



中信证券研究部

核心观点



肖斐斐
银行业首席分析师
S1010510120057



彭博
银行业联席首席分析师
S1010519060001



联系人：林楠

银行业

评级

强于大市（维持）

展望 2023 年下半年，银行基本面各项指标恢复中，息差和不良新生成率开始企稳，预计上市银行营收和利润同比增速将恢复至 4%~5%/ 5%~6%水平，银行板块具备绝对收益价值空间。从资金面来看，银行板块仍属机构低配，1 季度公募基金重仓持股仓位不足 2%，且极低估值隐含的分红收益率保持乐观，建议投资者积极配置确定性强的品种。

信用环境：如何理解 2023 年的信用供需关系？ 2023 年以来，信用需求的重要性强于信用供给，我们判断：1) **投资需求：存量政策支撑，待增量政策作用。** 一季度基建与制造业固定资产投资增速 10.8%/7.0%，弥补了房地产增速负增（-5.1%）的不足；新开工项目投资下滑背景下，下半年重点关注基建投资持续性及相关政策的接续情况。2) **消费需求：日常消费修复，大额消费滞涨。** 今年以来，居民日常消费恢复较好，而大额消费品和限额以下消费品增长相对乏力；展望下半年，居民资产负债表收缩及消费投资信心不足，或仍需时间修复，消费需求改善或仍将呈现“K”型特征。3) **信用条件：供需再平衡。** 经历一季度前置投放后，后续季度信用投放有望回归常态，预计全年社融增速在 9.6%-10.0% 区间，下半年信贷关注对公端制造业与基建领域、以及零售端部分特色信贷品种。

息差：历史低位，还会更低么？ 1) **息差复盘：资产端与负债端共同拉低。** 商业银行 1Q23 净息差 1.74%，已达银保监会 4Q10 披露该数据以来的最低值。资产端主要受年初重定价和市场定价竞争影响；负债端一方面居民存款定期化趋势延续，另一方面企业结算资金等低成本对公存款增长受限。2) **息差展望：息差下降仍有惯性，但降幅有望逐步收窄，政策变化是核心变量。** 二季度之后，资产端，存量重定价在一季度集中体现，新发放定价仍有走低可能，但整体趋势有望趋稳；负债端，有望受益于存款定价下调和存款结构调整，存款成本节约效应持续释放，同时同业负债寻求量价平衡。**整体而言，后续利率相关政策是息差走势的关键变量。**

信用风险：到周期拐点了么？ 1) **回顾：地产和零售贷款信用风险预期企稳中。** 2022 年末地产开发贷不良率 3.79%，我们认为融资端和销售端恢复，尽管仍有个体脉冲式风险，但地产体系风险格局稳定；另外，今年以来疫情影响减弱，消费贷和按揭贷新生成开始回落。2) **城投业务时间换空间，推动平稳化债。** 我们估算 2022 年融资平台有息负债规模约 63 万亿-67 万亿，自上而下的系统性化债推进，有助城投债务风险“软着陆”。3) **宏观指标波动中恢复，预计全年银行信用风险预期保持稳定。** 2023 年以来，PMI 和工业企业利润增速恢复中波动，预计全年不良生成率情况保持稳定。**整体而言，信用风险曲线已到长周期底部，但上行拐点取决于经济修复程度和地方债务化解力度。**

经营展望：恢复进行时。 1) **经营回顾：一季度业绩增速降至近年低位。** 2023 年一季度，A 股上市银行营业收入增速为 1.4%，归母净利润增速分别 2.3%，仍处底部运行。2) **业绩展望：营收利润有望回暖。** 料下阶段信用需求稳步恢复下社融增速平稳延续，息差下行趋势逐步收窄，信用风险边际修复延续。我们预计 2023 年行业营业收入和归母净利润增速有望分别修复至同比增长 4%~5%/ 5%~6%水平。**整体展望来看，预计基本面保持稳健。**

风险因素：宏观经济增速大幅下行；银行资产质量超预期恶化；监管与行业政策的不利变化。

投资策略：绝对收益空间显现，优选确定性强的品种。 从资金面来看，银行板块仍属机构低配，一季度公募基金重仓持股仓位不足 2%，且极低估值隐含的分红收益率保持乐观，在 2023 年基本面预期相对稳定假设下银行板块具备绝对收

益价值空间。另外，市场高度关注的中特估概念，仍有待自上而下的政策安排推进。个股推荐确定性强的品种，包括：（1）业绩增长和估值位置带来的投资回报明确，主要包括未来三年业绩增速确定性强、估值回落至低位的机构重仓银行股，包括宁波银行、招商银行、平安银行等；（2）个体进入资产质量拐点周期的估值修复，包括江苏银行和部分城农商行。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PB			评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
宁波银行	002142.SZ	26.70	2.85	3.38	3.97	1.31	1.18	1.03	增持
招商银行	600036.SH	33.73	4.61	5.26	5.86	1.16	1.03	0.92	买入
平安银行	000001.SZ	11.79	1.79	2.20	2.57	0.70	0.67	0.60	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 6 月 13 日收盘价

目录

2023 年下半年信用供需环境展望	6
投资需求：存量政策支撑，待增量政策作用	6
消费需求：日常消费修复，大额消费滞涨	7
信用条件：供需关系再平衡	8
息差：历史最低，还会更低么？	10
息差复盘：资产端与负债端共同拉低	10
息差展望：息差下降仍有惯性，后续政策是关键	13
信用风险：到周期拐点了么？	18
回顾：基建制造夯实改善，地产零售静待尾部修复	18
城投业务风险展望：时间换空间，推动平稳化债	22
下半年信用风险预期相对稳定	23
长周期视角：底部静待拐点	24
下半年经营展望：恢复进行时	26
经营回顾：2023Q1 盈利增速下降至近年低位	26
行业展望：多维因素稳健，修复趋势显著	29
风险因素	30
投资策略：绝对收益空间显现，优选确定性品种	31
2023 银行股资本市场回顾：经济、基本面、市场风格三因素共振	31
行业投资逻辑：基本面预期修复，估值低位筑底，绝对收益空间显现	33
个股策略：预期修复，配置确定性品种	35

插图目录

图 1：三大固定资产投资同比增速情况	6
图 2：计划投资额作为先行指标指示的投资增速存在回落可能	7
图 3：主要批发和零售业零售额累计增速情况	8
图 4：限额以上及限额以下社会零售品销售增速对比	8
图 5：2023 年社融增速预测	9
图 6：2023 年社融结构预测	9
图 7：近四年 1-4 月各类型贷款增长情况	9
图 8：银保监口径商业银行净息差	10
图 9：银保监口径商业银行净息差（分银行类别）	10
图 10：新发放一般贷款加权平均利率走势	14
图 11：国债收益率走势	14
图 12：固定利率国债发行利率走势	15
图 13：固定利率地方政府债发行利率走势	15
图 14：不同期限国有行同业存单发行利率	17
图 15：不同类型银行 1 年期同业存单发行利率	17
图 16：商业银行净息差趋势及预测	17
图 17：房企各项融资工具年增量	20
图 18：上市银行房地产对公贷款资产质量情况	20
图 19：地产开发贷款季度增量情况	21
图 20：地产债券季度增量情况	21
图 21：30 大中城市商品房销售情况	21
图 22：测算发债融资平台平均资产负债率趋势	22
图 23：不同行政等级政府融资平台资产负债率变化	22
图 24：投融资活动仍是地方政府融资平台的主体功能	23
图 25：融资自身盈利能力仍有所弱化	23
图 26：上市银行不良生成率与 PMI 走势	24
图 27：上市银行不良生成率与工业企业利润增速走势	24
图 28：上市银行资产质量运行指标	25
图 29：42 家 A 股上市银行营收及盈利累计增速（加权平均）	27
图 30：上市银行营业收入及归母净利润增速预测	29
图 31：2023 年初至今 A 股银行板块交易额与中信银行股指数走势	32
图 32：A 股银行沪深股通持股市值占比走势	32
图 33：A 股银行沪深股通持股总市值	32
图 34：2020 年以来各行业板块 PE（TTM，剔除负值）分布情况	34
图 35：2020 年以来各行业板块 PB（LF）分布情况	35
图 36：0.8x PB 以下上市银行的资产质量及估值情况	35
图 37：0.8x PB 以下上市银行的盈利能力及估值情况	36
图 38：重仓银行 ROE 及估值溢价情况	37
图 39：老 16 家上市银行 ROE 变化及估值变化（2015-21 年）	37
图 40：老 16 家上市银行 ROE 标准差及估值变化（2015-21 年）	37
图 41：重仓银行“拨贷比-不良率-关注率”与估值溢价	38
图 42：重仓银行 ROE 与估值溢价	38
图 43：2020 年以来，上市银行估值区间分布及最新估值情况	39

表格目录

表 1: 部分省市自治区年度重大项目当年投资情况	7
表 2: 上市银行披露净息差情况	11
表 3: 期初期末平均法测算各家银行生息资产收益率和计息负债成本率情况	12
表 4: 上市银行按揭贷款及占比情况 (2022, 亿元)	13
表 5: 上市银行存款结构和定价	15
表 6: 银行业分行业不良贷款率	18
表 7: 部分上市全国性银行不良分行业情况	19
表 8: 部分披露有房地产对公贷款不良率数据的银行情况	20
表 9: 测算社融口径下融资平台债务在地方政府总债务中占比已下降至 70%以内	22
表 10: 2017 年以来, 代表性地方“化债”模式梳理	23
表 11: 上市银行“拨贷比-不良率-关注率”情况	25
表 12: 上市银行主要盈利要素同比增长情况 (累计)	27
表 13: 各家上市银行营收及盈利累计增速 (加权平均)	28
表 14: 覆盖上市银行营业收入及归母净利润增速预测	30
表 15: 各家银行占北上资金持仓比重 (前二十)	33
表 16: 公募基金重仓持有各行业板块比重	33
表 17: 过往 0.8x PB 以上银行的经营数据情况	36
表 18: 上市银行营业收入及归母净利润预测	39

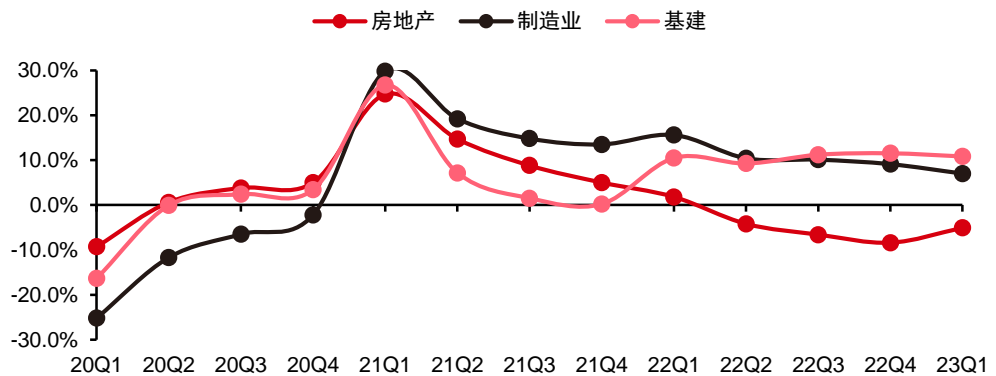
2023 年下半年信用供需环境展望

2023 年以来，信用需求的重要性强于信用供给，因此信用需求分析成为信用条件判断的关键。以往年份，信用供给特别重要，央行引导的信用供给额度成为信贷投放和定价的核心变量。2023 年开始，经济增长的质量和总量均需纳入考量，叠加国内三年疫情对企业居民部门的影响、以及全球政治经济格局的变化，信用需求成为信贷投放和定价的关键因素。因此，我们此次中期策略报告重点分析下阶段信贷需求的变化。

投资需求：存量政策支撑，待增量政策作用

三大投资要素情况看，今年以来，制造业与基建投资增长较快，一定程度抵补了房地产投资增长的乏力。2023 年一季度，基建与制造业固定资产投资增速分别为 10.8%/7.0%，高于房地产投资增速-5.1%。去年以来，逆周期调节目标下，大批中长期基建项目启动叠加政策性开发性金融工具的落地，使得基建投资成为稳定固定资产投资增速的重要驱动力。相比较而言，房地产投资由于地产市场的调整以及部分房企现金流情况的弱化，持续处于负增长态势。

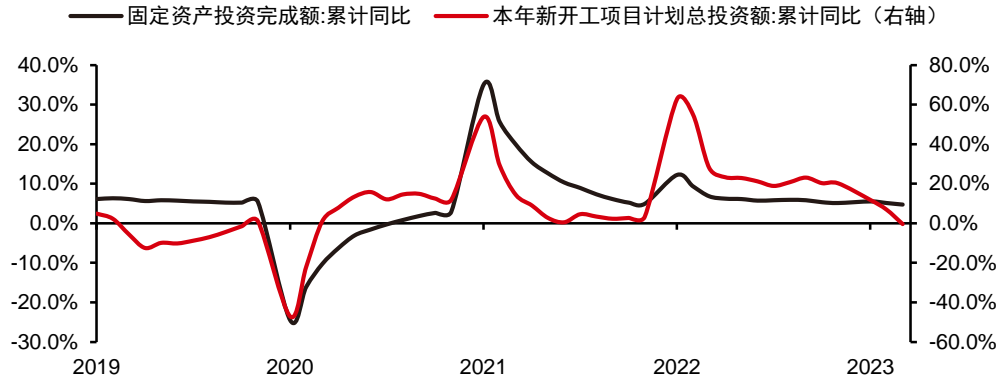
图 1：三大固定资产投资同比增速情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

展望而言，下阶段需关注基建投资的持续性，以及相关政策的接续情况。一季度，基建投资增速维持 10%+ 的较高水平，主要得益于去年部分开工项目的持续推进。从省市自治区公布的 2023 年重大项目投资计划情况看，今年各地投资增长总体较为有限。新开工项目计划总投资额可作为基建投资增速的前瞻指标，其同比增速逐步由去年全年去年近 20% 的增速水平，持续回落至今年 4 月-0.4% 的绝对水平。后续建议关注基建投资增长的可持续性，以及基建项目和基建资金政策的接续情况。

图 2：计划投资额作为先行指标指示的投资增速存在回落可能



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：部分省市自治区年度重大项目当年投资情况

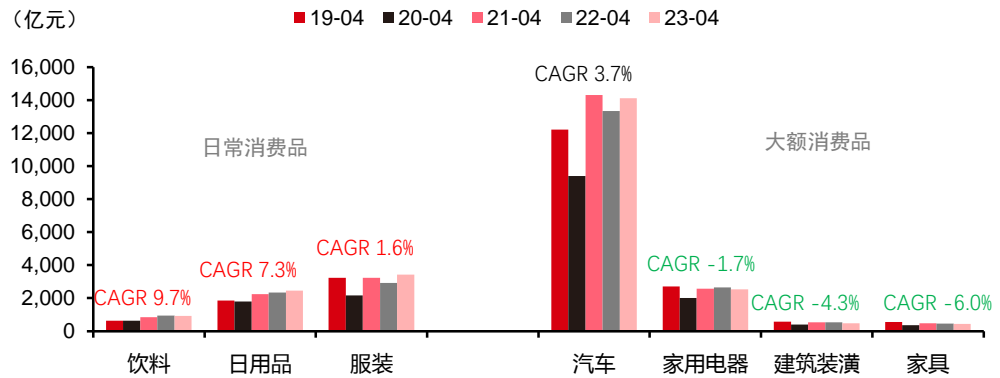
	2023 年（计划）	2022 年	2021 年
浙江	10,000	10,972	10,852
江苏	5,670	5,590	5,530
广西	4,262	4,432	3,614
重庆	4,300	3,600	3,532
宁夏	864	601	532
贵州	8,000	6,449	7,401
内蒙古	7,739	6,336	4,655
云南	764	1,979	5,778
河北	2,600	2,500	2,811
广东	10,000	9,000	8,000
福建	6,480	6,168	5,700
黑龙江	3,000	3,642	2,745
陕西	4,818	4,629	4,295
山东	3,446	2,857	3,060
青海	1,024	1,173	1,907
天津	2,361	2,332	2,098
甘肃	2,512	2,225	2,059
海南	1,019	856	782
新疆	3,000	2,700	2,400
小计	81,859	78,041	77,750
同比	4.89%	0.37%	-

资料来源：各省市网站，中信证券研究部

消费需求：日常消费修复，大额消费滞涨

消费场景维度，疫后居民部门资产负债表修复速度仍偏缓，使得大额耐用消费品消费增长显著弱于日常小额消费品。根据国家统计局限额以上批发和零售业零售额数据，今年前 4 月饮料、日用品、服装等日常小额消费品支出 4 年 CAGR 增速均为正，而大额消费品中的家用电器、家具、建筑装潢等地产链商品消费增速为负，汽车消费增速亦相对偏弱。我们认为，疫情期间居民部门累积所致的资产负债表收缩以及消费投资信心不足，或需要更长时间进行修复和改善，在此背景下下半年消费需求改善或仍将呈现“K”型特征。

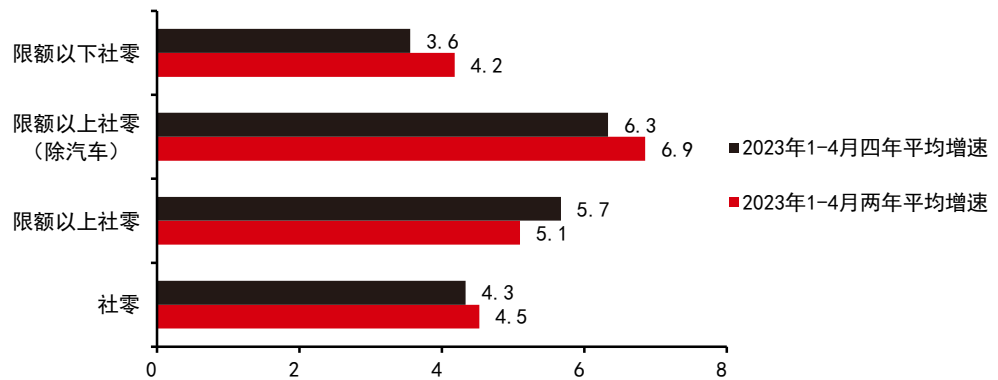
图 3：主要批发和零售业零售额累计增速情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

