

银行

证券研究报告/行业点评报告

2024年10月13日

评级: 增持(维持)

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

分析师: 邓美君

执业证书编号: S0740519050002

Email: dengmj@zts.com.cn

分析师: 马志豪

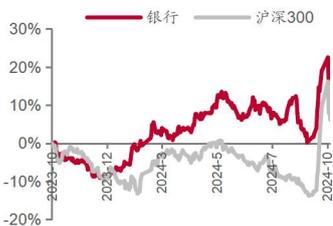
执业证书编号: S0740523110002

Email: mazh@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	42
行业总市值(亿元)	125,987.73
行业流通市值(亿元)	124,779.19

行业-市场走势对比



相关报告

- 《银行角度看8月社融: 政府债和票据融资为主》2024-09-14
- 《专题 | 详细拆解国有大型银行(六家)2024年半年报: 利润增速边际改善, 资产质量保持稳健》2024-09-03
- 《专题测算 | 债券利率、政策与上市银行债券配置、营收》2024-08-18

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS					PE					评级
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
江苏银行	8.36	1.60	1.69	1.71	1.90	2.10	5.22	4.95	4.89	4.40	3.98	买入
渝农商行	5.48	0.89	0.94	1.01	1.06	1.11	6.16	5.83	5.43	5.17	4.94	买入
沪农商行	7.68	1.14	1.26	1.32	1.38	1.44	6.74	6.10	5.82	5.57	5.33	增持
招商银行	38.43	5.26	5.63	5.75	5.81	5.87	7.31	6.83	6.68	6.61	6.55	增持
农业银行	4.83	0.69	0.72	0.75	0.74	0.75	7.00	6.71	6.44	6.53	6.44	增持

备注: 最新股价对应 2024/10/11 收盘价

报告摘要

- 核心观点:** 1、财政发力明确, 投向和力度处于动态博弈过程之中。2、中央加杠杆可期; 化债与地产表述超预期, 民生消费领域表述符合预期。3、增量财政政策助力银行稳规模、降风险。4、当前财政政策是稳增长的必要条件, 也是决策层决心和力度的体现。5、短期来看, 财政政策的预期引导是资本市场波动的主要原因; 中长期来看, 财政政策促进经济修复与稳增长, 决定资本市场上行的时间和空间。
- 总体评价:** 财政发力明确, 投向和力度处于动态博弈过程之中。(1) 态度积极乐观, 部分领域超预期。本次新闻发布会进一步明确了财政政策发力的确定性和持续性; 同时, 在化债、地产等领域的表述有一定超预期。(2) 财政政策的投向和力度处于动态博弈过程之中, 需持续观察。政策转向的方向是明确的, 财政政策的发力也是确定的。转向的背后体现出的是问题导向式的政策思路。在这样的政策思路下, 财政政策未来的投向和力度是动态可调整的, 取决于政策底层框架、经济社会复苏情况和资本市场环境的动态平衡。
- 内容:** 中央加杠杆可期; 化债与地产表述超预期, 民生消费领域表述符合预期。
 - (1) 资金来源: 中央加杠杆可期。本次发布会明确表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字空间”, 对近年来市场关于“中央是否会加杠杆”的问题作出了较为有力的回应, 中央加杠杆的力度值得进一步观察和期待。
 - (2) 资金使用: 化债与地产表述超预期, 民生消费领域表述符合预期。①化债, 近年来出台的支持化债力度最大的措施, 结合 2015 至 2018 年规模超过 12 万亿元, 预计此次化债规模将明显超出市场预期。②地产: 专项债允许用于土储和收储, 从金融到财政, 从增量到存量。③注资国有大行: 明确了注资的资金来源为特别国债。④“三保”: 持续作为财政支出的重点领域。④惠民生促销费: 促消费惠民生的导向也已经较为明确, 本次会议对于医疗、教育、消费等政策表述基本符合预期, 对于未来在相关领域的支持力度和投入仍然值得期待。
- (3) 对银行的影响: ①化债带来信用成本改善与息差下行压力相互对冲; ②地产稳定房价, 有助于银行按揭贷款稳规模、降风险; ③注资国有大行补充核心一级资本, 提高风险抵御能力, 增强信贷投放能力, 注资对于每股分红的摊薄程度取决于注资后银行利润增长和股份增长的关系。
- 当前财政政策的重要性: 稳增长的必要条件, 决策层决心和力度的体现。**(1) 财政政策的发力是经济企稳的必要条件: 当前来看, 在经济面临下行压力的环境下, 各类主体加杠杆能力均较弱, 金融政策的效果相对有限, 更加需要财政政策的发力。(2) 财政的规模和力度是决策层决心和力度的体现: 财政政策在实际推进过

