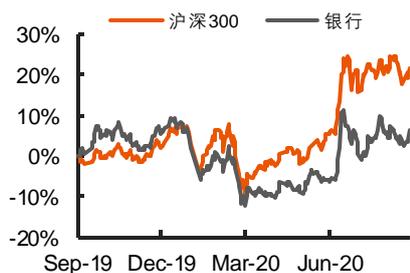


银行估值研究专题

分化格局加剧，龙头溢价持续

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业月报*银行*中报靴子落地，上调评级至“强于大市”》 2020-09-09

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003

YUANZHEQI052@PINGAN.COM.CN



- 银行股估值比较：整体中枢下行，“龙头”溢价扩大。**过去 10 多年 A 股银行股的表现主要呈现以下三个特点：1) 站在时间序列维度，国内银行业的估值在过去 10 多年间不断下行，今年由于受到疫情的冲击，目前国内银行的估值已经在历史的绝对底部水平。2) 站在国际比较维度，基于 ROE-PB 框架，我们发现同等 ROE 水平下，大部分国内银行的估值要低于海外的银行股。3) 站在个股比较维度，过去 10 多年间银行板块内个股间的估值差距不断拉大，头部银行的估值溢价甚至能够超过 100%。
- 行业估值归因分析：宏观经济是对银行股价产生影响的最核心因素，银行股的本质是周期股，回溯 2005 以来 5 轮板块趋势性机会，除了 14 年牛市完全由流动性推动，其余都与经济走势强相关。**这也能部分解释银行股的估值从 07 年之后就长期下行的原因。此外，A 股的投资者结构及其投资行为的影响值得关注。A 股市场投资者结构目前仍以散户为主，真正意义上的长期资金占比仍然较低。而作为国内机构投资者的重要代表，公募基金受制于考核体系，很难成为银行股长期稳定的投资者。**从长期来看，国内机构投资者占比的提升和外资的流入有助于银行估值提升，以外资、养老金及险资为代表的长线资金与银行股低波动、经营稳健、高 ROE、高股息的特点相匹配，是长期配置银行的重要力量。**
- 个股估值归因分析：寻找估值溢价的来源。**过去 5 年间我们观察到了在行业整体降估值背景下，以招商、宁波、平安为代表的部分银行提估值的过程，我们判断这样的趋势在未来将会延续，未来只有少部分银行享有估值溢价。**拥有估值溢价的银行往往具有以下特质：1) 稳定的管理层；2) 稳健且优于同业的经营能力；3) 强劲的财务报表。**
- 投资建议：**当前时点，我们认为银行板块兼具绝对收益和相对收益配置价值，核心逻辑如下：1) 中报靴子落地使得对银行业绩的负面预期出清，后续核心影响因素转移到疫情后国内经济的修复；2) 行业估值对应 20 年 0.75xPB，位于历史底部区间，2 季度基金持仓数据反映银行股的持仓情况亦然，安全垫充分；3) 货币政策从宽松转向稳健，有利于后续银行息差预期的改善，从资金层面低估值板块也更为受益。个股方面，推荐 1) 以招行为代表的前期受盈利预期压制的优质股份行；2) 成长性突出的区域性银行：宁波、常熟。
- 风险提示：**1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 利率下行导致行业息差收窄超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

正文目录

一、 银行股估值比较：整体中枢下行，“龙头”溢价扩大	5
1.1 时间序列比较：A股银行估值在过去10多年间不断下行	5
1.2 估值国际比较：盈利水平接近，海外银行估值高于国内	5
1.3 个股估值比较：“龙头”银行溢价呈现扩张趋势	6
二、 行业估值归因分析：是什么影响了银行股的涨跌？	7
2.1 银行股历史行情回溯——宏观经济是核心驱动因素	7
2.2 市场参与主体的结构和行为的影响同样不容忽视	13
三、 个股估值归因分析：寻找估值溢价的来源	16
3.1 哪些银行享有估值溢价？	16
3.2 寻找估值溢价的来源——从财务维度到经营维度	17
四、 投资建议	19
五、 风险提示	19

图表目录

图表 1	A 股银行静态 PB (2007 年至今)	5
图表 2	A 股银行静态 PB (过去 5 年)	5
图表 3	全球银行 PB-ROE 散点图 (2019)	6
图表 4	招行估值溢价持续提升	6
图表 5	宁波银行估值溢价持续提升	6
图表 6	2005 年以来银行股行情走势回溯	7
图表 7	银行股上行过程中 GDP 增速处于上行通道	7
图表 8	M2 和社融增速持续上行	7
图表 9	05-07 年上市银行净利润增速表现强劲	8
图表 10	工行上市后带动板块估值提升	8
图表 11	银行股上行过程中 GDP 增速处于上行通道	8
图表 12	09 年 M2 及社融持续快增	8
图表 13	09 年上市银行净利润增速反弹	9
图表 14	08 年 4 季度开始银行不良率明显改善	9
图表 15	单季度 GDP 增速超预期	9
图表 16	M2 及社融增速自 12 年下半年开始回升	9
图表 17	12 年 4 季度上市银行净利润增速超预期	10
图表 18	2012 年 12 月 RQFII 和 QFII 投放额度增加	10
图表 19	GDP 增速未出现改善	10
图表 20	14 年底央行降息开启货币宽松周期	10
图表 21	14 年银行业净利润增速并未出现改善	11
图表 22	银行板块估值在历史绝对底部	11
图表 23	GDP 增速企稳回升	11
图表 24	银行资产规模增速持续下行	11
图表 25	16-17 年银行业净利润增速回升	12
图表 26	北上资金 16 年开始流入加快	12
图表 27	银行股驱动因素	12
图表 28	A 股银行估值隐含不良率	13
图表 29	银行静态 PB 自 14 年后很少回到 1 倍 PB 以上	13
图表 30	美国机构投资者持股比例	14
图表 31	国内机构投资者持股比例	14
图表 32	持有银行股超过 5 年期以上的公募基金产品	14
图表 33	外资对于金融股的配置比重明显高于国内	15

图表 34	主动管理基金银行配置降至历史低位.....	15
图表 35	日本各类投资者主板成交规模占比(%).....	15
图表 36	外资偏好金融、消费板块.....	15
图表 37	股票和银行理财产品配置比例变化较大.....	16
图表 38	高净值人群人数(万人)和资产规模(万亿元).....	16
图表 39	A 股银行板块过去 10 年的估值变化.....	16
图表 40	短期股价表现对业绩增速会有反映.....	17
图表 41	长期股价表现与 ROE 基本匹配.....	17
图表 42	上市银行 ROE 拆分-2019.....	17
图表 43	招行的活期存款占比是所有银行中最高的.....	18
图表 44	招行战略变化.....	18
图表 45	招行和宁波过去 5 年不良生成率优于行业.....	18
图表 46	招行和宁波不良率优于同业.....	18
图表 47	A 股主要上市银行管理层变动情况.....	19

一、 银行股估值比较：整体中枢下行，“龙头”溢价扩大

过去 10 多年 A 股银行股的表现主要呈现以下三个特点：

- 1、站在时间序列比较维度，国内银行业的估值在过去 10 多年间是不断下行的，而今年由于受到疫情的冲击，目前国内银行的估值已经在历史的绝对底部水平。
- 2、站在国际比较维度，基于 ROE-PB 的框架，我们发现在同等 ROE 水平下，大部分国内银行的估值要低于海外的银行股。
- 3、站在个股比较的维度，过去 10 多年间银行板块内个股间的估值差距在不断拉大，头部银行的估值溢价甚至能够超过 100%。

