民生证券 MINSHENG SECURITIES

银行

行业研究/动态报告

银行股大涨之后怎么看？

—银行股 7 月开门红行情跟踪

动态研究报告/银行 | 2020 年 07 月 07 日

报告摘要：

- **银行股涨幅创下历史记录**

7 月 6 日银行指数（中信）大涨 9.02%，涨幅位居各行业板块的第一位。和历史行情比较，今日的银行指数涨幅位列历史最高单日涨幅的第 5 位。银行股迎来牛市行情。

- **银行业政策压力最大的时间点已经过去**

下半年货币政策边际收紧。政策方向从上半年的全局性让利，向定向精准滴灌转变。在中小银行基本面偏弱的情况下，打通对中小企业的流动性传导渠道，需要更多的政策松绑，来加强地方金融对实体经济的支持力度。近期银行业的利好政策频出。7 月 3 日晚发布的《标准化债权类资产认定规则》，进一步降低了中小银行非标转标的压力。

- **投资资金配置银行股的需求强烈**

截止 6 月末，WIND 口径的公募基金净值总额达到历史新高的 17 万亿元，比年初大幅增长 16%。其中股票型基金和混合型基金合计达到 3.89 万亿元，逼近 2015 年的阶段性高点。下半年大量的资金寻找低估值的板块进行配置。低估值、低仓位、高股息，而且基本面边际改善的银行股成为资金配置首选，多因素启动了银行股的估值修复行情。

- **银行股目标价位预计在1.1倍PB左右**

截至 7 月 6 日收盘，银行指数的 PB 估值为 0.80 倍。2019 年疫情前银行指数的 PB 估值中枢在 0.85 倍附近。但是考虑到利率下行，DDM 模型的折现率下降；银行股利润增速平稳，疫情影响逐步消化。两因素叠加，银行股估值回到疫情前的水平再向上突破到 1.1 倍 PB 左右问题不大。短期若因为情绪和政策出现调整，会是较好加大配置的机会。

- **投资建议**

从 6 月末以来上涨的银行股集中于以小微零售业务为特色的高估值标的，低估值标的涨幅偏小。推荐组合沿着两个方向走，**一是零售小微标的：常熟银行、平安银行、宁波银行、招商银行。二是低关注度低估值标的：南京银行、杭州银行、江苏银行、光大银行。**

- **风险提示**

资产质量波动，息差下行压力，政策出台不及预期。

盈利预测与财务指标

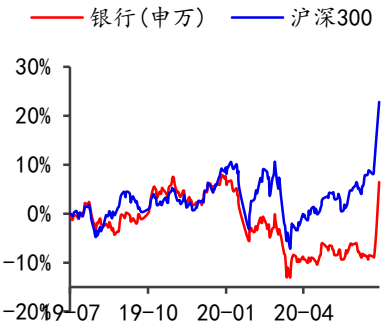
代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7 月 6 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601128. SH	常熟银行	8. 88	0. 65	0. 73	0. 84	13. 63	12. 10	10. 60	推荐
000001. SZ	平安银行	15. 68	1. 45	1. 67	1. 94	10. 79	9. 39	8. 09	推荐
002142. SZ	宁波银行	31. 13	2. 28	2. 71	3. 23	13. 64	11. 50	9. 65	推荐
600036. SH	招商银行	40. 41	3. 68	4. 11	4. 61	10. 97	9. 84	8. 77	推荐
601009. SH	南京银行	8. 63	1. 47	1. 40	1. 59	5. 97	6. 17	5. 42	未评级
600926. SH	杭州银行	10. 56	1. 29	1. 29	1. 53	7. 12	8. 21	6. 91	未评级
600919. SH	江苏银行	6. 67	1. 13	1. 27	1. 42	5. 89	5. 27	4. 70	推荐
601818. SH	光大银行	4. 42	0. 71	0. 79	0. 88	6. 21	5. 60	5. 03	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：未评级公司盈利预测来自 wind 一致预期

