

2024 年 2 月 29 日 星期四

分析师推荐

【东兴银行】银行业：布局有确定性的高股息、高成长机会——4Q23 行业数据详解（20240228）

事件：2 月 21 日，国家金融监管总局发布 2023 年四季度商业银行主要监管指标。商业银行 2023 年实现净利润 2.4 万亿，平均 ROE 为 8.93%，平均 ROA 为 0.7%，不良贷款率 1.59%。

商业银行全年盈利增速较前三季度回升，判断非息收入提升为主要贡献。

（1）2023 年全年商业银行实现净利润 2.4 万亿，同比增 3.2%，增速较 2022 年全年下降 2.2pct，但较前三季度回升 1.6pct。从商业银行口径数据与上市行数据吻合度来看，我们可预计上市银行 2023 年全年盈利增速环比亦有小幅回升。

（2）商业银行总资产维持平稳扩张，2023 年末总资产 354.8 万亿，较上年增长 11.0%。四季度息差环比收窄 4BP 至 1.69%。我们预计四季度上市银行净利息收入继续受息差拖累，增长承压。

（3）非息收入提升或是盈利增速环比回升的主要贡献。2022 年底受到债市大幅波动影响，商业银行非息收入项下的投资收益、公允价值变动损益合计同比大幅下降。四季度主要品种债券利率下行，判断上市银行相关非息收入表现强劲（2023 年商业银行非息收入占比 19.9%），对营收和盈利增速形成一定支撑。

非信贷类资产增速回升，部分反映有效融资需求不足。各类行信用扩张持续分化：大行继续发挥头雁作用信贷高增；股份行扩表承压；区域行维持两位数增长。

（1）提升信贷类资产占比、零售贷款占比通常是商业银行应对利率下行、息差收窄的主要措施。本轮降息以来，整体上商业银行信贷资产扩张快于非信贷资产。但 2022 年以来，非信贷资产增速大幅回升，4Q23 非信贷资产同比增 10.7%，较上年提升 3pct，接近信贷资产增速，一定程度反映出当前实体经济融资需求较为不足。此外，从贷款结构看，零售贷款余额占比持续下降也反映出零售部门难以加杠杆、信贷弱需求的特征。

（2）各类行信用扩张持续分化，预计有效需求未明显提振之下，这一趋势将延续。2023 年末，国有行、股份行、城商行、农商行贷款分别同比增 13.3%、5.7%、10.8%、10.1%。大行继续发挥头雁作用保持高扩表，股份行信贷增速持续走低，区域行维持两位数增长。2022 年初以来各类行信用扩张分化趋势延续。当前经济预期和地产销售未显著好转，房地产市场相关融资（居民按揭、部分居民消费贷、地产及上下游产业链对公贷款）需求低迷，预计这一制约股份行信用扩张的主要因素将延续至 2024 年，边际变化有待持续跟踪。4Q23 净息差收窄符合预期，按揭贷款占比高的全国性银行收窄幅度较大。可持续发展逻辑之下，银行体系全年净息差收窄压力仍存在但幅度好于 2023 年。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,015.17	1.94
深证成指	9,330.44	3.13
创业板	1,807.03	3.32
中小板	5,778.19	3.16
沪深 300	3,516.08	1.91
香港恒生	16528.30	-0.05
国企指数	5685.06	-0.06

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
铁拓机械	6.69	机械设备	20240228
龙旗科技	26.00	电子	20240301

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
龙旗科技	26.00	电子	20240301

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

(1) 2023 年商业银行净息差 1.69%，环比-4BP，同比下降 22BP。其中，国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为 1.62%、1.76%、1.57%、1.90%，环比变动-4BP、-5BP、-3BP、+1BP。4 季度净息差继续收窄基本反映了存量按揭利率调整的影响，按揭贷款占比相对较高的国有行、股份行降幅更大；区域行受影响较小。

