

银行研究方法论

——商业模式、分析工具、投资策略

2022年5月6日

姓名 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230120020022

联系人 陈建宇

姓名 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

联系人 徐安妮

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

目录

CONTENTS

01 初级篇：商业模式

02 中级篇：跟踪预测

03 高级篇：投资策略

找报告，上“数据理河”

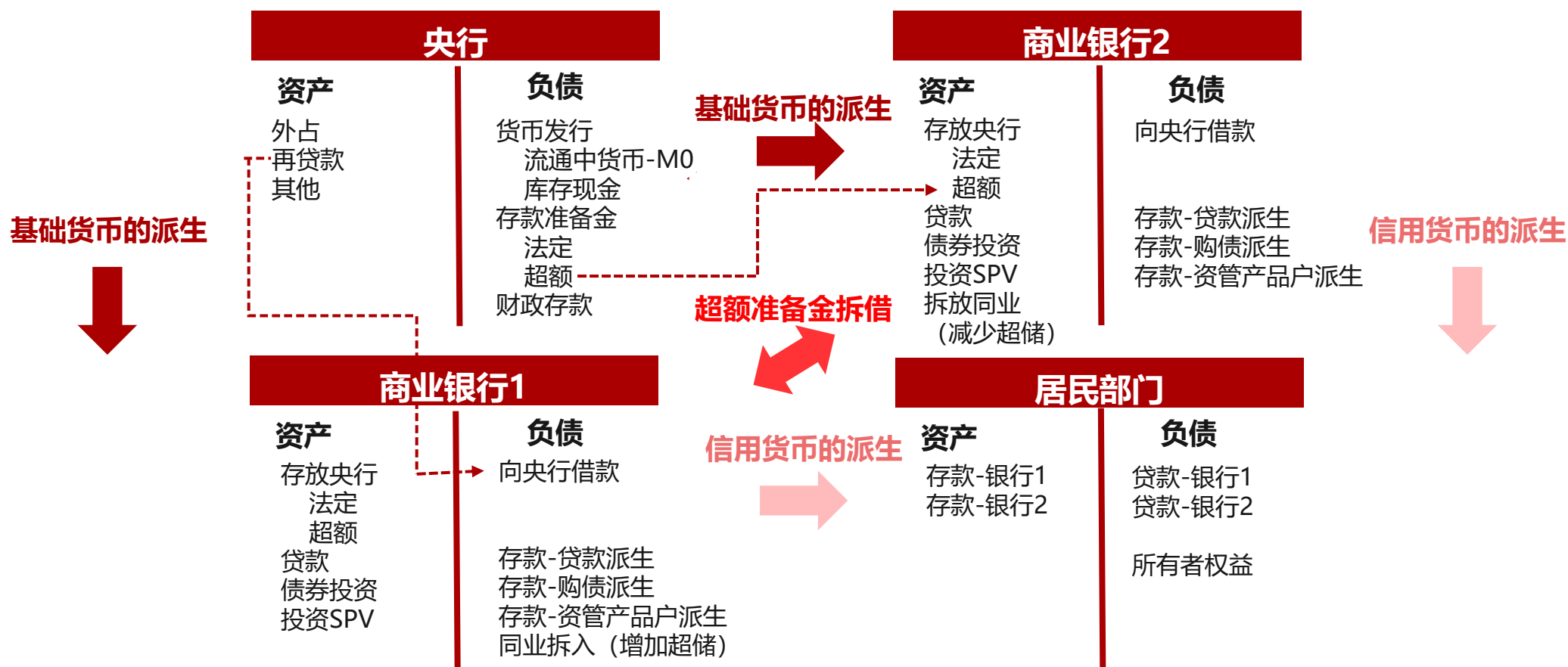
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

01

初级篇 商业模式

体制背景
经营范围
竞争格局
盈利特征

现代货币体系的本质是**信用货币**，在该体系下，央行-商业银行形成的二级银行制度，是广义流动性的最终提供者。具体派生的过程分成：一是基础货币派生（央行向商业银行发行）、二是信用货币的派生（商业银行向居民部门派生）。由于信用货币的核心是**债务凭证**，货币派生的行为可以**无中生有**的进行，在资产负债表的两端，凭空记账增加一笔贷款与存款，即：**贷款派生存款**。



持牌经营机构：依照《商业银行法》和《中华人民共和国公司法》设立的吸收公众存款、发放贷款、办理结算等业务的企业法人。未经国务院银行业监督管理机构批准，任何单位和个人不得从事吸收公众存款等商业银行业务，任何单位不得在名称中使用“银行”字样。**截至2021年底，共计4602家受银保监监管的银行业金融机构，其中商业银行1742家左右，占银行业总资产83%。**

	分类	数量	主要特点	21A总资产	资产占比
存款类 金融机构	商业银行	1742	国有行、股份行、城商行、农商行的统称。	2,817,658	83.4%
	国有行	6	全国经营 ，国家直接控制，五大行+邮储。	1,325,831	39.3%
	股份行	12	全国经营 ，与国有行相比，股权上不一定由国家直接控制，不同投资者均持有一部分股份。	611,969	18.1%
	城商行	128	前身为城信社，经营区域受监管限制，一般限定在所在 省份 ，跨区域经营需拿到监管许可。	450,686	13.3%
	农商行	1596	前身为农信社，经营范围受监管限制，一般限定在所在 城市 ，跨区域经营需拿到监管许可。	429,172	12.7%
	农村信用社	577	经营范围与农商行类似，但农信社股权结构为合作制（由社员入股，民主管理，主要为社员提供服务），农商行为股份制。	27,122	0.8%
	村镇银行	1651	主要在县级及以下地区经营。股权结构类似农商行。		
	其他农村金融机构	62	含农村合作银行和农村资金互助社等。		
	政策性银行	2	不以营利为目的，主要为贯彻、配合政府社会经济政策或意图。	531,798	15.7%
	开发性金融机构	1	仅包含国开行，类似政策性银行的“升级”，追求合理盈利水平。		
	住房储蓄银行	1	仅限从事地产相关业务。		
	外资法人银行	41	外资设立的银行机构。		
	民营银行	19	民间资本依法设立的中小型银行。		
	企业集团财务公司	255	由企业集团成立，为成员单位提供金融服务的机构。		
	汇总	4096			
非存款类机构		506	含金融投资公司、贷款公司、消费金融公司、汽车金融公司等		
受银保监监管的金融机构合计		4602		3,376,579	

数据来源：银保监会，浙商证券研究所。注：资产规模单位为亿元。商业银行包括国有银行、股份制商业银行、城市商业银行及农村商业银行，其中，农村商业银行的资产规模根据商业银行总资产规模，以及国有银行、股份制商业银行、城市商业银行的资产规模倒算得到。

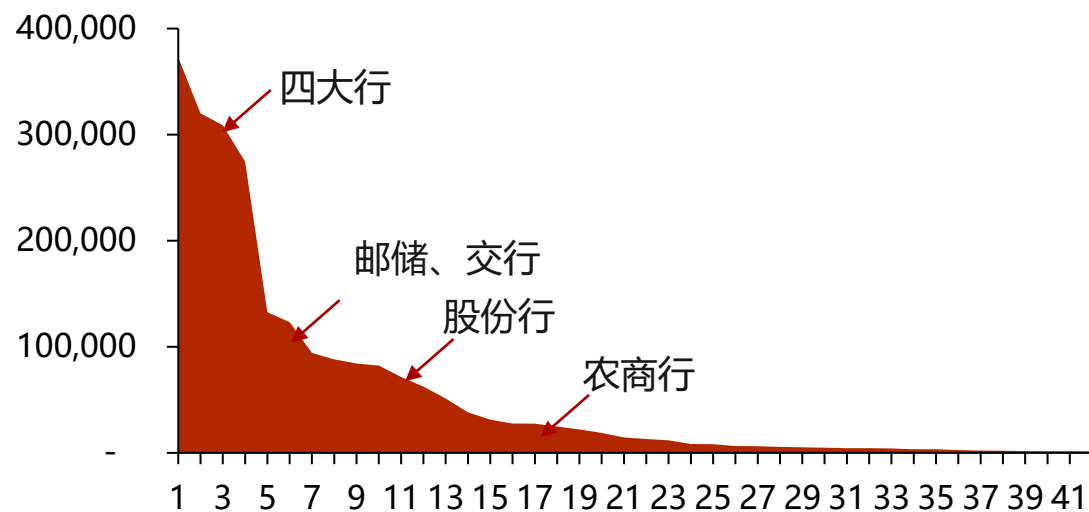
找报告，上“数据理河”

商业银行竞争格局呈现头部高度集中、尾部高度分散的特征。

- **头部高度集中。**①规模效应：由于业务模式的趋同性，资金技术投入等有很强的规模效应。22Q1末，国有行占上市银行资产总额64%。②历史沿革：1979年农行恢复、中行被指定为外汇专业银行、建行与财政部分离→1984年工行设立→1986年重组交行→1987-1998年股份行遍地开花，中信实业银行（现中信）、深发展银行（现平安）、福建兴业银行（现兴业）相继设立。
- **尾部高度分散。**①信息不对称：下沉区域的信息不对称问题突出，农村金融机构依靠熟人经济来解决，获得市场空间；②历史沿革：1951年农信社密集成立→1979年农信社统一划归农行领导→1993年行社脱钩→2000年江苏试办农商行→2003年农信社全面转型为农商行→2013年银监对农商行分为县域、城区和大中城市三类，并分层监管→2019年限制农商行异地经营。

类别	总数	A股上市数量	主要上市银行名单
国有行	6	6	工、建、农、中、储、交
股份行	12	9	招行、兴业、浦发、中信、民生、光大、平安、华夏、浙商
城商行	128	17	北京、上海、江苏、南京、宁波.....
农商行	1596	10	青农、紫金、常熟、无锡.....
农村信用社等			
银行业金融机构	4602	42	

22Q1末A股上市银行资产分布(亿元)



数据来源：wind，浙商证券研究所。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

大部分大中型银行已上市。截至22Q1末，A股上市银行42家、总资产238万亿，占商业银行总资产比例达84%，代表性较强。其中：国有行全部上市，股份行还有3家未在A股上市（广发银行、恒丰银行未上市，渤海银行港股上市），城农商行大部分未上市。

		交易所	1991	1999	2000	2002	2003	2005	2006	2007	2009	2010	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合计
A股	上交所			浦发	民生	招行	华夏		中行 工行	兴业 中信 交行 南京 北京 建行		农行 光大				江苏 贵阳 无锡 常熟 杭州 上海 苏农		成都 长沙	紫金 西安 渝农 浙商 邮储	厦门	沪农 瑞丰 齐鲁 重庆		33
				深发展 (现平安)						宁波						江阴	港行	郑州	青岛 青农 苏州			兰州	9
	H股 联交所							交行 建行	中行 招行 工行	中信	民生	农行 渝农	重庆 徽商 光大	哈尔滨 盛京	青岛 锦州 郑州	天津 浙商 邮储	九台 广农 中原	甘肃 江西 九江 泸州	晋商 贵州	威海 渤海	莞农		29

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：红色字为国有银行，蓝色字为股份行，绿色字为城商行，黑色为农商行。

商业银行主要营收结构



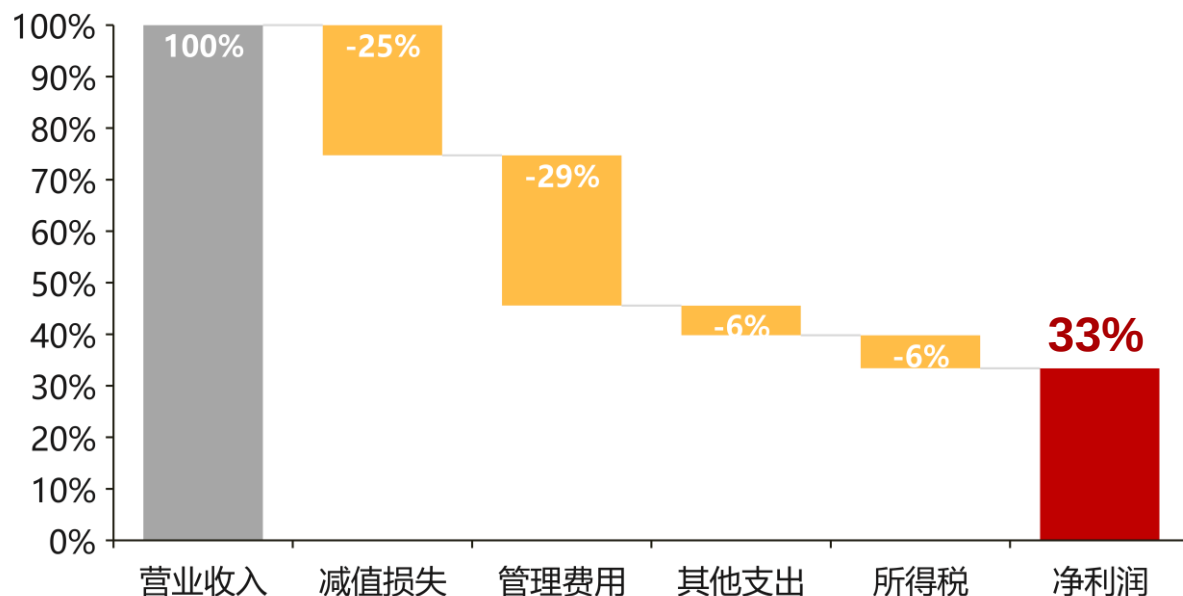
利息 73% 利息净收入=利息收入-利息支出=生息资产×净息差

[信用风险+流动性风险+管理费用+合理利润]

服务 15% 支付结算、代理、投行等

投资 12% 金融投资与交易

商业银行主要成本结构



减值损失 25% 贷款减值损失+非信贷减值损失

管理费用 29% 员工工资、业务费用、折旧摊销等

其他支出 6% 税金、附加成本、其他业务成本等

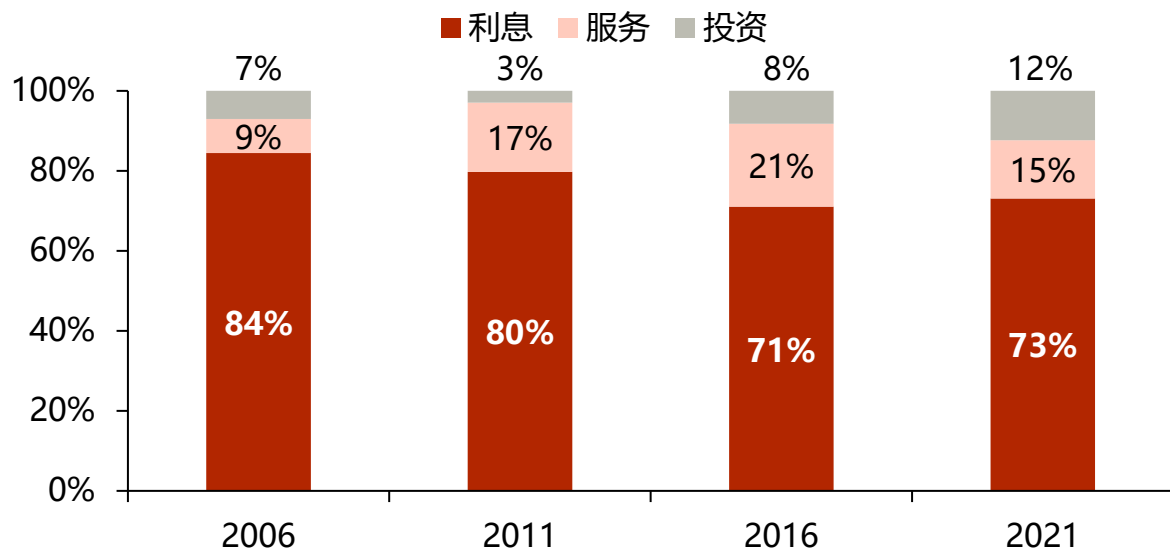
所得税 6% 企业所得税费用

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：所有数据使用上市银行2021年度报告，占比均为占营收比例。

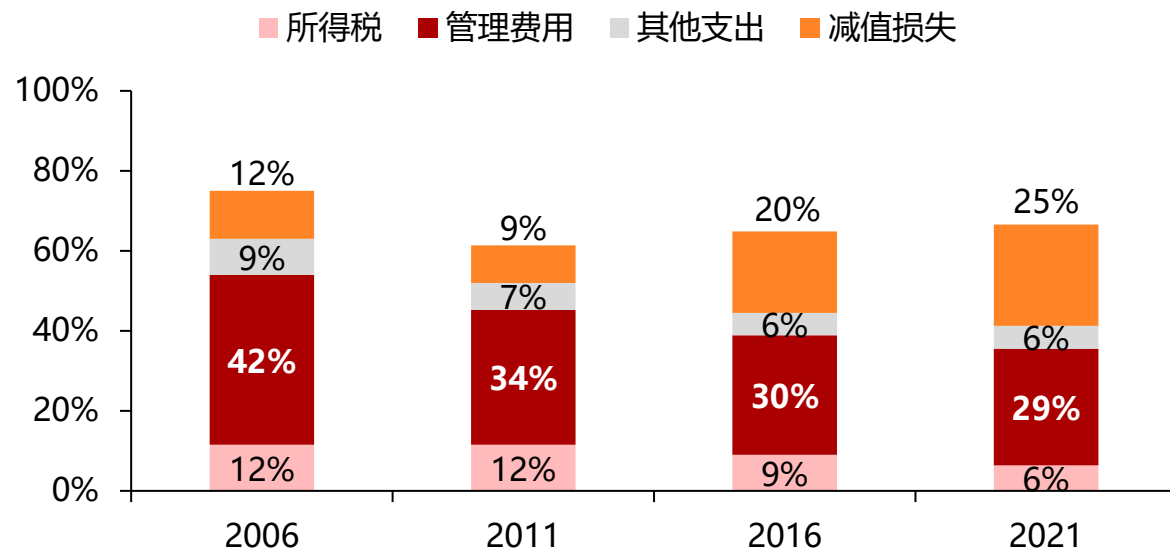
营收结构持续优化、利息收入仍占主导：利息净收入对营收的贡献呈下降趋势，非息收入比重逐步提升。具体来看，2021A利息收入占比在70%左右；服务类业务（手续费及佣金净收入）约占15%，较2006年提升约6pc，但与国际性银行（如汇丰、花旗、富国等，占比40%-50%左右）相比还有较大提升空间；投资类业务（其他非息收入）占比约12%，且保持快速提升态势。

