

2021年05月24日

贷款利率回升，信用成本回落，利润加速增长

增持（维持）

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

投资要点

- 核心观点及投资建议：**下半年我们继续鲜明看多银行股，核心逻辑包括：①我们预计贷款利率二、三季度仍有上行空间，进而推动净息差二季度企稳走平，下半年有望回升；②资产质量稳定，新生成不良率继续回落，上市银行信用成本率预计保持低位，进而推动二、三季度净利润加速增长；③财富管理业务保持高成长，打开头部零售银行的估值上行空间。个股推荐方面，重点推荐核心零售银行，**招商银行、宁波银行、平安银行**；看好国有大行的绝对收益行情，重点推荐**建设银行**；关注高成长性的城商行**成都银行**。
- 鲜明看好贷款利率继续回升，存款成本稳定，净息差企稳扩张。**我们今年持续预判贷款利率回升，一季度贷款利率数据全线回升已经有所印证，二季度我们继续看好贷款利率进一步上行。判断依据包括：①后续信贷供给总量将收敛，供需力量变化推动贷款利率回升；②后续新发贷款结构变化，欠发达地区及零售贷款占比将提高，也有利于贷款利率进一步回升；③受额度管控及监管影响，按揭、个人经营性贷款等特定品种的利率也将回升。负债端，尽管M2增速回落造成企业存款竞争加剧，但当前严格的存款监管环境明显更有利于中大型银行，2020年以来监管层已经全面规范了所有“高息揽储”工具，我们判断大型银行的存款和负债成本今年将保持稳定。总体上，净息差有望在二季度环比企稳走平，部分银行三季度有望扩张回升。
- 资产质量稳定，上市银行信用成本率走低，推动净利润加速增长。**由于2020年充分计提信用减值，一季度资产质量优异的上市银行普遍实现利润高弹性增长。展望二、三季度，我们判断现阶段宏观经济持续复苏的背景下，上市银行的新生成不良率将较2020年明显回落，则信用成本率将保持在低位。由于同比基数走低，我们判断银行业净利润将在二、三季度加速增长，预计商业银行口径全年净利润增速提升至6.10%，而上市银行的增速弹性会明显优于行业中枢。此外，上市银行2020年“全面净化报表”后，资产质量更健康，关注类贷款比例大幅下行，更充分暴露了不良，指标可信程度大幅提高。2020年末，上市银行拨备覆盖率较2019年增厚18.64pct至281.01%，头部优秀银行的风险抵补能力在后疫情时代反而进一步提升。
- 财富管理仍是最具成长空间的核心赛道，零售银行受益市场红利。**与传统信贷业务相比，财富管理具备高成长空间，同时盈利能力更稳定，周期属性弱，有助于商业银行突破传统业务的发展瓶颈。2020年基金销售市场火热，代销基金业务比较成熟的银行中收普遍高增长。尽管2021年权益市场“赚钱效应”减弱，但从中长期角度来看，居民配置权益资产的比例仍将趋势性上行，基金销售将成为商业银行确定性较高的高成长业务。此外，2020年下半年以来，对于互联网金融的监管持续收紧，以蚂蚁集团为例，监管要求全面整改违规信贷、保险、理财等金融活动，并主动压降余额宝规模，同时要求互联网渠道全面下架银行存款和理财产品。我们判断，互联网金融严监管将有利于财富管理客户的需求回流至以招商银行为代表的核心零售银行。
- 风险提示：**1) 区域信用风险暴露影响银行资产质量指标；2) 银行贷款利率持续下行，利差进一步收窄；3) 银行利润持续下滑。

行业走势



相关研究

- 《2021/04 社融&金融数据点评：社融与M2增速回落，信贷保持韧性》2021-05-13
- 《2021Q1 货币政策报告点评：贷款利率回升的结构与趋势展望》2021-05-12
- 《2021Q1 金融机构贷款投向数据点评：一季度“天量信贷”流向何处？》2021-05-09

内容目录

1. 后疫情时代复盘：银行股的估值修复与轮动上涨	4
1.1. 疫情后期的第一轮上涨：“走出谷底”	5
1.2. 疫情后期的第二轮上涨：“防御对冲”	6
1.3. 第三轮银行股行情展望：“全面复苏”	7
2. 贷款利率上行：推动净息差先企稳，后回升	7
2.1. 贷款端：二、三季度贷款利率仍有进一步上行空间	7
2.2. 负债端：监管环境利好大型银行，存款成本保持平稳	10
2.3. 净息差：预计二季度企稳，下半年头部银行有望回升	11
3. 信用成本回落：经济复苏保证下半年资产质量稳定	13
3.1. 看好 2021 年银行业净利润逐季度加速增长	13
3.2. 预计上市银行信用卡成本率保持低位，信用减值趋缓	13
4. 财富管理：商业银行最具成长空间的核心赛道	15
4.1. 财富管理的成长性帮助商业银行突破传统信贷业务瓶颈	15
4.2. 预计头部零售银行的财富管理业务将延续高增长	16
5. 投资建议	17
6. 风险提示	17

图表目录

图 1: 目前国有大行及大部分中小银行的动态 PB 估值仍位于历史底部	4
图 2: 2020 年疫情后各项 PMI 指数触底回升	4
图 3: 2020 年疫情后 GDP 和工业增加值增速逐季修复	4
图 4: 2020 年商业银行累计盈利增速逐季度回升	5
图 5: 2020Q4 国有大行和股份行单季盈利大幅增长	5
图 6: 2020 年疫情以来银行指数明显“跑输”市场, 但 2020Q4 以来相对收益差距收敛	5
图 7: 2020 年疫情以来, 银行指数及部分龙头核心银行的股价累计涨跌幅明显分化	6
图 8: 2021 年春节后银行板块相对超额收益非常显著	6
图 9: 2021 年春节后核心零售银行 PB 估值也有所回落	6
图 10: 2021 年 1~3 月票据利率高位震荡	8
图 11: 3 月新发放贷款利率环比 12 月回升 7BP	8
图 12: 2021 年 4 月 M2 增速明显回落至 8.1%	8
图 13: 2021 年 4 月社融与 M2 增速同步保持回落趋势	8
图 14: 2019/01~2021/03 社融增量及其结构, 人民币贷款绝对规模保持高位 (单位: 亿元)	8
图 15: 2019/01~2021/03 人民币贷款增量及其结构, 企业中长期贷款继续放量增长 (单位: 亿元)	8
图 16: 2019Q1~2021Q1 新增本外币贷款的结构差异	9
图 17: 普惠金融在人民币新增贷款中的占比持续提升	9
图 18: 一季度普惠金融贷款增速明显高于平均	9
图 19: 一季度房地产贷款增速明显低于平均	9
图 20: 2020 年 12 月结构性存款利率明显同比下行	11
图 21: 2020 年 5 月以来结构性存款大幅压降	11
图 22: 中大型银行存款利率 2020 年有所回落	11
图 23: 大型商业银行的负债端存款占比明显更高	11
图 24: 2021/03 工商银行净息差较 2020 年下行 1BP	12
图 25: 2021/03 建设银行净息差较 2020 年下行 6BP	12
图 26: 2021/03 招商银行净息差较 2020 年提升 3BP	12
图 27: 2021/03 平安银行净息差较 2020 年下行 1BP	12
图 28: 2020Q4 起上市银行减值计提增速大幅回落	14
图 29: 2020Q4 起上市银行单季度信用成本率持续回落	14
图 30: 2020 年上市银行不良率及关注率表现更优	14
图 31: 2020 年上市银行拨备覆盖率进一步夯实	14
图 32: 商业银行总资产增速与 M2 增速基本一致	15
图 33: 2011 年以来商业银行净息差整体呈现收窄趋势	15
图 34: 招商银行股票+混合公募基金保有量位居第一	15
图 35: 招商银行非货币市场公募基金保有量位居第二	15
图 36: 核心零售银行 2020 年零售 AUM 加速增长	16
图 37: 招商银行零售 AUM 优势显著 (单位: 万亿)	16
表 1: 针对商业银行存款的监管政策梳理	10
表 2: 商业银行核心经营指标测算及预测	13

