

或跃在渊

长江银行2020年度中期投资策略

分析师及联系人

- 王一川
(8621)61118726
wangyc5@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490514070001

请阅读最后评级说明和重要声明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

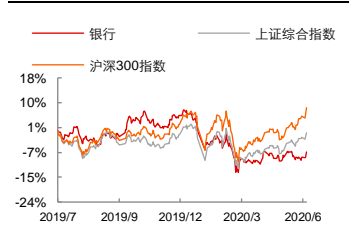
MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-07-02
行业研究	深度报告
评级	看好 维持

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000001	平安银行	买入
002142	宁波银行	买入
600036	招商银行	买入
601009	南京银行	买入
601128	常熟银行	买入
601166	兴业银行	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《银行理财系列之二: 突围之道》2020-06-25
- 《银行理财追踪二: 产品发行节奏边际放缓, 理财子首只直投股票产品面世》2020-06-17
- 《贷、债齐发力继续推高社融, “质”压预期或修正》2020-06-10

银行

或跃在渊——长江银行 2020 年度中期投资策略

● 历史底部复盘, 黎明已然不远

复盘历史三轮银行有超额收益的阶段, 货币视角: 均伴随着利率底部企稳回升; 信用视角: 社融拐点是板块行情出现的“前兆”, 但每轮启动的节奏均有不同; 经济视角: 预期持续性修复是关键。总结板块行情的共性: 当面对经济下行压力, 政策逐步转向宽松并有效传导至实体之前通常是信用不断筑底的过程, 信用拐点出现之后进而才逐渐带动经济复苏; 当下我们已经见到了社融增速拐点, 因此下半年经济预期能否改善将是关键。

● 基本面有韧性, 左侧平稳过渡

银行市场底早于基本面底, 历史上 3 轮行情均呈现这一特点。与此同时, 盈利增速水平的高低与行情关系亦不大, 市场更加聚焦经济改善带动基本面预期变化。我们认为, 今年“质”压有望平稳, “价”压则上调, 最大的预期修正来自资产质量, 而从盈利驱动因子看, 正是资产质量改善与板块行情相关性最高。修正的动力来自: 1) 省份间信用分化明显, 上市银行主要聚焦的经营区域信用状况相对较好; 2) 政府债券及基金等低信用风险免税资产配置比例提升明显; 3) 对公新增贷款主要投向基建、平台、地产等低风险行业, 零售主要投向按揭; 4) 政策维稳托底力度大, 中长期稳定银行资产质量。

● 横向维度比较: A 股银行存在估值修复空间

预计 2020 年息差收窄 25-30bp, 压降上市银行盈利增速至 1.0%, 或创银行指数创设以来新低, 因此市净率也创出新低。尽管存在不利因素, 目前银行股估值和涨跌幅表现仍存在较大偏离。A 股各板块中, 银行为少数未反映疫情改善及经济修复预期的行业之一, 与消费的相对表现逼近 0.7 的历史底部区域, 后市跑赢的概率已显著提升。全球范围内, 中国 A 股银行股体现出“物美价廉”的优势。有望吸引长期海外资金的持续流入。

● 两个不确定影响行业中期表现

目前投资端拉动经济改善, 生产端环比明显修复, 但制造业、小微、线下消费能否持续改善一定程度决定了社会生产活动是否回归正常, 也是我们需要持续跟踪的方向; 而从中期看, 全球新冠疫情演化及疫苗的进展是银行盈利及贝塔行情的决定因素与胜负手。

● 投资建议: 或跃在渊, 建议把握龙头个股的价格弹性

历史周期视角下, 当前流动性、信用周期和政策面都出现了积极的底部拐点信号。银行利润增速中枢受息差影响或回落至 1% 左右, 但盈利因子中最重要的资产质量在区域分化、资产结构、贷款投向、政策托底等因素优化下, 或显著好于市场预期。同时银行股估值无论从绝对水平还是横向对比来看, 性价比突出。不过利空尚未出尽, 估值修复节奏和空间仍取决于线下消费和全球疫情演化。个股方面推荐信用风险敞口适中, 具备价格弹性的优质股份行和城农商行, 继续推荐招商银行、宁波银行、平安银行、常熟银行。

风险提示:

1. 经济大幅恶化影响银行资产质量;
2. 金融监管环境大幅趋严。

目录

历次底部复盘，黎明已然不远	5
货币视角：关注利率底部回升趋势	6
信用视角：重点观察社融结构变化	7
经济视角：预期持续性修复是关键	8
基本面有韧性，左侧平稳过渡	10
盈利拐点通常滞后行情启动时点	10
“质”压有望平稳，“价”压则上调	11
全年盈利增速预测下修至 1.0%	14
动态估值仍位于历史底部区域	16
横向维度比较：A 股银行存在估值修复空间	17
银行股估值和涨跌幅表现存在偏离	17
全球范围看，A 股银行股投资性价比比较高	19
两个不确定影响行业中期表现	20
制造业、小微、消费景气待改善	20
新冠疫情演化及疫苗进展是板块胜负手	22
投资建议：或跃在渊，建议把握龙头个股的价格弹性	23

图表目录

图 1：08 年以来银行板块行情及相对沪深 300 指数走势	5
图 2：08 年以来货币政策周期，下半年关注边际变化	6
图 3：08 年以来利率周期，有超额收益的 3 段行情均伴随利率底部企稳回升（%）	7
图 4：08 年以来信用周期，有超额收益的 3 段行情均出现在社融见拐点或之后	8
图 5：关注 M1、M2 剪刀差修复情况（%）	8
图 6：企业中长期贷款同比增速逐渐改善（%）	8
图 7：工业增加值修复（%）	9
图 8：PMI 回升至荣枯线上方	9
图 9：6 大发电集团耗煤量同比改善（%）	9
图 10：铁路货运量仍较弱（%）	9
图 11：PPI-CPI 处探底阶段	10
图 12：固定资产投资增速修复（%）	10
图 13：社会消费品零售总额增速修复（%）	10
图 14：进出口同比仍处于下降通道（%）	10
图 15：银行盈利拐点“滞后”行情启动时点	11
图 16：银行资产质量拐点与行情启动相关性最高	11
图 17：本轮新增社融更多流向了发达地区	12

图 18: 部分省/直辖市银行业不良率情况.....	12
图 19: 16 家上市银行表内整体配置的低风险免税资产比例超过 20%.....	12
图 20: 对公新增贷款主要投向基建、平台、地产等低风险行业.....	13
图 21: 商业银行资产端定价明显下行(%).....	14
图 22: 08 年以来银行(申万)相对沪深 300 指数 PB 估值.....	16
图 23: 08 年以来银行(申万)相对沪深 300 指数 PE 估值.....	17
图 24: 银行与消费相对表现快速滑向历史底部水平.....	18
图 25: 银行与 TMT 相对表现仍未见拐点.....	19
图 26: 全球范围看, 中国银行股估值性价比较高.....	19
图 27: 5 月 6 大集团耗煤量恢复至去年同期水平(单位: 万吨).....	20
图 28: 南华工业品指数逐步恢复, 金属指数则创近年新高.....	20
图 29: 基建投资迅速回暖(单位: %).....	20
图 30: 5 月房地产开工及销售数据全面转正.....	20
图 31: 制造业利润下滑限制投资端发力(单位: %).....	21
图 32: 小型企业贷款需求指数环比小幅回落, 大中型企业快速提升.....	21
图 33: 一季度新增小微企业贷款创近年新高(亿元).....	21
图 34: 社零增速恢复, 但餐饮类线下消费仍存一定压力(单位: %).....	22
图 35: 5 月汽车销售转正, 但出行频率似乎并未显著修复(%).....	22
图 36: 5 月地产链相关消费转正(单位: %).....	22
图 37: 升级消费类 5 月录得两位数增长(单位: %).....	22
图 38: 全国新冠肺炎每日新增确诊数(单位: 例).....	22
图 39: 全球(不含中国)新冠肺炎每日新增确诊数(单位: 例).....	22
表 1: 08 年以来 5 段板块趋势性涨幅及相对收益.....	5
表 2: 年初以来出台的宽信用政策一览.....	13
表 3: 上市银行整体(29 家)盈利预测(单位: 亿元).....	15
表 4: 上市银行整体(29 家)盈利归因分析.....	15
表 5: 10.81% 的 ROE 对应合理 PB 估值约为 1.14 倍.....	16
表 6: 0.61 倍 PB 估值对应 ROE 约为 7.65%.....	16
表 7: 各板块今年市净率变动趋势.....	17
表 8: 行业重点上市公司估值指标与评级变化.....	23

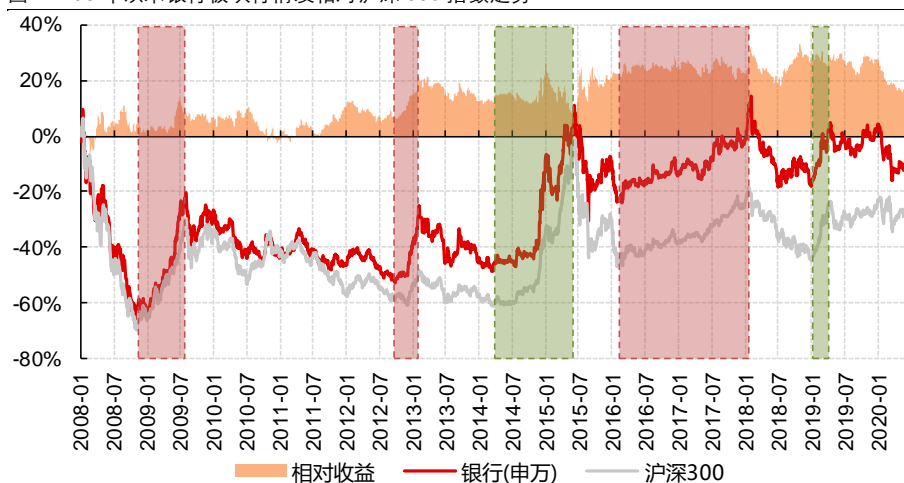
历次底部复盘，黎明已然不远

08 年金融危机以来，银行板块共出现 5 次较为经典的趋势性上涨行情。其中，

- ◇ 2008 年 10 月底至 2009 年 7 月底、2012 年 9 月底至 2013 年 2 月初、2016 年 2 月底至 2018 年 2 月初这三轮银行板块的上涨行情均叠加了经济企稳回升周期，宏观数据改善推动银行盈利与资产质量向好，银行板块获得较好的相对收益。
- ◇ 反观另外两轮，① 2014 年 3 月底至 2015 年 6 月初期间，宏观经济虽持续下行，但在货币政策转松及改革转型预期推动下，银行板块在 2014 年底的 2 个月显著跑赢大盘；但自 2015 年的牛市中，市场以创业板为上涨主线，银行板块则明显跑输，整个行情期间没有获得相对收益。② 2019 年初至 4 月中旬期间，宏观经济亦处于下行通道中，但货币政策自 2018 年 2 季度逐渐转向宽松对冲下，社融增速见底回升，进而推动这一轮市场行情，期间银行板块则明显跑输。