管理费用占比下降、减值损失占比上升：2021A，42家上市行成本占营收比重为67%，较2006年下降约8pc。具体来看，成本减少主要受益于经营效率提升和管理费用压降，但减值损失占比呈上升趋势，2021A占营收的比重约为25%，较2006年提升约13pc。

商业银行营收结构变化趋势



商业银行成本结构变化趋势



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：占比均为占营收比例。

以两张表观察实体与银行的关系：

- 资负的角度：银行资产端实际是实体的优先级；
- 利润的角度：银行营收端来自实体的财务费用。



银行业绩的相对稳健性

资产负债表

实体	银行资产		银行负债	
居民部门	零售贷款	贷款	存款	零售存款
企业部门	对公贷款			对公存款
	信用债、非标	金融投资		财政存款
政府部门	国债/地方债		发行债券	
金融机构	金融债	同业资产		同业负债
	同业资产			
人民银行	存款准备金	存款准备金	向央行借款	MLF/SLF等

利润表

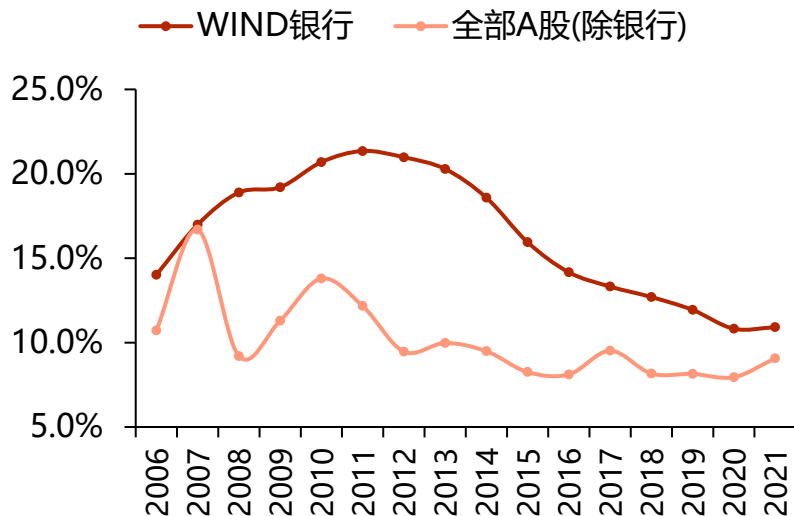
实体		银行
	营业收入	营业收入
-	营业成本	
-	财务费用	利息收入 → 利息净收入
-	其他费用	利息支出 → 手续费及佣金净收入
		手续费 → 其他非息收入
+	其他收入	管理费用
+	营业外净收入	拨备计提
-	所得税费用	所得税费用

数据来源：浙商证券研究所。

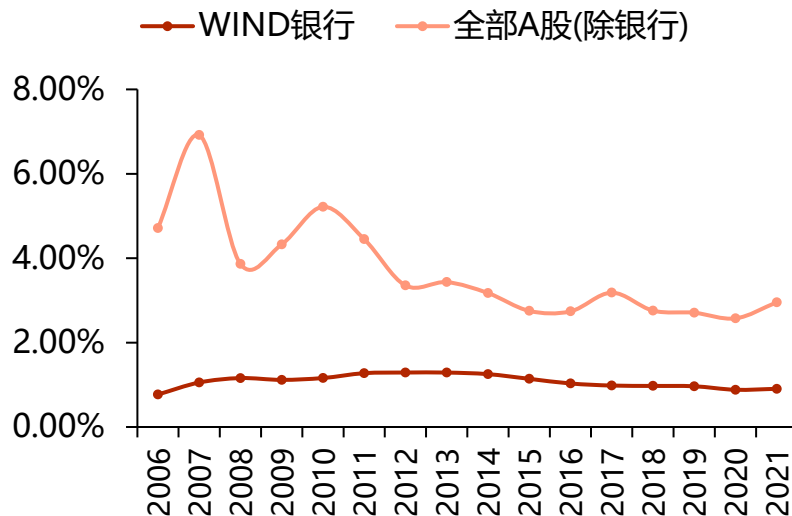
相比其他行业，银行盈利能力更强。

- **高盈利来自高杠杆。**上市商业银行的ROE长期领先于上市公司平均水平，主要依靠高杠杆实现。
- **盈利优势边际收窄。**2011年以来银行ROE下降、相较实体经济的优势收窄。主要是上市银行ROA（经济景气度和利率市场化）和杠杆乘数（资本监管趋严）下降。

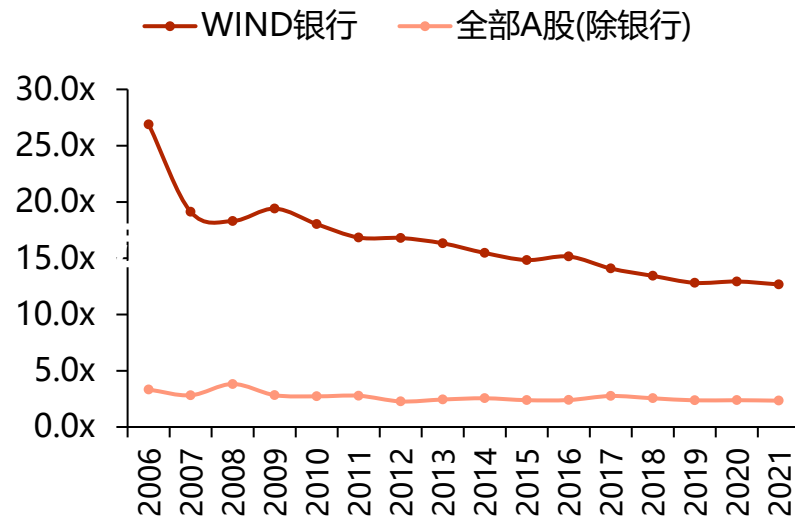
银行的ROE更高



银行的ROA更低



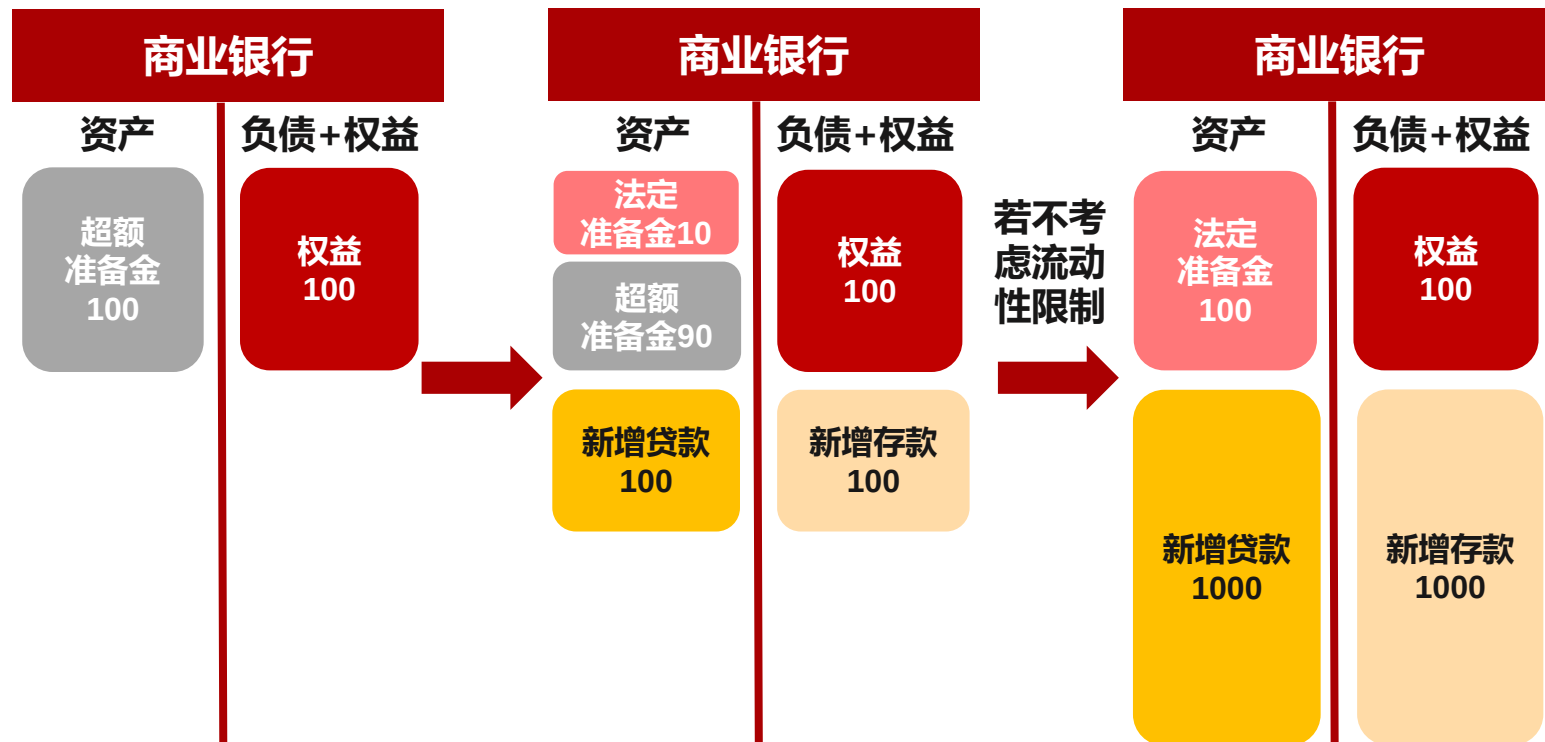
银行的权益乘数更高



数据来源：wind，浙商证券研究所。

信用派生造就商业银行高杠杆经营：广泛的非现金结算使企业、居民取得借款或证券价款后并不提取现金，而是存到银行存款账户，信用派生是“无中生有”的。为了限制银行资产和杠杆扩张的冲动，减少负外部性，监管对商业银行的杠杆进行限制。

- **存款准备金制度：**由于存款的法定比例要上缴央行，限制了银行的杠杆最高倍数。在不考虑流动性要求的情况下，银行理论上每100份净资产，可扩张贷款=100/法定存款准备金率。
- **资本充足率限制：**通过风险资产与银行资本（狭义来看，即净资产）的比例，限制银行的风险扩张。
- **流动性指标限制：**除了对权益乘数进行限制以外，监管还对期限错配进行限制，因此银行表内持有相当比例的流动性资产。



数据来源：浙商证券研究所。注：假设法定存款准备金率为10%。

02

中级篇 跟踪预测

两张财务报表

三项核心指标

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

科目	解释	上市银行22Q1占比
生息资产		96.9%
存放央行	→监管要求	7.6%
贷款净额	→盈利性最好的资产	55.8%
对公贷款		
个人贷款		
票据贴现		
金融投资	→兼顾流动性和盈利性	28.1%
以公允价值计量且变动计入当期损益 (FVPL)	18年初新会计准则有较大变动 主要为原交易性金融资产	
以公允价值计量且变动计入其他综合收益 (FVOCI)	主要为原可供出售金融资产	
以摊余成本计量 (AMC)	主要为原持有至到期+应收款项类投资 (非标)	
同业资产	→主要流动性管理	5.4%
拆出资金		
存放同业及其它金融机构款项		
买入返售	2013年之前在此科目藏匿非标	
非生息资产	长投、固定资产等，一般不关注	3.1%

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：上市银行数据为加权平均。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

科目	解释	上市银行22Q1占比
计息负债		97.4%
向央行借款	包括各类央行政策工具实施产生的负债（OMO、MLF、SLF等）	2.5%
存款	包括存款证、结构性存款、保本理财产品	75.7%
企业活期		
企业定期		
个人活期		
个人定期		
其它		
同业负债	→ 同业负债（含CD）不超过总负债1/3	11.4%
拆入资金		
同业存放		
卖出回购		
已发行债券	包含 同业存单（CD） 、金融债等	6.8%
非计息负债	应付薪酬等，一般不关注	2.6%

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：上市银行数据为加权平均。

各类型的商业银行有不同的资产负债管理思路，差异性明显：

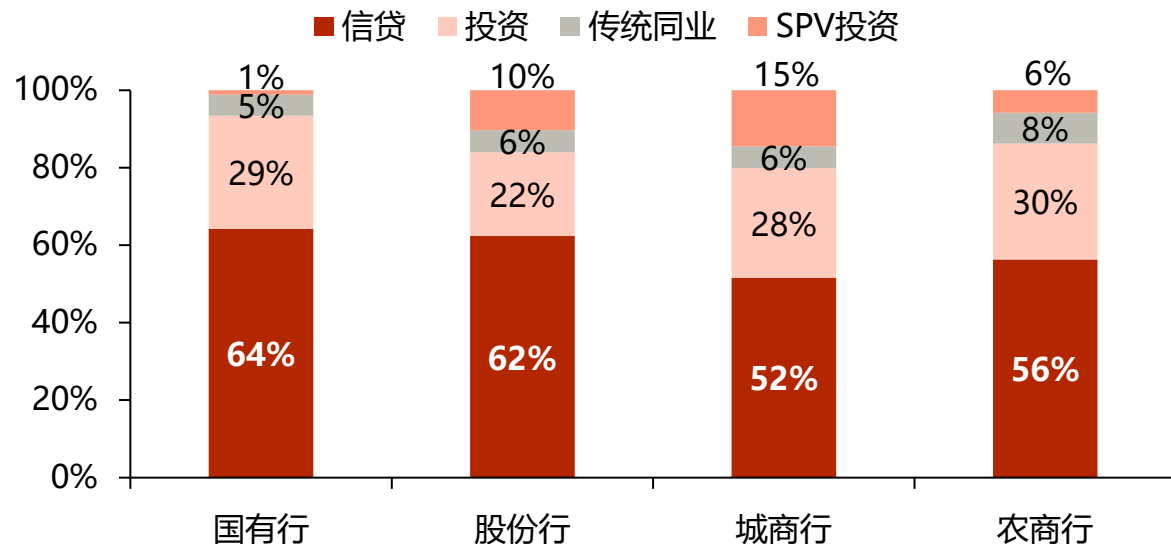
国有行：资负结构传统，客户基础极强。资产结构较为传统，负债存款基础很好。

股份行：创新特征较强，客户基础较弱。资产投放冲动强（曾经），负债相对较弱，因此主动负债依赖度高。

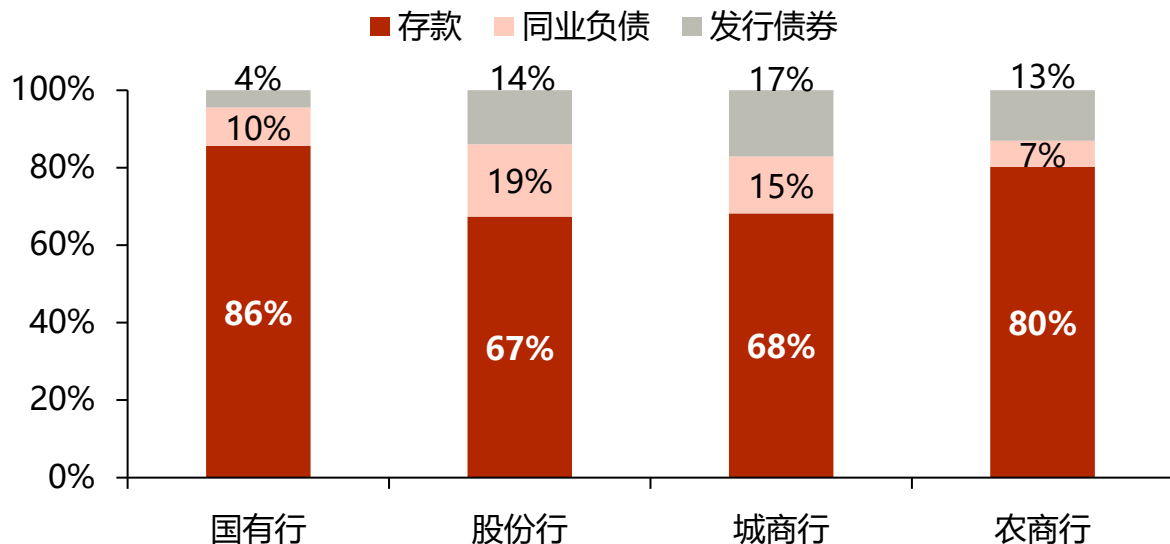
城商行：创新特征较强，市外基础较弱。资产投放冲动强，此前通过SPV突破信贷额度和地域限制；存款跟不上，以贷定存。

农商行：资负结构传统，经营本地为主。资产异地扩张受限，负债基础较好。

21A末上市行资产结构



21A末上市行负债结构



数据来源：wind，浙商证券研究所。

外部因素：经济增长+宏观政策+监管政策

内部因素：战略调整+结构变化等

简化利润表	核心因素	2019A	2020A	2021A	2022E	观测变量
	规模增速	9.0%	10.3%	7.9%	8.0%	社融、M2增速
利息净收入	×					
	净息差	1.97%	2.00%	1.93%	1.89%	贷款利率、存款利率、市场利率
+ 非息收入	中收增速	6.4%	7.0%	6.4%	6.5%	经济景气度，资本市场情况等
	其他非息增速	32.2%	-5.8%	31.6%	10.8%	债券市场行情（与汇率也有关）
营业收入	营收增速	10.1%	5.5%	7.9%	6.8%	
- 管理费用	成本收入比	33.7%	33.2%	34.8%	34.8%	
- 拨备计提	信用成本	1.29%	1.39%	1.19%	1.10%	贷款拨备计提+其他资产信用减值损失【 盈余管理空间大 】
- 所得税	实际税率	18.5%	18.4%	18.6%	18.5%	免税效应，与债券投资占比有关
≈ 净利润	归母净利润增速	6.8%	0.7%	12.6%	9.6%	