1. 后疫情时代复盘：银行股的估值修复与轮动上涨

2020 年疫情期间，银行股表现大幅落后于市场，估值与基本面承压，市场关注度降至冰点。但随着宏观经济在后疫情时代逐步复苏，强劲的出口带动经济增速逐季度回升，银行股也经历了轮动式的估值修复。2020 年三季度起，当期基本面最强劲、几乎未受到疫情冲击的宁波银行、杭州银行持续上涨，率先修复估值；四季度起，头部零售银行招商银行、平安银行资产质量走出谷地，也开启估值修复。

不过，当前时点银行股的估值修复进入瓶颈期。尽管 2020 年四季度以来多数上市银行盈利增速转正，且今年贷款利率也已温和回升，但银行股整体估值仍位于历史底部。截至 5 月 21 日，国有大行 A 股、H 股平均估值低至 0.61x、0.49x2021PB；而中小银行中，剔除高估值的招商银行、宁波银行、平安银行、杭州银行，平均估值也仅 0.73x2021PB。

图 1：目前国有大行及大部分中小银行的动态 PB 估值仍位于历史底部



数据来源：Wind，公司财报，东吴证券研究所测算

我们认为，随着宏观经济保持强劲复苏，以及贷款利率二季度进一步回升，上市银行将进入“贷款利率回升、信用成本回落、利润加速增长”的全面复苏阶段。我们战略看多银行股下半年上涨行情，核心催化剂包括贷款利率指标及上市银行业绩。

图 2：2020 年疫情后各项 PMI 指数触底回升

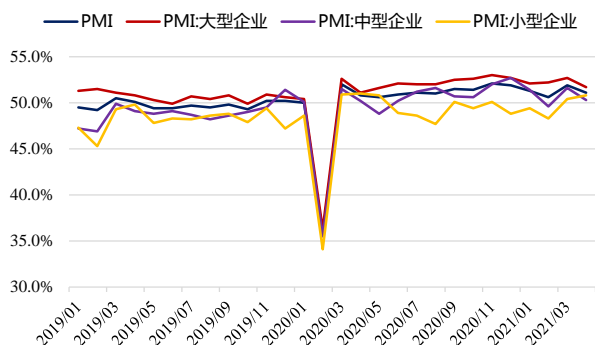
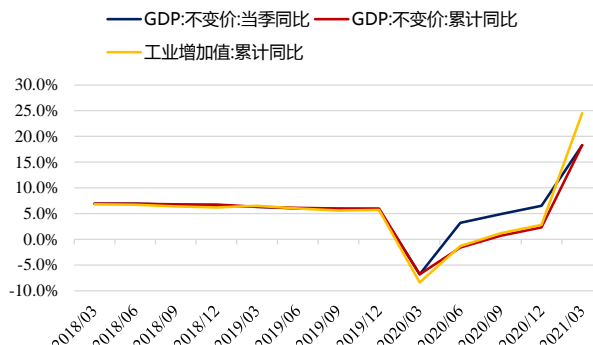


图 3：2020 年疫情后 GDP 和工业增加值增速逐季修复



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

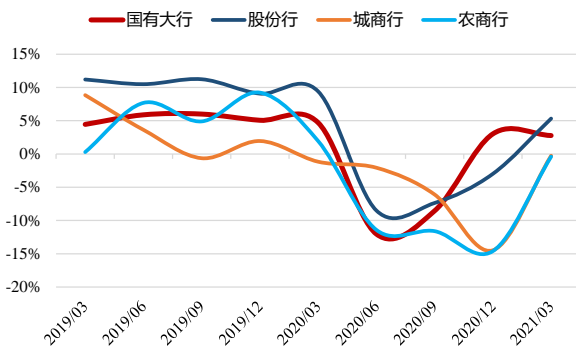
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

1.1. 疫情后期的第一轮上涨：“走出谷底”

我们认为 2020 年四季度至 2021 年春节前是银行股在后疫情时期的“第一轮上涨”，基本面与估值走低谷底。截至 2021 年 2 月 10 日，银行指数较上年 9 月末上涨 13.4%。我们认为本轮行情的逻辑主要是：

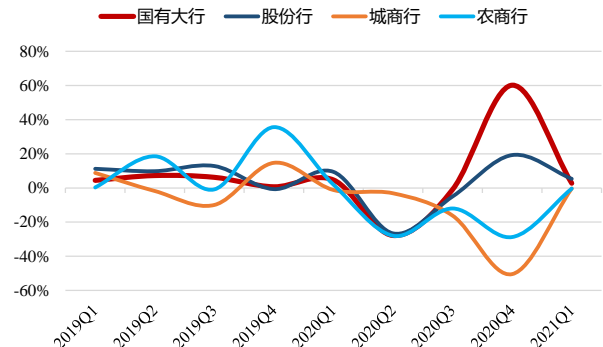
上市银行资产质量走出谷底、利润增速确立拐点是核心逻辑。 受益于外贸出口及宏观经济强劲复苏，上市银行在 2020 年下半年的资产质量优于预期，而由于 2020 年二季度前瞻性、审慎计提了大量拨备减值（导致利润下滑），因此 2020 年三季度以来信用减值金额回落，推动盈利回暖。2020 年三季度报中，大部分上市银行的同比利润增速降幅已经明显收窄，不良率和拨备覆盖率保持平稳；而今年以来陆续披露的业绩快报、年报，更成为银行股加速上涨的核心催化剂，业绩增速优异的上市银行，涨幅明显领先。

