

证券研究报告

2023年07月02日

行业报告 | 行业深度研究

# 银行

## 手把手教你看懂银行股

### ——银行业入门研究框架

作者：

分析师 郭其伟 SAC执业证书编号：S1110521030001



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

行业评级：强于大市 维持  
上次评级：强于大市

# 摘要

我国是以银行为主体的金融体系。读懂银行业有助于了解整体经济逻辑。

银行业的研究说简单不简单，说难不难。其中既涉及宏观经济政策，又涉及微观的商业模式。大多数初学者都能快速掌握银行的基础概念。但是在各类逻辑框架勾稽之后，整体行业图谱往往变得晦涩难懂。传统的银行研究框架过于注重指标拆解和专业词汇的罗列，阅读门槛比较高。初学者在入门以前，可能就先被劝退了。

因此我们希望采取更为深入浅出的讲述方式，让读者对银行业有一个初步的感性认识。如果对报告中提到的概念感兴趣，可以参考更为专业的报告进行研究分析。在这篇报告中我们试图给读者浅尝辄止地了解现在银行业研究所关注的重点，掌握银行业的基本投资思路。

**风险提示：**宏观经济恢复不及预期，稳增长政策持续时间不及预期，信用风险波动

# 目录

第一节 什么是银行？

第二节 银行怎么赚钱？

第三节 银行的财务要点

第四节 长期投资价值

第五节 银行估值分析

## 1.1 什么是银行？了解银行业大家庭

- 我们通常所说的“银行”主要指**商业银行**。但实际上商业银行只是银行业金融机构的一部分而已，后者的概念要丰富得多。
- 银保监会管辖的**银行业金融机构**一共包括22类机构，截至2022年末共有4567家。这里面除了我们关注的商业银行以外，还包括部分政策性机构和非银金融机构，比如国开行、政策性银行、金融资产管理公司、信用社、信托公司、金融租赁、消费金融公司等等。

图：2022年末银行业金融机构法人名单

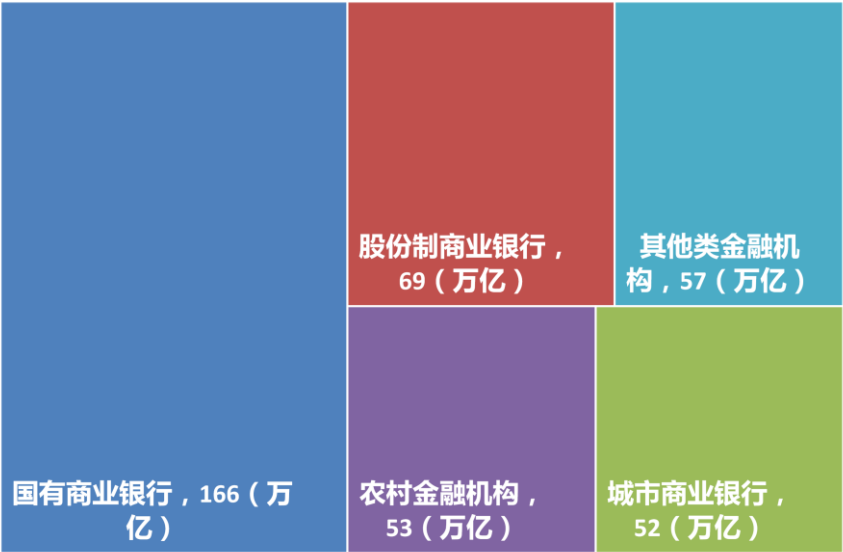
序号	机构名称	数量	序号	机构名称	数量
1	开发性金融机构	1	12	外资法人银行	41
2	政策性银行	2	13	农村资金互助社	37
3	<b>国有大型商业银行</b>	6	14	金融资产管理公司	5
4	<b>股份制商业银行</b>	12	15	货币经纪公司	6
5	住房储蓄银行	1	16	企业集团财务公司	252
6	<b>城市商业银行</b>	125	17	贷款公司	4
7	民营银行	19	18	信托公司	67
8	村镇银行	1645	19	金融租赁公司	71
9	<b>农村商业银行</b>	1606	20	汽车金融公司	25
10	农村信用社	548	21	消费金融公司	30
11	农村合作银行	23	22	其他金融机构	41

资料来源：银保监会，天风证券研究所

# 1.2 什么是银行？ 商业银行的分类

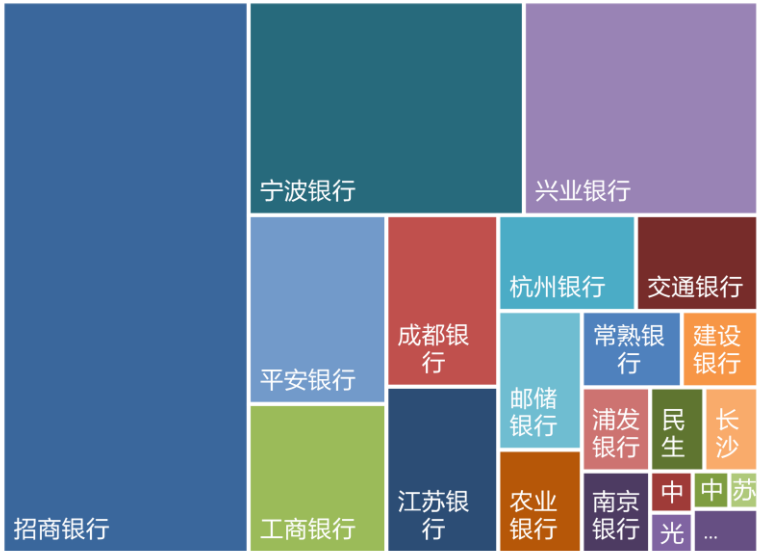
- 其中**商业银行**包括6类机构：国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行、民营银行、外资银行。
- 前4类银行是商业银行的主体，也是我们重点研究的对象，也就是我们俗称的**国有行、股份行、城商行和农商行**。

图：2023年一季度银行业金融机构资产  
(合计397万亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2023年一季度持股市值占基金股票投资  
市值比例



资料来源：wind，天风证券研究所

# 1.3 什么是银行？ 商业银行对比分析

- 4类银行最主要的区别在于区位特征的不同。按照经营区域的范围可以分为**全国性银行**和**区域性银行**两种。
- **全国性银行**是指6家国有行以及12家股份行。特点是可以在全国范围内设立分支机构。区别在于前者的业务体量、政策职能和监管力度都要高于后者。
- **区域性银行**是指125家城商行和1606家农商行，两者通常只能在省内（城商行）或者地级市（农商行）范围以内设立分支机构。所谓**一方水土养一方人**，不同区位下的金融和政治环境造就了城农商行的模式差异。

图：商业银行简单对比

	国有行	股份行	城商行	农商行
数量	6	12	125	1,606
资产（万亿元）	166	69	52	33
业务地理范围	全国，拥有海外分支机构	全国，多数拥有海外分支机构	省内，少数拥有省外分支机构	市内，少数拥有市外分支机构
监管机构	银保监会	银保监会	银保监局	银保监局
股东背景	汇金、财政部、邮政	国资、民资	地方国资，少数二股东为外资，民资	地方国资，民资
典型公司	工农中建交、邮储	招行、兴业、平安	宁波、杭州、江苏	常熟、张家港

资料来源：银保监会,天风证券研究所 注：农商行资产为2020年数据，其他均为2022年数据

# 目录

第一节 什么是银行？

第二节 银行怎么赚钱？

第三节 银行的财务要点

第四节 长期投资价值

第五节 银行估值分析

## 2.1 银行怎么赚钱？从理论模型说起

- 货币创造能力使银行资产能够成倍地扩张，天生拥有加杠杆的空间。
- 我们假设基础货币是100元，存款准备金率是10%，不考虑现金漏损。那么在理论模型中，那么利用初始100元的负债最多可以派生到1000元的资产规模。如果初始资产负债利差是1%，那么加到10倍杠杆后变成10%，理论中的“**一本万利**”。
- 但是实际情况真的有那么顺利吗？

图：银行派生货币的过程

T				➡	T+1			
准备金	10	存款	100		准备金	19 =10+9	存款	190 =100+90
贷款	90				贷款	171 =90+81		
总资产	100	总负债	100		总资产	190	总负债	190

T+2				➡	最终			
准备金	27.1 =19+8.1	存款	271 =190+81		准备金	100	存款	1000
贷款	243.9 =171+72.9				贷款	900		
总资产	271	总负债	271		总资产	1000	总负债	1000

