

预期修复下的估值再分化

——银行行业投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2020年10月28日

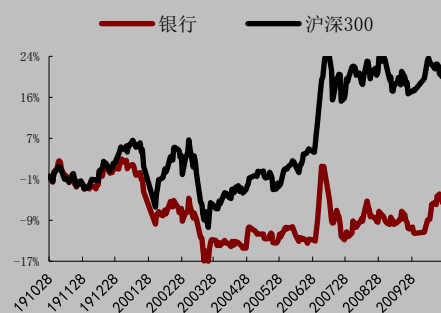
投资要点：

- **维持银行板块受宏观经济短期恢复预期带动下的资产负债表修复行情判断：**虽然三季度 GDP 增长数据弱于市场预期，但是从各项指标的结构看，仍处于复苏过程中，均有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。且三季度经济数据披露后，国内经济数据进入短期的真空期。从数据的角度看，明年一季度预计是 GDP 的同比高点。不过，短期信贷大幅扩张后，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后。在此之前，经济修复力度，将直接影响银行资产质量的预期。因此，银行资产质量压力，在未来一段时间内对银行板块仍将形成持续扰动。
- **预计资金利率短期将维持高位区间：**基于目前已经公布的各项数据预判，受贷款市场报价利率 (LPR) 下行、拨备计提力度加大等因素影响，2020 年银行板块整体业绩增速明显下行，或持续到明年一季度前后。当前的各项政策预期下，整个市场的流动性基本处于中性状态。结构性存款的压降已到尾声，相对而言股份行的压力较大。供给端，利率债的压力在 10 月以后开始明显下行。但是考虑未来两个月近 3.5 万亿的同业存单到期规模，部分银行负债端的压力不减，预计资金利率短期将维持高位区间。
- **投资策略：**当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力。部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。结合当前板块较低的估值，板块股息率在 4%-5% 之间，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行。
- **风险因素：**疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动，整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21PE	评级
工商银行	6.93	7.56	8.24	增持
招商银行	23.05	25.63	28.64	增持
宁波银行	15.19	17.14	19.83	增持
平安银行	14.07	15.12	16.53	增持

银行行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2020年10月26日

相关研究

万联证券研究所 20201025_上海银行季报点评
_AAA_资产质量表现符合市场预期

万联证券研究所 20201025_银行业周观点_AAA_资产质量好于市场预期

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

目录

1、当前银行板块的投资逻辑.....	3
2、短期经济复苏带动资产负债表修复.....	4
2.1 短期经济处于弱复苏趋势.....	4
2.2 板块估值低位，隐含较高的不良率.....	4
2.3 行业整体加大拨备计提力度.....	6
2.4 未来资产质量的展望预期.....	6
3、当前银行负债端压力基本处于高位.....	7
3.1 贷款高增派生较多存款.....	7
3.2 供给端压力以及监管规范，负债端压力持续存在.....	8
3.3 四季度部分压力或有所缓解.....	9
4、银行板块投资策略.....	12
4.1 当前银行板块的 PB 估值 0.74 倍.....	12
4.2 部分银行股息率已经超过 5%.....	12
4.3 银行板块的投资策略.....	13
5、风险提示.....	14
图表 1：实际 GDP 单季增速.....	4
图表 2：部分个股隐含的不良率.....	5
图表 3：银行资产质量变动趋势.....	5
图表 4：拨备覆盖率指标.....	6
图表 5：年度贷款核销规模.....	7
图表 6：存款增速将高位回落.....	7
图表 7：结构性存款短期大幅下滑.....	8
图表 8：同业存单的发行情况.....	8
图表 9：结构性存款结构变动.....	10
图表 10：各月新增政府债.....	11
图表 11：同业存单各月到期规模.....	11
图表 12：宏观杠杆率.....	12
图表 13：银行板块 PB 估值.....	12
图表 14：部分银行股息率.....	13