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号： S0100519090001

电话： 0755-22662075

邮箱： guoqiwei@mszq.com

相关研究

1.行业动态报告:局部放松过渡期要求，非标转标压力减轻

2.行业动态报告:估值修复行情开启，把握配置窗口期

目录

一、银行股大涨之后怎么看？ 3
二、投资建议 9
三、风险提示 9
插图目录 10
表格目录 10

一、银行股大涨之后怎么看？

7 月 6 日银行指数（中信）大涨 9.02%，涨幅位居各行业板块的第一位。在 36 家上市银行中，涨幅超过 9%的公司达到创纪录的 29 家。和历史行情比较，今日的银行指数涨幅位列历史最高单日涨幅的第 5 位，其他涨幅排在前 4 的交易日都出自 2008 年的大牛市。银行股迎来牛市行情。

表1：今日的银行指数涨幅位列历史最高单日涨幅的第 5 位

日期	成交额(百万)	涨幅	排名
2008-09-22	17854.03	10.02%	1
2008-09-19	4041.99	10.00%	2
2008-04-24	33865.31	9.54%	3
2008-10-13	8090.2	9.18%	4
2020-07-06	69362.19	9.02%	5
2008-02-04	13045.58	8.97%	6
2008-08-20	7156.08	8.41%	7
2008-11-10	10145.73	8.33%	8
2013-09-09	30487.82	8.24%	9
2014-11-28	77022.86	8.21%	10

资料来源：WIND，民生证券研究院

正如我们上周所述，7 月的**银行股行情得益于政策面、资金面和基本面三方面的共振。**

从政策面上看，市场对于“金融支持实体”的理解已经回归理性化。短期让利促进了实体经济的恢复，也有利于银行基本面的长期稳健发展。1.5 万亿元的金融合理让利目标明确了让利的边际，实现靴子落地的效果。尤其是重点对接中小企业的中小银行，持续享受着结构性的政策利好。今年以来中小银行的流动性宽松、拨备达标要求放松、资本补充门槛降低，政策环境不止没有“加压”反而在不断“减负”，是银行板块重要的 alpha 投资机会。

表2：有关补充中小银行资本金的政策频出

时间	政策内容
2020 年 1 月	国务院金融稳定发展委员会第十四次会议提出，要多渠道补充中小银行资本金，促进提高对中小企业信贷投放能力。
2020 年 2 月	人民银行副行长刘国表示，要鼓励银行开展多种方式补充资本 探索创新银行补资本的工具;在下一阶段要加大对中小银行补资本方面的支持,提升整个银行的信贷能力。
2020 年 3 月	人民银行副行长陈雨露表示，要加大对中小银行补充资本，发行金融债券的支持，目的是要进一步提升商业银行整体信贷投放意愿和能力。
2020 年 4 月	国务院金融稳定发展委员会第二十五次会议提出，采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度，增强抵御风险和信贷投放能力。
2020 年 5 月	国务院总理李克强作政府工作报告时提出，要推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。
2020 年 5 月	国务院金融稳定发展委员会办公室发布 11 条金融改革措施，其中包括出台《中小银行深化改革和补充资本工作方案》，要求进一步推动中小银行深化改革，加快中小银行补充资本，坚持市场化法治化原则，多渠道筹措资金，把补资本与优化公司治理有机结合起来。
2020 年 5 月	银保监会修订发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，放开了

时间	政策内容
	原规定对发行人规模等条件限制，更多中小银行的资本债满足投资条件。
2020 年 7 月	国务院总理李克强主持召开国常会，决定着眼增强金融服务中小微企业能力，在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。

资料来源：人民银行，银保监会，中国中央人民政府网，民生证券研究院

我们判断银行业政策压力最大的时间点已经过去。随着疫情影响减弱，企业复工复产速度加快，下半年货币政策边际收紧。政策方向从上半年的全局性让利，向定向精准滴灌转变。在中小银行基本面偏弱的情况下，打通对中小企业的流动性传导渠道，需要更多的政策松绑，来加强地方金融对实体经济的支持力度。比如近期银行业的利好政策频出。在 7 月 1 日国常会批准地方政府利用专项债额度认购中小银行的可转债以后。7 月 3 日晚人行又发布了《标准化债权类资产认定规则》，明确“非非标”的监管分类，有条件地允许今年末尚在存续期内的“非非标”在资管新规过渡期结束后继续妥善处理，进一步降低了中小银行非标转标的压力。

