

首席分析师： 杨仁文
执业证书编号： S1220514060006
E-mail: yangrenwen@foundersc.com

联系人： 余金鑫
E-mail: yujinxin@foundersc.com
重要数据：

上市公司总家数	36
总股本(亿股)	18165.10
销售收入(亿元)	14151.53
利润总额(亿元)	6755.63
行业平均 PE	25.09
平均股价(元)	7.63

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《南京银行：高 ROE 优质城商行，定增打开扩张空间——19 年报、20 年一季报详解》2020.05.06
《交通银行：资产扩表稳健，拨备有待补充——2020 年一季报点评》2020.05.06
《招商银行：业绩稳健超预期，重心切换好对冲——2020 年一季报详解》2020.05.06
《高基数下的高增长，延续 19 年业绩景气——江苏银行 20 年一季报详解》2020.04.30
《业绩全面回升，资产质量承压——贵阳银行 19 年报、20 年一季报详解》2020.04.29
请务必阅读最后特别声明与免责条款

何种情境下，银行会出现利润零增长？

——一种定量测算框架

行业专题报告

行业研究

银行业

2020.06.04/推荐

20 年 5 月底，央行研究局课题组在《中国金融》撰文：《客观看待第一季度银行业利润增长》，提到“…滞后效应逐渐显现，以及一些政策因素的影响，银行后期不良贷款处置和资本消耗压力明显加大，银行利润增速可能下滑，不排除年内出现零增长或负增长的可能。”那么，对上市银行而言，20 年在何种情境下会出现利润零增长或负增长呢？

20 年上市银行的业绩问题，归根到底有三大核心矛盾：规模扩张、净息差、资产质量。宽信用环境下，社融放量，规模扩张对业绩构成支撑。于是全年业绩主要看净息差和资产质量，其拖累效应有多大，但这两点目前都存在较大的不确定性。

本报告搭建定量的框架，测度这两个因素对净利润增速的影响弹性。根据我们的测算：1) 净息差每下行 1BP，净利息收入增速下降 0.56 pct；资产质量中性假设下，当净息差下行 7.4BP 时，将出现利润“零增长”。2) 不良净生成率每增加 1BP，减值损失增速提升 0.4 pct，净息差下行中性假设下，当不良净生成率上行 11.3BP 时，将出现利润“零增长”。

中性假设下，预测 20 年上市银行净利润增速 2.9%。假设，净息差同比下降 5BP，不良净生成率同比提升 2BP。测算得到：36 家上市银行合并的 20 年净利润同比增速为 2.9%（19 年为 7.3%），营业收入同比增速为 10.2%（19 年为 7.7%）。

应注意，拨备反哺利润的空间较大。让出 1 pct 的拨备覆盖率，大致能提振 1 pct 的净利润增速。20Q1 上市银行合并的拨备覆盖率为 224.1%，超过 150%的监管红线。理论上来说，多数银行可以较轻松地通过拨备计提力度边际减弱，回补 2-3 个百分点的净利润增速，使其达到合意的水平，故无需过分担忧。

投资建议：让利担忧缓解，业绩或将稳健

强烈建议关注平安银行、邮储银行、常熟银行，战略明晰、成长逻辑好、alpha 属性强；作为穿越周期的核心资产，招商银行、宁波银行因疫情而 PB 下行，性价比有所提升；杭州银行、江苏银行等东部沿海地区的优质城商行，受益于央行收购普惠小微贷款而释放的 0 息资金，扩张逻辑加强；低估值的光大银行、兴业银行，在市值管理诉求下，估值修复空间或较大。

风险提示：疫情控制或复工进度不及预期；疫情全球扩散加重；实体企业财务状况恶化范围扩大。

目录

1	一种跟踪预测银行业绩的新框架.....	3
1.1	央行提示银行利润可能零增长或负增长.....	3
1.2	为何银行 20Q1 业绩和 GDP 走势背离?	3
1.3	净利润的 6 大构成部分, 哪个更重要?	4
2	两个不确定因素: 让利&资产质量.....	6
2.1	20 年业绩的三大核心矛盾	6
2.2	让利和资产质量已表现出拖累	7
2.3	两个因素对估值的影响都较大	9
3	净息差下行对净利润增速的弹性.....	9
4	资产质量对净利润增速的弹性.....	10
5	中性假设下, 别忘了拨备反哺.....	12
5.1	中性假设下, 20 年净利润 YoY+2.9%	12
5.2	1 PCT 拨备覆盖率换 1 PCT 净利润增速	12
6	近期银行板块运行情况.....	13
7	投资建议: 让利担忧缓解, 业绩或将稳健.....	15
8	风险提示.....	16

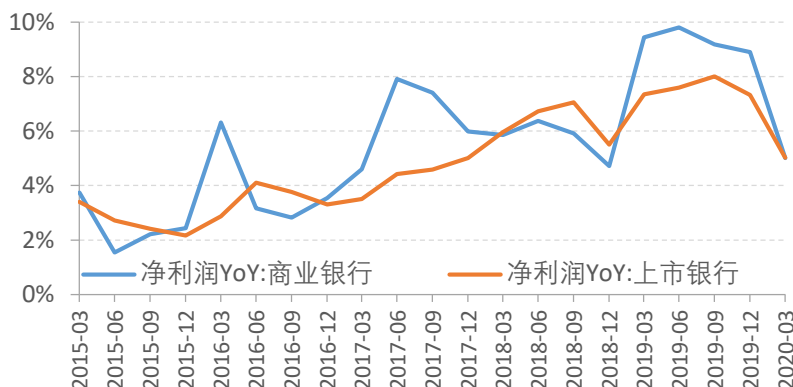
1 一种跟踪预测银行业绩的新框架

1.1 央行提示银行利润可能零增长或负增长

20 年 5 月底，央行研究局课题组在《中国金融》撰文：《客观看待第一季度银行业利润增长》，提到“随着实体经济困难向金融领域传导的滞后效应逐渐显现，以及一些政策因素的影响，银行后期不良贷款处置和资本消耗压力明显加大，银行利润增速可能下滑，不排除年内出现零增长或负增长的可能。”

当然，这个说法是指整体商业银行而言的，而本报告中主要聚焦于 36 家 A 股上市银行。20 年一季度，整体商业银行净利润为 6001 亿元，而 36 家 A 股上市银行合计为 4954 亿元，占比为 83%。那么，对上市银行而言，20 年在何种情境下会出现利润零增长或负增长呢？