数据来源：wind，浙商证券研究所。

量 × 价 - 成本 = 利润

对于银行： 资产规模



核心指标： 资本充足率

收益率与成本率



净息差
非息收入

信用与运营成本



不良贷款率

数据来源：浙商证券研究所。

银行规模增长的制约因素：资本监管、资金约束、监管限制。



数据来源：浙商证券研究所。注：篇幅有限，不对MPA监管、流动性监管等作进一步展开。

找报告，上“数据理河”

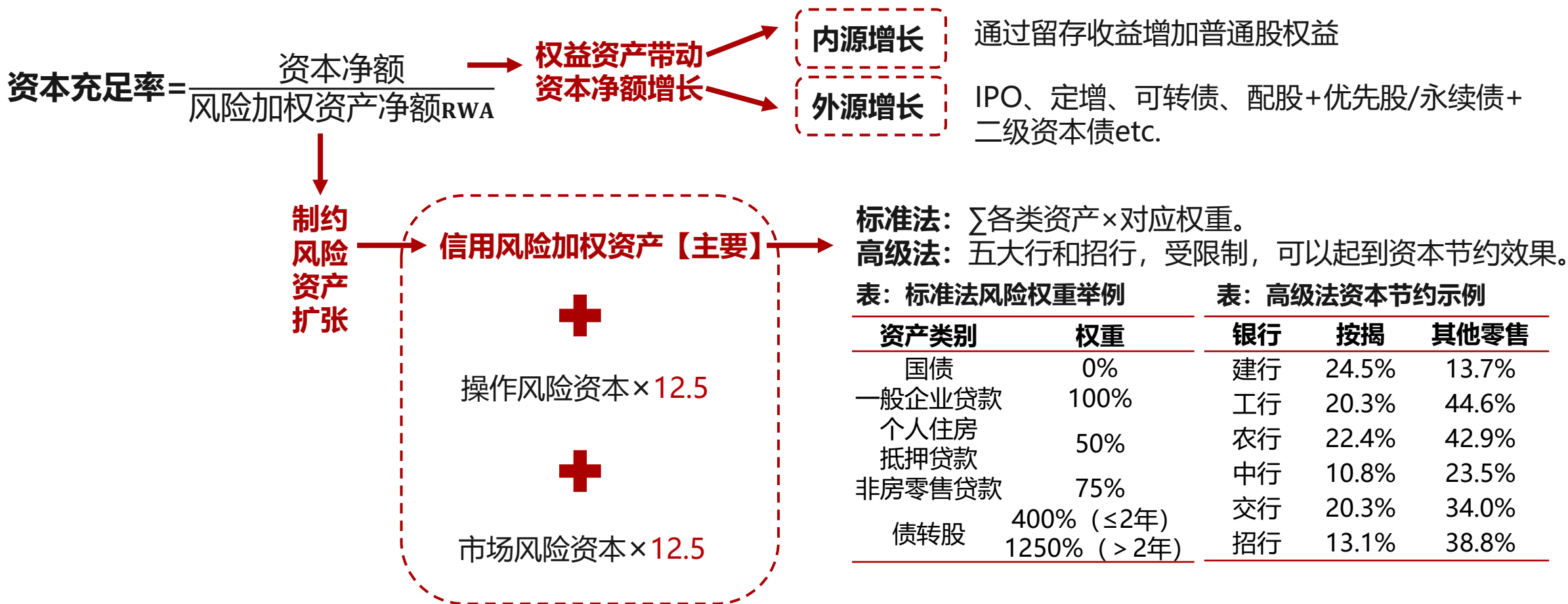
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

商业银行面临严格的资本监管，目前主要是巴塞尔协议III的资本充足率监管和TLAC监管。

- **巴塞尔协议III监管：**各级资本充足率=（各级资本-对应资本扣减项目）/风险加权资产，对各类银行、各级资本有不同的要求；杠杆率=（一级资本-一级资本扣减项）/调整后的表内外资产余额，对各行要求并表及未并表杠杆率≥4%。
- **TLAC监管：**外部总损失吸收能力TLAC风险加权比率=（TLAC-对应资本扣减项目）/调整后表内外资产余额；杠杆率=（TLAC-对应资本扣减项目）/调整后的表内外资产余额。风险加权比率、杠杆比率对各行在不同时点有不同的达标要求。

资本/ TLAC工具	范围	资本充足率			TLAC（外部总损失吸收能力）		
		指标	基本要求	附加要求	指标	基本要求	附加要求
核心一级资本	①实收资本或普通股；②资本公积；③盈余公积；④一般风险准备；⑤未分配利润；⑥少数股东资本可计入部分。 比如：股东权益。	核心一级资本充足率	≥5%	①储备资本(+2.5%) ②逆周期资本(+0~2.5%,目前为0%) ③附加资本(+0.25%~1.50%)			
其他一级资本	①其他一级资本工具及其溢价；②少数股东资本可计入部分。 比如：优先股、永续债。	一级资本充足率	≥6%				n.a.
二级资本	①二级资本工具及其溢价；②超额贷款损失准备。 比如：商业银行次级债券。	资本充足率	≥8%				
合格非资本债务工具	①实缴；②无担保；③不适用破产抵销或净额结算等安排的债务；④一年以上债务；⑤到期前投资者无权提前赎回的债务；⑥G-SIBs处理实体直接发行债务；⑦到期前赎回导致不满足TLAC要求的债务；⑧发行银行及核心关联方不得购买的债务；⑨受偿顺序在资产负债表除外负债后的债务；⑩发行合同中须含有减记或转普通股条款的债务。 比如：TLAC非资本债券。			n.a.	风险加权比率	2025年：≥16% 2028年：≥18%	①储备资本(+2.5%) ②逆周期资本(+0~2.5%,目前为0%) ③附加资本(+1%~1.50%)
					杠杆比率	2025年：≥6% 2028年：≥6.75%	

数据来源：中国人民银行、银保监会，浙商证券研究所。注1：调整后表内外资产余额=调整后表内资产余额+衍生产品资产余额+证券融资交易资产余额+调整后表外项目余额-一级资本扣除项。注2：此处巴III资本规定为国内的资本规定，与国际版有一定差异。注3：若同时被认定为中国系统重要性银行和全球系统重要性银行，附加资本采用2019年国内要求和国际要求的孰高值，因此工商、中行、建行三家第二档国际系统重要性银行的附加资本为1.50%，此外，农行的国内外附加资本要求均为1%。



数据来源: 中国人民银行、银保监会, 浙商证券研究所。注1: 操作风险资本是指对潜在的操作风险损失建立的监管资本; 市场风险资本是指为了应对利率、汇率、股价和商品价格不利变动的风险而建立的监管资本。注2: 高级法资本节约示例使用各行2021年年报数据。

银行规模增长可跟踪的指标包括：

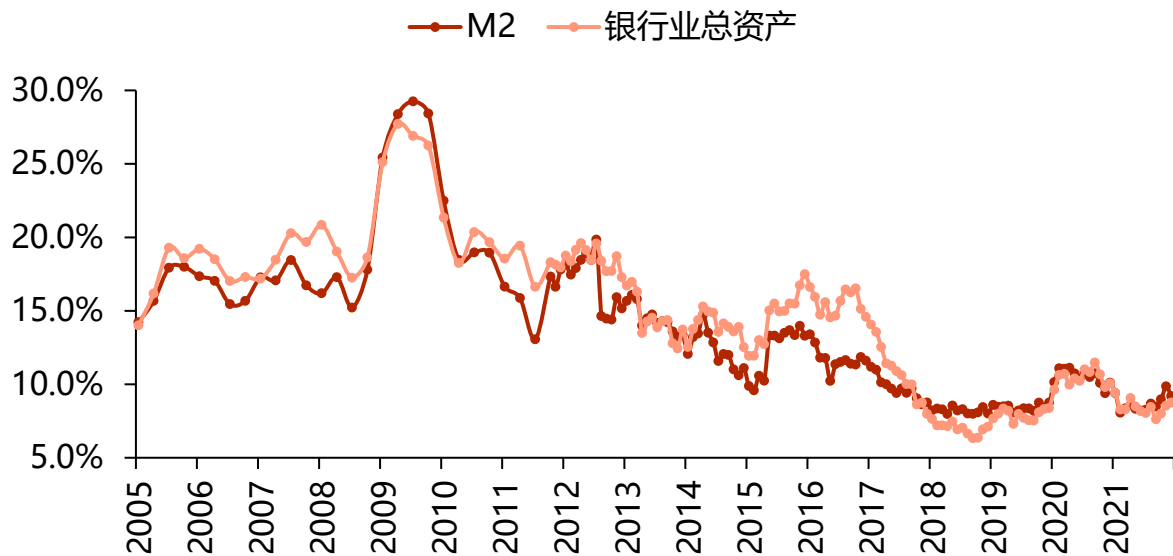
指标	来源	口径	更新频率与时间	优缺点
M2		=M1 (M0+单位活期存款) +准货币 (单位定期存款+居民储蓄存款+其他存款+证券公司客户保证金+住房公积金中心存款+非存款类金融机构在存款类金融机构的存款)	月度，每月10-15号公布，16-19号修正。	银行负债端来源，相关性较强，但也受金融去杠杆影响
社会融资		=本外币贷款+委托贷款+信托贷款+未贴票+信用债+股票融资+政府债券 (国债、地方债) +ABS+贷款核销		主要可考察银行表内外资金投向，但也包括非银体系
人民币贷款	人民银行	=非金融企业贷款 (短期+中长期+票融) +居民户贷款 (短期+中长期) +非银贷款		银行资产投向的一种
金融机构 信贷收支表		=人民银行 +银行业存款类金融机构 (银行、信用社、财务公司) +银行业非存款类金融机构 (信托投资公司、金融租赁公司、汽车金融公司、贷款公司等)	月度，每月16-19号左右公布数据	按资产负债金融工具类型、分大小型银行、本外币分类，但含人民银行和非存款类金融机构
金融机构 资产负债表		其他存款性公司=商业银行、政策性银行、信用社及财务公司等存款类金融机构		主要按照债权债务主体来分类，难以划分资产负债金融工具类型
银行业金融 机构总资产 和总负债	银保监会	境内口径 法人口径	月度，每月25日 季度，季后40日	按银行类型分类 按银行类型分类，频率偏低

数据来源：浙商证券研究所。

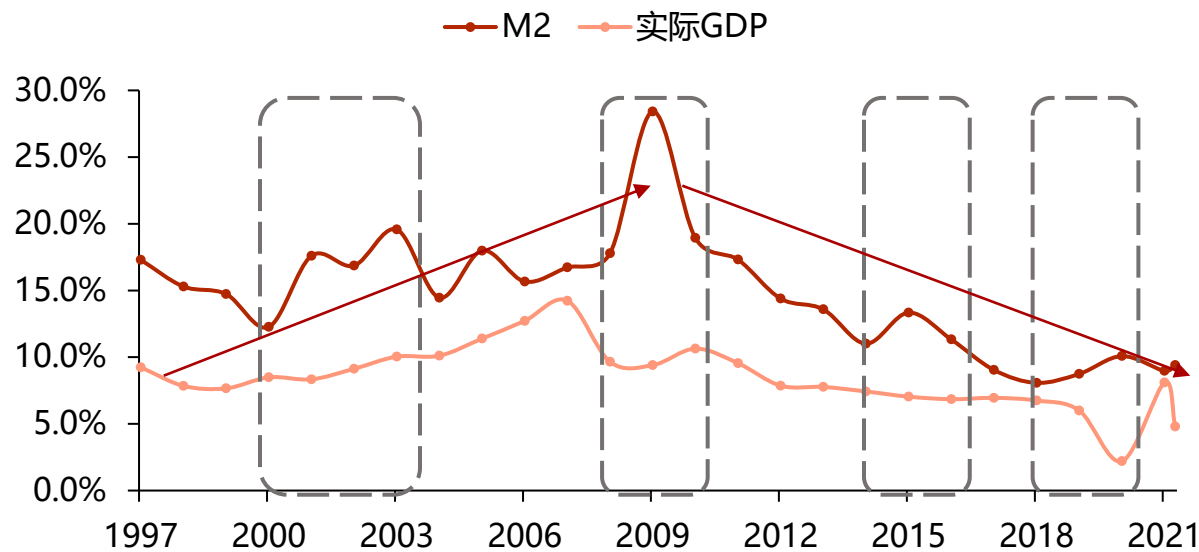
观察银行资产规模扩张的简单指标：M2。

- **银行业总资产增速与M2增速整体相匹配。**纵观近15年，银行业资产增速与M2增速基本上呈现同向变动，但少数期间幅度差异较大，主要是11-12年的同业非标和15-16年的同业委外快速发展导致。
- **规模扩张速度的中枢与经济增速相匹配。**①大区间来看，M2增速与经济增长相匹配。②小波段来看，逆周期调节较为明显。2008年以来经济下行过程当中往往伴随着货币宽松和信用扩张。

银行总资产增速与M2增速



经济增长与货币扩张



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右图蓝色方框所处时间代表信用宽松历史时期。

息差：银行单位生息资产赚到的利息净收入。具体公式拆解如下：

$$\begin{aligned}(1) \text{ 净息差} &= \frac{\text{净利息收入}}{\text{平均生息资产规模}} = \frac{\text{利息收入} - \text{利息支出}}{\text{平均生息资产规模}} \\&= \frac{\text{平均生息资产规模} \times \text{生息资产收益率} - \text{平均计息负债规模} \times \text{计息负债成本率}}{\text{平均生息资产规模}} \\&= \text{生息资产收益率} - \left(\frac{\text{平均计息负债规模}}{\text{平均生息资产规模}} \right) \times \text{计息负债成本率}\end{aligned}$$

$$(2) \text{ 净利差} = \text{生息资产收益率} - \text{计息负债成本率}$$

核心分析：价格（各类资产的收益率变化情况）；结构（不同收益率的资产的占比）。

生息资产

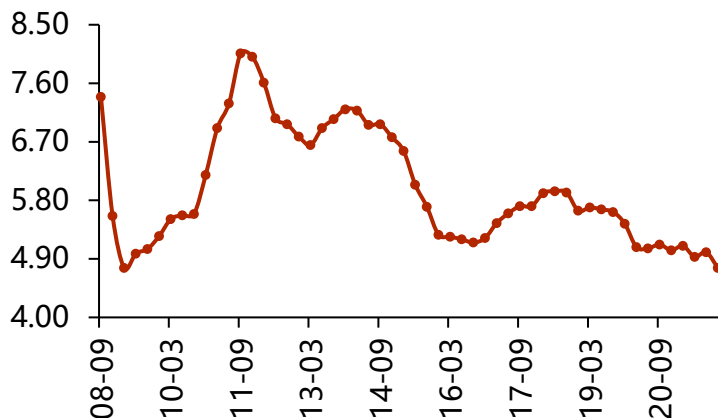
可观测指标

信贷资产	贷款加权平均利率
债券投资	债券市场利率曲线
同业资产	同业市场拆借利率
存放央行	存款准备金的利率

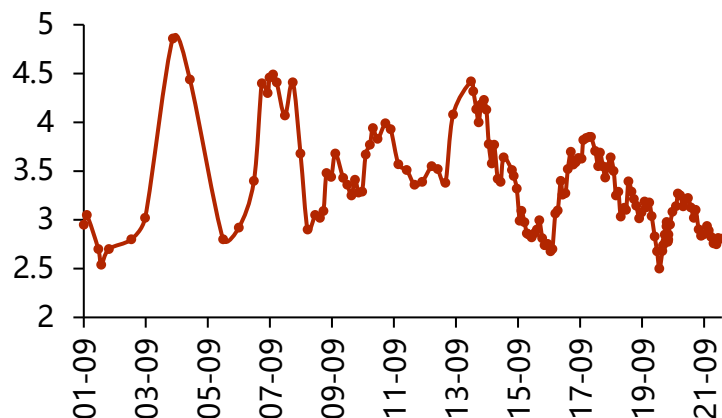
信贷资产

- ①基准利率
- ②供需缺口
- ③风险偏好
- ④零售对公
- ⑤期限结构：到期/重定价

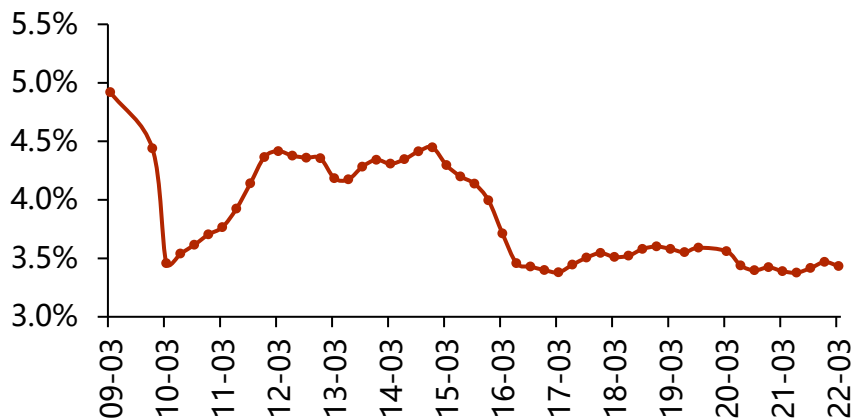
金融机构贷款加权平均利率(季度)



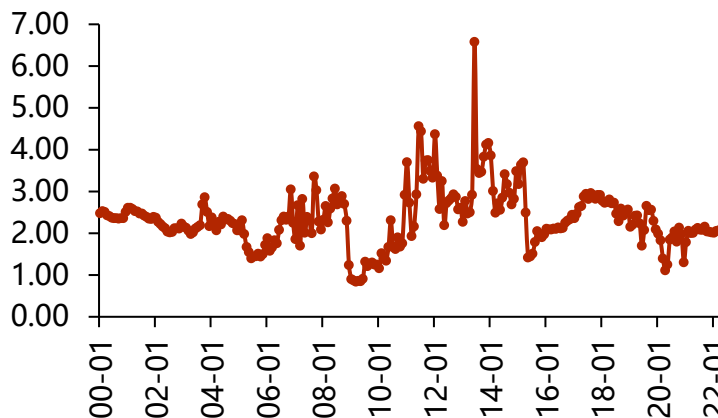
10年期国债发行利率



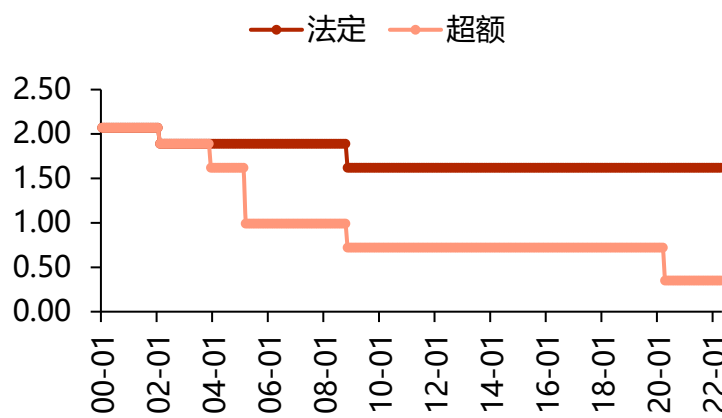
四大行生息资产收益率



银行间同业拆借加权平均利率



存款准备金利率



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右侧4图表单位均为%。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

核心分析：价格（各类负债的成本率变化情况）；结构（不同成本率的负债的占比）。

计息负债

可观测指标

客户存款	各银行的挂牌利率
应付债券	债券发行时的利率
同业负债	拆借、CD发行利率
央行借款	MLF等工具的利率

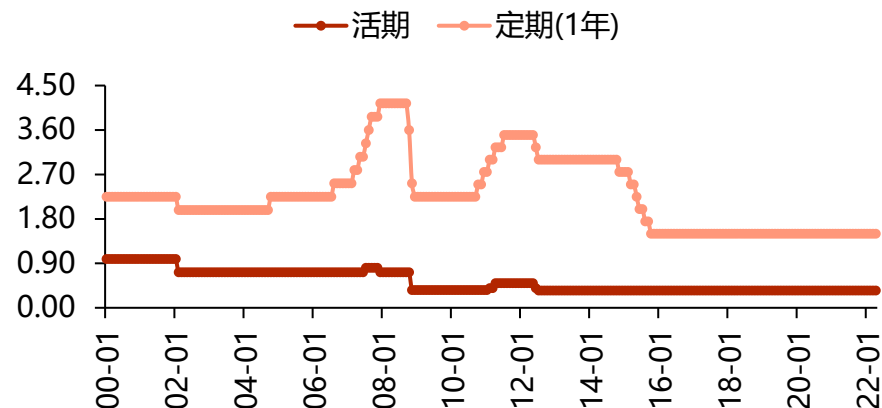
客户存款

- ①活期<定期，普通存款<大额存单，一般性存款<结构性存款；
- ②客户基础。

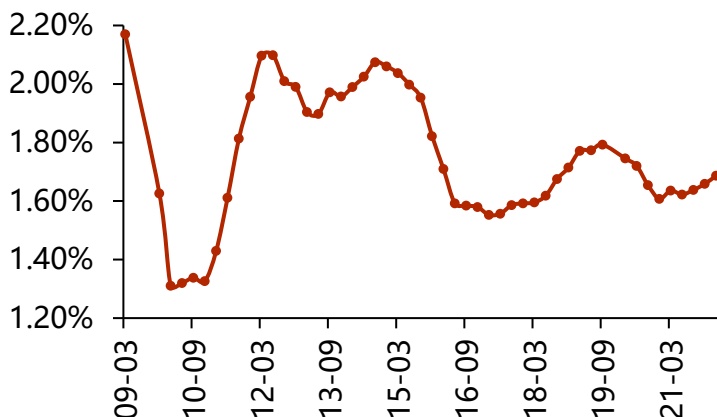
同业负债

- ①同业利率变化对中小银行负债端影响大于资产端；
- ②同业存单发行主体以中小行为主，对其负债成本构成压力。

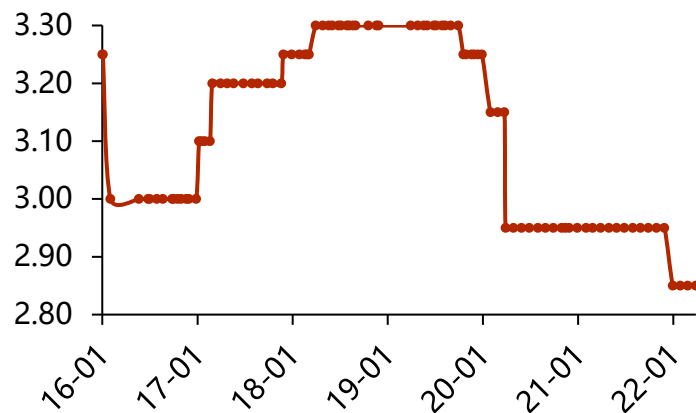
存款基准利率



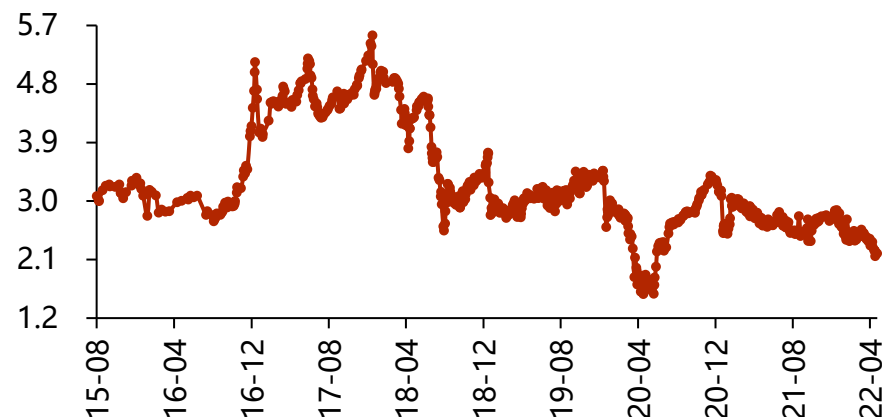
四大行付息负债成本率



1年期中期借贷便利(MLF)利率



3个月同业存单发行利率



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右侧4图表单位均为%。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

中间业务收入保持稳步增长，个别年份（2020年）波动源于收入重分类。财政部、国资委、银保监会和证监会2021年2月5日发布《关于严格执行企业会计准则切实加强企业2020年年报工作的通知》，要求上市银行自2020年年报起，对信用卡现金分期收入进行重分类，将其从中收重分类至利息收入，因而造成了银行卡业务占中收比重的下滑。

中间业务类型

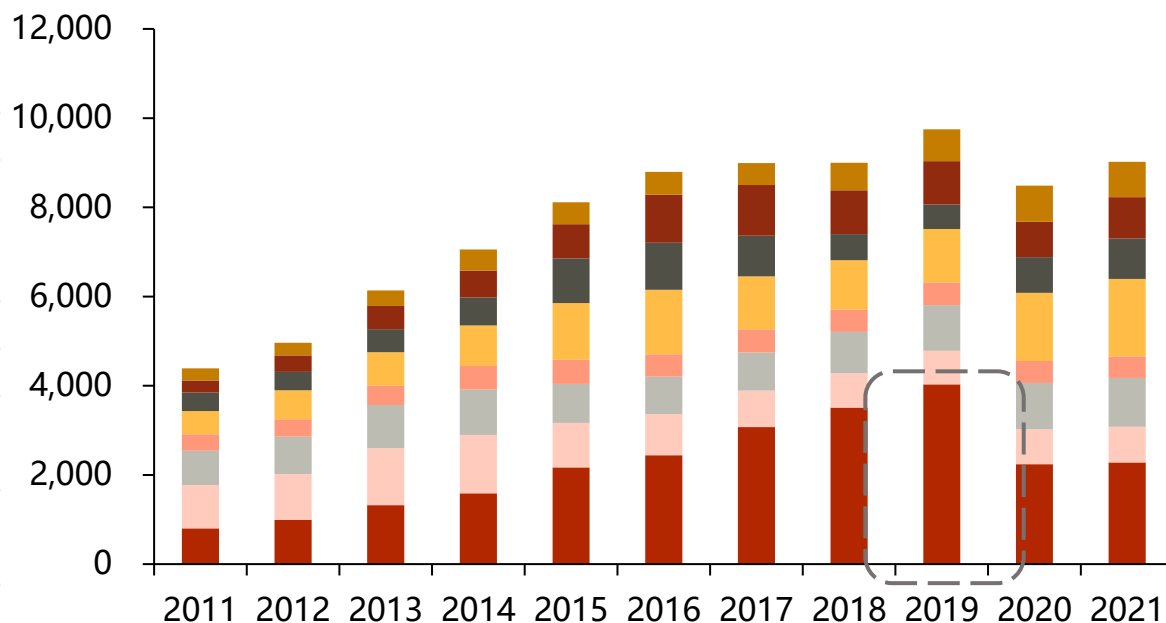
解释

21A占比

银行卡业务	信用卡、借记卡两大产品，为客户提供存取款、转账、透支消费、账单分期等服务。与国外不同，我国借记卡基本无账户管理费或年费，因此该部分收入来自信用卡。	25%
代理业务	代理销售、代理收付款、代理结算、代客交易等。	19%
理财业务	提供理财产品，赚取手续费/管理费。此前银行采取预期收益法+浮动管理费，浮动管理费=超过预期收益率部分，实际刚兑。	10%
结算清算业务	支付结算（支票、汇款、收款等）、现金管理等。	12%
托管业务	为各类产品提供第三方托管服务。	10%
投行咨询业务	为对公客户提供的投资银行、银团贷款等融资服务，以及财务顾问、资金证明等咨询类业务。	9%
担保承诺业务	为客户融资需求提供的担保服务，如保函、贷款承诺等。	5%
其它		9%

老16家上市银行中收结构

■ 银行卡 ■ 顾问咨询 ■ 结算清算 ■ 信用承诺
■ 代理业务 ■ 理财业务 ■ 受托业务 ■ 其他



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：光大、招行在2019年、2016年即对信用卡现金分期收入进行了重分类，右侧图表单位为亿元。

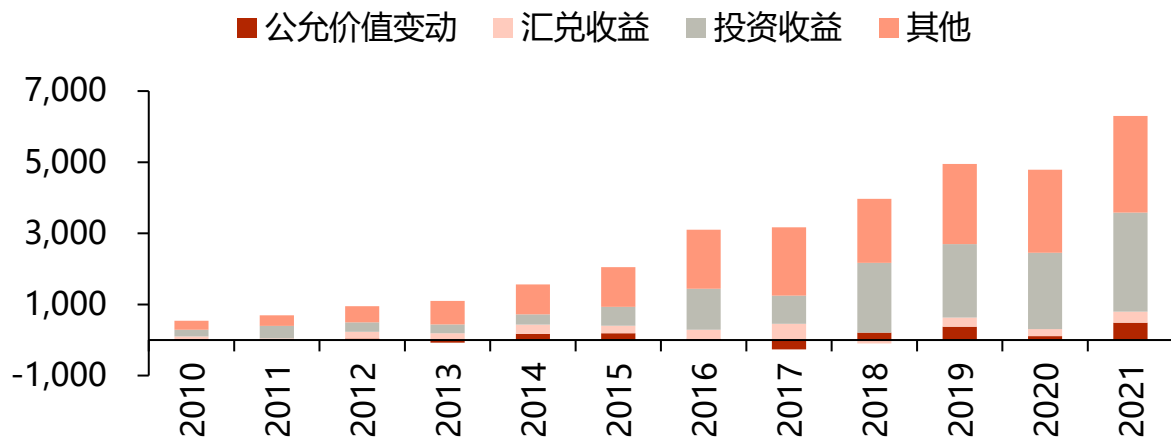
其他非息收入主要受投资收益驱动，债市行情影响投资收益。

- **投资收益**：主要来源于债券及基金投资、贴现票据转卖等业务，近三年投资收益约占老16家上市银行非息收入的50%。
- **债市行情**：债市行情与投资收益相匹配，债市行情较好时投资收益的增长速度较快。

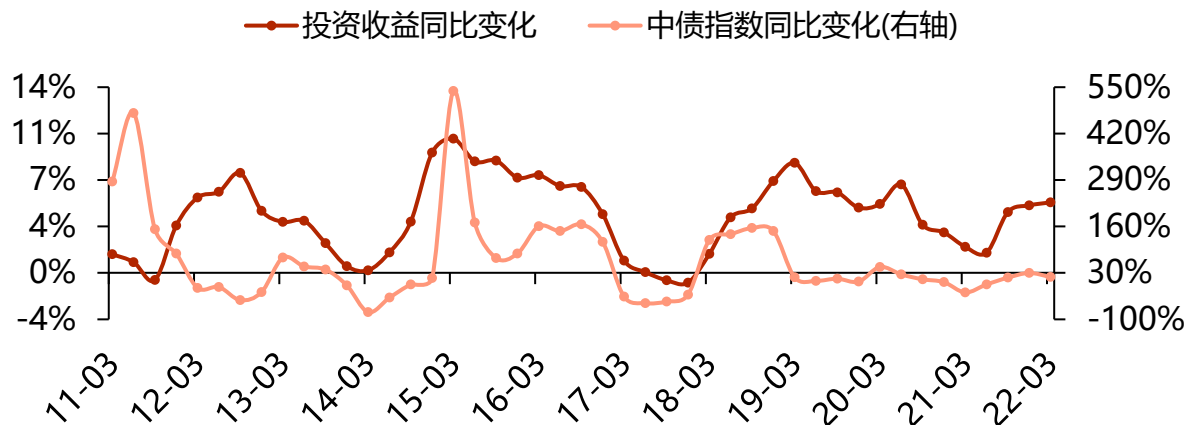
其他非息收入	解释	示例
汇兑损益	汇率	人民币升值可产生汇兑收益
公允价值变动损益	浮盈浮亏	FVPL资产的估值提升可产生公允价值变动收益
其他	其他业务收入、资产处置收益、其他收益	非银业务：保费收入
投资收益	落袋为安产生的收入 + FVPL的利息收入	证券投资基金分红收入，通过买卖证券实现的价差收入

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右上角图表单位为亿元。

老16家上市银行其他非息收入结构



债市行情与投资收益



两个维度：信用风险（综合考虑还款意愿及能力、收回可能性、抵质押物等），逾期（客观，监管要求逾期90+都计入不良）

类别	定义	逾期贷款类别	逾期贷款率	逾期90+偏离度
正常	借款人能够履行合同，没有足够理由怀疑贷款本息不能按时足额偿还。	逾期1天至90天（含）		
关注	尽管借款人目前有能力偿还贷款本息，但存在一些可能对偿还产生不利影响的因素。	逾期91天至360天（含）		
次级	借款人的还款能力出现明显问题，完全依靠其正常营业收入无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也可能会造成一定损失。	逾期361天至三年（含）	$\frac{\text{逾期贷款}}{\text{贷款总额}}$	$\frac{\text{逾期90天以上贷款}}{\text{不良贷款}}$
可疑	借款人无法足额偿还贷款本息，即使执行担保，也肯定要造成较大损失。			
损失	在采取所有可能的措施或一切必要的法律程序之后，本息仍然无法收回，或只能收回极少部分。	逾期三年及以上		

数据来源：浙商证券研究所。

BASE法则：不良贷款生成额

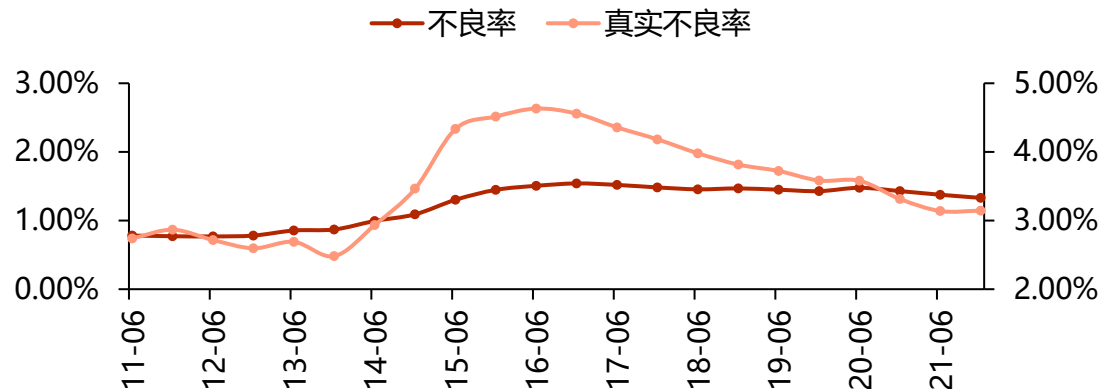
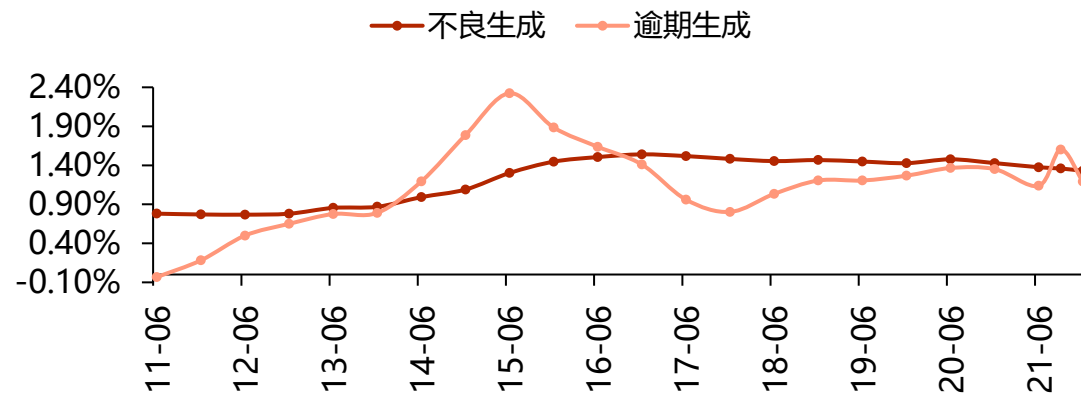
= 期末不良贷款 - 期初不良贷款 + 当期核销 + 当期转出

影响不良生成的因素：

- **信用风险。**①β：宏观经济形势、流动性环境；②α：重点看结构，包括资产结构、风险偏好、区域结构等。
- **监管政策。**不良认定（欠账要还）。

分类	含义	盈利影响
重组	改变贷款合同条件，如延长还款期限、增加授信额度等，帮助借款人解决短期困难	视重组条件
清收	采取各种方式尽可能收回不良贷款，包括处置抵押品(收回以前年度核销)	增加
核销	对无法收回的不良贷款，将其从账面上勾销，降低不良贷款额和贷款减值准备	不影响
剥离	将不良贷款通过折价出售、打包为ABS等转移出银行(转出)	视剥离情况

数据来源：wind，浙商证券研究所。

老16家上市银行不良率与真实不良(不良率+关注率)**老16家上市银行不良生成率与逾期生成率**

不良生成如何影响银行利润？直观理解：不良生成越多，减值越多，利润越少。

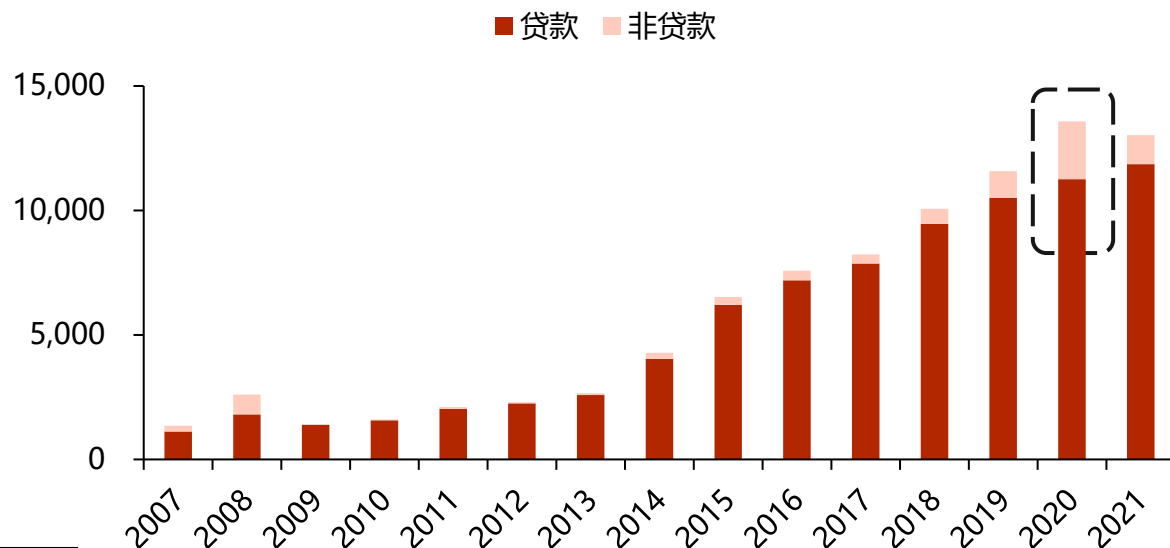
(1) 贷款：贷款信用成本=贷款减值损失/贷款总额均值≈贷款利率中的信用风险溢价。

监管要求：①拨备覆盖率（贷款减值准备/不良贷款）≥ 120%-150%，中小银行可阶段性下调20pc；②拨贷比（贷款减值准备/贷款总额）≥ 1.5%-2.5%。监管要求根据银行不良认定严格程度、出清力度等有不同。

(2) 非贷款：非信贷减值=金融投资减值+同业资产减值（信用承诺）+其他。2020年以来，非信贷减值损失占比大幅提升，源于资管新规过渡期临近，各行加大了表外非标回表力度，对应信用承诺的减值计提力度加大。2021A，贷款减值损失约占全部减值损失的91%，非信贷减值损失占比9%。

简化利润表	信用减值损失细项	贷款减值准备变动情况
利息净收入	贷款减值损失	年初余额
+ 非息收入	金融投资减值损失	本年计提
= 营业收入	同业资产减值损失	其中：新增
- 业务管理费	其他	划转
- 信用减值损失		回拨
- 其他业务成本		已减值贷款利息收入
- 税金及附加		收回以前年度核销
≈ 营业利润	总计	本年核销及其他
- 所得税		年末余额
净利润		

老16家上市银行信用减值损失结构



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右图单位为亿元。

03

高级篇 投资策略

估值体系

驱动因素

个股选择

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

PB估值法（并且经常破净PB<1）

- **盈利的驱动力：**本质上是资产负债表驱动利润表的模式，以B来估值更合适。
- **盈利的真实性：**银行存在大量手段可以进行盈余管理，比如不良确认、拨备计提、非标减值、管理费用等。
- **盈利的周期性：**银行是收入前置、风险后置的行业，往往当期的盈利水平不代表后期的盈利水平（t期投放的贷款，在t期享受利息收入，但风险可能延后至t+n期暴露）。

DDM估值法（假设永续增长）

分子驱动：ROE，净息差，不良率

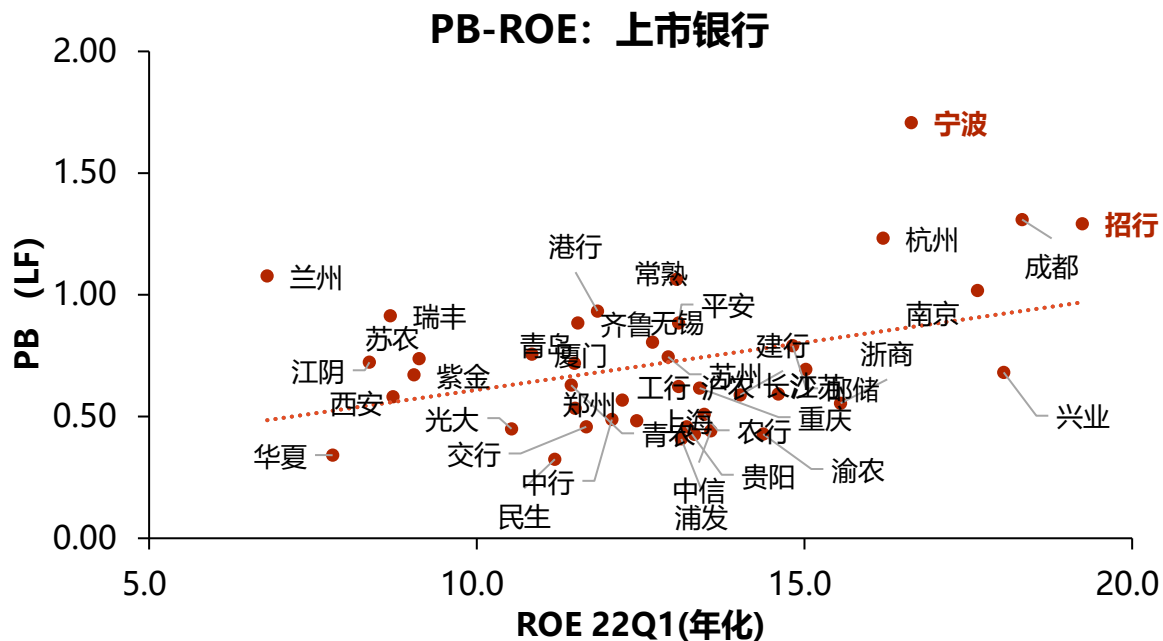
$$V = \sum_i^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i} = \frac{D_0 \times (1+g)}{r-g}$$

$$\approx B \times ROE \times d \times \frac{1 + ROE \times (1-d)}{r_f + \beta \times ERP - ROE \times (1-d)}$$

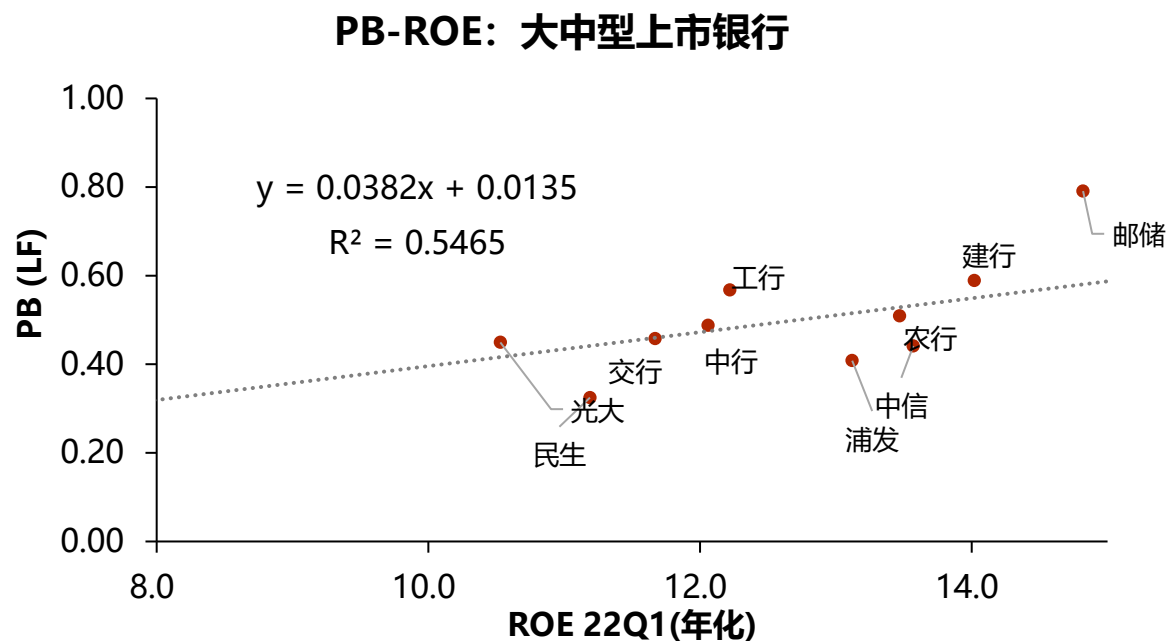
分母驱动：无风险利率，风险偏好，风险评价

为什么有些银行明显偏离PB-ROE体系？说明这些银行的盈利持续性、业务模式可能发生了转变。

- **传统银行PE估值基本一致：**排除部分脱离PB-ROE回归线的个股和中小型银行后，PB-ROE对于大中型银行估值的解释力较强（ $R^2=55\%$ ）。也就是说对于大部分传统银行，市场给予的PE估值是较为一致的。截至最新，PE（TTM）基本在4-7x。
- **部分银行PE估值中枢偏离：**以招行、宁波为代表的 α 银行，估值中枢明显偏离传统估值曲线。截至最新，PE（TTM）估值基本在8-12x。这样的偏离无法用传统的ROE框架去解释。可能的原因：**（1）盈利增长的维度**，这些银行发掘了全新的增长曲线使得盈利可持续性超出同业；**（2）风险感知的维度**，这些银行的新业务模式脱离杠杆经营、资本驱动的特征，使得投资者要求回报率下降。当然，经营业绩持续强劲也有助于缓解投资者对于风险的担忧，从而带来要求回报率的下降。



数据来源: wind, 浙商证券研究所。截至2022年5月5日。



数据来源: wind, 浙商证券研究所。截至2022年5月5日。

对于商业银行可以采取分部估值法：传统重资本业务估值+新型轻资本业务估值=目标估值。

- **重资本业务：PB估值法。**传统表内业务以资本驱动规模和盈利增长，盈利具有周期性，估值仍然适用于PB-ROE的定价框架。盈利能力看ROE和可持续性，要求回报率看资产质量和确定性。
- **轻资本业务：PE估值法。**银行中间业务以服务驱动业务和盈利增长，对资本的依赖度低，且盈利更加稳定，可以使用PE估值。打破刚兑催化行业发展和价值重估。可以按照PEG=1的思路给予PE估值。

分部	商业模式	估值方法	核心变量	考察维度	原因
传统业务	重资本、强周期、规模驱动	PB估值法 (PB-ROE)	ROE	盈利能力强弱和持续性	盈利能力优秀，支持预期回报率
			×		
			PE	资产质量优异/存量风险出清/ 区域经济强劲/风控能力优秀 市场信誉和形象	风险感知改善，可带来要求回报率下降 确定性强，带来要求回报率下降
+					
新型业务	轻资本、弱周期、服务驱动	PE估值法 (PEG)	g	轻资本业务增速和持续性	以服务驱动的盈利可以用PE估值
=					
目标估值					

数据来源：浙商证券研究所。注：盈利能力ROE也会影响PE，为了简化起见，不做进一步分解。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

重资本业务：PB估值法。考虑不同银行在业务结构、经营区位等方面的巨大差异，有必要拆分传统表内业务估值的驱动因素。银行表内主要分为三类业务：对公业务、零售业务和金融市场业务，因不同业务的盈利和风险特征均不相同，应给予不同估值。一般来说，**零售业务PB估值>对公和金融市场**。从ROE和要求回报率两个维度分析驱动因素：

- **传统零售：类似于消费板块。**①**业务特征：**零售存贷为主，居民杠杆较低还有空间，需求跟随经济增长；银行议价能力强；风险较为分散。②**财务特征：**ROE较高，风险较低。③**估值特征：**较高PE和PB估值，取决于**增长潜力和风控能力**。
- **传统对公：类似于周期板块。**①**业务特征：**对公存贷为主，企业杠杆较高需要控制，需求慢于经济增长；银行议价能力弱；风险较为集中。②**财务特征：**ROE较低，风险较高。③**估值特征：**较低PE和PB估值，**资产质量好、区位优势强、增长快的估值高**。
- **传统金市：类似于金融板块。**①**业务特征：**自营投资交易和资金融通为主，受市场波动影响较大。②**财务特征：**ROE最高，风险中高。③**估值特征：**较低PE估值、中等PB估值。

板块	传统/表内							新型/表外	
	主要业务	ROE	增长	风险	要求回报率	PE	PB	主要业务	PE
零售	零售存贷	中	中（个人杠杆较低，超越或跟随经济增长）	信用风险中低	低	高	高	财富管理、支付结算等	根据增长g
对公	对公存贷	低	低（企业杠杆较高，低于经济增长）	信用风险中高	高	低	低	投资银行、现金管理等	
金融市场	自营投资交易/资金融通	高	中低（跟随市场）	信用风险低 市场风险高	高	低	中	代客理财、做市业务、代客交易、资产托管等	

数据来源：wind，浙商证券研究所。

以老16家银行+邮储银行+长沙银行为例，进行传统业务盈利能力分解和估值。其中兴业银行、浦发银行、华夏银行未披露业务分部利润表，因此没有在此部分进行分解，因此总共15家样本银行，以下测算供参考。

		ROE (中收调整后)				PE				测算PB			
		全公司	对公	零售	金市	全公司	对公	零售	金市	全公司	对公	零售	金市
国有行	农业银行	10.0%	3.3%	22.5%	14.6%	7.73	6.00	10.00	5.00	0.77	0.20	2.25	0.73
	建设银行	10.0%	4.5%	22.2%	12.5%	7.94	6.00	10.00	5.00	0.80	0.27	2.22	0.62
	工商银行	10.0%	3.8%	21.2%	16.8%	7.36	6.00	10.00	5.00	0.74	0.23	2.12	0.84
	中国银行	10.0%	2.9%	18.3%	22.7%	7.06	6.00	10.00	5.00	0.71	0.18	1.83	1.13
	邮储银行	10.5%	7.3%	11.7%	15.9%	7.31	6.00	10.00	5.00	0.77	0.44	1.17	0.79
	交通银行	8.5%	2.0%	6.1%	27.8%	5.79	6.00	10.00	5.00	0.49	0.12	0.61	1.39
股份行	招商银行	10.7%	7.7%	12.1%	16.3%	8.05	6.00	12.00	5.00	0.86	0.46	1.46	0.82
	民生银行	4.6%	2.4%	13.4%	2.0%	8.11	5.00	10.00	5.00	0.38	0.12	1.34	0.10
	平安银行	8.2%	-3.9%	8.3%	28.5%	7.52	6.00	12.00	5.00	0.62	0.00	0.99	1.43
	中信银行	6.8%	3.6%	5.0%	19.5%	6.13	6.00	10.00	5.00	0.42	0.22	0.50	0.97
	光大银行	8.3%	5.4%	-0.5%	22.1%	5.27	6.00	10.00	5.00	0.44	0.32	0.00	1.11
城商行	长沙银行	12.4%	9.9%	20.6%	12.1%	7.57	7.00	10.00	5.00	0.94	0.69	2.06	0.61
	北京银行	9.1%	6.8%	23.7%	4.4%	7.60	6.00	10.00	5.00	0.69	0.41	2.37	0.22
	宁波银行	11.8%	4.8%	14.4%	23.5%	8.74	12.00	15.00	5.00	1.03	0.57	2.16	1.17
	南京银行	12.0%	8.2%	10.7%	28.7%	8.25	10.00	12.00	5.00	0.99	0.82	1.29	1.43

数据来源：wind，浙商证券研究所，数据取自2021年年报。数据计算方法：测算PB=测算分部ROE*PE；对公和零售测算分部ROE=[分部税前利润-非息收入*(1-成本收入比40%)]*(1-所得税率25%)/测算分部净资产，金市分部ROE=[整体税后利润-中收*(1-成本收入比40%)*(1-所得税率25%)-对公和零售测算税后收入]/测算分部净资产；测算分部净资产=分部测算RWA占比*净资产，对公测算RWA=对公贷款+SPV（不含基金），零售测算RWA=零售贷款（除按揭）*75%+按揭*50%，金市RWA=整体RWA-对公和零售RWA；PE估值根据业务性质及银行质地假设，零售>对公>金市，且银行质地越优，业务PE估值越高。PB计算为负的，最低值设为0。为简便起见，使用期末测算净资产计算ROE。

轻资本业务：PE估值法。从商业模式看，银行中间业务主要基于服务，对资本依赖度低，且盈利更加稳定，可以**按照PEG=1的思路给予PE估值。**

原理：可以使用手续费及佣金净收入来衡量银行轻资本业务的开展成效。手续费及佣金净收入，通常又称为【中间业务收入】。中间业务，顾名思义，是银行不（少）运用自己的资产和资本，而以中间人的身份提供各类金融服务。

是否涉及信用风险	业务大类	业务细类	收入来源
金融服务类 不承担信用风险	或有债权/债务	担保承诺类	贷款承诺、承兑汇票、信用证等
			以承兑汇票为例，按照票面金额的一定比例收取手续费（比如3个月以内0.05%），通常每笔交易有收费金额下限。
	信用卡分期	信用卡交易分期、账单分期、现金分期等	分期业务手续费（部分银行已经列入利息收入）。
	大支付	结算清算、现金管理	比如银行作为发卡行或收单行，按照交易金额和费率收取手续费，通常每笔交易有收费金额上限。
	大财富	投资银行、财务顾问、并购重组	比如银行作为债券承销商，收取发行费用。
		财富管理：代销基金、信托，代销保险	以基金为例，银行向基金公司收取代销费用和尾随佣金。
		资产管理	以理财子公司为例，收取理财管理费。
		资产托管	托管行收取托管费用，费率大约在0.03%-0.05%。

数据来源：《商业银行中间业务暂行规定》《商业银行中间业务》邓世敏，《商业银行中间业务产品实用手册》杨明生，浙商证券研究所。

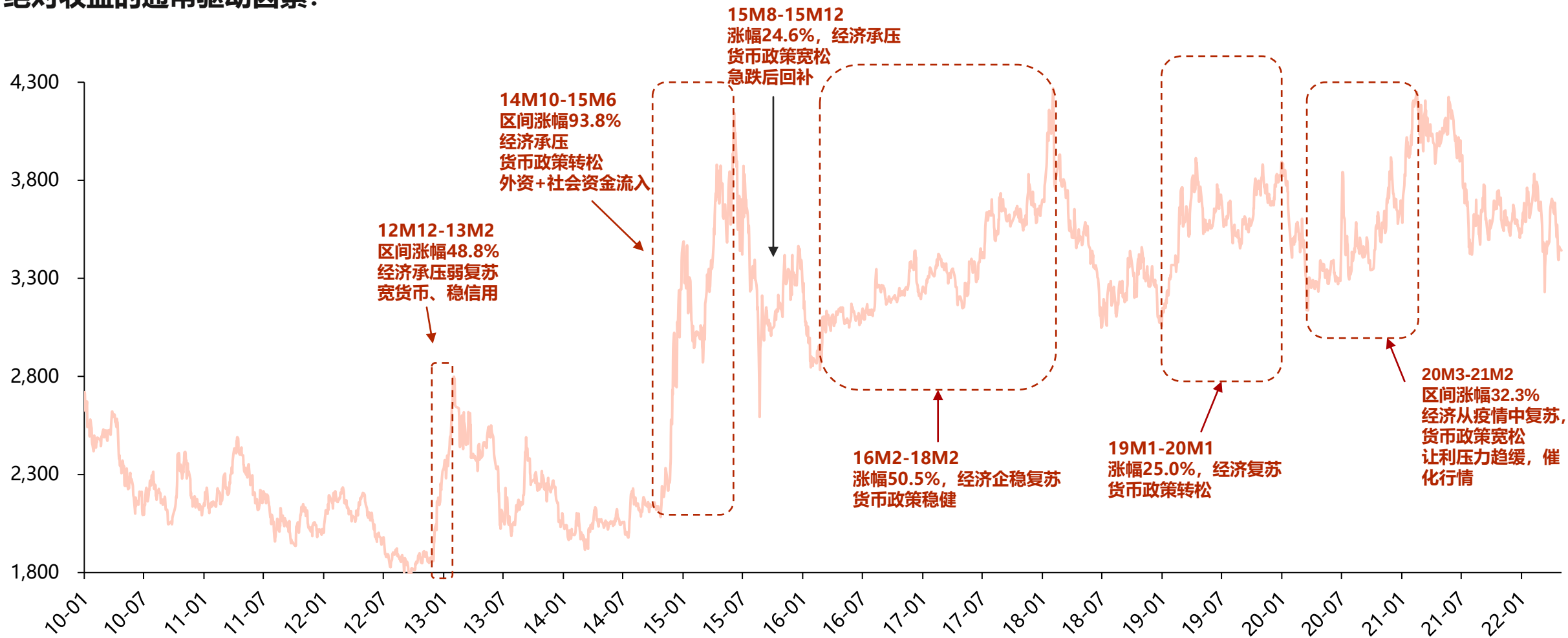
估值原则：分部估值法。（1）传统业务：PB-ROE原则。主要参数包括：ROE（根据实际情况，刨除掉新型业务贡献的利润）、PE（5-9x，业绩长青的银行给予8-9x，待验证的优质银行7x，经营底部回升的银行5x。个别高速增长且经营区位优势明显的银行可考虑给予10x PE）。（2）新型业务：基于PEG思路。主要参数包括：g（根据市场对未来增长的判断）、PEG系数（1x）。

【注意】本部分仅供参考，参数可以调整。为简便起见，本部分使用静态测算的思路，测算2021年底估值并“平移”到2022年。实际上，银行的经营是动态的，也可以对各项业务进行动态预测从而进行动态估值。

	传统业务估值								新型业务估值								总估值				
	真实不良	拨备水平	超额拨备	归母净资产	目标PE	传统ROE21A	PB倍数	21A市值	21A中收	测算净利润	测算利润占总利润比例	21A中收增速	22Q1中收增速	增速预测*	PEG倍数	21A市值	21A市值	目标PB	22E BPS	目标价	22E目标市值
招商银行	975	2461	1486	8587	8	10.7	0.86	8,366	944	425	35%	19%	5%	15%	1.0x	6,375	14,741	1.72	32.9	56.46	14,240
宁波银行	107	348	241	1494	9	11.8	1.03	1,728	83	37	19%	30%	1%	20%	1.0x	744	2,472	1.65	23.5	38.94	2,572
平安银行	747	902	155	3954	8	8.2	0.62	2,510	331	149	41%	11%	5%	20%	1.0x	2,976	5,486	1.39	19.3	26.75	5,192
邮储银行	831	2205	1374	7941	7	10.5	0.77	6,866	220	99	13%	33%	40%	15%	1.0x	1,485	8,352	1.05	7.6	8.00	7,393
兴业银行	1162	1309	147	6841	7	10.7	0.75	5,208	427	192	23%	13%	19%	15%	1.0x	2,881	8,089	1.18	32.3	38.22	7,940
南京银行	169	287	119	1214	8	12.0	0.99	1288	58	26	16%	17%	11%	15%	1.0x	392	1,679	1.38	12.4	17.15	1,718
长沙银行	117	132	14	550	8	12.4	0.94	528	11	5	7%	33%	19%	15%	1.0x	72	600	1.09	14.1	15.36	618
浦发银行	1805	1106	-699	6700	5	6.6	0.33	2,034	291	131	24%	-14%	2%	5%	1.0x	656	2,689	0.40	20.5	8.24	2,420
光大银行	1028	769	-259	4825	5	8.3	0.44	2,027	273	123	28%	12%	-2%	5%	1.0x	615	2,642	0.55	7.6	4.14	2,235

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：仅供参考，不代表投资建议。单位：亿元/%。BPS 21E为wind一致预测。*增速预测是基于市场预期中长期中收增速，而非实际情况（2022年市场波动导致中收增速放缓）。估值方法：2021年市值=2021年传统业务市值+2021年新型业务市值，21A PB= 2021年估值/2021年归母普通股净资产。假设PB估值不变，根据22年BPS预测，推算目标价和目标市值。①传统业务PB市值。真实不良=不良余额+关注余额。超额拨备=拨备余额-真实不良，风险调整后净资产=归母普通股股东净资产+超额拨备*（1-所得税率25%），传统业务市值=风险调整后净资产×PB估值倍数。②新型业务PEG市值。测算新型业务净利润=洁净中收*（1-成本收入比40%）*（1-所得税率25%）。新型业务市值=新型业务净利润×预测增速×100×PEG估值倍数。

绝对收益的通常驱动因素：



数据来源：wind，浙商证券研究所。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

历次上涨的驱动因素：经济复苏、货币宽松、风险偏好、增量资金

- 规律一：经济复苏或者货币信用宽松下经济预期改善，带动银行基本面预期改善，推动银行股上涨。
- 规律二：增量资金入市（如14年）或市场风险偏好改变（4季度基金调仓），驱动银行行情。

行情阶段	12M12-13M2	14M10-15M6	16M2-18M2	19M1-20M1	20M3-21M2
开始时间	2012/12/3	2014/10/27	2016/2/26	2019/1/2	2020/3/23
结束时间	2013/2/4	2015/6/9	2018/2/5	2020/1/7	2021/2/18
持续时间(月)	2	8	24	12	11
绝对收益	49%	94%	51%	25%	32%
相对收益	27%	-55%	27%	-12%	-8%
起始板块PB估值	0.99	0.86	0.93	0.72	0.67
估值分位数	0%	0%	23%	0%	0%
银行基本面	盈利改善，不良平稳	盈利下行，不良暴露	盈利下行，不良平稳	盈利小幅上行，不良改善	盈利增速修复，不良改善
宏观经济	经济承压弱复苏	经济承压	经济复苏	经济复苏	经济复苏
货币信用环境	宽货币，稳信用	转松	稳健	转松	宽松
货币政策	央行于2012年5-7月进行1次降准，2次降息。	行情期间，央行共降准2次，降息4次。	央行通过市场操作和临时准备金动用安排阶段性补充流动性，并在18年1月份实施定向降准。	央行创设TMLF鼓励加大对小微企业、民营企业信贷投放；19年1月央行连续2次降准。	20年1月全面降准，20年3、4、5月定向降准，20年2、4月降息。
监管政策	商业银行管理办法落地，给予6年过渡期安排，比预期落实时间要长，担忧消除。	发布新国九条等利好政策。	监管出台一系列去杠杆、防风险措施。	发布金融资产风险分类办法，严格不良认定。	引导商业银行等金融机构减费让利，支持实体。
增量资金	-	增量资金入场：外资（14年底沪港通开通）&社会资金（场内外杠杆资金）	外资	外资	外资+居民资金流入。
市场及外部环境	主动型基金银行股仓位较低。	主动型基金银行股仓位来到低位。	市场倾向于绩优蓝筹股。	提高关税延后，中美贸易摩擦缓和。	疫情影响消退，经济复苏。

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：采用银行（申万）指数，相对收益比较基准为wind全A，起始板块PB估值采用区间起始数据，估值分位数使用近3年分位数。

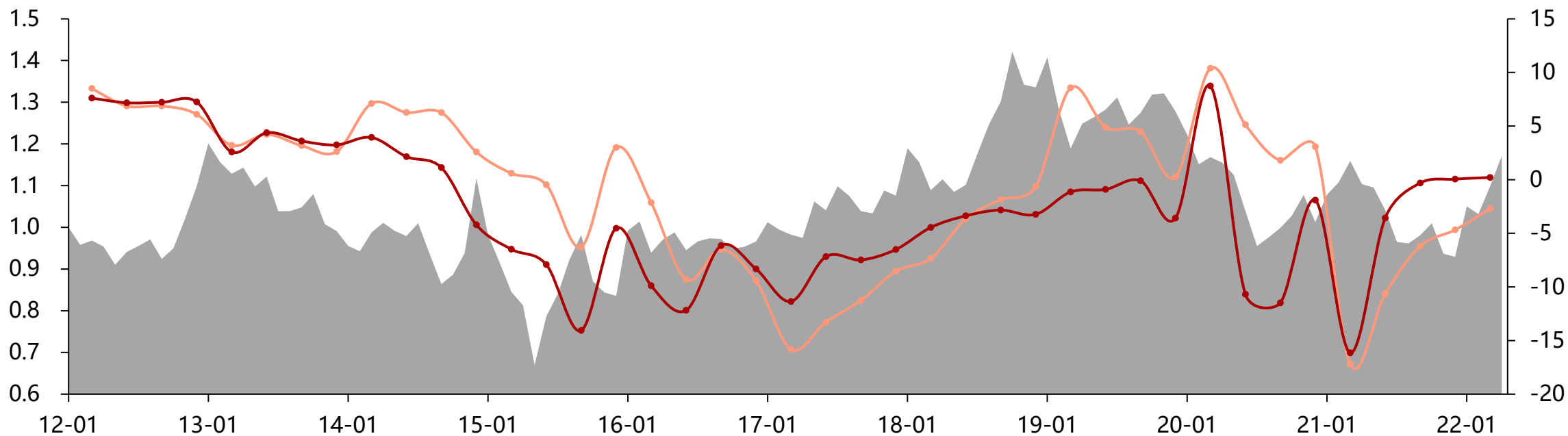
找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

相对收益的通常驱动因素：银行板块相对收益与实体盈利增速差密切相关。
2012年以来【银行股vsWind全A的相对收益】与【银行vs实体盈利增速差】有显著正相关性。

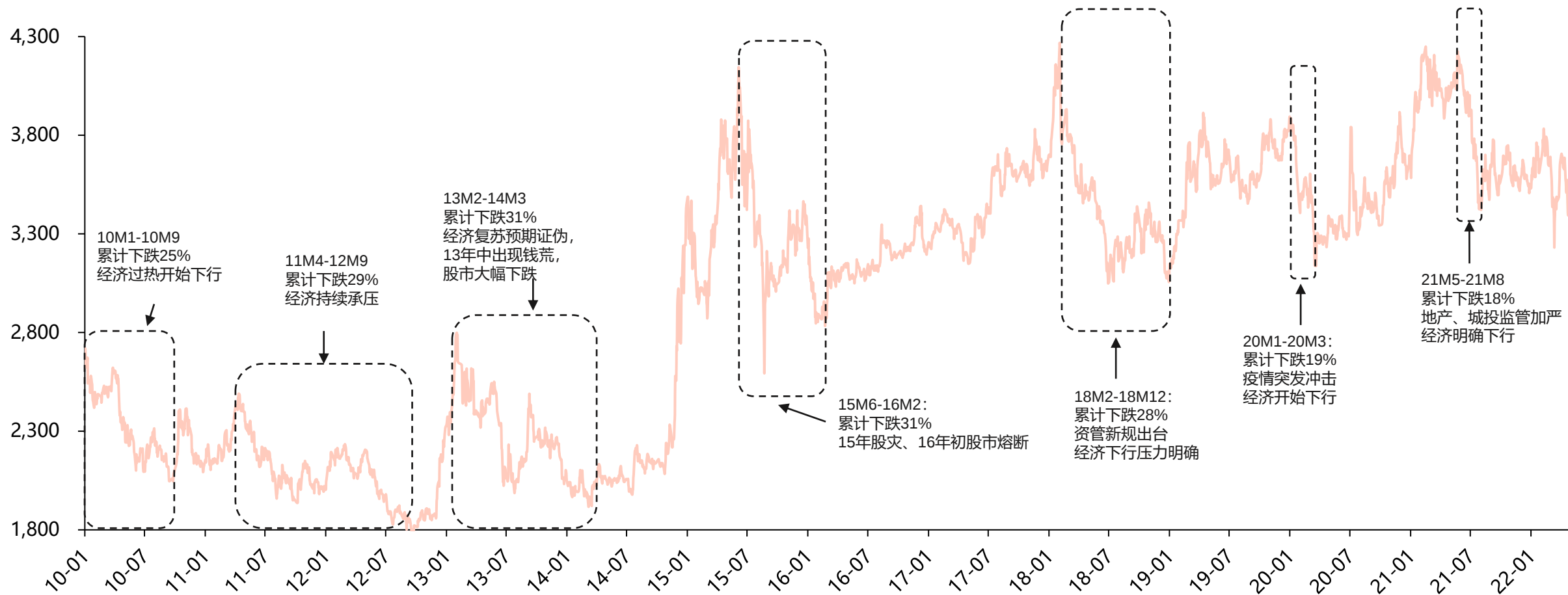
银行相对收益与实体经济盈利增速差正相关

■ 相对收益(左轴) —●— 营收-名义GDP —●— 利润-名义GDP



数据来源：wind，浙商证券研究所。注：增速差单位为pc。为使得测算结果更加直观，相对收益公式=银行板块相较期初涨跌幅/wind全A相较期初涨跌幅。

股价急跌或者阴跌的常见因素：



数据来源：wind，浙商证券研究所。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (13462421224) 同步分享更新

历史下跌的驱动因素：经济承压或开始下行

- 规律一：过去10年中，**银行下跌的行情处在经济承压或开始回落阶段**，此时银行股也处在盈利下行阶段。
- 规律二：流动性宽松中不一定能够促进银行估值回升。货币宽松带动无风险利率降低，但风险评价由于经济下行受到不利影响。从宽货币到宽信用开始起效时，市场对经济的信心边际修复，才可以带动银行行情。

行情阶段	10M1-10M9	11M4-12M9	13M2-14M3	15M6-16M2	18M2-18M12	20M1-20M3	21M5-21M8
开始时间	2010/1/4	2011/4/18	2013/2/7	2015/6/10	2018/2/6	2020/1/7	2021/5/28
结束时间	2010/9/21	2012/9/25	2014/3/20	2016/2/25	2018/12/26	2020/3/23	2021/8/5
持续时间(月)	9	17	13	8	10	3	3
绝对收益	-25%	-29%	-31%	-31%	-28%	-19%	-18%
相对收益	-11%	2%	-26%	17%	0%	-8%	-20%
起始板块PB估值	2.68	1.86	1.44	1.43	1.11	0.83	0.75
估值分位数	37%	20%	46%	98%	82%	31%	35%
银行基本面	盈利增速波动下行，不良改善	盈利增速波动下行，不良改善	盈利下行，不良暴露	盈利下行，不良暴露	盈利下行，不良改善	盈利下行，不良暴露	盈利、不良改善幅度放缓
宏观经济	经济过热开始回落	经济承压	经济承压	经济承压	经济承压	经济承压	经济开始回落
货币信用环境	收紧	由紧转松	货币先紧后松信用紧	宽松	货币从紧转松紧信用	宽松	转松
货币政策	央行13次升准，5次升息。	2次降准、2次降息。	-	9、10月降准，6、8、10月降息。	4、7、10月降准。	2020年1月全面降准，3、4、5月定向降准，2、4月降息。	2021年7月降准。
监管政策		国常会推出八条房地产市场调控措施，地产调控加码。	8号文发布监管收紧非标融资。	严查场外配资。	出台一系列监管政策去杠杆，严控金融风险，资管新规出台，打破刚兑。	设立专项再贷款支持防疫和复工复产。	房企三道红线和银行涉房贷款两集中政策实施。15号文出台，城投隐债监管加强。
市场及外部环境	-	-	2013年钱荒。	15年股灾，16年初股市熔断。	中美贸易摩擦。	新冠疫情爆发。	房企陆续出险。 ⁴⁴

银行股投资友善窗口期

经济繁荣的后半段

银行股：银行基本面滞后于经济，繁荣后期银行经营好于实体，赚业绩的钱

银行股投资不友好窗口期

经济开始回落

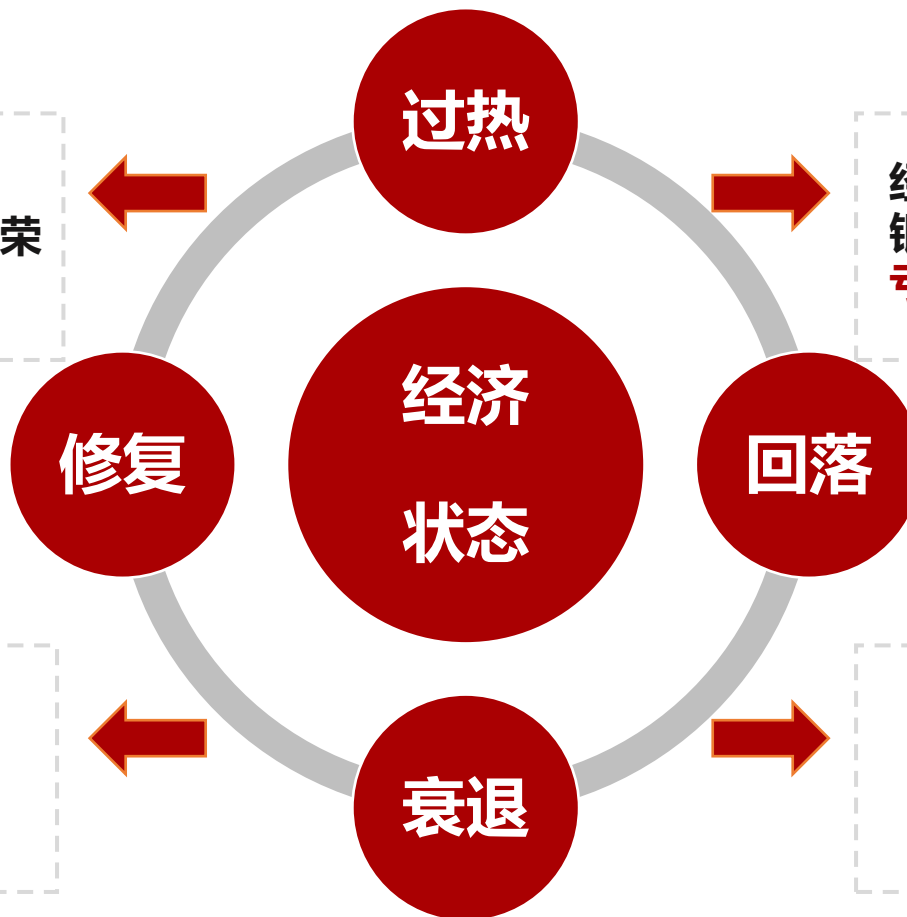
银行股：预期从好变差，基本面仍然好，亏的是杀估值的钱【！】

经济（预期）企稳改善

银行股：预期从差变好，赚估值修复的钱【此时估值一般在低位】

经济持续承压

银行股：预期持续悲观，如果有流动性宽松，可能会有行情。



以平安、宁波、招行等为代表的优质个股在几轮行情中涨幅居前，背后是较好的业绩表现作为支撑。

	①2012/12/3-2013/2/4			②2014/10/27-2015/6/9			③2017/5/5-2018/2/5			④2019/1/2-2019/4/17			⑤2020/10/9-2021/2/23		
	涨跌幅	PB估值	盈利增速	涨跌幅	PB估值	盈利增速	涨跌幅	PB估值	盈利增速	涨跌幅	PB估值	盈利增速	涨跌幅	PB估值	盈利增速
工商银行	15	1.26	14.5	57	0.91	5.0	69	0.89	2.8	14	0.85	4.1	9	0.69	1.2
建设银行	22	1.15	14.1	79	0.83	6.1	74	0.92	4.7	22	0.85	5.1	20	0.74	1.6
农业银行	24	1.17	19.0	65	0.87	7.9	50	0.84	4.9	8	0.79	5.1	3	0.64	1.8
中国银行	17	0.97	12.4	99	0.76	8.1	41	0.77	4.8	12	0.70	4.5	1	0.58	2.9
交通银行	31	0.85	15.0	132	0.70	5.7	27	0.75	4.5	12	0.68	4.9	1	0.48	1.3
邮储银行	n.a.	n.a.	22.9	n.a.	n.a.	9.8	n.a.	n.a.	19.8	n.a.	n.a.	9.7	35	0.77	5.4
招商银行	45	1.12	25.3	101	0.90	8.1	92	1.13	13.0	42	1.26	14.8	54	1.52	4.8
兴业银行	63	0.98	36.1	102	0.87	14.4	31	0.87	6.2	36	0.71	6.0	64	0.68	1.2
浦发银行	62	0.81	25.3	90	0.81	14.9	19	0.92	2.2	22	0.67	3.1	15	0.54	-1.0
中信银行	43	0.86	0.7	84	0.87	3.9	43	0.81	2.3	22	0.67	4.6	6	0.55	2.0
民生银行	83	1.14	34.5	76	0.94	5.4	27	0.81	4.1	16	0.62	1.0	-1	0.51	-36.3
光大银行	42	0.94	30.6	144	0.74	8.1	33	0.79	4.0	18	0.69	6.7	16	0.58	1.3
平安银行	72	0.79	30.4	102	0.90	30.0	69	0.79	2.6	53	0.73	7.0	45	1.05	2.6
华夏银行	43	0.78	38.8	109	0.80	16.0	25	0.80	0.7	18	0.58	5.2	3	0.45	-2.9
浙商银行	n.a.	n.a.	41.3	n.a.	n.a.	4.0	n.a.	n.a.	7.8	n.a.	n.a.	4.9	-4	0.98	-4.8
北京银行	44	0.89	30.5	95	0.94	16.1	11	1.02	5.2	16	0.69	6.8	3	0.59	0.2
上海银行	n.a.	n.a.	29.3	n.a.	n.a.	21.8	-2	1.11	7.1	14	0.87	17.7	5	0.71	2.9
江苏银行	n.a.	n.a.	20.7	n.a.	n.a.	6.1	-8	1.24	11.9	25	0.69	10.0	2	0.61	3.1
南京银行	39	0.93	24.9	141	0.91	24.7	44	1.14	17.0	42	0.83	14.5	13	0.86	5.2
宁波银行	41	1.10	25.0	129	1.14	16.1	69	1.39	19.5	42	1.36	19.9	34	1.91	9.7
杭州银行	n.a.	n.a.	32.0	n.a.	n.a.	-7.4	-15	1.42	13.2	21	0.82	18.9	42	1.13	8.1
长沙银行	n.a.	n.a.	36.0	n.a.	n.a.	9.1	n.a.	n.a.	23.2	32	0.97	13.9	20	0.84	5.1
成都银行	n.a.	n.a.	5.7	n.a.	n.a.	19.3	33	n.a.	51.6	19	0.96	18.9	21	0.97	8.5
常熟银行	n.a.	n.a.	10.5	n.a.	n.a.	1.8	-40	2.93	21.5	39	1.16	17.5	1	1.25	1.0
无锡银行	n.a.	n.a.	19.0	n.a.	n.a.	0.0	-57	4.49	11.4	31	0.97	10.1	35	0.91	5.0
苏农银行	n.a.	n.a.	13.4	n.a.	n.a.	-20.4	-41	2.68	12.4	23	0.98	9.7	7	0.72	4.2
江阴银行	n.a.	n.a.	10.9	n.a.	n.a.	-18.2	-58	3.58	3.9	30	0.94	6.0	2	0.80	4.4
张家港行	n.a.	n.a.	7.6	n.a.	n.a.	-27.1	-48	4.05	10.7	32	1.08	9.4	0	1.00	4.9

数据来源：wind，浙商证券研究所。涨跌幅、盈利增速单位为%，其中盈利增速分别取2012年、2014年、2017年、2018年、2020年归母净利润增速，涨跌幅为区间累计涨跌幅，

PB估值为区间首日PB（LF）估值。涨跌幅颜色越红，代表涨幅越大；PB估值、盈利增速越红，对银行股投资越有利。同步分享更新

高涨幅标的，背后是市场对其中长期预期回报率的认可。即银行本身盈利能力优秀或有很好的潜力，投资者预期能够获得较高的回报率。盈利能力背后，主要有三大核心驱动因素：

- 1) 资产质量表现较为稳定——风险指标属于“一票否决”指标。
- 2) 资产或模式符合大方向——布局新兴资产、聚焦轻资本业务。
- 3) 机制灵活、管理层稳定——市场化的机制、稳定的管理团队。

银行	涨跌幅		ROE			利润增速			不良率			中收占比		
	2010年末至今	2015年末至今	10A	15A	21A	10A	15A	21A	10A	15A	21A	10A	15A	21A
宁波银行	521%	253%	21%	18%	17%	59%	16%	30%	0.69%	0.92%	0.77%	8%	20%	16%
招商银行	368%	159%	22%	17%	17%	41%	3%	23%	0.68%	1.68%	0.91%	16%	27%	29%
南京银行	351%	105%	17%	18%	15%	50%	25%	21%	0.97%	0.83%	0.91%	9%	14%	14%
平安银行	205%	65%	23%	15%	11%	25%	10%	26%	0.58%	1.45%	1.02%	9%	28%	20%
兴业银行	242%	51%	25%	19%	14%	39%	7%	24%	0.42%	1.46%	1.10%	11%	21%	19%
建设银行	133%	39%	23%	17%	13%	26%	0%	12%	1.14%	1.58%	1.42%	20%	19%	15%
工商银行	96%	37%	23%	17%	12%	28%	0%	10%	1.08%	1.50%	1.42%	19%	21%	14%
农业银行	107%	30%	22%	17%	12%	46%	1%	12%	2.03%	2.39%	1.43%	16%	15%	11%
中国银行	79%	9%	19%	15%	11%	29%	1%	12%	1.10%	1.43%	1.33%	20%	19%	13%
交通银行	67%	6%	20%	13%	11%	30%	1%	12%	1.12%	1.51%	1.48%	14%	18%	18%
光大银行	30%	-1%	21%	16%	11%	67%	2%	15%	0.75%	1.61%	1.25%	13%	28%	18%
中信银行	41%	-18%	19%	15%	11%	50%	1%	14%	0.67%	1.43%	1.39%	10%	25%	18%
北京银行	48%	-20%	17%	16%	10%	21%	8%	3%	0.69%	1.12%	1.44%	6%	16%	9%
浦发银行	81%	-26%	23%	19%	9%	45%	8%	-9%	0.51%	1.56%	1.61%	8%	19%	15%
华夏银行	32%	-35%	18%	17%	9%	59%	5%	11%	1.18%	1.52%	1.77%	6%	21%	10%
民生银行	59%	-40%	18%	17%	7%	45%	4%	0%	0.69%	1.60%	1.79%	15%	33%	16%

数据来源：wind，浙商证券研究所。颜色越红，说明该指标表现越优。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（13462421224）同步分享更新

风险指标对于银行股投资来说，属于“一票否决”指标。优秀的资产质量是盈利的基础。

- **看结构：**①看业务，是对公还是零售，具体什么业务。不同类型资产在不同周期的需求和风险情况不一样。零售相对分散、抗周期，但消费金融业务敏感性比较强。②看客户，不同类型客户的抗风险能力不同。对公是大中型、中小型、或是小微客户；零售是财富客户、普通客户、普惠客户。大型企业客户、零售财富客户抗风险能力较强。③看区域，经济稳定向好、财政实力充足的区域，当地的银行享有好的经营环境。
- **看指标：**重点观察不良率、关注率、逾期率、偏离度、不良和真实不良生成率、逾期生成率。“低不良+低生成+严认定+高拨备”的组合比较理想。注意不仅要看静态指标，还要看动态变化【很多时候，数据是滞后的，而战略和执行是领先的】。

银行	不良率		关注率		逾期率		不良生成率		拨备覆盖率		拨贷比	
	22Q1末	Δ	21年末	Δ	21年末	Δ	21A	Δ	22Q1末	Δ	22Q1末	Δ
宁波银行	0.77%	0bp	0.48%	9bp	0.76%	-8bp	0.71%	21bp	525%	-0.7pc	4.06%	3bp
招商银行	0.94%	3bp	0.84%	14bp	1.03%	1bp	0.64%	2bp	463%	-21.2pc	4.35%	-7bp
南京银行	0.90%	-1bp	1.22%	11bp	1.26%	-1bp	0.82%	-1bp	398%	1.1pc	3.58%	-5bp
平安银行	1.02%	0bp	1.42%	46bp	1.88%	41bp	1.80%	50bp	289%	0.7pc	2.94%	0bp
兴业银行	1.10%	0bp	1.52%	17bp	1.47%	4bp	0.80%	24bp	269%	0.2pc	2.95%	-1bp
建设银行	1.40%	-2bp	2.69%	-11bp	0.94%	-14bp	1.43%	-22bp	246%	6.4pc	3.45%	5bp
工商银行	1.42%	0bp	1.99%	6bp	1.23%	-10bp	0.54%	-9bp	210%	4.1pc	2.98%	6bp
农业银行	1.41%	-2bp	1.48%	-9bp	1.08%	-3bp	1.45%	88bp	308%	7.8pc	4.34%	4bp
中国银行	1.31%	-2bp	1.35%	-18bp	1.07%	-9bp	0.61%	-3bp	188%	0.5pc	2.46%	-37bp
交通银行	1.47%	-1bp	1.35%	-3bp	1.33%	-16bp	0.81%	-13bp	167%	0.2pc	2.45%	-1bp
光大银行	1.24%	-1bp	1.86%	-4bp	1.99%	-6bp	1.63%	2bp	188%	0.5pc	2.33%	-1bp
中信银行	1.35%	-4bp	1.75%	-41bp	1.86%	-21bp	1.30%	10bp	184%	4.1pc	2.49%	-1bp
北京银行	1.44%	0bp	1.48%	52bp	1.75%	18bp	1.02%	34bp	212%	1.3pc	3.04%	1bp
浦发银行	1.58%	-3bp	2.17%	-9bp	2.08%	-9bp	1.75%	16bp	147%	3.0pc	2.32%	1bp
华夏银行	1.75%	-2bp	3.10%	-17bp	1.88%	-16bp	1.24%	-16bp	153%	2.1pc	2.68%	1bp
民生银行	1.74%	-5bp	2.85%	-1bp	2.17%	12bp	1.48%	19bp	143%	-2.2pc	2.49%	-11bp

数据来源：wind，浙商证券研究所。不良率、拨备覆盖率、拨贷比的Δ为该指标较年初的变化，逾期率、关注率的Δ为该指标较21H1末的变化；不良生成率为该指标21A较21H1的变化。颜色越红，该指标表现越优。

经济新老动能切换的背景下，布局需求强劲新资产方向的银行有望胜出。

- **看结构：**1) 对公端：①有效需求较强的领域：受益于稳增长和碳中和推进，绿色、制造、基建占比高的银行，或者地方经济强的区域性银行更受益。②有效需求减弱的领域：对公房地产占比较高的银行，资产投放面临转型压力。2) 零售端：地产销售弱，按揭贷款在三道红线下，预计以稳为主、增速难以大幅上升；消费类、经营类贷款占比高的银行，资产投放韧性更强。
- **看指标：**1) 经济指标，关注GDP、固定资产投资、杠杆率指标，区域银行的发展跟所在区域的经济关联度高，经济动能越强，银行规模增长确定性越高；2) 业务指标：关注房地产贷款占比、制造业贷款占比、基建贷款占比、绿色贷款占比等业务结构指标，需求弱的贷款占比越小+需求强的贷款占比越大，说明银行贷款投放动能越强。