(2) 展望全年，在年初多数按揭贷款重定价、5 年期 LPR 超预期下调 25BP、地方化债置换低利率产品的背景下，全年银行资产端收益率仍面临下行压力。但负债端存在一些积极变化，一是央行降准等政策呵护红利，二是去年底主要全国性银行存款挂牌利率下调，后续定期存款到期重定价带来负债成本下降。我们判断，在银行合理息差、利润的底线要求下，行业息差收窄压力或逐步缩小，部分行（资产久期较短、按揭贷款占比较低）在下半年有望率先筑底。

(3) 假设当前银行体系分红率、杠杆率、税率、资本充足率平稳的背景下，息差每收窄 20BP，对应负面影响 ROE 约 0.19%，拖累次年加权风险资产增速约 1.3%。在当前间接融资为主的背景下，银行体系扩表速度放缓 1 个百分点以上，对稳定经济增长影响将较为严重。因此，逆向逻辑或可持续发展的逻辑来看，2024 年银行体系息差收窄压力仍存但幅度有望好于 2023 年。

资产质量指标平稳，得益于持续大力核销处置和不良生成平稳；银行体系风险抵补能力持续较强。

2023 年末商业银行不良贷款率为 1.59%，环比、同比分别-2BP、-4BP。关注类贷款占比 2.2%，环比、同比分别+1BP、-4BP。近年国内经济增长承压，部分行业和区域信用风险暴露增多，但从整体上看，商业银行资产质量指标持续平稳。我们认为，一方面是商业银行核销力度持续较大，另一方面是不良生成保持稳定（金融 16 条部分条款延期至 2024 年底）。从六大行财报披露看，2020-2022 年持续大力核销处置不良贷款（0.65、0.69、0.63 万亿元）；根据监管公布，2023 年商业银行共处置不良资产 3 万亿（2020-2022 年分别处置 3.02、3.13、3.1 万亿元）。而近年商业银行不良生成率则稳中略降。根据六大行财报数据，我们测算 2020-2022 年加回核销不良生成率分别为 1.26%、0.93%、0.87%。

4Q23 商业银行拨备覆盖率为 205.14%，拨贷比 3.27%，环比略降。近年拨备覆盖率有大幅提升，拨备/贷款、拨备/总资产指标平稳。考虑到地方化债在积极推进、地产信用风险在以时间换空间方式稳步出清，我们预计部分中小金融机构不良承压，但银行体系整体拨备抵补能力仍充足。

资本充足稳中有升，各类行环比不同程度提升

2023 年末，商业银行核心一级资本充足率、资本充足率分别为 10.54%、15.06%，环比稳中有升，预计主要是第四季度信贷增速有所下降减弱资本消耗强度所致。各类行来看，国有行、股份行、城商行、农商行资本充足率为 17.56%、13.43%、12.63%、12.22%，环比分别提升 46、21、9、15BP，国有行资本提升较多，预计与各项资本工具发行补充有关。

投资策略：建议布局高成长优质区域小行和高股息稳健国有大行。

在存量按揭利率调整影响下，23Q4 行业息差降幅符合预期。全年行业盈利增

速环比提升，我们判断主要受益于非息收入强劲表现和拨备计提力度平稳。展望 2024 年，从资本补充与可持续信用扩张角度看，行业息差收窄压力或逐步缩小。尽管当前有效融资需求仍然偏弱，但在提振实体经济的各项政策协同加码之下，行业仍可延续以量补价稳健经营。行业盈利增速和盈利水平有望维持平稳。而当前上市行整体估值仍处历史低位，安全边际较高。量、价、质任一方面的边际积极变化均有望带来估值提升机会。

结合当前市场环境、个股估值和盈利水平，我们建议布局高股息稳健国有大行和高成长优质区域小行。

高股息稳健国有大行：利好因素加码，配置价值显著。我们预计 2024 年国有大行利润增速有望维持平稳。一方面，G-SIBs 和 TLAC 达标要求下，内生资本补充必要性上升；另一方面，占比较高的存量住房贷款利率调整对息差仍构成压力，但在较弱实体需求和加强逆周期调节背景下，国有大行继续发挥头雁作用，维持贷款增速领先。加之，政策红利释放将缓释负债成本压力、不良稳定、拨备较充足等因素亦可抵补支撑盈利增长。截至当前，国有大行股息率较 10 年期国债收益率高超 300BP。在利率中枢下行之下，配置价值凸显。此外，中央金融工作会议明确调“支持国有大型金融机构做优做强”，政策支持亦将对国有大行估值形成支撑。