消费渠道维度，限额以下社零增长更为偏缓，反映了居民部门中低收入群体的消费修复意愿相对偏弱。从 1-4 月社零总额、限额以上社零、限额以下社零的四年（两年）平均增速情况看，中低端渠道对应的限额以下社零平均增速明显偏缓，反映了居民部门中低收入客群消费意愿仍然偏弱。我们认为，考虑到中低收入人群由于工作行业、收入结构等因素，疫情期间资产负债表受损程度相对更高，因此在经济疫后复苏阶段消费意愿和消费能力的修复亦需要更长的时间。

图 4：限额以上及限额以下社会零售品销售增速对比



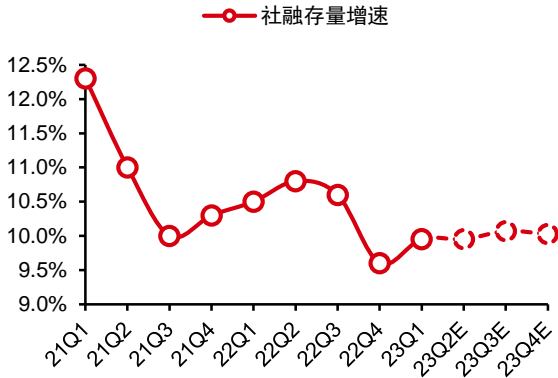
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）限额以上单位是指年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业单位或企业、500 万元及以上的零售业单位或企业、200 万元及以上的住宿和餐饮业单位或企业。相比于限额以下单位，这部分单位或企业提供的零售商品或餐饮住宿服务的品质一般较高；（2）限额以下社零数据根据社零总额与限额以上社零数据由中信证券研究部进行估算

信用条件：供需关系再平衡

经历一季度的投放前置后，后续季度资产投放有望回归常态，全年社融增速有望在 9.6%-10.0% 区间。信贷方面，自二季度开始，预计信贷投放同比增量有望逐步收敛至常态水平，全年社融口径信贷增量或在 22.8 万亿-23.6 万亿水平；表外项目方面，全年信托贷款与委托贷款企稳趋势明显，表外三项全年有望带来正增长贡献；政府债方面，全年 3.8 万亿专

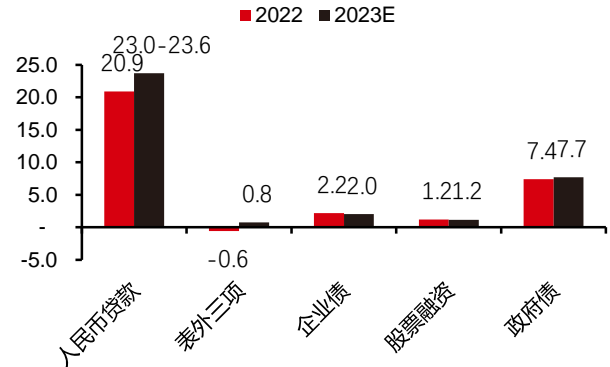
项债和 3%赤字率，对应年度政府债券净新增规模在 7.7 万亿。我们测算全年社融增量在 35.5 万亿-36.3 万亿区间，对应年末社融增速有望在 9.6%-10.0%区间。

图 5：2023 年社融增速预测



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 6：2023 年社融结构预测



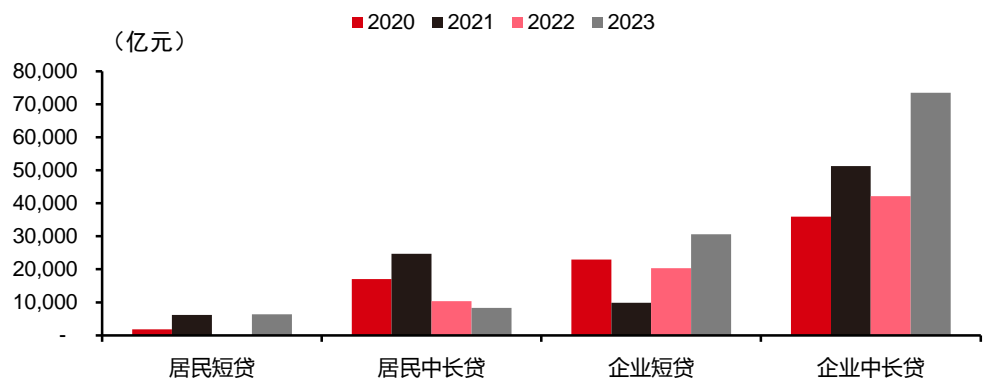
资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：2023 年 1 月起，央行将消金公司、理财公司和金融资产投资公司纳入统计范围，以上已对 2022 年相关数据进行了近似重述

下半年信贷投放方面，重点关注：

1) **对公信贷投放关注制造业与基建方向。**制造业方面，关注行业经营景气度处于相对高位，且具备外部政策支持的专精特新、清洁能源、先进制造等行业领域。基建方面，重点关注后续项目与融资政策推进情况，特别是政策性开发性金融工具等财政货币协同工具的后续落地空间。

2) **零售信贷投放或延续弱修复态势。**按揭贷款方面，预计下半年房地产销售情况或延续弱企稳趋势，提前还贷情况目前观察仍需时间进行修复，因此总体年度按揭净投放规模或与上年水平基本相当。消费信贷方面，居民资产负债表仍处修复进程中，耐用大额消费品支出及配套贷款情况或仍相对偏缓。此外，今年全国性银行普惠小微考核进行优化，对于部分区域银行而言，后续相关信贷投放或存在空间。

图 7：近四年 1-4 月各类型贷款增长情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

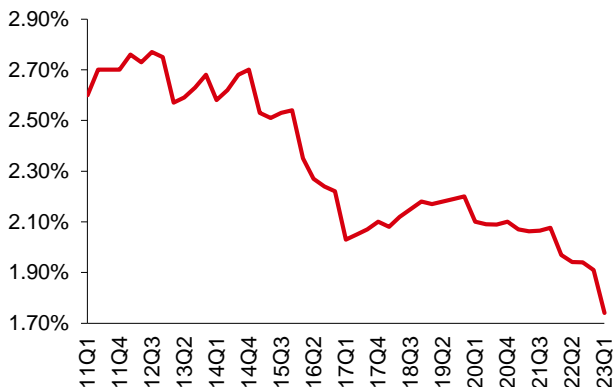
■ 息差：历史低位，还会更低么？

息差：历史低位，还会更低么？ 1) **息差复盘：资产端与负债端共同拉低。** 商业银行 1Q23 净息差 1.74%，已达银保监会 4Q10 披露该数据以来的最低值。资产端主要受年初重定价和市场定价竞争影响；负债端一方面居民存款定期化趋势延续，另一方面企业结算资金等低成本对公存款增长受限。2) **息差展望：息差下降仍有惯性，但降幅有望逐步收窄。** 二季度之后，正向因素预计缓慢发力，**资产端**，存量重定价在一季度集中体现，新发放定价仍有走低可能，但整体趋势有望趋稳；**负债端**，有望受益于存款定价下调和存款结构调整，存款成本节约效应持续释放，同时同业负债寻求量价平衡，对应同业负债定价对整体负债成本影响预计保持平稳。**整体而言，后续利率相关政策是息差走势的关键变量。**

息差复盘：资产端与负债端共同拉低

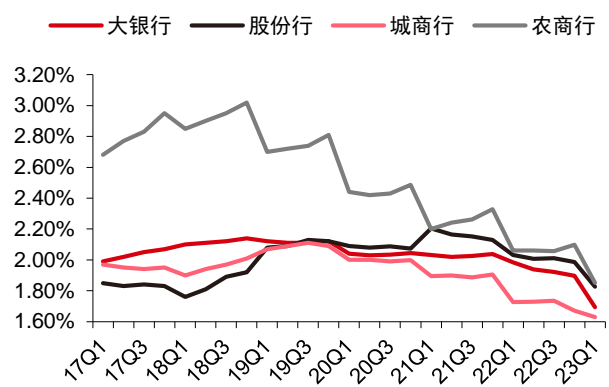
商业银行净息差已达历史最低位。 银保监口径数据来看，商业银行净息差在 2022Q1 开始持续下滑，2023Q1 净息差较 2022Q4 大幅下滑 17bps 至 1.74%，已达历史最低位。分银行类别来看，2023Q1 大银行/股份行/城商行/农商行净息差分别为 1.69%/1.83%/1.63%/1.85%，分别较 2022Q4 下滑 20bps/16bps/4bps/25bps，均运行至近年来底部位置。

图 8：银保监口径商业银行净息差



资料来源：银保监会，中信证券研究部

图 9：银保监口径商业银行净息差（分银行类别）



资料来源：银保监会，中信证券研究部

一季度上市银行净息差整体下行压力较大。 以 2023 年一季度披露净息差的上市银行为样本，平均净息差较 2022 年下行 11bps，其中披露公布净息差的大银行、股份行、城商行、农商行分别平均下降 14bps/12bps/5bps/12bps。

表 2：上市银行披露净息差情况

上市银行	2022Q1-Q3	2022 全年	2023Q1	2022Q4 单季度变化	2023Q1 单季度变化
工商银行	1.98%	1.92%	1.77%	-6 bp	-15 bp
建设银行	2.05%	2.02%	1.83%	-3 bp	-19 bp
农业银行	1.96%	1.90%	1.70%	-6 bp	-20 bp
中国银行	1.77%	1.76%	1.70%	-1 bp	-6 bp
交通银行	1.50%	1.48%	1.33%	-2 bp	-15 bp
邮储银行	2.23%	2.20%	2.09%	-3 bp	-11 bp
中信银行	1.96%	1.97%	1.87%	+1 bp	-10 bp
招商银行	2.41%	2.40%	2.29%	-1 bp	-11 bp
民生银行	1.62%	1.60%	1.49%	-2 bp	-11 bp
兴业银行	-	2.10%	-	-	-
浦发银行	-	1.77%	-	-	-
光大银行	-	2.01%	-	-	-
华夏银行	2.12%	2.10%	1.95%	-2 bp	-15 bp
平安银行	2.77%	2.75%	2.63%	-2 bp	-12 bp
浙商银行	-	2.24%	-	-	-
南京银行	-	2.19%	-	-	-
宁波银行	1.99%	2.02%	2.00%	+3 bp	-2 bp
北京银行	-	1.76%	-	-	-
江苏银行	-	2.32%	-	-	-
贵阳银行	2.36%	2.27%	2.18%	-9 bp	-9 bp
杭州银行	-	1.69%	-	-	-
上海银行	-	1.54%	-	-	-
成都银行	-	2.04%	-	-	-
郑州银行	-	2.27%	-	-	-
长沙银行	-	2.41%	-	-	-
青岛银行	1.76%	1.76%	1.85%	0	+9 bp
西安银行	-	1.66%	-	-	-
苏州银行	1.85%	1.87%	1.77%	+2 bp	-10 bp
厦门银行	-	1.53%	-	-	-
重庆银行	-	1.74%	-	-	-
齐鲁银行	1.95%	1.96%	1.88%	+1 bp	-8 bp
兰州银行	1.54%	1.58%	1.48%	+4 bp	-10 bp
江阴银行	2.15%	2.18%	2.05%	+3 bp	-13 bp
无锡银行	-	1.81%	-	-	-
常熟银行	3.10%	3.02%	3.02%	-8 bp	0
苏农银行	-	2.04%	-	-	-
张家港行	2.25%	2.25%	2.10%	0	-15 bp
紫金银行	1.82%	1.80%	1.62%	-2 bp	-18 bp
青农商行	2.00%	2.00%	1.91%	0	-9 bp
渝农商行	1.98%	1.97%	1.82%	-1 bp	-15 bp
瑞丰银行	-	2.21%	-	-	-
沪农商行	-	1.83%	-	-	-

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

净息差下行为资产端与负债端共同拉低导致。从 42 家上市银行数据来看，以期初期末平均法测算，1) **资产端**，2023 年一季度生息资产收益率为 3.66%，较上年全年走低 12bps，主要受年初重定价和市场定价低位运行影响；2) **负债端**，2023 年一季度计息负债成本率为 2.03%，较上年全年抬升 6bps，一方面居民风险偏好降低存在惯性，投资延续向定期储蓄转化；另一方面企业资金活化不足，企业结算资金等低成本的对公活期存款增长受限。

表 3：期初期末平均法测算各家银行生息资产收益率和计息负债成本率情况

	生息资产收益率（累计）					计息负债成本率（累计）				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
工行	3.50%	3.48%	3.56%	3.54%	3.45%	1.62%	1.66%	1.75%	1.80%	1.93%
建行	3.68%	3.62%	3.72%	3.69%	3.43%	1.74%	1.75%	1.82%	1.84%	1.85%
农行	3.61%	3.58%	3.60%	3.56%	3.38%	1.73%	1.75%	1.81%	1.82%	1.86%
中行	3.20%	3.22%	3.29%	3.32%	3.50%	1.61%	1.62%	1.67%	1.72%	2.02%
交行	3.58%	3.61%	3.67%	3.66%	3.62%	2.35%	2.38%	2.45%	2.48%	2.65%
邮储	3.83%	3.84%	3.85%	3.77%	3.57%	1.60%	1.63%	1.64%	1.62%	1.54%
大银行	3.54%	3.53%	3.59%	3.57%	3.46%	1.72%	1.74%	1.80%	1.83%	1.93%
中信	4.10%	4.10%	4.09%	4.09%	3.97%	2.16%	2.18%	2.18%	2.17%	2.17%
招商	3.91%	3.85%	3.91%	3.84%	3.82%	1.56%	1.57%	1.61%	1.59%	1.67%
民生	4.03%	4.04%	4.08%	4.05%	3.87%	2.42%	2.43%	2.48%	2.47%	2.43%
兴业	4.27%	4.23%	4.25%	4.21%	4.00%	2.23%	2.27%	2.31%	2.29%	2.25%
浦发	4.01%	3.97%	3.99%	3.92%	3.80%	2.20%	2.19%	2.23%	2.20%	2.26%
光大	4.28%	4.30%	4.35%	4.35%	4.23%	2.24%	2.24%	2.28%	2.32%	2.37%
华夏	4.38%	4.38%	4.38%	4.35%	4.22%	2.29%	2.28%	2.27%	2.25%	2.22%
平安	4.96%	4.95%	4.98%	4.95%	4.80%	2.19%	2.19%	2.19%	2.17%	2.23%
浙商	4.62%	4.63%	4.72%	4.67%	4.47%	2.40%	2.43%	2.48%	2.45%	2.40%
股份行	4.20%	4.18%	4.21%	4.18%	4.05%	2.14%	2.16%	2.18%	2.17%	2.18%
南京	4.45%	4.44%	4.51%	4.45%	4.51%	1.43%	1.46%	1.49%	1.47%	1.52%
宁波	4.42%	4.31%	4.41%	4.37%	4.19%	2.32%	2.43%	2.43%	2.37%	2.34%
北京	3.95%	3.88%	3.93%	3.81%	3.81%	3.25%	3.23%	3.20%	3.13%	3.00%
江苏	4.68%	4.72%	4.76%	4.78%	4.68%	2.51%	2.48%	2.51%	2.49%	2.40%
贵阳	5.08%	5.27%	5.25%	5.12%	4.91%	2.77%	2.70%	2.69%	2.67%	2.56%
杭州	4.14%	4.07%	4.16%	4.07%	3.99%	2.35%	2.34%	2.36%	2.32%	2.28%
上海	3.91%	3.86%	3.81%	3.75%	3.64%	2.20%	2.17%	2.16%	2.16%	2.17%
成都	4.25%	4.14%	4.32%	4.31%	4.09%	2.21%	2.22%	2.28%	2.29%	2.26%
郑州	5.10%	5.06%	5.06%	4.95%	4.75%	2.56%	2.51%	2.50%	2.45%	2.37%
长沙	4.78%	4.78%	4.86%	4.78%	4.63%	2.32%	2.31%	2.33%	2.28%	2.18%
青岛	4.24%	4.30%	4.34%	4.34%	4.22%	2.34%	2.37%	2.39%	2.38%	2.26%
西安	4.27%	4.14%	4.15%	3.94%	3.95%	2.60%	2.51%	2.56%	2.42%	2.51%
苏州	4.57%	4.60%	4.65%	4.61%	4.35%	2.44%	2.42%	2.41%	2.37%	2.28%
厦门	3.83%	3.77%	3.78%	3.69%	3.58%	2.51%	2.47%	2.45%	2.36%	2.38%
重庆	4.46%	4.45%	4.49%	4.42%	4.10%	2.84%	2.84%	2.84%	2.80%	2.68%
齐鲁	4.02%	4.04%	4.11%	4.06%	3.88%	2.22%	2.21%	2.22%	2.18%	2.11%
兰州	5.23%	5.14%	5.03%	4.93%	4.48%	3.58%	3.49%	3.39%	3.30%	2.97%
城商行	4.33%	4.30%	4.34%	4.28%	4.17%	2.36%	2.36%	2.37%	2.33%	2.28%
江阴	4.19%	4.20%	4.22%	4.15%	4.01%	2.14%	2.15%	2.16%	2.12%	2.03%
无锡	4.06%	4.03%	4.02%	3.98%	3.81%	2.35%	2.36%	2.36%	2.35%	2.34%
常熟	5.23%	5.27%	5.35%	5.19%	5.16%	2.31%	2.34%	2.34%	2.34%	2.27%
苏农	4.03%	3.93%	3.97%	3.90%	3.85%	1.99%	2.02%	2.07%	2.04%	2.06%
张家港	4.59%	4.57%	4.64%	4.60%	4.40%	2.42%	2.43%	2.45%	2.44%	2.40%
紫金	3.93%	3.94%	4.04%	4.04%	3.78%	2.25%	2.30%	2.32%	2.33%	2.26%
青农商	4.21%	4.25%	4.29%	4.29%	4.04%	2.24%	2.23%	2.23%	2.23%	2.15%
渝农商	4.22%	4.17%	4.13%	4.07%	3.80%	2.28%	2.26%	2.24%	2.19%	2.06%

	生息资产收益率（累计）					计息负债成本率（累计）				
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
瑞丰	4.41%	4.38%	4.46%	4.43%	3.87%	2.36%	2.34%	2.36%	2.35%	2.26%
沪农商	3.96%	3.95%	3.98%	3.82%	3.65%	2.11%	2.08%	2.09%	2.06%	2.04%
农商行	4.20%	4.18%	4.20%	4.11%	3.91%	2.22%	2.21%	2.22%	2.19%	2.12%
合计	3.78%	3.76%	3.81%	3.78%	3.66%	1.89%	1.91%	1.96%	1.97%	2.03%

