

行至底部区间，关注高股息、优质中小行和困境反转三条主线

——银行业 2023 年中期策略报告

核心观点

- **复盘：弱复苏预期压制传统机构重仓股表现。**国内经济在 22 年末防疫政策放松和地产救助政策实施后，Q1 走出较好开局，但 Q2 以来，经济增长的内生动能明显走弱，PMI 连续 2 个月落入荣枯线以下。在这样的环境中，银行基本面暂未跟随市场的修复预期，受到息差收窄的拖累，景气度跌至底部区间。复盘板块行情，低风险偏好下低估值、高股息大行表现较好，但传统机构重仓中小银行股回调显著。展望下半年经济形势的不确定性仍然存在，但考虑到当前上市银行估值隐含着地产和经济的足够悲观预期，我们认为可以对银行股积极一些。一方面，经济修复进程放缓，7 月中央政治局会议依然可期，增量政策有望加速落地；另一方面，重定价的阶段性影响退去和让利压力趋缓等积极因素作用，银行经营基本面有望趋稳。
- **基本面展望：企稳正当时，净息差降幅有望收敛。**展望下半年，即使在“弱复苏”的背景下，银行基本面压力好转仍然是必然趋势。**量的方面**，考虑到信贷前置发力，后续信贷节奏可能会边际放缓，但信贷增速大幅滑坡的可能性不高，其中基建、制造业、绿色等领域有望保持平稳，随着经济修复逐步向中小微、居民端传导，零售的修复值得期待。**价格方面**，若下半年经济潜在修复动能不能持续释放，货币政策有望重新加码，考虑到负债端存款挂牌利率调整，以及货币市场短端 OMO 利率的调整，预期 LPR 降息概率较大，银行贷款定价下行的压力仍然存在；但考虑到 2020 年以来存款利率市场化改革的稳步推进，存款利率大概率随贷款利率同步下调，叠加重定价因素的消退、信贷供需格局的改善，我们判断息差环比下行的幅度有望趋缓。如若零售等高收益资产需求能有改善，有望为银行息差的企稳提供更有力的支撑。**资产质量方面**，涉房不良压力峰值已过，后续不良生成有望趋缓，但需要关注局部地区债务风险。**综合来看**，我们预计下半年银行基本面有望企稳，建议投资者重点关注净息差走势，预计 23 年上市银行营收、归母净利润增速分别在 2.8%/4.8%，较 23Q1 分别提升 2.1/2.4pct。
- **低 PB、低波动、高股息，弱复苏背景下拥抱银行股的确定性价值。**4 月以来，市场防御情绪持续升温，投资者开始更多关注到盈利稳健、股息率较高、估值较低的银行板块。一方面，无风险利率的持续下行，银行的股息价值优势持续提升，截至 6 月 9 日，银行板块近 12 个月平均股息率仍接近 5% 的高位水平，31 个申万一级行业中仅次于煤炭。另一方面，从长期视角来看，我国银行业经营稳健，在不同宏观环境中的韧性凸显，与海外银行业相比，ROE 仍维持在 10% 以上，盈利能力领先，且波动性较小，分红长期稳定。此外，18 年以来银行持续加大不良认定和处置力度，银行逐步做实资产，报表的真实性稳步提升，不良指标向好，未来拨备计提的客观压力减轻，在经济弱复苏和让利压力趋缓的氛围中基本面有望企稳。**总体而言**，下半年经济复苏或仍有波折，但即使在弱复苏的市场环境中，基于对板块估值和基本面底部的确认，从绝对收益的角度，下半年银行的投资价值仍然值得关注。

投资建议与投资标的

- 展望下半年，我们认为“弱复苏”的格局未变，政策层面也存在空间。向后看，银行基本面压力逐步好转是必然趋势。目前，板块估值和基金仓位仍处于历史底部，后续基本面企稳有望驱动板块估值持续修复，我们继续维持行业看好评级。
- 个股方面，看好低估值高股息大行的投资价值，建议关注交通银行(601328，未评级)、邮储银行(601658，买入)；经济复苏背景下，建议关注以招商银行(600036，未评级)、宁波银行(002142，未评级)为代表的中长期价值标的和以江苏银行(600919，买入)、成都银行(601838，买入)、苏州银行(002966，买入)、常熟银行(601128，未评级)为代表的优质中小行；此外，建议关注以中信银行(601998，未评级)、浙商银行(601916，未评级)、渝农商行(601077，未评级)为代表的存量风险处置取得阶段性成果、资产质量边际改善、前期估值受风险压制的银行。

风险提示

- 经济修复节奏低于预期；房地产流动性风险继续蔓延；海外流动性风险蔓延。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

银行业

报告发布日期

2023 年 06 月 13 日



证券分析师

证券分析师 武凯祥

wukaixiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522040001

联系人

相关报告

- LPR 报价利率继续持平：——银行业周观 2023-05-28 点
- 政策利率维持稳定，新发贷款利率回升：——银行业周观点 2023-05-21
- 营收表现略超预期，资产质量保持稳健：——上市银行 1 季报综述 2023-05-08

目录

1. 复盘：弱复苏预期压制传统机构重仓股表现.....	5
1.1 行情表现：内部走势分化，大行表现较好、股份行和中小行承压.....	5
1.2 基本面表现：息差收窄和非息低迷拖累，景气度已至底部	7
2. 基本面展望：企稳正当时，净息差降幅有望收敛.....	9
2.1 量：信贷节奏趋稳，关注重点领域复苏节奏.....	9
2.2 价：净息差步入底部区间，下行幅度有望趋缓	11
2.3 质：不良生成压力边际减轻，拨备夯实无虞.....	13
2.4 中收：低基数下有望修复，财富管理中长期价值不变.....	16
2.5 预计下半年营收、盈利有所修复.....	17
3. 低 PB、低波动、高股息，弱复苏背景下拥抱银行股的确定性价值	20
3.1 长期视角：银行经营稳健，资产质量中长期拐点已至.....	20
3.2 横向对比：股息回报率领先，低利率环境下配置优势凸显	21
3.3 估值和基金仓位仍处历史底部区间，悲观预期充分反映	22
4. 选股维度：重点关注高股息、优质中小行和困境反转三条主线	24
4.1 继续关注低估值、稳健经营大行.....	24
4.2 看好复苏核心标的和优质中小行反弹机会	24
4.3 风险缓释、资产质量改善，建议关注困境反转主线	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：PMI 连续两个月落入荣枯线以下	5
图 2：居民贷款需求持续回落	5
图 3：年初至今银行板块跑赢沪深 300 指数 3.7%	6
图 4：年初以来，银行板块相对其他板块表现较好	6
图 5：上市银行内部个股行情分化明显	7
图 6：23Q1 上市银行营收增速继续处在低位	7
图 7：23Q1 上市银行归母净利润增速较 22A 下降 5.2pct.....	7
图 8：从盈利增速的驱动要素分解来看，净息差是主要拖累	8
图 9：从营收和利润表现来看，个体间的分化在拉大.....	8
图 10：1 季度开门红后 4 月信贷增速边际收敛	9
图 11：从增量结构来看，零售弱复苏、对公引领	9
图 12：预计 23 年社融存量增速在 10.4%.....	10
图 13：预计 23 年新增人民币贷款 23 万亿.....	10
图 14：制造业贷款增速保持稳定	11
图 15：基础设施类贷款继续呈现高景气	11
图 16：23Q1 普惠小微增速进一步提升	11
图 17：商业银行净息差跌至 1.8%以下.....	12
图 18：23Q1 上市银行生息资产收益率下降	12
图 19：23Q1 上市银行计息负债成本率上行	12
图 20：LPR 保持稳定	12
图 21：23Q1 新发放贷款利率企稳	12
图 22：23Q1 绝大部分上市银行关注类贷款占比环比改善.....	15
图 23：上市银行中收增速延续承压态势	17
图 24：23Q1 招行财富管理业务收入同比变化	17
图 25：国内四大行 ROE 仍处在 10%以上	20
图 26：银行盈利增速相比其他板块更稳定	20
图 27：2018 年以来银行加大不良核销力度	21
图 28：银行不良+关注类贷款占比延续改善	21
图 29：上市银行股息率 vs10 年期国债收益率	21
图 30：申万一级行业股息率对比	22
图 31：上市银行估值仍处于历史底部	22
图 32：当前银行估值对应隐含不良率在 14%以上	22
图 33：23Q1 上市银行主动基金持仓进一步下滑	23
图 34：上市银行国资持股比例-23Q1	24

图 35：区域信贷余额增速对比	25
图 36：部分区域性银行转债距离强赎空间	25
图 37：上市银行贷款结构图-22A	25
图 38：21 年以来上市银行不良率变动	25
表 1：上市银行 2023Q1 资产质量表现整体好于 2022Q4	13
表 2：工行、建行、招行、兴业、平安 2022 对公不良率--分行业细项	15
表 3：零售不良有所波动	16
表 4：上市银行 23Q1 核心一级资本充足率与监管红线的差距	17
表 5：预计下半年上市银行营收、盈利增速有所修复	19

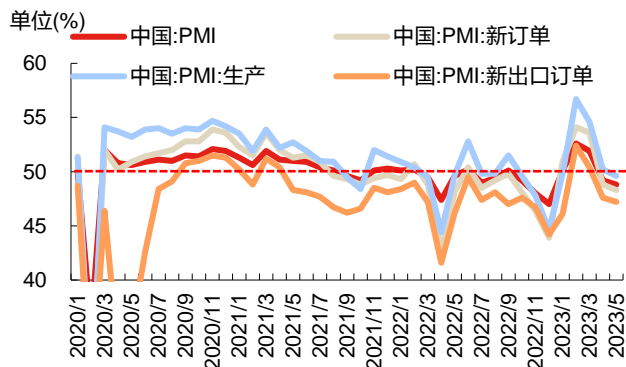
1. 复盘：弱复苏预期压制传统机构重仓股表现

国内经济在 22 年末防疫政策放松和地产救助政策实施后，Q1 走出较好开局，但 Q2 以来，经济增长的内生动能明显走弱，PMI 连续 2 个月落入荣枯线以下。在这样的环境中，银行基本面暂未跟随市场的修复预期，受到息差收窄的拖累，景气度跌至底部区间。复盘板块行情，低风险偏好下低估值、高股息大行表现较好，但传统机构重仓中小银行股回调显著。展望下半年经济形势的不确定性仍然存在，但考虑到当前上市银行估值隐含着地产和经济的足够悲观预期，我们认为可以对银行股积极一些。一方面，经济修复进程放缓，7 月中央政治局会议依然可期，增量政策有望加速落地；另一方面，重定价的阶段性影响褪去和让利压力趋缓等积极因素作用，银行经营基本面有望趋稳。

