

“破”表内外成本刚性，业绩上修支撑估值提升

——银行业 2021 年中期投资策略

报告摘要：

► 下半年宏观形势和监管环境展望

上半年银行经营以业绩稳步修复为主基调。作为周期性行业，伴随疫后宏观经济的企稳，银行基本面景气度不断改善。

宏观层面：企业盈利向上，流动性环境温和。1) 预计后续宏观经济各项指标将逐渐收敛至潜在增长水平，据华西宏观预测，预计我国未来 2-4 季度 GDP 同比增速将正常性回落，环比有望平稳扩张，全年 GDP 增速 9.5% 左右。2) 2020 年宽松的货币政策逐渐退坡，今年整体货币政策基调以“稳”为主，下半年货币政策有惯性，流动性有望维持适宜区间。我们维持年度策略判断，预计 2021 年整体新增人民币贷款规模 19 万亿左右。

行业监管层面：互联网金融监管延续推进；表内外负债成本推进市场化改革，打破刚性。1) 在制度建设上查漏补缺，防范系统性风险仍是监管重点。2) 从资产负债两端对银行进行规范，包括资产端引导信贷投放重点领域，严查经营贷违规流入房地产等；负债端出台负债质量管理办法，以及严格监管限制商业银行互联网存款和互联网贷款，金融科技领域全面规范从严。3) **表内外负债成本推进市场化改革，打破刚性：**一方面，资管新规迎来配套政策，包括理财销售新规、现金管理类产品新规相继落地，资管转型持续推进深化，未来成本的刚性将有效打破，产品体系的定价回归市场化。另一方面，利率定价自律机制 6 月 1 日提出拟将商业银行存款利率的定价方式由“基准利率*倍数”改为“基准利率+基点”，定价机制转换有助于解决表内存款刚性问题、增强定价的灵活性和市场化。

► 下半年行业基本面：业绩确定性高增；理财整改进入尾声

我们预计下半年银行业绩将持续回升，核心因素：1) **价：**息差有望企稳回升，一方面资产端定价整体企稳，后续 LPR 重定价影响消退+高收益零售资产加快投放+房贷利率上调对资产端收益形成支撑；另一方面今年存款表现不弱，高息结构性存款也压降至低位，后续高成本存款在定价机制转换后有望带动核心负债成本下行，流动性相对中性下主动负债成本也将好于预期。2) **量：**银行扩表增速整体趋稳，下半年货币中性环境下，信贷投放更重结构引导。3) **中收：**疫情后居民消费修复，一季度居民卡均消费金额同比增长 24.3%，创 2016 年以来季度增速新高；银行发力财富管理和客户精细化运营，叠加其他非息收入扰动消化，将拉动中收走阔。

资产质量方面，2020 年以来监管持续引导银行做实资产分类、加快不良出清和足额计提拨备，银行资产质量拐点已现，宏观经济企稳、企业盈利修复、偿付能力改善是基础。预计年内各项指标

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

延续改善，打开业绩释放空间。

资管新规过渡期年底收官，财富管理市场起航。资管新规过渡期渐近，存量老产品整改将提速，理财市场也迎来调整后的再次启航；一季度理财规模增速再提升，净值型产品占比明显提升；理财子公司更具想象空间。

► **行业投资观点及个股推荐：业绩确定性强且上修概率下，板块估值仍具上修空间**

制约银行估值的主要因素边际变化，去年市场情绪主要受金融让利实体、以及对金融风险和银行资产质量担忧的影响，今年板块预期差在下半年息差上行幅度、资产质量持续改善和财富管理发展带动的非息收入空间。预计行业业绩存在大概率上修的情况。我们调整行业盈利预测，预计 2021 年上市银行营收增速较 2020 年回升，且将回升至两位数，利润增速也将转负为正，预计净利润同比增长 8%。敏感性分析显示，整体业绩区间 6.9%-12%。

展望下半年，一方面在中报业绩高增的兑现和催化下，板块估值整体仍有较大提升空间；另一方面在下半年经济形势的进一步加固下，行业全年业绩具有上修的可能，也将支撑估值中枢的进一步回升。目前行业静态 PB 在 0.72 倍左右，处于历史 10%分位，具有较高的配置性价比，我们预计整体估值中枢有望回到 0.8 倍以上，同时个股估值差异边际上将有所回落，维持行业“推荐”的投资评级。具体投资主线：

维度一：零售业务突出的银行，受益于表内消费恢复以及表外财富管理，招商、平安、兴业、青岛等；

维度二：区域优势突出、经营稳健的银行，兼具高成长和高盈利性：成都、长沙等；

维度三：估值低但中期开始业绩将有明显改善的大行等。

► **风险提示**

- 1) 疫情反复导致宏观经济下行压力超预期，企业盈利大幅下行，银行信用成本显著提升；
- 2) 企业投资和居民消费恢复较弱，信贷需求修复不及预期，影响银行规模增量；
- 3) 中小银行经营分化，个别银行的重大经营风险等。

盈利预测与估值

重点公司											
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	投资 评级	BPS(元)				P/B			
				2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600036.SH	招商银行	55.5	买入	22.89	25.36	28.30	31.58	2.42	2.19	1.96	1.76
000001.SZ	平安银行	23.0	买入	14.07	15.16	16.91	18.58	1.63	1.52	1.36	1.24
601166.SH	兴业银行	20.0	买入	23.37	25.50	27.96	30.74	0.86	0.79	0.72	0.65
601838.SH	成都银行	13.2	买入	9.84	12.74	12.47	14.08	1.34	1.04	1.06	0.94
002948.SZ	青岛银行	5.0	买入	4.89	4.97	5.20	5.48	1.02	1.01	0.96	0.91
601577.SH	长沙银行	9.1	买入	10.12	11.21	12.49	13.98	0.90	0.81	0.73	0.65

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

正文目录

1. 行业环境：下半年宏观形势和监管环境展望.....	5
1.1. 年初以来行业经营情况总结：业绩修复是主基调.....	5
1.2. 下半年经济形势展望：企业盈利向上，外部经营环境改善.....	6
1.3. 监管环境展望：货币政策保持惯性，金融监管查漏补缺.....	8
2. 下半年行业基本面：业绩确定性高增；理财整改进入尾声.....	13
2.1. 营收增速和信用成本一上一下，贡献业绩释放空间.....	13
2.2. 资产质量延续改善，信用成本压降打开业绩修复空间.....	23
2.3. 资管新规过渡期年底收官，财富管理市场起航.....	24
3. 行业投资观点及个股推荐.....	26
3.1. 盈利预测：营收增速上行，业绩增速大概率上修.....	26
3.2. 业绩确定性强且上修概率下，板块估值仍具上修空间.....	26
4. 风险提示.....	29

图表目录

图 1 一季度商业银行净利润增速转正.....	5
图 2 行业 ROA、ROE 同比延续下行.....	5
图 3 上市银行累计营收增速整体回落.....	6
图 4 一季度上市银行累计净利润增速快速回升.....	6
图 5 年初以来 GDP 实现低基数下的高增.....	7
图 6 规模以上工业增加值增速处于高位.....	7
图 7 需求端：社零消费伴随居民可支配收入回升.....	7
图 8 需求端：固投增速回归正增.....	7
图 9 工业企业营收和利润增速快速提升.....	7
图 10 上市公司 2021Q1 单季归母净利润增速走高.....	7
图 11 上半年 PMI 持续位于荣枯线上.....	8
图 12 小企业 PMI 仍待改善.....	8
图 13 央行公开市场操作：上半年来看，一季度通过逆回购回笼流动性，二季度基本等量续作.....	9
图 14 一季度超储率同环比均回落.....	9
图 15 一季度金融机构各项再贷款余额环比回落.....	9
图 16 今年以来社融增速回落，信贷是主要支撑.....	10
图 17 1-5 月贷款投放相对稳健.....	10
图 18 居民中长期贷款多增，短贷回归常态.....	10
图 19 企业贷款向中长期贷款倾斜.....	10
图 20 CPI 与核心 CPI 走势上行.....	11
图 21 PPI 保持低斜率修复趋势.....	11
图 22 年初以来银行领域金融监管政策.....	12
图 23 一季度商业银行净息差稳中略降.....	13
图 24 各类别银行净息差走势分化.....	13
图 25 LPR 已连续 14 个月持平.....	14
图 26 Q1 贷款加权平均利率同环比回升.....	14
图 27 一季度执行 LPR 加点的贷款利率区间走阔.....	14
图 28 融 360 监测的全国房贷利率年初以来持续上行.....	14
图 29 今年 1-5 月新增贷款的 35% 投放零售.....	15
图 30 居民短期消费贷余额增速回归正增.....	15
图 31 今年以来 M2 增速整体回落.....	16
图 32 一季度一般存款继续保持较快增长.....	16
图 33 存款类金融机构存款定期化程度持续提升.....	16
图 34 银行结构性存款占比处于低位.....	16
图 35 年初以来同业存单发行量同比多发.....	16
图 36 同业存单结构：大中型银行发行量显著提升.....	16

