



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

2021 年下半年宏观金融条件料将稳定，银行基本面将保持修复，预计上市银行全年营收和净利润增速 7.5%/8.1%。覆盖银行平均估值 0.83x PB（对应 2021 年），盈利确定叠加估值修复，看好板块高胜率和高性价比下的配置价值。个股组合双主线：优质银行估值溢价基础扎实，关注商业模式优化；修复银行具备估值修复空间，关注外部变量“市场风格”和内部变量“风险拐点”的共振。

2021H2 宏观金融条件判断。1) 货币政策将处于平稳期。数量工具或遵循“总量适宜，工具优化”原则，再贷款再贴现有望强化；利率趋势看，料 OMO-LPR 的政策利率谱系仍保持不变，下半年市场利率波动或有所放大。2) 金融监管延续前期思路。“大资管”领域关注现金类产品监管落地、表外理财回表延续及融资类信托压降节奏影响；金融科技领域关注功能性监管推进。3) 广义信用下行速度趋缓，步入预期稳定阶段。维持全年社融增速中枢 11.2%的判断，预计后三个季度累计同比增速分别为 11.5%/11.3%/11.2%。

资产负债：负债核心在于存款，资产配置主线在于高收益需求。1) 负债端分化逻辑再强化。存款竞争格局或延续全年，今年前 4 月一般性存款同比少增 42%，归因于总量增长收敛叠加增量结构分化；主动负债阶段性高增放缓，部分行同业存单计划额度剩余不足 10%，长久期、高稳定策略提升。综合判断，负债格局将成为下半年扩表主导因素，具备客户与渠道优势的银行占优。2) 资产端配置主线在于提升高收益资产占比。年初以来利率债供给不足，使银行“债券投资/资金运用”比例由去年同期 15.4%降至 9.0%，并持续增配短期期限的同业资产、货币基金；后续负债约束强化下，资产配置的收益率目标提升，优化信贷期限结构、调整投资品种结构、提升信贷占比等均方向。

息差：料将逐步企稳。1) 资产收益率将回暖。贷款年初重定价带来一次性影响，我们测算 21Q1 上市银行资产收益率较 2020 年全年-10bps；新发放贷款利率稳步运行叠加贷款期限结构优化，预计二季度开始资产收益率稳步修复。2) 负债付息率或将平稳。测算 20Q4、21Q1 上市银行计息负债单季付息率分别环比+1bp/+3bp，保持稳定运行趋势，反映货币政策执行报告引导的“稳定银行负债成本”方向，付息率具备平稳运行条件。3) 料净息差稳定修复。在资产收益率向好趋势下，二季度偏松的资金面状况将有助当季净息差环比企稳，下半年息差视资产收益抬升和负债成本稳定的结果而定，总体趋势将以稳定修复为主。

资产质量：宏观修复，银行处置，回暖趋势延续。1) 账面数据保持改善：2021 年一季度上市银行平均不良率为 1.46%，较 2020 年末下降 0.05pct，贷款核销保持积极。2) 经济修复环境下，重点领域资产质量平稳：一季度以来消费信贷、信用卡等零售信贷以及重点对公行业信贷质量持续改善，有助稳定不良生成率。3) 非信贷资产拨备夯实。2021 年一季度末，上市银行拨备覆盖率较 2020 年末提升 6.48pct 至 213.51%；由于资管新规过渡期接近尾声，预计各家银行非信贷资产拨备计提力度仍然不低。4) 信用长周期数据改善，上市银行“拨贷比-不良率-关注率”指标持续提升，加大处置背景下问题资产延续出清趋势。

投资策略：业绩稳增长，收益有空间。1) 年初复盘：今年以来银行板块上涨 9.6%，涨幅居 30 个中信一级行业第 4 位，绝对与相对收益兼具的背后是基本面与资金面的共振，其中一季度公募基金重仓市值占比较去年末显著提升 1.99pct 至 5.94%。2) 年内展望：金融政策慢变量，市场风格和资金快变量，板块基本面修复，预计全年营收和净利润增速分别达 7.5%/8.1%。当前覆盖银行平均估值 0.83xPB（对应 2021 年），市场风格催化相对收益，基本面修复夯实绝对价值。

银行业

评级

强于大市（维持）

■ **个股思路：“优质银行+修复银行”双主线。**1) **优质银行：**商业模式迭代+客户基础沉淀+财务资源积累，估值溢价基础夯实，看好盈利领先带来的持续阿尔法收益，如招商银行、平安银行；2) **修复银行：**基于 Forward PB-“拨贷比-不良率-关注率”筛选逻辑，精选具备风险拐点、估值修复特点的标的，具体包括兴业银行、光大银行、南京银行、江苏银行和大行。

■ **风险因素：**宏观经济增速大幅下行，银行资产质量超预期恶化。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	BVPS (元)			PB			评级
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
招商银行	54.11	25.36	28.43	32.04	2.13	1.90	1.69	买入
平安银行	23.49	15.16	16.61	18.37	1.55	1.41	1.28	增持
兴业银行	21.41	24.30	26.94	30.00	0.88	0.79	0.71	增持
光大银行	3.82	6.37	6.92	7.54	0.60	0.55	0.51	增持
南京银行	9.85	9.70	10.74	11.94	1.02	0.92	0.82	增持
江苏银行	7.38	9.16	9.94	10.88	0.81	0.74	0.68	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 5 月 21 日收盘价；(2) EPS

目录

金融政策前瞻：信用预期企稳	1
货币政策：力度平稳期，改革窗口期	1
监管政策：方向不变，平滑影响	3
广义信用：快速下行期近尾声，步入预期稳定阶段	5
资产负债配置预判：负债稳定性和资产收益性需求提升	7
负债端：稳定性为重，分化逻辑再强化	7
资产端：收益率主线强化	10
息差：料将企稳恢复	12
资产收益率：贷款利率走高，助推资产回报提升	12
负债付息率：预计总体保持稳定	13
息差：料 Q2 将企稳，下半年视资产收益率抬升与负债成本稳定性而定	14
资产质量：延续改善趋势	15
表观数据：稳定乐观	16
风险前瞻：经济增速回暖，重点领域修复	16
拨备能力：抵补能力充足，非信贷资产计提力度增加	20
投资策略：业绩稳增长，收益有空间	24
年初复盘：基本面与资金面共振，绝对与相对收益兼具	24
年内展望：高胜率板块，看好投资收益空间	27
个股逻辑：优质银行（ α ）+修复银行（ β ）双主线	28

插图目录

图 1：央行货币政策目标与力度	1
图 2：央行对存款类金融机构债权中，其他项目占比提升	2
图 3：2021 年一季度末人民银行再贷款工具结构	2
图 4：美国联邦基金利率期货暗含的年内加息概率处于极低位置	3
图 5：预计下半年 PPI 水平回落，同时 CPI 保持平稳运行态势	3
图 6：4 月以来 DR007 利率持续运行于 OMO 利率下方	3
图 7：5 月以来 NCD 发行利率亦回落至 MLF 利率下方	3
图 8：银行理财产品中，现金管理类占比近 30%	4
图 9：今年以来信托贷款规模月度压降更为均衡同时节奏前置	4
图 10：预计全年社融增速将回落至 11.2% 左右	5
图 11：预计三四季度社融增速下降幅度将明显放缓	5
图 12：截至今年一季度，信贷供需“裂口”仍在持续走扩	6
图 13：高基数阶段过后，下半年实际信贷投放指导或趋于缓和	6
图 14：新发放各项贷款利率走势	7
图 15：A 股上市银行平均贷款收益率（累计）走势	7
图 16：2021 年前 4 个月，银行体系对公存款净减少近 1000 亿	8
图 17：今年以来，中小银行对公存款增速下滑更为明显	8
图 18：不同类型结构性存款同比增速情况	8
图 19：去年下半年以来，货币基金等对一般性存款分流作用加剧	8
图 20：一季度上市银行存款增幅及 2020 年付息率情况	9
图 21：2021 年 2 月-4 月，同业存单净融资额达到 1.2 万亿	9
图 22：2021 年 3 月以来，新发存单中一年期品种占比显著提升	9
图 23：金融机构信贷收支表资金运用结构数据	11
图 24：今年前 4 月，政府债券发行节奏明显弱于往年同期	11
图 25：测算上市银行单季计息负债付息率变化	14
图 26：测算上市银行分类别单季计息负债付息率变化	14
图 27：银保监会公布的银行业净息差走势	15
图 28：上市银行不良贷款率	16
图 29：上市银行关注贷款率及逾期 90+ 偏离度	16
图 30：城镇居民可支配收入及失业率情况	17
图 31：零售消费快速恢复	17
图 32：信用卡逾期半年未偿情况	18
图 33：部分上市银行信用卡不良率情况	18
图 34：工业企业利润恢复增长	18
图 35：PMI 保持在 50 以上	18
图 36：上市银行主要行业对公不良贷款	19
图 37：上市银行拨备处于较高水平	20
图 38：“拨贷比-不良率-关注率”指标综合反映了存量问题资产与过往财务资源情况	22
图 39：上市银行“拨贷比-不良率-关注率”	22
图 40：上市银行 2021 年风险指标预测	24
图 41：今年以来，银行板块收益水平位居 30 个中信一级行业第四	25
图 42：今年以来，银行指数及 Wind 全 A 指数走势	25

图 43: 全部基金重仓股中 A 股银行股持有占比.....	26
图 44: A 股上市银行营业收入及归母净利润累计同比增速	27
图 45: 各行业板块 PE (TTM) 当前分位水平 (2017 年以来)	28
图 46: 上市银行 PB-ROE 分布	28
图 47: 2017 年以来, 上市银行 ROE 分化明显拉大	28
图 48: 上市银行 PB-“拨贷比-不良率-关注率”分布.....	29
图 49: 过去 5 年, 基金重仓的 4 家银行股平均 PB (LF) 估值	29
图 50: 过去 5 年, 银行板块 PB (LF) 估值	29

表格目录

表 1: 近十期货币政策执行报告关于政策思路的表述	1
表 2: 2020 年以来, 金融科技细分领域监管文件一览.....	4
表 3: 社融细分项目季度增量预测	5
表 4: 上市银行 2021 年同业存单发行计划	10
表 5: 上市银行生息资产结构.....	11
表 6: 期初期末法下测算上市银行生息资产收益率	13
表 7: 上市银行公布净息差	14
表 8: 通过发债企业数据测算的各行业资产负债率变化.....	19
表 9: 上市银行非信贷类资产拨备计提情况.....	20
表 10: A 股上市银行“拨贷比-(不良率-关注率)*(1+表内非标/贷款总额)”指标及信用成本比较	22
表 11: 过去四个季度各家银行占全部基金重仓股比重.....	26
表 12: 上市银行盈利预测与估值对比.....	29

金融政策前瞻：信用预期企稳

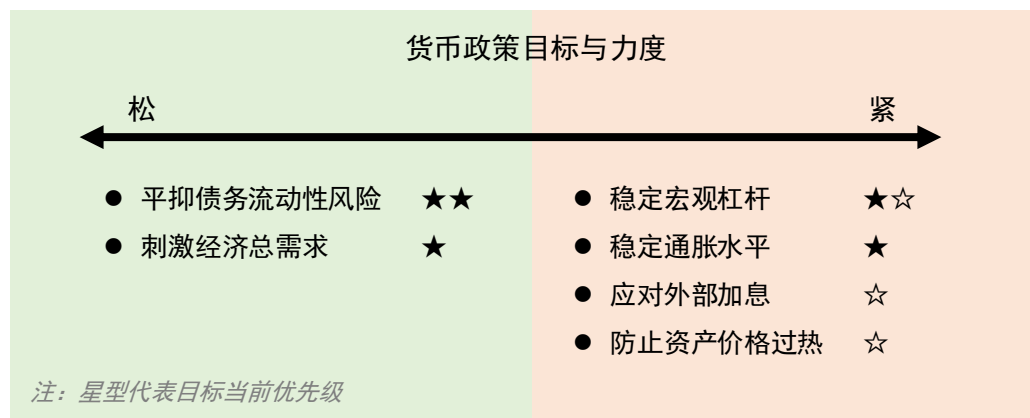
2021H2 宏观金融条件判断。1) 货币政策将处于平稳期。数量工具或遵循“总量适宜，工具优化”原则，再贷款再贴现有望强化；利率趋势看，料 OMO-LPR 的政策利率谱系仍保持不变，下半年市场利率波动或有所放大。2) 金融监管延续前期思路。“大资管”领域关注现金类产品监管落地、表外理财回表延续及融资类信托压降节奏影响；金融科技领域关注功能性监管推进。3) 广义信用下行速度趋缓，步入预期稳定阶段。维持全年社融增速中枢 11.2%的判断，预计后三个季度累计同比增速分别为 11.5%/11.3%/11.2%。

货币政策：力度平稳期，改革窗口期

多重目标平衡下，货币政策处于平稳期。我们认为，国内货币政策锚定的多目标中，当前高优先级的目标主要是平抑债务及流动性风险以及稳定宏观杠杆水平，相较而言上述目标对于货币政策的“力度”要求较为中性。

此外，核心通胀明显上行/经济景气度显著回落/美联储加息等事件短期预期较低，货币政策总体仍然处于力度平稳期，亦是兼顾长短、健全现代货币政策框架的窗口期（一季度货币政策执行报告突出，“建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，完善货币供应调控机制”）。

图 1：央行货币政策目标与力度



资料来源：中信证券研究部绘制

表 1：近十期货币政策执行报告关于政策思路的表述

日期	报告期数	货币政策执行报告表述政策思路
2021 年 5 月	21Q1	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间
2021 年 2 月	20Q4	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头， 不急转弯 ，把握好政策时度效
2020 年 11 月	20Q3	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要
2020 年 8 月	20Q2	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长， 完善跨周期设计和调节
2020 年 5 月	20Q1	稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏

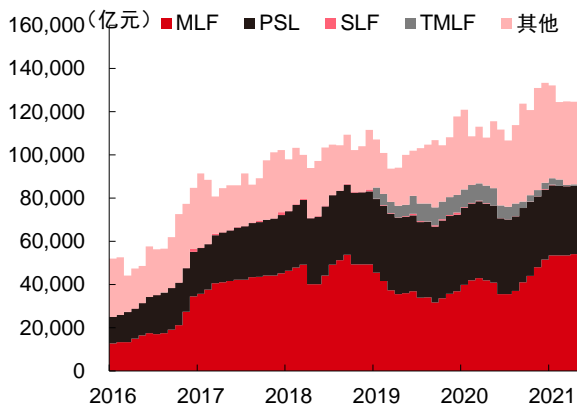
日期	报告期数	货币政策执行报告表述政策思路
2020 年 2 月	19Q4	科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度
2019 年 11 月	19Q3	保持定力，继续实施好稳健的货币政策，创新和完善金融宏观调控， 加强逆周期调节
2019 年 8 月	19Q2	稳健的货币政策要松紧适度， 适时适度进行逆周期调节
2019 年 5 月	19Q1	稳健的货币政策要松紧适度， 适时适度实施逆周期调节 ，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调
2019 年 2 月	18Q4	稳健的货币政策保持松紧适度，强化逆周期调节，把握好宏观调控的度，在多元目标中实现综合平衡

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

数量型货币政策工具或遵循“总量适宜，工具优化”的原则。

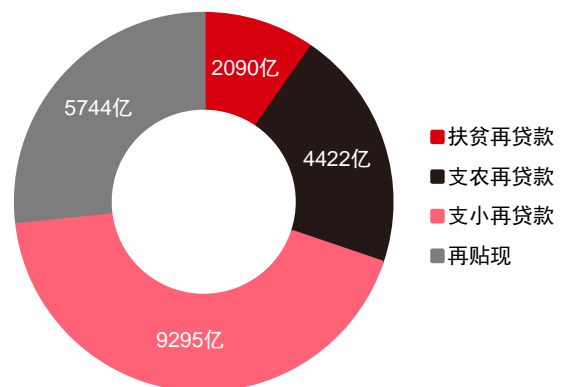
- **总量方面**，突出“适宜”与“匹配”，即：①确保狭义流动性水平使市场利率围绕政策利率为中枢波动，②确保广义流动性水平使货币供应量和社融融资规模增速同名义增速基本匹配。
- **结构方面**，一季度货币政策执行报告表述“进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用”，TMLF 工具退出后，再贷款再贴现工具在或将发挥更大作用（**预计包括支持小微、普惠、三农、绿色等多个领域**）。过去一年，以再贷款再贴现为主要构成的其他项目占央行对存款类金融机构债权的比重由 20%左右提升至 30%左右。

图 2：央行对存款类金融机构债权中，其他项目占比提升



资料来源：Wind，中信证券研究部注：其他项目主要包括再贷款、再贴现工具

图 3：2021 年一季度末人民银行再贷款工具结构

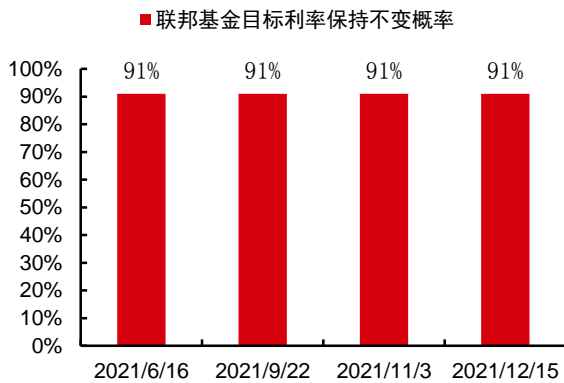


资料来源：《2021 年第一季度货币政策执行报告》，中信证券研究部注：央行货币政策执行报告披露中，预计未包含 2020 年初发放的抗疫再贷款再贴现

利率趋势：预计年内政策利率保持不变，下半年市场利率波动或有放大。

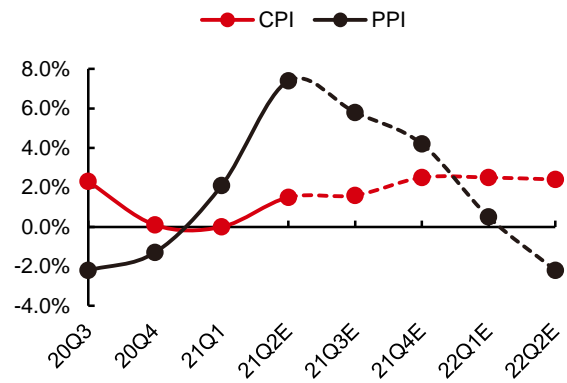
1) **预计年内政策利率或将保持稳定**。我们认为，国内总体通胀预期整体稳定，年内货币政策尤其是政策利率对此予以调整的可能性偏低。此外，美联储从 QTaper 到加息过程仍需就业等数据持续验证与支撑，今年年内基本不存在“跟随加息”的情况。

图 4：美国联邦基金利率期货隐含的年内加息概率处于极低位置



资料来源：CME，中信证券研究部

图 5：预计下半年 PPI 水平回落，同时 CPI 保持平稳运行态势

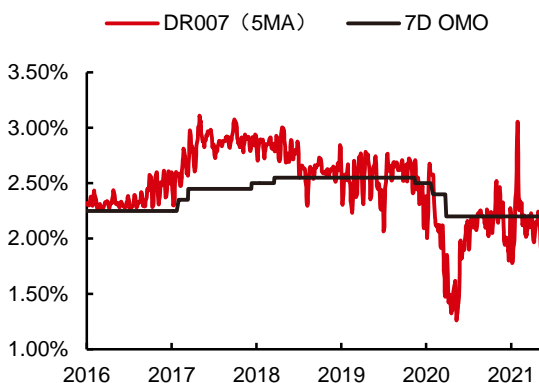


资料来源：Wind，中信证券研究部宏观团队预测

2) 资金市场利率强化“中枢+波动”方式运行。近期，央行在《一季度货币政策执行报告》中专题论述央行开展公开市场操作的操作考量，并强调“引导市场利率围绕政策利率为中枢波动”。同时，报告亦指出“市场利率适度波动也是市场机制发挥作用、市场定价功能正常的体现”，我们认为“中枢+波动”的方式既有助于稳定市场中长期预期（关于利率中枢合意水平），亦有助于平抑市场短期预期（关于短期交易杠杆）。

就目前环境而言，由于今年利率债供给后置因素的影响，预计下阶段以 DR007 为代表的市场利率或有温和上行可能。特别是 7 月重要时点过后，下半年货币当局对于资金市场利率的偏移容忍度或有再度提升的可能。

图 6：4 月以来 DR007 利率持续运行于 OMO 利率下方



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：5 月以来 NCD 发行利率亦回落至 MLF 利率下方



资料来源：Wind，中信证券研究部宏观团队预测

监管政策：方向不变，平滑影响

我们认为，年内金融监管政策的两条主线，仍是“大资管”领域和金融科技领域：

资管新规过渡期最后一年，局部资管行业规范与纠偏仍是主基调。从今年相关监管表态和政策预期来看，当前需要重点关注的监管内容包括：

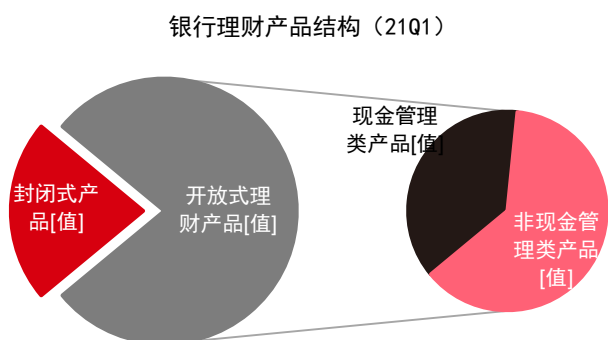
1) **现金管理类银行理财文件终稿落地**。核心内容包括投资范围和投资限制、投资集中度、流动性和杠杆、久期管理、估值方法、认购赎回制度和投资者集中度等方面。一季度末，银行理财现金管理类产品余额占比近 30%，我们预计终稿落地或将使银行理财短期增配短久期利率债等资产，同时或将加速对于净值型债券和权益产品的探索。

2) **表外理财部分存量资产回表与减值计提的进一步推进**。按照计划，2021 年理财回表或对表内减值准备计提仍有扰动影响，尤其是部分去年回表计提推动较慢的银行，今年减值计提或仍对利润增长带来一定影响。

3) **融资类信托及通道类信托的压降力度**。2021 年融资类信托压降规模或仍在 1 万亿左右（财新网，<https://finance.caixin.com/2021-02-09/101662471.html>），叠加近期地产供应链等产品监管的收紧，预计对社融非标以及理财非标等资产仍有一定规模冲击影响。

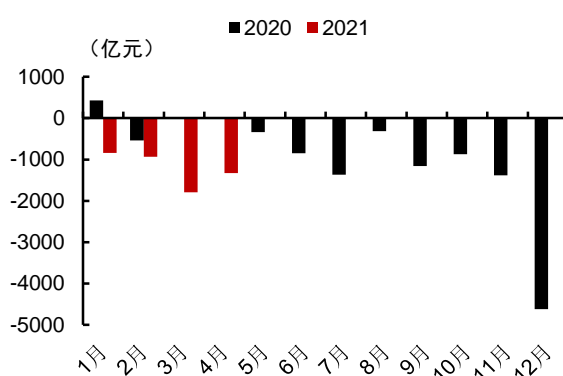
总体来看，今年监管要求的提前部署有助于平滑政策影响。以信托贷款为例，今年月度间压降节奏明显平滑并前置。此外，预计后续现金管理类正式文件等政策落地亦会合理设置过渡期安排，无需过度担心监管影响。

图 8：银行理财产品中，现金管理类产品占比近 30%



资料来源：中国理财网，中信证券研究部

图 9：今年以来信托贷款规模月度压降更为均衡同时节奏前置



资料来源：Wind，中信证券研究部

金融科技领域，功能性监管要求持续推进。今年以来，金融监管部门在支付、融资和资管领域均发布了多项监管文件，主要针对牌照准入、跨区经营、消费者信息保护、业务规范等要求。从十四五规划关于金融科技的表述来看，核心在于提升金融服务实体能力下，以“稳妥发展金融科技”与“加快金融机构数字化转型”为两条主线，我们判断金融机构与金融科技企业的监管环境与经营条件有望进一步拉平。

表 2：2020 年以来，金融科技细分领域监管文件一览

日期	发文机构	文件	政策内容
支付业务			
2021 年 1 月 20 日	中国人民银行	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	1) 牌照类型调整为储值账户运营与支付交易处理两类；2) 关于客户信息收集、储值账户运营机构的利息收益、变相清算等监管要求进一步严格；3) 明确并细化支付领域反垄断监管要求
融资业务			

日期	发文机构	文件	政策内容
2021 年 1 月 13 日	银保监会	《消费金融公司监管评级办法（试行）》	明确消费金融公司评级方法、评级程序、评级结果运用相关要求
2021 年 2 月 20 日	银保监会	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	明确商业银行与合作机构共同出资发放贷款的出资比例要求、集中度管理要求，提出地方性银行跨区域经营限制
2021 年 3 月 17 日	五部委	《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》	明确小贷公司不得向大学生发放互联网消费贷款，加强消费金融公司、商业银行大学生互联网消费贷款业务风险管理要求
资管业务			
2021 年 1 月 15 日	银保监会、中国人民银行	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	明确商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务

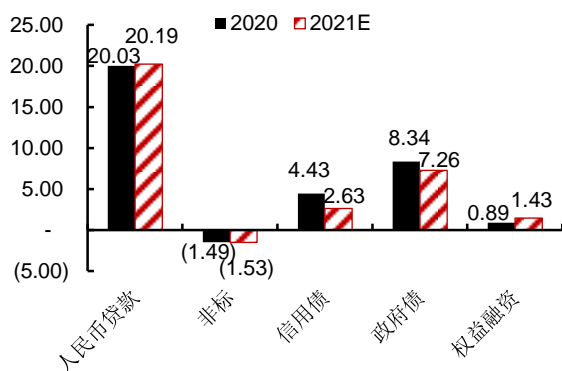
资料来源：中国人民银行，银保监会，中信证券研究部

广义信用：快速下行期近尾声，步入预期稳定阶段

社融：维持全年社融余额增速 11.2% 的判断。我们在《银行业金融市场深度研究系列之一：社融和流动性，预期引导，收而有稳》（2021/02/08）中，通过“经济需求-社融增量”的分析框架，对三大类债务社融、权益类社融及其他社融项目的增长进行了拆分，测算显示，2021 年存量社融增速中枢为 11.2%。从前 4 个月数据运行来看，主要指标基本符合前期判断，维持全年 11.2% 的社融增速判断。其中，预计全年人民币贷款和政府债分别净增 20.2 万亿/7.3 万亿，委托+信托贷款合计压降 1.5 万亿。

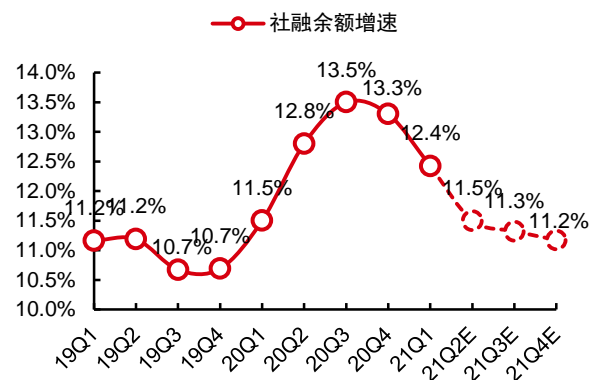
节奏来看，下半年社融增速有望进入平稳运行阶段。对于社融增速节奏而言，我们在《银行业金融市场深度研究系列之一：社融和流动性，预期引导，收而有稳》中重点提及关注“政府债发行节奏回归 2019 年以前”以及“非标压降季度检节奏或更为均衡”两大判断。实际情况看，上述判断正得到验证，当然前 4 个月政府债发行节奏更是略慢于预期，我们调整 21Q2-Q4 社融余额增速预测为 11.5%/11.3%/11.2%，基数效应消退后下半年社融增速有望步入平稳阶段。

