

银行II行业

浪来了，第三次，要重视

——当前银行股关注焦点十问十答

✍ 分析师: 梁凤洁 S1230520100001
 ✍ 分析师: 邱冠华 S1230520010003
 ✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

行业评级

银行II

看好

报告导读

浪来了！第三次启动，要高度重视，首推银行股中的LV，兴业平安是出厂价LV。

投资要点

- 1、为何银行会是今年胜负手？** 2021年市场两条投资主线，“高估值+高景气”和“低估值+低预期”。市场对于“两高”主线已形成高度共识，决定胜负在于是否能够找对“两低”，关键在于基本面改善。**银行就是“两低”行业的首选。**
- 2、本轮银行核心逻辑是什么？** 否极泰来，价值重估。(1) 否极泰来：①“三否”，当前银行股涨幅少、估值低、持仓少；②“三泰”，经济复苏、监管放松和盈利改善。预测上市银行2020年利润增速回0乃至微正，**20Q4单季度利润增速近40%；2021年全年利润增速8%，增速逐季回升。**(2) 价值重估：2020年跨周期财务安排，银行主动做实不良、加大核销，银行账面前所未有的干净。
- 3、前两次为什么冲锋未成功？** ①第一次(2020年7月)，基本面受利润增速下降影响，情绪面受金融制裁风险扰动。②第二次(2020年12月)，永煤债违约后货币重回宽松，估值劈叉吸引力下降，“洗澡”过程中市场仍在观望。
- 4、本次冲锋与以往有何不同？** ①估值劈叉进一步加剧。1月5日行情启动时，热门板块与银行PB估值差创10年来最高位。②**银行业绩改善更加强劲**，预计部分银行20Q4单季度利润增速超过40%，不良双降。③**催化剂一浪强于一浪**，银行业绩披露时间连续、力度强劲(1月中-4月底)，新发基金建仓入市。
- 5、选股为何推荐银行中的LV？** ①**个股分化**，未来十年的银行将类似过去十年的水泥行业，大浪淘沙、K型分化。将会出现2.0倍PB和0.2倍PB的银行股并存，涨2-3倍和跌20%-30%的银行股并存。②**估值不贵**，标杆银行PE才12-15倍，PB2倍。与10%以上的利润增速、15%以上ROE相比，实际上不贵。
- 6、为何兴业平安是出厂价LV？** ①**质地LV**：质地优良，前景看好。兴业银行“商行+投行”，未来中国最佳综合金融服务提供商；平安银行“集团+科技赋能”，最具成长性智能零售银行。②**出厂价**：兴业和平安21年PB仅0.87倍和1.36倍PB，招行和宁波21年PB为1.83倍、2.30倍。如果说招行和宁波是市场价LV，那么兴业、平安就是出厂价LV。
- 7、银行涨大盘会急速上涨吗？** 两种可能。①**大盘指数快涨**；②**大盘平稳、结构调整**。后者的概率越来越高，并且也符合资本市场长期健康发展的导向。2021年以来行情得到印证，银行指数上涨10.8%，而上证指数仅上涨2.7%。
- 8、买银行股要关注哪些风险？** ①国内疫情二次爆发；②信用风险区域性爆发；③美国对华实施金融制裁。
- 9、银行快报超预期什么原因？** ①**盈利增速超预期**：信用成本显著改善，带动利润增速修复；息差稳中有升，支撑营收增速企稳改善；②**资产质量超预期**：20Q4风险实际改善，加上不良大力出清、彻底做实，奠定业绩释放基础。
- 10、对21年银行盈利如何展望？** 真实业绩与账面利润完美共振，预计2021年上市银行利润增速将回升至8%。①**真实业绩**：2021年货币不松不紧、GDP增长9%，银行盈利增速持续回升。②**账面利润**：2020年深蹲为业绩释放积蓄势能。(1) 子行业来看，股份行、城商行的利润增速弹性更大，预计优质银行会在10%以上；(2) 驱动因素来看，盈利增速回升主要来自于减值拖累的改善。

相关报告

- 1《春江水暖——评上海银行利润增速回正，兼信用卡新政点评》2021.01.10
- 2《和风细雨，利好长远——房地产贷款集中度新规点评》2021.01.04
- 3《与谁做时间的朋友？——2021年银行业投资策略》2020.12.16
- 4《货币政策回归常态化——11月份信贷社融数据点评》2020.12.10

报告撰写人: 邱冠华/梁凤洁

正文目录

1. 为何银行会是今年胜负手？	3
2. 本轮银行核心逻辑是什么？	3
2.1. 否极泰来	3
2.2. 价值重估	4
3. 前两次为什么冲锋未成功？	5
4. 本次冲锋与以往有何不同？	6
5. 选股为何推荐银行中的 LV？	7
6. 为何兴业平安是出厂价 LV？	8
7. 银行涨大盘会急速上涨吗？	9
8. 买银行股要关注哪些风险？	9
9. 银行快报超预期什么原因？	9
10. 对 21 年银行盈利如何展望？	10