图 4：2020 年商业银行累计盈利增速逐季度回升



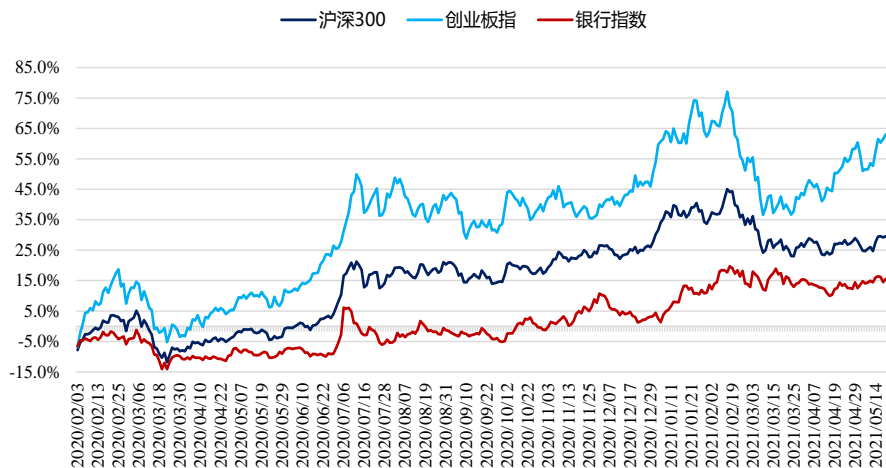
数据来源：银保监会，东吴证券研究所测算

图 5：2020Q4 国有大行和股份行单季盈利大幅增长



数据来源：银保监会，东吴证券研究所测算

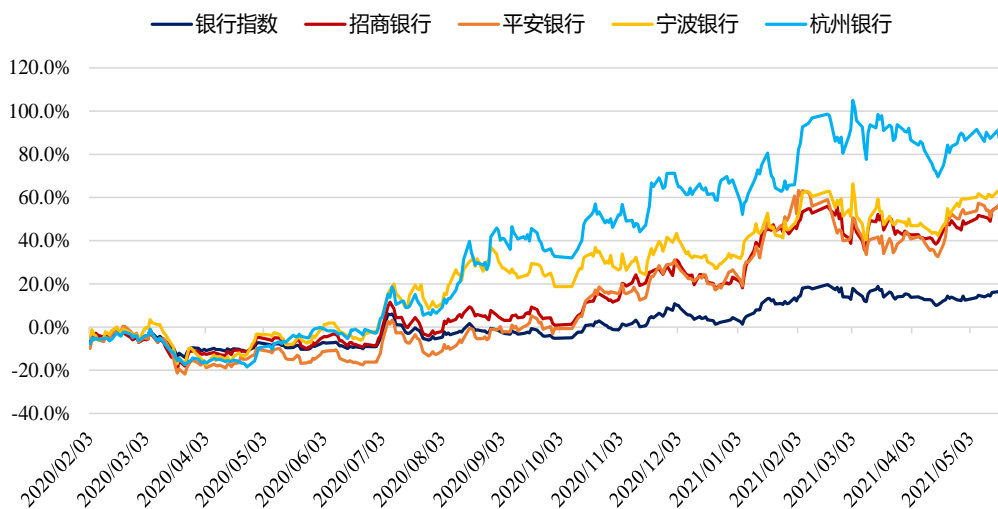
图 6：2020 年疫情以来银行指数明显“跑输”市场，但 2020Q4 以来相对收益差距收敛



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

优质核心银行的累计涨幅显著优于银行板块平均。在后疫情时代估值修复的过程中，银行股的分化更加明显。例如我们长期推荐的核心零售银行，招商银行、宁波银行和平安银行在第一轮上涨期间的股价涨幅分别高达 35.1%、51.5%和 57.0%，当期基本面优异的杭州银行累计涨幅更高，这也反映了更优异的基本面经营情况。

图 7：2020 年疫情以来，银行指数及部分龙头核心银行的股价累计涨跌幅明显分化



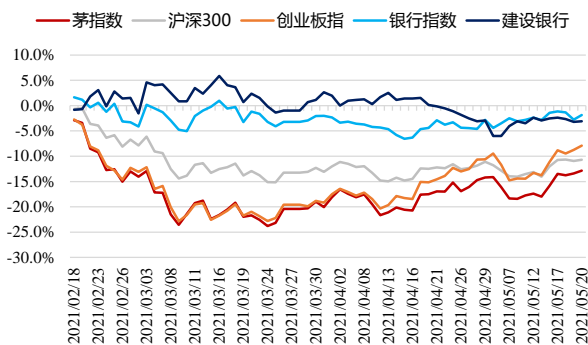
数据来源：Wind，东吴证券研究所汇总

1.2. 疫情后期的第二轮上涨：“防御对冲”

我们认为 2021 年春节后至 2021 年 3 月底是银行股第二轮行情，这轮行情的绝对收益疲弱，但相对收益显著。

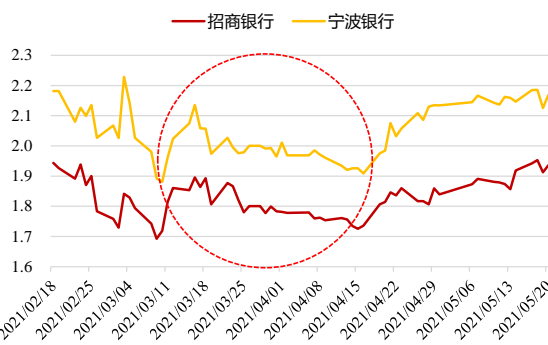
春节后银行股绝对收益不明显，但相对收益显著。春节后至 3 月 31 日，银行板块累计上涨 1.17%，绝对涨幅较低。但由于市场对通胀和货币收紧的预期升温，10 年期美债收益率上行，以“茅指数”为代表的核心资产估值持续下跌，因此银行板块表现出“对冲防御”的属性，期间相对于茅指数、沪深 300、创业板指数，相对收益分别达到 20.1%、13.4%和 19.9%。

图 8：2021 年春节后银行板块相对超额收益非常显著



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图 9：2021 年春节后核心零售银行 PB 估值也有所回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

核心零售银行估值有所回落，但国有大行表现稳健。本轮相对收益行情中，前期涨幅较高的核心银行估值回调，招商银行、宁波银行、平安银行春节后至3月31日分别下跌6.3%、7.6%和8.6%，而A股的工商银行、农业银行、建设银行、中国银行本轮分别上涨5.5%、5.9%、2.7%和4.7%，优于行业平均。我们认为主要源于投资者调整仓位追求防御性资产，同时国有大行盈利增速转正、分红比例也保持稳定。

1.3. 第三轮银行股行情展望：“全面复苏”

站在当前时点，我们继续看好银行股2021年基本面复苏推动的上涨行情，核心逻辑包括：1) 我们预计贷款利率在2021年二季度、三季度仍有进一步上行的空间，贷款利率回升有望推动上市银行的净息差逐步企稳，或小幅回升；2) 由于资产质量压力改善，上市银行今年的信用成本率预计仍将回落或保持低位，从而推动二、三季度净利润加速增长；3) 零售银行的财富管理业务仍将保持高增长，是商业银行最具成长性的业务板块，有望拉高头部零售银行的估值上限，打开估值上行空间。

2. 贷款利率上行：推动净息差先企稳，后回升

下半年我们依然鲜明看好贷款利率进一步回升，延续一季度上行趋势，主要依据包括信贷总量额度管控、新发贷款结构变化、房贷等特定品种利率回升。考虑中大型银行的存款成本稳定，我们预计净息差二季度走平，下半年有望回升。

2.1. 贷款端：二、三季度贷款利率仍有进一步上行空间

今年“货币政策回归常态化”导向下，我们年初就预判银行贷款利率将回升，主要判断依据包括：i) 银保监会主席3月初在新闻发布会中提及“贷款利率可能回升或调整”，这也是官方首次围绕贷款利率回升的表态；ii) 信贷全年总量额度受限，但需求旺盛，尤其企业中长期贷款放量增长，信贷供不应求将推动贷款利率上行；iii) 我们微观层面广泛调研反馈，银行部分信贷品种的利率水平较年初有所回升。

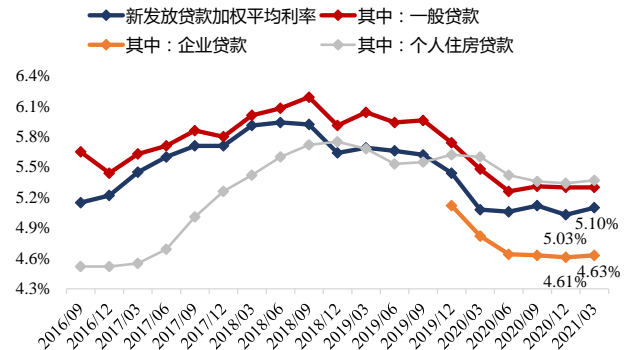
随着一季度货币政策报告披露，“贷款利率回升”判断得到数据印证。3月新发放贷款加权平均利率5.10%，比2020年12月提升7BP，甚至同比去年3月也回升2BP。其中，票据利率跃升是主导因素，较12月上行42BP至3.52%；而一般贷款利率环比持平在5.30%。尽管一般贷款利率一季度尚未回升，但其中最值得关注的品种“企业贷款利率”回升2BP至4.63%，“个人房贷利率”回升3BP至5.37%，基本确认了贷款利率回升逻辑。