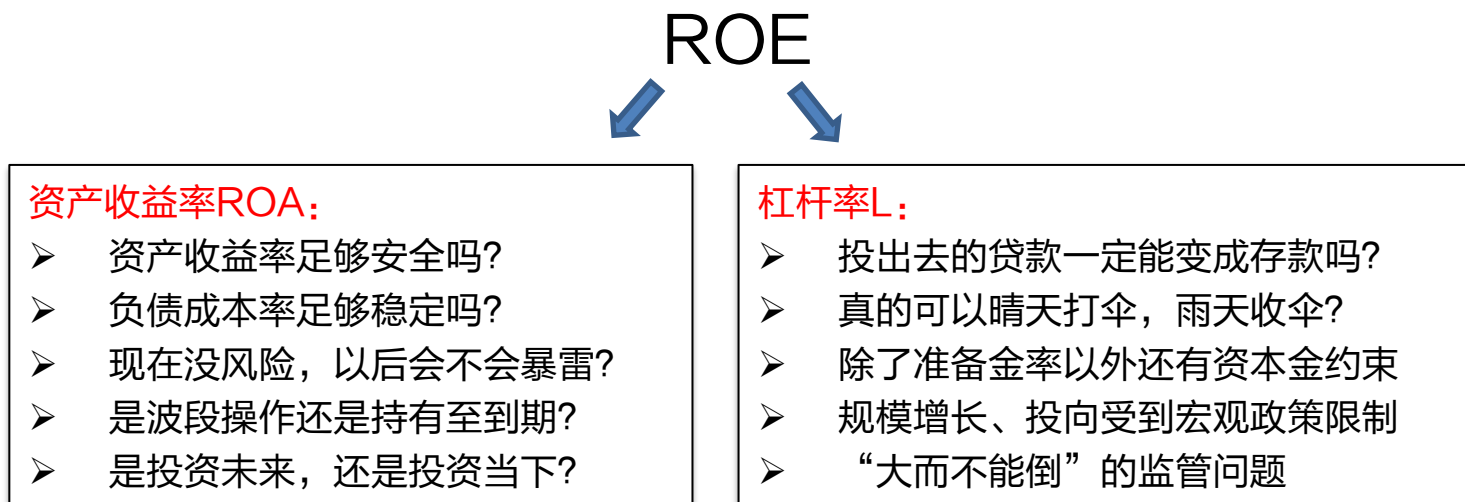
资料来源：天风证券研究所



## 2.2 银行怎么赚钱？理想 VS 现实

- 实际的货币派生过程会遇到很多问题。加杠杆的过程**远不是理论模型那么理想**。
- 理论模型的底层假设：资产和负债能够一一对应，ROA大于零因此加杠杆一定获利，可以扩大到存款准备金率对应的资产理论上限。
- 实际的影响因素：贷款投不出去的资产荒，负债回不来的负债荒，不能提前预知的信用风险，宏观微观政策限制。

图：实际货币派生中可能遇到的问题



# 目录

第一节 什么是银行？

第二节 银行怎么赚钱？

第三节 银行的财务要点

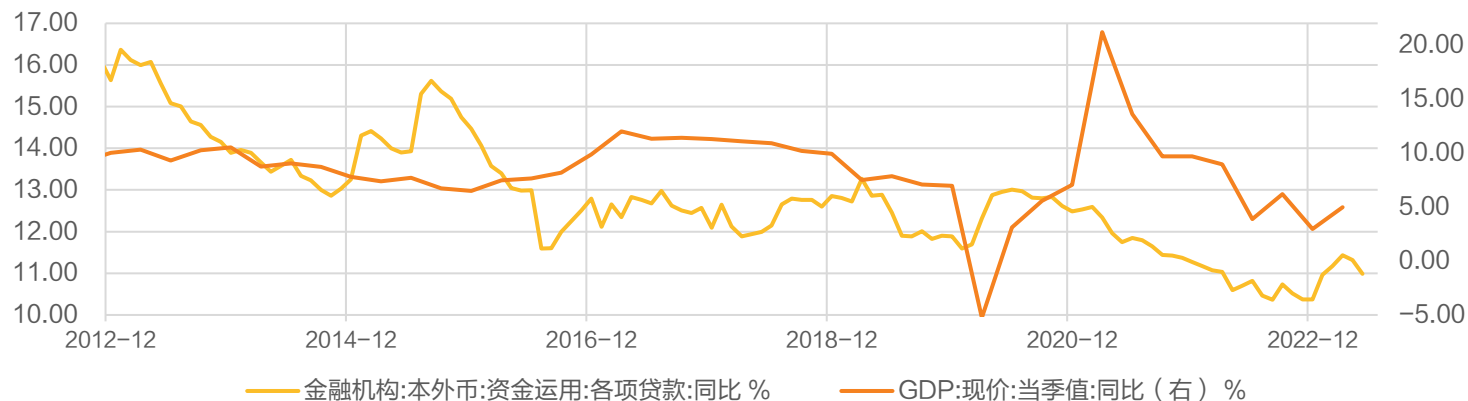
第四节 长期投资价值

第五节 银行估值分析

### 3.1.1 量：宏观政策影响下呈现逆周期变化

- 在商业利益驱使下，银行规模增长往往是晴天打伞、雨天收伞。也就是呈现为顺周期的商业模式。
- 但是中国逆周期政策的影响较强，因此银行**贷款、规模的增长往往是逆周期的**。
- 在经济下行期，信贷额度宽松、基建地产等投资需求旺盛导致银行资产规模加快增长。在经济向好时，信贷额度收紧、投资需求减弱，资产规模增长放慢。
- 为保证政策目标落实到银行的具体行为，中间手段包括贷款额度调整、存款准备金率管控以及其他制度体系等等。

图：贷款增速和GDP增速变动方向相反

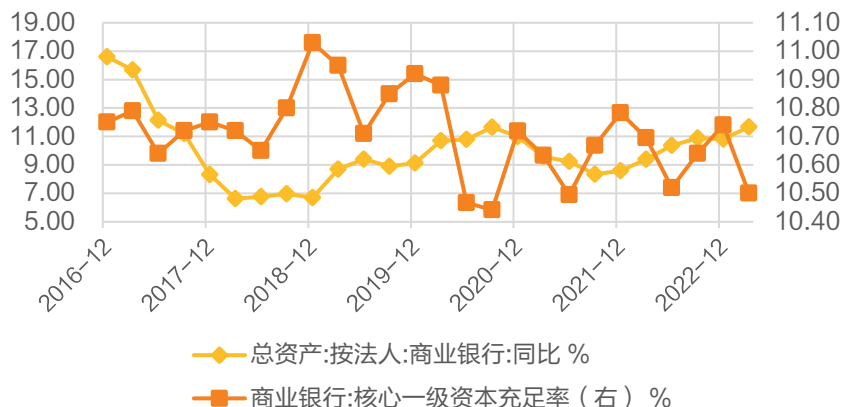


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.1.2 量：微观层面，资本约束限制资产规模和增速

- 微观层面银行资产扩张的约束除了存款准备金率以外，另一个主要是**资本充足率**。
- 资本充足率相当于是调整后的资产权益比率（=净资产/总资产），资本充足率需要持续高于监管底线，**限制银行的杠杆率**。分子一般还要加上发行的资本工具。分母是风险加权资产，根据资产的风险水平赋予不同的权重再加总求和而成。
- 2016年提出的宏观审慎评估体系MPA还引入了宏观审慎资本充足率的概念，将资本充足率和广义信贷的增速挂钩，将资本约束延伸到**表内外资产的增速**上。因此**静态规模和动态增速**都一起被纳入到资本监管框架之中。

图：总资产增速和核心一级资本充足率变动方向相反



资料来源：wind、天风证券研究所

图：资本充足率算法

实体企业		从左到右	银行	
÷	净资产	加上可转债（权益部分）、优先股、永续债、二级资本债、超额拨备等	÷	资本
	总资产	对资产根据风险水平赋予不同的权重，加总之后再计入经系数调整的表外资产，再考虑市场风险、操作风险		风险加权资产
= 资产权益比率			= 资本充足率	