程中面临的约束条件相对更多，因此财政政策的规模和力度是决策层决心和力度的体现，反映了政策的底层框架。

- **展望：**短期来看财政政策的预期引导决定了资本市场的波动情况，中长期来看促进经济修复与稳增长。（1）短期来看，财政政策的预期引导是资本市场波动的主要原因。从近期政策组合拳来看，政策的转向是十分明确的，从而资本市场的底部也较为明确。在此基础上，短期来看财政政策的预期引导成为资本市场波动的主要原因。（2）中长期来看，促进经济修复与稳增长，决定资本市场上行的时间和空间。当下至春节前为政策的发力期和经济的真空期，即各项政策持续发力，但经济仍体现出一定的惯性。而中长期来看，即从春节后开始，经济的复苏情况开始成为资本市场上行的时间和空间的决定因素。
- **投资建议：**政策的发力利好银行基本面和资产质量预期的改善，同时助推市场风险偏好提升，建议关注银行中的核心资产：宁波银行、招商银行、兴业银行。二是优质城农商行的基本面确定性大，选择估值便宜的城农商行。我们持续推荐江苏银行、常熟银行、瑞丰银行、渝农商行、沪农商行、南京银行和齐鲁银行。三是经济弱复苏、化债受益，高股息率品种，选择大型银行：农行、中行、邮储、工行、建行、交行等。
- **风险提示：**政策推进不及预期，经济下滑超预期。

- **事件：**10月12日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，财政部部长蓝佛安介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况。

1.总体评价：财政发力明确，投向和力度处于动态博弈过程之中

- **态度积极乐观，部分领域超预期。**我们认为，本次新闻发布会上关于财政政策的表述积极乐观，延续了926政治局会议体现出的从金融政策到财政政策的持续推进，进一步明确了财政政策发力的确定性和持续性；同时，在化债、地产等领域的表述有一定超预期。
- **财政政策的投向和力度处于动态博弈过程之中，需持续观察。**从924金融口会议、到926政治局会议、再到10月12日财政政策新闻发布会，政策转向的方向是明确的，财政政策的发力也是确定的。同时，我们认为，**转向的背后体现出的是问题导向式的政策思路。**在这样的政策思路下，财政政策未来的投向和力度是动态可调整的，取决于**政策底层框架、经济社会复苏情况和资本市场环境的动态平衡**。因此，未来仍需保持对财政政策投向和力度的持续观察。

图表：财政政策的投向和力度处于动态博弈过程之中



资料来源：中泰证券研究所

2.内容及对银行影响：中央加杠杆可期；化债与地产表述超预期，民生消费领域表述符合预期

- **资金来源：中央加杠杆可期。**本次发布会明确表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字空间”、“中国财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标”，对近年来市场关于“中央是否会加杠杆”的

问题作出了较为有力的回应，在此基础上，中央加杠杆的力度值得进一步观察和期待。

■ **资金使用：化债与地产表述超预期，民生消费领域表述符合预期。**

(1) 化债：近年来出台的支持化债力度最大的措施。内容上来看，明确表态“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”，且强调是近年来出台的支撑化债力度最大的措施；结合 2015 至 2018 年，通过发行置换债券置换非地方政府债券形式的存量债务累计发行规模超过 12 万亿元，预计此次化债规模将明显超出市场预期。

(2) 地产：从金融到财政，从增量到存量。总体来看，以财政政策解决存量住房问题，能够更好地控制资金成本，从而推动过程预计将有加快。具体来看，此次财政政策的变化主要有三点，均着力于“盘活存量”：①专项债允许用于土储，盘活土地市场，为房企、城投公司补充流动性。②专项债收储，解决过往收储资金成本较高导致难以落地的问题。③保障性安居工程补助资金支持的方向作出优化调整，适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。

(3) 特别国债注资国有大行。财政部表示“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”，明确了注资的资金来源为特别国债。上次财政通过特别国债向银行注资为 1998 年，财政部发行 2700 亿元特别国债向四大行注资。

(4) “三保”：持续作为财政支出的重点领域。2024 年中央财政安排对地方转移支付超 10 万亿元，其中，均衡性转移支付增长 8.8%，县级基本财力保障机制奖补资金增长 8.6%，将更多的资金用于补充地方财力，支持地方兜牢基层“三保”底线。

(5) 惠民生促销费：对于医疗、教育、消费等政策表述基本符合预期。从当前来看，促消费惠民生的导向也已经较为明确，本次会议对于医疗、教育、消费等政策表述基本符合预期，对于未来在相关领域的支持力度和投入仍然值得期待。

图表：财政发布会增量政策主要内容

领域	具体内容
资金来源	中央加杠杆 中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。
资金运用	化债 拟一次性增加较大规模债务限额； 是近年来出台支持化债力度最大措施。
	地产 允许专项债券用于土地储备； 用好专项债券来收购存量商品房； 用好保障型安居工程补助资金，支持收购存量房。
	注资大行 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。
	三保 积极构建长效机制，筑牢兜实基层“三保”底线。
	消费民生 针对学生群体加大奖优助困力度。

