

### 中信证券研究部

### 核心观点



肖斐斐  
首席银行业分析师  
S1010510120057



彭博  
银行业分析师  
S1010519060001



周基明  
银行业分析师  
S1010521030001

### 银行业

评级

强于大市（维持）

一季报显示，上市银行盈利处于稳步改善通道，反映宏观经济景气度的持续修复。一季度营收增速有所下滑，主要是年初贷款重定价以及其他非息高基数的阶段性扰动，年内后续有望呈现逐季改善趋势。个体银行经营两极化，一季度营收增速±20%银行并存，后续客户基础、业务结构、问题资产出清速度的差异或将使行业分化格局延续。

■ 一季度上市银行业绩增速延续回升趋势。2021 年一季度上市银行归母净利润同比+4.6%（2020 年累计同比+0.7%），业绩增速持续回升。拆分来看：1）收入端：一季度上市银行营收同比+3.7%（2020 年累计同比+5.5%），贷款重定价及交投业务高基数对收入带来阶段性影响。2）成本端：一季度成本收入比同比提高 0.7pct 至 23.5%，分子端部分优惠政策退出、分母端收入增速放缓共同所致。3）拨备端：一季度上市银行信用减值损失/拨备前利润比例同比下降 1.09pct 至 38.62%，资产质量运行预期进一步趋稳带来拨备节约，当季拨备覆盖水平继续提升，为后续信用成本节约打下基础。

■ 资负：信贷及存款支撑资负增长。资产端，21Q1 上市银行总资产增幅+4.0%（去年同期+5.5%），总体保持稳步扩张趋势。一季度银行积极把握信贷需求旺盛的有力条件，强化高收益的信贷资产投放，贷款/总资产占比较年初提高 0.6pct 至 56.4%。负债端，一季度上市银行负债环比+4.1%，与资产增速匹配；其中，存款/总负债占比较年初提高 0.7pct 至 74.7%，反映负债结构进一步改善，当季同业利率趋势向下，部分中小行亦阶段性提升了同业负债运用。

■ 息差：环比小幅下行，负债成本管理适度对冲贷款重定价的负向影响。以期期末平均法测算显示（已还原信用卡分期收入重分类影响），2021 年一季度净息差 2.09%，较去年全年下降 5bps。1）资产端，收益率较上年全年走低 10bps 至 3.87%，年初存量贷款重定价行为带来一次性扰动；2）负债端，付息率较上年全年小幅走低 6bps 至 1.90%，高息存款监管继续推进创造有利条件，同时上市银行亦主动强化负债成本管理，部分缓解息差下行压力。从披露数据看，2021 年一季度上市银行整体息差有所下行，宁波、南京、招行等行息差实现逆势上升。

■ 非息：中收改善明显，其他非息受利率走势错位扰动。一季度上市银行非息收入同比+6.1%（去年全年+4.1%），分解而言：1）手续费及佣金净收入显著改善：一季度上市银行手续费及佣金净收入同比+11.1%（去年全年同比+7.0%），去年同期疫情所致低基数，叠加当季资本市场活跃带来的零售中间业务向好为主因。2）利率错位因素扰动其他非息增长：上市银行公允价值变动损益、投资收益分别较去年同期下降 100 亿/262 亿（同比-46.4%/-29.8%），去年一季度利率中枢快速下行抬高账面浮盈基数为主因；一季度，租赁、保险等行业景气度有所提升，使得其他业务收入中的子公司收入增长呈现改善态势。

■ 资产质量：账面不良率持续压降，拨备覆盖水平提升。1）资产质量改善：一季度末上市银行不良贷款率为 1.43%，较年初下降 0.05pct，38 家上市银行中仅 3 家出现不良率小幅反弹。暴露与处置力度差异下，存量问题资产出清速度进一步分化，一季度不良率低于 1.1%的上市银行进一步增加至 9 家。2）风险抵补能力夯实：一季度上市银行拨备覆盖率达到 220.28%，较年初提升 6.23pct，风险抵补能力进一步夯实，有助于长期稳健经营。

■ 风险因素：宏观经济增速超预期下滑，导致资产质量大幅恶化。

■ 投资策略：一季报显示，上市银行盈利处于稳步改善通道，反映宏观经济景气度的持续修复。一季度营收增速有所下滑，主要是年初贷款重定价以及其他非息高基数的阶段性扰动，年内后续有望呈现逐季改善趋势。个体银行经营两极化，一

季度营收增速±20%银行并存，后续客户基础、业务结构、问题资产出清速度的差异或将使行业分化格局延续。个股选择方面，可遵循两条线索：1) 阿尔法品种打底，优选具备特色商业模式和可持续客户、业务模式和盈利趋势的优质银行，如招商银行、平安银行；2) 贝塔品种增强弹性，兼具业绩弹性和估值弹性的品种具备“双击”潜力，可关注兴业银行、江苏银行、光大银行、南京银行和大行。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB			评级
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
招商银行	52.70	3.79	4.31	5.04	2.08	1.85	1.64	买入
平安银行	23.29	1.40	1.63	1.97	1.54	1.40	1.27	增持
兴业银行	21.74	3.08	3.44	3.95	0.89	0.81	0.72	增持
江苏银行	7.07	0.95	1.09	1.30	0.77	0.71	0.65	增持
光大银行	3.78	0.66	0.70	0.78	0.59	0.55	0.50	增持
南京银行	9.17	1.27	1.44	1.65	0.95	0.85	0.77	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

及 BVPS 为归属普通股股东口径

注：(1) 股价为 2021 年 4 月 30 日收盘价；(2) EPS

## 目录

业绩概览：信用成本节约助力盈利增长 .....	1
资产负债：信贷支撑资产扩张，负债增速保持平稳 .....	4
资产投放：资产扩张积极，信贷为主要支撑 .....	4
负债来源：存款增长为主，主动负债增速放缓 .....	6
息差：负债成本节约对冲存量贷款重定价影响 .....	8
非息表现：中收改善显著，其他非息扰动 .....	12
低基数叠加市场向好，手续费及佣金净收入显著改善 .....	12
利率走势错位致其他非息增速偏弱 .....	13
资产质量：账面不良压降，拨备覆盖充足 .....	15
账面不良率持续下降，行际分化延续 .....	15
拨备水平提升，风险抵御能力增强 .....	18
风险因素 .....	21
投资建议 .....	21

## 插图目录

图 1：上市银行营业收入、PPOP 和归母净利润增速（累计同比） .....	1
图 2：上市银行总资产季度环比 .....	4
图 3：一季度信贷投放保持积极 .....	5
图 4：同业资产增速回升明显 .....	5
图 5：上市银行总负债季度环比 .....	6
图 6：一季度存款增长明显 .....	7
图 7：同业负债增速下降 .....	7
图 8：21Q1 上市银行中收增速进一步走高至 11.0% .....	12
图 9：当季大行及城商行中收增速改善最为明显 .....	12
图 10：上市银行非息收入及其他非息收入累计同比增速情况 .....	14
图 11：上市银行不良率 .....	16
图 12：上市银行拨备覆盖率 .....	18

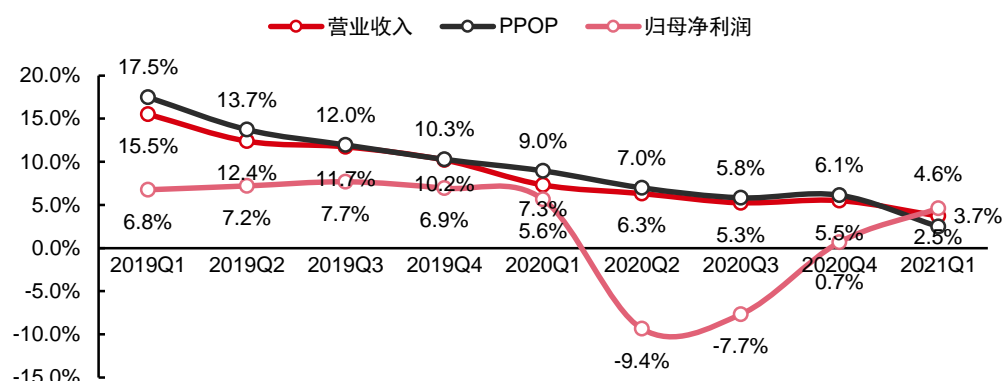
## 表格目录

表 1：上市银行成本收入比（累计） .....	1
表 2：A 股上市银行收入及盈利增长情况（累计同比） .....	3
表 3：上市银行资产及细项同比增长情况 .....	5
表 4：上市银行负债及细项同比增长情况 .....	7
表 5：上市银行利息业务增速情况（累计同比） .....	8
表 6：期初期末平均法计算各家银行息差情况 .....	10
表 7：上市银行公布净息差 .....	11
表 8：上市银行手续费及佣金净收入增速 .....	12
表 9：上市银行其他非息收入规模 .....	14
表 10：各家银行不良贷款率情况 .....	16
表 11：上市银行关注率及逾期率情况 .....	17
表 12：各家银行拨备覆盖率情况 .....	19
表 13：上市银行信用成本及拨贷比情况 .....	20
表 14：上市银行盈利预测与估值对比 .....	21

## 业绩概览：信用成本节约助力盈利增长

一季度上市银行业绩增速延续回升趋势。一季度上市银行归母净利润同比+4.6%（2020 年累计同比+0.7%），业绩增速持续回升。拆分来看：1）收入端：一季度上市银行营收同比+3.7%（2020 年累计同比+5.5%），贷款重定价及交投业务高基数对收入带来阶段性影响。2）成本端：一季度成本收入比同比提高 0.7pct 至 23.5%，分子端部分优惠政策退出、分母端收入增速放缓共同所致。3）拨备端：一季度上市银行信用减值损失/拨备前利润比例同比下降 1.09pct 至 38.62%，资产质量运行预期进一步趋稳带来拨备节约，当季拨备覆盖水平继续提升，为后续信用成本节约打下基础。

图 1：上市银行营业收入、PPOP 和归母净利润增速（累计同比）



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

表 1：上市银行成本收入比（累计）

成本收入比（累计）					
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
工行	16.6%	18.5%	19.5%	22.3%	17.6%
建行	17.8%	19.5%	20.8%	23.7%	18.9%
农行	22.7%	24.6%	26.0%	29.2%	22.3%
中行	23.9%	23.4%	24.8%	26.7%	23.4%
交行	27.2%	27.5%	27.9%	26.8%	26.0%
邮储	52.0%	51.8%	54.1%	57.9%	51.9%
<b>大银行</b>	<b>22.9%</b>	<b>24.2%</b>	<b>25.5%</b>	<b>28.0%</b>	<b>23.2%</b>
中信	22.1%	22.1%	23.0%	26.7%	23.7%
招商	25.6%	28.2%	29.9%	33.3%	26.5%
民生	18.9%	20.0%	23.1%	26.2%	21.8%
兴业	19.0%	21.0%	21.8%	23.8%	19.8%
浦发	18.8%	21.3%	22.3%	23.8%	22.6%
光大	24.5%	25.4%	24.8%	26.4%	24.8%
华夏	23.1%	24.8%	24.7%	27.9%	24.8%
平安	27.9%	27.3%	27.5%	29.1%	28.1%
浙商	25.8%	23.3%	27.2%	26.0%	25.1%

