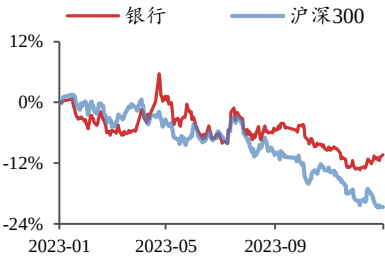


银行

2024 年 01 月 16 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《社融增速延续回升，看好银行开门红行情—行业点评报告》-2024.1.12

《信贷节奏平滑与金融机构化险—从2024 年央行工作会议看银行经营》-2024.1.7

《监管研究系列一：银行经营行为对LCR 的影响—行业深度报告》-2024.1.2

看好银行开门红行情，关注股息红利策略

——1 月银行业投资策略

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

吴文鑫（联系人）

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790123060009

● **量：“平滑信贷节奏”和“社融可持续较快增长”并不矛盾**
理解“平滑信贷节奏”背后的深意，需先从理解三个现象说起：

（1）社融数据的波动较大。2023 年贷款总量不弱，但季节性波动明显加大，社融对于实体融资需求的解释力度变弱；

（2）NCD 利率快速上行。信贷季节性波动越强，加剧了短期流动性压力，大行的备付水平受限，资金融出意愿减弱，同业存单利率持续上升；

（3）M2-M1 增速差走阔。资金空转一般有两种表现形式：一是对公贷款回流至存款，二是银行同业、银行与非银之间也可能存在资金空转。“防资金空转”或已成为 2024 年一大政策目标。后续银行有望通过“信贷节奏平滑→负债压力缓解→负债成本下降→资金空转套利现象减少”来防空转。

如何同时实现“平滑信贷节奏”和“社融可持续较快增长”？通过票据利率回升可推测 2024 年年初信贷总量并不弱，再加上政府债发行和 PSL 投放对贷款的撬动作用，我们预计 2024 年全年社融能够实现“可持续较快增长”。银行可将增量贷款在各月之间做适度分摊，避免季末的集中“冲量”，再加上银行的盈利诉求有所增强，2024 年新发贷款有望更好实现“量价平衡”。

● **价：多重因素催化，存款降息空间打开**

（1）**资产端**：我们测算存量房贷利率下调、年初 LPR 重定价、参与城投化债分别影响 2024 年 NIM 约-5.2BP/-1.3BP/-6.1BP；

（2）**负债端**：我们测算新一轮存款挂牌利率下降影响 2024 年 NIM 约+3.1BP，2023 年全年多次下调累计影响 2024 年 NIM 约+5.7BP。

以上综合影响 2024 年 NIM 约-6.9BP。部分对公存款不受自律机制约束+银行季末补资金缺口+存款重定价时滞长等因素作用下，2023 年存款成本“减负”效果不达预期。2024 年外部监管有动力+内部管理有诉求，存款成本下降空间仍打开。

● **险：拨备安全边际充足，加快不良处置对利润影响较小**

（1）城投化债政策导向不变，城投风险基本可控，对于银行经营的影响更多在净息差和新增贷款投向；（2）地产方面需关注会否二次风险暴露，目前仍有政策细节尚未靴子落地；（3）小微贷款和信用卡的不良生成或有走高。监管鼓励的“盘活存量资源”意味着地产不良可能会加快处置，银行或加大核销、转出等处置力度，在保持利润合理增长前提下，银行拨备覆盖率或边际微降。

● **投资建议：看好银行板块“开门红”行情，可适当转换视角**

通常来讲，年初是银行板块上涨概率比较大的时间窗口，受益标的：（1）高股息红利策略，相比于前期涨幅较大的国有行，我们建议可适当切换视角到股份行，如**中信银行、光大银行**；（2）顺周期修复逻辑，政策后期见效可能性提高，经济先行指标改善，重点地区的优质城农商行或将受益，如**苏州银行、江苏银行、长沙银行、常熟银行**；（3）估值低、修复空间较大的股份行龙头或将受益，如**招商银行**。

● **风险提示**：经济复苏进度低于预期；监管环境趋严等。

内容目录

1、量：平滑信贷节奏与社融持续增长并不矛盾.....	3
1.1、监管强调平滑信贷节奏的深意.....	3
1.1.1、现象一：社融数据波动较大.....	3
1.1.2、现象二：NCD 利率快速上行.....	3
1.1.3、现象三：M2-M1 增速差走阔.....	4
1.2、2024 年银行或更好实现“量价平衡”.....	5
2、价：多重因素催化，存款降息空间打开.....	6
2.1、资产端：按揭和城投的负向影响基本接近.....	6
2.1.1、存量房贷利率下调：影响 2024 年 NIM 约-5.2BP.....	6
2.1.2、年初 LPR 重定价：影响 2024 年 NIM 约-1.3BP.....	6
2.1.3、参与城投化债：影响 2024 年 NIM 约-6.1BP.....	7
2.2、负债端：2023 年多次存款降息累计影响 2024 年 NIM 约+5.7BP.....	7
2.3、综合影响 2024 年 NIM 约-6.9BP.....	8
3、险：拨备安全边际充足，加快不良处置对利润影响较小.....	9
4、投资建议：看好银行板块“开门红”行情.....	10
5、风险提示.....	11