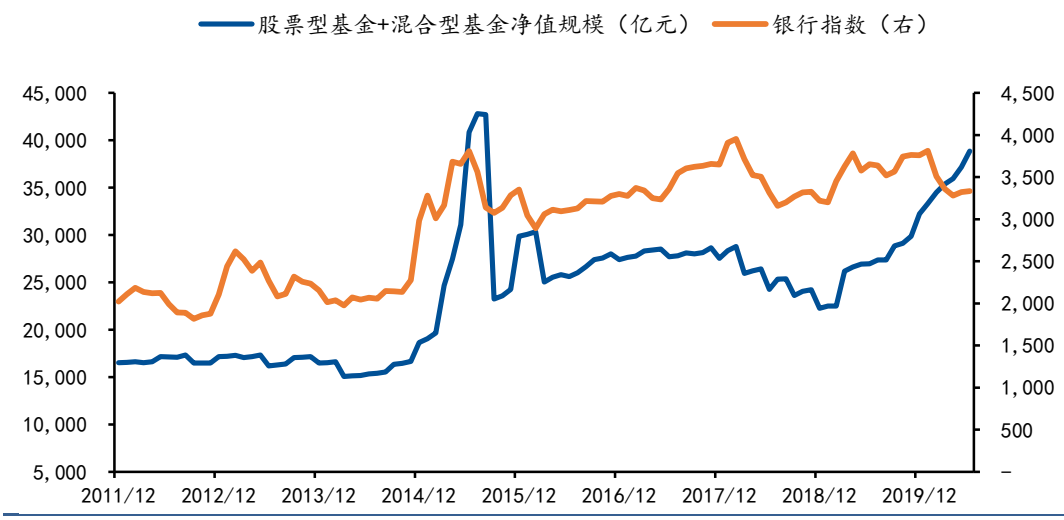
表3：《标准化债权类资产认定规则》主要内容

资产类别	认定标准	具体类别 / 认定条件
标债资产	1. 依法发行的债券、资产支持证券等固定收益证券，无须认定	①主要包括国债、中央银行票据、地方政府债券、政府支持机构债券、金融债券、非金融企业债务融资工具、公司债券、企业债券、国际机构债券、同业存单、信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券，以及固定收益类公开募集证券投资基金等。 ②包括市场关注的在银行间、交易所债券市场交易的政金债、铁道债、中央汇金债、熊猫债等品类。 ③资产属性为债权的永续债和可转债。
	2. 符合五项标准的其他债权类资产，由基础设施机构作为主体向人民银行申请，人民银行会同金融监督管理部门进行认定	①等分化，可交易； ②信息披露充分； ③集中登记，独立托管； ④公允定价，流动性机制完善； ⑤在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易
非标资产	不符合标债资产条件的债权类资产	①银行业理财登记托管中心有限公司的理财直接融资工具； ②银行业信贷资产登记流转中心有限公司（银登中心）的信贷资产流转和收益权转让相关产品； ③北京金融资产交易所有限公司（北金所）的债权融资计划； ④中证机构间报价系统股份有限公司（中证报价系统）的收益凭证； ⑤上海保险交易所股份有限公司（保交所）的债权投资计划、资产支持计划； ⑥其他未同时符合本规则第二条所列条件的为单一企业提供债权融资的各类金融产品。 ⑦同业借款、债券借贷、票据逆回购、以标准化金融资产为标的的逆回购等形成的资产。 ⑧除固定收益类公募基金外，其他固定收益类公募资管产品。
非标资产除外类别		存款（包括大额存单、同业存款、协议存款、结构性存款）以及债券逆回购、同业拆借等形成的资产。

资料来源：人民银行，民生证券研究院

从资金面上看，投资资金配置银行股的需求强烈。今年是资管新规过渡期最后一年，非标整改的压力减轻。因为疫情逆周期调控带来的流动性宽松，加上房住不炒的政策安排，促成今年资管规模整体实现较快增长。截止 6 月末，WIND 口径的公募基金净值总额达到历史新高的 17 万亿元，比年初大幅增长 16%。其中股票型基金和混合型基金合计达到 3.89 万亿元，逼近 2015 年的阶段性高点。下半年大量的资金寻找低估值的板块进行配置。低估值、低仓位、高股息，而且基本面边际改善的银行股成为资金配置首选，多因素启动了银行股的估值修复行情。

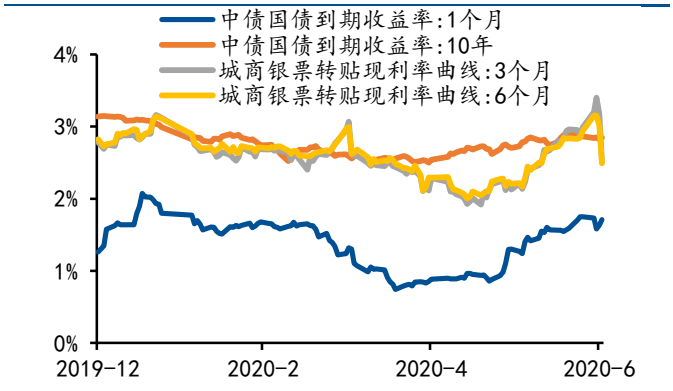
图1：投资资金配置银行股的需求强烈



资料来源：WIND，民生证券研究院

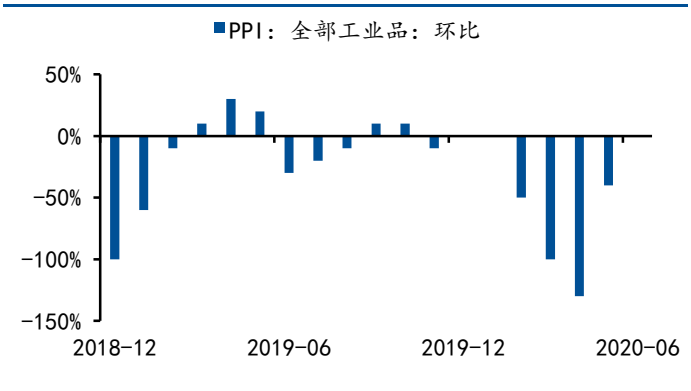
银行的基本面稳中向好。随着原油价格反弹，第三季度 PPI 有望触底回升，工业品价格上涨将推动银行资产端定价筑底。PPI 环比改善往往是银行股超额收益出现的催化剂。前瞻指标也表现乐观。6 月制造业 PMI 50.9%，连续第四个月站在荣枯线以上。其中新出口订单指数环比大幅增加 7.3 个百分点到 42.6%，反映随着海外复工速度加快，外需压力也出现了边际缓解，将有利于降低银行的批零业和制造业贷款信用风险。

图2：利率底已经出现



资料来源：WIND，民生证券研究院

图3：PPI 降幅收窄



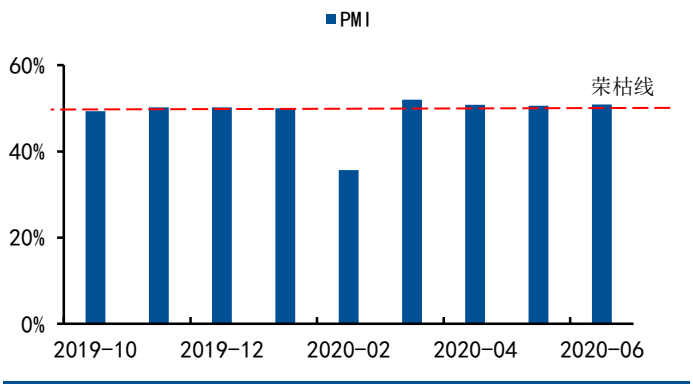
资料来源：WIND，民生证券研究院

图4：全国规模以上工业企业利润增速由负转正



资料来源：WIND，民生证券研究院

图5：制造业 PMI 环比提升，已连续四个月高于荣枯线



资料来源：WIND，民生证券研究院

对于银行股的二季报不需过度担忧。银行的基本面往往滞后于经济周期，业绩底晚于估值底出现是行业的常态。回顾历史，2014 年的银行股行情启动后，到 2016Q1 银行股利润增速才触底回升。2012 年 Q4 银行股的基建行情出现后，到 2013 年 Q2 银行股利润增速才有阶段性反弹。所以利润增速暂时下行并不影响行情的出现。今年二季度因为需要继续确认前期的部分问题资产，上市银行利润增速预计延续保守的风格，较一季度基本持平。不良率微升，拨备计提力度边际增加。但这些基本面的变化都已经包含在市场预期之中。随着二季度以后经济重新回暖，以及下半年资产扩张进一步提速，上市银行的业绩底预计会在四季度前后会出现。

经济增速长期下行不影响银行股的投资价值。少数市场观点认为经济增速长期下行将拖累银行的景气度表现，削弱银行的长期投资价值。对此我们在这里简单提出不同的看法。首先即使经济增速长期下行，经济周期性波动也会产生银行股的投资机会。经济阶段性复苏如 2016 年，2018 年初以及现在疫情影响减弱，都出现了银行股行情。其次国内银行的商业模式仍然相当传统。非息收入占比低，大型企业贷款占比高。未来银行的商业模式从利息收入向非息收入转变，贷款对象从大企业向小微企业的转变，将给银行带来丰富的 ROA 提升空间。第三决定银行股长期投资价值的重要参数分红率，还没有到天花板。现在上市银行分红率多为 30%左右。随着经济步入低增长，分红率提高，也会带来银行股估值的增长。第四，银行股标的和模式不断分化，个体标的的 alpha 投资机会也会大量增加。

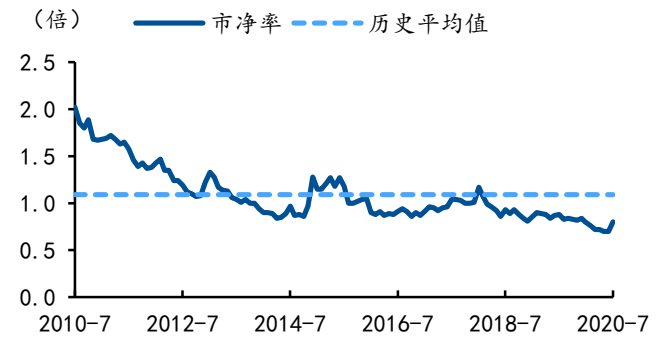
银行股目标价位预计在 1.1 倍 PB 左右。截至 7 月 6 日收盘后，银行指数的 PB 估值为 0.80 倍。在今年二季度银行股 PB 持续刷新历史新低以后，即使经过 7 月近几天的大涨，现在的指数 PB 相对于过去 5 年的历史分位数仍然只为 15%。银行股的估值修复行情只是刚刚启动。2019 年疫情前银行指数的 PB 估值中枢在 0.85 倍附近。但是考虑到利率下行，DDM 模型的折现率下降；银行股利润增速平稳，疫情影响逐步消化。两因素叠加，银行股估值回到疫情前的水平再向上突破到 1.1 倍 PB 左右问题不大。短期若因为市场情绪和政策扰动带来的调整，会是比较好的加大配置的机会。

图6：PB 和过去 5 年分位值变化图



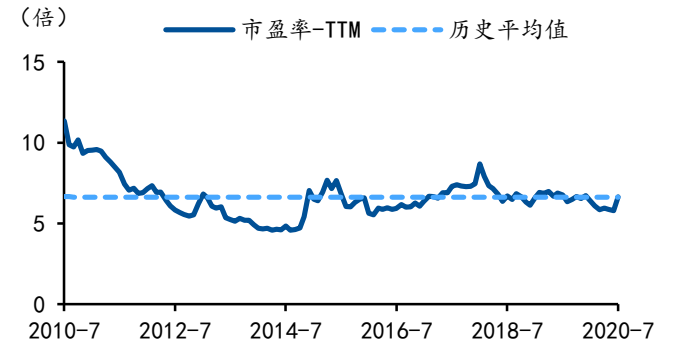
资料来源：WIND，民生证券研究院

图7：3 月以来，银行板块 PB 估值降至 0.7 倍以下



资料来源：WIND，民生证券研究院

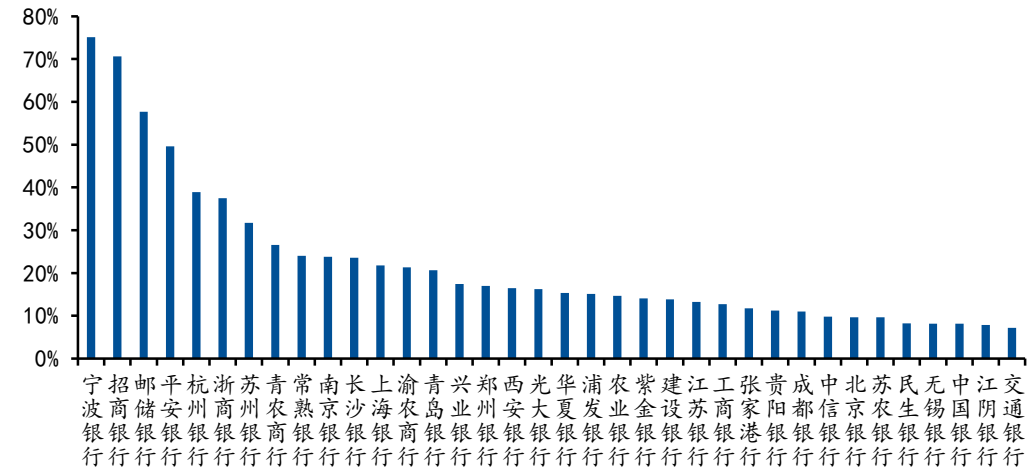
图8：当前银行板块 PE 估值仅 6 倍左右



资料来源：WIND，民生证券研究院

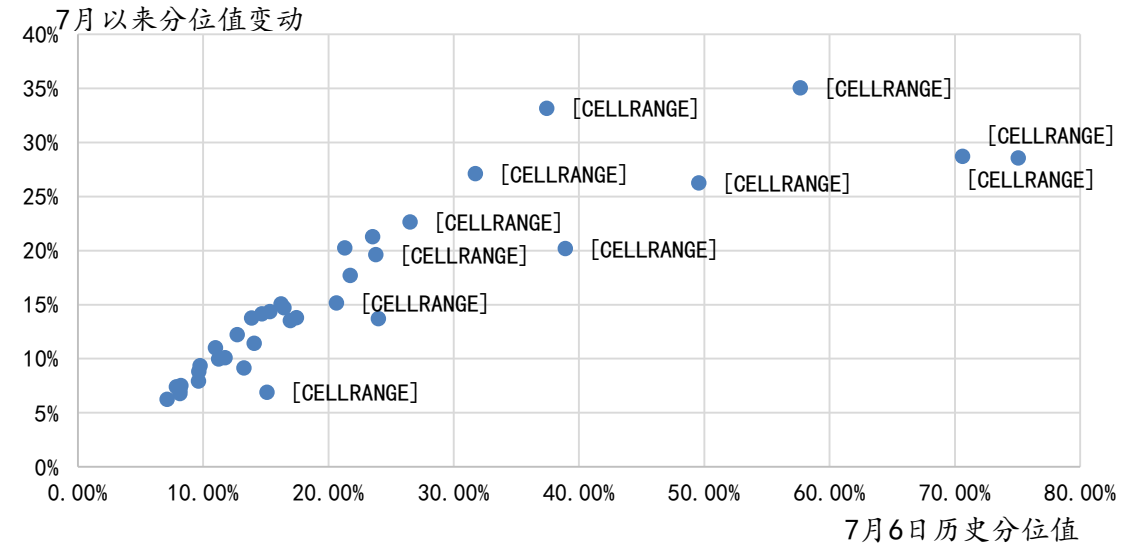
在连续大涨以后还有哪些低估值的银行股标的？从 PB 历史分位数来看（老 16 家上市银行的观察期为过去 5 年，其余为过去 3 年），除了宁波银行、招商银行、邮储银行、平安银行以外，其他银行的 PB 历史分位数都在 50%以下。实际上从 6 月末以来上涨的银行股集中于以小微零售业务为特色的高估值标的，低估值标的涨幅偏小。用 PB-ROE 图观察会更为明显。横轴为 2020 年预期 ROE，纵轴为 2020 年预期 PB，小微零售标的用橙色圆圈表示，其他标的用蓝色圆圈表示。可以看到即使招商银行、平安银行有较大的涨幅，但是两者估值仍然低于小微零售标的的估值中枢。在对公标的方面，江苏银行、成都银行、贵阳银行估值也相对偏低。基本面较为突出的南京银行、光大银行还没有体现出明显的估值优势。

图9：个股 PB 相对于过去 5 年的历史分位值



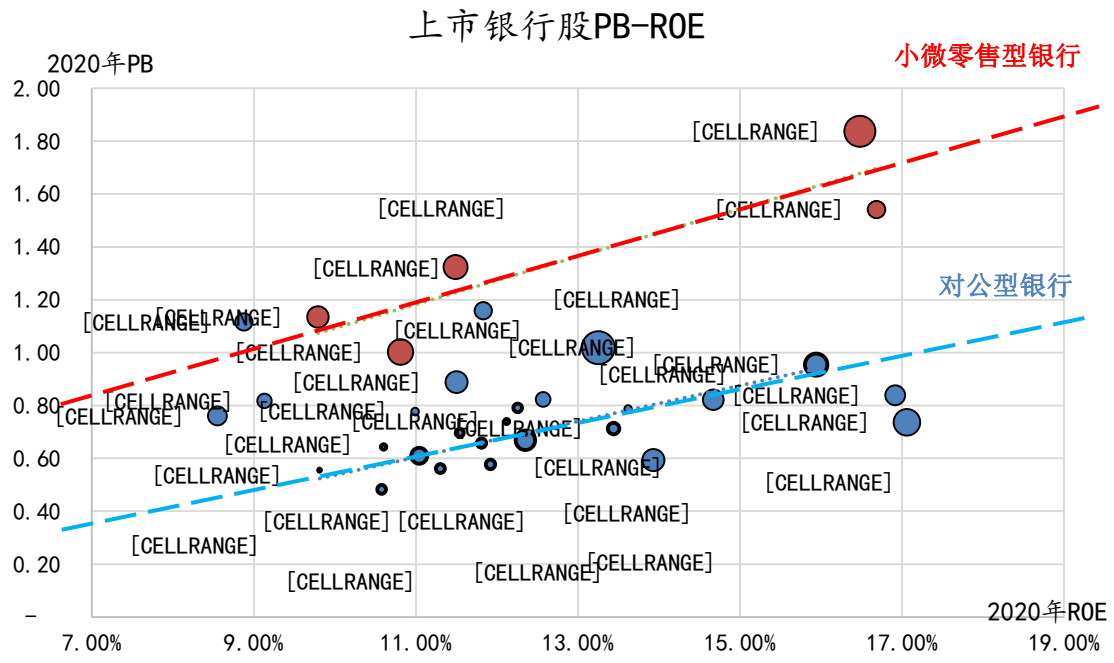
资料来源：WIND，民生证券研究院

图10：　7 月以来个股 PB 过去 5 年分位值变动



资料来源：WIND，民生证券研究院

图11: PB-ROE



资料来源：WIND，民生证券研究院

注：气泡宽度为 2020 年一季度归母净利润同比增速

二、投资建议

我们推荐的组合沿着两个方向走，**一是零售小微标的**。下半年的消费刺激政策将改善零售贷款的信用风险，“保就业”的政策目标为零售风险的暴露确定了政策底。零售标的因为没有对公不良贷款的包袱，基本面修复速度更快。我们主要推荐**常熟银行、平安银行、宁波银行、招商银行**。**二是低关注度低估值标的**。前期因为疫情冲击估值被过度压制，但是业绩稳定，风控能力突出，业绩预期将保持乐观。对此我们建议关注**南京银行、杭州银行、江苏银行、光大银行**。

三、风险提示

1、资产质量波动；

2、息差下行压力；

3、政策出台不及预期

插图目录

图 1：投资资金配置银行股的需求强烈 5
图 2：利率底已经出现 5
图 3：PPI 降幅收窄 5
图 4：全国规模以上工业企业利润增速由负转正 6
图 5：制造业 PMI 环比提升，已连续四个月高于荣枯线 6
图 6：PB 和过去 5 年分位值变化图 7
图 7：3 月以来，银行板块 PB 估值降至 0.7 倍以下 7
图 8：当前银行板块 PE 估值仅 6 倍左右 7
图 9：个股 PB 相对于过去 5 年的历史分位值 8
图 10：7 月以来个股 PB 过去 5 年分位值变动 8
图 11：PB-ROE 9

表格目录

表 1：今日的银行指数涨幅位列历史最高单日涨幅的第 5 位 3
表 2：有关补充中小银行资本金的政策频出 3
表 3：《标准化债权类资产认定规则》主要内容 4

分析师简介

郭其伟，民生证券首席金融行业分析师。中山大学硕士，曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券，负责银行、非银行业方向的研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。