成本收入比（累计）					
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
<b>股份行</b>	<b>22.5%</b>	<b>23.8%</b>	<b>25.0%</b>	<b>27.4%</b>	<b>24.1%</b>
北京	15.1%	16.7%	18.9%	22.1%	18.3%
南京	22.0%	24.5%	26.3%	28.5%	25.1%
宁波	33.7%	33.8%	34.9%	38.0%	34.3%
江苏	24.9%	23.4%	22.6%	23.5%	22.1%
贵阳	20.2%	22.4%	23.0%	23.8%	23.8%
杭州	22.4%	23.7%	24.6%	26.3%	21.4%
上海	16.0%	17.2%	17.7%	18.9%	17.2%
成都	21.3%	22.6%	22.2%	23.9%	21.1%
郑州	19.0%	17.4%	18.9%	22.4%	21.3%
长沙	27.5%	27.0%	27.5%	29.7%	29.7%
青岛	23.0%	22.8%	26.6%	33.6%	25.2%
西安	19.4%	23.6%	24.2%	25.2%	21.0%
苏州	25.5%	26.0%	27.4%	29.2%	26.8%
厦门	24.3%	25.3%	29.3%	28.6%	32.4%
重庆	18.3%	17.6%	18.1%	20.6%	18.3%
<b>城商行</b>	<b>21.7%</b>	<b>22.4%</b>	<b>23.4%</b>	<b>25.6%</b>	<b>23.1%</b>
江阴	28.7%	28.8%	28.3%	31.5%	32.3%
无锡	27.2%	23.5%	24.2%	27.1%	26.4%
常熟	40.2%	39.7%	40.2%	42.8%	40.2%
苏农	31.3%	31.1%	32.3%	32.7%	33.8%
张家港	31.5%	28.0%	29.7%	31.3%	32.2%
紫金	21.2%	24.5%	25.6%	30.4%	31.5%
青农商	20.8%	24.1%	26.4%	28.8%	23.5%
渝农商	25.1%	26.4%	26.6%	27.1%	26.1%
<b>农商行</b>	<b>26.6%</b>	<b>27.6%</b>	<b>28.4%</b>	<b>30.0%</b>	<b>28.6%</b>
<b>合计</b>	<b>22.8%</b>	<b>24.0%</b>	<b>25.2%</b>	<b>27.7%</b>	<b>23.5%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

**个体而言：行业内部分化趋势延续，优质银行增速回升至双位数。**

**1、大银行经营稳定：**一季度归母净利润同比+2.5%（2020 年累计同比+1.9%），除邮储外其他五大行盈利增速均在 1%-3%附近。

**2、股份行内部分化明显：**一季度同比+8.4%（2020 年累计同比-3.3%），内部经营分化差异较大，平安、招行、兴业、华夏等利润增速超过 10%。

**3、城商行整体增速较快：**一季度同比+10.2%（2020 年累计同比+4.0%），江苏、宁波、杭州、青岛、苏州等行增速较快，整体经营改善明显。

**4、农商行整体平稳：**一季度同比+6.0%（2020 年同比-5.0%），部分农商行 PPOP 增速下降较多。

表 2：A 股上市银行收入及盈利增长情况（累计同比）

	营业收入		PPOP		归母净利润	
	2020Q4	2021Q1	2020Q4	2021Q1	2020Q4	2021Q1
工行	3.2%	3.2%	4.3%	2.8%	1.2%	1.5%
建行	7.1%	3.4%	7.5%	3.4%	1.6%	2.8%
农行	4.9%	4.1%	6.4%	3.8%	1.8%	2.6%
中行	3.0%	6.6%	3.5%	3.2%	2.9%	2.7%
交行	5.9%	5.1%	6.0%	10.2%	1.3%	2.3%
邮储	3.4%	7.1%	0.3%	7.3%	5.4%	5.5%
<b>大银行</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.5%</b>
中信	3.8%	0.8%	5.3%	-1.3%	2.0%	8.2%
招商	7.7%	10.6%	5.3%	9.1%	4.8%	15.2%
民生	2.5%	-12.7%	3.0%	-16.1%	-36.3%	-11.4%
兴业	12.0%	10.8%	14.8%	9.5%	1.2%	13.7%
浦发	3.0%	-10.6%	1.2%	-15.0%	-1.0%	7.7%
光大	7.3%	3.7%	8.4%	3.0%	1.3%	6.3%
华夏	12.5%	0.1%	16.7%	-2.0%	-2.9%	10.6%
平安	11.3%	10.2%	12.0%	10.0%	2.6%	18.5%
浙商	2.9%	-3.4%	3.2%	-2.6%	-4.8%	1.1%
<b>股份行</b>	<b>6.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>7.2%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>8.4%</b>
北京	1.9%	-3.2%	3.1%	-6.8%	0.2%	3.5%
南京	6.2%	1.6%	4.4%	-2.6%	5.2%	9.3%
宁波	17.2%	21.8%	10.6%	21.0%	9.7%	18.3%
江苏	15.7%	17.1%	19.0%	21.4%	3.1%	22.8%
贵阳	9.6%	-14.7%	13.4%	-18.8%	2.1%	4.4%
杭州	15.9%	14.2%	19.6%	16.2%	8.1%	16.3%
上海	1.9%	5.6%	3.1%	4.0%	2.9%	6.0%
成都	14.7%	19.9%	18.8%	20.1%	8.5%	18.1%
郑州	8.3%	-14.4%	14.3%	-17.1%	-3.6%	2.8%
长沙	5.9%	1.2%	7.3%	-2.1%	5.1%	5.1%
青岛	9.6%	-2.6%	6.4%	-5.4%	4.8%	16.3%
西安	4.3%	7.7%	4.6%	5.5%	3.0%	-8.0%
苏州	10.0%	7.7%	13.5%	4.6%	4.0%	14.7%
厦门	23.2%	-16.1%	23.6%	-25.1%	6.5%	7.4%
重庆	9.2%	10.4%	10.6%	8.7%	5.1%	4.1%
<b>城商行</b>	<b>8.7%</b>	<b>5.9%</b>	<b>9.5%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>10.2%</b>
江阴	-1.6%	-4.3%	-1.3%	-9.4%	4.4%	8.6%
无锡	10.1%	3.6%	14.0%	4.7%	5.0%	6.0%
常熟	2.1%	5.0%	-5.4%	4.9%	1.0%	4.8%
苏农	6.6%	-0.8%	9.7%	-4.4%	4.2%	4.8%
张家港	8.9%	6.7%	8.7%	5.0%	4.9%	14.2%
紫金	-4.2%	-22.1%	-5.3%	-32.9%	1.7%	2.2%
青农商	9.6%	-6.1%	12.0%	-9.6%	4.8%	7.0%
渝农商	5.8%	7.4%	7.9%	6.1%	-13.9%	5.5%
<b>农商行</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>-5.0%</b>	<b>6.0%</b>
<b>合计</b>	<b>5.5%</b>	<b>3.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>4.6%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部



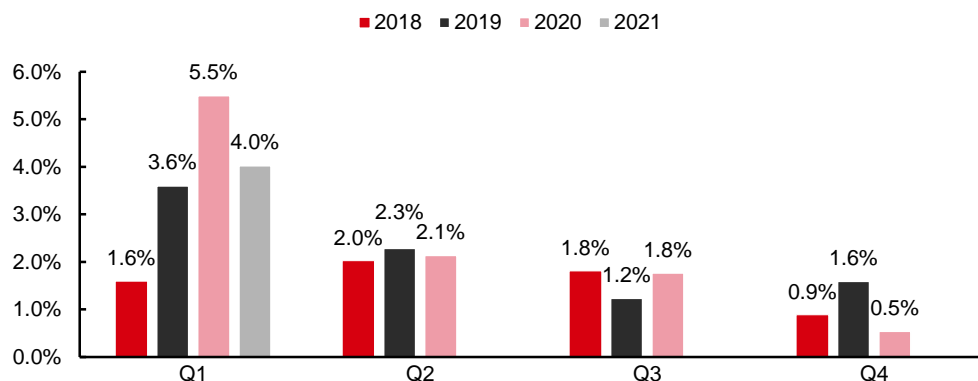
## ■ 资产负债：信贷支撑资产扩张，负债增速保持平稳

**资负：信贷及存款支撑资负增长。**资产端，21Q1 上市银行总资产增幅+4.0%（去年同期+5.5%），总体保持稳步扩张趋势。一季度银行积极把握信贷需求旺盛的有力条件，强化高收益的信贷资产投放，贷款/总资产占比较年初提高 0.6pct 至 56.4%。**负债端**，一季度上市银行负债环比+4.1%，与资产增速匹配；其中，存款/总负债占比较年初提高 0.7pct 至 74.7%，反映负债结构进一步改善，当季同业利率趋势向下，部分中小行亦阶段性提升了同业负债运用。

### 资产投放：资产扩张积极，信贷为主要支撑

**总量来看，一季度银行业资产保持积极扩张。**一季度上市银行总资产环比+4.0%，虽然比 2020 年同期有所回落，但仍高于 2018 及 2019 年，整体资产扩张保持积极。预计后续社融增速将有所回落，一季度资产增速或为年内高点。

图 2：上市银行总资产季度环比

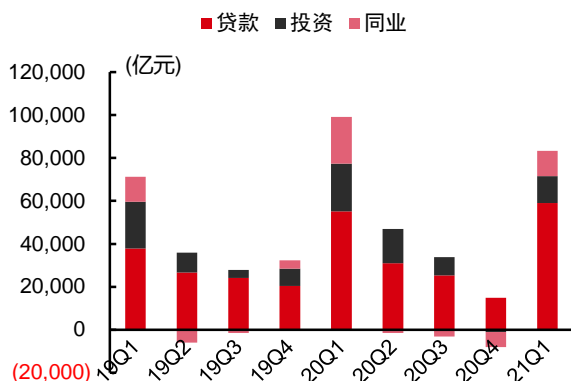


资料来源：各公司财报，中信证券研究部

**结构来看，一季度资产增长主要来自信贷投放积极。**一季度上市银行资产增长主要来自信贷投放，一方面与信贷需求旺盛，银行追求“早投放、早收益”有关，另一方面也与货币政策回归常态化，资金市场利率较去年同期有所上升有关。

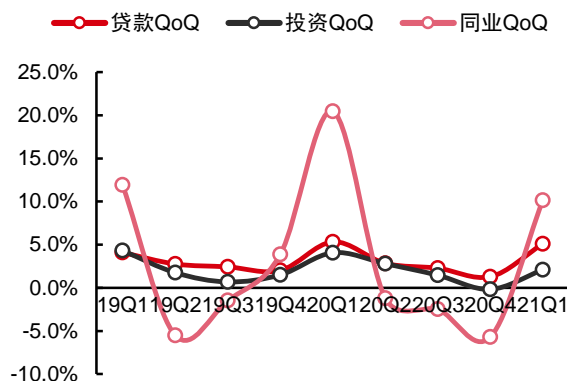


图 3：一季度信贷投放保持积极



资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：投资包含 FVTPL 项下资产

图 4：同业资产增速回升明显



资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：投资包含 FVTPL 项下资产

个体而言，大银行及城农商行资产增速较快。一季度大银行、股份行、城商行、农商行总资产环比分别+4.5%/+2.4%/+5.0%/+4.8%。各家上市银行资产均保持正增长，苏州及常熟资产增速超过 10%，资产投放较为积极。