图表目录

图 1: 银行股 2020 年初以来涨幅排名行业倒数第九	4
图 2: 银行股 PB 估值在历史低位	4
图 3: 公募基金银行股重仓比例处于历史底部	4
图 4: 银行利润增速 20Q3 触底回升, 20Q4 单季增速有望 40%	4
图 5: 银行隐含不良率 vs 真实不良率 (不良率+关注率)	4
图 6: 11 月末央行维护流动性后, 银行板块转为阴跌	5
图 7: “两高”板块 11 月经历调整, 估值劈叉缩小	5
图 8: 国股银行利润增速环比改善, 城农商行则继续下降	6
图 9: 国有行不良率环比上升, 而城农商行不良率下降	6
图 10: 银行与热门板块的 PB 估值差演绎到极致	6
图 11: 1 月 8 日至 4 月末, 银行业绩披露将持续验证向好趋势	7
图 12: 2021 年 1 月 1 日-17 日的新发基金规模已创历史新高	7
图 13: 银行 PB 估值的变异系数持续提升, 估值持续分化	8
图 14: 与其他行业龙头企业比, 优质银行性价比极高	8
图 15: 银行板块市值占比中枢整体下移	9
表 1: 上市银行 2020 年业绩快报指标汇总	7
表 2: 上市银行 2021 年业绩预测	11

1. 为何银行会是今年胜负手？

从策略思维看，当前市场要胜出关键要找对低估值、低预期板块的投资机会。当前市场两条主线，“两高”板块和“两低”板块。“两高”指的是高估值+高景气板块，以科技、医疗、食品饮料板块为代表，“两高”主线关键在于景气；“两低”指的是低估值+低预期板块，以银行板块为代表，“两低”主线关键在于基本面改善。当前市场对于“两高”主线已经形成高度共识，差异在于“两低”。因此，**决定 2021 年收益的胜负手不在于投资了多少“两高”，而在于有没有找对“两低”。**

从行业情况看，银行股正是基本面改善的“两低”首选，将是 2021 年胜负手。预计 2021 年银行基本面将逐季改善，且真实业绩和账面业绩有望完美共振。一方面，经济在复苏，展望 2021 年，GDP 增速有望修复至近 9%，为银行利润修复创造了友好环境。中央经济工作会议明确“不急转弯”，预示着整体货币环境将不松不紧，对银行经营非常有利。另一方面，2020 年银行业主动做实资产质量，做了一次“深蹲”。**2021 年银行业利润增速有望修复至 8%，优质股份行和城商行利润增速有望达到两位数。**

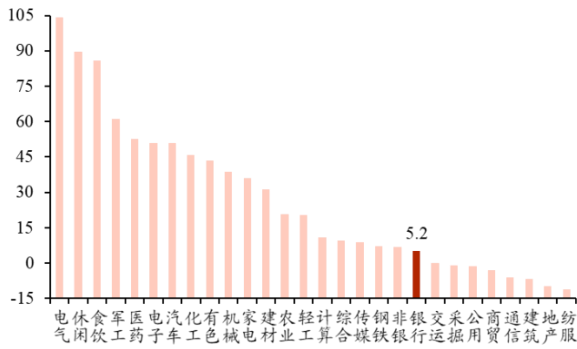
2. 本轮银行核心逻辑是什么？

否极泰来，价值重估。

2.1. 否极泰来

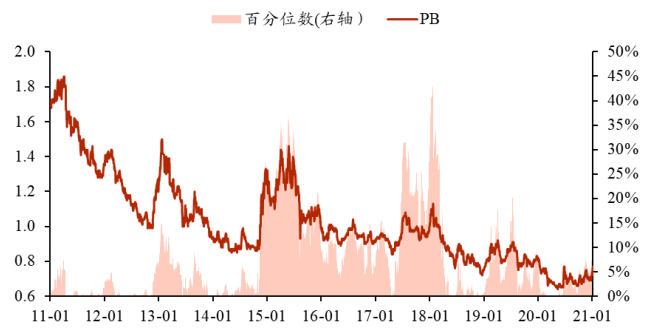
- “三否”。①**涨幅少**：2020 年 9 月 30 日银行行情启动前，银行指数全年累计下跌 12.5%，位列各板块倒数第一。自 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 1 月 18 日也仅上涨 5.2%，涨跌幅位列各板块倒数第 9；②**估值低**：截至 2021 年 1 月 18 日，银行板块 PB (lf) 估值 0.77x，在过去十年的 11% 低百分位水平；③**持仓少**：20Q3 末机构持仓仅为 2.8%，处于过去十年历史低位。20Q4 末数据还未披露，考虑 2020 年 12 月和 2021 年 1 月初银行股阶段性调整，判断整体公募基金的银行仓位不高。
- “三泰”。①**经济复苏**：Q2 以来经济持续修复。20Q4 GDP 增速回升至 6.5%，2020 年全年 GDP 同比增长 2.3%。根据浙商宏观团队预测，2021 年 GDP 增速有望较 2020 年提升 6.6pc 至 8.9%。银行作为顺周期板块，受益于经济修复；②**监管放松**：根据央行 2021 年 1 月 15 日新闻发布会披露，2020 年银行业已经完成了 1.5 万亿的让利目标。展望 2021 年，经济持续复苏下，银行业让利的迫切性和必要性消退，让利压力有望缓解。此外，系统重要性银行的监管要求箭在弦上，银行资本压力下，维持利润正常增长以内生补充资本的必要性也提升；③**盈利改善**：经济复苏和让利压力消退带动银行基本面实质改善，支撑利润增速进一步修复。预测上市银行 2020 年利润增速回 0 乃至微正，**20Q4 单季度利润同比增速近 40%**；2021 年全年利润增速 8%，增速逐季回升。已经披露的上市银行业绩快报也印证了利润增速修复的行业趋势。上海、兴业、招商银行 20Q4 单季度净利润增速分别达 48%、35%、33%。