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

息差展望：息差下降仍有惯性，后续政策是关键

1、资产端：存量重定价在一季度集中体现，新发放定价仍有走低可能，但整体趋势有望趋稳

存量贷款重定价负面影响在一季度集中体现。2022 年，1Y LPR、5Y LPR 分别累计下行 15/35bps，部分按年重定价的贷款品种（特别是按揭贷款）已经在一季度集中反映重定价效应，后续影响预计将大幅减弱。

表 4：上市银行按揭贷款及占比情况（2022，亿元）

上市银行	贷款总额	按揭贷款	按揭贷款/各项贷款
工商银行	232,123	64,320	27.7%
建设银行	211,502	65,477	31.0%
农业银行	197,227	53,466	27.1%
中国银行	175,073	49,167	28.1%
交通银行	72,962	15,126	20.7%
邮储银行	72,104	22,618	31.4%
中信银行	51,528	9,758	18.9%
招商银行	60,515	13,892	23.0%
民生银行	41,411	5,733	13.8%
兴业银行	49,829	10,973	22.0%
浦发银行	49,007	8,721	17.8%
光大银行	35,723	5,898	16.5%
华夏银行	22,730	3,181	14.0%
平安银行	33,292	2,844	8.5%
浙商银行	15,199	1,072	7.1%
南京银行	9,459	814	8.6%
宁波银行	10,460	643	6.1%
北京银行	17,973	3,391	18.9%
江苏银行	16,042	2,450	15.3%
贵阳银行	2,853	195	6.8%
杭州银行	7,022	899	12.8%
上海银行	13,046	1,647	12.6%
成都银行	4,866	864	17.7%
郑州银行	3,309	377	11.4%
长沙银行	4,260	660	15.5%
青岛银行	2,690	465	17.3%
西安银行	1,897	248	13.1%
苏州银行	2,506	341	13.6%

上市银行	贷款总额	按揭贷款	按揭贷款/各项贷款
厦门银行	2,004	279	13.9%
重庆银行	3,506	416	11.9%
齐鲁银行	2,573	466	18.1%
兰州银行	2,265	320	14.1%
江阴银行	1,031	100	9.7%
无锡银行	1,286	161	12.5%
常熟银行	1,934	139	7.2%
苏农银行	1,090	91	8.3%
张家港行	1,150	106	9.2%
青农银行	2,402	318	13.3%
渝农银行	6,327	970	15.3%
瑞丰银行	1,029	155	15.1%
沪农商行	6,706	1,133	16.9%

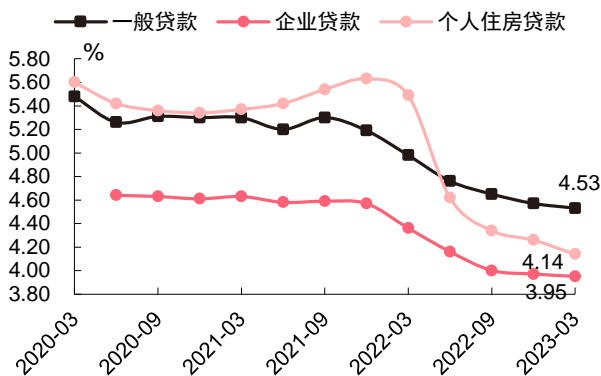
资料来源：各公司财报，中信证券研究部

新发放贷款和新配置债券定价存在小幅下行可能，但整体趋势有望趋稳：

1) **新发放贷款**：根据央行发布的 2023 年第一季度中国货币政策执行报告，3 月新发放一般贷款加权平均利率为 4.53%，其中企业贷款加权平均利率为 3.95%，个人住房贷款加权平均利率为 4.14%，均处于历史低位。而从降幅来看，新发放一般贷款加权平均利率和企业贷款加权平均利率在 2023Q1 季度环比降幅均较 2022Q4 有所收窄。在一季度大量投放后，预计后续银行信贷投放更加注重量价平衡，叠加民企部门信贷需求逐步稳定，新发放贷款定价虽有小幅度下降可能，但整体趋势有望趋稳。

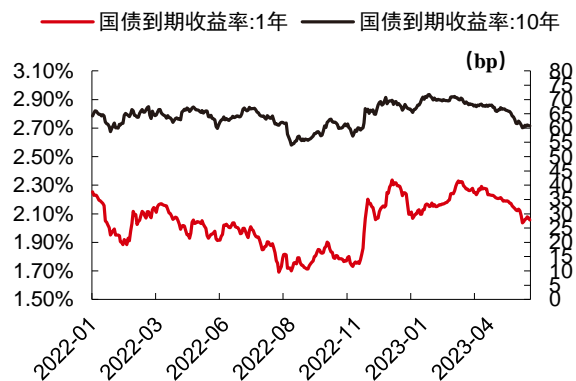
2) **新配置债券**：受益于宽松充裕的货币环境，2022 年至今 1Y/10Y 国债到期收益率均维持历史低位。在 2023 年经济复苏趋势下，债券利率下行空间有限，银行新配债券资产定价亦有望触底。

图 10：新发放一般贷款加权平均利率走势



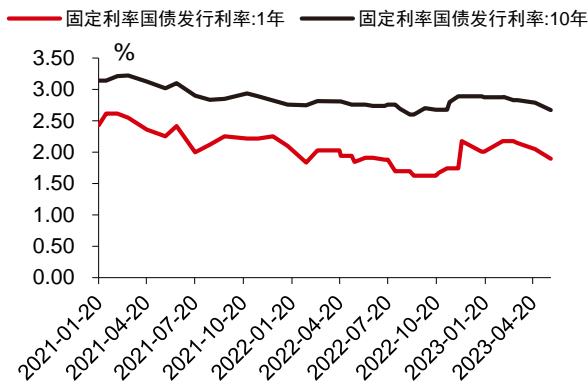
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：国债收益率走势



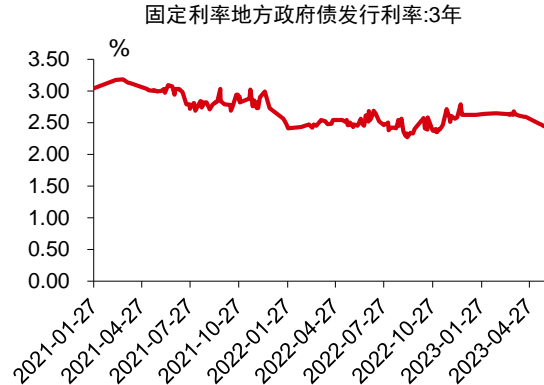
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：固定利率国债发行利率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：固定利率地方政府债发行利率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

2、负债端：存款成本节约效应持续释放，同业负债寻求量价平衡

有望受益于存款定价下调和存款结构调整，存款成本节约效应持续释放：

1) **存款定价下调**：2022 年二季度央行建立“存款利率市场化调整机制”至今，银行存款利率定价持续优化。根据银行官网显示，2022 年 9 月，各类商业银行对存款挂牌利率进行了集中调整；今年 3-4 月，国内多地中小银行密集下调存款利率，5 月初，恒丰银行等 3 家股份行也跟进下调存款利率；今年 5 月 15 日起，银行协定存款及通知存款自律上限下调；今年 6 月 8 日，六大国有银行再度下调存款挂牌利率。我们预计，一系列存款定价调整带来的成本节约效应有望贯穿 2023 年，下阶段，不排除商业银行存款挂牌利率再度调整可能。

2) **存款结构调整**：2022 年上市银行存款成本抬升一定程度受存款定期化趋势影响，今年二季度之后，一方面随着居民风险偏好回升，对大额存单等定期存款配置需求有望边际降低，增量存款结构有望持续改善；另一方面，银行加大结算存款等存款留存来应对存款结构压力。我们预计，下阶段上市银行存款成本将持续受益于存款结构的优化调整。

表 5：上市银行存款结构和定价

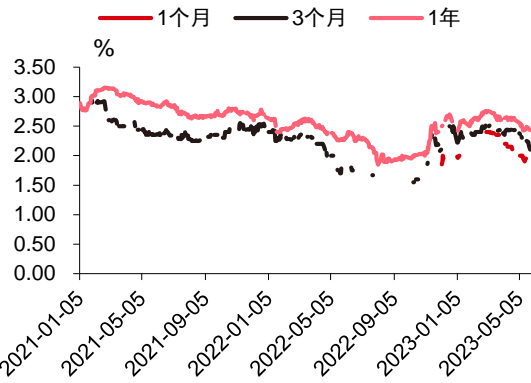
	存款占比（平均余额）						存款定价		
	定期存款			活期存款			2021	2022H	2022
	2021	2022H	2022	2021	2022H	2022	2021	2022H	2022
工商银行	46.0%	49.0%	49.5%	49.9%	47.4%	46.8%	1.62%	1.70%	1.75%
建设银行	46.6%	48.6%	49.1%	51.4%	49.6%	48.7%	1.67%	1.72%	1.73%
农业银行	46.2%	49.2%	50.2%	53.8%	50.8%	49.8%	1.61%	1.67%	1.70%
交通银行	60.2%	62.7%	63.8%	39.8%	37.3%	36.2%	2.10%	2.14%	2.19%
邮储银行	65.5%	67.6%	67.9%	34.5%	32.4%	32.1%	1.63%	1.63%	1.61%
中信银行	52.4%	53.7%	53.6%	47.6%	46.3%	46.4%	2.00%	2.04%	2.06%
招商银行	35.5%	37.8%	38.4%	64.5%	62.2%	61.6%	1.41%	1.49%	1.52%
民生银行	59.9%	64.4%	65.4%	40.1%	35.6%	34.6%	2.18%	2.27%	2.29%
兴业银行	57.6%	57.5%	57.9%	42.4%	42.5%	42.1%	2.22%	2.25%	2.26%

	存款占比（平均余额）						存款定价		
	定期存款			活期存款			2021	2022H	2022
	2021	2022H	2022	2021	2022H	2022	2021	2022H	2022
浦发银行	54.0%	54.0%	55.1%	46.0%	46.0%	44.9%	2.01%	2.06%	2.10%
光大银行	68.9%	70.2%	71.3%	31.1%	29.8%	28.7%	2.22%	2.26%	2.30%
华夏银行	59.2%	63.1%	64.5%	40.8%	36.9%	35.5%	1.90%	2.01%	2.03%
平安银行	62.7%	64.8%	65.0%	37.3%	35.2%	35.0%	2.04%	2.05%	2.09%
浙商银行	63.5%	61.8%	62.0%	36.5%	38.2%	38.0%	2.47%	2.28%	2.29%
南京银行	70.6%	72.2%	73.5%	29.4%	27.8%	26.5%	2.35%	2.32%	2.37%
宁波银行	55.7%	60.0%	61.7%	44.3%	40.0%	38.3%	1.83%	1.80%	1.77%
贵阳银行	62.2%	65.7%	65.3%	37.8%	34.3%	34.7%	2.79%	2.59%	2.57%
上海银行	62.0%	64.8%	65.4%	38.0%	35.2%	34.6%	2.07%	2.11%	2.12%
成都银行	52.4%	57.3%	58.0%	47.6%	42.7%	42.0%	1.98%	2.13%	2.15%
郑州银行	58.0%	53.4%	53.4%	31.7%	35.4%	35.5%	2.49%	2.39%	2.37%
长沙银行	50.6%	55.0%	55.3%	49.4%	45.0%	84.8%	2.09%	2.15%	2.12%
青岛银行	55.4%	59.3%	61.8%	44.6%	40.7%	38.2%	2.09%	2.19%	2.21%
苏州银行	57.0%	58.1%	58.4%	38.5%	36.7%	35.9%	2.25%	2.22%	2.22%
重庆银行	68.6%	71.9%	71.4%	26.9%	23.7%	24.1%	2.85%	2.95%	2.88%
齐鲁银行	62.6%	65.0%	65.2%	37.4%	35.0%	34.8%	2.24%	2.21%	2.17%
无锡银行	66.5%	67.5%	67.8%	29.4%	27.9%	27.6%	2.34%	2.32%	2.30%
常熟银行	62.4%	64.8%	65.3%	31.2%	24.6%	24.1%	2.27%	2.28%	2.31%
苏农银行	52.3%	54.9%	55.9%	40.8%	37.4%	36.7%	1.97%	1.92%	2.01%
青农银行	63.0%	66.2%	66.7%	37.0%	33.8%	33.3%	2.02%	2.10%	2.09%
渝农银行	69.0%	70.7%	70.7%	31.0%	29.3%	29.3%	1.98%	2.00%	1.97%
瑞丰银行	-	62.4%	61.5%	-	35.9%	36.6%	-	2.32%	2.29%
沪农商行	60.0%	60.9%	61.6%	40.0%	39.1%	38.4%	2.06%	2.03%	2.01%

资料来源：Wind，中信证券研究部

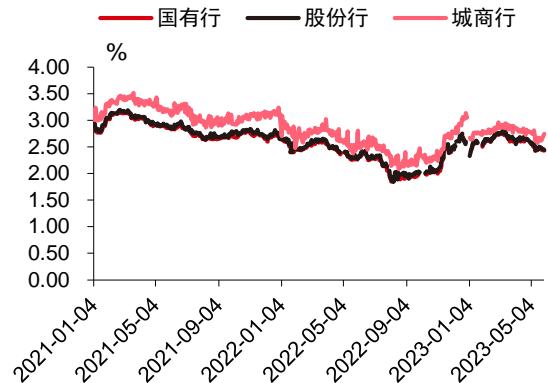
同业负债寻求量价平衡。今年一季度同业存单保持量增价涨趋势，展望后续，短期内受益于发行和配置两端，预计同业存单利率仍有下行空间；中长期来看，同业存单利率走势受货币政策、市场资金面变化和信贷形势等多重因素影响，预计银行同业负债寻求量价平衡，对应同业负债定价对整体负债成本影响预计保持平稳，后续关注资金面变化对存单利率的扰动。

图 14：不同期限国有行同业存单发行利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：不同类型银行 1 年期同业存单发行利率

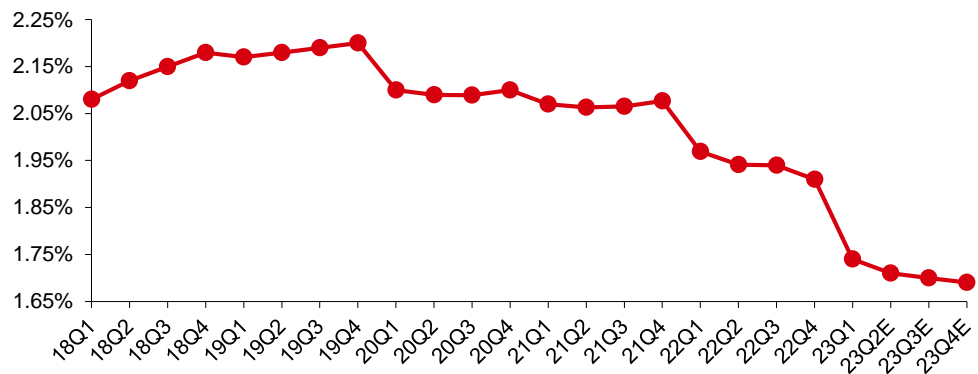


资料来源：Wind，中信证券研究部

我们认为，二季度之后，正向因素缓慢发力，息差下行趋势有望逐步收窄。综合资产、负债两端来看：

- **资产端，存量重定价影响减弱，新发放贷款定价走稳。**2023 年二季度开始，银行新投放贷款更加注重量价平衡，叠加民企部门信贷需求逐步稳定，新发放贷款定价虽有小幅下降可能，但整体趋势有望趋稳。
- **负债端，存款成本节约效应持续释放，同业负债寻求量价平衡。**“存款利率市场化调整机制”效用逐步显现，协定/通知存款利率上限下调有助存款成本节约。同业负债受益于发行和配置两端，短期成本仍有下行空间，中长期来看银行同业负债寻求量价平衡，对应同业负债定价对整体负债成本影响预计保持平稳。
- **整体而言，后续政策走势是息差变化的核心变量。**

图 16：商业银行净息差趋势及预测



资料来源：银保监会，中信证券研究部预测

■ 信用风险：到周期拐点了么？

信用风险：到周期拐点了么？ 1) 回顾：地产和零售贷款信用风险预期企稳中。2022 年末，地产开发贷和零售贷款不良率分别为 3.79%/0.98%，半年度环比增长 0.46pct/0.07pct。我们认为，融资端和销售端恢复，尽管仍有个体脉冲式风险，但地产体系风险格局稳定；今年以来疫情影响减弱，消费贷和按揭贷新生成开始回落。2) 城投业务时间换空间，推动平稳化债。我们估算 2022 年全社会融资平台有息负债规模约 63 万亿-67 万亿，隐债占地方债务比重有序降至 65%以内，尽管疫情三年地方政府杠杆率提升但财力有所减弱，但自上而下的系统性化债推进，有助城投债务风险“软着陆”。3) 宏观指标波动中恢复，预计全年银行信用风险预期保持稳定。2023 年以来，PMI 和工业企业利润增速恢复中波动，预计全年不良生成率情况保持稳定。整体而言，长周期信用风险曲线底部确立，向上拐点取决于经济恢复力度及城投债务的妥善处置。

回顾：基建制造夯实改善，地产零售静待尾部修复

从行业资产质量来看，经济结构调整和杠杆负担差异使得不同行业的资产质量演变进程不一。具体细分来看：

- **制造业持续夯实，基建领域风险改善。**制造业和基建领域长期以来作为信贷投放的重点行业，先后自 2014 年信用周期发生以来与 2019 年以来持续加快风险暴露。当前情况看，伴随存量风险的出清，银行信贷结构与客户结构的优化，2022 年制造业不良率已降至 2013 年以来最优水平，基建中交运仓储业较上年大幅改善，以地方平台为主的租赁商业亦有改善，不良率拐点下行。
- **零售与地产链相关仍处风险暴露尾部，静待修复。**地产市场调整仍在延续，房地产链相关的开发贷、建筑业贷款仍处风险暴露进程，已接近底部，伴随地产需求政策与房企融资政策生效显现，房企流动性与信用修复稳步推进，静待行业在问题逐步缓释下的“软着陆”；零售方面，2022 年疫情散点反复与局部地区经济修复承压下，居民部门资产负债表受损显著，信用卡、消费贷和经营贷不良率亦波动下行，伴随经济升温恢复与居民资产负债表修复，静待零售信贷尾部上行。

