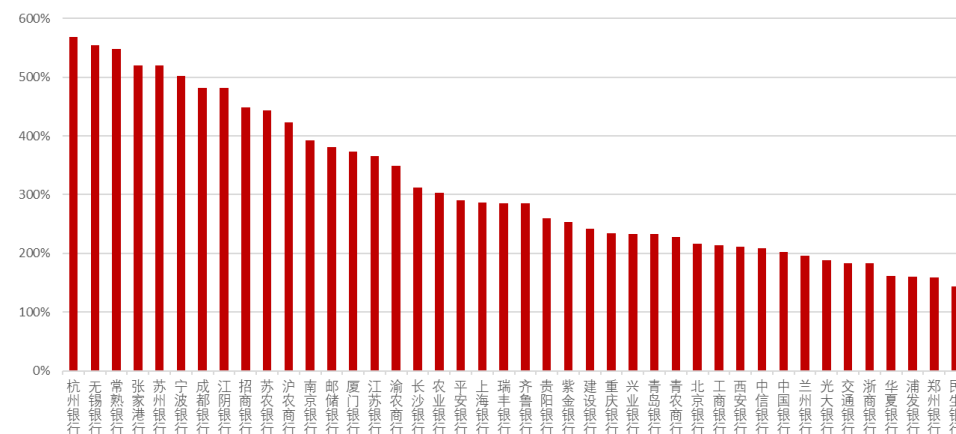
图 18 房地产销售数据（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

拨备持续增厚，为未来利润释放打下基础。2022 年上市银行拨备覆盖率较 2021 提升 3.74pcts 至 241.23%，国有行、股份行、城商行和农商行分别提升 2.54pcts、4.15pcts、9.71pcts 和 11.96pcts 至 239.00%、221.35%、312.09%和 369.05%，农商行拨备覆盖率最高，城商行的提升幅度最大。2023 年一季度，上市银行拨备覆盖率继续提升至 245.43%，从个股来看，共有 6 家银行拨备覆盖率高于 500%，均是江苏与浙江优势区域性银行，其中杭州银行拨备覆盖率 568.68%位于首位。

图 19 2023Q1 上市银行拨备覆盖率排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

4. “中特估”价值重塑进行时

银行板块的低估值严重影响银行的再融资能力，导致银行更加依赖内生资本补充，但随着资产规模不断扩大，内生资本补充难以完全支撑银行的发展需求。2022 年 11 月，证监会主席易会满首次提出“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”，这既是恢复银行外部融资能力的需要，也是保护央企优质资产不被流失的重要举措。今年以来，“中特估”行情持续演绎，截至 6 月 6 日，国有行年初至今实现涨幅接近 20%，表现最为亮眼，其中，中信银行和中国银行涨幅均超 25% 表现尤为突出。

站在当下，“中特估”仍有四大因素支撑行情的持续性：

第一，PB 仍有较大的修复空间。截至 6 月 6 日，银行板块和国有行 PB 仅为 0.56，仍处于较低水平。上交所总经理强调，要促进央企估值水平的合理回归，我们预计本次估值修复将锚定 1 倍 PB。这并不是简单地直接拔高国企的估值水平，而是一个从练好内功、增值提效再到提升估值的长期过程，目前对比 PB 仍有较大的修复空间。

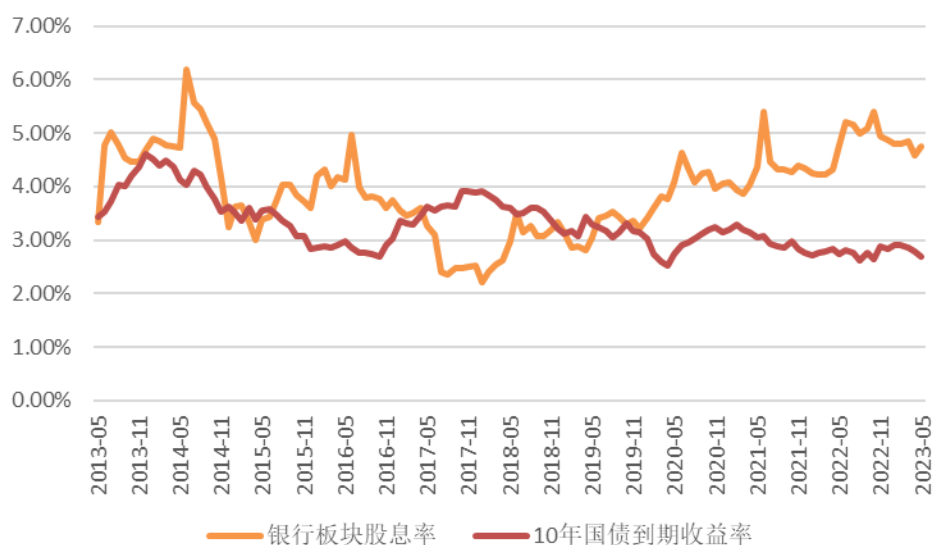
第二，银行股息率仍维持较高水平。截至 6 月 6 日，国有行股息率均值为 5.55%，远高于 10 年国债到期收益率，股息收益率安全边际较高。长期以来银行板块的股息率稳定，且盈利能力稳定下高股息率水平具备可持续性，在资本市场波动、理财收益震荡、银行存款利率下调的背景下，高股息的银行股配置性价比更高。

