

银行业2023年度中期投资策略：

——预期或扭转，重估再启航

民生证券银行团队 余金鑫

- **降息往往是经济预期扭转的开始。** 2010-2022年，共经历4轮降息周期；除了14-15年之外，降息期间银行指数或波动或下行，但在降息周期结束后3个月内，指数开启了上行趋势。这种滞后性，表明从托底政策到经济预期扭转需要时间。
- **业绩增速或于23H1企稳筑底。** 贷款端重定价压力主要在上半年消化，贷款收益率或将企稳；存款挂牌价调降，有利于负债成本下降，目前上市银行存款付息率均值在1.87%，仍有较大的下降空间。
- **大行营收增速或将保持景气。** 大行业绩口径重述的情况贯穿全年，且银保业务将继续支持中收增速，其他非息收入的低基数也对维持营收增速有利。
- **股份行龙头的估值修复潜力更大。** 招行和宁波的估值相当于大行估值的倍数，从2021年的3倍左右，缩窄至如今的1倍左右；因重定价的集中影响，业绩压力在23Q1提前释放，后续有望企稳。
- **经济优势区域的城农商行业绩坚挺。** 23Q1江苏银行营收增速10.3%，常熟银行13.3%，保持两位数，成都银行9.7%，也保持了较高水平。这部分源于其所在区域信贷增长旺盛。
- **投资建议：预期扭转时，左手“中特估”，右手“顺周期”**
 - “中特估”：低估值、高股息仍具有配置价值，建议关注农业银行、邮储银行、光大银行等。
 - “顺周期”：伴随经济预期扭转，估值底部与复苏预期共振，或呈现更高的估值修复弹性，建议关注宁波银行、招行银行、江苏银行、常熟银行等。
- **风险提示：** 资产质量恶化；地产风险暴露；经济复苏进程延宕；业务景气度恢复不及预期。



01

经济预期有望扭转

02

基本面或已见底

03

左手“中特估”

04

右手“顺周期”

05

投资建议

06

风险提示

CONTENTS

目录



An aerial night view of the Shanghai skyline, featuring the Huangpu River and numerous illuminated skyscrapers. A large red banner is overlaid on the left side of the image, containing the section header.

