

证券研究报告·行业深度报告·2021 年中期投资策略报告

# 息差稳、中收强、不良降， 把握业绩确定性拐点

业绩增速已过拐点，后续预计持续向上。(1) 营收端，我们认为 1Q21 为全年营收最低点，息差企稳、规模稳健增长、中收发力、其他非息收入基数效应压力最大时刻已过，预计未来三个季度营收累计增速逐季提高。利润端，在营收增速提速和信用成本同比下行的大趋势下，将带动利润增速继续向上修复。(2) 我们预计 2021 年全年营收、归母净利润同比增速分别为 9% 和 7.6%，增速同比提升 5.3pct 和 3.0pct。

存量风险出清后，资产质量趋势向好。(1) 宏观经济稳中向好，工业企业利润大增、基建回暖和商品房销售面积维持高增长的支撑下，对公贷款借款人偿债能力随之提升。(2) 前瞻指标改善，不良认定严格，关注和逾期改善，缓解不良生成压力。(3) 不良处置维持高位，存量和新增的表内表外风险大幅出清，后续处置压力减轻。

我们认为一季度为净息差低点，二季度开始企稳有望回升。(1) 资产端，信贷供给趋紧银行议价能力提高，资产规模稳步扩表贷款占比提升以及下半年贷款结构调整零售贷款投放占比提升，将带动贷款收益率回升，但在控制实体融资成本的背景下预计回升幅度不会太大。(2) 负债端，同业负债利率企稳，存款在高息存款压降叠加存款定价机制调整的大背景下预计也保持稳定，预计全年负债成本将保持相对平稳。

直接融资与财富管理大势所趋，关注中收对营收的积极作用。(1) 在银行轻资产转型、居民理财意识和需求显著提升和银行对公业务强调综合化全方位服务转型的大趋势下，财富管理、投行等中间业务收入在银行营收占比将持续增加，成为未来重要的营收增长点。(2) 中收占比提升、结构优化。1Q21 上市银行中收占比和资产管理类手续费占中收比均有所提升；理财业务上，2020 年非保本理财规模增速和费率亦同比提升。

板块配置价值显现，机构和外资持续加仓。1Q21 A 股主动基金银行仓位达到 5.59%，环比 4Q20 仓位增幅 2.42pct。2021 年 5 月底外资持仓中银行股占比提升至 10.12%，占比相较于 2021 年初提升 1.83pct。

今年银行业宏观、政策、基本面的组合更胜 2017 年。宏观经济强劲复苏，银行基本面确定性向上，监管政策层面的不确定性和扰动预计不大。

建议四大行等更偏自上而下板块 beta 的估值修复机会聚焦 H 股；A 股注重精选优质个股、把握自下而上的 alpha 机会，重申两大主线：1) 优质股份行：兴业、平安、招行；2) 优质城商行：杭州银行。

银行

维持

强于大市

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

021-68821609

SAC 执证编号：S1440521060001

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

SAC 执证编号：S1440511080003

SFC 中央编号：BEM206

李晨

lichenbj@csc.com.cn

021-68821600\*8018

SAC 执证编号：S1440521060002

陈翔

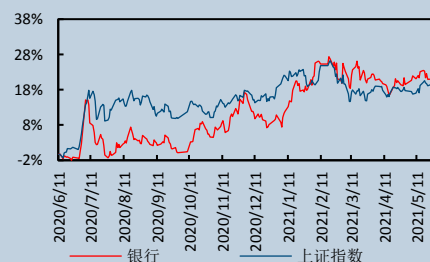
chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

SAC 执证编号：S1440520120002

发布日期：2021 年 06 月 23 日

市场表现



相关研究报告

## 目录

一、业绩增速已过拐点，后续预计持续向上 .....	1
二、存量风险出清后，资产质量趋势向好 .....	2
（一）宏观经济稳中向好 .....	2
（二）认定趋严、不良/关注下降，不良生成压力减轻 .....	3
（三）银行继续加大风险处置力度 .....	4
三、净息差预计企稳，稳步扩表叠加结构优化 .....	5
（一）资产端：预期二季度后，贷款利率大概率企稳回升 .....	5
（二）负债端：预计全年负债成本将保持相对平稳 .....	7
（三）结论：预计一季度净息差低点，二季度开始企稳有望回升 .....	9
四、直接融资与财富管理大势所趋，关注中收对营收的积极作用 .....	10
（一）企业端融资方式逐渐向直接融资转变 .....	10
（二）居民端财富管理意识和需求提高，银行对财富管理战略愈发重视 .....	11
（三）中收占比提升结构优化，理财业务量率齐升 .....	13
五、板块配置价值显现，机构和外资持续加仓 .....	14
六、投资建议 .....	15

## 图表目录

图表 1：上市银行 1Q21 营收同比增速为 3.7% .....	1
图表 2：上市银行 1Q21 归母净利润增速进一步修复 .....	1
图表 3：预计上市银行 2021E 营收增速提升至 9% .....	2
图表 4：预计上市银行 2021E 净利润增速提升至 7.6% .....	2
图表 5：宏观经济指标概览 .....	3
图表 6：1Q21 各类型银行不良率均环比下降 .....	3
图表 7：1Q21 披露关注占比的银行平均环比下降 7bps .....	3
图表 8：2020 年末 90 天剪刀差较年中下降 6.5pct 至 62.6% .....	4
图表 9：1Q21 拨备覆盖率环比提升 6pct 至 220% .....	4
图表 10：1Q21 上市银行加回核销不良生成率环比下降 25bps .....	4
图表 11：一季度银行业处置不良贷款 4632 亿，同比增加 3% .....	4
图表 12：上市银行不良率测算敏感性分析 .....	5
图表 13：3 月新发放贷款利率（%）环比回升 .....	5
图表 14：社融与 M2 增速（%）剪刀差扩大 .....	5
图表 15：上市银行贷款占比持续提升 .....	6
图表 16：一季度银行资产规模稳步扩表 .....	6
图表 17：下半年非按揭类零售贷款投放占比提升，贷款结构调整利于净息差回升 .....	6
图表 18：上市银行零售贷款收益率明显高于对公贷款 .....	6
图表 19：结构性存款余额（亿元）持续压降 .....	7
图表 20：20 年下半年存款成本下行 .....	7
图表 21：上半年 SHIBOR（%）逐步企稳 .....	8

图表 22: 银行间同业拆借利率 (%) 企稳 .....	8
图表 23: 上半年同业存单利率 (%) 同样企稳 .....	8
图表 24: 股份行及城商行广义同业负债占比较高 .....	8
图表 25: 活期存款占比越高, 存款成本相对越低; 占比提升到一定程度后, 边际效益逐渐减弱 .....	9
图表 26: 一季度上市银行净息差 (披露值) 同比整体下降 .....	10
图表 27: 1 季度商业银行净息差受 LPR 重定价及季节性因素影响环比及同比均下降 3bps .....	10
图表 28: LPR 已经连续 14 个月保持不变 .....	10
图表 29: 部分大中型银行 2020 年财富管理业务战略与举措 .....	12
图表 30: 2020 年上市银行中收占比进一步提升至 14.8% .....	13
图表 31: 资产管理类手续费占全部手续费比例持续提升 .....	13
图表 32: 2020 年非保本理财规模同比增速 8.8% .....	14
图表 33: 2020 年非保本理财业务的手续费率平均为 0.39%, 提升 0.1pct .....	14
图表 34: 股票+混合公募基金保有规模银行中前十位的全市场占有率 (%) .....	14
图表 35: 1Q21 A 股主动基金银行仓位达到 5% 以上 .....	15
图表 36: 2021 年 5 月底外资持仓中银行股占比提升至 10.12% .....	15

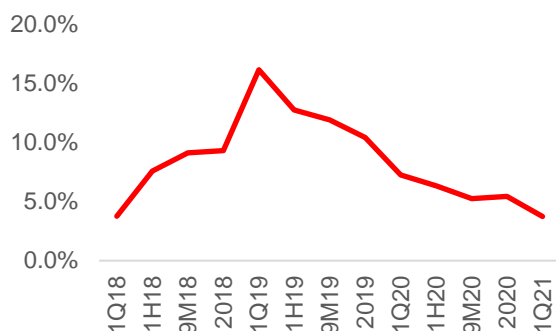
## 一、业绩增速已过拐点，后续预计持续向上

1Q21 38 家上市银行营业收入同比增速为 3.7%，较 2020 年（5.4%）略有下降。由于去年一季度债市为全年最高点，投资收益和公允价值变动损益为主的其他非息收入基数高，1Q21 国债利率在波动上升后又回落至年初水平，债券收益下降，使得 1Q21 其他非息收入同比下降 10%。若剔除其他非息收入影响，1Q21 营收增速达到 6.0%，同口径 2020 年营收增速为 6.9%，降幅更小。