图 37	年初以来同业存单发行利率整体下行.....	17
图 38	Q1-2 商业银行金融债发行量升价降.....	17
图 39	年初以来 3M 大额存单月均利率整体下行.....	17
图 40	银行间市场利率中枢回升至 3%左右.....	17
图 41	商业银行资产负债增速整体回落.....	18
图 42	上市银行一季度资产增速放缓.....	18
图 43	贷款审批指数回落, 贷款需求指数保持高位.....	18
图 44	一季度各类企业贷款需求指数均保持高位.....	18
图 45	经营景气度回升至疫情前水平, 消费意愿有待改善.....	18
图 46	普惠小微贷款规模保持 30%以上高增速.....	18
图 47	贷款和存款增速差走阔.....	19
图 48	存款类金融机构居民消费贷增速抬头, 经营贷增速上行至高位.....	19
图 49	上市银行三季度手续费净收入增速环比提升.....	20
图 50	上市银行手续费收入占营收的比例回升.....	20
图 51	银行卡发卡量稳定增长.....	20
图 52	人均持卡量保持平稳.....	20
图 53	商业银行资本充足率环比下行.....	21
图 54	部分上市银行核心一级资本充足率逼近监管红线.....	21
图 55	上市银行定增概况.....	21
图 56	地方专项债补充中小银行资本梳理.....	22
图 57	上市银行 2021 年已披露资本补充计划进程.....	22
图 58	一季度核销同比继续多增.....	23
图 59	商业银行不良贷款和不良率拐点显现.....	23
图 60	商业银行关注类贷款连续四个季度双降.....	24
图 61	拨备覆盖率触底回升.....	24
图 62	理财产品规模增速回升.....	25
图 63	部分银行理财子公司业绩表现.....	25
图 64	中国居民可投资资产规模持续扩增.....	25
图 65	我国个人可投资金融资产构成.....	25
图 66	2021 年上市银行业绩敏感性分析.....	26
图 67	银行指数跑赢沪深 300 指数 10.8pct.....	27
图 68	银行板块涨跌幅排名 7/30.....	27
图 69	江苏、南京、招商、成都涨幅居前, 均超 20%.....	27
图 70	一季度基金银行股仓位环比延续回升.....	28
图 71	各类别银行持仓环比均上升.....	28
图 72	年初以来北上资金整体净流入板块.....	28

1. 行业环境：下半年宏观形势和监管环境展望

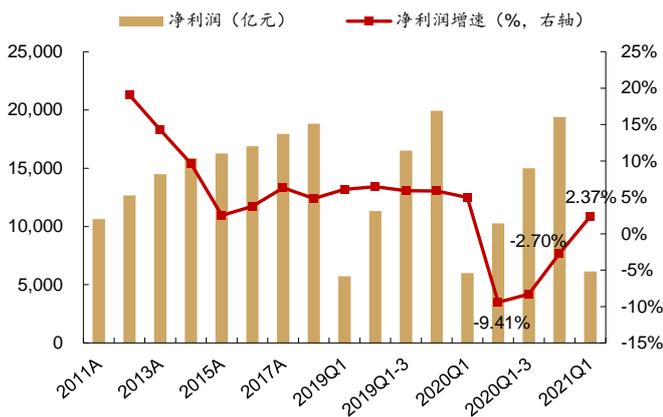
1.1. 年初以来行业经营情况总结：业绩修复是主基调

回顾上半年银行经营情况，业绩稳步修复是主基调。作为周期性行业，伴随疫后宏观经济的企稳，银行基本面景气度不断改善。一季度商业银行实现净利润 6143 亿元，同比增 2.4%，低于上年同期 2.64pct，但较 2020 全年增速-2.7%已经实现转负为正。结构上，大行、股份行、城商和农商行一季度净利润增速分别为 2.76%、5.32%、-0.26%、-0.41%，相较 2020 年，除了大行增速基本稳定外，中小银行利润虽然同比仍负增，但增速均有较大幅度改善。

从上市银行的角度，一季度 38 家上市银行营收和 PPOP 分别同比+3.73%/+2.49%，较 2020 全年增速均延续回落 1.77pct/3.65pct；同比来看，剔除厦门银行（缺失 19Q1 数据）的 37 家上市银行 21Q1 营收和 PPOP 增速分别为+3.75%/+2.52%，同比 20Q1 回落 3.48pct/6.34pct。但从核心盈利（利息净收入+手续费净收入）角度来看，21Q1 整体增速 5.96%，较 2020 全年仅回落 1pct，银行核心盈利保持相对稳健。同时，一季度减值准备计提规模同比降低 0.33%，较 20Q1 和 2020 全年的多增 14.4%和 16.4%转负，意味着伴随资产质量压力缓释和监管让利要求的退坡，银行减值计提力度放缓，2020 年中期是计提高点。在减值少提的基础上，一季度上市银行归母净利润同比+4.62%，较 2020 年全年提升 3.9pct，同口径下（剔除厦门）较 20Q1 增速仅回落 0.92pct。综合业绩归因看，减值计提边际放缓是业绩的主要正贡献因素，预计后续伴随整体资产质量压力的缓解，将为下半年业绩进一步修复打开空间。

利润增速转正下，上半年 ROE 和 ROA 仍然处于下行通道，一季度商业银行整体 ROE、ROA 分别为 11.28%、0.91%，较上年同期分别降低 0.81pct、0.07pct。各类别银行资产利润率同比均延续下行，大行、股份行、城商和农商行分别同比降低 5BP、4BP、8BP、13BP 至 0.97%、0.95%、0.73%、0.85%。

图 1 一季度商业银行净利润增速转正



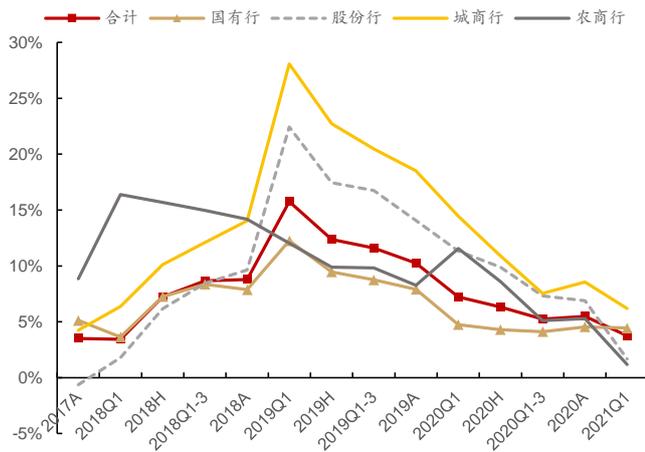
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 2 行业 ROA、ROE 同比延续下行



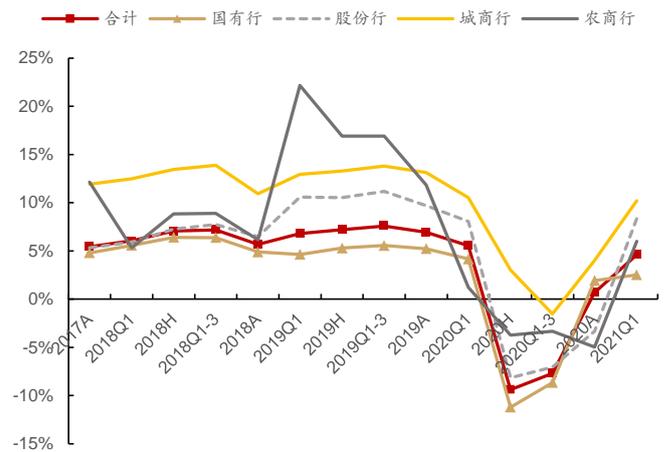
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图3 上市银行累计营收增速整体回落



资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：考虑到历史数据可比，剔除历史数据缺失银行，增速为21家上市银行数据测算。

图4 一季度上市银行累计净利润增速快速回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：考虑到历史数据可比，剔除历史数据缺失银行，增速为21家上市银行数据测算。

1.2. 下半年经济形势展望：企业盈利向上，外部经营环境改善

后疫情时代经济修复预期不断验证。国内疫情得到较好控制下，今年上半年经济稳步复苏，一季度GDP同比增速如期回升至18.3%，下半年虽然在基数效应消退后增速预期回落，但2020-2021两年一季度平均增速达5%，全年经济温和复苏是主基调。具体看上半年各项宏观经济指标呈现以下特征：

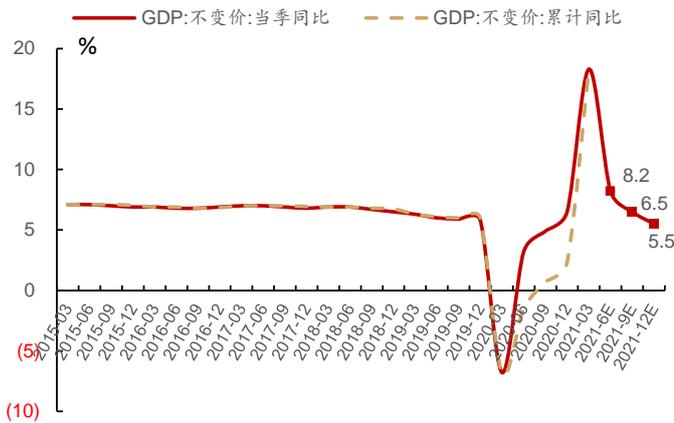
1) 供给端工业复苏强劲：经济形势向好，5月制造业PMI为51%，继续位于荣枯线以上，制造业保持平稳扩张。结构上，在大中型企业仍然都处于扩张状态，且继续表现活跃的情况下，小企业相对偏弱，指数整体处于荣枯线下方，或受到上游原材料价格异动的影响，未来企业经营复苏的持续性仍待进一步观察。

2) 外贸需求旺盛，内需有待提振：受全球疫情控制非同步影响，海外外需强劲，今年以来出口保持快速增长，1-5月外贸进出口总值14.76万亿元，同比增长28.2%。同时国内社零增速伴随居民可支配收入的提升有所回升，虽然目前两年平均增速尚未回到疫前水平，但后续修复有望对银行零售业务有所拉动。

3) 企业盈利有较大改善：1-4月规上工业企业营收和利润总额累计增速分别为33.6%、106%，自去年下半年疫情得到控制以来持续修复，并在低基数下实现较快增长；全A（非金融两油）上市公司一季度归母净利润也在低基数下实现115%的高增，同时居民可支配收入增速上行之下，社零消费增速同步回升，下半年消费需求有支撑。

展望下半年，预计宏观经济各项指标将逐渐收敛至潜在增长水平。据华西宏观预测，预计我国未来2-4季度GDP同比增速将正常性回落，环比有望平稳扩张，全年GDP增速9.5%左右。

图5 年初以来 GDP 实现低基数下的高增



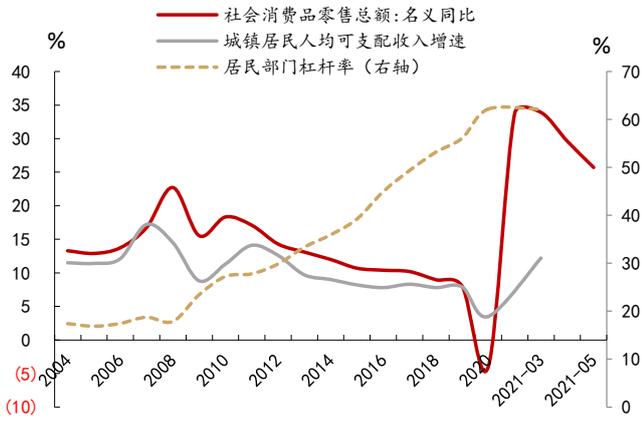
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图6 规模以上工业增加值增速处于高位



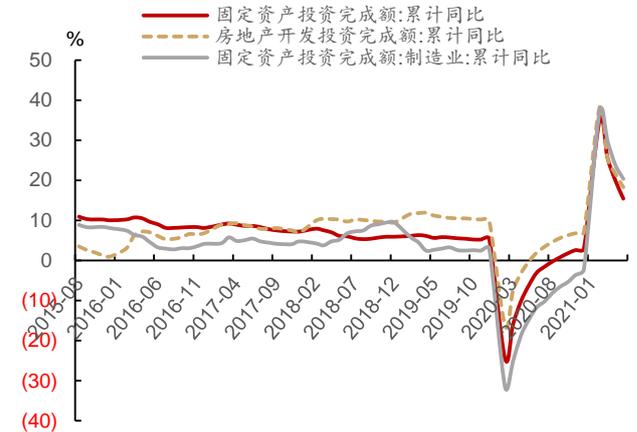
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图7 需求端：社零消费伴随居民可支配收入回升



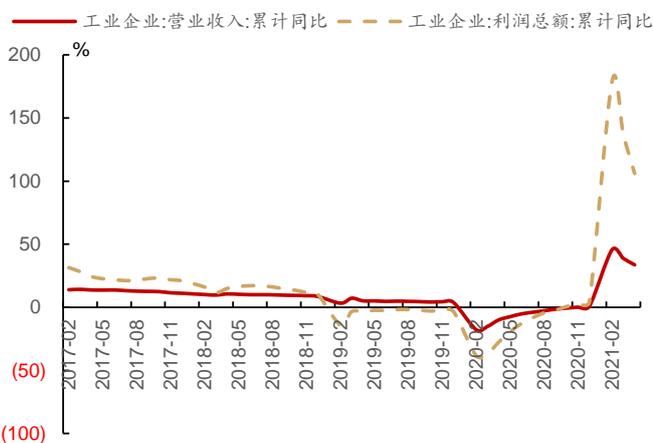
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图8 需求端：固投增速回归正增



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图9 工业企业营收和利润增速快速提升



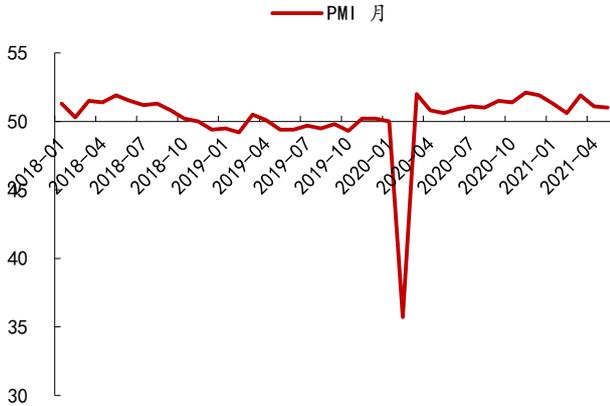
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图10 上市公司 2021Q1 单季归母净利润增速走高