资料来源：天风证券研究所

### 3.1.3 量：贷款和存款的分类



资料来源：天风证券研究所

## 3.2.1 价：净息差，银行的“毛利率”

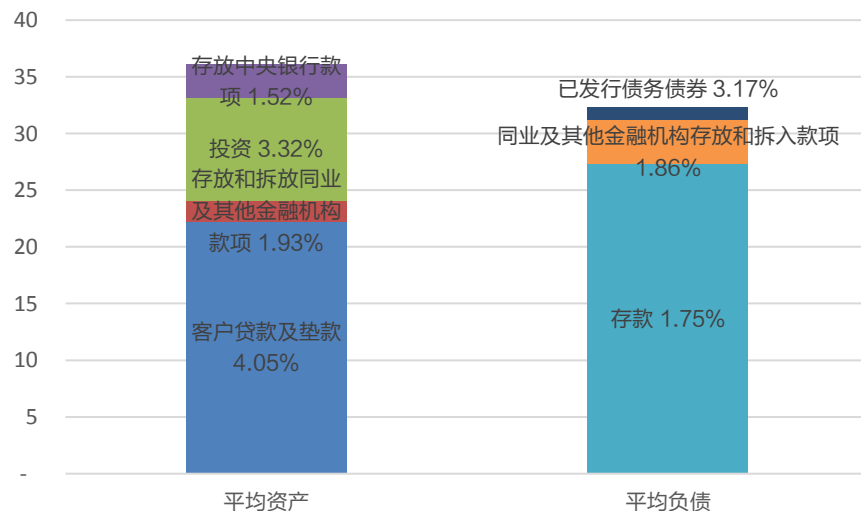
- 银行主要的收入来自于利息净收入，即资产端生息部分生成的利息收入，减去负债端付息部分生成的利息支出。我们通常将利息净收入除以平均生息资产，得到净息差这个指标，反映银行在资产配置方面的盈利能力。这是研究银行最关键的财务指标之一。在近似条件下，净息差约等于净利差，即生息资产收益率和计息负债成本率的差值。资产收益率越高，负债成本率越低，净息差越高。
- 净息差主要取决于存贷利率，其中贷款利率是主导因素。

图：净息差计算公式的演变

$$\begin{aligned}\text{净息差} &= \frac{\text{利息收入} - \text{利息支出}}{\text{生息资产}} \\&= \frac{\text{利息收入}}{\text{生息资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{计息负债}} \times \frac{\text{计息负债}}{\text{生息资产}} \\&\approx \frac{\text{利息收入}}{\text{生息资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{计息负债}} \\&= \text{生息资产收益率} - \text{计息负债成本率} \\&= \text{净利差}\end{aligned}$$

资料来源：天风证券研究所

图：2022年工商银行生息资产和计息负债（万亿元）

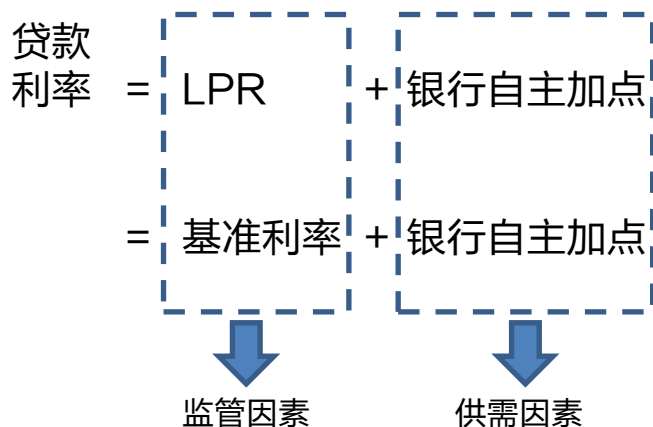


资料来源：wind，天风证券研究所（备注：数据分别为收益率、付息率）

### 3.2.2 价：净息差跟随经济周期波动

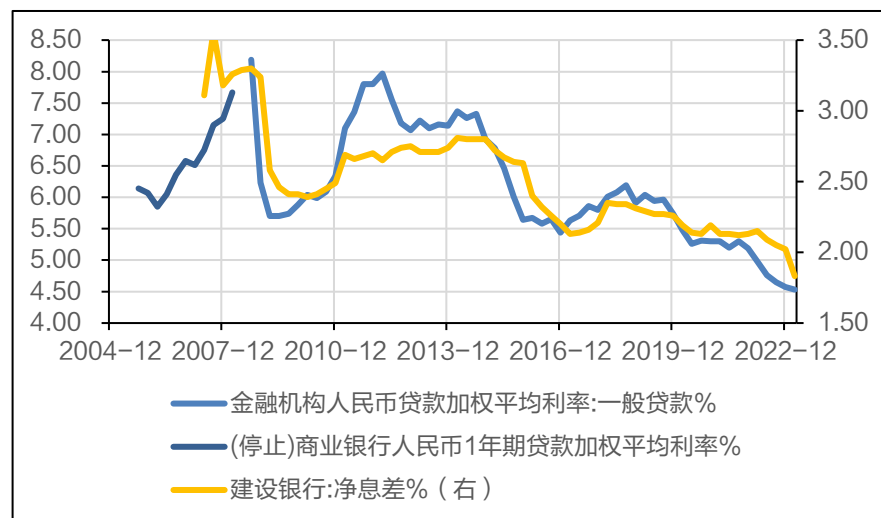
- 贷款定价可以拆分为政策利率（2019年以后为贷款市场报价利率LPR）和银行在前者基础上的自主加点。前者反映监管目标，后者反映的是贷款的供求关系。
- 当经济向好的时候，贷款供不应求，银行可以提高点差。同时监管为防范经济过热，货币政策收紧，提高政策利率。因此贷款利率往往跟随经济周期同步上升。
- 存款利率对经济周期的敏感度低于贷款利率。因为存款包含了结算、财富管理的配置需求。因此净息差主要跟随贷款利率呈现周期性波动(约6个月时滞)。

图：贷款定价机制



资料来源：天风证券研究所

图：净息差与市场贷款利率趋势一致



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.2.3 价：贷款利率拆解思路



资料来源：天风证券研究所



### 3.3.1 质：不良贷款，贷款的风险暴露

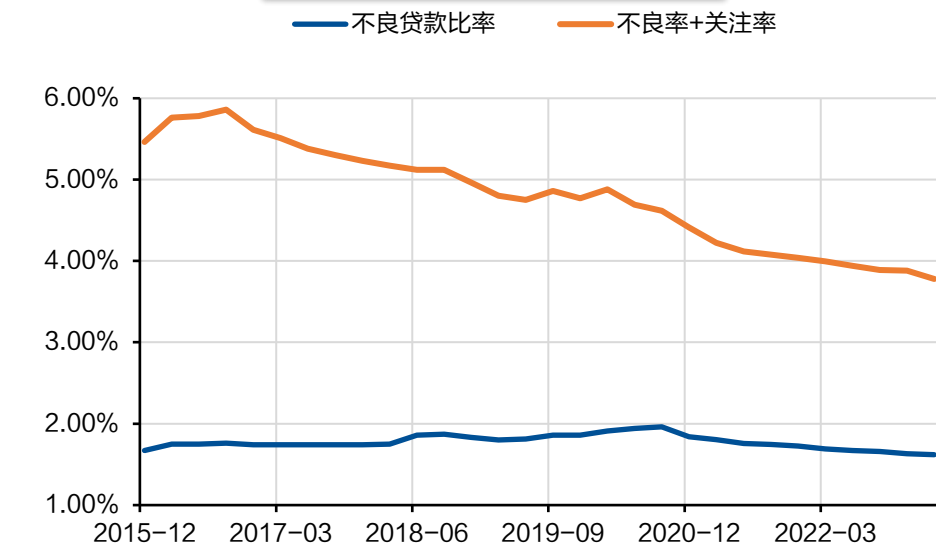
- 银行的贷款往往是**收益前置，风险后置**的。当借款人还款能力恶化的时候，投放出去的贷款会面临无法足额收回的信用风险。这会造成银行的资产减值损失。
- 贷款分为五类：正常、关注、次级、可疑、损失。后三类合称为不良贷款。
- 对风险的判断受风险识别能力、授信政策和管理层决策的影响。因此贷款分类包含较多的主观因素，**不良贷款率（=不良贷款/总贷款）未必能完全反映银行的真实风险水平**。研究中往往要参考其他指标进行对比分析。

图：贷款分类指引

分类	分类指引
正常	借款人能够履行合同，没有足够理由怀疑贷款本息不能按时足额偿还
关注	尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还产生不利影响因素
次级	借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也可能会造成一定损失。
可疑	借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定要造成较大损失。
损失	在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。

资料来源：天风证券研究所

图：不良率与关注率



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.3.2 质：拨备，从不良贷款到利润表的桥梁

- **不良贷款是通过计提拨备（贷款减值准备）来影响利润表的。**同样因为存在主观因素，拨备计提的比例和节奏未必和不良贷款同步。
- 为降低主观因素，防范金融体系风险，监管提出了多种要求促使银行夯实资产。比如拨备覆盖率、拨贷比的底线要求，逾期90天以上贷款纳入到不良贷款计算。
- **过低和过高的拨备都可能是问题。**拨备过高反映银行对经济过于悲观，业务上保守。但也可能意味着未来拨备计提压力减轻。拨备过低反映银行对经济过于乐观，业务上冒进；但也反映未来需要加大拨备计提，满足合规需要。