1.1 行情表现：内部走势分化，大行表现较好、股份行和中小行承压

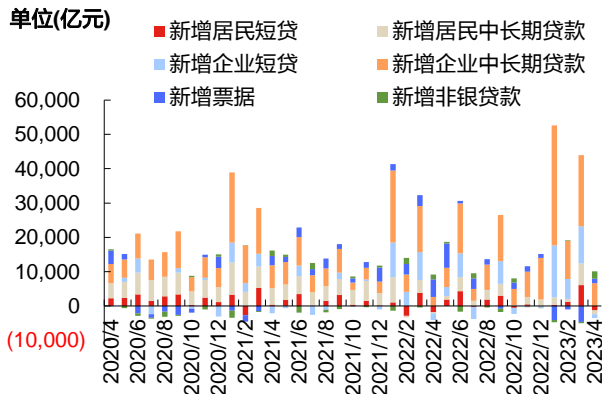
1 季度后经济复苏动能减弱，信贷社融边际走弱。22 年末疫情政策放开，国内经济在 1 季度迎来良好开局，1 季度实际 GDP 同比增长 4.5%，好于此前市场预期的 4.0%。但 4 月以来，随着被疫情抑制的需求充分释放，疫情政策的放松对经济的助推作用有所消退，内需修复动能减弱，PMI 连续 2 个月落入荣枯线以下，工业企业利润连续负增，信贷社融也在 1 季度开门红后边际走弱，4 月整体呈现下滑趋势。

图 1：PMI 连续两个月落入荣枯线以下



数据来源：Wind，东方证券研究所

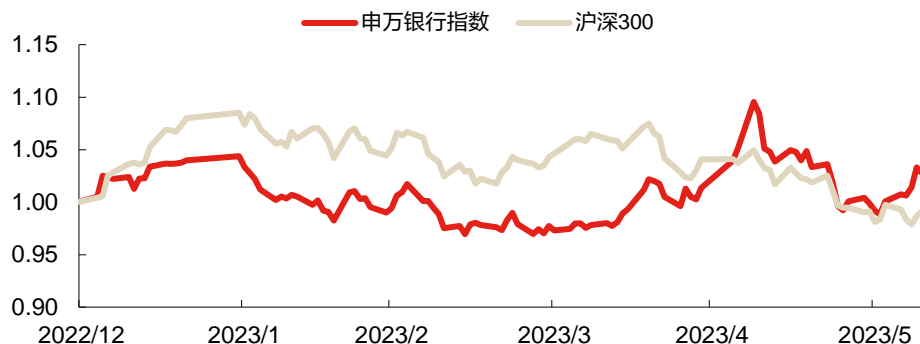
图 2：居民贷款需求持续回落



数据来源：Wind，东方证券研究所

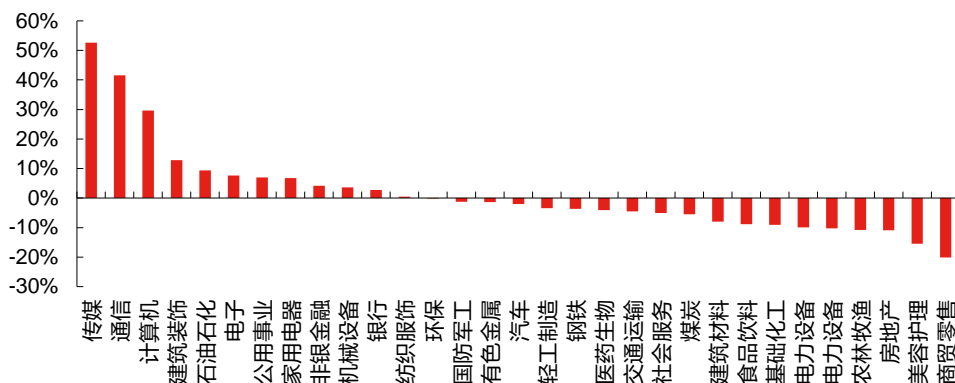
市场避险情绪浓厚，银行板块防御价值显现。在这样的宏观环境中，我们观察到市场防御情绪持续升温，尤其在 4 月以来，伴随着央企价值修复行情的持续演绎，投资者开始更多关注到盈利稳健、股息率较高的银行板块，在 2-3 月表现相对清淡下，年初至今仍收获相对涨幅，截至 6 月 9 日，申万银行指数累计上涨 2.75%，跑赢同期沪深 300 指数 3.65%，在 31 个申万一级行业中排名第 11。

图 3：年初至今银行板块跑赢沪深 300 指数 3.7%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：年初以来，银行板块相对其他板块表现较好

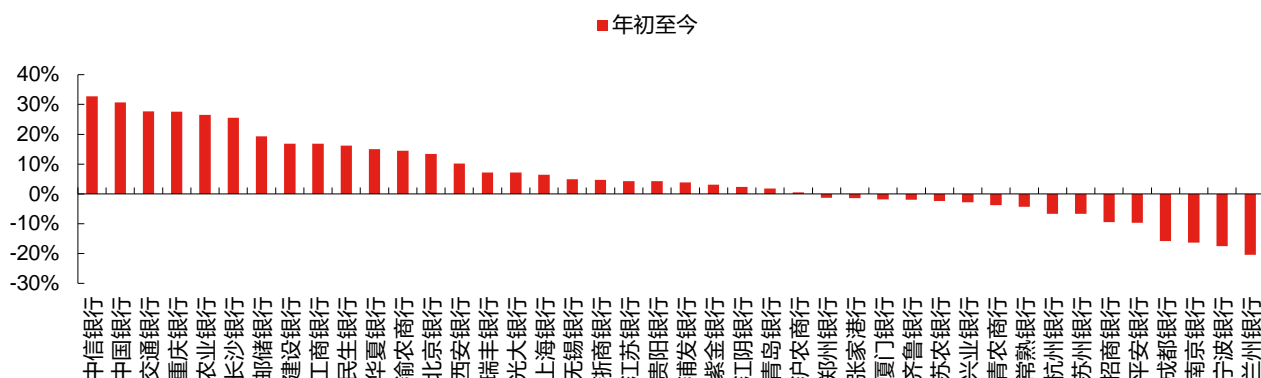


注：截止日期为 2023 年 6 月 9 日；

数据来源：Wind，东方证券研究所

央国企价值修复行情催化下大行表现亮眼，股份行、中小行表现相对承压。个股来看，板块表现分化显著，共有两类银行表现较优，一类是低估值、高股息、与央国企价值修复相关的中信银行和 6 家国有大行（中信年初至今+32.7%，中国银行年初至今+30.7%，交通银行、农业银行年初至今涨幅也接近 30%），另一类是以民生银行、华夏银行、渝农商行、北京银行为代表的低估值存在风险出清改善预期的个股。相比之下，与经济预期强相关的传统机构重仓股回调显著，如招行、宁波年初至今分别下跌 10.9%/19.4%。

图 5：上市银行内部个股行情分化明显



注：截止日期为 2023 年 6 月 9 日；

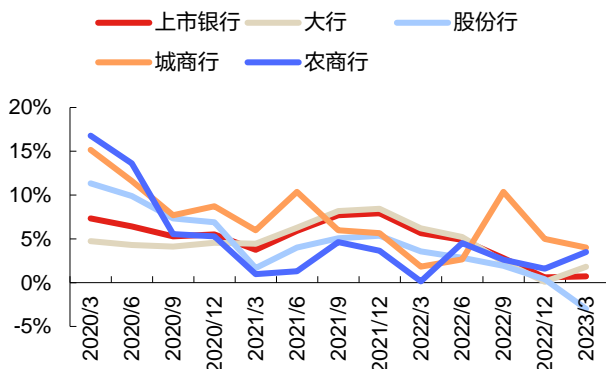
数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 基本面表现：息差收窄和非息低迷拖累，景气度已至底部

基本面如期承压，景气水平跌至底部区间。观察上市银行的整体经营数据，年初以来行业基本面进一步下行，23Q1 实现归母净利润同比增长 2.4%，增速较 2022 年下降 5.2pct，实现营收同比增长 0.7%，增速较 2022 年小幅提升 0.1pct，但需要注意的是营收增速的小幅提升更多来自于五大行营收口径的调整，而从净利息收入和手续费及佣金净收入增速来看，行业整体均呈现出下滑趋势。

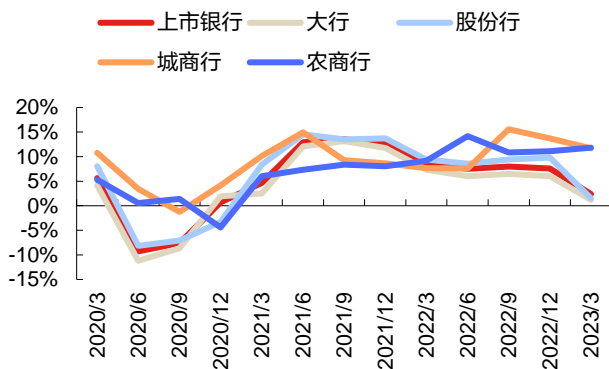
我们认为行业基本面的回落仍然是受到多种因素叠加的结果：1）1 季度贷款重定价带来阶段性负面冲击，行业息差显著收窄，拖累银行净利息收入增长；2）虽然减值损失对今年银行的利润增长继续提供正贡献，但前阶段疫情对资产质量的后置影响有所显现，银行在零售、地产等领域的不良率有所波动；3）1 季度银行开门红表现较好，信贷实现高增，但结构性问题仍然突出，继续依靠对公引领，零售投放继续呈现弱修复态势，尤其是居民中长期贷款增长乏力。

图 6：23Q1 上市银行营收增速继续处在低位



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：23Q1 上市银行归母净利润增速较 22A 下降 5.2pct

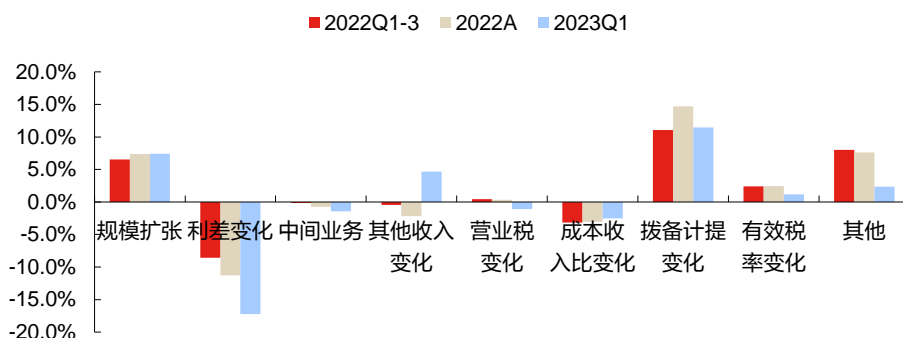


数据来源：Wind，东方证券研究所

我们对上市银行 23 年 1 季报的净利润增速进行归因分析，从净利润增速驱动各要素分解来看：

- 1) **拨备仍然是最主要的正贡献项。**23Q1 上市银行拨备计提贡献净利润增长 11.4pct，仍然是驱动上市银行利润增长的主要贡献因素，但贡献程度边际减弱。
- 2) **规模扩张正贡献保持稳定。**23Q1 银行信贷开门红表现亮眼，驱动扩表增速，1 季度上市银行规模扩张对净利润增长的贡献为 7.4pct，以量补价趋势延续。
- 3) **息差收窄仍是最主要的负面因素。**23Q1 上市银行息差对盈利负贡献 17.3 个百分点，1 季度重定价影响下息差的负面影响进一步加大。
- 4) **其他非息收入贡献度提升。**手续费方面，23Q1 上市银行中收拖累盈利增速 1.4pct（拖累 0.7pct，22A）；其他非息方面，23Q1 对上市银行的盈利正贡献 4.7pct，贡献度边际改善实现由负转正。