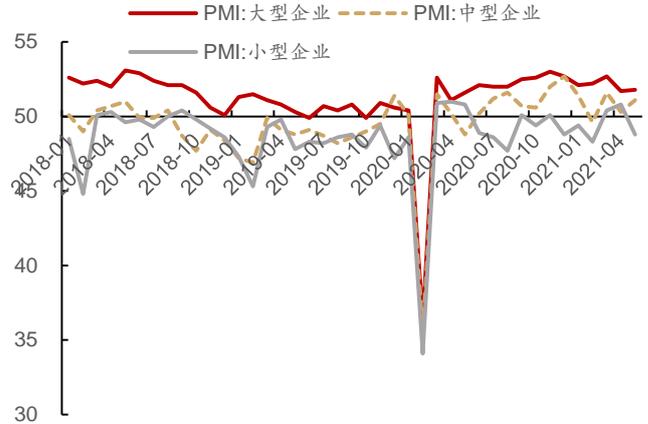
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 11 上半年 PMI 持续位于荣枯线上



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 12 小企业 PMI 仍待改善



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

1.3. 监管环境展望：货币政策保持惯性，金融监管查漏补缺

■ 货币政策等量续作，流动性环境温和

随着宏观经济逐步回归潜在增速，2020 年宽松的货币政策也逐渐退坡，今年整体货币政策基调以“稳”为主。监管多次强调“维护”正常的货币政策操作区间，一季度货政报告对于货币政策也维持此前的定调“灵活精准、合理适度，管好货币总闸门”。从央行公开市场操作方面来看，相比 2019 年主要以 TMLF 对冲 MLF 到期量，在总体回笼资金的同时更注重投放定向性；以及 2020 年为对冲疫情影响、托底经济，央行主要通过 MLF 的超额续作实现资金净投放；今年上半年来看，一季度央行通过逆回购回笼部分流动性，二季度则基本等量续作，体现货币政策中性、“稳”字当头。

跟踪非常规货币政策退出情况来看，疫情期间推出的特殊化的货币政策正在渐进式地回归常态。今年以来两次延期两个创新政策工具（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），实施期限延长至 2021 年末，以时间换空间，小微企业贷款延期还本付息的时间再次拉长，有助于降低中小企业流动性风险，保障经营稳定性。

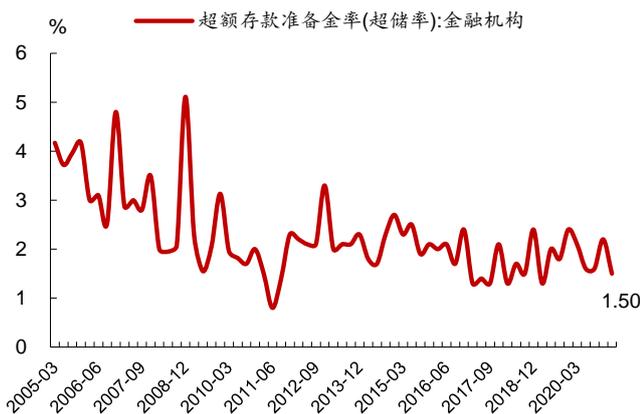
银行间拆借利率回升至疫情前的水平，LPR 报价连续 14 个月持平。

图 13 央行公开市场操作：上半年来看，一季度通过逆回购回笼流动性，二季度基本等量续作

(亿元)	逆回购		MLF			TMLF		央行票据互换		国库现金定存		总计	
	到期	发行	回笼	降准置换回笼	投放	回笼	投放	到期	发行	到期	发行		
第一季	-28,100	19,700	-12,235	-185			2,575		15	-2,000	1,000	-19,230	
第二季	-12,450	18,050	-11,865	-10	11,400		2,674		25		800	8,624	
第三季	-22,600	20,200	-16,640		11,500		2,977		100	-1,800	1,000	-5,263	
第四季	-13,200	16,000	-8,770		14,000				-100	180	-1,100	1,100	8,110
2019年	-76,350	73,950	-49,510	-195	36,900		8,226		-100	320	-4,900	3,900	-7,759
第一季	-45,800	40,500			6,000	-2,575	2,405	-195	160				495
第二季	-16,300	22,100	-11,400		4,000	-2,674	561	-185	150				-3,748
第三季	-51,200	52,400	-11,500		17,000	-2,977		-150	150	-1,000	1,800		4,523
第四季	-37,500	35,400	-14,000		24,500			-150	150	-1,800	1,000		7,600
2020年	-150,800	150,400	-36,900		51,500	-8,226	2,966		-680	610	-2,800	2,800	8,870
第一季	-26,390	21,290	-6,000		8,000	-2,405		-150	150				-5,505
第二季	-5,500	5,400	-4,000		4,500	-561		-100	100	-1,400	2,100		539
2021年	-31,890	26,690	-10,000		12,500	-2,966			-250	250	-1,400	2,100	-4,966

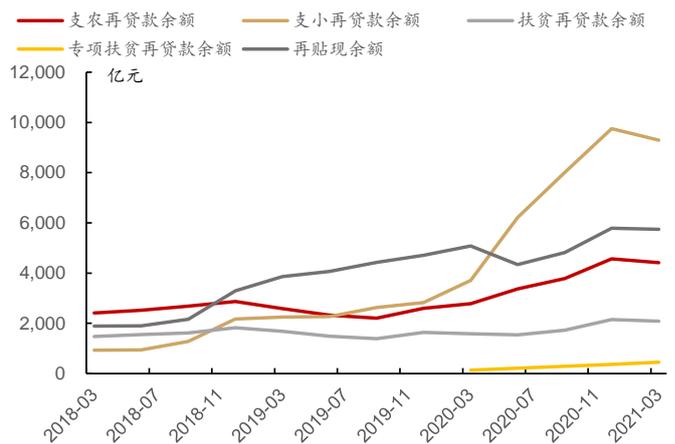
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所；注：2021年第二季度数据截至2021年6月18日

图 14 一季度超储率同环比均回落



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 15 一季度金融机构各项再贷款余额环比回落

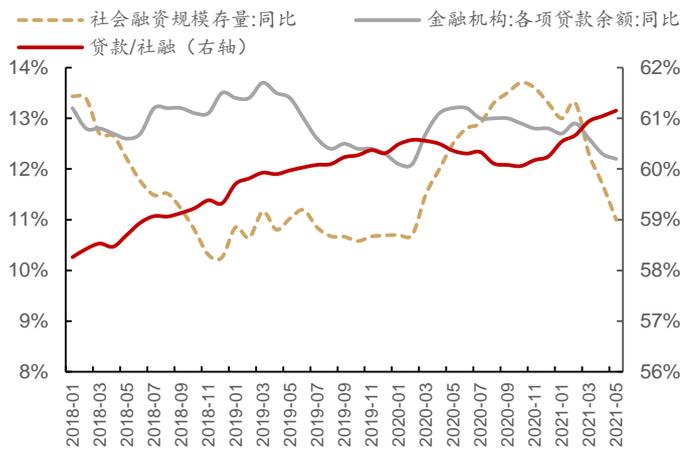


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

货币政策相对中性下，年初以来信贷投放整体也保持平稳。虽然伴随疫情期间非常规信贷政策逐步退出，年初以来贷款余额增速持续回落，5月人民币贷款余额增速降至12.2%，但从投放规模来看整体和上年同期持平，1-5月人民币贷款累计新增10.6万亿元，同比小幅多增3000亿元。同时贷款投放的结构持续向企业中长期贷款倾斜，1-5月新增企业中长期贷款5.8万亿元，是贷款主要支撑因素，有监管结构性引导投放的因素，也反映企业的信贷需求不弱。

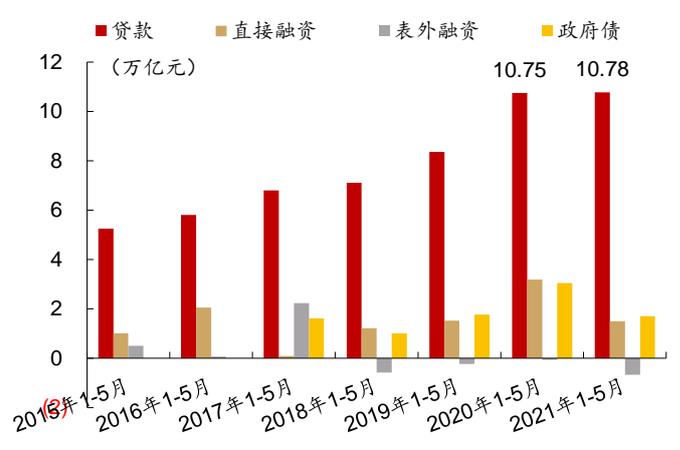
社融增速如期回落，结构上除信贷外全线收缩。1-5月企业债融收紧和财政政策后置下地方债发行缩量，以及非标整体较弱，拖累社融增量仅14万亿元，低于去年同期的17.4万亿元，5月末社融余额增速11%，较年初下行了2.3pct，同时M2增速也由10.1%降至8.3%。我们预计年内社融增速仍将延趋缓节奏，信贷是主要支撑因素。

图 16 今年以来社融增速回落，信贷是主要支撑



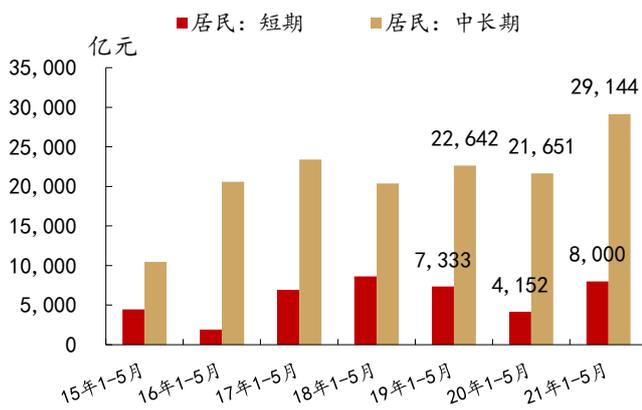
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 17 1-5 月贷款投放相对稳健



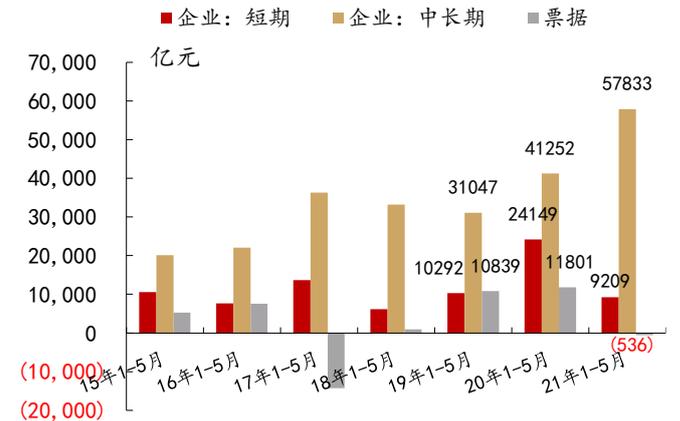
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：为社融统计口径下投向实体的信贷规模区间增量

图 18 居民中长期贷款多增，短贷回归常态



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 19 企业贷款向中长期贷款倾斜

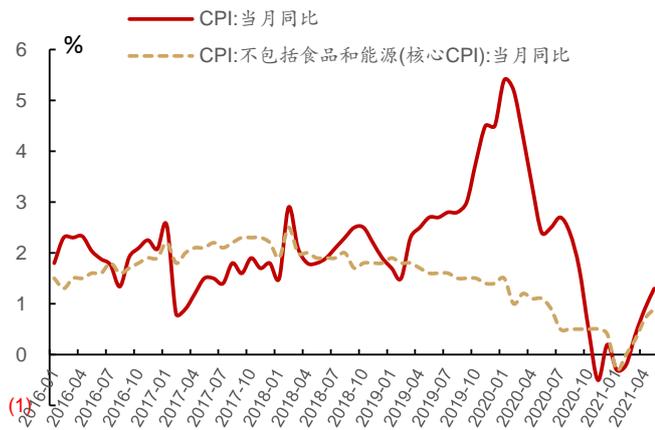


资料来源：万得资讯，华西证券研究所

下半年货币政策有惯性，流动性有望维持适宜区间。结合国内通胀指标来看，近期 CPI 上涨力度显示趋弱，预计全年较为温和，5 月 PPI 延续快速上行势头，增速创新高，但市场预期年中将见顶。

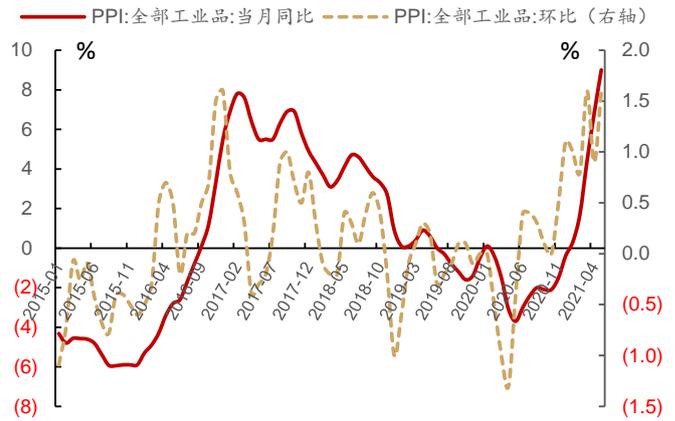
下半年通胀数据温和的情况下，国内货币政策仍将“以我为主”保持一定惯性。同时在货币中性环境下，信贷投放更重结构上的引导，包括继续控房地产和地方隐性融资，以及对重点支持领域进行政策倾斜，鼓励制造业中长贷和小微企业信贷支持等。在此基础上，我们维持年度策略中的判断，预计 2021 年整体新增人民币贷款规模在 19 万亿左右。

图 20 CPI 与核心 CPI 走势上行



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 21 PPI 保持低斜率修复趋势



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

■ 互联网金融监管延续推进；表内外负债成本推进市场化改革，打破刚性

上半年银行领域金融监管政策频频落地，主要聚焦：

1) 从银行绩效评价办法、化解村镇银行风险、系统重要性银行附加监管规定、以及银行大股东行为和关联交易入手，在制度建设上查漏补缺，防范系统性风险仍是监管重点。

2) 从资产负债两端对银行进行规范，包括资产端引导信贷投放重点领域，严查经营贷违规流入房地产等；负债端出台负债质量管理办法，以及严格监管限制商业银行互联网存款和互联网贷款，金融科技领域全面规范从严。

3) **表内外负债成本推进市场化改革，打破刚性：**一方面，资管新规迎来配套政策，包括理财销售新规、现金管理类产品新规相继落地，资管转型持续推进深化，未来成本的刚性将有效打破，产品体系的定价回归市场化。另一方面，利率定价自律机制 6 月 1 日首次提出拟将商业银行存款利率的定价方式由“基准利率*倍数”改为“基准利率+基点”，同时对不同类型的商业银行设置不同的最高加点上限，并在 6 月 21 日开始执行，新定价方式和加点上下限，长期限定存和大量存单利率定价上限有所下降。我们认为实现定价机制转换有助于解决表内存款刚性问题、增强定价的灵活性和市场化，同时在表外理财同步市场化改革的情况下，对存款的分流也较为有限；期限利差的收窄整体有利于表内存款成本的压降。