图：拨备计提的硬性指标

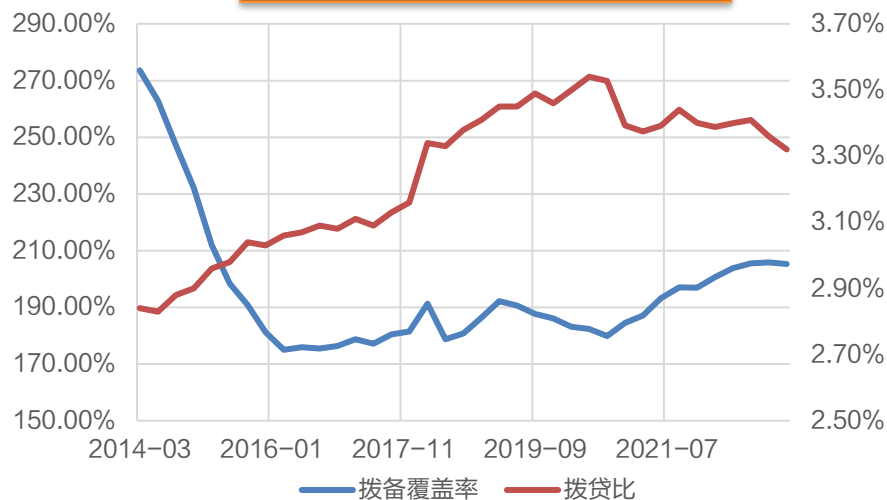
$$\text{拨备覆盖率} = \frac{\text{贷款损失准备}}{\text{不良贷款余额}} \geq 150\%$$

$$\text{贷款拨备率(拨贷比)} = \frac{\text{贷款损失准备}}{\text{各项贷款余额}} \geq 2.5\%$$

$$\text{不良贷款偏离度} = \frac{\text{逾期90天贷款}}{\text{不良贷款余额}} < 100\%$$

资料来源：银保监会，天风证券研究所

图：拨备覆盖率和拨贷比



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.3.3 质：真正重要的指标，不良贷款生成率

- 不良贷款是一个存量值，而不是流量值。反映的是静态信息。贷款的风险暴露会增加不良贷款的规模，银行对不良贷款进行回收、核销、转让会压降不良规模。
- 但是**我们关注的却是不良贷款的生成速度**，这才是反映风险状况的关键指标。参照疫情期间的数据统计，相比于每日已有的住院人数，我们更关心的是每日新增确诊病例数量，这是所有疫情数据的先导指标。
- 我们用期间新生成的不良贷款除以期初贷款总额，得到不良贷款生成率，用以衡量不良贷款的生成情况。因为很少有银行会披露这个指标，所以我们只能估算。不良贷款的生成率既和经济增速相关，也和阶段性的监管要求相关。

图：老16家上市银行的不良贷款生成率



资料来源：wind，天风证券研究所

图：疫情指标VS银行风险指标

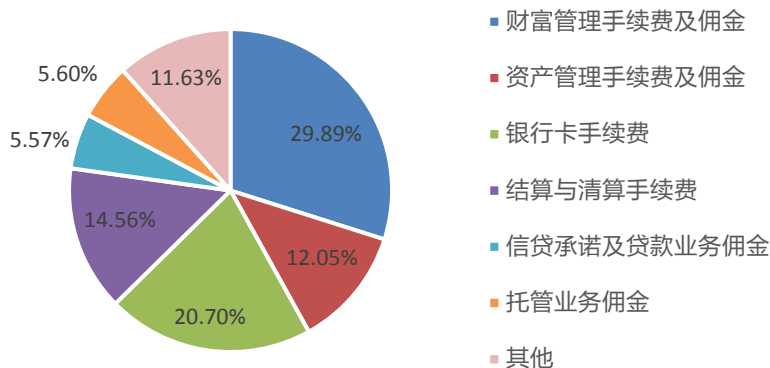
新冠疫情指标	银行资产质量指标
每百万人新增确诊数	不良贷款生成率
每百万人现存确诊数	不良贷款率
床位占用比例（倒数）	拨备覆盖率
每百万人床位数	拨贷比
每百万人医疗费用支出	信贷成本率
每百万人疑似确诊+现存确诊数	关注率+不良率

资料来源：天风证券研究所

### 3.4 非息收入：四两拨千斤

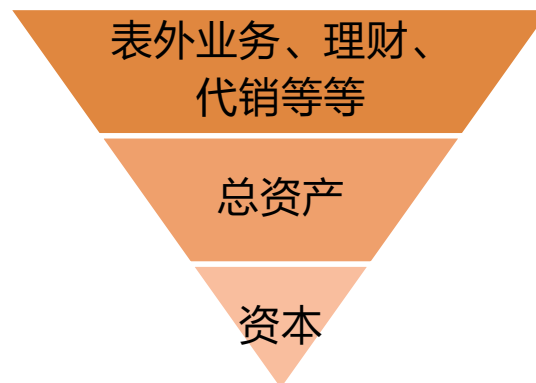
- 除了从资产负债业务获取利息净收入以外，银行还会通过非息业务获取收入。**非息收入大约占到银行营业收入的20%左右。其中绝大部分是手续费及佣金净收入。**
- 以招商银行为例，手续费佣金收入包括：一是**财富管理手续费及佣金**包括代理基金收入、代理保险收入、代理信托计划收入、代销理财收入等代理业务收入；二是**资产管理手续费及佣金**主要包括子公司发行和管理基金、理财、资管计划等各类资管产品所获取的收入；三是**银行卡手续费**，主要来自于信用卡结算费用；四是**托管业务佣金**包括提供托管资产基本服务与增值服务所获得的收入；五是**结算和清算手续费**。剩下的主要是**贷款承诺以及投行业务收入**。
- 非息业务较少受到资本的约束和周期波动的干扰，顺应直接融资、财富管理的大趋势。目前是银行的重点发展方向。

图：招商银行2022年手续费及佣金收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图：表外业务的杠杆效果

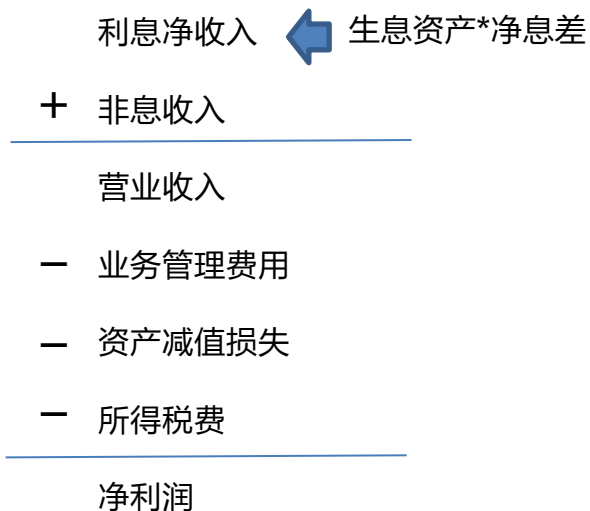


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.5.1 利润表结构：营收增速顺周期波动

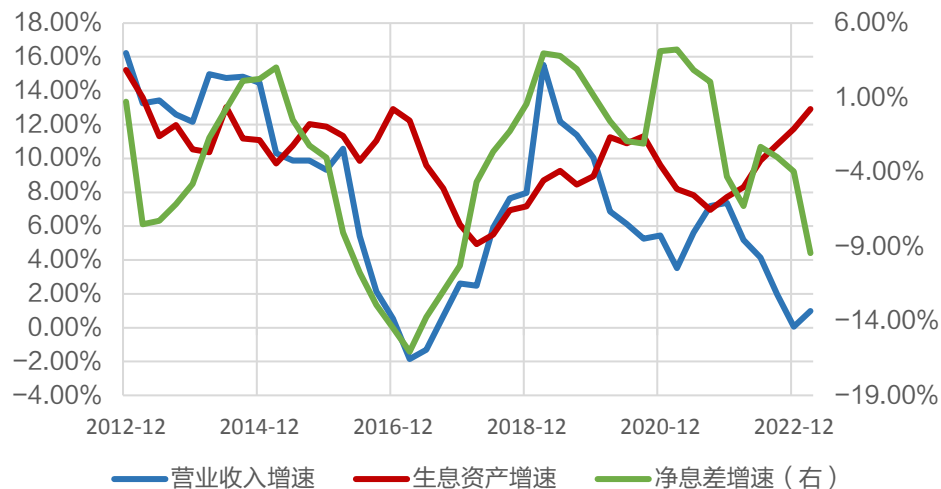
- 银行的利息收入加上非息收入得到银行的营业收入。再减去业务管理费（主要是人力成本），资产减值损失（主要是贷款减值损失）以及所得税费后得到净利润。
- 之前提到生息资产是逆周期的，净息差是顺周期的，而非息收入是弱周期。随着中国经济换挡，贷款增速波动减少，三者结合生成的营业收入主要反映的是净息差的变动，也就是呈现为顺周期性。注意营收增速和净息差的同比增速相关，而不是净息差的绝对值。