图表目录

图 1：2023 年人民币贷款在 Q1 放量尤为明显（万亿元）.....	3
图 2：2023 年社融存量增速在 Q2-Q4 持续走弱.....	3
图 3：同业存单发行利率在 2023Q1 和年底均快速上行.....	3
图 4：上市银行对公活期存款成本率边际上升（%）.....	4
图 5：上市股份行对公定期存款成本率边际微升（%）.....	4
图 6：M2-M1 增速差走阔，社融-M2 增速为负，资金活化程度仍然较低.....	4
图 7：2024 年 1 月的国股银票转贴现利率回升至 2023 年同期水平.....	5
图 8：PSL 有望撬动企业中长期贷款增量.....	5
图 9：2023 年 LPR-5Y 累计降幅 10BP.....	6
图 10：存款和贷款重定价对上市银行 2024-2025 年 NIM 的综合影响分别为 -6.9BP/-8.6BP.....	9
图 11：近年上市银行不良生成率总体平稳（还原核销后）.....	10
图 12：上市银行拨备覆盖率稳中有升，安全边际充足.....	10
表 1：存量房贷利率下调影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约-5.2BP/-4.9BP（利息收入单位亿元，NIM 单位 BP）.....	6
表 2：年初 LPR 重定价影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约-1.3BP/-1.2BP（利息收入单位亿元，NIM 单位 BP）.....	7
表 3：城投化债影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约-6.1BP/-5.5BP（利息收入单位亿元，NIM 单位 BP）.....	7
表 4：2023 年 12 月底存款挂牌利率下调对上市银行 2024-2025 年 NIM 的影响分别为 3.1BP/2.3BP.....	8
表 5：2023 年全年多次存款挂牌利率下调对上市银行 2024-2025 年 NIM 的影响累计分别为 5.7BP/3.0BP.....	8
表 6：受益标的估值表.....	10

1、量：平滑信贷节奏与社融持续增长并不矛盾

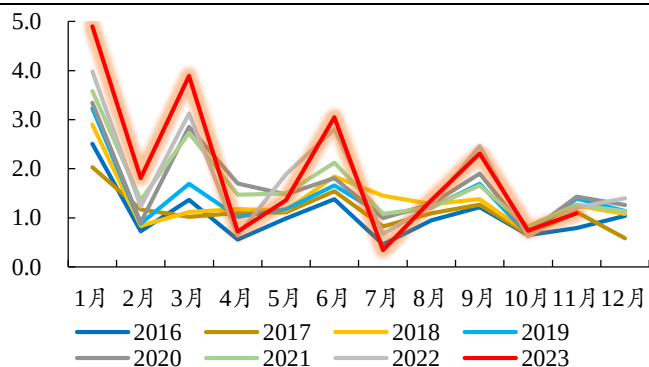
2024 年央行工作会议延续“注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率”的提法，同时罕见提出“确保社会融资规模全年可持续较快增长”。背后的政策深意何在？对银行经营影响几何？我们需从三个现象说起。

1.1、监管强调平滑信贷节奏的深意

1.1.1、现象一：社融数据波动较大

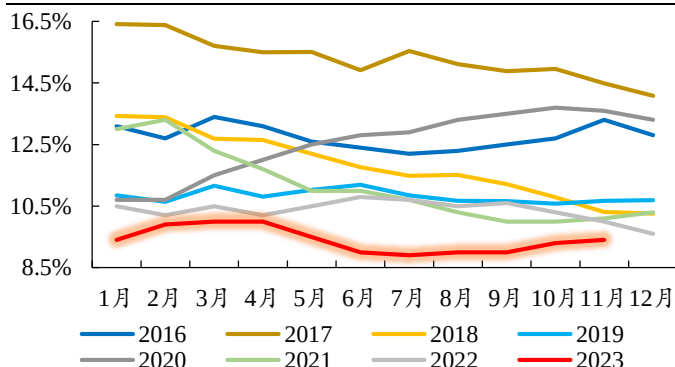
2023 年贷款总量不弱，但季节性波动明显加大。2023 年各月的人民币贷款规模出现了“大月过大、小月过小”的现象，季节性波动加剧，年初和季末的“冲量”行为尤为明显。从而导致部分透支了下月的信贷额度，社融增速在各月之间的波动较大，对于实体融资需求的解释力度变弱。

图1：2023 年人民币贷款在 Q1 放量尤为明显（万亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中为人民币贷款当月新增值，为金融数据口径，非社融口径）

图2：2023 年社融存量增速在 Q2-Q4 持续走弱

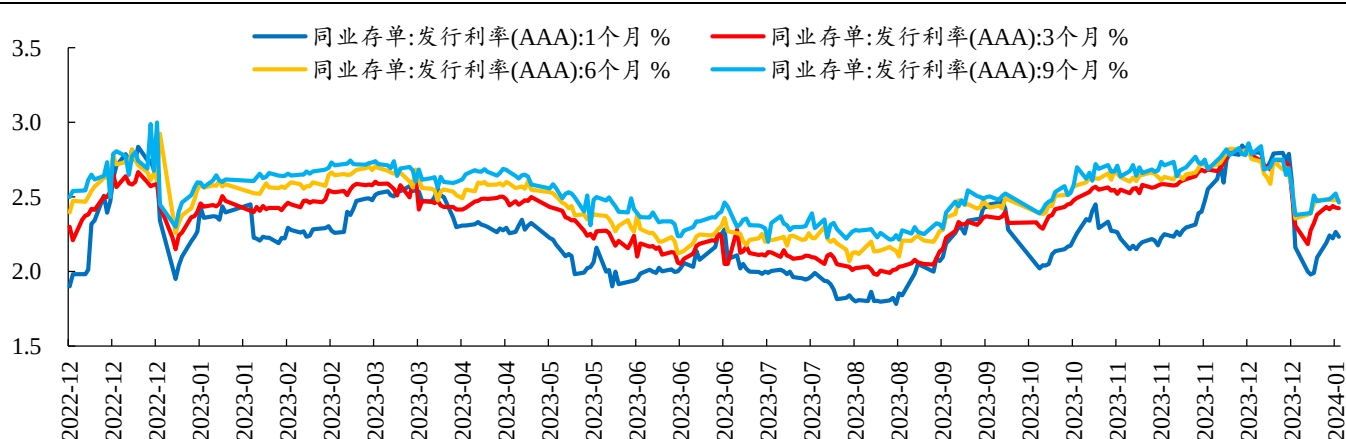


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.2、现象二：NCD 利率快速上行

信贷季节性波动越强，越容易加剧短期流动性压力，增加银行的负债成本。短端资金面上，信贷大月的超储消耗加剧，特别是大行的备付水平受限，削弱其资金融出意愿；中长端资金面上，信贷大月的存款增长较难匹配贷款增长，同业存单利率持续上行，2023Q1 和年底均出现快速上行。