图 10: 2021 年 1~3 月票据利率高位震荡



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图 11: 3 月新发放贷款利率环比 12 月回升 7BP

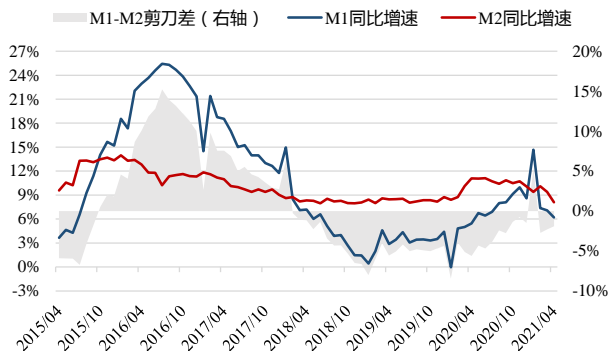


数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

展望 2021 年二季度至全年, 我们明确预判贷款利率仍将进一步回升, 依据包括:

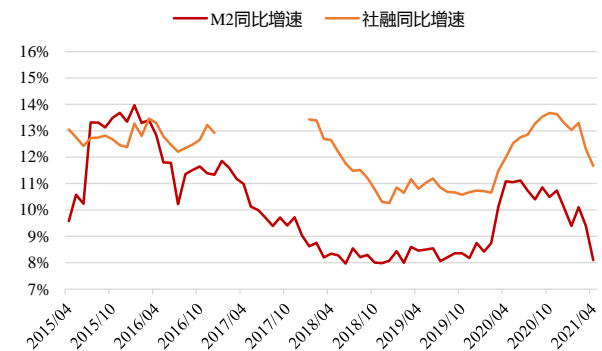
①从信贷总量角度, 后续信贷供给将回落, 供需力量变化推动贷款利率回升。我们预计, 2021 年新增人民币贷款金额将与 2020 年 20 万亿接近, 而目前 1~4 月的新增量已高达 9.19 万亿, 同比多增 3151 亿元, 比 2019 年同期更是大幅多增 2.03 万亿。因此, 未来 7 个月信贷供给预计收敛, 而前四个月企业中长期贷款的大幅放量, 反映出实体经济融资需求旺盛, 后续 M2 增速继续回落, 预计供需变化将推动贷款利率回升。

图 12: 2021 年 4 月 M2 增速明显回落至 8.1%



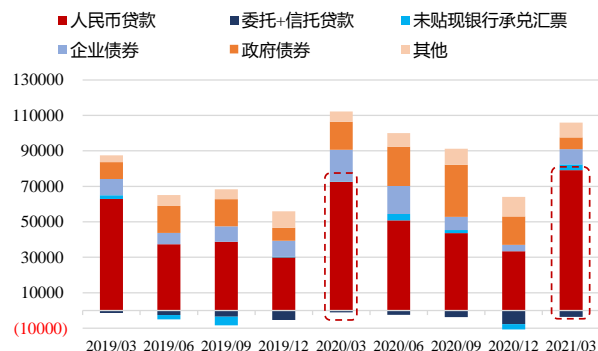
数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

图 13: 2021 年 4 月社融与 M2 增速同步保持回落趋势



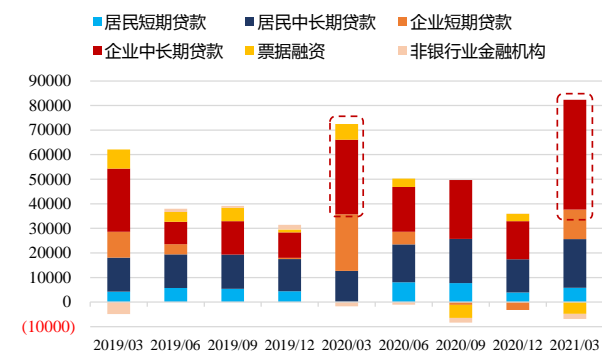
数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

图 14: 2019/01~2021/03 社融增量及其结构, 人民币贷款绝对规模保持高位 (单位: 亿元)



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

图 15: 2019/01~2021/03 人民币贷款增量及其结构, 企业中长期贷款继续放量增长 (单位: 亿元)



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

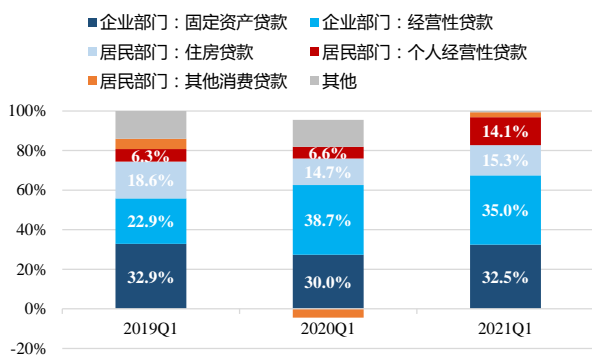
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

②新发贷款结构的环比变化，也有利于贷款利率进一步回升。今年一季度企业贷款利率仅回升 2BP，且一般贷款利率环比持平，主要原因在于一季度贷款投放结构的变化。今年一季度，大量新发贷款额度被投向个人经营性贷款，导致其在新发贷款中的占比大幅跃升，而全口径普惠金融贷款的占比也创新高。由于普惠金融及个人经营性贷款本身利率较低，因此尽管此类产品本身的利率定价没有进一步下行，甚至略有回升，但其权重提高也会拖累总新发贷款的加权平均利率。此外，今年一季度贷款投向更聚焦于长三角等优质区域，这也会拖累加权平均利率水平。

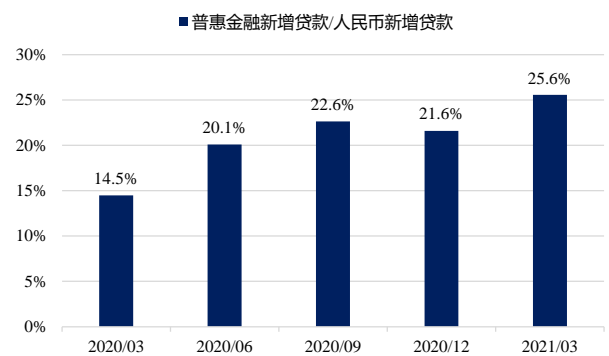
不过，我们预计今年二季度起以上结构性因素会有所改变。一方面新发贷款中，收益率相对高的零售个人贷款占比将提高；另一方面在新的政策导向下，银行将加大对欠发达地区的贷款投放力度，以保证区域结构更均衡，这也有利于贷款利率回升。