图：银行利润表简化版



资料来源：天风证券研究所

图：老16家上市银行的营收增速

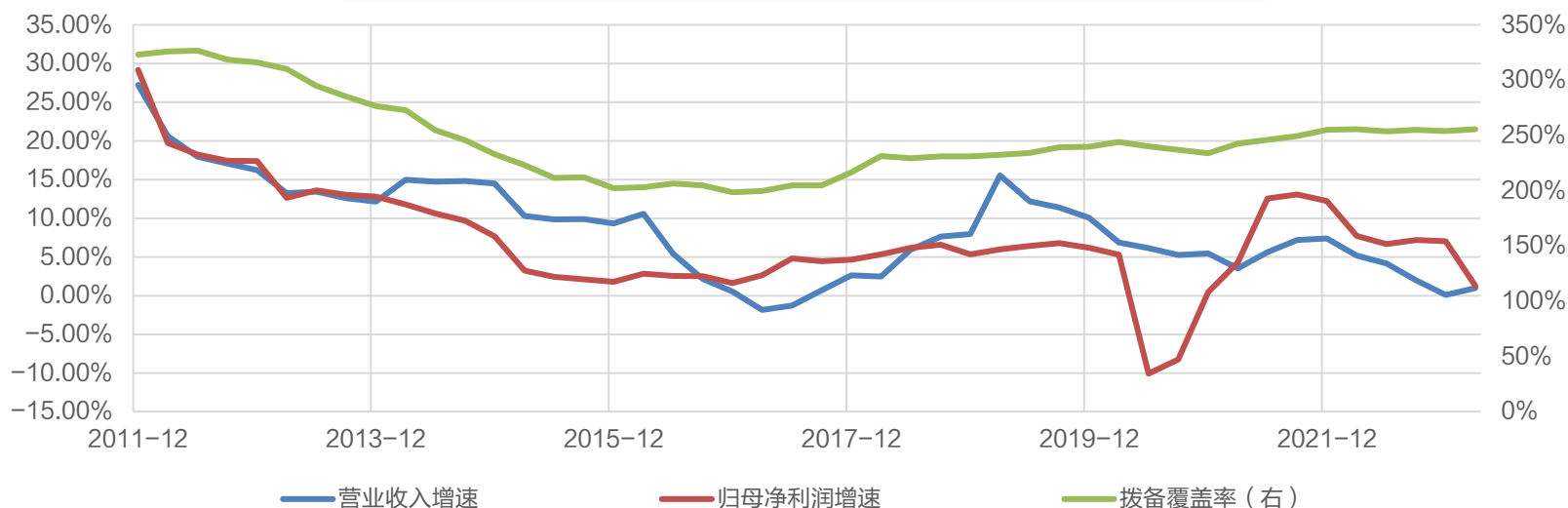


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.5.2 利润表结构：寻找“真实的”利润增速

- 在满足监管要求之后，**冗余的拨备成为银行的“利润池”**。银行往往主动调整资产减值损失，导致**利润增速呈现为弱周期性**。这可能有三个原因：一是主动平滑利润增速，满足股东的考核要求。二是根据对远期的风险判断进行调整，比如对经济悲观的时候提前储备利润“过冬”。三是满足必要的市值管理诉求。
- 利润分析主要看累计同比增速，这是银行的决策目标。要判断银行的真实基本面状况，可以结合拨备以及营收增速分析。但是**寻找真实的利润增速真的重要吗？**

图：老16家上市银行的营收增速和归母净利润增速

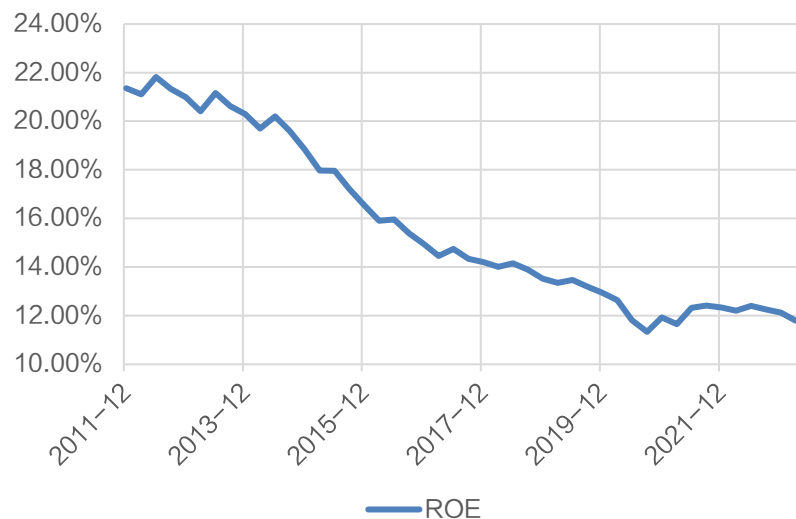


资料来源：wind，天风证券研究所

## 3.6 ROE取决于银行的实际利润

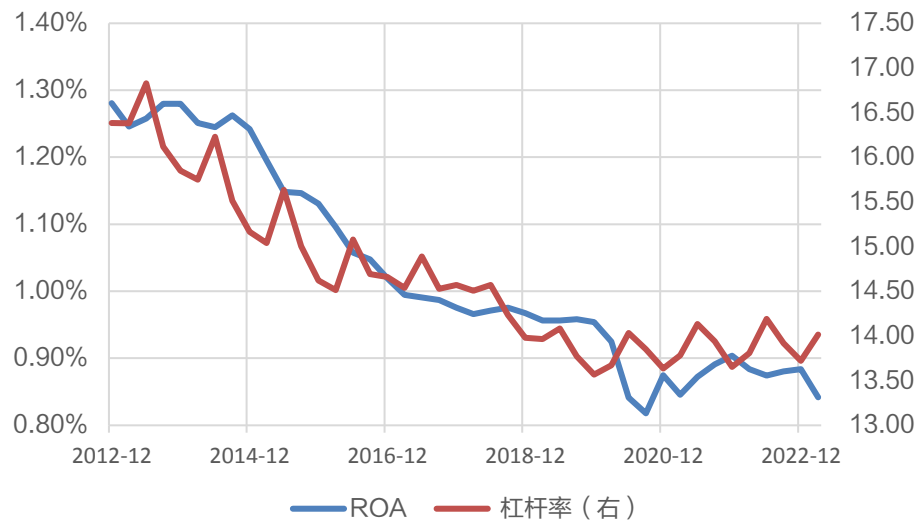
- **银行实际的利润（报表利润）决定银行的资本和业绩成长性，也决定了银行的ROE和股息率。** ROE是银行估值的主要指标之一。
- 从2011年以来银行的ROE持续下行，可以简单分为三个阶段。第一阶段从2011年到2016年末，ROA和杠杆率一齐下降，主要是风险暴露和资本监管趋严所致。第二阶段从2017年到2019年，ROA企稳，杠杆率下降。信用风险稳定，但是对非标的打击导致资产增速下降。第三阶段是2020年，利润增速阶段性下滑。

