

从区域分化视角看银行股投资逻辑

——银行业2021年春季投资策略

2021年3月8日



王一峰：研究所所长助理、金融组首席S0930519050002



证券研究报告

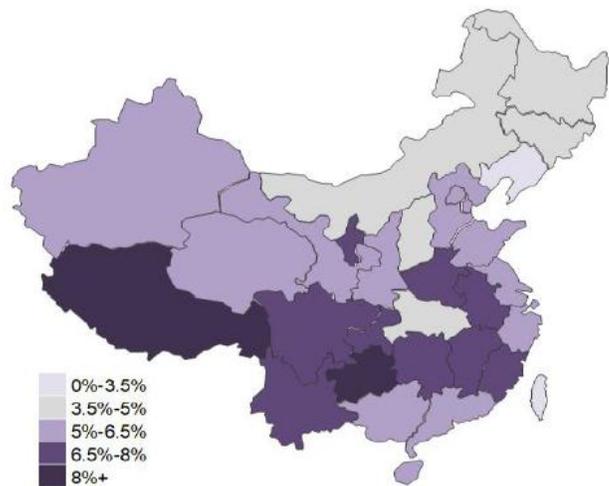
- **经营环境：金融生态四个分化**
- **银行基本面：周期复苏VS经营分化**
- **投资建议：三条主线**
- **风险提示：货币信用超预期收紧**

环境分化：区域经济分化进一步加剧

近年来，我国各地区经济分化较为显著，东中西部和东北四大区域板块之间的经济发展差距有扩大趋势：

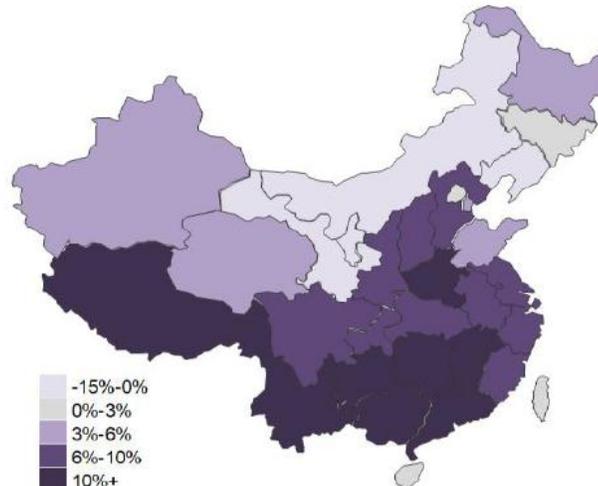
- (1) 东部地区得益于良好的区位优势、资源禀赋和产业结构，经济增长相对稳定。
- (2) 东北三省、内蒙、天津等资源型、重工业化相对集中地区经济景气度持续低迷。
- (3) 部分中西部地区产业结构相对单一，经济增长依赖资源消耗和债务杠杆，在经济转型过程中容易出现产业接续的“空档期”。

全国各地区 GDP 增速热力图



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2015年-2020年12月份均值

全国各地区固定资产投资增速热力图



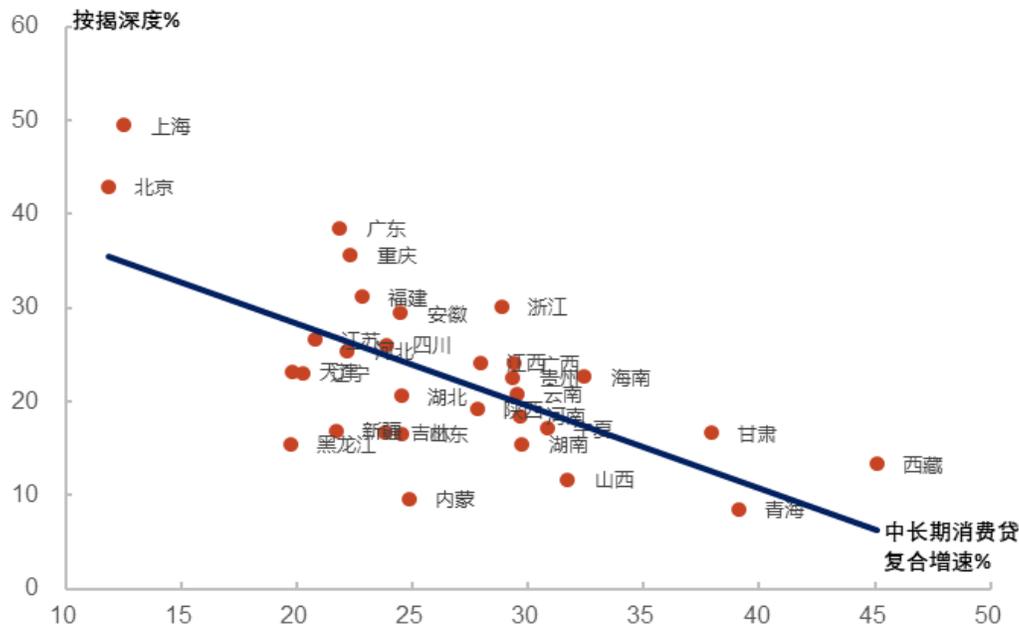
资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2015年-2020年12月份均值