资料来源：中国政府网，中泰证券研究所

■ 增量财政政策对银行的影响：助力风险化解，增强信贷投放能力。

(1) 化债：信用成本改善与息差下行压力相互对冲。从过往几轮化债规模来看，2015-2018 年置换债累计发行 12.2 万亿元，2019 年建制县债务化解发行置换债约 1600 亿元，2020-2022 年发行特殊再融资债约 1.1 万亿元，2023 年“一揽子化债方案”提出后发行特殊再融资债约 1.5 万亿元。在此基础上，我们假设今后每年置换债的发行规模为 2 万亿元，置换后利率下降 2 个百分点，则对银行业息差的影响每年在 1.2bp 左右，对银行业利润的影响每年在 1.7 个百分点左右。同时，化债的推进势必带来银行相关领域资产质量的改善，因此最终对利润的影响受到信用成本改善与息差下行压力的相互对冲。

(2) 地产：稳定房价，有助于银行按揭贷款稳规模、降风险。财政政策在盘活存量领域的发力有助于房价企稳，有助于银行按揭贷款规模企稳，缓解银行零售资产端增长压力；同时也有助于银行零售端资产质量的稳定。

(3) 注资国有大行：补充核心一级资本，提高风险抵御能力，增强信贷投放能力，注资对于每股分红的摊薄程度取决于注资后银行利润增长和股份增长的关系。根据截至目前最新数据，国有大行资产增速为 9.35%，ROE 为 9.3%，在分红比例为 30% 的情况下，假设本次增资本能为未来 3 年的消耗提供补充，需提升核心一级资本 1 个百分点左右，需要的注资规模约为 1.1 万亿元。当前来看，国有大行的权益乘数在 13 倍左右，从而 1.1 万亿元的注资最多能够撬动 14 万亿元的长期总资产投放，从而为利润增长提供更多动能。因此，注资对于每股分红的摊薄程度取决于注资后银行利润增长和股份增长的关系。

图表：增量财政政策对银行的影响

内容	对银行影响
化债	对银行业息差的影响每年在 1.2bp 左右，对银行业利润的影响每年在 1.7 个百分点左右； 推动资产质量的改善； 最终对利润的影响受到信用成本改善与息差下行压力的相互对冲。
地产	稳定房价，有助于银行按揭贷款稳规模、降风险。
注资大行	1.1 万亿元的注资最多能够撬动 14 万亿元的长期总资产投放，从而为利润增长提供更多动能； 注资对于每股分红的摊薄程度取决于注资后银行利润增长和股份增长的关系。

资料来源：中泰证券研究所

3. 当前财政政策的重要性：稳增长的必要条件，决策层决心和力度的体现

- **财政政策的发力是经济企稳的必要条件。**当前来看，在经济面临下行压力的环境下，房地产市场下行、居民资产负债表收缩、企业经营活力不足，各类主

体加杠杆能力均较弱，因此金融政策的效果相对有限。因此，更加需要财政政策的发力，财政政策的发力是经济企稳的必要条件。

- **财政的规模和力度是决策层决心和力度的体现。**与金融政策相比，财政政策在实际推进过程中面临的约束条件相对更多，包括落地过程中各层级各部门的协调配合、以及加杠杆过程中产生的外部性问题的应对，因此财政政策的规模和力度是决策层决心和力度的体现，反映了政策的底层框架。

4. 展望：短期来看财政政策的预期引导决定了资本市场的波动情况，中长期来看促进经济修复与稳增长

- **短期来看，财政政策的预期引导是资本市场波动的主要原因。**从近期政策组合拳来看，政策的转向是十分明确的，从而资本市场的底部也较为明确。在此基础上，短期来看财政政策的预期引导成为资本市场波动的主要原因。
- **中长期来看，促进经济修复与稳增长，决定资本市场上行的时间和空间。**我们认为，当下至春节前为政策的发力期和经济的真空期，即各项政策持续发力，但经济仍体现出一定的惯性。而中长期来看，即从春节后开始，经济的复苏情况开始成为资本市场上行的时间和空间的决定因素。

5. 投资建议与风险提示

- **投资建议：政策的发力利好银行基本面和资产质量预期的改善，同时助推市场风险偏好提升，建议关注银行中的核心资产：宁波银行、招商银行、兴业银行。二是优质城农商行的基本面确定性大，选择估值便宜的城农商行。我们持续推荐江苏银行、常熟银行、瑞丰银行、渝农商行、沪农商行、南京银行和齐鲁银行。三是经济弱复苏、化债受益，高股息率品种，选择大型银行：农行、中行、邮储、工行、建行、交行等。**
- **风险提示：政策推进不及预期，经济下滑超预期。**

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。