图 10：预计全年社融增速将回落至 11.2% 左右



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

图 11：预计三四季度社融增速下降幅度将明显放缓



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 3：社融细分项目季度增量预测

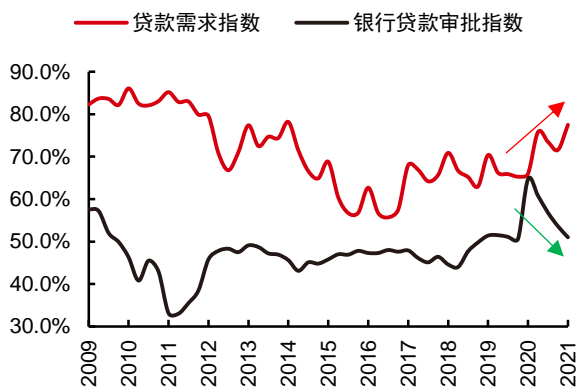
	社融增量	#人民币贷款	#委托+信托贷款	#企业债	#权益融资	#政府债
20Q1	111,110	72,516	-1,100	17,700	1,255	15,800
20Q2	97,574	50,770	-2,502	15,369	1,206	22,169
20Q3	87,474	43,593	-3,711	7,428	3,618	29,363

	社融增量	#人民币贷款	#委托+信托贷款	#企业债	#权益融资	#政府债
20Q4	52,476	33,430	-7,627	3,826	2,823	16,087
21Q1	100,197	79,093	-3,620	8,562	2,467	6,585
21Q2 E	81,897	45,831	-3,780	9,215	2,151	21,451
21Q3 E	87,241	43,093	-3,416	5,862	5,427	30,063
21Q4 E	54,390	33,930	-4,450	2,678	4,235	14,487

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

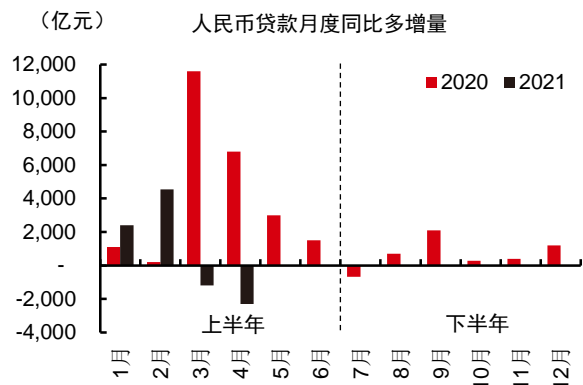
信贷: 需求仍有望保持景气区间, 下半年实际投放指导或趋于缓和。(1) 需求端: 实际融资需求仍将保持稳定, 4 月短期信贷增长乏力, 判断很大程度因“同期高基数、当期严查”所致。目前来看, 无论是近期中长期贷款增长表现, 还是当前信贷需求指数所处位置, 我们认为信贷需求相对稳定。(2) 供给端: 预计下半年信贷指导力度减弱。3 月、4 月信贷同比少增主要因去年同期基数过高所致, 进入下半年在去年同期同比多增有限的情况下, 今年实际信贷投放中的指导可能会趋于缓和, 我们预计全年信贷供给规模或保持同比持平或略增的趋势。

图 12: 截至今年一季度, 信贷供需“裂口”仍在持续走扩



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: 高基数阶段过后, 下半年实际信贷投放指导或趋于缓和

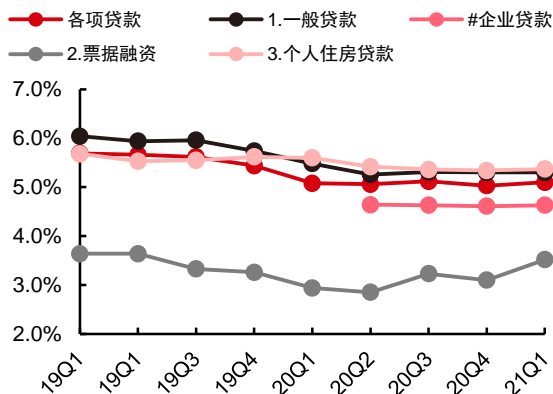


资料来源: Wind, 中信证券研究部

贷款定价: 料对公定价平稳运行, 结构调整引致新发放利率企稳向上。《一季度货币政策执行报告》表述由“贷款利率明显下降”调整为“利率处于较低水平”, 我们认为贷款（特别是对公贷款）利率的总体平稳或将是今年政策目标方向。相较而言, 我们对全年新发放各项贷款利率上行保持乐观, 主要是监管因素驱动的个人住房贷款利率上行, 以及期限拉长导致的结构因素所致, 全年新发放人民币贷款利率或有 5bp-10bp 幅度上行（一季度同比+2bp）。

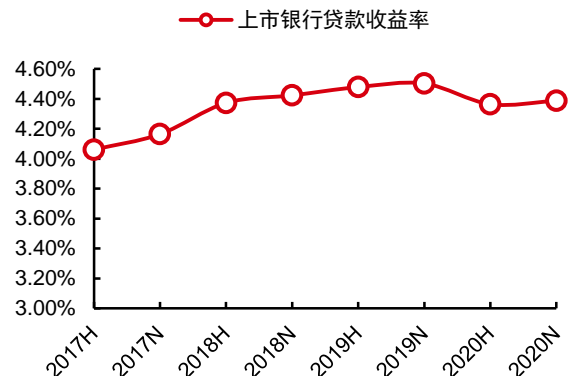
新发放贷款利率带动下, 年内贷款收益率有望企稳。根据上市银行数据看, 2020 年平均贷款收益率为 4.39%, 较 2019 年下降 11bp, 主要受当年 LPR 利率调降影响。我们认为, 今年在一季度贷款年初重定价因素过后, 后续季度贷款收益率有望受益于新发放利率修复以及贷款结构优化的共同影响, 全年贷款收益率较上年或有略微提升。

图 14：新发放各项贷款利率走势



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 15：A 股上市银行平均贷款收益率（累计）走势



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

■ 资产负债配置预判：负债稳定性和资产收益性需求提升

资产负债：负债核心在于存款，资产配置主线在于高收益需求。1) 负债端分化逻辑再强化。存款竞争格局或延续全年，今年前 4 月一般性存款同比少增 42%，归因于总量增长收敛叠加增量结构分化；主动负债阶段性高增放缓，部分行同业存单计划额度剩余不足 10%，长久期、高稳定策略提升。综合判断，负债格局将成为下半年扩表主导因素，具备客户与渠道优势的银行占优。2) 资产端配置主线在于提升高收益资产占比。年初以来利率债供给不足，使银行“债券投资/资金运用”比例由去年同期 15.4%降至 9.0%，并持续增配短期限的同业资产、货币基金；后续负债约束强化下，资产配置的收益率目标提升，优化信贷期限结构、调整投资品种结构、提升信贷占比等均为方向。

负债端：稳定性为重，分化逻辑再强化

1、存款方面，总量增长收敛叠加增量结构分化，预计存款市场的竞争强化仍将贯穿全年。今年前 4 个月，全社会一般性存款（个人+对公）增量 5.0 万亿，低于 2020 年同期的 8.7 万亿，亦低于 2019 年同期水平 5.6 万亿。结构而言，当期对公存款规模出现负增长，尤其是中小行对公存款增长放缓趋势明显。我们认为，今年以来存款市场条件弱化与分化，主要源于：

1) 信用资产增长放缓和表外监管，对存款派生的影响。

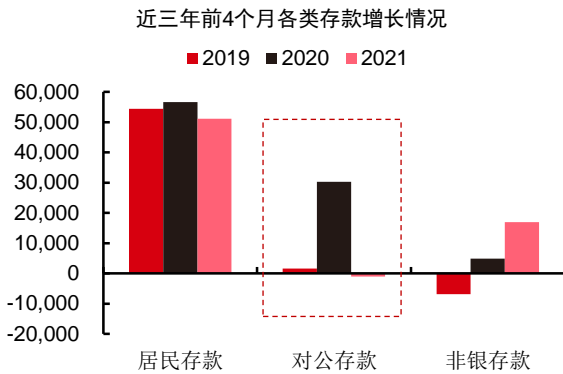
2) 存款严格监管条件不变。2020 年前 4 个月，全市场结构性存款仅微幅增加 1100 亿，特别是同期中小银行的各类结构性存款仍然压降超过 2000 亿；

3) 非存款类产品分流加速。现金管理类产品（包括货币基金、银行现金类理财等）与存款产品利差收窄，使得一般性存款资源分流明显。以货币基金为例，一季度净增量 1.05 万亿，为 2017 年以来最高季度增幅；

4) 存款竞争力进一步分化。除传统的产品、渠道、系统、品牌等存款非价格竞争力仍呈现分化趋势外，今年以来存款品种间增长的分化，亦加剧了不同银行存款增长差异化

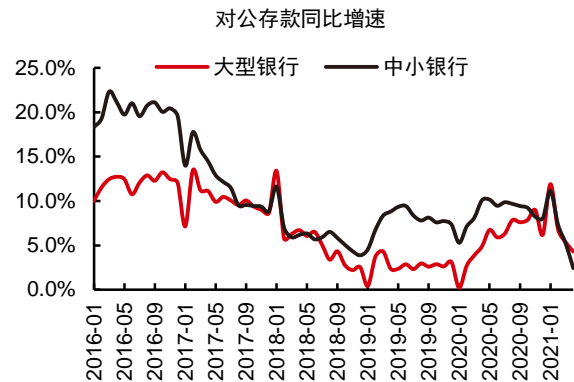
的局面。

图 16：2021 年前 4 个月，银行体系对公存款净减少近 1000 亿



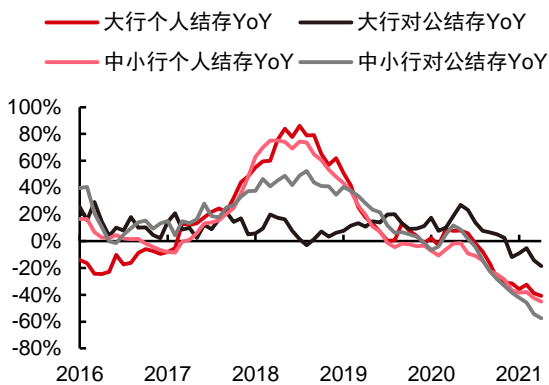
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：今年以来，中小银行对公存款增速下滑更为明显



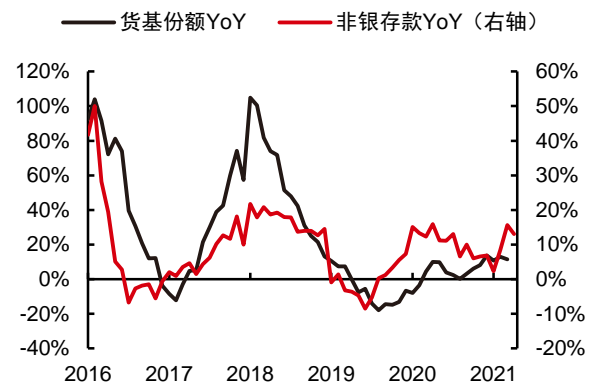
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：不同类型结构性存款同比增速情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

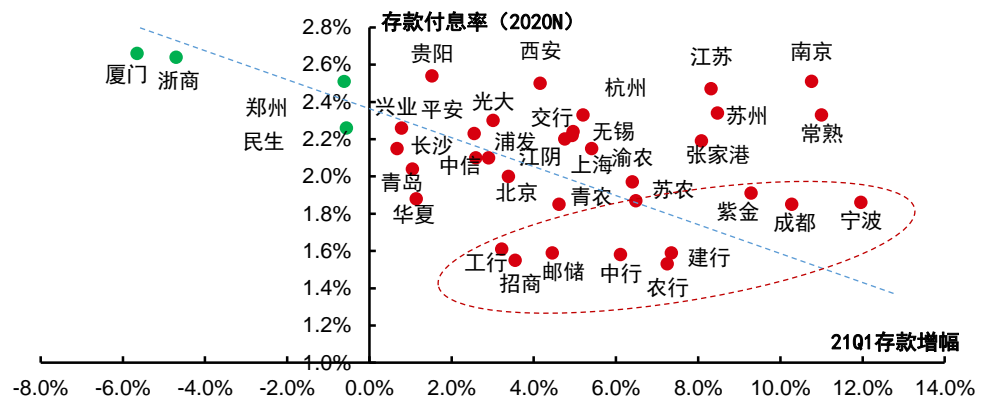
图 19：去年下半年以来，货币基金等对一般性存款分流作用加剧



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们认为，在总量增速降低、监管力度不变的环境下，下半年存款市场格局仍将保持进一步分化趋势。相比较而言，具备客户与渠道基础以及业务结构优势的上市银行，有望继续保持存款量价表现方面的优势。

图 20：一季度上市银行存款增幅及 2020 年付息率情况



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

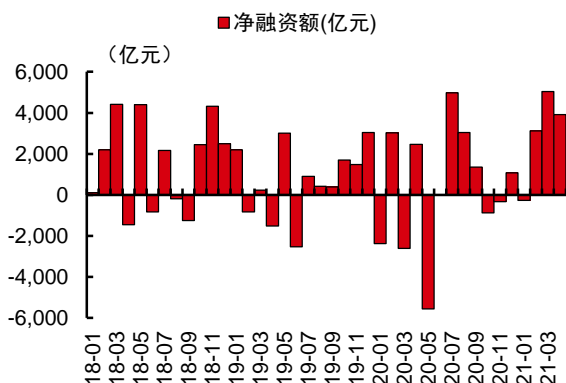
2、部分主动负债阶段性高增或放缓，强化稳定性成为核心。从同业存单净发行情况看，今年 2 月-4 月净融资额 1.2 万亿，3 个月月均规模创下 2018 年以来的最高值。我们认为，同业存单高发背后驱动要素在于：

1) **存款增长放缓的替代需要。**尤其对于部分扩表动力较强，而今年以来存款增长放缓的中小银行而言，同业存单成为负债补充的重要渠道；

2) **需求驱动存单利率走低。**得益于今年以来货币型产品的大幅增长，以及信用下沉策略的审慎，同业存单成为广义基金短端配置的重要品种。配置驱动的需求贡献，1Y 同业存单发行利率 4 月以来已降至 MLF 利率水平。