表 6：银行业分行业不良贷款率

	制造业	批发零售	租赁商务	交运仓储	房地产	采矿业	建筑业	个人按揭	信用卡
2008	3.30%	4.08%	1.84%	1.59%	3.35%	0.68%	1.71%	0.91%	2.39%
2009	2.58%	2.71%	0.90%	1.29%	1.93%	0.38%	1.32%	0.59%	2.83%
2010	1.87%	1.56%	0.73%	0.97%	1.26%	0.25%	0.77%	0.37%	1.55%
2011	1.54%	1.16%	0.60%	1.09%	0.97%	0.27%	0.66%	0.30%	1.19%
2012	1.60%	1.61%	0.47%	0.82%	0.71%	0.22%	0.57%	0.29%	1.11%
2013	1.79%	2.16%	0.29%	0.68%	0.48%	0.31%	0.50%	0.26%	1.28%
2014	2.42%	3.05%	0.33%	0.52%	0.50%	1.04%	0.72%	0.29%	1.49%
2015	3.35%	4.25%	0.53%	0.58%	0.81%	2.33%	1.39%	0.39%	1.84%
2016	3.85%	4.68%	0.52%	0.54%	1.04%	3.57%	1.67%	0.36%	1.90%
2017	4.20%	4.70%	0.60%	0.70%	1.10%	3.70%	1.80%	0.30%	1.60%
2018	4.80%	5.00%	0.60%	0.90%	1.10%	3.30%	2.00%	0.30%	1.60%
2019	4.70%	4.70%	1.20%	1.20%	1.30%	4.10%	1.90%	0.30%	1.90%
2020	3.95%	3.87%	1.63%	1.04%	1.93%	4.31%	2.23%	0.35%	2.16%

	制造业	批发零售	租赁商务	交运仓储	房地产	采矿业	建筑业	个人按揭	信用卡
2021	2.81%	2.03%	1.45%	1.43%	2.65%	4.48%	2.01%	0.33%	2.00%
2022	1.76%	2.45%	1.35%	0.65%	3.79%	3.47%	1.52%	0.45%	2.44%

资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 2008-19 年为银保监会公布的分行业不良贷款率数据, 2020-22 年数据, 根据上市银行数据进行测算

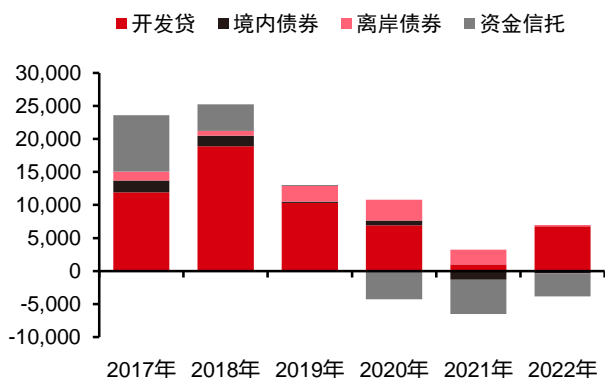
表 7: 部分上市全国性银行不良分行业情况

	工行		建行		农行		中行		交行	
	22N	HoH	22N	HoH	22N	HoH	22N	HoH	22N	HoH
对公贷款	1.96%	-0.07pct	2.08%	-0.07pct	2.00%	-0.14pct	1.84%	-0.19pct	1.67%	-0.11pct
#制造业	3.02%	-0.37pct	2.80%	-0.67pct	2.59%	-0.85pct	1.89%	-0.82pct	2.62%	-0.88pct
#租赁商务	2.02%	-0.11pct	2.41%	+0.01pct	1.80%	-0.13pct	1.70%	-0.11pct	1.24%	-0.40pct
#交运仓储	0.61%	-0.19pct	0.95%	+0.15pct	0.79%	+0.01pct	0.63%	-0.46pct	0.69%	-0.23pct
#房地产	6.14%	+0.67pct	4.36%	+1.38pct	5.48%	+1.51pct	7.23%	+1.56pct	2.80%	+0.90pct
#采矿业	1.19%	-0.33pct	7.65%	-2.12pct	6.78%	-3.07pct	2.87%	-0.33pct	1.83%	-0.63pct
#批发零售	5.96%	+0.54pct	1.62%	-0.15pct	3.05%	+0.36pct	-	-	1.54%	-0.70pct
#建筑业	2.09%	+0.22pct	2.58%	+0.50pct	2.43%	+0.29pct	0.86%	+0.08pct	1.13%	+0.02pct
个人贷款	0.60%	+0.04pct	0.55%	+0.11pct	0.65%	+0.11pct	0.71%	+0.11pct	0.85%	-0.09pct
#按揭	0.39%	+0.08pct	0.37%	+0.12pct	0.51%	+0.15pct	0.47%	+0.11pct	0.44%	+0.07pct
#消费贷	1.70%	+0.16pct	0.89%	+0.04pct	1.25%	+0.13pct	-	-	-	-
#信用卡	1.83%	-0.41pct	1.46%	+0.02pct	1.23%	-0.01pct	4.87%	+2.95pct	1.95%	-0.71pct
#经营贷	0.91%	+0.02pct	0.65%	+0.01pct	0.65%	+0.05pct	-	-	0.72%	-0.02pct
	邮储		中信		招行		民生		兴业	
	22N	HoH	22N	HoH	22N	HoH	22N	HoH	22N	HoH
对公贷款	0.57%	+0.01pct	1.72%	-0.10pct	1.26%	-0.09pct	1.80%	-0.03pct	0.96%	-0.36pct
#制造业	0.80%	-0.13pct	1.22%	-1.17pct	1.03%	-0.59pct	1.89%	-0.66pct	0.50%	-0.13pct
#租赁商务	0.62%	-0.05pct	2.16%	-0.06pct	1.10%	-1.08pct	0.72%	-0.03pct	0.41%	-0.99pct
#交运仓储	0.29%	-0.03pct	0.57%	-0.12pct	0.19%	-0.14pct	0.69%	-0.38pct	0.49%	+0.11pct
#房地产	1.45%	+0.44pct	3.08%	+0.19pct	4.08%	+1.26pct	4.28%	+1.29pct	1.30%	-0.85pct
#采矿业	0.02%	+0.01pct	-	-	1.29%	-0.69pct	9.32%	+2.08pct	0.24%	-0.82pct
#批发零售	1.70%	-0.21pct	2.69%	-0.47pct	1.02%	-0.74pct	2.09%	-0.49pct	4.29%	+0.18pct
#建筑业	0.41%	-0.04pct	5.42%	+2.73pct	0.41%	-0.19pct	0.81%	-0.51pct	1.25%	+0.29pct
个人贷款	1.13%	+0.02pct	1.03%	+0.04pct	0.89%	+0.07pct	1.50%	-0.09pct	1.47%	+0.30pct
#按揭	0.57%	+0.05pct	-	-	0.35%	+0.08pct	0.50%	+0.17pct	0.56%	+0.05pct
#消费贷	2.14%	-0.13pct	-	-	-	-	-	-	-	-
#信用卡	1.95%	+0.13pct	-	-	1.77%	+0.10pct	2.67%	-0.28pct	4.01%	+1.28pct
#经营贷	1.70%	-0.01pct	-	-	0.64%	+0.01pct	1.61%	-0.20pct	0.56%	-0.04pct
	光大		平安							
	22N	HoH	22N	HoH						
对公贷款	1.45%	-0.04pct	0.61%	-0.15pct						
#制造业	2.26%	-0.40pct	0.53%	-0.04pct						
#租赁商务	0.69%	-0.02pct	-	-						
#交运仓储	1.43%	+0.33pct	0.46%	-6.66pct						
#房地产	3.89%	+1.33pct	1.43%	+0.66pct						
#采矿业	-	-	0.00%	-0.69pct						
#批发零售	2.62%	+0.39pct	0.39%	-0.04pct						
#建筑业	0.79%	-0.27pct	0.10%	-0.61pct						
个人贷款	1.09%	+0.07pct	1.32%	+0.14pct						
#按揭	-	-	0.37%	0.00pct						
#消费贷	-	-	1.31%	+0.29pct						
#信用卡	-	-	2.68%	+0.53pct						
#经营贷	-	-	-	-						

资料来源: 各公司财报, 中信证券研究部 注: 平安银行消费贷使用新一贷资产质量数据

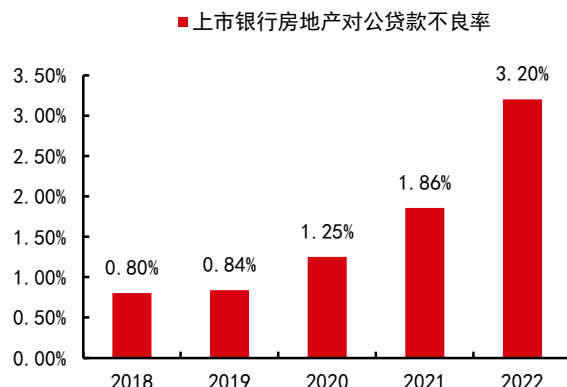
上市银行涉房贷款不良生成率未继续恶化。2022 年一揽子地产金融政策出台带来的放松与应对, 则给地产部门自然出清预留了时间和空间。目前, 银行资产质量已显著暴露, 截至 2022 年末, 上市银行房地产不良贷款率为 3.20%, 较上年大幅走高 1.34pct。全年地产开发贷增量的回正, 亦进一步演绎了地产债务可持续性逻辑。静待后续政策演进以及重点房企销售、经营及信用情况的修复。

图 17: 房企各项融资工具年增量



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 18: 上市银行房地产对公贷款资产质量情况



资料来源: 各公司财报, 中信证券研究部

表 8: 部分披露有房地产对公贷款不良率数据的银行情况

	2018 年	2019 年	2020 年	2021N	2022N
工行	1.66%	1.71%	2.32%	4.79%	6.14%
建行	1.67%	0.94%	1.31%	1.85%	4.36%
农行	1.38%	1.45%	1.81%	3.39%	5.48%
中行	0.93%	0.53%	4.68%	5.05%	7.23%
交行	0.47%	0.33%	1.35%	1.25%	2.80%
邮储	0.15%	0.08%	0.02%	0.02%	1.45%
中信	0.35%	1.19%	3.35%	3.63%	3.08%
招商	1.03%	0.44%	0.30%	1.41%	4.08%
民生	0.29%	0.28%	0.69%	2.66%	4.28%
兴业	1.21%	0.84%	0.92%	1.08%	1.30%
浦发	0.36%	2.63%	2.07%	2.75%	3.06%
光大	0.30%	0.45%	0.73%	1.23%	3.89%
华夏	0.43%	0.07%	0.01%	0.66%	2.82%
平安	1.56%	1.18%	0.21%	0.22%	1.43%
浙商	0.62%	0.29%	0.09%	0.62%	1.66%
南京	0.00%	0.82%	0.04%	0.08%	0.96%
宁波	1.25%	1.02%	1.37%	0.93%	0.41%
贵阳	0.63%	1.46%	6.33%	3.77%	2.55%
杭州	0.97%	0.27%	2.79%	3.78%	3.45%
上海	0.04%	0.10%	2.39%	3.05%	2.56%
成都	未披露	0.02%	0.01%	1.18%	2.40%
郑州	0.18%	0.15%	1.25%	3.47%	4.06%
苏州	0.19%	0.00%	1.36%	6.65%	4.55%
厦门	未披露	未披露	未披露	3.67%	4.81%
重庆	1.51%	1.79%	3.88%	4.71%	5.88%

	2018 年	2019 年	2020 年	2021N	2022N
齐鲁	0.56%	0.23%	0.31%	4.37%	2.60%
青农	0.36%	1.64%	2.34%	3.44%	6.10%

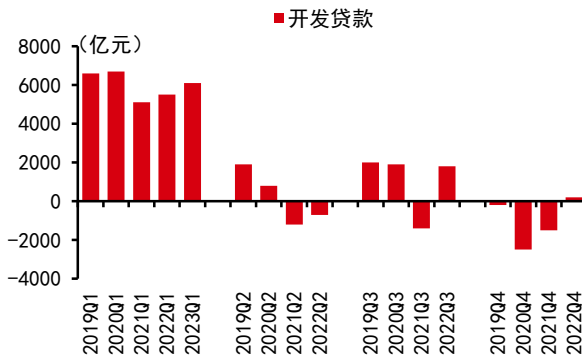
资料来源：各公司财报，中信证券研究部

融资与销售回暖，地产债务信用风险预期开始走稳。具体可从融资端政策效果、房企流动性状况与资产负债表情况及销售数据的侧面反映几个维度观察地产问题化解情况。

1) 融资端。一季度开发贷增量 6100 亿元，已接近 2022 年全年水平，整体融资回暖显著，债券发行仍待恢复但净融资下降局面有所改善。

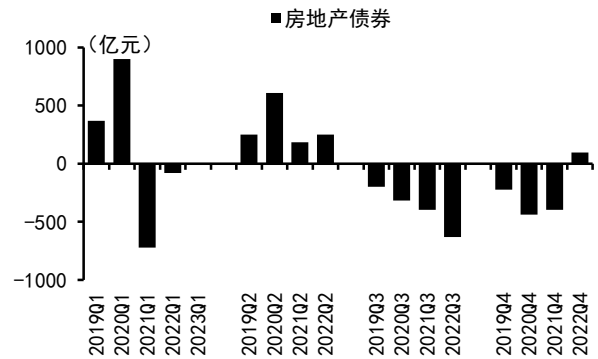
2) 需求端。年初以来，疫情影响消退、经济回温与居民信心恢复，叠加一揽子政策“因城施策”生效显现，地产销售情况逐步回正，4 月的 30 大中城市商品房成交面积同比增速达 35.7%。

图 19：地产开发贷款季度增量情况



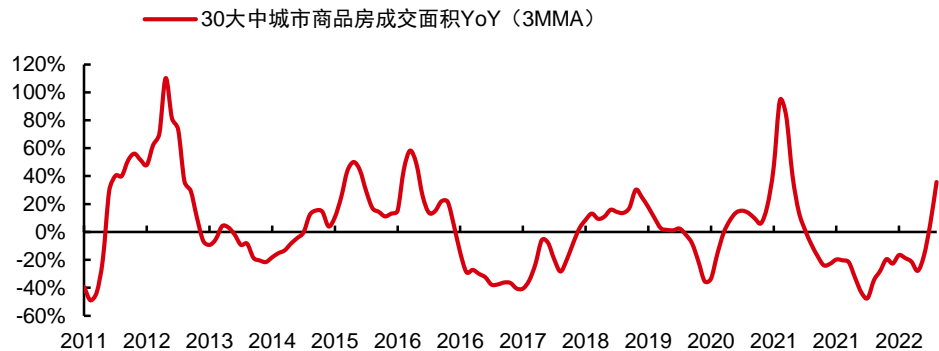
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：地产债券季度增量情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 21：30 大中城市商品房销售情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

城投业务风险展望：时间换空间，推动平稳化债

总体规模：“开正门，控偏门”引导下，地方政府隐性债务占比逐步下降至 65%左右。我们测算显示，截至 2022 年末，地方政府相关债务约为 98-102 万亿左右，近年来债务结构呈现“显性化”趋势，意味着总体债务质量的透明度提高。1) 开正门：债券逐步成为地方政府债务的增量主体。2022 年底地方政府债券余额达到 34.9 万亿，过去 5 年净增量达 20 万亿，特别是专项债用途持续提质扩面。2) 控偏门：以融资平台负债为代表的隐性债务规模增长收敛，但基于较高占比仍然是债务质量的关键环节。我们测算 2022 年底地方政府融资平台的有息债务规模在 63-67 万亿左右，隐性债务增速持续下降至 10%左右，在地方政府相关总债务中的占比下降至 65%以内。

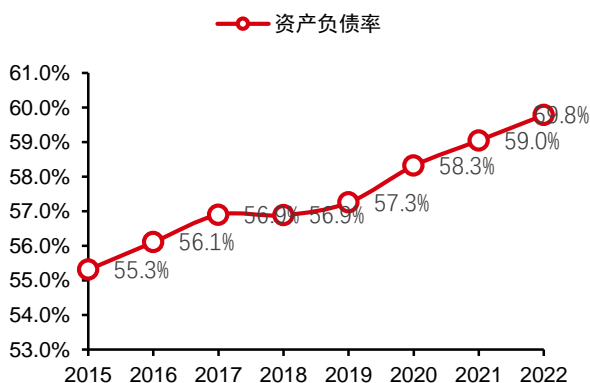
表 9：测算社融口径下融资平台债务在地方政府总债务中占比已下降至 70%以内（单位：亿元）

年份	地方政府债务合计	#地方政府债券	占比	#估算融资平台有息负债	##发债主体
2015	23.9-25.1 万亿	4.8 万亿	19.3%-20.2%	19.1-20.2 万亿	17.2 万亿
2016	34.3-35.7 万亿	10.6 万亿	29.7%-30.9%	23.7-25.1 万亿	21.3 万亿
2017	44.5-46.2 万亿	14.7 万亿	31.9%-33.1%	29.8-31.5 万亿	26.8 万亿
2018	53.3-55.4 万亿	18.1 万亿	32.6%-33.9%	35.2-37.3 万亿	31.7 万亿
2019	62.9-65.3 万亿	21.1 万亿	32.3%-33.6%	41.7-44.2 万亿	37.6 万亿
2020	75.8-78.8 万亿	25.5 万亿	32.3%-33.6%	50.3-53.3 万亿	45.3 万亿
2021	87.4-90.7 万亿	30.3 万亿	33.4%-34.7%	57.1-60.4 万亿	51.4 万亿
2022	98.4-102.1 万亿	34.9 万亿	34.2%-35.5%	63.5-67.2 万亿	57.1 万亿

资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：（1）发债融资平台计息负债选取“短期借款”、“一年内到期的非流动负债”、“长期借款”和“应付债券”；（2）根据 Wind 中的城投标识（YY），发债主体统计了 3016 家融资平台相关财务数据；（3）非发债平台有息负债规模占比按照 10%-15% 进行测算，所得“估算融资平台有息负债”