总的来看，银行板块相对确定性行情且是否能获得超额收益，很大程度上就取决于经济改善的预期和进程。历史经验表明，当面对经济下行压力，政策逐步转向宽松并有效传导至实体之前通常是信用不断筑底的过程，信用拐点出现之后进而才逐渐带动经济复苏；当下我们已经见到了社融增速拐点，因此下半年经济预期能否改善将是关键。

图 1：08 年以来银行板块行情及相对沪深 300 指数走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：08 年以来 5 段板块趋势性涨幅及相对收益

行情区间	银行（申万）	沪深 300	板块超额收益
2008/10/27-2009/07/31	145.05%	125.70%	19.35%
2012/09/26-2013/02/01	58.96%	25.77%	33.19%
2014/03/10-2015/06/08	116.21%	155.21%	-39.00%
2016/02/25-2018/02/05	50.53%	46.44%	4.09%
2019/01/02-2019/04/16	28.03%	37.59%	-9.56%

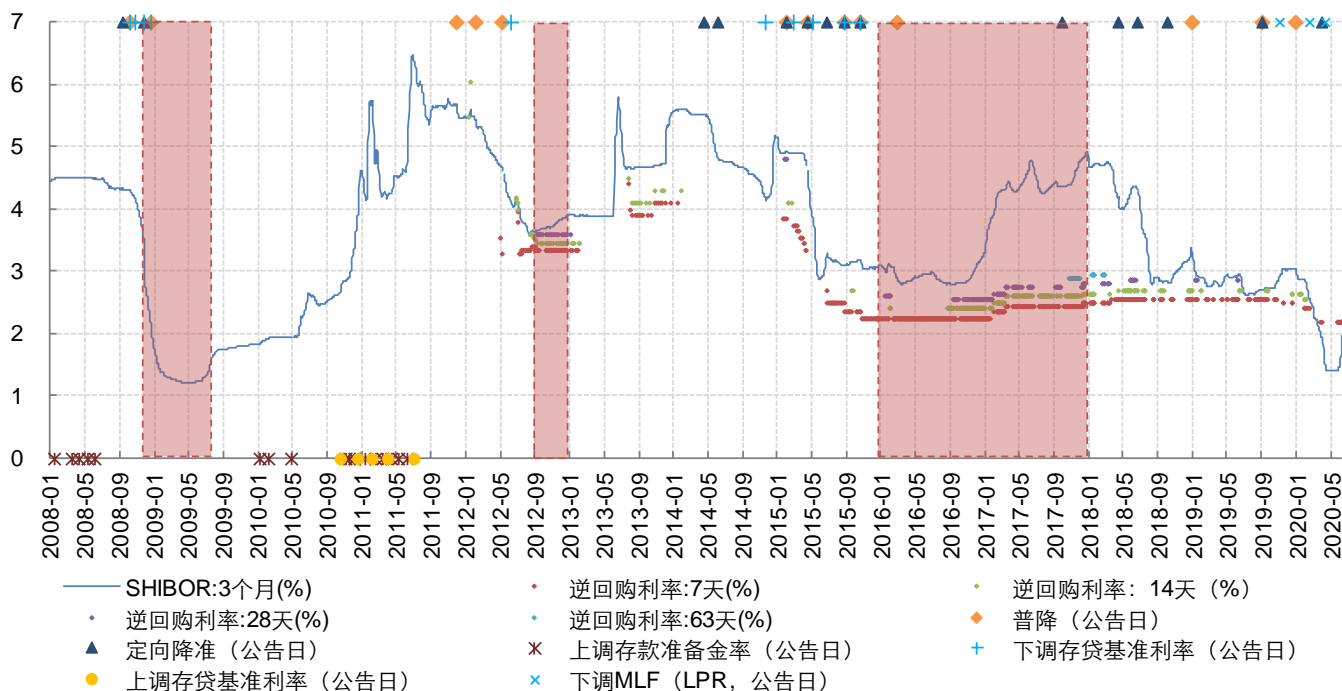
资料来源：Wind，长江证券研究所

货币视角：关注利率底部回升趋势

细数 3 轮银行板块有超额收益的阶段，均伴随着利率底部企稳回升；当前亦呈现该迹象，但需要注意跟踪观察持续性。在监管没有明显收紧流动性的前提下，资金价格的变动实际反映了供需变化，利率底部企稳回升本身即预示着实体对资金的有效需求在改善。

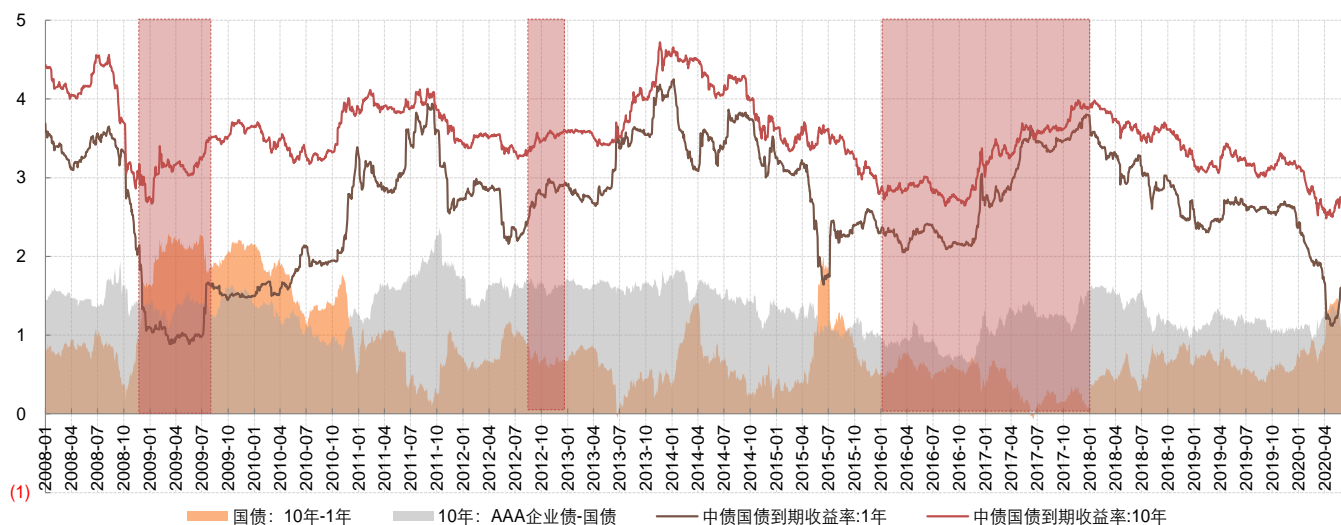
- ◇ 2008 年 10 月底-2009 年 7 月底：08 年金融危机爆发，为对冲经济下行压力，自 08 年 9 月开始短时间内连续降准、下调存贷基准利率，货币政策大幅转向宽松；10 年国债利率 09 年初触底反弹，短端利率随后亦陆续企稳回升。
- ◇ 2012 年 9 月底-2013 年 2 月初：10 年初监管开始逐步收紧此前宽松的货币政策，10 年 2 月-11 年 7 月期间 11 次上调存款准备金率、5 次上调基准利率，受此影响经济加速失衡；2011 年底货币政策开始转向宽松，11 年 11 月-12 年 7 月期间 3 次降准、2 次降息，并在之后常规开展公开市场逆回购操作；1 年国债利率 12 年 6 月率先触底回升，随后不久见到 10 年国债利率回升，银行间市场利率自 9 月回升。
- ◇ 2016 年 2 月底-2018 年 2 月初：13 年去杠杆不可避免对经济造成冲击，为了对冲下行压力，货币政策自 14 年 4 月开始转向宽松，一直延续到 16 年初，期间多次降准、下调 OMO 利率、下调存贷基准利率；1 年国债利率 15 年 6 月就率先探底，10 年国债利率则是 16 年初见到企稳回升的迹象，这一轮利率“横在”底部的时间相对较长，中途亦有多次“回踩”的情况。

图 2：08 年以来货币政策周期，下半年关注边际变化



资料来源：中国人民银行，长江证券研究所

图 3：08 年以来利率周期，有超额收益的 3 段行情均伴随利率底部企稳回升（%）



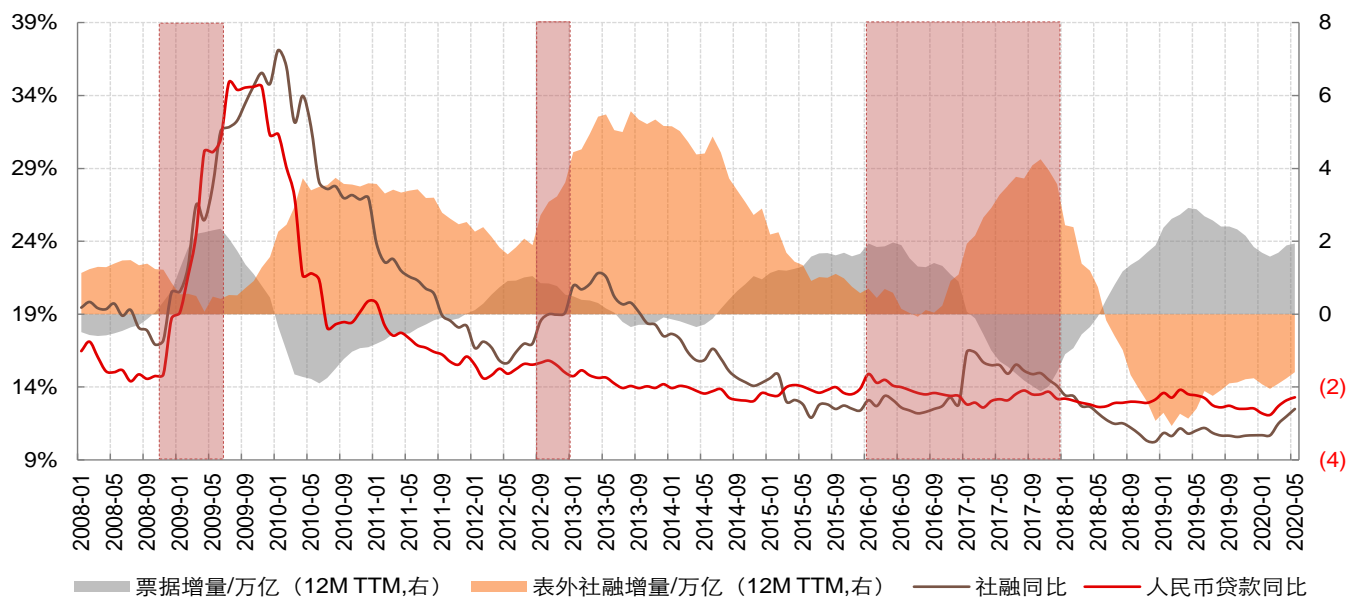
资料来源：Wind，长江证券研究所

信用视角：重点观察社融结构变化

社融拐点是银行板块行情出现的“前兆”，但距离行情启动的间隔历史上每一轮都不同。宽松货币政策逐渐渗透作用下，带动社融增速触底回升，经济预期进而得到改善甚至扭转，是银行板块行情通常出现在社融拐点之后的原因；而“间隔期”不固定或与每一轮社融修复的节奏有关：

