

银行

把握业绩的确定性，关注北上资金大幅流入-2021年中期策略

基本面：业绩改善确定性高，关注强势个股。结合2020年的业绩低基数（2020H利润增速为-9.4%），在2021年风险管控到位（带来拨备释放利润空间）和自身经营情况向好（息差下行压力边际缓解+规模稳定增长）的支撑下，**2021年银行的业绩改善的确定性高，同时预计个股间分化也会加大，具体来看：**

1) 资产质量：报表足够干净，且还在不断改善。随着经济企稳修复，加上银行过去多年的努力（过去3年全行业累计处置不良贷款8.8万亿元，超过之前12年总和，且持续加大拨备计提，拨备覆盖率已提升至整体超过220%），上市银行当前的资产负债表已足够干净（不良/逾期贷款的比例已超过100%），且各指标持续改善。

市场非常关注21年资管新规到期、地方政府融资出清、延期还本付息等隐含不良暴露的扰动。我们认为，对银行业整体而言，这些担忧一定是成立的。但是我国有4000多家银行业金融机构，且尤其是近几年，分化越来越大。若未来大量暴露，或对银行股整体情绪有影响。但，我们重点关注的银行，基本上是公司治理、风险管控能力相对较强、区域经济相对较好的银行。除非发生系统性金融风险，否则不必过度担忧。

2) 资产质量改善下，拨备带来释放利润空间：2021Q1在资产质量整体改善的情况下，股份行/城商行/农商行拨备计提均同比减少，增速分别为-9.7%/-6.2%/-8.8%。基于资产质量+信用成本下降空间两大维度综合分析来看，平安银行、杭州银行、江苏银行、苏州银行、无锡银行、苏农银行或更具弹性，这些银行当前的信用成本仍高，但不良生成已降至1%以下，且拨备覆盖率均超过200%，未来或有少提拨备、释放利润的基础。

3) 规模：预计将跟随社融稳定增长。按照与名义GDP为原则简单测算，全年社融增速或在10-11%左右，到4月社融增速已下降至11.7%，未来下降的空间已较为有限。此外上半年社融增速下降的一个重要原因在于今年地方债发行节奏偏慢，但今年两会期间定下的额度依旧有3.65万亿（仅比2020年少1000亿），预计下半年将加快发行，支撑社融，未来银行资产规模预计也将保持稳定增长。

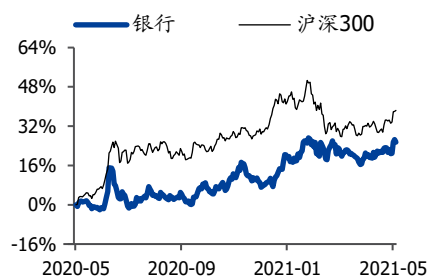
4) 息差：下行压力边际缓解支撑营收，贷款定价小幅回升，负债端或为分化的关键：在流动性回归中性的情况下，Q1新发放贷款收益率已提升7bps，有利于息差的边际企稳（能否回升还需观察），由于Q1上市银行利息净收入增速仅4.8%，明显低于总资产增速（8.7%），在息差企稳的情况下利息净收入增速有望逐步向规模增速“回归”。个股分化方面，在同业市场利率相对稳定的情况下，存款端的表现或将成为息差分化的关键，核心负债优势明显的银行（国有大行+招商银行+优质区域龙头银行）或具有相对优势；

5) 中收：2020年口径调整后，上市银行中收主要来源于银行卡、代理类业务（占中收的比重约24%、37%），其中银行卡业务整体正稳步恢复（央行数据显示Q1银行卡业务金额同比高增28.5%，创2017年来新高），代理类业务需关注银行财富管理业务能力、理财转型进度的分化。

资金与交易层面：北上资金正加速流入银行板块。Q1公募基金银行持仓比重大幅提升2.27pc至5.43%，增幅在所有行业中最大。近期人民币汇率提升，外资正加速流入银行板块。5月底以来汇率重拾升势，已连续4天升破6.4，北上资金年初以来也在加速流入A股，累计流入规模超过2000亿，明显高于过去5年同期水平（平均在1000亿左右）。A、静态看，银行在这轮北上资金流入中更为受益：本轮北上资金流入的主力是长期的配置资金，而在北上资金持仓前五的行业中，银行PB(LF)仅0.74x，处不到10%的历史分位数水平，其他行业（食品饮料、医药、电气设备及家用电器）估值性价比较高。B、动态看，年初以来3-5月北上资金共净流入银行板块263.6亿，在各行业中排名第1。C、个股来看：招商银行流入最多，仅5月单月北上资金净流入约30亿，此外平安、兴业银行也流入30亿以上。从年初以来累计流入金额来看，招商银行仅前5月即净流入140亿，超过过去两年净流入总量（129亿），此外宁波银行排名第4，流入约24亿元，北上资金持仓市值占比约4.45%。

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

分析师 蒋江松

执业证书编号：S0680519090001

邮箱：jiangjiangsongyuan@gszq.com

相关研究

1、《银行：本周聚焦-4月零售ABS资产质量持续改善》

2021-05-23

2、《银行：本周聚焦-基金代销龙头优势显著，银保监会

试点专属商业养老保险》2021-05-16

3、《银行：本周聚焦-招商、平安、宁波银行Q1业绩表

现亮眼》2021-04-25



预计下半年经济复苏仍为主基调，温和的经济+流动性环境下，银行的业绩确定也更高。上半年经济稳步恢复，GDP增速Q1如期反弹至18.3%，且PPI持续超预期上升+需求恢复的情况下，规模以上工业企业利润同比高增106%，盈利能力与偿债能力都稳步增强。展望下半年，数据上看看似GDP增速将回落（wind一致预期Q2-Q4会回落至8.3%、6.7%、5.5%），但剔除基数效应看两年平均增速，将从Q1的5.0%逐步恢复到Q4的6.0%，经济相对稳定恢复仍是主基调。近期货币市场较为宽松，DR007已回落至7天逆回购2.20%左右的水平，10年期国债收益率也接近3%，或主要受到短期交易因素的影响。主要是信贷相对收紧，银行将部分资金腾挪到金融市场业务，而当前“结构性资产荒”下（城投、房地产融资收紧，政府债券发行偏慢等），银行将等待投标的资金进行回购或融出来过渡，带动货币市场较为宽松。虽然下半年仍存在一些不确定性（海外部分区域疫情反复、通胀预期升温、国内需求复苏斜率、PPI若持续高企可能挤压下游利润等），但预计经济复苏仍是全年的主基调，可以把握的是，在相对温和的宏观、流动性环境下，银行板块的业绩确定性比较高。

投资建议：在相对温和的宏观、流动性环境下，银行业绩改善的确定性高，且充分受益于北上资金流入，估值性价比高，看好下半年的相对收益。**个股方面：**1)持续关注中长期优质银行--招商银行、宁波银行，中长期的业绩、业务确定性更高，且也受益于近期北上资金的持续流入；2)同时也可积极关注基本面边际改善，有业绩释放意愿和能力的银行：如平安银行、江苏银行、杭州银行、南京银行、苏州银行、成都银行、常熟银行等。3)若经济改善超预期、流动性大幅收紧，大行或有一定防御价值：关注邮储、建行、工行等。

风险提示：海外疫情超预期，经济复苏节奏不及预期，汇率与利率波动超预期，银行理财转型不及预期。

内容目录

一、基本面：业绩改善的确定性相对较高，关注个股分化	5
1.1 资产质量：整体继续改善，关注细分领域及拨备释放弹性的分化	6
1.2 净息差：下行压力边际缓解，负债端或为分化的关键	11
1.3 中收：口径调整后，财富管理、理财业务更为重要	12
二、资金与交易层：北上资金加速流入，下半年综合性价比高	17
三、经济复苏仍为主基调，支撑银行的“业绩确定性”	20
四、投资建议：继续看好银行板块下半年的相对收益	23
风险提示	26

图表目录

图表 1：上市银行业绩主要分项增速，及对 2021H 的预测	5
图表 2：上市银行资产质量相关指标表现（初特殊标注外，其余为 2020 年末数据）	6
图表 3：2020 年上市银行加大了非信贷类资产的计提、核销处置力度（亿元）	7
图表 4：2019 年各省市地方政府债务负担情况：北京、长三角、广东等发达地区压力相对较小	8
图表 5：招商银行信用卡 ABS 当期违约率走势	9
图表 6：招商银行信用卡 ABS 逾期贷款率走势	9
图表 7：资产减值准备计提同比情况	9
图表 8：上市银行整体信用成本情况	9
图表 9：上市银行未来通过拨备释放利润的空间与弹性对比（未特殊标注为 2021Q1 数据，%）	10
图表 10：2021Q1 商业银行净息差仍有所下行（%）	11
图表 11：2021Q1 新发放贷款收益率已开始企稳回升	11
图表 12：2020 年下半年以来结构性存款持续压降（亿元）	12
图表 13：存款成本率 VS 存款增速：国有大行及优质中小行较有优势（%）	12
图表 14：上市银行手续费及佣金收入结构变化（国有大行+股份行+城商行）：代理类业务更为重要	13
图表 15：银行卡业务金额及同比增速（万亿）：21Q1 恢复高增长	13
图表 16：公募基金发行规模走势：2020Q3 或形成“高基数”（亿元）	14
图表 17：上市银行 2020 年理财业务相关数据（亿元）	15
图表 18：上市银行 2020A 零售客群、AUM 数据（亿元）	16
图表 19：银行板块估值(PB)低，盈利能力(ROE)相对较强	17
图表 20：各行业 PB (LF) 在过去 10 年的历史分位数水平	17
图表 21：近期人民币整体呈升值态势，北上资金不断流入（亿元）	18
图表 22：各行业过去 3 个月北上资金流入净额排序（亿元）	18
图表 23：静态看，北上资金“偏爱”的行业中，银行估值性价比最高	18
图表 24：动态看，年初以来北上资金持续加仓银行，未来还有空间	18
图表 25：银行板块北上资金流入净额情况（亿元）	19
图表 26：GDP 增速 Q1 明显回升，预计全年保持高增长（%）	21
图表 27：PMI 保持在荣枯线以上（%）	21
图表 28：年初以来 PPI 持续提升，且超市场预期（%）	21
图表 29：工业企业利润持续改善（%）	21
图表 30：剔除基数效应，投资、消费、出口均在回升过程中（%）	21
图表 31：银行景气度指数持续提升（%）	21
图表 32：各类企业的 PMI 指标走势有所分化（%）	22

图表 33: 银行景气度指数持续提升 (%)	22
图表 34: DR007 已基本回归至逆回购利率左右的水平 (%)	22
图表 35: 专项债累计发行额: 今年节奏偏慢, 未来有望加速 (亿元)	22
图表 36: 社融增速下降最快的时候或已过去	23
图表 37: 2021Q1 新发放贷款收益率有所提升	23
图表 38: 银行历史绝对、相对收益率表现 (%)	24
图表 39: 上市银行个股估值情况 (更新至 202010604)	25

一、基本面：业绩改善的确定性相对较高，关注个股分化

2021 年银行的业绩改善的确定性高。主要是 2020 年的业绩低基数（2020H 利润增速为-9.4%）的同时，2021 年风险管控到位（带来拨备释放利润空间）和自身经营情况向好（息差下行压力边际缓解+规模稳定增长）。

银行间的分化也在加大。2021Q1 上市银行整体营收、PPOP 增速分别为 3.73%、2.57%。而个股来看，优质银行表现优异，如宁波银行营收、PPOP 增速在 21%以上。但与此同时，38 家上市银行中 12 家银行出现收入“负增长”，

我们预计 **2021H 各银行间分化仍将拉大**（见图表 1），其中重点关注资产质量（信用成本）、息差、中收的分化。

图表 1：上市银行业绩主要分项增速，及对 2021H 的预测

	2019	2020	2021Q1	2021H 预测	
				行业整体判断	银行间分化
营业收入	10.2%	5.5%	3.7%	有望企稳，分化也会加大	
其中：利息净收入	10.2%	7.0%	4.8%	有望企稳。 1) 规模稳步增长：根据银保监会数据，4 月末银行业整体总资产依旧保持了 8.8% 的稳健增长（较 3 月末下降约 1.5pc），而全年来看社融增速后续降幅会逐步趋缓，银行业规模增长也有望随之保持稳定； 2) 21Q1 上市银行利息净收入增速仅 4.8%，明显低于总资产增速（约 8.7%），主要是息差“同比下降”的效应较为明显，但 Q2 预计银行业整体息差下行压力边际缓解，利息净收入增速有望向资产增速“回归”。	分化加大。 1) 规模增长情况不一（特别是负债制约）。如 Q1 股份行存款压力较大（仅增 1.8%，拖累负债增速仅 2.4%），制约其资产增速也仅有 2.4%，在各类银行中最低，利息净收入增速显著下滑 3.67pc 至仅 3.7%； 2) 各家银行资产负债配置结构、节奏不一，加大了息差的分化。 A、资产端：各家银行的重定价节奏、资产结构的变化也不一样，如总资产中贷款占比的提升、贷款中零售贷款占比的提升、零售贷款中高收益消费贷、信用卡等占比的提升会有利于提升资产整体收益率。 B、负债端：存款竞争明显加剧，而 Q1 存款增长较好且负债优势较强的银行如宁波、南京银行息差较 2020 年逆市提升 25bps、10bps；
手续费及佣金净收入	9.6%	7.0%	11.0%	预计整体保持平稳，关注银行间分化： 1) 银行卡业务收入：（不含分期）行业整体有望保持恢复性增长，但各家银行信用卡资产质量恢复状况、发卡节奏存在差异； 2) 理财业务：各银行转型进度不一，是分化的关键。不少银行理财业务收入开始恢复性增长； 3) 财富管理业务：关注资本市场后续的热度，以及银行自身的业务竞争力； 4) 其他非息收入：2021Q1 负增长主要受市场利率上行，以及 2020Q1 的高基数效应的拖累。	
其他非息收入	30.9%	-6.0%	-9.6%		
管理费用	7.0%	2.3%	7.2%	预计保持平稳。 管理成本本身相对刚性，过去几年基本增速在 7% 左右，2020 年仅 2.2% 主要是由于疫情导致很多营销活动无法开展减少了业务支出。	预计各银行继续管理费用增长较为平稳 ，也需关注各家银行金融科技、人员扩张的节奏。
拨备前利润	10.4%	6.0%	2.6%	有望企稳，分化也会加大	
拨备计提	15.1%	16.5%	-0.3%	考虑到 2020H 的较高基数（增速达 39%）+ 银行整体资产质量正在逐步改善，21H 或将实现“拨备释放利润”	银行间分化较大。资产质量整体改善、表内外资产处置压力大幅减轻，且此前信用成本较高的银行利润释放空间更大。如平安银行 21Q1 不良生成率仅 0.88%，支撑信用成本有效下降，利润增速快速提升至 18.5%。
归母净利润	6.9%	0.7%	4.6%	考虑 2020H 的低基数效应（增速为-9.4%），利润增速有望提升，银行分化也将加大。	

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.1 资产质量：整体继续改善，关注细分领域及拨备释放弹性的分化

1.1.1 资产质量指标的分化：优选优质区域的优质银行

当前银行资产质量各指标正随着经济复苏稳步改善，且在过去加大核销及处置力度的情况下，资产负债表已较为干净。2020 年上市银行整体逾期率 1.41%，较 2020H 下降 0.15pc，逾期生成率下降 0.09pc 至 0.93%。过去几年银行持续加大不良认定，上市银行不良/逾期较 2020H 提升 11pc 至 105%，且过去 3 年全行业累计处置不良贷款 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 Q1 仍保持处置力度不减，当前银行的资产负债表已非常干净，不少优质银行已“核无可核”。

图表 2：上市银行资产质量相关指标表现（初特殊标注外，其余为 2020 年末数据）

上市银行	不良率 (21Q1)		逾期贷款占比		不良生成率		逾期生成率		拨备覆盖率 (21Q1)		不良/逾期	
	占比	环比 20A	占比	环比 20H	占比	环比 20H	占比	环比 20H	数值	环比 20A	比例	环比 20H
国有大行	1.46%	-0.04pc	1.26%	-0.04pc	0.89%	-0.03pc	0.64%	-0.01pc	216%	+5pc	119%	+9pc
股份行	1.45%	-0.02pc	1.77%	-0.39pc	1.75%	+0.10pc	1.61%	-0.27pc	204%	+2pc	83%	+9pc
城商行	1.23%	-0.05pc	1.52%	-0.35pc	1.13%	+0.20pc	1.07%	-0.22pc	302%	+13pc	84%	+15pc
农商行	1.32%	-0.01pc	1.17%	-0.27pc	1.88%	+0.67pc	1.45%	+0.49pc	304%	0pc	114%	+21pc
上市银行	1.44%	-0.03pc	1.41%	-0.15pc	1.15%	+0.03pc	0.93%	-0.09pc	218%	+4pc	105%	+11pc

资料来源：Wind，国盛证券研究所

展望下半年，市场非常关注地方政府融资出清对银行资产质量的影响，以及 21 年资管新规到期、延期还本付息等隐含不良暴露的扰动。我们认为，对银行业整体而言，这些担忧一定是成立的。但是我国有 4000 多家银行业金融机构，且尤其是近几年、分化越来越大。若未来大量暴露，或对银行股整体情绪有影响。但：

- 1) 我们重点关注的银行，基本上是公司治理、风险管控能力相对较强、区域经济相对较好的银行。除非发生系统性金融风险，否则不必过度担忧。
- 2) 总体来看，当前经济复苏+流动性稳定的环境下，监管政策以“稳”为主节奏和力度均拿捏的较好，大多政策通过设置过渡期等方式对缓解银行的短期调整压力，长期看则有利于行业的健康发展。

下半年个股之间在资产质量上的分化需重点关注：

1、非标回表：行业整体将平稳过渡，但各家银行进度不同。2021 年为“资管新规”过渡期截止之年，不少银行加快推进表外理财回表的进度，也随之加大了非信贷资产的拨备计提力度，38 家上市银行 2020 年共计提非信贷资产减值损失 2427 亿，同比多提 1085 亿，翻了一倍多。各家银行处置节奏的不同可能产生一定分化，如招商银行 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。而部分银行仍有一定的调整压力，预计将成为后续银行资产质量分化的关键。整体来看，由于各家银行已经在积极推进，即使部分银行表外还存留长期限的资产，已根据监管“一行一议”的要求，上报了延期整改计划，预计未来能平稳过渡。

图表 3: 2020 年上市银行加大了非信贷类资产的计提、核销处置力度 (亿元)

上市银行	计提资产减值损失						核销及处置					
	信贷	同比多提/少提	非信贷资产	同比多提/少提	合计	同比多提/少提	信贷	同比多核/少核	非信贷资产	同比多核/少核	合计	同比多核/少核
工商银行	1718.3	97.2	308.4	139.9	2026.7	237.1	1203.2	226.7	--	--	--	--
建设银行	1671.4	182.0	263.5	122.9	1934.9	304.9	935.4	98.1	27.7	10.4	963.1	108.5
农业银行	1389.9	71.6	257.1	189.4	1647.0	260.9	615.6	-88.4	10.4	-3.7	625.9	-92.1
中国银行	1036.3	66.4	147.5	3.9	1183.8	70.3	571.5	-209.4	6.9	-4.9	578.4	-214.3
交通银行	552.9	58.9	18.9	7.8	571.9	66.7	538.3	118.5	9.5	-2.2	547.8	116.3
邮储银行	523.8	49.4	-19.8	-99.3	504.0	-49.9	164.1	34.6	6.5	2.1	170.6	36.7
招商银行	468.8	-73.3	179.9	111.4	648.7	38.1	437.3	115.3	21.0	18.5	458.4	133.8
中信银行	692.9	4.9	131.9	53.1	824.8	58.0	691.3	84.4	39.0	-67.6	730.3	16.8
浦发银行	750.2	48.4	45.3	-2.4	795.5	46.0	700.4	20.4	15.4	12.1	715.8	32.5
民生银行	769.9	161.4	160.0	140.4	929.9	301.8	671.1	161.8	76.4	70.8	747.6	232.6
兴业银行	492.2	25.3	260.8	146.9	753.0	172.1	520.7	155.4	130.1	74.8	650.8	230.2
光大银行	533.5	55.7	33.8	22.0	567.3	77.7	538.9	150.9	2.9	-0.2	541.8	150.7
华夏银行	363.1	70.5	37.0	27.1	400.1	97.6	306.0	-60.1	--	--	--	--
平安银行	431.5	-101.4	264.6	212.8	696.1	111.4	593.6	118.1	315.8	306.8	909.4	424.9
浙商银行	98.8	22.4	102.9	-9.7	201.7	12.6	91.3	44.5	--	--	--	--
北京银行	199.4	44.8	49.3	-21.5	248.7	23.2	123.1	22.7	--	--	--	--
南京银行	76.8	-3.7	8.2	7.7	85.0	4.1	55.7	4.2	0.0	-0.1	55.7	4.1
宁波银行	76.7	11.4	10.0	0.7	86.7	12.1	28.6	9.4	-0.2	-1.2	28.3	8.3
上海银行	169.6	40.9	3.2	-3.0	172.8	37.9	125.2	51.4	0.9	-0.4	126.1	51.1
贵阳银行	48.2	16.4	5.1	-6.3	53.3	10.1	37.5	25.0	--	--	--	--
杭州银行	76.2	4.5	23.4	17.5	99.6	22.0	15.9	-13.1	0.9	0.9	16.8	-12.2
江苏银行	158.0	29.9	64.9	21.6	222.9	51.5	82.2	43.4	8.8	8.5	91.0	52.0
成都银行	33.9	7.4	7.5	3.9	41.4	11.3	6.3	-4.4	0.0	-0.2	6.3	-4.6
郑州银行	54.9	7.5	17.0	6.4	71.8	13.9	49.8	15.7	1.1	1.1	50.9	16.8
长沙银行	50.0	8.1	4.7	0.4	54.7	8.6	31.0	4.1	1.5	0.3	32.6	4.5
青岛银行	29.7	-0.5	11.7	5.7	41.4	5.2	23.7	1.2	--	--	--	--
西安银行	16.5	3.0	3.8	-0.5	20.3	2.5	9.8	6.4	0.0	0.0	9.8	6.4
苏州银行	30.0	8.5	8.6	-0.3	38.6	8.2	10.0	1.2	-1.3	-0.2	8.7	1.0
厦门银行	16.4	2.6	4.1	3.5	20.5	6.1	3.0	-1.4	2.2	2.1	5.2	0.7
重庆银行	42.1	9.4	1.1	-2.4	43.2	7.0	21.6	9.1	--	--	--	--
无锡银行	12.7	5.5	0.4	-2.4	13.1	3.1	4.3	2.7	0.9	0.8	5.2	3.6
常熟银行	15.7	0.1	-0.8	1.0	14.9	1.0	7.2	0.7	0.0	-0.1	7.3	0.5
江阴银行	11.9	0.0	-0.5	0.0	11.4	0.1	17.5	5.8	0.1	0.1	17.6	5.9
苏农银行	12.3	1.3	1.2	0.1	13.5	1.4	7.4	-2.5	0.1	0.1	7.5	-2.5
张家港行	17.6	3.1	0.3	-2.0	17.9	1.0	13.6	1.1	0.1	0.1	13.7	1.2
紫金银行	12.1	1.3	2.9	-2.3	15.0	-1.0	9.2	4.7	--	--	--	--
青农商行	32.0	6.0	1.8	0.3	33.8	6.3	25.8	17.4	1.8	1.0	27.6	18.4
渝农商行	94.6	45.2	7.5	-8.9	102.1	36.4	100.5	81.1	--	--	--	--

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、地方政府债务压力，对部分区域性银行可能产生一定影响，优质区域的银行风险或相对更小。近期化解地方政府债务政策密集发布，包括3月国常会明确“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”（2020年我国政府杠杆率提升7.1pc至45.6%，创历史最大增幅）；4月国务院公布了《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》再提地方融资平台破产清算等等。根据Wind数据，今年截止5月末，共有23只地方国企债券违约，数量占比33%，共涉及8个发行人（而去年全年共有25只地方国企债券违约，数量占比16.7%，共涉及9个发行人），地方政府债务违约的现象增多。

我们在分析地方政府债务压力时，需将银行的业务特色与区域经济结合来看。部分区域性银行，如南京银行、杭州银行和成都银行，虽然政府基建类贷款¹占比超过30%，但其所处的区域经济较好，债务压力相对较低，预计其受到地方政府债务压力相对较小。而部分区域经济较差，且业务过度依赖当地政府的银行或受到一定影响。（我们在后文图表中列示各省市相关财政和债务指标，供参考，更多详细的区域经济分析数据可以参考我们区域研究系列报告《区域研究系列一：解密浙江经济、特色城市与优质银行群》、《区域研究系列二：江苏省及10家上市银行所在地》）

¹ 基建类贷款包括交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，租赁及商务服务业四类。

图表 4: 2019 年各省市地方政府债务负担情况: 北京、长三角、广东等发达地区压力相对较小

	财政自 给率	显性地方债 务负担率	整体债务负 担率	财政赤字 率	国有企业:资产 负债率	国有企业:流 动比率
全国	79.7%	21.2%	52.5%	4.9%	65.5%	109.2%
北京	82.7%	14.0%	46.3%	3.4%	67.1%	149.7%
天津	67.8%	35.2%	134.5%	8.1%	69.6%	161.8%
河北	45.0%	--	13.9%	13.0%	70.2%	93.3%
山西	49.8%	20.6%	35.2%	13.9%	77.7%	77.2%
内蒙古	40.4%	42.5%	51.2%	17.7%	57.7%	148.1%
辽宁	46.2%	35.7%	47.1%	12.4%	61.2%	99.2%
吉林	28.4%	37.1%	74.2%	24.0%	70.3%	105.5%
黑龙江	25.2%	34.9%	47.4%	27.5%	51.8%	155.4%
上海	87.6%	15.0%	13.5%	2.7%	54.6%	150.1%
江苏	70.0%	14.9%	72.3%	3.8%	61.7%	198.0%
浙江	70.1%	16.7%	68.3%	4.8%	59.5%	180.1%
安徽	43.1%	21.4%	30.3%	11.3%	61.2%	162.8%
福建	60.1%	16.6%	35.7%	4.8%	62.6%	174.7%
江西	38.8%	21.6%	67.3%	15.8%	58.0%	169.5%
山东	60.8%	18.5%	53.7%	5.9%	69.2%	110.4%
河南	39.8%	14.6%	39.0%	11.3%	68.0%	101.9%
湖北	42.5%	17.5%	55.4%	10.0%	66.7%	183.2%
湖南	37.4%	25.6%	66.4%	12.6%	58.6%	197.8%
广东	73.1%	11.1%	22.7%	4.3%	55.8%	152.7%
广西	31.0%	29.8%	60.7%	19.0%	65.9%	149.0%
海南	43.8%	42.0%	44.6%	19.7%	64.5%	202.0%
重庆	44.0%	23.7%	82.6%	11.5%	57.9%	223.0%
四川	39.3%	22.7%	73.1%	13.5%	63.1%	169.1%
贵州	29.7%	57.7%	134.2%	24.9%	63.3%	149.0%
云南	30.6%	34.9%	86.2%	20.2%	66.8%	160.8%
西藏	10.1%	14.8%	41.0%	115.8%	57.8%	253.8%
陕西	40.0%	25.3%	67.5%	13.3%	70.1%	126.6%
甘肃	21.5%	35.7%	95.8%	35.6%	63.8%	126.4%
青海	15.1%	70.9%	93.7%	53.3%	64.1%	117.9%
宁夏	29.5%	12.6%	68.5%	27.1%	54.6%	246.7%
新疆	--	36.6%	61.5%	-11.6%	65.9%	110.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

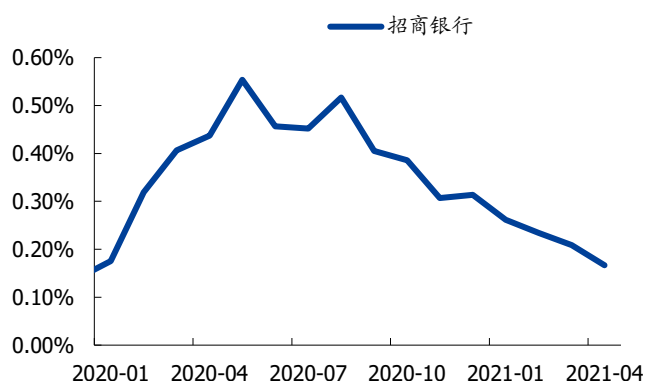
备注: 地方政府整体债务包括显性债务(地方政府债务)+隐性债务(发债城投有息债务); 财政赤字率=(公共财政支出-公共财政收入)/GDP; 财政自给率=公共财政收入/支出; 债务负担率分母为 GDP。

3、不同银行的企业客群景气度或存在分化, 关注小微企业后续的经营情况。5 月小企业 PMI 为 48.8%, 环比回落 2pc, 为 2021 年以来第三次跌破荣枯线, 当前小企业复苏情况仍相对较弱, 其原因除了自身规模较小, 抗风险能力较弱之外, 也与近期 PPI、大宗商品价格持续高位运行, 中下游行业的小企业(制造业、批发零售业)议价能力较弱经营成本上升; 下半年除继续关注我国经济自身恢复的斜率之外, 仍需关注出口、PPI、大宗商品的价格趋势等因素的影响。此外, 延期还本付息政策延续到 2021 年底, 截止 2020 年末, 银行业累计对 6.6 万亿元贷款实施延期还本付息(占人民币贷款余额约为 3.8%),

而实际存量余额占比仅不到1%，影响有限。

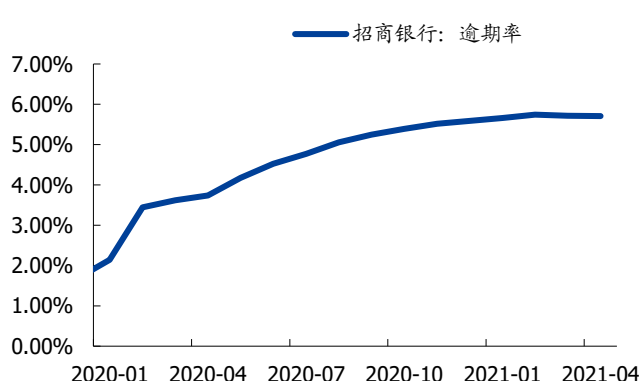
4、各家银行的“风控文化”、风险偏好及风险管理能力的差异。以零售业务为例，招商银行高净值客户优势较为明显，且本身风险偏好较低，从我们跟踪的高频数据来看，其零售资产质量已率先走出疫情带来的冲击。从6款招商银行2019年以前发行、仍在存续期的ABS产品的情况来看，其资产逾期率（5.71%）相比3月末下降1bp，已较2021年2月的高点（5.74%）实现连续两个月下降。值得注意的是，相比于银行报表资产质量，ABS资产池逾期指标中，分母（资产池）由于没有新增资产、分子（逾期额）没有核销及处置，因此ABS的逾期率连续两个月下降已经是非常积极的信号，预计招行的零售消费信贷已基本走出疫情的影响。

图表5：招商银行信用卡ABS当期违约率走势



资料来源：CNABS，国盛证券研究所

图表6：招商银行信用卡ABS逾期贷款率走势

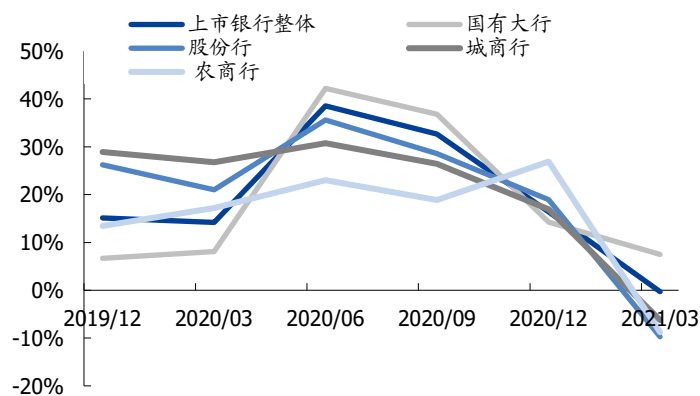


资料来源：CNABS，国盛证券研究所

1.1.2 拨备释放利润的弹性：资产质量改善的持续性+信用成本的下降空间

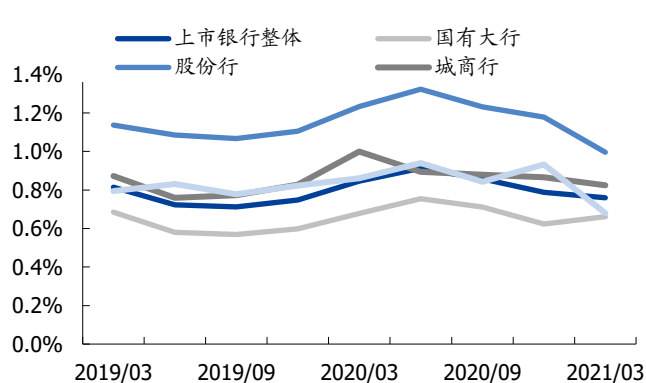
在资产质量整体改善的背景下，Q1 部分银行拨备已经同比少提，后续信用成本或继续回落。2020 年上市银行拨备计提力度较大，资产减值准备全年共计提超过 1.5 万亿元，同比多计提 2000 多亿元。单季度来看，随着资产质量压力缓解，拨备计提增速自从 2020Q3 以来逐步下降，到 2021Q1，除国有大行外（同比+7.5%），其他银行已经同比少提（股份行/城商行/农商行同比分别为-9.72%/-6.24%/-8.77%），拨备开始反哺利润。我们以上市银行整体信用成本（资产减值准备/平均生息资产）来看，2021Q1 为 0.76%，较三个季度前的高点已经下降 0.15pc，持续回落，预计后续随着资产质量的企稳改善，整体信用成本仍有望下降，驱动利润释放。

图表7：资产减值准备计提同比情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：上市银行整体信用成本情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

各家银行拨备释放利润的弹性如何？关键是资产质量改善的持续性，以及信用成本的下降空间。一家银行只有在资产质量持续改善（不良率、逾期率、不良生成率稳步下降）的情况下，且本身拨备垫已达到一定水平（若拨备覆盖率较低，银行仍需要多提拨备补充拨备）才能有效实现“拨备释放利润”。在此基础上，此前信用成本越高的银行对应利润释放的空间也越大。

以平安银行为例，2020年其归母净利润为289亿，而当年计提拨备接近700亿，超过利润的两倍（主要是一次性加大了表外风险资产的回表、处置），在2021Q1资产质量稳步改善的情况下（不良生成率从2020年的2.40%下降至0.88%），支撑信用成本有效下降（从1.73%下降至1.51%），因此虽然PPOP增速较2020年下降2pc至10%的情况下，利润增速从2.6%，快速提升至18.5%。

根据上市银行2020A、2021Q1的资产质量相关数据，我们通过以下原则简单分析各家银行拨备释放利润的弹性：1）2020年逾期贷款生成率在1%以下（不良生成压力较小）；2）拨备覆盖率在200%以上（具备一定的拨备垫）；3）当期拨备计提/归母净利润接近或超过100%的银行（信用成本具有下降空间）。整体看，平安银行、杭州银行、江苏银行、苏州银行、无锡银行、苏农银行或更具拨备释放利润的弹性。

图表9：上市银行未来通过拨备释放利润的空间与弹性对比（未特殊标注为2021Q1数据，%）

上市银行	当期拨备 计提/利润	信用成本	不良率	逾期率 (20A)	不良生成 率(20A)	逾期生成率 (20A)	不良/逾期 (20A)	拨备覆盖率
工商银行	73.3%	0.76%	1.58%	1.44%	1.04%	0.71%	110%	183%
建设银行	62.9%	0.73%	1.56%	1.09%	0.95%	0.69%	143%	215%
农业银行	76.3%	0.72%	1.53%	1.29%	0.84%	0.56%	121%	265%
中国银行	59.9%	0.53%	1.30%	1.26%	0.66%	0.57%	116%	190%
交通银行	68.7%	0.56%	1.64%	1.54%	1.39%	1.01%	108%	143%
邮储银行	58.1%	0.42%	0.86%	0.79%	0.48%	0.22%	111%	417%
招商银行	64.2%	0.98%	1.02%	1.12%	1.00%	0.82%	95%	439%
中信银行	131.3%	1.09%	1.54%	2.03%	1.91%	1.40%	81%	186%
浦发银行	81.6%	0.78%	1.66%	2.14%	1.69%	1.99%	81%	154%
民生银行	106.6%	0.93%	1.80%	2.03%	2.37%	2.14%	90%	141%
兴业银行	67.1%	0.83%	1.18%	1.32%	1.42%	1.17%	95%	248%
光大银行	120.9%	1.05%	1.37%	2.15%	2.06%	2.19%	65%	184%
华夏银行	195.3%	1.22%	1.79%	1.96%	1.83%	1.64%	92%	162%
平安银行	164.8%	1.51%	1.10%	1.61%	2.40%	2.31%	73%	245%
浙商银行	82.5%	0.76%	1.53%	1.81%	1.17%	0.95%	79%	175%
北京银行	85.4%	0.81%	1.46%	1.89%	1.15%	1.05%	83%	226%
南京银行	61.0%	0.64%	0.91%	1.16%	1.17%	1.08%	79%	394%
宁波银行	73.5%	0.86%	0.79%	0.80%	0.79%	0.71%	99%	509%
上海银行	93.1%	0.84%	1.21%	1.60%	1.51%	1.44%	76%	323%
贵阳银行	54.5%	0.61%	1.52%	3.11%	2.12%	0.93%	49%	274%
杭州银行	113.5%	0.95%	1.05%	0.84%	0.30%	0.09%	128%	499%
江苏银行	98.9%	0.87%	1.24%	1.20%	0.93%	0.69%	110%	277%
成都银行	79.7%	0.78%	1.19%	1.38%	0.52%	0.32%	99%	333%
郑州银行	92.6%	0.80%	2.04%	3.04%	2.89%	2.78%	68%	163%
长沙银行	81.3%	0.73%	1.21%	1.65%	1.44%	1.66%	73%	292%
青岛银行	213.0%	1.23%	1.51%	1.23%	1.53%	1.40%	123%	174%
西安银行	88.6%	0.81%	1.20%	1.52%	0.79%	0.83%	78%	273%
苏州银行	100.2%	0.91%	1.27%	1.31%	0.71%	0.49%	106%	337%
无锡银行	106.5%	0.83%	0.98%	0.90%	0.59%	0.63%	123%	404%
常熟银行	65.2%	0.64%	0.95%	0.97%	0.85%	0.57%	99%	488%
江阴银行	157.7%	1.00%	1.52%	1.50%	2.71%	1.74%	120%	274%
苏农银行	121.7%	0.89%	1.25%	0.57%	1.23%	0.62%	226%	319%
张家港行	103.7%	0.95%	1.12%	0.71%	1.92%	1.39%	165%	341%
紫金银行	96.8%	0.57%	1.68%	1.33%	1.21%	0.90%	127%	215%
青农商行	108.3%	0.95%	1.62%	1.76%	1.73%	0.56%	82%	253%
渝农商行	44.0%	0.49%	1.29%	1.10%	2.57%	2.42%	119%	306%

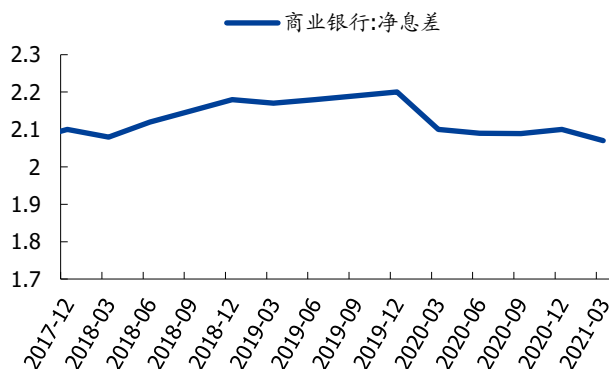
资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：测算平安银行Q1不良生成率仅0.88%）

1.2 净息差：下行压力边际缓解，负债端或为分化的关键

目前影响息差的因素较多，下行压力虽正在缓解，但何时能企稳回升仍有不确定性。2021Q1 商业银行整体息差为 2.07%，较 2020Q4 下降 3bps，主要是：1）Q1 进行 LPR 存量转换；2）新发放贷款收益率刚刚企稳，存量贷款利率上升还有一定时滞；3）存款竞争加剧。从我们近期调研的情况来看，各家银行对息差的展望不一，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。这主要是由于影响息差的各项因素很多，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，而当前整体利率环境较为平稳，还没有出现主导息差向上的强驱动因素，具体来说：

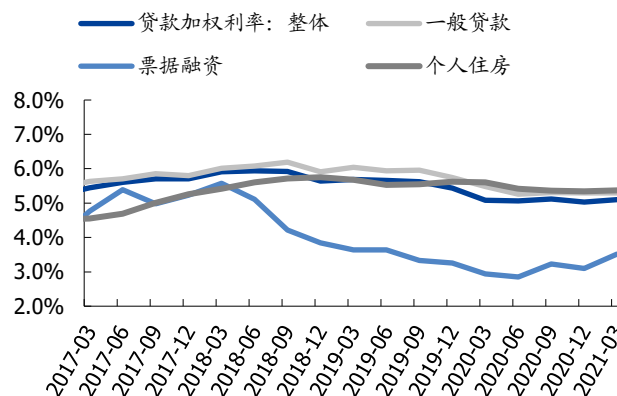
资产端：新发放贷款收益率已企稳回升，有利于支撑息差下行压力边际缓解。3 月整体新发放贷款利率较年初上升 7bps 至 5.10%，其中企业贷款、按揭、票据收益率分别提升了 2bps、3bps、42bps。虽然新发放贷款收益率开始回升，但存量贷款利率何时回升仍有一定不确定性：1）新发放贷款利率尚不具备大幅度提升的条件（LPR 若上调、为强力推动因素）；2）贷款重定价会使得贷款整体利率滞后反映；3）对大型银行而言，其对公贷款收益率一般低于按揭（如 2021Q1 按揭利率为 5.37% 高于企业贷款利率 4.63%）。但房地产集中度的规定下，不少银行 2021 年按揭贷款占比或将有所下降，若腾出来的信贷资源投向对公贷款，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（根据银保监会数据 4 月普惠型小微贷款利率为 5.65%，较 2020 年仍下降了 23bps）。

图表 10：2021Q1 商业银行净息差仍有所下行（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11：2021Q1 新发放贷款收益率已开始企稳回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

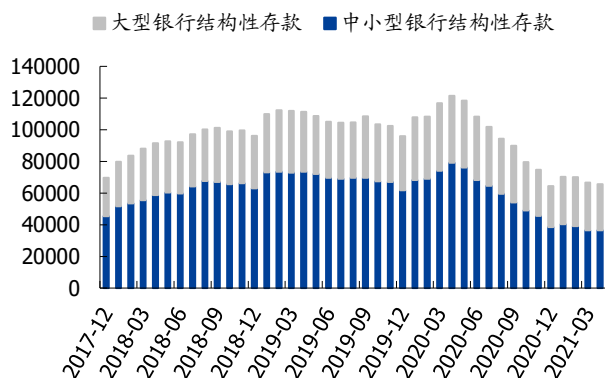
负债端：竞争加剧，存款端或成为银行息差分化的关键。

- ✓ 同业市场利率整体稳定，4 月以来同业存单发行利率基本保持稳定（全行业 3 个月期发行利率基本稳定在 2.60% 左右），在当前货币政策回归中性的情况下，未来预计对银行负债端成本的改善作用有限，存款对银行负债端综合成本起到更为重要的作用。
- ✓ 简单从 Q1 存款增长的情况来看，行业存款“量”的竞争压力明显加大。Q1 上市银行总负债环比增长 5.0%，其中存款增长 4.8%，同比增速（8.9%）较 2020 年下降 1.4pc，其中国有大行存款同比增速（9.5%）与 2020 年基本持平，股份行、城商行存款增长压力相对更大（同比增速分别较 2020 年下降 5.4pc、1pc 至 6.0%、11.0%）。
- ✓ 从我们微观调研的情况来看，存款竞争加剧的原因主要在于：1）贷款增速相对放缓，

带来的存款派生随之减少；2) 对公存款：招投标化，除财政、央企国企，大型企业外，县域财政、小企业也逐步实行招投标制度，看重银行规模，中小行的对公存款吸收压力加大；3) 零售：本身竞争剧烈，存款理财化趋势延续，未来越来越考验银行的综合经营能力。4) 宏观流动性边际收紧，逆周期财政政策刺激力度边际减少的情况下，财政存款的派生力度或也有所减弱。

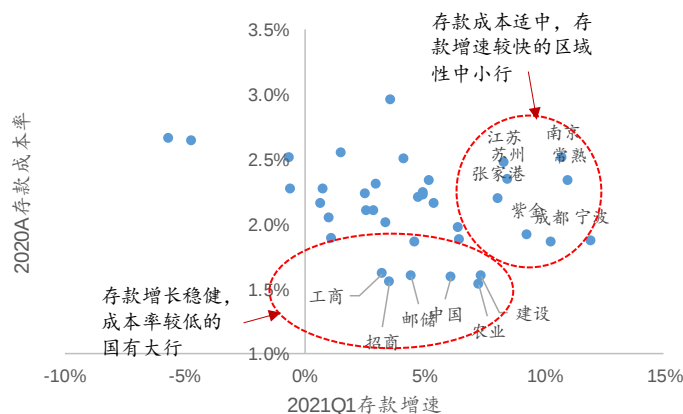
- ✓ 监管正着力引导减少“高息揽储”的不当竞争，引导存款整体“价”的稳定。如 2020 年开始，监管引导压降结构性存款，到 2021 年 4 月末结构性存款余额已降至 6.55 万亿，较最高时期的 2020 年 6 月压降了 4.3 万亿。此外，年初以来监管陆续将地方法人银行吸收异地存款的情况纳入 MPA、禁止银行通过非自营互联网平台吸收定期存款和定活两便存款。且根据近期财新报道，在央行市场利率定价自律机制工作会议中拟将商业银行存款利率上浮的定价方式，由现行的“基准利率*倍数”改为“基准利率+基点”，商业银行存款利率上浮上限整体或将有所下降。
- ✓ 在当前存款整体“价控量争”的环境下，过去通过“高息揽储”的中小行压力将加大（特别是非上市银行），而本身核心存款竞争优势较强的银行优势有望扩大，这其中包括网点、渠道及品牌优势较强的国有大行+招商银行等，也包括了深耕区域经济、与客户绑定较好的城商行、农商行（如宁波银行、南京银行、江苏银行、常熟银、成都银行、苏州银行等）。

图表 12: 2020 年下半年以来结构性存款持续压降 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 存款成本率 VS 存款增速: 国有大行及优质中小行较有优势 (%)

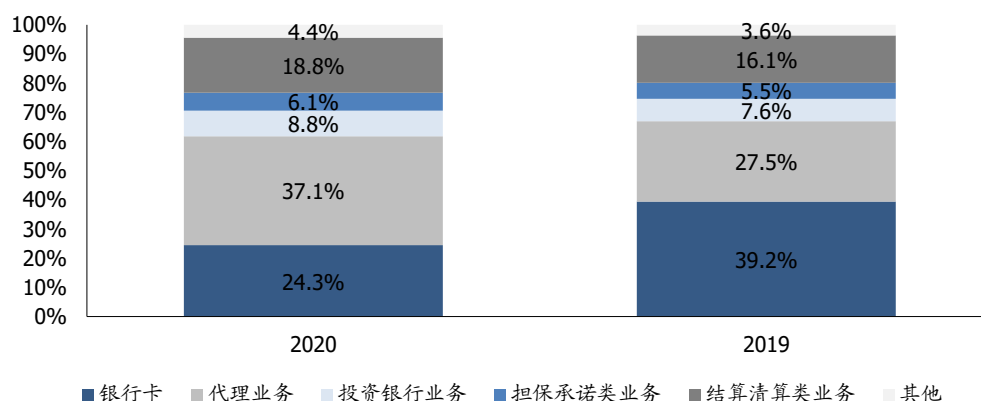


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 中收: 口径调整后, 财富管理、理财业务更为重要

2020 年上市银行进行了口径调整, 银行卡收入占比下降, 代理类业务 (含财富管理、理财) 对中收的重要性提升明显。自从 2020 年报开始, 由于监管要求, 各家银行将信用卡分期付款手续费收入及相关支出进行了重分类, 将其从手续费及佣金收入重分类至利息收入。我们从口径调整前后 2019 年和 2020 年报中各家银行的手续费收入结构来看 (由于农商行营收手续费及佣金净收入占比一般不到 5%, 我们在此统计范围为国有大行、股份行和城商行): 口径调整前, 银行卡一枝独秀, 占手续费收入占比接近 40%, 是手续费中的第一大业务, 而 2020 年剔除信用卡分期收入后占比下降至 24.3%。而代理类 (包括理财、基金管理、代销基金、代销保险、托管等代理或受托类) 业务占比由 2019 年的 27.5% 提升至 2020 年的 37.1%, 占比提升接近 10pc, 跃升至第一大业务种类。

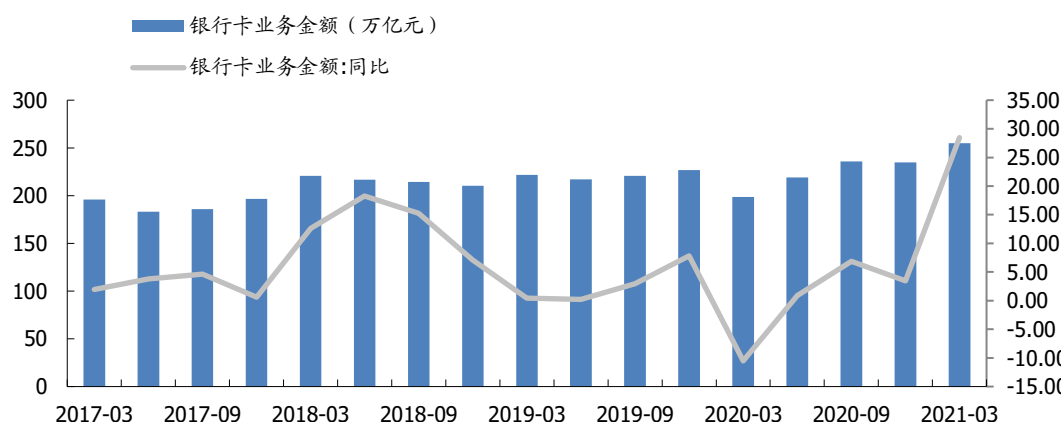
图表 14: 上市银行手续费及佣金收入结构变化 (国有大行+股份行+城商行): 代理类业务更为重要



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

银行卡业务下半年有望保持恢复性增长。从前文上市银行资产质量的分析来看, 当前我国居民消费信贷已经基本走出疫情冲击, 银行卡业务也处于快速恢复的过程中。从央行数据来看, Q1 银行卡业务金额 254 万亿元 (包含存取、转账、消费业务), 同比增长 28.5%, 虽然有去年的低基数效应, 但环比仍增长 8.6%, 单季度绝对金额创历史新高。我国居民消费下半年还有恢复的空间, 预计银行卡业务将保持稳定的增长。

图表 15: 银行卡业务金额及同比增速 (万亿): 21Q1 恢复高增长



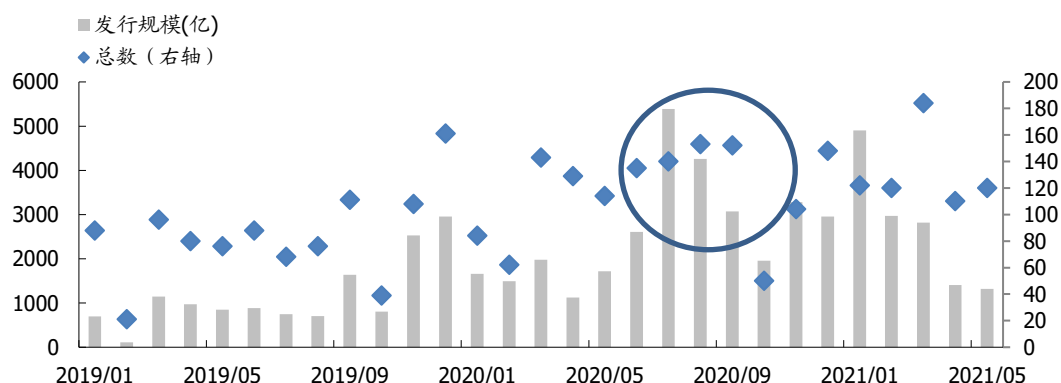
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

财富管理业务: 关注资本市场热度、理财转型情况及银行客户增长情况。2020 年去年资本市场行情较好, 2020 年末公募基金规模超过 20 万亿, 同比增长 5.4 万亿元, 上市银行代理类手续费收入整体增速接近 19%, 在去年各类业务中增速最快。2021Q1 上市银行整体手续费及佣金净收入同比增速 11%, 比 2020 年大幅提升 4pc, 预计财富管理业务仍在发力, 一季度日均股票成交量超过 9400 亿元, 同比增加 1000 亿元, 部分银行财富管理、代理类相关手续费收入同比大增 (如宁波银行 Q1 财富管理手续费收入高达 11 亿, 同比高增 65%)。

短期看, 代理类业务中的代销业务收入与资本市场活跃度关联度较高, 需持续关注资本市场热度。去年 Q3 资本市场活跃度提升, 日均股票成交金额在一万亿以上, 基金销售行情也十分火爆, 根据 Wind 数据, 去年下半年基金发行规模接近 2.1 万亿元, 其中 Q3

就发行了 1.3 万亿元，“高基数”效应对今年的中收产生一定影响，而近期来看随着资本市场有所回暖，5 月最后一周股票和混合型基金发行规模分别为 121 亿和 253 亿，有所回暖。

图表 16: 公募基金发行规模走势: 2020Q3 或形成“高基数” (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

未来各家银行财富管理收入分化的关键: 理财转型的进度+各银行业务客户增长情况。

- ✓ 2021 年为资管新规的“收官之年”，经过 3 年的业务调整，银行子公司已陆续开业，2020 年理财规模同比增长 1.67 万亿，大多数银行净值化转型稳步推进，预计下半年银行理财业务已基本恢复常态，理财业务收入也将平稳增长。从个股的角度来看，交通银行、招商银行、兴业银行、宁波银行、杭州银行、苏州银行理财业务收入均占手续费及佣金收入在 10%以上，且 2020 年理财业务相关收入增速均在 30%以上，或侧面反映这些银行理财业务转型较好，业务增长恢复常态。
- ✓ 从财富管理客群及业务优势层面来说：招商银行优势较大（2020 年末 AUM 规模达到 8.9 万亿，超过其总资产规模，其人均 AUM、私人银行人均 AUM 高达 5.66 万元、2775 万元，是大多数银行的 2 倍以上高净值客户优势明显），平安银行、宁波银行等增长速度较快（平安银行过去 2 年 AUM 平均增速高达 36%，私行 AUM 增速高达 57%，而宁波银行私人银行 AUM 增速过去 2 年增速均在 40%以上）。

图表 17: 上市银行 2020 年理财业务相关数据 (亿元)

上市银行	非保本理财规模	相比 19A	净值化比例	理财相关手续费收入	相比 19A	理财收入占中收比重
工商银行	27084	2.51%	36.9%			--
建设银行	21679	10.13%	--	133.98	3.87%	10.19%
农业银行	21706	10.71%	43.8%	62.43	25.59%	6.85%
中国银行	13889	12.75%	51.7%	84.99	23.10%	9.59%
交通银行	12120	20.81%	52.4%	63.63	61.17%	12.91%
邮储银行	8653	6.84%	54.8%	41.98	6.28%	12.82%
招商银行	24456	14.13%	67.8%	101.62	38.64%	11.72%
中信银行	12871	7.24%	70.0%	21.30	127.81%	6.31%
浦发银行	13455	-7.02%	67.0%	--	--	--
民生银行	8611	-3.69%	61.4%	--	--	--
兴业银行	14757	12.56%	76.8%	101.87	68.05%	23.98%
光大银行	8363	7.37%	60.2%	25.18	297.16%	9.32%
华夏银行	5885	-10.07%	--	28.10	37.54%	19.78%
平安银行	6482	9.77%	71.5%	--	--	--
浙商银行	2889	-12.58%	--	2.74	-52.84%	5.74%
北京银行	3281	5.68%	82.11%	13.11	-0.98%	16.82%
南京银行	2854	-2.39%	--	--	--	--
宁波银行	2599	-2.88%	--	13.00	85.71%	17.77%
上海银行	3822	25.39%	--	4.40	69.23%	6.94%
贵阳银行	879	13.69%	--	5.09	6.97%	43.85%
杭州银行	2771	19.90%	--	14.67	210.81%	45.02%
江苏银行	3516	7.00%	--	--	--	--
成都银行	528	79.30%	--	2.20	17.04%	49.07%
郑州银行	491	15.70%	--	1.20	66.67%	6.20%
长沙银行	499	-0.22%	--	3.35	13.79%	26.54%
青岛银行	1241	22.93%	90%	1.66	-22.07%	8.95%
西安银行	360	191.11%	--	1.18	436.36%	18.29%
苏州银行	564	9.85%	--	4.73	109.29%	45.00%
厦门银行	207	2.48%	--	0.57	-18.66%	11.96%
重庆银行	515	3.20%	--	7.97		69.15%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 上市银行 2020A 零售客群、AUM 数据 (亿元)

	零售客户整体						私人银行业务					
	零售客户 (万户)	零售 AUM (亿元)	人均 AUM (万元)	零售 AUM/总 资产	2020A M 增速	过去 2 年 平均增 速	私行客户 数(户)	私行 AUM (亿元)	私行人均 AUM (万元)	私行 AUM/总 AUM	2020 私 行 AUM 增速	过去 2 年 平均增 速
工商银行	68,000	160,000	2.35	48.0%	9.6%	8.8%	102,000	18,000	1,765	11.3%	15.8%	13.6%
建设银行	-	130,000	-	46.2%	-	-	160,794	17,800	1,107	13.7%	17.9%	14.9%
农业银行	86,000	-	-	-	-	-	141,000	16,960	1,203	-	20.8%	22.9%
中国银行	-	-	-	-	-	-	132,900	18,500	1,392	-	15.6%	15.0%
交通银行	17,900	38,956	2.18	36.4%	13.0%	12.9%	61,100	8,338	1,365	21.4%	36.9%	27.2%
邮储银行	62,200	112,500	1.81	99.1%	12.5%	10.6%	-	-	-	-	-	-
招商银行	15,800	89,418	5.66	106.9%	19.3%	14.7%	99,977	27,746	2,775	31.0%	24.4%	16.6%
中信银行	11,100	22,393	2.02	29.8%	6.4%	12.0%	51,100	6,803	1,331	30.4%	18.5%	18.3%
浦发银行	11,800	31,300	2.65	39.4%	54.2%	31.8%	24,000	4,700	1,958	15.0%	-	-
民生银行	-	19,102	-	27.5%	4.0%	7.6%	34,948	4,915	1,406	25.7%	21.6%	17.1%
兴业银行	7,956	26,100	3.28	33.1%	25.3%	21.4%	48,560	6,337	1,305	24.3%	19.7%	22.0%
光大银行	12,300	19,200	1.56	35.8%	12.6%	13.7%	40,112	4,372	1,090	22.8%	17.0%	-
华夏银行	2,961	8,624	2.91	25.4%	10.5%	16.5%	11,400	1,912	1,677	22.2%	18.2%	17.4%
平安银行	10,715	26,248	2.45	58.7%	32.4%	36.1%	57,300	11,289	1,970	43.0%	53.8%	57.0%
浙商银行	838	5,544	6.62	27.1%	13.3%	15.9%	11,480	1,749	1,523	31.5%	-	-
北京银行	2,358	7,748	3.29	26.7%	8.6%	10.7%	60,000	-	-	-	-	-
南京银行	2,161	4,871	2.25	32.1%	12.6%	13.8%	30,264	1,496	494	30.7%	24.7%	23.9%
宁波银行	1,211	5,340	4.41	32.8%	22.0%	22.8%	7,617	956	1,255	17.9%	42.5%	42.7%
上海银行	1,816	7,491	4.13	30.4%	17.8%	20.1%	4,411	755	1,712	10.1%	16.5%	16.5%
杭州银行	-	3,825	-	32.7%	15.7%	17.7%	-	-	-	-	-	-
长沙银行	1,469	2,217	1.51	31.5%	21.7%	25.2%	-	-	-	-	-	-
青岛银行	632	2,028	3.21	44.1%	24.9%	24.3%	-	-	-	-	-	-

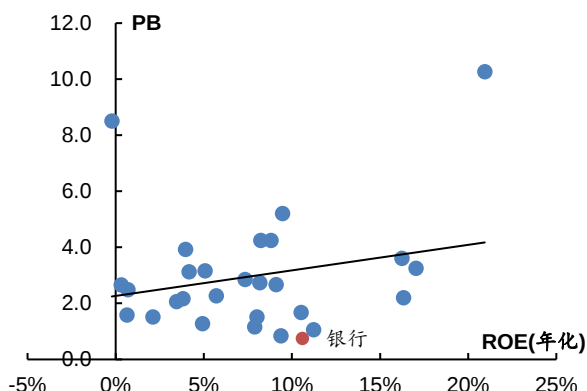
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、资金与交易层：北上资金加速流入，下半年综合性价比高

行业比较来看，银行板块具有低估值+稳定 ROE+业绩确定性高的优势，性价比高。2020 年金融让利的背景下，银行整体 ROE 水平仍保持在 10.61%的水平，在 28 个行业中排名第 6，盈利能力相对较强。但 PB 角度看，银行板块估值最低，处在过去 10 年历史分位数不到 10%的位置（28 个行业中倒数第三）。2020 年下半年以来，在经济复苏最快的阶段，周期股业绩、股价均展现出了较好的弹性，钢铁、有色市净率均已修复到 50% 以上的历史分位数。相比之下，虽然银行板块在经济快速复苏的阶段业绩弹性不如强周期行业，但随着经济保持较高的景气度，银行板块的优势在于业绩确定性高，后续增长也更为稳健，当前板块的估值仅处于过去 10 年不到 10% 的水平，配置性价比比较高。

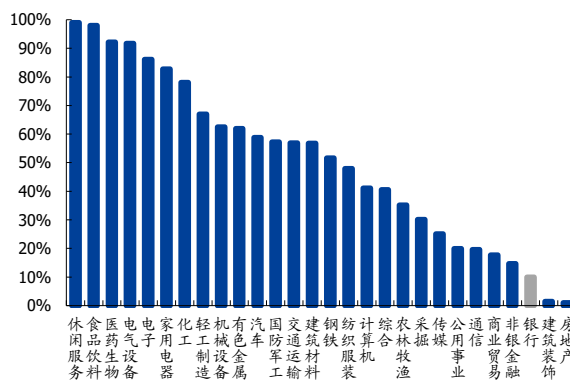
从资金面来看，年初以来银行的关注度明显有所提升。2020 年 Q3 以来，公募基金对银行板块的持仓比重持续提升，从 2020 年 6 月末的 2.44% 提升至 2021 年 3 月末的 5.43%，其中 21 年 Q1 单季度银行板块持仓比重大幅提升 2.27pc，在 28 个一级行业中排名最高，顺周期行情下，银行板块的复苏逻辑逐步被市场认可。当前板块的持仓比重（5.43%）仍处于历史较低水平，且仍低于疫情前（2019 年末）的 6.50%，未来还有提升的空间。

图表 19: 银行板块估值(PB)低，盈利能力(ROE)相对较强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 20: 各行业 PB (LF) 在过去 10 年的历史分位数水平



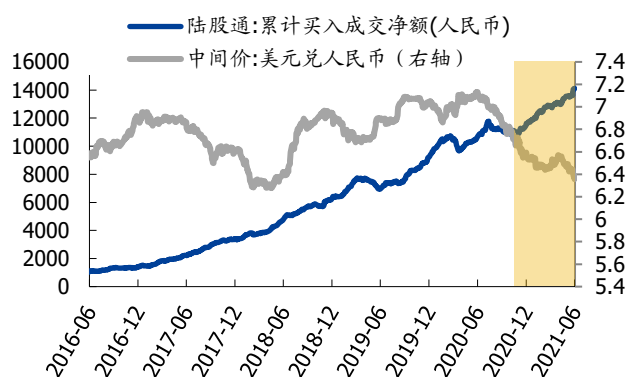
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

近期汇率呈升值趋势，外资加速流入，银行板块相对受益。

- ✓ 2020 年以来人民币整体呈升值趋势，特别是 5 月底以来汇率重拾升势，已连续 4 天升破 6.4。在人民币升值+海外流动性外溢+近期风险偏好回暖的情况下，北上资金正加速流入 A 股，1-5 月北上资金净流入规模超过 2000 亿，明显高于过去 5 年同期水平（平均在 1000 亿左右），且 4、5 月北上资金净流入分别达到了 526 亿、558 亿，呈加速流入趋势。
- ✓ 从结构上看，当前环境下外资的持续流入对银行板块相对有利。
 - 1) 静态看：北上资金主要配置的行业 TOP5 为食品饮料（持仓比例 16.9%）、医药生物（12.2%）、银行（8.5%）、电气设备（7.9%）、家用电器（7.4%），而除了银行外，其他四个行业市净率均处在过去 10 年 80% 以上的分位数水平，而银行板块 PB（LF）仅 0.74x，处在过去不到 10% 的分位数水平，估值性价比比较高。
 - 2) 动态看：年初以来北上资金持续加仓银行板块，其中 3-5 月共计流入 263.6 亿，在 28 个行业中排名第 1，北上资金持有银行的仓位从年初 6% 左右持续提升至 8.5% 左右，距离疫情前 10% 左右的水平还有不错的提升空间。

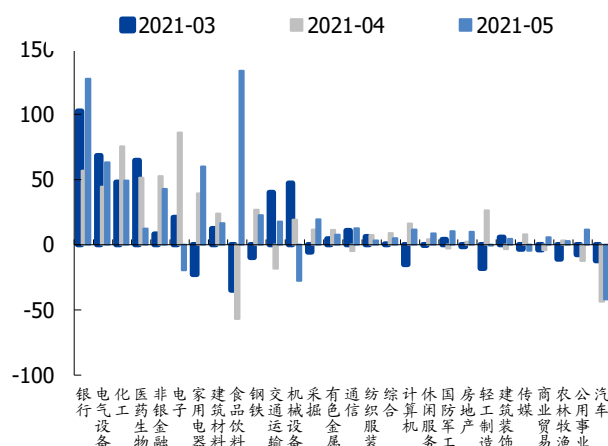
3)个股看:年初以来北上资金主要增配资质相对较优的银行,其中按交易均价测算:
A、5月单月:招商银行净流入近30亿,此外兴业银行(+22亿)、北京银行(+8.5亿)、平安银行(+6.5亿)、宁波银行(+5.5亿)也增持较多;
B、1-5月累计来看:招商银行净流入金额达到了140亿,超过了过去2年合计的129亿,充分受益。此外平安银行(+70亿)、兴业银行(+48亿)、宁波银行(+24亿)、交通银行(+16亿)也流入较多;
C、从五月末的持仓水平看,北上资金持仓招行的总市值达到了历史最高的784亿,占总市值比重约5.34%,此外平安银行(持股536亿,占总市值的11.43%)、常熟银行(12亿,6.38%)、宁波银行(113亿,4.45%)、成都银行(21亿,4.29%)的外资持仓占比也相对较高。

图表 21: 近期人民币整体呈升值态势,北上资金不断流入(亿元)



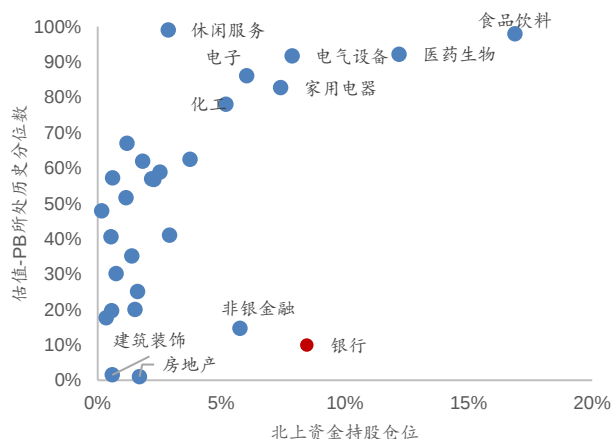
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 各行业过去3个月北上资金流入净额排序(亿元)



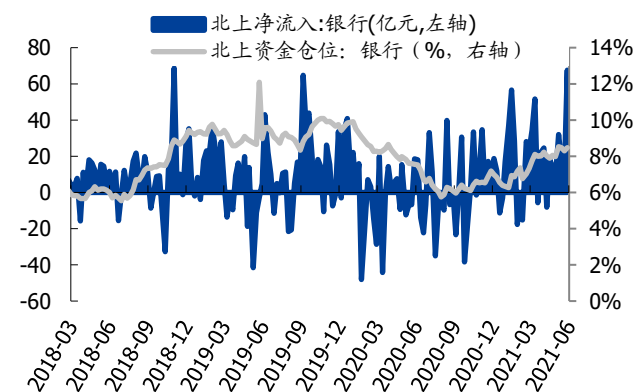
资料来源: Wind, 国盛策略组测算, 国盛证券研究所

图表 23: 静态看,北上资金“偏爱”的行业中,银行估值性价比最高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 动态看,年初以来北上资金持续加仓银行,未来还有空间



资料来源: Wind, 国盛策略组测算, 国盛证券研究所

图表 25: 银行板块北上资金流入净额情况 (亿元)

	2019A	2020A	2021 年 1-5 月	2021 年 5 月单月	北上资金持股市值占 总市值比重
招商银行	108.28	20.72	140.11	29.27	5.34%
平安银行	144.41	59.96	69.56	6.48	11.43%
兴业银行	30.69	-0.71	48.28	22.36	3.78%
宁波银行	21.21	17.23	23.95	5.51	4.45%
交通银行	3.09	-1.87	16.03	2.37	1.34%
中国银行	9.05	-3.35	14.45	5.99	0.43%
建设银行	6.05	-5.39	12.20	-1.57	0.27%
成都银行	7.71	-1.44	7.99	1.98	4.29%
农业银行	17.50	0.58	7.55	4.13	0.47%
渝农商行	0.16	2.68	6.88	2.12	1.90%
江苏银行	19.26	-10.13	6.40	-3.45	2.55%
邮储银行	0.11	7.90	6.24	3.61	0.29%
北京银行	10.72	-0.92	6.03	8.50	2.97%
华夏银行	6.89	3.83	5.12	3.36	2.09%
常熟银行	1.73	5.01	5.00	1.58	6.38%
浦发银行	14.03	-1.26	4.59	4.10	1.83%
上海银行	16.11	-9.50	4.14	1.87	2.45%
浙商银行	0.07	2.82	4.03	1.84	0.79%
中信银行	3.98	-4.94	3.93	1.99	0.32%
长沙银行	0.99	0.68	3.33	-0.25	1.23%
杭州银行	4.49	-1.48	3.03	0.74	1.99%
工商银行	24.66	-7.97	2.24	2.40	0.34%
贵阳银行	8.40	-9.10	1.78	0.77	0.85%
苏州银行	-	1.30	1.58	0.77	1.09%
南京银行	13.12	-14.79	1.52	-0.38	1.74%
青农商行	0.07	1.93	0.70	0.58	0.93%
郑州银行	0.50	0.18	0.63	0.11	0.42%
张家港行	0.37	0.73	0.32	0.56	1.48%
青岛银行	0.25	0.02	0.22	0.12	0.19%
江阴银行	0.90	0.28	0.19	-0.09	1.49%
紫金银行	0.25	0.31	-0.02	-	0.26%
西安银行	0.04	0.14	-0.10	-0.00	0.02%
光大银行	11.25	-3.19	-2.18	-1.01	1.23%
民生银行	18.20	-10.86	-7.68	-0.74	1.26%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所
 注: 按照持股变动乘以成交均价测算。

三、经济复苏仍为主基调，支撑银行的“业绩确定性”

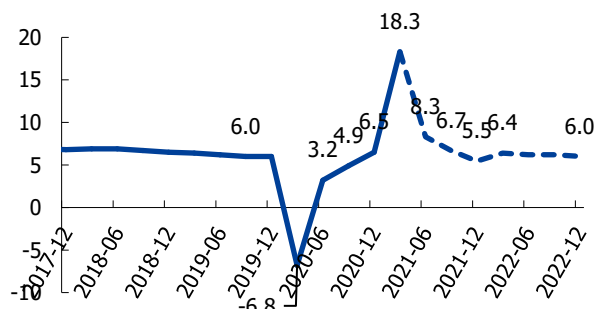
年初至今经济持续修复的趋势较为明显，大多指标符合预期，出口、PPI 等超预期：

- ✓ 2021 年 Q1 实际 GDP 增速如期反弹，当季同比增速达 18.3%；
- ✓ 分结构来看，投资、消费持续恢复，出口数据频超预期。1-4 月社会消费品零售总额、固定资产投资累计增速分别达到了 19.9%、29.6%，从过去 2 年的平均增速来看，2-4 月这两大指标增速持续提升已分别恢复到了 3.7%、4.2%，但相比疫情前（2019 年增速分别为 5.4%、8.0%）还有修复的空间。年初市场较为担忧的出口数据则是大超预期，1-4 月累计增速达到了 44%，过去 2 年的平均增速则是整体提升到了 14.3%，创造了 2018 年以来的最高值，出口景气度较好（主要得益于全球需求复苏，海外生产恢复对我国的替代效应并不明显）。
- ✓ PMI 指标维持“高景气”，保持扩张区间。5 月官方、财新 PMI 分别为 51%、52%，年初以来持续高于荣枯线，处于持续扩张的区间。其中财新 PMI 虽然在年初季节性有所回落，但 4-5 月已持续两个月提升，已达到年初以来最高水平。细分来看 PMI 生产、新订单指数年初以来均保持在 51% 以上的水平，表明供需两端均在恢复。
- ✓ PPI 持续超预期，工业企业利润持续改善。年初以来，低基数+国际大宗商品价格上涨推动我国 PPI 快速上升，到 4 月同比增速已达 6.80%，不断超市场预期。价格上涨的同时需求提升（1-4 月工业增加值同比高增 20.3%），“量价齐升”支撑工业企业 1-4 月同比高增 106%，以 2019 年为基数过去 2 年增速平均值仍高达 22.3%。

展望下半年，复苏依旧为主基调，温和的宏观环境下继续把握银行的业绩确定性。

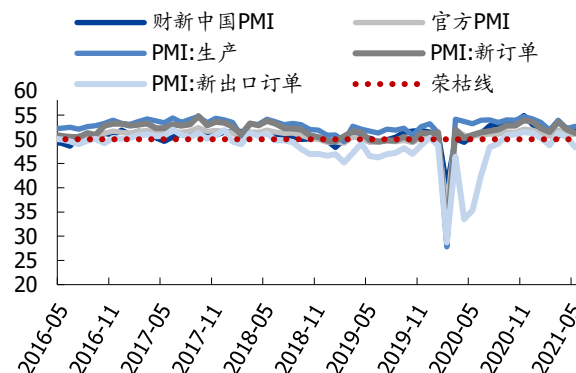
- ✓ GDP 增速虽然回落，但复苏依旧为主基调。剔除同比低基数看过去 2 年的平均增速约 5.0%，wind 一致预期看，市场预计 Q2-Q4 增速会回落至 8.3%、6.7%、5.5%（看似增速下降），但剔除基数效应看两年平均增速，将从的 5.0% 逐步恢复到 Q4 的 6.0%（持续恢复）；
- ✓ 从经济驱动的三大因素来看经济未来还有修复的空间：投资方面，专项债的后续加快发行有利于支持基建投资保持稳健增长，而产业结构升级+利润率提升带动扩大再生产下制造业投资未来有望继续回暖。消费方面随着疫苗接种推进，疫情对消费的冲击将继续减缓，消费有望持续复苏。出口方面，全球供给受疫情的影响还未完全缓和，但需求还在稳步复苏，我国出口供应链竞争力稳定，下半年出口或将继续保持较高的景气度。
- ✓ 下半年也存在一定不确定性：海外方面，不少国家与地区的疫情仍存在反复的风险，主要经济体通胀预期逐步升温正在向我国传导，不少国家政策层面也在边际收紧（如美联储近期的 QE taper）。国内方面，我国生产的复苏斜率仍高于需求，需继续关注下半年需求复苏的情况，同时若 PPI 持续较高且没有很好地传导至中下游，可能对中下游的企业的利润造成一定“挤压”（从 PMI 的分项数据来看 5 月中、大型企业 PMI 均有所回升的情况下，小型企业的 PMI 回落至荣枯线以下的 48.8%）。

图表 26: GDP 增速 Q1 明显回升, 预计全年保持高增长 (%)



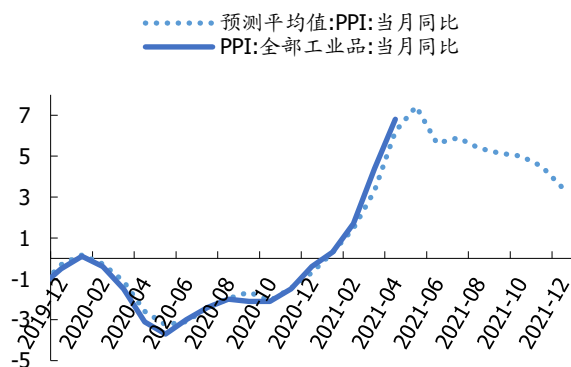
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 虚线表示 wind 一致预期。

图表 27: PMI 保持在荣枯线以上 (%)



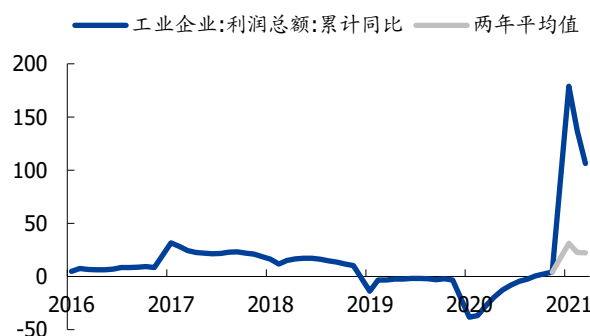
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 年初以来 PPI 持续提升, 且超市场预期 (%)



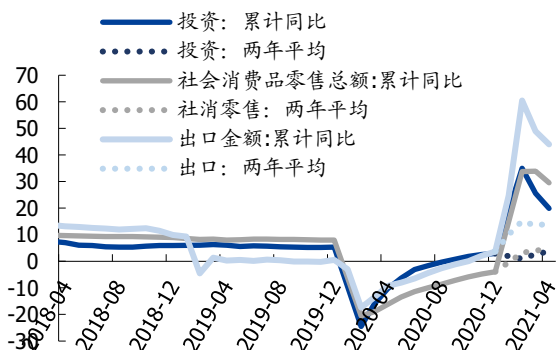
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 工业企业利润持续改善 (%)



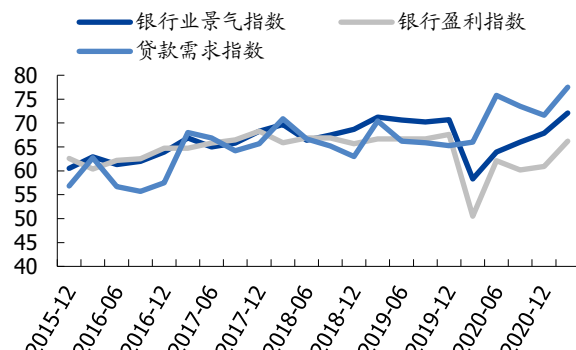
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 剔除基数效应, 投资、消费、出口均在回升过程中 (%)



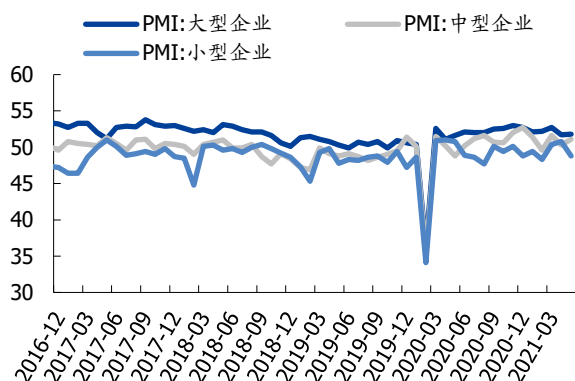
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 银行景气度指数持续提升 (%)



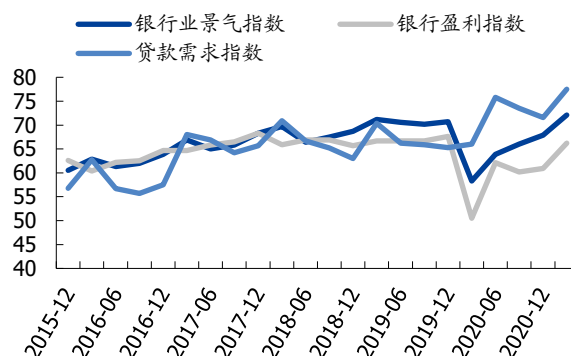
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 各类企业的 PMI 指标走势有所分化 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 银行景气度指数持续提升 (%)

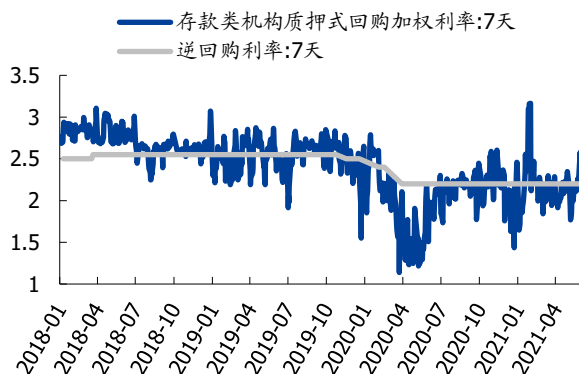


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

流动性: 近期货币松主要是短期“欠配”, 社融增速后续有望企稳。

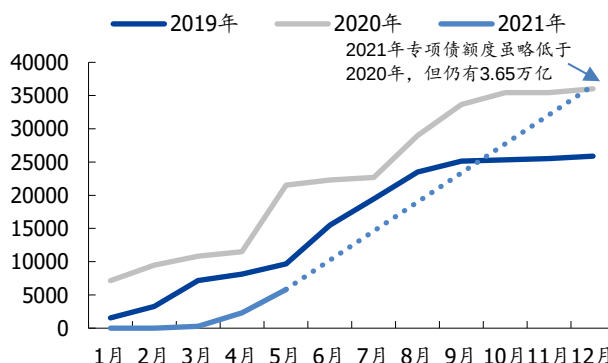
- ✓ **当前货币环境流动性较为宽松, 主要是银行短期“欠配”, 不代表市场对经济预期的悲观。**近期货币市场较为宽松, DR007 已回落至 7 天逆回购 2.20% 左右的水平, 10 年期国债收益率也接近 3%, 但这并不代表市场对经济的预期悲观, 或主要受到短期交易因素的影响。主要是信贷相对收紧, 银行将部分资金腾挪到金融市场业务, 而当前“结构性资产荒”下 (城投、房地产融资收紧, 政府债券发行偏慢等), 银行将等待投标的资金进行回购或融出来过渡, 带动货币市场较为宽松。
- ✓ **信用环境: 社融增速回落, 但中长期信贷需求仍较强, 未来继续大幅下降的空间或有限。**在宽松政策逐步退出的情况下, 4 月末社融同比增速为 11.7%, 较 2020 年下降了 1.7pc, 1-4 月累计新增社融 12 万亿, 同比少增约 2.1 万亿。结构上看, 社融增速放缓主要受政府债券 (同比少增约 8800 亿, 主要是节奏上今年地方债发行偏后, 预计下半年将有所恢复)、企业债券 (同比少增 1.5 万亿, 一级市场还没完全恢复) 拖累。但信贷较去年同期仍多增 3191 亿, 其中企业中长期贷款、居民贷款分别同比多增 1.5 万亿、1.2 万亿, 实体经济信贷需求较为旺盛。今年地方债发行节奏偏慢, 但今年两会期间定下的额度依旧有 3.65 万亿 (仅比 2020 年少 1000 亿), 预计下半年将加快发行, 支撑社融。而按照与名义 GDP 为原则简单测算, 全年社融增速或在 10-11% 左右, 未来下降的空间已较为有限。

图表 34: DR007 已基本回归至逆回购利率左右的水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

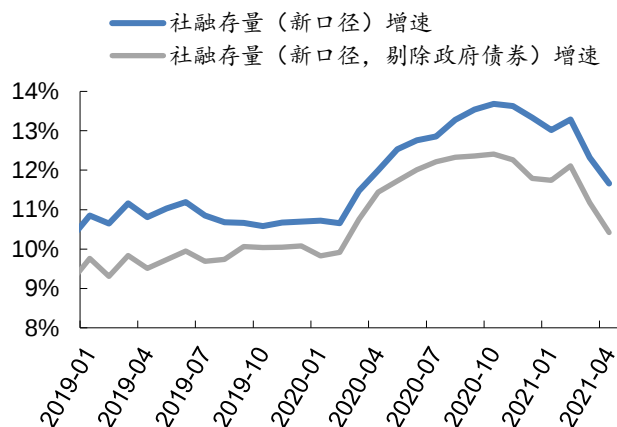
图表 35: 专项债累计发行额: 今年节奏偏慢, 未来有望加速 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

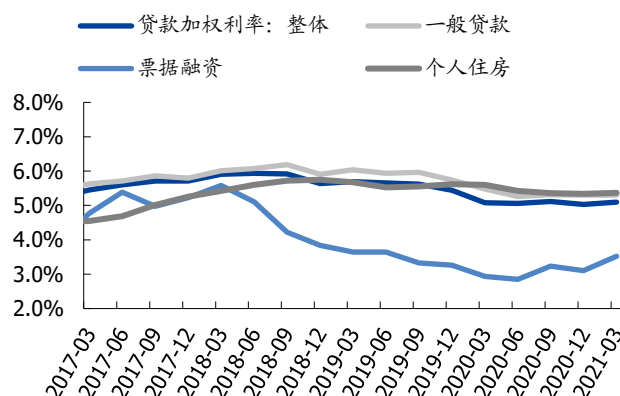
注: wind 统计口径下的专项债发行数据与实际发行情况有一定误差。

图表 36: 社融增速下降最快的时候或已过去



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 2021Q1 新发放贷款收益率有所提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总的来说当前宏观环境较为“舒适”，继续支撑银行的“业绩确定性”：

- 1) 信用环境边际收紧幅度或将放缓，有利于银行业总资产保持稳健增长。
- 2) 信贷需求较为旺盛+社融增速稳定增长的情况下，银行息差下行压力有望继续边际缓解。当前 LPR 已停止压降，与此同时，实体经济的需求仍较为旺盛，郭树清主席也曾表态“今年贷款利率有上升的空间”，贷款利率未来仍有上升空间（3月整体新发放贷款利率较年初上升 7bps 至 5.10%），将对息差形成支撑，而宽松的货币环境有利于银行同业负债成本的稳定；
- 3) 预计下半年企业盈利能力保持较高水平，有利于支撑银行资产质量继续向好。

四、投资建议：继续看好银行板块下半年的相对收益

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，如果流动性明显收紧，股票大市整体走弱，若信用风险开始暴露，银行可能会“补跌”（没有绝对收益），但往往可以获得超额收益。

图表 38: 银行历史绝对、相对收益率表现 (%)

	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。 有绝对收益，但没有相对收益
	2007/2/26	2007/12/31	73.55	-25.89	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。 补跌，但有相对收益。
	2007/12/31	2008/12/30	-63.9	1.75	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, 国盛证券研究所

当前时点，银行板块的综合性价比，看好下半年的相对收益。

- ✓ 宏观环境对银行较为有利，当前我国经济正处于“稳增长压力最小的窗口期”，下半年经济有望延续稳中向好的趋势，监管政策方面又相对平稳，有利于银行整体的景气度提升。
- ✓ 基本面改善的确定性相对较高。1) 资产质量足够扎实、干净。当前时点下，经过过去几年的加大核销处置（过去 4 年累计处置不良贷款 8.8 万亿元，超过之前 12 年总和），以及不良认定严格（上市银行整体不良/逾期已经达到 105%），尤其是我们重点关注的银行，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，未来信用风险暴露可控，不用担忧。2) 业绩方面确定性较高：银行重定价压力最大的时候已经过去，息差正在边际企稳，考虑生息资产平稳增长+拨备具有释放利润空间+2020 年的同比低基数效应，2021 业绩改善的确定性较高。
- ✓ 交易层面“综合性价比”高：年初以来公募基金、北上资金均在加仓银行，关注度持续提升。展望未来银行：1) 安全边际足：板块整体 PB (If) 仅 0.74x，具有低估值+稳定 ROE 的优势，且持仓水平不论相比历史平均，还是疫情前水平还有提升空间；2) 若未来汇率升值，或流动性相对收紧，交易层面银行板块也更有相对优势。

个股角度：由于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，因此建议关注头部银行的“小组合”：

- 1) 招商银行、宁波银行中长期优质个股持续推荐。自 2017 年以来，银行股的个股经历了大幅的“分化”行情，公司治理优异、有战略特色、有执行力的银行享受到了非常高的估值溢价。宁波银行、招商银行等估值水平屡创新高，21PB 分别达 2.12 倍、1.96 倍。综合考虑到 2021 年：A、政策重心以“稳”为主的情况下，经营稳健的优质个股相对优势更大；B、经济修复过程中，客群基础、资产质量本身较优银行可率先与行业实现“出清”；C、大多数银行的机制、文化、考核激励办法短期较难改变的情况下，我们认为，个股的估值差异将保持稳定、并有望持续拉大；D、充分受益于近期北上资金的流入。
- 2) 同时也可积极关注基本面边际改善，有业绩释放意愿和能力的银行：如平安银行、江

苏银行、杭州银行、南京银行、苏州银行、成都银行、常熟银行等。

3) 若经济改善超预期、流动性大幅收紧，大行或有一定防御价值：关注邮储、建行、工行等。

图表 39: 上市银行个股估值情况 (更新至 202010604)

银行板块	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	0.69	0.63	5.17%	25.24%	15.1%	98.8%
建设银行	0.75	0.68	4.82%	32.99%	17.3%	90.3%
农业银行	0.61	0.57	5.63%	27.00%	18.0%	71.8%
中国银行	0.56	0.52	5.88%	41.93%	18.5%	89.8%
交通银行	0.50	0.44	6.48%	14.35%	16.7%	23.6%
邮储银行	0.87	0.81	3.83%	22.04%	74.0%	44.2%
招商银行	2.22	1.96	2.23%	-0.46%	99.4%	2.4%
中信银行	0.54	0.50	4.87%	51.13%	12.4%	57.7%
浦发银行	0.57	0.52	4.69%		13.5%	
民生银行	0.45	0.42	4.55%	36.80%	0.2%	79.5%
兴业银行	0.87	0.78	3.63%		60.0%	
光大银行	0.59	0.54	5.54%	41.80%	8.8%	82.1%
华夏银行	0.44	0.38	4.73%		12.7%	
平安银行	1.57	1.39	0.76%		98.7%	
浙商银行	0.74	0.65	4.03%	30.40%	30.0%	72.6%
北京银行	0.51	0.46	6.12%		17.7%	
南京银行	1.08	1.01	3.75%		61.3%	
宁波银行	2.43	2.12	1.19%		97.5%	
上海银行	0.72	0.65	4.66%		26.6%	
贵阳银行	0.66	0.61	3.88%		8.3%	
江苏银行	0.84	0.75	4.02%		66.8%	
杭州银行	1.49	1.36	2.17%		90.6%	
成都银行	1.23	1.06	3.39%		90.1%	
郑州银行	0.76	0.68	2.70%	120.06%	20.7%	65.2%
长沙银行	0.85	0.74	3.35%		45.8%	
青岛银行	1.01	0.95	3.59%	29.88%	26.8%	75.0%
西安银行	0.86	0.79	3.83%		2.1%	
苏州银行	0.88	0.82	3.05%		33.2%	
厦门银行	1.42	1.34	-		47.9%	
常熟银行	1.04	0.96	2.93%		11.3%	
无锡银行	0.94	0.79	2.98%		34.9%	
苏农银行	0.68	0.62	3.31%		8.5%	
江阴银行	0.72	0.62	4.46%		10.3%	
张家港行	0.91	0.88	2.82%		14.3%	
紫金银行	0.94	0.90	2.62%		1.8%	
青农商行	0.91	0.85	3.41%		14.6%	
渝农商行	0.52	0.47	5.24%	60.61%	11.5%	26.2%
银行 (申万)	0.75		3.90%		41.9%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、海内外疫情扩散超预期，拖累内外需持续疲软，对我国中小企业经营带来负面影响；
- 2、宏观经济复苏节奏不及预期，资产质量加速恶化；
- 3、利率与汇率波动超预期，银行利差收窄过快影响业绩；
- 4、金融监管力度超预期，银行理财转型不及预期，对银行业经营产生负面影响。

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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	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