1、当前银行板块的投资逻辑

今年二季度以来，国内经济逐步复苏，各项宏观经济指标明显好转。二季度 GDP 同比增速 3.2%，三季度同比增速 4.9%。虽然三季度 GDP 增长数据弱于市场预期，但是从各项指标的结构看，仍处于复苏过程中，均有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。

且三季度经济数据披露后，国内经济数据进入短期的真空期。从数据的角度看，明年一季度预计是 GDP 的同比高点。如果考虑新冠疫苗的投产情况，我们预计明年经济整体处于恢复期。

不过，短期信贷大幅扩张后，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后。在此之前，经济修复力度，将直接影响银行资产质量的预期。因此，银行资产质量压力，在未来一段时间内对银行板块仍将形成持续扰动。

基于目前已经公布的各项数据预判，受贷款市场报价利率(LPR)下行、拨备计提力度加大等因素影响，2020年银行板块整体业绩增速明显下行，或持续到明年一季度前后。

当前的各项政策预期下，整个市场的流动性基本处于中性状态。结构性存款的压降已到尾声，相对而言股份行的压力较大。供给端，利率债的压力在10月以后开始明显下行。但是考虑未来两个月近3.5万亿的同业存单到期规模，部分银行负债端的压力不减，预计资金利率短期将维持高位区间。

当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力。不过，板块整体的估值修复仍很难出现。而部分风控良好的个股，穿越了过去 10 年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。

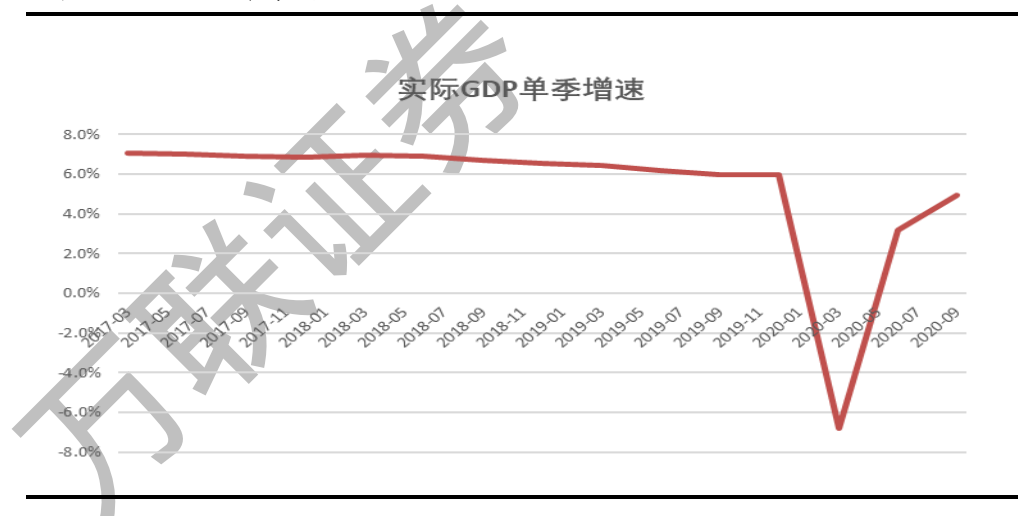
结合当前板块较低的估值，板块股息率在 4%-5%之间，部分个股股息率接近 6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行。

2、短期经济复苏带动资产负债表修复

2.1 短期经济处于弱复苏趋势

今年二季度以来，国内经济逐步复苏，各项宏观经济指标明显好转。二季度 GDP 同比增速 3.2%，三季度同比增速 4.9%。虽然三季度 GDP 增长数据弱于市场预期，但是从各项指标的结构看，仍处于复苏过程中。且，三季度经济数据披露后，国内经济数据进入短期的真空期。

图表1：实际GDP单季增速



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

短期国内外经济活动的逐步恢复，以及对新冠疫情产生的影响进一步了解和认识，有助于投资人对银行资产质量悲观预期的修复。从我们的市场调研数据，以及目前上市公司公布的数据看，各项贷款的资产质量数据均有所好转。不良生成率好于预期，逾期率数据也有所好转。