图 1：银行股 2020 年初以来涨幅排名行业倒数第九



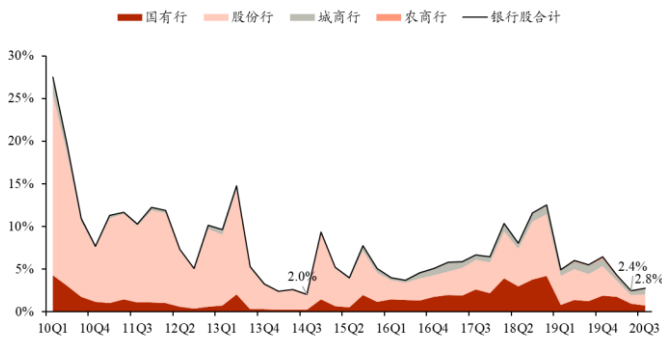
资料来源：wind，浙商证券研究所。数据截至 2021 年 1 月 18 日，下同。数据口径为申万行业指数，下同。

图 2：银行股 PB 估值在历史低位



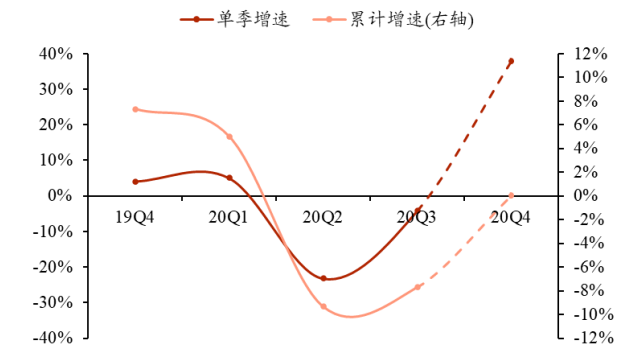
资料来源：wind，浙商证券研究所。百分位数为近十年估值百分位数，统计区间持续滚动，下同。

图 3：公募基金银行股重仓比例处于历史底部



资料来源：wind，浙商证券研究所。数据截至 2020Q3 末。

图 4：银行利润增速 20Q3 触底回升，20Q4 单季增速有望 40%

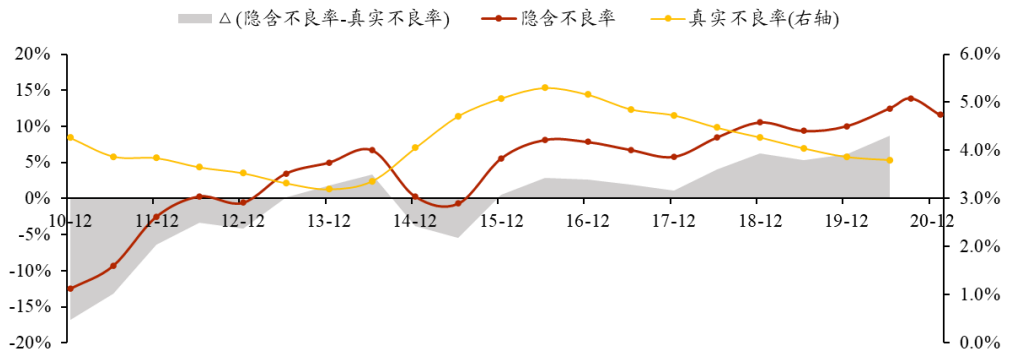


资料来源：wind，浙商证券研究所。虚线为预测值。

2.2. 价值重估

2020 年监管引导银行进行跨周期财务安排，银行主动做实不良，加大核销力度，账面资产质量前所未有的干净。仅以 2020 年中报情况看，老十六家上市银行逾期 90+ 和逾期贷款偏离度分别较 19A 下降 0.2pc、2pc 至 77%、120%，创 2012 年以来最好水平。从上市银行快报情况来看，推测 20Q4 继续加大不良核销和处置，甚至出现久违的不良双降，以兴业银行为例，不良率环比下降 22bp。