01. 经济预期有望扭转

以往降息周期后，银行指数倾向于上行

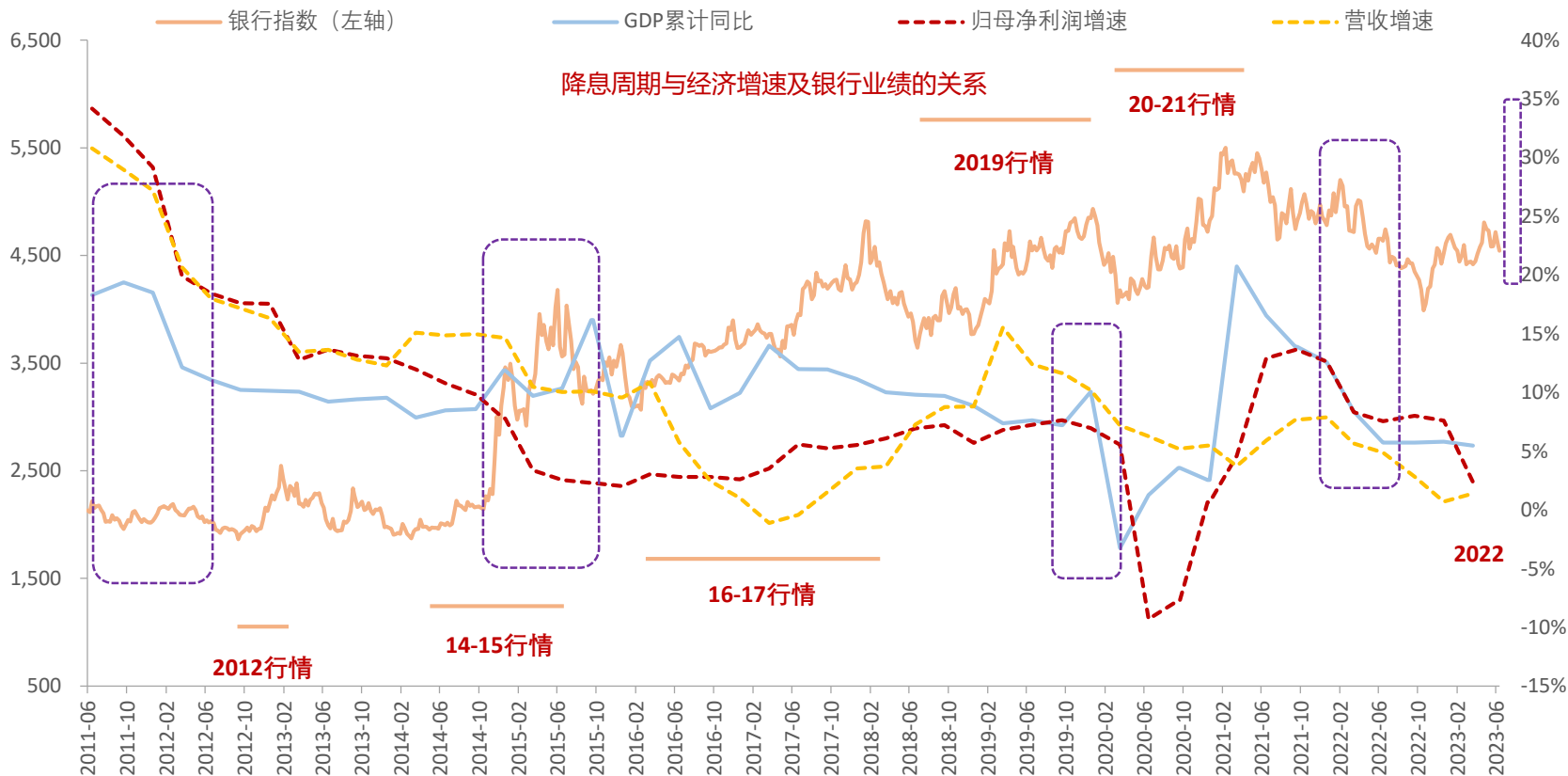
- 2010-2022年，共经历4轮降息周期；除了14-15年之外，降息期间银行指数或波动或下行，但在降息周期结束后3个月内，指数开启了上行趋势。这种滞后性，表明从托底政策到经济预期扭转需要时间。

历次降息与银行指数和PB走势



关键在于经济预期是否扭转

- 降息周期结束后，GDP增速可能下行趋缓或企稳（2012年、2022年），也可能波动上行（2014-2016年），也可能触底反弹（2020年）；背后逻辑在于，降息往往是“稳增长”的开始，通常会有配套政策紧随其后，随着时间的推移，政策效果会逐步体现为GDP增速企稳或回升，进而带动银行业绩好转。



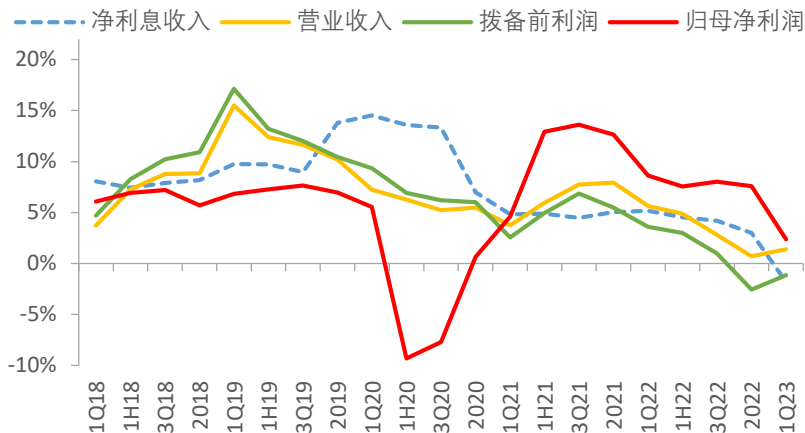
An aerial night view of the Shanghai skyline, featuring the Bund and the Pudong skyline with the Shanghai Tower. A large red banner is overlaid on the left side of the image.

