

银行

“七问七答”梳理银行基本面，及“我们怎么看”？

年初以来，经济整体呈复苏趋势，流动性环境边际收紧，信贷需求较为旺盛，市场对银行股的基本面预期更加积极，年初至今银行板块累计涨跌幅10.82%，在28个申万行业中排名第二。那么从微观的角度看，银行实际经营情况如何？本篇报告中，我们结合当下宏观、政策环境以及近期密集走访各银行的调研情况，对板块基本面的情况以及未来的趋势进行深入的分析与展望。整体来说，银行经营的景气度正在提升，从资产质量出清、到叠加息差稳定向好的预期，从估值提升、到叠加业绩改善预期。

一、对经济形势怎么看？上半年相对乐观，下半年需关注一些扰动因素。

- **银行交流：**大多数银行表示，2021年（特别是上半年）经济复苏的态势较为确定，但也有部分银行表示下半年经济仍有一定不确定性因素，需继续关注我国经济自身恢复的斜率、全球疫苗落地推广情况、海外疫情对出口的综合影响等因素，但对我国经济的韧性有信心。
- **从实际宏观数据来看：**自2020年Q3以来官方PMI数据保持在50%以上，且生产指数、新订单指数均保持扩张区间，表明生产和需求同步在恢复之中。工业企业利润方面，2020年全年累计增速4.1%，12月单月增速更是达到20%，2021年2月PPI同比+1.7%，创2019年以来新高。根据央行银行家问卷调查，2020Q4宏观经济预期指数已持续修复至40.8%，与2017年的平均水平相当，与我们调研的银行反馈基本一致。根据Wind一致预期，我国全年GDP增速预计提升至8.77%左右，复苏仍为当前经济的主基调。

二、信贷需求怎么样？需求旺盛，额度相对较为紧张。

- **银行交流：**1)需求方面，多数银行反映信贷需求较为旺盛。某小行反馈其项目储备量达到了实际投放量的2倍。2)供给方面，多数银行反映当前额度较为紧张。3)总的来说，大多数银行Q1信贷增量同比少量多增，但增速自然回落。对公行业上，基建、新经济、制造业为信贷投放重点，零售方面消费信贷、信用卡整体有所回暖。而年初房地产集中度监管文件出台后，不少银行放缓了房地产开发贷、按揭贷款的投放力度。
- **从近期政策来看：**政府工作报告已明确全年“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，宏观杠杆率基本保持稳定”的目标，按名义GDP+CPI简单预测全年社融增速将回落至11%左右，全年信贷增量或与2020年（20万亿）基本相当，在1-2月新增人民币贷款已达到5.2万亿的情况下（同比多增约9500亿），未来的额度确实相对紧张，这与银行反馈的结果基本一致。

三、新发放贷款定价情况如何？收益率分化，对公、按揭贷款利率回升。

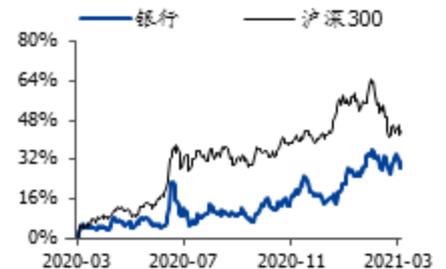
- **银行交流：**多数银行对公新发放贷款收益率、按揭贷款收益率开始企稳并小幅回升，部分中小行反映新发放普惠型小微贷款利率目前企稳，但还没有明显的提升。
- **近期贷款定价分析：**1)对公方面：当前信贷需求较为旺盛，但额度较为紧张的情况下，企业贷款利率自然而然有上升动力。这也与3月初银保监会国新办郭树清主席的判断“贷款利率将保持稳中略升的态势”基本一致。2)小微企业贷款方面：根据政府工作报告，今年国有大行普惠型小微贷款增速仍要达到30%，考虑到早投放早收益，一般Q1或上半年的竞争会比较激烈，后续需持续跟踪观察。3)按揭贷款方面，年初以来房地产成交较为火爆（信贷需求旺盛），但按揭贷款投放相对受限（受额度、集中度管控、及区域监管等因素影响），从融360跟踪数据来看，全国首套房、二套房按揭利率已连续2个月提升（分别较1月提升6bps、4bps至5.28%、5.57%，重点城市来看主要是广州首套房利率提升较快，3月较1月提升25bps至5.15%，北京、上海、深圳基本持平）。

四、存款吸收情况？竞争加大，增速预计回落，存款成本有所分化。

- **银行交流：**大多数银行反映年初以来存款竞争加剧。零售方面，居民“存款搬家”的趋势还在继续，基金、理财等发展势头良好；对公方面越来越多的政府类、财政类、大型企业，甚至中小企业、村镇的存款都进行“招投标”，不止对招投标资格有要求，定价也市场化，增加了存款竞争压力。但值得注意的是，各家银行存款成本率有所分化，如：1)部分国有大行由于对公存款基础较好，并没有感受到存款压力；2)部分

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 陈功

执业证书编号：S0680520080001

邮箱：chenggong2@gszq.com



股份行仍在压降结构性存款，存款结构优化下，成本率较为稳定；3) 部分城商行受到对公存款竞争压力影响，整体存款成本率小幅有所上升；4) 部分农商行异地存款贡献度逐步提升，新增存款成本率开始明显下降。

- **我们跟踪的数据与银行反馈结果基本一致。** 1) 从量上看：2月 M1 增速 (7.4%) 已较 2020 年下降 1.2pc, M2 增速 (10.1%) 则与 2020 年末基本持平，但市场预测全年 M2 还将继续下降至 8.3% 左右 (Wind 一致预期)。此外，考虑到今年社融、信贷增速的回落趋势，“存款派生”的力度也将有所减弱，全行业存款增速也大概率随之下降。2) 从价上看：根据融 360 数据统计，自 2020 年 9 月起，五年期定期存款利率已连续上涨 5 个月，而其余定期存款利率已连续上涨 6 个月。3) 此外值得注意的是，2020 年下半年以来政策加强了对存款监管的力度 (如下架部分靠档计息、互联网创新型存款、引导部分中小行压降结构性存款)，一定程度上减少了中小行“高息揽储”的行为，这或有利于核心负债能力本身较强的优质银行，但在总量增速有限的情况下，竞争加剧。

五、息差如何展望？影响因素较多，负债端或成为全年息差分化的关键。

- **银行交流：**大多数银行对 2021 年全年的息差展望为“或稳中略降”，但也有少部分中小行对息差的展望相对积极。
- **我们的分析：**影响息差的各项因素很多，以上市银行 2020H 的资产负债结构为例，资产端贷款、同业资产、投资资产占比分别为 55%、6%、29%，负债端存款、同业负债、同业存单占比分别为 76%、11.4%、3.8%，各类资产、负债的各细分项目存在定价、期限结构、重定价节奏、产品结构变化等多方面因素的影响。较难定量的判断息差变化幅度。以资产端举例来说：虽然新发放贷款收益率开始企稳 (部分银行对公类开始微幅回升)，但考虑到：1) 新发放贷款利率尚不具备大幅度提升的条件，LPR 若上调，为强力推动因素；2) 贷款重定价会使得贷款整体利率滞后反映；3) 对大型银行而言，其对公贷款收益率一般低于按揭 (如央行公布 2020Q4 按揭利率为 5.34% 高于企业贷款利率 4.61%)。但房地产集中度的规定下，不少银行 2021 年按揭贷款占比或将有所下降，可能拖累整体贷款收益率的表现；4) 对中小行而言，小微贷款利率还没有明显回升的趋势等等诸多因素都会影响息差的数据表现。

此外，考虑负债端竞争压力有所加大，且各家银行之间存款成本率的表现分化较大，有的银行成本率有上升压力，但也有银行成本率已开始下行。我们预计 2021 年负债端或成为银行间息差分化的关键，核心负债能力、议价能力较强的优质银行息差优势有望扩大。

六、资产质量情况如何？存量包袱整体减轻，银行之间分化较大。

- **银行交流：**1) 大多数银行有信心 2021 年的资产质量保持稳健。2) 分类别来看，零售方面资产质量整体持续改善，对公方面存在一定分化，不少银行存量包袱已基本出清，监管引导继续加大不良处置力度的情况下，有点“核无可核”；但也有部分中小行表示去年疫情影响下，对公不良暴露还将滞后延续到 2021 年上半年。3) 2021 年大多数银行将继续保持较高的处置力度，处置不仅仅是核销，也包括清收等手段；4) 理财回表各家银行进度不一。如根据年报，招商银行 2020 年回表 126 亿 (且已足额计提拨备)，平安银行核销了包含理财回表在内的非信贷资产 316 亿，同时计提了 272 亿，预计 2021 年回表压力已大幅减轻。但也有部分银行表外还存留长期限的资产，不过已根据监管“一行一议”的要求，上报了延期整改计划，预计未来能平稳过度。5) 大多数银行延期还本付息的小微贷款占比不高，存量小微延期还本续贷的贷款余额大多占总贷款比重不到 1%，如招商银行年报公布的其延期还本续贷余额 219 亿，占总贷款比重不到 0.5%。部分区域政府 (如江苏省) 专门设立了担保基金与银行共担这部分贷款的风险。
- **我们的判断：**2021 年行业整体资产质量有望保持稳健，银行之间分化将加大。1) 行业存量包袱已大幅减轻，2020 年在监管引导下，银行加大了不良认定、核销及处置力度，根据银保监会数据，2020 年银行业共处置 (包括核销、清收等) 3.02 万亿，2017-2020 年累计处置不良贷款 8.8 万亿，超过之前 12 年的总和，银行存量包袱已大幅减轻，而 2021 年大多数银行仍将保持和 2020 年差不多的处置力度。2) 2021 年整体新增不良压力有限，根据前文的分析，我国宏观经济企稳复苏的主基调较为确定，居民收入增速提升的同时，企业盈利也在持续改善。分类别来看：A、零售贷款资产质量恢复的趋势已较为明确，从我们月度跟踪的零售 ABS 数据来看，2 月招商银行 7 款消费贷+信用卡 ABS 的当期违约率 (新增违约/ABS 信贷余额) 继续下降至 0.22% (与疫情之前的水平基本一致)；B、对公方面银行之间的分化与区域经济密切相关，如浙江、江苏省 2020 年 GDP 增速为 3.6%、3.7%，高于全国 2.3% 的水平，当地的银行对资产质量的展望也更积极一些。3) 表外理财回表方面、小微贷款延期还本付息，各家银行情况、推进进度不一，后续需继续关注这部分贷款的风险状况，这也是 2021 年银行间资产质量分化的关键。

七、再融资需求？多数银行在研究合适的外部再融资方式。

相关研究

- 1、《银行：利润增速回升，不良生成压力缓解，招行、宁波强者恒强》2020-11-01
- 2、《银行：20Q3 金融板块持仓：板块仓位整体回升，加仓宁波、招行、平安》2020-10-29
- 3、《银行：2020H 银行业研究框架暨业绩综述：关键词：分化
——如何看财务报表、经营情况、识别风险》2020-09-04

- **银行交流:**除了招商银行本身轻资本消耗、内生资本补充能力较强,过去7年已没有股权融资外,多数银行表示将根据自身正在研究合适、可行的外部再融资方式,且大多银行对转债未来能够转股有信心。
- **我们的分析:考虑资本充足率的要求、业务的发展,大部分中小行或有再融资需求,可转债或为不错的选择。**1) 2020年“金融让利”的背景下,全行业利润增速放缓(银保监会口径下全行业利润增速-2.1%),但由于加大实体经济支持力度,全行业贷款增速从2019年的11.89%提升至2020年的12.48(部分中小行的贷款增速高达20%),银行业核心一级资本充足率下降了0.20pc至10.72%。此外叠加国内系统重要性银行、中国版TLAC的监管要求即将落地,不少中小行确实需要外部再融资的方式补充核心一级资本。2) 补充核心一级资本的主要方式为定增、配股、可转债转股,而目前大多数银行估值处于1倍以下,定增或有一定困难,因此预计配股、可转债或为不少中小行的选择。目前不少中小行已经发行了可转债,如江苏银行、无锡银行等,南京银行、杭州银行、苏州银行也公告了可转债发行预案。

八、我们怎么看待银行股的投资机会?

1) 自2020年下半年开始,我们便提出看好银行股的观点(7月7日发布报告《乘风破浪的银行股该怎么选?》、11月12日《本周聚焦--积极关注银行股》、12月13日《多因素叠加下,银行有什么投资机会?》等)。主要逻辑为,宏观经济复苏趋势逐步明朗,进而对银行基本面形成较好的支撑,因此明确提出“看好板块的β机会,基本面优质,以及没有瑕疵的、估值性价比较高的银行都有机会”的观点,2021年年初以来涨幅前3、前5、前10的个股平均涨幅分别为25.37%、22.47%、18.26%,涨幅差异不大。从个股角度来看,招行、宁波等头部公司,尽管市场一直认为估值较高,但涨幅依然长期位列行业前5,且涨幅差异不大。

2) 银行本质上是周期股,在经济企稳的时间段均有较好表现。回溯银行股的历史5次明显上涨行情,均是在经济企稳或者有企稳预期的时间段(如2005-2007年经济增长黄金期、2009年四万亿、2012年与2015年货币宽松下的经济企稳预期、2017年供给侧改革经济企稳)。而在每轮上涨的过程中又大致可以分为两个阶段:A、经济企稳初期,利率环境刚开始向上的时间段,银行股往往可以获得绝对收益+相对收益;B、经济企稳中后期,利率开始明显提升,股票大市整体走弱,银行股由于流动性显著收紧、有信用风险暴露的担忧、可能会“补跌”,虽然没有绝对收益,但往往可以获得超额收益。

3) 当前怎么看待投资机会?银行股的投资价值,近期已逐渐步入最好的时间窗口,估值水平不高(板块PB仅0.79x),业绩预期随着经济复苏逐步向好,年初以来既有绝对收益、又有相对收益(累计上涨10.82%,各行业排名第二)。站在现在这个时间点往后看,大的宏观环境上:

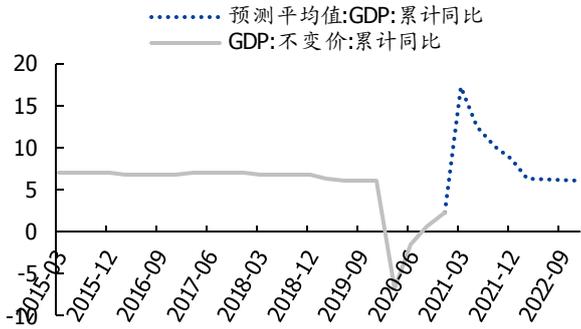
若流动性后续明显收紧,看好银行的相对收益。银行股本身也是股票,也适用于“DDM”模型,有补跌的风险,但考虑到业绩的稳健性、估值水平较低、稳定的分红能力,依然会有相对收益。此外,这轮银行股的周期中,与以往相比重要的不同之处是,上市银行的资产质量已非常扎实,不必担忧紧信用带来大量的风险暴露;而且,2021年银行业对不良的处置,部分头部银行或面临“核无可核”的情况,清收、尤其是现金清收的力度或更大,这对报表非常有利。

在过去几轮周期中,每当流动性及信贷投放开始收紧,市场会自然而然担心资产质量暴露(如2013年“钢贸事件”、中小企业互保事件等)。但当前时点下,经过过去几年的认定严格、强力出清处置,监管加强引导、且银行并未大幅扩张(2017年-2020年累计处置不良贷款8.8万亿元,超过之前12年总和。2020年全年处置3.02万亿元,2021年将保持处置力度不减。上市银行不良/逾期贷款的比例已达到94%,不良的认定标准已非常严格。而同期银行业总资产增速仅10%,较2016年下降了5.5pc)的基础上,目前银行资产负债表已非常干净。

总的来说,此次银行板块的行情为自上而下的行业基本面整体改善、估值修复提升的行情,是β行情。标的方面,建议要么重仓头部银行,要么关注“小组合”, : 1) 招商银行、宁波银行等基本面优质品种长期推荐; 2) 国有大行中的稳健品种,如邮储银行、工商银行、建设银行,估值有提升空间; 3) 其他基本面没有太大瑕疵的银行,估值性价比相对较高的银行(如平安银行、常熟银行,以及具有潜在再融资需求的兴业银行、江苏银行、南京银行等)也具有不错的估值修复空间。

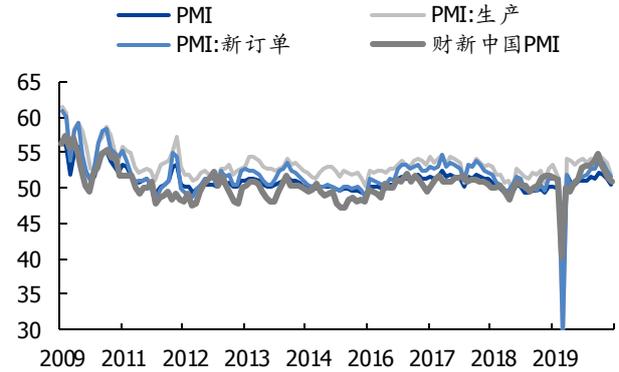
风险提示:宏观经济恶化,货币政策大幅转向,银行理财转型不及预期。

图表 1: 市场预期 2021 年 GDP 增速将明显恢复 (%)



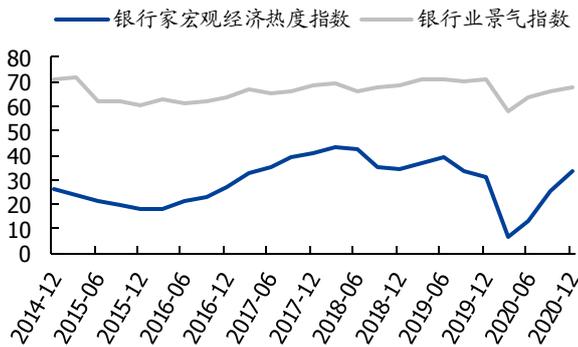
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 2: 各类 PMI 指标均处于“扩张区间” (%)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 3: 银行业对经济展望更加积极 (%)



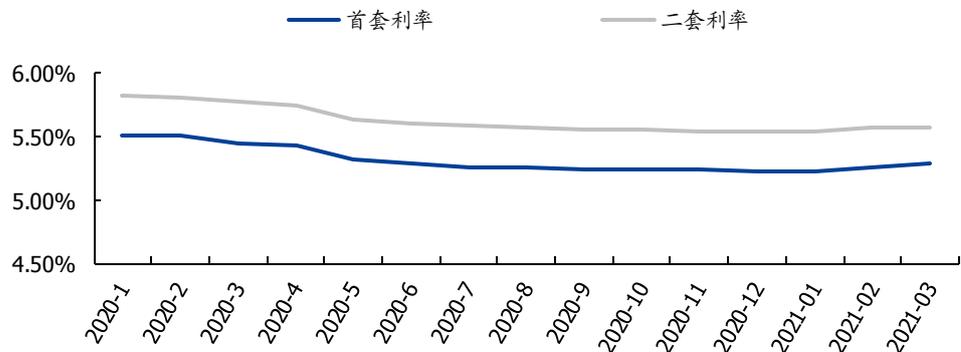
资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 4: 工业企业利润增速“回正”, 与银行盈利走势基本一致 (%)



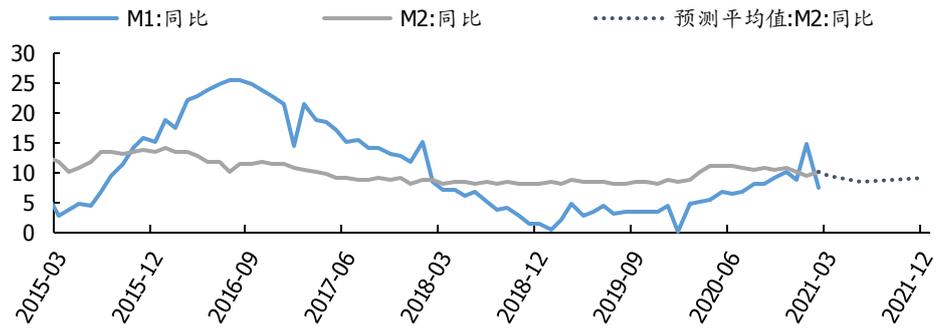
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 5: 全国首套、二套房利率自年初以来持续上升



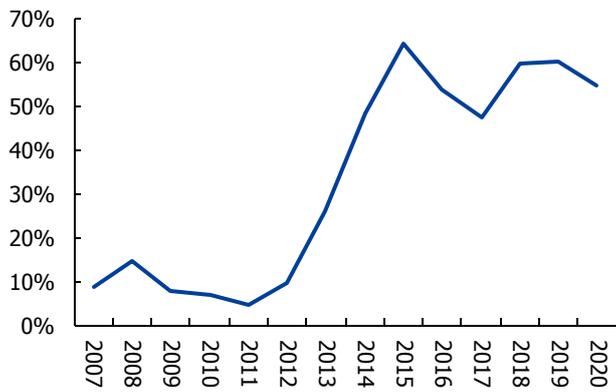
资料来源: 融 360, 国盛证券研究所

图表 6: M1、M2 增速已进入下行趋势 (%)



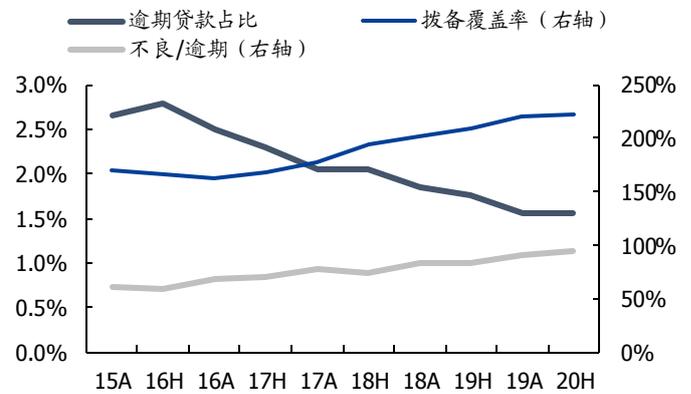
资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所

图表 7: 老 16 家上市银行核销及转出比例 (2020 为上半年)



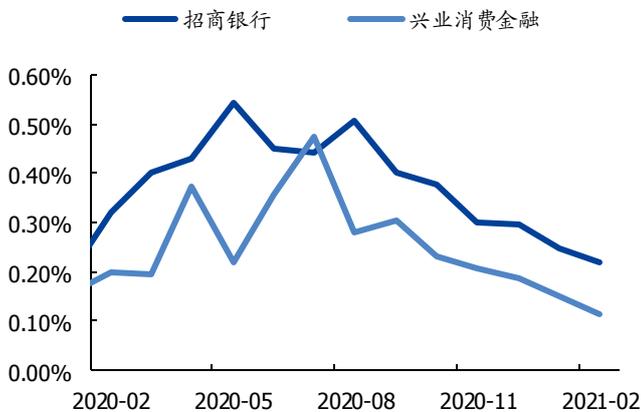
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 8: 老 16 家上市银行资产质量数据



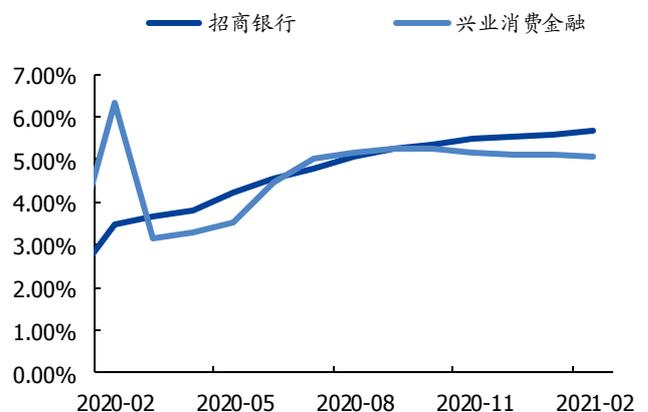
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 9: 招商银行消费贷+信用卡 ABS 当期违约率持续下降



资料来源: CN-ABS, 国盛证券研究所

图表 10: 招商银行消费贷+信用卡 ABS 的累计逾期率增幅不断趋缓



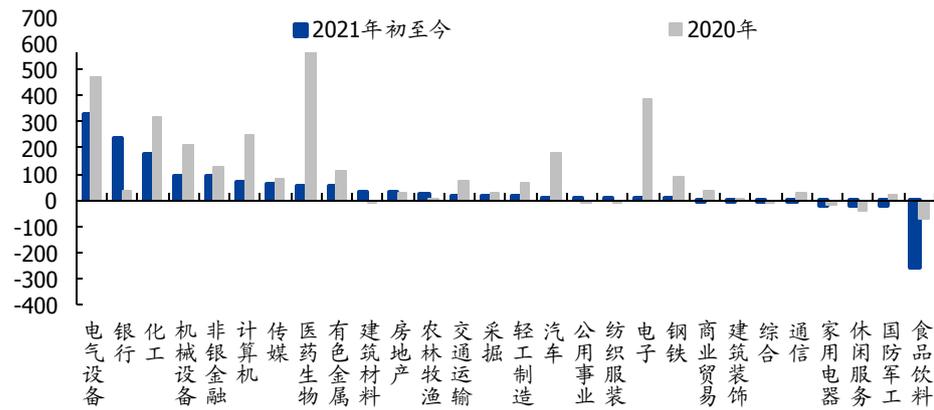
资料来源: CN-ABS, 国盛证券研究所

图表 11: 上市银行中拨备覆盖率超过 200% 的银行基本财务指标及已落地的资本补充计划

上市银行	拨备覆盖率	不良率	逾期率	收入增速 2019	收入增速 2020	利润增速 2019	利润增速 2020	2020P B	成交额 (亿元)	核心一级资本充足率	资本补充计划 (亿元)
建设银行	217.51%	1.53%	1.14%	7.09%		4.74%		0.85	12.80	13.15%	
农业银行	272.44%	1.52%	1.33%	4.79%		4.59%		0.74	9.05	10.85%	
邮储银行	403.21%	0.88%	0.88%	6.06%		16.48%		0.94	12.88	9.51%	定增≤300亿
招商银行	424.76%	1.13%	1.35%	8.51%	7.71%	15.28%	4.82%	2.05	47.55	11.65%	
兴业银行	211.69%	1.47%	1.92%	14.54%	12.04%	8.66%	1.15%	0.93	33.53	9.00%	
平安银行	218.29%	1.32%	2.54%	18.20%	11.30%	13.61%	2.60%	1.40	30.79	8.94%	
北京银行	223.85%	1.52%	2.04%	13.77%		7.19%		0.50	4.33	9.20%	
南京银行	379.93%	0.90%	1.24%	18.38%		12.47%		1.07	7.63	9.86%	可转债≤200
宁波银行	516.35%	0.79%	0.90%	21.26%	17.19%	22.60%	9.74%	2.25	15.59	9.37%	配股≤120
上海银行	328.07%	1.22%	2.14%	13.47%	1.90%	12.55%	2.89%	0.71	3.89	9.53%	
贵阳银行	300.09%	1.58%	6.02%	16.00%		12.91%		0.70	3.49	9.36%	
江苏银行	250.07%	1.33%	1.52%	27.68%	15.68%	11.89%	3.06%	0.67	6.31	9.47%	2019年4月, 200亿可转债: 转股比例不到0.01%
杭州银行	453.16%	1.09%	1.17%	25.53%	15.85%	21.99%	8.22%	1.56	6.28	8.48%	可转债≤150
成都银行	298.91%	1.38%	1.46%	9.79%	14.73%	19.40%	8.54%	1.03	6.41	9.42%	
长沙银行	284.73%	1.23%	1.80%	22.07%	5.83%	13.43%	5.08%	0.93	2.86	8.65%	定增≤60
西安银行	271.42%	1.18%	1.88%	14.55%	4.28%	13.27%	3.03%	0.91	1.28	12.10%	
苏州银行	277.23%	1.46%	1.79%	21.80%	9.97%	10.31%	4.00%	0.89	2.41	11.28%	可转债≤50
常熟银行	490.02%	0.95%	1.30%	10.67%	2.12%	20.14%	0.99%	1.25	3.40	11.38%	
无锡银行	307.27%	1.17%	0.49%	10.89%	10.07%	14.07%	4.99%	0.89	4.32	8.87%	2018年1月, 30亿可转债: 转股比例不到0.01%
苏农银行	275.75%	1.22%	1.19%	11.79%	4.85%	13.84%	4.71%	0.73	1.32	11.47%	2018年8月, 25亿可转债: 转股比例13.19%
江阴银行	230.55%	1.80%	2.93%	6.86%	-2.39%	18.12%	4.38%	0.77	0.97	12.84%	2018年1月, 20亿可转债: 转股比例2.42%
张家港行	311.92%	1.16%	1.18%	28.48%	8.44%	14.25%	4.91%	0.92	1.61	10.46%	2018年11月, 25亿可转债: 转股比例0.024%
紫金银行	242.09%	1.68%	1.55%	10.54%	-4.24%	13.03%	1.76%	0.96	1.51	11.14%	2020年8月, 45亿可转债: 2021年1月29日进入转股期
青农商行	298.23%	1.46%	1.78%	16.98%	9.66%	16.78%	4.79%	0.94	1.97	9.82%	2020年9月, 50亿可转债: 2021年3月1日进入转股期
渝农商行	359.00%	1.29%	1.33%	1.97%		7.75%		0.52	2.43	12.24%	

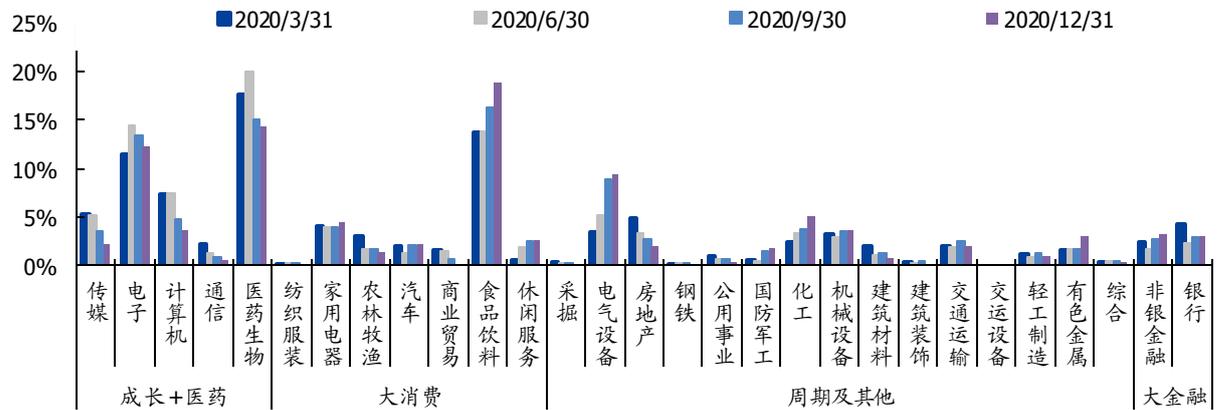
资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 12: 年初以来北上资金净流入银行板块 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 13: 2020 年以来公募基金持仓情况: Q3 开始增持低估值周期+金融



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 14: 过去几年银行板块个股涨跌幅情况

	2021年年 初至今	2020年下 半年至今	2019	2018	2017
南京银行	28.09%	38.74%	42.09%	-12.64%	2.21%
招商银行	24.23%	63.91%	53.14%	-10.33%	70.50%
邮储银行	23.79%	29.23%	4.46%		
江苏银行	18.70%	19.50%	27.27%	-16.43%	22.21%
长沙银行	17.56%	44.48%	19.59%	-25.98%	
建设银行	16.88%	21.17%	18.46%	-13.36%	47.59%
杭州银行	15.00%	98.30%	27.53%	-7.66%	21.89%
浦发银行	13.47%	17.54%	30.15%	-21.34%	2.26%
宁波银行	12.84%	51.95%	76.59%	-6.68%	41.73%
上海银行	12.08%	10.90%	14.51%	14.13%	19.35%
常熟银行	11.97%	17.97%	52.22%	-11.59%	30.23%
兴业银行	11.77%	54.72%	37.67%	-8.32%	19.30%
无锡银行	11.30%	32.65%	19.30%	-31.87%	27.16%
平安银行	10.57%	65.86%	77.22%	-28.33%	48.32%
成都银行	9.78%	54.53%	17.35%	-17.99%	
工商银行	8.87%	18.22%	16.05%	-10.90%	47.06%
农业银行	8.31%	15.83%	17.27%	-1.32%	29.69%
贵阳银行	6.25%	16.83%	29.32%	-17.87%	13.92%
交通银行	4.93%	-3.07%	2.25%	-2.04%	12.53%
中信银行	4.92%	6.20%	17.76%	-8.24%	-0.29%
华夏银行	4.52%	5.89%	6.15%	-16.22%	1.13%
光大银行	4.05%	14.80%	24.13%	-4.09%	6.22%
中国银行	3.79%	-0.01%	17.19%	-4.53%	20.80%
江阴银行	3.38%	19.74%	10.92%	-37.73%	22.75%
苏州银行	2.61%	-5.08%	10.07%		
浙商银行	2.22%	10.88%	-3.82%		
民生银行	1.16%	-1.80%	16.26%	-16.92%	-4.35%
北京银行	0.42%	4.17%	16.50%	-17.88%	-9.66%
苏农银行	-0.82%	14.26%	-3.24%	-24.23%	30.55%
渝农商行	-2.47%	-7.66%	-28.34%		
西安银行	-4.01%	0.38%	17.50%		
郑州银行	-5.43%	11.01%	-5.56%	-23.30%	
张家港行	-5.47%	3.26%	13.93%	-53.76%	37.48%
紫金银行	-6.27%	-6.71%	26.13%		
青农商行	-10.40%	2.05%	15.78%		
青岛银行	-10.94%	5.28%	-5.85%		
TOP3	25.37%	76.02%	68.98%	3.59%	68.76%
TOP5	22.47%	67.46%	60.25%	0.43%	60.19%
TOP10	18.26%	53.44%	45.32%	-3.91%	41.50%
全部平均	6.88%	19.33%	18.27%	-15.62%	8.98%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所
注: TOP3 指涨幅前三的个股平均涨跌幅, TOP5、TOP10 同理。

图表 15: 银行板块历次上涨行情中, 绝对收益、相对收益情况 (%)



	起始时间	结束时间	累计收益率	相对收益率	经济环境
第一轮	2005/3/1	2007/2/26	244.87	84.51	既有绝对收益又有相对收益。 1、经济环境增速提升：我国加入WTO后，经济发展的黄金时期。GDP增速保持两位数以上，且持续提升； 2、利率环境：2006年中开始利率开始企稳。
	2007/2/26	2007/12/31	73.55	-25.89	有绝对收益，但没有相对收益 经济过热，GDP增速达到14%，利率快速提升，10年期国债收益率最高达到4.5%。股市也泡沫化。
	2007/12/31	2008/12/30	-63.90	1.75	补跌，但有相对收益。 全球金融危机，我国GDP受到影响，利率也开始下降。
第二轮	2008/12/30	2009/12/30	100.36	8.48	既有绝对收益又有相对收益。 四万亿刺激，经济恢复，利率企稳回升
	2009/12/30	2010/7/14	-16.43	7.77	补跌，但有相对收益。 经济仍在向上，但利率开始下行
第三轮	2012/9/26	2013/2/4	58.13	33.79	既有绝对收益又有相对收益。 降息降准刺激经济预期。
	2013/2/4	2013/7/29	-28.57	-7.89	补跌，但没有相对收益， 主要银行资产质量开始暴露风险。
第四轮	2014/9/4	2015/1/1	58.71	12.01	既有绝对收益又有相对收益。 降息降准刺激经济预期。
	2015/1/1	2015/6/8	20.88	-30.63	股市泡沫化， 有绝对收益，但没有相对收益
	2015/6/8	2016/1/1	-13.31	15.36	补跌，但有相对收益。
第五轮	2017/5/1	2018/2/5	33.12	8.86	既有绝对收益又有相对收益。 供给侧改革，经济增速企稳，流动性边际收紧，市场利率开始提升。
	2018/2/5	2019/1/2	-25.97	4.51	补跌，但有相对收益。 中美贸易战+国内社融崩塌，经济走弱，利率持续下降。

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 16: 上市银行估值及所处历史分位数情况 (截止至 2021 年 3 月 23 日)

证券简称	PB		股息率	AH溢价率	过去5年历史分位数	
	20E	21E			PB	AH溢价率
工商银行	0.72	0.66	4.87%	17.88%	18.4%	94.4%
建设银行	0.83	0.76	4.40%	33.35%	34.7%	98.7%
农业银行	0.74	0.68	5.37%	26.89%	32.8%	97.0%
中国银行	0.53	0.48	5.81%	34.54%	11.0%	93.0%
交通银行	0.47	0.44	6.73%	20.96%	8.4%	61.4%
邮储银行	0.94	0.87	3.57%	19.61%	86.7%	44.8%
招商银行	2.11	1.88	2.24%	1.36%	98.9%	10.7%
中信银行	0.56	0.50	4.48%	62.77%	16.9%	83.2%
浦发银行	0.60	0.55	5.57%		18.6%	
民生银行	0.47	0.43	7.07%	25.91%	5.0%	75.1%
兴业银行	0.92	0.82	3.26%		71.5%	
光大银行	0.64	0.59	5.21%	40.62%	19.8%	87.9%
华夏银行	0.45	0.38	3.85%		15.2%	
平安银行	1.40	1.25	1.03%		97.4%	
浙商银行	0.73	0.67	5.78%	34.29%	60.9%	91.5%
北京银行	0.50	0.46	6.35%		10.2%	
南京银行	1.11	0.99	3.85%		63.4%	
宁波银行	2.29	2.00	1.27%		98.0%	
上海银行	0.73	0.66	4.59%		25.8%	
贵阳银行	0.69	0.63	3.72%		22.9%	
江苏银行	0.69	0.61	4.34%		28.7%	
杭州银行	1.59	1.47	2.05%		96.0%	
成都银行	1.05	0.93	3.60%		85.0%	
郑州银行	0.76	0.70	2.61%	120.93%	32.5%	83.4%
长沙银行	0.98	0.86	2.91%		84.0%	
青岛银行	1.03	0.90	3.90%	43.12%	24.2%	84.6%
西安银行	0.91	0.83	3.52%		12.9%	
苏州银行	0.88	0.80	2.55%		17.6%	
厦门银行	1.37	1.27	-		27.2%	
常熟银行	1.22	1.10	2.52%		40.9%	
无锡银行	0.86	0.85	2.77%		24.0%	
苏农银行	0.73	0.66	3.09%		20.6%	
江阴银行	0.77	0.66	4.21%		19.9%	
张家港行	0.92	0.87	2.63%		11.7%	
紫金银行	0.96	0.90	2.57%		2.7%	
青农商行	0.93	0.85	3.35%		13.4%	
渝农商行	0.52	0.48	5.30%	43.16%	10.2%	10.2%
银行(申万)	0.79		3.91%		44.0%	

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济恶化超预期，对企业经营造成负面影响，传导至银行基本面；
- 2、货币政策转向超预期，过宽松或过收紧都将影响银行的经营节奏；
- 3、2021年资管新规过度期截止，部分机构若调整不及预期，可能对业绩带来负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com