表 3：国有行股息率(截至 2023/6/6)

证券代码	证券名称	股息率	10 年国债到期收益率
601288.SH	农业银行	5.81%	
601328.SH	交通银行	6.01%	
601398.SH	工商银行	5.91%	
601658.SH	邮储银行	4.42%	
601939.SH	建设银行	5.62%	
601988.SH	中国银行	5.54%	
均值		5.55%	2.68%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 20 银行板块股息率与 10 年国债到期收益率对比（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

第三，基本面有力是有力支撑。中特估下，央企考核中新加入 ROE 与营业现金比率等指标，最终目标是落实到公司经营质效的提升，说明中特估并不是短期炒作，而是将央企国企回归到合理估值的长期过程。拉长时间周期来看，中特估概念的行情走势不能脱离基本面。2023Q1 银行业业绩筑底，非息收入修复、信贷需求回暖、净息差降幅收窄、资产质量稳中更优四大积极变化显现，基本面转好预期将继续催化中特估行情走强。

第四，政策层面持续推进。上交所于 5 月 11 日召开“发现央企投资价值促进央企估值回归”业务交流会；沪市金融业主题座谈会上“在服务中国式现代化中促进金融业估值提升和高质量发展”成为重要议题，此次“中特估”是自上而下提升央企国企内价值的重要战略目标，并通过做强做优一批、调整盘活一批、培育储备一批使得“中特估”概念逐步兑现，国务院国资委将推动央企控股上市公司内强质量、外塑形象，持续推动中央企业更好融入资本市场，在政策层面的推动下“中特估”行情有望继续演绎。

5. 投资建议

维持对行业的“超配”评级。第一，目前经济复苏方向明确，国内经济数据持续向好，基建制造业仍是稳经济的重要抓手，银行信贷投放增长有支撑。第二，从基本面来看，上市银行今年一季度业绩筑底，非息收入修复进行时、贷款投放开门红、行业净息差降幅将逐季放缓、资产质量稳中更优四大积极变化显现，预计一季度将为全年业绩最低点。第三，“中特估”价值重塑进行时，估值低、股息率高、基本面预期转好与政策持续推进将支撑“中特估”行情持续演绎，银行板块配置正当时。

银行股投资建议关注三条主线：一是建议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.SZ）、江苏银行（600919.SH）、成都银行（601838.SH）、杭州银行（600926.SH）、常熟银行（601128.SH）。二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.SH）和平安银行（000001.SZ）。三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.SH）、中国银行（601988.SH）邮储银行（601658.SH）和中信银行（601998.SH）。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2023/6/6）

股票代码	简称	股价	BVPS（元）			PB（X）			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
002142	宁波银行	26.20	24.16	26.98	31.26	1.08	0.97	0.84	买入	维持
600919	江苏银行	7.45	11.75	12.75	14.69	0.63	0.58	0.51	增持	维持
601838	成都银行	12.70	15.36	17.14	20.07	0.83	0.74	0.63	买入	维持
600926	杭州银行	11.85	14.25	15.71	18.07	0.83	0.75	0.66	买入	维持
601128	常熟银行*	6.83	8.24	9.15	10.35	0.83	0.75	0.66	增持	维持
600036	招商银行*	33.07	32.71	36.82	41.35	1.01	0.90	0.80	买入	维持
000001	平安银行*	11.84	18.80	21.38	24.50	0.63	0.55	0.48	买入	维持
601288	农业银行	3.56	6.53	6.93	7.56	0.54	0.51	0.47	持有	维持
601988	中国银行	3.99	7.16	7.60	8.21	0.56	0.52	0.49	持有	维持
601658	邮储银行	5.22	7.56	8.08	8.89	0.69	0.65	0.59	持有	维持
601998	中信银行	6.66	11.58	11.48	12.60	0.58	0.58	0.53	增持	上调

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。

6. 风险提示

- （1）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；
- （2）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；
- （3）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