图3：同业存单发行利率在 2023Q1 和年底均快速上行

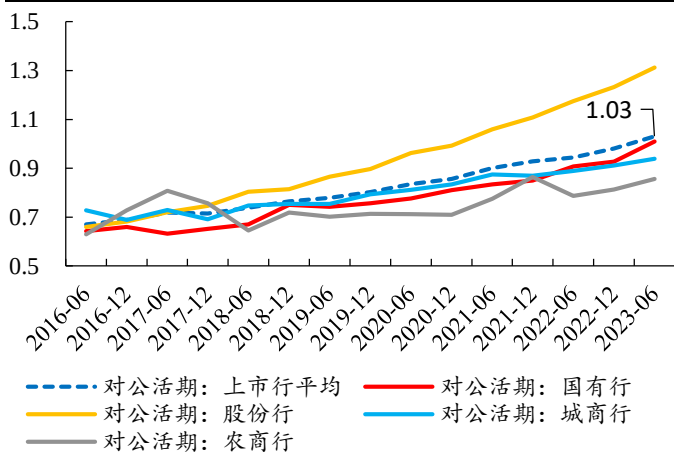


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.3、现象三：M2-M1 增速差走阔

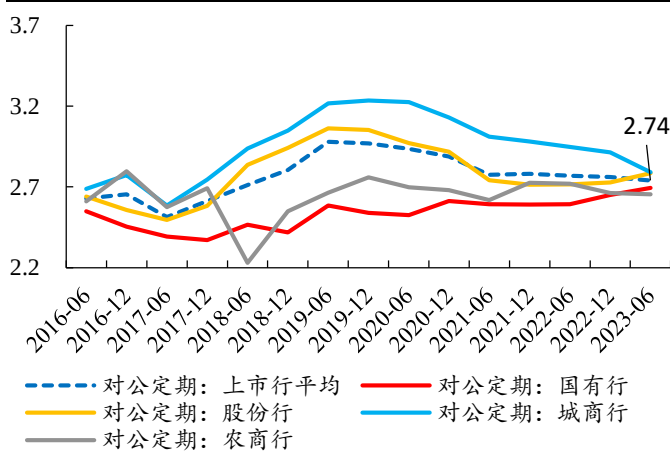
“防资金空转”或已成为 2024 年一大政策目标。资金空转一般有两种表现形式：一是对公贷款回流至存款。随着新发贷款利率的下降，而存款利率相对刚性（一般是存款到期才发生重定价），存贷款利差缩窄，导致大型企业获得银行信贷之后又回存给银行，出现企业套利。首先 M2-M1 增速差走阔，目前流动性较为充裕，而企业投资意愿不足带来的资金活化程度较低才是关键；其次我们注意到，上市银行 2023 年中报披露的对公活期存款成本率普遍上升，主要是协定存款、通知存款利率仍然较高，部分银行（股份行为主）的对公定期存款也边际上升。

图4：上市银行对公活期存款成本率边际上升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

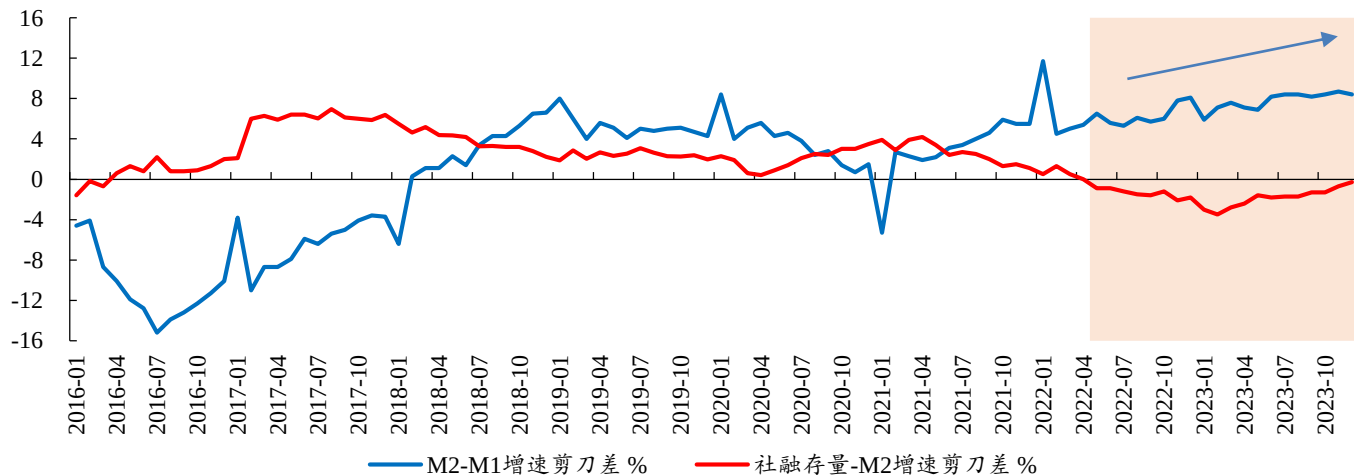
图5：上市股份行对公定期存款成本率边际微升（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

二是银行同业、银行与非银之间也可能存在资金空转。因为观察社融-M2 的增速差自 2022 年 4 月以来持续为负，存款的增长并没有依赖于信贷的派生，而是以同业存款、非银存款（包括同业存款以及计入一般性存款的协议存款）等形式重新进入银行负债端，变相拉高了存款成本率。后续银行有望通过“信贷节奏平滑→负债压力缓释→负债成本下降→资金空转套利现象减少”来实现“防空转”的政策意图，此外银行将更多考察贷款背后的真实融资需求，减少贷款回存的现象。对于银行来说，有望切实降低负债成本，并减少对低价贷款的“冲量”，因此我们认为新发贷款利率下行空间已然不大。