此外，市场普遍预期当前的弱复苏会持续到明年一季度前后。仅从数据的角度看，明年一季度预计是 GDP 的同比高点。如果考虑新冠疫苗的投产情况，我们预计明年经济整体处于恢复期。

2.2 板块估值低位，隐含较高的不良率

经济短期的大幅波动，就会对银行资产质量产生一定的影响。而为了支持疫情的防控，并稳定供给端，缓解企业短期现金流问题，央行推出了一系列的货币政策，在纾困短期流动性以及降低融资成本的角度均起到了积极作用。

不过短期大规模的扩张，或将带动短期宏观杠杆率快速上升，进一步加重投资人对银行的资产质量悲观预期。在此背景下，银行板块估值持续走低。当前部分低估值

个股隐含的平均不良率已经接近 11.3%。

图表 2：部分个股隐含的不良率

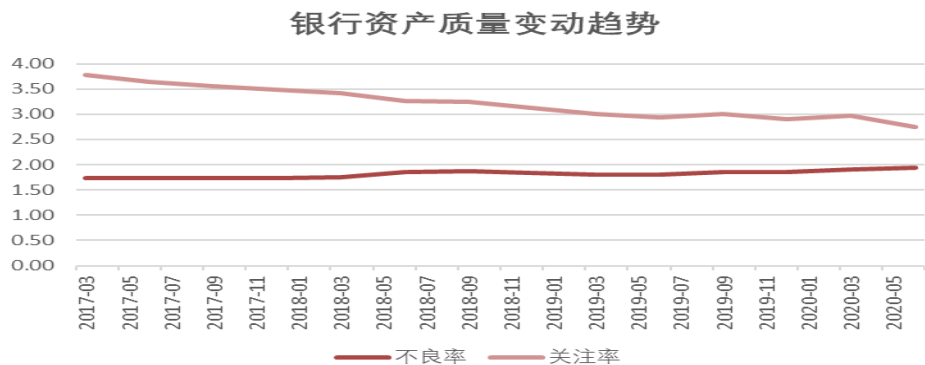


资料来源：公司公告，万联证券研究所

7月11日，银保监会答记者问上表示，我们必须做好不良贷款可能大幅反弹的应对准备继续加大处置力度。今年不良资产处置金额要在去年基础上合理增加，降低拨备覆盖率释放的资源必须全部用于处置不良。拓宽不良资产处置渠道。综合使用核销、清收、批量转让、债转股等手段，做到应核尽核，应处尽处。试点开展不良资产批量处置，总结经验后逐步推广。

监管层也表示，受新冠肺炎疫情等因素影响，银行业保险业信用风险有所上升。截至 6 月末，各机构报告的不良贷款余额和不良贷款率总体较年初有所上升。今年年初以来账面不良贷款余额虽然增加不明显，但由于经济下行在金融领域反映有一定时滞，加之宏观政策短期对冲效应等，违约风险暂时被延缓暴露，预计在今后一段时期不良贷款会陆续呈现和上升。

图表 3：银行资产质量变动趋势



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

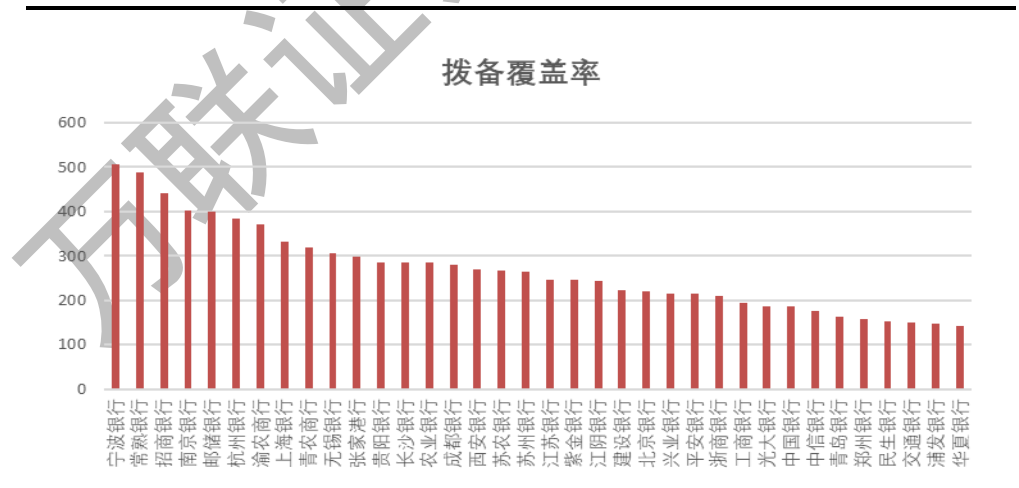
2.3 行业整体加大拨备计提力度

中报数据显示，上市银行不良率、不良贷款余额环比均小幅上升。不良核销转出率、不良生成率环比明显上行。前瞻指标，逾期贷款余额以及关注类贷款余额均上升。

信用成本方面，年化信用成本率 1.61%，较一季度高 13BPS。其中，股份行的年化信用成本率最高，达到 2.25%。不过从拨备覆盖率的角度看，2020 年中期的均值在 222%，较一季度下降 3.2 个百分点。其中，股份行的拨备覆盖率低于均值水平 15 个百分点。从风险覆盖的角度看，股份行相对较弱。

从目前公布三季度业绩报告的数据看，拨备计提力度仍在高位。并未因为数据的好转而降低拨备。拨备覆盖率也基本处于上升趋势。

图表 4：拨备覆盖率指标



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2.4 未来资产质量的展望预期

此前，我们预判虽然国内经济活动已经逐步恢复，而且国外的疫情也有好转，但是我们预计三季度资产质量还是会有一定的波动。另外，鉴于宽信用和宽货币的大环境，问题贷款余额有一定增长，不良率或小幅上行，上升的幅度可能低于市场预期。

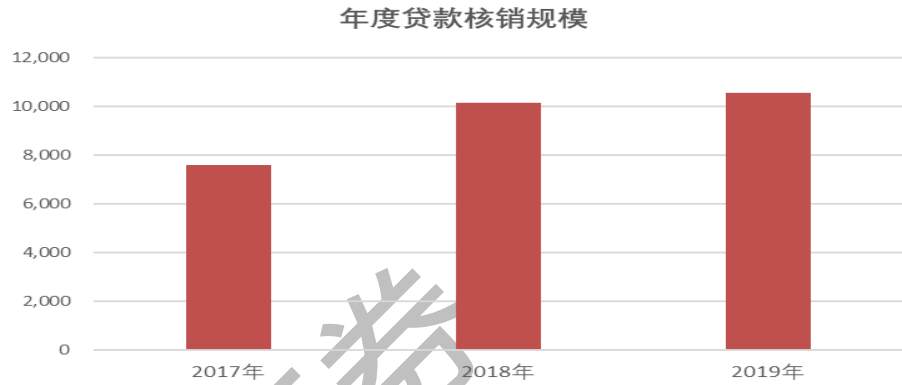
短期信贷大幅扩张后，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后。在此之前，经济修复力度，将直接影响银行资产质量预期。因此，银行资产质量压力，在未来一段时间内对银行板块仍将形成持续扰动。

由于信用风险暴露的滞后性，2019年末暴雷的企业又多为大企业，预计2020年银行板块整体的不良生成率、不良率等指标均会趋势性上升。

综合考虑这些因素，我们认为今年银行业会加大问题资产的整体处理力度，核销金额较2019年大幅上升。从过去三年的不良贷款核销数据看，持续上升趋势，2019年累计贷款核销规模1.06万亿，略高于2018年。2020年，考虑到疫情防控过程中对银行