02. 基本面或已见底

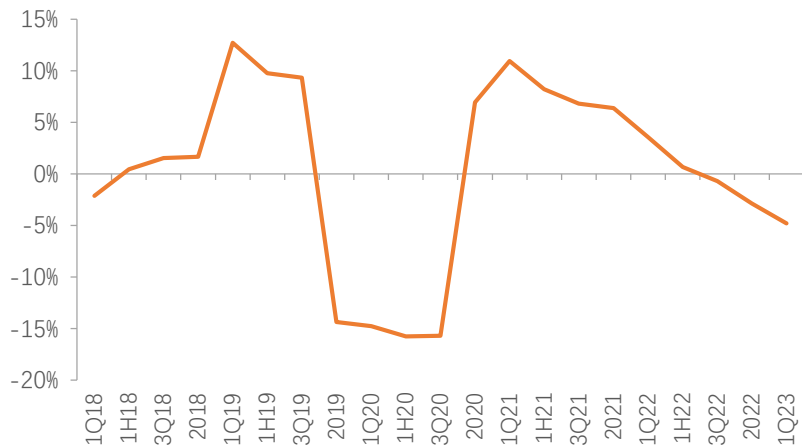
业绩增速或于23H1企稳筑底

- **净息差将企稳。**贷款端重定价压力主要在上半年消化，贷款收益率或将企稳；存款挂牌价调降，有利于负债成本下降，目前上市银行存款付息率均值在1.87%，仍有较大的下降空间。
- **22H1中收增速仅0.7%，基数较低，在更低基数之下，23H1中收增速或将企稳，或不会对营收增速造成进一步拖累。**

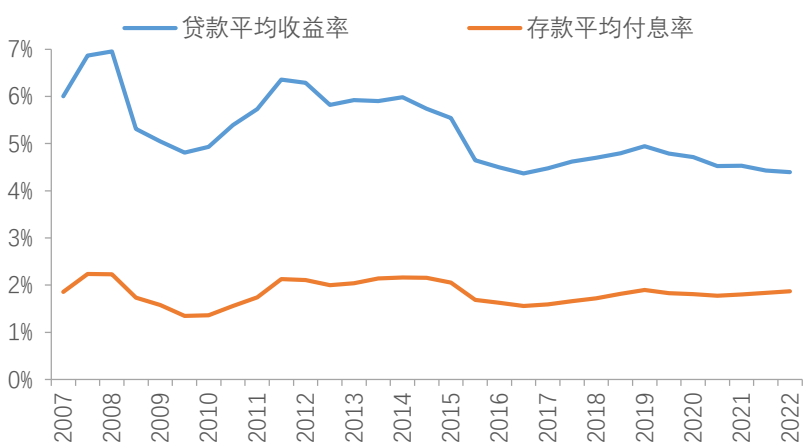
上市银行业绩累计同比增速



上市银行中间业务收入增速



AH上市银行贷款收益率vs存款付息率



03. 左手“中特估”