图6：M2-M1 增速差走阔，社融-M2 增速为负，资金活化程度仍然较低

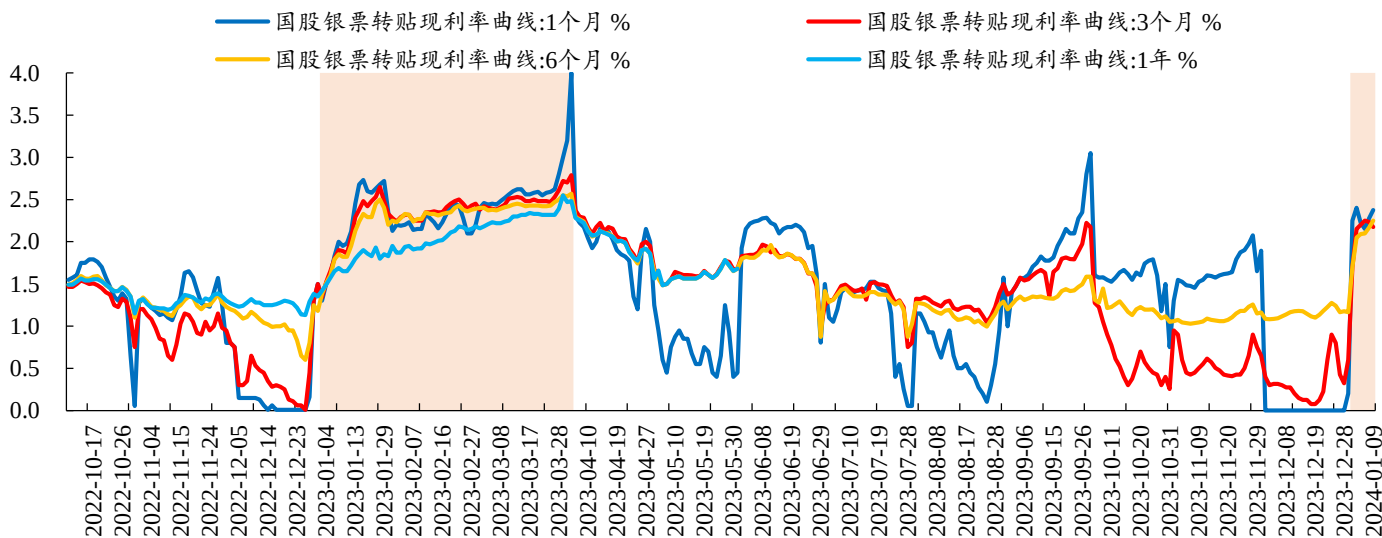


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、2024 年银行或更好实现“量价平衡”

“平滑信贷节奏”和“社融可持续较快增长”并不矛盾，两者都指向“量价平衡”。要做到平滑信贷节奏，就需要增量贷款在各月之间做适度分摊，避免季末的集中“冲量”。我们认为银行进行季末冲量的原因在于实体融资需求恢复较弱，企业自发投资意愿不足。我们通过银票转贴利率观察 2024 年信贷“开门红”，发现利率已回升至 2023 年同期水平，或表明 2024 年年初信贷总量并不弱，再加上 2023Q4 已提前释放部分“开门红”额度，因此我们认为集中“冲量”的现象有望缓解。

图7：2024 年 1 月的国股银票转贴现利率回升至 2023 年同期水平

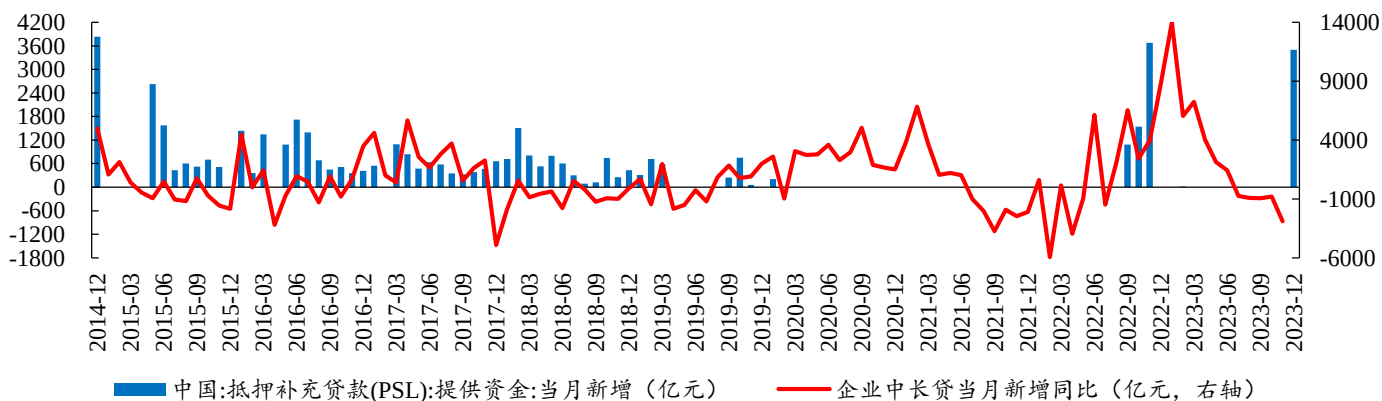


数据来源：CFETS、开源证券研究所

政府债发行和 PSL 投放有望支撑信贷。2022 年 9 月至 11 月共 6300 亿元 PSL 的净投放，带动企业中长贷连续多月同比多增，影响一直延续到 2023Q1。2023 年 12 月 3500 亿元 PSL 净投放叠加政府债加码，我们认为 2024 年全年贷款总量不弱，预计全年社融能够实现“可持续较快增长”。