1.1 时间序列比较：A 股银行估值在过去 10 多年间不断下行

回溯 2007 年以来 A 股银行的估值变化能够看到，银行股整体估值水平呈现下行趋势，相较 07 年当时板块接近 6x 的 PB 估值，当前银行的估值水平仅为 0.71x，处于历史绝对底部水平。

如果站在 5 年的比较维度，近 5 年银行整体估值仅在 17 年中到 18 年初短暂突破过 1 倍 PB，其余时间均在 1 倍 PB 以下。

图表1 A 股银行静态 PB (2007 年至今)



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 A 股银行静态 PB (过去 5 年)

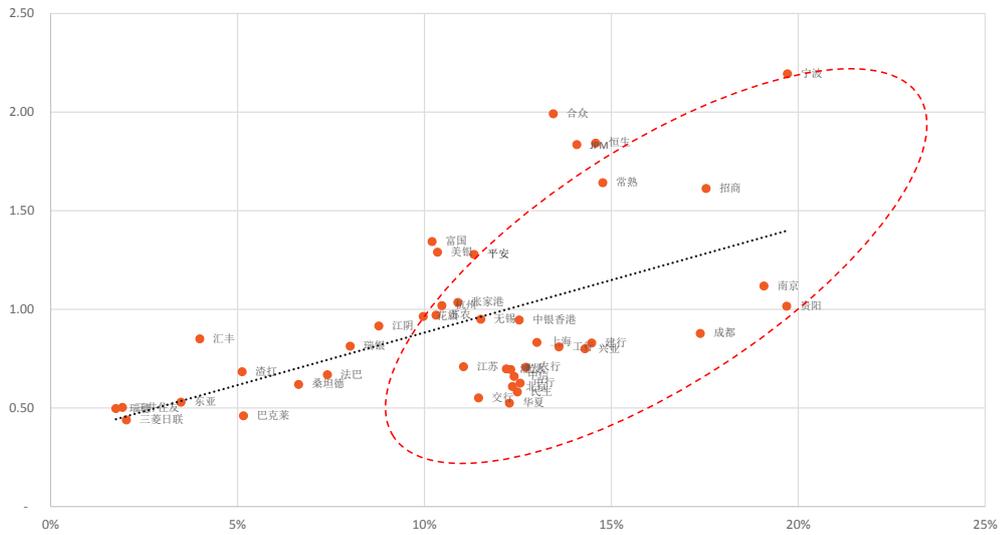


资料来源：WIND，平安证券研究所

1.2 估值国际比较：盈利水平接近，海外银行估值高于国内

从与海外银行的横向比较来看，中资银行整体估值的波动区间与外资银行差异不大，但基于 PB-ROE 的框架，能够看到在 ROE 接近的情况下，海外银行的估值会更高。

图表3 全球银行PB-ROE散点图(2019)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.3 个股估值比较: “龙头” 银行溢价呈现扩张趋势

从上市银行之间的估值比较来看, 能够发现 2015 年以来 A 股上市银行之间的估值差在明显加大, 以招行、宁波为代表的高 ROE “龙头” 银行的估值溢价持续提升。

图表4 招行估值溢价持续提升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 宁波银行估值溢价持续提升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、行业估值归因分析：是什么影响了银行股的涨跌？

2.1 银行股历史行情回溯——宏观经济是核心驱动因素

回溯 2005 年以来银行股的市场表现, 银行股既有绝对又有相对收益的趋势性行情大致出现了 5 次。以下我们从宏观经济环境、货币政策环境、行业基本面及事件驱动等多个方面对上述趋势性机会出现的时点和背后的原因进行分析。

图表6 2005 年以来银行股行情走势回溯



资料来源: WIND, 平安证券研究所

- **第一轮行情 (2005 年-2007 年):** 经济景气度上行; 货币政策紧缩; 银行股量、价、质同步改善; 权重股上市 (中行、工行) 催化。

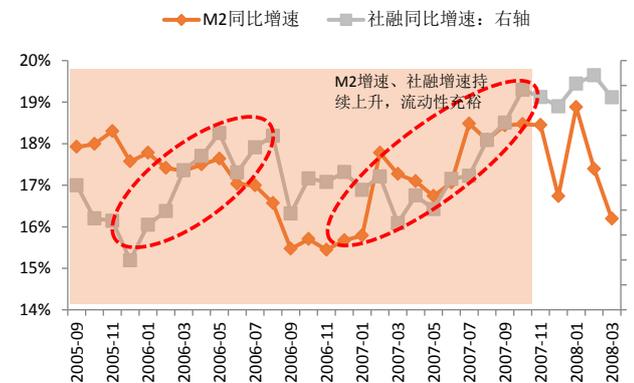
宏观层面: 2005 年, GDP 持续保持增长态势, PMI 持续提升。2006 年到 2007 年央行 8 次加息, 但货币周转速度的提升使得流动性环境依旧较为宽松, M2 增速和社融增速维持在高位。

图表7 银行股上行过程中 GDP 增速处于上行通道



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表8 M2 和社融增速持续上行

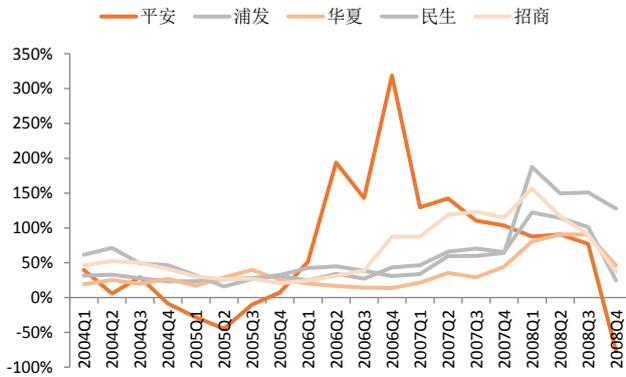


资料来源: WIND, 平安证券研究所

行业基本面：受益于经济景气度上行、央行持续加息以及充足的市场流动性，银行股量价质齐升，净利润增速持续提高。

催化剂：2006年7月5日和2006年10月27日中行和工行分别上市，进一步催化了板块行情。

图表9 05-07年上市银行净利润增速表现强劲



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表10 工行上市后带动板块估值提升

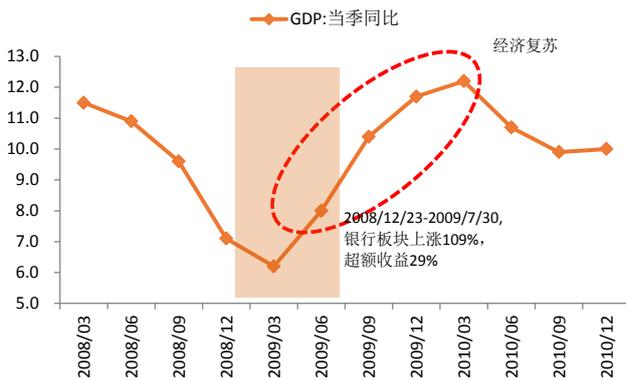


资料来源：WIND，平安证券研究所

■ **第二轮行情 (2008年底-2009年上半年)：**2008年底4万亿刺激计划出台改善经济预期；货币政策宽松；银行盈利反弹。

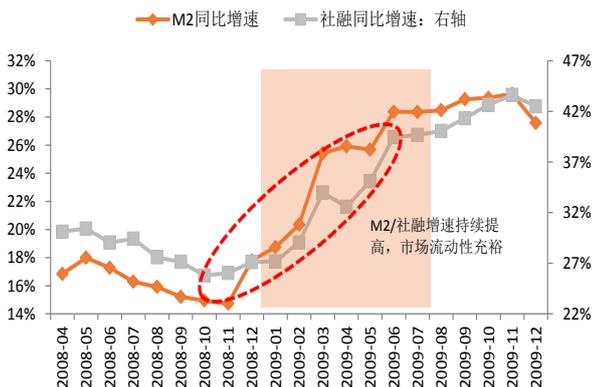
宏观层面：08年次贷危机后，国内经济面临持续下行的风险，为了刺激经济增长，08年11月政府推出了4万亿经济刺激计划，并且央行在9月到12月5次降息、5次降准，在宽松货币政策的大环境下，M2增速和社融大幅增长，市场流动性充裕。在4万亿以及宽松货币政策的刺激下，2009年经济触底反弹。

图表11 银行股上行过程中GDP增速处于上行通道



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表12 09年M2及社融持续快增

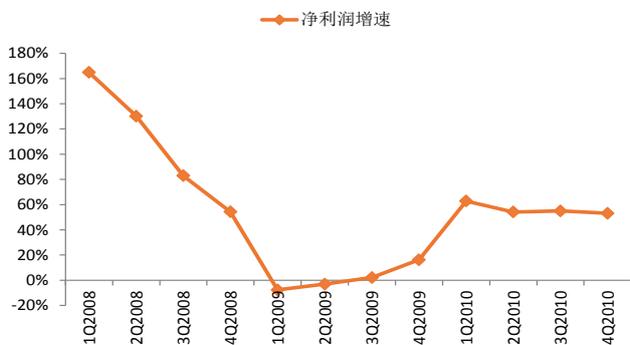


资料来源：WIND，平安证券研究所

行业基本面：09年1季度央行巨量投放信贷（共投放4.58万亿，同比增244%），5-6月份的信贷投放持续超预期（共投放2.19万亿，同比增237%），推动银行资产规模快增。息差结束下行，推动盈利增速底开高走。

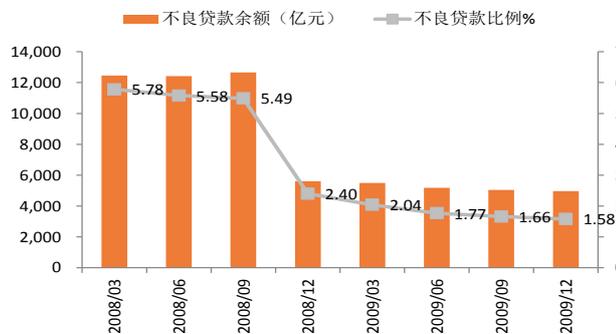
资产质量方面，08年开始银行改制推进，不良资产处置核销力度加大，四大 AMC 批量承接银行剥离的不良资产，使得行业不良率由 2008 年第三季度的 5.49% 下降到四季度末的 2.40%，2009 年受益于经济好转，商业银行不良率处于下行通道。

图表13 09年上市银行净利润增速反弹



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表14 08年4季度开始银行不良率明显改善



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ **第三轮行情 (2012年底-2013年初)**: 宏观经济 12 年下半年企稳回升; 货币政策由紧缩转向宽松; 银行下半年业绩超预期; QFII+RQFII 放开, 催化外部增量资金入场。

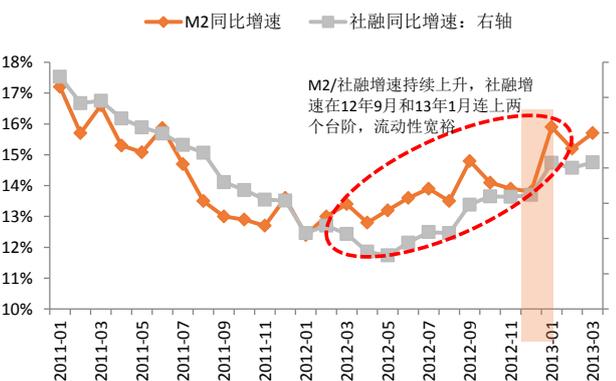
宏观层面: 2012 年 4-7 月央行 2 次降息、2 次降准, 货币政策由紧缩转向宽松, 社融增速在年中见底, 10 月 PMI 指数重新站上枯荣线上方并持续上升, 2012 年 4 季度 GDP 增速小幅反弹, 宏观指标释放出经济企稳信号。2012 年 10 月十八大召开领导人换届, 提振市场对于经济增长的信心。

图表15 单季度 GDP 增速超预期



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表16 M2 及社融增速自 12 年下半年开始回升



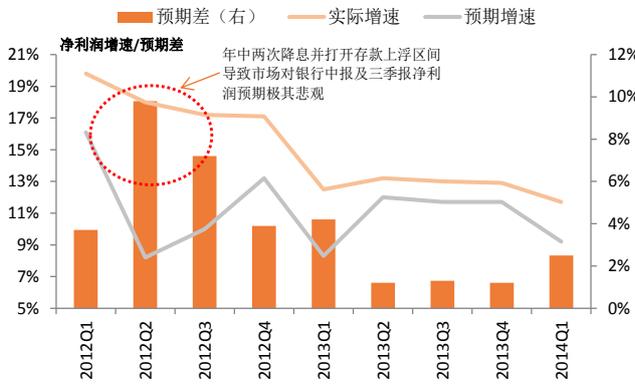
资料来源：WIND，平安证券研究所

基本面: 2012 年银行业的净利润实际增速仍维持在 17% 的高位水平, 这相比市场预期 10% 的净利润明显要高得多。主要原因在于 2012 年年中两次降息叠加利率市场化加速预期, 使得当时市场对银行股当年的净利润增速持非常悲观的预期状态。

催化剂: 2012 年年底外资入场并带动公募基金加仓银行。12 月底外资大举进入股市, 第四季度 RQFII+QFII 发放额度共 346 亿美元, 增量资金带动银行板块补涨, 引来大量场内存量资金增加对银

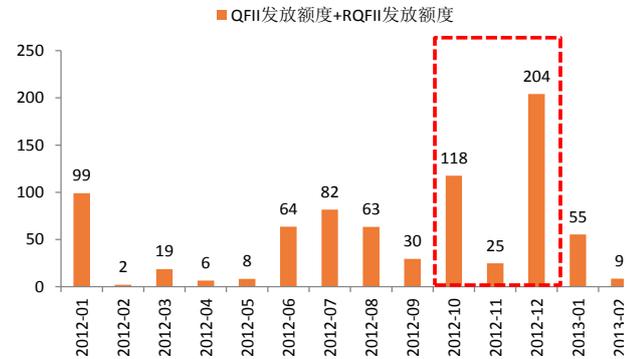
行的配置，2014年第四季度和2013年第一季度公募基金持银行股仓位分别达5.8%和5.0%的阶段性高位。

图表17 12年4季度上市银行净利润增速超预期



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表18 2012年12月RQFII和QFII投放额度增加

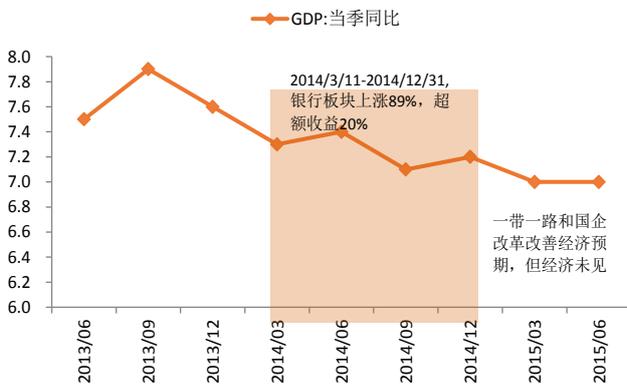


资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 第四轮行情 (2014年3月-12月): “一带一路”及国企改革双引擎改善经济预期; 货币政策转向宽松; 同业监管落地银行基本面筑底; 沪港通开启催化资金入场。

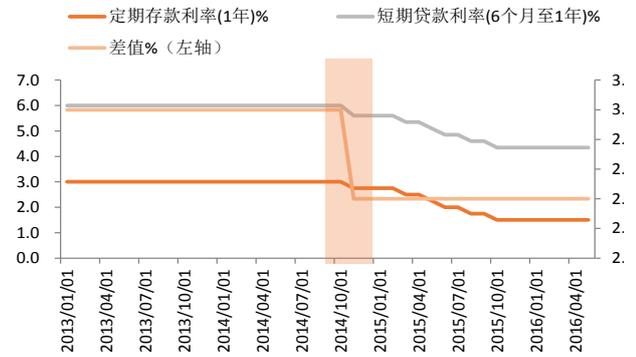
宏观层面: 2014年宏观经济数据并未有明显改善, 处于下行通道。下半年“一带一路”和国企改革战略推进改善经济预期, 2季度M2增速和社融增速回升, 4季度降息降准推动新一轮的货币放松周期。

图表19 GDP增速未出现改善



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表20 14年底央行降息开启货币宽松周期



资料来源: WIND, 平安证券研究所

基本面:

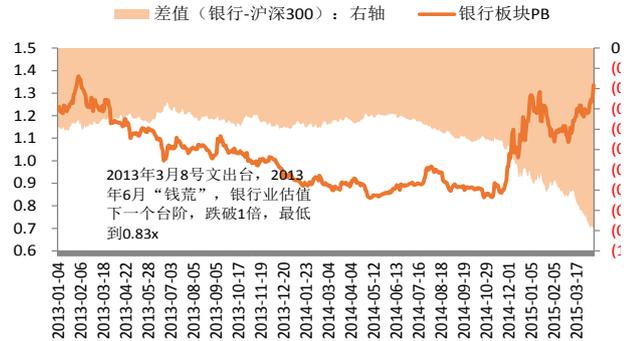
14年以来银行股净利润增速加速下行, 14年全年净利润增速降到个位数, 主要受资产规模扩张速度放缓和不良加速暴露的拖累。市场对于资产质量预期悲观, 14年的行情启动并没有基本面改善的基础, 但需要注意的是13年以来, 市场对银行同业业务监管趋严的预期十分强烈, 叠加地方债务问题使得市场对于行业的基本面预期十分悲观, 而14年上半年随着同业127号文落地, 市场担忧逐步解除, 而年底新一轮宽松周期的开始使得市场对行业基本面的悲观预期修复。

图表21 14年银行业净利润增速并未出现改善



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表22 银行板块估值在历史绝对底部

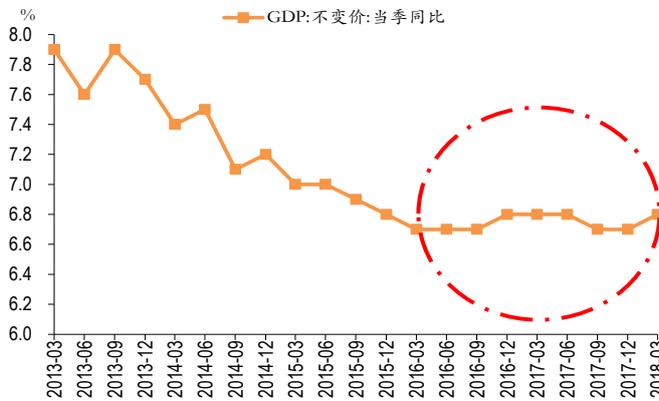


资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ **第五轮行情 (2016年5月-2018年2月):** 国内经济修复上行; 货币政策趋紧; 银行资产质量压力和盈利增长同步改善; MSCI、富时等指数修订带动外资流入催化。

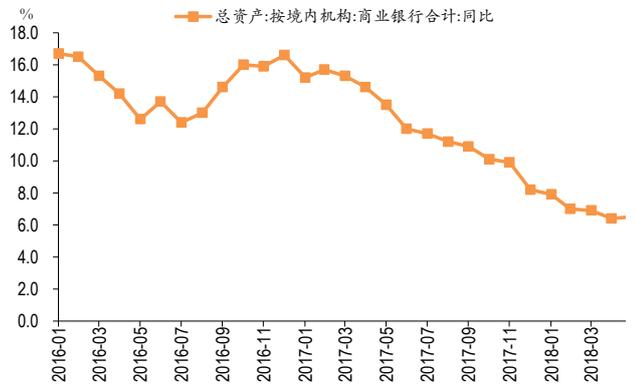
宏观层面: 2016年随着国内供给侧改革的不断推进, 国内经济出现拐点, 2016年2季度以来 GDP 增速企稳向好, PMI 指数基本保持在荣枯线上方。货币政策趋紧, 金融开启强监管周期。

图表23 GDP 增速企稳回升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表24 银行资产规模增速持续下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

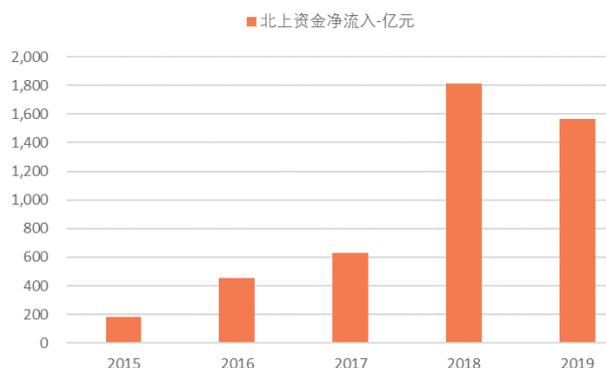
基本面: 随着金融去杠杆政策的陆续出台、MPA 考核的升级, 行业规模扩张速度放缓, 行业整体规模增速继续回落, 尽管如此, 在行业息差走阔 (受益于资产端定价能力的提升、资产负债端结构的调整) 以及国内经济企稳行业资产质量改善减轻拨备压力背景下, 行业整体净利润增速提升。

图表25 16-17年银行业净利润增速回升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表26 北上资金16年开始流入加快



资料来源: WIND, 平安证券研究所

催化剂: MSCI、富时等指数修订相继修订, 上调 A 股纳入权重, 带动外资流入催化。

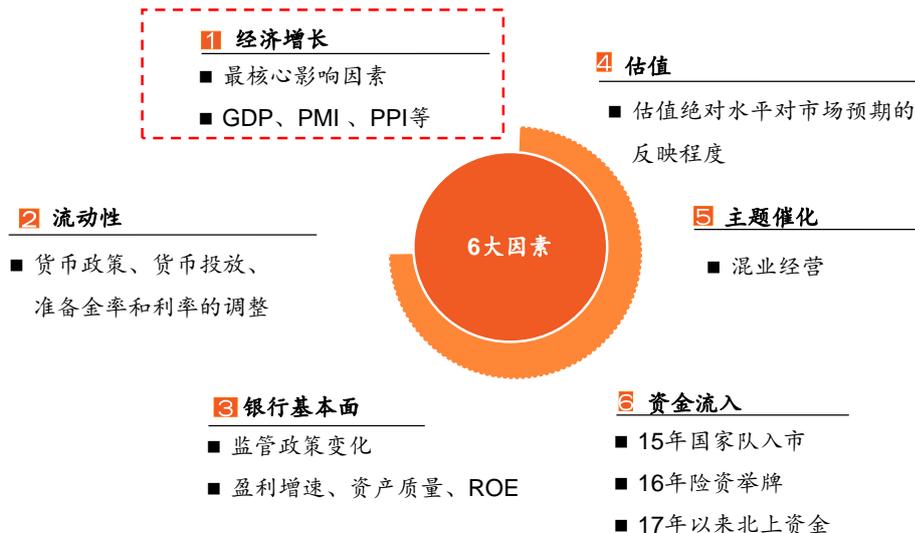
■ 小结

通过对于过去几轮板块上涨行情的分析能够看到, 宏观经济是对银行估值产生影响的最核心因素, 银行股的本质是周期股, 历史上除了 14 年牛市主要由流动性的宽松推动, 其余都与经济走势强相关。这也很好解释了银行股的估值为什么从 07 年之后就长期下行, 主要还是受到国内经济增速放缓的影响。

除了经济因素外, 其他因素可能会带来阶段性扰动, 但不改变趋势, 主要包括:

流动性环境、业绩表现、监管政策 (利率市场化、13 年表外监管、17 年金融供给侧改革)、增量资金入市 (外资的入市、国家队、16 年举牌因素) 等等。

图表27 银行股驱动因素



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.2 市场参与主体的结构和行为的影响同样不容忽视

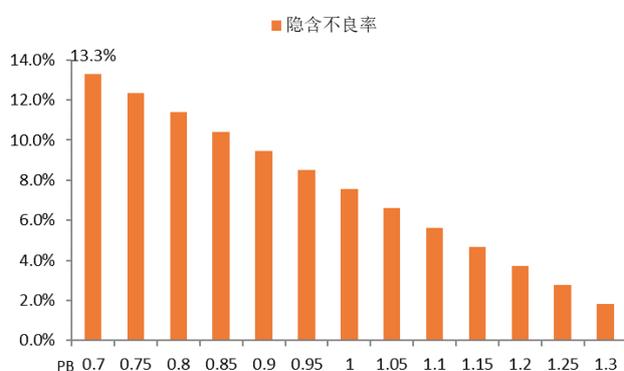
通过上一小结的分析能够看到，宏观经济走势的变化是影响银行板块走势和估值波动的核心因素，从而能够帮助我们判断行业的投资机会。但我们也发现并不是所有的问题都能够用经济及基本面的变化来解释，诸如：

1) 基本面并不能完全解释 A 股银行长期破净的问题。

由于资产质量一直以来是投资者最为关注的指标，因此我们经常用估值隐含的不良率来观察资本市场对于银行资产质量的担忧程度。从目前对应 0.7x 左右的 PB 来看，背后所对应的估值隐含不良率大约在 13% 左右，大幅超出行业真实的不良水平。客观来看，我们也并不认为国内大部分银行的资产质量都已经到了侵蚀净资产的程度。但由于行业估值在过去 5 年中的大部分时间内都低于 1 倍 pb，因此我们认为仅从基本面出发，通过宏观经济的变化来解释银行的低估值是不够的。

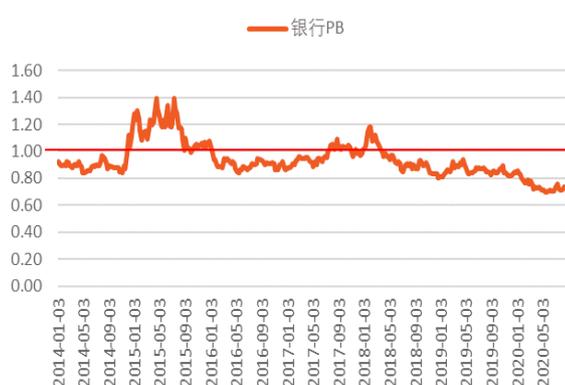
2) 基本面并不能完全解释对于盈利能力接近的银行，海外银行的估值普遍高于 A 股的问题。

图表28 A 股银行估值隐含不良率



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表29 银行静态 PB 自 14 年后很少回到 1 倍 PB 以上



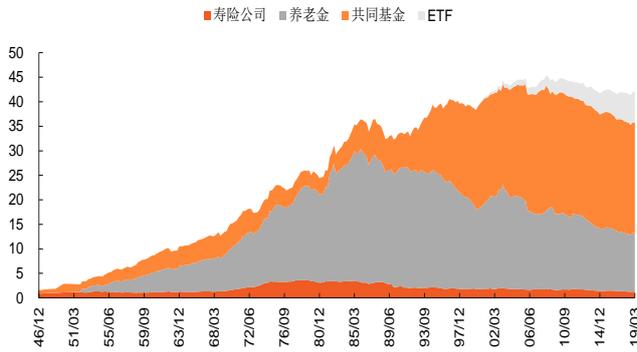
资料来源：WIND，平安证券研究所

诸如上述问题让我们觉得除了来自基本面因素的影响外，还存在着其他一些影响因素。其中市场参与主体结构和主体行为的不同可能显得尤其突出。相比海外发达国家的股市几百年的发展历程，A 股成立至今不过 30 年，其中包括市场参与者结构、投资者的成熟程度等很多方面都与海外市场有着很大的差异，这一程度会从配置层面对银行股带来影响。

■ A 股市场的投资者结构仍以散户为主

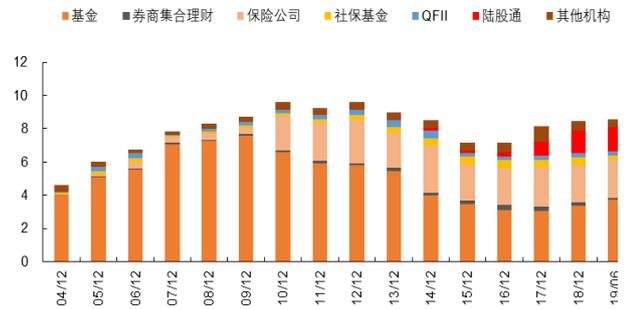
A 股市场投资者结构目前仍以散户为主，真正意义上的长期资金占比仍然较低。比较中美之间的投资者结构，根据 2019 年的统计，国内以基金、险资、养老金为代表的机构资金占股票市场市值的比重不到 10%（其中公募基金的占比最高，达到 3.7%），而美国同类机构投资者的持股规模在 44%。考虑到大部分散户更多追求短期回报，投资风格更偏好高弹性的股票，而业绩增长稳定，但绝对增速较低的银行股的吸引力不足。

图表30 美国机构投资者持股比例



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表31 国内机构投资者持股比例



资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 公募基金受制于考核制度，很难成为银行股长期稳定的投资者

公募基金是目前国内重要的机构投资者主体，但受限於目前定期相对排名的考核机制，大部分基金经理的股票配置需要考虑短期市场风格的变化，很难长期持有银行股。我们通过对全市场的主动管理型基金进行分析发现，在全市场约 1500 个主动管理基金中，在前十大重仓股中持续持有银行股 3 年的基金数量占比仅 14%，持有 5 年的仅 4%。从基金持仓的变化也能够看到，今年受到疫情影响，主动管理的公募基金对于银行股的配置比例来到历史绝对低位，明显低于银行股标配的比重。

图表32 持有银行股超过5年期以上的公募基金产品

基金名称	基金经理	银行持仓占比	基金规模-亿元	基金名称	基金经理	银行持仓占比	基金规模-亿元
工银瑞信金融地产	鄢耀,王君正	34%	43	工银瑞信美丽城镇主题	王君正	7.9%	6
国富弹性市值	赵晓东	16%	40	南方策略优化	肖勇	7.9%	6
华夏蓝筹核心	王怡欢	14%	37	华安宏利	王春	7.8%	27
上投摩根大盘蓝筹	朱晓龙	14%	3	博时主题行业	王俊,金晟哲	7.8%	96
上银新兴价值成长	赵治焯	14%	3	南方稳健成长	应帅	6.3%	23
汇丰晋信大盘A	严瑾,黄立华	14%	26	南方稳健成长2号	应帅	6.3%	20
工银瑞信大盘蓝筹	王筱苓	13%	4	长盛成长价值	冯雨生	6.1%	3
申万菱信新动力	周小波	13%	11	汇添富成长焦点	雷鸣	6.0%	95
南方成份精选A	黄春逢,张原	13%	47	光大国企改革主题	董伟炜	5.5%	9
嘉实研究阿尔法	张露	12%	4	中银动态策略	王帅	5.4%	7
中银持续增长A	钱亚风云	12%	18	华夏红利	王怡欢	5.2%	79
工银瑞信新金融	鄢耀	11%	6	富国天合稳健优选	张啸伟	5.2%	29
安信价值精选	陈一峰	11%	31	长信金利趋势	高远	4.9%	19
光大银发商机主题	陈栋	11%	2	浙商聚潮新思维	陈鹏辉	4.7%	6
工银瑞信消费服务	王筱苓	11%	6	富国天惠精选成长A	朱少醒	4.4%	132
东方核心动力	盛泽	11%	2	华夏行业精选	王劲松	4.4%	28
汇添富价值精选A	劳杰男	11%	147	长信银利精选	高远	4.1%	7
工银瑞信核心价值A	何肖颖	10%	45	华泰柏瑞盛世中国	牛勇	4.0%	16
汇丰晋信双核策略A	是星涛	10%	5	华夏收入	郑煜	3.8%	26
浙商聚潮产业成长	贾腾	10%	2	泰达宏利市值优选	庄鹏飞	3.6%	11
中欧价值发现A	曹名长,董小康,沈悦	10%	19	诺安中小盘精选	韩冬燕	3.4%	5
光大核心	翟云飞,金昉毅	10%	36	大成策略回报	徐彦	1.8%	10
银河蓝筹精选	袁曦	9%	9	银华内需精选	刘辉	1.7%	47
大成核心双动力	张钟玉,苏秉毅	9%	2	交银阿尔法	何帅	1.3%	99
前海开源股息率100强	邱杰	8%	4	华安物联网主题	翁启森	1.0%	10

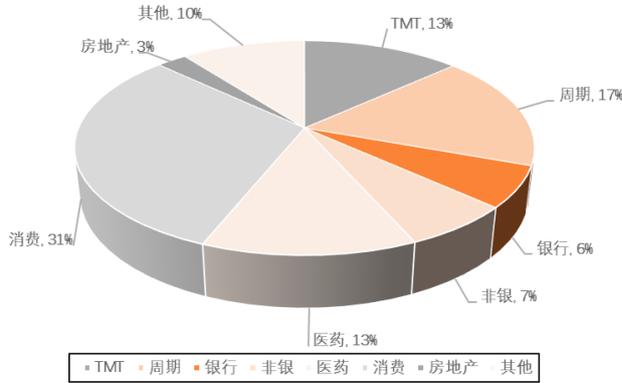
资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 外资对金融股偏好更强，关注长期投资者结构的变化

相比于国内机构,外资对于金融股的偏好更强。我们从北上资金对于金融股的配置比例能够观察到,明显超过国内公募基金,已经几乎接近标配。这可能与境外资金风格偏好行业龙头,即大市值、高

流动性、稳健 ROE 标的有关。我们认为从长期来看，以外资、养老金及险资为代表的长线资金与银行股低波动、经营稳健、高 ROE、高股息的特点相匹配，是长期配置银行的重要力量。

图表33 外资对于金融股的配置比重明显高于国内



资料来源: WIND, 平安证券研究所

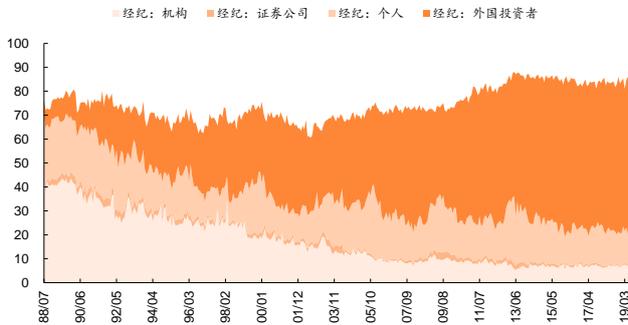
图表34 主动管理基金银行配置降至历史低位



资料来源: WIND, 平安证券研究所

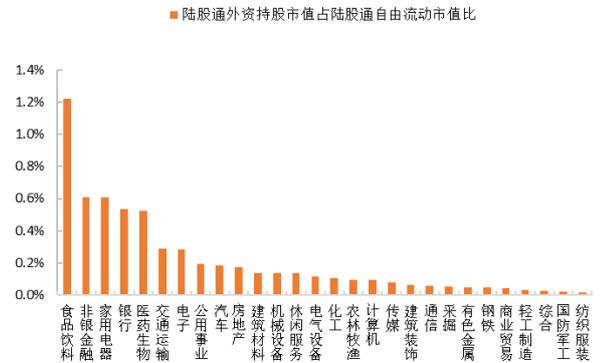
参考海外经验，外资未来投资 A 股的规模有望进一步扩大。以东亚其他市场为例，日本股市外资占从 0% 提升至 20% (成交占比超 40%)，香港股市则一直是外资机构交易最为活跃 (成交占比超 35%)，中国台湾和韩国股市的对外开放促使外资逐渐成为股市定价的重要力量 (外资持股占比超 25%)。

图表35 日本各类投资者主板成交规模占比 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

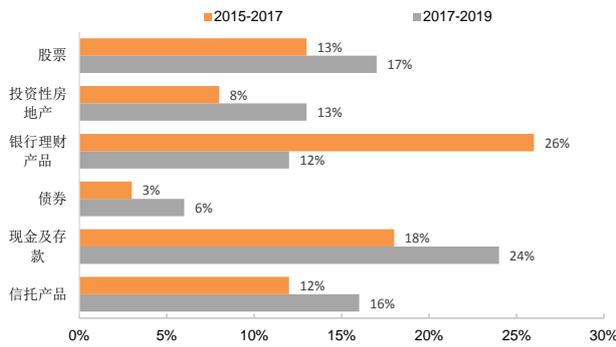
图表36 外资偏好金融、消费板块



资料来源: WIND, 平安证券研究所

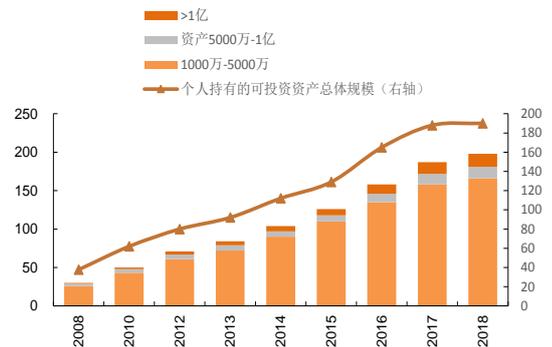
同时，展望未来，国内人口结构变化下的居民以及机构的财富配置需求，房地产资产配置价值有限。同时，金融监管环境改善，大资管时代到来，灰色业务高收益不再。以银行理财子公司为代表机构投资者对于权益资产的配置力度将会有明显提升。考虑到理财子自身负债端的风险偏好，相对低风险且具有中长期稳健回报的银行股会存在配置吸引力。

图表37 股票和银行理财产品配置比例变化较大



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表38 高净值人群人数(万人)和资产规模(万亿元)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

三、 个股估值归因分析: 寻找估值溢价的来源

3.1 哪些银行享有估值溢价?

过去 10 年上市银行个股间的估值分化是在不断扩大的, 我们对于上市时间超过 5 年的银行的回溯能够看到, 从 14 年以来, 只有招行、宁波、平安等少部分银行的估值是提升的, 其他大部分银行都在降估值。我们判断这样的趋势在未来大概率会延续, 只有少部分银行享有估值溢价。

图表39 A 股银行板块过去 10 年的估值变化

估值	大行					股份行								城商行			行业
	工行	建行	中行	农行	交行	招商	中信	民生	兴业	浦发	光大	华夏	平安	北京	南京	宁波	
历史估值变化情况																	
2010	1.85	1.68	1.44	1.65	1.43	2.08	1.76	1.34	1.62	1.47	2.01	1.59	1.71	1.67	1.59	2.30	1.67
2011	1.64	1.47	1.17	1.37	1.08	1.66	1.13	1.28	1.26	1.13	1.28	1.26	1.15	1.20	1.35	1.48	1.38
2012	1.33	1.25	1.02	1.23	0.98	1.46	1.01	1.41	1.28	1.05	1.10	0.98	0.98	1.13	1.14	1.39	1.19
2013	1.02	0.99	0.84	0.97	0.71	1.01	0.81	1.15	0.97	0.88	0.81	0.89	1.01	0.84	0.90	1.05	0.94
2014.05	0.89	0.87	0.75	0.86	0.63	0.88	0.89	1.03	0.88	0.84	0.69	0.82	0.90	0.79	0.82	0.96	0.84
2014	1.20	1.40	1.16	1.26	1.11	1.39	1.52	1.58	1.34	1.27	1.32	1.25	1.43	1.26	1.42	1.57	1.28
2015	0.99	1.06	1.02	0.96	0.95	1.30	1.15	1.20	1.18	1.26	1.01	1.16	1.09	1.24	1.35	1.58	1.05
2016	0.84	0.88	0.79	0.82	0.77	1.12	0.92	1.01	0.97	1.06	0.84	0.90	0.88	1.20	1.27	1.43	0.87
2017	1.10	1.15	0.85	0.94	0.77	1.67	0.84	0.85	0.92	0.95	0.81	0.81	1.15	0.97	1.17	1.85	1.01
2018	0.86	0.86	0.72	0.81	0.69	1.29	0.69	0.62	0.72	0.68	0.70	0.59	0.75	0.70	0.85	1.38	0.81
2019	0.87	0.88	0.67	0.76	0.62	1.70	0.70	0.62	0.87	0.75	0.75	0.58	1.20	0.64	1.00	1.91	0.87
最新	0.88	0.89	0.67	0.76	0.63	1.77	0.70	0.63	0.88	0.77	0.75	0.59	1.24	0.65	1.00	1.99	0.72
变动-过去10年	-52%	-47%	-53%	-54%	-56%	-15%	-60%	-53%	-46%	-48%	-63%	-63%	-27%	-61%	-37%	-14%	-57%
变动-最新 vs 14	-1%	2%	-10%	-12%	0%	100%	-21%	-39%	1%	-8%	8%	-29%	39%	-17%	22%	107%	-14%
个股估值较行业平均的折溢价情况																	
2010	11%	1%	-14%	-1%	-14%	25%	5%	-20%	-3%	-12%	20%	-4%	3%	0%	-4%	38%	0%
2011	19%	7%	-15%	0%	-22%	21%	-18%	-7%	-8%	-18%	-7%	-8%	-17%	-13%	-2%	8%	0%
2012	12%	4%	-15%	3%	-18%	23%	-16%	18%	7%	-12%	-8%	-18%	-18%	-5%	-5%	17%	0%
2013	9%	6%	-11%	3%	-25%	8%	-14%	22%	4%	-6%	-13%	-5%	8%	-10%	-4%	12%	0%
2014.05	6%	4%	-11%	3%	-25%	5%	6%	22%	4%	0%	-17%	-2%	7%	-6%	-2%	14%	0%
2014	-7%	10%	-10%	-2%	-14%	8%	19%	24%	5%	-1%	3%	-3%	11%	-2%	11%	22%	0%
2015	-6%	1%	-3%	-9%	-10%	23%	9%	14%	12%	20%	-4%	10%	4%	17%	28%	50%	0%
2016	-3%	1%	-10%	-6%	-11%	29%	5%	17%	11%	22%	-4%	4%	1%	38%	16%	64%	0%
2017	9%	13%	-17%	-7%	-24%	65%	-17%	-16%	-9%	-6%	-20%	14%	-4%	15%	82%	0%	
2018	7%	7%	-11%	0%	-15%	60%	-15%	-23%	-11%	-17%	-14%	-27%	-8%	4%	70%	0%	
2019	1%	2%	-23%	-12%	-29%	96%	-19%	-28%	1%	-13%	-13%	-33%	39%	15%	121%	0%	
最新	23%	24%	-6%	6%	-13%	146%	-2%	-12%	23%	7%	5%	-18%	73%	-9%	10%	177%	0%

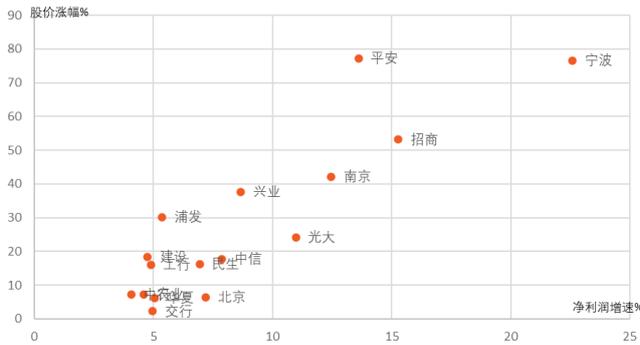
资料来源: WIND, 平安证券研究所

3.2 寻找估值溢价的来源——从财务维度到经营维度

■ 强劲的财务报表——持续优于同业的盈利能力

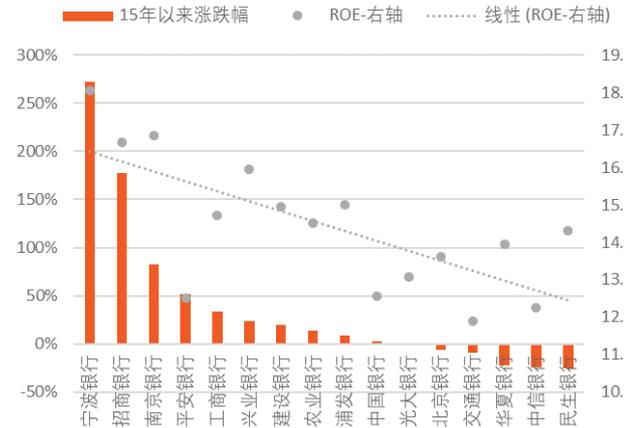
短期的股价表现一定程度能够归因于短期的成长性，但如果想要在长期跑赢市场，持续稳定的盈利能力更为重要。对比白酒中的茅台，能够看到，招行和宁波在过去 5 年的 ROE 处于行业领先水平，我们认为这是其长期跑赢市场并获取估值溢价的主要原因。

图表40 短期股价表现对业绩增速会有反映



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表41 长期股价表现与 ROE 基本匹配



资料来源：WIND，平安证券研究所

需要强调的是，我们认为市场给予估值溢价的公司所具备的不仅仅是能够短期实现高 ROE 的能力，而是长期实现持续稳定高 ROE 的能力。

图表42 上市银行 ROE 拆分-2019

杜邦分解-上市银行	工行	建行	中行	农行	交行	招行	中信	民生	兴业	浦发	光大	华夏	平安	北京	南京	宁波	常熟	行业
利息收入/Δ	3.5%	3.6%	3.4%	3.6%	3.8%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	4.3%	4.0%	4.5%	4.9%	4.3%	4.5%	4.0%	5.5%	3.8%
利息支出/Δ	-1.4%	-1.4%	-1.6%	-1.4%	-2.3%	-1.7%	-2.2%	-2.7%	-2.7%	-2.5%	-2.5%	-2.5%	-2.6%	-2.5%	-2.7%	-2.2%	-2.3%	-1.8%
利息净收入/Δ	2.1%	2.1%	1.8%	2.2%	1.4%	2.5%	1.8%	1.3%	1.5%	1.8%	1.4%	2.0%	2.2%	1.9%	1.8%	1.8%	3.3%	1.9%
手续费及佣金收入/Δ	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.9%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%	0.5%	0.2%	0.5%
其他非息收入/Δ	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.3%	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%
业务及管理费/Δ	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.9%	-0.7%	-1.2%	-0.9%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-1.1%	-0.6%	-0.7%	-0.9%	-1.4%	-0.8%
资产减值损失/Δ	-0.6%	-0.7%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.9%	-1.0%	-0.8%	-0.7%	-1.0%	-0.8%	-0.8%	-1.4%	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-1.1%	-0.7%
ROA	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	1.2%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
权益乘数 (平均)	12.55	12.61	14.00	14.87	14.86	13.70	15.32	15.27	15.80	14.84	15.19	15.03	15.79	14.78	19.01	20.36	14.14	14.08
ROE	13.9%	14.2%	12.4%	13.8%	11.8%	16.9%	11.6%	12.9%	14.6%	13.4%	12.1%	12.1%	11.8%	12.1%	17.7%	21.2%	13.4%	13.5%

资料来源：WIND，平安证券研究所

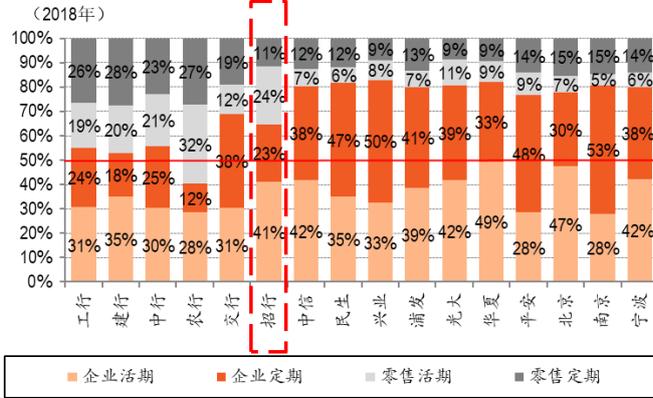
■ 强劲的财务报表背后反映的企业经营能力是机构投资者更为关注的

以招商银行为例，市场给予其估值溢价不仅仅因为过去几年招行的财务数据优于同业，更多是对于招行长期经营能力和战略方向的认可。我们从以下一些维度来举例说明：

1) 招行的活期存款占比是所有银行中最高的。负债成本，尤其是存款成本是银行经营中最大的成本支出。招行的低成本负债（活期存款）占比是所有上市银行中最高的。招行作为一家股份制银行，在经营网点和对公客户资源上相较于大行并不占优，但却能够表现出更优的揽储能力。

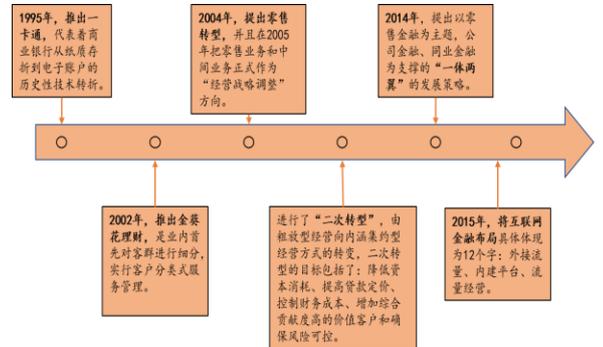
2) 招行具有很强的战略定力。招行坚实的零售基础，与其对零售业务前瞻性的判断和领先布局紧密相关。2004年，招行明确将零售银行业务视为战略重点，开始大力发展零售业务。

图表43 招行的活期存款占比是所有银行中最高的



资料来源: WIND, 平安证券研究所

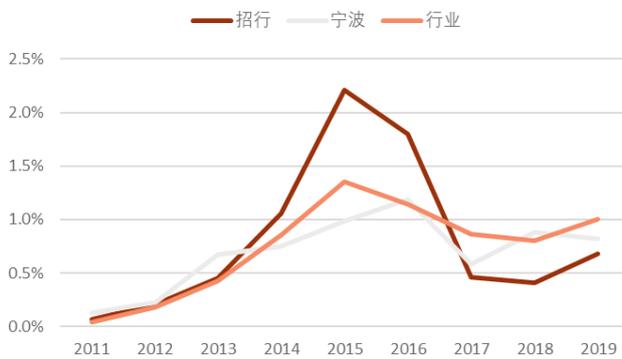
图表44 招行战略变化



资料来源: WIND, 平安证券研究所

3) 资产质量稳定且优于同业。由于银行高杠杆经营的特点，使得资产质量成为了银行的生命线，稳定的资产质量背后体现的是一家银行稳健经营的能力。

图表45 招行和宁波过去5年不良生成率优于行业



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表46 招行和宁波不良率优于同业



资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 稳定的管理层是稳健经营的基础

市场对于管理层的稳定性同样有很高的关注度，结合上市银行的情况也能够看到，管理层经常发生变动的银行很难获得超越行业的股价表现。

图表 47 A 股主要上市银行管理层变动情况

上市银行	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	变更次数	过去10年股价涨幅
工商银行				行长变更			行长变更					2	58%
建设银行						行长变更				行长变更		2	75%
中国银行					行长变更				行长变更			3	33%
农业银行							行长变更			行长变更	行长变更	3	93%
交通银行				行长变更					行长变更		行长变更	3	-9%
招商银行				行长变更								1	230%
兴业银行							行长变更					1	68%
浦发银行			行长变更			行长变更				行长变更		3	59%
中信银行			行长变更		行长变更		行长变更			行长变更		4	-7%
平安银行			行长变更				行长变更					2	95%
光大银行					行长变更		行长变更			行长变更	行长变更	4	55%
民生银行							行长变更					1	72%
华夏银行									行长变更			1	29%
北京银行				行长变更					行长变更			2	-13%
南京银行				行长变更				行长变更			行长变更	3	126%
宁波银行		行长变更										1	281%

资料来源：WIND，平安证券研究所

四、 投资建议

当前时点，我们认为银行板块兼具绝对收益和相对收益配置价值，核心逻辑如下：1) 中报靴子落地使得对银行业绩的负面预期出清，后续核心影响因素转移到疫情后国内经济的修复；2) 行业估值对应 20 年 0.75xPB，位于历史底部区间，2 季度基金持仓数据反映银行股的持仓情况亦然，安全垫充分；3) 货币政策从宽松转向稳健，有利于后续银行息差预期的改善，从资金层面低估值板块也更为受益。个股方面，推荐 1) 以招行为代表的前期受盈利预期压制的优质股份行；2) 成长性突出的区域性银行：宁波、常熟。

五、 风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。今年以来受疫情冲击，监管当局采取了一系列金融支持政策帮扶企业，银行资产端利率显著下行。未来如若政策力度持续加大，利率下行将对银行的息差带来负面冲击。
- 3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。今年以来中美各领域的摩擦有所升级，叠加正值美国总统大选时期，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033