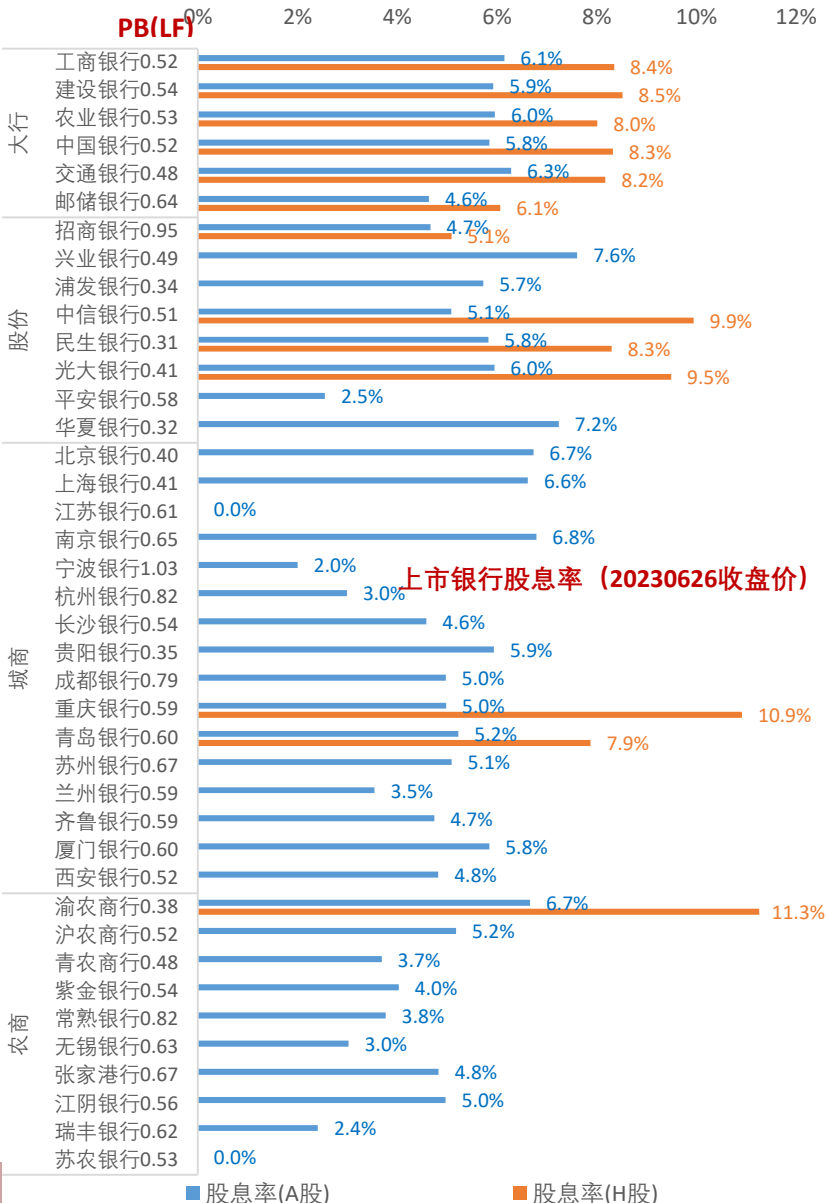
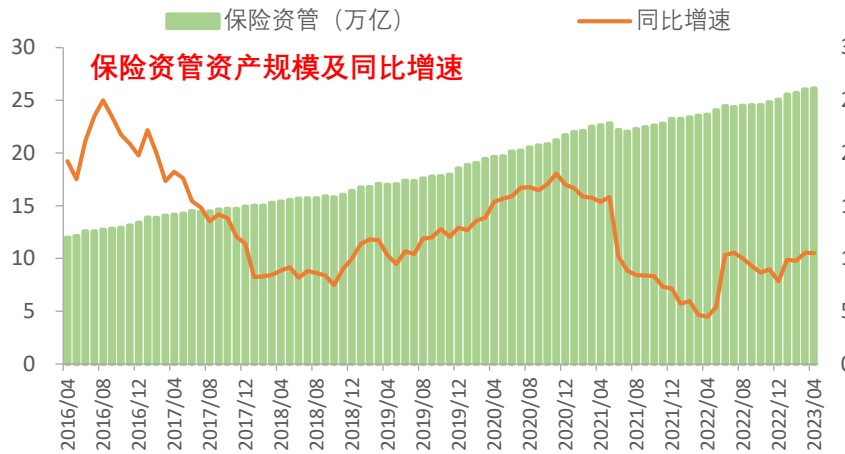


低估值、高股息适合长线资金

四类银行PB (LF)

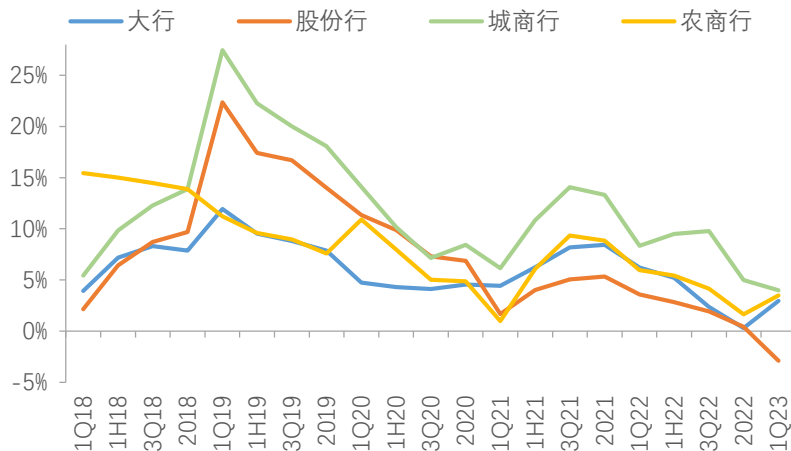


保险资管资产规模及同比增速 (截至2023-04)