信贷节奏的平滑有望更好实现“量价平衡”，新发贷款的利率逐渐企稳。特别是对于流动性压力不大的银行来说，通过平滑信贷节奏、拉长贷款久期等方式维持合理息差的可能性较大，也就是说 2024 年银行有望将盈利性摆在更靠前的位置。

图8：PSL 有望撬动企业中长期贷款增量



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、价：多重因素催化，存款降息空间打开

2.1、资产端：按揭和城投的负向影响基本接近

2.1.1、存量房贷利率下调：影响 2024 年 NIM 约-5.2BP

存量房贷利率的调降，已将 LPR-5Y 重定价的部分影响提前到 2023Q4 释放。2023 年 8 月 31 日央行发布存量房贷利率下调政策，由于此次下调的是加点而非 LPR 部分，因此被认为是“定向降息”，实质是将每年年初 LPR-5Y 重定价的影响部分提前到了 2023Q4 释放。因此与更大幅度下调 LPR-5Y 相比，该影响对于 2024 年的影响有所减轻。我们为测算此次下调对银行净息差的影响，做出以下关键假设：

(1) 量：据央行披露，2023 年 9 月 25 日至 10 月 1 日合计 21.7 万亿元的存量房贷进行了利率下调。考虑到 2023Q3 末我国个人住房贷款余额为 38.4 万亿元，可计算出涉及下调的比例约为 57%，以此作为每家上市银行涉及下调的占比；

(2) 价：以央行披露的 73BP 作为每家上市银行下调的幅度。

测算结果：我们预计影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约-5.2BP/-4.9BP，2024 年对 NIM 的负向拉动作用排序为国有行>股份行>农商行>城商行。

表1：存量房贷利率下调影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约-5.2BP/-4.9BP（利息收入单位亿元，NIM 单位 BP）

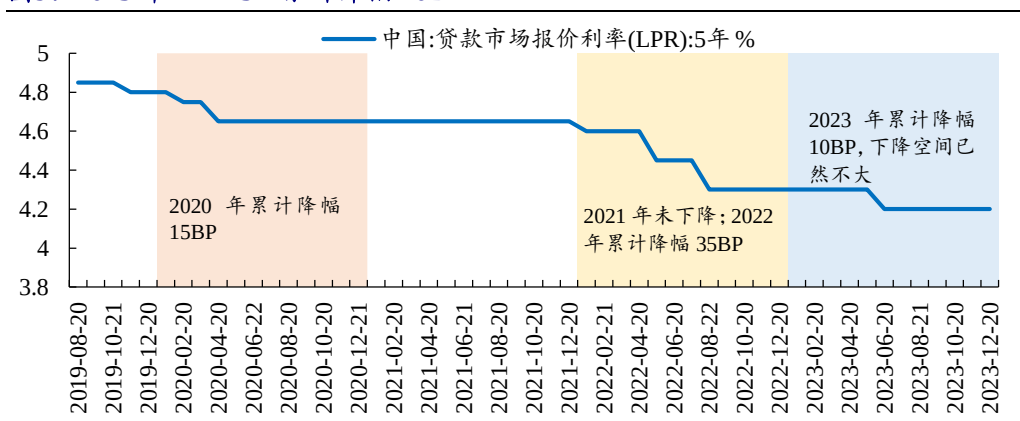
上市银行	按揭贷款余额（亿元）			假设		2024E		2025E	
	2021	2022	2023H1	涉及下调的比例	平均降幅（BP）	利息收入	NIM	利息收入	NIM
国有行	265398	270174	268451	57%	-73	-1107	-6.03	-1155	-5.67
股份行	62098	62073	61918	57%	-73	-255	-4.04	-256	-3.78
城商行	13752	14155	14382	57%	-73	-59	-2.63	-62	-2.46
农商行	3293	3174	3045	57%	-73	-13	-2.69	-12	-2.39
上市银行	344541	349576	347797	57%	-73	-1435	-5.24	-1485	-4.93

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：因数据披露口径不同，剔除兰州银行和紫金银行，下同）

2.1.2、年初 LPR 重定价：影响 2024 年 NIM 约-1.3BP

降息对中长贷的刺激作用边际下降，LPR-5Y 降幅略显克制。在 2022 年 LPR-5Y 已累计下降 35BP 的情况下，继续调降 LPR 利率的边际效用已有所减弱，但社融和金融数据仍未及预期，LPR-5Y 降幅也略显克制，2023 年全年下降 10BP，对于按揭贷款后续有望更多采取精准滴灌的政策。

图9：2023 年 LPR-5Y 累计降幅 10BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

测算结果：2023 年 LPR-5Y 累计下降 1 次，降幅为 10BP，以 2023 年 6 月末各上市银行披露的按揭贷款余额为基准，计算 2024 年 1 月 1 日和 2025 年 1 月 1 日按揭贷款重定价的影响，得到对息差的影响分别约-1.3BP/-1.2BP，2024 年对 NIM 的负向拉动作用排序为国有行>股份行>农商行>城商行。

表2：年初 LPR 重定价影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约-1.3BP/-1.2BP（利息收入单位亿元，NIM 单位 BP）

上市银行	按揭贷款余额（亿元）			LPR 重定价	2024E		2025E	
	2021	2022	2023H1	5Y(BP)	利息收入	NIM	利息收入	NIM
国有行	265398	270174	268451	-10	-268	-1.46	-280	-1.37
股份行	62098	62073	61918	-10	-62	-0.98	-62	-0.92
城商行	13752	14155	14382	-10	-14	-0.64	-15	-0.60
农商行	3293	3174	3045	-10	-3	-0.65	-3	-0.58
上市银行	344541	349576	347797	-10	-348	-1.27	-360	-1.19

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.3、参与城投化债：影响 2024 年 NIM 约-6.1BP