图 16: 2019Q1~2021Q1 新增本外币贷款的结构差异



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

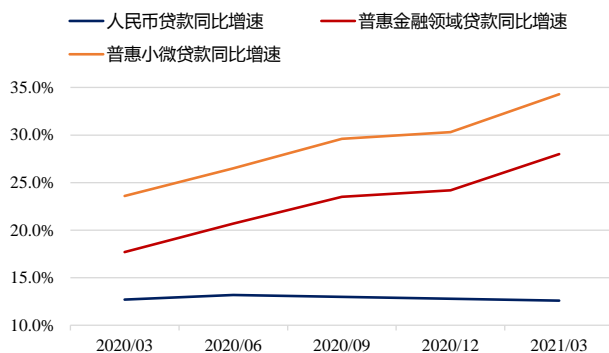
图 17: 普惠金融在人民币新增贷款中的占比持续提升



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

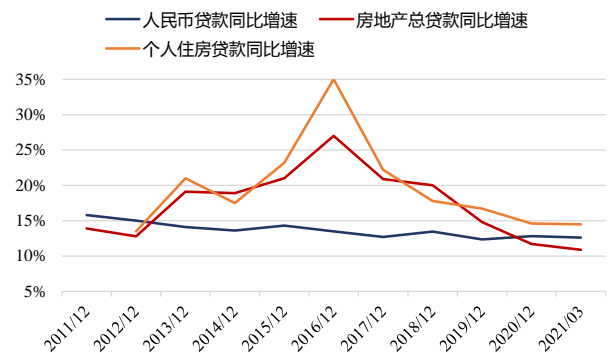
③我们预计房贷、个人经营性贷款等特定品种的利率定价也将回升。房贷由于受到年初新政策的额度管控，一季度房地产总贷款的增速已经低于人民币贷款，但其中按揭贷款仍保持较高增速。不过，目前建设银行深圳分行已上调房贷利率，由于额度管控影响，我们认为很多地区的房贷利率也将进入回升通道。此外，个人经营性贷款一季度大量投放，其中可能存在“资金违规流向房地产领域”的情形，在更严格的监管环境下，这类贷款的定价也可能上行。

图 18: 一季度普惠金融贷款增速明显高于平均



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 19: 一季度房地产贷款增速明显低于平均



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

2.2. 负债端：监管环境利好大型银行，存款成本保持平稳

负债端，我们判断存款成本是今年影响负债成本的核心变量，因为金融市场利率回升后企稳，同业负债的成本已经上行，而存款成本将成为不同类型银行的差异点。总体上，我们预计大型银行更受益当前的监管环境，存款成本能够保持平稳。

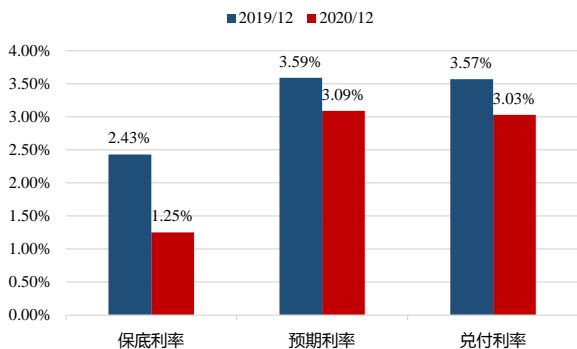
2020年下半年以来监管全面封堵“高息揽储”工具，意图压降负债成本。2020年下半年以来，对高息存款的监管明显趋紧，包括但不限于：窗口指导大幅压降结构性存款、整改“靠档计息”等不规范的存款创新产品、取缔互联网存款、禁止地方法人银行异地揽储等。我们认为，对于银行存款端的监管力度达到近年来的高峰。

表 1：针对商业银行存款的监管政策梳理

时间	政策	监管核心要求
2018/04	市场利率定价自律机制放宽大额存单的利率上限	对不同类型银行分不同程度放宽大额存单利率上限，国有行/股份及城商行/农商行的存款利率上限分别提升至基准上浮 50%/52%/55%，利率市场化再进一步
2018/06	《银保监会、央行关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》	禁止银行采取“违规返利”、“通过第三方中介”等七种手段违规吸收和虚假增加存款
2018/12	央行窗口指导智能存款	对智能存款产品未来可能会限量限价
2019/05	监管部门会议要求和窗口指导“高息揽储”	要求清理按日均规模分档计息的活期存款产品，并清理和停办利率和存款金额挂钩的创新存款产品，并通过窗口指导严查违规结构性存款
2019/10	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	限制（没有交易资质的）中小银行以结构性存款“高息揽储”，重点关注银行资质及“假结构”问题。2020年10月过渡期结束后，结构性存款将收益率降低、规模压降、结构化更真实
2019/12	《关于全国市场利率定价自律机制规范定期存款提前支取靠档计息有关要求》	窗口指导在全国范围内叫停靠档计息的定期存款，并要求2020年末之前，相关存款产品压缩至零；大额存单提前支取规则亦将适用该规定
2020/03	《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》	要求严格执行存款利率和计结息管理有关规定，整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款“创新”产品，同时将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围
2020/06	银保监会窗口指导结构性存款	进一步规范结构性存款，尤其关注企业通过结构性存款套利、形成资金空转问题，要求部分银行在年底前逐步压降至年初规模的三分之二
2020/11	央行金融稳定局局长孙天琦撰文《线上平台存款——数字金融和金融监管的一个产品案例》	提出需要明确互联网存款业务的准入条件、风险管理等要求，根据监管评级、经营情况、资本金及风险管理能力等设定业务门槛及业务规模上限，尤其需要明确哪类银行不能做该类业务
2020/12	六大国有银行正式叫停存款的靠档计息	自2021年1月1日起，提前支取靠档计息的个人大额存单、定期存款等产品，计息方式由靠档计息调整为活期存款挂牌利率计息
2020/12	央行金融稳定局局长孙天琦再次谈及互联网存款	认为互联网金融平台开展存款类金融业务，属“无证驾驶”的非法金融活动，也应纳入金融监管范围
2021/01	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	银行不得通过非自营网络平台开展定期和定活两便存款业务；银行自营的网络存款严格遵守利率定价自律机制及计息规则，不得不当营销；地方银行的互联网存款业务要立足于服务所在区域客户
2021/02	央行召开加强存款管理工作电视电话会议	强调存款利率定价具有较强的外部性，而存款基准利率作为整个利率体系的“压舱石”，要长期保留；督促地方法人银行回归服务当地的本源，不得以各种方式开办异地存款

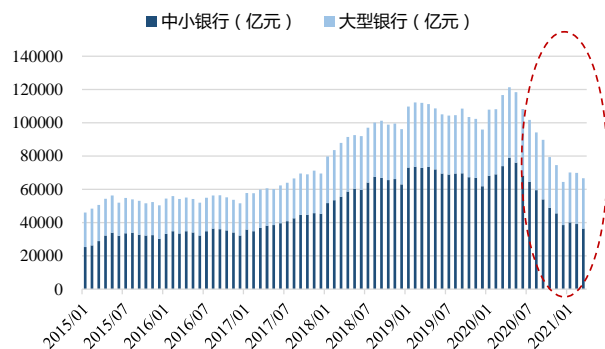
数据来源：中国人民银行，银保监会，东吴证券研究所汇总

图 20: 2020 年 12 月结构性存款利率明显同比下行



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

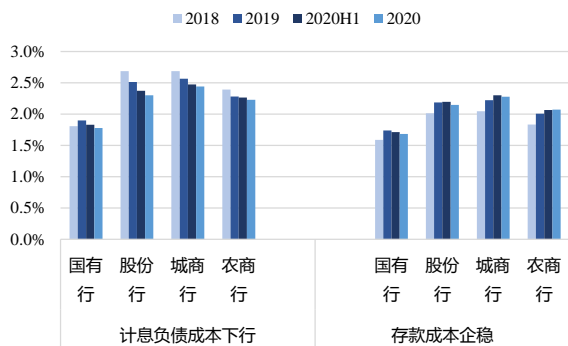
图 21: 2020 年 5 月以来结构性存款大幅压降



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

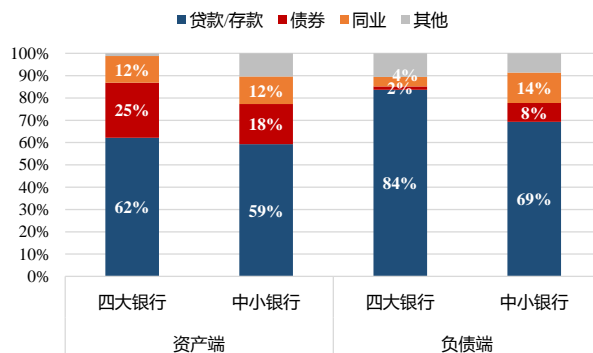
大型银行的网点数量和客户规模优势得以凸显, 更受益当前监管格局。当各类“高息揽储”工具被监管限制后, C 端居民难以寻觅到高收益率的保本型存款工具, 资金只能流向银行现金管理类理财产品或回归低收益率定期存款, 同时 B 端部分企业资金利用结构性存款“套利”的情形也大幅减少, 有助于控制存款综合成本率。存款收益率走低+互联网存款渠道被封堵后, 更有利于网点数量和客户基础本身就很大且庞大的中大型银行, 存款市场份额有望回流大型银行。我们可以看到, 今年大型银行的结构性存款增量高于中小银行, 监管影响已经有所体现。