资产质量的影响，以及市场出清的尾部风险，预计整个2020年核销力度将加大，总规模上行1000-1500亿元左右。

图表5：年度贷款核销规模



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

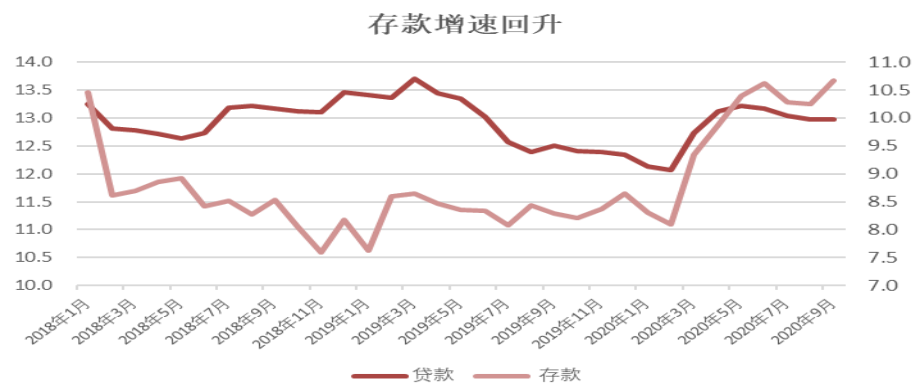
3、当前银行负债端压力基本处于高位

7月以来，受供求关系的影响，融资利率持续上行。截至10月23日，银行同业存单发行利率均值已回升至3.09%的较高水平。我们预判11月前后，银行负债端的压力略有缓解。

3.1 贷款高增派生较多存款

今年以来商业银行存款增长较快，截至2020年9月末存款增速达到10.67%。存款的高增，主要是在宽松货币政策下，短期信贷的大量投放，截至9月增速达到12.97%，从而派生较多存款。

图表6：存款增速将高位回落



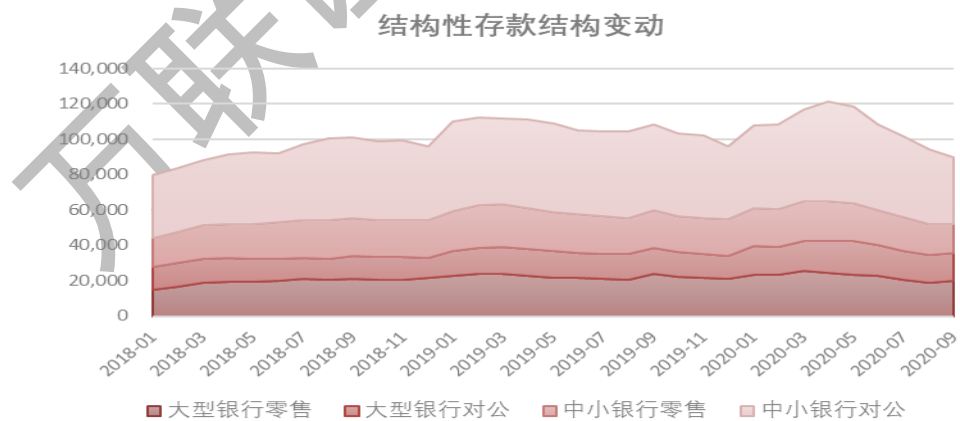
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

3.2 供给端压力以及监管规范，负债端压力持续存在

但是由于结构性存款的压降以及供给端利率债的持续增加，使得整体银行负债端的融资利率持续上升。

7月下旬以来，存款荒现象再现，部分银行存款面临一定的压力。存款荒现象的再次出现，我们认为主要受以下因素的影响，6月初监管窗口指导部分股份制商业银行，要求于2020年年底，将结构性存款的规模压降至2019年末的三分之二，同时也为了打击短期的资金空转套利行为，因此结构性存款被动压降，直接导致商业银行存款减少。数据显示，全国性银行7月末结构性存款余额为10.17万亿元，环比6月下降6547亿元，较今年4月的最高峰12.14万亿元，下降近2万亿元。结构性存款的短期快速减少直接导致银行负债端的长期资金出现波动。结构性存款的减少直接导致银行失去了大量的稳定长期资金，进而只能通过存单、金融债等方式来补充。