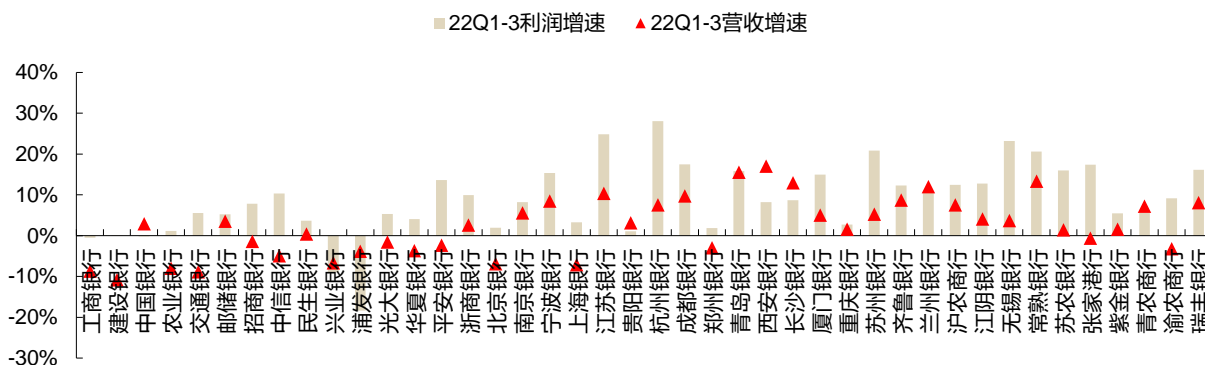
图 8：从盈利增速的驱动要素分解来看，净息差是主要拖累



数据来源：Wind，东方证券研究所

内部业绩表现分化延续，国有大行和股份行盈利增速降幅较大，优质区域性银行业绩增速相对平稳。国有大行和股份行盈利增速降幅较大，其中表现较好的是平安(+13.6%,YoY)、中信(+10.3%,YoY)和浙商(+9.9%,YoY)；区域性银行业绩增速保持相对平稳，其中江苏、常熟、青岛继续保持“营收 10%+、盈利 15%+”的趋势。

图 9：从营收和利润表现来看，个体间的分化在拉大



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2. 基本面展望：企稳正当时，净息差降幅有望收敛

展望下半年，即使在“弱复苏”的背景下，银行基本面压力好转仍然是必然趋势。量的方面，考虑到信贷前置发力，后续信贷节奏可能会边际放缓，但信贷增速大幅滑坡的可能性不高，其中基建、制造业、绿色等领域有望保持平稳，随着经济修复逐步向中小微、居民端传导，零售的修复值得期待。价格方面，若下半年经济潜在修复动能不能持续释放，货币政策有望重新加码，考虑到负债端存款挂牌利率调整，以及货币市场短端 OMO 利率的调整，预期 LPR 降息概率较大，银行贷款定价下行的压力仍然存在；但考虑到 2020 年以来存款利率市场化改革的稳步推进，存款利率大概率随贷款利率同步下调，叠加重定价因素的消退、信贷供需格局的改善，我们判断息差环比下行的幅度有望趋缓。如若零售等高收益资产需求能有改善，有望为银行息差的企稳提供更有力的支撑。资产质量方面，涉房不良压力峰值已过，后续不良生成有望趋缓，但需关注局部地区债务风险。

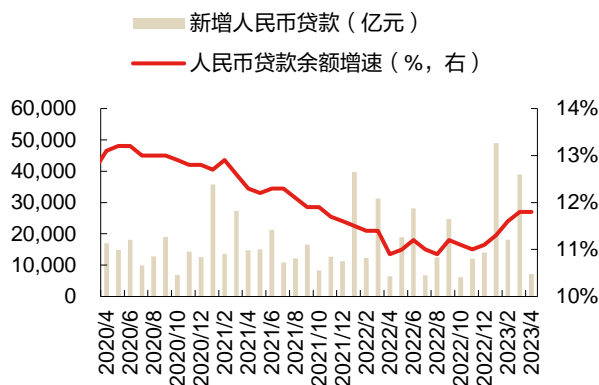
综合来看，我们预计下半年银行基本面有望企稳，建议投资者重点关注净息差走势，预计 23 年上市银行营收、归母净利润增速分别在 2.8%/4.8%，较 23Q1 分别提升 2.1/2.4pct。

2.1 量：信贷节奏趋稳，关注重点领域复苏节奏

信贷前置发力，对公继续引领、零售弱修复。年初以来持续的宽信用政策和经济复苏背景下信贷需求的改善支持银行信用扩张速度维持在较高水平，1 季度银行开门红表现亮眼，Q1 新增人民币贷款投放 10.6 万亿，同比多增 2.3 万亿。但在 1 季度项目集中投放后，4 月实体信贷需求有所下行，受到前置发力的节奏影响，信贷增量边际放缓，新增人民币贷款 7188 亿，为近年来低点，2018-2021 年同期分别为 1.2、1、1.7 和 1.5 万亿。

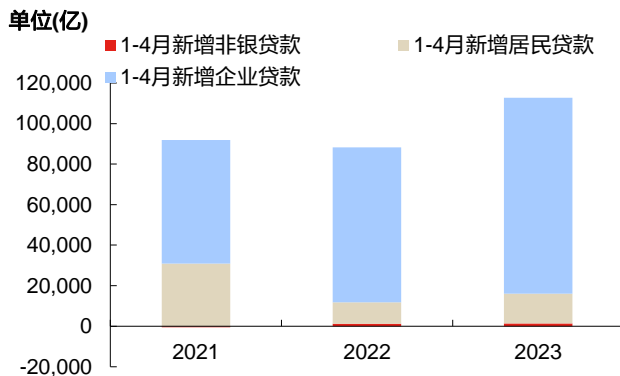
拆分来看，年初以来的信贷继续呈现“对公强、零售弱”的特点，1-4 月新增企业贷款 9.7 万亿，其中中长期同比多增 3.1 万亿，票据同比少增 2.2 万亿，结构有明显改善；居民杠杆持续收缩，地产、消费复苏低于预期，4 月新增居民短期贷款和中长期贷款都为负增长，分别为 -1255 亿、-1156 亿，反映居民“稳杠杆”或还需等待收入进一步修复、对未来信心的重塑和地产企稳。

图 10：1 季度开门红后 4 月信贷增速边际收敛



数据来源：央行，Wind，东方证券研究所

图 11：从增量结构来看，零售弱复苏、对公引领

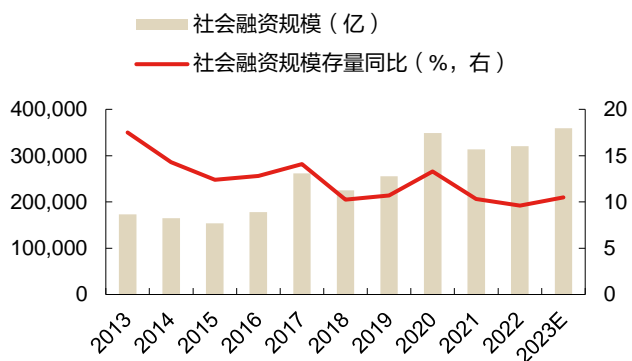


数据来源：央行，Wind，东方证券研究所

后续信贷节奏大概率趋稳，预计全年新增人民币贷款在 23 万亿，仍保持同比多增。对于下半年货币政策的展望，考虑到当前国内经济仍然面临内生动能不强、需求不足的问题，此外，疫情的负面影响仍未完全消退、消费复苏动能的可持续性面临挑战、政府投资撬动社会投资仍存制约等，我们预计货币政策大概率维持当前“稳中偏松”的基调。信贷方面，过去几年“开门红”特征愈发显著，在今年 1 季度信贷靠前发力的背景下，央行对信贷节奏的关注度有所提升，在 23Q1 货币政策执行报告中新增了“节奏平稳”、“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”等表述，表明央行大概率将维持偏宽的信用环境以避免后续出现信贷“滑坡”的现象。整体来看，我们预计后续信贷投放节奏可能会边际放缓，但信贷增速大幅滑坡的可能性不高，预计信贷增速小幅收敛，根据东方证券宏观团队的预测，预计 23 年全年新增人民币贷款 23 万亿，同比小幅多增，对应信贷余额增速在 10.7% (vs11.1%，22A)。

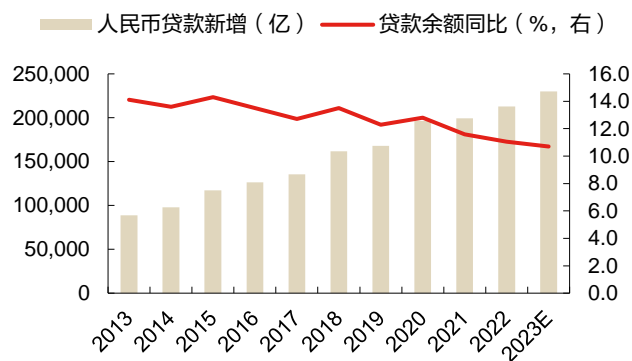
预计全年新增社融在 35.9 万亿，年末社融存量同比 10.4%，后续增速波动不大。社融方面，预计：1) 融资需求小幅回暖，信贷扩张保持平稳，表内贷款同比小幅多增；2) 23 年专项债规模 3.8 万亿、预算内赤字略高于 2022 年、专项债发行节奏继续前倾，政府债券净融资 7.68 万亿，略高于 2022 年；3) 非标融资方面，2019 年-2022 年表外三项的压降幅度分别为 1.76、1.32、2.67、0.58 万亿，其中 2022 年政策性开发性金融工具带动 8-9 月委托贷款高增，今年政策性金融工具仍可能继续投放，而且资管新规过渡期已过，前三个季度信托到期规模比去年少约 5000 亿，中性假设下表外三项合计为 0；4) 债券融资方面，预计年内城投债的监管不会放松，但地产债融资环境有望改善，产业债的融资环境偏宽，假设 2023 年债券融资规模增长 50%，达 3 万亿(19-22 年企业债券规模分别为 3.3、4.4、3.3 和 2 万亿)。

图 12：预计 23 年社融存量增速在 10.4%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：预计 23 年新增人民币贷款 23 万亿