图 22: 中大型银行存款利率 2020 年有所回落



数据来源: 上市公司财务报告, 东吴证券研究所测算

图 23: 大型商业银行的负债端存款占比明显更高



数据来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所测算

大型银行的负债端结构更依赖存款, 所以在利率上行周期负债成本更稳定。大型银行受益于网点多和对公客户结算资金量庞大, 存款成本本身就比较稳定。此外, 大型银行负债端的存款占比明显高于同业, 同业+债券占比非常低, 因此在利率上行周期, 同业+债券的成本上行影响比较有限, 负债成本能够保持稳定。总体上, 我们判断大型银行 2021 年的存款成本及总负债成本都保持平稳。

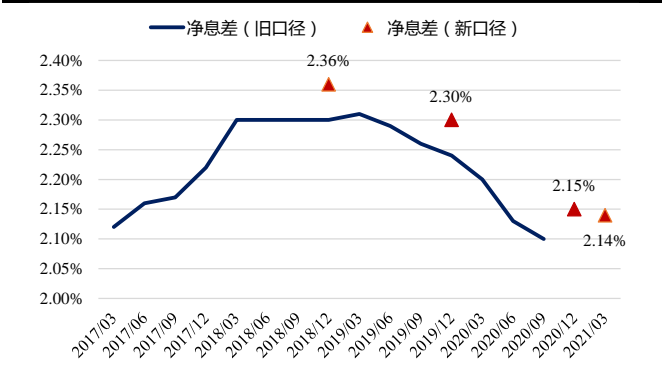
2.3. 净息差: 预计二季度企稳, 下半年头部银行有望回升

商业银行的传统财务框架中, 最关键的指标仍然是净息差和不良资产信用减值成

本。2020 年银行净息差经历了新一轮下行，今年一季度由于部分贷款的重定价原因，净息差环比进一步回落。但我们预计，二季度起净息差将先行企稳，年内确立拐点，部分银行的净息差有望率先反弹。净息差拐点是今年银行基本面的重要变化。

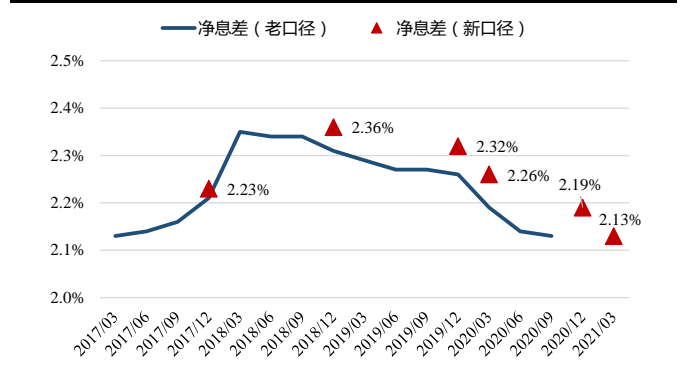
①今年一季度净息差环比继续回落，源于贷款重定价影响，二季度影响消除。以工商银行和建设银行为例，2021 年一季度净息差分别较 2020 年全年下降 1BP 和 6BP，主要原因是部分房贷等贷款的 LPR 重定价于一季度集中完成，影响了资产端收益率，所以尽管新发贷款利率回升，但净息差仍受到存量贷款重定价因素的拖累而走低。

图 24: 2021/03 工商银行净息差较 2020 年下行 1BP



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

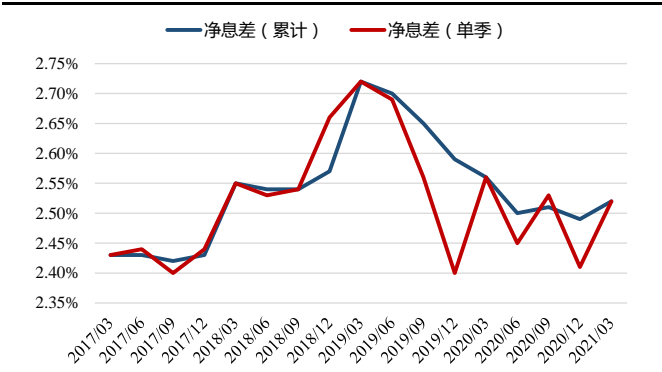
图 25: 2021/03 建设银行净息差较 2020 年下行 6BP



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

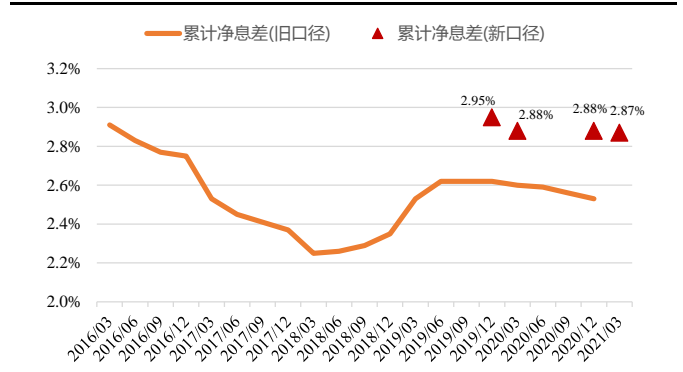
②贷款利率上行+存款成本企稳，部分价格管控灵活的银行净息差有望回升。资产端，由于 3 月新发放贷款利率已经回升，且我们判断后续贷款利率将进一步回升，因此今年生息资产收益率有望上行。同时，负债端，2021 年一季度以招商银行、平安银行为代表的零售银行负债成本稳定。我们认为二季度大中型银行的净息差将不再下行，优秀银行下半年净息差有望反弹。尽管今年净息差回升的幅度比较有限，但回升方向确定，仍有利于稳定利息净收入的增速。

图 26: 2021/03 招商银行净息差较 2020 年提升 3BP



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 27: 2021/03 平安银行净息差较 2020 年下行 1BP



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

3. 信用成本回落：经济复苏保证下半年资产质量稳定

2020 年四季度以来，上市银行的信用减值已经明显回落，得益于经济复苏强劲，资产质量好于预期。展望下半年，我们认为资产质量将保持稳定，信用成本率继续维持低位，这有利于上市银行净利润在低基数下实现高增长。

3.1. 看好 2021 年银行业净利润逐季度加速增长

2021 年一季度，商业银行口径的净利润同比增长 2.37%，在去年一季度高基数下实现可观增长。我们判断，商业银行全年的净利润将逐季度加速增长，尤其考虑二、三季度基数大幅走低，盈利增速弹性将更可观。盈利加速增长的主要原因在于，今年新生成不良率将明显回落（我们预测全年为 1.84%），信用成本率将保持低位，同比明显降低，我们预计净利润全年增速回升至 6.10%。