图 5：银行隐含不良率 vs 真实不良率（不良率+关注率）



资料来源：wind，浙商证券研究所。数据截至 2021 年 1 月 18 日，口径为除北京银行外的老 16 家上市银行加权平均。隐含不良率 = $-1 \times [\text{市值} - \text{BPS} \times \text{股数} - \text{拨备} \times (1 - \text{税率} 25\%)] / (1 - \text{回收率} 30\%) / (1 - \text{税率} 25\%) / \text{贷款总额}$ 。20Q3 后隐含不良计算的市值为 2021 年 1 月 18 日数据，其余为 20Q3 末数据。

3. 前两次为什么冲锋未成功？

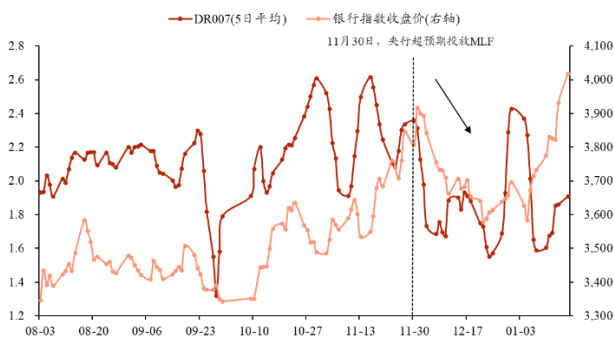
第一次失败原因：第一次冲锋是 2020 年 7 月行情。策略思维来看，彼时让利 1.5 万亿落地、经济企稳改善，正是做多银行股的窗口。但是随后基本面、情绪面受到双重扰动。

①**基本面：**监管引导银行做实资产质量下，银行利润增速压降，市场预期银行利润大幅负增长，同时也引发对分红下降的担忧。②**情绪面：**香港自治法案出台，市场担心内资银行受到美国制裁，情绪面受到压制。

第二次失败原因：第二次冲锋是 2020 年 10-12 月行情。策略思维来看，利润增速压制因素解除，金融制裁风险边际回落，策略上再次成为银行股做多窗口。但银行股一路上涨至 11 月底后，12 月转为阴跌。究其原因主要有两点：①永煤债违约后，货币重回宽松，叠加“两高”板块经历调整，估值劈叉吸引力下降；②市场认为银行基本面拐点未完全确立，“洗澡”过程中仍在观望。

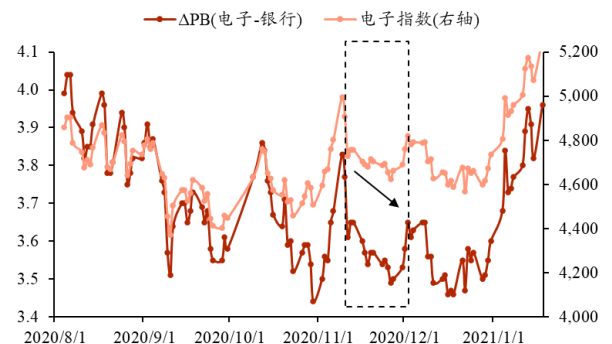
- **流动性角度：**永煤事件后，央行为防范信用风险，11 月 30 日起超预期投放 MLF 呵护流动性，随后货币资金利率持续下移。流动性宽松预期，叠加“两高”板块刚刚经历调整、估值劈叉缩小，带动 12 月高估值高景气板块行情，银行板块转为阴跌。

图 6：11 月末央行维护流动性后，银行板块转为阴跌



资料来源：wind，浙商证券研究所。

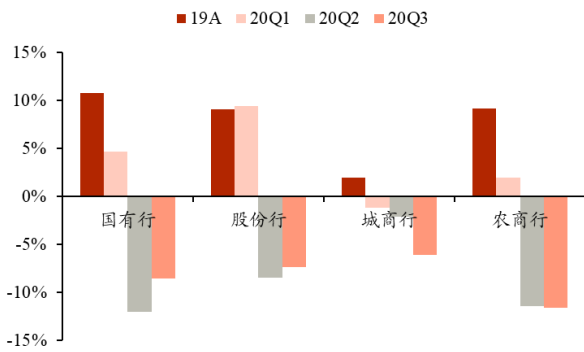
图 7：“两高”板块 11 月经历调整，估值劈叉缩小



资料来源：wind，浙商证券研究所。

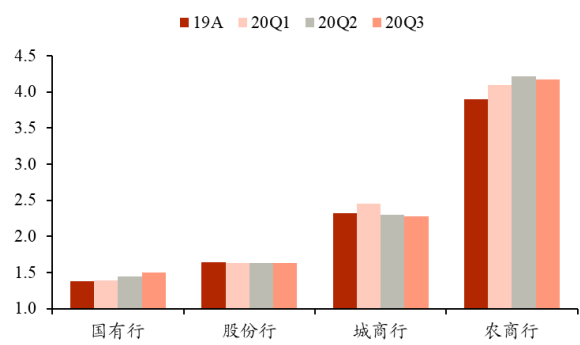
- **基本面角度：**尽管 20Q3 银行业利润增速及资产质量均企稳好转，但好转幅度较小。同时子行业表现分化带来扰动，导致市场认为银行基本面拐点未完全确立，保持观望。①利润增速方面，20Q1-3 银行业利润增速环比 20H1 修复 1.1pc，改善幅度较小。子行业表现分化，国股银行利润增速环比改善而城农商行则边际承压，信号较为混乱；②资产质量方面，20Q3 末银行业不良率小幅上行 2bp，上行幅度较 20Q2 收窄（20Q2 环比上行 3bp）。子行业表现同样分化，城农商行不良率改善，而国有行不良率环比上升 5bp。

图 8：国股银行利润增速环比改善，城农商行则继续下降



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图 9：国有行不良率环比上升，而城农商行不良率下降



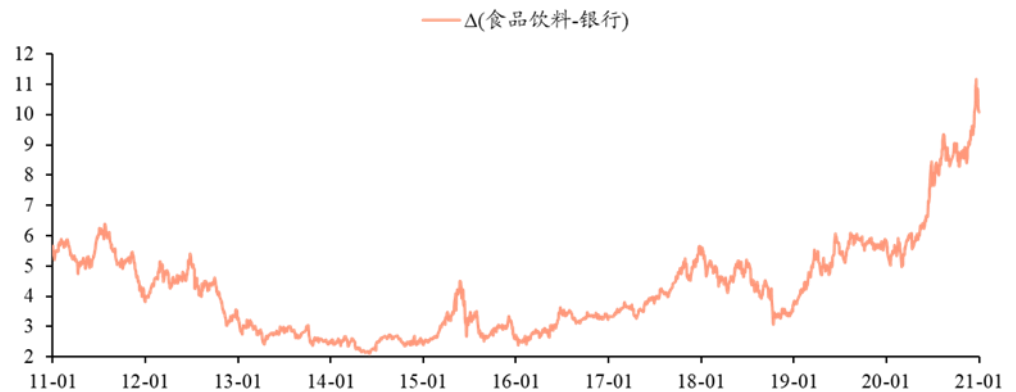
资料来源：wind，浙商证券研究所。

4. 本次冲锋与以往有何不同？

本次冲锋相较以往两次，主要区别有三点。

- **估值劈叉进一步加剧。**以食品饮料为代表，考察热门板块与银行的估值差。第一次行情启动时(7月1日),食品饮料与银行业 PB 估值差 7.0x。第二次行情(9月30日), PB 估值差达 8.5x。而这一次行情开始(1月5日), 食品饮料与银行业 PB 估值差达到 10.9x，处于十年来最高位。估值劈叉已经演绎到了极致。

图 10：银行与热门板块的 PB 估值差演绎到极致



资料来源：wind，浙商证券研究所。数据截至 2021 年 1 月 18 日。

- **银行业绩改善更加强劲。**预计 20Q4 银行业基本面全面向好，利润增速有望大幅提升且资产质量彻底做实。部分银行单季度利润增速有望超过 40%，不良双降。以披露了业绩快报的兴业和招行为例，20Q4 单季度净利润增速分别为 35%、33%，环比大幅提升 33pc、32pc。资产质量方面，兴业和招行不良率环比分别-22bp、-6bp。兴业不良更是 2015 年以来首次双降，资产质量达到五年来最优水平。

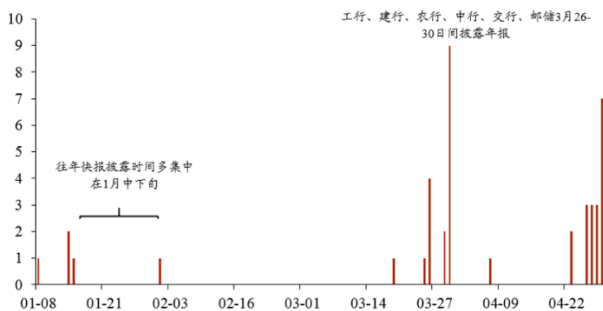
表 1: 上市银行 2020 年业绩快报指标汇总

单位: %/倍		股份行		城商行		农商行
		兴业银行	招商银行	上海银行	江苏银行	苏农银行
净利润增速	20A	1.2%	4.8%	2.9%	3.1%	4.7%
	20Q4	34.6%	32.7%	48.1%	13.6%	-14.8%
	单季 Δ	33.3pc	32.0pc	78.7pc	18.5pc	-32.0pc
营收增速	20A	12.0%	7.7%	1.9%	15.7%	4.9%
	20Q4	14.9%	11.5%	10.8%	23.4%	-2.4%
	单季 Δ	4.0pc	6.2pc	15.6pc	13.1pc	-3.8pc
资产增速	20Q4	10.5%	12.7%	10.1%	13.2%	10.2%
	单季 Δ	1.4pc	1.0pc	-1.6pc	3.6pc	4.2pc
不良率	20Q4	1.25%	1.07%	1.22%	1.32%	1.28%
	单季 Δ	-22.0bp	-5.8bp	0.0bp	-1.0bp	5.6bp
拨备覆盖率	20Q4	219%	438%	321%	256%	302%
	单季 Δ	7.1pc	12.9pc	-6.7pc	5.7pc	26.1pc

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

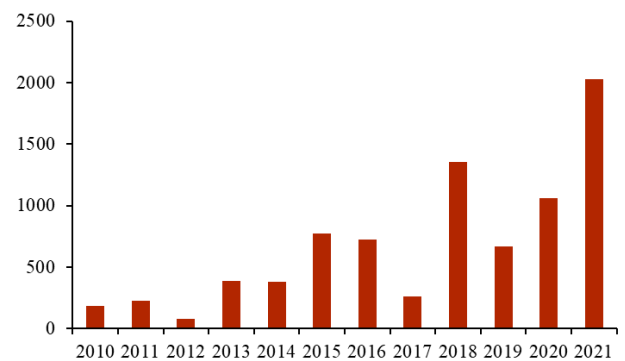
- 催化剂一浪强于一浪。**主要有两大催化: ①随着银行业绩陆续披露, 银行基本面向好趋势得到不断印证, 催化行情。上市银行业绩的披露不仅连续(时间跨度从1月8日上海银行发布 20A 业绩快报开始, 一直到4月末), 而且强劲(国有行业绩3月末压轴出场); ②新发基金建仓入市。2021 年以来, 基金发行火爆。2021 年1月1日至1月17日, 新发基金规模已经达到 2027 亿, 17 天的新发规模已经超过去年1月份全月发行量近 1 倍, 且创下历史新高。新发基金建仓预计为以银行为代表的低估值板块带来资金流入。

图 11: 1 月 8 日至 4 月末, 银行业绩披露将持续验证向好趋势



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图 12: 2021 年 1 月 1 日-17 日的新发基金规模已创历史新高



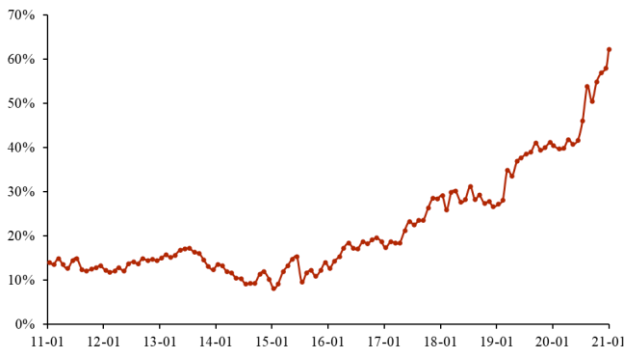
资料来源: wind, 浙商证券研究所。2021 年数据为 1 月 1 日-1 月 17 日数据, 2010-2020 年数据为 1 月份数据。

5. 选股为何推荐银行中的 LV?

银行股如何选股? 重点推荐银行股中的 LV 组合: ①出厂价 LV, 兴业银行、平安银行; ②市场价 LV, 招商银行, 宁波银行。主要有两大理由:

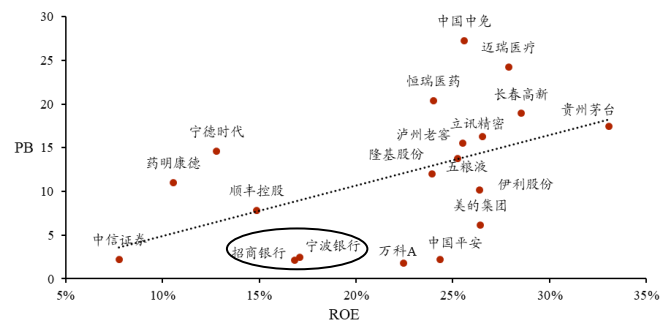
- **个股分化。**未来十年的银行很类似过去十年的水泥行业，大浪淘沙、K 型分化。回顾过去五年，招行和宁波分别涨了 2.3 倍和 2.7 倍，而部分银行是下跌的，银行板块越贵越涨，强者恒强。好比 LV 包，功能和质地顶多比普通包好不到一倍，价值却高出 100 倍甚至几百倍。大胆预测，未来银行板块将会 2.0 倍 PB 和 0.2 倍 PB 的银行股并存，涨 2-3 倍和跌 20%-30% 的银行股并存。
- **估值不贵。**截至 2021 年 1 月 18 日，龙头银行招行和宁波 21 年 PE 才 12-15 倍，PB 在 2.0 倍左右。且招行和宁波利润每年维持 10% 以上增长，ROE 维持 15% 以上，质地极其优异。相较其他板块中 30-50 倍 PE 的公司，优质银行股的估值极具吸引力。

图 13：银行 PB 估值的变异系数持续提升，估值持续分化



资料来源：wind，浙商证券研究所。变异系数=标准差/均值，变异系数越大，则代表样本越分散。样本为老 16 家上市银行。

图 14：与其他行业龙头企业比，优质银行性价比极高



资料来源：wind，浙商证券研究所。避免季节性和疫情冲击扰动，ROE 为 2019 ROE。PB 采用 2020Q3 末 BPS 和 2021 年 1 月 18 日收盘价计算。

6. 为何兴业平安是出厂价 LV?

为何我们一直致力于强烈推荐兴业和平安?

(1) 质地 LV

兴业银行和平安银行质地优良，前景看好。

兴业银行：“商行+投行”，未来最佳综合金融服务提供商。对公业务未来的大趋势是提高直接融资比重，这对于兴业银行的“商行+投行”战略而言是最好的舞台。兴业银行通过“大财富+大资管+大投行”，打通了“募集资金、创设产品、寻找资产”三循环，服务直接融资的能力和资源禀赋同业领先，有望成为中国最佳综合金融服务提供商。

平安银行：“集团+科技赋能”，最具成长性智能零售银行。平安银行背靠集团，集团 2.1 亿保险客户好比一座储量丰富的金矿，平安科技好比先进的矿机，115 万的保险代理人队伍好比一批廉价的矿工。平安发展零售业务，好比优秀的管理层利用先进的矿机，指挥一批廉价的矿工，挖掘一座储量丰富的矿山，潜力无限，是最具成长性的智能零售银行。

此外，零售客户的信用特征呈金字塔分布。信用表现最优的客户占 20%，这部分市场一般由传统银行耕耘；信用表现最差的客户也占 20%，一般由高利贷耕耘；而中等信用表现的客户占比最大，以蚂蚁金服为代表的互联网金融在耕耘。随着互联网金融监管趋严，互金公司将出让中等信用客户的市场份额。平安银行凭借科技赋能，最有机会承接互金公司腾出的市场份额。

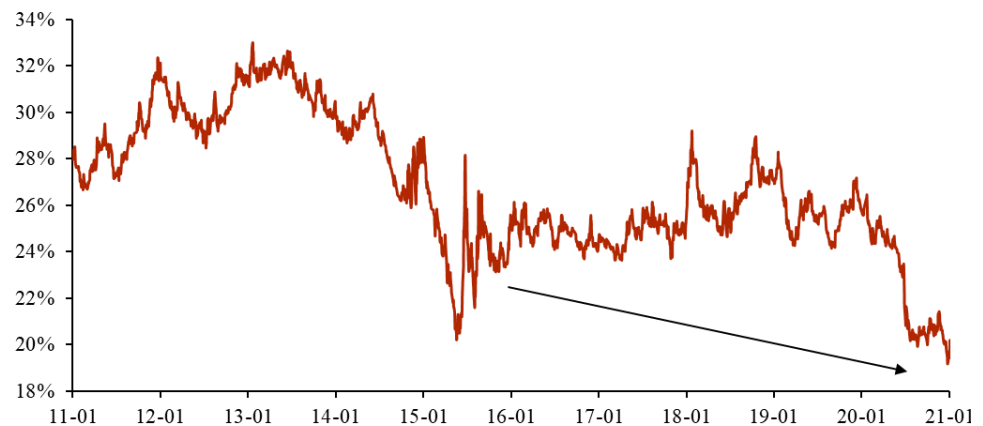
(2) 出厂价

截至 2021 年 1 月 18 日，兴业和平安 21 年 PB 仅 0.87 倍和 1.36 倍 PB，招行和宁波 21 年 PB 为 1.83 倍、2.30 倍。如果说招行和宁波是市场价 LV，那么兴业、平安就是出厂价 LV。

7. 银行涨大盘会急速上涨吗？

两种可能。①大盘指数快长；②大盘平稳、结构调整。后者的概率越来越高，并且也符合资本市场长期健康发展的导向。本轮银行板块行情也得到印证，自 2021 年 1 月 5 日以来，银行指数累计上涨 10.8%，而上证指数仅上涨 2.7%，呈结构性行情特征。

图 15：银行板块市值占比中枢整体下移



资料来源：wind，浙商证券研究所。数据截至 2021 年 1 月 18 日。数据为上交所上市银行市值/上证指数市值。

8. 买银行股要关注哪些风险？

需要关注以下小概率事件：

1、国内疫情的二次爆发。全球疫情前景尚不明朗，若疫情超预期反复或海外疫情冲击导致宏观经济增长失速，不良可能大幅暴露。

2、信用风险区域性爆发。随着信用环境和货币环境边际收紧，不排除出现区域性的信用风险爆发，若爆发，可能对银行资产质量造成冲击。

3、美对华实施金融制裁。中美摩擦加剧，若美国对我国银行实施金融制裁，将冲击银行业基本面和投资情绪面。7 月 14 日特朗普签署《香港自治法》，美国或将对香港国安法相关的个人、实体以及与此类个人或实体有重大交易的金融机构进行制裁，最大的威胁在于切断美元交易结算通道。如后续中美关系恶化，不排除后续我国银行机构被纳入制裁名单的可能性。如金融制裁风险发生，将是系统性金融风险。

9. 银行快报超预期什么原因？

2020 年上市银行快报业绩超预期。

(1) 盈利增速超预期。招行和兴业的 20Q4 单季度利润增速超过 30%，大超市场预期。驱动因素来看：

- **信用成本显著改善。**以兴业和上海银行为例，2020 年兴业银行资产减值损失增速为 30%，相较前三季度下降 11pc；上海银行资产减值损失增速为+6.6%，环比前三季度-13pc。最重要的是，减值拖累改善的背后，不仅仅是单纯释放利润。银行资产质量指标的改善代表着信用成本的改善具有持续性。
- **息差水平稳中有升。**随着零售贷款需求回暖、新发放贷款利率企稳、高息负债持续下降，判断 20Q4 不少银行息差稳定乃至继续修复，支撑营收增速企稳。

(2) 资产质量超预期。招行和兴业 20Q4 不良率都环比大幅改善，尤其兴业银行不良率环比下降 22bp，超预期。归因于：①经济改善背景下，实际上风险在改善；②不良大力做实的同时加大核销，资产质量彻底做实，奠定业绩释放基础。

10. 对 21 年银行盈利如何展望？

真实业绩与账面利润完美共振。①真实业绩：2021 年货币不松不紧、GDP 增长 9%，银行盈利增速持续回升。②账面利润：2020 年深蹲为业绩释放积蓄势能。

预计 2021 年上市银行利润增速将回升至 8%左右。(1) 子行业来看，股份行、城商行的利润增速弹性更强，优质银行预计回到 10%以上；(2) 驱动因素来看，盈利增速回升主要来自于减值拖累的改善。具体来看：(详情请参见 12 月 16 日报告《与谁做时间的朋友？——2021 年银行业投资策略》)

- **规模：**增速边际回落。预计 2021 年上市银行资产增速相较 2020 年回落 1pc 至 10.3%，归因于“稳杠杆”下，信用边际收紧。
- **息差：**有望逐季回升。预计 2021 年净息差较 2020 年+2bp 至 2.02%。归因于资产收益率上升幅度大于负债成本率。节奏上，21Q1 受按揭重定价影响，净息差前低后高、逐季回升。类型上，预计中小银行息差弹性更足，得益于资产期限更短，重定价更快。
- **非息：**增速前低后高。预计 2021 年非息收入增速回升 7pc 至 8%。其中，预计中收增速回升 4pc 至 11%，受益于经济持续回暖和消费修复；其他非息收入增速回升 10pc 至 2%，节奏前低后高，考虑 21 年下半年利率债或有行情和高基数效应逐渐消退。
- **拨备：**不良生成好转。2021 年经济强于 2020 年，并且 2020 年大幅做实资产质量，不良生成压力减轻，因此减值压力改善将驱动利润增速回升。预计 2021 年减值损失对利润拖累由-10%改善至-2%。

表 2：上市银行 2021 年业绩预测

简化利润表	核心因素	19A	20H1	20Q3	20E	21E
	规模增速	9.0%	10.8%	11.3%	11.3%	10.3%
利息净收入	×					
	净息差	2.02%	1.99%	2.00%	2.00%	2.02%
+ 非息收入	中收增速	6.4%	4.7%	5.7%	6.7%	10.5%
	其他非息增速	30.8%	1.6%	-8.3%	-7.8%	2.3%
营业收入	营收增速	10.2%	6.3%	5.2%	5.4%	9.5%
- 管理费用	成本收入比	33.6%	30.2%	31.0%	31.0%	31.0%
- 减值损失	信用成本	1.33%	1.56%	1.50%	1.49%	1.48%
- 所得税	实际税率	18.4%	17.7%	17.3%	17.5%	17.5%
≈ 净利润	归母净利润增速	6.9%	-9.4%	-7.7%	0.4%	8.1%

资料来源：wind，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>