图表7：结构性存款短期大幅下滑



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

为了维持负债端的稳定性，银行大多通过发行同业存单或者金融债等方式来补充。7月下旬开始，同业存单的发行规模迅速上升，周发行规模最高接近7000亿元，发行平均利率达到2.8%，上行近40BP。近一个月的发行规模达到2.69万亿元，占今年以来总发行规模的24.6%。另外，从发行的结构看，国有大行在该阶段内的发行需求也明显上升。

图表8：同业存单的发行情况



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

此外，还有一个问题值得关注，从7月的金融数据中无论是新增信贷还是社融规模都低于市场预期。我们认为短期信贷大规模扩张后，逐步开始放缓也是必然趋势。而且从监管的表态看，未来信贷以及社融增长将呈现“合理增长”。因此，我们认为随着疫情和经济的逐步好转，信用持续大幅扩张的诉求降低。而信贷增速放缓，派生的存款也会随之下降。

根据2020年赤字数据测算，结合特别国债等因素，2020年国债（包含特别国债）、新增一般债以及新增专项债净发行预计分别达到3.8万亿，1万亿和3.8万亿，三者合计8.6万亿左右。已经是历史年度最高发行规模。如果再考虑政策性金融债的净发行，我们预计规模在2万亿，则2020年的利率债净供给将达到10.6万亿。

截至8月末，国债净发行规模达到1.99万亿，新增一般债8500亿，新增专项债2.83万亿，政金债1.73万亿。因此年内国债、新增一般债、新增专项债、政金债剩余净发行规模分别为1.79万亿、1300亿、9200亿和2700亿，合计3.1万亿。

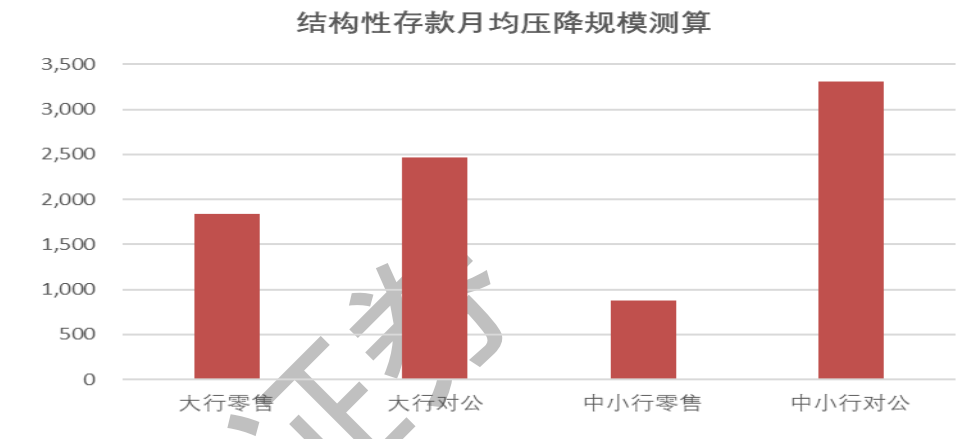
我们可以大致做下估算。地方债方面，考虑到新增地方债将在10月底前发行完毕，而10月份假期较长，因此剩余的新增地方债预计多数集中在9月份发行，我们预计9月份新增一般债和新增专项债发行规模将达到6000亿左右。国债方面，根据财政部公布的三季度国债发行计划，9月份将发行8只付息国债，比8月份增加一只50年国债的发行。若9月份国债单只发行规模介于5月份和8月份之间，则9月份付息国债发行规模预计在4300-5000亿之间。另外，9月份还有6只贴现式国债和2只储蓄国债发行，因此我们预计9月份国债总发行规模在5800-6600亿之间，净发行在2330-3130亿之间。此外，9月份政金债预计还有500亿以上的净供给，则9月份利率债净供给保守估计将超过8500亿，极端情况下可能再次超过1万亿。