银行的风险偏好相对谨慎，城投业务的风险敞口占比相对较小。银行资金主要投向优质城投项目，风险为点状暴露、影响可控。2023H1 末招商银行地方政府融资平台业务余额约 2486 亿元，占贷款比重仅 3.91%，不良率仅 0.14%；兴业银行占比 3.92%，不良率 1.33%。我们为测算城投化债对银行净息差的影响，做以下关键假设：

（1）量：对公贷款中涉及城投贷款的主要为四类（租赁商服、交运、水利和电力），我们假设其中涉及化债的比例均为 20%；

（2）价：假设城投贷款的利率降幅平均为 200BP。

测算结果：城投化债影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约 6.1BP/ 5.5BP。2024 年对 NIM 的负向拉动作用排序为国有行>城商行>股份行>农商行。

表3：城投化债影响上市银行 2024-2025 年 NIM 约-6.1BP/ -5.5BP（利息收入单位亿元，NIM 单位 BP）

上市银行	城投贷款（2023H1，亿元）				假设		2024E		2025E	
	租赁商服	交运	水利	电力	涉及比例	利率降幅	利息收入	NIM	利息收入	NIM
国有行	91,752	113,044	46,031	59,301	20%	-2.00%	-1241	-6.75	-1241	-6.09
股份行	30,100	13,869	17,098	9,924	20%	-2.00%	-284	-4.49	-284	-4.20
城商行	15,445	1,899	10,405	1,775	20%	-2.00%	-118	-5.24	-118	-4.70
农商行	2,510	464	1,132	348	20%	-2.00%	-18	-3.81	-18	-3.50
上市银行	139,807	129,276	74,666	71,348	20%	-2.00%	-1660	-6.06	-1660	-5.51

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、负债端：2023 年多次存款降息累计影响 2024 年 NIM 约+5.7BP

2023 年存款成本“减负”效果不及预期。监管方面，对公存款不受自律机制的约束，部分通知存款、协定存款、协议存款等产品仍给予较高的利率，且企业存款一般金额较大，议价权较大。银行方面，季末需要补资金缺口，因此主动压降对公存款利率的意愿不足。居民方面，“资产荒”下可选的优质资产较少，理财“破净”后居民风险偏好显著下移，存款定期化现象持续，叠加存款一般到期才能重定价，因此存款成本相对刚性，存款挂牌利率的下降传导至银行存款成本的下降，中间有较长的时间差。

2024 年外部监管有动力，内部管理有诉求，存款成本的下降空间或将打开。2023 年 10 月央行表态称“协议存款等利率相对较高的产品可研究进一步强化自律规范”，

再加上 M1 和 M2 增速“一降一升”的现象仍在持续，监管对于资金空转的收束或将趋严。银行角度，随着新发贷款更好实现“量价平衡”，季节性的资金缺口有望缩小，银行吸收存款的节奏也更趋平滑。再加上银行的盈利诉求摆在更靠前的位置，对于存量高利率存款或采取到期不续存等措施，有效压降负债成本。

测算：我们为测算 2023 年 12 月 22 日开启的新一轮存款挂牌利率下降对 NIM 的影响，假设上市银行 3M/6M/1Y/2Y/3Y/5Y 存款均分别下调 -10/-10/-10/-20/-25/-25BP，可计算得出 2024 年和 2025 年 NIM 分别+3.1BP/+2.3BP，2024 年对 NIM 的正向拉动作用排序为国有行>股份行>城商行>农商行。

表4：2023 年 12 月底存款挂牌利率下调对上市银行 2024-2025 年 NIM 的影响分别为 3.1BP/2.3BP

上市银行	存款重定价（2023H1）							2024E		2025E	
	活期	3M 内（含活期）	3M-1Y	1-5Y	5Y 以上	不计息	合计	存款成本（亿元）	NIM（BP）	存款成本（亿元）	NIM（BP）
国有行	542,071	753,008	289,472	286,915	562	19,805	1,349,762	-512	3.10	-458	2.49
股份行	158,229	245,889	61,684	85,503	496	4,071	397,643	-180	3.05	-104	1.64
城商行	44,120	69,858	31,013	34,624	118	2,257	137,869	-60	2.97	-50	2.22
农商行	9,622	13,596	8,983	9,106	228	558	32,471	-12	2.70	-14	3.05
上市银行	754,042	1,082,351	391,152	416,147	1,403	26,691	1,917,746	-764	3.07	-626	2.28

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

表5：2023 年全年多次存款挂牌利率下调对上市银行 2024-2025 年 NIM 的影响累计分别为 5.7BP/3.0BP

上市银行	2023 年存款挂牌利率累计降幅（BP）							2024E		2025E	
	活期	3M	6M	1Y	2Y	3Y	5Y	存款成本（亿元）	NIM	存款成本（亿元）	NIM
国有行	-5	-10	-10	-10	-30	-40	-40	-882	5.33	-534	2.91
股份行	-6	-10	-10	-10	-31	-42	-43	-341	5.77	-155	2.44
城商行	-4	-17	-16	-16	-30	-44	-44	-102	5.04	-76	3.35
农商行	-5	-11	-12	-15	-30	-46	-46	-25	5.89	-16	3.42
上市银行	-5	-13	-13	-13	-30	-43	-44	-1412	5.67	-830	3.03

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

2.3、综合影响 2024 年 NIM 约-6.9BP

以上综合影响 2024-2025 年 NIM 约-6.9BP、-8.6BP，后续负债端仍存政策空间。按揭方面，存量房贷利率下调和 LPR 重定价合计影响 2024 年 NIM 约-6.5BP，与城投化债影响（-6.1BP）基本接近。综合考虑存量房贷利率下调、参与化债、年初 LPR 重定价、存款挂牌利率对息差的正向拉动，我们测算净息差 2024-2025 年受到的综合影响为-6.9BP/-8.6BP，息差仍总体承压，下阶段负债端成本压降仍有一定政策空间。