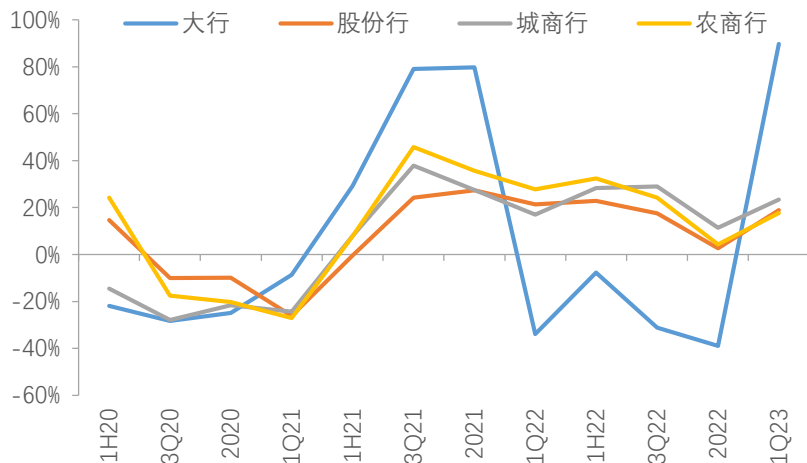


- 大行营收增速回升，主要来自保险子公司的影响。**截至23Q1，大行、农商行营收同比增速实现回升，其中大行环比提升2.7pct，主要受保险子公司执行117，并进行报表重述的影响。
- 大行营收增速或将保持景气。**大行业绩口径重述的情况贯穿全年，且银保业务将继续支持中收增速，其他非息收入的低基数也对维持营收增速有利。

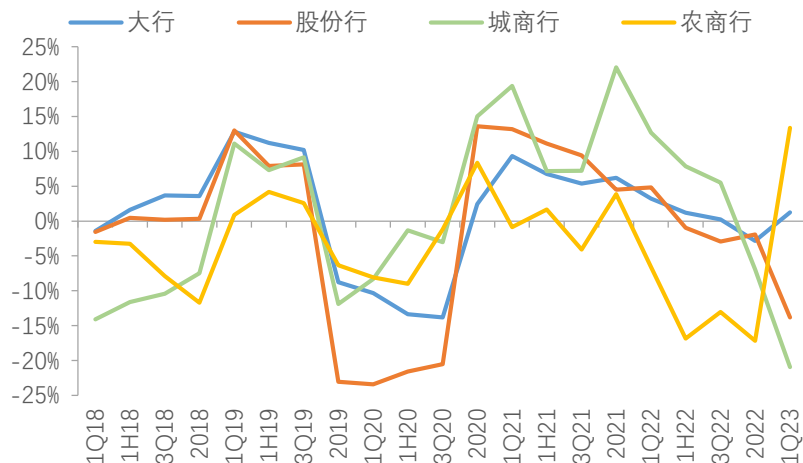
营业收入累计同比增速：四组上市银行对比



其他非息收入累计同比增速：四组上市银行对比



中收增速：四组上市银行对比



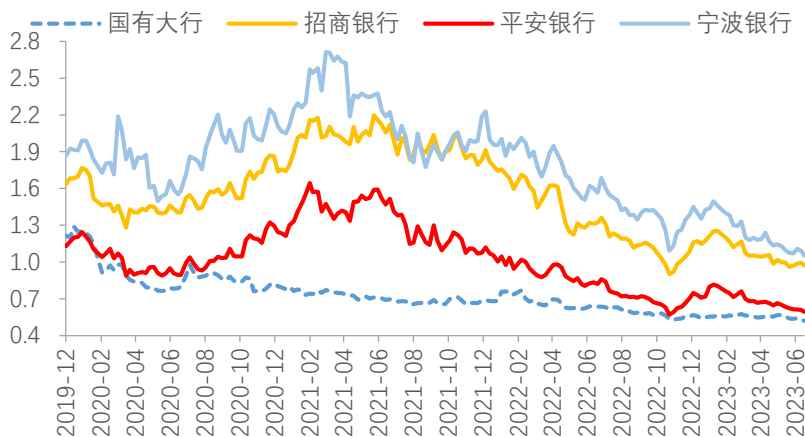
04. 右手“顺周期”



