

守得云开见月明—近期银行股上涨的逻辑及展望

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

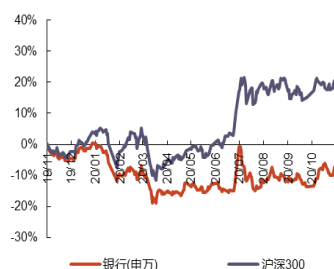
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

事件：

年初至 1 月 18 日，申万行业指数银行板块涨势迅猛，累计涨幅为 8.7%，跑赢沪深 300 指数 2.8 个百分点，在申万 28 个行业指数位列第二位。尤其是 1 月 15 日和 18 日连续两日录得上涨 2.86% 和 2.22%。其中，平安银行（+8.1%）、兴业银行（+6.6%）、宁波银行（+5.5%）在 1 月 18 日表现较为亮眼，年初以来热点银行招商、平安、兴业分别录得累计涨幅 18.13%、17.37% 以及 16.00%，位列上市银行前三位。

点评：

1、年度业绩快报“催化剂”驱动，经济基本面复苏与流动性充裕共振推动银行股上涨

近期，上市银行年度业绩快报连续报喜，1 月 8 日上市银行首家披露业绩快报，上海银行 2020 年全年累计营收和归母净利润增速分别为 1.9% 和 2.9%（2020 年前三季度分别为 -0.9%、-8%），均实现转正，拨备前利润增速为 3.1%（2020 年前三季度为 0%），拨备计提放缓推动四季度单季利润高速增长达 48%。随后，兴业、招商相继发布业绩快报，进一步确认了这一趋势，单季净利润高速增长具有一定行业性特征，同时两家银行四季度资产质量也进一步改善，不良率均出现下降，拨备覆盖率、拨贷比有所提升，风险抵补能力得到加强。总体来看，前期披露业绩快报的银行财务指标表现较好，特别是单季度盈利高增，使得市场对上市银行 2020 年全年累计业绩增速由负转正预期渐强，成为驱动本轮银行板块上涨的“导火索”。

经济基本面复苏与流动性合理充裕也配合银行股顺周期上行。年初以来，申万行业指数涨幅前五的行业为电子、银行、化工、有色和建筑材料，这些行业多为顺周期板块。一方面是宏观经济延续复苏态势，2020 年四季度 GDP 录得 6.5% 的增速，高于市场预期的 6.2%，12 月 PMI 持续位于荣枯线上方，出口增速表现强劲，内需延续复苏态势，实体经济尤其是投资端仍在爬坡。另一方面，尽管央行连续回笼基础货币，缩量续作 MLF，但仅仅只是对货币政策的预调微调，引导资金利率回归走廊中枢，并不改全年稳健基调，市场流动性仍相对宽松。观测近期基金销售对于零售存款和银行理财的负向拉动、资金大户对资管机构的融出来看，银行信贷的外溢效应比较明显，资本市场流动性目前处于较佳状态，有利于银行股上涨。

2、2021 年市场环境利于银行股估值修复，银行经营将回归常态

从市场形势来看，目前正处于疫情得控后经济复苏的中期阶段，在低基数效应下 2021 年 GDP 将呈现“前高后低”的“脉冲式”增长，总体复苏态势有望得到延续，实体经济融资需求较为旺盛。2020 年四季度 GDP 增速尽管超预期，但消费景气度的恢复弱于投资，房地产、出口仍是支撑经济的重要动力，后续随着基数效应褪去以及本轮经济复苏周期进入尾声，宏观经济的持续性向好可能会面临一定不确

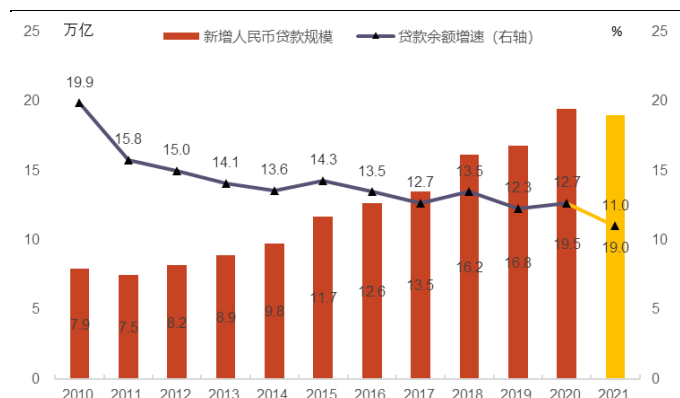
定性。2021 年宏观调控政策基调较为明确，即维持积极的财政政策和稳健的货币政策，不急转换，狭义流动性有望维持不松不紧状态，而广义流动性体系则边际收敛，信贷、社融增速降至 11-11.5% 的水平。总体来看，2021 年市场形势处于经济低基数下高增长、信用体系边际收敛的环境中。

对于 2021 年银行基本面，我们判断如下：

一是总资产增速有所放缓，新增贷款规模与 2020 年基本持平，信贷结构呈现“扶创新、压地产、稳基建、促零售”特点，信贷区域结构分化加剧。在经济逐步复苏进程中，实体经济信贷需求总体较好，但货币政策已回归正常化，在稳定宏观杠杆率目标下，央行大概率延续对狭义信贷额度的管控机制，银行总资产增速将有所放缓，新增贷款规模持平或略微低于 2020 年水平，大体维持在 19-19.5 万亿区间。信贷行业结构呈现“扶创新、压地产、稳基建、促零售”特点，但区域结构分化加剧，长三角、珠三角，粤港澳大湾区、成渝双经济圈有望成为信贷资源集中高地。与之相对应的是，信用违约事件出现后，市场对于东北、西北、华北环京地区等地方性国企风险偏好进一步降低，或加剧信贷投放的区域分化，加剧地方金融生态恶化，甚至不排除陷入“银行信贷增长放缓—经济转型不畅、下行压力加大—区域金融风险加大”的负向循环。

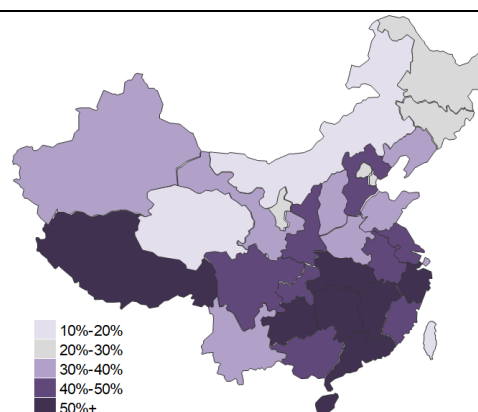
一月份开年以来，信贷投放速度较快，市场供需两旺，经济有加速上行态势。大量的信贷投放带来显著的溢出效应，资本市场流动性环境充裕，表现为：a) 银行机构对非银机构贷款快速增加，同步非银存款也大幅度增加，各类资管机构资金充裕；b) 居民存款有所下行，但对公存款录得良好增长，拆借利率维持偏低水平反映增量存贷比好于去年同期，居民端存款及理财向资本市场搬家效应明显；c) 零售短贷增加较快，但场景化真实消费支持的信用卡贷款增长一般，存在部分信贷资金入市的可能。

图 1：预计 2021 年新增贷款 19-19.5 万亿元，增速 11-11.5%



资料来源：Wind，光大证券研究所整理和预测；数据时间：2010-2021 年

图 2：区域信贷增速分化较为明显



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2016 年-2019 年

二是一季度重定价效应使得 NIM 阶段性走低，全年具有稳定运行基础。资产端，在经济延续复苏、表内信贷供需矛盾加剧情况下，原则上贷款利率存在一定上行动力，银行通过结构调整适度加大消费贷等零售端高收益产品配置也有助于稳定生息资产收益率，但 MPA 对贷款利率点差考核大概率不会取消，在力度上可能会有所放松，需要巩固降低实体经济融资成本，预计 2021 年一般贷款利率大体保持

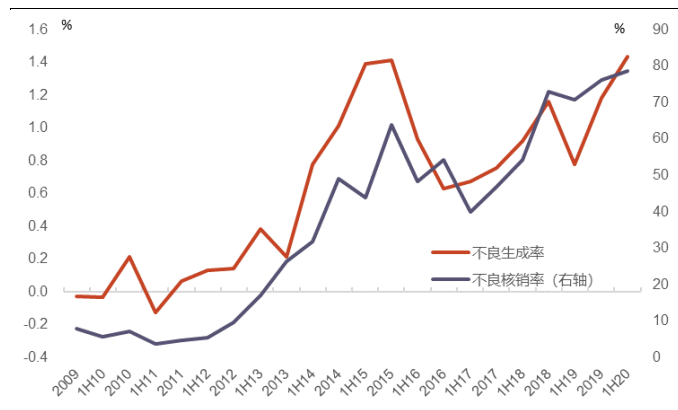
稳定，不会出现明显上行，市场化供求力量也难以起到决定性作用，但按揭贷款利率存在一定上行压力。负债端，前期结构性存款和高成本负债产品“压量控价”效果将延续体现，但效果将边际递减，在紧信用格局下存款派生能力趋于弱化，使得核心存款定价存在上行压力，监管部门也已出台相关举措加强互联网存款的管控，综合负债成本有望趋于弱改善。

总体来看，2021 年 NIM 具备稳定运行基础，其中年初贷款重定价使得一季度 NIM 成为全年阶段性低点，预计降幅为 3-4bp，后续基本保持稳定。现阶段资本市场主要反映的是经济回暖、需求提升所可能带来的资产端定价拉动效应，市场对于贷款定价具有较好预期，经济活力增强和 1 季度短期的信息真空期催化了市场乐观情绪。

三是非息收入增长显著回暖，上半年有望录得 10%以上的增速。对于今年手续费及佣金收入增长情况，预计全年呈现“前高后低”态势，上半年卡业务和理财手续费基本回归正常化状态，而且在较低基数效应下，有望录得双位数增长，而随着更多中小银行理财子公司的开业，理财中收增长将更加可观。对于资本利得增长，若市场不再出现重大风险事件，今年利率走势波动性较 2020 年显著下降。一季度利率大概率维持高位震荡态势，后续随着基本面复苏动能的减弱，利率存在一定小幅震荡下行空间，在低基数效应推动下，资本利得增速有望逐步回升。总体来看，预计今年银行非息收入增长将明显好于 2020 年，且在低基数效应下，上半年非息收入有望录得 10%以上的增速，不排除部分在代销、理财等中收领域发力的银行增速达到 15-20%的水平，下半年则逐步回落。兴业银行 2020 年业绩快报启示我们，信用卡分期、理财销售和各类代销业务可能对典型银行中收形成较大贡献。2021Q1 预计代销基金收入将快速增长。

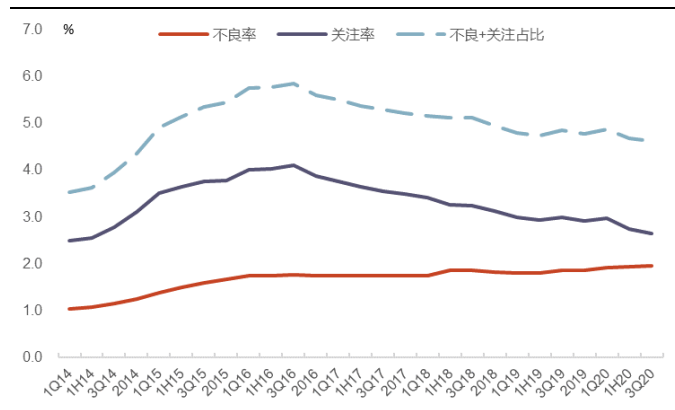
四是资产质量总体稳定，不良生成率有望边际改善。宏观经济将延续复苏态势，整体货币金融环境维持中性，伴随着美元指数下行和全球大宗商品价格的回暖，今年 PPI 将走出负增长区间，企业盈利能力也将逐步恢复，对公贷款和信用卡不良压力有所减轻，有助于降低不良生成速度。同时，近年来监管部门要求银行从严认定不良贷款，不良偏离度进一步改善，“不良率+关注率”持续向好，反映出头部银行报表较此前更加干净，真实度得到提升。疫情期间，银行不良处置规模较大，拨备计提较为充分，风险抵补能力增强，预计本轮疫情导致的坏账暴露期已较为接近峰值水平。2021 年银行资产质量压力总体可控，不良生成率压力边际改善，拨备压力减轻有利于银行经营回归常态。特定领域的风险仍需重视，一是弱资质房企融资渠道收窄，现金流压力加大，不排除部分弱资质房企因现金流压力加大和融资渠道收窄而出现较为严重的信用违约风险。二是区域性信用风险分化加剧，部分受到影响较大的相关地区可能会陷入金融资源萎缩与经济增长持续承压的负向循环，进而加大区域信用风险的分化；三是产能过剩行业短债比例明显高于其他行业，现金短债比偏低，或面临一定流动性风险。

图 3：2020 年不良生成率与不良核销率大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2009 年-2020 上半年

图 4：不良率小幅提升，但关注率趋于改善



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2014 年一季度-2020 年三季度

综合来看，对于 2021 年上市银行盈利情况，我们判断如下：

（1）预计 2020 年全年上市银行营收增速为小个位数增长，净利润增速有望归零或微弱负增长；2021 年营收与盈利增速稳中略有升，其中营收维持大个位数增长，净利润增速维持小个位数增长。

（2）不同类型公司盈利能力也会出现一定分化，表现为位于东南沿海经济发达地区，特别是江浙一带的优质上市银行盈利情况较好，2021 年净利润增速有望维持在双位数，不排除部分银行维持在双位数水平。

3、银行业估值震荡提升，后续关注 H 股投资机会

1 月 18 日，我们对市场主流投资者进行了线上问卷调查，结果显示：

1) 52%的投资者看好未来一个季度 A 股银行板块的走势，40%的人持相对中性的判断，8%的投资者建议减仓。

2) 接近 8 成（77%）的投资者认为银行行情会从 A 股蔓延到 H 股，认为 H 股银行会有相对较好的表现，10%的投资者认为不会，另有 12.5%的投资者认为看不清，形势不明朗。在看好未来 A 股银行走势的投资者中，高达 84%的投资者也看好 H 股银行。

3) 有 42%的投资者认可银行股行情会从核心银行向低估值银行演绎，但也有相等的人（42%）认为行情不会向低估值银行推演；另有 16%的投资者表示认为形势不明朗。

综合考虑 2021 年市场形势、银行经营基本面的研判，并结合线上问卷调查所反映的市场情绪，我们认为：

在经济基本面处于复苏周期中，银行股估值存在向上修复动力，对 2021 年银行股表现中性偏乐观，但更有可能是震荡逐步抬高底部过程。

一是当前银行板块受板块轮动和流动性推动而出现上行，目前总体估值不高，处于可接受区间，受业绩快报驱动、资金充裕、板块潜在轮动可能、“两会”前信用风险事件出现概率偏低等因素影响，银行股可能仍会有阶段性表现。随着 2020 年业绩财报的逐步落地，下一阶段不排除市场风格从核心银行向中低估值银行切换。

二是区域经济增长的分化也将进一步带来金融生态的区域性分化，地处长三角一带的优质城农商银行具有较好的经营环境、可持续的稳定业绩输出能力以及强劲的财务报表，在疫情后经济复苏过程中更容易获得“戴维斯双击”。

三是我国经济基本面在全球主要经济体中的强势复苏、中美利差的高位以及人民币汇率的升值，使得外资对我国资产配置需求加大，加之 AH 股溢价指数较高，港股估值显著低于全球其他指数，银行 H 股估值具有价格便宜、股息率高等特点，南下资金配置力量将有所增强，现阶段 H 股银行的表现值得期待。

风险提示

中美摩擦出现反复，经济复苏景气度不如预期。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