关于资产质量，尽管监管层强调今年仍将“保持对于不良资产的高处置力度”，但这并不意味着银行资产质量边际恶化，也不意味着需要大量计提减值。在新生成不良率回落的背景下，大量处置存量的不良贷款，会进一步“净化银行报表”，推升拨备覆盖率，令资产质量指标更健康。我们假设，2021 年新生成不良贷款金额略低于 2020 年，但仍高于 2019 年，同时计提 2.23 万亿信用减值，减值金额高于 2020 年但对应信用成本率（信用减值金额/平均总贷款）降低。在此测算下，商业银行口径的全年净利润有望增长 6.10%。

表 2：商业银行核心经营指标测算及预测

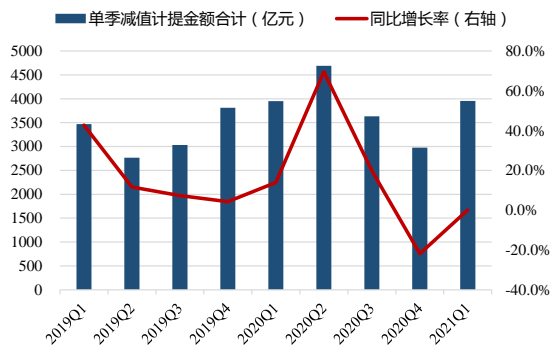
单位：亿元	2019	2020/03	2020/06	2020/09	2020/12	2021/03	2021E
期末总资产	2394875	2518398	2575212	2624715	2657920	2759400	2910422
总资产增速（较期初）	9.12%	5.16%	7.53%	9.60%	10.98%	3.82%	9.50%
不良贷款率	1.86%	1.91%	1.94%	1.96%	1.84%	1.82%	1.79%
合计处置不良贷款【预测】	19780	4000	9500	15500	26274	6000	26274
不良贷款新生成率【预测】	1.91%	1.80%	1.88%	1.92%	2.11%	1.80%	1.84%
拨备覆盖率	186.07%	183.19%	182.40%	179.89%	184.47%	187.14%	188.00%
营业收入【预测】	62728	17049	33175	49316	65894	17343	72131
净息差	2.20%	2.10%	2.09%	2.09%	2.10%	2.07%	2.11%
信用减值【预测】	16623	5203	10566	15057	20672	6133	22344
成本收入比	31.68%	25.69%	26.93%	28.14%	31.19%	27.12%	31.60%
净利润	19932	6001	10268	15142	19392	6133	20574
净利润增速（累计）	5.88%	5.00%	-9.41%	-8.27%	-2.71%	2.37%	6.10%
净利润增速（单季）		5.00%	-24.06%	-5.78%	24.09%	2.37%	

数据来源：银保监会，东吴证券研究所测算

3.2. 预计上市银行信用成本率保持低位，信用减值趋缓

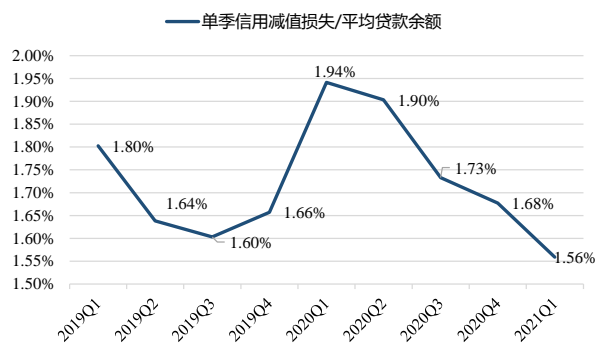
2020 年上市银行充分计提信用减值，一季度“拨备反哺利润”特征鲜明。37 家数据完整的上市银行（剔除厦门银行），2020 年全年信用减值金额 1.53 万亿，同比增长 16.6%，对应测算信用成本率较 2019 年抬升 2BP 至 1.78%（主要系四季度明显回落）。但一季报，国有大行以外的上市银行信用减值计提同比下降 8.1%，**“减计提拨备反哺利润”的特征鲜明，得益于 2020 年拨备计提充分+当前不良新生成情况良好。**

图 28: 2020Q4 起上市银行减值计提增速大幅回落



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

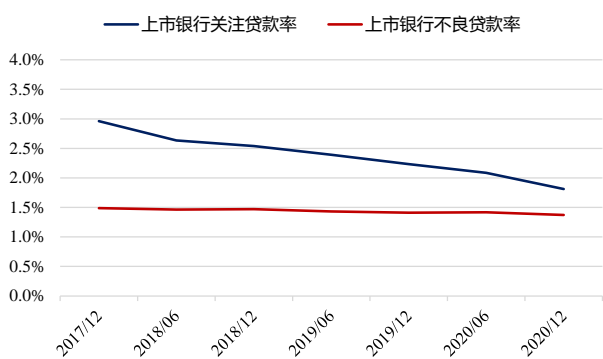
图 29: 2020Q4 起上市银行单季度信用成本率持续回落



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

“全面净化报表”后，上市银行资产质量指标更加健康。2020 年高额处置不良贷款+大幅计息信用减值后，上市银行的不良率较年初下行 3BP，同时关注类贷款比例下行 54BP。这意味着上市银行更真实、更充分暴露了不良，资产质量指标的可信程度大幅提高。此外，在反映风险抵补能力的拨备覆盖率指标上，上市银行较 2019 年末增厚 18.64pct 至 281.01%，主要是头部优秀银行进一步“做实资产质量”，风险抵补能力在后疫情时代反而进一步提升。

图 30: 2020 年上市银行不良率及关注率表现更优



数据来源：银保监会，东吴证券研究所测算

图 31: 2020 年上市银行拨备覆盖率进一步夯实



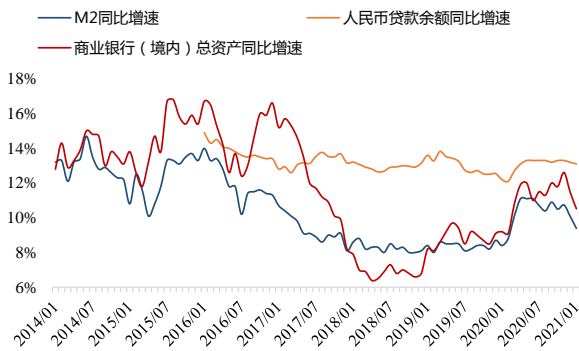
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

4. 财富管理：商业银行最具成长空间的核心赛道

4.1. 财富管理的成长性帮助商业银行突破传统信贷业务瓶颈

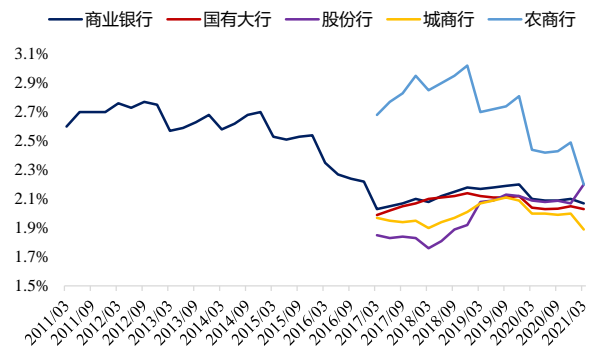
商业银行传统信贷业务面临利差收窄、资本约束、资产质量等发展瓶颈。商业银行的传统信贷业务面临诸多挑战，核心的困难包括资产规模增速始终受限于宏观经济增速，以及资本约束，同时在利率下行大周期内利差仍将收窄，且经济增速放缓也会导致资产质量存在不确定性。与传统业务相比，财富管理业务具备高成长空间，同时盈利能力更稳定，周期属性弱，是商业银行各线业务中的最佳赛道。

图 32: 商业银行总资产增速与 M2 增速基本一致



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

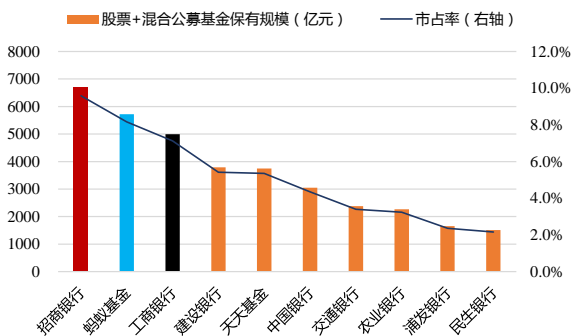
图 33: 2011 年以来商业银行净息差整体呈现收窄趋势



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

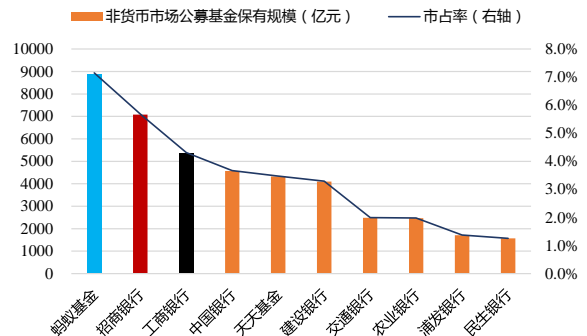
以招商银行为代表的头部零售银行最受益财富管理市场红利。我们在前期报告中多次提及：资管新规下，传统银行理财的吸引力被边际削弱，权益类资产和合法刚兑的保险产品吸引力相对提升，居民理财需求也被激发。在新格局下，具备核心竞争力的银行/保险/券商/基金/互联网平台都将获得发展机遇。当前阶段，以招商银行为代表的核心零售银行在市场竞争中的领跑，核心优势在于商业银行的渠道优势、客户资源、口碑品牌，以及更专业的线下客户服务能力。在基金业协会近期公布基金销售行业数据中，一季度末招商银行股票+混合公募基金保有规模达到 6711 亿，非货币基金的保有规模也达到 7079 亿，市占率分别位居第一、第二，竞争优势明显。

图 34: 招商银行股票+混合公募基金保有量位居第一



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 35: 招商银行非货币市场公募基金保有量位居第二

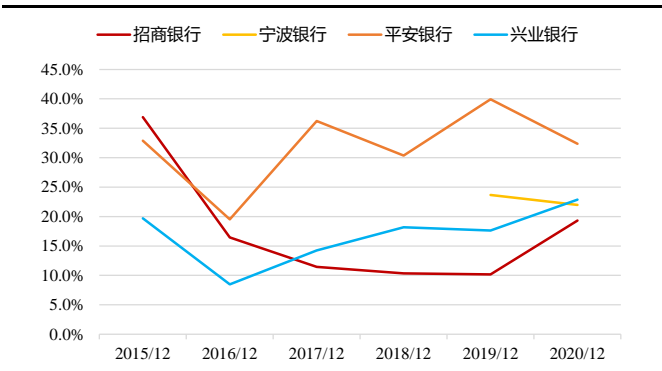


数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

4.2. 预计头部零售银行的财富管理业务将延续高增长

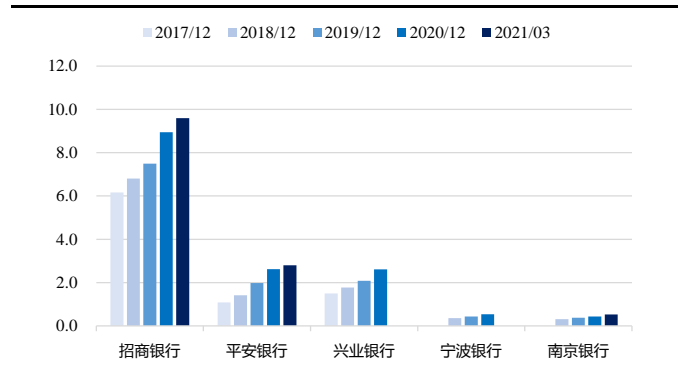
头部财富管理银行受益居民财富积累+互联网金融全面严监管。2020年基金销售市场火热，代销基金业务比较成熟的银行中收普遍高增长。尽管2021年权益市场“赚钱效应”减弱，但从中长期角度来看，居民配置权益资产的比例仍将趋势向上，基金销售将成为商业银行比较确定的高成长业务。此外，2020年下半年以来，对于互联网金融的监管持续收紧，以蚂蚁集团为例，监管要求全面整改违规信贷、保险、理财等金融活动，并主动压降余额宝规模，同时要求互联网渠道全面下架银行存款和理财产品。我们判断，互联网金融严监管将有利于财富管理客户的需求回流至以招商银行为代表的核心零售银行。

图 36: 核心零售银行 2020 年零售 AUM 加速增长



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 37: 招商银行零售 AUM 优势显著 (单位: 万亿)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

商业银行资产配置能力领先，同时积极试水“买方投顾”模式。从资产配置的维度来看，商业银行作为能够代销各类金融资产，并为客户提供配置建议的财富管理平台，多元资产配置的先发优势非常稳固。此外，头部商业银行也在积极探索“买方投顾”模式，改变“前端收费”的传统代销模式，转而在后端与客户共同分享投资收益。中长期角度，头部零售银行正在快速建立市场口碑，培养用户粘性，我们认为财富管理业务的收入占比及增速将持续提升。

5. 投资建议

当前时点，我们维持战略看多银行股上涨行情的投资观点，强调核心逻辑包括贷款利率回升、信用成本回落、财富管理业务高成长。我们预计今年二季度起，上市银行净利润将在低基数下加速增长，行业基本面保持复苏趋势。个股层面，我们继续重点推荐长期赛道优势显著的核心零售银行，同时推荐基本面修复趋势与估值预期差较大的国有大行，并建议关注高成长型城商行。

①核心零售银行：重点推荐招商银行、宁波银行、平安银行。核心零售银行率先走出资产质量谷底，2021Q1 业绩增速进一步上行，明显超出市场预期。我们认为，核心零售银行的赛道优势显著，零售及财富管理业务的发展将进一步提振中收收入增速，同时为负债端沉淀活期存款，稳定净息差。

②国有大行：重点推荐建设银行。国有大行资产端利率敏感型的贷款+债券+同业资产占比较高，而负债端的存款占比高，负债成本更能抵御市场利率上行压力。我们认为，今年基本面将受益于利率上行环境，同时估值仍位于历史底部，预期差比较充分。国有大行中，重点推荐基本面稳健的建设银行。

③建议关注具备高成长性的成都银行。成都银行扎根区域，充分受益于成渝经济圈的投资建设，在资产端获取大量优质信贷，负债端沉淀低成本存款。一季度盈利同比增速高达 18.1%，当前估值仅为 1.01x2021PB，建议关注。

6. 风险提示

1) 区域信用风险暴露影响银行资产质量指标：如果经济复苏放缓、企业盈利低迷，尤其是地方信用风险有所暴露，银行资产质量的潜在压力将超预期，导致不良率上行、拨备覆盖率走低。

2) 银行贷款利率持续下行，利差进一步收窄：3 月新发放贷款利率虽然环比上行，但趋势尚未完全确立，如果后续经济走弱，贷款利率重新下行，将造成银行利差再度收窄，影响利息收入及盈利能力。

3) 银行利润持续下滑：经济复苏放缓、利差超预期收窄、资产质量恶化、费用成本上升等因素都可能造成银行盈利进一步同比下滑，对市场预期造成压力。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>