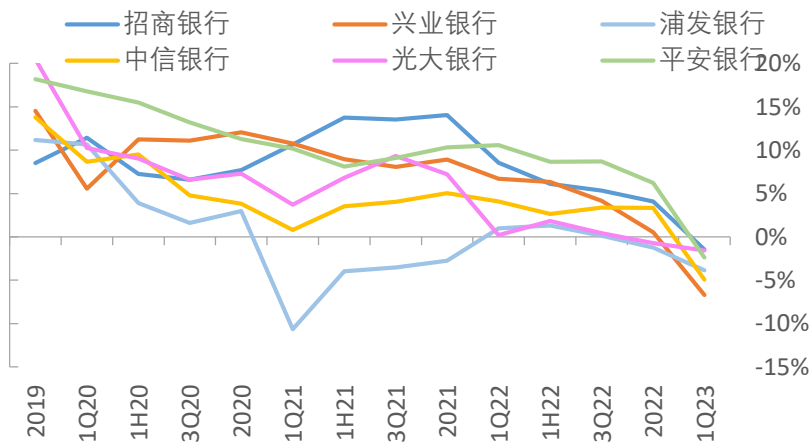
股份行龙头的估值修复潜力更大

- 股份行龙头的估值对经济环境更为敏感(大行相对更为惰性), 顺周期的特性更为突出。截至23年6月21日, 国有大行PB估值0.52倍, 招行和宁波在1倍左右, 估值差距较21年时大幅收窄。
- 业绩压力在23Q1提前释放, 后续有望企稳。多数股份行的营收和利润增速在23Q1出现显著下行, 贷款重定价影响较集中, 后续或趋缓。光大银行23Q1营收增速降幅较小, 利润增速提升。