1Q21 38 家上市银行归母净利润增速继续向上，同比增长 4.6%（2020：-0.7%）。其中国有行、股份行、城商行、农商行归母净利润同比变动为 2.5%、8.4%、10.1%和 6.0%。优质城商行、股份行体现出优于同业的业绩表现，比如：江苏银行接近 23%、平安/宁波/成都银行超过 18%、杭州和招商银行在 16%左右。

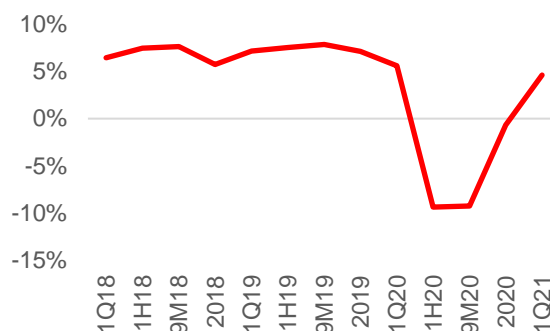
根据盈利驱动因素分析，1Q21 38 家上市银行规模、拨备、中收分别对利润增速贡献 8.7%、2.2%、1.8%。部分银行去年一季度净息差处于相对高位，叠加 1Q21 按揭重定价因素影响，1Q21 净息差为利润最大负面因素（-5.4%）。由于去年一季度债市处于去年全年高点，1Q21 以投资收益、公允价值变动损益为主的其他非息收入拖累利润增速 1.4%。

图表1：上市银行 1Q21 营收同比增速为 3.7%



资料来源：Wind，中信建投

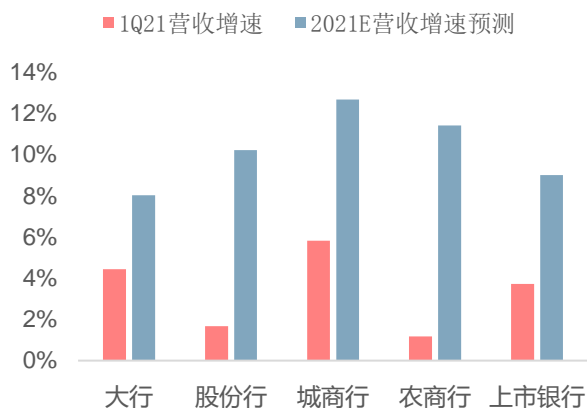
图表2：上市银行 1Q21 归母净利润增速进一步修复



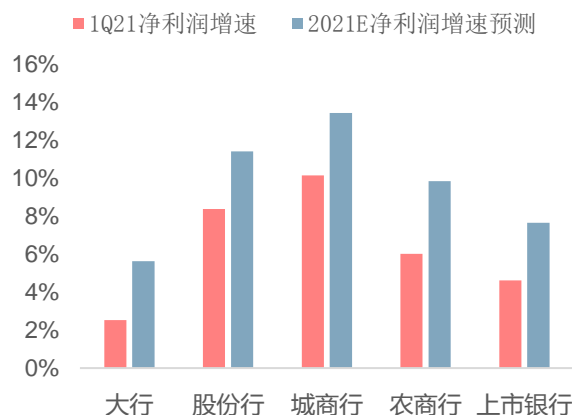
资料来源：Wind，中信建投

**展望今年，预计营收和净利润增速将持续向上修复。**营收端，我们认为 1Q21 为全年营收最低点，息差企稳、规模稳健增长、中收发力、其他非息收入基数效应压力最大时刻已过，预计未来三个季度营收累计增速逐季提高；利润端，在营收增速提速和信用成本同比下行的大趋势下，将带动利润增速继续向上修复。

我们预计 2021 年全年营收同比增速，相较于 1Q21 营收增速将提升 5.3pct 至 9%；归母净利润同比增速，相较于 1Q21 营收增速将提升 3.0pct 至 7.6%。

**图表3： 预计上市银行 2021E 营收增速提升至 9%**


资料来源：公司报表，中信建投

**图表4： 预计上市银行 2021E 净利润增速提升至 7.6%**


资料来源：公司报表，中信建投

## 二、存量风险出清后，资产质量趋势向好

我们认为，今年银行业轻装上阵，资产质量改善趋势将持续。一是因为宏观经济稳中向好，公司贷款端宏观数据改善显著，工业企业利润大增、基建回暖和商品房销售面积维持高增长的支撑下，对公贷款借款人偿债能力随之提升。二是因为前瞻指标改善，不良认定严格，关注和逾期改善，缓解不良生成压力。三是因为不良处置维持高位，存量和新增的表内表外风险大幅出清，后续处置压力减轻。

### （一）宏观经济稳中向好

由于 2020 年经济数据受疫情影响产生不正常扰动，我们将 2021 年数据与 2019 年比较，并计算年化复合增速来避免 2020 年的基数效应。从年化复合增速看，宏观经济逐渐修复，对公端恢复速度要快于零售端恢复速度，尤其是制造业等工业企业利润显著提升，有利于显著提升此类本身不良率较高行业的偿债能力，降低银行业在相关行业上的不良率情况。

其中，GDP 增速重回 5% 以上，社融低于 2017-2019 年水平，但其中信贷投放增速加快占比提高，信贷作为社融中融资成本相对较低的融资类型，有利于减低融资人融资成本，提升偿债能力。

工业企业利润显著提升，1Q19 至 1Q21 的年化复合增速(CAGR)达 18.6%，远高于 2017 年到 2019 年 -3.41% 的水平。基建投资 5M19 至 5M21 的 CAGR 达 2.35%，较 1Q21 的 CAGR 有所提升，增速也基本回到 2019 年水平。商品房市场依然较为旺盛，销售面积复合增速接近 10%，显著高于 2017-2019 年的水平，销售面积的提升带动房地产的回款，提升偿债能力，同时也印证了零售端对于按揭贷款的需求依然保持较高水平，支持按揭贷款保持稳定增速的同时利率稳中向上。

对于消费类需求，社零总额 5M19 至 5M21 的 CAGR 为 3.9%，较 1Q21 继续回暖，虽然消费需求依然低于 2017 到 2019 年的平均水平，但自疫情发生以来消费需求回暖的趋势持续。从结构看，零售端非按揭信贷需求呈现稳定的回暖迹象，但回暖速度还是低于对公端，预计后续在经济回归正常，防疫压力在疫苗大面积接种后缓解的大环境下，以及银行在零售转型的大战略下加强消费类信贷投放，居民消费需求将继续回暖提升。

图表5：宏观经济指标概览

		GDP	新增社融	新增信贷	工业企业利润	基建投资	商品房销售面积	社会消费品零售总额
5M19至5M21	CAGR	-	8.1%	15.3%	-	2.35%	9.3%	3.9%
1Q19至1Q21	CAGR	5.00%	9.1%	14.9%	18.6%	2.05%	9.9%	3.7%
2017至2019	CAGR	6.56%	12.84%	9.97%	-3.41%	8.64%	2.9%	7.4%
1Q21 同比增速		18.30%	-7.57%	8.09%	133.59%	29.70%	63.83%	33.90%
2020 同比增速		2.30%	36%	17%	4%	0.90%	3%	-5%
2019 同比增速		6.00%	14%	4%	-7%	3.80%	0%	8%
2018 同比增速		6.75%	-14%	20%	-12%	3.80%	1%	4%
2017 同比增速		6.95%	47%	7%	9%	19.00%	8%	10%

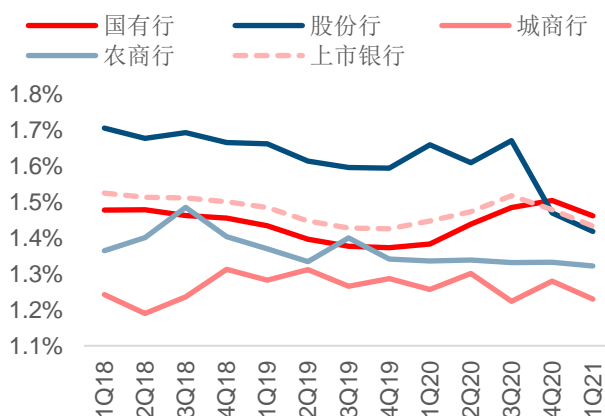
资料来源：Wind，中信建投

## （二）认定趋严、不良/关注下降，不良生成压力减轻

一季度各类型银行不良环比均下降。1Q21 上市银行不良率季度环比下降 5bps 至 1.43%。其中，国有行、股份行、城商行、农商行季度分别环比下降 4bps、5bps、5bps 和 1bp 至 1.46%、1.42%、1.23% 和 1.32%。大部分上市银行不良率环比下降，资产质量明显向好。38 家上市银行中有 27 家不良率环比下降，降幅平均达 7bps，27 家不良率下降的银行中，更有 12 家不良实现双降，资产质量明显向好。