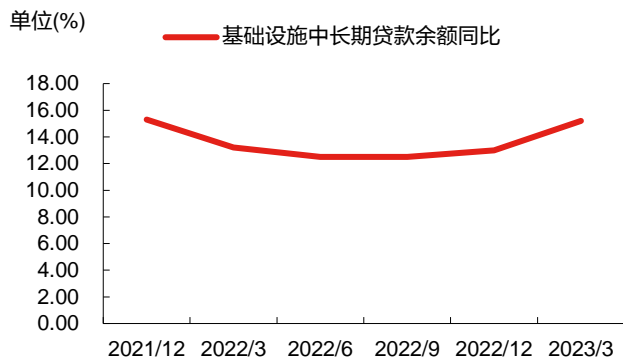


数据来源：Wind，东方证券研究所

基建、制造业（科创、绿色）保持平稳，等待居民端需求修复。年初以来的信贷尤其是对公中长期投放仍然依赖政策支持的基建、制造业领域，相关贷款继续呈现高景气，截至 23Q1 末，基建、制造业中长期贷款余额分别实现同比增长 15.2%/41.2%，贷款占比明显上升。展望下半年，考虑到政策优化基础设施布局、培育经济中长期增长动能仍在持续，我们预计相关领域贷款增长有望保持平稳。23Q1 普惠小微增速进一步提升，政策支持力度不减，党的二十大报告及后续文件要求深化金融供给侧结构性改革、强化金融服务实体经济能力，对普惠融资服务提出更高要求，我们预计下半年相关领域贷款有望延续高增。相比之下，目前零售贷款需求复苏仍面临一定的压力，

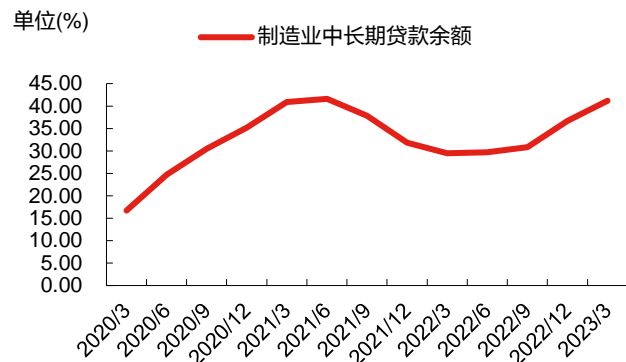
但政策仍有发力空间，随着经济修复逐步向中小微和居民端传导、居民就业和收入形势改善，零售的修复值得期待。

图 14：制造业贷款增速保持稳定



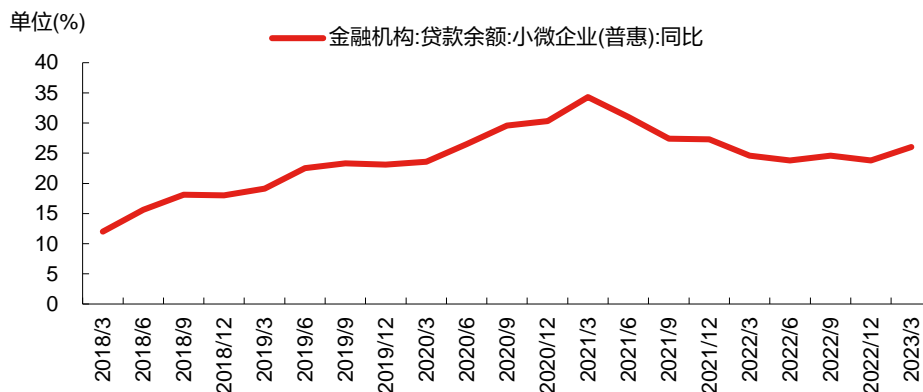
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：基础设施类贷款继续呈现高景气



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：23Q1 普惠小微增速进一步提升

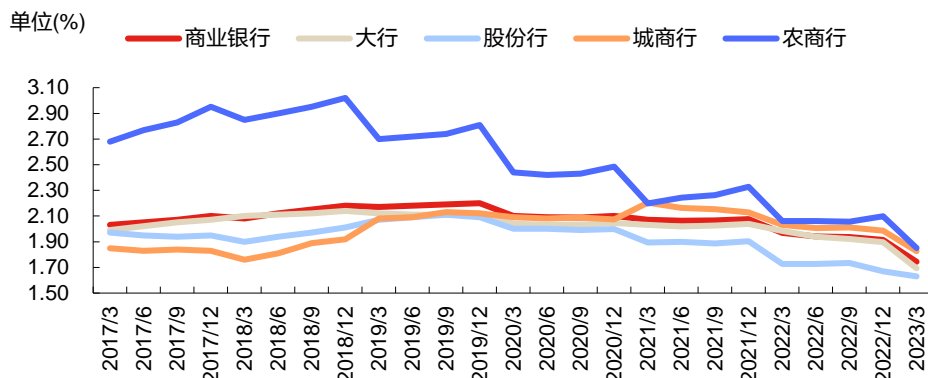


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 价：净息差步入底部区间，下行幅度有望趋缓

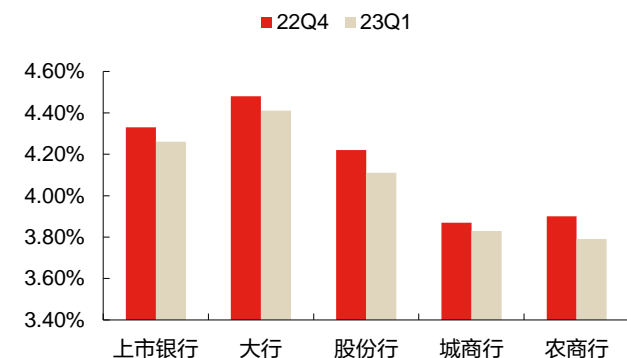
净息差降至 1.8%以下，资负两端均有拖累。根据国家金融监督管理总局数据披露，23Q1 我国商业银行净息差为 1.74%，环比下降 17BP，录得历史低位，结合上市银行资负两端的拆分来看，主要是受到资产端按揭贷款重定价以及负债端存款定期化的拖累。具体来看，资产端我们测算 23Q1 上市银行生息资产收益率为 4.26%，环比 22Q4 下降 7BP，主要是受到按揭贷款重定价和新发放贷款利率持续下行的影响；负债端方面，我们测算 23Q1 上市银行计息负债成本率为 2.02%，环比 22Q4 上行 2BP，预计仍然是受到存款定期化的负面扰动。

图 17：商业银行净息差跌至 1.8% 以下



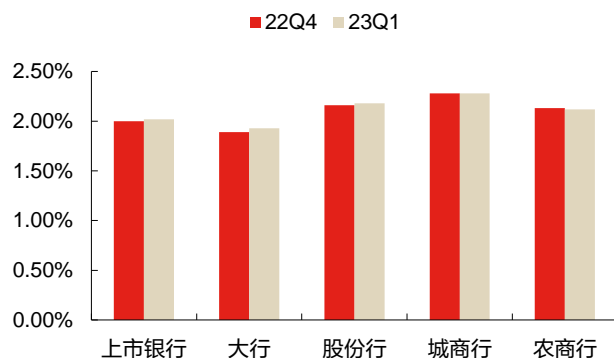
数据来源：央行，Wind，东方证券研究所

图 18：23Q1 上市银行生息资产收益率下降



数据来源：Wind，东方证券研究所

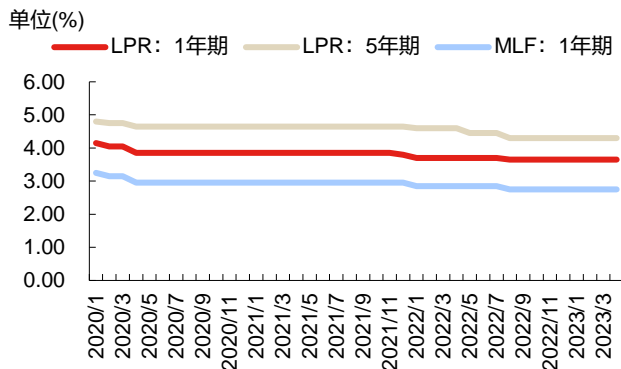
图 19：23Q1 上市银行计息负债成本率上行



数据来源：Wind，东方证券研究所

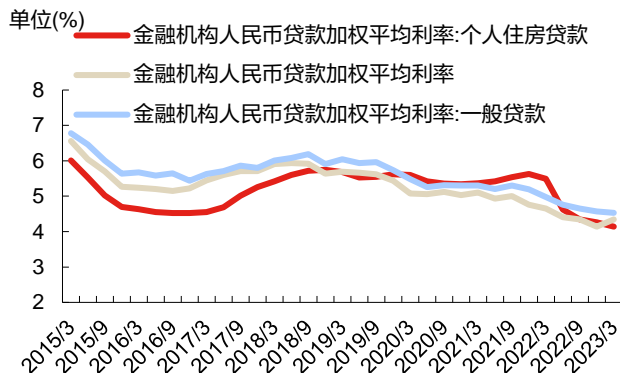
贷款定价有望企稳，但难言上升。23Q1 银行新发放贷款利率有所企稳，展望下半年，信贷需求弱仍然是主要矛盾，信贷定价难言回升。另一方面，如若下半年经济潜在修复动能不能持续释放，货币政策有望重新加码，考虑到负债端存款挂牌利率调整，以及货币市场短端 OMO 利率的调整，预期 LPR 降息概率较大，银行贷款定价下行的压力仍然存在。

图 20：LPR 保持稳定



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：23Q1 新发放贷款利率企稳



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

负债端存款利率的下行有望对冲息差收窄的压力，行业净息差表现有望在下半年环比企稳。从负债端的角度，在资产端收益率长期下行的背景下，为呵护银行盈利空间，让银行更好地让利实体经济，监管从2020年开始就在持续着手优化银行负债端存款定价机制，从负债端为银行减负，引导行业压降存款成本，先后出台多项政策，包括约束结构性存款等定价弹性较大的产品、加快推进存款利率市场化改革、下调协议存款和通知存款利率等。6月8日，多家国有大行进一步下调部分存款利率，其中活期存款挂牌利率下调5BPs至0.2%，两年期定期存款挂牌利率下调10BPs至2.05%，三年期、五年期存款挂牌利率分别下调15BPs至2.45%/2.5%；美元与港元存款利率加点上限亦有下调。

展望而言，降低银行存款成本仍然是23年政策重心，随着高成本存款的压降和22年存款利率下调的效果持续显现，后续有助于对冲息差收窄的压力。**综合资产负债两端来看，我们预计下半年行业的息差仍有下行压力，但降幅有望边际收敛。**

2.3 质：不良生成压力边际减轻，拨备夯实无虞

上市银行资产质量保持稳健，前瞻性指标多有改善。今年以来，银行资产质量保持稳健，结合上市银行的账面不良率来看，截至23Q1，整体不良率环比22年末下降3BP至1.27%，账面不良率延续改善，我们测算行业23Q1加回核销后的年化不良净生成率在0.58%（vs0.76%，22A），反映23年初以来随着疫情影响的消退和经济的稳步复苏，银行不良生成压力边际缓释。前瞻性指标方面，绝大多数银行关注率环比有所改善，但仍有包括西安、贵阳、上海在内的中小行关注率上行幅度较大，或与疫情的阶段性滞后影响有关。

拨备计提方面，截至1季度末，上市银行拨备覆盖率环比上行4pct至245%，拨贷比为3.11%，环比下降3BP，整体来看，行业的拨备水平继续保持充裕，尤其是部分优质中小行拨备覆盖率继续维持在400%以上的较高水平，未来抵御风险能力无虞。