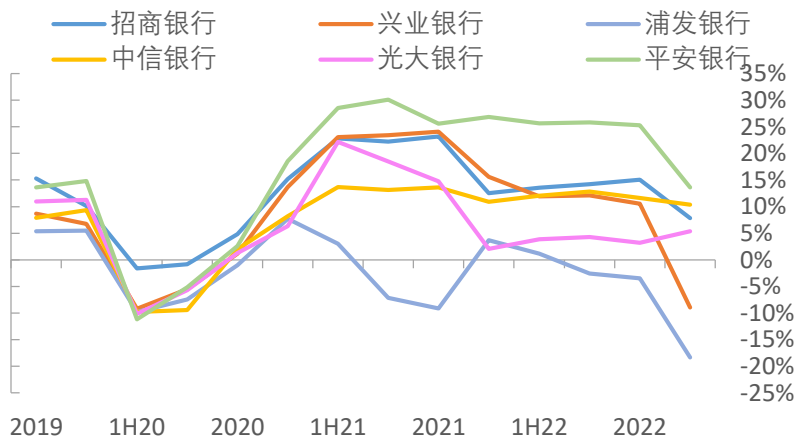
股份行vs大行: PB估值差距持续收窄



营收增速同组对比: 股份行



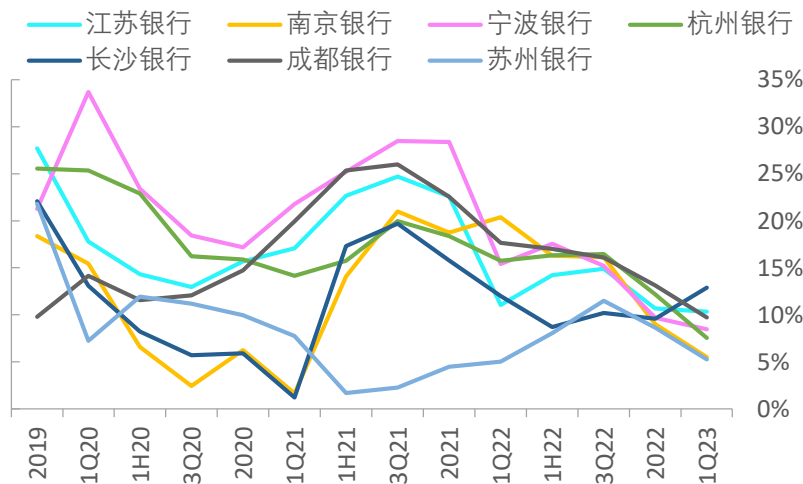
归母净利润增速同组对比: 股份行



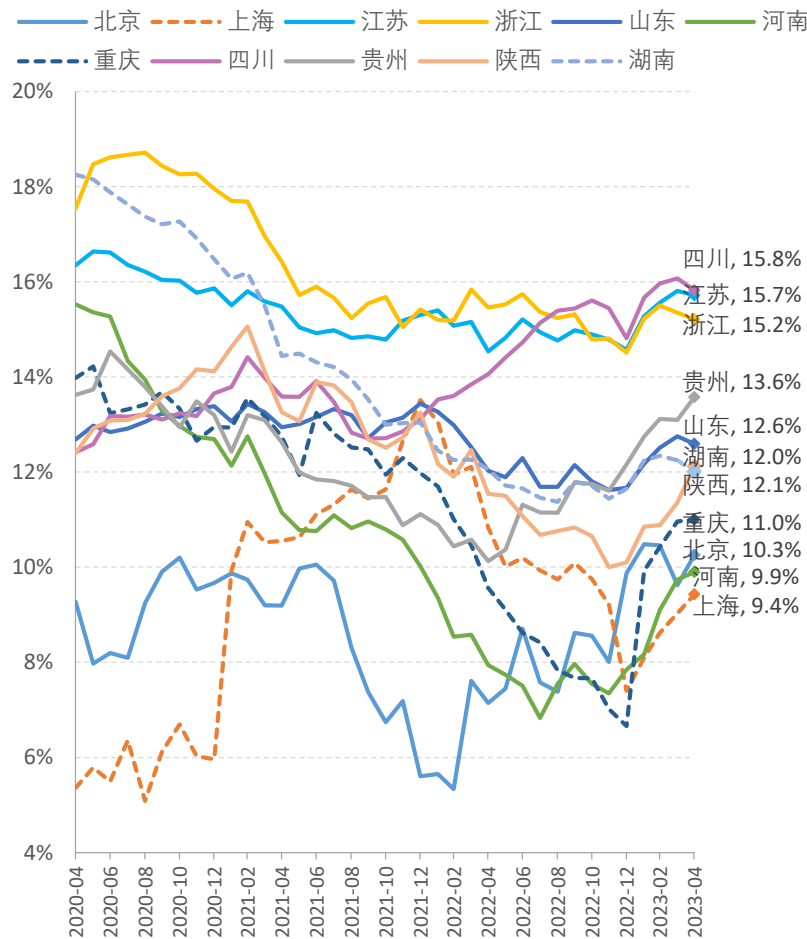
部分城农商业绩景气有望保持

- 江苏、四川、浙江信贷增速依然较高。截至2023年4月，三地贷款增速分别为15.8%、15.7%、15.2%，对营收构成支撑。
- 部分城商行营收增速较为坚挺。23Q1江苏银行营收增速10.3%，常熟银行13.3%，保持两位数，成都银行9.7%，也保持了较高水平。这部分源于其所在区域信贷增长旺盛。