图10：存款和贷款重定价对上市银行 2024-2025 年 NIM 的综合影响分别为-6.9BP/-8.6BP

上市银行		存款重定价（2023年多次下调的累计影响）		贷款重定价						合计影响NIM	
				2023年存量按揭利率下调		年初按揭LPR重定价		城投化债			
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
国有行	工商	4.82	2.93	-5.96	-5.56	-1.44	-1.35	-7.72	-6.98	-10.30	-10.95
	建设	4.82	2.58	-6.69	-6.23	-1.62	-1.51	-6.19	-5.53	-9.68	-10.69
	农业	4.89	2.39	-5.46	-5.01	-1.32	-1.22	-6.60	-5.79	-8.48	-9.63
	中国	5.51	2.79	-6.53	-6.34	-1.58	-1.54	-7.76	-7.18	-10.37	-12.27
	交通	5.02	2.54	-4.37	-4.11	-1.06	-1.00	-6.76	-6.10	-7.17	-8.67
	邮储	9.21	5.68	-6.50	-6.32	-1.58	-1.53	-3.67	-3.37	-2.54	-5.54
股份行	招商	4.85	1.93	-5.13	-4.78	-1.24	-1.16	-3.46	-3.14	-4.99	-7.15
	兴业	4.64	1.78	-4.67	-4.11	-1.13	-1.00	-4.52	-4.10	-5.69	-7.42
	浦发	5.66	2.27	-4.51	-4.19	-1.09	-1.02	-5.18	-5.09	-5.13	-8.03
	中信	5.66	2.18	-4.76	-4.48	-1.15	-1.09	-5.51	-5.21	-5.77	-8.59
	民生	5.54	2.57	-3.30	-3.07	-0.80	-0.74	-5.58	-5.47	-4.13	-6.70
	平安	5.49	2.53	-2.09	-1.94	-0.51	-0.47	-0.61	-0.56	2.28	-0.43
	光大	6.06	2.94	-3.69	-3.69	-0.89	-0.89	-4.81	-4.44	-3.33	-6.08
	华夏	4.82	2.87	-3.35	-3.46	-0.81	-0.84	-7.14	-6.78	-6.48	-8.21
浙商	8.40	3.93	-1.63	-1.69	-0.39	-0.41	-3.85	-3.31	2.53	-1.48	
城商行	北京	5.03	3.43	-4.38	-4.01	-1.06	-0.97	-6.09	-5.85	-6.50	-7.40
	上海	3.95	2.98	-2.15	-2.18	-0.52	-0.53	-4.00	-3.62	-2.73	-3.34
	江苏	6.53	3.50	-3.39	-3.04	-0.82	-0.74	-4.81	-4.38	-2.50	-4.66
	宁波	2.41	1.41	-1.15	-1.15	-0.28	-0.52	-3.17	-2.53	-2.19	-3.78
	南京	4.46	2.76	-1.67	-1.52	-0.40	-0.37	-7.77	-7.08	-5.39	-6.21
	杭州	4.20	2.28	-1.99	-1.94	-0.48	-0.47	-6.15	-5.18	-4.42	-5.31
	长沙	7.38	3.89	-3.19	-3.51	-0.77	-0.85	-4.56	-4.16	-1.15	-4.63
	成都	2.20	2.02	-3.08	-2.55	-0.75	-0.62	-7.90	-6.54	-9.52	-7.69
	贵阳	3.17	1.82	-1.22	-1.35	-0.30	-0.33	-4.21	-4.00	-2.56	-3.86
	重庆	9.26	8.72	-2.24	-1.95	-0.54	-0.47	-6.65	-6.04	-0.18	0.26
	郑州	4.41	3.27	-2.46	-2.18	-0.60	-0.53	-6.82	-6.54	-5.47	-5.97
	青岛	4.52	4.55	-3.44	-3.16	-0.83	-0.77	-3.95	-3.60	-3.70	-2.98
	苏州	5.41	2.91	-2.49	-2.31	-0.60	-0.56	-3.62	-3.16	-1.31	-3.13
	齐鲁	5.84	4.97	-3.31	-3.26	-0.80	-0.79	-5.29	-4.42	-3.57	-3.50
	西安	1.26	2.30	-2.95	-2.68	-0.71	-0.65	-4.80	-4.63	-7.20	-5.66
	厦门	5.34	2.67	-2.28	-1.67	-0.55	-0.41	-2.19	-1.85	0.31	-1.26
农商行	渝农	3.13	1.72	-2.67	-2.36	-0.65	-0.57	-5.49	-5.15	-5.67	-6.35
	沪农	5.54	3.23	-3.35	-2.96	-0.81	-0.72	-3.04	-2.79	-1.66	-3.24
	青农	6.71	6.68	-2.92	-2.78	-0.71	-0.67	-4.06	-3.87	-0.98	-0.64
	常熟	8.00	3.92	-1.60	-1.40	-0.39	-0.34	-2.07	-1.77	3.93	0.41
	无锡	3.80	3.59	-2.12	-1.80	-0.51	-0.44	-4.89	-4.36	-3.71	-3.00
	苏农	6.65	2.27	-1.53	-1.52	-0.37	-0.37	-1.95	-1.71	2.79	-1.32
	张家港	4.18	3.34	-1.98	-1.85	-0.48	-0.45	-2.14	-1.87	-0.42	-0.82
	瑞丰	10.40	4.24	-3.47	-3.12	-0.84	-0.76	-1.67	-1.59	4.42	-1.23
江阴	5.37	2.75	-1.91	-1.65	-0.46	-0.40	-3.15	-2.84	-0.15	-2.15	
国有行	5.33	2.91	-6.03	-5.67	-1.46	-1.37	-6.75	-6.09	-8.92	-10.22	
股份行	5.77	2.44	-4.04	-3.78	-0.98	-0.92	-4.49	-4.20	-3.74	-6.45	
城商行	5.04	3.35	-2.63	-2.46	-0.64	-0.60	-5.24	-4.70	-3.46	-4.41	
农商行	5.89	3.42	-2.69	-2.39	-0.65	-0.58	-3.81	-3.50	-1.26	-3.05	
上市银行	5.67	3.03	-5.24	-4.93	-1.27	-1.19	-6.06	-5.51	-6.90	-8.60	