图 22 年初以来银行领域金融监管政策

监管领域	日期	文件/会议
系统性和重点领域风险监管	2021/1/4	《商业银行绩效评价办法》
	2021/1/5	《关于进一步推动村镇银行化解风险改革重组有关事项的通知》
	2021/2/18	《银行保险机构声誉风险管理办法（试行）》
	2021/4/2	《系统重要性银行附加监管规定（试行）（征求意见稿）》
	2021/4/2	《金融控股公司董事、监事、高级管理人员任职备案管理暂行规定》
	2021/6/17	《银行保险机构大股东行为监管办法（试行）》
	2021/6/21	《银行保险机构关联交易管理办法（征求意见稿）》
规范存款业务	2021/1/15	《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》
	2021/1/22	《商业银行负债质量管理办法（征求意见稿）》
	2021/2/4	加强存款管理工作电视电话会议
	2021/2/26	明确“异地存款”是指银行通过在没有设立实体网点的地市开立的账户吸收的存款
	2021/3/26	《商业银行负债质量管理办法》
	2021/6/1	市场利率定价自律机制工作会议
	2021/6/21	存款利率定价方式由现行的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”，基点上限按银行类别差异化管理
规范贷款业务	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》
	2021/1/9	《关于推进信用卡透支利率市场化改革的通知》银发〔2020〕327号
	2021/2/5	《关于严格执行企业会计准则 切实加强企业2020年年报工作的通知》，银行信用卡分期业务利息收入由手续费及佣金收入科目调至利息收入。
	2021/2/20	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》
	2021/3/15	《关于深入扎实做好过渡期脱贫人口小额信贷工作的通知》
	2021/3/17	《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》
	2021/3/22	全国24家主要银行信贷结构优化调整座谈会
	2021/3/26	《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》
	2021/3/31	《中国人民银行公告〔2021〕第3号》要求所有贷款产品均应明示贷款年化利率
	2021/4/1	《关于进一步延长普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策实施期限有关事宜的通知》
2021/4/30	扩大普惠小微贷款延期政策覆盖面	
2021/5/18	《关于转发进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	
资管和理财新规配套政策	2021/5/27	《理财公司理财产品销售管理暂行办法》
	2021/6/11	《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》
重点支持领域及其他	2021/1/13	《消费金融公司监管评级办法（试行）》
	2021/1/20	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》
	2021/1/22	《非银行支付机构客户备付金存管办法》
	2021/4/9	《关于2021年银行业保险业高质量服务乡村振兴的通知》
	2021/4/9	《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》
	2021/4/25	《2021年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》
	2021/5/6	《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则（征求意见稿）》
	2021/5/25	《关于金融支持新型农业经营主体发展的意见》

资料来源：央行，银保监会，华西证券研究所

2. 下半年行业基本面:业绩确定性高增;理财整改进入尾声

2.1. 营收增速和信用成本一上一下,贡献业绩释放空间

营收端来看,银行一季度营收增速环比延续上行,较疫情期间已经有了较大改善,我们维持年度策略的判断,预计下半年银行业绩将持续回升,核心因素包括:息差有望企稳回升叠加信贷投放不弱,驱动利息净收入增速改善;手续费收入方面,财富管理时代的开启有望全面拉动中收。具体来看:

2.1.1 下半年息差有望企稳回升

一季度商业银行净息差 2.07%, 20Q1 和 20Q4 披露数据为 2.1%, 其中大行、股份行、城商行和农商行净息差分别为 2.03%、2.2%、1.89%、2.2%, 20Q1 披露数据分别为 2.04%、2.09%、2%、2.44%。考虑到新统计要求信用卡分期业务收入由手续费收入重分类至利息净收入,银保监会披露的净息差口径未明确的情况下和历史数据预计不具备可比性。上市银行口径的一季度净息差来看,上市银行整体净息差同比降幅在 10BP 左右。

图 23 一季度商业银行净息差稳中略降

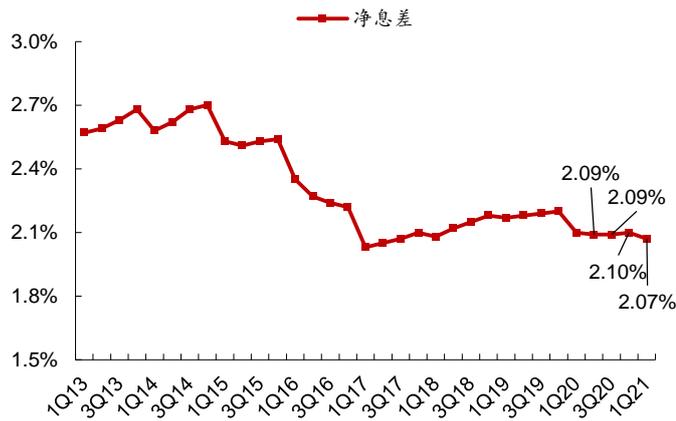
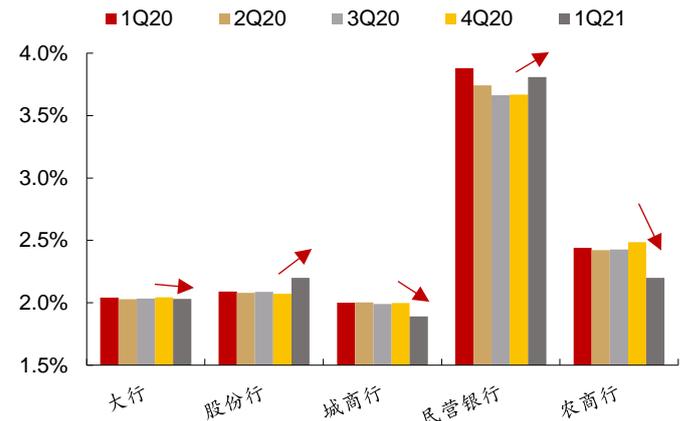


图 24 各类别银行净息差走势分化



资料来源:万得资讯,银保监会,华西证券研究所

资料来源:万得资讯,公司公告,华西证券研究所

我们认为在年初部分贷款重定价的影响消除后,银行后续的季度息差有望企稳回升。主要基于资产和负债两端来看:

■ 资产端:存量重定价影响消退,新发贷款利率企稳回升

今年以来资产端定价整体企稳,根据新发布的《2021 年第一季度中国货币政策执行报告》,一季度金融机构新发放贷款加权平均利率环比已经企稳回升 7BP,也高于去年同期 2BP,一般贷款平均利率环比平稳的情况下,主要是票融利率大幅回升 42BP 至疫情前水平,以及按揭利率回升 3BP 拉动。一季度整体信贷供需两旺,在供给节奏管控下整体利率略有提升。进入二季度,整体信贷供给充足,市场流动性较为宽松。

后续来看:

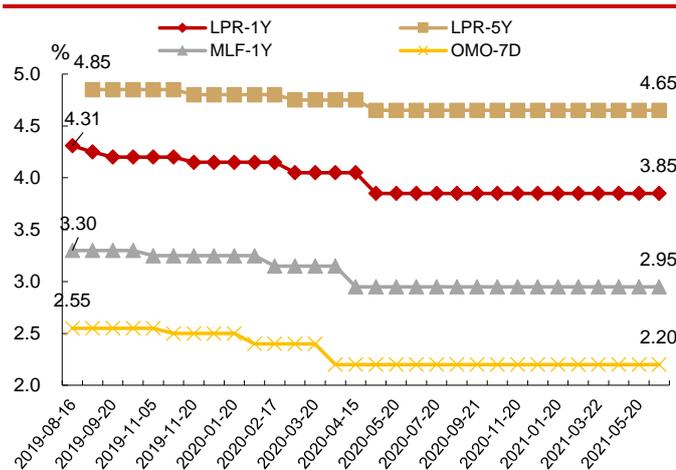
一方面,LPR 重定价影响已经在年初集中体现,货币政策回归常态下,市场利率已回升至疫前水平。

另一方面，伴随消费的恢复，零售贷款的增长较快，高收益的资产加快投放将进一步带动资产端收益的上行。从央行月度信贷投放结构来看，1-5月金融机构累计新增贷款的35%投向零售，较去年同期的25%有明显改善，与2019年水平基本相当：

1) 其中存款类金融机构居民短期消费贷余额增速已经转正，且信用卡分期收入也从今年起由手续费收入科目划入利息收入，高收益零售贷款投放将是后续资产端收益率提升的有力支撑。

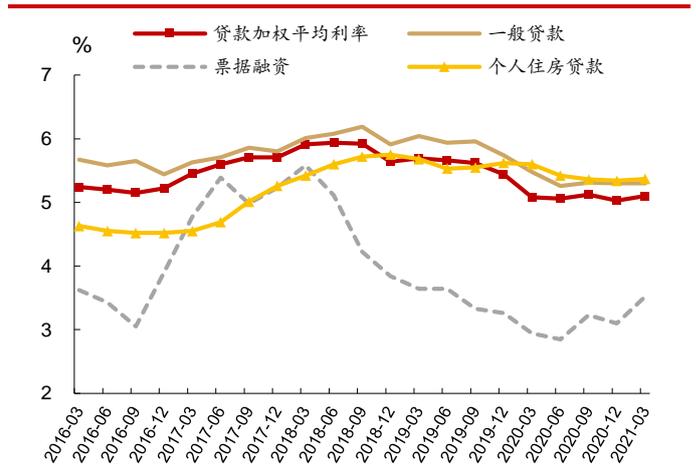
2) 二季度以来，多家大行和地方性银行也相继上调房贷利率，从全国范围来看，根据融360对全国42个重点城市房贷利率的监测数据，5月全国首套房贷款平均利率5.33%，二套房贷款平均利率5.61%，今年以来整体持续上行。