营收增速同组对比：城商行



各省贷款同比增速



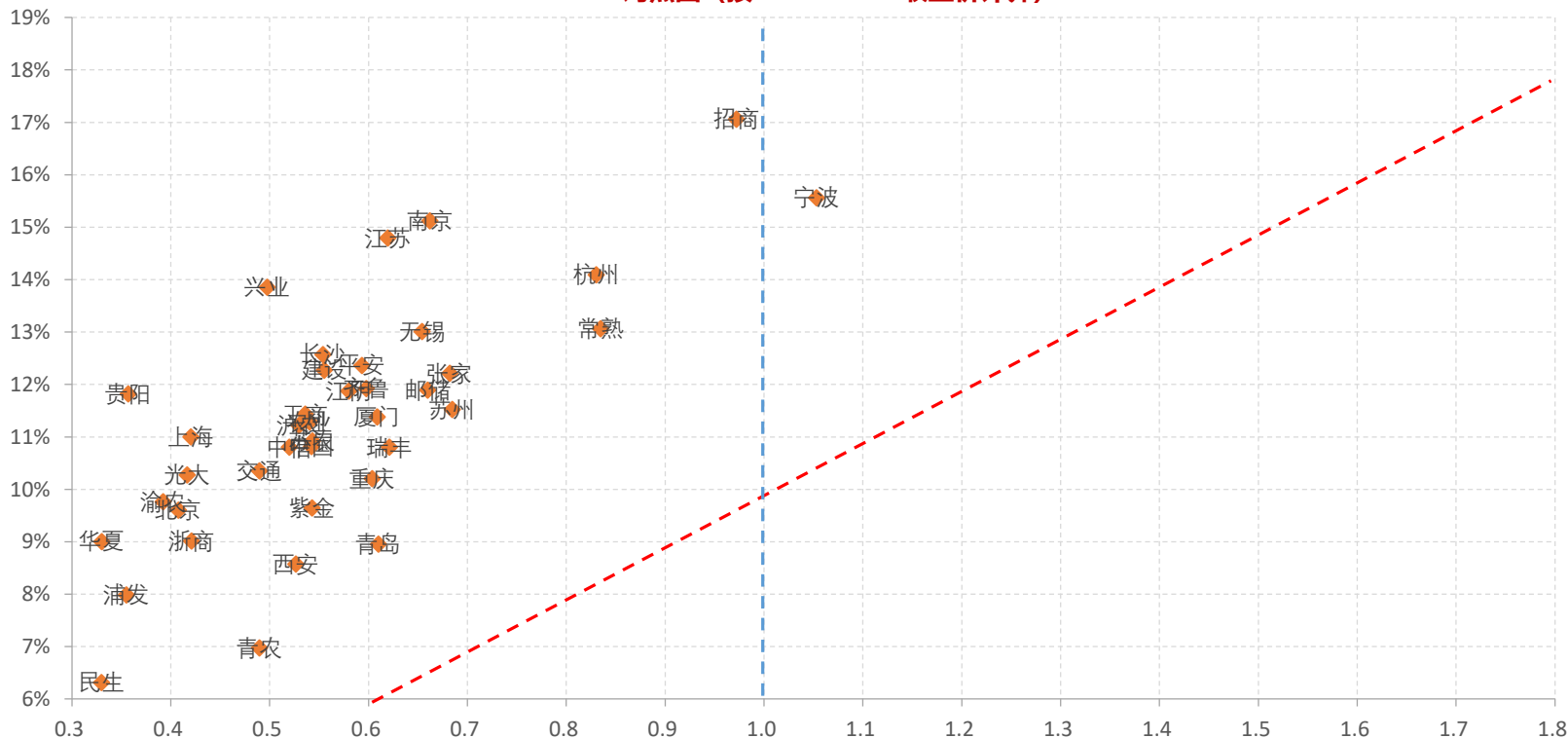
An aerial night view of the Shanghai skyline, featuring the Huangpu River and numerous illuminated skyscrapers. A large red arrow-shaped graphic points from the left towards the center, containing the white text '05. 投资建议'.

05. 投资建议

左手“中特估”，右手顺周期

- “中特估”：低估值、高股息仍具有配置价值，建议关注农业银行、邮储银行、光大银行等。
- “顺周期”：伴随经济预期扭转，估值底部与复苏预期共振，或呈现更高的估值修复弹性，建议关注宁波银行、招行银行、江苏银行、常熟银行等。

PB-ROE对照图（按2023-06-21收盘价计算）



An aerial night view of the Shanghai skyline, featuring the Huangpu River and numerous illuminated skyscrapers. A large red banner is overlaid on the left side of the image, containing the section title.

06. 风险提示

风险提示

- **资产质量恶化。**当前经济可能仍存在压力，可能传导到小微企业、制造业、房地产企业，可能滞后反映在银行报表上，出现不良率、逾期率超预期上升，削弱银行的业绩表现。
- **地产风险暴露。**房地产企业再融资压力较大，若信用环境改善不够，可能导致个别房企、局部项目出现违约风险，可能使银行资产端与地产链相关的企业出现逾期或不良。
- **经济复苏进程延宕。**经济活力不佳可能使实体经济融资需求进一步收缩，单纯供给侧的利好不足以支撑贷款足量投放，可能约束到银行的资产扩张。
- **业务景气度恢复不及预期。**经济活力的恢复需要一个过程，且中途可能存在反复，零售业务存在恢复程度不及预期的风险。

THANKS 致谢

民生证券 银行研究团队



分析师 余金鑫
执业证号：S0100521120003



研究助理 于博文
执业证号：S0100122020008

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。 其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。