信用分化：按揭贷款区域均等化，对公贷款分化加深

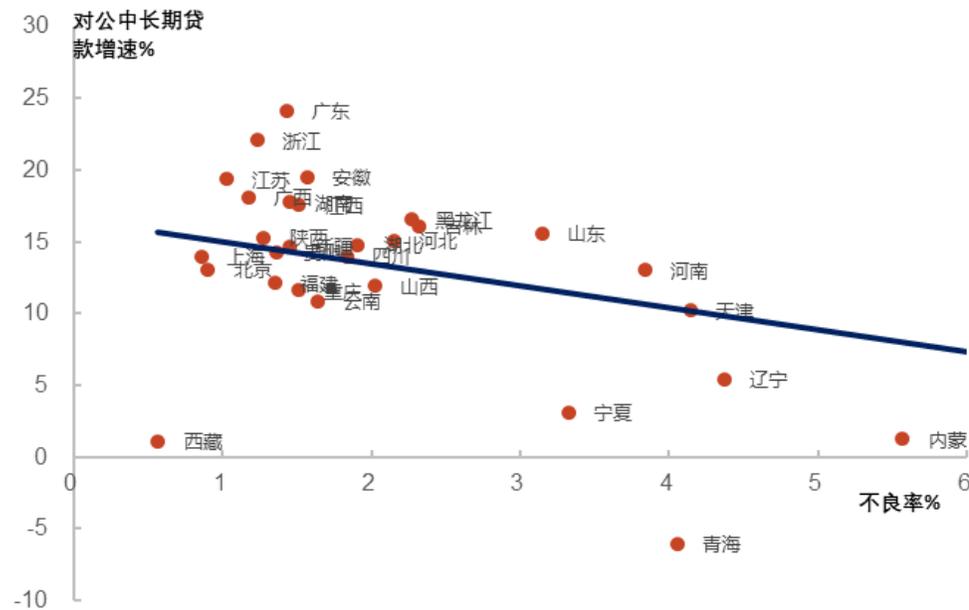
按揭贷款呈现一定区域均等化迹象。观察2016-2020年期间中长期消费贷款复合增速与按揭深度（2016年中长期消费贷规模/GDP）可以发现，前期按揭深度较高的地区在近年来的时间里按揭增速明显趋缓，如北京、上海等地按揭增速仅10-12%。而甘肃、青海、西藏等按揭深度偏低的地区，增长速度较快。

对公中长期贷款投放存在一定区域分化。长三角、珠三角、成渝双经济圈地区尽管同样存在小幅分化迹象，但点位相对集中，对公中长期贷款增速普遍位于10-25%区间，不良率为1-2%。而东北地区、内蒙、河南等地区则呈现“对公中长期贷款增速低、不良率高”的特点。这说明，经济欠发达地区不良率普遍偏高，地区经济增长的分化带来的对公贷款投放的分化。

各地区按照深度与中长期消费贷复合增速呈现反比例关系



各地区对公中长期贷款增速与不良率呈现反比例关系



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年较2016年的复合增速

风险分化：中西部地区债务压力大，弱资质主体承压

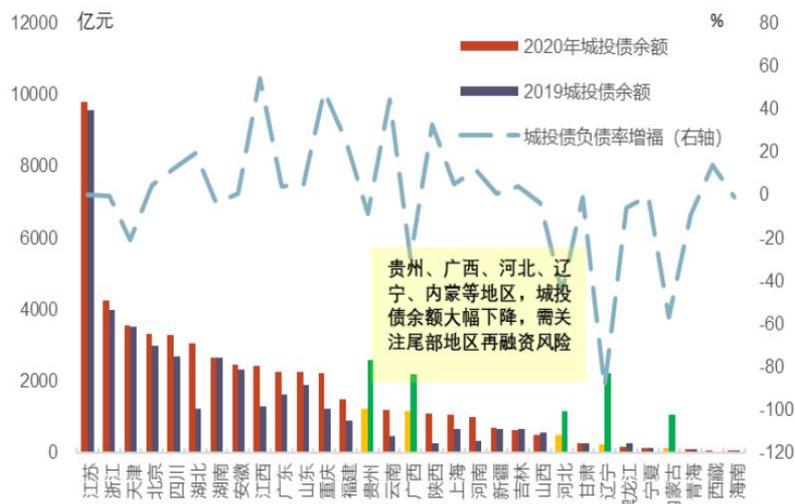
我国各地区杠杆率和债务违约情况同样存在明显分化特点：

(1) 整体宏观杠杆率不断上行，企业部门杠杆率上行幅度更大，2021年债务压力较为突出，初步测算：**利息支出占新增社融的比重约44.5%，较2020年提升6.12个百分点。**

(2) 中西部地区整体财政实力偏弱，经济增长较为依赖债务扩张，自身财力与债务规模不匹配现象较为严重，债务负担较大，尾部地区弱资质国企再融资风险需要予以重点关注。

(3) 信用周期开始回落，债券市场信用风险处于持续释放阶段，弱资质主体融资承压。

2020年债务压力较大地区城投债务余额出现大幅下降，需关注再融资风险



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2019和2020年

近年来信用风险处于持续释放阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2014年-2020年12月

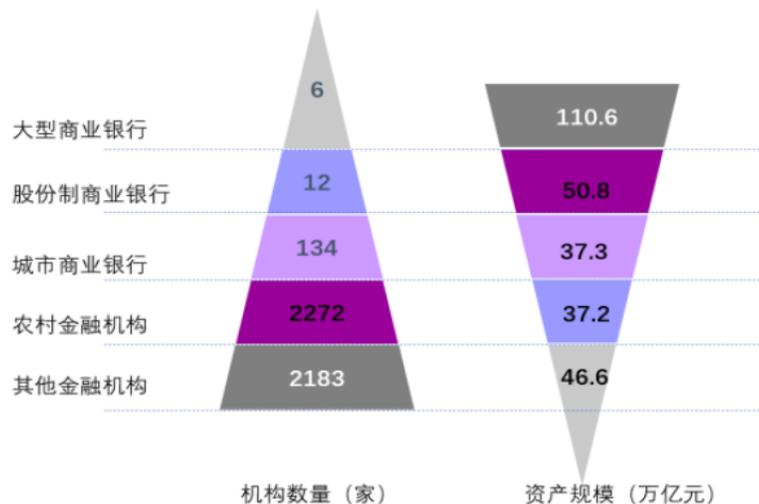
经营分化：银行体系强者恒强、尾部偏弱

从整体竞争力看，我国商业银行呈现**强者恒强、尾部偏弱**的特点：

★截至2019年4季度，银行业金融机构共4400多家，评级结果为1-5级的为2106家，占比为47.9%，评级为6-7级的为1749家，占比为39.8%，而低评级（8-10级）尾部银行共有544家、D级（已倒闭或已接管）2家，占比为12%，这些低评级机构主要集中于农村信用社、农村合作银行、村镇银行和农村商业银行。

★2020年国有大行净利润增速已转正（3%），股份制银行负增长放缓，城商行和农商行延续下滑态势，资产质量压力相对较大，拨备覆盖率下滑态势需引起重视。

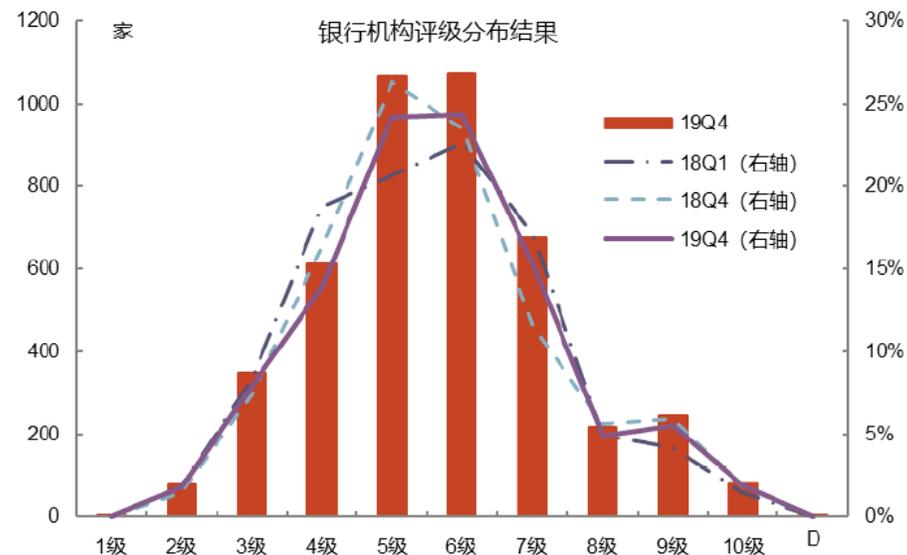
我国商业银行的数量结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年

请务必参阅正文之后的重要声明

城商行、农商行不良率相对较高，近年来升幅较快



资料来源：《金融稳定报告 2020 年》，光大证券研究所；时间：2019年

- 经营环境：金融生态四个分化
- 银行基本面：周期复苏VS经营分化
- 投资建议：三条主线
- 风险提示：货币信用超预期收紧

2021年经济脉冲复苏、狭义流动性稳定、信用边际收敛



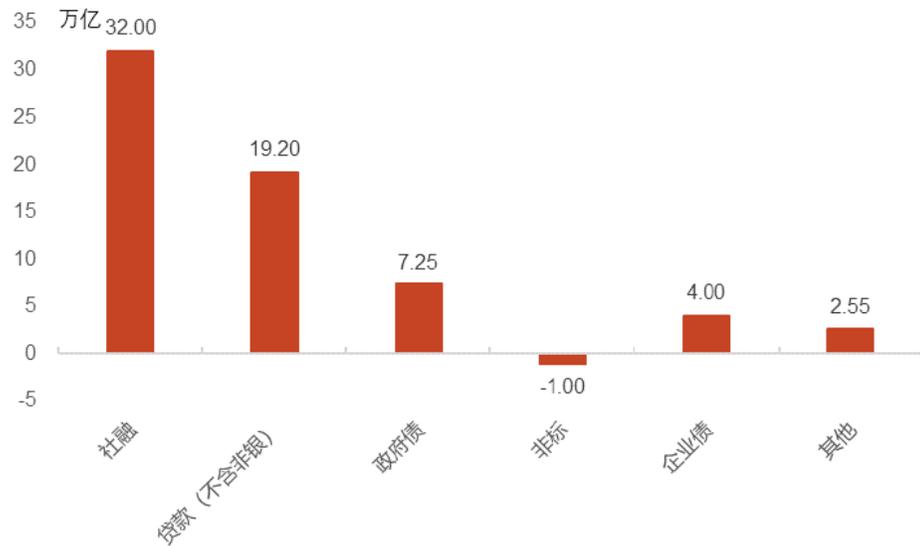
光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- ★2021年GDP将呈现“前高后低”的“脉冲式”增长，但后续景气度是否可持续依然存在不确定性。
- ★2021年新增人民币贷款维持在18.5-19万亿元，余额同比增速为10.5-11%。新增社融规模维持在32-33万亿元左右，余额同比增速为11-11.5%；M2增速维持在9.5-10%区间。
- ★信贷行业投向：工业向好、基建稳定、房地产回落、科创加大。
- ★信贷区域投向：分化加剧，苏浙沪地区已进入经济金融正循环发展的黄金时期。

预计 2021 年新增贷款 18.5-19 万亿，增速 10.5-11%



2021 年新增社融结构预测



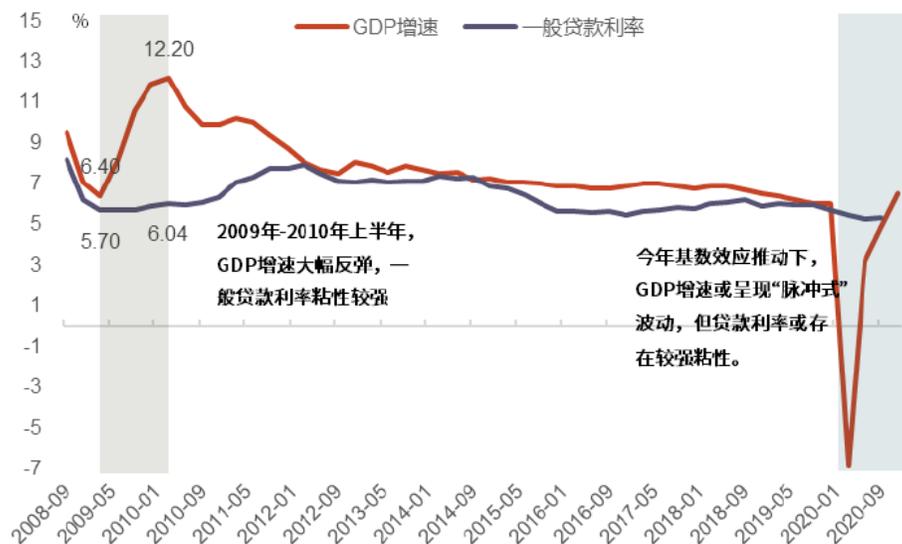
NIM运行：一季度小幅走低，全年具有稳定基础

★资产端：表内信贷供需错位加大使得贷款利率存在上行动力，斜率不高，但不会因经济“脉冲式”复苏而作出过激反应。

★负债端：稳存增存压力加大，核心负债成本承压，机构间不平衡加剧，股份制银行负债或面临系统性压力，NCD利率可能进一步上行。

★NIM：存贷款重定价因素导致一季度NIM阶段性小幅走低，环比收窄3-5BP，全年具有稳定运行基础。

GDP 增速出现大幅反弹时，一般贷款利率均有较强粘性



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2008年9月至2020年12月

2021年NIM在一季度小幅下行，后续大体稳定

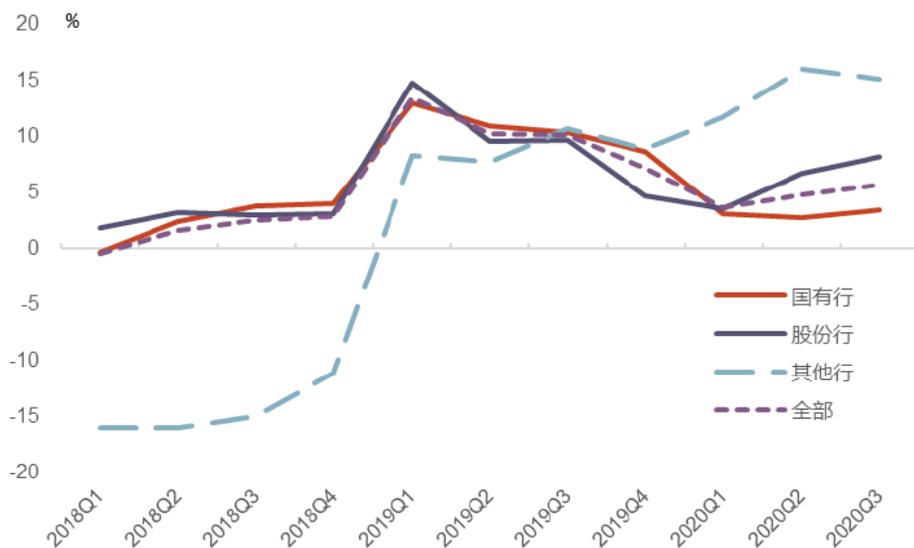


资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；数据时间：2017年3月至2020年9月，2020年12月-2021年12月为测算数据

非息收入：有望录得10%的增速

- ★手续费及佣金：全年“前高后低”，上半年盈利贡献在于信用卡、“大财富”管理下基金保险代销提升。
- ★非手续费非息：今年市场利率中枢进一步走高，一季度同比负增长。下半年随着通胀减弱和经济增速放缓，利率或存在一定下行空间，叠加低基数效应，资本利得有望改善。
- ★非息收入：2021年好于2020年，有望录得接近10%的增速，部分银行在代销、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。。

不同类型银行手续费及佣金收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2018年一季度-2020年三季度

请务必参阅正文之后的重要声明

2021年中收增长强势回暖，一季度有望录得10%的增速



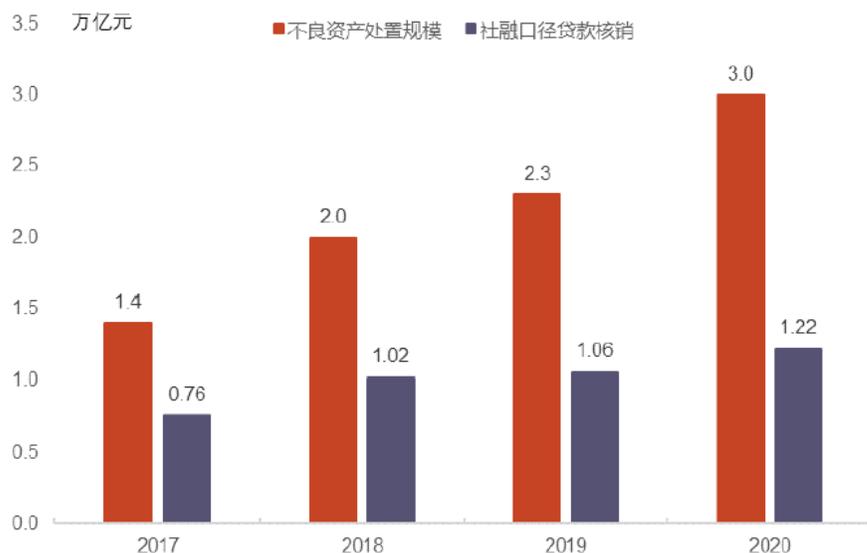
资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；数据时间：2018年一季度-2020年三季度，2020年四季度-2021年四季度为测算数据

资产质量：上市银行阶段性出清，不良生成边际改善

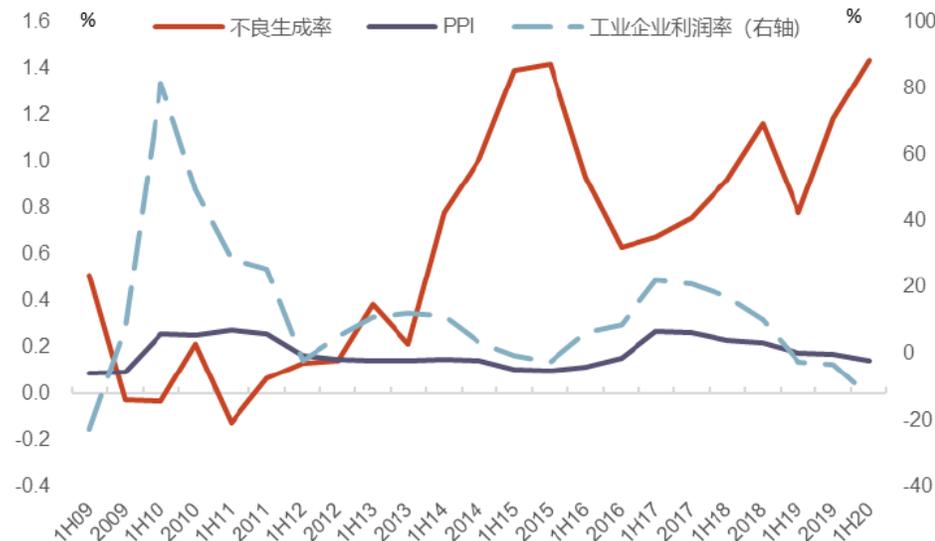
资产分类更为审慎、不良资产处置力度加大，问题贷款率（不良+关注占比）逐步下降，风险已得到有效缓释，2021年银行业开始轻装上阵，资产质量压力总体可控，不良生成压力边际改善

- (1) 工业企业景气度稳步回升，有助于降低不良生成速度。
- (2) 普惠小微企业延期还本付息政策延长。
- (3) 本轮不良生成率已超过前期高点，不良资产处置规模创历史新高，坏账暴露期或已较为接近峰值水平。

不良资产处置规模逐年加大



不良生成率与工业经济景气度存在较强相关性



资产质量：对公行业趋于改善，信用卡压力减轻

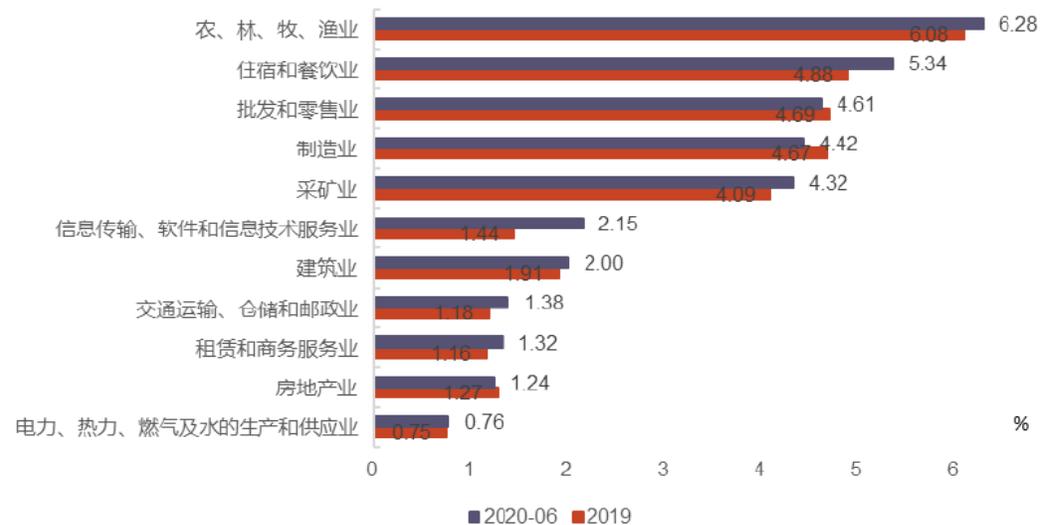
★**经济复苏助力受疫情影响较大的对公行业资产质量改善。**受疫情影响较大的是住宿和餐饮业、交通运输、仓储和邮政业以及租赁和商务服务业，截至2020年6月末，不良率分别较年初上行46bp、21bp和16bp，属于“信贷规模大、不良率增幅高”的领域。2021年在经济复苏回暖情况下，这些行业资产质量将有所改善。

★**信用卡不良压力有所减轻。**2020年信用卡不良压力加大，一是与疫情造成居民收入下降有关，二是受到银行催收能力下滑的影响。2021年随着经济进一步复苏、居民收入增长以及银行催收能力恢复正常化，预计信用卡不良生成压力得到缓解。

各领域信贷投放不良率情况



主要对公行业不良率情况



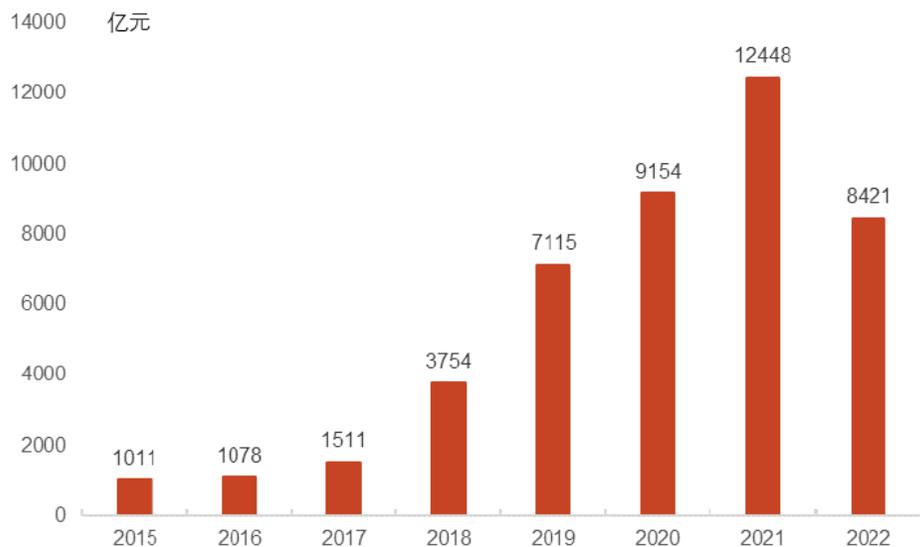
2021年需要关注的三大特定领域风险点

★**弱资质房企融资渠道收窄，现金流压力加大。**2020年偿债规模约9154亿，同比增长28.7%，2021年到期债务规模预计将达12448亿元，同比增长36%，显示出未来房企偿债压力继续攀升，而影子银行监管趋严使得信托融资规模出现下降，弱资质房企融资渠道收窄。

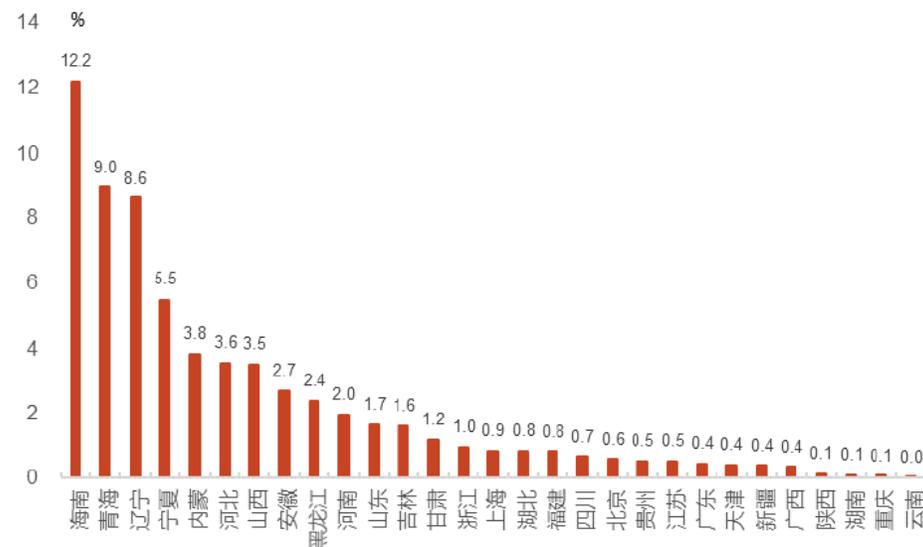
★**区域性信用风险分化加剧。**债券违约率相对较高的省份为海南、青海、辽宁、宁夏、内蒙等地区，市场对于这些地区风险偏好下降和信用分层加剧，可能会陷入金融资源萎缩与经济增长持续承压的负向循环。

★**产能过剩行业面临一定流动性风险。**近年来，实体经济资产负债表趋于恶化，资产负债率已上行至63.71%，短债比例上行至34%，而现金对短债的覆盖水平已下行至0.71，应对到期债务压力的能力下降。

2021年房地产企业债务到期规模较大



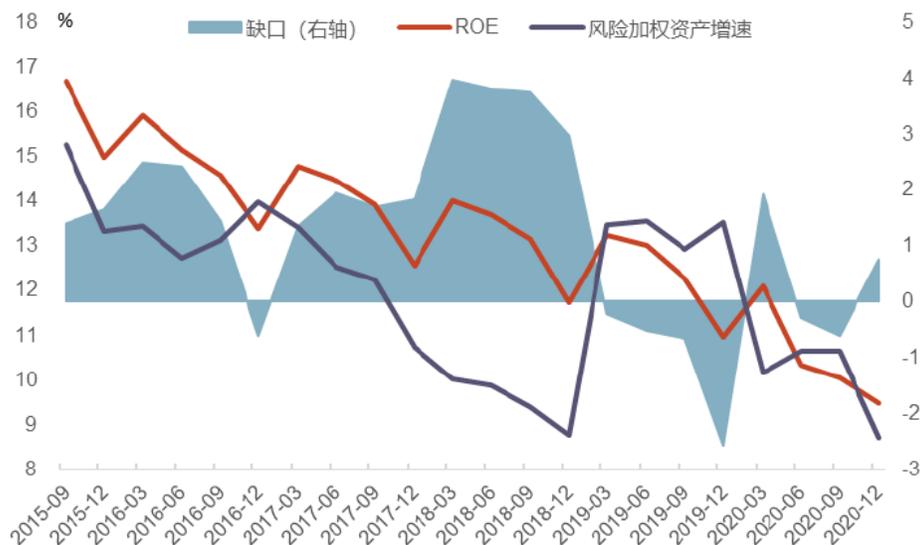
信用债违约率较高主要分布在西部和东北地区



资本补充：2021年仍是资本补充大年

- ★ **ROE下滑与资本消耗矛盾加剧。**近5年来银行ROE由16%回落至9.48%，风险资产增速显著回升，并与ROE形成倒挂。
- ★ **四大行面临TLAC监管要求。**四大行相较2025年达标要求的TLAC缺口较大，在2020年下半年至2025年期间，四大行存在0.8-2.5万亿的TLAC缺口。
- ★ **入选D-SIBs评估名单加大股份制银行资本补充压力。**部分股份制银行核心一级资本充足率已跌破9%，在盈利能力放缓、外源性补充渠道有限以及不良处置压力依然较大的情况下，一旦入选D-SIB将进一步加大股份制银行资本管理压力。
- ★ **资本补充更多政策已箭在弦上。**2021年是资本补充大年，监管部门将完善资本补充工具安排，支持各类资本工具发行。

近年来商业银行 ROE 与风险资产增速差不断收敛



四大行TLAC达标缺口测算（按2025年达标）

	工行	农行	中行	建行
加权风险资产	19.77	16.46	14.90	16.38
资本净额	3.16	2.70	2.30	2.72
TLAC充足率要求（无豁免）	20.0%	20.0%	20.0%	19.5%
TLAC充足率要求（最大豁免）	17.5%	17.5%	17.5%	17.0%
TLAC合格资本工具要求（无豁免）	3.95	3.29	2.98	3.19
TLAC合格资本工具要求（最大豁免）	3.46	2.88	2.61	2.79
资本缺口（无豁免）	0.79	0.59	0.68	0.47
资本缺口（最大豁免）	0.30	0.18	0.31	0.06

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，净利润增速维持个位数增长，但好于2020年：

★ NIM具有稳定运行基础。2021年信贷投放规模与2020年大体相同，增速维持在11%左右，一般贷款利率呈现缓慢爬坡，核心存款利率存在小幅上行压力，2021年NIM存在稳定运行基础，预计净利息收入较2020年基本持平。

★ 非息收入显著改善。信用卡、基金保险代销业务回归正常化状态，在较低基数效应下，有望录得双位数增长，而资本利得增速在下半年有望逐步回升，非息收入有望出现明显改善。

★ 拨备计提和核销力度对盈利拖累边际改善。2021年PPI和工业企业利润增速的回暖有助于改善不良生成水平，但拨备计提和核销力度较2020年更趋于正常化状态，对盈利的拖累程度边际下降。营收和净利润增速之差，主要体现为拨备计提和不良核销处置（或超3万亿）。

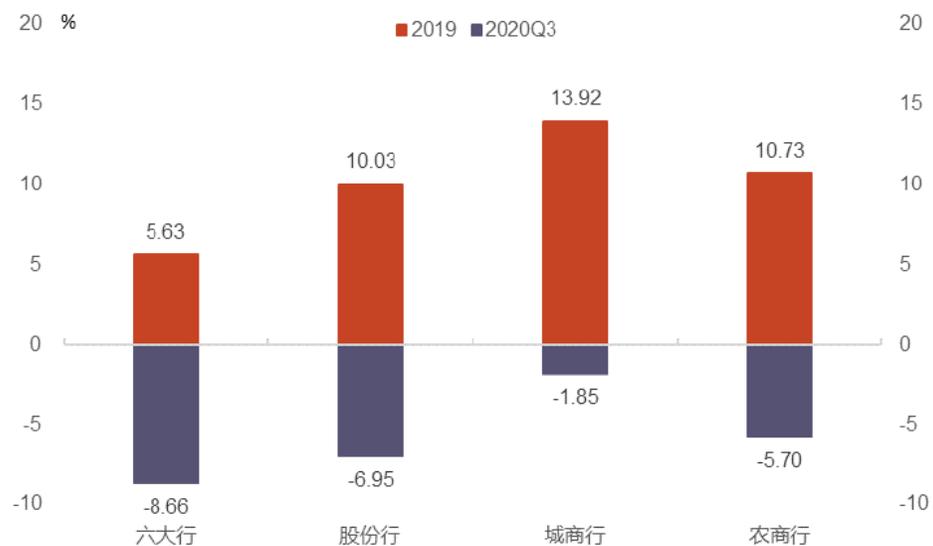
头部优质零售银行、苏浙沪地区上市银行业绩更佳

★在上市城商行和农商行中，净利润增速相对较高的银行如厦门、宁波、杭州、无锡、以及常熟等，这些银行的一个共同点是具有较强的区位优势。

★六大行和全国性股份制银行中，招商、平安、兴业、邮储等优质零售银行，经营业绩明显更佳。

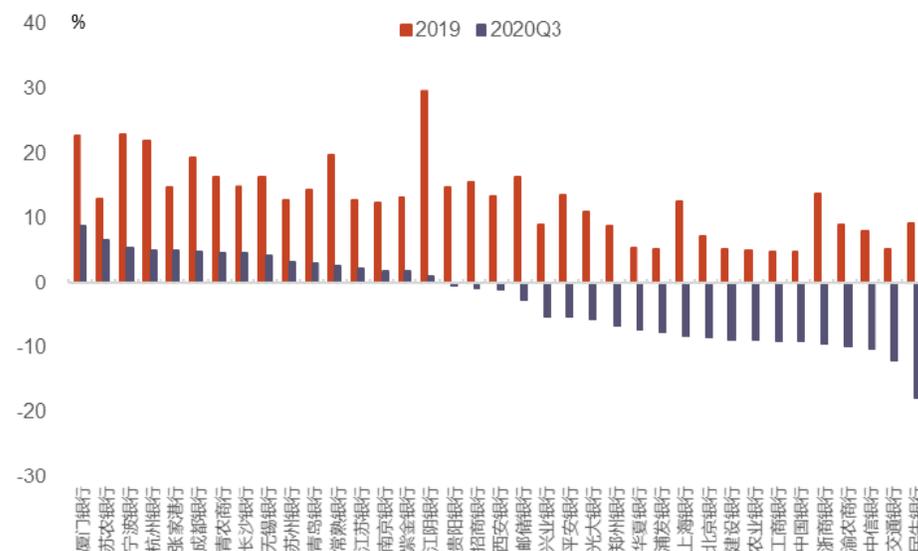
我们预计：不同类型公司盈利能力会出现一定分化，表现为优质头部零售银行，以及位于苏浙沪地区的优质上市银行盈利情况较好，2021年净利润增速有望维持在大个位数，部分银行维持在双位数水平。

不同类型上市银行净利润增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2019年和2020年三季度

各家上市银行净利润增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2019年和2020年三季度

- 经营环境：金融生态四个分化
- 银行基本面：周期复苏VS经营分化
- 投资建议：三条主线
- 风险提示：货币信用超预期收紧

第一条主线： 长期视角

- 头部零售银行有着可持续的稳定业绩输出能力以及强劲的财务报表，不排除部分银行2021年营收增速维持在两位数水平，资产质量持续改善，风险抵补能力较强，始终是引领银行业的优质标的，可长期持有。我们重点推荐平安银行、招商银行、宁波银行和兴业银行。

第二条主线： 负债角度

- 随着信用体系的收敛，银行稳存增存压力加大，特别是股份制银行可能面临系统性负债压力，司库对于NCD融资需求较大。我们预计，后续NCD价格整体易上难下，这对于存款基础较好、具有负债端优势国有大行具有一定利好。我们重点推荐邮储银行。

第三条主线： 区域角度

- 苏浙沪地区经济与正循环发展已进入历史黄金时期，地处该地区的优质上市银行具有较好的区位优势，在疫情后经济复苏过程中更容易获得“戴维斯双击”。我们重点推荐杭州银行、江苏银行和南京银行。

- ❑ 全球大宗商品价格快速上涨，再通胀预期显著上文，输入型通胀压力加大，需警惕国内通胀压力超预期情况下，货币政策会持续收紧。
- ❑ 今年信用体系整体呈现收敛态势，表内信用投放与去年大体持平，但表外融资延续压降态势，弱资质信用主体现金流压力加大，需警惕信用过度紧缩对经济复苏产生冲击。
- ❑ 银行稳存增存压力加大，特别是股份制银行可能面临系统性负债压力，需警惕对信贷投放产生约束。

衷心 感谢

光大证券研究所



银行研究团队

王一峰

 执业证书编号: S0930519050002

 电话: 010-56513033

 邮件: wangyf@ebscn.com

刘杰



 电话: 010-56518032

 邮件: liujie9@ebscn.com

董文欣



 电话: 010-56518035

 邮件: dongwx@ebscn.com

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曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

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。

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。