图：老16家银行ROE



资料来源：wind，天风证券研究所

图：老16家银行ROA和杠杆率



资料来源：wind，天风证券研究所

# 目录

第一节 什么是银行？

第二节 银行怎么赚钱？

第三节 银行的财务要点

第四节 长期投资价值

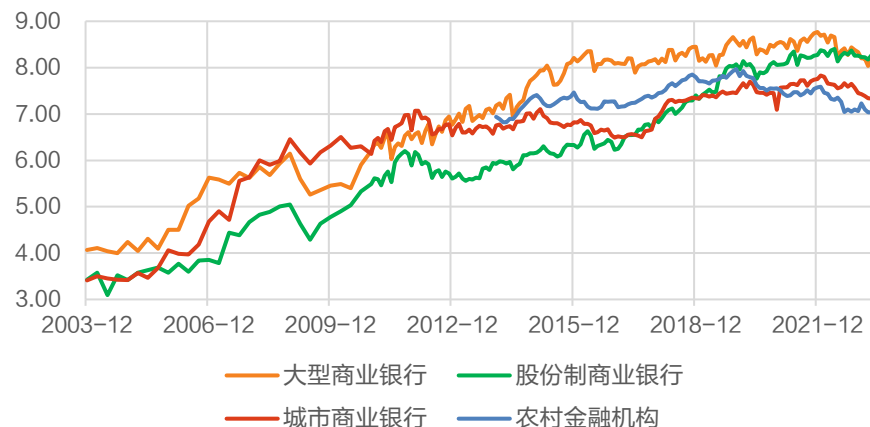
第五节 银行估值分析



## 4.1 长期投资价值：资本框架完善，杠杆率下降空间减少

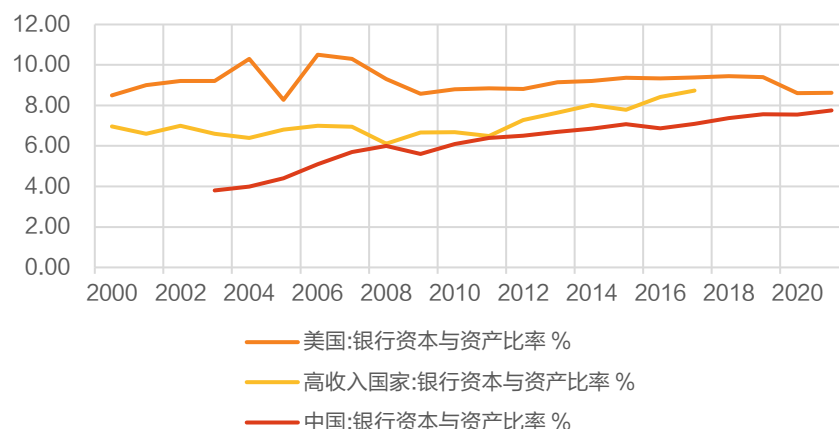
- 商业银行ROE下降的主要原因是国内银行这十多年来逐步构筑资本监管体系，纳入到巴塞尔III框架之中。2017年开始的金融去杠杆以及监管补短板，促使银行消化存量违规非标资产，导致杠杆率进一步下跌。
- 但随着业务整改到位，资本水平提升，我们认为杠杆率下行空间已然不大，银行的净资产/总资产比率开始企稳。中国的资本与资产比率也已经追上高收入发达国家的水平。

图：净资产/总资产比率趋稳



资料来源：wind，天风证券研究所

图：资本与资产比率和国际接轨

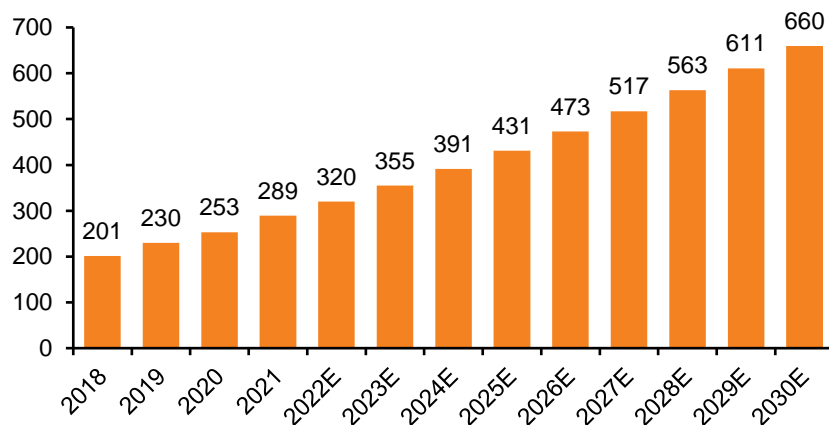


资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.2 长期投资价值：财富管理业务大发展

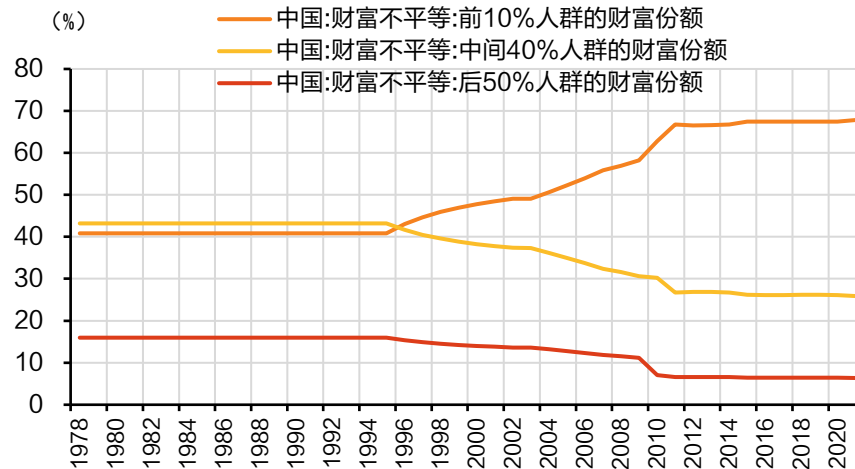
- 中国的财富管理市场蓬勃发展，我们预计到2030年市场规模将达到660万亿元，较2020年的253万亿元大幅提升。银行的财富管理规模预计会达到450万亿元左右。（详见2021年6月报告《三大能力与三分天下——大财富管理行业的现状与未来》）
- 融资模式从间接融资向直接融资的转变，以及内循环经济模式的构筑，都会推动银行财富管理业务深化发展。银行既掌握着国内最丰富的客户资源，又拥有最庞大的资产体量，还掌握着居民账户这一天然流量入口，因此向财富管理转型具备得天独厚的优势。

图：中国财富管理市场规模预测（万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：中国各类人群的财富份额 %

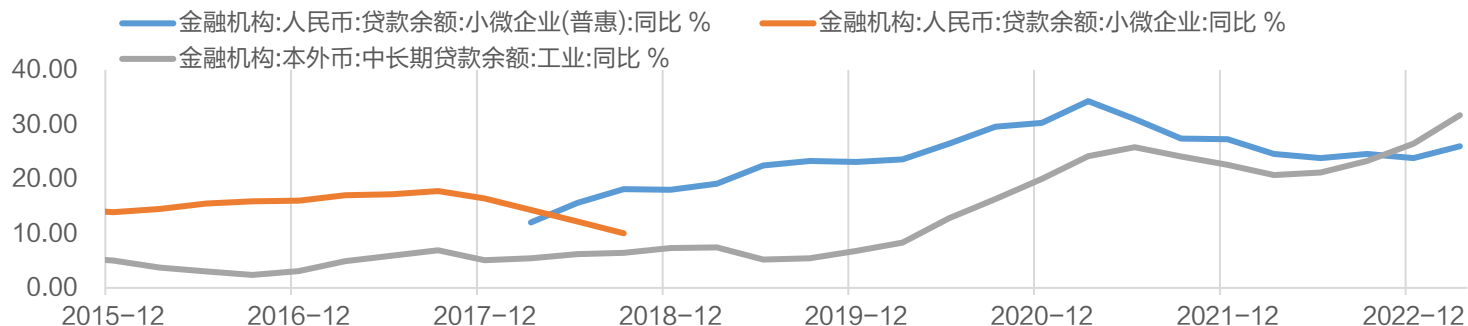


资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.3 长期投资价值：金融供给下沉

- 传统银行业的客户往往是规模体量较大的国有企业、地产企业，对中小企业贷款的风险过高。但是金融科技的发展降低了对中小企业的风控成本，银行可以通过**批量化的方式获取中小、小微乃至零售客户**，并对其进行集中授信。
- 以往银行业的客群集中在城市地区，服务城市企业居民的融资需求。农村县域地区的金融供给严重紧缺。**农村基础设施建设以及农村居民的城镇化浪潮**给银行进入农村市场提供了便利条件。
- 科技企业过往因为抵押品不足，无法获得足够的银行授信支持。随着国家对高新技术转型的重视度提升，**科技企业的融资障碍逐步被化解**。比如发展科创板、碳金融、绿色金融等等

图：小微贷款和工业贷款增速

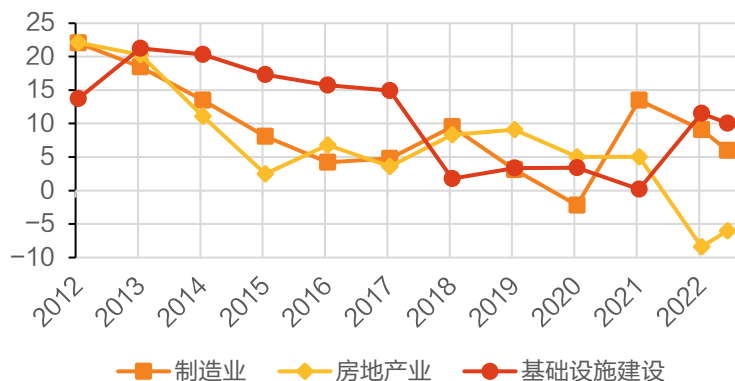


资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4.4 金融投向高端制造业增加

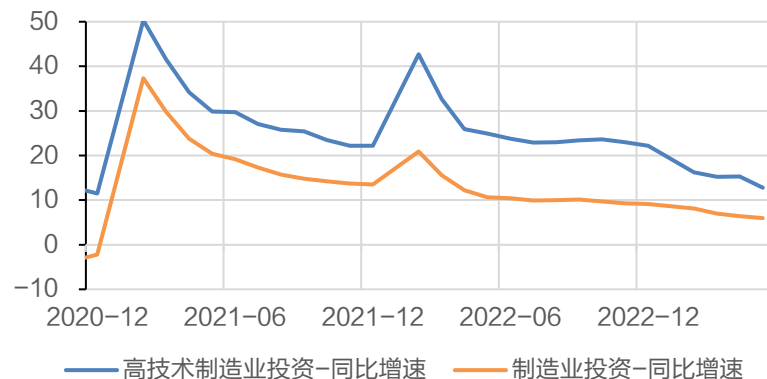
- 房地产业、基础设施建设和制造业是固定资产投资的三大重点领域，以2017年末投资完成额计，三者分别占比22%、27%和31%，合计达80%。房地产和基建投资此前一直是我国经济增长的重要引擎，特别是其涉及的上下游企业较多，对经济增长的驱动效应较快。
- 随着宏观经济增速换挡，在“房住不炒”和防范化解地方隐性债务导向下，政策开始引导工业、制造业成为新的经济驱动力，金融端的供给也悄然发生改变。从固定资产投资完成额累计同比增速来看，房地产行业增速下行明显，制造业增速较2020年出现明显抬升。从制造业固定资产投资完成额来看，高技术制造业同比增速持续高于制造业整体水平。

图：固定资产投资完成额累计同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：高端制造业投资增速维持高水平（%）

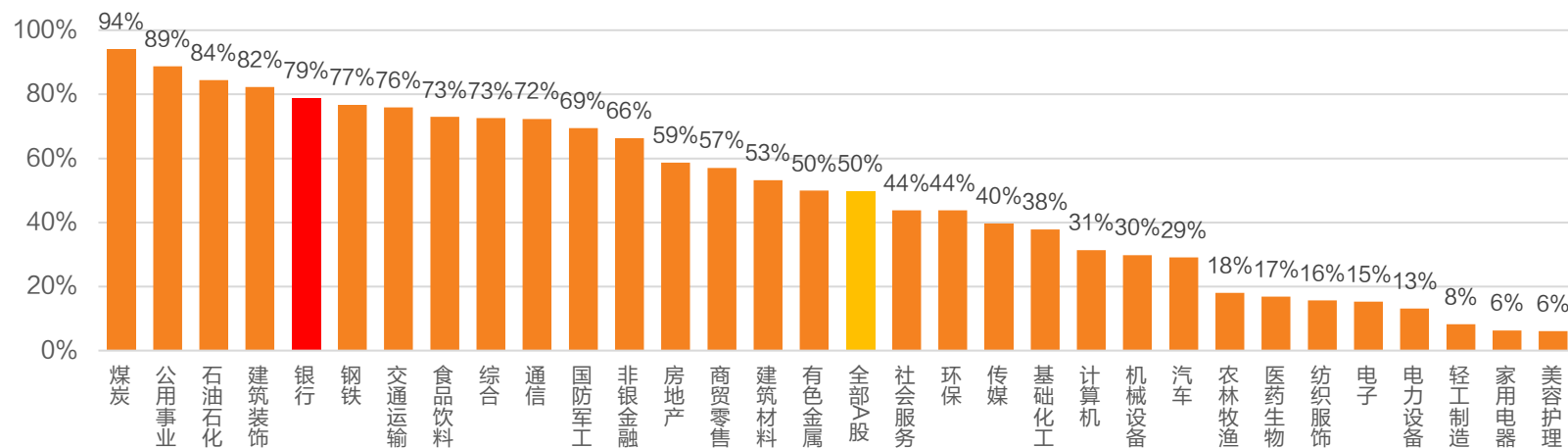


资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.5 “中特估”体系建立，银行估值有望回归

- 截至2023年5月9日收盘，银行板块央国企市值占板块总市值的比例高达78.84%，在各行业板块中排名靠前。2022年11月，证监会主席易会满提出：“建设中国特色现代资本市场，探索建立具有中国特色估值体系”；去年12月上交所发布《中央企业综合服务三年行动计划》，提出“服务推动央企估值回归合理水平。”随后官方又在多次重要会议和文件中对中国特色估值体系和央国企改革进行阐释和具体安排。政策大幕徐徐拉开，国央企估值体系有望重塑。

图：A股各行业央国企市值占比



资料来源：wind，天风证券研究所 注：数据截至2023年5月9日收盘

## 4.5 “中特估”体系建立，银行估值有望回归

- 银行作为“中国特色估值体系”（后简称“中特估”）的重要组成部分，有望迎来估值回归。一方面，在中特估的政策引导下，今年内中特估板块整体表现优于大市，与中特估指数相关性更强的银行也在板块内表现出更大的涨幅。另一方面，在当前经济形势和“中特估体系”建立、央国企改革的政策推动下，央国企或肩负起加杠杆的责任，有望给银行带来长期稳定的项目资源，银行信贷投放有望量质齐优。

图：与中特估指数相关性较强的国股行2023年股价涨幅居前

证券代码	证券名称	与中特估指数相关性	2023年以来股价涨幅	ROE（年化值）	P/B	PB市净率近五年的分位数	P/E	PE市盈率近五年的分位数	股息率	前十大股东中国资持有比例
601939.SH	建设银行	0.91	11.19%	12.24%	0.55	12.67%	4.80	15.64%	5.85%	59.22%
601328.SH	交通银行	0.87	22.36%	9.52%	0.49	49.55%	4.56	38.15%	6.18%	37.16%
601288.SH	农业银行	0.86	21.31%	10.61%	0.54	33.17%	4.75	35.64%	5.86%	84.23%
601398.SH	工商银行	0.86	11.06%	10.19%	0.54	16.01%	4.80	20.21%	6.05%	70.40%
601988.SH	中国银行	0.83	23.73%	9.41%	0.54	39.84%	5.02	39.92%	5.70%	67.39%
600015.SH	华夏银行	0.80	11.59%	7.48%	0.32	5.88%	3.39	13.00%	7.12%	72.89%
601998.SH	中信银行	0.83	20.08%	11.34%	0.52	35.88%	4.61	34.07%	5.01%	72.79%
601658.SH	邮储银行	0.75	5.84%	12.27%	0.66	16.82%	5.72	21.50%	4.53%	71.07%
601818.SH	光大银行	0.66	0.00%	9.48%	0.42	8.40%	3.95	17.70%	5.89%	63.18%
600016.SH	民生银行	0.67	4.85%	9.37%	0.33	17.57%	4.80	28.93%	5.43%	4.31%
600000.SH	浦发银行	0.53	-0.55%	8.97%	0.35	1.56%	4.48	24.53%	5.64%	53.06%
601916.SH	浙商银行	0.19	2.37%	13.60%	0.41	0.40%	4.13	0.40%	7.66%	16.45%
601166.SH	兴业银行	-0.59	-4.33%	13.23%	0.48	0.16%	3.68	1.15%	7.53%	40.89%
600036.SH	招商银行	-0.86	12.08%	16.13%	0.97	2.06%	5.94	2.39%	4.59%	35.32%
000001.SZ	平安银行	-0.84	12.59%	13.25%	0.58	0.82%	4.66	0.25%	2.51%	2.53%