图 25 LPR 已连续 14 个月持平



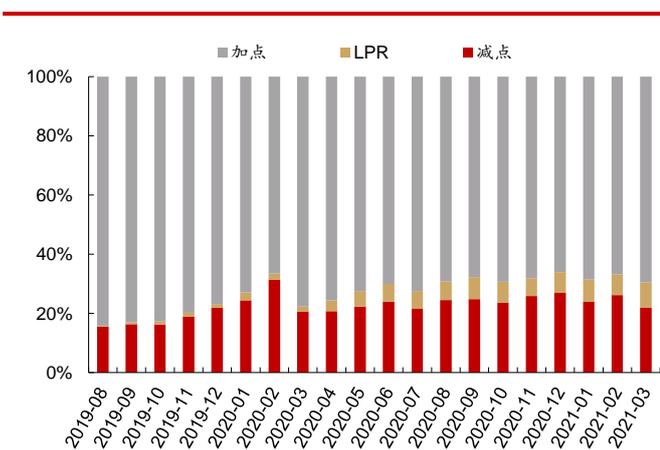
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 26 Q1 贷款加权平均利率同环比回升



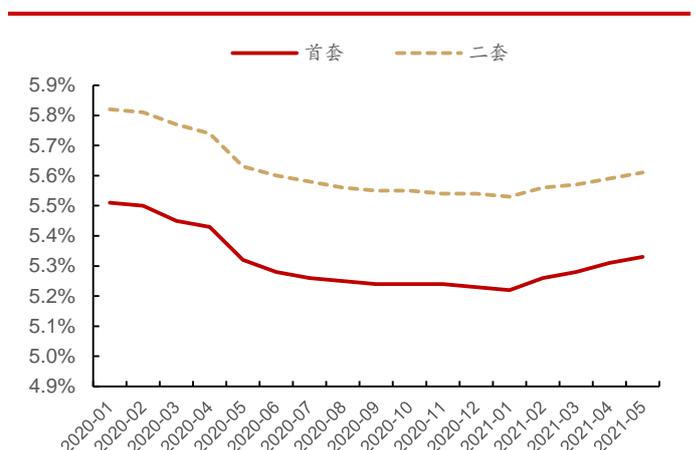
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 27 一季度执行 LPR 加点的贷款利率区间走阔



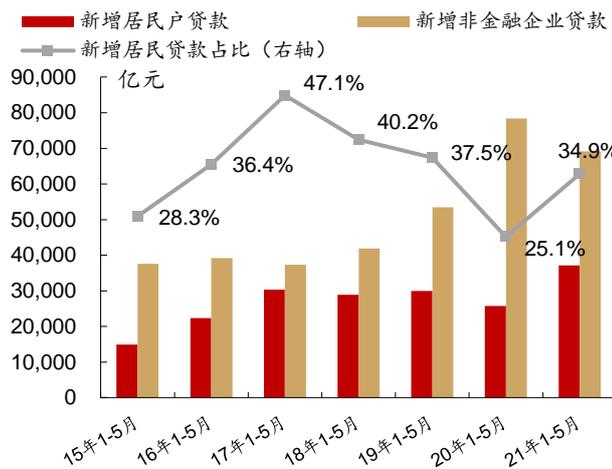
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 28 融 360 监测的全国房贷利率年初以来持续上行



资料来源：融 360，华西证券研究所；注：对全国 42 个重点城市房贷利率的监测数据

图 29 今年 1-5 月新增贷款的 35% 投放零售



资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 30 居民短期消费贷余额增速回归正增



资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

■ 负债端：高息结构性存款压降至低位，流动性相对宽松下主动负债成本下行；存款利率市场化开启

存款来看，一季度银行存款整体表现不弱，剔除结构性存款的一般存款口径，大行和中小行同比增速分别为 10.2% 和 17.3%，环比上行。

存款结构上，继上年末靠档计息类产品规模基本清零后，一季度中小银行结构性存款占比继续压降，而大行年初集中营销揽存下，结构性存款占比较上年末略有提升，但季度内也逐月压降，整体高息负债规模有所控制。据央行数据显示，截至 5 月末，全国商业银行结构性存款余额 6.35 万亿元，环比下降 3.07%，降幅较上月扩大 1.34 个百分点，规模跌破上年末水平创近年来新低。

定价方面，监管今年以来全面加强存款管理，除了互联网存款监管从严、以及限制区域银行异地揽储外，逐步规范存款利率定价，拟将存款利率上限的定价方式由“基准利率*倍数”改为“基准利率+基点”，银行大额存单等定期存款产品利率下较之前有所下调，未来存款利率市场化的实质性推进有利于解决存款成本的刚性问题。

主动负债方面，银行也加大了同业存单的发行，去年下半年来同业存单发行量连续三个季度超过 5 万亿元；进入二季度，市场流动性超预期宽松，4、5 月份同业存单发行量较一季度边际回落，但月均近 2 万亿元，总体仍高于前两年同期水平，结构上大行和股份行贡献了今年同业存单的主要增量，同时发行利率今年以来整体下行，利率中枢由 3% 左右降至 2.5% 的水平。金融债方面，年初以来截至 6 月 22 日，商业银行发行金融债（不含次级债）规模合计约 4125 亿元，在 2020Q1-2 的 3850 亿元基础上继续小幅多增，发行利率中枢位于 3.5% 左右，也较上年末有所回落。

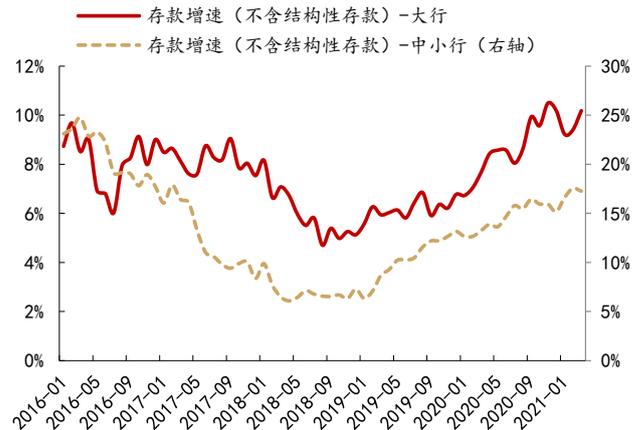
总体而言，年初以来银行存款表现不弱，结构性存款压降至低位，进入二季度市场流动性相对宽松。展望后续，高成本的存款在定价机制转换后成本将有所下降带动核心负债成本下行；另外流动性相对中性下，主动负债的成本也将好于预期。

图 31 今年以来 M2 增速整体回落



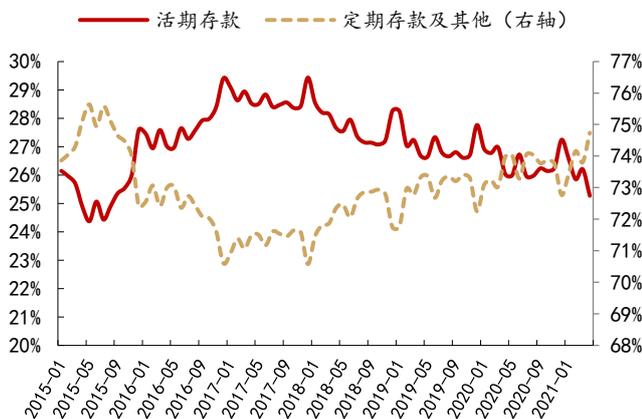
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 32 一季度一般存款继续保持较快增长



