银行

行业研究/动态报告

估值修复行情开启，把握配置窗口期

—点评银行股 7 月开门红

动态研究报告/银行 | 2020 年 07 月 03 日

报告摘要：

- **银行板块7月迎来开门红**

今日银行指数上涨 2.20%，7 月连续两个交易日累计涨幅达到 4.10%。其中市场关注度较高的标的，如光大银行、宁波银行、招商银行、平安银行、兴业银行等，7 月两天涨幅分别达到 9.45%、5.68%、4.93%、4.92%、4.81%。

- **经济弱复苏修复了银行的基本面逻辑**

经济复苏呈现从量变到质变的趋势。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贷款信用风险。而且因为原油价格反弹，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。从高频数据看，“利率底”的确已经出现。5 月以来银票转贴现利率持续上扬，短端利率率先反应。下半年人行的货币政策从“过度宽松”向“适度宽松”的转变，都有利于提高银行的资产端议价能力。

- **资金寻找下半年低估值板块进行配置**

从资金面上看，过了 6 月末投资机构的考核时间点，现在正是资金寻找下半年低估值板块进行配置的黄金窗口期。银行板块基本面预期改善，但是估值和仓位双低，所以会持续受到配置资金的青睐。银行板块 PB 只有 0.7 倍，已经是历史新低的底部区间。PE 在 6 倍左右，股息率高达 3.81%，在低利率环境下具备显著的投资价值。主动基金对银行股的配置降到近年来的新低，只有约 4.7%，向下空间非常有限。而北向资金从 3 月底开始率先增持。以机构重仓的招商银行为例，北向资金持股占其流通 A 股的比例从 3 月下旬最低的 4.22%，历经 3 个月稳步提升到 4.57%。

- **市场对于“金融支持实体”的理解回归理性化**

首先，在 6 月中旬金融对企业合理让利 1.5 万亿元的消息，明确了金融让利的边际，对板块实现了靴子落地的效果。其次，大型银行的“让利”和中小银行的“减负”并行不悖。在 6 月上旬《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》就明确提出，全国性银行“要合理让利”，但是中小银行“可结合自身实际，实施内部转移定价优惠或经济利润补贴”。让利主体主要为全国性银行。今年要做好“六稳”“六保”工作，必须以服务中小企业的中小银行作为政策的核心抓手。又因为中小银行（尤其是非上市银行）基本面羸弱，所以对中小银行给予政策性利好，也是金融支持实体的关键一环。这创造了结构性的投资机会。

- **投资建议**

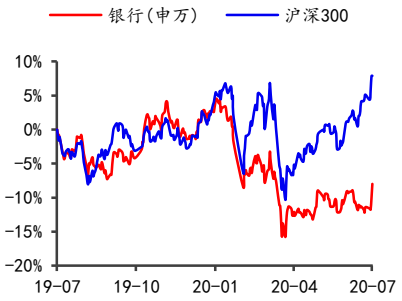
我们推荐的组合沿着两个方向走，**一是零售小微标的**。下半年的消费刺激政策将改善零售贷款的信用风险，“保就业”的政策目标为零售风险的暴露确定了政策底。我们主要推荐**常熟银行、宁波银行、平安银行、招商银行。二是低关注度低估值标的**。前期因为疫情冲击估值被过度压制，但是业绩稳定，风控能力突出，业绩预期将保持乐观。对此我们建议关注**南京银行、杭州银行、兴业银行、光大银行。**

- **风险提示**

资产质量波动，息差下行压力，政策出台不及预期。

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:社融增速再创年内新高，银行股拐点出现

2.行业动态报告:小微金融政策出炉，结构性利好中小行

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7月2日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601128. SH	常熟银行	7. 88	0. 65	0. 73	0. 84	12. 10	10. 74	9. 41	推荐
002142. SZ	宁波银行	27. 89	2. 28	2. 71	3. 23	12. 22	10. 30	8. 64	推荐
000001. SZ	平安银行	13. 43	1. 45	1. 67	1. 94	9. 24	8. 04	6. 93	推荐
600036. SH	招商银行	35. 30	3. 68	4. 11	4. 61	9. 59	8. 60	7. 66	推荐
601009. SH	南京银行	7. 65	1. 47	1. 40	1. 59	5. 97	5. 47	4. 80	未评级
600926. SH	杭州银行	9. 53	1. 29	1. 29	1. 53	7. 12	7. 41	6. 24	未评级
601166. SH	兴业银行	16. 55	3. 17	3. 39	3. 72	5. 22	4. 88	4. 45	推荐
601818. SH	光大银行	3. 92	0. 71	0. 79	0. 88	5. 51	4. 96	4. 46	推荐

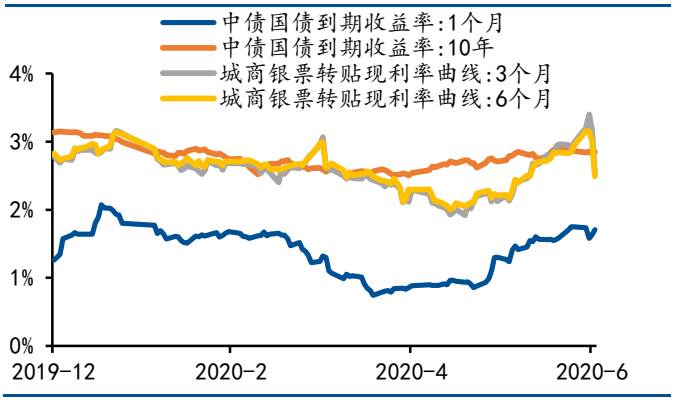
资料来源：公司公告、民生证券研究院
注：未评级公司盈利预测来自 wind 一致预期

一、估值修复行情开启，把握配置窗口期

银行板块 7 月迎来开门红。今日银行指数上涨 2.20%，7 月连续两个交易日累计涨幅达到 4.10%。其中市场关注度较高的标的，如光大银行、宁波银行、招商银行、平安银行、兴业银行等，7 月两天涨幅分别达到 9.45%、5.68%、4.93%、4.92%、4.81%。

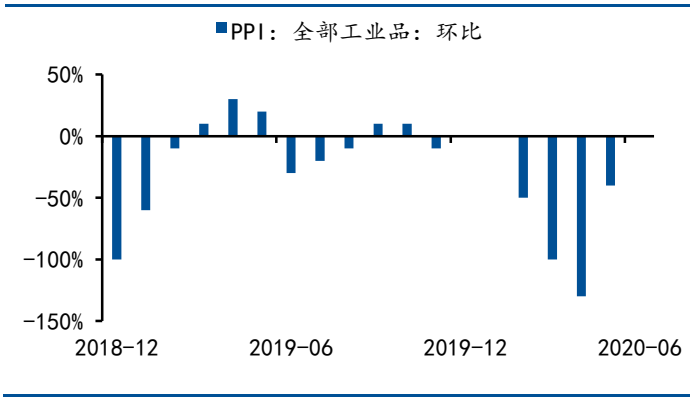
银行板块上涨同时受益于基本面、资金面和政策面三个方面的催化。今年银行最主要的估值压制因素之一在于信贷需求不足和对信用风险的担忧。但是**经济弱复苏提振了贷款需求，降低信用风险暴露，修复了银行的基本面逻辑。**经济复苏呈现从量变到质变的趋势。6 月制造业 PMI 50.9%，连续第四个月站在荣枯线以上。其中新出口订单指数环比大幅增加 7.3 个百分点到 42.6%，反映随着海外复工速度加快，外需压力也出现了边际缓解，将有利于降低银行的批零业和制造业贷款信用风险。而且因为原油价格反弹，第三季度 PPI 有望触底回升，工业品价格上涨将推动银行资产端定价筑底。从高频数据看，“利率底”的确已经出现，5 月以来银票转贴现利率持续上扬，短端利率率先反应。下半年人行的货币政策从“过度宽松”向“适度宽松”的转变，都有利于提高银行的资产端议价能力。

图1：利率底已经出现



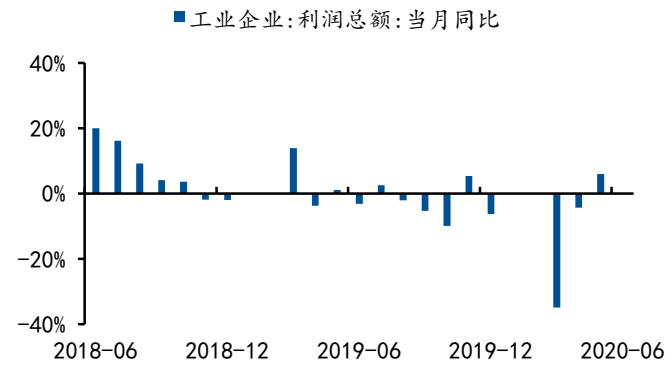
资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：PPI 降幅收窄



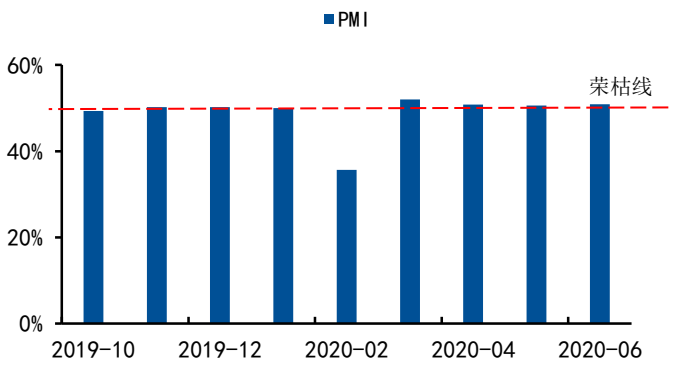
资料来源：WIND，民生证券研究院

图3：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

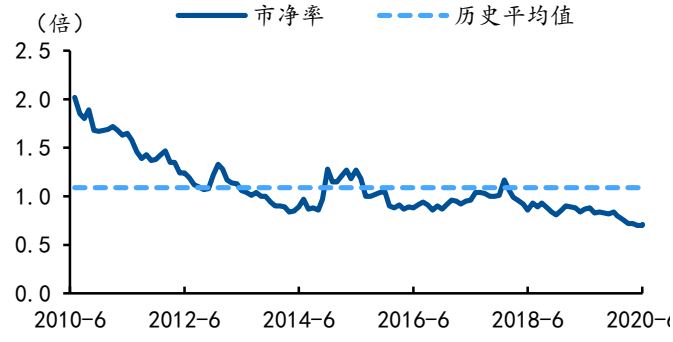
图4：制造业 PMI 环比提升，已连续四个月高于荣枯线



资料来源：WIND，民生证券研究院

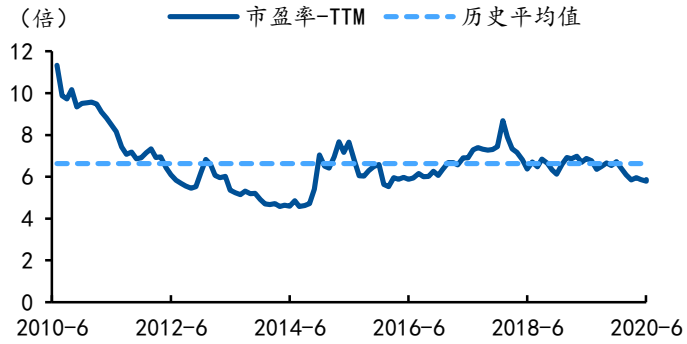
从资金面上看，过了 6 月末投资机构的考核时间点，现在正是资金寻找下半年低估值板块进行配置的黄金窗口期。银行板块基本面预期改善，但是估值和仓位双低，所以会持续受到配置资金的青睐。银行板块 PB 只有 0.7 倍，已经是历史新低的底部区间。PE 在 6 倍左右，股息率高达 3.81%，在低利率环境下具备显著的投资价值。主动基金对银行股的配置降到近年来的新低，只有约 4.7%，向下空间非常有限。而北向资金从 3 月底开始率先增持。以机构重仓的招商银行为例，北向资金持股占其流通 A 股的比例从 3 月下旬最低的 4.22%，历经 3 个月稳步提升到 4.57%。

图5：3 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6：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

在政策面上看，市场对于“金融支持实体”的理解回归理性化。首先，在 6 月中旬金融对企业合理让利 1.5 万亿元的消息，明确了金融让利的边际，对板块实现了靴子落地的效果。其次，大型银行的“让利”和中小银行的“减负”并行不悖。在 6 月上旬《关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见》就明确提出，全国性银行“要合理让利”，但是中小银行“可结合自身实际，实施内部转移定价优惠或经济利润补贴”。让利主体主要为全国性银行。

今年要做好“六稳”“六保”工作，就需要支持中小企业发展，那么必须以服务中小企业的中小银行作为政策的核心抓手。又因为中小银行（尤其是非上市银行）基本面羸弱，所以**对中小银行给予政策性利好，也是金融支持实体的关键一环。**今年第一季度包括非上市银行在内的城商行和农商行（估算）的净利润同比增速为-1.35%和-7.15%。为了防范金融风险，同时完成保就业的政策目标，从年初以来中小银行享受了多方面的政策利好，包括额外的流动性支持，获许降低拨备覆盖率要求，资本补充的门槛不断降低。7 月 1 日国常会再推出重磅利好，支持地方政府利用地方专项债额度认购中小银行的可转债，来补充中小银行资本。中小银行的政策利好源源不断。

表 1：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。

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

怎么看银行股的上涨空间和标的选择？金融支持实体政策的副作用之一在于加剧了银行利润增速的分化趋势。大行和中小银行的业绩分化，导致我们讨论银行的估值修复空间需要区分对待。对于部分优质标的，业绩成长性稳定，风险因素随着经济复苏而消化，同时受益于利率中枢下行后带来的估值提振，估值修复到疫情前的水平以后再向上突破，也不会有太大的困难。我们可以把握住上市的优质中小银行，这些公司基本面稳健，没有风险包袱，又享受额外的政策红利。除此以外，成长性突出的全国性银行也是值得关注的重点。

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、宁波银行、平安银行、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、兴业银行、光大银行**。

二、风险提示

1）资产质量波动

2）净息差仍面临下行压力

3）中小银行支持政策出台不及预期。

插图目录

图 1： 利率底已经出现 3
图 2： PPI 降幅收窄 3
图 3： 全国规模以上工业企业利润增速由负转正 3
图 4： 制造业 PMI 环比提升，已连续四个月高于荣枯线 3
图 5： 3 月以来，银行板块 PB 估值降至 0.7 倍以下 4
图 6： 当前银行板块 PE 估值仅 6 倍左右 4

表格目录

表 1：有关补充中小银行资本金的政策频出 5

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。