- ✧ 2008 年 10 月底-2009 年 7 月底：经过短时间内多次降准、降息之后，银行信贷增速直接呈现深“V”反转，推动社融迅速迎来拐点，信用环境修复见效快、同时幅度亦最显著。
- ✧ 2012 年 9 月底-2013 年 2 月初：尽管信贷投放率先趋于改善，但幅度较为平缓，因此驱动社融改善的力量亦欠缺；社融增速“V”型反转是随着表外融资渠道大幅扩张之后出现的。
- ✧ 2016 年 2 月底-2018 年 2 月初：本轮社融增速拐点不仅出现时间较晚，且修复力度亦明显较弱，原因在于，① 与 12 年相似，尽管信贷投放率先企稳改善，但幅度上偏弱；② 与此同时，表外融资渠道直到 16 上半年都是呈现收缩的态势，对社融形成拖累。

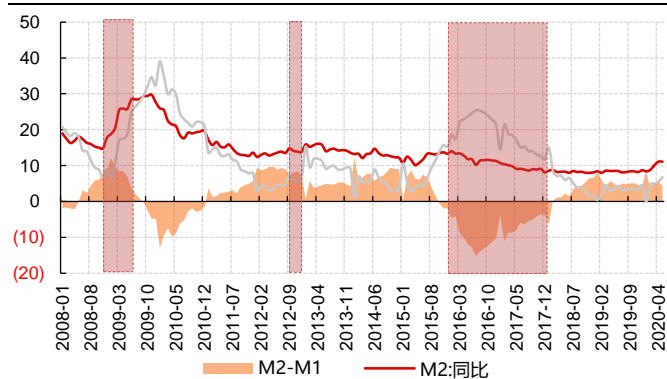
图 4：08 年以来信用周期，有超额收益的 3 段行情均出现在社融见拐点或之后



资料来源：Wind，长江证券研究所

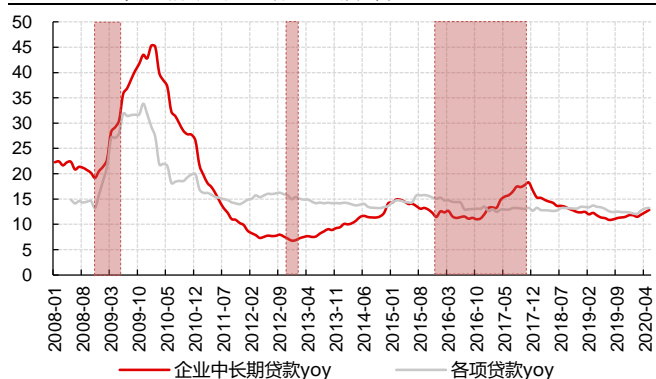
本轮信用修复的“形态”与 14-15 年比较相似，前期主要依托于贷款改善、但幅度不明显，叠加表外非标渠道持续大幅收缩形成拖累，因此社融拐点对板块行情的“指示”作用有所弱化；不同之处则在于本轮财政发力的支撑作用显著。后续建议在关注社融总量修复持续性的基础上，重点观察融资结构能否得以优化：一是 M1 与 M2 剪刀差修复，象征企业现金流状况；二是企业中长期贷款改善，以及票据融资回落，代表企业真实有效需求；三是表外非标渠道的承压状况。

图 5：关注 M1、M2 剪刀差修复情况 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：企业中长期贷款同比增速逐渐改善 (%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

经济视角：预期持续性修复是关键

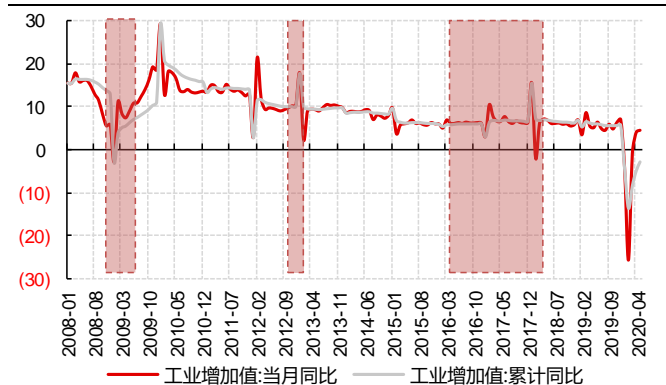
当货币政策逐步传导至信用端，最终推动经济预期修复将是关键。

- ◇ 2008 年 10 月底-2009 年 7 月底：货币政策大幅转向宽松的情况下，本轮修复投资端率先发力，基建是主力，后期地产投资亦加入反弹队伍；在投资带动下，生产、消费状况也在 08 年底逐步触底企稳，走出“V”型反转。

- ◇ 2012年9月底-2013年2月初：本轮修复仍然是投资端率先扩张，并且同样是先基建后地产企稳并一同发力；随后生产、消费状况在进入12年4季度开始逐渐企稳回升。
- ◇ 2016年2月底-2018年2月初：不同于前两轮，经历14-15年供给侧改革之后，本轮工业生产端16年初率先复苏；消费在进出口贸易带动下表现相对稳定；投资端表现呈现弱企稳状态，主要受基建拖累，地产则形成支撑。

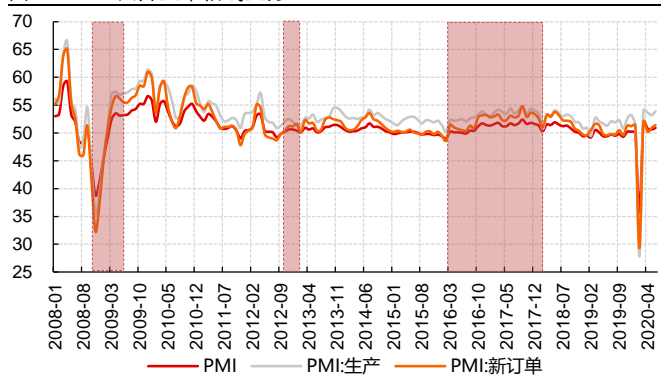
当下经济周期本就处于18年2季度以来的下行通道中，年初受疫情冲击更是压力凸显；积极的是年初以来在政策发力之下，社融高增、融资环境快速改善，近期亦逐渐传导至实体经济，高频经济数据显示已修复，下半年则需要着重跟踪修复的持续性。

图 7：工业增加值修复（%）



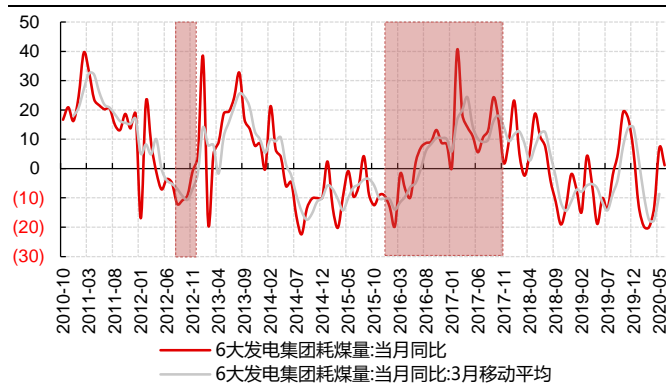
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：PMI 回升至荣枯线上方



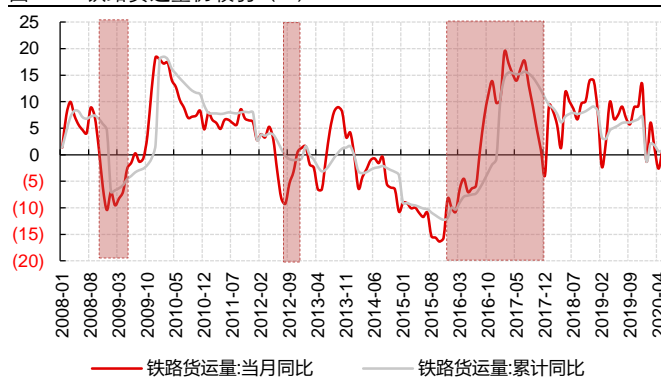
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：6 大发电集团耗煤量同比改善（%）



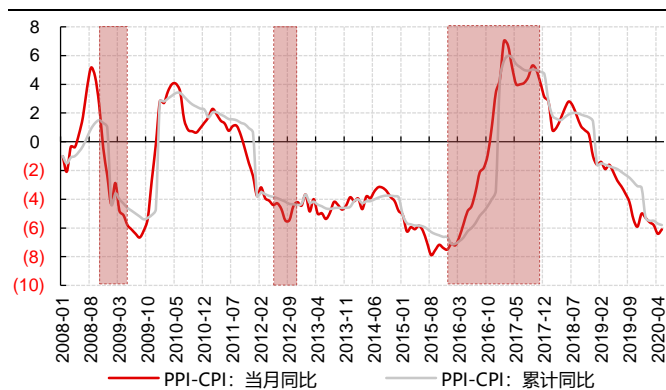
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：铁路货运量仍较弱（%）



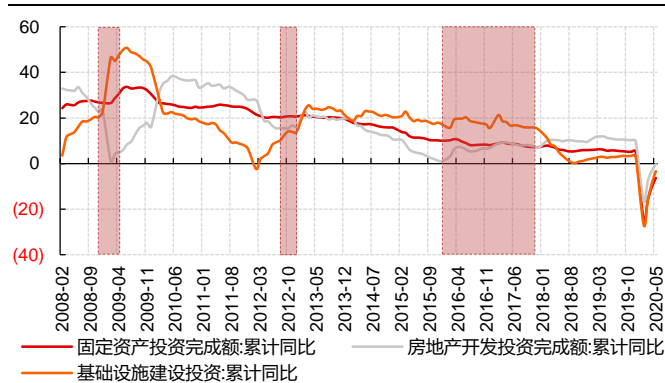
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11: PPI-CPI 处探底阶段



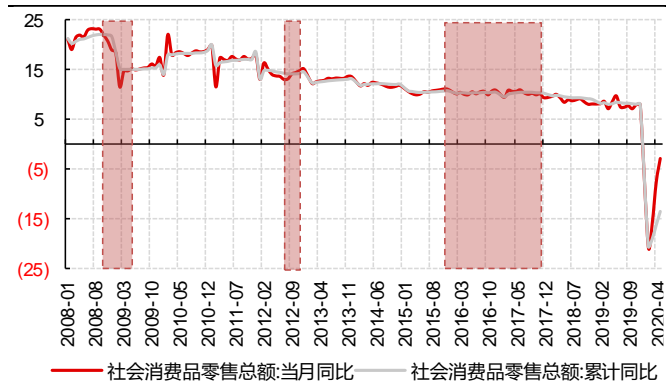
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 固定资产投资增速修复 (%)



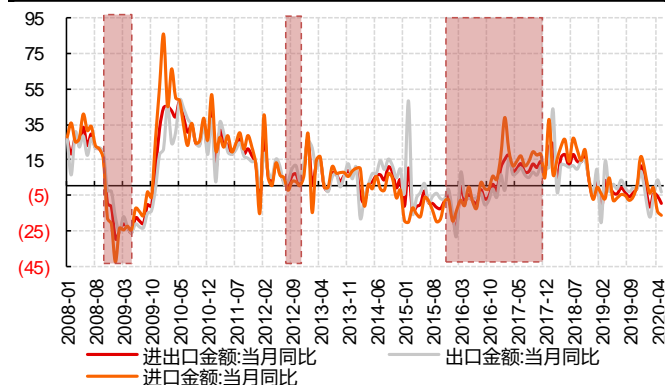
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 社会消费品零售总额增速修复 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 进出口同比仍处于下降通道 (%)



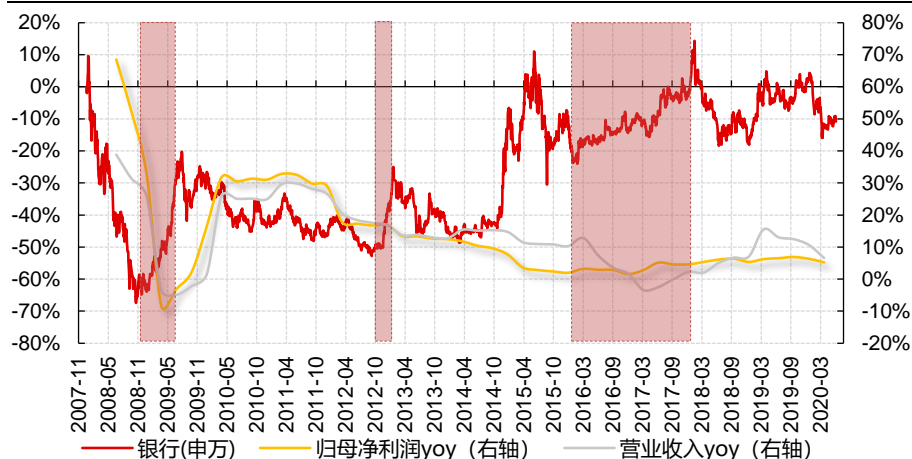
资料来源: Wind, 长江证券研究所

基本面有韧性，左侧平稳过渡

盈利拐点通常滞后行情启动时点

继续延伸至基本面视角，银行盈利拐点一般要滞后于行情启动时点，这是“滞后经济周期”属性决定的，过去历史上3轮行情均呈现这一特点；与此同时，盈利增速水平的高低与行情关系亦不大，市场更加聚焦经济改善带动基本面预期变化，典型如2016年的低利润增速时期，亦无碍预期所推动的跨年行情。

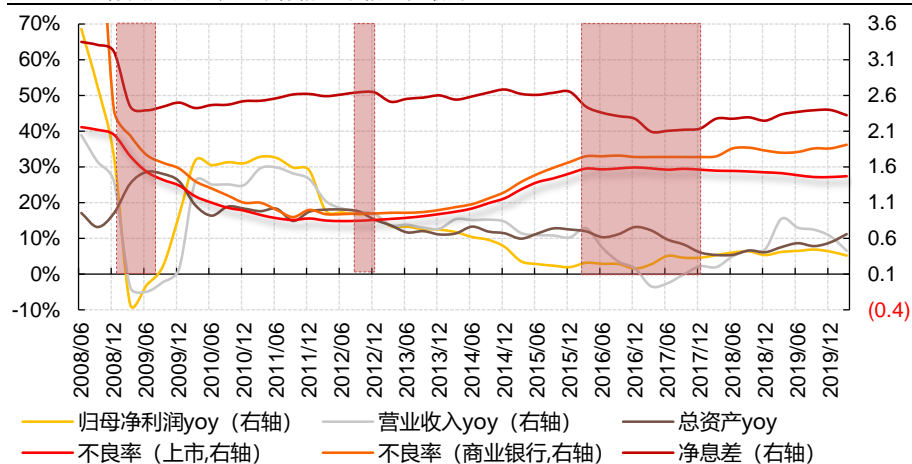
图 15：银行盈利拐点“滞后”行情启动时点



资料来源：Wind，长江证券研究所

具体从盈利驱动因子看，则是资产质量改善与板块行情相关性最高，过去 3 轮板块行情阶段，上市银行不良率呈现企稳或改善，息差方面则仅 12 年 9 月底至 13 年初呈现上升，其余 2 段均明显下行，而规模扩张方面通常与价格形成“互补”。

图 16：银行资产质量拐点与行情启动相关性最高



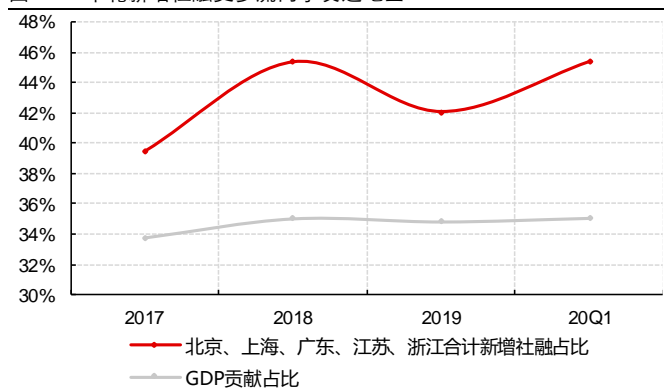
资料来源：Wind，长江证券研究所

“质”压有望平稳，“价”压则上调

当前行业面临来自资产端“质、价”压力而景气度有所下行，上市银行归母净利润增速已连续 2 个季度回落，但韧性仍然显著超出市场预期，1 季度业绩仍有 5.63% 增长；核心支撑便是上市银行整体资产质量状况继续保持平稳，整体不良率仅微升 1bp 至 1.44%，而银保监会披露的商业银行整体不良率较年初上升 5bp 至 1.91%。背后原因在于：

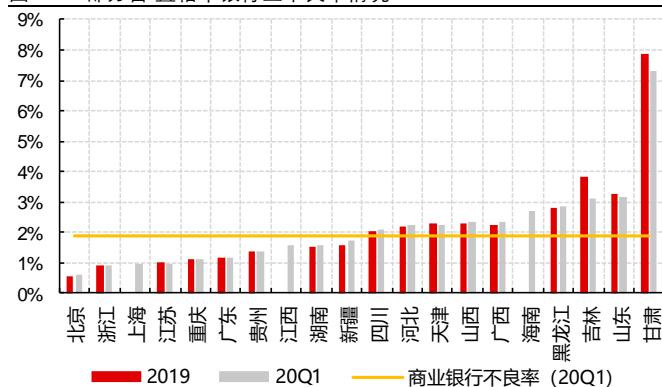
- ✧ 本轮信用修复过程中，区域分化现象明显，更多、更快的资金集中流向经济发达地区，如北京、上海、广东、江苏、浙江凭着全国 1/3 的经济体量吸纳了超过 40% 的增量资金；信用风险相对较高的中小银行大多分布在本轮信用修复欠佳的区域，而上市银行主要聚焦的经营区域信用状况相对较好。

图 17：本轮新增社融更多流向了发达地区



资料来源：中国人民银行，Wind，长江证券研究所

图 18：部分省/直辖市银行业不良率情况



资料来源：各地银保监会，长江证券研究所

- ◇ **政府债券及基金等低信用风险免税资产配置比例提升明显**，2019 年末 16 家上市银行表内配置政府债券及基金占总资产比例合计达到 20.6%，相较 2015 年底上升超过 10 个百分点。

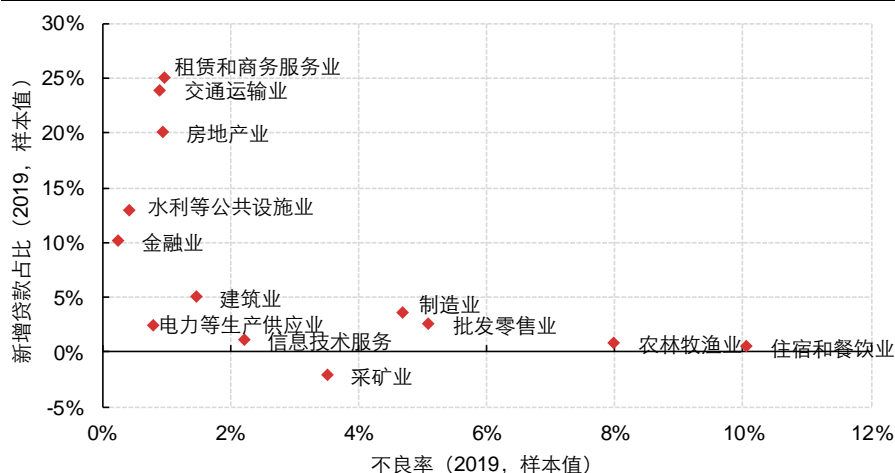
图 19：16 家上市银行表内整体配置的低风险免税资产比例超过 20%



资料来源：Wind，长江证券研究所

- ◇ **对公新增贷款主要投向基建、平台、地产等低风险行业**。2019 年新增对公贷款中，基建行业合计占据近 40%，租赁与商务服务业、房地产业分别又占据约 25%、20%，三大领域合计吸纳新增对公贷款比例高达 85%左右，是这一轮宽信用的主要资金承接载体，上述行业不良均属于相对较低的；此外，同样是低不良的金融业新增贷款也有超过 10%的占比。反观不良相对较高的制造业、批发零售业，19 年新增贷款占比分别仅有 3.66%、2.58%，而二者存量占比分别有 17.2%、9.4%，分列第一、五大行业。

图 20：对公新增贷款主要投向基建、平台、地产等低风险行业



资料来源：Wind，长江证券研究所

◇ **政策维稳托底力度大。**年初以来央行多次降准、实施再贷款、再贴现操作、下调 LPR 以缓解中小微企业融资难、贵问题，前 5 月新增社融 17.37 万亿，同比多增 5.38 万亿，投放进度达到去年全年的 69%，3 月金融机构新发放贷款利率较去年底亦明显下降 36bp 至 5.08%。除了以上“常规”操作，6 月以来监管又发布了一系列旨在强化中小微企业信贷支持、金融服务的政策文件，要求对符合条件小微贷款本息“应延尽延”并给予激励，同时通过创新货币政策购买普惠小微信用贷款，优惠政策辐射 7 万亿中小微贷款；国常会更是明确提出推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿，将极大缓解实体企业融资压力，中长期稳定银行资产质量。

表 2：年初以来出台的宽信用政策一览

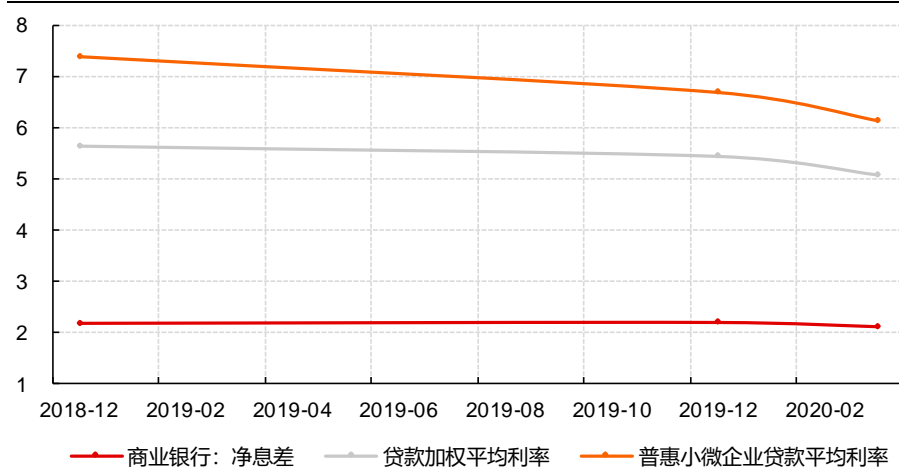
时间	货币政策操作
2020.1.31	增加 3000 亿元专项再贷款额度，一半以上投向中小微企业；财政贴息后，小微企业负担的利息成本低于 1.3%。
2020.2.17	开展 2000 亿元 MLF 操作，中标利率为 3.15%，较上期下降 10BP。
2020.2.20	1 年期、5 年期 LPR 分别为 4.05%、4.75%，分别下调 10BP 和 5BP。
2020.2.26	增加 5000 亿元再贷款再贴现额度；下调支农、支小再贷款利率 25BP 至 2.5%。
2020.3.16	实施普惠金融定向降准，对达标银行定向降准 0.5 或 1.5 个百分点；对降准 0.5 个百分点的股份制商业银行额外降 1 个百分点，共释放长期资金 5500 亿元。
2020.3.30	央行 7 天 OMO 中标利率下调至 2.20%，下调幅度 20BP。
2020.3.31	增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元。
2020.4.03	宣布定向降准 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施，释放资金 4000 亿元。
2020.4.07	将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。
2020.4.15	开展 1000 亿元 MLF 操作，中标利率为 2.95%，较上期下降 20bp。
2020.4.20	增加 1 万亿元再贷款再贴现额度，以优惠利率向中小微企业提供贷款。
2020.4.20	1 年期、5 年期 LPR 分别为 3.85%、4.65%，分别下调 20BP 和 10BP。
2020.6.01	创设普惠小微企业贷款延期工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，政策覆盖 7 万亿小微贷款。

2020.6.18	国常会传达政策信号：
	1) 将通过引导贷款和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等政策，推动金融系统全年向企业让利 1.5 万亿元；
	2) 运用降准、再贷款等工具，保证流动性，使全年贷款新增和社融新增均超过上年；
	3) 完善资金直达企业的政策工具和相关机制，防止资金跑偏和“空转”；
	4) 通过合理补充中小银行资本金、提升普惠金融的考核权重、加大不良贷款核销处置力度、严禁发放贷款时附加不合理条件等，引导市场主体实际融资成本明显下降、贷款难度进一步降低。

资料来源：中国人民银行，银保监会，财政部，长江证券研究所

但不可否认，一系列政策背后则是银行“让利”实体经济，将对净息差形成较大压力。年初以来 1 年、5 年期 LPR 已经分别下调 30、15bp，引导 3 月金融机构新发放贷款加权平均利率较上年末下降 36bp，其中普惠小微贷款利率下降 55bp，导致 1 季度商业银行净息差收窄 10bp 至 2.10%。叠加考虑国常会提出的金融体系全年合理对企业实体让利 1.5 万亿，银行息差将进一步承压，预计全年下行幅度将达到 25-30bp。

图 21：商业银行资产端定价明显下行(%)



资料来源：Wind，长江证券研究所

全年盈利增速预测下修至 1.0%

审慎假设下，预计 2020 年上市银行盈利增速将降至 1.0% 附近。核心逻辑在于，我们认为，国常会提出的 1.5 万亿让利实体直接影响的是银行定价，而通过以量补价、负债减压以及拨备反哺等方式，基本可以保障银行体系平稳过渡。

- ✧ 假设上市银行整体净息差全年下行 27bp 至 2.00%，对整体业绩负面影响将扩大至 -13.34%；叠加中收降费让利使得贡献降为 +1.15%；而依靠规模、拨备弥补，规模扩张加快贡献升至 +10.51%，主动少提拨备贡献由负转正至 +4.66%，上市银行 2020 年整体盈利增速预计将在 1.0% 左右。
- ✧ 值得一提的是，银行资产质量压力边际上仍然是承压状态，在上述审慎假设中，全年不良净生成率或升至 1.0%，对应不良率升至 1.52% (+9bp yoy)，且由于当期拨备少提，存量拨备覆盖率降至 205.7% (-15.8pct yoy)。

需要强调的是，盈利增速明显下滑不必太过悲观，银行短期合理让利实体是为了中长期资产质量的稳定，预计随着政策逐渐渗透、信用持续改善，进而带动经济修复，那么 21-22 年上市银行盈利将迎来明显回升。

表 3：上市银行整体（29 家）盈利预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,808	44,359	48,828	48,006	51,231	58,979
yoy	3.50%	8.70%	10.08%	-1.69%	6.72%	15.12%
利息净收入	29,318	31,871	34,217	33,248	35,292	41,128
yoy	5.26%	8.71%	7.36%	-2.83%	6.15%	16.54%
归母净利润	14,342	15,160	16,198	16,367	17,017	18,093
yoy	5.40%	5.70%	6.92%	1.05%	3.97%	6.33%
拨备前利润	26,662	29,460	32,491	31,384	33,292	37,917
yoy	4.62%	10.51%	10.34%	-3.41%	6.08%	13.89%
生息资产	1,360,210	1,440,362	1,568,304	1,756,501	1,958,498	2,154,348
yoy	6.7%	5.9%	8.9%	12.0%	11.5%	10.0%
贷款及垫款	805,608	893,516	996,894	1,121,506	1,256,087	1,406,817
yoy	11.2%	10.9%	11.6%	12.5%	12.0%	12.0%
存款	1,061,768	1,146,540	1,238,911	1,375,191	1,512,710	1,648,854
yoy	6.5%	8.0%	8.1%	11.0%	10.0%	9.0%
净息差	2.23%	2.28%	2.27%	2.00%	1.90%	2.00%
信贷成本	1.13%	1.24%	1.29%	1.06%	1.05%	1.19%
成本收入比	30.14%	29.48%	28.68%	27.50%	28.00%	29.00%
实际所得税率	18.39%	16.92%	17.23%	17.45%	17.00%	16.80%
不良率	1.56%	1.51%	1.43%	1.52%	1.46%	1.34%
不良净生成率	0.75%	0.93%	0.86%	1.00%	0.90%	0.80%
拨备覆盖率	179.4%	205.1%	221.5%	205.7%	207.6%	231.9%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4：上市银行整体（29 家）盈利归因分析

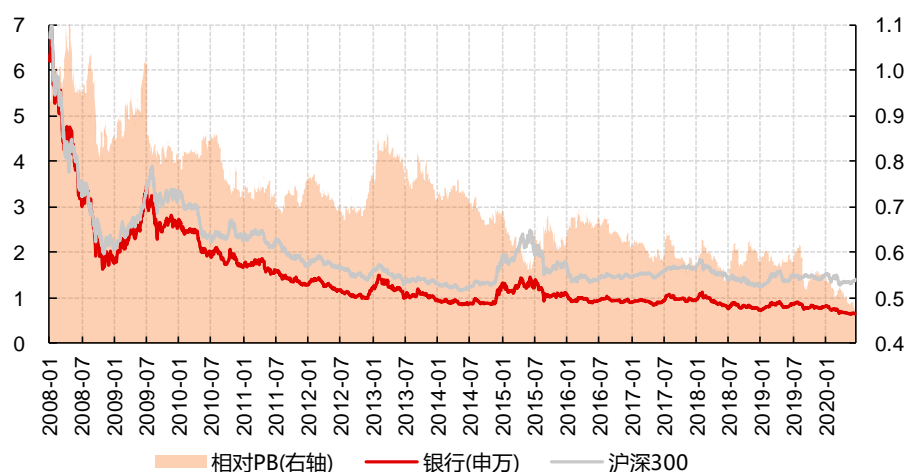
	2018	2019	2020E
生息资产（平均）增长	6.30%	7.43%	10.51%
净息差（NIM）	2.41%	-0.07%	-13.34%
非息净收入	-0.01%	2.72%	1.15%
业务及管理费	1.81%	0.26%	-1.72%
信用减值损失	-6.87%	-2.69%	4.66%
所得税	1.86%	-0.40%	-0.27%
其他（税金及附加、营业外收支、少数损益等）	0.20%	-0.40%	0.06%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

动态估值仍位于历史底部区域

我们认为不必太过悲观的另一重要原因在于，年初以来板块估值持续下行，已经比较充分的反映了悲观预期，银行（申万）指数 PB 仅有 0.65 倍，相对沪深 300 更是仅有 0.46 倍，均创历史新低水平。在前述审慎假设下，1.0%左右的业绩增长对应 2020 年 PB 估值仅 0.61 倍，而上市银行整体 ROE 仍有 10.81%，根据现金股利折现模型隐含 PB 估值约在 1.14 倍；0.61 倍的 PB 估值对应的 ROE 则仅有 7.65%。

图 22：08 年以来银行（申万）相对沪深 300 指数 PB 估值



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 5：10.81% 的 ROE 对应合理 PB 估值约为 1.14 倍

PB		r (%)				
		8	9	10	11	12
g (%)	2	1.47	1.26	1.10	0.98	0.88
	3	1.56	1.30	1.12	0.98	0.87
	4	1.70	1.36	1.14	0.97	0.85
	5	1.94	1.45	1.16	0.97	0.83
	6	2.41	1.60	1.20	0.96	0.80

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 6：0.61 倍 PB 估值对应 ROE 约为 7.65%

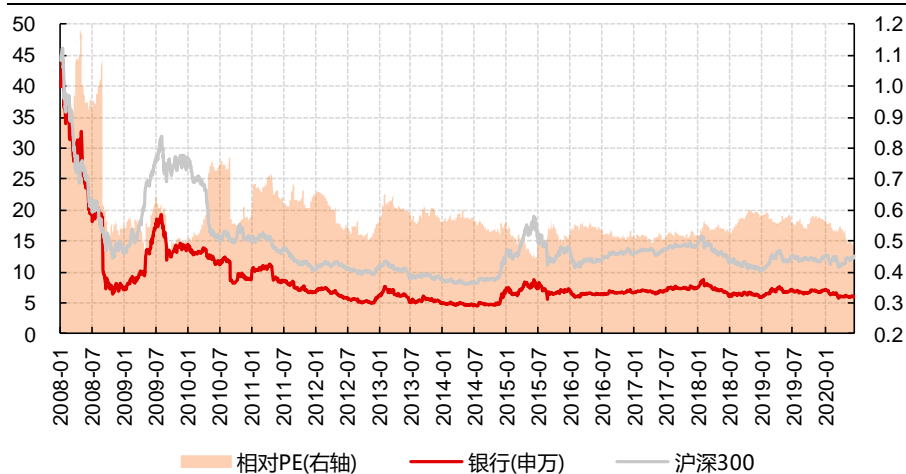
PB		r (%)				
		8	9	10	11	12
g (%)	2	0.94	0.81	0.71	0.63	0.57
	3	0.93	0.78	0.66	0.58	0.52
	4	0.91	0.73	0.61	0.52	0.46
	5	0.88	0.66	0.53	0.44	0.38
	6	0.83	0.55	0.41	0.33	0.28

资料来源：公司公告，长江证券研究所

即便是 PE 角度，当前 5.96 倍水平处于历史后 17.41%分位；相对沪深 300 仅为 0.47 倍，处于历史后 1.88%分位水平；结合前述业绩预测，对应 2020 年动态估值 5.86 倍，亦处历史后 16.16%分位。

更进一步，即便考虑极端悲观情况（详见报告《悲观假设下，行业估值仍具较大吸引力》），假设全年行业净利润增速下滑 7.8%，对应动态 PE 仍然位于历史后 28.15%分位。

图 23：08 年以来银行（申万）相对沪深 300 指数 PE 估值



资料来源：Wind，长江证券研究所

横向维度比较：A 股银行存在估值修复空间

银行股估值和涨跌幅表现存在偏离

A 股各板块中，银行为少数未反映疫情改善及经济修复预期的行业之一。今年新冠疫情对多数行业盈利产生负面冲击，反映到 A 股对应板块的估值（市净率）均有不同程度的下滑，对估值的冲击集中反映在春节后第一个交易日（2020 年 2 月 3 日）。经过全国人民四个月艰苦卓绝抗击疫情的努力，宏观经济和中观行业层面均出现了较为积极的改善，体现在多数行业目前的估值（市净率）较 2 月 3 日均有所提升。然而银行、保险等少数行业的估值依然低于疫情发生之时，并未反映疫情的好转和经济的修复。里面的逻辑固然包含市场对于银行中期资产质量不确定性和让利实体的担忧，但随着财政发力推动及疫苗研发的稳步推进，银行估值的悲观预期存在较大修复空间。

表 7：各板块今年市净率变动趋势

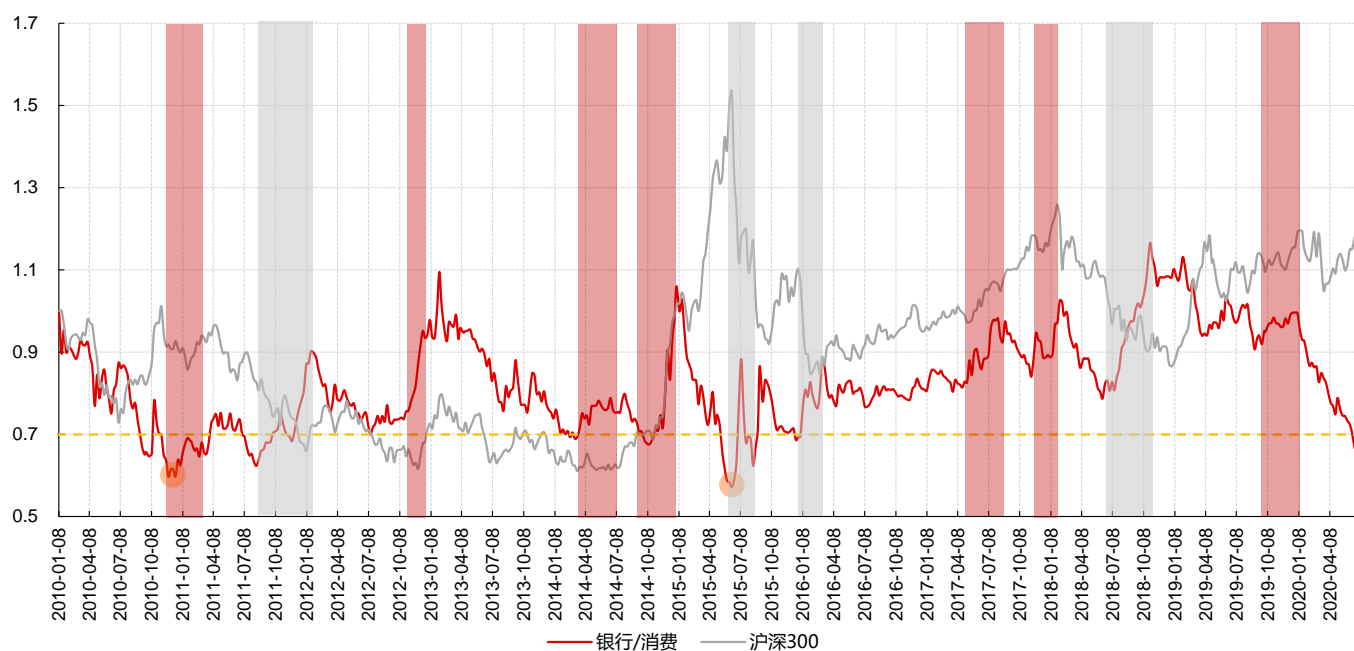
行业（中信指数）	01-02	01-23	02-03	06-01	2.3-6.1 日变动
保险	1.95	1.82	1.66	1.47	-11.2%
银行	1.01	0.93	0.85	0.79	-7.0%
纺织服装	2.55	2.43	2.27	2.17	-4.3%
石油石化	2.21	2.14	1.94	1.88	-3.3%
煤炭	1.45	1.37	1.25	1.21	-3.0%
计算机	6.23	6.46	5.96	5.94	-0.4%
房地产	2.23	2.15	1.96	2.00	1.9%
钢铁	2.10	2.00	1.83	1.92	4.4%
商贸零售	4.18	4.11	3.81	4.06	6.4%
电力设备及新能源	3.22	3.14	2.86	3.07	7.2%
证券	2.14	2.02	1.82	1.96	7.9%
轻工制造	3.04	3.00	2.72	2.97	9.3%

电子	4.95	5.39	4.83	5.34	10.6%
交通运输	1.98	1.90	1.73	1.97	14.0%
有色金属	3.49	3.35	3.06	3.51	14.7%
通信	4.34	4.38	3.98	4.63	16.4%
建筑	2.18	2.09	1.89	2.22	17.5%
机械	4.30	4.22	3.83	4.54	18.7%
家电	2.93	2.87	2.62	3.16	20.5%
医药	4.31	4.56	4.47	5.50	23.0%
汽车	2.46	2.46	2.23	2.80	25.6%
建材	3.04	2.83	2.56	3.39	32.4%
基础化工	3.05	3.05	2.79	3.88	39.2%
食品饮料	4.31	4.08	3.73	6.32	69.5%
传媒	3.30	3.22	2.95	5.00	69.7%
农林牧渔	4.76	4.53	4.16	8.15	95.9%

资料来源：Wind，长江证券研究所

银行与消费的相对表现逼近历史底部区域。我们将中信银行指数和中信消费指数的相对涨跌幅进行比较发现，在估值和经济周期的约束下，过去十年银行/消费的相对表现存在明显的上下限区间，当银行/消费表现低于 0.7 时，银行股往往在后市更容易跑赢消费股指数。目前这一指标再次逼近历史底部位置，虽然疫情的不确定性强化了医药等消费的配置价值，但银行股的相对性价比也在快速提升。

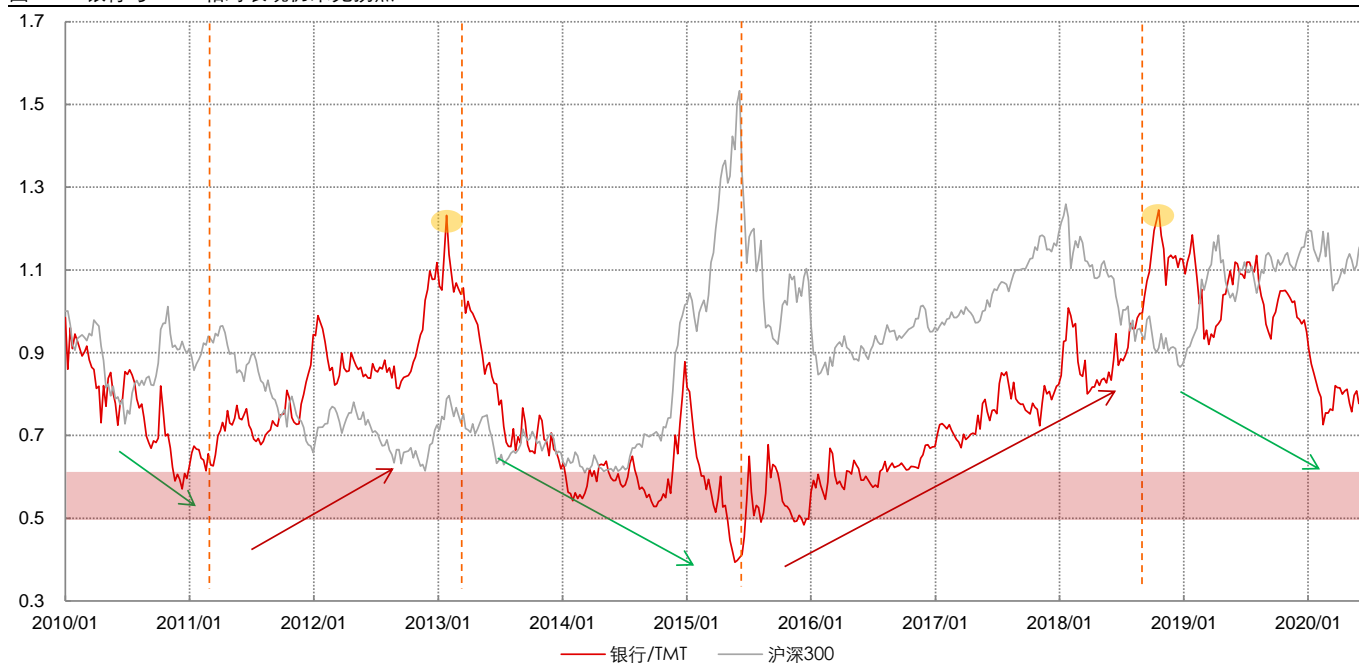
图 24：银行与消费相对表现快速滑向历史底部水平



资料来源：中国人民银行，长江证券研究所

银行与 TMT 的相对表现仍未现拐点特征。相较于消费股估值的较稳定性，银行与中信 TMT 指数的相对表现则更依赖于产业趋势的变动和升级，方向的转折需要 2-3 年的产业周期。因此在目前 5G 及核心科技国产化的浪潮的推动下，自 2019 年起 TMT 持续跑赢银行的趋势似乎仍未出现拐点。

图 25：银行与 TMT 相对表现仍未见拐点

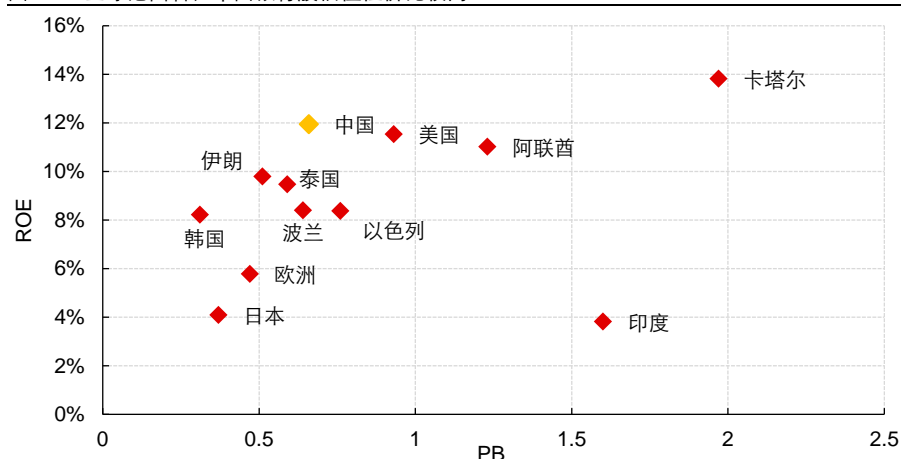


资料来源：Wind，长江证券研究所

全球范围看，A 股银行股投资性价比较高

全球范围内，中国 A 股银行股体现出“物美价廉”的估值优势。以 PB-ROE 的视角看，A 股银行股体现出“比我贵的没我盈利好，比我盈利好的又贵又少”的特点，2019 年以 11.94% 的 ROE 水平超过欧美日韩等发达国家及部分发展中国家。考虑到中国在疫情中率先复工，经济正走向正轨，今年中国银行股的性价比仍将进一步提升，从而吸引长期海外资金的流入。

图 26：全球范围看，中国银行股估值性价比较高



资料来源：Wind，Bloomberg，长江证券研究所

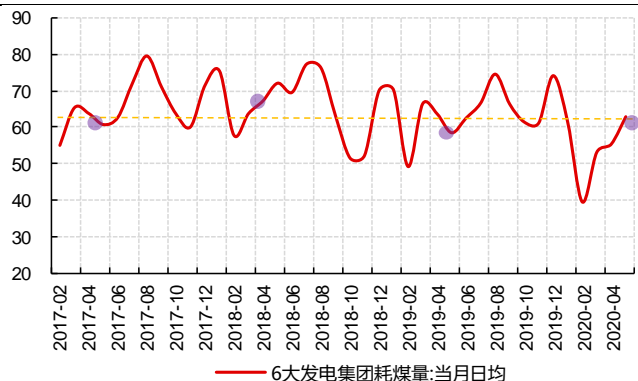
两个不确定影响行业中期表现

小结一下上文，站在历史周期视角下，流动性、信用周期和政策面都出现了积极的底部拐点信号。而银行盈利在让利实体经济的政策要求下，利润增速中枢受息差负面影响或回归至 1% 左右，为经济修复提供有力支撑，实现长期的“双赢”。特别是市场担忧的资产质量在区域分化、资产结构、贷款投向等因素优化下，或显著好于悲观预期。尽管如此，银行股估值依然被压制在历史最低水平。哪些关键因素的存在和消失能够影响银行估值上行节奏和空间？

制造业、小微、消费景气待改善

投资端拉动经济改善，生产端环比明显修复。从上游原材料看，5 月 6 大集团耗煤量恢复至去年同期水平，南华工业品指数逐步恢复而金属指数则创近年来新高。生产活动的修复更多来自基建和地产的拉动，5 月基建投资累计同比-3.31% 较年初大幅提升 23.55 个百分点，财政发力有望助推基建增速短期内转正；5 月地产新开工及销售面积均由负转正，景气度环比显著改善。另一方面，制造业受利润下滑影响，固定资产投资增速相对有限。1-4 月制造业利润累计同比下滑 26.8%，1-5 月固定资产投资完成额为-14.8%。我们认为年内制造业投资或仍维持低位，投资端拉动经济的行业仍聚焦于基建、平台、地产等需要大量长期资金的行业。

图 27：5 月 6 大集团耗煤量恢复至去年同期水平（单位：万吨）



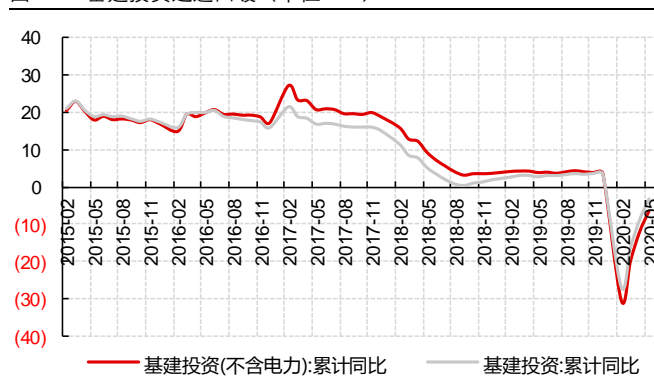
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：南华工业品指数逐步恢复，金属指数则创近年新高



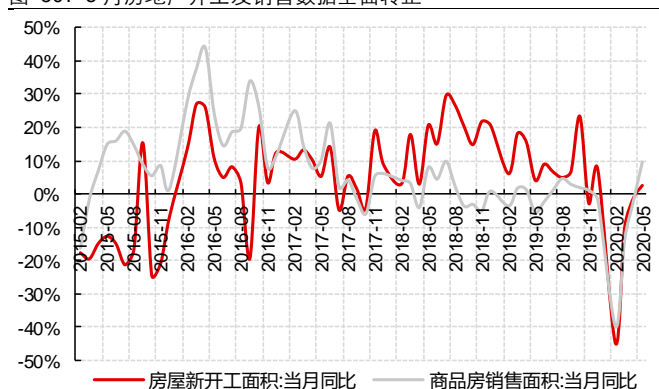
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 29：基建投资迅速回暖（单位：%）



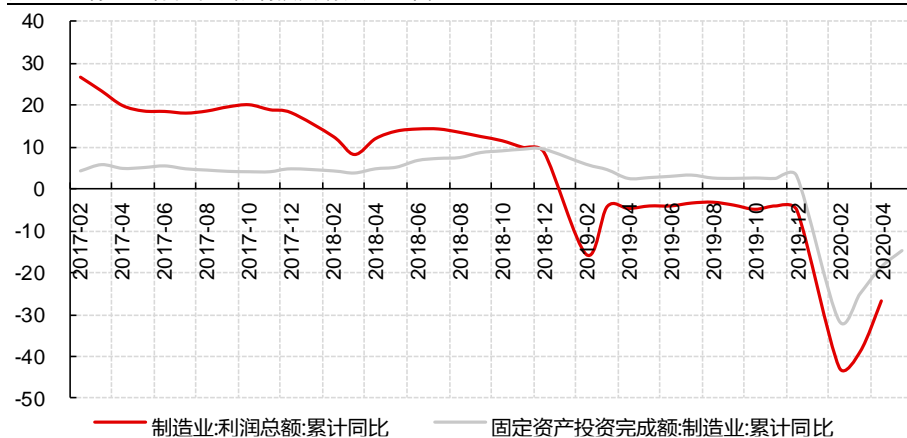
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：5 月房地产开工及销售数据全面转正



资料来源：Wind，长江证券研究所

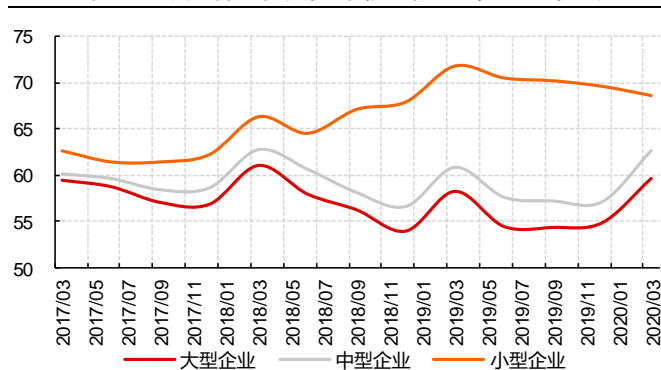
图 31：制造业利润下滑限制投资端发力（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