表 3：上市银行资产及细项同比增长情况

	2020Q4(YoY)				2021Q1(YoY)			
	总资产	信贷	投资	同业	总资产	信贷	投资	同业
工行	10.7%	11.1%	12.3%	-3.5%	7.1%	11.2%	6.8%	3.2%
建行	10.6%	11.7%	11.9%	-5.6%	8.4%	10.6%	11.2%	-22.2%
农行	9.4%	13.6%	5.4%	22.5%	8.8%	13.4%	3.5%	12.4%
中行	7.2%	8.8%	1.4%	18.9%	7.5%	8.5%	5.0%	1.3%
交行	8.0%	10.3%	7.7%	-11.9%	6.9%	10.7%	1.6%	8.7%
邮储	11.1%	14.9%	6.5%	24.0%	10.8%	14.2%	7.1%	6.0%
<b>大银行</b>	<b>9.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>6.4%</b>	<b>8.1%</b>	<b>11.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-0.4%</b>
中信	11.3%	11.9%	11.7%	23.0%	10.7%	11.8%	14.6%	-7.0%
招商	12.7%	12.0%	14.6%	18.0%	11.6%	12.3%	12.9%	-11.5%
民生	4.0%	10.5%	-2.9%	-19.6%	1.4%	8.5%	-8.0%	-20.9%
兴业	10.5%	15.2%	7.2%	13.8%	7.8%	15.1%	2.8%	-24.3%
浦发	13.5%	14.1%	10.5%	51.3%	10.5%	15.3%	2.8%	14.9%
光大	13.4%	11.0%	16.5%	61.4%	6.7%	9.1%	11.0%	-38.8%
华夏	12.5%	12.6%	11.8%	25.7%	11.6%	10.6%	10.1%	92.2%
平安	13.4%	14.8%	9.2%	19.9%	10.7%	13.7%	1.6%	38.2%
浙商	13.7%	16.3%	2.0%	81.8%	12.7%	15.4%	2.8%	81.1%
<b>股份行</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>8.8%</b>	<b>19.9%</b>	<b>8.8%</b>	<b>12.3%</b>	<b>5.2%</b>	<b>-7.2%</b>
北京	6.0%	8.4%	1.0%	20.7%	8.7%	13.4%	-0.1%	52.3%
南京	12.9%	18.6%	7.1%	30.4%	9.3%	17.8%	12.3%	13.8%
宁波	23.5%	30.0%	20.5%	-33.9%	19.7%	25.9%	22.9%	-48.5%
江苏	13.2%	15.5%	8.0%	34.0%	14.0%	15.8%	6.6%	86.1%
贵阳	5.4%	13.0%	0.6%	10.1%	5.9%	12.3%	-2.3%	43.9%
杭州	14.2%	16.8%	22.0%	-32.8%	18.1%	19.2%	18.0%	10.3%

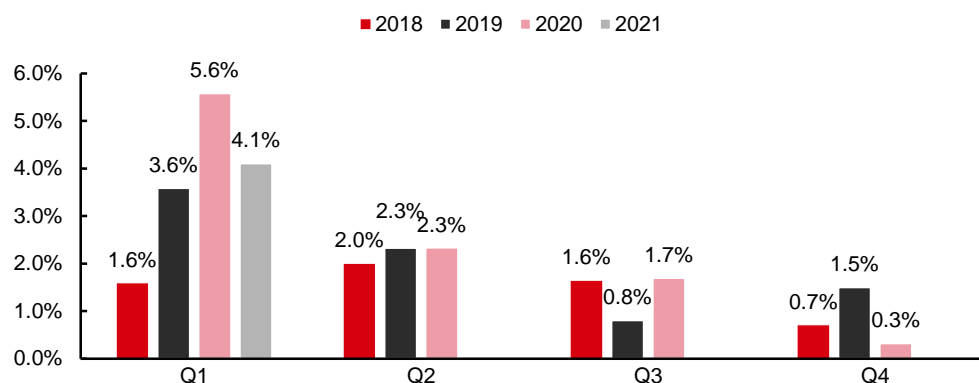
2020Q4(YoY)					2021Q1(YoY)			
	总资产	信贷	投资	同业	总资产	信贷	投资	同业
上海	10.1%	12.9%	5.9%	9.0%	11.6%	15.7%	5.5%	21.5%
成都	16.8%	22.5%	5.1%	99.3%	24.6%	28.8%	4.6%	216.1%
郑州	9.5%	21.5%	-4.6%	81.8%	4.1%	21.5%	-8.4%	-53.1%
长沙	17.0%	21.0%	15.2%	-17.9%	18.6%	20.1%	17.8%	4.6%
青岛	23.1%	19.6%	25.2%	76.9%	19.5%	19.3%	21.1%	120.7%
西安	10.1%	12.4%	3.5%	115.3%	10.5%	10.7%	5.9%	116.7%
苏州	13.0%	17.3%	21.3%	-37.3%	13.2%	16.6%	10.5%	9.8%
厦门	15.5%	30.0%	-1.3%	21.0%	14.6%	30.3%	-5.7%	77.6%
重庆	12.1%	14.4%	19.6%	-14.1%	14.6%	16.6%	18.3%	9.5%
<b>城商行</b>	<b>12.4%</b>	<b>15.9%</b>	<b>8.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>13.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>33.0%</b>
江阴	13.0%	14.3%	14.7%	49.5%	9.3%	15.0%	2.4%	19.4%
无锡	11.2%	17.4%	5.9%	-0.2%	12.6%	19.1%	11.5%	-32.9%
常熟	12.9%	19.8%	7.6%	-42.2%	18.2%	17.6%	16.6%	42.9%
苏农	10.7%	15.1%	19.4%	-18.9%	8.3%	15.0%	10.7%	-26.3%
张家港	16.9%	18.8%	17.1%	135.9%	16.5%	18.9%	16.2%	-5.6%
紫金	8.1%	18.4%	4.9%	11.4%	11.2%	18.0%	4.0%	37.2%
青农商	19.1%	21.9%	12.6%	76.2%	20.9%	19.8%	19.2%	68.6%
渝农商	10.3%	16.2%	13.9%	-5.0%	13.4%	19.6%	15.5%	-3.2%
<b>农商行</b>	<b>12.2%</b>	<b>17.7%</b>	<b>12.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>14.3%</b>	<b>18.6%</b>	<b>14.0%</b>	<b>4.2%</b>
<b>合计</b>	<b>10.3%</b>	<b>12.2%</b>	<b>8.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.7%</b>	<b>11.9%</b>	<b>6.3%</b>	<b>0.1%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：投资包含 FVTPL 项下资产

## 负债来源：存款增长为主，主动负债增速放缓

总量来看，负债增速与资产匹配。一季度上市银行总负债环比+4.1%，增速与资产端匹配，负债增长有效支撑上市银行资产扩张。

图 5：上市银行总负债季度环比

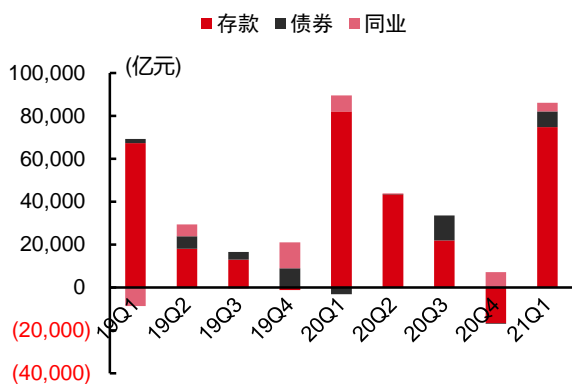


资料来源：各公司财报，中信证券研究部

结构来看，一季度负债增长以存款为主。一季度上市银行存款保持积极增长，资产收益下行趋势下，低成本的核心存款增长有助于缓解息差收窄压力。受货币政策回归常态化

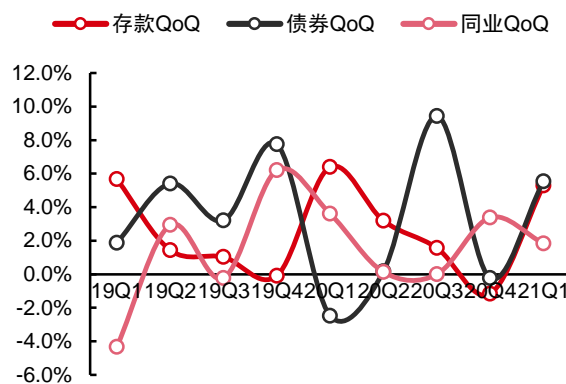
影响，资金市场利率同比有所上升，以同业负债为代表的高成本的主动负债增速有所回落。

图 6：一季度存款增长明显



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

图 7：同业负债增速下降



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

个体而言，负债结构差异明显。从一季度情况看，城农商行存款增长较快，大银行、股份行、城商行、农商行存款增速分别为+6.2%/+2.0%/+6.3%/+7.1%。宁波、常熟、南京、成都等存款增速超过 10%。

表 4：上市银行负债及细项同比增长情况

	2020Q4(YoY)				2021Q1(YoY)			
	总负债	存款	债券	同业	总负债	存款	债券	同业
工行	11.0%	9.3%	7.4%	21.7%	7.0%	8.2%	13.8%	3.0%
建行	11.0%	12.0%	-12.7%	1.8%	8.6%	12.1%	-2.8%	-18.8%
农行	9.1%	9.8%	23.8%	0.6%	8.6%	11.7%	18.9%	-12.4%
中行	7.0%	6.7%	13.5%	0.9%	7.7%	6.7%	32.7%	10.5%
交行	7.8%	8.9%	23.2%	-9.2%	6.6%	9.9%	17.5%	-4.3%
邮储	10.4%	11.2%	-40.2%	-17.4%	10.5%	10.8%	-40.1%	2.8%
<b>大银行</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>-3.7%</b>
中信	11.8%	12.1%	12.7%	12.2%	11.3%	8.6%	18.5%	22.1%
招商	12.2%	16.2%	-40.1%	28.7%	11.0%	12.8%	-22.4%	23.2%
民生	4.2%	3.4%	17.2%	-10.3%	1.4%	-1.4%	17.0%	-3.8%
兴业	10.2%	7.6%	5.4%	10.6%	7.4%	2.9%	32.2%	-1.3%
浦发	13.3%	12.4%	13.7%	14.9%	10.2%	7.6%	17.8%	21.5%
光大	13.0%	15.1%	18.5%	1.5%	5.9%	1.6%	42.4%	17.0%
华夏	13.3%	9.8%	26.8%	18.6%	12.3%	6.2%	19.8%	32.0%
平安	13.2%	9.7%	19.1%	25.5%	11.1%	6.7%	37.5%	22.0%
浙商	14.5%	16.6%	14.8%	-25.9%	13.5%	2.9%	66.5%	95.9%
<b>股份行</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>8.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.7%</b>	<b>5.9%</b>	<b>21.2%</b>	<b>13.9%</b>
北京	6.0%	7.1%	-4.0%	7.7%	9.0%	8.5%	-9.7%	29.9%
南京	12.2%	11.3%	1.0%	37.6%	8.5%	11.5%	-7.8%	61.0%
宁波	23.9%	19.9%	-12.0%	53.6%	20.0%	11.5%	12.0%	74.4%
江苏	11.8%	10.2%	14.7%	-13.0%	12.7%	5.9%	11.9%	38.4%
贵阳	5.0%	6.6%	-18.4%	35.4%	5.6%	8.5%	-22.2%	48.2%

	2020Q4(YoY)				2021Q1(YoY)			
	总负债	存款	债券	同业	总负债	存款	债券	同业
杭州	13.2%	13.7%	3.0%	5.5%	18.3%	14.3%	3.6%	76.3%
上海	10.3%	9.4%	-0.6%	10.2%	12.0%	12.7%	30.1%	2.6%
成都	16.0%	14.6%	6.4%	42.0%	24.3%	20.9%	36.5%	31.1%
郑州	9.0%	8.6%	-11.5%	25.5%	3.2%	-2.1%	-4.7%	28.2%
长沙	17.6%	17.9%	4.9%	1.2%	18.3%	14.0%	10.4%	57.1%
青岛	25.0%	27.9%	-5.2%	48.7%	21.1%	23.1%	9.4%	13.9%
西安	10.3%	22.2%	-31.5%	58.4%	10.8%	25.3%	-28.0%	-48.7%
苏州	13.5%	12.5%	-10.3%	-5.0%	13.5%	11.0%	-17.0%	35.0%
厦门	14.8%	13.8%	21.4%	8.8%	13.3%	9.6%	36.2%	6.2%
重庆	12.3%	11.9%	-4.1%	20.8%	14.5%	11.6%	1.6%	6.8%
<b>城商行</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.0%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>3.1%</b>	<b>27.3%</b>
江阴	14.0%	10.7%	70.9%	-1.3%	10.0%	10.1%	-71.1%	98.5%
无锡	10.5%	10.2%	-19.7%	-54.4%	12.1%	9.2%	-8.3%	80.9%
常熟	13.6%	17.9%	-12.1%	-29.8%	19.5%	21.8%	-36.8%	14.3%
苏农	11.3%	11.0%	-20.4%	24.8%	8.7%	16.4%	1.6%	-61.5%
张家港	18.0%	18.0%	-16.7%	39.4%	17.6%	18.7%	4.5%	11.3%
紫金	8.1%	13.0%	-31.1%	41.6%	11.5%	16.2%	-2.7%	-12.2%
青农商	19.2%	14.3%	15.0%	50.5%	20.6%	16.7%	23.3%	22.6%
渝农商	10.7%	7.7%	1.1%	35.3%	14.2%	8.2%	22.3%	40.3%
<b>农商行</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>27.4%</b>	<b>14.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.4%</b>	<b>19.5%</b>
<b>合计</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.2%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.0%</b>	<b>15.4%</b>	<b>5.4%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## ■ 息差：负债成本节约对冲存量贷款重定价影响

息差：环比小幅下行，负债成本管理适度对冲贷款重定价的负向影响。以期初期末平均法测算显示（已还原信用卡分期收入重分类影响），2021 年一季度净息差 2.09%，较去年全年下降 5bps。1) 资产端，收益率较上年全年走低 10bps 至 3.87%，年初存量贷款重定价行为带来一次性扰动；2) 负债端，付息率较上年全年小幅走低 6bps 至 1.90%，高息存款监管继续推进创造有利条件，同时上市银行亦主动强化负债成本管理，部分缓解息差下行压力。

表 5：上市银行利息业务增速情况（累计同比）

	利息收入		利息支出		利息净收入	
	20Q4	21Q1	20Q4	21Q1	20Q4	21Q1
工行	2.8%	2.8%	3.4%	1.8%	2.3%	3.5%
建行	8.8%	6.0%	10.9%	8.4%	7.2%	4.3%
农行	6.6%	6.2%	3.6%	8.2%	8.8%	4.8%
中行	0.3%	-1.9%	-6.5%	-7.8%	6.6%	3.7%
交行	0.4%	-3.7%	-3.4%	-9.2%	6.4%	4.9%
邮储	6.5%	9.0%	10.0%	14.4%	4.4%	5.8%
<b>大银行</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>4.3%</b>
中信	3.4%	0.5%	4.4%	-0.3%	2.4%	1.3%

	利息收入		利息支出		利息净收入	
	20Q4	21Q1	20Q4	21Q1	20Q4	21Q1
招商	4.9%	1.9%	2.1%	-7.3%	6.9%	8.2%
民生	4.3%	-3.9%	-0.9%	-7.8%	10.8%	0.7%
兴业	5.0%	4.7%	-4.0%	-1.2%	17.4%	12.1%
浦发	-0.9%	-0.6%	2.1%	6.7%	-4.1%	-8.1%
光大	5.4%	2.2%	2.5%	1.7%	8.6%	2.7%
华夏	8.0%	7.3%	2.2%	11.6%	13.2%	3.9%
平安	5.4%	3.0%	-0.1%	-3.5%	10.8%	8.5%
浙商	7.4%	6.5%	7.7%	5.9%	7.0%	7.3%
<b>股份行</b>	<b>4.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>7.4%</b>	<b>3.7%</b>
北京	1.4%	-1.3%	-0.3%	-2.6%	3.5%	0.2%
南京	5.7%	9.6%	2.8%	4.2%	10.4%	17.4%
宁波	18.7%	17.0%	13.1%	3.8%	25.3%	32.1%
江苏	11.5%	13.0%	-0.7%	0.7%	36.9%	34.3%
贵阳	9.3%	3.6%	7.3%	8.0%	11.3%	-1.2%
杭州	9.7%	11.4%	1.2%	7.0%	22.1%	17.1%
上海	5.2%	5.1%	-1.0%	1.9%	14.6%	9.8%
成都	14.0%	18.7%	14.9%	17.5%	13.2%	19.9%
郑州	10.7%	7.2%	0.6%	9.7%	24.6%	4.3%
长沙	11.5%	12.6%	9.6%	14.9%	13.3%	10.3%
青岛	18.3%	8.0%	17.6%	14.3%	19.0%	1.4%
西安	13.8%	8.9%	17.5%	9.2%	9.8%	8.6%
苏州	8.5%	5.2%	1.7%	4.4%	17.1%	6.1%
厦门	14.5%	8.4%	2.2%	6.7%	36.3%	9.3%
重庆	13.5%	9.7%	8.2%	9.3%	20.9%	10.3%
<b>城商行</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.2%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>13.5%</b>
江阴	6.2%	7.7%	8.9%	15.7%	3.5%	0.0%
无锡	6.9%	7.4%	3.9%	8.2%	10.6%	6.5%
常熟	6.6%	4.8%	12.6%	13.2%	2.9%	-0.5%
苏农	4.5%	4.9%	7.2%	7.5%	2.4%	3.0%
张家港	11.6%	10.0%	9.5%	26.0%	13.1%	-1.0%
紫金	-4.9%	7.8%	-4.9%	13.4%	-4.8%	2.2%
青农商	13.3%	13.3%	12.5%	20.0%	14.0%	7.2%
渝农商	1.6%	9.4%	-0.7%	9.4%	3.7%	9.5%
<b>农商行</b>	<b>4.4%</b>	<b>9.0%</b>	<b>3.5%</b>	<b>12.6%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.8%</b>
<b>合计</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>4.8%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：2020 年年报及 2021 年一季报，部分银行将信用卡分期业务由手续费及佣金收入重分类至利息收入，上述表格已进行重述处理

**负债成本节约缓解息差下行压力。**考虑到 2020 年年报及 2021 年一季报中，部分银行将信用卡分期业务由手续费及佣金收入重分类至利息收入，我们选择 2020 年年报及 2021 年一季报中同口径下的可比数据进行分析。以期初期末平均法测算显示，2021 年一季度上市银行净息差较去年一季度及去年全年均有所下降，主要是受存量贷款重定价影响，资产收益有所下行。同时，上市银行通过优化负债结构，压降负债成本，部分缓解了息差下行压力。

表 6：期初期末平均法测算各家银行息差情况

	净息差（累计）			生息资产收益率（累计）			计息负债成本率（累计）		
	20Q1	20Q4	21Q1	20Q1	20Q4	21Q1	20Q1	20Q4	21Q1
工行	2.19%	2.14%	2.09%	3.70%	3.62%	3.49%	1.64%	1.63%	1.54%
建行	2.23%	2.22%	2.14%	3.80%	3.81%	3.70%	1.76%	1.78%	1.75%
农行	2.18%	2.15%	2.08%	3.71%	3.67%	3.61%	1.69%	1.68%	1.68%
中行	1.82%	1.86%	1.77%	3.53%	3.41%	3.24%	1.84%	1.68%	1.60%
交行	1.55%	1.59%	1.53%	3.96%	3.82%	3.59%	2.69%	2.52%	2.32%
邮储	2.42%	2.41%	2.38%	3.88%	3.95%	3.94%	1.54%	1.62%	1.61%
<b>大银行</b>	<b>2.10%</b>	<b>2.09%</b>	<b>2.02%</b>	<b>3.73%</b>	<b>3.67%</b>	<b>3.56%</b>	<b>1.78%</b>	<b>1.74%</b>	<b>1.69%</b>
中信	2.19%	2.20%	2.13%	4.48%	4.37%	4.33%	2.51%	2.29%	2.26%
招商	2.59%	2.51%	2.54%	4.38%	4.17%	4.06%	1.90%	1.76%	1.60%
民生	2.15%	2.21%	2.15%	4.70%	4.68%	4.49%	2.68%	2.52%	2.43%
兴业	2.06%	2.17%	2.16%	4.67%	4.60%	4.57%	2.55%	2.37%	2.34%
浦发	2.30%	2.05%	1.88%	4.67%	4.37%	4.13%	2.40%	2.34%	2.30%
光大	2.35%	2.37%	2.27%	4.74%	4.75%	4.56%	2.49%	2.47%	2.33%
华夏	2.64%	2.64%	2.50%	4.80%	4.74%	4.69%	2.35%	2.27%	2.35%
平安	2.97%	2.59%	2.93%	5.48%	4.86%	5.12%	2.62%	2.35%	2.27%
浙商	2.32%	2.16%	2.21%	5.17%	5.02%	4.90%	2.87%	2.85%	2.68%
<b>股份行</b>	<b>2.35%</b>	<b>2.30%</b>	<b>2.27%</b>	<b>4.70%</b>	<b>4.54%</b>	<b>4.44%</b>	<b>2.44%</b>	<b>2.30%</b>	<b>2.23%</b>
北京	1.99%	1.96%	1.91%	4.38%	4.27%	4.14%	2.50%	2.41%	2.28%
南京	1.93%	1.88%	2.05%	4.69%	4.64%	4.66%	2.68%	2.70%	2.54%
宁波	2.35%	2.41%	2.63%	5.04%	4.92%	4.98%	2.45%	2.27%	2.12%
江苏	1.78%	1.92%	2.09%	4.87%	4.80%	4.81%	2.91%	2.78%	2.64%
贵阳	2.56%	2.67%	2.42%	5.39%	5.43%	5.33%	2.79%	2.72%	2.88%
杭州	1.94%	1.91%	1.99%	4.43%	4.24%	4.33%	2.53%	2.34%	2.36%
上海	1.66%	1.81%	1.75%	4.03%	4.20%	4.09%	2.44%	2.27%	2.26%
成都	2.14%	2.18%	2.10%	4.42%	4.35%	4.31%	2.22%	2.13%	2.19%
郑州	2.37%	2.48%	2.33%	5.17%	5.28%	5.23%	2.67%	2.67%	2.78%
长沙	2.62%	2.60%	2.45%	5.22%	5.08%	4.97%	2.48%	2.38%	2.44%
青岛	2.32%	2.18%	1.99%	4.73%	4.60%	4.33%	2.41%	2.38%	2.27%
西安	2.17%	2.21%	2.14%	4.69%	4.68%	4.62%	2.69%	2.66%	2.69%
苏州	2.48%	2.43%	2.25%	5.31%	5.14%	4.79%	2.60%	2.57%	2.41%
厦门	1.62%	1.87%	1.53%	4.24%	4.36%	3.97%	2.71%	2.57%	2.58%
重庆	2.20%	2.21%	2.15%	5.12%	5.04%	4.97%	3.04%	2.93%	2.94%
<b>城商行</b>	<b>2.13%</b>	<b>2.19%</b>	<b>2.19%</b>	<b>4.90%</b>	<b>4.86%</b>	<b>4.80%</b>	<b>2.60%</b>	<b>2.49%</b>	<b>2.42%</b>
江阴	2.17%	2.03%	1.93%	4.29%	4.18%	4.11%	2.23%	2.28%	2.32%
无锡	2.06%	2.05%	1.94%	4.47%	4.42%	4.25%	2.48%	2.47%	2.44%
常熟	3.32%	3.17%	2.92%	5.45%	5.36%	5.05%	2.32%	2.39%	2.29%
苏农	2.52%	2.38%	2.36%	4.45%	4.18%	4.25%	2.03%	1.94%	2.01%
张家港	2.93%	2.78%	2.53%	4.97%	4.85%	4.77%	2.24%	2.25%	2.41%
紫金	1.97%	1.86%	1.86%	3.91%	3.78%	3.90%	2.10%	2.08%	2.19%
青农商	2.52%	2.46%	2.19%	4.79%	4.62%	4.41%	2.16%	2.10%	2.18%
渝农商	2.35%	2.28%	2.32%	4.49%	4.31%	4.45%	2.34%	2.21%	2.29%
<b>农商行</b>	<b>2.43%</b>	<b>2.34%</b>	<b>2.28%</b>	<b>4.57%</b>	<b>4.42%</b>	<b>4.42%</b>	<b>2.27%</b>	<b>2.21%</b>	<b>2.27%</b>
<b>合计</b>	<b>2.16%</b>	<b>2.14%</b>	<b>2.09%</b>	<b>4.05%</b>	<b>3.97%</b>	<b>3.87%</b>	<b>2.02%</b>	<b>1.96%</b>	<b>1.90%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部测算 注：2020 年年报及 2021 年一季报，部分银行将信用卡分期业务由手续费及佣金收入重分类至利息收入，上述表格已进行重述处理

一季度上市银行净息差整体有所下行。以 2021 年一季度披露净息差的上市银行为样本，平均净息差较 2020 年下行 3BP，宁波、南京、招行等息差表现较好，实现逆势上升，主要得益于资产结构优化、负债成本节约等因素。

表 7：上市银行公布净息差

	20Q4	21Q1	变化
工行	2.15%	2.14%	-1bps
建行	2.19%	2.13%	-6bps
农行	2.20%	未公布	
中行	1.85%	未公布	
交行	1.57%	1.54%	-3bps
邮储	2.42%	2.40%	-2bps
中信	2.26%	未公布	
招商	2.49%	2.52%	+3bps
民生	2.14%	未公布	
兴业	2.36%	未公布	
浦发	2.02%	未公布	
光大	2.29%	未公布	
华夏	2.59%	2.45%	-14bps
平安	2.88%	2.87%	-1bps
浙商	2.19%	未公布	
北京	1.92%	未公布	
南京	1.86%	1.96%	+10bps
宁波	2.30%	2.55%	+25bps
江苏	2.14%	未公布	
贵阳	2.52%	2.23%	-29bps
杭州	1.98%	未公布	
上海	1.82%	1.73%	-9bps
成都	2.19%	未公布	
郑州	2.40%	未公布	
长沙	2.58%	未公布	
青岛	2.13%	2.02%	-11bps
西安	2.16%	未公布	
苏州	2.22%	未公布	
厦门	1.65%	未公布	
重庆	2.27%	未公布	
江阴	2.19%	未公布	
无锡	2.07%	未公布	
常熟	3.18%	未公布	
苏农	2.50%	未公布	
张家港	2.74%	未公布	
紫金	1.91%	未公布	
青农商	2.52%	未公布	
渝农商	2.25%	未公布	
<b>平均（有可比数据）</b>	<b>2.24%</b>	<b>2.21%</b>	<b>-3bps</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部



## ■ 非息表现：中收改善显著，其他非息扰动

**非息收入：中收改善明显，非息受利率走势错位扰动。**1) 手续费及佣金净收入显著改善：一季度上市银行手续费及佣金净收入同比+11.1%（去年全年同比+7.0%），去年同期低基数，叠加当季资本市场活跃带来的零售中间业务向好为主因。2) 利率错位因素扰动非息增长：当季上市银行公允价值变动损益、投资收益分别较去年同期下降 100 亿/262 亿，去年一季度利率中枢快速下行抬高账面浮盈基数为主因。一季度，租赁、保险等行业景气度有所提升，使得其他业务收入中子公司收入增长呈现改善。

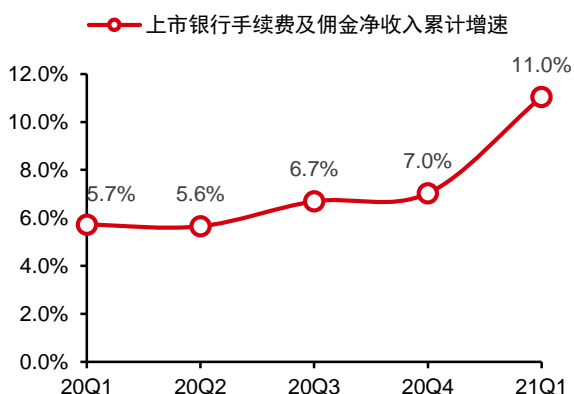
### 低基数叠加市场向好，手续费及佣金净收入显著改善

同期低基数，叠加零售中间业务向好，一季度上市银行手续费及佣金净收入增速走高至 11.1%。一季度上市银行手续费及佣金净收入同比增长 11.1%（去年全年同比+7.0%），主要源于：

1) 疫情期间低基数效应：去年一季度受疫情影响，银行部分柜面业务、现场业务开展受限，因此去年同期中收同比增速仅为 5.7%，上述因素为今年中收增长创造了较低的同比基数。

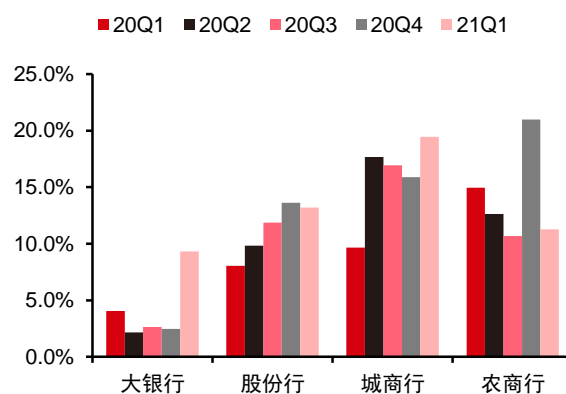
2) 一季度资本市场条件积极：一季度以代理基金为代表的零售代理业务持续向好（一季度公募基金份额同比增长接近 25%），驱动上市银行（尤其是零售型银行）的中收增长向好。如根据一季报披露，21Q1 邮储银行代理业务净收入同比+128.6%，平安银行财富管理手续费同比+50.2%。

图 8：21Q1 上市银行中收增速进一步走高至 11.0%



资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：2020 年年报及 2021 年一季报，部分银行将信用卡分期业务由手续费及佣金收入重分类至利息收入，上述表格已进行重述处理

图 9：当季大行及城商行中收增速改善最为明显



资料来源：各公司财报，中信证券研究部 注：2020 年年报及 2021 年一季报，部分银行将信用卡分期业务由手续费及佣金收入重分类至利息收入，上述表格已进行重述处理

表 8：上市银行手续费及佣金净收入增速

	2020Q1	2020H	2020Q3	2020N	2021Q1
工行	2.5%	0.5%	0.3%	0.5%	1.3%
建行	5.5%	4.3%	4.2%	3.3%	8.8%
农行	6.6%	2.9%	5.4%	2.2%	12.2%

	2020Q1	2020H	2020Q3	2020N	2021Q1
中行	2.1%	-0.4%	0.6%	2.3%	18.1%
交行	4.5%	5.0%	1.5%	3.3%	-0.5%
邮储	1.5%	4.2%	11.2%	12.8%	51.6%
<b>大银行</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>9.3%</b>
中信	-4.1%	5.9%	1.0%	7.9%	24.0%
招商	15.2%	8.5%	10.7%	11.2%	23.3%
民生	4.1%	4.2%	0.9%	-1.9%	-10.5%
兴业	27.8%	28.4%	27.4%	24.1%	34.2%
浦发	17.3%	10.9%	26.5%	37.0%	-14.5%
光大	5.5%	10.9%	8.1%	5.0%	6.7%
华夏	-32.7%	-4.1%	0.0%	3.7%	11.5%
平安	1.3%	7.2%	15.8%	18.3%	20.7%
浙商	111.5%	15.4%	10.8%	12.1%	-14.3%
<b>股份行</b>	<b>8.0%</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.6%</b>	<b>13.2%</b>
北京	-17.0%	-13.7%	-6.8%	-9.8%	-16.7%
南京	9.2%	21.4%	16.6%	25.0%	58.2%
宁波	47.9%	46.5%	41.8%	24.1%	2.4%
江苏	3.1%	12.7%	10.5%	17.9%	48.3%
贵阳	57.6%	8.9%	-4.8%	18.1%	-9.1%
杭州	63.0%	120.9%	93.7%	101.7%	147.2%
上海	6.0%	8.4%	7.3%	9.5%	22.2%
成都	41.2%	22.7%	29.0%	22.6%	55.8%
郑州	16.8%	36.3%	19.9%	9.8%	-16.8%
长沙	-0.6%	-4.3%	-0.9%	-6.3%	2.7%
青岛	34.7%	92.6%	63.4%	39.0%	8.2%
西安	-27.9%	-14.7%	-1.8%	8.5%	29.0%
苏州	10.7%	10.5%	10.9%	32.5%	63.8%
厦门	-	14.7%	4.8%	-0.1%	24.8%
重庆	4.3%	12.8%	16.4%	9.3%	-22.2%
<b>城商行</b>	<b>9.7%</b>	<b>17.7%</b>	<b>16.9%</b>	<b>15.9%</b>	<b>19.4%</b>
江阴	32.4%	63.8%	48.8%	1.2%	48.4%
无锡	46.1%	62.2%	50.1%	90.6%	102.8%
常熟	-38.4%	-5.8%	-20.8%	-31.1%	191.8%
苏农	139.2%	73.5%	13.5%	1.6%	1.4%
张家港	72.5%	69.2%	-25.8%	-234.2%	143.3%
紫金	-46.6%	-15.1%	22.0%	-43.9%	-45.7%
青农商	35.8%	44.1%	49.8%	52.0%	92.7%
渝农商	22.6%	8.8%	8.2%	29.7%	-13.7%
<b>农商行</b>	<b>15.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>21.0%</b>	<b>11.3%</b>
<b>合计</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>11.0%</b>

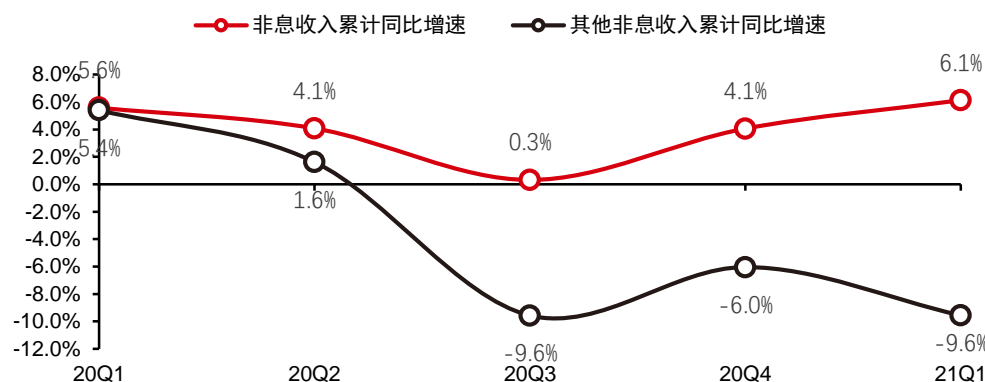
资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：（1）2020 年年报及 2021 年一季报，部分银行将信用卡分期业务由手续费及佣金收入重分类至利息收入，上述表格已进行重述处理

## 利率走势错位致其他非息增速偏弱

一季度上市银行非息收入同比-9.5%，利率走势错位使得投资交易类收入受到高基数

**效应影响。**拆分来看，一季度上市银行公允价值变动损益同比-47.2%，投资收益同比-27.4%，主要是去年一季度疫情期间利率中枢下行导致部分银行账面浮盈增加抬高了基数，另外利率中枢仍处于修复过程，投资收益亦有一定程度负面影响。一季度保险、租赁等行业的经营转暖，使其他业务收入中的子公司贡献提升，从而起到一定抵补作用。

图 10：上市银行非息收入及其他非息收入累计同比增速情况



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：非息收入累计增速中，已根据 2020 年年报以及 2021 年一季报中对信用卡分期收入进行相应重述

表 9：上市银行其他非息收入规模（单位：亿元）

	其他非息收入合计		#投资收益		#公允价值变动损益		#汇兑损益		其他业务收入	
	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1
工行	254	264	112	75	58	-18	-26	1	111	206
建行	305	283	45	57	5	-5	10	13	246	218
农行	259	240	0	74	111	-32	-24	4	171	193
中行	240	258	93	57	-38	22	36	-2	150	181
交行	157	173	31	26	-4	23	13	12	117	112
邮储	55	48	26	33	13	8	14	5	2	2
<b>大银行</b>	<b>1,270</b>	<b>1,266</b>	<b>307</b>	<b>322</b>	<b>145</b>	<b>(2)</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>796</b>	<b>912</b>
中信	71	52	45	29	21	13	5	8	0	2
招商	88	80	61	53	-1	-3	13	15	14	16
民生	80	23	115	12	-50	2	5	-2	10	9
兴业	90	76	118	76	-25	-5	-4	3	1	2
浦发	93	77	48	32	40	36	-1	3	6	6
光大	28	30	18	17	9	11	0	0	2	2
华夏	20	10	5	7	14	3	1	0	0	0
平安	35	35	38	28	-9	2	5	5	1	1
浙商	29	19	33	4	-4	11	-1	3	1	1
<b>股份行</b>	<b>533</b>	<b>403</b>	<b>480</b>	<b>258</b>	<b>(6)</b>	<b>69</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>36</b>	<b>39</b>
北京	24	22	11	17	12	4	0	0	0	0
南京	30	14	19	7	12	6	-2	0	1	1
宁波	27	30	28	22	11	6	-12	2	0	1
江苏	38	26	26	18	10	3	1	3	0	2
贵阳	7	1	4	1	2	0	0	0	0	0
杭州	15	10	12	7	4	3	-1	0	0	0

	其他非息收入合计		#投资收益		#公允价值变动损益		#汇兑损益		其他业务收入	
	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1	2020Q1	2021Q1
上海	29	25	22	15	12	12	-5	-2	0	0
成都	7	7	5	5	1	2	0	1	0	0
郑州	7	1	6	0	0	0	1	1	0	0
长沙	11	8	11	5	-1	2	0	0	0	0
青岛	6	4	5	3	-1	1	1	1	0	0
西安	2	2	1	0	1	2	0	0	0	0
苏州	6	5	4	3	1	1	0	0	0	1
厦门	4	0	5	0	-1	0	0	0	0	0
重庆	5	6	4	4	0	1	0	0	1	0
<b>城商行</b>	<b>216</b>	<b>162</b>	<b>164</b>	<b>107</b>	<b>65</b>	<b>43</b>	<b>(15)</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>6</b>
江阴	2	1	3	0	-1	1	0	0	0	0
无锡	2	2	1	1	1	0	0	0	0	0
常熟	2	2	1	2	0	0	0	0	0	0
苏农	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0
张家港	1	2	1	2	0	0	0	0	0	0
紫金	3	0	3	0	0	0	0	0	0	0
青农商	9	5	4	2	4	2	0	0	0	0
渝农商	3	4	2	3	2	0	0	0	0	1
<b>农商行</b>	<b>23</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>合计</b>	<b>2,042</b>	<b>1,846</b>	<b>966</b>	<b>699</b>	<b>211</b>	<b>113</b>	<b>30</b>	<b>75</b>	<b>835</b>	<b>959</b>

资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：交通银行其他业务收入包含保险业务收入

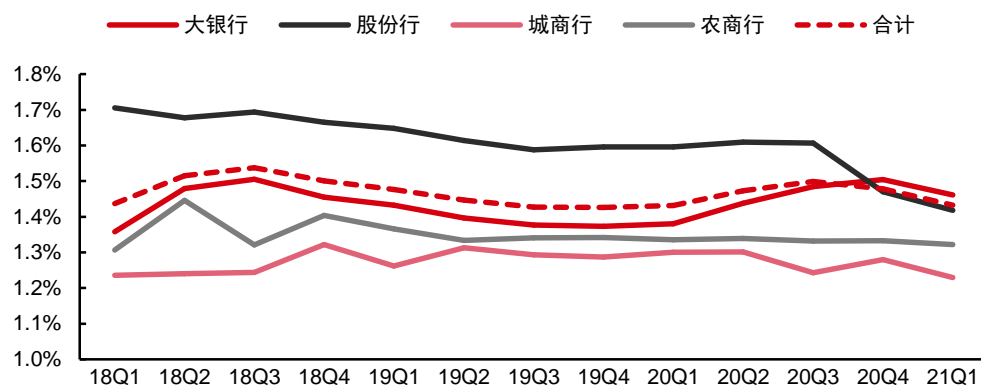
## ■ 资产质量：账面不良压降，拨备覆盖充足

**资产质量：账面不良率持续压降，拨备覆盖水平提升。**1) 资产质量改善：一季度末上市银行不良贷款率为 1.43%，较年初下降 0.05pct，38 家上市银行中仅 3 家出现不良率小幅反弹。暴露与处置力度差异下，存量问题资产出清速度进一步分化，一季度不良率低于 1.1% 的上市银行进一步增加至 9 家。2) 风险抵补能力夯实：一季度末上市银行拨备覆盖率达到 220.28%，较年初提升 6.23pct，风险抵补能力进一步夯实，有助于长期稳健经营。

### 账面不良率持续下降，行际分化延续

**账面不良率下降，股份行及城商行改善明显。**一季度末上市银行不良贷款率较年初下降 0.05pct 至 1.43%，资产质量持续改善。大银行、股份行、城商行、农商行不良贷款率分别为 1.46%/1.42%/1.23%/1.32%，较年初分别下降 0.04/0.05/0.05/0.01pct，股份行及城商行资产质量改善明显。

图 11：上市银行不良率



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

行际间分化延续，宁波、邮储、常熟、无锡、厦门等资产质量较好。从各家银行情况来看，行际间资产质量延续分化趋势，宁波、邮储、常熟、无锡、厦门等不良贷款率较低，分别为 0.79%/0.86%/0.95%/0.98%/0.98%。

表 10：各家银行不良贷款率情况

	不良贷款率				
	2020Q1	2020Q4	2021Q1	较去年同期变化	较年初变化
工行	1.43%	1.58%	1.58%	+0.15 pct	-0.00 pct
建行	1.42%	1.56%	1.56%	+0.14 pct	-0.00 pct
农行	1.39%	1.57%	1.53%	+0.13 pct	-0.04 pct
中行	1.38%	1.46%	1.30%	-0.08 pct	-0.16 pct
交行	1.59%	1.67%	1.64%	+0.05 pct	-0.03 pct
邮储	0.86%	0.88%	0.86%	-0.01 pct	-0.03 pct
<b>大银行</b>	<b>1.38%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.46%</b>	<b>+0.08 pct</b>	<b>-0.04 pct</b>
中信	1.80%	1.64%	1.54%	-0.26 pct	-0.10 pct
招商	1.11%	1.07%	1.02%	-0.09 pct	-0.05 pct
民生	1.55%	1.82%	1.80%	+0.24pct	-0.02pct
兴业	1.52%	1.25%	1.18%	-0.34 pct	-0.07 pct
浦发	1.99%	1.73%	1.66%	-0.33 pct	-0.07 pct
光大	1.55%	1.38%	1.37%	-0.19 pct	-0.02 pct
华夏	1.82%	1.80%	1.79%	-0.04 pct	-0.01 pct
平安	1.65%	1.18%	1.10%	-0.55 pct	-0.08 pct
浙商	1.42%	1.43%	1.53%	+0.11 pct	+0.11 pct
<b>股份行</b>	<b>1.60%</b>	<b>1.47%</b>	<b>1.42%</b>	<b>-0.18pct</b>	<b>-0.05pct</b>
北京	1.47%	1.57%	1.46%	-0.01 pct	-0.11 pct
南京	0.89%	0.92%	0.91%	+0.02 pct	-0.01 pct
宁波	0.78%	0.79%	0.79%	+0.01 pct	-0.00 pct
江苏	1.38%	1.32%	1.24%	-0.14 pct	-0.08 pct
贵阳	1.62%	1.53%	1.52%	-0.10 pct	-0.01 pct
杭州	1.29%	1.07%	1.05%	-0.25 pct	-0.02 pct
上海	1.18%	1.22%	1.21%	+0.03 pct	-0.01 pct

不良贷款率					
	2020Q1	2020Q4	2021Q1	较去年同期变化	较年初变化
成都	1.43%	1.37%	1.19%	-0.24 pct	-0.18 pct
郑州	2.35%	2.08%	2.04%	-0.32 pct	-0.04 pct
长沙	1.24%	1.21%	1.21%	-0.03 pct	-0.00 pct
青岛	1.65%	1.51%	1.51%	-0.14 pct	-0.00 pct
西安	1.17%	1.18%	1.20%	+0.04 pct	+0.02 pct
苏州	1.48%	1.38%	1.27%	-0.21 pct	-0.11 pct
厦门	1.17%	0.98%	0.98%	-0.19 pct	+0.00 pct
重庆	1.27%	1.27%	1.26%	-0.02 pct	-0.01 pct
<b>城商行</b>	<b>1.30%</b>	<b>1.28%</b>	<b>1.23%</b>	<b>-0.07 pct</b>	<b>-0.05 pct</b>
江阴	1.83%	1.79%	1.52%	-0.32 pct	-0.27 pct
无锡	1.11%	1.10%	0.98%	-0.13 pct	-0.12 pct
常熟	0.98%	0.96%	0.95%	-0.03 pct	-0.01 pct
苏农	1.29%	1.28%	1.25%	-0.04 pct	-0.04 pct
张家港	1.36%	1.17%	1.12%	-0.24 pct	-0.05 pct
紫金	1.68%	1.68%	1.68%	+0.00 pct	+0.00 pct
青农商	1.43%	1.44%	1.62%	+0.18 pct	+0.18 pct
渝农商	1.27%	1.31%	1.29%	+0.02 pct	-0.02 pct
<b>农商行</b>	<b>1.34%</b>	<b>1.33%</b>	<b>1.32%</b>	<b>-0.01 pct</b>	<b>-0.01 pct</b>
<b>合计</b>	<b>1.43%</b>	<b>1.48%</b>	<b>1.43%</b>	<b>+0.00pct</b>	<b>-0.05pct</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

表 11：上市银行关注率及逾期率情况

	关注贷款率		逾期贷款率
	20Q4	21Q1	20Q4
工行	2.21%	未公布	1.44%
建行	2.95%	未公布	1.09%
农行	2.01%	未公布	1.29%
中行	1.87%	未公布	1.26%
交行	1.41%	未公布	1.54%
邮储	0.53%	未公布	0.79%
<b>大银行</b>	<b>2.08%</b>		<b>1.26%</b>
中信	2.01%	未公布	2.03%
招商	0.81%	未公布	1.12%
民生	2.98%	未公布	2.03%
兴业	1.37%	1.27%	1.32%
浦发	2.58%	2.52%	2.14%
光大	2.15%	未公布	2.15%
华夏	3.43%	3.37%	1.96%
平安	1.11%	1.06%	1.61%
浙商	1.75%	未公布	1.81%
<b>股份行</b>	<b>1.96%</b>		<b>1.77%</b>
北京	1.14%	未公布	1.89%
南京	1.21%	1.29%	1.16%
宁波	0.50%	0.36%	0.80%
江苏	1.36%	1.31%	1.20%
贵阳	2.41%	2.84%	3.39%

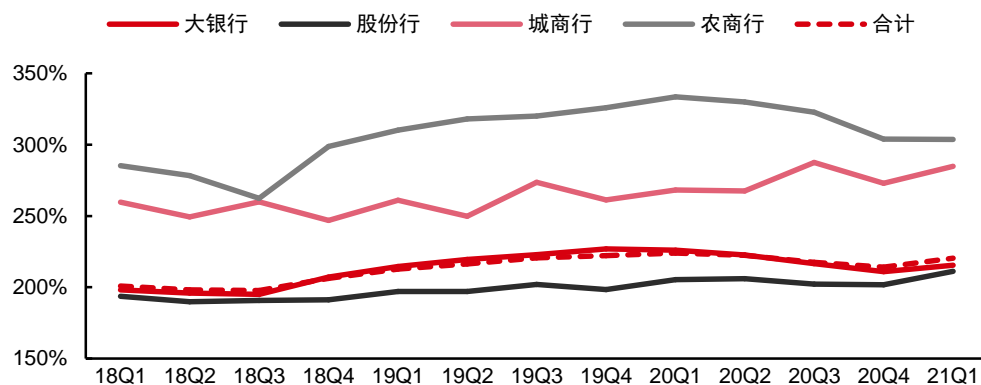
	关注贷款率		逾期贷款率
	20Q4	21Q1	20Q4
杭州	0.58%	0.49%	0.84%
上海	1.91%	1.92%	1.60%
成都	0.68%	0.69%	1.38%
郑州	2.03%	2.10%	3.04%
长沙	2.71%	2.35%	1.65%
青岛	1.47%	1.14%	1.23%
西安	2.78%	3.28%	1.52%
苏州	1.37%	1.31%	1.31%
厦门	0.75%	0.56%	0.95%
重庆	2.96%	未公布	2.37%
<b>城商行</b>	<b>1.42%</b>		<b>1.53%</b>
江阴	1.02%	1.01%	1.50%
无锡	0.40%	0.36%	0.90%
常熟	1.17%	1.11%	0.97%
苏农	3.26%	3.16%	0.57%
张家港	1.70%	1.67%	0.71%
紫金	1.11%	1.01%	0.96%
青农商	4.83%	4.29%	1.76%
渝农商	2.36%	未公布	1.10%
<b>农商行</b>	<b>2.32%</b>		<b>1.13%</b>
<b>合计</b>	<b>2.01%</b>		<b>1.41%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## 拨备水平提升，风险抵御能力增强

拨备覆盖率提升，城农商行拨备较为充足。一季度末上市银行拨备覆盖率较年初提升 6.23pct 至 220.28%，风险抵补能力充足，大银行、股份行、城商行、农商行拨备覆盖率分别为 215.49%/211.27%/284.71%/303.69%。

图 12：上市银行拨备覆盖率



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

部分银行拨备覆盖率超过 400%。一季度大部分上市银行拨备覆盖率有所提升，部分



优秀银行拨备覆盖率超过 400%，如宁波、杭州、常熟、邮储、招行、无锡等。

表 12：各家银行拨备覆盖率情况

	拨备覆盖率				
	2020Q1	2020Q4	2021Q1	2021Q1 较去年同期变化	2021Q1 较年初变化
工行	199.32%	180.68%	183.22%	-16.10 pct	+2.54 pct
建行	227.69%	213.59%	214.94%	-12.75 pct	+1.35 pct
农行	288.75%	260.64%	264.61%	-24.14 pct	+3.97 pct
中行	182.86%	177.84%	189.88%	+7.02 pct	+12.04 pct
交行	171.77%	143.87%	143.42%	-28.35 pct	-0.45 pct
邮储	389.45%	408.06%	416.98%	+27.53 pct	+8.92 pct
<b>大银行</b>	<b>226.83%</b>	<b>211.02%</b>	<b>215.49%</b>	<b>-11.34 pct</b>	<b>+4.47 pct</b>
中信	175.25%	171.68%	185.87%	+10.62 pct	+14.19 pct
招商	426.78%	437.68%	438.88%	+12.10 pct	+1.20 pct
民生	155.50%	139.38%	141.11%	-14.39 pct	+1.73 pct
兴业	199.13%	218.83%	247.52%	+48.39 pct	+28.69 pct
浦发	133.73%	152.77%	154.28%	+20.55 pct	+1.51 pct
光大	181.62%	182.71%	183.87%	+2.25 pct	+1.16 pct
华夏	141.92%	147.22%	161.61%	+19.69 pct	+14.39 pct
平安	183.12%	201.40%	245.16%	+62.04 pct	+43.76 pct
浙商	220.80%	191.01%	175.11%	-45.69 pct	-15.90 pct
<b>股份行</b>	<b>198.26%</b>	<b>201.79%</b>	<b>211.27%</b>	<b>+13.01 pct</b>	<b>+9.48 pct</b>
北京	224.69%	215.95%	226.03%	+1.34 pct	+10.08 pct
南京	417.73%	391.76%	393.85%	-23.88 pct	+2.09 pct
宁波	524.08%	505.59%	508.57%	-15.51 pct	+2.98 pct
江苏	232.79%	256.40%	276.71%	+43.92 pct	+20.31 pct
贵阳	291.86%	277.30%	273.83%	-18.03 pct	-3.47 pct
杭州	316.71%	469.54%	498.63%	+181.92 pct	+29.09 pct
上海	337.15%	321.38%	323.31%	-13.84 pct	+1.93 pct
成都	253.88%	293.43%	332.91%	+79.03 pct	+39.48 pct
郑州	159.85%	160.44%	163.32%	+3.47 pct	+2.88 pct
长沙	279.98%	292.68%	292.31%	+12.33 pct	-0.37 pct
青岛	155.09%	169.62%	174.05%	+18.96 pct	+4.43 pct
西安	262.41%	269.39%	273.45%	+11.04 pct	+4.06 pct
苏州	224.07%	291.74%	336.63%	+112.56 pct	+44.89 pct
厦门	274.58%	368.03%	350.30%	+75.72 pct	-17.73 pct
重庆	279.83%	309.13%	307.38%	+27.55 pct	-1.75 pct
<b>城商行</b>	<b>261.32%</b>	<b>272.85%</b>	<b>284.71%</b>	<b>+23.39 pct</b>	<b>+11.86 pct</b>
江阴	259.13%	224.27%	274.27%	+15.14 pct	+50.00 pct
无锡	288.18%	355.88%	404.30%	+116.12 pct	+48.42 pct
常熟	481.28%	485.33%	487.67%	+6.39 pct	+2.34 pct
苏农	249.32%	305.31%	319.41%	+70.09 pct	+14.10 pct
张家港	252.14%	307.83%	340.95%	+88.81 pct	+33.12 pct
紫金	236.95%	220.15%	215.20%	-21.75 pct	-4.95 pct
青农商	310.23%	278.73%	252.70%	-57.53 pct	-26.03 pct
渝农商	380.31%	314.95%	306.06%	-74.25 pct	-8.89 pct

拨备覆盖率					
	2020Q1	2020Q4	2021Q1	2021Q1 较去年同期变化	2021Q1 较年初变化
农商行	<u>325.93%</u>	<u>304.00%</u>	<u>303.69%</u>	<u>-22.24 pct</u>	<u>-0.31 pct</u>
合计	<u>222.25%</u>	<u>214.06%</u>	<u>220.28%</u>	<u>-1.97 pct</u>	<u>+6.23 pct</u>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

表 13：上市银行信用成本及拨贷比情况

	信用减值损失/平均贷款（年化）		拨贷比	
	20Q4	21Q1	20Q4	21Q1
工行	1.15%	1.34%	2.85%	2.89%
建行	1.20%	1.23%	3.33%	3.34%
农行	1.16%	1.31%	4.08%	4.04%
中行	0.87%	0.90%	2.60%	2.47%
交行	1.12%	1.02%	2.40%	2.35%
邮储	0.94%	0.85%	3.60%	3.57%
<b>大银行</b>	<b><u>1.09%</u></b>	<b><u>1.17%</u></b>	<b><u>3.17%</u></b>	<b><u>3.15%</u></b>
中信	1.96%	1.83%	2.82%	2.86%
招商	1.37%	1.61%	4.67%	4.47%
民生	2.58%	1.62%	2.53%	2.54%
兴业	2.04%	1.59%	2.74%	2.92%
浦发	1.87%	1.34%	2.64%	2.57%
光大	1.99%	1.83%	2.53%	2.52%
华夏	2.03%	1.99%	2.65%	2.89%
平安	2.82%	2.49%	2.37%	2.69%
浙商	1.82%	1.25%	2.73%	2.69%
<b>股份行</b>	<b><u>2.01%</u></b>	<b><u>1.71%</u></b>	<b><u>2.97%</u></b>	<b><u>3.00%</u></b>
北京	1.65%	1.49%	3.38%	3.30%
南京	1.37%	1.43%	3.59%	3.58%
宁波	1.42%	1.98%	4.01%	4.01%
江苏	2.00%	1.70%	3.38%	3.43%
贵阳	2.45%	1.48%	4.25%	4.16%
杭州	2.22%	2.31%	5.02%	5.22%
上海	1.77%	1.87%	3.92%	3.91%
成都	1.61%	1.81%	4.01%	3.96%
郑州	3.31%	1.72%	3.33%	3.33%
长沙	1.99%	1.64%	3.54%	3.53%
青岛	2.18%	2.59%	2.56%	2.63%
西安	1.33%	1.47%	3.18%	3.29%
苏州	2.22%	1.87%	4.02%	4.28%
厦门	1.65%	0.54%	3.61%	3.44%
重庆	1.68%	1.51%	3.92%	3.87%
<b>城商行</b>	<b><u>1.82%</u></b>	<b><u>1.71%</u></b>	<b><u>3.49%</u></b>	<b><u>3.50%</u></b>
江阴	1.52%	1.77%	4.02%	4.16%
无锡	1.42%	1.51%	3.92%	3.96%
常熟	1.24%	1.04%	4.66%	4.63%
苏农	1.94%	1.57%	3.92%	3.98%

	信用减值损失/平均贷款（年化）		拨贷比	
	20Q4	21Q1	20Q4	21Q1
张家港	2.38%	1.63%	3.61%	3.81%
紫金	1.35%	1.04%	3.70%	3.62%
青农商	1.82%	1.78%	4.01%	4.09%
渝农商	2.16%	1.11%	4.12%	3.94%
<b>农商行</b>	<b>1.85%</b>	<b>1.34%</b>	<b>4.05%</b>	<b>4.02%</b>
<b>合计</b>	<b>1.39%</b>	<b>1.35%</b>	<b>3.16%</b>	<b>3.16%</b>

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

## ■ 风险因素

宏观经济增速超预期下滑，导致资产质量大幅恶化。

## ■ 投资建议

一季报显示，上市银行盈利处于稳步改善通道，反映宏观经济景气度的持续修复。一季度营收增速有所下滑，主要是年初贷款重定价以及其他非息高基数的阶段性扰动，年内后续有望呈现逐季改善趋势。个体银行经营两极化，一季度营收增速±20%银行并存，后续客户基础、业务结构、问题资产出清速度的差异或将使行业分化格局延续。个股选择方面，可遵循两条线索：1）阿尔法品种打底，优选具备特色商业模式和可持续客户、业务模式和盈利趋势的优质银行，如招商银行、平安银行；2）贝塔品种增强弹性，兼具业绩弹性和估值弹性的品种具备“双击”潜力，可关注兴业银行、光大银行和大行。

表 14：上市银行盈利预测与估值对比

	2019A PE	2020A PE	2021E PE	2022E PE	2019A PB	2020A PB	2021E PB	2022E PB
银行业平均	8.02	7.98	7.27	6.45	1.00	0.89	0.81	0.74
大银行平均	5.57	5.71	5.36	5.03	0.66	0.61	0.56	0.52
股份行平均	7.85	8.24	7.50	6.53	0.95	0.89	0.81	0.73
城农商行平均	9.71	9.19	8.22	7.24	1.28	1.08	0.98	0.89
工商银行	5.94	5.95	5.62	5.28	0.74	0.69	0.64	0.59
建设银行	6.40	6.34	5.94	5.55	0.80	0.74	0.68	0.64
农业银行	5.40	5.43	5.18	4.82	0.64	0.59	0.55	0.50
中国银行	5.30	5.29	5.01	4.63	0.58	0.54	0.50	0.46
邮储银行	8.05	7.63	7.24	6.64	0.95	0.86	0.75	0.69
招商银行	14.57	13.89	12.21	10.45	2.30	2.08	1.85	1.64
兴业银行	7.01	7.05	6.33	5.50	0.93	0.89	0.81	0.72
浦发银行	5.16	5.34	5.04	4.42	0.60	0.56	0.52	0.47
光大银行	5.69	5.74	5.42	4.83	0.64	0.59	0.55	0.50
华夏银行	4.56	5.19	4.67	4.20	0.46	0.44	0.41	0.38
平安银行	16.54	16.60	14.29	11.80	1.66	1.54	1.40	1.27
北京银行	4.86	4.85	4.56	4.18	0.53	0.50	0.46	0.43
江苏银行	7.69	7.44	6.46	5.43	0.95	0.77	0.71	0.65
贵阳银行	5.12	5.01	4.86	4.66	0.83	0.73	0.65	0.59

	2019A PE	2020A PE	2021E PE	2022E PE	2019A PB	2020A PB	2021E PB	2022E PB
杭州银行	16.13	14.82	13.07	10.94	1.87	1.54	1.42	1.29
上海银行	6.03	5.86	5.32	4.85	0.74	0.68	0.62	0.57
常熟银行	10.65	10.55	9.87	9.08	1.12	1.06	0.98	0.91
	2019A EPS	2020A EPS	2021E EPS	2022E EPS	2019A BVPS	2020A BVPS	2021E BVPS	2022E BVPS
工商银行	0.86	0.86	0.91	0.97	6.93	7.48	8.04	8.75
建设银行	1.05	1.06	1.13	1.21	8.39	9.06	9.88	10.57
农业银行	0.59	0.59	0.62	0.66	5.00	5.39	5.85	6.35
中国银行	0.61	0.61	0.65	0.70	5.61	5.98	6.47	6.99
邮储银行	0.63	0.67	0.70	0.77	5.37	5.89	6.76	7.36
招商银行	3.62	3.79	4.31	5.04	22.89	25.36	28.43	32.04
兴业银行	3.10	3.08	3.44	3.95	23.37	24.30	26.94	30.00
浦发银行	1.95	1.88	1.99	2.27	16.73	17.90	19.42	21.18
光大银行	0.66	0.66	0.70	0.78	5.92	6.37	6.92	7.54
华夏银行	1.37	1.20	1.34	1.49	13.49	14.34	15.37	16.53
平安银行	1.41	1.40	1.63	1.97	14.07	15.16	16.61	18.37
北京银行	0.98	0.98	1.04	1.14	8.95	9.52	10.29	11.14
江苏银行	0.92	0.95	1.09	1.30	7.45	9.16	9.94	10.88
贵阳银行	1.51	1.55	1.60	1.66	9.31	10.58	11.88	13.23
杭州银行	1.03	1.12	1.27	1.51	8.86	10.77	11.69	12.80
上海银行	1.36	1.40	1.54	1.69	11.03	12.00	13.14	14.38
常熟银行	0.65	0.66	0.70	0.76	6.18	6.55	7.06	7.61

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021-4-30 收盘价

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法》（2001）第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。