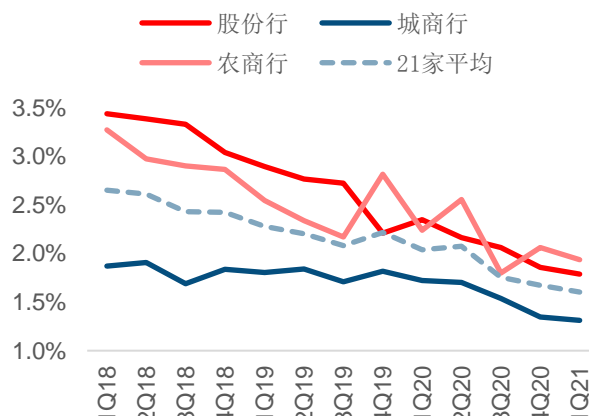
关注类占比持续全面下降。4Q20 上市银行关注类占比较年中下降 17bps 至 2.01%，38 家上市银行中有 35 家关注占比下降；1Q21 共 21 家银行披露了关注类占比，平均关注占比环比下降 7bps。我们看好 21 年关注类占比的继续压降。在经济复苏，需求回暖的宏观状况下，企业盈利能力和偿债能力回暖，预计今年关注类占比将保持改善趋势。

图表6：1Q21 各类型银行不良率均环比下降



资料来源：Wind，中信建投

图表7：1Q21 披露关注占比的银行平均环比下降 7bps



资料来源：Wind，中信建投

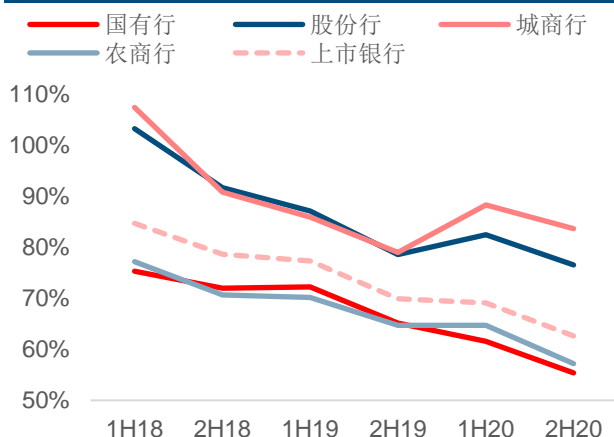
不良认定趋严，逾期 90 天以上贷款/不良较年中下降 6.5pct。4Q20 上市银行逾期 90 天剪刀差下降至 62.6%，自 2015 年来保持下行趋势，6 年剪刀差合计压降近 50pct，资产质量大幅夯实。

不良改善叠加计提力度回升，1Q21 拨备覆盖率环比提升。上市银行 1 季度拨备覆盖率环比提升 6pct 至 220%，



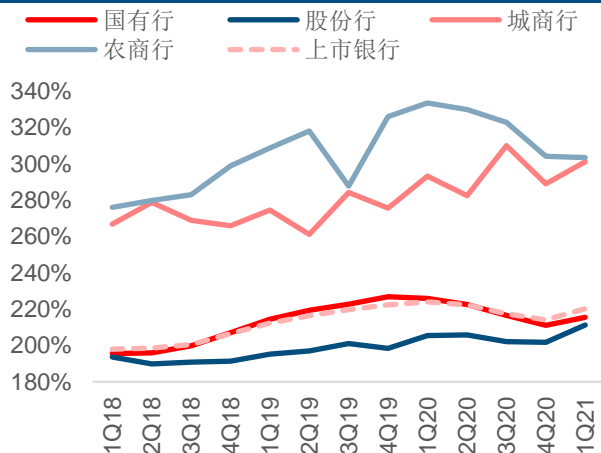
扭转 4Q20 的下降趋势，风险抵御能力进一步提升。

**图表8：2020 年末 90 天剪刀差较年中下降 6.5pct 至 62.6%**



资料来源：Wind，中信建投

**图表9：1Q21 拨备覆盖率环比提升 6pct 至 220%**



资料来源：Wind，中信建投

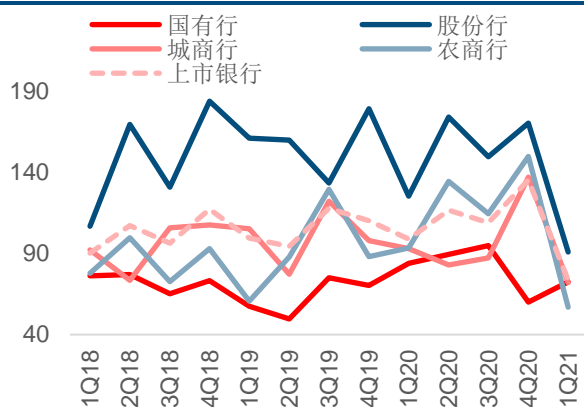
### （三）银行继续加大风险处置力度

2020 年，在宏观经济和监管引导下，银行业显著加大了风险处置力度，大力出清存量风险。2020 年银行业共处置不良资产 3.02 万亿元，其中。2021 年，虽然监管并没有提出不良处置的具体目标，但主基调依然是加大处置力度，我们预计不良贷款处置规模大概率继续增长。

从不良生成率来看，1Q21 上市银行加回核销不良生成率环比下降 25bps；从不良处置来看，银行业 1 季度不良贷款的处置力度同比加大，一季度银行业处置不良贷款合计 4632 亿元，超过去年同期。

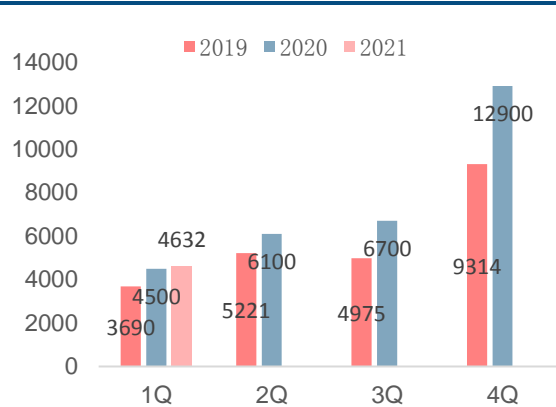
**图表10：1Q21 上市银行加回核销不良生成率环比下降**

25bps



资料来源：Wind，公司报表，中信建投

**图表11：一季度银行业处置不良贷款 4632 亿，同比增加 3%**



资料来源：银保监会，中信建投

由于不良率取决于生成和处置的速度，我们认为在不良生成率显著下降，不良处置力度加大的趋势下，今年不良率的改善趋势十分明朗。

我们对 2021 年末上市银行整体不良率进行敏感性分析。在预计上市银行 2021 年贷款增速为 12%，今年不

良生成率下降 25bp，不良处置力度同比提升 6% 的正常情况假设下，年末上市银行不良率将下降到 1.39%，较 1 季度末下降 4bp，较 2020 年末下降 9bp。

图表12：上市银行不良率测算敏感性分析

		2021E 不良生成率降幅				
		15bps	25bps	25bps	30bps	35bps
2021E 不良 处置 增幅	0%	1.58%	1.53%	1.49%	1.44%	1.39%
	3%	1.53%	1.48%	1.44%	1.39%	1.34%
	6%	1.48%	1.44%	1.39%	1.34%	1.29%
	9%	1.43%	1.39%	1.34%	1.29%	1.25%
	12%	1.39%	1.34%	1.29%	1.24%	1.20%

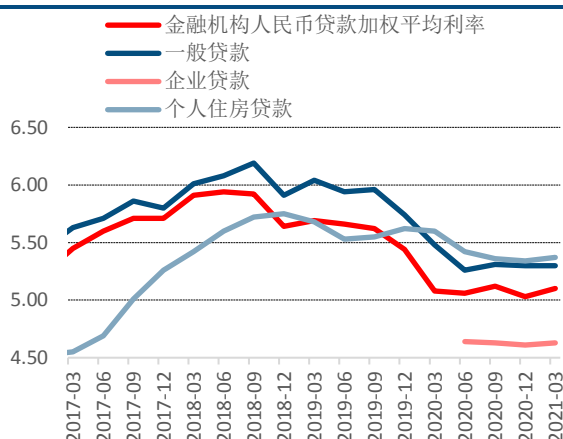
资料来源：中信建投

## 三、净息差预计企稳，稳步扩表叠加结构优化

### （一）资产端：预期二季度后，贷款利率大概率企稳回升

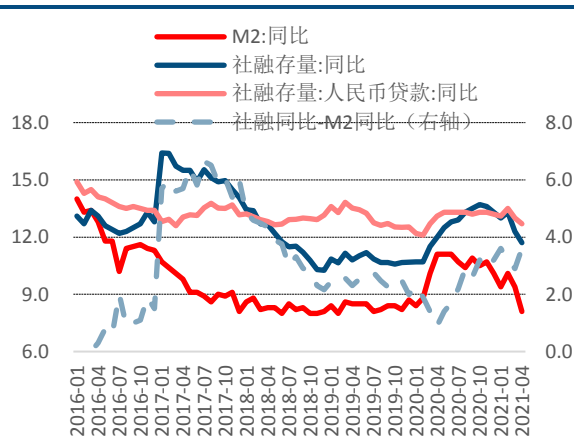
从信贷供给来看，信用需求旺盛而供给趋紧将推动新增贷款利率上行。年初至今，社融存量人民币贷款延续去年的较高增速，信贷需求保持旺盛，4 月人民币贷款存量同比增长 12.7%，社融存量增速有所减缓，同比增长 11.7%。而 M2 增速继续回落至 8.1%，但降幅大于社融存量增速，M2 及社融增速剪刀差扩大至 3.6%。同时受房贷集中度、严查个人经营贷流入房市等房贷投放严监管影响，房贷供给边际收紧，多地银行上调房贷利率，驱动全国平均房贷利率上涨。根据央行发布的一季度货币政策执行报告 3 月新发放加权贷款加权平均利率同比上行 2bps，较去年 12 月提高 7bps，其中企业贷款加权平均利率较去年 12 月提高 2bps，票据融资提高 42bps，个人住房按揭贷款加权平均利率提高 3bps。同时报告披露高于 LPR 的贷款占比回升，3 月该占比为 69.54%，而去年 12 月为 66.04%。

图表13：3 月新发放贷款利率（%）环比回升



资料来源：Wind，中信建投

图表14：社融与 M2 增速（%）剪刀差扩大



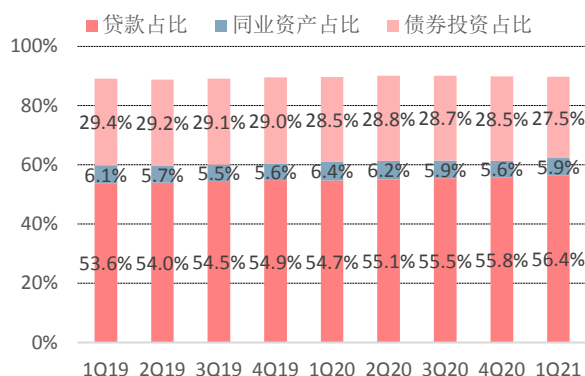
资料来源：Wind，中信建投

一季度商业银行资产规模保持稳步扩表，贷款占比持续提升。从最新银保监会发布的监管数据来看，2021 年一季度，商业银行资产增速较 2020 年有所减缓，但是依然高于 2019 年水平，保持较高增速。但是不同类型



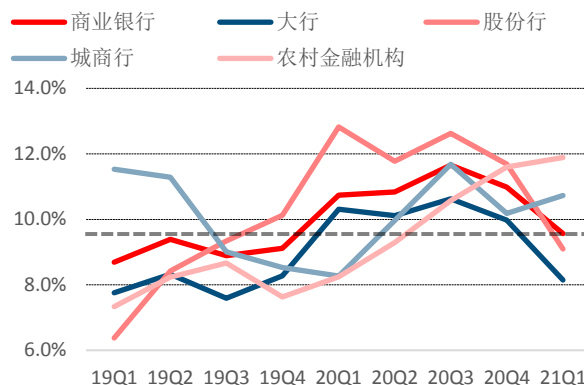
银行的总资产增速分化明显，大行和股份制的资产增速继续下降，而农商行和城商行的总资产增速继续回升，而且农商行和城商行的总资产增速超过大行和股份制。从资产结构来看，信贷需求保持旺盛，推动银行贷款占总资产的比重持续提升，结构继续优化，一季度上市银行整体贷款占比为 56.4%，季度环比/同比分别提升 0.6/1.7 个百分点。

图表15：上市银行贷款占比持续提升



资料来源：Wind，中信建投

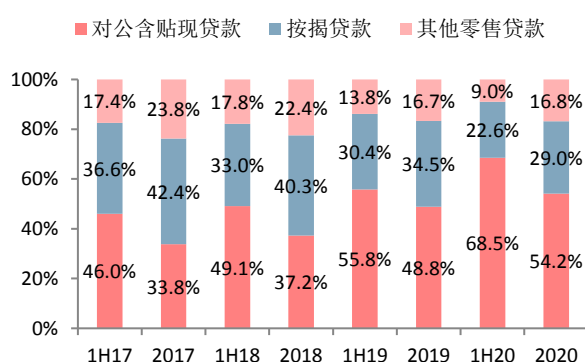
图表16：一季度银行资产规模稳步扩表



资料来源：Wind，中信建投

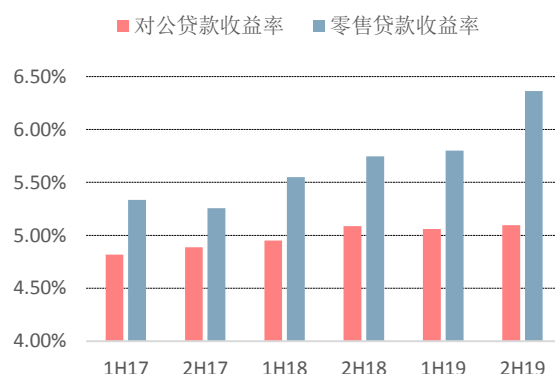
下半年零售贷款投放增加，贷款结构调整驱动利率上行。2020 年受疫情影响，零售贷款投放减缓，随着疫情影响消退，银行零售转型步伐恢复。从贷款结构来看，上半年倾向对公而下半年零售贷款投放将增加，今年个人住房按揭贷款额度收紧，溢出额度有望补给消费贷及经营贷投放。历史数据来看，零售贷款收益率高于对公贷款，且下半年零售贷款投放结构变化贷款收益率高于上半年，我们预期今年下半年零售贷款尤其是非住房按揭类的零售贷款占比提升将驱动整体贷款利率上行。

图表17：下半年非按揭类零售贷款投放占比提升，贷款结构调整利于净息差回升



资料来源：Wind，中信建投

图表18：上市银行零售贷款收益率明显高于对公贷款



资料来源：Wind，中信建投 \*2020 年受信用卡重分类影响，1H20 及 2H20 数据不可比

整体来看，今年一季度主要受到贷款重定价及去年新增贷款收益率下降的滞后性影响，期初期末口径资产收益率明显下滑。但趋势上来看，一季度信贷需求旺盛，新增贷款投放提速贷款占比持续提升，预期二季度后，贷款利率大概率企稳回升。主要原因包括，一是经济持续修复下，企业融资需求旺盛，流动性边际收紧，银行议价能力增强；二是银行资产规模保持稳步扩表，贷款占比持续提升；三是下半年贷款结构调整零售贷款占比

提升，推动整体贷款利率回升。

## （二）负债端：预计全年负债成本将保持相对平稳

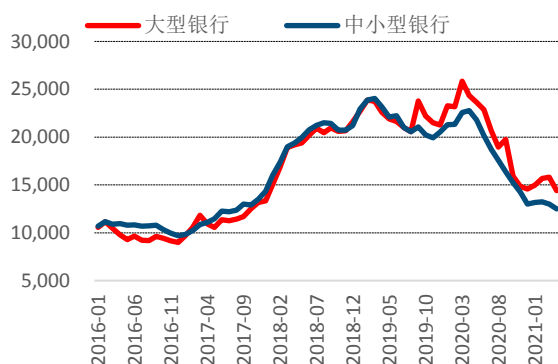
存款端来看，在贷款利率下行及高息存款压降的大背景下，2020年下半年银行存款成本下行。2020年下半年上市银行存款成本环比上半年下降4bps至2.10%，同比下降1bp。其中降幅最大的为股份行，环比上半年存款成本下降9bps，同比下降11bps。

政策层面来看，一季度央行货币政策执行报告继续提到加强存款管理，规范利率定价行为，要求保持银行负债端成本稳定。去年以来，监管对于结构性存款、靠档计息等高成本负债严格管控，同时禁止异地存款、将异地存款纳入MPA评估体系、加强互联网存款监管，并对存款利率定价机制进行调整，存款端监管不断加强。

结构性存款自2020年3月出台《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》以来持续压降，截至2021年4月，大型银行及中小型银行结构性存款余额已经较去年3月数值大幅压降44.2%和44.6%，监管成效显著。

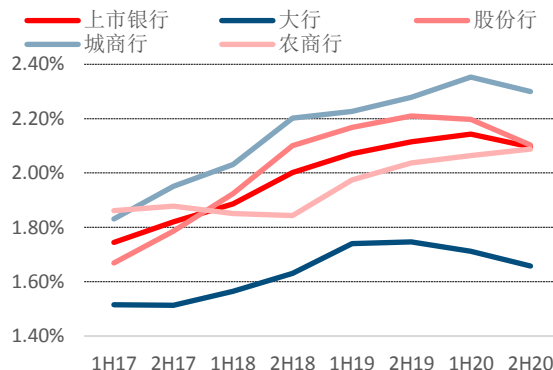
存款利率上，6月21日起存款利率定价机制由倍数改为加点的定价方式，同时长期限存款产品的利率上限较之前显著下降，根据测算，我们发现绝大多数银行今年的存款成本下降，平均降幅在0.57bp，其中四大行成本平均下降0.35bp，其他机构成本平均下降0.60bp。监管通过压降银行成本的方式来控制实体融资成本的同时，也保持了银行业合理的息差和盈利水平。

图表19：结构性存款余额（亿元）持续压降



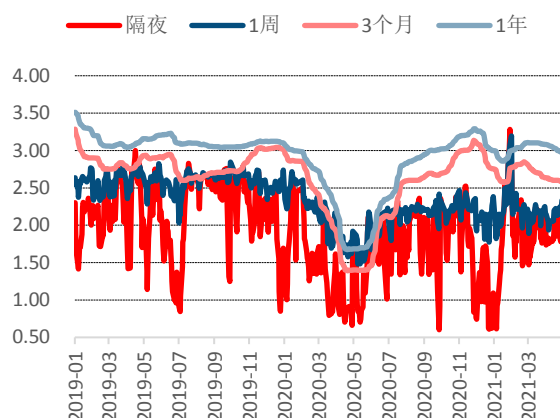
资料来源：Wind，中信建投

图表20：20年下半年存款成本下行

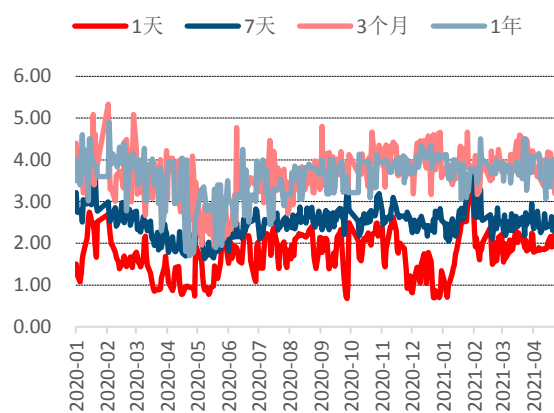


资料来源：Wind，中信建投

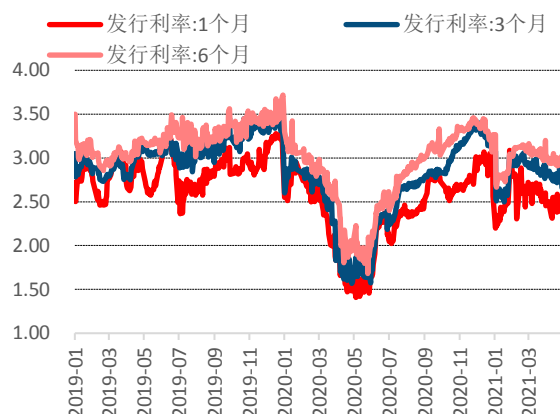
同业负债来看，同业拆借及同业存单利率自去年下半年回升以后逐渐企稳，在区间范围内适度浮动。受存款揽储竞争激烈影响，一季度股份行存款较年初增速明显较去年同期放缓，上市股份行存款较年初增长仅1.8%，增速同比下降5.3pct，城商行增速略有回落1.5pct至5.4%，而大行及农商行增速提高。一季度股份行广义同业负债占比明显提升3.2pct至26.1%。综合来看，后续虽然股份行存款成本下行，但同业负债成本提升部分抵消此部分红利。

**图表21： 上半年 SHIBOR (%) 逐步企稳**


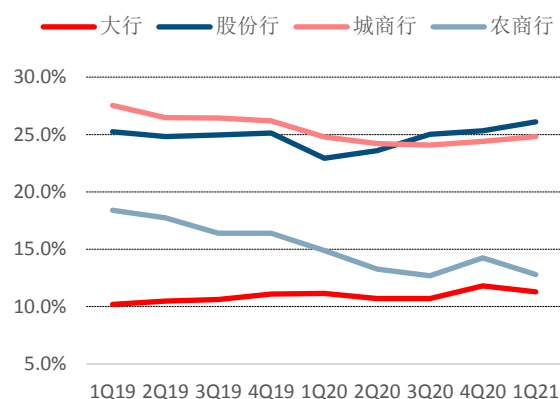
资料来源: Wind, 中信建投

**图表22： 银行间同业拆借利率 (%) 企稳**


资料来源: Wind, 中信建投

**图表23： 上半年同业存单利率 (%) 同样企稳**


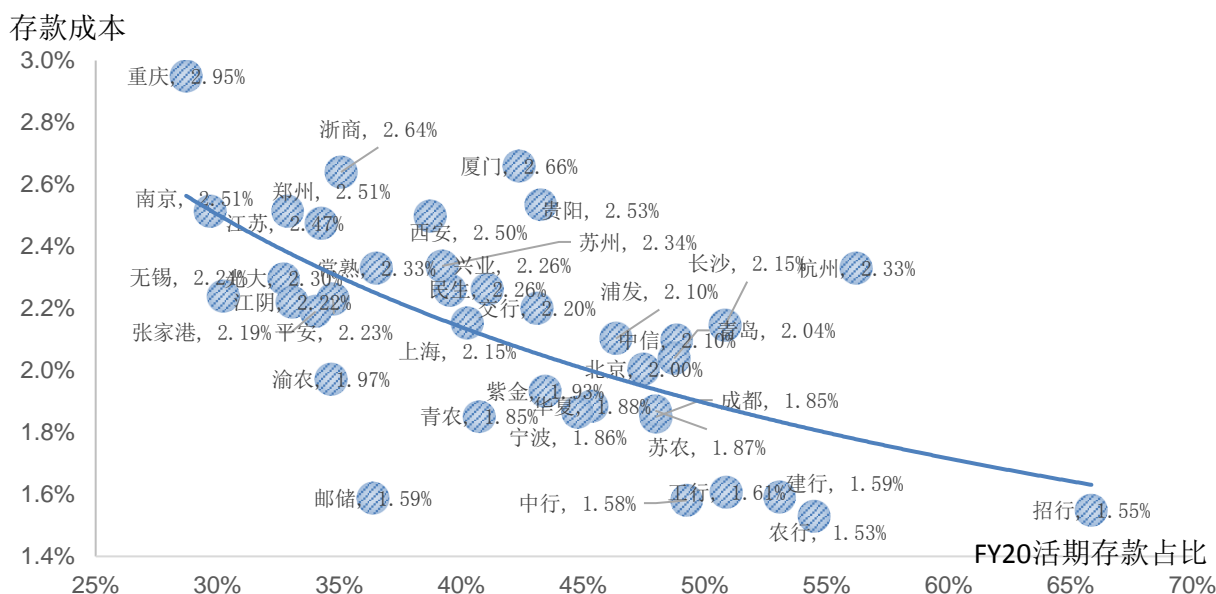
资料来源: Wind, 中信建投

**图表24： 股份行及城商行广义同业负债占比较高**


资料来源: Wind, 中信建投

总体来看，去年的同业负债及应付债券的低成本边际效益基本消失，今年负债端主要受存款成本影响。在政策引导下，我们预计全年存款成本将保持相对平稳。活期存款占比与存款成本具有一定的相关性，活期存款成本越高的银行，存款成本相对越低。我们认为通过存款结构调整加大低息活期存款占比的银行负债端拥有优势，但活期存款占比提升后的边际效益会逐渐减弱，负债端的分化会逐渐缩窄。

图表25：活期存款占比越高，存款成本相对越低；占比提升到一定程度后，边际效益逐渐减弱

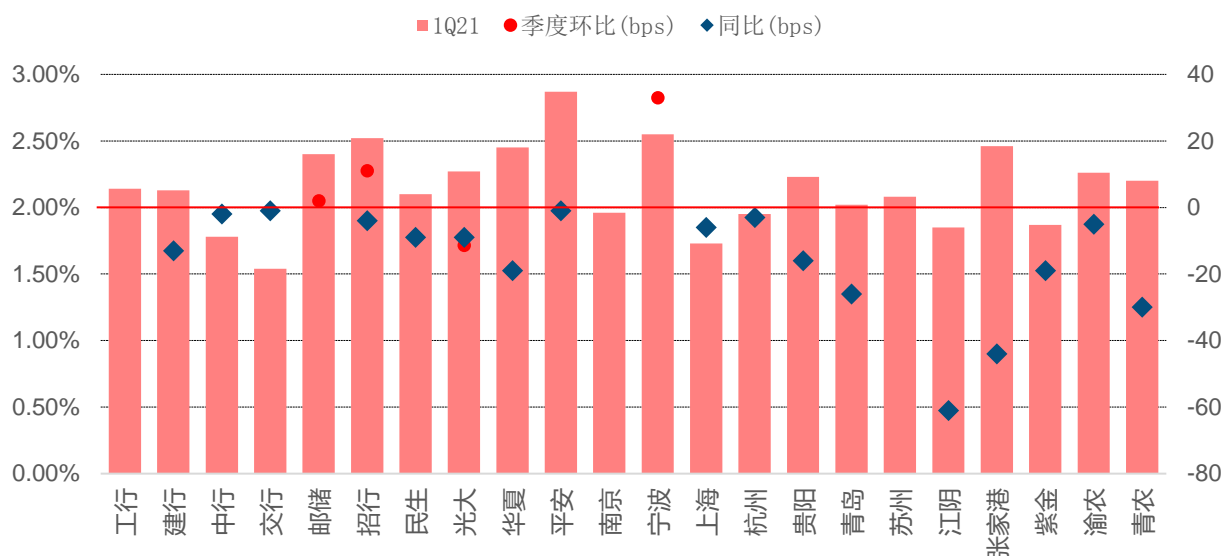


资料来源：Wind，中信建投

### （三）结论：预计一季度净息差低点，二季度开始企稳有望回升

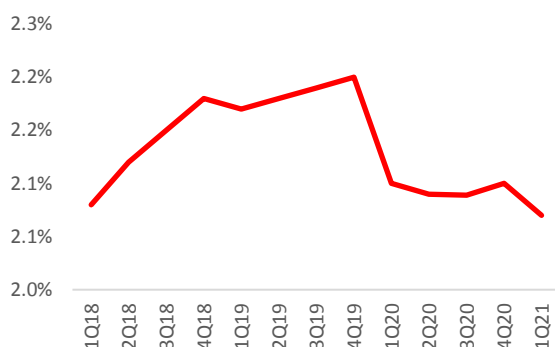
从有披露 1Q21 净息差的上市银行来看，所有银行净息差均同比下滑。去年一季度为净息差全年高点，二季度净息差受宏观政策引导降幅最大。我们预期一季度为净息差低点，二季度开始企稳有望回升，主要原因包括：资产端三大因素有利贷款利率上行：（1）信贷供给趋紧银行议价能力提高；（2）资产规模稳步扩表贷款占比提升；（3）下半年贷款结构调整零售贷款投放占比提升；但在坚持为实体经济降低综合融资成本的主基调下，我们保持判断贷款收益率回升幅度较为平缓。而负债端同业负债利率企稳，主要受存款成本影响，在高息存款压降叠加存款定价机制调整的大背景下，预计全年负债成本将保持相对平稳。

图表26：一季度上市银行净息差（披露值）同比整体下降



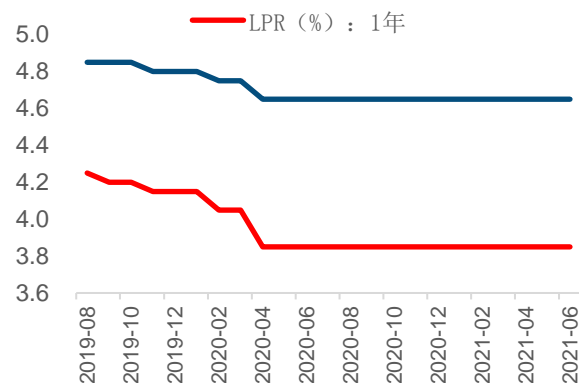
资料来源：公司财报，中信建投

图表27：1季度商业银行净息差受LPR重定价及季节性因素影响环比及同比均下降3bps



资料来源：Wind，中信建投

图表28：LPR已经连续14个月保持不变



资料来源：Wind，中信建投

## 四、直接融资与财富管理大势所趋，关注中收对营收的积极作用

商业银行在金融市场上处于中介位置，一方面对接企业直接融资需求，一方面服务居民财富管理需求。在银行轻资产转型、居民理财意识和需求显著提升和银行对公业务强调综合化全方位服务转型的大趋势下，财富管理、投行等中间业务收入在银行营收占比将持续增加，成为未来重要的营收增长点。

### （一）企业端融资方式逐渐向直接融资转变

**企业端，新经济逐渐崛起，社会融资需求正向直接融资转变。**当前我国正处于新旧经济动能转换的关键时期，近几年以高技术产业和数字经济为代表的新经济部门正在快速崛起。由于新经济企业具备轻资产（无抵押物或抵押物较少）、处于早期成长阶段（基本无信用背书）、风险较高且无稳定现金流等特征，其很难通过商业银行表内信贷风控，因此新经济企业的融资需求与过往传统经济部门有很大不同，更加依赖直接融资尤其是股权融资。商业银行在服务新经济时，需要融资模式需要转变以适应正在变化的实体融资需求。

**投贷联动模型减轻新经济企业短期偿债压力，利于企业发展并与银行形成紧密长期的战略伙伴关系。**在通过大数据风控体系，引入政府工商、税务等官方数据和互联网平台等第三方数据作为风控手段对新经济企业进行贷款投放的同时，可以采用自身或及与私募、专户产品合作的方式进行投贷联动，满足新经济的新型融资需求。一是部分股权投资可以有效降低新经济企业发展阶段的利息费用，从而降低成本开支提升偿债能力，也有利于新经济企业快速发展扩张；二是银行的股权投资可以享受到新经济企业快速发展的投资收益；三是如果先期支持的初创企业成功从赛道中脱颖而出成为大型企业，利用先期和长期支持的战略伙伴关系可以有效提升客户粘性，减少客户流失率。

**投行综合化服务满足企业多样化融资需求，推进银行轻型化战略转型。**面对企业海量的融资需求，仅仅以对公贷款投放的方式很难满足企业的需求，而以债券承销、资产证券化等投行业务产品满足企业融资要求，既可以分散化企业负债结构，丰富融资手段，又能以资产证券化方式将资产出表，降低杠杆率，提升资金利用效率和盈利能力。对于银行来说，企业贷款投放受单一企业信贷授信上限和信贷资产风险加权权重较高的限制，轻资产投行业务在为企业提供综合化金融服务，满足融资需求的同时，也有利于银行缓解资本金压力，提升中收收入，进而提升盈利水平和资本回报率。

## （二）居民端财富管理意识和需求提高，银行对财富管理战略愈发重视

**居民端，中国个人可投资资产规模和高净值人群快速提升。**同时伴随着银行存款搬家和保本理财破刚兑后，居民的财富管理意识和需求逐渐提高。按照招商银行《2021 年中国私人财富报告》的数据，2020 年中国个人可投资资产总规模达 241 万亿，过去 3 年年化复合增长率达 13%；可投资资产在 1000 万以上的高净值人群达 262 万人，过去 3 年年化复合增长率达 15%。于此同时，投资者也呈现出人群年轻化，需求多元化的特征。

**上市银行对财富管理战略的重视程度显著提升。**从大行和股份行的 2020 年年报中，均着重强调了对于财富管理战略的重视程度，在战略和举措上主要呈现了四大特点。

一是完善产品体系，以客户为中心满足多样化财富管理需求。在保持现金管理类和固收债券类产品优势的基础上，加大固收+、混合及权益类产品配置，并根据客户推出专属产品。二是强化投研体系，建立以大类资产配置为核心的立体化投资研究框架。三是完善渠道建设，利用集团和外部资源联动。依托集团的客户、业务和资源优势，同时开放产品平台引入市场上的优质投资管理人，构建全市场配置资金、全业务链创造价值的资管业务体系。四是推进数字化转型。通过线上化操作加快业务流程，通过智能化营销精准匹配客户需求，综合提升运营效率和客户体验。



**图表29： 部分大中型银行 2020 年财富管理业务战略与举措**

银行 财富管理业务战略与举措	
	(1) 稳妥合规推进资产管理业务与产品转型，全面提升投资管理与研究能力。
工行	(2) 依托集团资产管理、托管、养老金等业务优势，联动各子公司，构建全市场配置资金、全业务链创造价值的资管业务体系，提供多元化、一体化的专业服务。
建行	(1) 资管业务持续推进集团资产管理新体系建设，不断强化资产配置、渠道销售、投资研究、投资运营、金融科技、风险管理等重点工作；加快资产管理业务模式转型与创新，努力打造业务发展第三支柱。 (2) 私行业务着力满足高净值客户的财富管理、资产配置和品质服务需求，坚持客户视角，以财富管理为核心，完善财富规划、资产配置、法律税务顾问咨询等专业服务体系，创新定制化全委托资产管理、家族基金等家族财富服务。
农行	(1) 理财业务落实资管新规系列监管政策，制定存量整改方案，加快推进净值化转型。 (2) 私行推出国内首个私人银行专属品牌“壹私行”，打造“六盈”系列私行专属投资产品体系，满足客户多元化资产配置需求，积极拓展家族信托服务，上线掌银私行专区。
中行	(1) 财富管理业务有序推动合规转型，持续提升资产配置、投资管理与研究能力；加强产品供给，面向全市场遴选优质产品丰富产品体系；升级“智能投顾”，投产手机银行智能投顾敏捷专区。 (2) 私行业务大力推动业务创新，完善客户服务体系，为高净值客户提供专业化、综合化、全球化金融服务。加快财富传承业务发展，加大重点城市私行中心布局，推动亚太私行平台建设，提供跨境公私一体化解决方案。
交行	(1) 深耕财富金融特色。发挥集团综合化优势，加快集团产品线优势联动，打造更多现金管理、权益类“爆款”产品；提升资产配置和客户服务能力；提供全渠道财富管理服务；全市场优选理财、基金、保险等产品，形成“现金+”“固收+”等大类重点产品。 (2) 私行业务提升高端客户服务专业能力。开发大类资产配置模型，研发资产配置服务工具；启动私银经营模式改革，成立财富管理委员会和财富管理专家团；强化与集团内子公司联动，创新定制家族信托服务；发行首支家族财富专享理财，推出保险金信托业务。
邮储	深入推进财富管理体系建设，以财富管理咨询项目推广落地为契机，多措并举提升财富管理服务水平。推进客户精细化、数字化管理模式，开展多维度经营活动，配套差异化产品、非金融增值服务；持续发行客群专属和净值型理财产品；着力发展保险、非货币基金、资管信托等关键代销业务。
招行	(1) 围绕“打造大财富管理体系”的工作主线，从销售导向转为客户价值导向，提供一站式金融服务；发挥在品牌效应、线上线下融合、资产配置和财务规划专业性等方面的优势，依托科技与数据，基于客户画像开展精细化的分类分群管理，提升服务与客户需求的适配度；通过“人+数字化”的方式，进一步提升一线队伍的专业能力；抓住客户基金配置需求加大代销力度；引入摩根资产管理战略投资者，对理财业务的产品布局、投研体系、组织架构、人员激励等方面发挥积极作用。 (2) 构建高端客户立体化服务网络；坚持服务的专业性、全面性和私密性，在个人、家庭、企业三个层面，为高价值客户提供涵盖投资、税务、法务、并购、融资、清算等方面的金融与非金融服务。依托庞大且优质的零售客群基础，通过持续完善专业能力，逐步构建起以专业投资顾问服务模式为核心的竞争优势；深化金融科技运用，加速私人银行业务的数字化进程，提升运营效率和客户体验。
兴业	(1) 将理财业务作为“商行+投行”战略实施的主要载体、做强表外的核心，从“单一产品营销”向“常态化资产配置”转变。重点推动固收+、混合及权益类产品增长；重点完善“投研生态圈”建设，建立立体化投资研究框架；“线上+线下”加强财富销售渠道建设，利用同业客户优势和银银平台线上运行优势形成更加庞大的分销网络，面向全市场挖掘优秀投资管理人并建立长期合作关系。 (2) 私人银行业务：着力打造私人银行财富管理品牌“家族办公室”，在个人、企业、家族三个维度为国内高净值客户和新富人群提供投资、税务、法律、并购融资、清算、跨境金融、子女教育与资产传承等方面的个性化全方位私人银行综合服务。
平安	(1) 推进理财子公司独立运作，在业务联动、营销协同、团队建设等方面给予平安理财全力支持，促进战略协同；完善产品体系，加大固收+、混合类、结构化等产品发行力度、落地 FOF/MOM 产品策略；提升获客能力，通过多价值场景、低投资门槛实现本集团理财客户数快速增长；建立以大类资产配置为核心的投研体系；推进科技赋能，实现产品端流程线上化、交易对接自动化、线上估值。 (2) 私行业务贯彻资产配置理念，升级 1 名私行金融顾问加 N 个专家团队的“1+N”线上线下经营模式，推动实现私行客户服务半径及专业程度的最优化；借助集团资源及公私联动多元化引入优质资产；强化科技赋能，完善投顾和权益体系，深化超高净值客户经营。

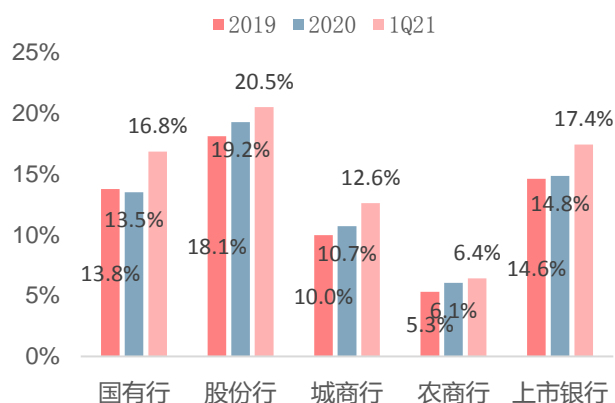
资料来源：公司报表，中信建投

上市银行高净值市场各有侧重客群，大中型银行抢占私行客户，城商行更聚焦 300-600 万高净值客户。大行和股份行基于其更广阔的高净值客户基础，更强大的拿资产能力和更全面的产品体系，牢牢把握住最高端的私人银行客群。从我们统计的 5 大行和 8 家股份行来看，2020 年合计私行 AUM 接近 15 万亿，同时私行户均 AUM 稳步提升，由 2018 年的 1515 万元到 2019 年的 1520 万元到 2020 年的 1572 万元。而财富管理业务开展较晚的城商行，受到经营地域和产品类型较少的影响，在抢占金融资源最丰富的私行客户上较为乏力，进而通过更加地域化、个性化、专属化的财富管理服务，聚焦 300-600 万的高净值客户。

### （三）中收占比提升结构优化，理财业务量率齐升

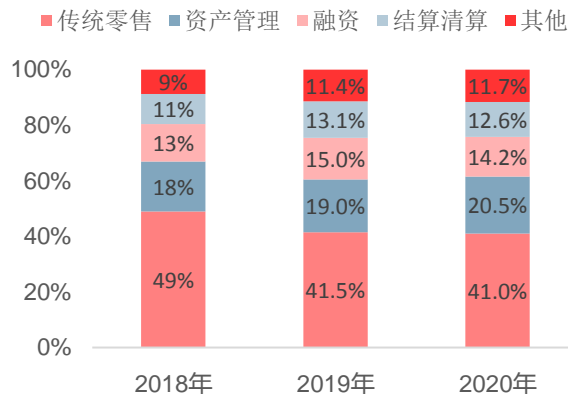
**中收占比提升、结构优化。**从上市银行数据来看，中收对于银行营收的重要程度增加。1Q21 上市银行中收占比较 2020 年提升 2.6pct 至 17.4%。同时手续费结构也在发生改变，资产管理类手续费占全部手续费的比例持续提升，2020 年资产管理类占比达 20.5%，较 2019 年提升 1.5pct。

图表30： 2020 年上市银行中收占比进一步提升至 14.8%



资料来源：Wind，中信建投

图表31： 资产管理类手续费占全部手续费比例持续提升

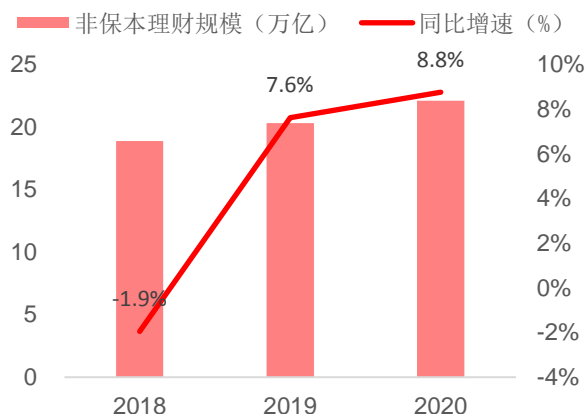


资料来源：公司报表，中信建投

**理财业务量率齐升。**我们统计了非保本理财规模大于 2000 亿的 21 家上市银行，2020 年其合计非保本理财规模同比增加 8.8%，增速较 2019 年提升 1.2pct。此外，我们统计了理财规模在同业中较大的 17 家上市银行（包括 5 家大行、7 家股份行和 5 家城商行）的理财手续费率情况，2020 年非保本理财业务的手续费率平均为 0.39%，较 2019 年手续费率提升 0.1pct。

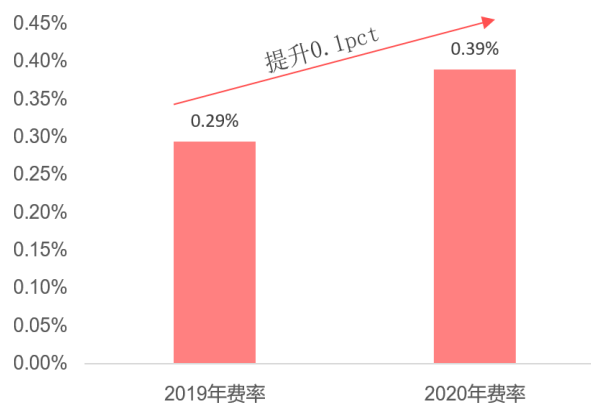
随着财富管理业务在银行的战略地位愈发重要，理财业务的经营和研究能力逐渐提升，以及理财中权益类占比稳步提升，我们预计理财业务规模和手续费率将延续上升势头。

图表32：2020年非保本理财规模同比增速8.8%



资料来源：公司报表，中信建投

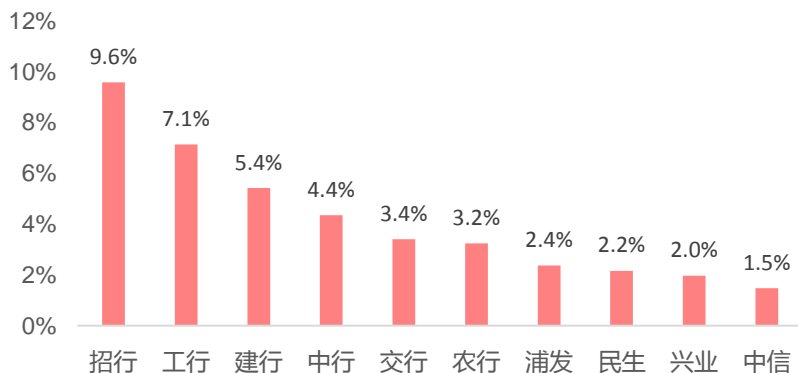
图表33：2020年非保本理财业务的手续费率平均为0.39%，提升0.1pct



资料来源：公司报表，中信建投

公募代销市场集中度高，股票+混合公募基金保有规模最高的5家银行占到全市场的30%。从中基协披露的1Q21代销基金保有量数据来看，银行的股票+混合公募基金保有规模占据了全市场的半壁江山，排进全市场市占率前百的机构中有31家为银行，合计市占率超过47%，其中前十的银行合计市占率超过40%，前5的银行合计市占率超过30%，行业集中度十分显著。

图表34：股票+混合公募基金保有规模银行中前十位的全市场占有率 (%)



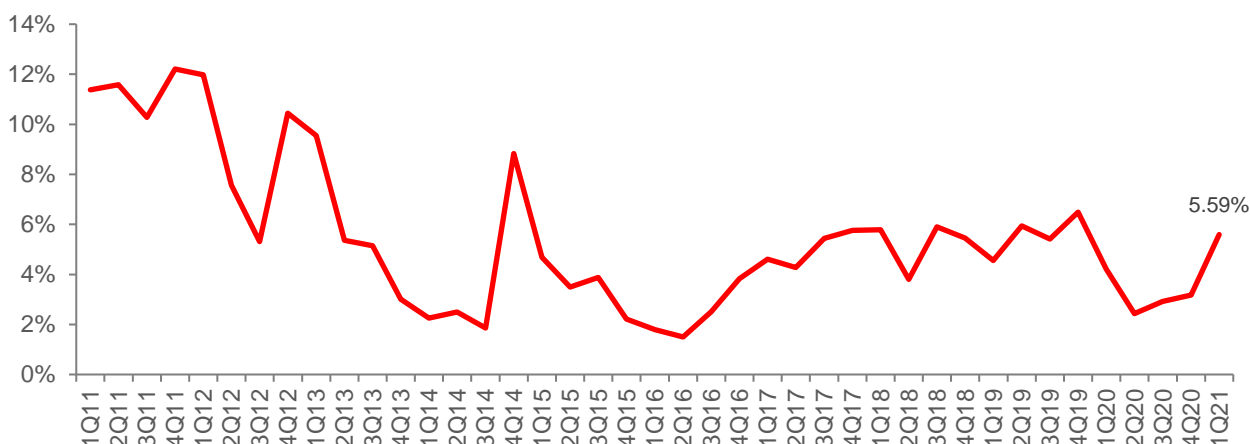
资料来源：中基协，中信建投

## 五、板块配置价值显现，机构和外资持续加仓

伴随着银行板块基本面持续向好，从市场板块配置来看低估值板块的配置价值逐渐显现的情况下，主动基金和外资均在持续加仓银行板块。

1Q21基金大幅增持，A股主动基金银行仓位达到5.59%，环比4Q20仓位增幅2.42pct。其中增持仓位较大的银行有招行(+0.71pct)、兴业银行(+0.43pct)、平安(+0.42pct)、宁波(+0.21pct)和工行(0.20pct)。

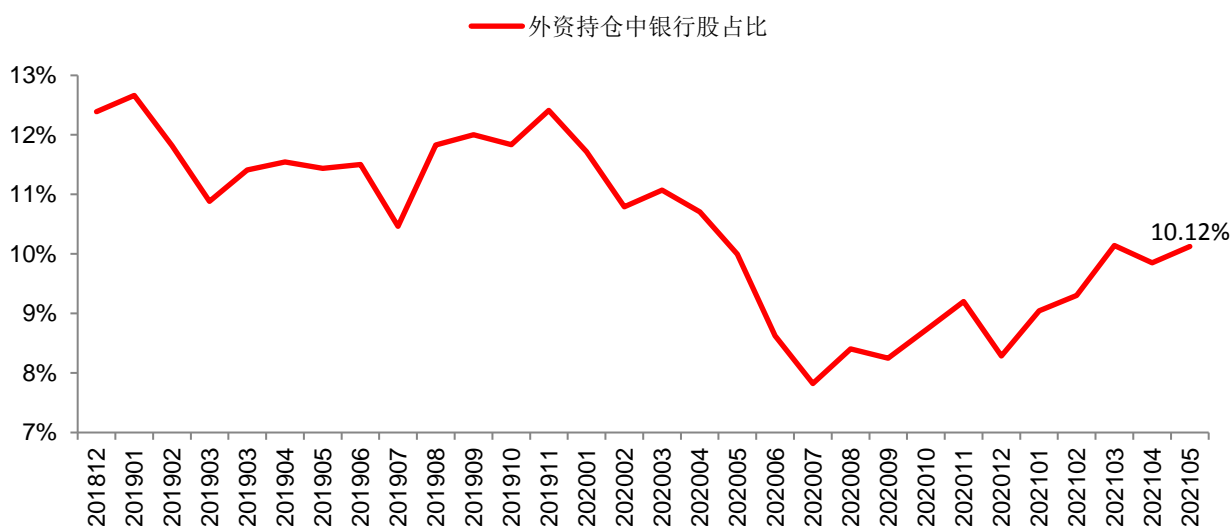
图表35： 1Q21 A 股主动基金银行仓位达到 5%以上



资料来源：Wind，中信建投

从外资的持仓情况来看，自 2020 年 7 月以来，外资持续加仓银行股。2021 年 5 月底外资持仓中银行股占比提升至 10.12%，占比相对于 2020 年 7 月的低点提升 2.3pct，相对于 2021 年初提升 1.83pct。其中，招行、平安、宁波、兴业在外资持仓中增持较多，较年初环比分别增持 0.84pct、0.36pct、0.18pct 和 0.16pct。外资今年在增持银行股的选择上与 A 股主动基金基本相同，此外外资对于银行股的配置比例也远高于 A 股主动基金的仓位。

图表36： 2021 年 5 月底外资持仓中银行股占比提升至 10.12%



资料来源：Wind，中信建投 注：外资统计范围为陆股通和 QFII/RQFII，不包括外资私募

## 六、投资建议

今年银行业宏观、政策、基本面的组合更胜 2017 年：宏观经济强劲复苏，银行基本面确定性向上，监管政策层面的不确定性和扰动预计不大。

宏观经济：经济延续向好趋势，信贷需求旺盛，宏观经济改善的大环境是最有利的外部环境。

监管政策：2017 年至今，金融杠杆的压降是彻底的，并未出现死灰复燃的反弹迹象，资管新规等一系列政策也由过去三四年制定过程中的大开大合进入了落地过程中的平稳务实。

基本面组合：1) 贷款定价企稳利于今年银行净息差保持稳定；2) 2020 年大力处置，表内外资产质量更加扎实；3) 信用成本缓解，预计 2021 年上市银行业绩增长再提速。

建议四大行等更偏自上而下板块 beta 的估值修复机会聚焦 H 股；A 股注重精选优质个股、把握自下而上的 alpha 机会，重申两大主线：1) 优质股份行：兴业、平安、招行；2) 优质城商行：杭州银行。

风险提示：宏观经济大幅下行引发银行不良风险。

## 分析师介绍

**马鲲鹏：**英国杜伦大学金融与投资学硕士，研究所副所长、金融组组长、银行业首席分析师（董事总经理），13 年卖方金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，在新财富、水晶球等最佳分析师评选中多年位居前列。

**杨荣：**银行业联席首席分析师，中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者。深入研究银行资产管理业务、银行金融科技发展。2014 年以来，多次获得“金牛分析师”奖，“最佳分析师量化排名”银行业第一名，“wind 金牌分析师”银行业第一名，《金融市场研究》十佳“优秀青年作者”荣誉。

**李晨：**中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

**陈翔：**美国波士顿学院金融学硕士，CFA。2019 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名；2020 年获得最佳行业“金牛分析师”奖，“wind 金牌分析师”银行业第一名。



## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话:(8610) 8513-0588  
联系人:李祉瑶  
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
电话:(8621) 6882-1600  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:曹莹  
邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱:charleneliu@csci.hk