高成长优质区域小行：区域发展助力，高成长可持续。近年来，各地区贷款增速持续分化。长三角地区信贷相对高增，19-23 年浙江、江苏贷款复合增速分别为 15.8%、15.1%，位列全国前列，主要受益于区域产业转型升级、高端制造业投资、区域重大基础设施建设。预计在产业结构优化政策导向下、2024 年区域间贷款增速将持续分化。江浙等优质区域行有望维持较高规模增速。息差方面，考虑到区域行按揭贷款占比低、资产久期较短，伴随新投放贷款利率企稳，净息差有望率先筑底。此外，部分区域行房地产贷款占比较低，潜在不良压力较小。从量、价、质等角度看，我们认为优质区域行盈利增速将继续领先，长期亦看好其在传统信贷市场做深做小、以及非息业务多元拓展带来的可持续高成长。我们推荐宁波银行、江苏银行、杭州银行、常熟银行等。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，政策力度和实施不及预期导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

(分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66555383)

【东兴地产】房地产周报：新房销售降幅扩大，城市房地产融资协调机制正加速落地（20240227）

市场行情：本周 A 股地产板块表现弱于大盘、H 股地产板块表现强于大盘。本周（2.19-2.23）A 股房地产指数（801180.SL）涨幅 4.50%（上周 1.00%），A 股中证 A 股指数（930903.CSI）涨幅 5.07%（上周 5.84%）；H 股（2.19-2.23）恒生地产及物业管理指数（HSPDM.HK）涨幅 3.48%（上周 5.72%），H 股恒生

指数 (HSI.HK) 涨幅 2.36% (上周 3.77%)。

行业销售：新房销售降幅扩大。从数据来看，27 城商品房年内累计销售面积 (1.1~2.24) 同比增速为-28.75%，对应前值 (1.1~2.17) 为-21.87%。其中一线城市 (4 城) 年内累计销售面积 (1.1~2.24) 同比增速为-27.93%，对应前值 (1.1~2.17) 为-22.41%。27 城商品房销售面积本月至今 (2.1~2.24) 同比增速为-61.23%，上月 (1.1-1.31) 整月同比增速为 6.79%。其中一线城市 (4 城) 本月至今 (2.1~2.24) 同比增速为-67.94%，上月 (1.1-1.31) 整月同比增速为 6.20%。

二手房销售同比转跌。从数据来看，13 城二手房年内累计销售面积 (1.1~2.25) 同比增速为-5.43%，对应前值 (1.1~2.18) 为 3.63%。其中一线城市 (2 城) 年内累计销售面积 (1.1~2.25) 同比增速为-11.88%，对应前值 (1.1~2.18) 为-2.85%。13 城商品房销售面积本月至今 (2.1~2.25) 同比增速为-53.99%，上月 (1.1-1.31) 整月同比增速为 56.21%。其中一线城市 (2 城) 本月至今 (2.1~2.25) 同比增速为-62.69%，上月 (1.1-1.31) 整月同比增速为 62.02%。

行业要闻：住建部召开会议，推动城市房地产融资协调机制加快落地见效。2 月 20 日，住建部召开视频调度会议，推动城市房地产融资协调机制加快落地见效。会议要求，各商业银行要按照规程对“白名单”项目审查后放贷，对不予放贷的项目向金融监管部门报送“无法贷款的原因”，由城市政府及时协调解决。截至 2 月 20 日，全国 29 个省份 214 个城市已建立房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及 5349 个项目。本周，山东、广东和内蒙古住建厅都陆续披露了城市房地产融资协调机制落地进展。

投资建议：推进城中村改造和探索住房双轨新模式，已经成为探索构建房地产发展新模式的重要落脚点。我们认为重点布局一二线城市，具有信用优势的优质央国企，将受益于一二线城市供需两端政策的持续落地和城中村改造的加速推进。高能级城市布局较多的华润置地、越秀地产、保利发展、中国海外发展等优质房企，有望凭借当前的信用和布局优势，在行业企稳与转型之际抢占先机。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

重要公司资讯

1. **比亚迪**：2 月 28 日宣布推出全新汉、唐车型，起售价较在售车型大幅下降。其中，比亚迪汉 DM-i 荣耀版售价 16.98 万元起，汉 EV 荣耀版 17.98

万元起售，唐 DM-i 荣耀版 17.98 万元起售，同时也有售价 25.98 万元的 2024 款汉 DM-p 战神版。并且汉 EV 荣耀版顶配车型会是王朝网首款搭载“天神之眼”智能驾驶系统的车型。（资料来源：iFind）

2. 华为：发布了由其自主研发的服务于通信行业的大模型，提供两类应用能力，即面向不同角色提供智能语言交互能力，提升员工知识水平和工作效率；面向不同运营运维场景，提供智能体应用，分析拆解复杂流程，编排操作方案，确保用户体验和满意度。（资料来源：iFind）

3. 华熙生物：2023 年公司实现营业收入 60.8 亿元，比上年同期下降 4.37%；实现归属于母公司所有者的净利润 5.87 亿元，比上年同期下降 39.5%。（资料来源：iFind）

4. 芒果超媒：2023 年公司实现营业总收入 146.31 亿元，同比增长 4.68%；2023 年实现归属于上市公司股东的净利润 35.59 亿元，同比增长 90.90%。（资料来源：iFind）

5. 寒武纪：2023 年 1-12 月实现营业收入 7.09 亿元，同比下降 2.7%，归属于上市公司股东的净利润-8.36 亿元，同比增长 33.5%。（资料来源：iFind）

经济要闻

1. 市场监管总局：2023 年，我国经营主体持续提质扩容。全年新设经营主体 3272.7 万户，同比增长 12.6%。其中，新设企业 1002.9 万户，增长 15.6%；新设个体工商户 2258.2 万户，增长 11.4%。经营主体结构进一步优化，“四新经济”企业占比 39.4%。截至 2023 年底，全国登记在册经营主体达到 1.84 亿户，同比增长 8.9%。企业 5826.8 万户，个体工商户 1.24 亿户，农民专业合作社 223 万户，发展质量稳中趋好。（资料来源：iFind）

2. 中国信通院：2024 年 1 月，国内市场手机出货量 3177.8 万部，同比增长 68.1%，其中，5G 手机 2616.5 万部，同比增长 59.0%，占同期手机出货量的 82.3%。（资料来源：iFind）

3. 央行上海总部：1 月份，人民币贷款增加 1996 亿元，同比少增 67 亿元。分部门看，住户部门贷款增加 495 亿元，其中，短期贷款增加 42 亿元，中长期贷款增加 453 亿元；企（事）业单位贷款增加 1283 亿元，其中，短期贷款增加 541 亿元，中长期贷款增加 1001 亿元；非银行业金融机构贷款增加 26 亿元。外币贷款减少 5 亿美元，同比多减 2 亿美元。（资料来源：iFind）

4. 工信部：2023 年全国多晶硅、硅片、电池、组件产量再创新高。多晶硅环节，1—12 月，全国产量超过 143 万吨，同比增长 66.9%。硅片环节，1—12 月，全国产量超过 622GW，同比增长 67.5%，产品出口 70.3GW，同比增长超过 93.6%。电池环节，1—12 月，全国晶硅电池产量超过 545GW，同比增长 64.9%；产品出口 39.3GW，同比增长 65.5%。组件环节，1—12 月，全国晶硅组件产量超过 499GW，同比增长 69.3%；产品出口 211.7GW，同比增长 37.9%。（资料来源：iFind）

5. 工信部：光伏产业正在出现阶段性周期性调整，2023 年下半年行业扩张势头有所放缓，部分新进入者放弃项目建设，部分上市企业暂停了新的融资计划，部分新建项目也在宣布缩小建设规模等。从 2024 年起，光伏产业大概率将继续深化阶段性调整的态势，部分落后产能和竞争力不足的产能，或将逐渐出清；具有技术优势的产能，将更具竞争优势。光伏产业的竞争格局将得到有效的重塑，优势企业的投资价值将进一步凸显，行业的马太效应会进一步显现。（资料来源：iFind）

每日研报**【东兴银行】银行业：布局有确定性的高股息、高成长机会——4Q23 行业数据详解（20240228）**

事件：2月21日，国家金融监管总局发布2023年四季度商业银行主要监管指标。商业银行2023年实现净利润2.4万亿，平均ROE为8.93%，平均ROA为0.7%，不良贷款率1.59%。

商业银行全年盈利增速较前三季度回升，判断非息收入提升为主要贡献。

（1）2023年全年商业银行实现净利润2.4万亿，同比增3.2%，增速较2022年全年下降2.2pct，但较前三季度回升1.6pct。从商业银行口径数据与上市行数据吻合度来看，我们可预计上市银行2023年全年盈利增速环比亦有小幅回升。

（2）商业银行总资产维持平稳扩表，2023年末总资产354.8万亿，较上年增长11.0%。四季度息差环比收窄4BP至1.69%。我们预计四季度上市银行净利息收入继续受息差拖累，增长承压。

（3）非息收入提升或是盈利增速环比回升的主要贡献。2022年底受到债市大幅波动影响，商业银行非息收入项下的投资收益、公允价值变动损益合计同比大幅下降。四季度主要品种债券利率下行，判断上市银行相关非息收入表现强劲（2023年商业银行非息收入占比19.9%），对营收和盈利增速形成一定支撑。

非信贷类资产增速回升，部分反映有效融资需求不足。各类行信用扩张持续分化：大行继续发挥头雁作用信贷高增；股份行扩表承压；区域行维持两位数增长。

（1）提升信贷类资产占比、零售贷款占比通常是商业银行应对利率下行、息差收窄的主要措施。本轮降息以来，整体上商业银行信贷资产扩张快于非信贷资产。但2022年以来，非信贷资产增速大幅回升，4Q23非信贷资产同比增10.7%，较上年提升3pct，接近信贷资产增速，一定程度反映出当前实体融资需求较为不足。此外，从贷款结构看，零售贷款余额占比持续下降也反映出零售部门难以加杠杆、信贷弱需求的特征。

（2）各类行信用扩张持续分化，预计有效需求未明显提振之下，这一趋势将延续。2023年末，国有行、股份行、城商行、农商行贷款分别同比增13.3%、5.7%、10.8%、10.1%。大行继续发挥头雁作用保持高扩表，股份行信贷增速持续走低，区域行维持两位数增长。2022年初以来各类行信用扩张分化趋势延续。当前经济预期和地产销售未显著好转，房地产市场相关融资（居民按揭、部分居民消费贷、地产及上下游产业链对公贷款）需求低迷，预计这一制约股份行信用扩张的主要因素将延续至2024年，边际变化有待持续跟踪。

4Q23净息差收窄符合预期，按揭贷款占比高的全国性银行收窄幅度较大。可持续发展逻辑之下，银行体系全年净息差收窄压力仍存在但幅度好于2023年。

（1）2023年商业银行净息差1.69%，环比-4BP，同比下降22BP。其中，国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为1.62%、1.76%、1.57%、1.90%，环比变动-4BP、-5BP、-3BP、+1BP。4季度净息差继续收窄基本反映了存量按揭利率调整的影响，按揭贷款占比相对较高的国有行、股份行降幅更大；区域行受影响

较小。

(2) 展望全年，在年初多数按揭贷款重定价、5 年期 LPR 超预期下调 25BP、地方化债置换低利率产品的背景下，全年银行资产端收益率仍面临下行压力。但负债端存在一些积极变化，一是央行降准等政策呵护红利，二是去年底主要全国性银行存款挂牌利率下调，后续定期存款到期重定价带来负债成本下降。我们判断，在银行合理息差、利润的底线要求下，行业息差收窄压力或逐步缩小，部分行（资产久期较短、按揭贷款占比较低）在下半年有望率先筑底。