银行	需求减弱的方向		需求有韧性或增强的方向				区域经济		
	房地产贷款占比	是否超限	制造业贷款占比	绿色金融贷款占比	基建贷款占比	普惠贷款占比	2021年所在省份GDP增速	2021年杠杆率	2021年基建增速
邮储银行	35.8%	-	5.1%	5.8%	16.2%	14.9%			
建设银行	38.5%		8.3%	10.5%	18.8%	10.0%			
交通银行	29.1%		11.2%	7.3%	21.6%	5.2%			
中国银行	38.5%		12.0%		18.3%	5.6%			
工商银行	38.5%		8.7%	12.0%	26.9%	5.3%			
农业银行	35.7%		9.9%	11.6%	22.9%	7.7%			
招商银行	31.9%	4.4pc	6.0%	4.7%	12.7%	10.8%			
兴业银行	32.9%	5.4pc	9.9%	10.3%	11.2%	6.7%			
平安银行	18.6%		5.1%	2.3%	2.5%	12.5%			
宁波银行	8.6%		15.9%	-	6.7%		8.5%	46%	10.80%
杭州银行	20.5%		8.0%	7.1%	23.1%	15.6%	8.5%	46%	10.80%
成都银行	28.1%	5.6pc	7.2%	2.8%	22.3%		8.2%	45%	5.90%
南京银行	15.1%		8.1%	12.5%	4.8%	8.3%	8.6%	40%	5.80%
北京银行	28.2%	0.7pc	6.6%	2.9%	14.8%	7.5%	8.5%	31%	4.90%
江苏银行	23.9%		11.4%	9.1%	8.0%	8.0%	8.6%	40%	5.80%
上海银行	25.5%		4.7%	2.5%	8.4%	5.9%	8.1%	22%	8.00%
重庆银行	17.2%		7.1%	6.0%	18.1%		8.3%	52%	6.10%
常熟银行	9.4%		19.9%		3.8%		8.6%	40%	5.80%

数据来源：wind，浙商证券研究搜。杠杆率=（地方城投债+政府债）/地方名义GDP。基建项目贷款为交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业贷款，水利、环境和公共设施管理业三类贷款合计。颜色越红，该指标表现越优。

找报告，上“数据理河”

中间业务资本依赖度低，受经济周期影响小，是未来银行盈利能力保持稳定的关键。

- **看模式：**①零售端综合金融：已经有成功的案例，如招商银行和平安银行，渠道能力强（网点多、同业客户多等）、客户基础好（所在区域居民富裕程度高、基础客户人数多）、服务能力强（专业的客户经理团队、客户分层经营）的银行更容易分到更多的财富管理蛋糕；②对公端综合金融：目前还未有典型银行，兴业银行着力于“商行+投行”战略，是对公综合金融赛道的先行者和领军者。对公端综合金融的模式主要通过投行业务绑定客户，从而拉动交易结算、存贷款等各项商行业务。
- **看指标：**①业务指标上，零售方面关注AUM、客户数、网点数，一般来说AUM规模越大，非存款AUM占总资产的比例越高说明财富业务发展越好，客户数和网点数越多说明财富管理业务发展潜力越大；对公方面关注FPA规模、FPA/总资产、债券承销规模，一般来说规模越大、占比越高，说明对公综合化能力越强。②财务指标上，选择中收占比高或者中收增速快的银行，重点关注代理、理财类和顾问咨询类中收的情况。

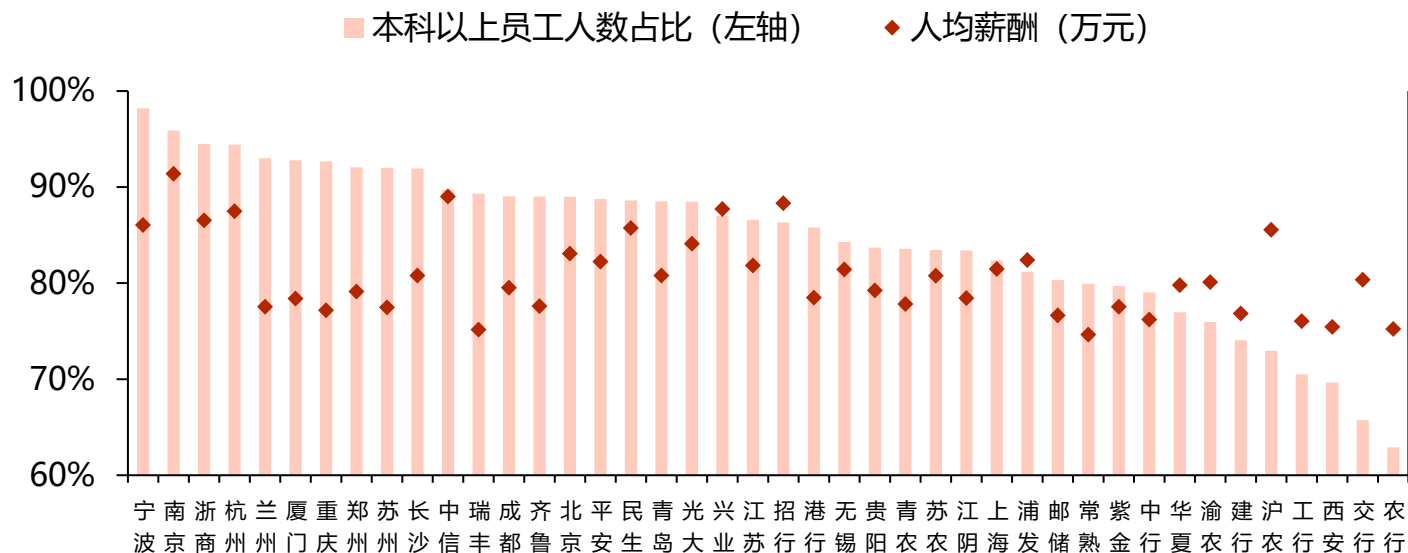
上市银行	网点数量 (个)	零售客户数 (万)	私行客户数 (万)	非存款AUM (亿元)	非存款AUM/总资产	非金融债承销规模 (亿元)	FPA/总资产	中收占比	中收增速
工商银行	16,590	70,400	19.95	44,620	13%	6,354	n.a.	14%	1%
农业银行	22,807	87,800	17.00	n.a.	n.a.	4,102	n.a.	11%	4%
中国银行	11,452	n.a.	14.73	32,135	12%	5,715	n.a.	13%	-7%
建设银行	14,510	72,600	17.72	37,218	12%	5,416	n.a.	15%	0%
交通银行	2,958	18,500	7.04	18,536	16%	3,981		18%	9%
招商银行	1,914	17,300	12.21	90,511	98%	5,657	53%	29%	5%
浦发银行	1,684	13,800	2.70	28,470	35%	5,398		15%	2%
中信银行	1,415	12,000	6.03	25,077	31%	7,637	n.a.	18%	4%
光大银行	1,304	14,004	5.00	12,683	21%	5,177	72%	18%	-2%
兴业银行	2,020	7,922	5.83	18,158	21%	7,384	82%	19%	19%
平安银行	1,117	11,821	6.97	24,123	49%	3,214	24%	20%	5%
北京银行	653	2,566	1.10	4,390	14%	216	n.a.	9%	36%
上海银行	335	1,946	0.57	5,163	19%	2,455	n.a.	16%	4%
江苏银行	531	n.a.	n.a.	4,995	19%	2,315	n.a.	12%	10%
南京银行	216	2,363	3.43	3,263	19%	2,260	n.a.	14%	11%
宁波银行	463	37	1.30	4,423	22%	3,795	30%	16%	1%

数据来源：wind，浙商证券研究所。指标越红，该指标表现越优。中收增速为2022年一季度数据，其余指标均为2021年年报数据。

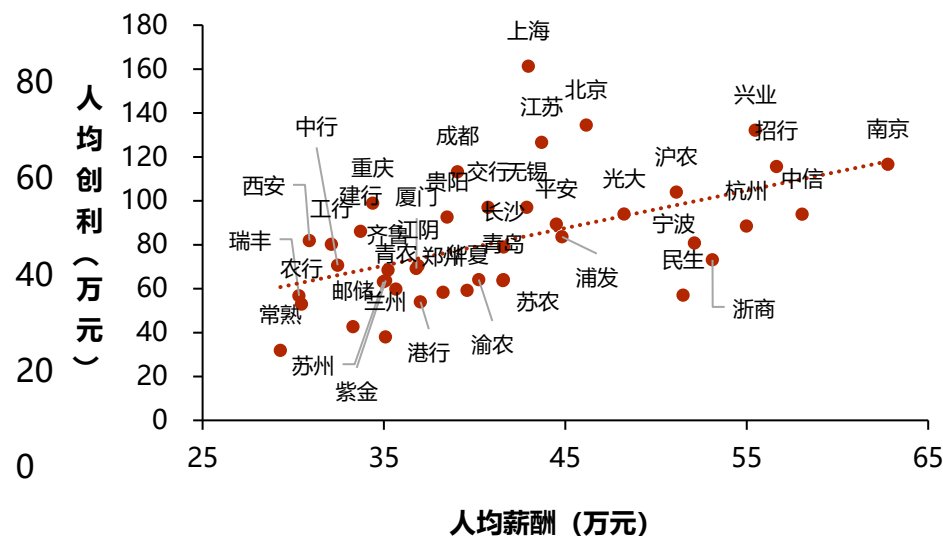
市场化的激励机制、稳定的管理团队才能确保战略执行，是公司保持盈利能力的先决条件。

- **看机制：**1) 管理层的角度：①是否进行职业经理人改革，薪酬跟业绩挂钩可以激发高管动力，催化战略执行；②核心高管的选拔机制，核心高管越稳定，公司内部任职经理越丰富，战略定力越强。2) 员工的角度：①薪酬机制是否市场化，可以看到上市银行人均创利与人均薪酬水平呈正相关关系，正所谓工资越高、战斗力越强；②晋升通道是否明确，明确的职业发展道路可以留住人才，提升公司业务能力。
- **看指标：**重点观察人均薪酬、本科以上员工人数占比、核心高管如行长、董事长任职年限数据。一般来说，管理层稳定+人均薪酬水平高，战略稳定和员工动力足，银行胜出的概率越大。

21A上市银行员工学历和薪酬情况



21A上市银行人均薪酬与人均创利



数据来源：wind，浙商证券研究所。

银行简称	ROE	ROA	RORWA	平均风险 加权系数	核心一级 资本充足率	不良率	关注率	逾期率	息差	2018-2021年 营收复合增速	2018-2021年 利润复合增速	中收 占比	AUM	FPA	房地产 贷款占比	绿色贷 款占比	网均营收 (万元)	人均营收 (万元)	网均利润 (万元)	人均利润 (万元)
工商银行	12.2%	1.02%	1.68%	57%	13.4%	1.42%	1.99%	1.23%	1.99%	6.8%	5.4%	14%	17.0	n.a.	39%	12%	5,683	217	2,111	81
建设银行	12.6%	1.04%	1.75%	55%	13.7%	1.40%	2.69%	0.94%	2.07%	7.7%	5.9%	15%	15.0	n.a.	39%	10%	5,681	235	2,095	87
农业银行	11.6%	0.86%	1.39%	58%	11.4%	1.41%	1.48%	1.08%	2.01%	6.3%	6.0%	11%	n.a.	n.a.	36%	12%	3,157	158	1,061	53
中国银行	11.3%	0.89%	1.45%	57%	11.3%	1.31%	1.35%	1.07%	1.67%	6.3%	6.3%	13%	11.0	n.a.	39%	n.a.	5,288	198	1,985	74
交通银行	10.8%	0.80%	1.26%	57%	10.3%	1.47%	1.35%	1.33%	1.44%	8.2%	6.0%	18%	4.3	n.a.	29%	7%	9,107	299	3,007	99
邮储银行	11.9%	0.64%	1.27%	45%	9.6%	0.82%	0.47%	0.89%	2.12%	6.9%	13.3%	7%	12.5	n.a.	36%	6%	805	179	193	43
招商银行	17.0%	1.37%	2.30%	54%	12.7%	0.94%	0.84%	1.03%	2.36%	10.0%	14.2%	29%	10.8	4.9	32%	5%	17,307	320	6,313	117
兴业银行	13.9%	1.02%	1.42%	66%	9.8%	1.10%	1.52%	1.47%	1.75%	11.8%	10.9%	19%	2.6	7.0	33%	10%	10,952	354	4,149	134
浦发银行	8.8%	0.67%	0.95%	67%	9.5%	1.58%	2.17%	2.08%	1.71%	3.8%	-1.8%	15%	3.9	n.a.	26%	7%	11,341	301	3,193	85
中信银行	10.7%	0.72%	1.01%	67%	8.7%	1.35%	1.75%	1.86%	1.84%	7.5%	7.7%	18%	3.5	n.a.	26%	4%	14,456	345	3,984	95
民生银行	6.6%	0.50%	0.65%	78%	9.0%	1.74%	2.85%	2.17%	1.59%	2.5%	-11.9%	16%	2.1	n.a.	24%	3%	14,150	280	2,921	58
光大银行	10.6%	0.77%	1.09%	65%	8.8%	1.24%	1.86%	1.99%	1.86%	11.5%	8.8%	18%	2.1	4.3	23%	n.a.	11,714	331	3,347	95
平安银行	10.9%	0.77%	1.08%	64%	8.6%	1.02%	1.42%	1.61%	2.59%	13.2%	13.6%	20%	3.2	1.2	19%	2%	15,164	417	3,253	89
华夏银行	9.0%	0.68%	0.91%	69%	8.8%	1.75%	3.10%	1.88%	2.01%	9.9%	4.1%	10%	1.0	n.a.	18%	9%	9,511	241	2,371	60
浙商银行	9.8%	0.60%	0.91%	58%	8.1%	1.53%	2.22%	1.66%	1.99%	11.8%	3.3%	7%	0.5	n.a.	19%	8%	18,914	315	4,485	75
北京银行	10.3%	0.75%	1.05%	69%	9.9%	1.44%	1.48%	1.75%	1.69%	6.1%	3.6%	9%	0.9	n.a.	28%	3%	10,149	401	3,429	135
上海银行	11.8%	0.86%	1.17%	67%	9.1%	1.25%	1.65%	2.08%	1.53%	8.6%	6.9%	16%	0.9	n.a.	26%	2%	16,785	412	6,591	162
江苏银行	12.6%	0.82%	1.24%	58%	8.4%	1.03%	1.34%	1.17%	1.84%	21.9%	14.7%	12%	0.9	n.a.	24%	9%	12,010	410	3,844	131
南京银行	14.9%	0.98%	1.54%	56%	9.8%	0.90%	1.22%	1.26%	1.53%	14.3%	12.7%	14%	0.6	n.a.	15%	12%	18,947	301	7,392	117
宁波银行	16.6%	1.08%	1.63%	54%	9.9%	0.77%	0.48%	0.76%	1.83%	22.2%	20.4%	16%	0.7	0.6	9%	n.a.	11,398	218	4,235	81
杭州银行	12.3%	0.72%	1.16%	53%	8.2%	0.82%	0.38%	0.61%	1.53%	19.9%	19.6%	12%	n.a.	n.a.	20%	7%	12,337	281	3,891	89
长沙银行	13.3%	0.88%	1.37%	56%	9.7%	1.19%	1.98%	1.78%	2.04%	14.4%	12.1%	5%	0.3	n.a.	19%	7%	5,878	262	1,851	82
成都银行	17.6%	1.10%	1.62%	57%	8.3%	0.91%	0.61%	0.96%	1.90%	15.6%	19.0%	3%	n.a.	n.a.	28%	3%	7,987	259	3,496	113
常熟银行	11.6%	1.03%	1.30%	66%	10.7%	0.81%	0.89%	0.90%	2.86%	9.5%	13.8%	3%	n.a.	n.a.	9%	n.a.	4,557	112	1,394	34
无锡银行	11.4%	0.85%	1.19%	63%	8.7%	0.87%	0.29%	0.93%	1.73%	10.9%	13.0%	4%	n.a.	n.a.	16%	2%	3,749	267	1,395	99
苏农银行	9.3%	0.78%	1.10%	62%	10.6%	1.00%	2.56%	0.49%	2.05%	6.8%	13.1%	6%	n.a.	n.a.	11%	3%	4,123	211	1,249	64
江阴银行	10.2%	0.87%	1.34%	59%	12.7%	0.99%	0.56%	1.29%	2.04%	1.9%	14.1%	4%	n.a.	n.a.	12%	n.a.	3,301	186	1,260	71
张家港行	11.1%	0.87%	1.22%	62%	9.7%	0.94%	1.61%	0.90%	2.21%	15.5%	16.0%	3%	n.a.	n.a.	11%	0%	9,617	191	2,785	55

资料来源：wind，浙商证券研究所。AUM、FPA单位为万亿元，核心一级资本充足率、不良率、息差（为初期口径）取自2022年一季报数据，其余为2021年年报数据。指标越红，说明该指标表现越优。

风险提示

- 1、宏观经济超预期下行。**银行作为顺周期行业，基本面表现与宏观经济形势密切相关，如宏观经济失速，则可能对银行业整体基本面造成较大冲击
- 2、不良贷款超预期暴露。**如因经济超预期下行、信用环境超预期收紧等因素，导致银行业不良大幅暴露，则可能导致银行信用成本压力大幅上升，盈利能力受冲击。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。