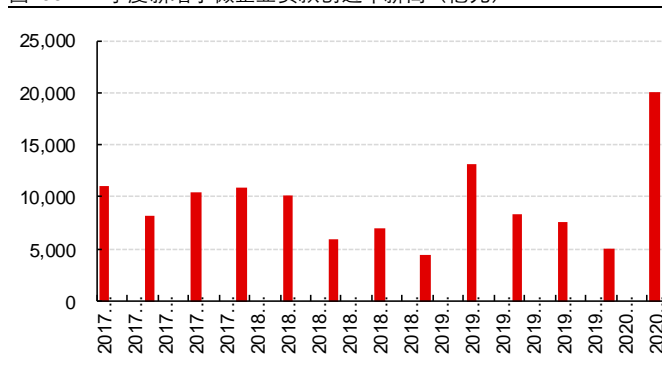
小微企业融资需求高位回落，但融资便利性大幅改善。在央行创新货币政策工具直达实体经济的作用下，一季度新增小微企业贷款创出近年新高，小微企业融资难的问题有所缓解。因此虽然在央行的调查统计中，一季度小型企业的贷款需求指数环比小幅回落，但诸多金融扶持政策仍将有力支持小微企业渡过难关，助推就业和经济环境保持稳定向好的趋势。

图 32：小型企业贷款需求指数环比小幅回落，大中型企业快速提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

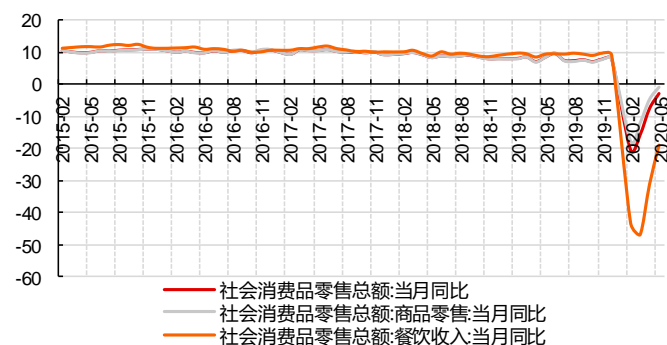
图 33：一季度新增小微企业贷款创近年新高（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

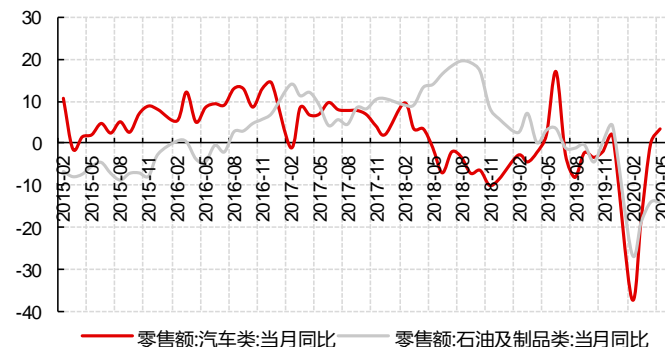
消费的改善幅度或是更重要的跟踪指标，也关乎银行零售业务能否修复。财政发力宽信用使得生产端更快走出疫情影响，环比显著修复，但消费的改善幅度或是下一阶段更重要的观察指标。积极的是我们已经看到 5 月部分消费指标出现了明显的改善，如社零总额中商品类销售同比大幅改善至-0.8%。在限额以上单位商品零售类中，汽车、家具家电类耐用品销售均已转正；升级消费类的体育、娱乐用品及通讯器材 5 月录得 2 位数正增长，均显示消费复苏在平稳推进。不过另一方面，线下消费改善仍存一定压力，如 5 月餐饮收入同比仍下滑-18.9%，限额以上石油及制品类零售额-14%与 4 月持平，并未跟随汽车销售回暖持续改善。我们认为，线下消费能否持续改善一定程度反映了社会受疫情的影响能否切实修复从而回归正常，也是我们后续需要持续跟踪的方向。

图 34：社零增速恢复，但餐饮类线下消费仍存一定压力（单位：%）



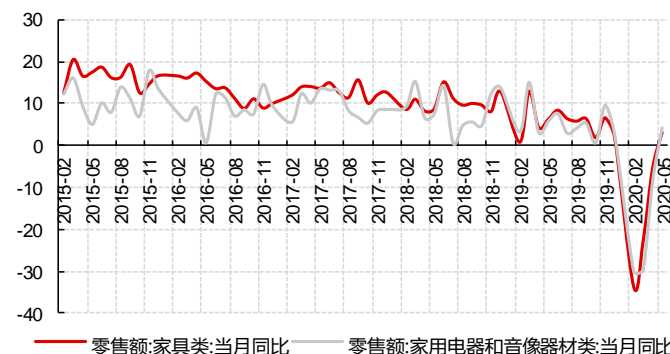
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 35：5月汽车销售转正，但出行频率似乎并未显著修复（%）



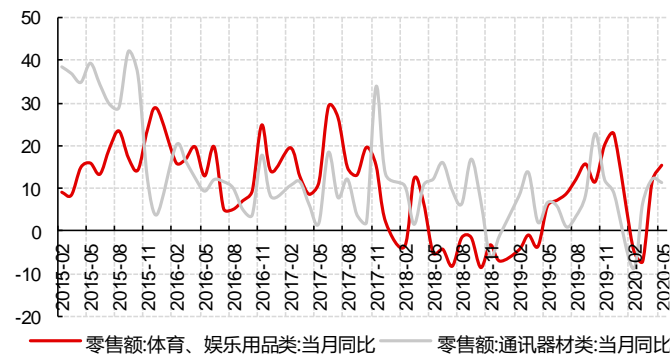
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：5月地产链相关消费转正（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：升级消费类5月录得两位数增长（单位：%）

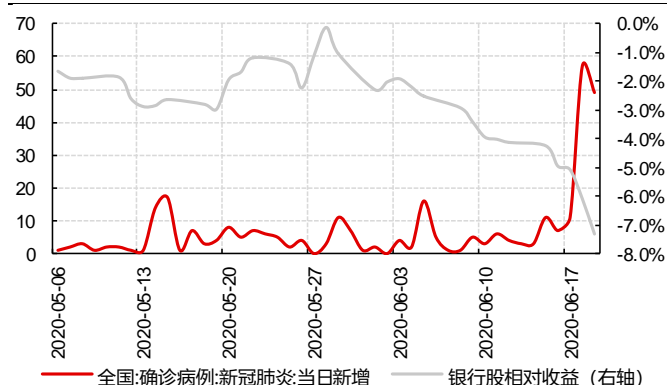


资料来源：Wind，长江证券研究所

新冠疫情演化及疫苗进展是板块胜负手

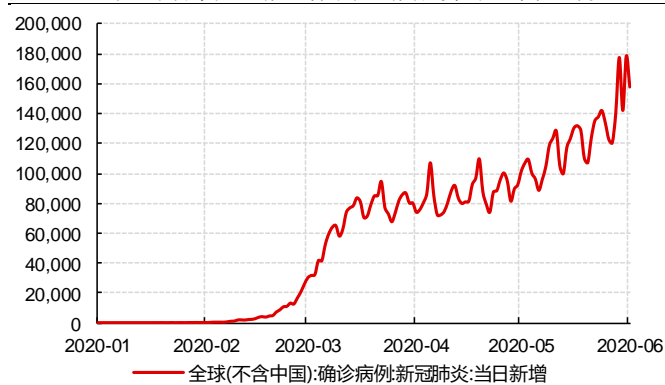
新冠疫情演化及疫苗的进展是中期银行盈利及贝塔行情的决定性因素。近期中国及海外疫情再起波折，每日新增确诊数有所抬升，受此影响银行股表现再次受到压制。我们认为，未来疫情能否得到控制及疫苗投入使用时间将成为银行基本面及估值能否有效修复的决定因素，而这一点的较大不确定性也显著影响了我们对下半年板块行情演绎的判断。

图 38：全国新冠肺炎每日新增确诊数（单位：例）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：全球（不含中国）新冠肺炎每日新增确诊数（单位：例）



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资建议：或跃在渊，建议把握龙头个股的价格弹性

历史周期视角下，当前流动性、信用周期和政策面都出现了积极的底部拐点信号。银行利润增速中枢受息差影响或回落至 1% 左右，但盈利因子中最重要的资产质量在区域分化、资产结构、贷款投向、政策托底等因素优化下，或显著好于市场预期。同时银行股估值无论从绝对水平还是横向对比来看，性价比突出。不过利空尚未出尽，估值修复节奏和空间仍取决于线下消费和全球疫情演化。个股方面推荐信用风险敞口适中，具备价格弹性的优质股份行和城农商行，继续推荐**招商银行、宁波银行、平安银行、常熟银行**。

表 8：行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价 7月1日	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	上次	本次
601398.SH	工商银行	4.99	0.86	0.89	0.94	5.78	5.58	5.31	0.72	0.66	0.61	增持	增持
601939.SH	建设银行	6.36	1.05	1.10	1.16	6.05	5.77	5.48	0.76	0.69	0.64	增持	增持
601288.SH	农业银行	3.39	0.59	0.62	0.65	5.72	5.47	5.19	0.68	0.62	0.57	增持	增持
600036.SH	招商银行	34.79	3.62	4.14	4.78	9.62	8.41	7.28	1.52	1.35	1.20	买入	买入
601128.SH	常熟银行	7.51	0.65	0.76	0.91	11.53	9.90	8.23	1.22	1.12	1.02	买入	买入
601166.SH	兴业银行	16.15	3.10	3.34	3.63	5.21	4.83	4.45	0.69	0.62	0.56	买入	买入
601818.SH	光大银行	3.84	0.68	0.77	0.88	5.61	4.97	4.34	0.64	0.59	0.53	增持	增持
000001.SZ	平安银行	13.12	1.41	1.62	1.90	9.32	8.07	6.91	0.93	0.85	0.77	买入	买入
601009.SH	南京银行	7.44	1.20	1.39	1.63	6.19	5.36	4.57	0.97	0.76	0.68	增持	增持
002142.SZ	宁波银行	27.19	2.16	2.60	3.18	12.60	10.44	8.55	1.91	1.53	1.34	买入	买入

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层

P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼

P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层

P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼

P.C / (518048)

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。