(3) 假设当前银行体系分红率、杠杆率、税率、资本充足率平稳的背景下，息差每收窄 20BP，对应负面影响 ROE 约 0.19%，拖累次年加权风险资产增速约 1.3%。在当前间接融资为主的背景下，银行体系扩表速度放缓 1 个百分点以上，对稳定经济增长影响将较为严重。因此，逆向逻辑或可持续发展的逻辑来看，2024 年银行体系息差收窄压力仍存但幅度有望好于 2023 年。

资产质量指标平稳，得益于持续大力核销处置和不良生成平稳；银行体系风险抵补能力持续较强。

2023 年末商业银行不良贷款率为 1.59%，环比、同比分别-2BP、-4BP。关注类贷款占比 2.2%，环比、同比分别+1BP、-4BP。近年国内经济增长承压，部分行业和区域信用风险暴露增多，但从整体上看，商业银行资产质量指标持续平稳。我们认为，一方面是商业银行核销力度持续较大，另一方面是不良生成保持稳定（金融 16 条部分条款延期至 2024 年底）。从六大行财报披露看，2020-2022 年持续大力核销处置不良贷款（0.65、0.69、0.63 万亿元）；根据监管公布，2023 年商业银行共处置不良资产 3 万亿（2020-2022 年分别处置 3.02、3.13、3.1 万亿元）。而近年商业银行不良生成率则稳中略降。根据六大行财报数据，我们测算 2020-2022 年加回核销不良生成率分别为 1.26%、0.93%、0.87%。

4Q23 商业银行拨备覆盖率为 205.14%，拨贷比 3.27%，环比略降。近年拨备覆盖率有大幅提升，拨备/贷款、拨备/总资产指标平稳。考虑到地方化债在积极推进、地产信用风险在以时间换空间方式稳步出清，我们预计部分中小金融机构不良承压，但银行体系整体拨备抵补能力仍充足。

资本充足稳中有升，各类行环比不同程度提升

2023 年末，商业银行核心一级资本充足率、资本充足率分别为 10.54%、15.06%，环比稳中有升，预计主要是第四季度信贷增速有所下降减弱资本消耗强度所致。各类行来看，国有行、股份行、城商行、农商行资本充足率为 17.56%、13.43%、12.63%、12.22%，环比分别提升 46、21、9、15BP，国有行资本提升较多，预计与各项资本工具发行补充有关。

投资策略：建议布局高成长优质区域小行和高股息稳健国有大行。

在存量按揭利率调整影响下，23Q4 行业息差降幅符合预期。全年行业盈利增速环比提升，我们判断主要受益于非息收入强劲表现和拨备计提力度平稳。展望 2024 年，从资本补充与可持续信用扩张角度看，行业息差收窄压力或逐步缩小。尽管当前有效融资需求仍然偏弱，但在提振实体经济的各项政策协同加码之下，行业仍可延续以量补价稳健经营。行业盈利增速和盈利水平有望维持平稳。而当前上市行整体估值仍处历史低位，安全边际较高。量、价、质任一方面的边际积极变化均有望带来估值提升机会。

结合当前市场环境、个股估值和盈利水平，我们建议布局高股息稳健国有大行和高成长优质区域小行。

高股息稳健国有大行：利好因素加码，配置价值显著。我们预计 2024 年国有大行利润增速有望维持平稳。一方面，G-SIBs 和 TLAC 达标要求下，内生资本补充必要性上升；另一方面是，占比较高的存量住房贷款利率调整对息差仍构成压力，但在较弱实体需求和加强逆周期调节背景下，国有大行继续发挥头雁作用，维持贷款增速领先。加之，政策红利释放将缓释负债成本压力、不良稳定、拨备较充足等因素亦可抵补支撑盈利增长。截至当前，国有大行股息率较 10 年期国债收益率高超 300BP。在利率中枢下行之下，配置价值凸显。此外，中央金融工作会议明确确定调“支持国有大型金融机构做优做强”，政策支持亦将对国有大行估值形成支撑。