表 1：上市银行 2023Q1 资产质量表现整体好于 2022Q4

	不良率			拨备覆盖率			拨贷比		
	22Q4	23Q1	季环比	22Q4	23Q1	季环比	22Q4	23Q1	季环比
工商银行	1.38%	1.38%	0.00%	209%	214%	4%	2.90%	2.95%	0.05%
建设银行	1.38%	1.38%	0.00%	242%	242%	0%	3.34%	3.33%	-0.01%
中国银行	1.32%	1.18%	-0.14%	189%	203%	14%	2.50%	2.39%	-0.11%
农业银行	1.37%	1.37%	0.00%	303%	303%	0%	4.16%	4.15%	-0.01%
交通银行	1.35%	1.34%	-0.01%	181%	183%	3%	2.44%	2.46%	0.02%
邮储银行	0.84%	0.82%	-0.02%	386%	381%	-4%	3.26%	3.11%	-0.15%
招商银行	0.96%	0.95%	-0.01%	451%	448%	-2%	4.32%	4.27%	-0.05%
中信银行	1.27%	1.21%	-0.06%	201%	209%	8%	2.55%	2.54%	-0.01%
民生银行	1.68%	1.60%	-0.08%	142%	144%	2%	2.39%	2.30%	-0.09%
兴业银行	1.09%	1.09%	0.00%	236%	233%	-4%	2.59%	2.53%	-0.06%
浦发银行	1.52%	1.52%	0.00%	159%	161%	2%	2.42%	2.44%	0.02%
光大银行	1.25%	1.25%	0.00%	188%	188%	0%	2.35%	2.35%	0.00%

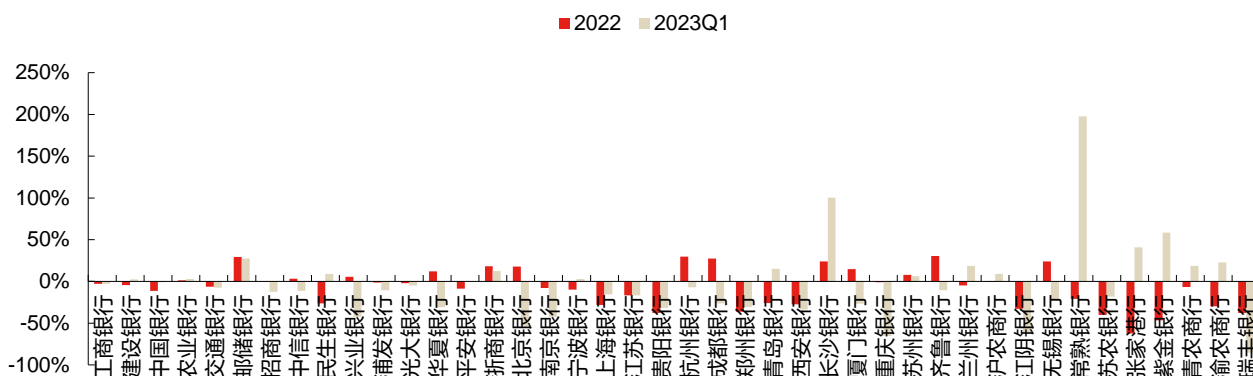
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

华夏银行	1.75%	1.73%	-0.02%	160%	162%	2%	2.80%	2.81%	0.01%
平安银行	1.05%	1.05%	0.00%	290%	290%	0%	3.04%	3.05%	0.01%
浙商银行	1.47%	1.44%	-0.03%	182%	183%	1%	2.67%	2.63%	-0.04%
北京银行	1.43%	1.36%	-0.07%	210%	217%	7%	3.00%	2.96%	-0.04%
南京银行	0.90%	0.90%	0.00%	397%	392%	-5%	3.57%	3.52%	-0.05%
宁波银行	0.75%	0.76%	0.01%	505%	501%	-3%	3.79%	3.79%	0.00%
上海银行	1.25%	1.25%	0.00%	292%	287%	-5%	3.64%	3.58%	-0.06%
江苏银行	0.94%	0.92%	-0.02%	362%	366%	4%	3.41%	3.38%	-0.03%
贵阳银行	1.45%	1.49%	0.04%	261%	260%	-1%	3.79%	3.87%	0.08%
杭州银行	0.77%	0.76%	-0.01%	565%	569%	4%	4.36%	4.31%	-0.05%
成都银行	0.78%	0.76%	-0.02%	502%	481%	-20%	3.89%	3.67%	-0.22%
郑州银行	1.88%	1.88%	0.00%	166%	159%	-7%	3.12%	2.99%	-0.13%
青岛银行	1.21%	1.14%	-0.07%	220%	233%	13%	2.65%	2.66%	0.01%
西安银行	1.25%	1.24%	-0.01%	202%	211%	9%	2.53%	2.62%	0.09%
长沙银行	1.16%	1.16%	0.00%	311%	312%	1%	3.61%	3.61%	0.00%
厦门银行	0.86%	0.86%	0.00%	388%	373%	-15%	3.34%	3.21%	-0.13%
重庆银行	1.38%	1.24%	-0.14%	211%	235%	24%	2.91%	2.91%	0.00%
苏州银行	0.88%	0.87%	-0.01%	531%	520%	-11%	4.67%	4.52%	-0.15%
齐鲁银行	1.29%	1.28%	-0.01%	281%	285%	4%	3.63%	3.64%	0.01%
兰州银行	1.71%	1.70%	-0.01%	195%	197%	2%	3.33%	3.34%	0.01%
沪农商行	0.94%	0.97%	0.03%	445%	423%	-23%	4.21%	4.10%	-0.11%
江阴银行	0.98%	0.97%	-0.01%	470%	481%	11%	4.60%	4.66%	0.06%
无锡银行	0.81%	0.78%	-0.03%	553%	555%	2%	4.46%	4.34%	-0.12%
常熟银行	0.81%	0.75%	-0.06%	537%	547%	11%	4.35%	4.12%	-0.23%
苏农银行	0.95%	0.94%	-0.01%	443%	444%	1%	4.21%	4.19%	-0.02%
张家港行	0.89%	0.85%	-0.04%	521%	520%	-1%	4.63%	4.41%	-0.22%
紫金银行	1.20%	1.19%	-0.01%	247%	253%	7%	2.97%	3.02%	0.05%
青农商行	2.19%	2.09%	-0.10%	208%	228%	20%	4.55%	4.76%	0.21%
渝农商行	1.22%	1.21%	-0.01%	358%	350%	-8%	4.36%	4.23%	-0.13%
瑞丰银行	1.08%	1.01%	-0.07%	281%	286%	5%	3.03%	2.90%	-0.13%
All	1.30%	1.27%	-0.03%	241%	245%	4%	3.14%	3.11%	-0.03%
六大行	1.33%	1.29%	-0.03%	239%	243%	4%	3.17%	3.15%	-0.03%
股份行	1.29%	1.27%	-0.02%	222%	224%	2%	2.86%	2.84%	-0.02%
城商行	1.12%	1.10%	-0.02%	312%	315%	3%	3.50%	3.45%	-0.04%
农商行	1.14%	1.12%	-0.02%	369%	368%	-1%	4.21%	4.14%	-0.08%

注：标红表明该指标 23Q1 表现环比好于 22Q4

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：23Q1 绝大部分上市银行关注类贷款占比环比改善



数据来源：Wind，东方证券研究所

对公资产质量压力可控，零售有小幅波动。拆分贷款结构来看，上市银行对公业务不良率整体保持稳定，边际压力仍然是来自地产、建筑和批零，其他行业资产质量表现保持平稳，信用风险可控；零售方面受疫情扰动明显，按揭、信用卡不良率均有所上行。截至 22 年末，我们统计了 13 家大中型银行的相关数据（名单见表 3），合计零售贷款不良率为 0.82%，较 22 年中上行 8BP。其中，按揭、信用卡两个领域资产质量压力抬升最为明显，绝大多数大中型银行按揭、信用卡不良率边际上行，充分反映 22Q4 疫情达峰带来的负面影响。

表 2：工行、建行、招行、兴业、平安 2022 对公不良率--分行业细项

	工商银行		建设银行		招商银行		兴业银行		平安银行	
	2022H	2022A	2022H	2022A	2022H	2022A	2022H	2022A	2022H	2022A
农牧业、渔业							0.61%	0.02%	0.00%	0.00%
采矿业	1.52%	1.19%	9.77%	7.65%	1.98%	1.29%	1.06%	0.24%	0.69%	0.00%
制造业	3.39%	3.02%	3.47%	2.80%	1.62%	1.03%	0.63%	0.50%	0.57%	0.53%
电力、热力、燃气及水等	0.83%	0.69%	1.13%	0.98%	0.29%	0.22%	0.13%	0.16%	3.50%	2.83%
建筑业	1.87%	2.09%	2.08%	2.58%	0.60%	0.41%	0.96%	1.25%	0.71%	0.10%
批发和零售业	5.42%	5.96%	1.77%	1.62%	1.76%	1.02%	4.11%	4.29%	0.43%	0.39%
交通运输、仓储和邮政业	0.80%	0.61%	0.80%	0.95%	0.33%	0.19%	0.38%	0.49%	7.12%	0.46%
信息、软件和技术服务			2.21%	2.39%	0.26%	0.45%	1.77%	1.00%		
商业贸易业										
住宿和餐饮业							0.11%	0.02%		
房地产业	5.47%	6.14%	2.98%	4.36%	2.82%	4.08%	2.15%	1.30%	0.77%	1.43%
租赁及商业服务业	2.13%	2.02%	2.40%	2.41%	2.18%	1.10%	1.40%	0.41%		
金融业					0.41%	0.39%	0.19%	0.16%		
水利、环境和公共设施管理	1.38%	1.58%	1.01%	0.93%	0.24%	0.15%	0.51%	0.15%		
教育			0.19%	0.18%			0.12%	0.00%		
科研、技术服务	2.84%	2.45%					0.93%	0.91%		

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

居民服务							0.25%	0.17%		
卫生和社会服务							0.00%	0.17%	0.36%	0.46%
文娱							0.83%	3.86%		
总体对公不良率	2.17%	2.08%	2.15%	2.08%	1.35%	1.26%	1.15%	1.15%	0.76%	0.61%

注：标红表示该指标 2022 年末表现差于 2022 年中

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：零售不良有所波动

	零售不良率		按揭不良率		信用卡不良率	
	2022H	2022A	2022H	2022A	2022H	2022A
工商银行	0.56%	0.60%	0.31%	0.39%	2.24%	1.83%
建设银行	0.44%	0.55%	0.25%	0.37%	1.44%	1.46%
农业银行	0.54%	0.65%	0.36%	0.51%	1.24%	1.23%
中国银行	0.60%	0.71%	0.36%	0.47%	1.92%	2.02%
交通银行	0.94%	0.85%	0.37%	0.44%	2.66%	1.95%
邮储银行	1.11%	1.13%	0.52%	0.57%	1.82%	1.95%
招商银行	0.82%	0.89%	0.27%	0.35%	1.67%	1.77%
兴业银行	1.17%	1.47%	0.51%	0.56%	2.73%	
中信银行	0.99%	1.03%	-	-	1.92%	2.06%
光大银行	1.02%	1.09%	-	-	-	-
平安银行	1.18%	1.32%	0.30%	0.37%	2.15%	2.68%
民生银行	1.59%	1.50%	0.33%	0.50%	2.95%	2.67%
浙商银行	1.43%	1.50%	-	-	-	-