图表1： 净利润增速：全部商业银行 vs A 股上市银行合并



资料来源：银保监会，WIND，方正证券研究所

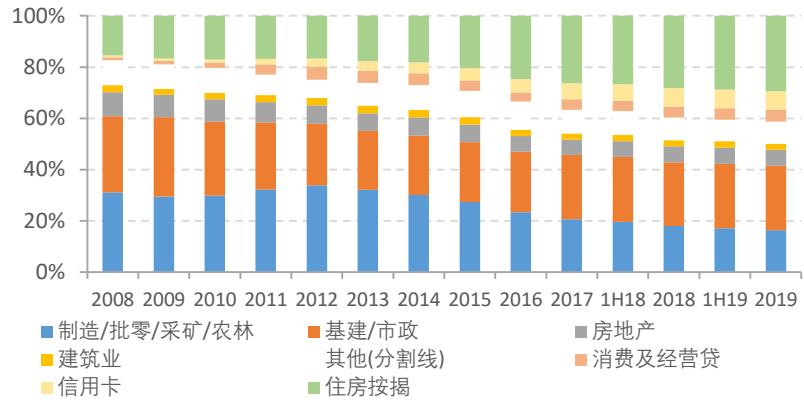
注：商业银行净利润增速通过银保监会发布的净利润额计算，可能因为口径调整而出现阶段性测算误差，比如 19 年增速高于整体，是因为邮储银行被纳入商业银行。

1.2 为何银行 20Q1 业绩和 GDP 走势背离？

银行业绩与 GDP 增速高度相关？曾经也许是这样，不过现在是时候更新这个看法了。早些年，银行的利息收入占比较高，存贷利差相对稳定，营收主要靠资产规模扩张，这就与实体经济贷款需求挂上钩了；另外，银行资产端以面向企业的贷款和投资为主，当经济处于下行期，企业付息能力或意愿不足，就会出现违约，银行为消化集中出现的不良债权，就要消耗当期利润。

但今时不同以往，应注意我国银行业的一些变化及特征：1) 中收和投资收益的占比提升到 3 成，净利息收入的贡献度下降，前者对经济周期相对不那么敏感；2) 贷款结构中，房贷比已提升至 19 年末的 29%，制造业/批发零售业已充分压降，19 年末占比 16%，前者的不良生成非常低，不良率只有整体不良率的 1/5 左右，资产质量对经济下行的抵御能力增强；3) 经济前景不乐观时，监管可能出台宽信用的货币政策，信贷社融增速提升，利好银行资产端规模扩张，构成对冲。

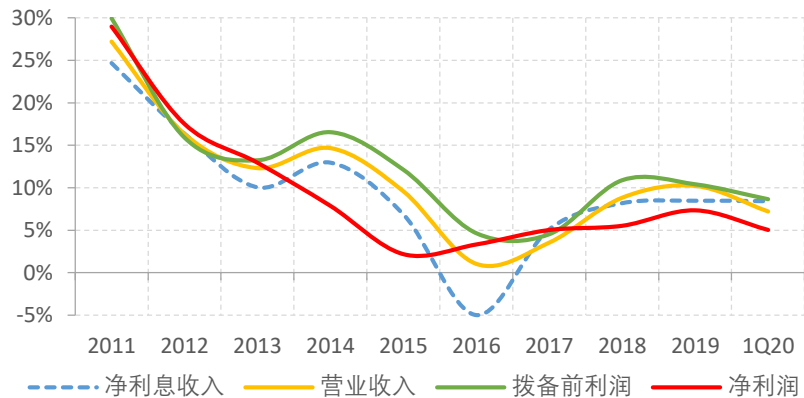
图表2：截至 2019 年的上市银行合并贷款细分行业结构



资料来源：银行财报，方正证券研究所

20Q1 银行业绩“超预期”，与经济走势背离。这时，如果只盯着 GDP 增速来跟踪银行业绩，很容易看到 20Q1 这种“反常识”的现象：GDP 同比下滑 6.8%，而上市银行营收 YoY+8.7%（19 年为 10.2%），净利润 YoY+5.0%（19 年为 7.3%）。那么，应该如何把握银行业绩走势呢？

图表3：截至 20Q1 的上市银行合并业绩增速（A 股 36 家合并）

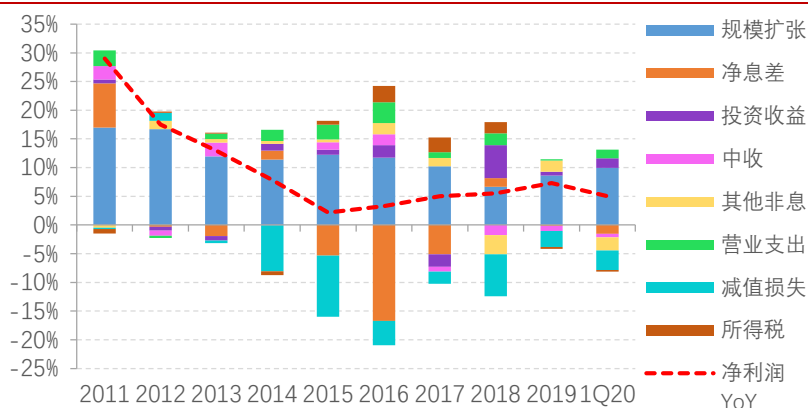


资料来源：WIND，方正证券研究所

1.3 净利润的 6 大构成部分，哪个更重要？

先看看上市银行的净利润构成。上市银行净利润的获得：净利息收入 + 中收 + 其他非息收入 - 营业支出(不含减值) - 减值损失 - 所得税 = 净利润。这就可以分解出来 6 大构成部分。拆解来看，这 6 大构成部分都在银行不同的历史阶段，对银行净利润构成或正或负的影响。

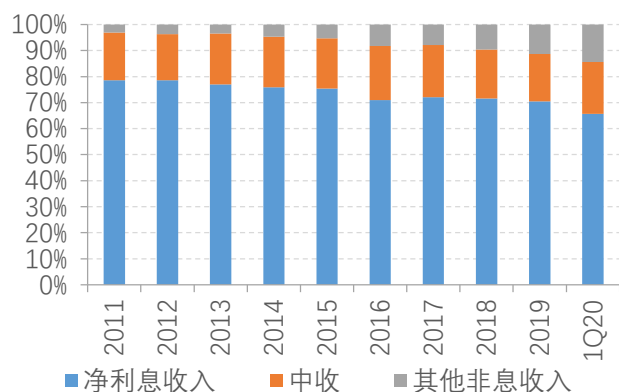
图表4：上市银行净利润增速贡献因子拆解



资料来源：WIND，方正证券研究所

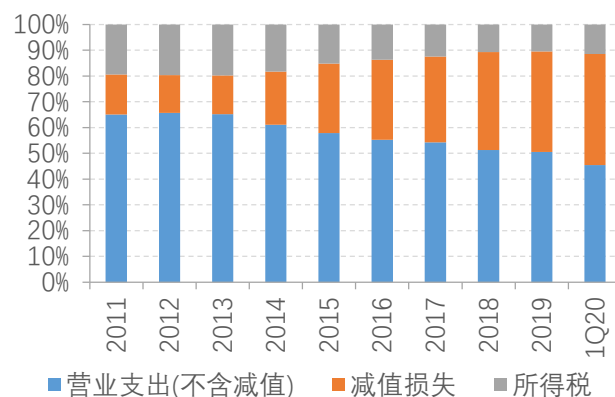
这6大部分之中，收入端和成本端各3个。收入端，净利息收入的分量一直在7-8成，中收2成，其他非息收入不到1成，19年收入三项的比例接近7:2:1。成本端则表现出明显的变化趋势，从11年到19年，营业支出（不含减值损失，下同）从6.5成降到5成，减值损失从1.5成扩大到4.5成，所得税从2成压缩到1成，19年成本三项的比例接近5:4:1。因此，净利息收入、营业支出、减值损失对净利润的影响基数较大。

图表5：A股上市银行合并：收入端占比结构



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表6：A股上市银行合并：成本端占比结构

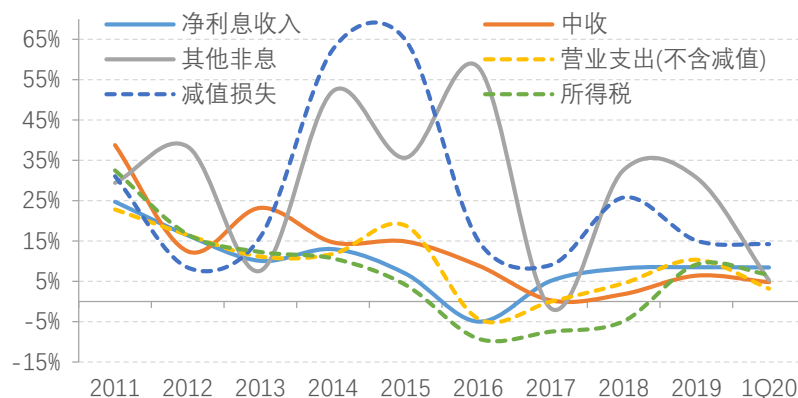


资料来源：WIND，方正证券研究所

但并不是说，体量大，对利润增速的影响效果就大。可能的边际变化幅度也是非常重要的。影响2020年业绩增速的主要矛盾，必须二者兼备。我们应该观察最近几年该6个部分的增速变动情况，从中找出主要矛盾。

营业支出、所得税、其他非息收入，各自的综合影响并不大。观察可知，虽然营业支出的体量较大，但自16年以来，其同比增速的波动幅度较小，其影响效应大打折扣。其他非息收入尽管在18-19年增速很高，但主要是会计准则调整的影响，20Q1其增速已回归正常区间。

图表7: A股上市银行合并: 6大业绩因素的同比增速



资料来源: WIND, 方正证券研究所

从增量看,也是净利息收入、减值损失的影响更大。在 20Q1 净利润的增量结构中,可以归纳出 6 个主要因素,按其增量大小排序:净利息收入(+721 亿)、减值损失(+493 亿)、中收(+128 亿)、营业支出(+127 亿)、其他非息收入(+100 亿)、所得税(+66 亿)。这 6 个因素,收入端 3 个、成本端 3 个。其中,净利息收入和减值损失的影响程度,大大强于其他各因素。

图表8: 简式利润表及同比增速对比(36 家上市银行合并)

利润表科目	20Q1 金额 (亿元)	同比增量 (亿元)	同比增速 20Q1	同比增速 2019
净利息收入	9,291	+721	8.4%	8.5%
利息收入	17,847	+1,211	7.3%	8.4%
利息支出	8,556	+489	6.1%	8.4%
中收	2,830	+128	4.8%	6.4%
其他非息收入	2,033	+100	5.2%	30.7%
营业收入	14,154	+950	7.2%	10.2%
营业支出	4,180	+127	3.1%	10.3%
税前利润	9,973	+796	8.7%	10.4%
所得税	1,057	+66	6.6%	9.1%
减值损失	3,962	+493	14.2%	15.1%
净利润	4,954	+237	5.0%	7.3%

资料来源: WIND, 方正证券研究所

2 两个不确定因素: 让利&资产质量

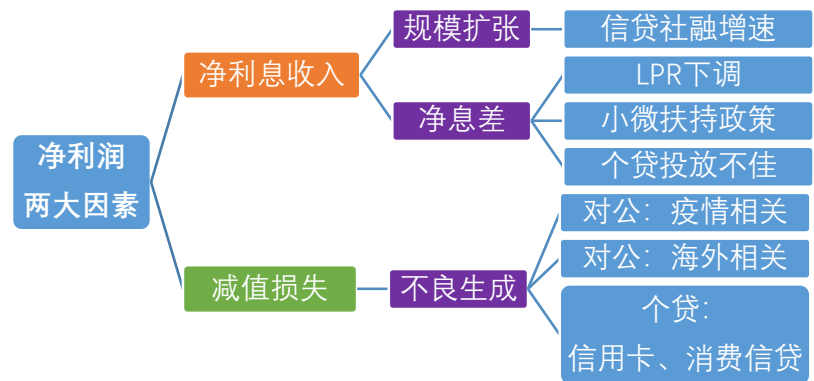
2.1 20 年业绩的三大核心矛盾

净利息收入乍看上去不是很直观,可将其拆解为生息资产扩张和净息差两个支柱,就更方便处理了。通过以上分析我们知道,2020 年的国内商业银行的业绩问题,归根到底有三大核心矛盾:规模扩张、净息差、资产质量。