高成长优质区域小行：区域发展助力，高成长可持续。近年来，各地区贷款增速持续分化。长三角地区信贷相对高增，19-23 年浙江、江苏贷款复合增速分别为 15.8%、15.1%，位列全国前列，主要受益于区域产业转型升级、高端制造业投资、区域重大基础设施建设。预计在产业结构优化政策导向下、2024 年区域间贷款增速将持续分化。江浙等优质区域行有望维持较高规模增速。息差方面，考虑到区域行按揭贷款占比低、资产久期较短，伴随新投放贷款利率企稳，净息差有望率先筑底。此外，部分区域行房地产贷款占比较低，潜在不良压力较小。从量、价、质等角度看，我们认为优质区域行盈利增速将继续领先，长期亦看好其在传统信贷市场做深做小、以及非息业务多元拓展带来的可持续高成长。我们推荐宁波银行、江苏银行、杭州银行、常熟银行等。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，政策力度和实施不及预期导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66555383）

【东兴非银金融】非银行金融行业跟踪：监管优化资本市场生态成效有望加速显现，板块估值修复有望持续（20240227）

证券：本周日均成交额环比下降约 700 亿至 0.90 万亿；两融余额（2024 年 2 月 22 日）回升至 1.45 万亿。在 MLF 利率未发生变化的情况下，五年期以上 LPR 利率下调 25bp 超市场预期，有力提振投资者信心。同时，证监会在新闻发布会上表示，将持续聚焦提高上市公司质量，进一步加大对上市公司欺诈发行、财务造假，以及大股东违规占用等违法行为的打击力度；通过多维技术手段构建“穿透式”线索筛查体系，对操纵市场、内幕交易行为进行精准识别、严厉打击；大幅提高拟上市企业现场检查比例，持续加强全链条把关，严肃重罚财务造假、欺诈发行。我们认为，在更为积极的财政、货币政策支持下，监管层多措并举持续优化资本市场生态的成效有望加速显现，亦有望事半功倍，推动“政策—市场—投资者”间的正循环加快形成。

受多重利好政策刺激，龙年第一周申万证券指数续涨近 3%。春节期间中美多项重要经济、金融数据出炉，从数据同环比趋势看，未来一段时间利率和流动性环境仍存在一定不确定性，但监管层的持续性积极举措有望推动市场信心恢复。我们认为，国内外市场流动性环境、风格博弈、风险偏好、政策催化等因素均将影响证券板块表现，而信心已成为当前关键变量。政策大力推出且快速铺开的节奏如能延续较长时间，板块出现持续性估值修复的可能性有望显著增加。

保险：上市险企1月原保费数据悉数出炉。受银保渠道“报行合一”影响，寿险保费同比下滑明显，其中人保寿险（含健康险）、太保寿险、新华保险保费同比降费均在15%左右，国华人寿保费同比下降超40%。财险保费增速虽优于寿险，但较2023年同期仍有所回落。我们判断，随着五年期LPR25bp的下调，存款利率继续下行是大概率事件，储蓄型险种的比较优势凸显。同时，预定利率年内或将再次下调，“炒停”有望形成储蓄险销售小高峰。

板块表现：2月19日至2月23日5个交易日非银板块整体上涨2.80%，按申万一级行业分类标准，排名全部行业27/31；其中证券板块上涨2.35%，保险板块上涨3.39%，均跑输沪深300指数（3.71%）。个股方面，券商涨幅前五分别为首创证券（16.85%）、华鑫股份（11.03%）、锦龙股份（10.27%）、西部证券（8.71%）、信达证券（8.67%），保险公司涨跌幅分别为新华保险（10.26%）、中国人保（4.70%）、中国太保（3.88%）、天茂集团（3.04%）、中国平安（3.02%）、中国人寿（2.47%）。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

(分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043 分析师：高鑫 执业编码：S1480521070005 电话：010-66554130)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。