注：标红表示该指标 2022 年末表现差于 2022 年中

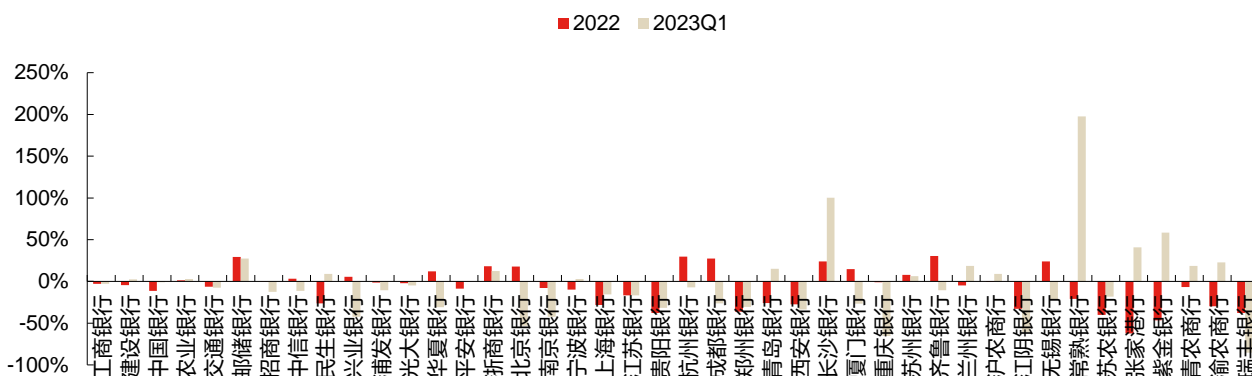
数据来源：Wind, 东方证券研究所

整体而言，23Q1 上市银行资产质量表现保持稳健，目前银行资产质量压力的峰值已经过去，展望后续季度，经济复苏态势良好，企业经营环境改善、居民信心提升，叠加地产政策的持续宽松，银行的资产质量压力峰值已过，后续表现有望延续向好态势，但需要继续重点关注地产和平台类业务等重点领域风险的传导。

2.4 中收：低基数下有望修复，财富管理中长期价值不变

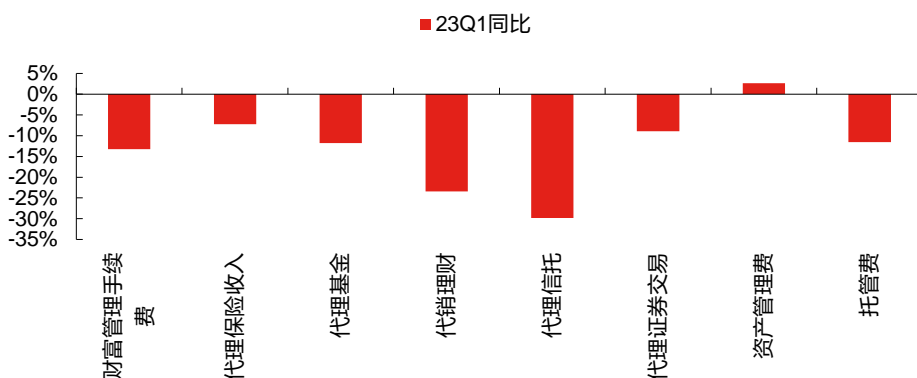
银行中间业务表现仍然承压，从上市银行 1 季报的中收表现来看，23Q1 实现手续费及佣金净收入同比下降 4.8%，降幅较 22 年进一步走扩，结合披露部分详细数据的银行 1 季报来看，我们预计仍然是和代销基金、理财等业务的持续低迷有关，但部分银行代销保险收入仍保持较快增长（如平安银行 23Q1 代销保险收入同比增长 83.8%）。从个体来看，绝大多数银行中收表现走弱，但仍有包括邮储、长沙、青岛等个体，低基数下增速继续保持在景气水平。展望而言，目前银行理财规模已逐步企稳，后续随着财富管理业务的回暖，下半年中收增长有望在低基数下迎来修复。

图 23：上市银行中收增速延续承压态势



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：23Q1 招行财富管理业务收入同比变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.5 预计下半年营收、盈利有所修复

1 季度信贷投放加快，银行资本压力边际抬升。23Q1 政策驱动下银行信贷投放提速，绝大多数上市银行资本充足水平环比有所下降。从个体的角度来看，我们关注到部分中小行核心一级资本充足率较监管红线的差距在 1%左右及以下水平，当前宽信用的政策环境下监管要求加大信贷投放力度支持实体经济，未来这些银行仍然存在资本补充压力，考虑到目前上市银行多数破净的困境，后续仍然高度依赖利润留存的内生资本补充。下半年经济复苏的格局延续，资产质量大概率持续向好，从资本金缺乏的框架出发，我们预计银行将有更大空间释放拨备补充利润，预计盈利修复的可能性较大。

表 4：上市银行 23Q1 核心一级资本充足率与监管红线的差距

	4Q2022	1Q2023	环比变动	与监管红线差距
工商银行	14.0%	13.7%	-0.3%	4.7%
建设银行	13.7%	13.2%	-0.5%	4.2%
中国银行	11.8%	11.6%	-0.2%	2.6%
农业银行	11.2%	10.7%	-0.5%	2.2%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

交通银行	10.1%	10.0%	0.0%	1.8%
邮储银行	9.4%	9.7%	0.4%	1.7%
招商银行	13.7%	13.4%	-0.3%	5.2%
中信银行	8.7%	8.8%	0.0%	0.7%
民生银行	9.2%	9.0%	-0.1%	1.0%
兴业银行	9.8%	9.7%	-0.2%	1.4%
浦发银行	9.2%	9.1%	-0.1%	1.1%
光大银行	8.7%	9.1%	0.4%	1.3%
华夏银行	9.2%	8.9%	-0.3%	1.2%
平安银行	8.6%	8.9%	0.3%	1.2%
浙商银行	8.1%	8.0%	0.0%	0.5%
北京银行	9.5%	9.6%	0.0%	1.8%
南京银行	9.7%	9.6%	-0.1%	2.1%
宁波银行	9.8%	9.6%	-0.2%	1.9%
上海银行	9.1%	9.3%	0.1%	1.5%
江苏银行	8.8%	8.4%	-0.4%	0.6%
贵阳银行	11.0%	11.0%	0.1%	3.5%
杭州银行	8.1%	8.1%	0.0%	0.6%
成都银行	8.5%	8.2%	-0.3%	0.7%
郑州银行	9.3%	9.4%	0.1%	1.9%
青岛银行	8.8%	8.6%	-0.1%	1.1%
西安银行	10.5%	10.5%	0.0%	3.0%
长沙银行	9.7%	9.4%	-0.3%	1.9%
厦门银行	9.5%	9.7%	0.2%	2.2%
重庆银行	9.5%	9.3%	-0.2%	1.8%
苏州银行	9.6%	9.5%	-0.1%	2.0%
齐鲁银行	9.6%	9.5%	0.0%	2.0%
兰州银行	8.5%	8.3%	-0.2%	0.8%
沪农商行	13.0%	13.1%	0.1%	5.6%
江阴银行	12.8%	13.0%	0.2%	5.5%
无锡银行	11.0%	11.1%	0.1%	3.6%
常熟银行	10.2%	9.6%	-0.6%	2.1%
苏农银行	10.2%	10.1%	-0.1%	2.6%
张家港行	9.4%	9.7%	0.3%	2.2%
紫金银行	10.4%	9.5%	-0.9%	2.0%
青农商行	9.8%	9.5%	-0.2%	2.0%
渝农商行	13.1%	12.8%	-0.3%	5.3%
瑞丰银行	14.4%	13.7%	-0.7%	6.2%

注：数据标红代表核心一级资本充足率环比 4Q22 有所上升；

数据来源：Wind，东方证券研究所

预计 23 年全年盈利增速修复至 4.8% 左右。下半年经济的“弱复苏”格局不变，信贷增速边际收敛，但仍保持相对平稳；价格方面，资产端定价下行仍有压力，但负债端存在进一步改善的空间，预计下半年息差降幅有望逐步收敛，如若零售等高收益资产需求能有改善，有望为息差的企稳提供更有效的支撑；资产质量方面，涉房不良压力峰值已过，后续不良生成有望趋缓，但需要重点关注局部地区债务风险的抬升和传导。**综合来看，我们预计下半年银行基本面有望企稳，建议投**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

资者重点关注净息差走势，预计 23 年上市银行营收、归母净利润增速分别在 2.8%/4.8%，较 23Q1 分别提升 2.1/2.4pct。

表 5：预计下半年上市银行营收、盈利增速有所修复

	2022	2023Q1	2023H	2023E
利润表 (YoY)				
净利息收入(YoY)	3.0%	-1.8%	-2.1%	-2.4%
净手续费及佣金收入(YoY)	-2.9%	-4.8%	-3.5%	0.8%
营业总收入(YoY)	0.6%	0.7%	0.5%	2.8%
营业总成本(YoY)	4.7%	5.2%	3.3%	4.4%
拨备前利润(YoY)	-1.3%	-1.2%	-0.8%	1.6%
资产减值准备(YoY)	-10.9%	-6.6%	-8.0%	-8.2%
归母净利润(YoY)	7.6%	2.4%	3.4%	4.8%
核心假设				
贷款增速 (YoY)	12.3%	13.7%	12.0%	11.8%
净息差	1.93%	1.82%	1.78%	1.76%
不良贷款率	1.30%	1.27%	1.25%	1.24%
拨备覆盖率				

数据来源：Wind，东方证券研究所

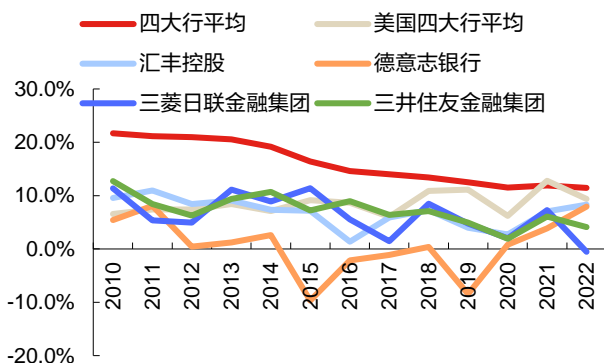
3. 低 PB、低波动、高股息，弱复苏背景下拥抱银行股的确定性价值

我们观察到 4 月以来，市场防御情绪持续升温，投资者开始更多关注到盈利稳健、股息率较高、估值较低的银行板块。一方面，无风险利率的持续下行，银行的股息价值优势持续提升，截至 6 月 9 日，银行板块近 12 个月平均股息率仍接近 5% 的高位水平，31 个申万一级行业中仅次于煤炭。另一方面，从长期视角来看，我国银行业经营稳健，在不同宏观环境中的韧性凸显，与海外银行业相比，ROE 仍维持在 10% 以上，盈利能力领先，且波动性较小，分红长期稳定。此外，18 年以来银行持续加大不良认定和处置力度，银行逐步坐实资产，报表的真实性稳步提升，不良指标向好，未来拨备计提的客观压力减轻，在经济弱复苏和让利压力趋缓的氛围中基本面有望企稳。总体而言，下半年经济复苏或仍有波折，但即使在弱复苏的市场环境中，基于对板块估值和基本面底部的确认，从绝对收益的角度，下半年银行的投资价值仍然值得关注。

3.1 长期视角：银行经营稳健，资产质量中长期拐点已至

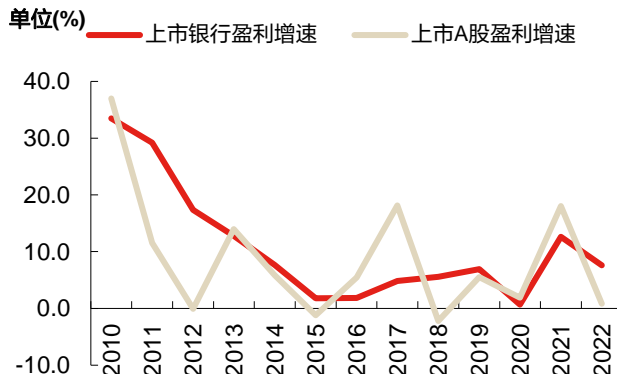
国内银行经营稳健，受冲击相对其他板块较弱。2020 年以来，海外因素、疫情、地产等扰动因素增加，在这样的环境下银行板块稳健的经营能力优势有望持续显现。结合 2010 年以来的财务数据来看，我国银行业 ROE 在绝对水平和波动方面均明显好于海外发达国家同业。与其他行业相比，受宏观周期的扰动相对可控，盈利增速更为稳定。

图 25：国内四大行 ROE 仍处在 10% 以上



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：银行盈利增速相比其他板块更稳定

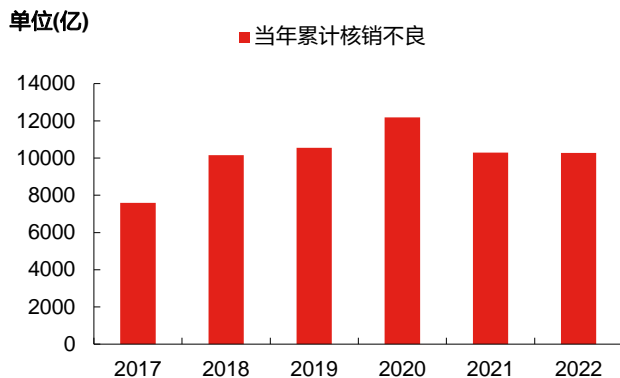


数据来源：Wind，东方证券研究所

银行逐步坐实资产质量表现，中长期资产质量拐点已至。站在自身的视角，我们认为目前银行的基本面也已经落至底部区间，未来中长期资产质量表现和盈利能力有望逐步企稳。一方面，2018 年以来，行业持续加大不良认定力度、加快风险出清，连续 5 年核销不良贷款超过万亿，行业存量风险逐步出清；同时在资产投向方面，逐步顺应经济转型方向，加大对盈利更有成长空间、政策支持绿色、先进制造等领域投放，加速对落后产能领域信贷的清理。目前银行的不利+关注指标在稳步改善，站在中长期的视角，夯实的拨备下未来抵御风险的能力稳固。另一方面，过去几年压制银行盈利能力的让利因素在边际缓解，22Q4 以来监管在政府工作报告、国常会等重要

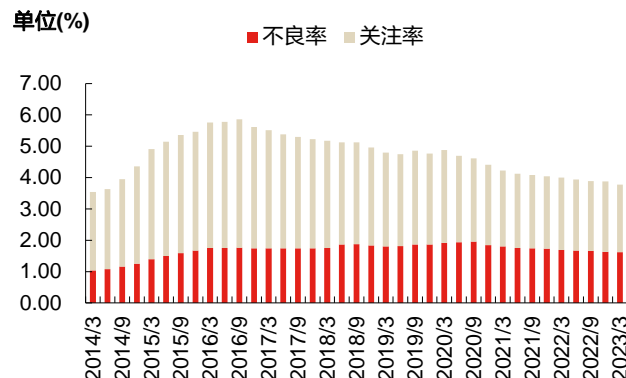
会议不再提及金融让利实体，叠加负债端存款利率的下行和信贷供需格局的改善，未来银行盈利能力有望企稳，基本面压力好转是必然的趋势。

图 27：2018 年以来银行加大不良核销力度



数据来源：Wind，央行，东方证券研究所

图 28：银行不良+关注类贷款占比延续改善



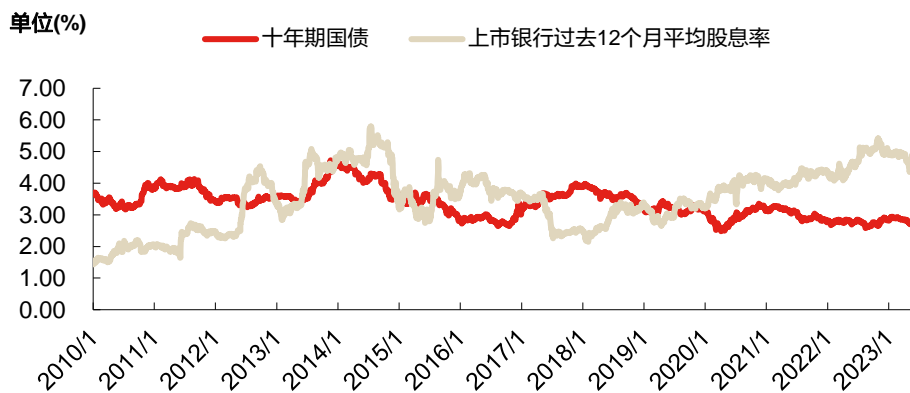
数据来源：央行，Wind，东方证券研究所

3.2 横向对比：股息回报率领先，低利率环境下配置优势凸显

年初以来，宏观经济波动性加大，包括美联储加息、中美关系等外部扰动因素增多，无风险利率中枢持续下移，投资者的风险偏好明显下降。截至 6 月 7 日，十年期国债收益率跌至 2.68%，较年初下降 15.5BP。展望而言，利率下行的趋势中，安全性资产的吸引力在持续提升，从资产配置的角度出发，低估值且具备永续经营和高股息确定性的银行板块配置价值有望逐步显现。

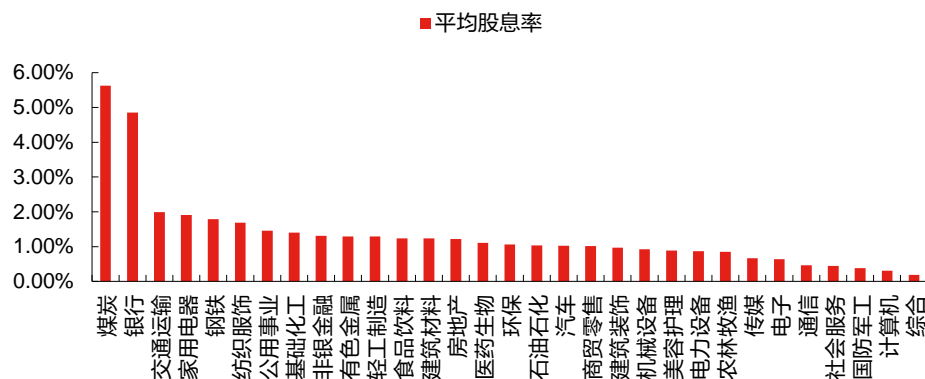
从板块股息率来看，截至 6 月 7 日，A 股上市银行平均股息率为 4.82%，高于同期十年期国债收益率 2.14pct，与无风险利率的相对溢价处在历史高位。横向比较来看，银行板块的股息率也是高于绝大多数板块，在 31 个申万一级行业中仅次于煤炭板块，股息回报率优势明显。

图 29：上市银行股息率 vs10 年期国债收益率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 30：申万一级行业股息率对比



注：截至 2023 年 6 月 9 日；

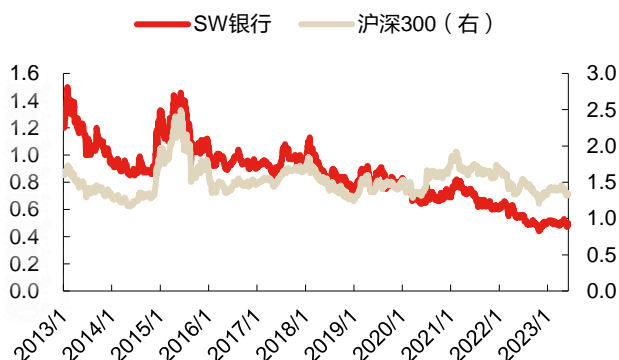
数据来源：Wind，东方证券研究所

下半年经济复苏或仍有波折，但即使在弱复苏的市场环境中，基于对板块估值和基本面底部的确认，从绝对收益的角度，下半年银行的投资价值仍然值得关注。

3.3 估值和基金仓位仍处历史底部区间，悲观预期充分反映

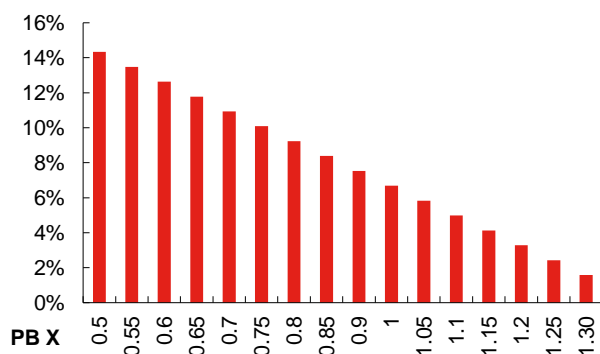
目前，银行板块估值仍处于历史底部，截至 6 月 9 日，上市静态 PB 估值仅 0.49x，处于 2013 年以来 0.9%分位数，估值对应隐含不良率在 14%以上，充分反映市场对于未来经济增长和银行资产质量的悲观预期。从主动管理型基金重仓数据来看，截至 23Q1，普通股票型、混合型在内的主动管理型基金配置银行板块比例环比 22Q4 下降 0.6pct 至 1.53%，为近年来最低水平，且低配持续（较板块在沪深 300 的流通市值占比低配 14.39 个百分点），仓位的进一步下降主要和市场对经济预期和修复节奏的分歧有关。展望而言，23 年经济复苏的格局并未改变，下半年包括量价质在内的主要盈利要素有望逐步企稳，银行板块的配置价值有望逐步显现，假设银行估值能够修复到 19 年末疫情前 0.7-0.8 倍的水平，仍存在约 40%的修复空间。