资料来源：wind，天风证券研究所 注：数据截至2023年6月21日收盘

# 目录

第一节 什么是银行？

第二节 银行怎么赚钱？

第三节 银行的财务要点

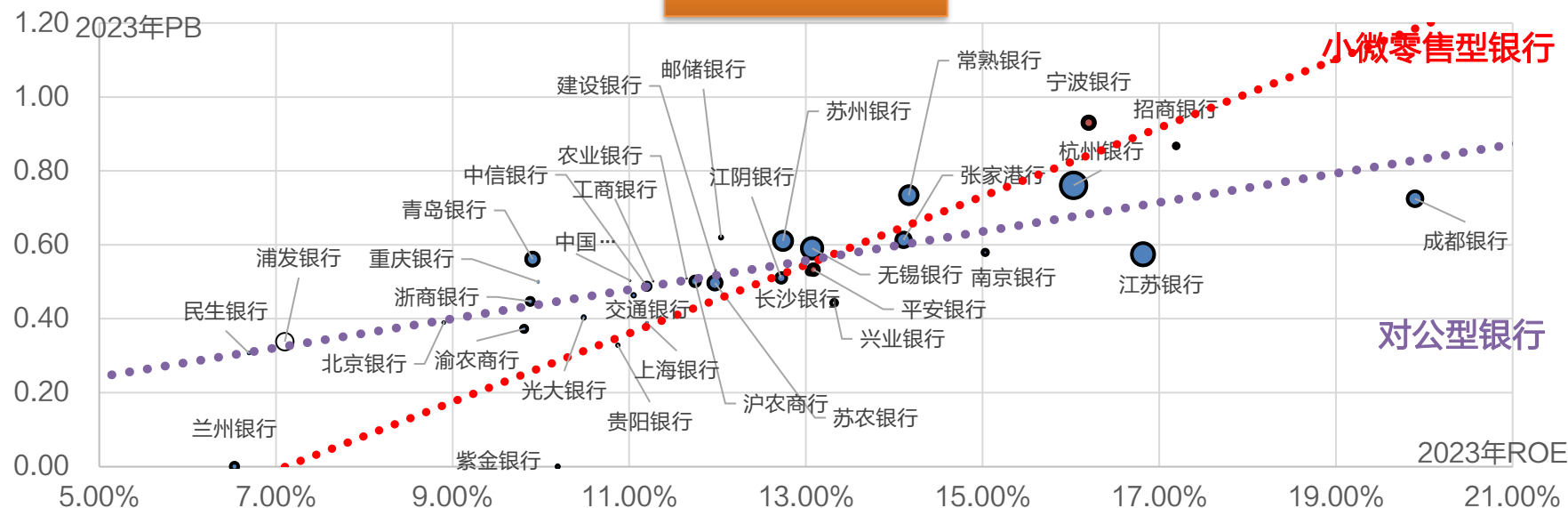
第四节 长期投资价值

第五节 银行估值分析

## 5.1 估值：PB、ROE、PE三者兼看，估值大分化

- 银行业的主流估值思路是相对估值。因为银行属于资产驱动型的行业，所以传统上用PB估值法。不同的投资者对银行估值有不同的判断体系，但往往殊途同归。
- 我们的估值思路基于PB-ROE的关系。下图中横轴是银行2023年预测ROE，纵轴是2023年预测PB，圆圈大小为2023Q1归母净利润增速。直观上，ROE越大，PB越大。但实际上斜率的差异反映的是PE的预期。
- **选股思路：1. 是否能向中枢位置回归。2. 是否存在估值中枢切换的可能性。**

图：PB-ROE



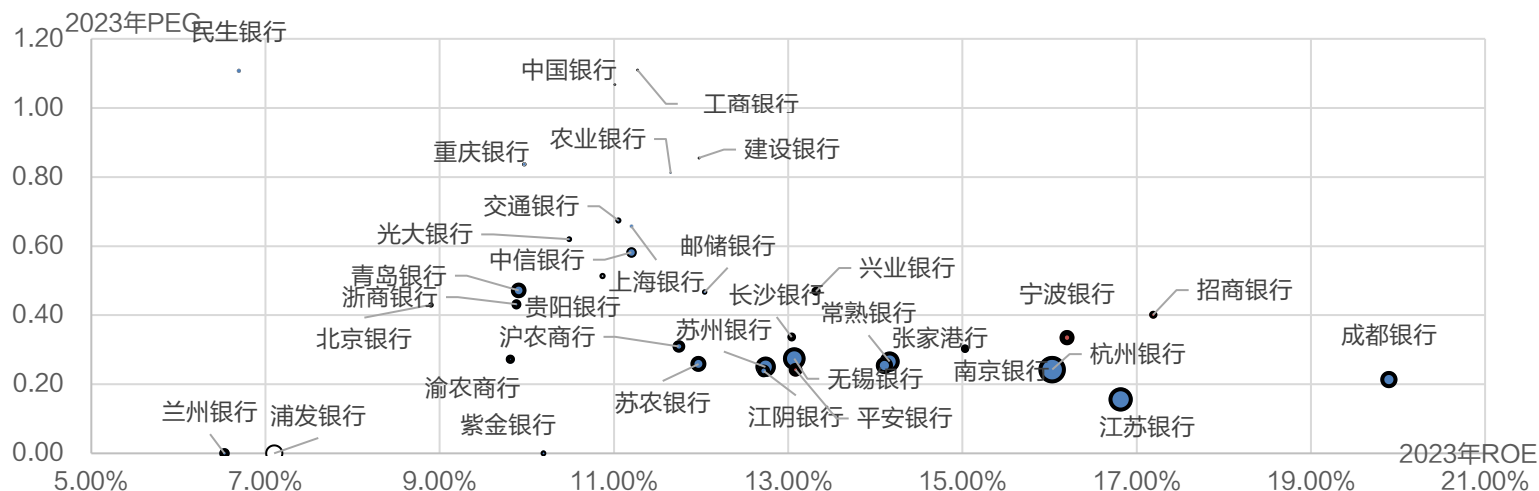
资料来源：wind，天风证券研究所 注：预测值来自wind一致预期（图中数据交易日为2023年6月27日）



## 5.2 估值：隐含的估值逻辑是PEG

- 上图中**利润增速越高的银行享受更高的估值溢价**，背后反映的其实是PEG的估值思路。银行的预期利润增长率越高，对应的PE估值越高。之所以估值溢价主要体现在零售小微银行身上，是市场给予这类银行更高的业绩增长预期。
- 假设银行资产增速跟随M2增速（截至23年5月为11.6%）下行，考虑到传统对公业务的息差跟随经济增速下降，那么对公银行的利润增速预期会在10%以下，长期PE小于10倍。如果要取得ROA增长，实现利润增速提升，那么或者是转变客户结构（小微零售），或者是发展非息业务（财富管理），两个方向都是大零售业务的主赛道。

图：PEG-ROE

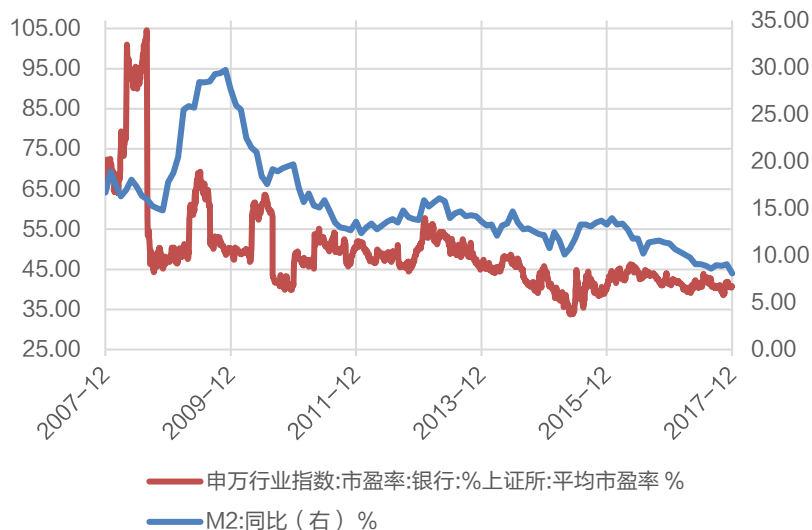


资料来源：wind，天风证券研究所 注：预测值来自wind一致预期（图中数据交易日为2023年6月27日）

## 5.3 板块估值：估值逻辑从量到价的切换

- **银行板块的长期估值逻辑发生过从量到价的切换。**在2018年以前，银行板块的估值和规模增长相关。背后反映的是经济高速增长状态下规模驱动的增长模式。在2018年以后银行板块的估值和价格波动相同，具体地说是和市场利率正相关。这是经济在低增长状态下的价格驱动模式。
- 当市场利率上升，反映经济需求改善，银行净息差扩大，信用风险降低。同时因为流动性收紧，市场资金从成长向价值切换。银行表现出更高的超额收益。

图：2018年以前规模驱动估值



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2018年以后价格驱动估值



资料来源：wind，天风证券研究所

# 风险提示

- **风险1：宏观经济恢复不及预期。**当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力。
- **风险2：稳增长政策持续时间不及预期。**在防风险和房住不炒的长期政策指导之下，稳增长政策的持续时间可能低于预期、政策调整速度可能较快，需持续观察政策演变进程。
- **风险3：信用风险波动。**房地产风险“抓大放小”，仍有偶发性、局部性风险暴露可能。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下