3.3 四季度部分压力或有所缓解

当前看，四季度将会有大量的结构性存款自然到期，预计可以在年底完成监管要

求的压降目标。不过，从数据结构看，股份行的压降压力相对较大。

图表 9：结构性存款结构变动



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

根据财政部的要求，新增地方债将在 10 月发行完毕。按照目前公布的国债发行数据测算，截止 10 月末，国债的净融资额将达到 2.82 万亿，年内还剩下 9000 亿的净发行额。平均到两个月内看，供给端的压力明显降低。

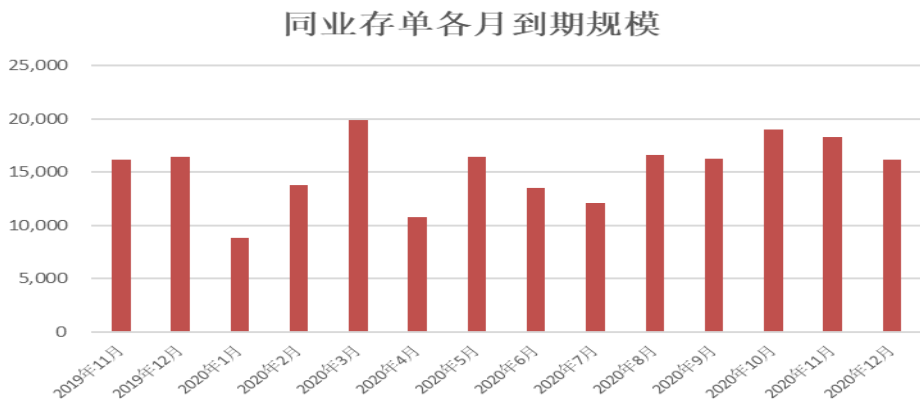
图表 10：各月新增政府债



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从同业存单的到期分布看，仍是到期高峰期。因此，短期看，同业存单的成本预计将在高位徘徊。10月、11月和12月到期量分别达到1.9万亿、1.83万亿和1.62万亿，占到全年到期量的29.4%。

图表 11：同业存单各月到期规模

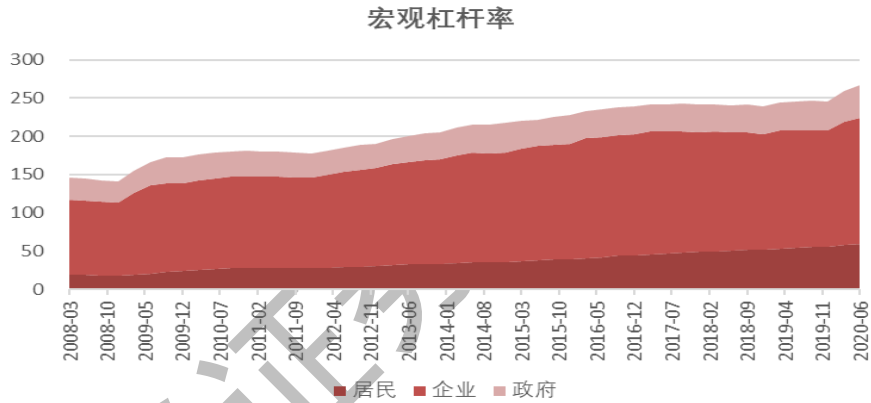


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

此外，从货币政策的角度看，监管层表示今年货币政策根据疫情防控和经济社会发展阶段性特征，分层次、有梯度地出台，有内在的逻辑。当前，货币政策开始把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。而且提出尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励。重提需要把好货币供应总闸门，提出适当平滑宏观杠杆率波动，货币政策还是在稳增长

长和防风险之间做平衡。对宏观杠杆率的表态，维持在一个合理的轨道上，而不是水平上。因此，我们判断短中期内，货币政策仍将保持当前现状。

图表 12：宏观杠杆率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

4、银行板块投资策略

4.1 当前银行板块的PB估值0.74倍

当前板块PB估值0.74倍，处于过去5年估值中枢的底部位置。从估值的角度看，安全边际较高。

图表 13：银行板块PB估值



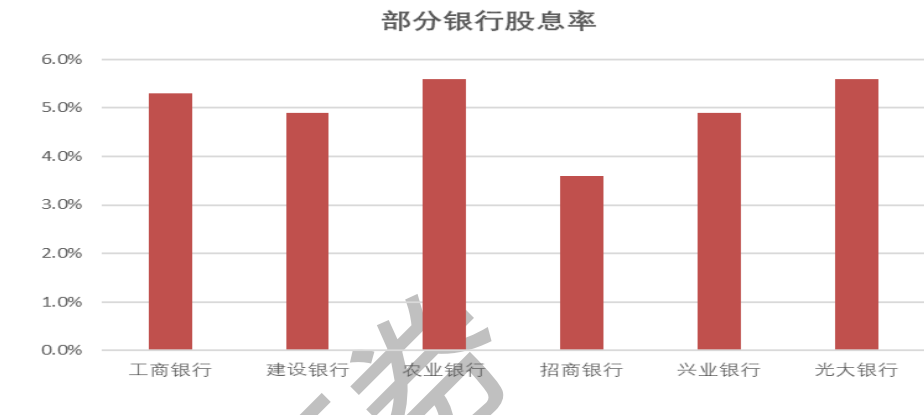
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

4.2 部分银行股息率已经超过5%

按照2019年的分红率计算，当前银行普遍的股息率4-5%之间，部分银行已经超过

5%。

图表14：部分银行股息率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

4.3 银行板块的投资策略

首先，我们仍然维持银行板块受宏观经济短期恢复预期下带动下的资产负债表修复行情判断。三季度经济数据披露后，国内经济数据进入短期的真空期。仅从数据的角度看，明年一季度预计是 GDP 的同比高点。如果考虑新冠疫苗的投产情况，我们预计明年经济整体处于恢复期。

其次，基于目前已经公布的各项数据预判，受贷款市场报价利率(LPR)下行、拨备计提力度加大等因素影响，2020年银行板块整体业绩增速明显下行，或持续到明年一季度前后。在当前的各项政策预期下，整个市场的流动性基本处于中性状态。资金利率短期将维持高位区间。

第三，当前板块估值已经低位，或已经充分反应了资产质量的压力。不过，板块整体的估值修复仍很难出现。而部分风控良好的个股，穿越了过去10年经济增长的波动，仍能保持较高增长的公司，预计在本轮周期中仍将表现相对强劲。结合当前板块较低的估值，板块股息率在4%-5%之间，部分个股股息率接近6%，对比未来低利率环境，仍有吸引力。综合考虑短中长期的影响因素，推荐经营稳健的国有大行，工商银行、建设银行、招商银行、宁波银行。

5、风险提示

疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动，整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。行业监管超预期，可能会对板块业务的发展产生影响。

银行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2020年10月26日)

证券代码	公司简称	每股净资产			收盘价	市净率			投资评级
		19A	20E	21E		19A	20E	21E	
601398.SH	工商银行	6.30	6.96	7.66	5.03	0.80	0.72	0.66	增持
600036.SH	招商银行	23.05	25.63	28.64	40.94	1.78	1.60	1.43	增持
002142.SZ	宁波银行	15.19	17.14	19.83	34.60	2.28	2.02	1.74	增持
000001.SZ	平安银行	14.07	15.12	16.53	17.82	1.27	1.18	1.08	增持

资料来源：万得资讯，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场