图 31：上市银行估值仍处于历史底部



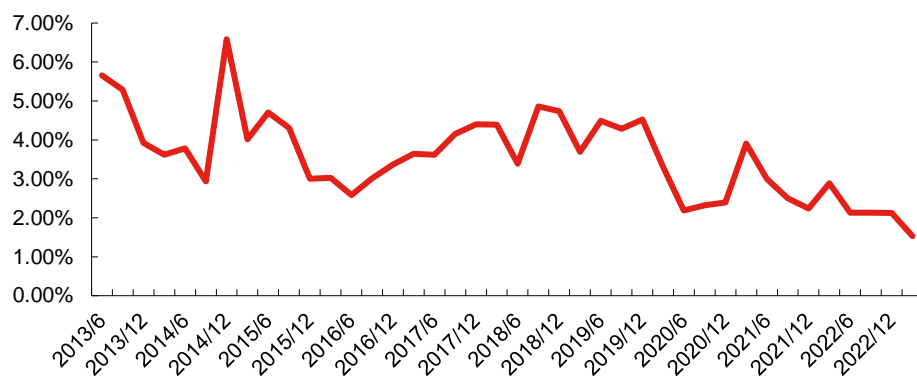
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 32：当前银行估值对应隐含不良率在 14%以上



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 33：23Q1 上市银行主动基金持仓进一步下滑



注：主动型管理基金统计口径为股票型+偏股型基金

数据来源：Wind，东方证券研究所

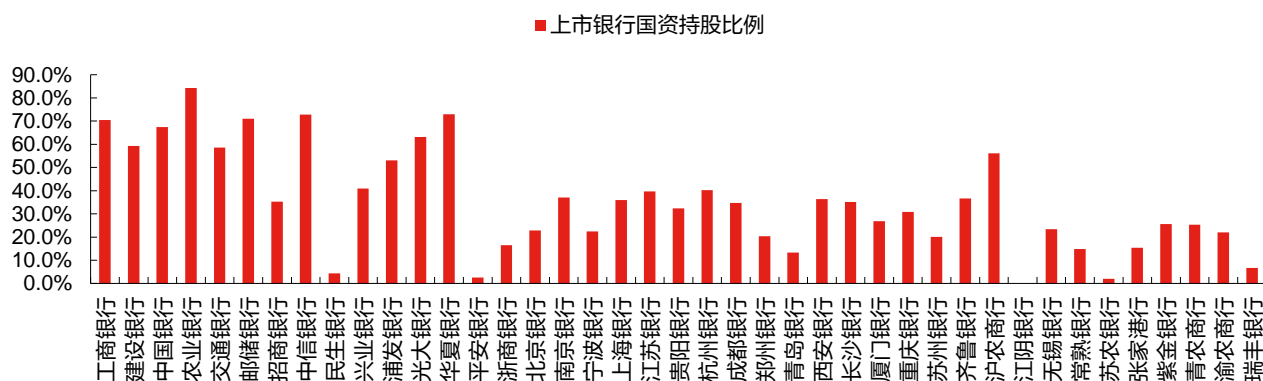
4. 选股维度：重点关注高股息、优质中小行和困境反转三条主线

个股方面，我们看好三条主线：1）继续看好低估值高股息大行的投资价值，建议关注交通银行(601328，未评级)、邮储银行(601658，买入)；2）经济复苏背景下，建议关注以招商银行(600036，未评级)、宁波银行(002142，未评级)为代表的中长期价值标的和以江苏银行(600919，买入)、成都银行(601838，买入)、苏州银行(002966，买入)、常熟银行(601128，未评级)为代表的优质中小行；3）此外，建议关注以中信银行(601998，未评级)、浙商银行(601916，未评级)、渝农商行(601077，未评级)为代表的存量风险处置取得阶段性成果、资产质量边际改善、前期估值受风险压制的银行。

4.1 继续关注低估值、稳健经营大行

下半年经济复苏或仍有波折，在国家政策催化下，低估值、高分红、稳定的业绩以及长期主流资金配置比例相对较低等特征，央企估值修复的行情有望持续演绎，仍然是下半年重要主线。相比之下，大行长期经营稳健，在上半年快速上涨之后，估值仍相对偏低，相关公司市值仍小于其创造的企业价值和社会价值，且分红率长期稳定，股息回报具备长期优势，我们继续看好大行的投资价值，建议关注低估值、高股息的交行和邮储。

图 34：上市银行国资持股比例-23Q1

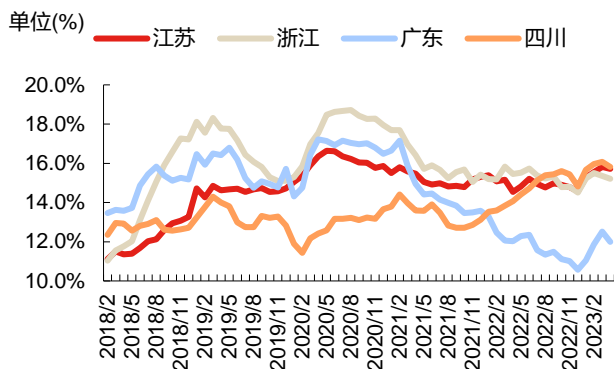


数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

4.2 看好复苏核心标的和优质中小行反弹机会

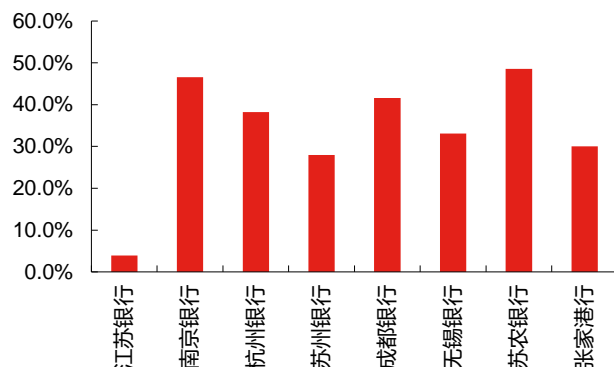
年初以来，板块内部表现分化，资金关注度更集中在低估值、高股息的国有大行之上，以招行、宁波为代表的价值标的以及以江苏、成都、常熟为代表的优质中小行回调明显。展望下半年，如若政策加力，市场对经济的悲观预期有所改善，估值修复的背景下前期受预期压制、股价大幅回调的核心标的或将迎来反弹机会。

图 35：区域信贷余额增速对比



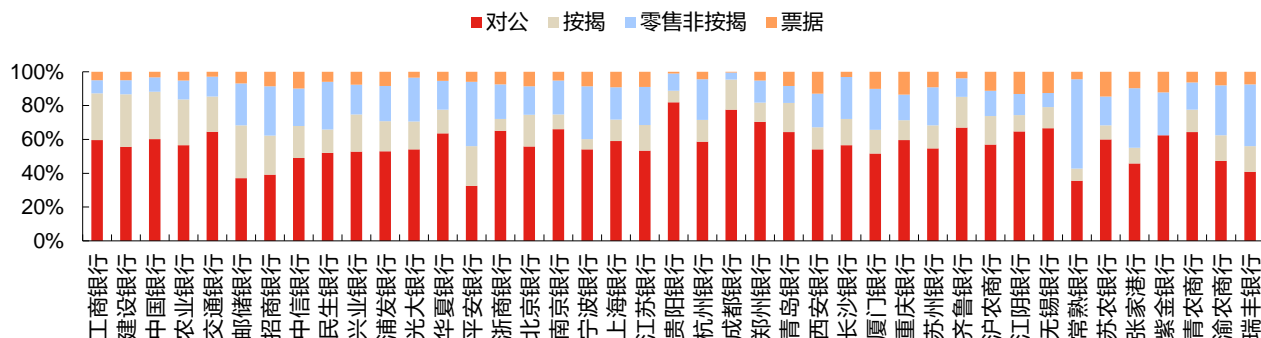
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 36：部分区域性银行转债距离强赎空间



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：上市银行贷款结构图-22A

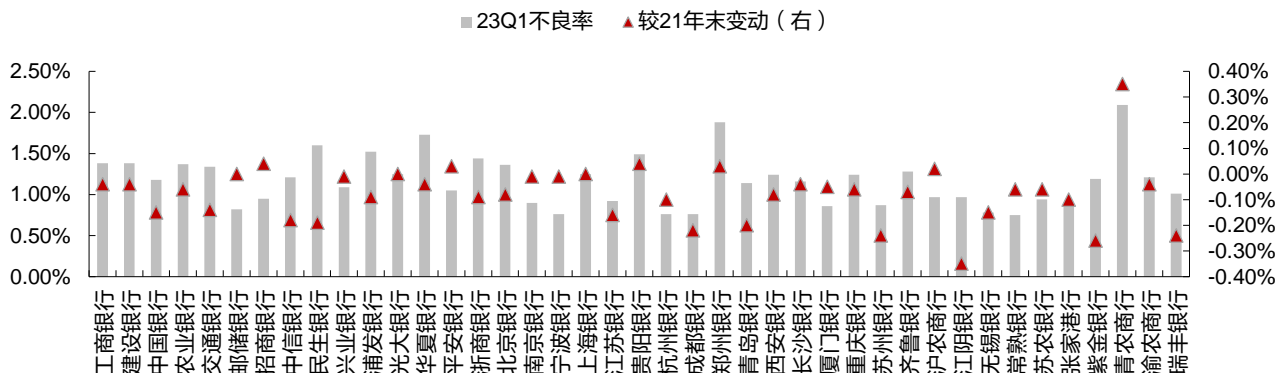


数据来源：Wind，东方证券研究所

4.3 风险缓释、资产质量改善，建议关注困境反转主线

此外，我们观察到部分银行前期受存量风险压制、估值始终处于低位，今年以来，已经呈现出存量风险出清的积极改善，不良率迈入下行通道，隐性指标显著优化，拨备水平稳步夯实，随着风险的缓释，估值有望迎来修复，建议关注中信银行、浙商银行、渝农商行。

图 38：21 年以来上市银行不良率变动



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

5. 风险提示

经济修复节奏低于预期。宏观经济走势对企业经营状况会带来显著的影响，从而给银行的资产质量带来波动。目前国内经济复苏基础仍不牢靠，仍然面对需求收缩、供给冲击、预期转弱在内的三重压力，如若未来经济修复不及预期，银行基本面仍然是会面临信贷需求疲弱、资产质量受损的压力。

房地产企业流动性风险继续蔓延，对银行的资产质量带来扰动。21 年以来，“三道红线”叠加地产融资的从严监管，部分房企出现了信用违约事件。目前政策虽然持续宽松，但向后看，销售复苏仍有不确定性，如若未来政府对房地产行业收紧程度超预期，行业现金流负反馈难以打破，房企信用风险持续释放，可能会给银行资产质量带来扰动。

海外流动性风险蔓延。目前美国金融体系流动性充裕，但恐慌传染和预期螺旋恶化的情况仍在发生，需要关注海外风险事件对国内经济和金融体系的潜在影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。