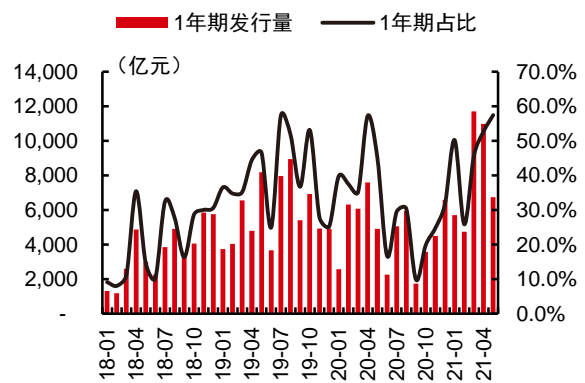
展望下半年，我们认为随着部分银行同业存单发行计划的吃紧，主动负债阶段性高增或将放缓。当然，考虑到存款端进而负债压力仍然存在，部分中小银行或仍将强化高稳定性（如，一年期同业存单）的运用，以支撑资产端的稳定增长。总体而言，负债端因素或将成为下半年银行资产负债扩表的主要因素。

图 21：2021 年 2 月-4 月，同业存单净融资额达到 1.2 万亿



资料来源：Wind，中信证券研究部注：根据起息日期整理

图 22：2021 年 3 月以来，新发行存单中一年期品种占比显著提升



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

表 4：上市银行 2021 年同业存单发行计划（单位：亿元）

	2021 年净发行计划	截至 4 月末存量余额	剩余额度	剩余比例	前 4 月余额净增
工行	2,000	3	1998	99.9%	3
建行	6,000	2,810	3190	53.2%	-644
农行	8,000	6,242	1758	22.0%	-246
中行	6,700	6,437	263	3.9%	830
交行	8,700	6,573	2127	24.4%	1,277
邮储	3,000	55	2945	98.2%	-17
中信	8,000	7,132	868	10.9%	1,641
招商	6,000	2,192	3808	63.5%	734
民生	8,500	5,649	2851	33.5%	-1,568
兴业	9,000	7,674	1326	14.7%	1,549
浦发	9,000	8,228	772	8.6%	597
光大	6,000	4,186	1814	30.2%	1,006
华夏	4,000	3,637	363	9.1%	-2
平安	7,500	6,167	1333	17.8%	1,178
浙商	3,000	2,270	730	24.3%	757
南京	3,000	1,536	1464	48.8%	-1,671
宁波	3,655	1,275	2380	65.1%	-108
北京	3,600	3,366	234	6.5%	2,490
江苏	4,500	3,770	730	16.2%	243
贵阳	1,149	654	495	43.1%	-109
杭州	1,906	1,009	897	47.1%	3
上海	2,000	1,741	259	12.9%	244
成都	1,150	772	378	32.9%	88
郑州	915	790	126	13.7%	-66
长沙	1,440	1,141	299	20.7%	73
青岛	830	637	193	23.3%	129
西安	800	452	348	43.5%	7
苏州	620	487	133	21.4%	240
厦门	546	512	34	6.3%	92
江阴	200	0	200	100.0%	-62
无锡	170	68	102	59.9%	28
常熟	300	58	242	80.6%	3
苏农	180	56	124	68.8%	4
张家港	150	41	109	72.7%	23
紫金	315	231	84	26.8%	46
青农	790	655	135	17.1%	39
渝农	2,200	1,667	533	24.2%	212

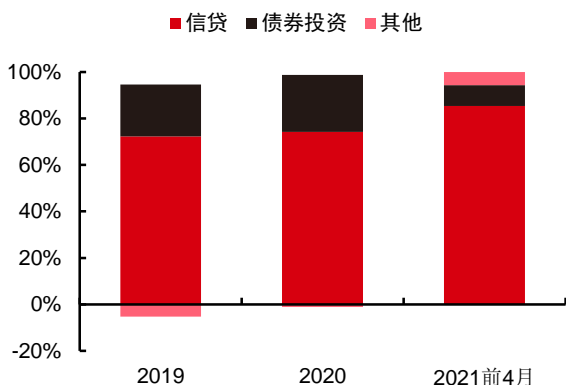
资料来源：Wind，中信证券研究部

资产端：收益率主线强化

今年以来，商业银行信贷投放优先度不变，供给端因素使得债券投资增长偏缓。从信贷收支表的数据来看，前 4 个月“信贷净增量/资金运用”占比为 85.5%，高于 2020 年全年的 76.2%，亦高于去年同期的 69.1%，反映了年初以来银行优先抢投优质信贷资产的策略。

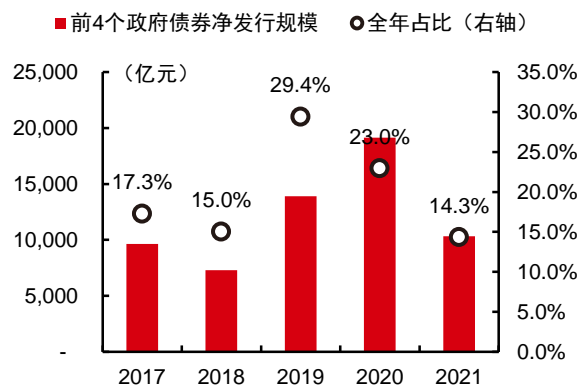
受今年利率债发行偏慢以及信用债偏好上移的影响，“债券投资/资金运用”比例由去年同期的 15.4% 下降至 9.0%，取而代之的是其他类资产的配置增加，主要包括短期限的同业资产、货币基金等产品。

图 23：金融机构信贷收支表资金运用结构数据



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 24：今年前 4 月，政府债券发行节奏明显弱于往年同期



资料来源：Wind，中信证券研究部注：结合专项债及赤字率预算，2021 年全年政府债券发行规模按照 7.2 万亿进行预测

我们判断，随着负债端竞争压力的延续，以及债券类资产供给的提速，年内后续阶段银行资产配置将回归到强化收益率主线上，表现为：

1) 投资类资产的结构调整，主要是对于地方债为代表的高综合回报率债品种的配置有望上量，一定程度控制年初增配的同业、货基等品种；

2) 信贷资产收益率强化，除信贷资产占比仍有提升可能外，预计中长期限实体贷款投放亦将改善总体收益率情况。

表 5：上市银行生息资产结构

	贷款/生息资产		同业资产/生息资产		金融投资/生息资产		存放央行/生息资产	
	2020N	2021Q1	2020N	2021Q1	2020N	2021Q1	2020N	2021Q1
工行	58.6%	59.2%	5.7%	5.9%	24.6%	24.0%	11.1%	11.0%
建行	61.2%	61.8%	5.2%	5.5%	23.3%	22.8%	10.3%	9.9%
农行	56.9%	57.4%	6.8%	7.6%	27.2%	26.2%	9.2%	8.8%
中行	61.4%	60.9%	7.2%	8.6%	22.0%	21.3%	9.3%	9.3%
交行	58.5%	59.2%	5.7%	7.2%	27.6%	26.3%	8.2%	7.4%
邮储	52.0%	52.2%	5.0%	5.3%	31.8%	31.6%	11.1%	10.9%
大银行	58.7%	59.1%	6.0%	6.7%	25.2%	24.5%	10.0%	9.7%
中信	63.8%	64.3%	5.9%	4.9%	24.1%	24.9%	6.2%	5.9%
招商	64.8%	66.1%	7.9%	7.0%	20.3%	19.7%	6.9%	7.2%
民生	60.7%	62.2%	4.7%	4.6%	28.3%	27.8%	6.3%	5.5%
兴业	57.8%	59.9%	6.0%	6.2%	30.2%	27.6%	6.0%	6.3%
浦发	63.0%	63.9%	5.9%	5.2%	24.4%	24.9%	6.8%	6.0%
光大	61.5%	62.5%	3.2%	2.5%	27.9%	27.8%	7.4%	7.2%
华夏	64.4%	64.9%	2.4%	2.5%	26.9%	27.0%	6.2%	5.6%
平安	65.8%	66.3%	6.7%	6.0%	20.5%	20.2%	7.0%	7.5%

	贷款/生息资产		同业资产/生息资产		金融投资/生息资产		存放央行/生息资产	
	2020N	2021Q1	2020N	2021Q1	2020N	2021Q1	2020N	2021Q1
浙商	65.2%	66.9%	5.5%	4.6%	21.8%	21.6%	7.5%	6.9%
股份行	62.6%	63.8%	5.6%	5.1%	25.1%	24.7%	6.6%	6.4%
北京	58.3%	58.5%	6.0%	6.8%	29.3%	28.3%	6.4%	6.5%
南京	50.4%	52.5%	5.0%	3.9%	37.3%	36.2%	7.3%	7.4%
宁波	54.3%	55.1%	1.9%	1.5%	35.8%	36.1%	8.1%	7.4%
江苏	58.7%	57.9%	4.7%	5.9%	29.4%	29.2%	7.2%	6.9%
贵阳	43.8%	44.5%	3.2%	4.6%	44.9%	44.0%	8.1%	6.9%
杭州	45.5%	45.9%	6.3%	6.6%	39.4%	39.8%	8.7%	7.7%
上海	52.0%	51.5%	9.6%	10.0%	31.4%	31.2%	6.9%	7.3%
成都	48.8%	47.6%	7.5%	10.5%	33.0%	32.9%	10.8%	9.0%
郑州	50.1%	53.0%	3.0%	2.0%	39.2%	39.4%	7.7%	5.5%
长沙	50.7%	51.5%	1.9%	2.4%	38.7%	38.7%	8.8%	7.5%
青岛	50.8%	54.4%	3.0%	3.2%	34.6%	33.6%	11.6%	8.8%
西安	57.8%	58.8%	3.7%	3.0%	30.2%	30.2%	8.3%	8.0%
苏州	56.9%	53.9%	4.7%	6.7%	31.9%	32.6%	6.5%	6.7%
城商行	53.4%	53.7%	5.4%	5.9%	33.5%	33.2%	7.6%	7.2%
江阴	59.4%	61.7%	1.2%	1.2%	32.1%	30.6%	7.3%	6.6%
无锡	58.6%	59.5%	2.2%	2.1%	31.7%	31.9%	7.5%	6.5%
常熟	66.4%	64.6%	1.1%	2.4%	24.2%	25.6%	8.2%	7.4%
苏农	59.4%	60.1%	6.5%	4.6%	26.3%	27.3%	7.8%	7.9%
张家港	61.0%	61.2%	2.6%	0.9%	29.1%	30.5%	7.3%	7.4%
紫金	56.3%	56.4%	9.2%	10.1%	28.7%	27.8%	5.9%	5.8%
青农商	59.6%	62.1%	7.5%	5.8%	26.2%	25.6%	6.7%	6.5%
渝农商	45.7%	46.2%	12.5%	11.9%	36.0%	36.1%	5.9%	5.9%
农商行	53.6%	54.2%	8.3%	7.8%	31.5%	31.6%	6.6%	6.3%
合计	59.3%	59.8%	5.9%	6.3%	25.9%	25.3%	8.9%	8.7%

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

■ 息差：料将企稳恢复

息差：料将逐步企稳。1) **资产收益率将回暖。**贷款年初重定价带来一次性影响，我们测算 21Q1 上市银行资产收益率较 2020 年全年-10bps；新发放贷款利率稳步运行叠加贷款期限结构优化，预计 2 季度开始资产收益率稳步修复。2) **负债付息率或将平稳。**测算 20Q4、21Q1 上市银行计息负债单季付息率分别环比+1bp/+3bp，保持稳定运行趋势，反映货币政策执行报告引导的“稳定银行负债成本”方向，付息率具备平稳运行条件。3) **料净息差稳定修复。**在资产收益率向好趋势下，二季度偏松的资金面状况将有助当季净息差环比企稳，下半年息差视资产收益抬升和负债成本稳定的结果而定，总体趋势将以稳定修复为主。

资产收益率：贷款利率走高，助推资产回报提升

贷款重年初重定价，对一季度资产收益率带来一次性影响。由于 2020 年报后，上市银行信用卡分期收入统一由手续费及佣金收入调整至利息收入项下，导致 2020 年缺少季

度级别可比数据。我们通过期初期末平均法+重述数据同比的方法分析，可以推断出 2020 全年以及 2021Q1，上市银行生息资产收益率分别同比-17bp/-18bp。考虑到 20Q1 与 2020 年生息资产收益率总体相近，推断今年一季度资产收益率较上年四季度基本持平。我们认为，年初贷款重定价因素带来一次性拉低，而 Q1 贷款占比提升一定程度对冲了负面影响。

展望年内后续季度，我们预计资产收益率有望呈现环比修复趋势，主要受益于贷款收益率的稳步修复，具体驱动因素包括：

- 1) 新发放贷款利率的稳步运行；
- 2) 贷款占比的进一步提升；
- 3) 相对高收益的中长期贷款占比进一步提升。

表 6：期初期末法下测算上市银行生息资产收益率

	2019	2020	20Q1	21Q1	2020 年同比	21Q1 同比	21Q1 比 20 年
大银行	3.83%	3.68%	3.73%	3.56%	-16bp	-17bp	-12bp
股份行	4.78%	4.55%	4.70%	4.44%	-23bp	-26bp	-11bp
城商行	4.96%	4.87%	4.90%	4.80%	-9bp	-10bp	-7bp
农商行	4.50%	4.42%	4.57%	4.42%	-8bp	-15bp	0bp
上市银行	4.14%	3.97%	4.05%	3.87%	-17bp	-18bp	-10bp

资料来源：各公司财报，中信证券研究部注：2020 年年报后，上市银行信用卡分期收入统一由手续费及佣金收入调整至利息收入项下，以上数据中已经对 2019 级 20Q1 数据进行重述

负债付息率：预计总体保持稳定

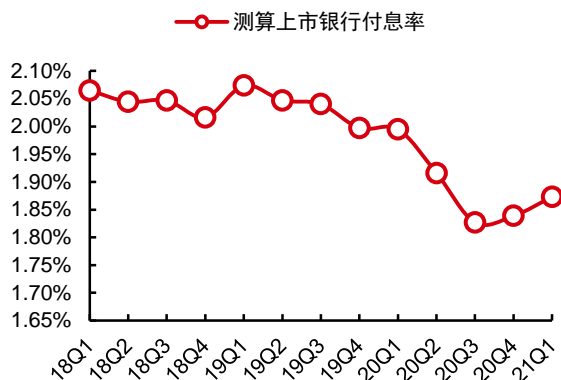
最近两个季度，上市银行计息负债付息率总体保持稳定。期初期末平均法测算来看，20Q4、21Q1 上市银行计息负债单季付息率变动分别为+1bp/+3bp，保持稳定运行趋势，反映了货币政策执行报告引导的“稳定银行负债成本”方向。

对于年内付息水平变化，我们判断：

1) **付息率总体具备平稳运行条件。**高息存款监管要求有望贯穿全年，特别是一季度央行将地方法人银行吸收异地存款情况纳入 MPA 考核，实质有助于强化存款市场有序竞争。加之货币市场利率运行的总体稳定，预计银行负债成本平稳运行仍是政策关注点。

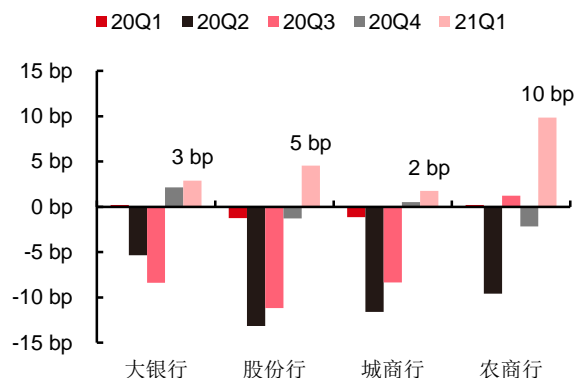
2) **付息成本的个体分化或将拉大。**负债端分化的大背景下，下半年负债量价统筹的难度或仍将有所加大，预计大型银行、零售特色银行下半年在负债“控价增量”方面将有更为占优的表现。

图 25：测算上市银行单季计息负债付息率变化



资料来源：各公司财报，中信证券研究部测算

图 26：测算上市银行分类别单季计息负债付息率变化



资料来源：各公司财报，中信证券研究部测算

息差：料 Q2 将企稳，下半年视资产收益率抬升与负债成本稳定性而定

年内后续季度息差企稳修复。从公布数据的上市银行均值看，一季度净息差较 2020 年全年-3bp（同为调整信用卡分期收入后口径）。银保监会公布的全行业单季净息差数据看，21Q1 净息差较 20Q4 下降 3bp。展望年内后续季度，资产端贷款收益率驱动下的小幅修复有望贯穿全年，而同期负债端成本控制幅度将成为息差决定因素。具体而言，当下二季度偏松的资金面状况，有助于当季净息差的环比企稳，预计下半年视资产收益抬升和负债成本稳定的结果而定，总体趋势以稳定恢复为主。

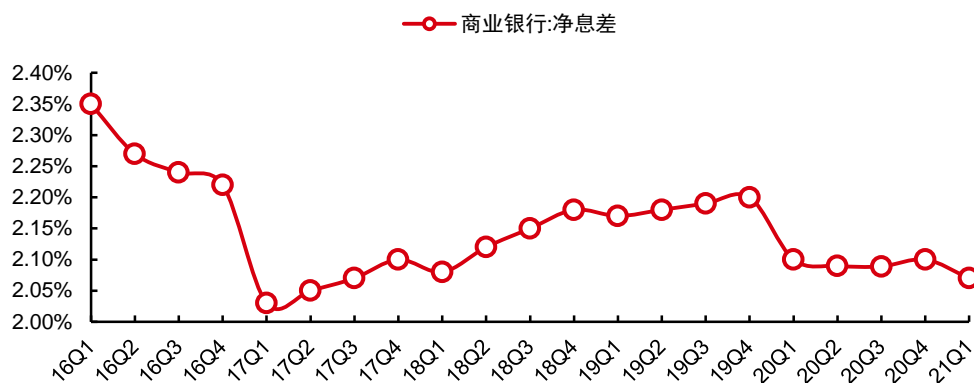
表 7：上市银行公布净息差

	2020N	20Q4	21Q1	21Q1 比 2020N	21Q1 比 20Q4
工行	2.15%	2.11%	2.14%	-1bps	+3bp
建行	2.19%	未公布	2.13%	-6bps	-
农行	2.20%	未公布	未公布	-	-
中行	1.85%	未公布	未公布	-	-
交行	1.57%	未公布	1.54%	-3bps	-
邮储	2.42%	2.38%	2.40%	-2bps	+2bp
中信	2.26%	未公布	未公布	-	-
招商	2.49%	2.41%	2.52%	+3bps	+11bp
民生	2.14%	未公布	未公布	-	-
兴业	2.36%	未公布	未公布	-	-
浦发	2.02%	未公布	未公布	-	-
光大	2.29%	未公布	未公布	-	-
华夏	2.59%	未公布	2.45%	-14bp	-
平安	2.88%	2.44%	2.87%	-1bp	不可比
浙商	2.19%	未公布	未公布	-	-
北京	1.92%	未公布	未公布	-	-
南京	1.86%	未公布	1.96%	+10bp	-
宁波	2.30%	未公布	2.55%	+25bp	-
江苏	2.14%	未公布	未公布	-	-
贵阳	2.52%	未公布	2.23%	-29bp	-

	2020N	20Q4	21Q1	21Q1 比 2020N	21Q1 比 20Q4
杭州	1.98%	未公布	未公布	-	-
上海	1.82%	未公布	1.73%	-9bp	-
成都	2.19%	未公布	未公布	-	-
郑州	2.40%	未公布	未公布	-	-
长沙	2.58%	未公布	未公布	-	-
青岛	2.13%	未公布	2.02%	-11bp	-
西安	2.16%	未公布	未公布	-	-
苏州	2.22%	未公布	未公布	-	-
厦门	1.65%	未公布	未公布	-	-
重庆	2.27%	未公布	未公布	-	-
江阴	2.19%	未公布	未公布	-	-
无锡	2.07%	未公布	未公布	-	-
常熟	3.18%	未公布	未公布	-	-
苏农	2.50%	未公布	未公布	-	-
张家港	2.74%	未公布	未公布	-	-
紫金	1.91%	未公布	未公布	-	-
青农商	2.52%	未公布	未公布	-	-
渝农商	2.25%	未公布	未公布	-	-
平均(有可比数据)	2.24%	-	2.21%	-3bps	-

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

图 27：银保监会公布的银行业净息差走势



资料来源：银保监会，中信证券研究部

■ 资产质量：延续改善趋势

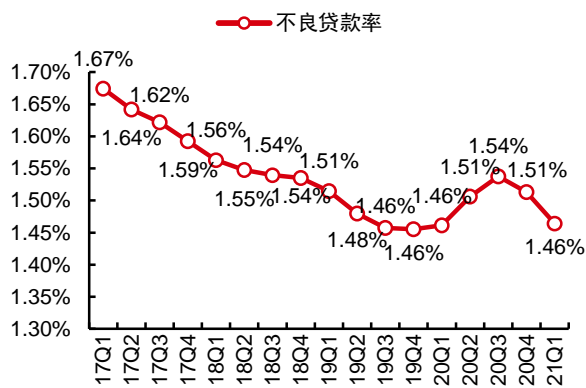
资产质量：宏观修复，银行处置，回暖趋势延续。1) 账面数据保持改善：2021 年一季度上市银行平均不良率为 1.46%，较 2020 年末下降 0.05pct，贷款核销保持积极。2) 经济修复环境下，重点领域资产质量平稳：一季度以来消费信贷、信用卡等零售信贷以及重点对公行业信贷质量持续改善，有助稳定不良生成率。3) 非信贷资产拨备夯实。2021 年一季度末，上市银行拨备覆盖率较 2020 年末提升 6.48pct 至 213.51%；由于资管新规过渡期接近尾声，预计各家银行非信贷资产拨备计提力度仍然不低。4) 信用长周期数据

改善，上市银行“拨贷比-不良率-关注率”指标持续提升，加大处置背景下问题资产延续出清趋势。

表观数据：稳定乐观

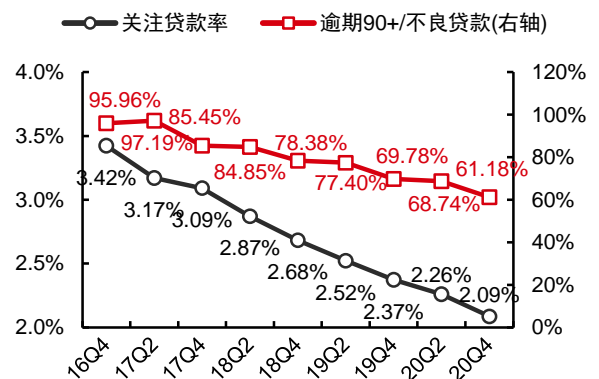
2020 年至今，账面风险和潜在风险数据改善。截至 2021 年一季度末，25 家上市银行¹加权平均不良贷款率为 1.46%，较 2020 年末下降 0.05pct，疫情影响趋弱、宏观经济修复环境下，资产质量持续改善。上市银行保持严格的风险认定政策，2020 年末逾期 90+/不良贷款比重较上半年末下降 7.56pct 至 61.18%，关注贷款率较上半年末下降 0.17pct 至 2.09%，潜在风险压力缓解。

图 28：上市银行不良贷款率



资料来源：各公司财报，中信证券研究部注：上市银行样本为 2018 年前上市的 25 家银行

图 29：上市银行关注贷款率及逾期 90+ 偏离度



资料来源：各公司财报，中信证券研究部注：上市银行样本为 2018 年前上市的 25 家银行

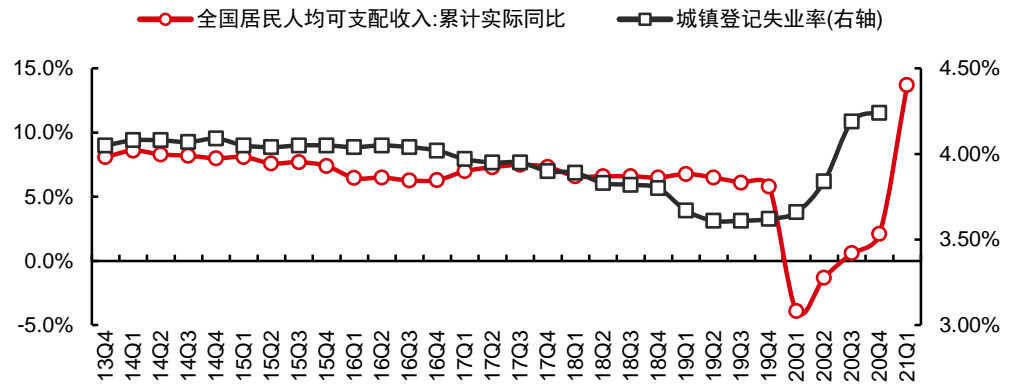
风险前瞻：经济增速回暖，重点领域修复

从银行信贷细分领域看，银行业资产质量整体趋势稳定。

1、消费贷款：消费信贷资产质量与居民收入相关性较高，居民收入恢复有助消费信贷资产质量好转。前期消费信贷受疫情影响，资产质量面临一定压力。随着疫情影响消退，居民失业率下降，可支配收入回升，社会消费持续修复，预计后续消费信贷资产质量整体向好。

¹为保持数据连续性，此处取 2018 年之前上市的 25 家上市银行作为样本

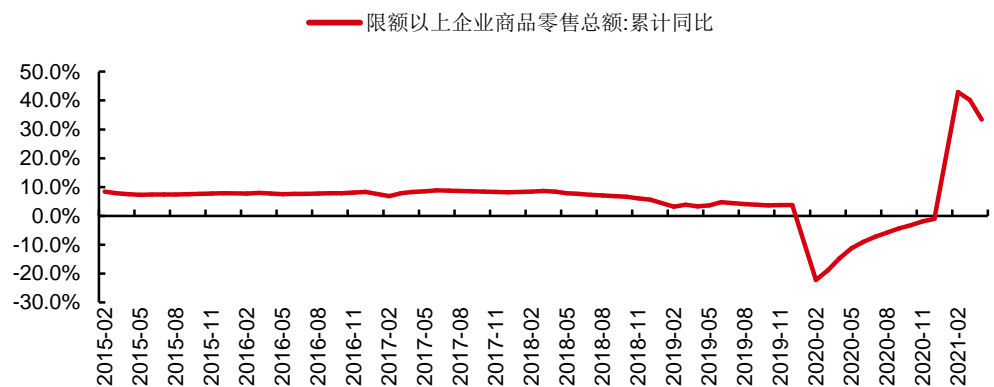
图 30：城镇居民人均可支配收入及失业率情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

消费零售在疫情后快速恢复。2021 年 2-4 月，限额以上企业商品零售总额累计同比增速均在 30% 以上，表明疫情影响消退后，居民消费活动逐渐回归常态，有助巩固消费信贷资产质量。

图 31：零售消费快速恢复

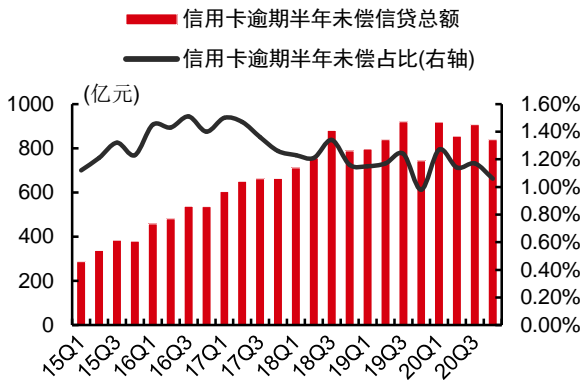


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

我们判断 2021 年消费信贷将实现较快增长，居民收入恢复将支撑消费信贷资产质量持续向好，后续季度不良率将保持下降趋势。

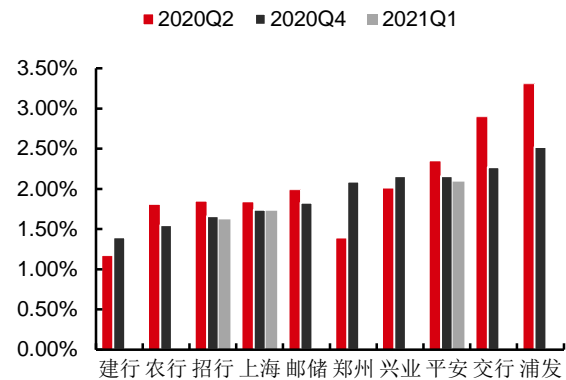
2、信用卡贷款：银行风险策略偏审慎，资产质量或将好转。2020 年末信用卡逾期半年未偿信贷总额较三季度末下降 67.99 亿元至 838.64 亿元，占比较三季度末下降 0.11pct 至 1.06%，信用卡风险有所下降。从上市银行披露数据看，2020 年末大部分银行信用卡不良率较 2020 年中有所下降，建行、农行、招行等信用卡不良率较低。

图 32：信用卡逾期半年未偿情况



资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 33：部分上市银行信用卡不良率情况



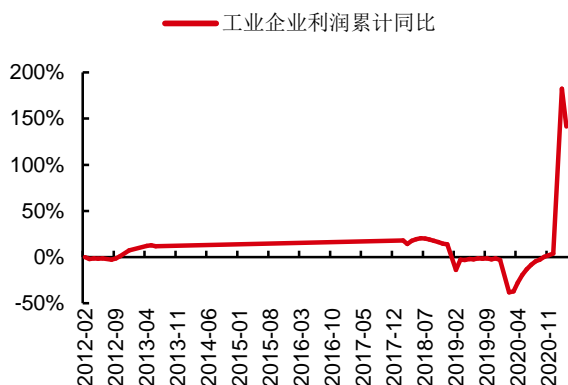
资料来源：各公司财报，中信证券研究部

前期共债因素及疫情影响下，银行业普遍收紧了信用卡风险策略。我们判断，2021 年银行业信用卡策略仍将保持审慎，客户门槛较前期将有所提升，同时信用卡利率在监管指导下将有所回落，从而进一步提高银行对信用卡客户资质的要求。我们认为信用卡不良生成高点已过，后续审慎风险策略下，信用卡资产质量将开始好转。

3、对公贷款：企业经营环境恢复，重点行业信贷质量改善。2020 年下半年以来，企业经营逐渐恢复至疫情前水平，重点行业不良率有所改善。2021 年以来“保持宏观杠杆率基本稳定”的政策定调下，预计后续总体杠杆率有望走稳，整体对公信贷资产质量保持稳定。

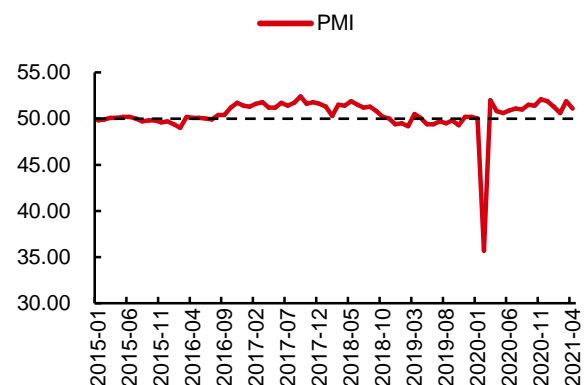
疫情影响消退，企业经营情况改善。2020 年下半年随着疫情影响减退，企业经营逐渐恢复正常，低基数下 2021 年 2 月及 3 月工业企业利润同比增速均在 100% 以上。PMI 在疫情期间短暂冲击后，长期处于 50 的荣枯线以上，表明企业经营环境稳定。

图 34：工业企业利润恢复增长



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

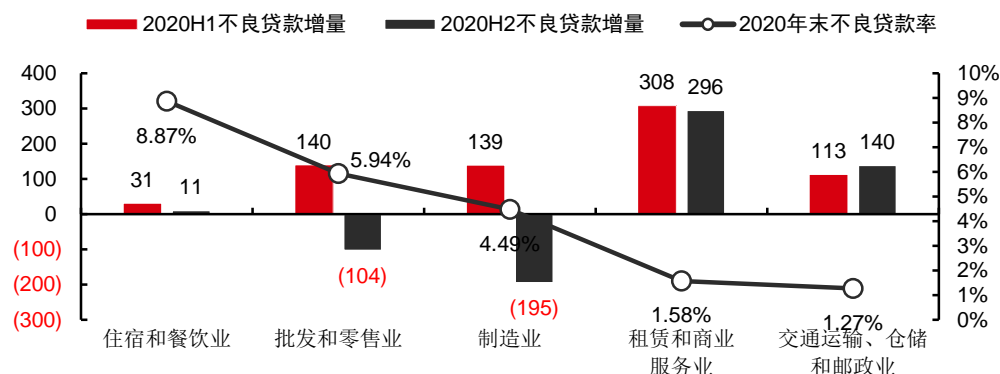
图 35：PMI 保持在 50 以上



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

重点行业新增不良好转。从老 16 家银行数据看，住宿餐饮、批发零售、商业服务等行业受疫情影响较大，前期不良生成有所增加。2020 年下半年，主要行业不良增量较上半年有所下降，住宿餐饮业不良贷款率较高，但整体贷款比重较低。

图 36：上市银行主要行业对公不良贷款



资料来源：各公司财报，中信证券研究部注：上图中数据基于 2011 年之前上市的 16 家银行计算，其中中国银行及北京银行未披露不良贷款细分行业数据

企业经营杠杆有望企稳。近年来，对整体杠杆水平下行形成拖累的，主要是以城投平台为代表的部分政府类行业资本负债率呈现小幅上升趋势。2020 年上半年受新冠疫情和逆周期政策影响，总体杠杆率出现阶段性反弹。

2021 年以来，“保持宏观杠杆率基本稳定”的政策定调下，预计后续总体杠杆率有望走稳。我对公客户整体偿债能力将得到保障，对信贷资产质量保持稳定。前期受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、文化娱乐等行业资产质量有望恢复。

表 8：通过发债企业数据测算的各行业资产负债率变化

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
周期类	采掘	53.7%	53.7%	53.2%	54.7%	56.4%	55.9%↓
	钢铁	67.5%	68.5%	65.5%	61.9%	60.6%	60.7%↑
	化工	68.1%	67.0%	63.9%	63.2%	64.7%	63.7%↓
	有色金属	71.3%	71.2%	67.3%	67.4%	67.0%	65.8%↓
传统制造类	机械设备	63.1%	63.3%	62.2%	61.1%	61.5%	61.7%↑
	汽车	63.8%	63.7%	63.7%	63.8%	65.2%	66.1%↑
	轻工制造	64.8%	63.6%	61.9%	63.5%	63.4%	63.4%-
	国防军工	63.6%	63.8%	60.8%	59.0%	57.2%	57.4%↑
	纺织服装	59.5%	59.6%	57.8%	56.6%	56.1%	56.8%↑
消费类	家用电器	66.2%	67.5%	68.2%	65.6%	63.0%	63.6%↑
	商业贸易	73.5%	71.5%	70.4%	69.5%	69.4%	69.2%↓
	食品饮料	66.5%	65.7%	60.1%	58.7%	58.5%	58.5%-
科技类	电气设备	65.4%	63.5%	62.2%	62.6%	62.8%	61.1%↓
	电子	56.1%	61.8%	62.8%	63.7%	61.2%	60.3%↓
	计算机	66.0%	65.9%	65.0%	68.8%	62.7%	60.3%↓
	医药生物	57.2%	56.7%	56.5%	59.8%	58.8%	59.8%↑
	通信	55.4%	56.6%	56.0%	56.9%	57.2%	55.3%↓
政府相关	融资平台	57.8%	58.5%	59.1%	59.3%	59.8%	59.7%↓
	公用事业	74.9%	74.8%	74.8%	73.9%	72.9%	73.1%↑
	交通运输	63.1%	61.6%	60.7%	61.0%	60.8%	61.9%↑
	建材	71.6%	71.1%	69.2%	65.4%	62.9%	60.4%↓

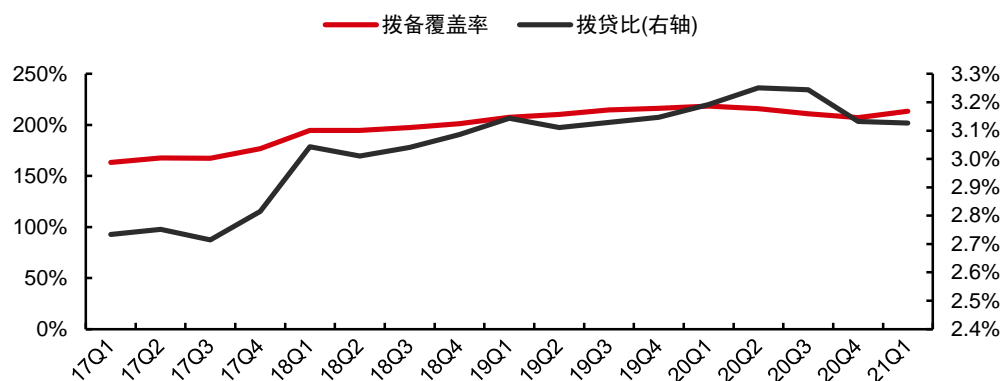
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
地产类	建筑	70.9%	70.7%	70.2%	68.5%	68.3%	70.4%↑
	综合	74.7%	74.5%	73.1%	72.7%	72.2%	73.0%↑
	房地产	74.4%	75.8%	77.9%	78.8%	78.1%	78.4%↑
其他	传媒	51.6%	49.6%	51.3%	52.6%	46.6%	47.4%↑
	农林牧渔	55.7%	55.2%	55.0%	59.1%	56.8%	53.7%↓
	休闲服务	61.2%	61.7%	60.0%	57.6%	58.2%	60.8%↑
加权平均		66.0%	65.5%	65.4%	65.3%	65.3%	66.0%↑

资料来源：Wind，中信证券研究部测算注：具体行业划分、样本情况及数据处理方法详见报告《银行业资产质量深度研究系列之二—对公债务质量全景分析》（2021-3-15）

拨备能力：抵补能力充足，非信贷资产计提力度增加

上市银行拨备覆盖率处于历史较高水平。截至 2021 年一季度末，上市银行拨备覆盖率较 2020 年末提升 6.48pct 至 213.51%，拨贷比与 2020 年末持平为 3.13%，整体风险抵补能力充足。

图 37：上市银行拨备处于较高水平



资料来源：各公司财报，中信证券研究部注：上市银行样本为 2018 年前上市的 25 家银行

非信贷资产拨备计提力度整体有所加大，股份行拨备计提较为积极。2020 年上市银行非信贷类资产拨备计提力度有所加大。2020 年上市银行非信贷类资产减值损失占信用减值损失比重较 2019 年提升 6.17pct 至 16.36%。股份行非信贷类资产拨备计提力度较大，2020 年占信用减值损失比重较 2019 年提升 10.32pct 至 21.43%。

预计非信贷资产拨备力度持续提升。2021 年是资管新规过渡期的最后一年，预计各家银行非信贷类资产拨备计提政策仍将保持积极，针对回表资产足额计提拨备，非信贷资产减值损失占比将持续提升，保证整体风险抵补能力稳定。

表 9：上市银行非信贷类资产拨备计提情况

	非信贷类资产减值损失 (亿元)		非信贷类资产减值损失占信用减值损失比重		
	2019	2020	2019	2020	同比
工行	168	308	9.42%	15.22%	+5.80 pct
建行	146	228	8.92%	12.00%	+3.08 pct
农行	69	259	4.97%	15.72%	+10.75 pct

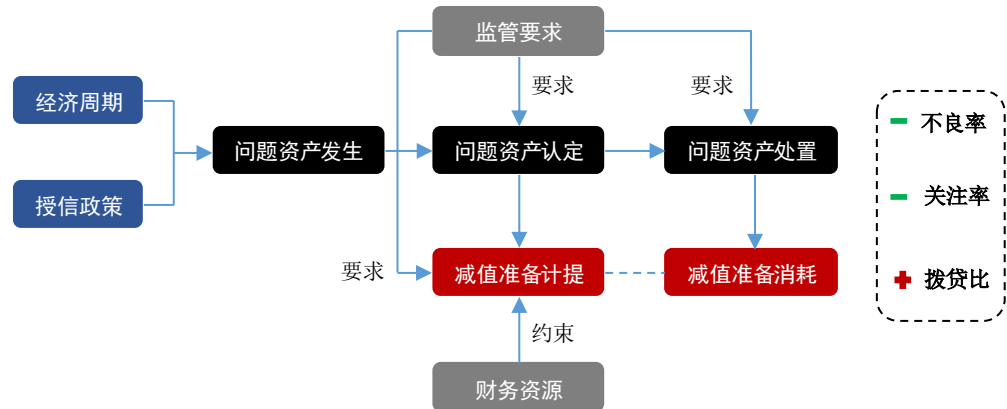
	非信贷类资产减值损失（亿元）		非信贷类资产减值损失占信用减值损失比重		
	2019	2020	2019	2020	同比
中行	34	154	3.31%	12.93%	+9.62 pct
交行	31	63	6.02%	10.03%	+4.01 pct
邮储	80	-20	14.37%	-3.89%	-18.26 pct
大银行	528	992	7.64%	12.57%	+4.93 pct
中信	85	137	10.95%	16.51%	+5.56 pct
招商	69	181	11.36%	27.90%	+16.55 pct
民生	21	176	3.40%	18.63%	+15.23 pct
兴业	114	262	19.63%	34.74%	+15.12 pct
浦发	55	45	7.41%	5.70%	-1.72 pct
光大	16	36	3.16%	6.29%	+3.12 pct
华夏	11	41	3.77%	10.20%	+6.43 pct
平安	62	273	10.48%	38.73%	+28.24 pct
浙商	113	103	59.58%	51.02%	-8.56 pct
股份行	547	1,255	11.11%	21.43%	+10.32 pct
北京	71	49	31.41%	19.83%	-11.59 pct
南京	1	8	1.07%	9.83%	+8.76 pct
宁波	9	10	12.48%	11.49%	-0.99 pct
江苏	44	66	25.58%	29.44%	+3.86 pct
贵阳	11	5	26.45%	9.60%	-16.85 pct
杭州	6	23	7.62%	23.50%	+15.88 pct
上海	43	13	24.96%	7.20%	-17.76 pct
成都	4	8	11.92%	18.17%	+6.26 pct
郑州	11	17	18.25%	23.63%	+5.38 pct
长沙	10	7	19.44%	12.51%	-6.93 pct
青岛	6	12	16.55%	28.21%	+11.66 pct
西安	5	5	25.57%	23.29%	-2.28 pct
苏州	9	9	29.41%	22.29%	-7.13 pct
厦门	0	4	2.20%	20.20%	+18.00 pct
重庆	3	2	9.42%	5.07%	-4.35 pct
城商行	229	232	21.39%	18.54%	-2.85 pct
江阴	0	0	-4.06%	-4.29%	-0.23 pct
无锡	3	0	28.33%	3.25%	-25.07 pct
常熟	1	-1	6.07%	-4.80%	-10.86 pct
苏农	2	2	13.50%	13.93%	+0.43 pct
张家港	2	1	12.54%	5.48%	-7.06 pct
紫金	5	3	32.51%	19.50%	-13.01 pct
青农商	3	4	9.23%	11.18%	+1.95 pct
渝农商	16	8	24.92%	7.35%	-17.57 pct
农商行	31	17	17.66%	7.40%	-10.26 pct
合计	1,339	2,502	10.20%	16.36%	+6.17 pct

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

“拨贷比-不良率-关注率”指标改善。“拨贷比-不良率-关注率”反映银行问题资产处置进程的长期指标，2016 年以来上市银行该指标保持持续上升，问题资产稳步出清，有助后

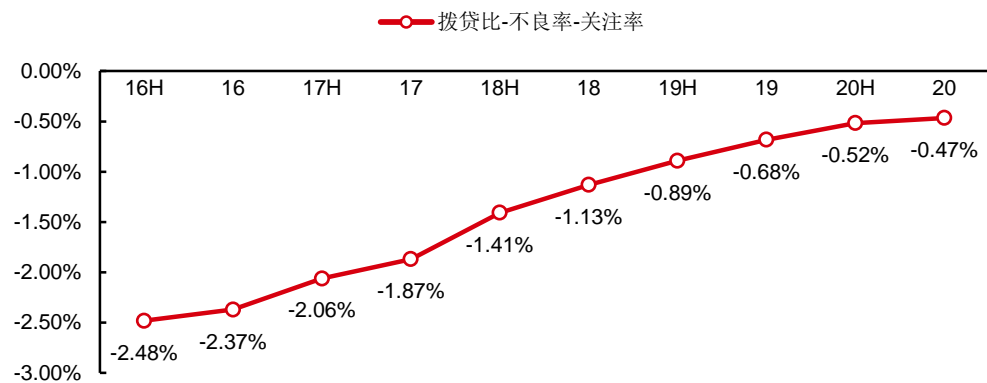
续拨备成本节约。

图 38：“拨贷比-不良率-关注率”指标综合反映了存量问题资产与过往财务资源情况



资料来源：中信证券研究部绘制

图 39：上市银行“拨贷比-不良率-关注率”



资料来源：各公司财报，中信证券研究部注：上市银行样本为 2018 年前上市的 25 家银行

各银行问题资产出清进度不一。我们通过“拨贷比-(不良率-关注率)*(1+表内非标/贷款总额)”指标来判别各家上市银行的问题资产出清进程。上市银行整体问题资产保持持续出清，但出清进度差异较大。

(1) 招行、宁波、常熟、无锡、邮储等行数据持续乐观，表明资产质量持续较为稳定，拨备计提压力较轻；

(2) 杭州、成都、苏州、江苏等行 2020 年出现积极变化，表明长周期维度信用质量状况稳步好转。

表 10：A 股上市银行“拨贷比-(不良率-关注率)*(1+表内非标/贷款总额)”指标及信用成本比较

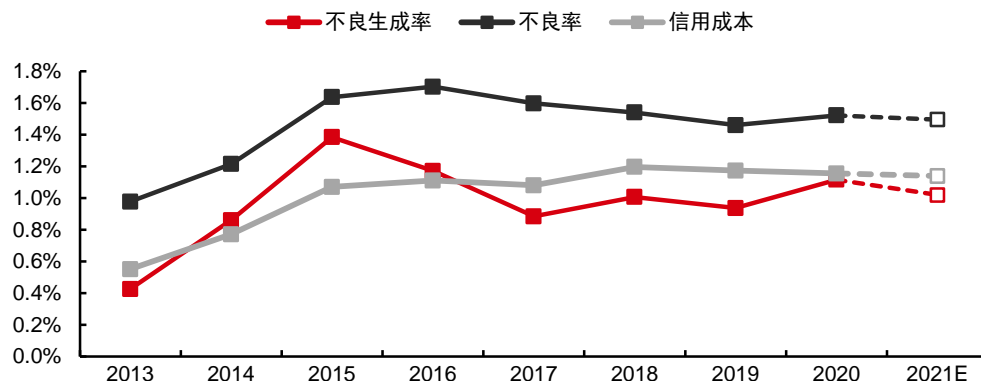
	拨贷比-(不良率-关注率)*(1+表内非标/贷款总额)					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
工行	-3.63%	-3.99%↓	-3.22%↑	-1.87%↑	-1.40%↑	-0.98%↑
建行	-2.10%	-2.25%↓	-1.82%↑	-1.27%↑	-1.17%↑	-1.22%↓
农行	-2.08%	-2.15%↓	-1.33%↑	-0.33%↑	0.40%↑	0.48%↑

	拨贷比-(不良率-关注率)*(1+表内非标/贷款总额)					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中行	-1.44%	-1.71%↓	-1.60%↑	-1.25%↑	-0.62%↑	-0.37%↑
交行	-2.65%	-2.56%↓	-2.40%↑	-1.52%↑	-1.20%↑	-0.74%↑
邮储	-0.60%	0.52%↓	0.93%↑	1.44%↑	1.80%↑	2.16%↑
中信	-4.81%	-3.28%↓	-1.62%↑	-1.80%↓	-1.31%↑	-1.07%↑
招商	-2.37%	-1.21%↑	0.52%↑	1.77%↑	2.48%↑	2.71%↑
民生	-3.86%	-5.13%↓	-4.64%↑	-3.58%↑	-2.70%↑	-2.46%↑
兴业	-4.72%	-4.42%↑	-2.52%↑	-1.46%↑	-0.69%↑	-0.24%↑
浦发	-3.64%	-4.85%↓	-3.67%↑	-2.39%↑	-2.34%↑	-2.07%↑
光大	-5.55%	-4.83%↑	-3.27%↑	-1.91%↑	-1.32%↑	-1.28%↑
华夏	-3.58%	-4.16%↓	-4.74%↓	-4.09%↑	-3.22%↑	-2.96%↑
平安	-4.55%	-3.30%↑	-3.80%↓	-2.24%↑	-0.96%↑	-0.05%↑
浙商	-3.98%	-4.11%↓	-0.75%↑	-0.26%↑	-1.10%↓	-0.61%↑
南京	-1.04%	-0.77%↑	-0.35%↑	0.73%↑	0.83%↑	0.86%↓
宁波	-2.16%	-0.62%↑	1.86%↑	2.14%↑	1.96%↓	2.30%↑
北京	0.16%	0.17%↑	-0.40%↓	0.17%↑	-0.11%↓	0.10%↑
江苏	-4.37%	-5.23%↓	-3.90%↑	-2.24%↑	-0.95%↑	0.21%↑
贵阳	-4.77%	-5.37%↓	-5.35%↑	-2.83%↑	-2.38%↑	-1.48%↑
杭州	-7.36%	-8.85%↓	-4.90%↑	-0.09%↑	1.39%↑	3.11%↑
上海	-2.36%	-2.95%↓	-1.59%↑	-0.33%↑	0.13%↑	0.19%↑
成都	未披露	未披露	-2.38%	-0.84%↑	0.67%↑	1.53%↑
郑州	-3.00%	-5.35%↓	-6.96%↓	-6.13%↑	-3.81%↑	-2.86%↑
长沙	-2.57%	-1.73%↑	-0.59%↑	-2.83%↓	-2.95%↓	-1.40%↑
青岛	-3.99%	-6.88%↓	-10.57%↓	-7.26%↑	-3.80%↑	-0.79%↑
西安	-2.95%	-2.67%↑	-1.68%↑	-1.57%↑	-1.03%↑	-1.25%↑
苏州	未披露	-6.88%	-3.51%↑	-2.79%↑	-1.77%↑	0.68%↑
厦门	未披露	未披露	-1.42%	-0.12%↑	0.31%↑	0.75%↓
重庆	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
江阴	-1.91%	1.34%↑	0.37%↓	1.20%↑	0.54%↓	1.21%↑
无锡	-0.12%	-1.15%↓	-0.85%↑	0.80%↑	1.87%↑	2.41%↑
常熟	-1.83%	-2.66%↓	-0.87%↑	0.97%↑	2.03%↑	2.48%↑
苏农	-20.70%	-16.19%↑	-5.08%↑	-2.93%↑	-2.30%↑	-0.71%↑
张家港	未披露	-6.62%	-6.84%↓	-4.30%↑	-0.74%↑	0.64%↑
紫金	未披露	未披露	未披露	-0.24%	0.34%↑	0.75%↑
青农	-11.52%	-14.71%↓	-11.82%↑	-6.93%↑	-3.77%↑	-2.74%↑
渝农	-0.51%	-1.39%↓	-1.27%↑	0.93%↑	0.92%↓	0.38%↓

资料来源：Wind，中信证券研究部注：（1）表内非标包括券商资管计划、信托计划（信托受益权）、同业理财及票据类资产；（2）箭头方向代表比上年末数据变化方向

我们判断，经济环境向好趋势下，各项信贷资产质量持续好转，整体不良生成高峰已过，后续有望迎来拐点。前期各家银行拨备计提政策积极，“拨贷比-不良率-关注率”指标持续提升，有助后续信用成本的节约。

图 40：上市银行 2021 年风险指标预测



资料来源：各公司财报，中信证券研究部预测注：上市银行样本为 2011 年前上市的 16 家银行

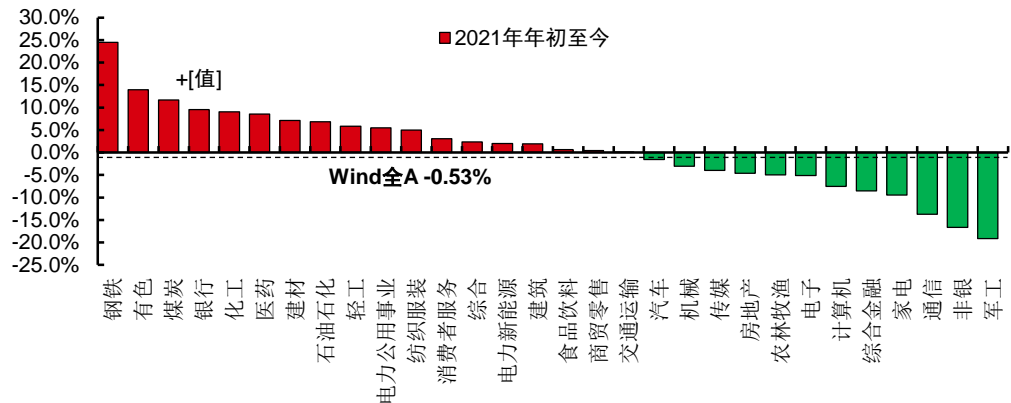
投资策略：业绩稳增长，收益有空间

投资策略：业绩稳增长，收益有空间。1) **年初复盘：**今年以来银行板块上涨 9.6%，涨幅居 30 个中信一级行业第 4 位，绝对与相对收益兼具的背后是基本面与资金面的共振，其中一季度公募基金重仓市值占比较去年末显著提升 1.99pct 至 5.94%。2) **年内展望：**金融政策慢变量，市场风格和资金快变量，板块基本面修复，预计全年营入和净利润增速分别达 7.5%/8.1%。当前覆盖银行平均估值 0.83xPB（对应 2021 年），市场风格催化相对收益，基本面修复夯实绝对价值。

年初复盘：基本面与资金面共振，绝对与相对收益兼具

复盘今年以来板块表现，A 股银行兼具绝对收益和相对收益。截至 5 月 21 日，今年以来中信证券银行板块一级指数累计上涨幅度为 9.6%，其中涨幅主要为 1-2 月两月贡献。相对表现来看，银行板块收益（+9.6%），位居 30 个中信一级行业第四位，亦显著高于同期 Wind 全 A 指数的表现（-0.53%）。

图 41：今年以来，银行板块收益水平位居 30 个中信一级行业第四

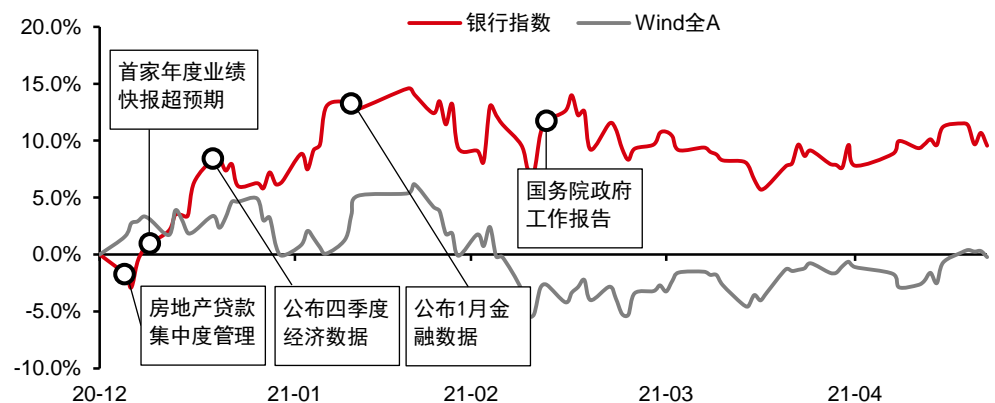


资料来源：Wind，中信证券研究部注：股价截至 2021 年 5 月 21 日

我们认为，年初以来银行板块的较好表现，主要得益于基本面预期的持续修复，以及资金面配置风格的切换：

1) 基本面预期的持续修复。一季度期间公布的宏观经济数据、金融数据持续验证疫后总需求和经济景气度的持续修复。此外，1 月 9 日至 3 月 5 日间，共有 24 家银行先后公布业绩快报，均指向四季度银行经营进一步向好。宏观数据与微观数据的共振，使得一季度板块表现持续走高。相比而言，步入 4 月以后，由于宏观数据进入观察期，板块表现则步入平静期。

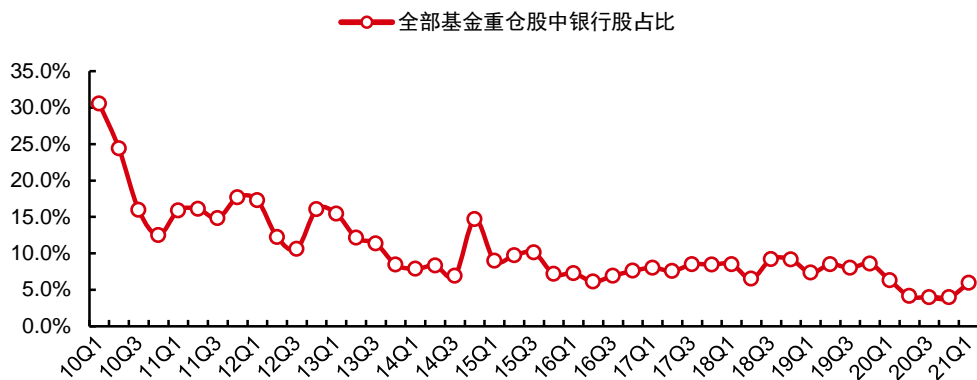
图 42：今年以来，银行指数及 Wind 全 A 指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部注：股价截至 2021 年 5 月 21 日

2) 资金面配置情绪的修复。一季度末 A 股银行重仓股市值占全部基金重仓股比例为 5.94%，较 2020 年末显著提升 1.99pct，当季基金持仓的明显回升亦促成了板块较好表现。个股方面，一季度招行、兴业、宁波、平安、邮储等头部持仓个股占比进一步提升，亦使得相关个股股价在一季度有更优表现。

图 43：全部基金重仓股中 A 股银行股持有占比



资料来源：Wind，中信证券研究部注：（1）全部基金包括股票型基金（普通股票型、被动指数型、增强指数型）和混合型基金（偏股混合型、平衡混合型、偏债混合型和灵活配置型）；（2）重仓股总市值包含港股市值

表 11：过去四个季度各家银行占全部基金重仓股比重

21Q1			20Q4		20Q3		20Q2	
银行	占重仓股比重		银行	占重仓股比重	银行	占重仓股比重	银行	占重仓股比重
1	招商银行	1.97%	招商银行	1.41%	招商银行	1.38%	招商银行	1.38%
2	兴业银行	1.05%	兴业银行	0.68%	宁波银行	0.56%	兴业银行	0.55%
3	宁波银行	0.75%	宁波银行	0.59%	兴业银行	0.42%	邮储银行	0.51%
4	平安银行	0.74%	平安银行	0.40%	邮储银行	0.39%	宁波银行	0.35%
5	邮储银行	0.33%	邮储银行	0.31%	平安银行	0.35%	工商银行	0.34%
6	工商银行	0.27%	工商银行	0.10%	工商银行	0.29%	平安银行	0.20%
7	杭州银行	0.15%	农业银行	0.06%	浦发银行	0.10%	交通银行	0.19%
8	建设银行	0.12%	浦发银行	0.06%	交通银行	0.09%	浦发银行	0.13%
9	农业银行	0.11%	杭州银行	0.06%	农业银行	0.09%	民生银行	0.10%
10	浦发银行	0.09%	交通银行	0.05%	民生银行	0.07%	农业银行	0.09%
11	交通银行	0.08%	光大银行	0.05%	建设银行	0.06%	常熟银行	0.06%
12	光大银行	0.05%	民生银行	0.04%	上海银行	0.05%	建设银行	0.05%
13	南京银行	0.05%	建设银行	0.03%	常熟银行	0.04%	上海银行	0.04%
14	民生银行	0.04%	常熟银行	0.03%	光大银行	0.02%	光大银行	0.03%
15	上海银行	0.03%	南京银行	0.02%	成都银行	0.02%	成都银行	0.03%
16	常熟银行	0.03%	上海银行	0.02%	杭州银行	0.02%	中国银行	0.02%
17	中国银行	0.01%	成都银行	0.01%	南京银行	0.01%	南京银行	0.02%
18	成都银行	0.01%	江苏银行	0.01%	中国银行	0.01%	杭州银行	0.01%
19	江苏银行	0.01%	中国银行	0.00%	江苏银行	0.01%	江苏银行	0.00%
20	北京银行	0.01%	北京银行	0.00%	贵阳银行	0.00%	贵阳银行	0.00%
21	长沙银行	0.00%	浙商银行	0.00%	北京银行	0.00%	北京银行	0.00%
22	中信银行	0.00%	长沙银行	0.00%	浙商银行	0.00%	中信银行	0.00%
23	青岛银行	0.00%	张家港行	0.00%	华夏银行	0.00%	华夏银行	0.00%
24	浙商银行	0.00%	中信银行	0.00%	中信银行	0.00%	长沙银行	0.00%
25	华夏银行	0.00%	贵阳银行	0.00%	无锡银行	0.00%	浙商银行	0.00%
26	苏州银行	0.00%	华夏银行	0.00%	张家港行	0.00%	郑州银行	0.00%
27	张家港行	0.00%	青岛银行	0.00%	长沙银行	0.00%	渝农商行	0.00%
28	贵阳银行	0.00%	西安银行	0.00%	青岛银行	0.00%	无锡银行	0.00%

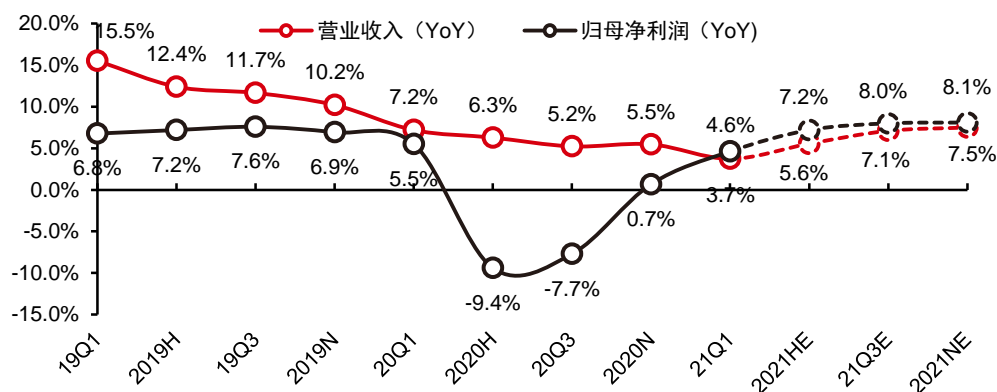
21Q1			20Q4		20Q3		20Q2	
银行	占重仓股比重		银行	占重仓股比重	银行	占重仓股比重	银行	占重仓股比重
29 渝农商行	0.00%		青农商行	0.00%	苏农银行	0.00%	苏州银行	0.00%
30 江阴银行	0.00%		郑州银行	0.00%	青农商行	0.00%		
31 紫金银行	0.00%		紫金银行	0.00%	江阴银行	0.00%		
合计	5.94%			3.95%		3.99%		4.12%

资料来源：Wind，中信证券研究部

年内展望：高胜率板块，看好投资收益空间

基本面而言，年内板块盈利增长具备较高确定性。我们认为，年内宏观经济将保持景气度，金融政策亦会保持平稳，均有利于银行经营格局稳定。结合 2020 年的低基数，我们预测 2021 年全年 A 股上市银行营业收入、净利润增速分别有望达到 7.5%/8.1%，主要贡献因素将来自：1) 生息资产规模的平稳增长；2) 中收驱动的非息收入增速改善；3) 拨备因素的支撑。

图 44：A 股上市银行营业收入及归母净利润累计同比增速

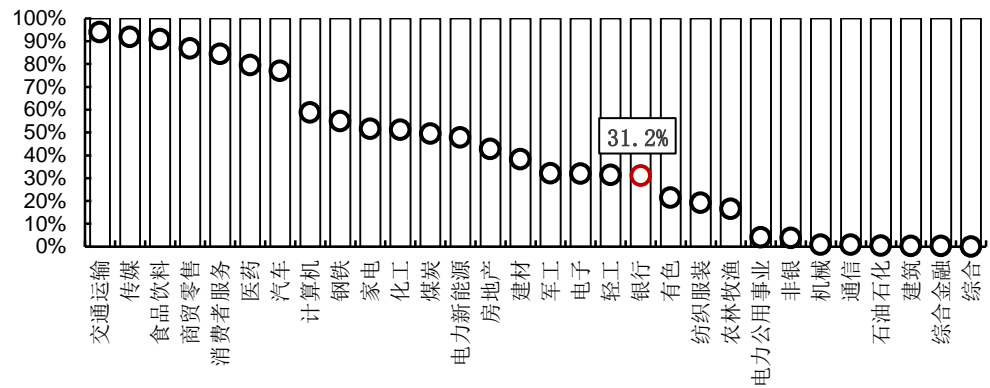


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

估值水平来看，当前板块仍然处于“高性价比”区间。为使估值方法可比，我们比较了当前 30 个中信一级行业 2017 年以来的 PE (TTM) 分位水平，可以看出银行板块目前分位水平仅为 31.2%，位居 30 个行业第 19 位，板块配置性价比仍较突出。

同时结合盈利高确定性与估值修复性两个角度综合来看，我们认为银行板块在年内具备“高胜率”属性，建议从配置角度积极把握板块投资机会。

图 45：各行业板块 PE (TTM) 当前分位水平 (2017 年以来)



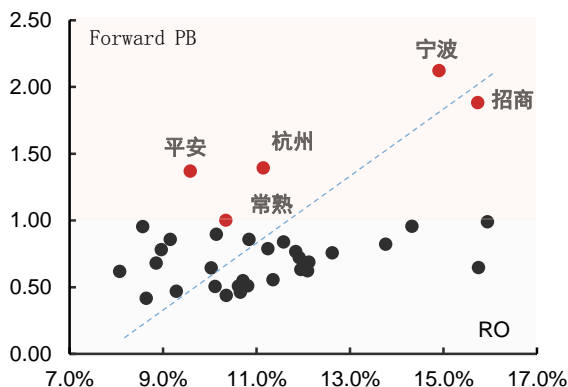
资料来源：Wind，中信证券研究部注：股价截至 2021 年 5 月 20 日

个股逻辑：优质银行 (α) + 修复银行 (β) 双主线

行业基本面延续分化背景下，个股投资建议两条主线：

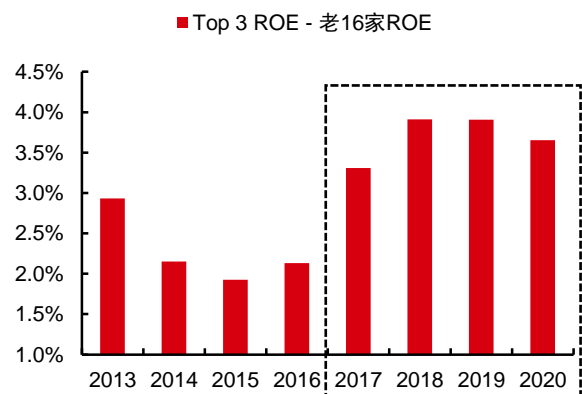
1) 优质银行：估值溢价延续，盈利领先带来持续阿尔法收益。2017 年以来，宏观环境与监管环境变化，带来商业模式与盈利成果分化，市场表现 Top 3 上市银行 ROE 与行业均值差异明显拉大，PB 估值溢价亦持续走扩。我们认为，随着商业模式沉淀，客户、渠道、产品的迭代，以及风险抵补能力的积累，未来优质银行盈利有望持续胜出，估值溢价基础牢固，具体标的可重点关注招商银行、平安银行。

图 46：上市银行 PB-ROE 分布



资料来源：Wind，中信证券研究部注：(1) 股价截至 5 月 21 日；(2) 红色散点为 5 家 ForwardPB 高于 1X 的银行；(3) ROE 为 2020 年数据；(4) ForwardPB 基于 Wind 一致预期

图 47：2017 年以来，上市银行 ROE 分化明显拉大



资料来源：各公司财报，中信证券研究部

2) 修复银行：风险因子进入拐点，看估值常态化修复。银行业总体步入 2015 年以来的风险周期尾声，但以“拨贷比-不良率-关注率”衡量的不同银行风险出清程度进度不一，同时估值差异亦在不断拉大 (目前，基金重仓的 4 支银行股 PB (Wind, LF) 估值处于近 5 年均值+1xStd 以上水平，而上市银行平均 PB (Wind, 按市值权重, LF) 仍低于近 5 年均值+1xStd 以上水平)。结合 ForwardPB-“拨贷比-不良率-关注率”来看，位于第一象限的

	2019A PE	2020A PE	2021E PE	2022E PE	2019A PB	2020A PB	2021E PB	2022E PB
招商银行	14.96	14.26	12.54	10.73	2.36	2.13	1.90	1.69
兴业银行	6.91	6.94	6.23	5.42	0.92	0.88	0.79	0.71
浦发银行	5.18	5.36	5.06	4.44	0.60	0.56	0.52	0.48
光大银行	5.75	5.80	5.47	4.88	0.64	0.60	0.55	0.51
华夏银行	4.70	5.36	4.82	4.33	0.48	0.45	0.42	0.39
平安银行	16.68	16.74	14.41	11.90	1.67	1.55	1.41	1.28
北京银行	4.99	4.98	4.68	4.29	0.55	0.51	0.48	0.44
江苏银行	8.03	7.77	6.74	5.67	0.99	0.81	0.74	0.68
贵阳银行	5.08	4.97	4.82	4.62	0.83	0.73	0.65	0.58
杭州银行	16.05	14.75	13.01	10.88	1.86	1.53	1.41	1.29
上海银行	6.08	5.90	5.35	4.89	0.75	0.69	0.63	0.57
常熟银行	10.96	10.85	10.15	9.34	1.16	1.09	1.01	0.94

	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: (1) 股价为 2021-5-21 收盘价; (2) 覆盖银行平均及各类银行平均均为算数平均值

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 Dalamal 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。