数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所

3、险：拨备安全边际充足，加快不良处置对利润影响较小

风险视角，重点关注地产、小微和非房零售贷款的不良生成情况。近年上市银行风险暴露情况有所改善，2023 年上半年还原核销后的不良生成率为 0.84%，处于较低水平，后续重点关注几大领域：

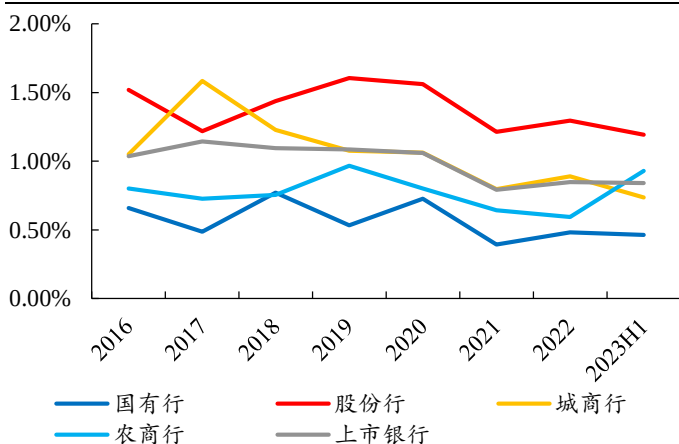
（1）城投化债政策导向不变，城投风险基本可控，对于银行经营的影响更多在净息差和新增贷款投向；

(2) 地产方面需关注会否二次风险暴露，目前仍有政策细节尚未靴子落地；

(3) 经济弱复苏过程中，小微贷款和信用卡的不良生成率或有走高，需关注非房零售贷款的风险暴露情况。

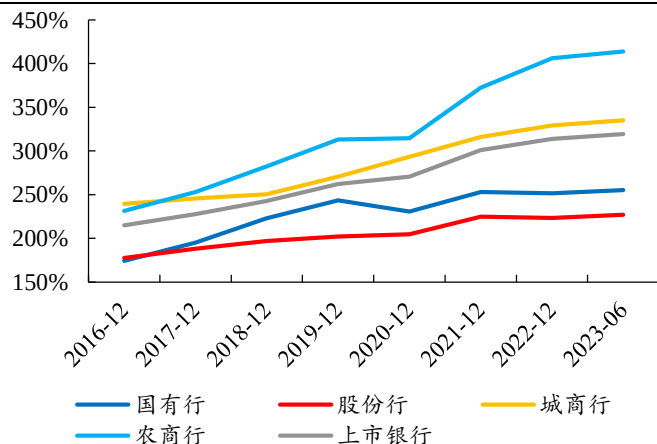
监管鼓励的“盘活存量资源”意味着存量不良资产可能会加快处置。后续银行或加大核销、转出等处置力度，考虑到上市银行目前的拨备安全边际较为充足（2023年6月末上市银行拨备覆盖率平均为319%），拨备覆盖率或边际微降，而对净利润的合理增长影响不大。

图11：近年上市银行不良生成率总体平稳（还原核销后）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：上市银行拨备覆盖率稳中有升，安全边际充足



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、投资建议：看好银行板块“开门红”行情

通常来讲，年初是银行板块上涨概率比较大的时间窗口，稳增长有诉求、宽信用出效果。目前来看银行基本面乐观因素比压力因素多，息差受益于量价平衡，估值已经较为充分地反映了悲观预期，叠加机构资金对银行股的持仓处于历史低位，所以仍然明确看好银行板块开门红行情。受益标的：（1）高股息红利策略。优质资产荒加剧，银行配置性价比进一步增强。相比于前期涨幅较大的国有行，我们建议可适当切换视角到股份行，如**中信银行**、**光大银行**。（2）顺周期修复逻辑。政策后期见效可能性提高，经济先行指标改善，重点地区的优质城农商行或将受益，如**苏州银行**、**江苏银行**、**长沙银行**、**常熟银行**。（3）估值低、修复空间较大的股份行龙头或将受益，如**招商银行**。

表6：受益标的估值表

代码	银行名称	PB (LF)		ROE(%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS (元)			评级
		2024-01-15	2023E		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600036.SH	招商银行	0.8	0.8	17.38	4.08	0.28	7.14	15.08	6.39	10.97	5.26	5.82	6.44	未评级
601998.SH	中信银行	0.5	0.4	11.30	3.34	-0.17	3.04	11.61	5.04	9.56	1.06	1.33	1.46	买入
601818.SH	光大银行	0.4	0.4	10.23	-0.73	-0.45	4.53	3.23	0.44	5.37	0.67	0.76	0.80	未评级
600919.SH	江苏银行	0.6	0.6	18.08	10.66	10.57	11.30	28.90	22.91	20.17	1.36	1.71	2.05	未评级
601577.SH	长沙银行	0.5	0.5	13.73	9.58	12.49	12.84	8.04	10.51	12.59	1.61	1.70	1.74	买入
002966.SZ	苏州银行	0.6	0.6	13.12	8.62	8.90	9.94	26.13	21.07	19.21	0.95	1.18	1.27	买入
601128.SH	常熟银行	0.8	0.7	14.19	15.07	12.69	13.69	25.39	20.96	19.44	0.94	1.21	1.45	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、除已覆盖的苏州银行、长沙银行和中信银行外，其余标的均采用 Wind 一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于 2024-01-15 收盘价；3、“年化 ROE”为 2023 年前三季度加权平均 ROE 的年化）

5、风险提示

经济复苏进度低于预期；监管环境趋严等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn