

## 似曾相识燕归来

——银行业 2021 年中期策略报告

推荐 (维持)

2021 年 6 月 14 日

## 相关报告

《眼见风雨待晴空》2018 年 11 月 25 日

《银行股还能不能买?》2019 年 11 月 11 日

《斗转月未落, 行舟夜已深》2020 年 5 月 30 日

《拐点已至, 静待十年价值重估》2020 年 11 月 09 日

分析师:

傅慧芳

SAC: S0190513080006

fuhf@xyzq.com.cn

陈绍兴

SAC: S0190517070003

chenshaox@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **板块回顾:** 进入 2021 年, 上市银行所呈现的利润回升, 较为明显地体现了典型的周期性改善前期特性。资产质量改善-减值计提下行对利润增速的反哺先行, 而营收端拐点尚未到来。向上的基本面、历史来看极低的估值水平, 叠加极低的持仓, 在基本面及均衡配置风格的共同驱动下, 过去两个季度银行板块走出了兼具绝对和相对收益的行情。
- **全年展望:** 经营改善仍然是主旋律, 财富管理转型加速。预计生息资产规模整体有望保持与 2020 年大体相当的增量水平, 规模增速较 2020 年小幅下行 1-2pcts; 定价方面, NIM 前低后高, 资产端重定价的压力继续影响 Q1 息差水平, Q2 逐步好转, 全年同比较 2020 年中枢持平或小幅下行。中间业务收入中卡手续费积极复苏, 头部银行积极布局财富管理业务的效果初现, 预计总体中收增速维持 5-10% 左右的温和增长。展业恢复和线上化运营加速, 成本收入比预计小幅回升。信用成本随经济复苏和计提高峰结束全年高位改善, 资管新规下非标减值补提使各银行之间差异性较大。
- **我们维持年内银行业利润增速保持在 7-10% 的大个位数到两位数的判断,** 但各家银行的业绩将进一步分化。节奏上预计 2021Q2 大中型银行均会录得年内较高的名义利润增速, 而部分中小型银行或由于基数原因延迟至 2021Q3, 但行业性利润增速持续回升和营收回暖的趋势是确定的。
- **中期维度出清+转型驱动估值提升。** 过往三年中国银行业完成了绝大多数隐性不良资产的出清, 而头部银行零售/财富管理/投行一体化战略转型也正在持续推进, 周期角度而言 2021 年后续 2-3 个季度基本面的改善将被持续验证, 银行板块的估值中枢仍存在趋势性上移的基础。
- **长期来看, 部分银行形成与资本市场良性互动。** 资本内生能力是商业银行经营中关注度非常高的指标, 表征了银行是否可以进入不依赖外源式融资的内生增长路径。过去一年由于相对偏低的定价水平及应对疫情冲击下较高的扩表速度, 商业银行整体距离资本内生性增长模式的形成, 仍然还有很长的一段路要走。不过其中不乏优秀银行, 或长期保持资本内生能力获取估值中枢的持续提升; 或通过较高的成长性获得估值溢价, 从而打开外延式扩张的空间。上述这类银行有望实现长期超越行业的增长曲线。
- **投资建议:** 推荐标的上, 我们仍然坚持从基本面出发寻找标的, 从两条主线出发进行选择: (1) 坚定长期看好行业龙头的战略/业务领先、基本面优秀的银行, 包括招商银行、平安银行、兴业银行、宁波银行、杭州银行等全年的表现; (2) 建议投资者关注财报超预期个股及具备再融资需求标的业绩兑现机会, 重点推荐江苏银行、成都银行、南京银行等低估值标的。

风险提示: 金融监管超预期推进, 息差超预期收窄, 资产质量超预期下行

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目录

<b>一、2021 年银行股投资逻辑</b>	<b>- 4 -</b>
1、银行何时能够获得超额收益	- 4 -
2、2020-2021 年银行股市场表现回顾	- 6 -
3、2021 年银行股走势的推演	- 9 -
<b>二、银行业绩拆分：全面拐点将至，业绩改善可期</b>	<b>- 11 -</b>
1、银行股业绩驱动图谱	- 11 -
2、关于生息资产规模的判定	- 12 -
3、关于净息差走势的判定	- 13 -
4、关于手续费净收入的判定	- 16 -
5、关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定	- 20 -
6、关于业务及管理费用的判定	- 21 -
7、关于资产减值费用的判定	- 22 -
8、关于所得税费用的判定	- 25 -
9、关于 2021 年银行股业绩的最终判断	- 25 -
<b>三、专题：中国银行业距离内生增长还有多远？</b>	<b>- 26 -</b>
1、现状：资本充足率提升动能逐渐趋弱	- 26 -
2、积极的一面：资本节约路径有形成的迹象	- 28 -
3、资本内生之路：道阻，且长	- 29 -
<b>四、重点关注公司</b>	<b>- 31 -</b>
1、招商银行	- 31 -
2、兴业银行	- 32 -
3、平安银行	- 33 -
4、宁波银行	- 34 -
5、杭州银行	- 35 -
6、江苏银行	- 36 -
7、成都银行	- 38 -
8、上市公司估值比较	- 39 -
<b>五、风险提示</b>	<b>- 39 -</b>

## 图表目录

图表 1、银行板块历史收益情况回溯（2005-2021*）	- 5 -
图表 2、银行股对主要指数的折溢价	- 5 -
图表 3、银行板块历史收益情况回溯（2020-2021*）	- 7 -
图表 4、银行股相对估值	- 8 -
图表 5、银行板块历年涨幅居前标的汇总	- 8 -
图表 6、社融增速估算	- 9 -
图表 7、银行股业绩驱动图谱	- 11 -
图表 8、2020 年资产规模增速低位企稳回升	- 12 -
图表 9、信贷增速可阶段性低于经济增长	- 12 -
图表 10、上市银行整体资产负债表主要科目增速(2021-3-31, YoY)	- 13 -
图表 11、上市银行整体资产负债表配置情况(2021-3-31)	- 13 -
图表 12、LPR 改革以来报价走势	- 14 -
图表 13、大行小微渗透使得中小行面临额外下沉压力	- 15 -
图表 14、贷款定价中枢或逐渐企稳	- 15 -
图表 15、行业息差静待 2021Q1 重定价后拐点	- 15 -
图表 16、存款成本缓慢下移	- 16 -
图表 17、结构性存款连续压降(单位/亿)	- 16 -
图表 18、消费类贷款增速恢复稳态	- 17 -
图表 19、消费类贷款余额（单位/亿）	- 17 -
图表 20、部分上市银行卡分期调整前后手续费收入占比（2019-2020）	- 18 -
图表 21、理财净值化转型逐步开启（单位：%）	- 18 -
图表 22、公募基金保有量 top30 中银行个体情况	- 19 -
图表 23、新基金成立情况	- 19 -
图表 24、I9 后债市波动放大反映至其他非息收入中	- 21 -
图表 25、成本收入比正在逐渐恢复至正常状态（单位：%）	- 22 -
图表 26、上市银行 90D 逾期/不良 60%以下，并保持下降态势	- 22 -
图表 27、上市银行不良生成边际改善，带动信用成本下行	- 23 -
图表 28、上市银行整体信用风险相关指标	- 23 -
图表 29、全行业 2020 年非信贷类减值计提明显增加	- 24 -
图表 30、不同类型银行对非标的前瞻性处置进度差异明显	- 24 -
图表 31、上市银行过去一年资本充足率止升转降	- 27 -
图表 32、大型及股份制银行 CT1 变化	- 27 -
图表 33、城商行、农商行 CT1 变化	- 28 -
图表 34、总资产与加权风险资产差	- 29 -
图表 35、CT1 不下降对应极大 RWA 增速与实际增速情况	- 29 -
图表 36、重点上市公司估值	- 39 -

## 报告正文

## 一、2021 年银行股投资逻辑

银行股投资从板块角度上讲，更是一种对宏观和监管政策的认知、理解和寻找预期差的过程。中国连续经历经济结构调整、金融改革大潮。18 年后国内严监管确立、全球贸易争端反复以及 2020 年以来的疫情都使得金融体系不确定性大幅增加，深刻影响了行业的经营以及银行股的投资。

在这一经济结构调整，金融改革推进的历史阶段，部分优秀商业银行以自身或长期而坚定的战略转型、或积极的外延式扩张，跳脱纯粹周期逻辑，在过去几年中实现了投资逻辑的重树和估值中枢的系统性提升。

我们从 2015 年中期开始，明确提出银行业个股将出现大分化的判断。尤其是 2017 年以来，宏观审慎监管逐步成熟、统一监管框架逐渐成型，此前 5 年通过监管套利实现经营弯道超车的发展路径基本被终结。行业经营回归本源，集中度反转提升，经营优秀的个股无论是在业绩或估值上都明显强于板块表现。

2018 年，监管成为影响行业盈利、资本等一系列变化的最大单一解释变量。资管新规监管曲折中不断推进落地，行业发展重心和市场关注重点回归传统业务，行业龙头和强定价能力公司进一步为市场所认知。2019 年，行业分化继续，龙头银行基本面、涨幅都实现了明显好于行业的表现。2020 年在极为特殊的疫情影响下，上半年监管当局通过货币政策和行业监管进行了积极的逆周期调节，各类支持实体的临时性措施较大程度上保证了经济的平稳复苏和中小微企业的持续经营。但银行基本面变化难免反映疫情对经济的冲击，息差/不良/信用成本等指标阶段性恶化，板块全年累计收益持续为负并处于全市场尾部，板块估值处于历史极低水平。

2020Q3-2021Q1，高频经济及金融数据指向经济处于积极复苏状态，银行经过 2 个季度超季节性的减值计提与处置，环比压力大幅减轻。21Q1 上市银行所呈现的利润回升，较为明显地体现了周期性改善前期特性：更多来自资产质量改善-减值计提下行对利润增速的反哺，而营收端的拐点尚未到来。向上的基本面、历史来看极低的估值水平，叠加较为强烈的预期差及极低的持仓水平，过去两个季度银行板块在基本面及均衡配置风格的共同驱动下，走出了兼具绝对和相对收益的行情。

正如我们在银行业 2021 年策略报告《拐点已至，静待十年价值重估》中所述，过往三年中国银行业完成了绝大多数隐性不良资产的出清，经济复苏仍将持续一端时间，而头部银行战略转型也正在持续推进，周期角度而言 2021 年后续 2-3 个季度基本面的改善将被持续验证，银行板块的估值中枢仍存在趋势性上移的基础。

## 1、银行何时能够获得超额收益

从最近 10 年周期来看，银行业获得 1) 明显绝对收益 (10% 以上)，2) 并至少相对于沪深 300/中证 800 (表征公募机构大致可投资池范围) 2 个基准中的 1 个获得

相对收益的年份主要是 2009、2012、2014 和 2017 年。除此之外，在 2011 年、2016 年和 2018 年，尽管绝对收益偏弱，但相对于上述 2 个基准均获得了 15% 以上的相对收益。负收益最高的年份是 2010 和 2020 年，对应的是资本监管的收紧和疫情的冲击。

2021 年至今行业指数获得中等幅度的正收益，同时跑赢两大基准指数，主要源于基本面趋势性好转以及市场风格趋于均匀化配置。但即便如此，板块内分化在 2021 年也明显加速，头部标绝对收益大幅领先于行业。

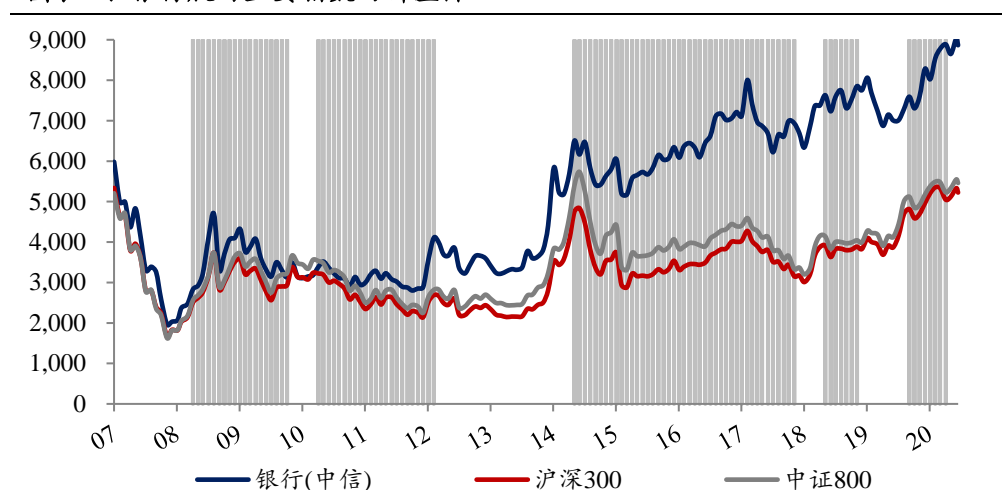
图表 1、银行板块历史收益情况回溯（2005-2021\*）

年度	银行板块绝对收益 中信（银行）指数	相对收益 v.s 沪深 300	相对收益 v.s 中证 800
2021	10%	10%	9%
2020	0%	-28%	-26%
2019	27%	-9%	-6%
2018	-11%	14%	16%
2017	17%	-5%	2%
2016	1%	12%	14%
2015	4%	-2%	-11%
2014	72%	20%	24%
2013	-5%	3%	-3%
2012	19%	11%	13%
2011	-4%	21%	24%
2010	-28%	-16%	-21%
2009	109%	12%	5%
2008	-65%	1%	0%
2007	94%	-68%	-74%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*数据截止 2021.6.11 收盘

图表 2、银行股对主要指数的折溢价



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我们可以将历史上银行股的超额收益行情以时间为基准分为两类：一类是定期报告期产生的业绩推动行情，这类超额收益集中于 3、4 月和 7、8 月；另一类超额收益则往往由于监管政策/货币政策或市场风格变化所驱动，主要体现在横跨



2009、2017 年的年度行情，2012 年、2014 年的跨年度行情，以及 2015 年 3 季度、2018 年 3 季度、2020 年 4 季度的行情。

2009 年的行情主要源于 4 万亿投放后系统性风险的大幅修复和银行作为成长性板块的估值提升。**2012、2014 年的跨年行情都发生在了货币政策宽松后的不久，政策溢出效应是板块性行情启动的关键触发因素。**在经济走弱、货币宽松背景下，2016 年市场资金对高安全垫低估值板块的青睐带来银行明显的相对收益。**2017 年的蓝筹行情伴随着对银行基本面预期改善而发生。**2018 年下半年在经济持续向好+监管实质性转向的推动下，银行跑出了 20% 以上的超额收益。2019 年外部贸易风险缓释下，市场表现出色，银行股也迎来了上涨行情，但跑输于市场。2020 年银行基本面受疫情冲击、货币政策宽松叠加监管政策 7 月后意外收紧，行业全年绝对/相对收益均处于弱区间。**2021 年，我们预计基本面预期改善、经济实质性修复或推动银行新一轮行情的开启。**

## 2、2020-2021 年银行股市场表现回顾

由于经济和资产质量预期大幅波动，银行经历非典型降息周期，2020 年至今银行指数呈现明显先抑后扬的走势。

### 基本上，2020 至今银行经营经历了平稳—大幅走弱—逐渐修复过程

2020 年一季度银行整体开局平稳，部分业务前期受疫情影响承压，零售信贷规模出现阶段性收缩，但在复工复产推进、居民消费逐步复苏的背景下，零售消费信贷业务逐步恢复，按揭需求逐步回暖。而对公信贷业务在此期间集中发力，成为信贷超预期增长的最主要驱动因素。

2020 年二季度，尽管信贷高增持续，但经济走弱及宽松的货币政策影响下，行业基本面边际恶化。银行新发放贷款定价持续下行，中小微投放加速，延期还款付息政策多次执行，银行单体风险溢价保护不足。息差持续承压、不良发生率上行，同时减值计提风格向北美银行业靠拢。截至 2020H1，上市 36 家银行整体营收增速 6.3%（1Q20 为 7.2%），而归母净利润增速则大幅下移至-9.4%（1Q20 为 +5.5%），经营呈现营收增速边际放缓/利润增速大幅下移+资产质量小幅波动/信用成本大幅提升特征。板块内部仅有城商行、农商行等中小型银行在营收/利润/息差/资产质量等方面表现略胜一筹。

2020 年三季度，行业利润降幅收窄至-7.7%，基本面拐点确立。其中营收增速小幅放缓、利润增速降幅收窄，资产质量小幅波动、拨备缓慢释放。积极的因素来自息差环比已持平于半年度，超市场此前小幅下行预期。中收保持平稳，略低于预期因素在于债市利率波动下投资收益等其他非息走弱，仅为一次性影响。行业加速不良暴露，拨备小幅释放。

2020Q4-2021Q1，上市银行延续了此前改善的趋势。20Q4 最终依靠减值的季度间平滑，单季度利润增速超过 42%，一举拉动上市银行实现全年累计利润增速转正，改善幅度明显大于 Q3。21Q1 上市银行利润增速进一步回升至 4.6%，整体营收增速略有下移，主要受到息差超预期下行的影响，但减值持续节约反哺利润。

大行减值同比有所增加，利润增速低于 PPOP 增速，而股份行、城商行、农商行整体减值同比有所节约，反哺利润。21Q1 减值计提力度有所放缓，但行业核销处置力度不减，较大的核销力度下，不良、关注普遍下行，资产质量进一步好转，也提振了市场对于行业基本面持续向好的信心。

### 反映至银行板块表现，行业前半程大幅跑输，后半程明显跑赢

2020 上半年银行股走势反映市场对于长期基本面不确定性的担忧，尽管一季报银行业绩表现稳健超出市场预期，但板块反弹动能不足。二季度后，市场担忧兑现，疫情冲击的影响逐渐反映于基本面，叠加监管机构逆周期调节，银行信贷投放速度、定价、资产质量等周期性指标出现了波动。6-7 月份，银行让利实体的极度悲观预期逐渐形成，尽管期间资管新规过渡期延长以及金融行业混业经营受市场关注，但板块仍大幅跑输市场，充分反映了市场对于基本面叠加监管指引下的担忧。

8 月银行在 2020H1 录得-10%这一近 10 年以来最差的同比利润增速，但总体好于此前“银行大幅让利实体”的悲观预期。从全行业半年度经营数据披露的 8 月开始，银行逐渐实现了正的相对收益，这一趋势延续至三季报披露结束的 10 月。11 月市场配置风格趋于均衡化，实现了 2020 年全年的最大单月涨幅 9%，但随后的 12 月也出现了一定的回撤。

进入 2021 年，市场对于全年权益市场预期收益的展望明显回落，低基数下较为确定的经济高增，也使得市场对货币当局政策取向上或趋于谨慎有了更多的预期。这一阶段银行陆续披露了年报业绩快报，部分优质银行的利润增速回升到了正个位数，提振了市场对于行业基本面改善的信心，紧货币+经济上行的组合对银行基本面的利好最为明显。当然这其中并非全无波折，4 月行业披露的一季报中部分指标不及预期，同时行业个股之间的分化非常严重，其中月末集中披露的大行和中小型银行业绩大多低于市场预期，最终全月出现小幅回撤。但若考虑板块 2021 年初至今的累计收益，银行板块明显跑赢市场并实现了绝对正收益。

图表 3、银行板块历史收益情况回溯（2020-2021\*）

月度	银行板块绝对收益 中信（银行）指数	相对收益 v.s 沪深 300	相对收益 v.s 中证 800
2021 至今累计	10%	10%	9%
2020 全年累计	0%	-28%	-26%
2021-05-31	4.4%	0.3%	0.4%
2021-04-30	-2.7%	-4.2%	-4.7%
2021-03-31	1.3%	6.7%	5.9%
2021-02-26	2.7%	3.0%	2.9%
2021-01-29	6.4%	3.7%	4.4%
2020-12-31	-3.1%	-8.2%	-7.2%
2020-11-30	9.0%	3.3%	3.8%
2020-10-30	4.1%	1.7%	2.6%
2020-09-30	-3.8%	1.0%	1.5%
2020-08-31	4.2%	1.6%	1.9%
2020-07-31	3.9%	-8.8%	-8.7%
2020-06-30	0.1%	-7.6%	-7.8%
2020-05-29	-2.0%	-0.8%	-1.4%

2020-04-30	4.0%	-2.1%	-2.1%
2020-03-31	-5.1%	1.3%	1.6%
2020-02-28	-5.9%	-4.3%	-5.0%
2020-01-23	-4.6%	-2.3%	-3.4%
2021-05-31	4.4%	0.3%	0.4%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*数据截止 2021.6.11 收盘

图表 4、银行股相对估值



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

在基本面改善逐渐得以印证的 2021 年，银行经营继续分化，包括招行、平安等零售龙头银行以及江苏、南京、宁波等东部区域具备成长性/短期融资需求的银行在 2020 年至今都获得了 20% 以上的累积正收益，招行、平安等龙头标的累积收益为正。我们维持此前的判断，银行股未来除了板块性行情外，更多的机会将来自于战略清晰、经营优秀、边际变化积极的标的。

图表 5、银行板块历年涨幅居前标的的汇总

排名, 涨跌幅	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021*
1	民生	平安	中信	南京	北京	招商	上海	平安	杭州	江苏
涨跌幅%	44	23	123	25	14	70	14	77	68	40
2	兴业	华夏	光大	浦发	南京	平安	农行	宁波	宁波	南京
涨跌幅%	37	13	97	22	13	48	-1	77	28	31
3	北京	民生	南京	宁波	宁波	建行	交行	招商	成都	招商
涨跌幅%	23	2	92	21	11	48	-2	53	23	28
4	浦发	浦发	交行	北京	招商	工行	光大	常熟	招商	成都
涨跌幅%	21	0	90	18	2	47	-4	52	21	26
5	招商	建行	北京	招商	工行	宁波	中行	南京	平安	平安
涨跌幅%	20	-4	79	12	1	42	-5	42	20	22

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：新股上市后第一个完整年不参与排名；标\*数据截止 2021.06.11



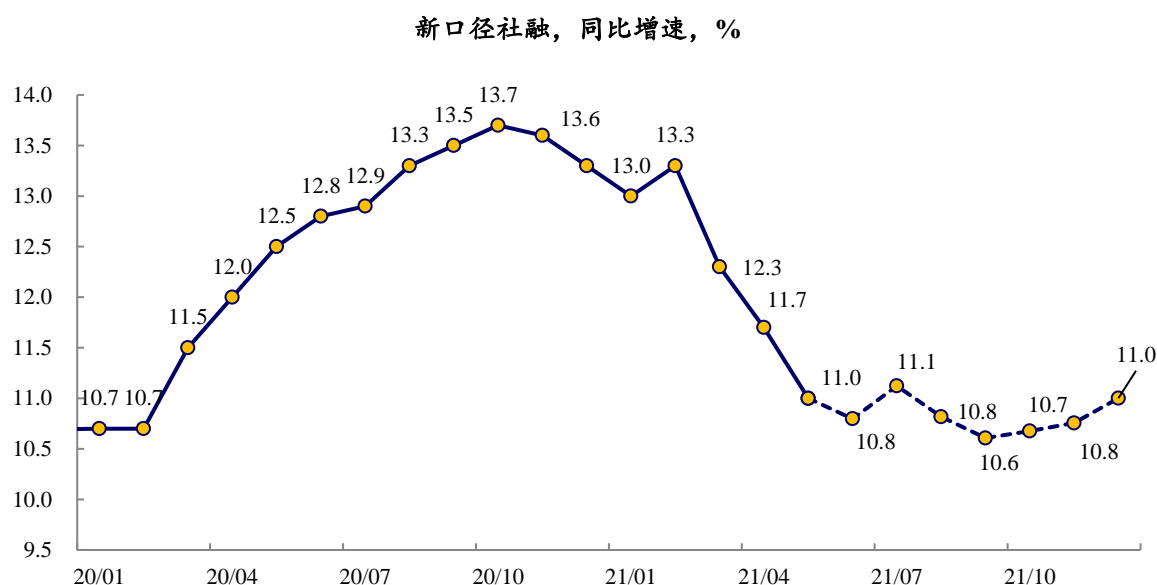
### 3、2021 年银行股走势的推演

2021 年初至今的货币政策呈现了比较明显的“以我为主”的特点，在国内经济复苏持续性尚需进一步观察的背景下，央行在一季度至今采取了适度宽松的货币政策。4 月至今的金融数据指向目前国内信贷需求存在一定程度的弱化，而下半年商业银行也面临资管新规过渡期终了的额外清退工作，信用风险仍是本阶段需要关注的问题之一。

中性偏松的货币政策和围绕目前政策目标利率运行的资金价格有利于银行负债端成本的稳定性提升，但确实可能对资产端定价的弹性产生一定程度的削弱。不过更重要的是，经济的企稳有利于银行不良发生率的改善和风险的化解。银行业 2021 年基本面有望如 2016-2017 年阶段出现趋势性复苏，尽管时间、节奏及持续性仍待观察。而较之上一轮不同的是，过去 3 年的行业性“净表”，使得银行存量不良的清理已经基本完成。未来一方面高信用成本状态从长期来看必将逐渐过去，对利润形成正向对冲，另一方面“隐性不良折价”的消除则有利于银行估值回升至全球 PB-ROE 中枢位置。

2020 年以来在信贷、企业债、政府债持续发力高增的拉动下，社融持续高增，基数效应导致 2021 年 3 月后，社融增速出现趋势性回落。截至 2021 年 4 月，年内社融同比增速已从 2020 年高点的 13.5% 趋势性回落至 11.7%，短贷有所走弱，同时表外非标下行较多。我们预计在基数效应、1 月投放超季节性以及政府债有所欠发的共同影响下，社融增速未来仍将趋势性下行一段时间，在 3 季度或逐渐企稳。我们预计 2021 年新增信贷将继续保持在 19-20 万亿，对应增速中枢 11.3%，社融 32 万亿上下，对应增速 11.0%。

图表 6、社融增速估算



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年，银行资产端定价将逐步企稳，1 季度按揭重定价效应一次性释放之

后，Q2 息差大概率出现向上拐点；负债端的结构性存款清理及表外老理财产品余额的压降，或有利于银行一般性存款保持平稳的付息水平；信用卡及消费信贷市场的回暖，将在 2-4 季度部分替代代理业务成为中收的稳定器；而随着 2020 年零售不良的逐步出清以及 2021 一季度末延期还款付息政策的终了，不良发生率及减值计提水平的改善预计将持续。整体而言，**银行业 2021 年 2-4 季度，商业银行营收、成本端都有同比改善的基础，营收/PPoP 增速见底反弹，利润增趋势性回升，基本面好转的验证贯穿全年。**

2021 年无论从宏观经济、货币环境还是监管政策来看，均是近年来银行业经营景气度较高的一年。二季度开始，银行兼具基本面核心指标明显改善和低基数双重优势。当前银行龙头标的估值仍属合理区间，市场风格趋于平衡的情况下，银行股一季度已获公募基金增持约 2pct 至 4.9%，接近 2016 年末的持仓水平。随着经营展开和结果逐渐兑现，银行在二季度中后期具备强且确定的业绩拐点并带来估值上行弹性。个股层面，继续坚定长期看好**行业龙头的战略/业务领先、基本优秀的银行**，包括**招商银行、平安银行、兴业银行、宁波银行、杭州银行**等全年的表现。建议投资者关注财报超预期个股及具备再融资需求标的业绩兑现机会，重点推荐**江苏银行、成都银行、南京银行**等低估值标的。

## 二、银行业绩拆分：全面拐点将至，业绩改善可期

### 1、银行股业绩驱动图谱

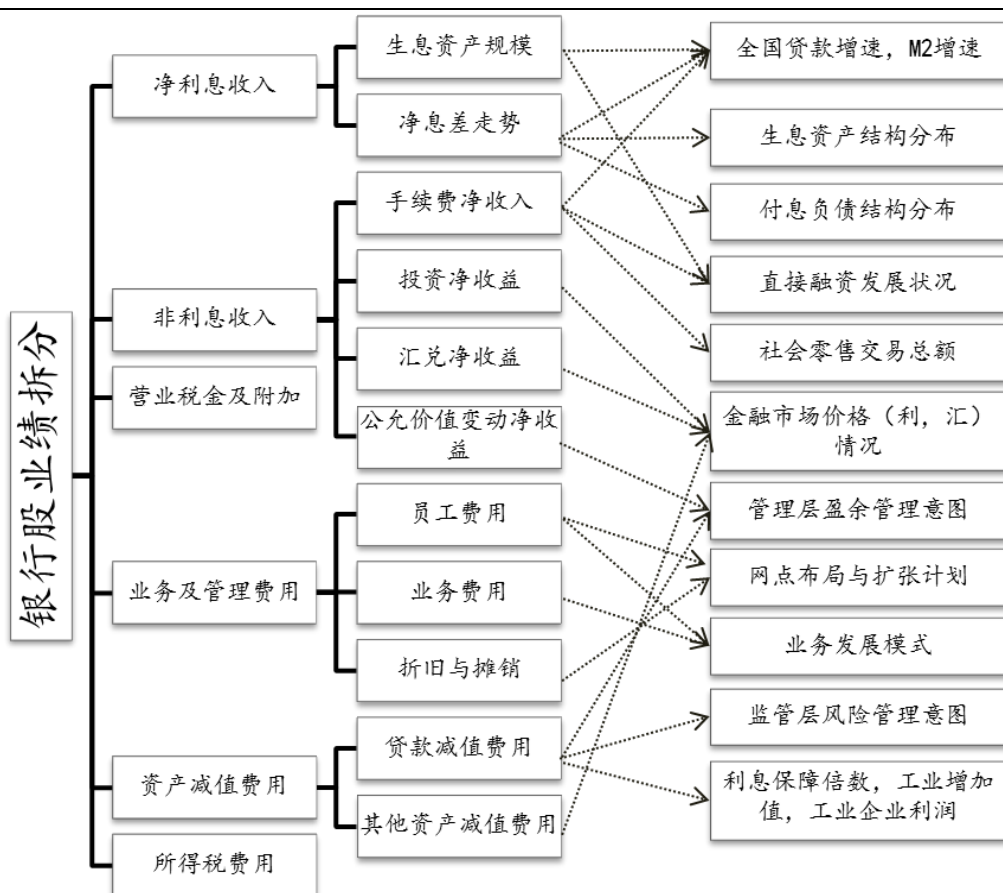
银行股的业绩主要由净利息收入、非利息收入、税金及附加、业务及管理费、资产减值费用以及所得税六大驱动因素。

净利息收入主要取决于生息资产规模和净息差的走势；非利息收入主要分为预测性较强的手续费净收入和更多地依赖银行内部盈余管理以及金融市场交易情景的投资净收益、汇兑净收益和公允价值变动净收益。

业务及管理费用则表明了各家银行的发展思路和当前状况，其核心构成包括员工费用和业务费用，战略性投入有助于银行提升长期竞争力；资产减值费用的可调节性最强，是上市银行实施业绩管理的关键，相对于季度提取的波动性，我们认为作为全年信用成本的载体，其合理中枢将由管理层与监管层共同影响。

税金及附加主要与营业收入相关，直接基于前两者的准确预测，随着营改增实施，这一部分占比大幅下降；所得税费用的比例基本稳定，主要取决于公司非应税类固定收益类投资的比例，随着部分银行基金及利率债投资的增长，实际税率在各行间也出现了分化。

图表 7、银行股业绩驱动图谱



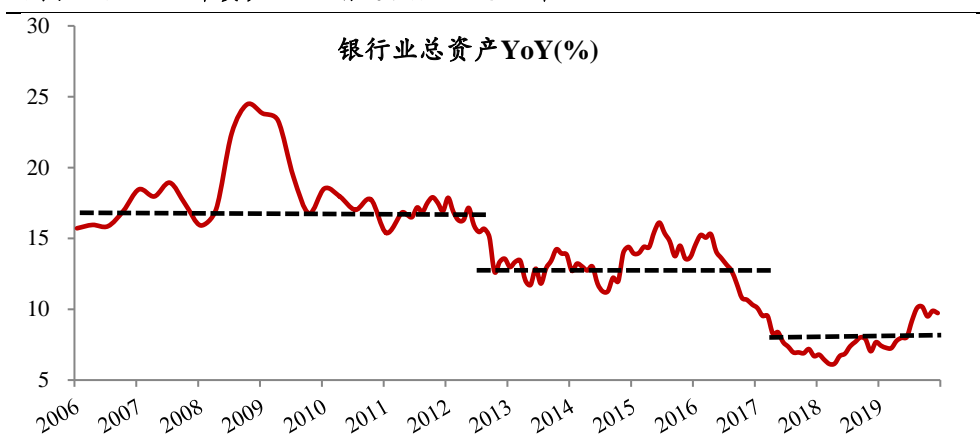
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、关于生息资产规模的判定

生息资产规模的判定在六大驱动因素中最为基础，同时预测的相对准确性也较高。2021 年行业的生息资产规模增长在增速整体稳健的前提下，中枢较 2020 年大概率有小幅下移。

2021 年 1-4 月，全行业新增信贷约 9.1 万亿，超过去年疫情阶段同期的 8.8 万亿，也大幅超越 2016-2019 年的 5-6 万亿体量。一方面一季度经济从疫情冲击下恢复，信贷需求旺盛，另一方面银行为开门红做了更多项目储备，同时也基于早投放早受益的原则进行了积极的信贷配置，尤其是区域性中小银行。

图表 8、2020 年资产规模增速低位企稳回升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

对于全年的信贷总量，我们维持年度策略的判断，预计全年新增信贷投放规模在 19~20 万亿期间，大体持平 2020 年，对应增速中枢 11.3%。2020 年超常规货币政下银行超越经济增长的信贷投放规模，高基数下增量连续上行必要性不强。从历史经验看，2010-2011 年前期，金融机构信贷增速也曾阶段性落后于名义 GDP 增长约 1-2 个百分点。截至 2021 年 1 季度，银行业/商业银行的总资产增速 9.0%/9.6%，预计 2021 年银行业生息资产增速回落至 9% 左右。

图表 9、信贷增速可阶段性低于经济增长



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从上市银行来看，2021 年行业整体资产扩张高位回落，增速较去年年末降低 1.6pcts 以上，其中传统业务占比（存贷款）进一步提升，同时同业资产增长较快（大行导致）。行业内分化持续：从 2021Q1 的截面情况看，城商行/农商行资产增速继续高于行业，股份行、城商、农商贷款增速快于大行。负债端，存贷款增速差较上年末有所走阔，主要由于一季度是存款营销高峰，而年内债券发行节奏相对后置。同时年初至今银行间流动性相对宽松，城农商行加大了同业拆入规模，股份行增加了同业存单的发行。我们预计 2 季度需关注主动负债成本对 NIM 的影响。

图表 10、上市银行整体资产负债表主要科目增速(2021-3-31, YoY)

YoY	上市银行 整体-2020	上市银行 整体- 2021Q1	大行	股份制	城商行	农商行
总资产	10.3%	8.7%	7.8%	8.8%	13.0%	14.3%
生息资产	10.7%	8.7%	7.8%	8.9%	12.6%	14.1%
贷款	12.1%	11.9%	10.9%	12.6%	16.4%	19.1%
现金和准备金	1.6%	3.0%	0.9%	10.3%	1.0%	-6.5%
存放同业	9.5%	0.0%	-0.8%	-7.2%	34.2%	4.2%
债券投资	11.1%	6.3%	6.3%	5.0%	8.3%	14.0%
总负债	10.2%	8.7%	7.8%	8.7%	12.9%	14.8%
付息负债	10.1%	8.5%	7.6%	8.8%	12.7%	14.9%
同业负债	10.5%	5.6%	-2.8%	11.6%	30.3%	38.6%
存款	10.3%	8.9%	9.4%	6.0%	11.0%	12.7%
应付债券	7.5%	10.4%	5.9%	18.7%	1.9%	12.6%

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11、上市银行整体资产负债表配置情况(2021-3-31)

占比	上市银行 整体-2020	上市银行整体 -2021Q1	大行	股份制	城商行	农商行
贷款	55.7%	56.2%	57.4%	58.2%	46.6%	50.8%
现金和准备金	8.6%	8.4%	9.5%	6.0%	6.5%	6.2%
存放同业	5.7%	6.1%	6.8%	4.8%	5.3%	7.6%
债券投资	30.0%	29.3%	26.3%	31.0%	41.7%	35.4%
同业存放	15.1%	14.7%	12.2%	21.8%	19.5%	10.4%
存款	76.9%	77.4%	82.7%	64.4%	65.3%	76.3%
应付债券	8.0%	8.0%	5.1%	13.8%	15.2%	13.4%

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、关于净息差走势的判定

贷款端定价水平主要取决于信贷供需情况、有效需求变化、LPR 的走势，以及监管层对于普惠金融的推进要求。

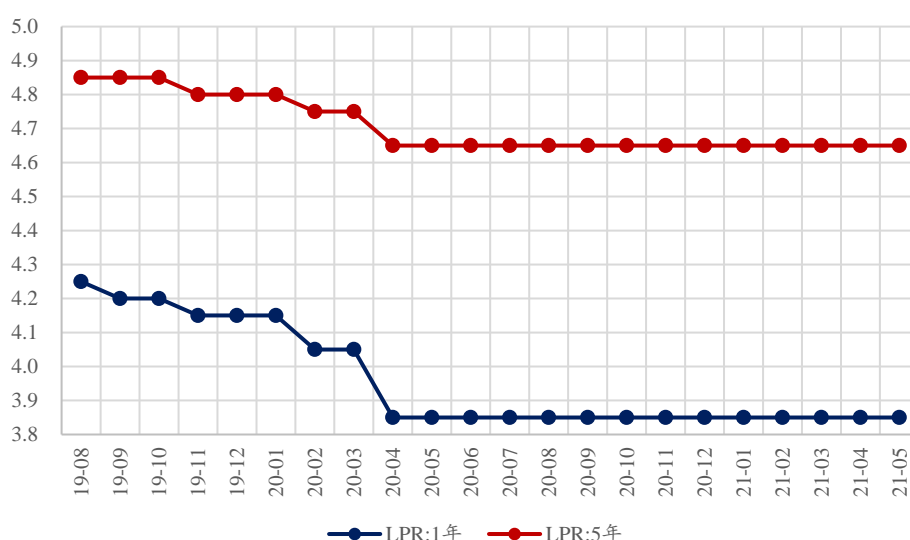
定价方面，我们预计 2 季度银行的定价将见底回升。2020 年供需不平衡和政策指引带来贷款定价的持续下行约持续到 21Q3，随后趋势性小幅上行，在经过 21Q1 按揭和对公重定价之后，LPR 下行的影响基本消化完毕。最近一个季度经济



的回暖带来银行新发放的贷款定价的持续上行，目前银行资产端新发放定价预计接近上穿存量水平。此外零售的同比复苏或将持续，贷款结构或重新向零售倾斜，上述原因均有利于新发放贷款定价的改善并间接影响其他种类资产的配置价格，NIM 读数大概率在 2 季度迎来趋势性拐点并持续改善，但由于去年下半年 NIM 受益于负债成本的节约而基本走平，预计全年而言 NIM 对利润负向贡献大幅收窄，但仅有部分银行能够实现同比回升。

截至 2021 年 5 月，银行完成了从基准利率到 LPR 的切换。目前 LPR 报价已经 14 个月维持稳定，考虑到近期内需修复尚不稳固，而大宗商品的价格上行已部分挤压了中游企业的利润，影响其经营的持续修复，我们预计 LPR 未来维持稳定的概率较高，进而不会对银行新发放定价产生新的影响。

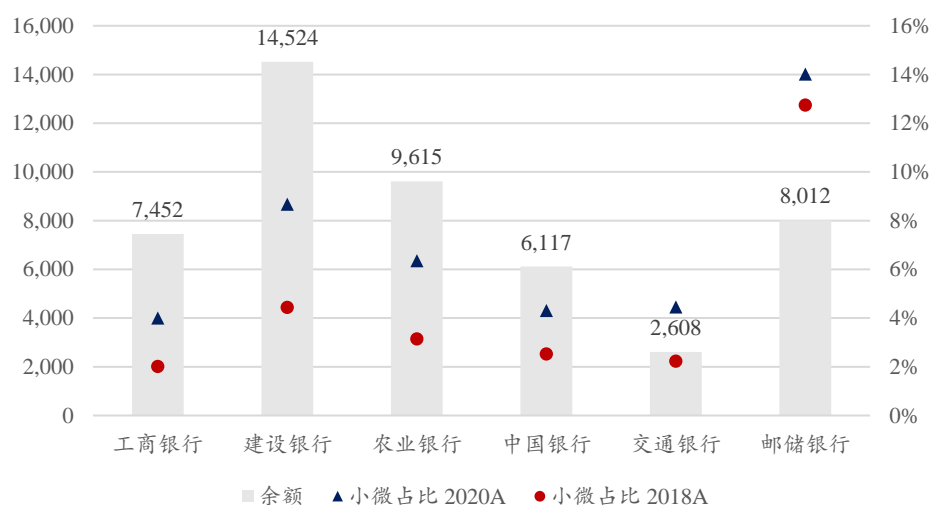
图表 12、LPR 改革以来报价走势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

普惠金融是近两年影响定价的新因素。大型银行 2021 年 30% 以上的小微贷款增速要求，使得小微市场在疫情后仍将持续获得大量低成本资金供给，即便年内大行以底线 30% 进行增长，总体小微贷款增量也将超过 1.5 万亿（2019-2020：1.0 万亿、1.6 万亿）。从 2020 实际执行情况看，大行 2/3 的小微新增在上半年投放，集中投放对定价影响更加明显，下半年或季节性改善。6 大行在过去两年中投放了 2.6 万亿的小微贷款，小微总贷款占比从 2018 年末的 3.6% 提升至 2020 年末的 6.3%。长期而言，我们认为随着直接融资市场的扩大，政策引导下小微的资源倾斜将持续存在，而大行的下沉将加速区域性银行的优胜劣汰。

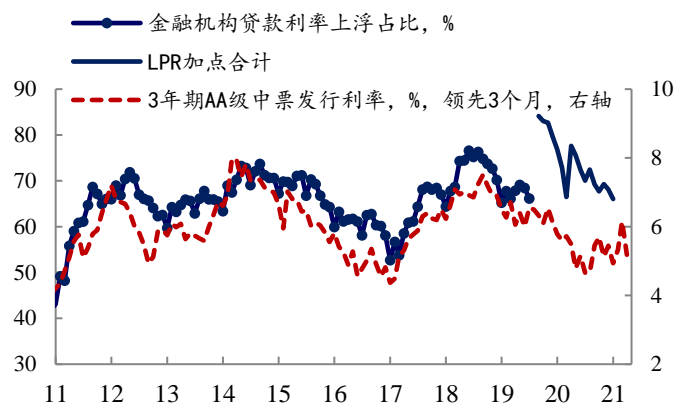
图表 13、大行小微渗透使得中小行面临额外下沉压力



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

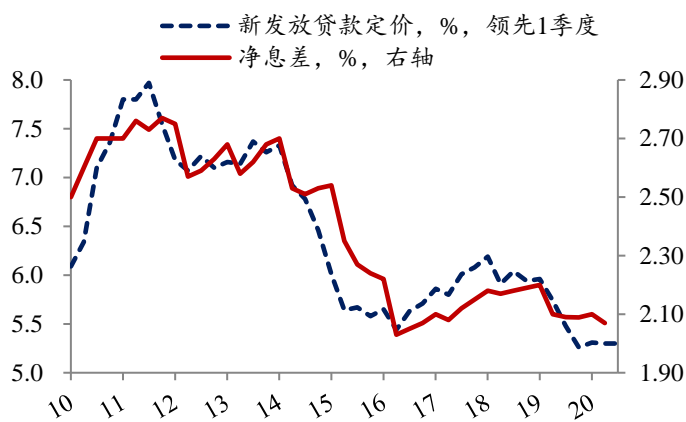
参照我们此前近似拟合的资产端定价的前瞻性指标（AAA 中票利率/新发放贷款定价，约领先 1 个季度）来看，银行新发放贷款的定价未来一个季度有大概率逐渐企稳，而行业 NIM 由于滞后新发放大约 1 个季度左右，预计其拐点大概率在 2021 年 2 季度出现。

图表 14、贷款定价中枢或逐渐企稳



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、行业息差静待 2021Q1 重定价后拐点

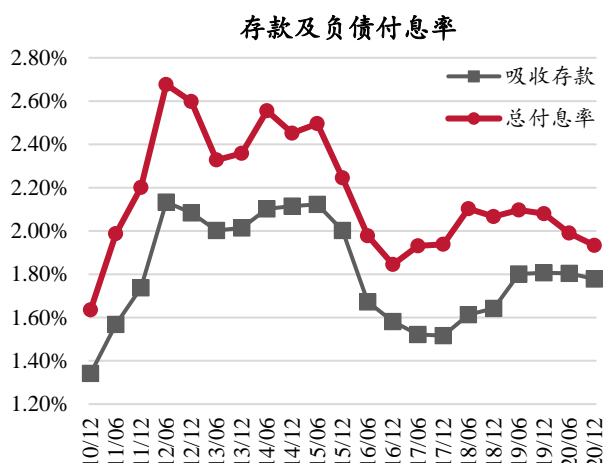


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从资金成本端来看，利率市场化的进程正处于“最后一步”阶段。目前资产端的市场化报价及联动机制基本建立，但存款定价仍维持相对稳态。2020 年一季度末到二季度前期，银行间利率由于内外部环境大幅下行，部分商业银行在这一阶段加大了市场化负债的配置并拉长了久期，使得 2020 年负债成本存在持续的节约基础，这一效应在 2021 年一季度之后逐渐消退，三季度同比贡献有转负可能性。

另一方面，结构化存款的压降及改造工作年内也持续推进，有望接续市场化负债成本节约。截至 2021 年 4 月，商业银行结构性存款压降至 6.6 万亿以内，同比压降约 50%。尤其以中小行的压降更为持续。这一压降为 2021 年银行负债成本的控制奠定良好的基础。

图表 16、存款成本缓慢下移



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17、结构性存款连续压降(单位/亿)



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

长期而言，我们仍然对负债端成本的长期变化保持关注。1、负债成本近一年的边际改善主要来自非存款类负债的变化，而存款定价的下行并不明显。样本银行存款占比的提升往往伴随着存款定期化的加剧。存款相对于同业的溢价可能随着信用派生增加、竞品价格下行、理财打破刚兑后风险溢价的明确，而边际有所改善，但目前竞争格局下，短期很难大幅收窄；2、资管新规和结构性存款监管导致银行此前依靠价格工具维系广义负债的能力被削弱，资管新规过渡期的终末期环境下，各家银行对理财规模的诉求可能阶段性加大银行存款竞争的激烈程度；3、银行存贷款锚定基准不同，目前联动效率仍然较低，由资产端定价变化向负债端传导的周期较长、力度相对较弱。

长期来看存款的市场化、金融脱媒的过程，不可避免引致各行加大主动、长期负债的吸收，从而潜在地进一步提升负债成本。长期来看，利率双轨并轨中负债（存款为主）与政策/目标利率的联动是必由之路，考虑到市场利率波动性比基准利率更大，一个绝对水平较低的无风险利率（存款利率）更有利于推进并轨，监管或市场本身都可能是这一过程的推手。

综上，综合资产负债两端因素考虑，预计 2021 年 NIM 呈现先下后上走势，同比较 2020 年中枢持平至小幅下降，但最终结果实现仍高度依赖于经济修复的程度和速度。

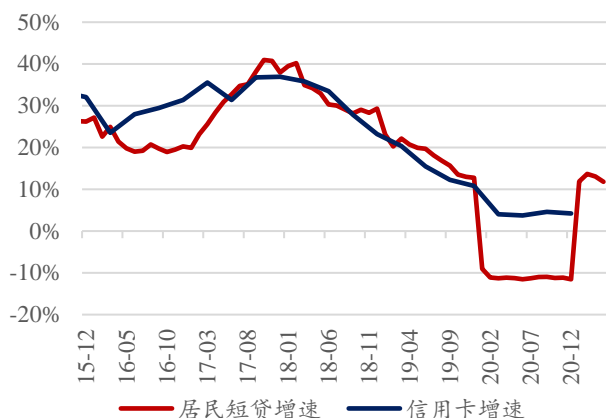
#### 4、关于手续费净收入的判定

手续费净收入属于非利息收入中发展最为稳定的一部分，主要可以分为与支付结算情况、居民消费状况以及用卡习惯相关的银行卡、支付结算类手续费收入；与财富管理、资产管理发展相关的代理业务、托管受托类手续费收入；与信贷额度松紧以及创新性间接融资工具相关的咨询与顾问费收入和额度管理费类收入；与直接融资发展相关的大投行类手续费收入。

银行卡、结算清算类手续费收入是最为原始的手续费收入构成，这一部分手续费完全不占用银行资本，本质上是银行渠道网点和支付结算系统规模经济效应

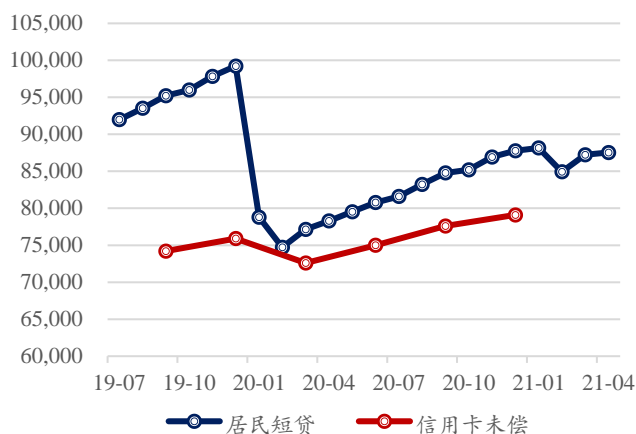
的体现。这一部分的手续费收入增长与整个社会的交易发展形势密切相关，可以说是银行各项收入中最为贴近消费属性的部分。

图表 18、消费类贷款增速恢复稳态



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19、消费类贷款余额（单位/亿）



数据来源：公司定期报告，兴业证券经济与金融研究院整理

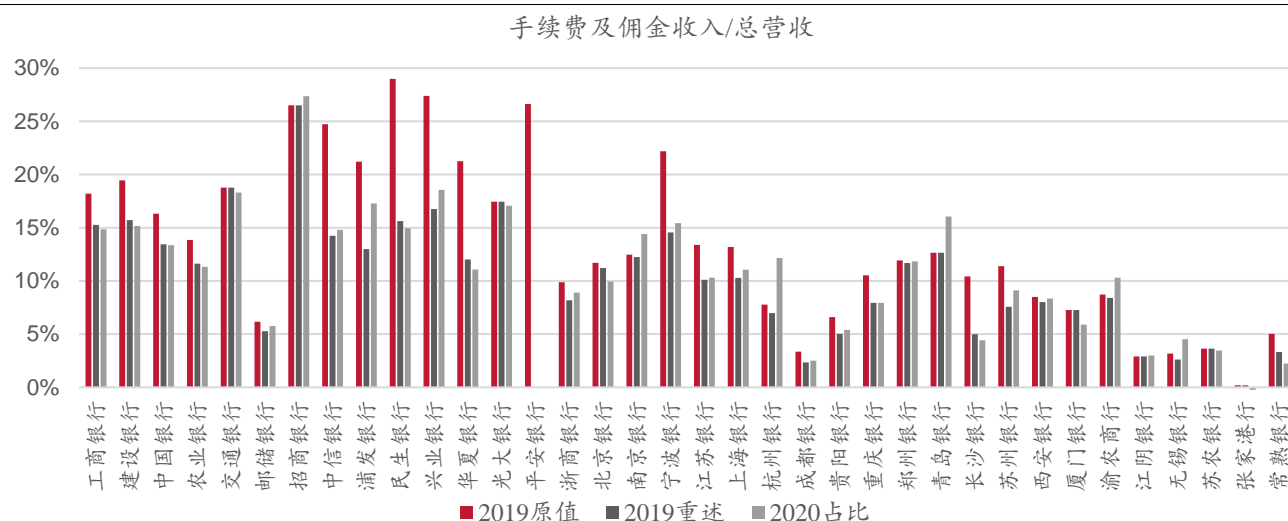
近两年商业银行更多地将资源向个人消费及经营性领域倾斜，17-18 年，商业银行信用卡发卡量/信用卡信贷总额同比增速保持在 20% 以上，带动银行卡收入持续快速增长。2020 受疫情的影响下零售消费、信贷需求受到抑制，2021 年这一冲击基本结束，商业银行回到了继续提升零售占比的资源分配路径上。截至最新，信用卡未尝余额已升至 7.9 万亿，网络贷款的监管、内需的恢复以及财富管理的转型都推动了信用卡收入的增长。我们判断 2021 年银行卡和居民短贷的恢复将持续，全年实现 5-10% 的增长，部分补位高基数下的代理业务收入的贡献。

关于卡收入，2021 年在计量确认上有重大的变化，财会[2021]2 号文的要求带来卡分期的计量规范化，使得中间业务收入可比性更高。尽管在口径统一后绝大部分银行的非息收入占比均有下降，但头部银行的优势更加突出。

2021 年 1 月 27 日，财政部等 4 部委联合发文《关于严格执行企业会计准则切实加强企业 2020 年年报工作的通知》（财会[2021]2 号文）。其中明确指出，银行从事信用卡分期还款业务形成的金融资产，企业不得将其按实际利率法计算的利息收入记入“手续费及佣金收入”科目或在利润表中的“手续费及佣金收入”项目列示。

从 2020 年已披露年报来看，绝大多数银行对“信用卡分期收入”进行了调整并重述。2021 年 1 季度各家银行均按照新办法披露了季度频率相关数据并回溯 2020 基期。以上市银行 36 家样本合计数据来看，银行卡收入占比从 2018 年末占总手续费及佣金比率的 36% 高位回落至 24%。未来统一化确认卡分期收入将成为常态。

图表 20、部分上市银行卡分期调整前后手续费收入占比（2019-2020）



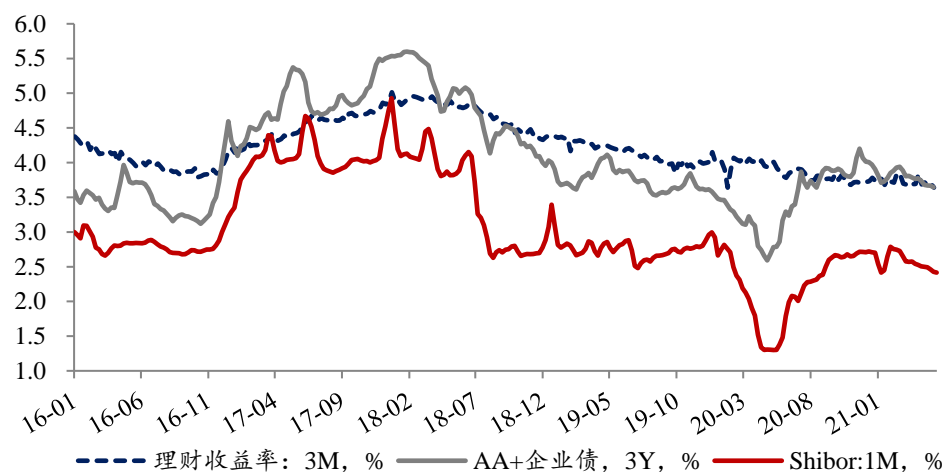
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

代理业务方面，理财业务今年规模或仍是商业银行必争目标，优秀银行财富管理业务的领先优势快速扩大。2020 年全行业代理/委托/理财业务收入增速从上一年的 4.7% 提升至 18.2%，我们预计 2021 年仍将保持双位数增长。

自 2018 年资管新规起，理财业务对非息收入拖累较大，理财规模增长停滞、高收益非标资产逐渐压降、类货币（低费率）产品占比迅速提升、新规下增提信用债及权益委外减值，叠加导致最终确认收入快速下行。2020 年中期资管过渡期延长方案出台，但 2020 年 6 月以来的银行间利率上行并未带动理财收益率的提升，意味着一方面老产品的发行量正逐步下降，另一方面随着期限匹配约束，银行理财正在逐渐修复此前过高的无风险收益率。

2021 年仍然是理财业务净值化转型的关键年份，改革改造的任务依然不可忽视，但各家银行对理财子规模的诉求或仍然强烈，权益市场预期收益率下行及波动性增加。我们预计理财收益率短期窄幅波动，规模未来 3 个季度保持小幅扩张。

图表 21、理财净值化转型逐步开启（单位：%）



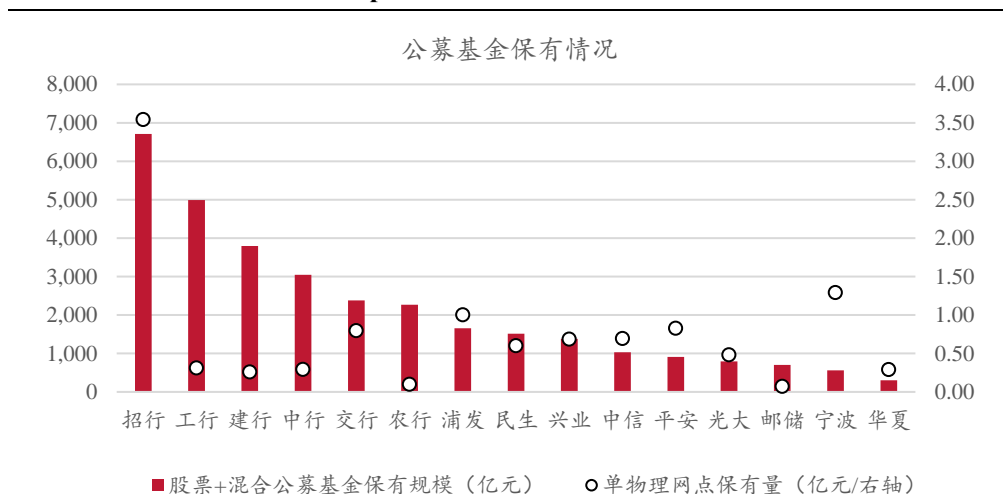
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理



零售转型，发展财富管理业务是近几年以来多数银行所选择的战略方向。零售转型一方面在资产业务中能够获取相对高收益的资产配置，另一方面财富管理轻型业务的发展有助于银行收入结构的均衡化以及资本消耗速度的下降，推动银行资本内生能力的提升，摆脱融资-扩张的非良性循环。

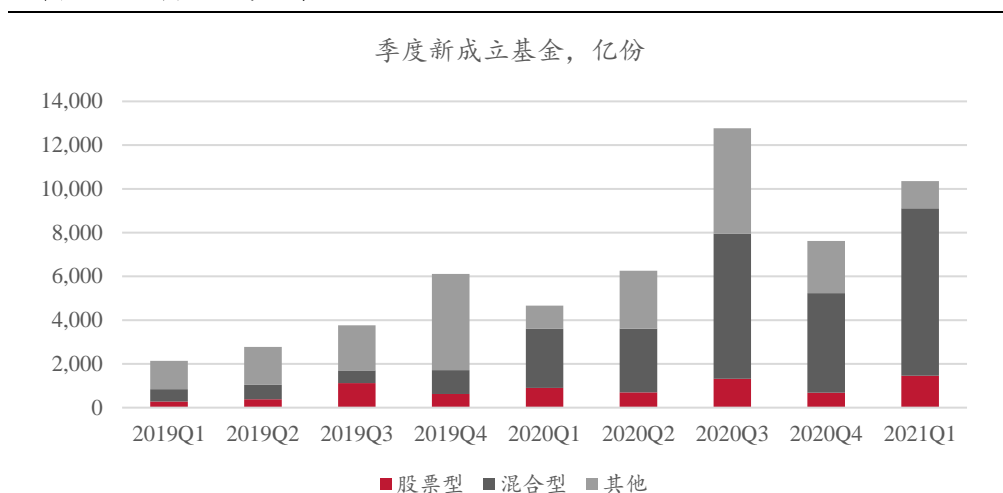
从中基协金融行业基金保有规模数据来看，部分商业银行经过数年的投入摸索，已经发展出远超行业平均水平的财富管理能力和未来在代理业务收入上至少可以保持 3-5 年 20% 以上的中速增长。招行位列保有量榜首，展示了其过去数次转型后强大的资产匹配和客户经营能力；大型银行在银行内排名居前，遍布全国的物理网点仍然是这类银行最重要的财富管理抓手。区域性银行中宁波银行排名居前，单网点平均保有量在银行中仅次于招行，区位优势/客群的禀赋和前瞻性战略转型为其下一个阶段的发力奠定了先发优势。

图表 22、公募基金保有量 top30 中银行个体情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23、新基金成立情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

短期而言，2020Q2 基金成立规模尚不高，但 20Q3 之后进入阶段性高峰，银

行在去年全年超过 2 万亿份额的股票/混合新基金发行高基数上，2021H2 在代理基金保险等业务上继续大幅增长的概率不大。但考虑到头部银行在基金保有量上的提升速度，规模的增长有望熨平基数波动并持续发力。托管受托类手续费收入除了与银行渠道和支付系统相关外，也受到轻型银行战略推进的影响。其增长主要与银行资产托管业务的规模以及财富管理业务的发展情况相关。

结合各行财富管理战略/业务的持续推进，我们预计上述手续费收入全年继续保持 10-15% 左右的增长。中期而言，资管新规过渡期后理财业务的三方托管，也使得具备托管资格的银行获得比之前期更多的市场份额。长期来看，随着资产管理行业规模的扩大和产品线的拓展，银行获取管理/托管手续费仍有广阔空间。

投资银行类手续费收入主要集中于并购贷款的财务顾问费和短期融资券、中期票据以及资产证券化类产品的承销手续费。这一部分手续费收入主要是反映了金融脱媒的方向。商业银行对公投行化转型的背景下，这一非利息收入的增长将会成为差异化银行经营特色凸显的关键，预计全行业此类手续费收入增速 5% 左右。

综合以上分析，我们预计 2021 年非息收入增速在 10% 左右，但银行间分化将明显加大。零售转型推进较为深入、财富管理业务蓄势待发的部分商业银行将在未来 2-3 年内享受到持续 20% 以上的中收成长性。

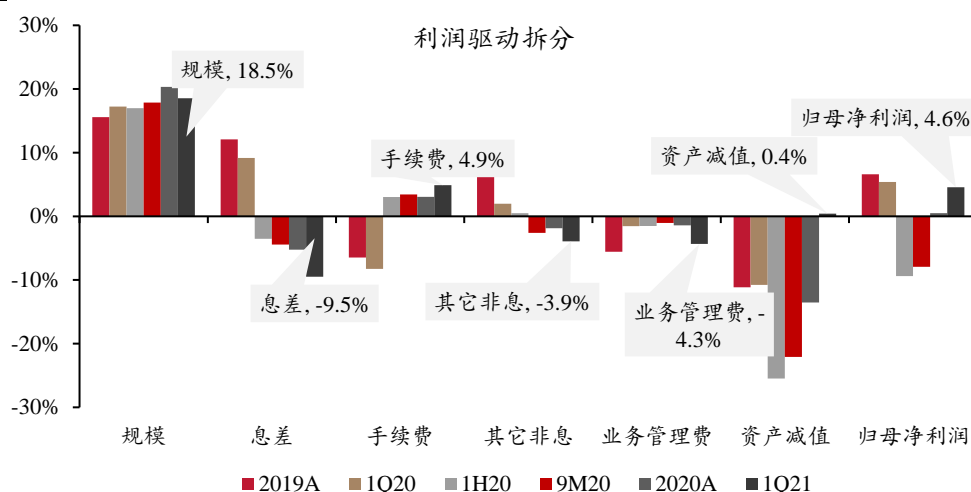
## 5、关于投资净收益、汇兑净收益以及公允价值变动净收益的判定

投资净收益主要取决于商业银行金融市场的交易能力，核心决定因素是可供交易的资金数量、金融市场价格和管理层对投资盈余的分配态度。而汇兑净收益则与商业银行资产负债币种构成以及汇率波动幅度有关。汇兑净敞口一般与国际业务发展的状况相关联，而汇率的波动则更多地受到国家外汇政策的影响。

IFRS9 实施后，使用摊余成本后续计量的资产范围变小，而使用 FV-PL 后续计量的资产范围变大。FV-PL 规模越大，其公允价值变动引起的投资收益就越多，且金融资产公允价值变动直接计入损益，银行利润更易受到公允价值变动的影响。那些持有不符合 SPPI 测试的（非标）资产占比高的银行，未来的公允价值波动或更加剧烈。

今年初以来资金面持续宽松，但与市场此前普遍预期的利率走势差异较大，使得 2021Q1 上市银行其他非息（主要含投资收益/公允价值变动）出现明显回撤，对利润增速拉动为 -3.9%。不过未来 3 个季度，高基数效应逐渐消，拖累营收和利润表现的时间相对有限。

图表 24、19 后债市波动放大反映至其他非息收入中



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

特别需要指出的是，以上三个变量除了受到复杂的宏观经济变量影响外，管理层的盈余管理意图也十分重要，特别是投资净收益和公允价值变动净收益更是体现了管理层明显的政策意图。

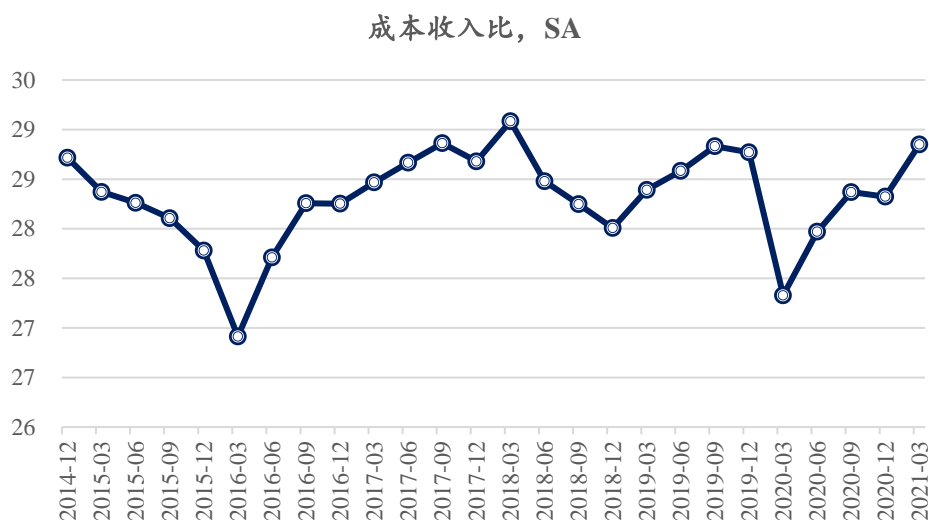
## 6、关于业务及管理费用的判定

业务及管理费用分为三大子项，即员工费用、业务费用以及折旧和摊销费用。而这三大费用则主要由公司经营发展战略和目前的网点渠道构成相关。

员工费用主要由员工数和职工薪酬综合决定。其中，大型银行的员工数会在一定的时间内保持稳定，电子银行和手机银行对人工的替代使得近期商业银行的员工数量得以有效控制。中小型商业银行的人员增长率也会随着成本管理的日益重要而逐年下降，对于部分尚处于扩张周期的中小银行而言，较高的人力/科技投入驱动业务快速成长，必须给予一定的容忍期使之进入良性循环。

2020 年银行管理费用同比支出停留在不足 3% 的 yoy 增长水平，主要受疫情影响，部分业务开展受限，相应的业务费用支出停滞所致。2021 年随着业务的逐步恢复，这一指标在一季度已回到往年正常水平，我们预计未来 2-3 年银行成本收入比将维持稳定区间波动。尤其是疫情后银行线上化经营的需求更为凸显，倒逼银行进一步加大线上化运营的费用列支。预计科技方面的投入将在中期为银行带来获客、风控、经营方面能力增强。

图表 25、成本收入比正在逐渐恢复至正常状态（单位：%）



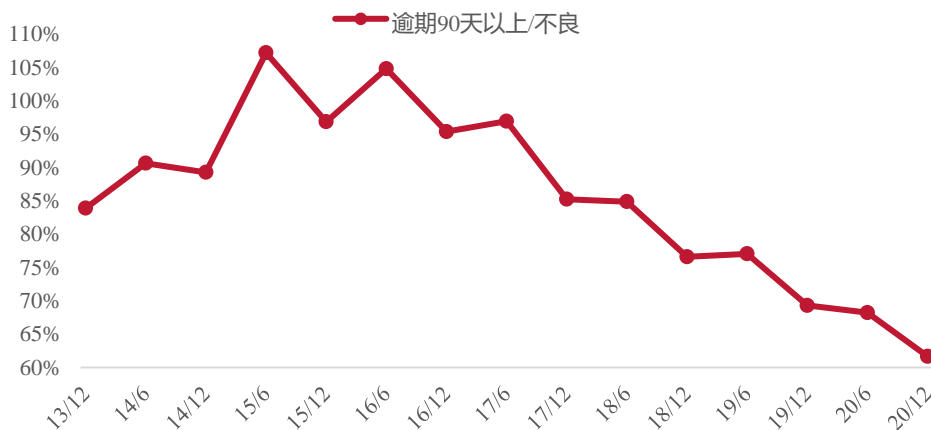
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、关于资产减值费用的判定

资产减值费用的提取是银行进行盈余管理并体现监管指引的最重要科目。尤其是 2020-2021 年, 减值的计提将是影响银行业绩的最重要因素之一。中国银行业过去十年中经历了一个相对完整的不良周期, 不良发生率持续上升至 2015-2016 年的年化 1.3% (对比当时的静态不良率 1.6%-1.7%), 并在 2016 年下半年随着全球经济的企稳改善和国内供给侧改革的成果显现而逐渐走低。

在周期末尾的 2018-2020 阶段, 监管机构进一步指引银行以丰补欠, 3 年的严格化不良认定, 使得全行业的不良资产认定的标准, 逐渐接近并超过全球主流金融机构。截至 2020 年末, 上市银行逾期 90 天以上贷款与不良贷款之比为 62%, 为有可跟踪数据以来的最低水平, 指向上市银行资产质量的暴露更加前置。

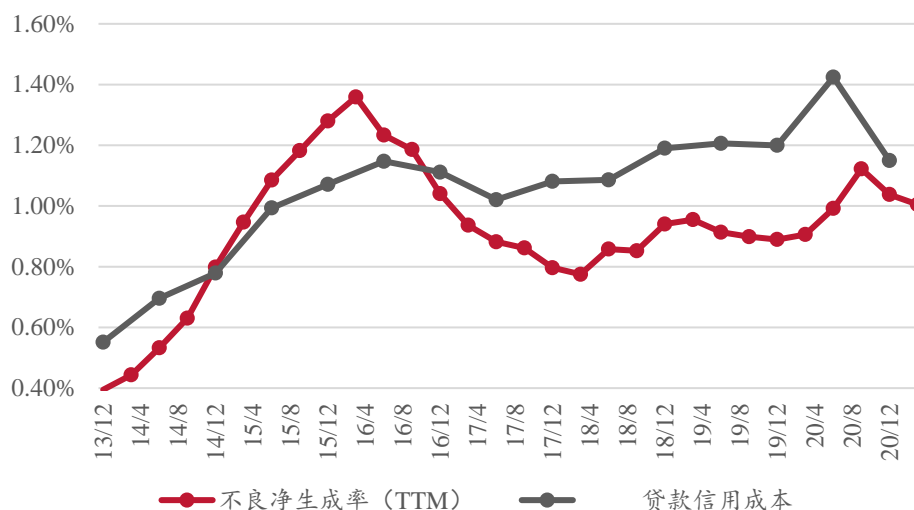
图表 26、上市银行 90D 逾期/不良 60% 以下, 并保持下降态势



数据来源: 各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年至今的 3 年净表后, 大部分主要银行的“在表风险”得以进一步暴露、资产得以基本出清、减值也得以充分计提。从信用成本角度, 2020 年全行业额外加提的减值一方面有效对冲了疫情的影响, 另一方面也客观加速了资管新规过渡阶段“表外风险”的化解速度。

图表 27、上市银行不良生成边际改善, 带动信用成本下行



数据来源: 各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 28、上市银行整体信用风险相关指标

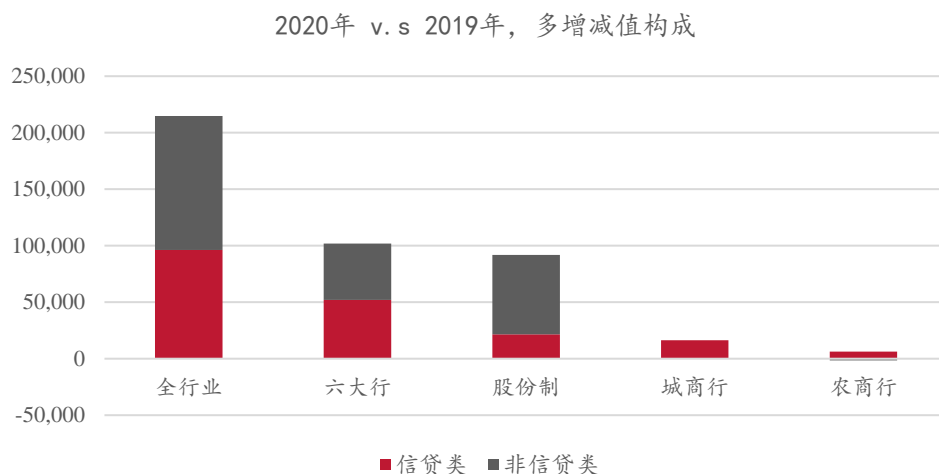
	2019A	2020A	2021Q1
不良总额 (百万)	1,471,936	1,647,418	1,719,672
不良率	1.43%	1.47%	1.50%
拨备/总贷款	3.17%	3.29%	3.27%
信用成本(年化)	1.34%	1.61%	1.50%
不良净生成 (TTM)	0.85%	0.96%	1.03%
逾期/总贷款	1.62%	1.56%	
不良/逾期 90 天以上	141%	69%	

数据来源: 各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

落实到减值计提层面, 预计随着零售不良高峰的化解及进一步清理历史存量问题资产的推进, 银行的信用成本计提在 2021 年维持高位, 一方面继续夯实不良计量审慎性, 一方面消化资管新规过渡期的阶段性出清。我们维持年度策略的判断, 伴随着不良出清及经济的复苏, 2021 年银行不良生成速度有所放缓, 资产信用成本将边际改善但暂时无法大幅下降。



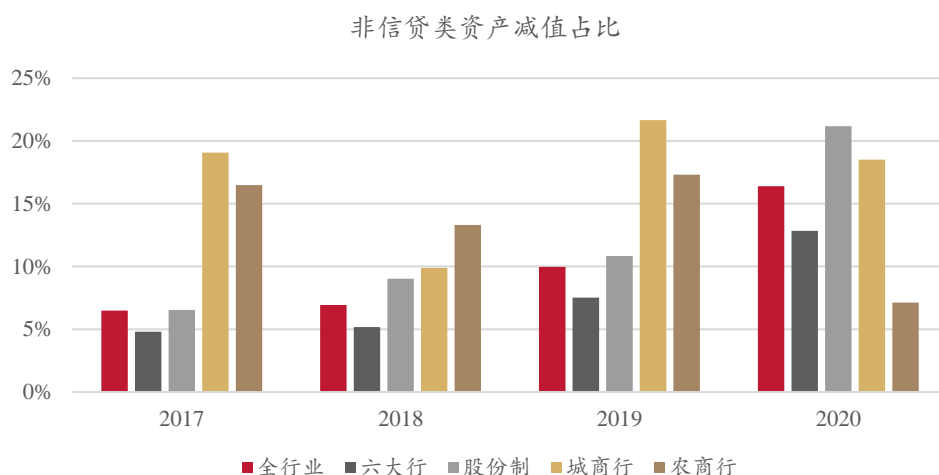
图表 29、全行业 2020 年非信贷类减值计提明显增加



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

值得一提的是，尽管资管新规过渡期进入后半程，但不同银行间对表外非标回表处置的安排进度差异较大。典型例如招行、兴业、平安等银行，已在 2020 年进行了相当于总减值约 30%-40% 的计提，绝对水平在 100-300 亿之间，2021 年的压力大为减轻。但仍有不少中型银行在 2020 年缺乏财务资源前瞻性化解，2021 年必然面临持续计提的压力。

图表 30、不同类型银行对非标的前瞻性处置进度差异明显



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

预计未来一段时间不良生成率和信用成本之间的正差将继续存在并保持一点的安全点厚度，上市银行名义不良率也将在加大核销处置的背景下保持平稳的态势。我们倾向于认为各家行会用一个较长的周期平滑地实现信用成本的节约，减值计提的政策短期内将保持大体的稳健。

更长期来看，尽管过去 10 年中国上市银行的信用成本长期处于上升阶段，但

这一现象的发生有其特殊的历史背景。未来一方面高信用成本状态必将逐渐过去，对利润形成正向对冲，另一方面“隐性不良折价”的消除则有利于银行估值回升至全球 PB-ROE 中枢位置。

## 8、关于所得税费用的判定

银行的实际所得税费率主要取决于免税收入在营业收入中的占比，一般商业银行对于非税收入资产的投资占比都会保持相对的稳定，随之实际税率的比例也会长期维持在一定的水平之内。近两年内部分银行加配了国债、公募基金等免税品种，使得这部分银行的实际税率有下行趋势。尤其是今年政府债券仍然维持不低的发行规模，银行作为利率债最重要的配置机构，加大了对持有至到期债券的配置，实际所得税率仍能有所节约。

## 9、关于 2021 年银行股业绩的最终判断

通过以上的分析，我们已经逐一从六大核心驱动因素对银行股 2021 年的业绩实现进行了梳理更新。

随着经济逐渐复苏，2021 年生息资产规模整体有望保持与 2020 年大体相当的增量水平，规模增速较 20 年小幅下行 1-2 个百分点；定价方面，NIM 前低后高，资产端重定价的压力继续影响 Q1 息差水平，Q2 逐步好转，全年同比较 2020 年中枢持平或小幅下行。中间业务收入中卡手续费积极复苏，头部银行积极布局财富管理业务的效果初现，预计总体中收增速维持 5-10% 左右的温和增长。支出随着展业的常态化恢复至往年的正常水平，同时疫情后银行线上化经营的需求更为凸显，倒逼银行进一步加大线上化运营的费用列支，成本收入比预计小幅回升。信用成本随经济复苏和计提高峰结束全年高位改善，资管新规下的非标减值计提使得各银行之间差异性较大。

最终我们维持年内银行业利润增速保持在 7-10% 的大个位数到两位数的判断，但各家银行的业绩将进一步分化。节奏上预计 2021Q2 大中型银行均会录得年内较高的名义利润增速，而部分中小型银行或由于基数原因延迟至 2021Q3，但行业性利润增速持续回升和营收回暖的趋势是确定的。

### 三、专题：中国银行业距离内生增长还有多远？

资本内生能力是商业银行经营中关注度非常高的指标，它表征了一家银行是否可以摆脱融资-扩张-再融资-再扩张的非良性循环，进入不依赖外源式融资的内生增长路径。

中国的商业银行过去较长一段时间一直在“融资—扩张—再融资—再扩张”的模式中成长，近 5-7 年由于资产质量对估值的压制，公开普通股再融资的节奏有所放缓。但上市银行通过各类定向增发进行资本补充的步伐却仍然持续，而较大比例的资本补充将摊薄 EPS，使得市场对于银行的普通股再融资大多无法秉持积极的态度。

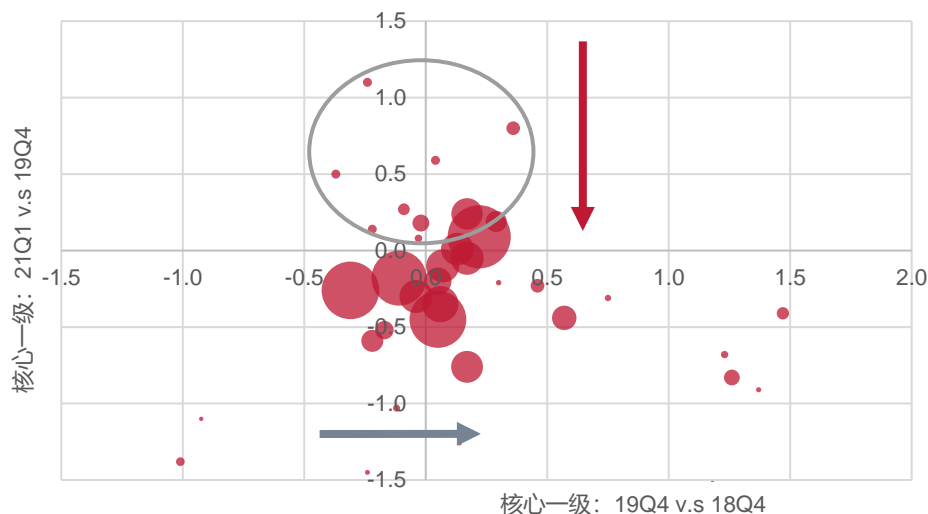
通过对过去一年的数据回顾，我们观察到由于历史上相对偏低的定价水平以及应对疫情冲击下较高的资产负债表扩张速度，**商业银行整体距离资本内生性增长模式的形成，仍然还有很长的一段路要走。**不过其中不乏优秀银行，在过去几年的实践中形成了与资本市场良性互动的模式：或长期保持资本内生能力获取估值中枢的持续提升；或通过较高的成长性获得估值溢价，从而打开外延式扩张的空间。我们认为上述这类银行有望长期超越行业发展。

#### 1、现状：资本充足率提升动能逐渐趋弱

当我们提及资本内生能力的时候，最关注的是核心一级资本(CT1)的内生能力，但若观察过去数年的 CT1 充足率边际变化可以看到，资本充足率提升动能正在逐渐趋弱。

- **2019 年及此前：**依靠内生资本积累和上市融资，大部分银行的核心一级逐渐提升；
- **2020 年至今：**绝大部分银行资本充足率下降，算数平均降幅 0.35%。股份行和农商行的降幅最大；
- 能够实现核心一级过去 5 个季度上升的，多数是有再融资的小型银行。

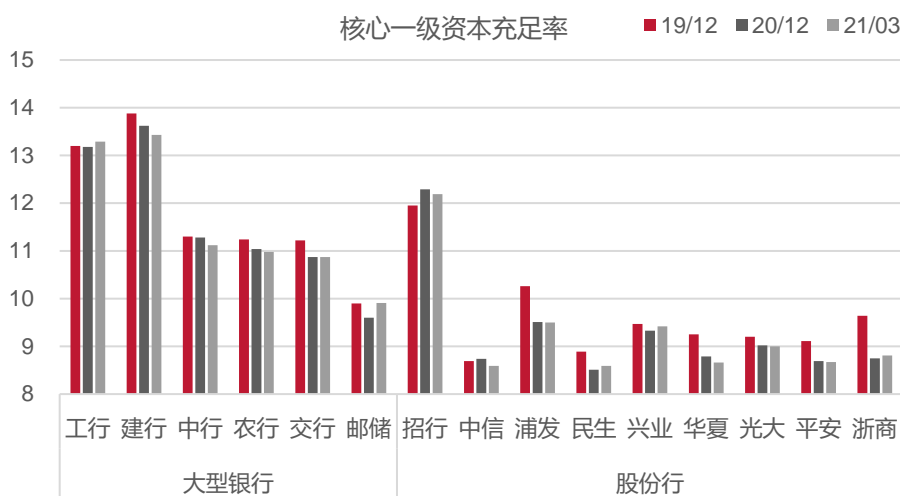
图表 31、上市银行过去一年资本充足率止升转降



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

- **大行：**较 2019 年末 CT1 平均下行 0.19pct。工行表现最好，在没有外源性融资情况下基本持平略有提升。建行这个周期的扩张快于工行，最高的充足率水平给予了其扩张空间。邮储：RWA 增速最快，300 亿再融资增厚部分对冲了 RWA 的增长。
- **股份行：**总体降幅明显。招行继续实现资本内生，浦发、华夏、浙商下降都超过了 0.5pct，较快的 RWA 增长和本身同业可比略高的充足率水平是主要驱动因素。平安依靠强劲的利润增长对冲了较快的扩表。截至 21Q1 已有 5 家银行 CT1 降至 9% 以下。

图表 32、大型及股份制银行 CT1 变化

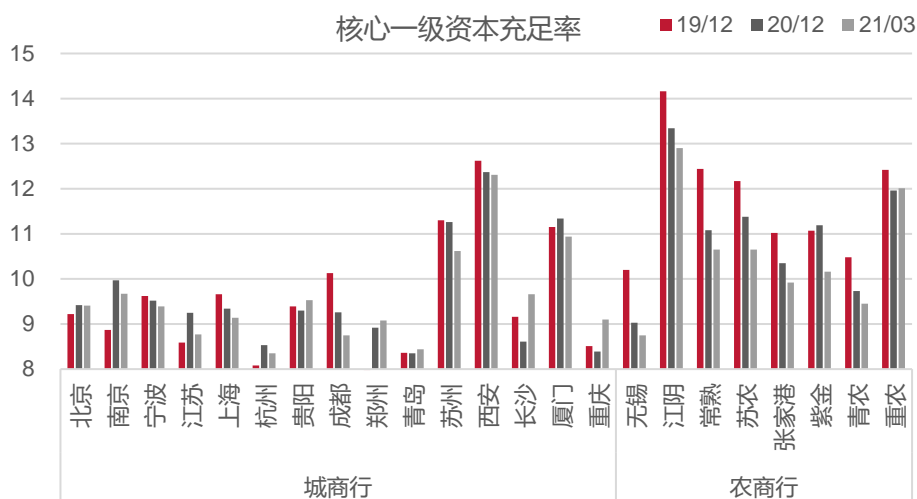


数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

- **城农商：**部分银行依靠极低的 RWA 增长（1.8%）维持了 CT1 水平，持续性

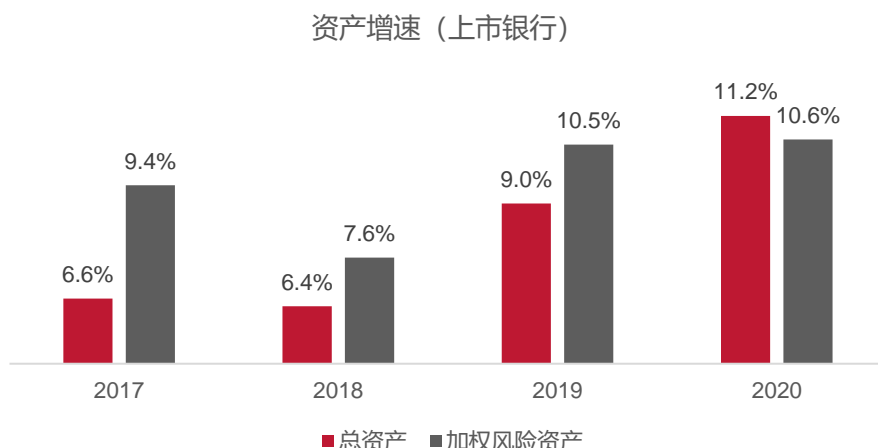
值得商榷。宁波、杭州、苏银或走在外延式扩张的道路上。绝大部分农商行过去 5 个季度 CT1 下降了超过 1 个百分点，当然其绝对水平依然较高，但这一消耗速度至多再维持 1-2 年。

图表 33、城商行、农商行 CT1 变化





图表 34、总资产与加权风险资产差

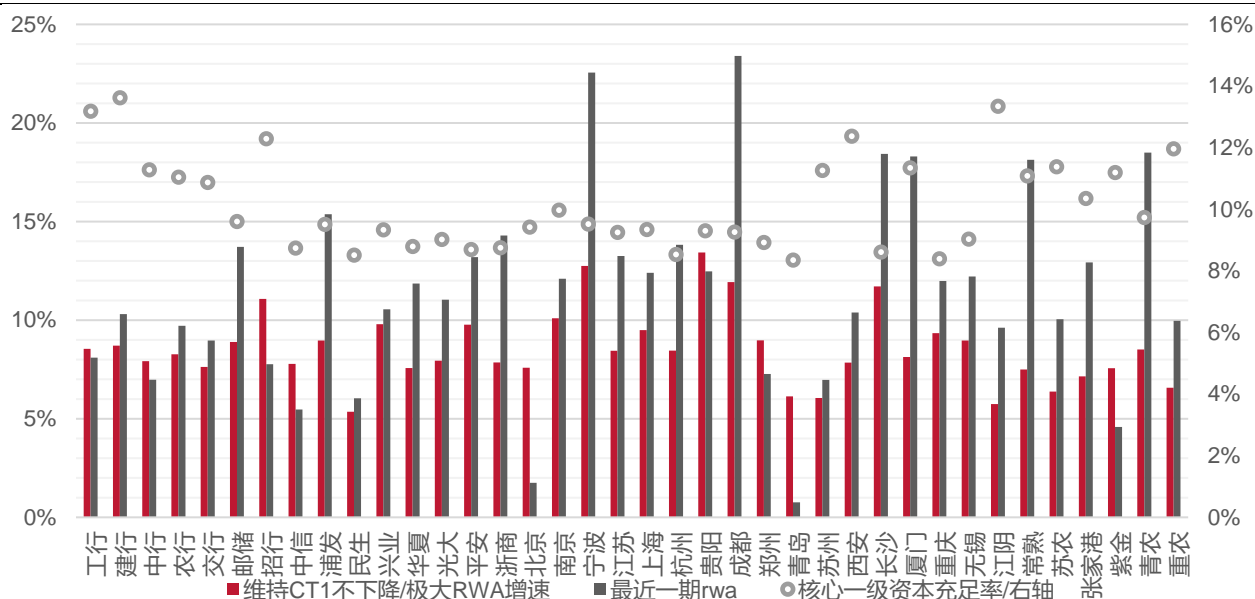


数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、资本内生之路：道阻，且长

我们依据各家银行 2020 年的加权风险资产回报水平（RoRWA）并结合最新一期的核心一级资本充足率，计算了在没有外源性资本补充、考虑分红不变的背景下，各家银行能够承受的最大加权风险资产的增长。总体而言，我们认为资本内生在目前全球经济、监管和中国银行业发展的背景下，仍然是个道阻且长的任务。短期阻碍来自资管新规下非标的一次性回表，来自中小行扩张冲动，来自资本监管的持续收紧。我们判断中国银行业可能仍然需要几年时间，才能达到一定程度上的资本内生，但诚如第二部分所言，我们在当下也看到了行业积极变化的一面。

图表 35、CT1 不下降对应极大 RWA 增速与实际增速情况



数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

大型银行基本能够实现大体内生增长，这一方面依赖于其较高的 rorwa，背后

是收入均衡化对 ROE 的支持以及网点渠道价值的兑现,另一方面也与其规模增速较慢有关。

股份制银行是增速差较大,且目前 CT1 比较紧缺的群体。同时他们也是表外理财相对规模较大的群体,回表对利润和 rwa 都是考验。年内的 D-SIBs 无形中将增加这种压力。股份行内分化也非常明显,完全资本内生的招商银行,和目前估值深度折价较为明显的上市银行均在此列。

城商行中宁波、杭州、江苏、成都,如果没有外源性资本补充,都面临着资本充足率明显下行的压力。但上述银行中的部分,背靠优势区位和管理层的深耕细作,对外积极扩张形成持续的成长性,进而获得相应的较高估值,反过来又支撑了其外源性融资——形成二级市场融资正向循环。我们预计这部分银行在积极扩张的同时,也会更加关注市值管理。融资提升扩表能力,但股东关注 ROE,若最终不能形成 ROE 上行的经营结果,恐怕长期外源性融资未必可持续。这点上,宁波银行或许是个很正面的例子。

农商行由于普遍 CT1 偏高,较低杠杆也制约了其 rwa 增速的实现。不过目前对这部分银行而言,资本尚且不构成明显压力。

## 四、重点关注公司

### 1、招商银行

招商银行作为国内的老牌零售银行，近年来零售优势不断兑现。在利率市场化深入、流动性波动加剧以及银行进入低增速时代的背景下，行业监管加速了市场对于银行本源/传统业务的重新认识。业务结构平衡，经营效率较高的招行依靠稳定的业务获得了稳定的估值溢价。公司轻型银行战略转型继续推进，科技金融投入不断提升正为中长期的估值稳定提供坚实基础。

经营效率上，公司 ROA 长期保持行业前 3，非息收入占比持续领先于行业，优秀的负债成本控制使得 NIM 绝对值和稳定性均优于同业。零售业务利润贡献超过 50%，高端财富管理无论从总量或人均规模上均在业内遥遥领先。

**营收双位数增长，业绩超预期。**公司 2021Q1 一季度营收端实现了 yoy+10.6% 的增长，拨备前利润 yoy+9.1%，归母净利润 yoy+15.2%，拆分业绩增长的驱动因素来看：收入端，净利息收入同比增长 8.2%，主要得益于生息资产同比增长 11.2%，而一季度净息差 2.52%（环比去年 4 季度回升 11bps），同比下降 4bps 形成一定拖累；手续费收入同比增长 23.3%，主要是代理基金、代理保险、代理信托、结算清算及托管费收入增加；其他非息收入同比略有下降，主要是今年投资收益受利率走势影响表现稍弱于去年同期。成本方面，Q1 成本收入比 26.54%，同比上升近 1 个百分点。受益于优异的资产质量，减值计提力度同比+0.9%，拨备小幅释放，对利润形成反哺。

**存贷款增长平衡，存款活期率提升。**贷款 yoy 增速回升至 12.9%，占比提升至 60.6%。从母行口径来看，新增贷款投向对公贷款较多（+1300 亿），占比超过一半。零售新增贷款中主要投向小微（+600 亿）、按揭（+290 亿）、消费类贷款（+150 亿）、信用卡（+70 亿），按揭新增额度少于去年同期，我们预计受房贷新规影响，资产配置方向略有调整。负债方面，一季度存款 yoy 增速 12.9%，高基数下较去年有所放缓，存款占比维持在 76% 左右，母行口径下，一季度日均活期存款占比 65.13%，较去年全年占比提升 4.27 个百分点。

不良率环比继续下降至 1.02%，拨备小幅释放。一季度公司加大了核销力度，不良率环比下降 5bps 至 1.02%，拨备覆盖率环比上升 1pct 至 438.88%，拨贷比环比下降 20bps 至 4.47%，拨备小幅释放。我们测算的 TTM 不良生成率环比略有回升，但仍保持行业可比的较低水平。本轮公司前瞻性加大减值计提和不良处置力度后，受益于优异的资产质量，未来在资产/利润摆布上愈发从容。

我们继续看好公司前瞻性的战略思路、在金融科技赋能银行经营上的布局、不断强化的数字化经营能力和最终财务结果的兑现。作为老牌零售银行，大财富管理经过长期蓄势，内涵外延及打法愈加清晰，招行正逐步兑现其流量和品牌价值。先人一步的战略准备使得招行长期竞争优势在此期间仍然不断巩固和扩大。

盈利预测：预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 4.39、5.03 元。维持对公司的审慎增持评级。

## 2、兴业银行

公司对公业务特色明显，商行+投行战略有序推进，财富管理业务发展势头积极。年内行业信贷边际向对公倾斜，有利于公司对公禀赋优势的发挥；同时较低的利率环境亦有利于负债成本的弹性体现。市场的担忧仍然在于整体资产质量的不确定性，公司近期的经营结果已逐步自证其资产质量稳健和不良处置资源充足。随着商行+投行战略转型深入，改革红利未来将持续释放。

**营收/利润双位数增长，中收靓丽，减值逐渐反哺利润。**公司一季度营收/PPoP/利润 yoy 增速 10.8%/9.7%/13.7%，其中利润增速升至 25 个季度（20Q4 除外）以来的最高水平。拆分各因素来看，规模/息差/中收皆为正贡献——生息资产同比+7.6%，NIM 同比+7bps，财富管理/投行业务带动窄口径中收增速较去年末提升 10pct 至 34%，新口径下手续费收入占比突破 20%。支出端成本保持积极投入，而减值基本持平去年同期，年化综合信用成本下降 23bps 至 1.57%。

总体而言，公司 2021 年一季度呈现出营收稳健、资产质量改善、核心指标持续好转的特点，且资本内生性较强。公司基本面拐点的确立再次得以印证。从中期维度看，公司已跨过资管新规阵痛期，商行+投行战略的推进路径及成效更加清晰，即将迈入新发展阶段。

**资产增长质/量结合，负债结构持续优化。**公司一季度总资产环比增速有所控制（QoQ1.4%），贷款占比进一步提升至 51.8%，但债券投资有所压缩（QoQ-4.5%），压降了部分其他债权资产，预计主动为之以作择机配置。本季度公司新投放了共 2099 亿贷款，较去年同期的 1876 亿多增约 12%。贷款中对公增速高于零售（QoQ8.9%vs1.8%），预计项目储备较多以及零售中按揭贷款的结构调整有关。负债端存款维持较低增速（QoQ0.8%），应付债券有所补位。我们预计公司高成本负债的调整仍在迅速推进，也利用 Q1 流动性较为宽松窗口进行了部分长期限存单的配置，为未来 3 个季度的负债成本控制奠定扎实的基础。

**NIM 同比提升，环比基本稳定，负债端贡献明显。**我们测算的 NIM（期初期末口径）为 1.92%，同比+7bps，环比-2bps。拆分结构看，生息率同比-13bps 至 4.05%，但付息率-21bps 至 2.31%。尽管资产端的重定价在今年仍将持续一段时间，但有效的负债成本管控将给 NIM 的稳定带来有效支撑。考虑到公司 2020 年付息率的低点在 3-4 季度，我们预计 Q2NIM 压力不大，但下半年有待于资产端定价上行的拉动。

**不良连续 2 个季度双降，认定继续趋严，生成速度减缓，拨备安全垫增厚。**公司期末不良率 1.18%（环比-0.07pct），不良贷款余额 491 亿元，再次实现季度不良双降。同时公司关注率-0.1 pct 至 1.27%，已处于上市银行中较低水平。本季度综合信用成本为 1.57%，但信贷类减值计提预计保持稳定，进而带来拨备覆盖率（248%）和拨贷比（2.92%）的提升。我们维持前期判断，公司过往 3 年应对资管新规所进行的资产负债表调整和减值补提基本告一段落，2021 年在较高信用成本基数下，减值逐渐对利润产生正向贡献。同时对表外非标的提前消化也给 2021 年的业务和财务指标增长提供了更大的空间。

盈利预测：预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 3.56 元、4.14 元。维持公司买入评级，看好公司新阶段的成长性。

### 3、平安银行

“科技引领、零售突破、对公做精”，平安银行经营拐点逐步确立，经过近 3 年不良处置和转型后，利润持续保持快速增长，可转债顺利转股补充资本，为后续改革和业务发力奠定了坚实的资本基础。公司零售转型成果继续兑现，基础零售及私行客户数及 AUM 均实现快速增长，综拓贡献进一步提升。去年起大力推进对公业务转型，以“行业银行、交易银行、综合金融”为 3 大业务支柱，战略转型逐渐拉开。

**营收 PPOP 双位数增长，减值节约反哺利润，业绩超预期。**收入端：利息稳健、中收亮眼。营收在经过 4 个季度增速下行后重回升势且幅度明显。息差同比仅小幅下行 1bp 叠加日均生息资产规模增长 9.7%，净利息收入保持稳健增长 (yoy+8.5%)；中收在财富管理、信用卡、对公结算及理财等业务带动下，手续费净收入表现亮眼，同比实现 20.7% 的正增长。2) 成本端：减值高基数下反哺利润。成本收入比同比基本持平，PPOP 同比+10.0%，1Q21 信用成本绝对值 2.45% 依旧维持较大的减值计提力度，但同比 1Q20 高基数 (2.67%) 下边际节约，带动净利润实现近 20% 增长。展望 2021H1，半年年化 3.19% (2020H1) 的信用成本基数下，未来一个季度的经营结果仍有较大的改善空间。

**扩表速度放缓，资产负债结构优化。**1Q21 公司资产规模同比增长 10.7%，货币政策边际收紧下扩张速度放缓，但**资产负债摆布更加精细化**：资产端同业、债券类资产压缩，高定价信贷占比环比提升近 1pct 至 61%，信贷投放结构基本持平于年初，零售贷款内部房屋按揭及持证抵押贷款增配，信用卡出于风险原因有所控制；负债端存款占比小幅提升，同时存款活化率较年初+1.8pcts 至 36.5%，存款结构改善叠加定价下行，1Q21 存款平均成本较去年同期及去年全年分别下降 36bps、17bps，存款成本管控能力突出。

**全年 NIM 同/环比均仅下行 1bp，拐点将至。**平安银行 1 季度对信用卡分期收入分类口径进行调整（口径调整后 2020Q1 同期 NIM 读数+28bps），对应新口径息差 2.87% 处于股份行中较高水平，总体而言息差同/环比均基本持平，彰显灵活结构调整与优异成本管控能力。1) 让利实体+风险偏好调整，资产端收益率同比下降 28bps，但环比降幅趋缓。同比角度，公司 1 季度持续让利实体，企业贷款平均收益率同比下降 45bps；同时零售端加大低风险的持证抵押贷款产品及优质客户的信用贷款投放，零售贷款平均收益率同比下降 76bps。环比角度，零售投放仍适当降低风险偏好，定价继续下行，但受益于 1 季度信贷供需格局好转，新发放贷款定价回暖，企业贷款定价较 4 季度仅下行 2bps。2) 成本节约基本对冲掉资产端收益率下行。同比角度，各类存款成本随存款价格竞争受到抑制而有所下行，做大交易银行带来的较高日均活期水平也有助于整体付息成本的控制。环比角度，1 季度存款活化率提升，结构定价改善趋势延续。未来继续关注对公五张牌及零售私行财富跨越式发展下的负债成本改善趋势，预计公司 NIM 即将迎来趋势拐点。



贷款不良“双降”，生成速度放缓，不良/关注/逾期改善趋势延续，拨备增至245%，资产质量大幅夯实。1) 公司期末不良额环比减少近9亿、不良率环比下降8bps至1.10%，已处于可比同业较低水平，我们测算的单季度不良净生成率0.01%，环比4Q20放缓(0.54%)。2) 积极变化不止来自于表观不良，关注、逾期率环比分别-5bps、-18bps至1.06%、1.43%，逾期90天以上/不良仍处于78%的较低水平。3) 不良生成速度放缓叠加减值高基数，公司1季度在各项不良指标改善的同时，拨备安全垫亦大幅增厚，拨备覆盖率、拨贷比同比分别+44pcts、+32bps至245%、2.69%，拨备覆盖率已处于同业较高水平。2020年公司通过非标一次性计提、不良的从严计量、问题资产的大幅核销处置，瑕疵资产得以全面出清，资产质量已大幅夯实。1季度不良生成速度放缓，各项指标改善的同时拨备增厚，减值持续反哺利润的拐点或已出现。

公司2020年至今持续地以经营数据自证历史不良包袱基本出清完毕，在经营调整 and 战略推进上愈发从容。零售转型迈入关键阶段，而对公做精做强也持续推进。未来，公司业务摆布仍有优化空间，尤其是对公的资源配置有望持续地联动性改善负债成本，而做大高净值客户的零售弯道超车渐入佳境。预计公司财务、风险指标仍将持续改善，提前出清的不良给予公司年内较大的盈余管理空间。我们看好公司转型推进后半程的业绩弹性和市场认可度提升的潜力。

盈利预测：预计公司2021、2022年EPS分别为1.75元、2.07元。维持审慎增持评级。

#### 4、宁波银行

宁波银行地处浙江，深耕江浙沪，在全国主要核心区域布局完善。公司区位优势明显、管理层稳定、战略先发性和执行能力卓越，向财富管理转型战略快速推进并已经取得阶段性积极成果。持续不断的外延式扩张仍将给未来2-3年的经营带来较高的成长加成。

宁波银行一季度的营收/PPoP/利润皆高增(21.8%/21%/18.3%)，总体业绩超预期市场预期。业绩增长主要驱动因素来自：(1) 规模和息差通向驱动净利息收入+32.1%：得益于生息资产规模同比增长18.6%(上一期22.6%)、息差预计同比提升超过30bps。(2) 中收保持增长，财富管理收入贡献明显提升：信用卡分期重分类至利息收入口径后，手续费净收入同比增长2.4%，其中收入端增速16.2%，手续费支出本季超过200%增长拖低了净收入增长，但财富管理手续费(10.95亿)接近总中收半数，同比保持65%的增长水平。(3) 其他非息收入同比+8%。成本方面：(1) 高投入高产出策略延续，一季度成本收入比升至5年同期新高(34.3%)，预计与公司零售战略推进，网点扩张、员工人数快速增加有关。(2) 信用成本回升至高位，公司一季度综合信用成本1.95%，减值同比增速19.5%(去年基数极高)，非标资产迅速回表处理。

积极扩表与负债调整同步推进，零售贷款占比升至39%。资产规模保持快速增长态势，YoY+19.7%，QoQ+5.9%。贷款增速25.9%，投资类资产增速21%。相较于上一期，公司略降低了扩表速度但仍处于较快区间。21Q1贷款新增488亿(20Q1:558亿)。零售贷款增速继续高于对公但增速差季节性收敛，零售贷款占

比提升至 39%。**负债结构调整推进**，Q1 较低的市场利率给予公司有利的负债调整窗口，存款增速从 2020 年的约 20% 下降至 11.4%，环比增速 12%，预计与压降高成本存款有关。考虑到公司 2021 年内还有 17 家分支机构设立（近一年 54 家），未来负债也有外延式改善的空间。

**IM2.55 改善明显（环比+33bps），负债端贡献显著。**尽管公司未披露同比数据，但考虑到去年 NIM 逐季走高，定价同比贡献预计超过 35bps 或 13%+。其中生息率从去年全年的 3.96% 改善至 3.99%，付息率则同/环比改善 32/15bps。结合公司存款增速有所控制，预计公司在量价选择上更加均衡，整体付息率水平已从 2.3%-2.4% 区间降至 2% 左右的舒适区域。

**不良率低位持平，非信贷类资产处置加速，拨备覆盖率高位小幅改善。**21Q1 不良率持平于上个季度末的 0.79%。我们测算的 TTM 不良生成率 0.48% 有所改善。公司本季一方面继续加严了不良的确认口径，关注类贷款占比从 20Q1 的 0.74% 持续下降至 21Q1 的 0.36%，另一方面本期贷款减值计提从 20Q1 的 76.7 亿下降至 21.4 亿，同时公司还计提了 14 亿的表外业务减值（并核销 17 亿）。指向公司资产质量持续改善的同时，对资管新规过渡期内非标处置明显提速，未来 3 个季度压力较小（2018 年公司也曾就表内应收款减值进行了大幅计提，基本集中在上半年）。公司期末拨备覆盖率 508%，拨贷比 4.01% 均处于高位，在降低贷款信用成本的同时，公司并未通过消耗拨备维持名义不良的稳定。总体来看，公司资产质量持续保持上市银行最优水平。

**盈利预测：**预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 2.77 元和 3.41 元。维持审慎增持评级。

## 5、杭州银行

杭州银行立足杭州的同时对浙江实现全覆盖，业务辐射至京沪深等地区，有良好的地理区位优势。大零售为战略转型重点方向，同时突出科创金融特色，具有差异化定位。

**1 季度营收利润实现双位数增长，资产质量持续夯实。**20 年业绩与此前快报一致，超预期因素在于息差同比+13bps、手续费净收入在托管/投行/代理等业务带动下同比翻倍。**拆分 1 季度收入结构来看：**（1）利息净收入同比增长 17.1%，在息差持续提升+规模较快增长的双轮驱动下保持了较好的增长。（2）手续费持续高增（yoy+147.2%），主要是理财业务手续费收入增加。（3）其他非息收入持续走弱，预计主要是债券投资收益波动拖累。**成本方面：**（1）管理费同比保持大个位数增长，成本收入比保持平稳。（2）减值计提维持高位，单季度年化信用成本 2.28%，与 1Q20 的 2.38% 基本相当。

整体上，杭州银行 1 季度息差同环比继续提升、中收延续高增长，支撑营收双位数增长；同时，公司在 1Q20 信用成本高基数下减值计提力度不减，拨备覆盖率提升至近 500%，资产质量持续夯实，为后续发展蓄力。

**资产端贷款占比持续提升，1 季度息差继续上行。**资产端，1 季度贷款投放较

快 (yoy+18.4%)，新增资源主要投向企业贷款，贷款增长积极带动资产规模快速扩张 (yoy+18.1%)。负债端，结构与年初基本相当，但存款活化率较年初下降近 2pcts，1 季度付息率环比提升 7bps。定价方面，2020 年息差在市场化负债成本大幅节约、下半年存款成本边际下行带动下，同比走阔 13bps；1Q21 负债端付息率在活化率下行、市场利率回升形势下小幅上行，但受益于信贷供需格局优化、资产结构优化，生息率企稳回升，最终 1Q21 年化净息差同环比继续小幅上行。

**不良率、关注率、逾期率持续下行，拨备大幅增厚，资产质量迈入上市银行第一梯队。**公司 1 季度不良率、关注率环比分别-2bps、-9bps 至 1.05%、0.49%，我们测算 1Q21 单季度不良净生成处于 0.06% 的低位，与 4 季度基本持平；截至 2020 年底逾期率、逾期 90 天/不良分别为 0.84%、59%，环比 1H20 分别下降 33bps、30pcts。名义不良改善与不良确认口径趋严的同时，公司 1Q21 拨备覆盖率环比提升 29pcts 至 499%，拨贷比环比提升 20bps 至 5.22%。同时，公司 2020 年加大了非信贷债权资产的拨备计提力度，全年大幅计提了 22.75 亿信用减值，做实资产质量。**整体上，公司 2020 年与 1Q21 主动加大减值计提力度，大幅增厚拨备，夯实资产质量，关键指标持续改善，资产质量在上市同业中已处于第一梯队。**

盈利预测：预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 1.36、1.70 元。维持审慎增持评级。

## 6、江苏银行

江苏银行是江苏省属地方法人银行，覆盖无锡、苏州、南通等主要区域，辐射全省。公司近几年不断进行资产结构调整，息差稳定性好于行业，不良逐渐出清。出口产业链和制造业回暖对公司资产业务布局形成稳定支撑。

**息差走阔、中收改善，驱动营收增速进一步上行，成本支出减少引致 21Q1 利润增速高企。**公司 2020 年业绩与此前披露的业绩快报基本一致，营收/PPoP/利润 yoy 改善至 15.7%/19%/3.1%，最终拉低利润增速的主要因素是综合信用成本提升至 2% 的 2017 年以来新高。21Q1 营收/PPoP/利润 yoy 仍继续向好，yoy 为 17.1%/21.4%/22.8%，除了营收高增外，管理成本的节约和减值的下行是本季度利润增速大幅反弹的最主要驱动力。

21Q1 高增长驱动因素主要来自于 1)、营收端生息资产同比+13.7%、净息差 (估算值) 同比+30bps。**息差明显走阔**，延续了 2020H1 后生息率平稳、付息率大幅节约的情况，我们估算的生息率同比贡献+2bps，付息率贡献+27bp；2)、**手续费及佣金收入边际大幅改善** (yoy+48%)，预计代理、托管及信贷承诺等财富管理/资产管理相关手续费收入是最主要的拉动因素。利息与非息较好对冲了投资收益的高基数效应，平滑了整体营收水平；3)、成本方面，成本收入比较去年同期下降 2.8pct 至 22.1%，带动了 PPOp 超越营收增速；4)、21Q1 减值损失也仅增长了 4.1%，对应综合信用成本为 1.67%，**在不良生成率大幅下行的背景下，减值反哺利润的逻辑兑现明显。**

**20Q3 资本补充后扩表提速，贷款 21Q1 增量超去年同期，对公投放较快。**江苏银行近两个季度规模驱动增强，表现为贷款增速稳定，债券配置增加。20Q1 贷

款同比增长 15.7%，对应新增贷款 688 亿（2020 年：563 亿），80%投向对公及票据，指向对公供需格局良好。此外，2020 年表内住房(+30%)及房地产贷款(+53%)增长相对迅速，集中度新规下预计今年将逐渐放缓。近两个季度公司增加了债券配置（季度环比增速回升至 4.5%/6.9%）。**负债方面**，公司存款占比过去几年稳定维持于 62-67%之间，2020H1 吸收的较低利率同业负债带来的成本优势在一季度得以延续，推动总负债成本下行至 2.61%，这一趋势仍将延续 1-2 个季度，但贡献将逐渐收窄。存款方面，通过压降结构性、做强交易银行、“拓客强基”等手段，2020 年公司存款活化率较上年+1.1cpt 至 33.7%，预计 21Q1 存款成本在结构调整及监管指引下对息差亦有正向贡献。结构上，零售存款 Q1 yoy+19.3%/QoQ+14.5%，远高于对公。

**不良率双降、拨备增厚、认定标准趋严。**公司资产质量继续夯实，不良率从 20Q4 的 1.32%降至 1.24%，拨备覆盖率和拨贷比皆有小幅提升（277%/3.43%）。关注类贷款也从 20Q3 的 1.59 降至 21Q1 的 1.31。此外，最近一期的公司 90 天逾期/贷款从 20H1 的 83%陡降至 68%，指向不良认定标准在最近两个季度明显趋严，同时最近两个季度 TTM 不良生成率为 0.86%和 0.74%。结合减值计提的情况，公司并非用高核销来控制不良，而是生成确有明显好转，持续性可逐步验证。

公司近几年不断进行资产结构调整，息差稳定性好于行业，不良逐渐出清。年内东部经济积极复苏及内部持续夯实的资产质量都给予公司较高的经营弹性。随着后续转债对资本的补充，看好公司成长性和区域金融机构整合中市场份额提升的能力。

**盈利预测：**预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 1.19 元、1.38 元。维持审慎增持评级。

## 7、南京银行

公司深耕南京和江苏，区位优势显著，充分享受发达区域经济增长的红利。对公业务资源优势突出，近几年战略转型成效显著，大零售战略+交易银行战略持续推进。公司经营业绩持续保持较好水平，资产质量维持上市银行第一梯队。转债发行进展顺利，资本充足水平夯实，为后续规模扩张奠定坚实基础，继续看好公司在长三角一体化进程中的成长性。

**公司 2021 年 1 季度利息+手续费收入高增，非息拖累营收，减值节约反哺利润。**21Q1 营收增长较弱，拆分结构来看：（1）利息收入同比增长 17.4%，连续两个季度实现高增长，主要是息差回升+规模稳定增长双轮驱动。（2）手续费净收入表现靓丽，同比大增 58.2%，连续两个季度增长近 60%，本季主要是理财和投行业务实现高增长带动。（3）其他非息收入走弱，本季下滑 51.3%，拖累整体营收表现。**成本方面：**（1）管理费同比增长 16.2%，成本收入比较去年同期上升 3 个百分点。（2）减值计提同比减少 22.9%，Q1 年化信用成本 1.41%，减值节约反哺利润。

**贷款高增，扩表速度趋缓。**资产端，一季度同比增长 9.3%，扩表速度有所放缓，其中贷款投放较快（yoy+18.0%），贷款占比提升至 45.1%，债券投资增速恢



复至 10.4%。新增贷款主要投向企业贷款，零售贷款增长稍慢。**负债端同比增长 8.5%，慢于资产端增速。**存款增长表现较好（QoQ+10.8%，yoy+11.5%），占比提升至 71.5%，储蓄存款增速高于对公存款。季末同业负债和应付债券规模均有小幅压降。

**不良率微降，拨备稳定，资产质量平稳。**公司 1 季度不良率较年初微降 1bp 至 0.91%，关注率小幅上升 8bps 至 1.29%，逾期率 2020 年末较中期持续改善，逾期 90 天以上与不良比持续下降，我们测算的 TTM 不良净生成处于 0.78% 的低位。名义不良改善与不良确认口径愈趋严格的同时，公司 1Q21 拨备覆盖率环比小幅提升 2pct 至 394%，拨贷比较去年 3 季度末回升 15bps 至 3.58%。**整体上，公司 1 季度减值计提力度有所节约，对利润形成反哺，资产质量和拨备水平保持稳定。**

资本方面，期末资本充足率和核心一级资本充足率分别为 13.20% 和 9.67%。公司正在推进 200 亿元 A 股可转债的发行申请，发行及转股后可进一步夯实公司资本。

盈利预测：预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 1.41 元、1.59 元。维持审慎增持评级。

## 8、成都银行

公司在对公业务领域能力突出，负债端成本优势显著，将持续受益于成渝地区作为西部中心的发展潜力，若本轮周期中能维持平稳的资产质量和结构优化势头，其估值具备进一步提升的空间。

**公司 2021 年 1 季度业绩超预期，营收/PPOP/净利润均实现 20% 左右增长。**20 年业绩与此前快报一致，超预期因素在于交易性金融资产账面浮盈带动 4 季度投资收益等其它非息收入同比+75%。拆分 1 季度业绩，1) 规模驱动叠加非息发力，支撑营收高增长：1Q21 单季度年化息差同比基本持平但生息资产规模扩张加速（yoy+24.4%），进而驱动净利息收入实现 19.9% 的双位数增长；手续费净收入同比增长 55.8%，预计与投资银行、信贷承诺相关手续费增长积极有关；1 季度投资收益延续 4 季度趋势，其它非息收入同比+14.9%。2) 减值计提力度不减，资产质量持续夯实：1Q21 成本收入比基本持平于去年同期，PPoP 同比+20.1%；减值方面，1 季度公司信用成本较 1Q20 的 1.88% 小幅节约至 1.77%，整体依旧维持较大减值计提力度，1 季度不良、拨备双改善，资产质量大幅夯实。

**存贷款规模高增、扩表提速，1 季度息差同比基本持平。**公司 1 季度贷款 yoy+28.4%、存款 yoy+21.3%，资产规模 yoy 录得近年来较高增速 24.6%。结构方面，1 季度信贷主要投向对公，存款活化率环比略有下行。定价方面，1Q21 单季度年化生息率同比小幅下行 3bps，但付息率同比小幅下行 2bps，与资产端定价下行形成对冲，息差同比基本持平。

**不良、关注、逾期处于改善通道，不良生成处低位，拨备进一步增厚。**1Q21 公司关注率平稳，不良率环比-17bps 至 1.19%，我们测算的单季度不良净生成率 0.03% 持续处于低位。不良生成处低位的同时公司减值计提力度不减，拨备覆盖率



环比大幅提升 40pcts 至 333%，拨贷比稳定在 4% 左右。总体而言，公司资产质量经过 2017-2020 年的夯实，目前资产质量问题已经基本出清，未来减值变化更多取决于后续资产质量的波动。

2021 年 4 月 28 日公司董事会已审议通过 80 亿可转债发行预案，若顺利发行并完成转股，将对公司资本进行有效补充。

盈利预测：预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 1.99、2.34 元。维持审慎增持评级。

## 9、上市公司估值比较

图表 36、重点上市公司估值

代码	公司	评级	市值	EPS (元)			PB			PE
			(亿元)	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600036.SH	招商银行	审慎增持	14,204	3.79	4.39	5.03	2.22	1.98	1.74	14.9
601166.SH	兴业银行	买入	4,479	3.08	3.56	4.14	0.85	0.78	0.71	7.0
000001.SZ	平安银行	审慎增持	4,535	1.40	1.75	2.07	1.54	1.39	1.24	16.7
601009.SH	南京银行	审慎增持	1,020	1.34	1.41	1.59	1.05	0.92	0.80	7.6
002142.SZ	宁波银行	审慎增持	2,422	2.43	2.77	3.41	2.34	2.24	1.93	16.6
600919.SH	江苏银行	审慎增持	1,133	1.21	1.19	1.38	0.84	0.74	0.65	6.3
600926.SH	杭州银行	审慎增持	910	1.17	1.36	1.70	1.42	1.31	1.18	13.1
601838.SH	成都银行	审慎增持	487	1.67	1.99	2.34	1.22	1.07	0.93	8.1

数据来源：各公司定期财务报告、兴业证券经济与金融研究院整理

数据截止 2021.6.11 收盘

## 五、风险提示

**金融监管超预期推进：**2021 年资管新规进入过渡期最后一年，非标融资渠道的政策上不确定性和房地产监管政策的收紧，可能带来局部的信用风险暴露。同时 MPA 考核范围和处罚机制日趋严格。若相关金融监管出现超预期政策，则对行业的规模增长、现有业务模式的持续性带来显著约束，尤其是中小型银行。

**息差超预期收窄：**尽管 2020 年下半年结构性存款压降指引下银行负债成本保持平稳，但一般性存款成本仍然刚性。于此同时，较为宽松的银行间资金价格导致商业银行资产端定价上行弹性存在不确定性。商业银行新发放定价上穿存量的时点仍有待确认。随着资管新规的进入过渡期中段，理财新一轮竞争开启，存款长期仍面临表外化压力。若 LPR 报价超预期下行、理财业务阶段性抢规模，或信用派生进一步弱化，则可能引发银行息差超预期收窄。

**资产质量超预期下行：**宏观经济不出现大幅波动的情况下，上市银行资产质量预计保持平稳态势，若经济出现较大幅度波动，或大宗价格向中下游迅速传导，引致制造业及中小微企业的成本端大幅提升盈利能力显著下降，资产质量可能承受较大压力。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn