

银行

证券研究报告
2021年03月16日

银行股的投资逻辑：为什么我们坚定看好银行股？

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030001

朱于敏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090006
zhuyutian@tfzq.com

廖紫苑 联系人
liaoziyuan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《银行-行业研究简报:NCD 发行利率小幅回落,城商行发行占比上升:银行债务融资周报(3.6-3.12)》2021-03-14
- 《银行-行业研究简报:银行理财周报(3/1-3/7):理财收益率略降,短期限产品受青睐》2021-03-11
- 《银行-行业研究简报:2月金融数据点评:从急转弯到慢转弯》2021-03-11

银行股超额收益表现突出

从2月节后以来,银行股的超额收益表现突出。从2月18日到3月15日,银行指数仅仅小跌0.23%,而同期上证综指、沪深300、创业板指分别下跌6.43%、13.30%、22.55%。

逆市行情得益于基本面和政策面共同催化 基本面：经济向好推动贷款定价上升

最新的经济数据显示“三驾马车”都有不俗的表现。但是今年社融增速顺应政策需要,从去年疫情时的高位回落,带动信用供给边际收缩。当有限的贷款额度面对过剩的贷款需求时,贷款定价就可以开启上升通道。票据贴现利率已经创下阶段性新高,反映出边际贷款定价出现上升的信号。

政策面：监管压力边际放松

首先让利政策调整利好贷款定价。后疫情时代金融套利行为和资产价格快速上涨已经引起了监管层的重视。因此今年让利政策的着力点从全局性让利向结构性让利的转变,会有利于银行提高资产端的整体定价水平。

其次资本补充进程重启,银行利润增速提升受政策支持。从去年下半年开始TLAC和国内系统重要性银行框架就重新出台。未来国有行、股份行以及少数头部城商行都需要满足更为严格的资本要求。内生性的资本补充,也就是利润释放,将是银行最主要的资本补充方式。

第三,政策底线思维保证了信用风险的影响可控。今年两会政府工作报告提出将小微贷款延期还本付息政策的截止日再一次推迟。我们预计最多会推迟到今年下半年。这也就保证银行今年的资产质量不会因为小微政策的过快结束出现大额的风险暴露。

业绩回顾与展望：扎实的基本面带动V型反转

2020年下半年伴随经济企稳且复苏加快,商业银行净利润增速开启深V反转,到年末业绩增速基本消化了疫情带来的短期影响。我们预计今年上市银行的基本面持续向好。全年板块利润增速预计将接近10%,少数高成长性标的有望实现接近15%的利润增速。

估值：银行股的估值上升过程刚刚起步

银行股的估值还没有体现出经济复苏叠加政策松绑带来的估值溢价。银行选股分两条线。一是继续推荐零售转型起步较快,业绩成长性突出的标的,推荐邮储银行、常熟银行、平安银行、招商银行。二是建议关注短期存在较大预期差,估值有较大修复空间的稳健标的,推荐长沙银行、无锡银行、成都银行、南京银行。我们维持板块强于大市的判断。

风险提示：经济复苏不及预期；资产质量恶化；政策出台及效果不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-03-15	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020A/E	2021E	2022E	2019A	2020A/E	2021E	2022E
601658.SH	邮储银行	5.95	买入	0.71	0.69	0.75	0.86	8.38	8.62	7.93	6.92
601128.SH	常熟银行	8.30	买入	0.65	0.66	0.77	0.87	12.77	12.58	10.78	9.54
000001.SZ	平安银行	21.60	买入	1.45	1.49	1.75	1.98	14.90	14.50	12.34	10.91
600036.SH	招商银行	53.11	增持	3.68	3.71	4.09	4.62	14.43	14.32	12.99	11.50

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 银行股超额收益表现突出	3
2. 逆市行情得益于基本面和政策面共同催化	3
2.1. 基本面：银行贷款利率有望回升	3
2.2. 政策面：监管压力边际放松	5
3. 业绩回顾与展望：扎实的基本面带动 V 型反转	7
4. 估值：银行股的估值上升过程刚刚起步	9
5. 风险提示	10

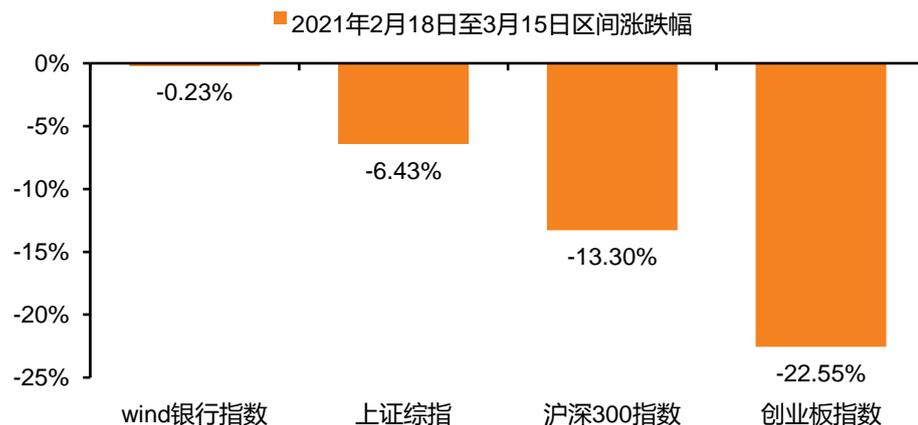
图表目录

图 1：2021 年 2 月 18 日至 3 月 15 日银行股超额收益表现突出	3
图 2：2021 年 2 月 18 日至 3 月 15 日上市银行涨跌幅	3
图 3：规模以上工业增加值同比增速	4
图 4：社会零售总额同比增速	4
图 5：出口同比增速	4
图 6：固定资产投资同比增速	4
图 7：固定资产环比增速	4
图 8：企业单月新增中长期贷款连续 12 个月同比多增	5
图 9：企业中长期贷款存量同比增速	5
图 10：社融余额同比增速	5
图 11：票据贴现利率	5
图 12：商业银行核心一级资本充足率	6
图 13：上市银行归母净利润同比增速	6
图 14：商业银行业绩增速开启深 V 反转	7
图 15：商业银行净息差韧性较强	8
图 16：不良贷款率及变化	8
图 17：拨备覆盖率及变化	8
图 18：2016 年以来银行股相对于创业板 PB 估值和市场利率水平基本同起同落	9
图 19：银行股 PB 估值仅仅回到了疫情前的水平（倍）	9
图 20：招商银行 PB	10
表 1：“让利”的范围预计从全局性向结构性转变	6
表 2：普惠小微企业贷款延期还本付息政策变化	7

1. 银行股超额收益表现突出

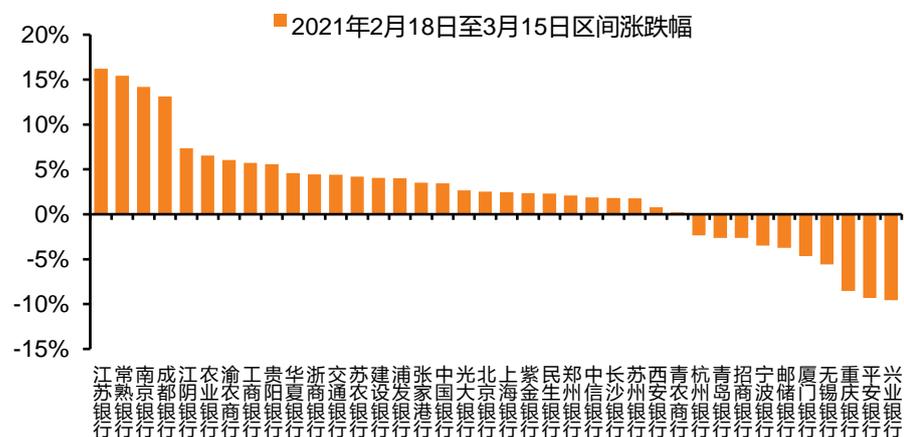
从2月节后以来，银行股的超额收益表现突出。从2月18日到3月15日，银行指数仅仅小跌0.23%，而同期上证综指、沪深300、创业板指分别下跌6.43%、13.30%、22.55%。在银行板块内部，江苏银行、常熟银行、南京银行、成都银行的涨幅位列前四，分别为16.20%、15.44%、14.17%、13.10%。基金重仓标的阶段性小幅调整，如招商银行、宁波银行、平安银行、兴业银行，涨幅分别为-2.64%、-3.48%、-9.32%、-9.57%，但是相较同期的沪深300和创业板指依然保持着明显的超额收益。

图1：2021年2月18日至3月15日银行股超额收益表现突出



资料来源：WIND，天风证券研究所

图2：2021年2月18日至3月15日上市银行涨跌幅



资料来源：WIND，天风证券研究所

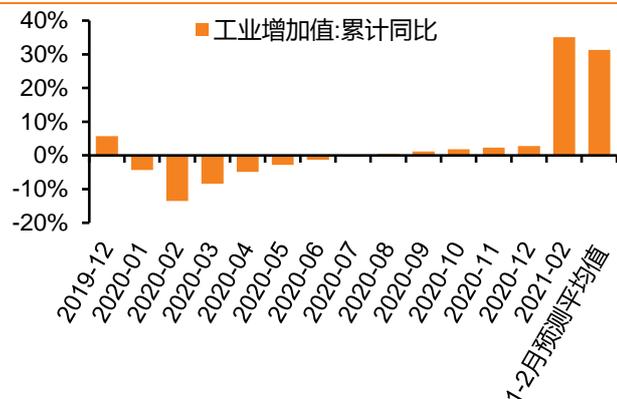
2. 逆市行情得益于基本面和政策面共同催化

2.1. 基本面：银行贷款利率有望回升

经济持续向好。最新的经济数据显示“三驾马车”都有不俗的表现。1-2月规模以上工业增加值同比增长35.10%，高于市场预期的31.31%；1-2月社会零售总额同比增长33.80%，高于市场预期的31.68%；1-2月出口同比增长60.60%，高于市场预期的41.81%。1-2月固定资产投资增速虽然略低于预期，增速35.00%，预期37.97%，但是1月和2月的环比增速达到2.51%、2.43%，较上年四季度回升。考虑到去年疫情可能会影响到投资进度，导致投

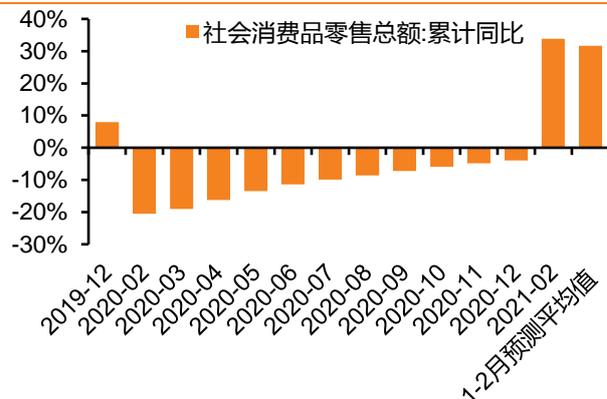
资同比数据失真,我们观察受短期波动影响更小的中长期贷款数据。截至2021年2月末,企业单月新增中长期贷款已经连续12个月同比多增,企业中长期贷款存量增速达到16.85%的阶段新高,反映企业的资本开支需求相当旺盛。

图3:规模以上工业增加值同比增速



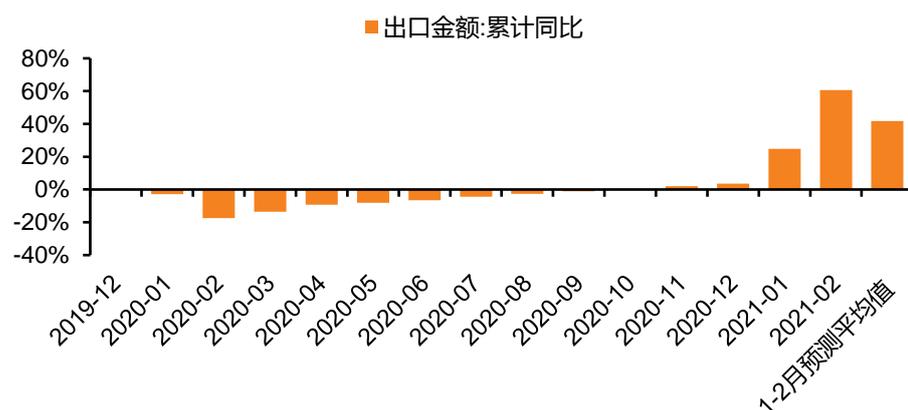
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图4:社会零售总额同比增速



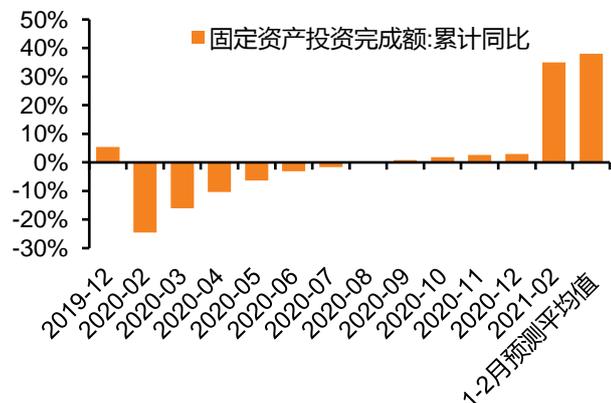
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图5:出口同比增速



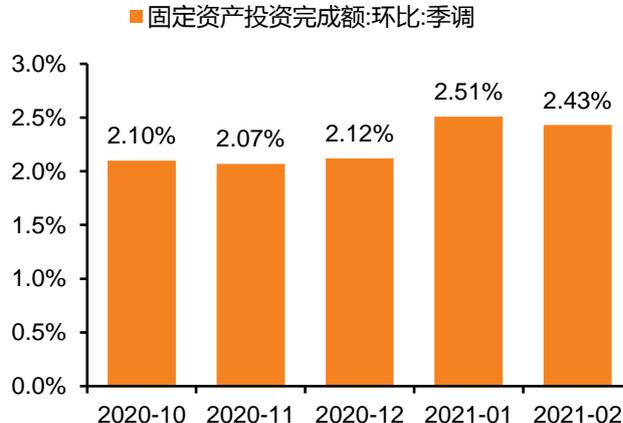
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图6:固定资产投资同比增速



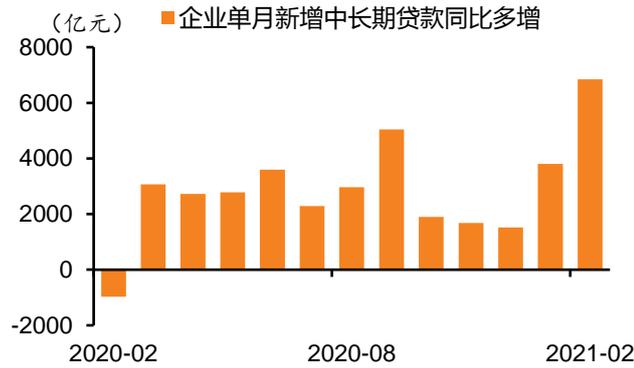
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图7:固定资产环比增速



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 8：企业单月新增中长期贷款连续 12 个月同比多增



资料来源：WIND，天风证券研究所

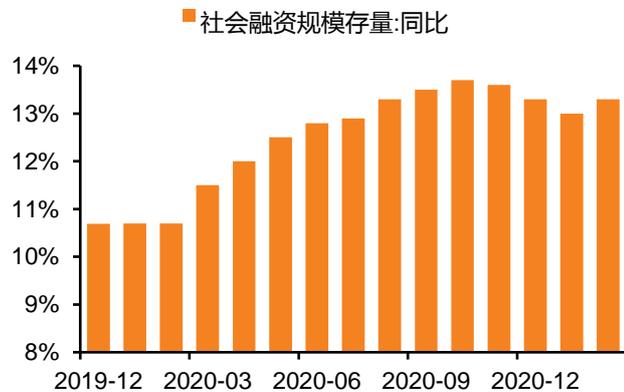
图 9：企业中长期贷款存量同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

经济修复对银行的影响主要体现为贷款价格的上升。银行的息差变化主要看贷款利率。今年信贷需求增长，遇上供给的收紧，贷款供需冲突将有利于提升银行的贷款利率。今年社融增速顺应政策需要，从去年疫情时的高位回落，带动信用供给边际收缩。但是贷款的供给却相对紧张。1-2 月份银行不得已通过挤压票据额度来补充贷款供应，导致票据贴现利率创下阶段性新高，到 3 月份票据利率也继续在高位震荡。票据利率往往是贷款利率的前瞻性指标。这反映出边际贷款定价已经出现上升的信号。而且社融增速在 2 月份因为银行集中放款出现了短暂反弹，所以 3 月往后的社融增速再次回落也会进一步延续紧信用的格局。

图 10：社融余额同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：票据贴现利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 政策面：监管压力边际放松

首先让利政策调整利好贷款定价。去年因为金融让利实体的政策需要，银行阶段性降低了利润增速和贷款价格。但是在疫情的影响消退以后，过度被压制的贷款利率将导致信用利差的扭曲，可能会滋生金融套利行为和资产价格快速上涨。这已经引起了监管层的重视。比如近期各地监管层开始严查个人经营性贷款被套用到房地产市场的违规行为。为了保证经济稳步复苏，信用利差的修复对于恢复正常的贷款秩序必不可少。从今年的两会政府工作报告也可以看出，关于降低贷款利率的表述已经调整到小微贷款的段落，不再是全局性的政策指导。让利政策的着力点从全局性让利向结构性让利的转变，会有利于银行提高资产端的整体定价水平。

表 1：“让利”的范围预计从全局性向结构性转变

2021 年 3 月 5 日政府工作报告

……适当降低小微企业支付手续费。优化存款利率监管,推动实际贷款利率进一步降低,继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。……

2020 年 5 月 22 日政府工作报告

稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段,引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具,务必推动企业便利获得贷款,推动利率持续下行。

资料来源:中国政府网,天风证券研究所

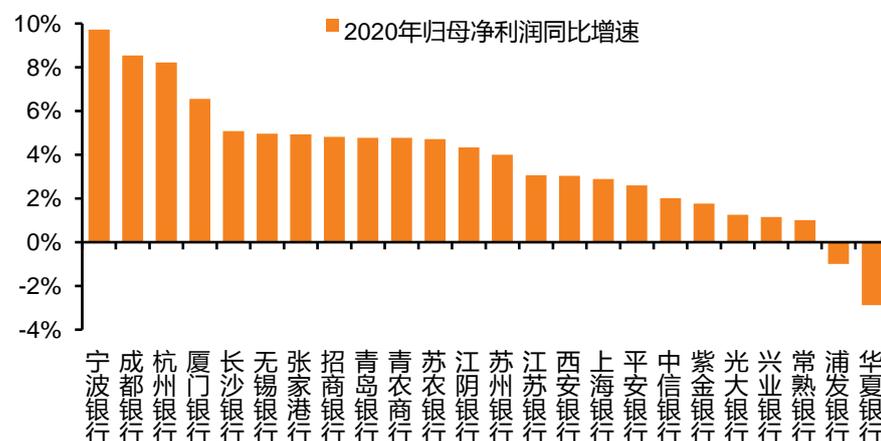
其次资本补充进程重启,银行利润增速提升受政策支持。新冠疫情不只是中断了银行的资本补充进程,同时还使银行业形成了阶段性的资本缺口。截至 2020 年末商业银行的核心一级资本充足率只有 10.72%,按年度频率(剔除季度波动)为 2015 年以来的最低水平。但是疫情以后,银行不仅要使资本充足率回到充裕状态,而且还需要满足更高的资本标准。从去年下半年开始,全球系统重要性银行总损失吸收能力(TLAC)和国内系统重要性银行框架就重新出台。未来国有行、股份行以及少数头部城商行都需要满足更为严格的资本要求。今年的财政赤字收紧意味着银行的外源性资本补充可能会面临财政方面的约束,那么内生性的资本补充,也就是利润释放,将是银行最主要的资本补充方式。2020 年业绩快报已经反映银行的利润增速多数已经较前三季度由负转正,集中在 0%-5%的区间。今年我们预计利润增速还会向上突破到接近 10%的水平。

图 12: 商业银行核心一级资本充足率



资料来源:WIND,天风证券研究所

图 13: 上市银行归母净利润同比增速



资料来源:WIND,天风证券研究所

注:部分银行尚未披露 2020 年业绩增速

第三政策底线思维保证了信用风险的影响可控。今年政策风格稳健，“不急转弯”确保了政策转向将会平稳进行，避免了因为政策过快退出对经济的冲击。所以银行今年的资产质量依然会保持相对健康的状态。而且今年两会政府工作报告提出将小微贷款延期还本付息政策的截止日再一次推迟。我们预计最多会推迟到今年下半年。这也就保证银行今年的资产质量不会因为小微政策的过快结束出现大额的风险暴露。在去年过度计提了信贷成本以后，今年信贷成本（拨备）计提力度将同比减弱，为银行利润释放留足空间。

表 2：普惠小微企业贷款延期还本付息政策变化

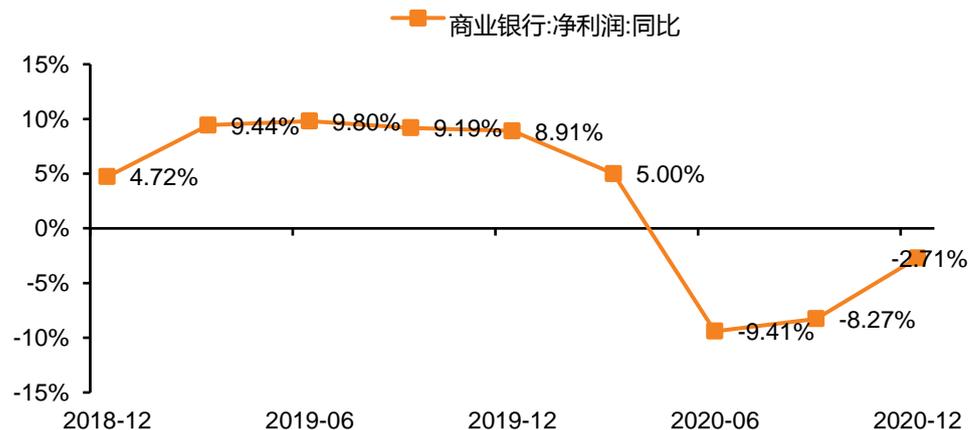
时间	会议/通知	政策主要内容
2020/03/01	央行等部门联合发布《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》银保监发〔2020〕6号	适用范围：对于2020年1月25日以来到期的困难中小微企业（含小微企业主、个体工商户）贷款本金、2020年1月25日至6月30日中小微企业需支付的贷款利息，银行业金融机构应根据企业申请和实际情况予以延期。 截止日：贷款还本付息日期最长可延至2020年6月30日。
2020/06/01	《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》银发〔2020〕122号	适用范围：对于2020年6月1日至12月31日期间到期的普惠小微贷款本金和应付利息，银行业金融机构应根据企业申请和实际情况予以延期。 截止日：贷款还本付息日期最长可延至2021年3月31日。
2020/12/21	国常会	2021年一季度要继续落实好原定的普惠小微企业贷款延期还本付息政策，在此基础上适当延长政策期限，做到按市场化原则应延尽延，由银行和企业自主协商确定。
2021/1/4	《关于继续实施普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策有关事宜的通知》	适用范围：普惠小微企业贷款延期还本付息政策延期至2021年3月31日。对于2021年1月1日至3月31日期间到期的普惠小微企业贷款（包括单户授信1000万元及以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款），按市场化原则“应延尽延”，由银行和企业自主协商确定，继续实施阶段性延期还本付息。
2021/3/5	2021年政府工作报告	延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策

资料来源：财政部，人民银行，银保监会，中国政府网，天风证券研究所

3. 业绩回顾与展望：扎实的基本面带动V型反转

2020年银行业绩增速开启深V反转。因疫情冲击且受到窗口指导的影响，商业银行1H20业绩增速短暂下探至-9.41%。到下半年伴随经济企稳且复苏加快，监管指导的力度有所减弱，商业银行净利润增速开启深V反转，3Q/4Q20累计净利润增速依次为-8.27%/-2.71%。到年末业绩增速基本消化了疫情带来的短期影响。

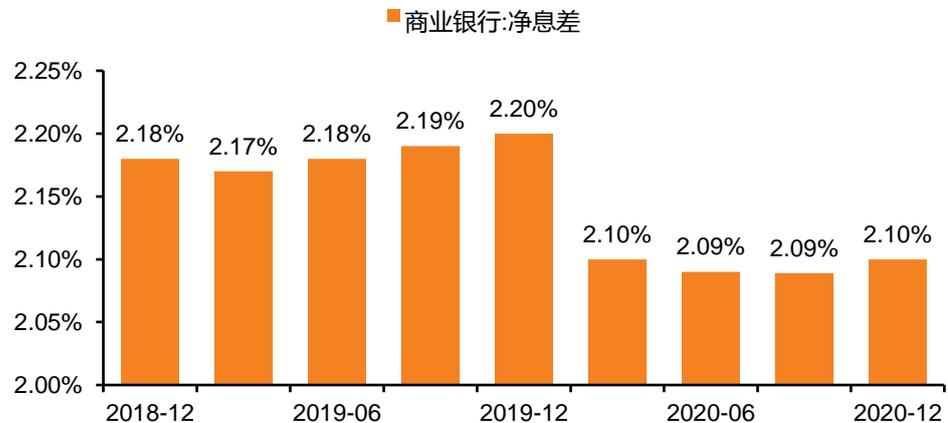
图 14：商业银行业绩增速开启深V反转



资料来源：WIND，天风证券研究所

商业银行净息差韧性较强。因为资产端收益率受到贷款利率的拖累，生息资产收益率在2020年大部分时间处于下行通道。但是得益于负债端同业负债成本下降，以及结构性存款的压降，商业银行的净息差在2020年表现出较强的韧性。20Q1-Q4 累计净息差依次为2.10%/2.09%/2.09%/2.10%。

图 15: 商业银行净息差韧性较强

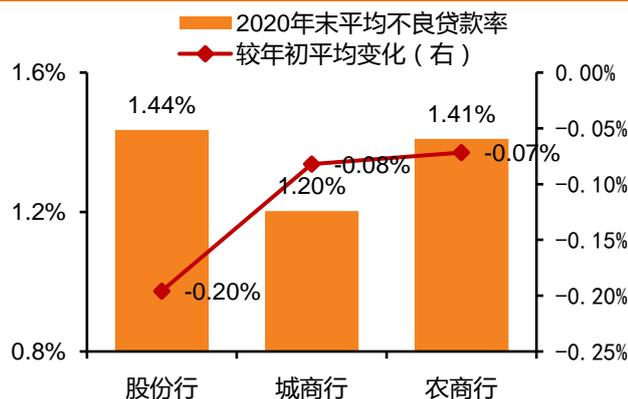


资料来源: WIND, 天风证券研究所

响应监管指导，做实资产质量。2020年银行业受到疫情冲击，批发零售业及信用卡等领域的不良余额有所增长。上市银行加大拨备计提与不良贷款核销力度，提前暴露风险，做实资产质量。从已经披露的业绩快报来看，2020年末上市银行的不不良贷款率普遍同比回落，拨备覆盖率同比上行，风险抵补能力不降反升。

截至2020年末，股份行平均不良贷款率1.44%（已披露业绩快报银行的平均值，下同），较年初平均下降0.2个百分点；城商行平均不良贷款率1.2%，较年初平均下降0.08个百分点；农商行平均不良贷款率1.41%，较年初平均下降0.07个百分点。截至2020年末，股份行平均拨备覆盖率为216.04%，同比增加6.82个百分点；城商行平均拨备覆盖率为327%，同比增加37.35个百分点（成都银行未公布）；农商行平均拨备覆盖率为281.82%，同比增加15.83个百分点。

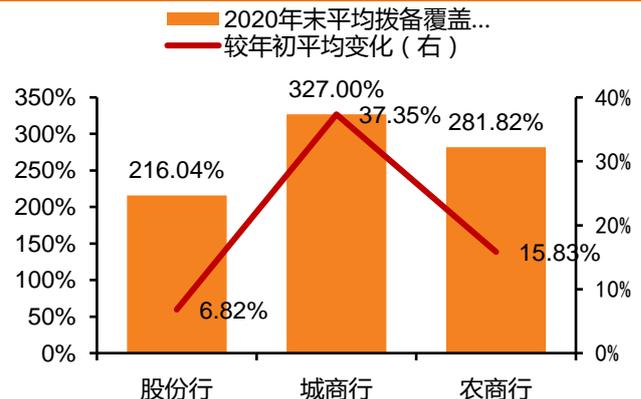
图 16: 不良贷款率及变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 采用已披露业绩快报银行的平均值

图 17: 拨备覆盖率及变化



资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 采用已披露业绩快报银行的平均值

预计今年上市银行的基本面持续向好。在一季度贷款重定价以后，我们预期贷款利率将逐渐走高，带动净息差在一季度触底之后回升。负债端受益于存款监管优化，高息存款或继续压降，助推净息差走阔。不良贷款率稳定或小幅回落，小额低频的信用风险不足以影响银行的资产质量。非息收入上半年受益于支付费用的增长，下半年受益于债券投资收益提升，推动营收增速持续走高。全年板块利润增速预计将接近10%，少数高成长性标的有望实现接近15%的利润增速。

4. 估值：银行股的估值上升过程刚刚起步

当前银行股的估值还有足够的上升空间。从 2016 年以后，银行股相对于创业板 PB 估值和市场利率水平基本同起同落，反映的是在利率上升期，随着流动性收紧，成长股的估值受削弱，而银行股的盈利能力修复。但是在 2020 年 4 月 10 年期国债到期收益率 V 型反弹以后，银行股的超额收益并没有体现。主要是因为银行实施让利政策，导致虽然无风险利率上升，但是实际的信用利差收窄，实体经济感受到的贷款成本水平并没有发生明显的变化。这反映到银行的基本面上，就是净息差收窄以及利润增速的大幅下滑。直到今年政策调整，信用利差修复，银行股积蓄的上升动能延后释放，银行股的超额收益才开始逐步显现。

相比于创业板和沪深两市的市净率处于两年来的阶段性高位，银行股 0.8 倍的市净率仅仅回到了疫情前的水平，指标性标的招商银行的市净率也只是触及 2019 年的高点。银行股的估值还没有体现出经济复苏叠加政策松绑带来的估值溢价。

图 18：2016 年以来银行股相对于创业板 PB 估值和市场利率水平基本同起同落



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 19：银行股 PB 估值仅仅回到了疫情前的水平（倍）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 20：招商银行 PB



资料来源：WIND，天风证券研究所

银行选股分两条线。一是继续推荐零售转型起步较快，业绩成长性突出的标的，推荐邮储银行、常熟银行、平安银行、招商银行。二是建议关注短期存在较大预期差，估值有较大修复空间的稳健标的，推荐长沙银行、无锡银行、成都银行、南京银行。本月是上市银行的财报季，3月19日晚招商银行将发布年报，成为本月首家披露年报的公司。银行股的基本面数据将进一步验证我们对于银行资产质量和净息差的判断。我们维持板块强于大市的判断。

5. 风险提示

- 1) 经济复苏不及预期。若海内外疫情反复，则经济复苏过程可能受阻，内需和外需可能会不及预期。
- 2) 资产质量恶化。随着逆周期政策逐步退出，小微企业延期还本付息政策到期，部分经营困难的企业可能存在信贷风险暴露的问题，从而影响银行资产质量。
- 3) 政策出台及效果不及预期。全球系统重要性银行总损失吸收能力（TLAC）和国内系统重要性银行框架陆续出台，“碳中和”相关的绿色金融配套政策密集落地，政策实施效果有可能不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com