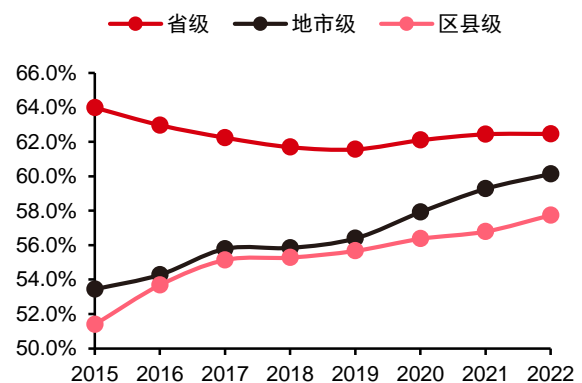
融资平台经营：总体整固，关注局部尾部平台风险。1) 资产负债率有所回升：资产负债率表征的经营杠杆水平由 2017 年末 56.1%，小幅升至 2022 年末 59.8%，其中省级平台小幅上升 0.2pct，总保持平稳，而市级和区县级平台上升幅度均在 2.5pct 以上；2) 现金流量仍以投融资为主：投融资功能定位明显，全部 3016 家发债融资平台的投资活动净现金流和融资活动净现金流基本保持在每年 5-6 万亿左右水平，而较多平台经营活动净现金流尚待转正；3) 盈利水平基本稳定：2017 年以来融资平台加权平均 ROA 由 0.9% 左右下降至当前 0.5% 左右，是以利息支出为主的财务费用增长明显构成拖累，其中中低等级平台经营质量下行更为明显。

图 22：测算发债融资平台平均资产负债率趋势



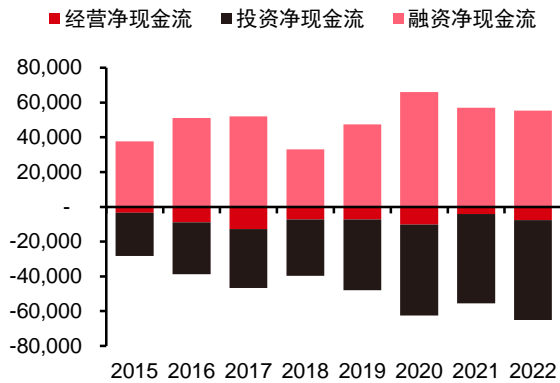
资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：采用加权平均法

图 23：不同行政等级政府融资平台资产负债率变化



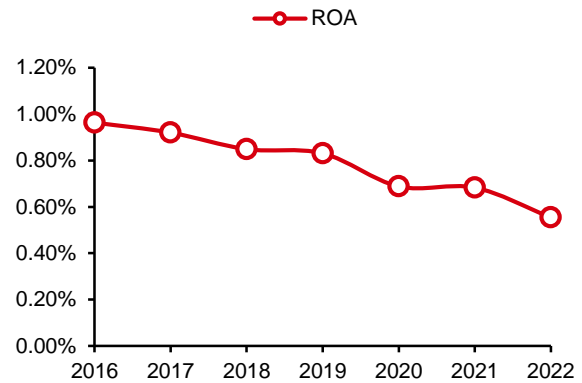
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 24：投融资活动仍是地方政府融资平台的主体功能



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

图 25：融资自身盈利能力仍有所弱化



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

化债推进：时间换空间，有助于地方隐性债务的“软着陆”。目前情况看，围绕地方政府、地方国企、政策性金融机构、商业性金融机构的参与，地方政府化债通常有超额收入偿还、抵偿债置换、平台整合、经营性国资偿还、专项贷款对接、债务重组等模式。对商业银行而言，各地“化债”进程的推进，有助于降低存量风险水平，但不同方式影响或各有不同：1) 地方政府、地方国企、政策性金融机构所主导的各种模式，银行成为直接受益方；2) 商业银行参与的重组模式，有助于化解隐债短期违约压力，但中长期维度或将一定程度压低息差和收入。

表 10：2017 年以来，代表性地方“化债”模式梳理

方式	重要参与方	代表性化债案例
超额收入偿还	地方政府	上海模式。作为首批“全域无隐性债务”试点城市，2021 年上海市加快化解地方政府债务，通过增加安排市级支出 100 亿元，用于偿还部分轨道交通建设项目银行贷款
地方债置换	地方政府	广东模式。2021 年，广东、深圳通过发行特殊再融资债券方式，专项用于偿还存量债务。截至 2021 年末，广东省全省存量隐性债务实现清零
平台整合+债务转化	地方政府	山西模式。2017 年山西省厅整合 62 条政府还贷高速公路、10 户路桥企业、厅直 2 户科研企业、省高管局 3 户直属企业和省国资委管理的路桥集团、交通投资集团、高速集团，组建了山西交通控股集团有限公司（以下简称“山西交控集团”）。山西交控集团成为山西省高速公路债务主体，负责化解山西高速公路相关隐性债务
经营性国资偿还	地方国企	贵州模式。2019 年 12 月和 2020 年 12 月，中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司均无偿划转贵州茅台 5024 万股股份（占总股本约 4%）至贵州省国有资本运营有限责任公司
专项贷款对接	政策性金融机构	镇江模式。据媒体报道，由国开行提供化解地方隐性债务专项贷款，由镇江市财政局下属的资产管理公司作为承接主体，再以普通借款方式投放到辖区各平台公司，主要用于置换纳入隐性债务中的高成本非标，以降低成本
债务重组	商业性金融机构	遵义道桥模式。重组协议下，重组后银行贷款期限调整为 20 年，利率调整为 3.00%/年至 4.50%/年，前 10 年仅付息不还本，后 10 年分期还本

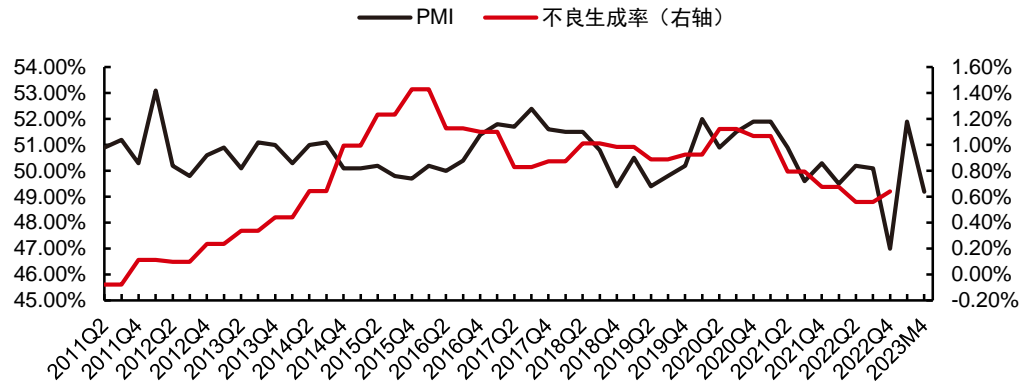
资料来源：新浪财经、腾讯新闻，中信证券研究部

下半年信用风险预期相对稳定

年初经济探底后趋稳回升，预计下阶段信用风险预期保持稳定。历史复盘来看，上市银行不良生成率与 PMI、工业企业利润同比增速等宏观指标在主要时间段具有负相关性，这反映了经济环境、企业经营对银行资产质量的影响。

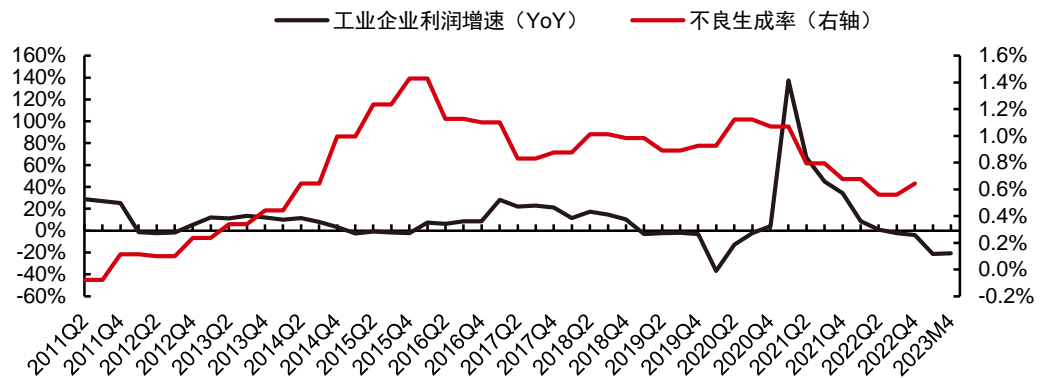
今年以来，经济秩序与供需链条恢复，经济逐步趋稳回升，PMI 触底回升，工业企业利润降幅边际回稳，对公零售两端的企业生产、餐饮旅游等均有序恢复，资产质量预期相对稳定。

图 26：上市银行不良生成率与 PMI 走势



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：由于披露数据连续性原因，以上选取老 16 家上市银行数据，不良生成率截至 2022 年下半年，下同

图 27：上市银行不良生成率与工业企业利润增速走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

长周期视角：底部静待拐点

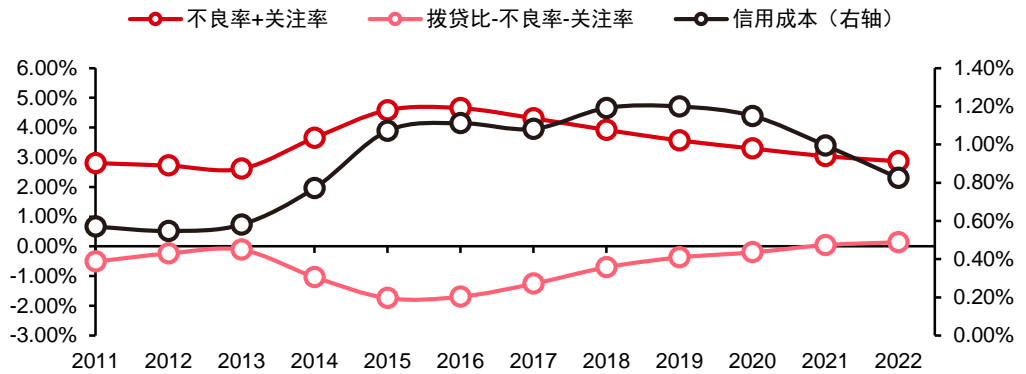
从更长维度的风险周期视角，2014 年以来的信用风险周期已经进入尾部阶段。“拨贷比-不良率-关注率”指征的广义拨备水平已经显著恢复至周期前水平，不良率+关注率指标距周期前均值仅有不到 0.1% 的差异。具体看：

- **不良率+关注率，反映广义资产质量。**由 2013 年开始呈上升趋势，最高点出现在 2016 年末，上市银行均值 4.65%。积极处置因素下，指标于 2017 年开始逐年回落，2022 年末 2.87%，已经接近此轮信用周期前的均值水平（2.8%左右）。
- **拨贷比-不良率-关注率，反映广义拨备充足水平。**作为持续时间相对更短的变量，该指标于 2014 年开始劣变，2015 年缺口值最高拉大至-1.74%，后逐年收窄。

截至 2022 年末，该指标均值 0.14%，已显著优于此轮信用周期前-0.2%左右的均值水平。

- **信用成本，反映拨备计提水平。**作为完整信用周期中持续时间最长的变量，信用成本自 2013 年开始走升后，目前已降至 0.82%左右水平，小幅高于此轮信用周期前约 0.5%左右的均值水平。

图 28：上市银行资产质量运行指标



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：考虑到数据披露延续性，以上数据为老 16 家 A 股上市银行均值

从个体而言，资产质量出清分化延续。同样通过“拨贷比-不良率-关注率”指标，来衡量个体银行在资产质量周期中所处位置。总体来看，各家上市银行在 2015 年-2018 年期间，先后步入广义拨备的改善区间。截至 2022 年末，42 家上市银行中有 10 家安全垫达到 2%以上(与 2021 年相同)，有 3 家银行安全垫超 3%(2021 年为 2 家)，有 16 家(2021 年为 15 家)目前仍然存在一定负向缺口。从该项指标判断，自 2021 年大部分银行历史包袱加速出清以来，2022 年个体银行间资产质量进一步分化。

表 11：上市银行“拨贷比-不良率-关注率”情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
工行	-3.87%	-3.11%	-1.76%	-1.28%	-0.94%	-0.49%	-0.43%
建行	-2.10%	-1.77%	-1.23%	-1.12%	-1.18%	-0.71%	-0.56%
农行	-2.13%	-1.31%	-0.31%	0.42%	0.50%	1.39%	1.33%
中行	-1.70%	-1.59%	-1.25%	-0.62%	-0.37%	0.15%	-0.17%
交行	-2.25%	-2.13%	-1.35%	-1.10%	-0.68%	-0.37%	-0.35%
邮储	0.69%	1.01%	1.50%	1.83%	2.18%	2.14%	1.86%
中信	-1.72%	-0.98%	-1.33%	-0.97%	-0.83%	-0.64%	-0.35%
招商	-0.59%	1.01%	2.01%	2.64%	2.79%	2.67%	2.15%
民生	-2.81%	-3.11%	-2.78%	-2.09%	-2.27%	-2.04%	-2.18%
兴业	-0.76%	-0.53%	-0.36%	-0.25%	0.12%	0.34%	0.01%
浦发	-2.52%	-2.59%	-1.90%	-1.84%	-1.67%	-1.47%	0.90%
光大	-2.95%	-2.04%	-1.20%	-0.94%	-1.00%	-0.77%	-0.74%
华夏	-3.22%	-3.60%	-3.36%	-2.80%	-2.58%	-2.20%	-1.73%
平安	-3.14%	-2.83%	-1.77%	-0.65%	0.08%	0.50%	0.17%
浙商	-0.03%	0.70%	0.43%	-0.67%	-0.44%	-1.07%	-1.20%
南京	1.19%	1.48%	1.80%	1.63%	1.46%	1.50%	1.83%
宁波	0.97%	2.54%	2.75%	2.58%	2.72%	2.78%	2.46%
北京	0.52%	0.50%	0.84%	0.50%	0.67%	0.11%	-0.04%

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
江苏	-1.85%	-1.35%	-0.80%	-0.11%	0.70%	0.91%	1.16%
贵阳	-2.04%	-0.92%	-0.34%	0.02%	0.31%	-0.59%	-0.51%
杭州	-3.41%	-1.08%	1.00%	1.95%	3.37%	3.62%	3.20%
上海	-0.33%	-0.09%	0.80%	0.86%	0.79%	0.86%	0.75%
成都	-1.94%	-1.02%	0.22%	1.28%	1.96%	2.36%	2.65%
郑州	-1.13%	-1.71%	-1.60%	-0.66%	-0.78%	-1.16%	-0.77%
长沙	0.77%	1.16%	-0.63%	-1.24%	-0.38%	0.38%	0.97%
青岛	-2.70%	-4.54%	-4.49%	-2.58%	-0.42%	0.27%	0.62%
西安	-1.08%	-0.90%	-0.87%	-0.50%	-0.78%	-1.29%	-1.15%
苏州	-3.44%	-1.77%	-1.32%	-0.64%	1.27%	2.63%	3.04%
厦门	0.05%	0.39%	0.42%	0.56%	1.88%	1.56%	1.25%
重庆	-2.12%	-2.41%	-1.61%	-0.83%	-0.31%	-0.86%	-1.67%
齐鲁	-2.02%	-2.41%	-2.53%	-0.97%	-0.72%	0.13%	0.63%
兰州	-1.46%	-2.48%	-2.89%	-4.33%	-5.10%	-4.34%	-4.02%
江阴	1.69%	0.49%	1.21%	0.55%	1.22%	2.49%	2.70%
无锡	-0.21%	-0.20%	0.99%	1.92%	2.42%	3.24%	3.34%
常熟	-1.52%	-0.08%	1.32%	2.12%	2.53%	2.63%	2.70%
苏农	-14.33%	-4.54%	-2.72%	-2.16%	-0.62%	0.58%	1.78%
张家港	-5.37%	-4.91%	-3.42%	-0.48%	0.74%	1.93%	2.24%
紫金	0.38%	0.72%	0.43%	0.56%	0.90%	1.28%	1.01%
青农	-8.17%	-6.41%	-4.18%	-2.95%	-2.26%	-3.31%	-3.26%
渝农	0.44%	0.73%	1.28%	1.18%	0.45%	1.10%	1.85%
瑞丰	-2.16%	-1.48%	0.08%	0.41%	0.15%	0.41%	0.50%
沪农商	0.18%	0.79%	1.89%	2.24%	2.39%	2.78%	2.53%
平均	-1.86%	-1.25%	-0.64%	-0.20%	0.20%	0.46%	0.58%

资料来源：Wind，中信证券研究部

综上，长周期角度的信用风险周期底部位置确立，向上拐点取决于：（1）疫情影响及经济结构调整对于银行部分行业资产质量的冲击程度；（2）城投业务风险的妥善处置进程。整体而言，预计 2023 年下半年信用风险指标延续稳定格局，商业银行仍在积极化险过程中。

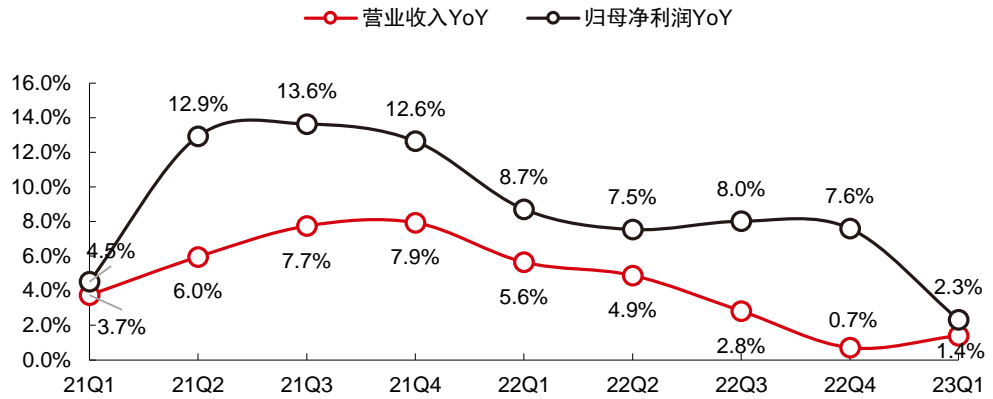
■ 下半年经营展望：恢复进行时

经营回顾：一季度业绩增速降至近年低位。2023 年一季度，A 股上市银行营业收入增速为 1.4%，归母净利润增速分别 2.3%，仍处底部运行。**业绩展望：营收利润有望回暖。**预计下阶段信用需求稳步恢复下社融增速平稳延续，息差下行趋势逐步收窄，信用风险边际稳定。我们预计 2023 年行业营业收入和归母净利润增速有望分别修复至同比增长 4%~5%/5%~6%水平。行业整体展望来看，预计多维因素稳健。

经营回顾：2023Q1 盈利增速下降至近年低位

银行业利润增速回落至近年最低位，2022 年四季度和 2023 年一季度，A 股上市银行营业收入增速分别为 0.7%/1.4%，归母净利润增速分别为 7.6%/2.3%。（1）营业收入增速底部运行，主要受去年 LPR 多次降息带来的贷款重定价滞后影响，此外 2023 年一季度资本市场波动下中收增长仍然处于低位。（2）归母净利润增速走低，一方面受到营业收入持续低位的影响，另一方面 23Q1 银行信贷投放提速亦带来当期减值准备的计提增加。

图 29：42 家 A 股上市银行营收及盈利累计增速（加权平均）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行和交通银行自 2023 年一季度起执行《企业会计准则第 25 号—保险合同》（简称“新保险合同准则”），并对 2022 年一季度财务数据进行了重述，23Q1 相关增速数据已考虑重述调整影响

盈利拆分来看，净息、中收与拨备相对拖累，一季度其他非息正贡献：

- **利息净收入增速继续下行。**上市银行近两个季度利息净收入同比增速分别为 2.7%/-1.8%，特别是 2023 年一季度利息净收入增速转负，核心原因在于 2022 年 5Y 及以上 LPR 利率下行 35bps 带来的重定价滞后影响，此外 2023 年一季度部分银行“以量补价”策略下，贷款市场定价竞争有所加剧。
- **中间业务表现仍处修复期。**上市银行近两个季度手续费及佣金净收入同比增速分别为-2.9%/-4.2%，除 2022 年同期相对高基数外，2022 年四季度以来资本市场波动仍然偏大，居民风险偏好收敛使得代理业务收入、资管业务收入等表现欠佳。
- **其他非息收入“先抑后扬”。**上市银行近两个季度其他非息收入同比增速分别为 -6.8%/+44.0%，2022 年四季度理财赎回带来的债市波动，使得近两个季度银行公允价值变动损益呈现“先抑后扬”局面。此外，2023 年一季度保险业务驱动的其他业务收入亦有较好表现。
- **一季度拨备支撑作用有所收敛。**上市银行近两个季度资产减值损失同比增速分别为-12.2%/-6.3%，拨备对于盈利的支撑作用延续。2023 年一季度以来，在部分银行较大规模的信贷投放下，当期拨备计提增加使得支撑作用收敛。

表 12：上市银行主要盈利要素同比增长情况（累计）

	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
利息净收入, YoY	5.0%	5.1%	4.5%	4.0%	2.7%	-1.8%
手续费及佣金净收入, YoY	6.4%	3.5%	0.7%	-0.7%	-2.9%	-4.2%
其他非息收入, YoY	31.6%	11.4%	12.6%	0.6%	-6.8%	44.0%
营业收入, YoY	7.9%	5.6%	4.9%	2.8%	0.7%	1.4%
业务及管理费, YoY	13.5%	7.1%	8.4%	7.8%	4.6%	5.2%
资产减值损失, YoY	-4.1%	-0.8%	-1.0%	-6.7%	-12.2%	-6.3%
所得税, YoY	12.0%	-1.9%	-5.3%	-6.1%	-7.8%	-4.0%
归母净利润, YoY	12.6%	8.7%	7.5%	8.0%	7.6%	2.3%

资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行和交通银行自 2023 年一季度起执行《企业会计准则第 25 号—保险合同》（简称“新保险合同准则”），并对 2022 年一季度财务数据进行了重述，23Q1 相关增速数据已考虑重述调整影响

个体表现来看，上市银行盈利增速区间进一步走扩。近两个季度来看，42 家 A 股上市银行盈利增速区间分布为[-24.9%,29.4%]和[-18.3%,28.1%]，个体银行分化程度为近年来的高位：

- **大型银行收入表现优于盈利表现。**一季度六大行平均营收增速 3.0%（较上年提高 2.7pct），平均归母净利润增速 1.2%（较上年下降 4.8pct），当季部分银行以量补价策略下，营收增速展现出修复。比较而言，一季度邮储银行与交通银行盈利增速仍然保持在 5%+水平。
- **股份行收入与盈利相对较为乏力。**一季度归母净利润增速较上年全年下降 8.3pct，为各类银行中降幅最大，当季加权平均营业收入增速亦落入负增区间，主要是零售业务和财管业务拖累相对较大。对比而言，平安银行等两家股份行当季归母净利润仍然保持了 10%+的增速水平。
- **城农商行区域因素更为明显。**一季度城商行与农商行平均盈利增速均保持了 10%+的水平，经济高景气地区的区域性银行，依托资产高增速驱动利息净收入和营业收入的更好增长。比较来看，江苏银行、常熟银行一季度仍然实现了“收入增速 10%+，盈利增速 20%+”的较好业绩水平。

表 13：各家上市银行营收及盈利累计增速（加权平均）

	营业收入累计, YoY				归母净利润累计, YoY			
	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
工商银行	4.2%	-0.1%	-2.6%	-1.1%	4.9%	5.6%	3.5%	0.0%
建设银行	4.7%	1.0%	-0.2%	1.0%	5.4%	6.5%	7.1%	0.0%
农业银行	5.9%	3.6%	0.7%	2.2%	5.5%	5.8%	7.4%	1.8%
中国银行	3.4%	2.6%	2.1%	11.6%	6.3%	5.8%	5.0%	0.5%
交通银行	7.1%	5.1%	1.3%	5.5%	4.8%	5.5%	5.2%	5.6%
邮储银行	10.0%	7.8%	5.1%	3.5%	14.9%	14.5%	11.9%	5.2%
大银行	5.2%	2.4%	0.3%	3.0%	6.0%	6.5%	6.0%	1.2%
中信银行	2.7%	3.4%	3.3%	-4.9%	12.0%	12.8%	11.6%	10.3%
招商银行	6.1%	5.3%	4.1%	-1.5%	13.5%	14.2%	15.1%	7.8%
民生银行	-15.5%	-16.9%	-15.6%	0.4%	-7.2%	-4.8%	2.6%	3.7%
兴业银行	6.3%	4.1%	0.5%	-6.7%	11.9%	12.1%	10.5%	-8.9%
浦发银行	1.3%	0.1%	-1.2%	-3.8%	1.1%	-2.6%	-3.5%	-18.3%
光大银行	1.8%	0.4%	-0.7%	-1.6%	3.8%	4.3%	3.2%	5.3%
华夏银行	0.7%	0.6%	-2.2%	-3.7%	5.0%	5.4%	6.4%	4.1%
平安银行	8.7%	8.7%	6.2%	-2.4%	25.6%	25.8%	25.3%	13.6%
浙商银行	22.5%	18.1%	12.1%	2.5%	1.8%	9.1%	7.7%	9.9%
股份行	2.8%	1.9%	0.4%	-2.9%	8.6%	9.4%	9.8%	1.5%
南京银行	16.3%	16.1%	9.0%	5.5%	20.1%	21.3%	16.1%	8.2%
宁波银行	17.6%	15.2%	9.7%	8.5%	18.4%	20.2%	18.1%	15.3%
北京银行	1.7%	3.2%	0.0%	-6.9%	7.9%	6.5%	11.4%	1.9%
江苏银行	14.2%	14.9%	10.7%	10.3%	31.2%	31.3%	28.9%	24.8%
贵阳银行	9.5%	10.5%	4.3%	3.1%	0.5%	0.9%	1.0%	1.1%
杭州银行	16.3%	16.5%	12.2%	7.5%	31.7%	31.8%	26.1%	28.1%
上海银行	0.9%	0.5%	-5.5%	-7.1%	3.2%	3.1%	1.1%	3.2%
成都银行	17.0%	16.1%	13.1%	9.7%	31.5%	31.6%	28.2%	17.5%
郑州银行	8.9%	12.3%	2.0%	-3.0%	3.1%	2.1%	-24.9%	1.9%
长沙银行	8.7%	10.2%	9.6%	12.9%	2.9%	6.2%	8.0%	8.7%
青岛银行	16.6%	16.3%	4.6%	15.5%	12.3%	7.3%	5.5%	15.8%

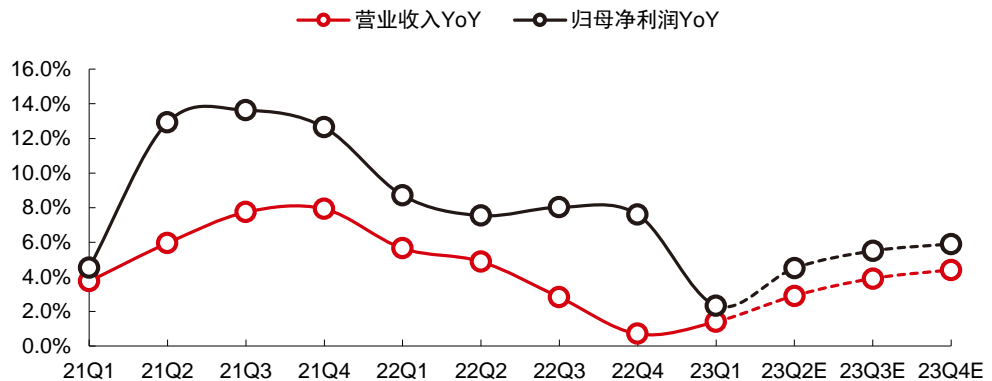
	营业收入累计, YoY				归母净利润累计, YoY			
西安银行	-8.5%	-8.4%	-8.8%	17.0%	-13.4%	-12.4%	-13.5%	8.2%
苏州银行	8.0%	11.5%	8.6%	5.3%	25.1%	25.9%	26.1%	20.8%
厦门银行	18.2%	15.4%	10.9%	5.0%	15.1%	19.0%	15.6%	15.0%
重庆银行	-7.0%	-4.7%	-7.2%	1.5%	4.7%	4.2%	4.4%	2.7%
齐鲁银行	19.1%	17.2%	8.8%	8.7%	18.0%	19.9%	18.2%	12.3%
兰州银行	-3.0%	-5.0%	-4.9%	12.0%	10.5%	7.4%	10.7%	10.5%
城商行	9.5%	9.8%	5.0%	4.0%	14.7%	15.2%	13.7%	11.7%
江阴银行	26.0%	21.9%	12.3%	4.0%	22.1%	22.4%	26.9%	12.8%
无锡银行	6.7%	6.6%	3.0%	3.6%	30.3%	20.7%	26.7%	23.2%
常熟银行	18.9%	18.6%	15.1%	13.3%	20.0%	25.2%	25.4%	20.6%
苏农银行	6.4%	6.7%	5.3%	1.4%	20.9%	20.6%	29.4%	16.0%
张家港行	5.7%	7.0%	4.6%	-0.6%	27.8%	30.1%	29.0%	17.4%
紫金银行	2.7%	2.0%	0.1%	1.5%	10.1%	7.2%	5.6%	5.5%
青农商行	-3.1%	-4.9%	-3.4%	7.2%	5.1%	2.4%	-24.4%	5.6%
渝农商行	1.0%	-2.2%	-6.0%	-3.3%	11.3%	5.6%	7.5%	9.2%
瑞丰银行	13.4%	10.6%	6.5%	8.1%	20.4%	21.3%	20.2%	16.2%
沪农商行	7.0%	7.6%	6.1%	7.5%	14.3%	17.1%	13.2%	12.4%
农商行	5.4%	4.1%	1.6%	3.5%	14.4%	13.0%	11.1%	11.8%
合计	4.9%	2.8%	0.7%	1.4%	7.5%	8.0%	7.6%	2.3%

资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行和交通银行自 2023 年一季度起执行《企业会计准则第 25 号—保险合同》（简称“新保险合同准则”），并对 2022 年一季度财务数据进行了重述，23Q1 相关增速数据已考虑重述调整影响

行业展望：多维因素稳健，修复趋势显著

一季度业绩“靴子落地”后，业绩转暖有望驱动银行后续表现。伴随贷款重定价因素的一次性体现，以及信贷投放回归常态后的减值计提常态化，我们预计 2023 年年内后续季度行业营收与盈利增速均有望呈现修复趋势。我们预计，上市银行 2023 年全年营业收入和归母净利润水平有望分别修复至同比增长 4%~5%/同比增长 5%~6%水平。

图 30：上市银行营业收入及归母净利润增速预测



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

个体银行而言，下半年优质城商行业绩有望保持高位，部分优质股份行盈利有望修复。考虑到地产产业链经营的回暖，部分前期受制于地产信贷投放和信用风险的优质股份行，下半年有望呈现业绩回暖的趋势。另外，基于经营区位优势 and 资产质量基础，以江浙地区龙头城商行为代表的部分优质区域性银行，今年有望保持营收 10%+、盈利 20%左右的增速水平。

表 14：覆盖上市银行营业收入及归母净利润增速预测

	营业收入，累计同比					归母净利润，累计同比				
	2022	2023Q1	2023E	2024E	2025E	2022	2023Q1	2023E	2024E	2025E
工商银行	-2.6%	-1.1%	4.3%	7.1%	7.6%	3.5%	0.0%	3.9%	5.9%	7.3%
建设银行	-0.2%	1.0%	3.0%	7.6%	-0.2%	7.1%	0.3%	5.5%	7.9%	9.1%
农业银行	0.7%	2.2%	5.7%	8.4%	8.9%	7.4%	1.8%	5.3%	6.9%	7.5%
中国银行	2.1%	11.6%	8.1%	6.1%	7.5%	5.0%	0.5%	5.0%	6.5%	7.6%
交通银行	1.3%	5.5%	5.1%	7.0%	6.1%	5.2%	5.6%	6.4%	8.1%	8.0%
邮储银行	5.1%	3.5%	4.5%	9.7%	10.7%	11.9%	5.2%	6.1%	10.1%	12.4%
招商银行	4.1%	-1.5%	4.5%	10.6%	8.5%	15.1%	7.8%	10.4%	12.7%	12.2%
兴业银行	0.5%	-6.7%	-1.2%	8.9%	8.5%	10.5%	-8.9%	-0.4%	10.5%	9.3%
浦发银行	-1.2%	-3.8%	0.8%	5.7%	6.4%	-3.5%	-18.3%	1.4%	5.9%	7.8%
光大银行	-0.7%	-1.6%	3.9%	7.3%	8.5%	3.2%	5.3%	4.9%	7.5%	8.3%
华夏银行	-2.2%	-3.7%	0.6%	6.5%	5.6%	6.4%	4.1%	5.1%	7.5%	6.6%
平安银行	6.2%	-2.4%	4.3%	8.5%	8.0%	25.3%	13.6%	16.0%	14.1%	14.1%
北京银行	0.0%	-6.9%	1.8%	7.0%	9.0%	11.4%	1.9%	8.2%	10.1%	10.5%
南京银行	9.0%	5.5%	9.9%	12.2%	11.2%	16.1%	8.2%	11.8%	14.1%	13.5%
宁波银行	9.7%	8.5%	11.7%	15.4%	13.6%	18.1%	15.3%	16.9%	19.3%	19.2%
江苏银行	10.7%	10.3%	12.0%	13.6%	13.5%	28.9%	24.8%	23.2%	15.3%	15.2%
贵阳银行	4.3%	3.1%	3.7%	8.7%	8.1%	1.0%	1.1%	4.7%	9.0%	8.1%
杭州银行	12.2%	7.5%	11.5%	13.0%	13.2%	26.1%	28.1%	26.5%	26.0%	18.1%
上海银行	-5.5%	-7.1%	0.5%	5.7%	7.9%	1.1%	3.2%	4.5%	6.4%	8.4%
常熟银行	15.1%	13.3%	14.6%	14.6%	15.3%	25.4%	20.6%	19.4%	16.0%	15.4%
西安银行	-8.8%	17.0%	15.3%	8.3%	9.1%	-13.5%	8.2%	8.9%	9.6%	10.1%
张家港行	4.6%	-0.6%	6.7%	12.1%	10.6%	29.0%	17.4%	20.4%	17.1%	15.1%
渝农商行	-6.0%	-3.3%	2.8%	6.9%	8.1%	7.5%	9.2%	9.4%	9.9%	10.5%
苏州银行	8.6%	5.3%	8.2%	8.6%	7.4%	26.1%	20.8%	22.4%	19.5%	18.8%
成都银行	13.1%	9.7%	12.1%	15.6%	14.0%	28.2%	17.5%	18.4%	16.8%	15.4%
青岛银行	4.6%	15.5%	9.6%	9.4%	8.6%	5.5%	15.8%	12.5%	12.1%	12.0%
重庆银行	-7.2%	1.5%	4.9%	6.6%	6.6%	4.4%	2.7%	7.6%	8.0%	7.9%
苏农银行	5.3%	1.4%	3.8%	9.0%	8.2%	29.4%	16.0%	16.7%	14.0%	12.9%
沪农商行	6.1%	7.5%	7.6%	9.9%	9.3%	13.2%	12.4%	12.8%	14.7%	12.4%

资料来源：各公司财报，中信证券研究部预测 注：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行和交通银行自 2023 年一季度起执行《企业会计准则第 25 号—保险合同》（简称“新保险合同准则”），并对 2022 年一季度财务数据进行了重述，23Q1 相关增速数据已考虑重述调整影响

■ 风险因素

- 1) **宏观经济增速大幅下行**。如果外部因素冲击发生，可能会导致宏观经济增速在短期内的波动加大。
- 2) **银行资产质量超预期恶化**。部分产行业或区域经济不利影响，可能会导致相关信贷品种资产质量集中下迁移。
- 3) **监管与行业政策的不利变化**。如果银行业相关监管政策超预期收紧，将导致行业盈利水平短期受到冲击。

■ 投资策略：绝对收益空间显现，优选高确定性品种

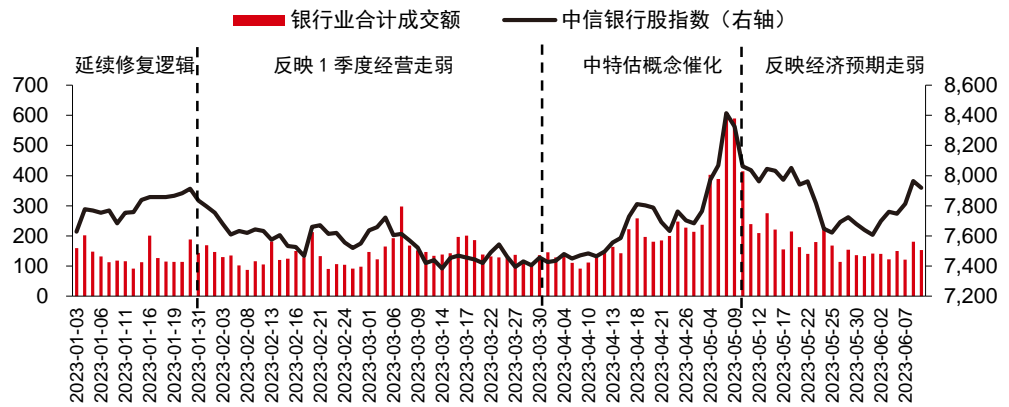
投资策略：绝对收益空间显现，优选高确定性品种。展望 2023 年下半年，银行基本面各项指标恢复中，从资金面来看银行板块仍属机构低配，1 季度公募基金重仓持股仓位不足 2%，且历史较低估值隐含的分红收益率保持乐观，银行板块具备绝对收益价值空间。另外，市场高度关注的中特估概念，仍有待自上而下的政策安排推进。个股推荐确定性强的品种，包括（1）未来三年业绩增速确定性强、估值回落至低位的机构重仓银行，包括宁波银行、招商银行、平安银行等；（2）个体进入资产质量拐点周期的城农商行，包括江苏银行和部分城农商行。

2023 年以来银行股资本市场回顾：经济、基本面、市场风格三因素共振

一季度以来，A 股银行板块股价走势与交易景气度同频。结合板块日均交易量和中信银行股指数（CI005021.WI）进行分析，可分为四个阶段：

- 延续修复逻辑（1 月）：受益于货币、财政、地产和信贷等多方面政策延续积极和疫情防控政策优化，银行板块整体延续 2022 年 11 月以来的修复逻辑，年初以来截至 1 月 30 日，中信银行股指数继续上涨超 4%。
- 反映 1 季度经营走弱（2 月-3 月）：受市场定价竞争和提前还贷影响，银行资产定价较为承压，进而较大幅度影响息差，银行板块整体经营走弱，交易景气度亦相对平淡，截至 3 月末，中信银行股指数较 1 月下跌幅超 5%。
- 中特估概念催化（4 月-5 月上旬）：受益于中特估逻辑催化，银行板块交易景气度迅速抬升，板块整体呈现量价齐升，截至 5 月 8 日的阶段性高点，中信银行股指数较 4 月初大幅抬升超 13%。
- 反映经济预期走弱（5 月上旬至今）：5 月上旬以来，多项宏观数据走弱，中特估概念走弱后阶段性震荡，银行板块交易景气度高位回落，板块股价表现亦随之回落，截至 6 月 9 日，中信银行股指数较 5 月 8 日的阶段性高点下降近 6%。

图 31：2023 年初至今 A 股银行板块交易额与中信银行股指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

北上资金持股在今年 1 月末回落后保持审慎。从北上资金持股占比来看，截至 2023 年 6 月 9 日，银行板块北上资金持股比例¹为 2.56%，较今年 1 月末的最高点下降 0.49pct。从北上资金持股总市值来看，比照银行板块量价齐升的 4 月 17 日至 5 月 9 日区间，该阶段 A 股银行沪深股通持股总市值提升 8.20%，低于中信银行股指数同期涨幅（9.74%），说明尽管该阶段银行板块股价表现较好，但北上持股市值提升主要来自股价上涨的被动提升，北上资金在增配 A 股银行股方面保持审慎。

图 32：A 股银行沪深股通持股市值占比走势



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2023-6-9

图 33：A 股银行沪深股通持股总市值



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至 2023-6-9

国内机构重仓银行在北上资金持仓中占比下降。截至 2022 年 6 月 9 日，北上资金持仓中，占比前五大银行为招商银行、平安银行、兴业银行、工商银行和宁波银行，占比分别为 28.60%/8.19%/7.25%/6.88%/5.74%，从占比前二十的银行来看，国内机构重仓银行中有多家在北上资金持仓中占比下降，而国有大行和部分低估值股份行北上资金持仓比重有所提升，主要与对应个股的股价表现相关。

¹ 持股比例=沪深港通资金持股市值/板块流通市值

表 15：各家银行占北上资金持仓比重（前二十）

	2023.6.9	较上季度末变化 (pct)	2023.3.31	2022.12.31	2022.9.30	2021.12.31
招商银行	28.60%	-4.08	32.68%	33.05%	30.74%	40.01%
平安银行	8.19%	-2.68	10.87%	9.65%	10.69%	15.96%
兴业银行	7.25%	+0.13	7.12%	8.26%	8.28%	6.99%
工商银行	6.88%	+1.29	5.60%	4.86%	4.52%	3.41%
宁波银行	5.74%	-0.98	6.72%	8.02%	7.78%	8.05%
农业银行	5.68%	+0.57	5.11%	4.23%	3.98%	2.68%
交通银行	4.25%	+0.68	3.57%	2.98%	2.82%	2.08%
中国银行	3.53%	+0.49	3.04%	2.63%	2.79%	1.71%
江苏银行	3.28%	+0.44	2.84%	3.07%	3.56%	1.44%
浦发银行	3.06%	+0.19	2.87%	2.81%	2.60%	2.42%
邮储银行	2.78%	+0.69	2.09%	1.86%	2.45%	1.56%
北京银行	2.47%	+0.65	1.81%	1.77%	1.93%	1.72%
建设银行	2.43%	+1.02	1.41%	1.29%	1.40%	1.75%
民生银行	2.19%	+0.85	1.34%	1.43%	1.52%	1.26%
光大银行	1.81%	+0.41	1.41%	1.28%	1.19%	1.09%
上海银行	1.75%	+0.21	1.54%	1.53%	1.76%	1.41%
华夏银行	1.63%	+0.23	1.41%	1.30%	1.53%	0.97%
成都银行	1.30%	-0.53	1.83%	2.15%	2.81%	1.09%
南京银行	1.02%	-0.10	1.12%	1.67%	1.69%	1.18%
杭州银行	0.91%	+0.16	0.75%	1.15%	1.39%	0.90%

资料来源：Wind，中信证券研究部

行业投资逻辑：基本面预期修复，估值低位筑底，绝对收益空间显现

展望下半年，银行基本面各项指标恢复中。经济预期边际趋稳，息差和不良新生成率开始企稳，预计上市银行营收和利润同比增速将恢复至同比增长 4%~5%/同比增长 5%~6% 水平，银行板块具备绝对收益价值空间。从资金面来看，银行板块仍属机构低配，1 季度公募基金重仓持股仓位仅 1.9%；且极低估值（全行业对应 2023 年仅 0.5x PB 左右）隐含的分红收益率保持乐观。另外，市场高度关注的中特估概念，仍有待自上而下的政策安排推进。

（1）资金面横向比较看，银行板块低配情况仍较明显，亦为后续修复创造空间。回溯情况看，自 2020 年公募基金重仓持有银行板块比重下台阶后，该比例一直处于底部水平，反映了经济运行波动背景下市场对银行板块的信心不足。截至 2023 年一季度末，公募基金重仓持有银行板块比重下降至 1.9% 的历史极低水平，意味着后续板块预期若转强则有望带来较大的修复空间。

表 16：公募基金重仓持有各行业板块比重

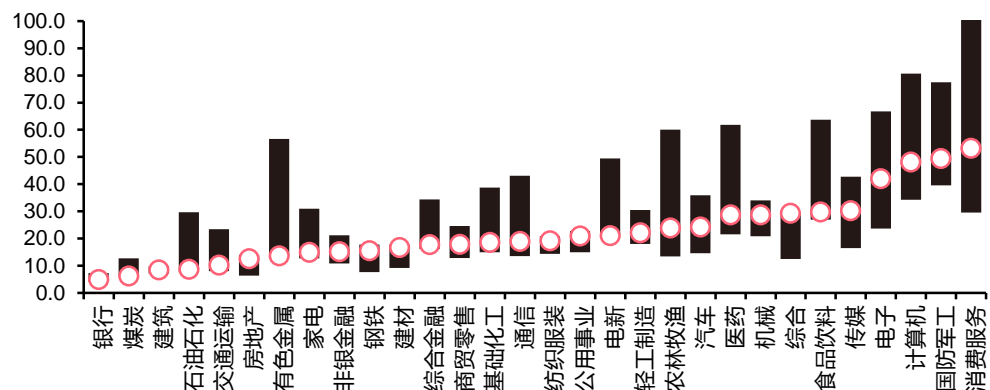
行业板块	2019	2020	2021	2022	23Q1
食品饮料	14.3%	18.2%	13.3%	14.5%	15.3%
医药	12.6%	13.5%	11.4%	12.1%	11.7%
电力设备及新能源	4.3%	8.7%	13.4%	14.1%	11.7%
电子	10.9%	10.6%	14.7%	8.4%	9.4%
计算机	4.6%	3.7%	2.9%	4.2%	7.2%

行业板块	2019	2020	2021	2022	23Q1
基础化工	2.7%	3.4%	5.9%	5.3%	5.0%
传媒	4.0%	4.7%	2.8%	2.8%	3.9%
机械	3.5%	3.9%	3.7%	3.9%	3.8%
有色金属	2.1%	2.8%	3.7%	3.6%	3.8%
汽车	2.5%	2.5%	3.5%	3.4%	3.1%
国防军工	0.8%	2.6%	3.5%	3.7%	2.7%
交通运输	1.9%	1.9%	1.4%	2.7%	2.7%
通信	1.6%	0.5%	1.0%	1.2%	2.3%
消费者服务	2.2%	4.5%	2.0%	3.3%	2.2%
银行	6.5%	3.0%	2.8%	2.8%	1.9%
房地产	5.9%	1.9%	1.9%	2.4%	1.8%
石油石化	0.3%	0.8%	1.1%	1.2%	1.6%
家电	6.0%	4.2%	1.5%	1.2%	1.6%
农林牧渔	1.7%	1.1%	1.3%	1.5%	1.4%
电力及公用事业	0.9%	0.3%	1.6%	1.4%	1.4%
非银行金融	5.6%	3.7%	2.6%	1.7%	1.2%
煤炭	0.3%	0.2%	0.3%	0.8%	0.9%
建材	1.7%	1.0%	1.1%	0.8%	0.7%
纺织服装	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%
建筑	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%	0.7%
轻工制造	0.9%	1.2%	0.8%	0.9%	0.7%
钢铁	0.1%	0.1%	0.5%	0.4%	0.3%
商贸零售	1.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%
综合	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
综合金融	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）主动型基金包括普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡混合型基金和灵活配置型基金；（2）按照 23Q1 持仓比重自高向低排序

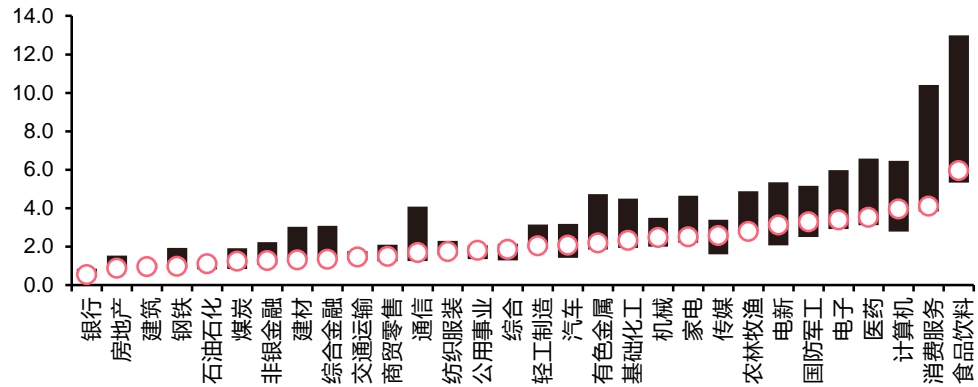
（2）估值横向比较看，银行板块股息水平与估值分位，具有较好的配置价值。目前，A 股上市银行平均股息率 5.3%，在全部行业板块中位居前三，板块最新估值仅为 0.55x PB，为 2020 年以来 18%分位水平。拉长时间来看，当前银行板块低估值与高股息的组合特征，具备较好配置价值。

图 34：2020 年以来各行业板块 PE（TTM，剔除负值）分布情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2020 年以来 PE 分布区间，粉色散点为 2023 年 6 月 9 日估值情况

图 35：2020 年以来各行业板块 PB (LF) 分布情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2020 年以来 PB 分布区间，粉色散点为 2023 年 6 月 9 日估值情况

个股策略：预期修复，配置确定性较高品种

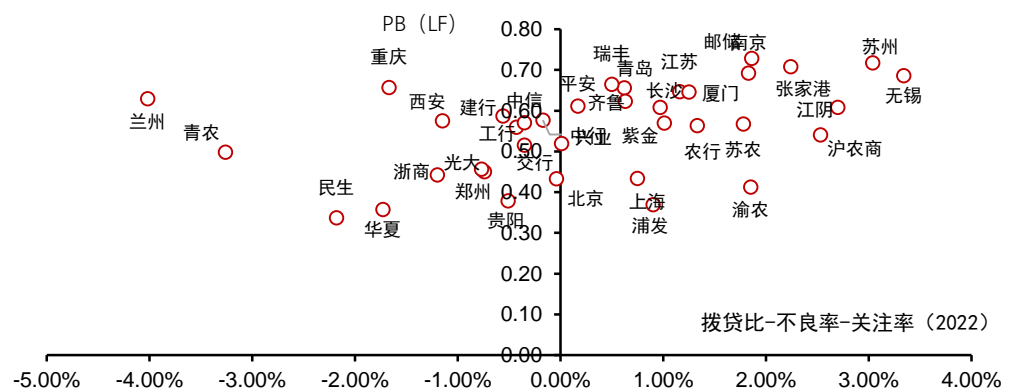
无论哪种市场环境，银行股投资回报都可以拆解为估值+业绩，具体而言：

- (1) 估值提升来自于：资产质量修复或商业模式升级。
- (2) 业绩来自于：可持续基本面驱动。

我们依据估值结果，将银行拆解为两种类型：1、PB 在 0.8 倍以内；2、PB 在 0.8 倍以上。拆解的底层含义在于，我们认为：

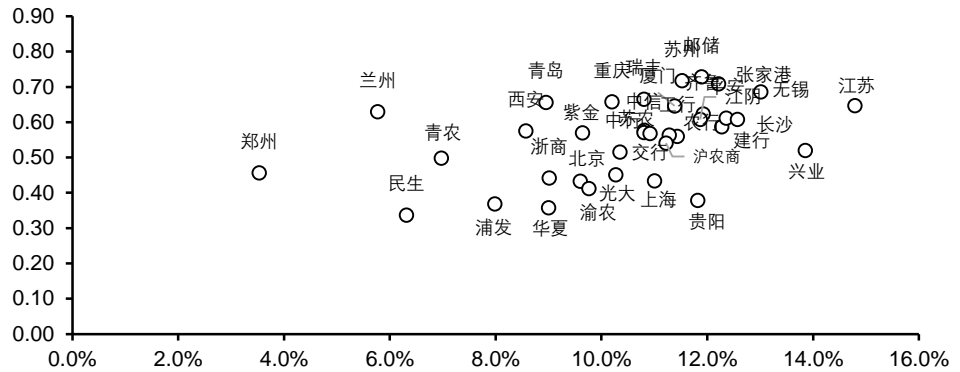
1) PB 低于 0.8 倍的银行，与自身的资产质量周期相关性高。也就意味着，只要上述银行自身出现资产质量周期拐点，往往就会出现估值提升，而机构配置提升是基本面改善的结果，机构预期对于估值影响较低。当前结合公司的盈利能力和估值数据看，部分低估值城农商行存在配置性价比。

图 36：0.8x PB 以下上市银行的资产质量及估值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：最新估值数据截至 2023 年 6 月 9 日

图 37：0.8x PB 以下上市银行的盈利能力及估值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：最新估值数据截至 2023 年 6 月 9 日

2) PB 高于 0.8 倍的银行，与投资者预期相关性强。也就意味着，基金投资者选股逻辑倾向于选择阿尔法特征强的公司，因此高估值银行往往有更高的预期，“心中的花”更为重要。反之，虽然机构重仓银行的绝对经营数据仍高于同业，但股价反映的是上述经营弱于投资者预期的结果，比如今年以来机构重仓银行估值已经回落至 2017 年以来的最低估值位置。下文再详细分析机构重仓银行的经营数据及估值结果。

表 17：过往 0.8x PB 以上银行的经营数据情况

	2017-21 年				2022-23Q1					
	营收 CAGR	盈利 CAGR	平均 ROE	平均估值	营收 YoY (2022)	营收 YoY (23Q1)	盈利 YoY (2022)	盈利 YoY (23Q1)	ROE (2022)	最新估值
招商银行	9.6%	14.1%	16.5%	1.63	4.1%	-1.5%	15.1%	7.8%	17.1%	0.99
宁波银行	17.4%	20.1%	17.3%	1.81	9.7%	8.5%	18.1%	15.3%	15.6%	1.11
杭州银行	16.4%	18.2%	11.6%	1.09	12.2%	7.5%	26.1%	28.1%	14.1%	0.86
成都银行	15.7%	24.9%	16.6%	1.04	13.1%	9.7%	28.2%	17.5%	19.5%	0.84
常熟银行	11.3%	16.0%	11.7%	1.47	15.1%	13.3%	25.4%	20.6%	13.1%	0.88
平安银行	9.5%	10.0%	11.0%	1.06	6.2%	-2.4%	25.3%	13.6%	12.4%	0.61

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：最新估值数据截至 2023 年 6 月 13 日

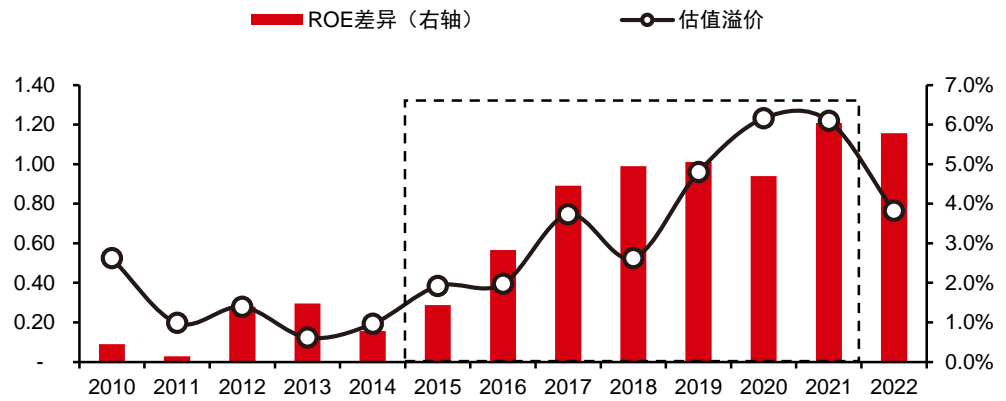
2015-2021 年，估值溢价的产生，源自风险周期下 ROE 的强确定性。复盘 ROE 趋势与估值溢价可以看出，机构重仓银行（以宁波和招行为例）的估值溢价产生与巩固主要集中于 2015-2021 年，逻辑在于：

1) 盈利能力的比较优势持续走扩，重仓银行 ROE 较上市银行均值的差距由 2014 年的 0.8pct 走升至 2021 年最高的 6.0pct；

2) 重仓银行盈利稳定性占优，以 ROE 标准差衡量盈利能力稳定性，2015-21 年间两家银行标准差在老 16 家银行中排名居前，对应区间段中估值变化亦更为积极。

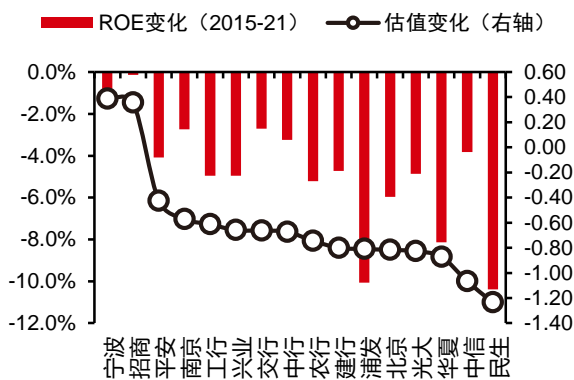
总体来看，在 2015-2021 年的风险周期中，重仓银行的盈利能力表现出更高的确定性和更强的稳定性，市场也据此给予其更高的估值溢价。

图 38：重仓银行 ROE 及估值溢价情况



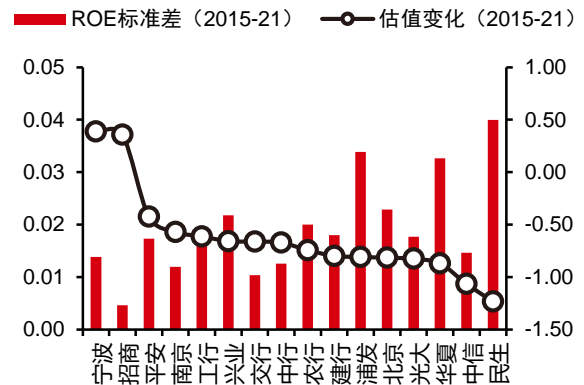
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：重仓银行样本选取招商银行与宁波银行，采用算数平均计算

图 39：老 16 家上市银行 ROE 变化及估值变化（2015-21 年）



资料来源：各公司财报，Wind，中信证券研究部 注：按区间估值变化情况自高至低排序

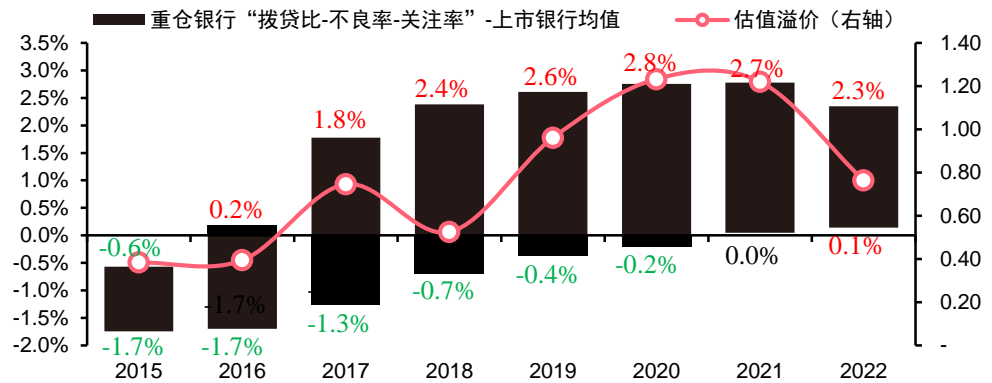
图 40：老 16 家上市银行 ROE 标准差及估值变化（2015-21 年）



资料来源：各公司财报，Wind，中信证券研究部 注：按区间估值变化情况自高至低排序

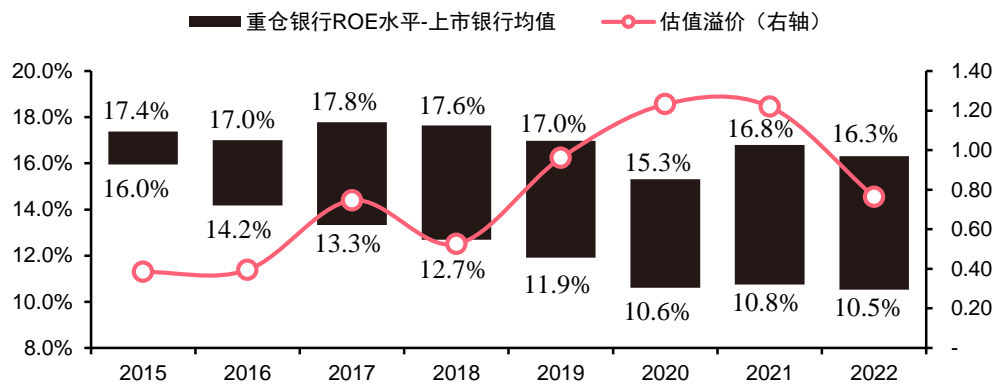
2022 年，估值溢价开始回归，风险周期位置变化为主因。使用“拨贷比-不良率-关注率”评价银行广义风险抵补能力，机构重仓银行与其他上市银行风险周期位置存在一定“异步性”：1) 2015-2020 年，信用风险周期中，机构重仓银行基于商业模式与审慎经营，广义风险抵补能力率先出清且持续领跑；2) 2021 年以来，由于房地产、零售领域的资产质量波动，部分银行强化确认并加强处置，使得广义抵补能力差距缩小。正因如此，自 2021 年以来机构重仓银行估值溢价的回归，映射了不同银行风险周期位置的变化。

图 41：重仓银行“拨贷比-不良率-关注率”与估值溢价



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）重仓银行选取公募基金板块持股占比最高的招商银行与宁波银行，采用算数平均计算；（2）柱状图上沿为重仓银行数值，下沿为老 16 家上市银行均值水平

图 42：重仓银行 ROE 与估值溢价

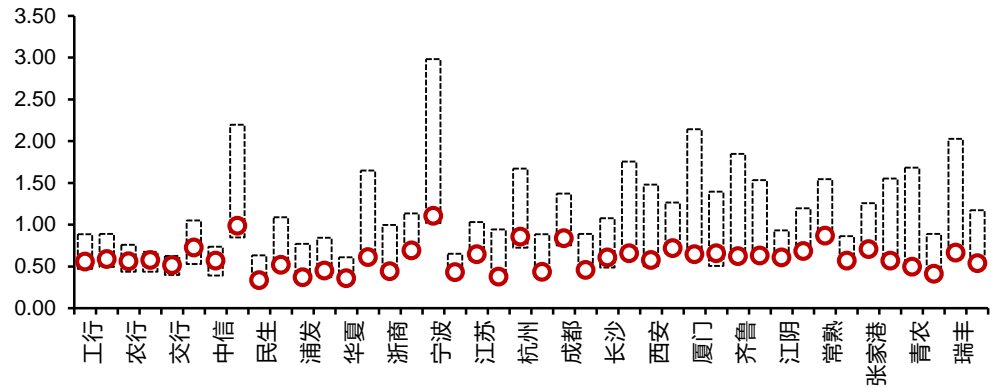


资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）重仓银行选取公募基金板块持股占比最高的招商银行与宁波银行，采用算数平均计算；（2）柱状图上沿为重仓银行数值，下沿为老 16 家上市银行均值水平

总结来看：1) 重仓银行估值溢价的产生，源于风险周期下 ROE 的比较优势，该阶段银行板块估值调整，机构重仓银行估值提升；2) 估值溢价的回归，风险周期位置变化为主要原因，此阶段银行板块总体资产质量进一步夯实，而重仓银行在资产质量方面的比较优势收窄，使得估值溢价幅度收窄。

2022 年以来，上市银行估值水位持续分化，其中机构重仓估值降幅最大。不过，从重仓银行与行业的 ROE 差距来看，目前已经扩大到历史高位，这或许意味着未来机构重仓银行存在较强的估值溢价可能空间。

图 43：2020 年以来，上市银行估值区间分布及最新估值情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：最新估值数据截至 2023 年 6 月 9 日

表 18：上市银行营业收入及归母净利润预测

	营业收入, YoY					归母净利润, YoY				
	2022	23Q1	2023E	2024E	2025E	2022	23Q1	2023E	2024E	2025E
工商银行	-2.6%	-1.1%	4.3%	7.1%	7.6%	3.5%	0.0%	3.9%	5.9%	7.3%
建设银行	-0.2%	1.0%	3.0%	7.5%	7.0%	7.1%	0.0%	5.5%	7.5%	7.0%
农业银行	0.7%	2.2%	5.7%	8.4%	8.9%	7.4%	1.8%	5.3%	6.9%	7.5%
中国银行	2.1%	11.6%	8.1%	6.1%	7.5%	5.0%	0.5%	5.0%	6.5%	7.6%
交通银行	1.3%	5.5%	5.1%	7.0%	6.1%	5.2%	5.6%	6.4%	8.1%	8.0%
邮储银行	5.1%	3.5%	6.8%	9.7%	10.7%	11.9%	5.2%	8.5%	10.1%	12.4%
招商银行	4.1%	-1.5%	4.5%	10.6%	8.5%	15.1%	7.8%	10.4%	12.7%	12.2%
兴业银行	0.5%	-6.7%	-1.2%	8.9%	8.5%	10.5%	-8.9%	-0.2%	10.2%	9.3%
浦发银行	-1.2%	-3.8%	0.8%	5.7%	6.4%	-3.5%	-18.3%	1.4%	5.9%	7.8%
光大银行	-0.7%	-1.6%	3.9%	7.3%	8.5%	3.2%	5.3%	4.9%	7.5%	8.3%
华夏银行	-2.2%	-3.7%	0.6%	6.5%	5.6%	6.4%	4.1%	5.1%	7.5%	6.6%
平安银行	6.2%	-2.4%	4.3%	8.5%	8.0%	25.3%	13.6%	16.0%	14.1%	14.1%
南京银行	9.0%	5.5%	9.9%	12.2%	11.2%	16.1%	8.2%	11.8%	14.1%	13.5%
宁波银行	9.7%	8.5%	11.7%	15.4%	13.6%	18.1%	15.3%	16.9%	19.3%	19.2%
北京银行	0.0%	-6.9%	1.8%	7.0%	9.0%	11.4%	1.9%	8.2%	10.1%	10.5%
江苏银行	10.7%	10.3%	12.0%	13.6%	13.5%	28.9%	24.8%	23.2%	15.3%	15.2%
贵阳银行	4.3%	3.1%	3.7%	8.7%	8.1%	1.0%	1.1%	4.7%	9.0%	8.1%
杭州银行	12.2%	7.5%	11.5%	13.0%	13.2%	26.1%	28.1%	26.5%	26.0%	18.1%
上海银行	-5.5%	-7.1%	0.5%	5.7%	7.9%	1.1%	3.2%	4.5%	6.4%	8.4%
成都银行	13.1%	9.7%	12.1%	15.6%	14.0%	28.2%	17.5%	18.4%	16.8%	15.4%
青岛银行	4.6%	15.5%	9.6%	9.4%	8.6%	5.5%	15.8%	12.5%	12.1%	12.0%
西安银行	-8.8%	17.0%	15.3%	8.3%	9.1%	-13.5%	8.2%	8.9%	9.6%	10.1%
苏州银行	8.6%	5.3%	8.2%	8.6%	7.4%	26.1%	20.8%	22.3%	19.5%	18.7%
重庆银行	-7.2%	1.5%	4.9%	6.6%	6.6%	4.4%	2.7%	7.6%	8.0%	7.9%
无锡银行	3.0%	3.6%	5.2%	7.1%	9.2%	26.7%	23.2%	12.0%	12.2%	12.9%
常熟银行	15.1%	13.3%	14.6%	14.6%	15.3%	25.4%	20.6%	19.2%	15.9%	15.4%
苏农银行	5.3%	1.4%	3.8%	9.0%	8.2%	29.4%	16.0%	16.7%	14.0%	12.9%
张家港行	4.6%	-0.6%	6.7%	12.1%	10.6%	29.0%	17.4%	20.4%	17.1%	15.1%
渝农商行	-6.0%	-3.3%	2.8%	6.9%	8.1%	7.5%	9.2%	9.4%	9.9%	10.5%

	营业收入, YoY					归母净利润, YoY				
沪农商行	6.1%	7.5%	7.6%	9.9%	9.3%	13.2%	12.4%	12.8%	14.7%	12.4%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 上表仅涵盖中信证券银行研究团队覆盖的相关 A 股上市银行

整体而言, 个股推荐确定性强的品种, 包括:

(1) 业绩增长和估值位置带来的投资回报明确, 主要包括未来三年业绩增速**确定性**强、估值回落至低位的机构重仓银行, 包括宁波银行、招商银行、平安银行等;

(2) 个体进入资产质量拐点周期的估值修复, 包括江苏银行和部分城农商行。

■ 相关研究

银行业热点事件点评—如何理解逆回购利率的下调时点？	(2023-06-13)
银行业投资观察—负债成本改善，政策空间打开	(2023-06-12)
银行业热点事件点评—存款定价调降影响几何？	(2023-06-08)
银行业热点事件点评—如何理解存款定价政策的空间？	(2023-06-07)
2023 年 5 月银行理财市场回顾—产品发行持续回暖	(2023-06-06)
银行业投资观察—如何理解银行近期的基本面？	(2023-06-05)
银行业投资观察—景气度回落，资金面宽松	(2023-05-29)
银行业调研快报—如何理解江浙地区的宏观金融形势？	(2023-05-24)
银行业投资观察 20230522—金融行稳致远，银行配置价值提升	(2023-05-22)
银行业草根调研快报—如何理解二季度基本面走势？	(2023-05-17)
银行业关于《2023 年一季度中国货币政策执行报告》的点评—激发活力，平稳节奏	(2023-05-16)
银行业 2023 年 4 月金融数据点评—投放放缓，定价走稳	(2023-05-12)
银行业 2022 年报及 2023 年一季报回顾—【中信证券银行组】从财报看银行股配置逻辑的变化	(2023-05-08)
银行业投资观察—如何看待国内外银行最新经营形势？	(2023-05-08)
银行业 2022 年报及 2023 年一季报回顾—从财报看银行股配置逻辑的变化	(2023-05-05)
银行业投资观察—稳外贸，稳复苏	(2023-04-24)
银行业 2023 年一季度基金持仓分析报告—配置空间打开，静待基本面修复	(2023-04-23)
银行业投资观察—政策与时俱进，板块变量稳定	(2023-04-17)
银行业 2023 年 3 月金融数据点评—零售信贷修复明显	(2023-04-11)
银行业投资观察—基本面稳定，静待季报落地	(2023-04-10)
2023 年 3 月银行理财市场回顾—产品发行要素稳定	(2023-04-04)
银行业美国银行业专题研究—2023 年美国银行业经营前瞻	(2023-04-03)
银行业投资观察—业绩阶段承压，预期落地有望开启修复	(2023-04-03)
银行业投资观察—压力之年支付体系运行如何？	(2023-03-27)
银行业投资观察—稳定流动性预期，银行股步入可配区间	(2023-03-20)
银行业 2023 年 2 月金融数据点评—供需配合，投放加力	(2023-03-10)
银行业关于国务院金融监管机构改革方案的点评—功能监管推进	(2023-03-08)
2023 年 2 月银行理财市场回顾—产品发行数量回暖	(2023-03-06)
银行业关于《政府工作报告》的点评—从质出发，稳健发展	(2023-03-05)
银行业调研快报—如何理解厦门的经济金融形势？	(2023-02-27)
银行业投资观察—住房租赁市场新规影响几何？	(2023-02-27)
银行业关于《2022 年四季度中国货币政策执行报告》的点评—精准有力，支持内需	(2023-02-27)
银行业 2022 年理财年报分析—理财 2022：波动中重塑	(2023-02-21)
银行业投资观察—区域社融分化	(2023-02-20)

银行业《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》专题分析—银行新发展模式开启	(2023-02-19)
银行业调研快报—如何理解 1 月基本面的变化？	(2023-02-13)
银行业投资观察—风险管理机制改善	(2023-02-13)
银行业 2023 年 1 月金融数据点评—预计 2-3 月信贷形势仍乐观	(2023-02-11)
金融市场观察第 3 期—信贷高增会延续么？	(2023-02-07)
银行业投资观察—行业景气度稳定	(2023-02-06)
2023 年 1 月银行理财市场回顾—理财市场平稳运行	(2023-02-03)
银行业 2022 年四季度基金持仓分析报告—机构配置提升空间显著	(2023-01-31)
银行业投资观察—空间自变量，时间因变量	(2023-01-30)
银行业投资观察—政策延续积极	(2023-01-16)
银行业 2022 年 12 月金融数据点评—信贷改善，社融扰动	(2023-01-10)
2022 年 12 月银行理财市场回顾—业绩比较基准延续下行	(2023-01-10)
银行业投资观察—如何理解郭主席访谈要义？	(2023-01-09)
银行业关于首套房贷利率政策动态调整长效机制的点评—长效机制，增进信心	(2023-01-06)
银行业投资观察—托管新规影响几何？	(2023-01-03)
银行业投资观察—定调积极，展望良好	(2022-12-26)
银行业投资观察 20221219—扩需求，稳风险	(2022-12-19)
银行业 2023 年投资策略—新周期起点	(2022-12-15)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑与中信证券可能存在与本报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@cls.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。