就 20 年来说,净息差、资产质量是可能的拖累,规模扩张则是支撑。规模扩张因素可以通过月度的社融数据,以及央行的政策导向,来大

致把握，且其增速的预测区间相对较窄，可以直接以中性情境下的增速作为基本假设。而相对而言，净息差、资产质量就没有特别合适的高频指标来跟踪了。再加上，监管层对于银行向实体经济让利的尺度不太好捉摸，净息差下行的幅度就存在较多的不确定性；全球疫情仍难言结束，对国内及全球经济的影响程度尚无法准确测度，很多效应是滞后发生的，因此对银行资产质量的影响也存在较多不确定性。因此，**让利和资产质量，是2020年银行板块的两大不确定因素。**

图表9：2020年国内商业银行业绩面临的三大核心矛盾

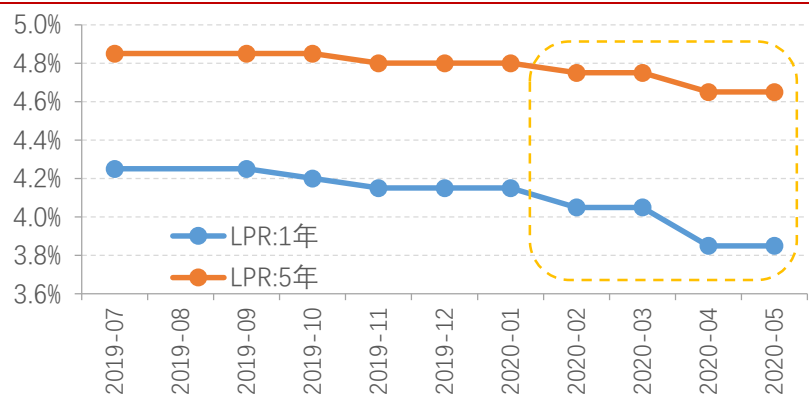


资料来源：方正证券研究所整理

2.2 让利和资产质量已表现出拖累

LPR 下调是推动银行向实体让利的主要方式。20 年初以来，LPR 经历了 2 波下调，2 月份 1 年期 LPR 下降 10BP，5 年期下降 5BP，4 月份 1 年期 LPR 下降 20BP，5 年期下降 10BP。尽管有重定价的时滞，LPR 下行向净息差的传导是逐步体现的，但 20Q1 银行资产端收益率上已经能看到明显的下行。

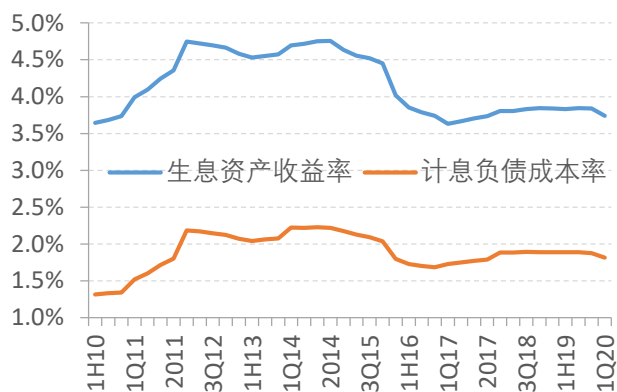
图表10：2020年初至今LPR经过2月、4月两波下行



资料来源：中国人民银行，方正证券研究所

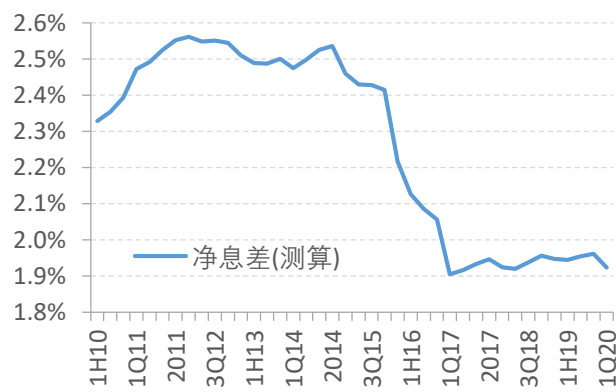
资产端收益率下降较多，拖累净息差。测算上市银行 20Q1 的生息资产收益率为 3.74%，较 19 年下降 10BP，而负债端成本率仅下降 6BP，结果是测算净息差为 1.92%，同比下降 3BP，比 19 年全年下降 4BP。

图表11: 20Q1 上市银行资产负债利率均下降



资料来源: WIND, 方正证券研究所

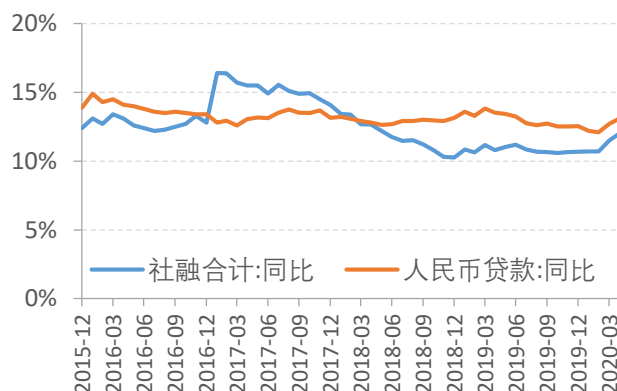
图表12: 20Q1 上市银行净息差(测算)下降



资料来源: WIND, 方正证券研究所

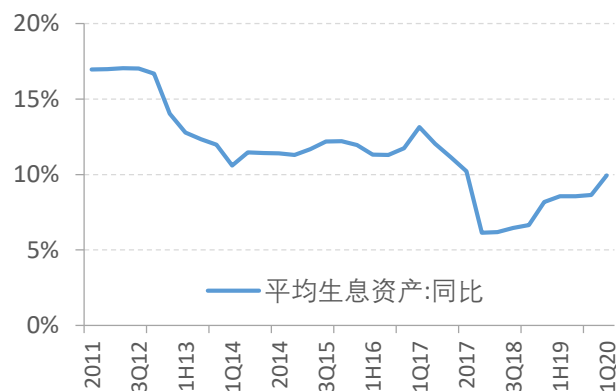
规模扩张将对 2020 年业绩构成支撑。20 年一季度末,社融 YoY+11.5%,人民币贷款 YoY+12.7%,较 19 年末的增速水平显著提升。往年过了一季度后,4、5 月份是社融投放的低潮期,但 20 年 4 月社融信贷继续放量,增速提升。在此基础上,预计上市银行的平均生息资产规模全年有望保持高增态势,以量补价,对冲“让利”对净息差的侵蚀。

图表13: 20Q1 社融和信贷增速显著提升



资料来源: 中国人民银行, 方正证券研究所

图表14: 社融带动银行生息资产扩张提速



资料来源: WIND, 方正证券研究所

个贷资产质量受疫情影响较大。招商银行在一季报中公布了 20Q1 零售贷款不良率和逾期率变化。整个贷款端不良率环比下行 5BP,但个贷不良率提升 14BP;逾期率环比上行 20BP,其中个贷逾期率上行 60BP,特别地,信用卡逾期率上行 140BP 之多。由此推知,上市银行的零售资产质量压力也不会小。

图表15: 招商银行贷款端细分不良率及逾期率变化

贷款端细分行业/类别	不良率 20Q1	单季 增减	逾期率 20Q1	单季 增减
个人贷款	0.87%	+0.14%	1.80%	+0.60%
信用卡	1.89%	+0.54%	4.13%	+1.40%
个人住房贷款	0.26%	+0.01%	0.60%	+0.27%
消费贷款	1.35%	+0.17%	2.02%	+0.52%
小微贷款	0.80%	-0.01%	1.47%	+0.62%
其他(不含消费贷款)	1.94%	+0.15%	2.54%	+0.55%
对公贷款	1.72%	-0.33%	1.74%	-0.29%

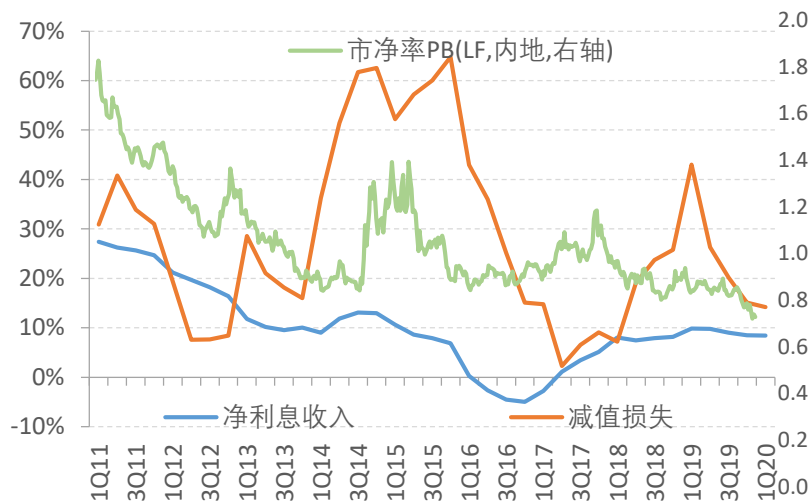
贴现票据	0.00%	-0.01%	-	-
贷款及垫款总额	1.16%	-0.05%	1.66%	+0.20%

资料来源：银行财报，方正证券研究所

2.3 两个因素对估值的影响都较大

历史上，净息差和资产质量对估值的影响也比较明显。注意两个比较晚近的三个时间段：1) 17 年行情，16 年 11 月-18 年 2 月上市银行 PB 从 0.87 到 1.18 的过程，主要是 17 年净利息收入在 16 年触底回升，到 18 年进入平台期，资产减值损失增速也在 17 年触底，两个有利因素叠加，推升银行估值修复。2) 去杠杆杀估值，18 年 2 月末到 18 年底，去杠杆、严监管，非标收缩，银行扩表速度趋缓，资产质量问题也开始出现，PB 在 19 年 1 月下行到 0.81。3) 让利和疫情影响，19 年二季度至今，央行推动 LPR 改革，以鼓励小微投放和 LPR 下行的方式，推动向实体经济让利，20 年 2-3 月再叠加疫情让资产质量的前景更加悲观，上市银行 PB 下行到 0.71。

图表16： 净利息收入和减值损失同比增速与银行板块 PB



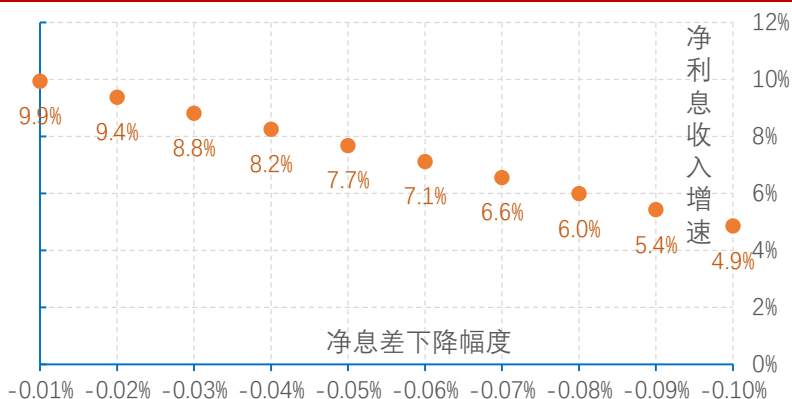
资料来源：WIND，方正证券研究所

3 净息差下行对净利润增速的弹性

预计 20 年平均生息资产增长 10.5%。净利息收入增速，应当拆解为生息资产增速和净息差变化两个因素。我们测算了 36 家上市银行合并的平均生息资产规模增速，19 年为 8.6%，20Q1 为 9.9%。在 20Q1 信贷社融高增的考虑到 4 月份信贷社融增势仍较好，预计全年增速仍会走高，本文暂估计为 10.5%。

测算净息差每下行 1BP，净利息收入增速下降 0.56 pct。在以上假设及当前数据的基础上，我们测算，净息差变化幅度与净利息收入增速存在一种线性关系，20 年净息差较 19 年每变化 1BP，净利息收入增速会同向变化 0.56 pct。

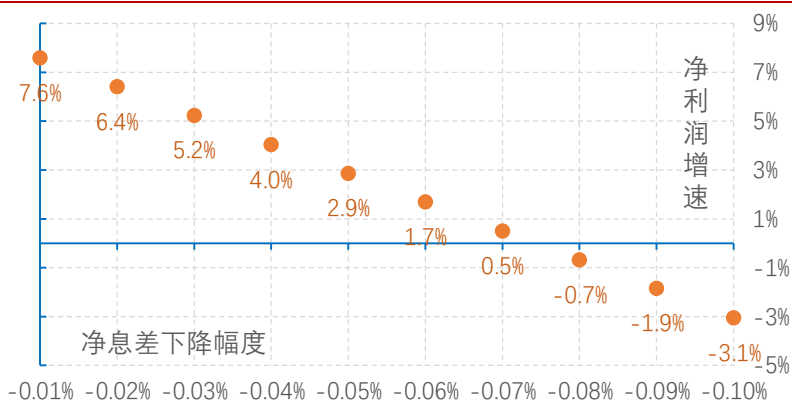
图表17: 2020年上市银行净息差下降幅度与净利息收入增速



资料来源: 方正证券研究所测算

当净息差下行 7.4BP 时, 将出现利润“零增长”。为了测算对净利润增速的影响, 还需要考虑资产减值损失的同比增速。这里假设一种中性情境, 不良净生成率上行 2BP, 减值损失同比增速为 16.3%。在此单一情境之下, 测算净息差下降的不同情境之下, 上市银行净利润增速的变化。可知, 上市银行测算净息差下行幅度从 1BP 到 10BP 变化时, 净利润增速将从 7.6% 变化到 -3.1%。特别地, 当净息差下行幅度为 7.4BP 时, 上市银行 20 年净利润将出现“零增长”。

图表18: 2020年上市银行净息差下降幅度与净利润增速



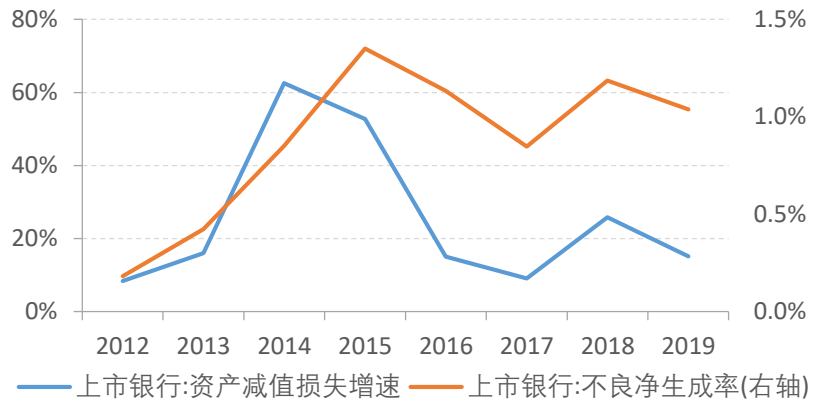
资料来源: 方正证券研究所测算

4 资产质量对净利润增速的弹性

资产质量和业绩的关联, 看起来不那么直观。首先, 资产质量通过资产减值损失反映到当期利润上, 减值损失是一个切入点。什么决定了减值计提力度呢? 不良率是一个最终结果, 已经被充分平滑了, 还是要从不良生成过程出发来考虑, 也许不良净生成率会是更好的跟踪指标。

不良净生成率和资产减值损失有何关联? 从 12-19 年的数据观察, 波动趋势大致是现同的, 但定量来看, 又好像没有可靠的规律。但是如果按阶段切分, 还是能发现规律。12-15 年是“后四万亿”时期不良集中发生潮, 特殊阶段的策略, 并不适宜作为对当前情形的对照。相对而言, 不良生成的 16-19 年, 更适宜作为对 20 年的对照。两条曲线直观来看是平行变动的, 这种搭配代表了一种稳定的策略。

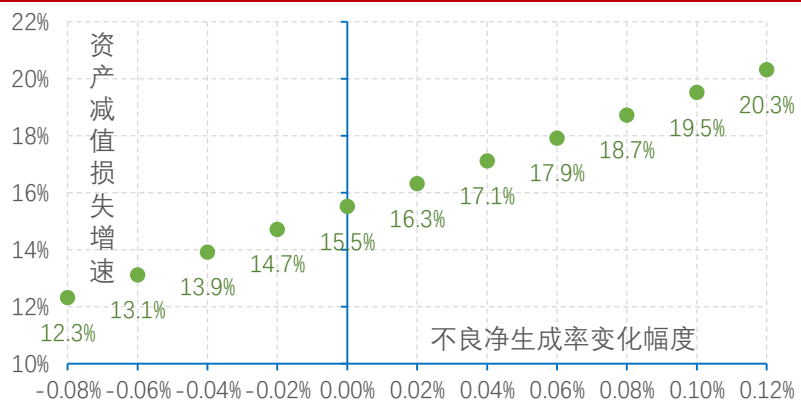
图表19: 上市银行不良净生成率与减值损失增速的关联



资料来源: WIND, 方正证券研究所

不良净生成率每增加 1BP，减值损失增速提升 0.4 pct。我们对 16-19 年的不良净生成率和减值损失增速做一个简单的回归，得到的关系是：减值损失增速 = -26% + 40x 不良净生成率。也即，在 16-20 年这一阶段之中，假设拨备策略相对稳定，那么不良净生成率每变动 1BP，减值损失增速将同向变动 0.4 个百分点。

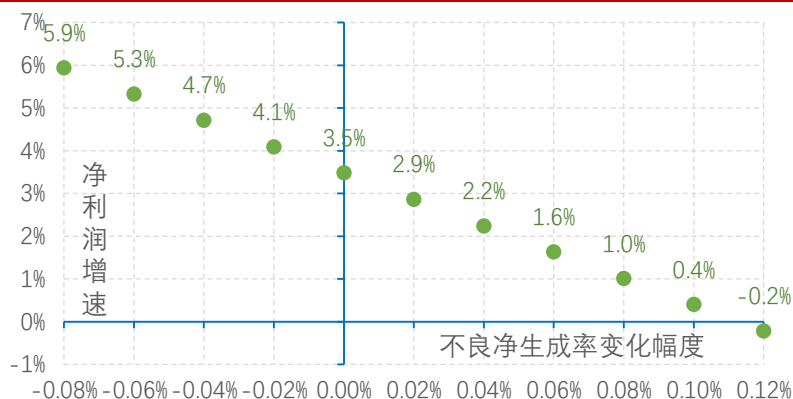
图表20: 2020 年上市银行不良净生成率变化与减值损失增速



资料来源: 方正证券研究所测算

当不良净生成率上行 11.3BP 时，将出现利润“零增长”。为了测算对净利润增速的影响，还需要考虑净息差的下行幅度。这里假设一种中性情境，净息差下行 5BP。在此单一情境之下，测算不良净生成率变动的不同情境之下，上市银行净利润增速的变化。可知，上市银行不良净生成率变动浮动从-8BP 到+12BP 变化时，净利润增速将从 5.9% 变化到-0.2%。特别地，当不良净生成率上行幅度为 11.3BP 时，上市银行 20 年净利润将出现“零增长”。

图表21: 20年上市银行不良净生成率变化与净利润增速



资料来源：方正证券研究所测算

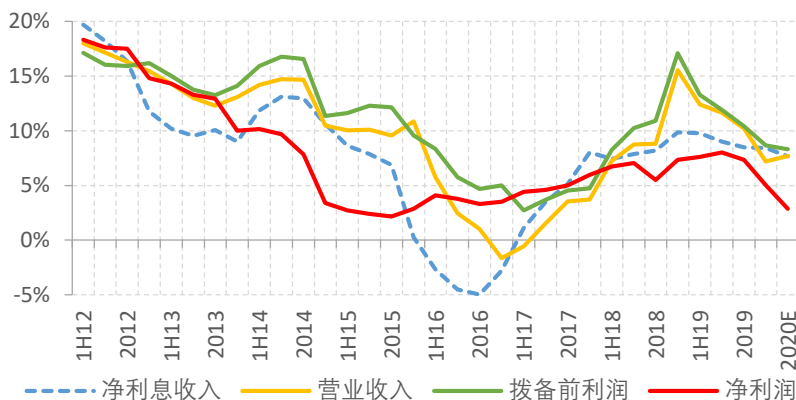
5 中性假设下，别忘了拨备反哺

5.1 中性假设下，20年净利润 YoY+2.9%

在净息差和不良生成的维度上，我们分别考虑可能性较大的情形，也即，净息差同比下降5BP，不良净生成率同比提升2BP。我们对其他次要因素的假设为：平均生息资产 YoY+10.5%，中收 YoY+7.5%，其他非息收入 YoY+8.0%，营业支出（不含减值）YoY+6%，所得税 YoY+5%。

基于以上假设，测算得到：36家上市银行合并的2020年净利润同比增速为2.9%（19年为7.3%），营业收入同比增速为10.2%（19年为7.7%）。这个结果，可以作为我们在当前时点上对20年银行业绩的预判，但因为后续LPR下行幅度、小微政策、存款基准利率等因素均存在不确定性，资产质量的变动幅度也需要更多的观察来验证，我们后续将持续跟踪，并结合最新信息来调整模型假设，更新判断。

图表22: 定量预测2020年36家上市银行合并业绩增速



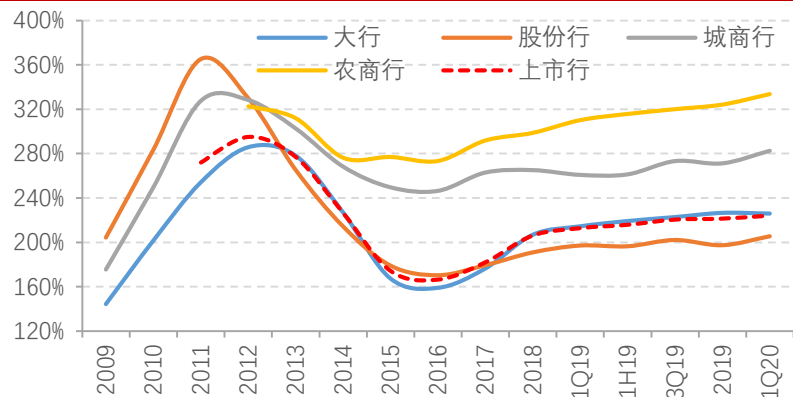
资料来源：WIND，方正证券研究所

5.2 1 pct 拨备覆盖率换1 pct 净利润增速

拨备覆盖率较高，有反哺的实力。得益于17-19年上市银行拨备计提的力度较大，最近几年，上市银行加权平均的拨备覆盖率为224.1%，已经从16年166.4%的低谷中提升了57.8pct。监管此前对银行统一的

拨备覆盖率底线是 150%，现如今，多数上市银行的拨备覆盖率都已经大幅超出该水准。在业绩不佳的年份，可以通过减小拨备计提力度来反哺利润，保证利润增速的相对平稳。

图表23: 截至 20Q1 上市银行加权平均拨备覆盖率



资料来源: WIND, 方正证券研究所

让出 1 pct 的拨备覆盖率，大致能提振 1 pct 的净利润增速。20Q1 上市银行合并的拨备覆盖率为 224.1%，贷款拨备额是 3.49 万亿，对应的不良额是 1.56 万亿。在该基础上，如果让拨备覆盖率下降 1 个百分点，则可以少提 156 亿的拨备，反映在 19 年的净利润基数上，就可以额外获得 1.0 pct 的提振。理论上来说，多数银行可以较轻松地通过拨备计提力度边际减弱，回补 2-3 个百分点的净利润增速，使其达到合意的水平。

图表24: 拨备覆盖率反哺利润的效果 (亿元)

	拨备额	不良额	拨备覆盖率	1 个百分点	对应 20 年
	20Q1	20Q1	20Q1	对应利润	利润增速
大行	22,526	9,970	225.9%	109.2	1.0%
股份行	9,395	4,575	205.4%	50.1	1.2%
城商行	2,445	865	282.5%	9.5	0.8%
农商行	526	158	333.5%	1.7	0.9%
上市行	34,892	15,568	224.1%	170.5	1.0%

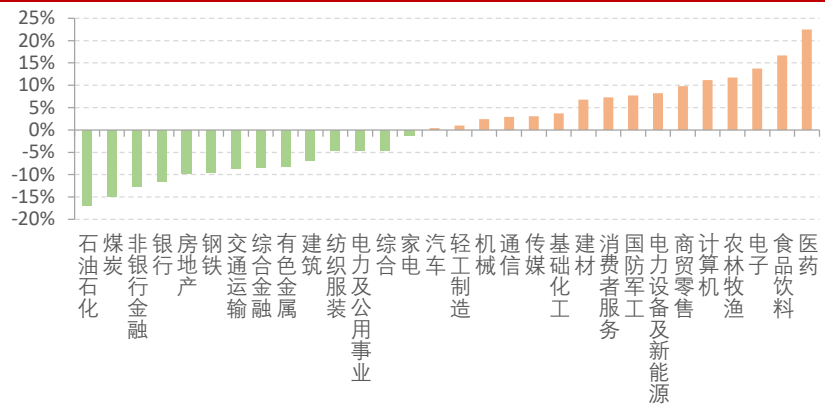
资料来源: 银行财报, 方正证券研究所

注: 本测算以 20 年一季末的数据为基数, 未考虑 20 年后三个季度的增长, 故可能存
在一定偏差, 但不影响结论。

6 近期银行板块运行情况

20 年初至今涨幅-11.5%，倒数第四。20 年初以来，A 股上涨和下跌的行业板块一半一半。银行板块下跌 11.5%，在所有板块中位列倒数第四。疫情对经济的负面影响，已经充分反应在对银行业绩的未来预期上。

图表25: 银行(中信)指数 20 年初至今涨幅较低



资料来源: WIND, 方正证券研究所

19 年初至今, 银行指数对沪深 300 的相对收益为-19%, 大幅跑输。经验表明, 银行可能短暂跑输, 但后续均能追回。银行股的相对收益下探又追回, 近期有 19 年 1-6 月、19 年 8 月-11 月两个示例。当前的下行幅度比 19 年 3 月的-15%更深, 回补的动力理应更强。

图表26: 银行(中信)指数 18 年以来的相对收益一再探底



资料来源: WIND, 方正证券研究所

截至 20 年 6 月 4 日, 银行(中信)PB 达到 0.73 倍的历史低位, 已充分低估。现阶段利空均已表现, 之后伴随着经济逐步修复, 资产质量的隐忧渐渐消解, 让利迫切性也可能下降, 银行板块估值有望走入持续的修复过程。

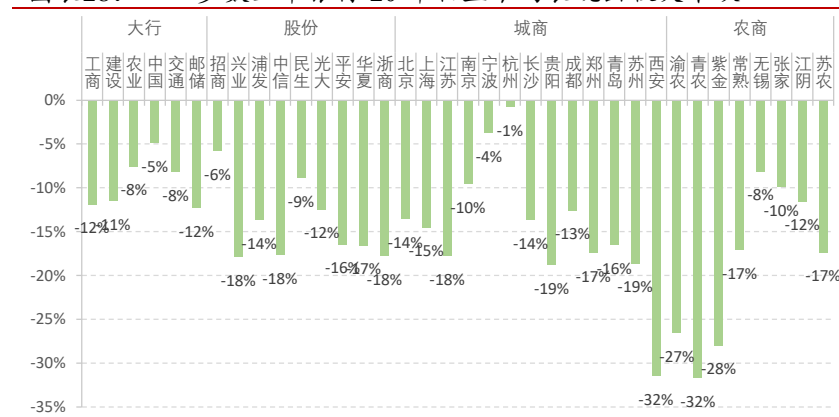
图表27: 银行(中信)指数 PB 运行到历史低位



资料来源: WIND, 方正证券研究所

多数个股股价跌幅较深，回升空间较大。20 年年初至今，上市银行个股股价普遍下跌，跌幅多分布在 4%到 30%之间。城农商行普遍跌幅较大，股份行其次，大行相对较小。

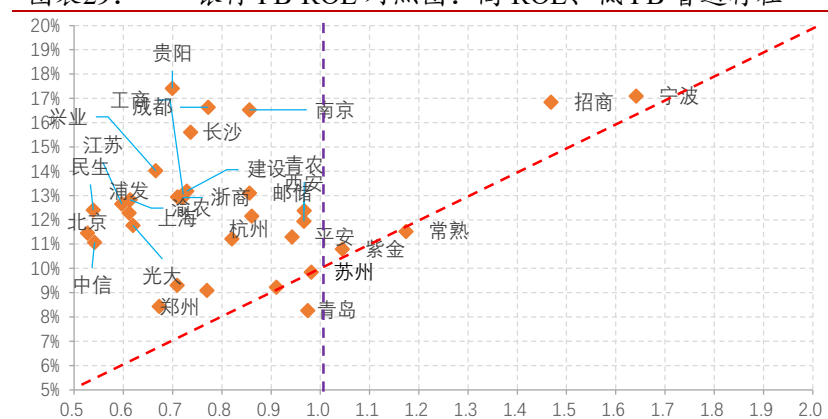
图表28：多数上市银行 20 年初至今均表现出较大下跌



资料来源：WIND，方正证券研究所

高 ROE、低 PB 的银行股，配置价值提升。多数银行个股落入了高 ROE（高于 11%）、低 PB（低于 0.9 倍）的区间，具备较高的配置价值。特别地，部分优质个股的 PB 已较高点显著下降，当前位置具备较高的性价比。

图表29：银行 PB-ROE 对照图：高 ROE、低 PB 普遍存在



资料来源：WIND，方正证券研究所

7 投资建议：让利担忧缓解，业绩或将稳健

两个因素对净利润增速的影响弹性。根据我们的测算：1) 测算净息差每下行 1BP，净利息收入增速下降 0.56 pct；资产质量中性假设下，当净息差下行 7.4BP 时，将出现利润“零增长”。2) 不良净生成率每增加 1BP，减值损失增速提升 0.4 pct，息差下行中性假设下，当不良净生成率上行 11.3BP 时，将出现利润“零增长”。

两个因素同时考虑中性的情境，即，**净息差同比下降 5BP，不良净生成率同比提升 2BP**。36 家上市银行合并的 2020 年净利润同比增速为 **2.9%**（19 年为 7.3%），营业收入同比增速为 10.2%（19 年为 7.7%）。

此外，拨备反哺利润的空间较大。让出 1 pct 的拨备覆盖率，大致能提振 1 pct 的净利润增速。20Q1 上市银行合并的拨备覆盖率为 224.1%，超过 150% 的监管红线。理论上来说，多数银行可以较轻松地通过拨备计提力度边际减弱，回补 2-3 个百分点的净利润增速，使其达到合意的水平，故无需过分为担忧。

强烈建议关注平安银行、邮储银行、常熟银行，战略明晰、成长逻辑好、alpha 属性强；作为穿越周期的核心资产，招行银行、宁波银行因疫情而 PB 下行，性价比有所提升；杭州银行、江苏银行等东部沿海地区的优质城商行，受益于央行收购普惠小微贷款而释放的 0 息资金，扩张逻辑加强；低估值的兴业银行、光大银行，在市值管理诉求下，估值修复空间较大。

8 风险提示

疫情控制或复工进度不及预期；疫情全球扩散加重；实体企业财务状况恶化范围扩大。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com