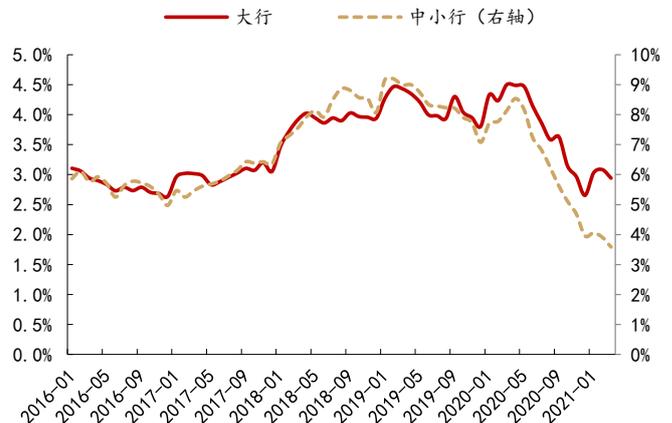
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 33 存款类金融机构存款定期化程度持续提升



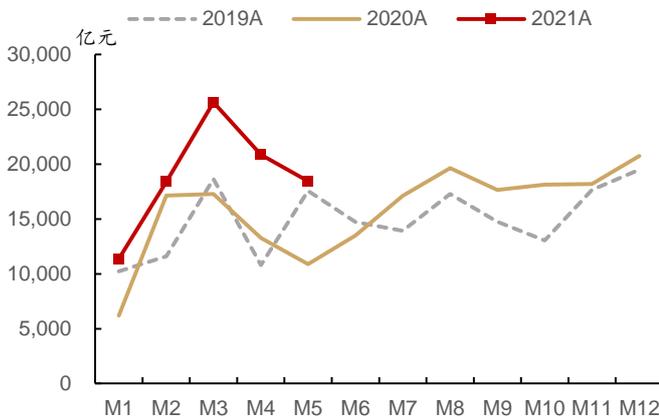
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 34 银行结构性存款占比处于低位



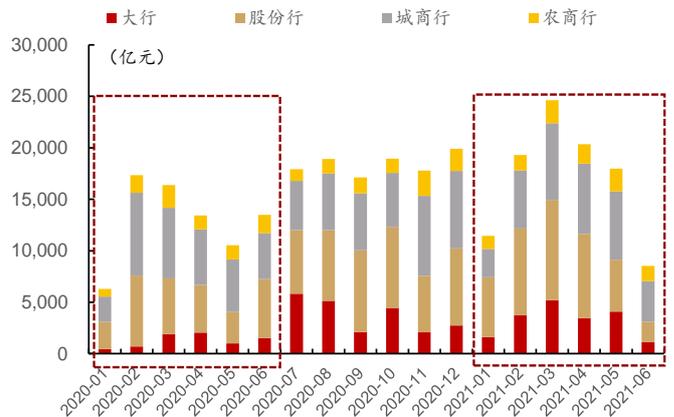
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 35 年初以来同业存单发行量同比多发



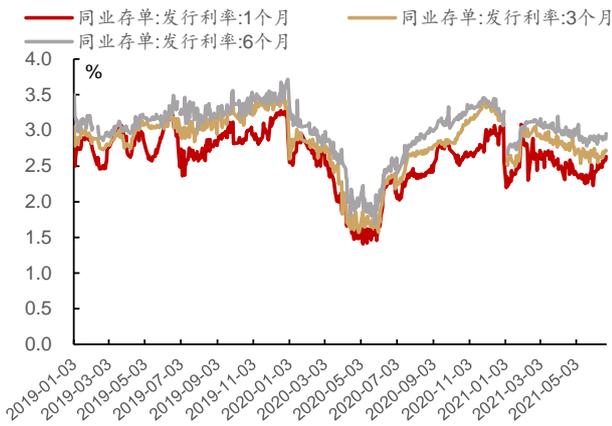
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 36 同业存单结构：大中型银行发行量显著提升



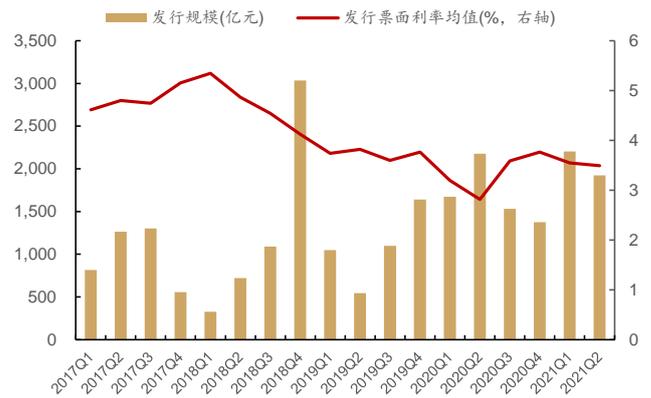
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：6月为截至6月20日数据

图 37 年初以来同业存单发行利率整体下行



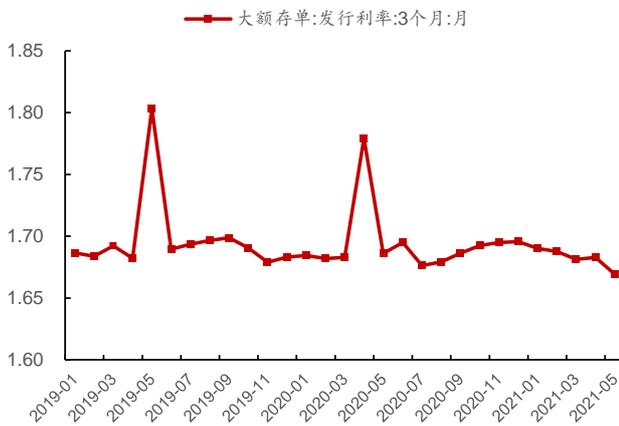
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 38 Q1-2 商业银行金融债发行量升价降



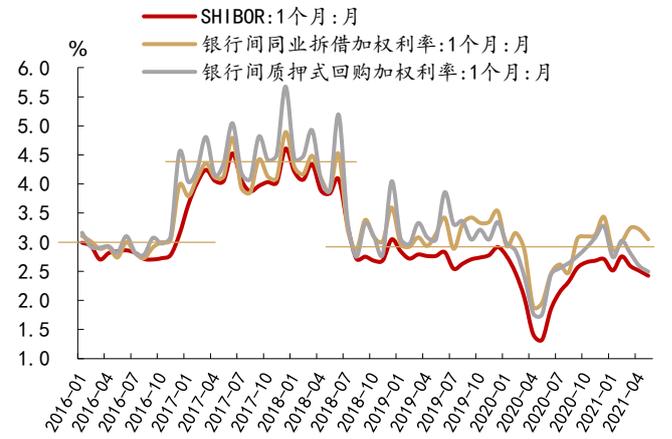
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 39 年初以来 3M 大额存单月均利率整体下行



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 40 银行间市场利率中枢回升至 3% 左右



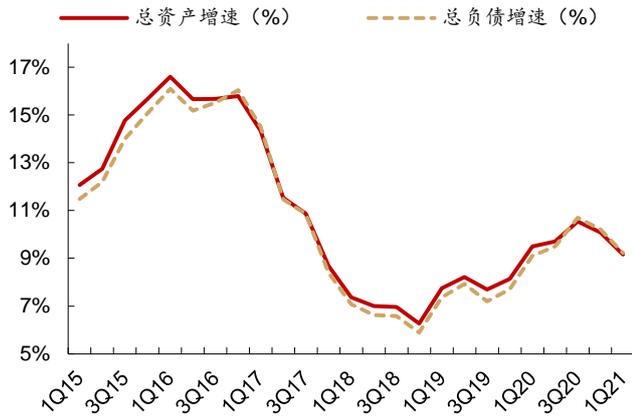
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.1.2 贷款规模稳健扩增的规模贡献度提升

量的角度来看，年初以来银行扩表增速整体趋缓。截至一季度末，银行业金融机构本外币资产和总负债规模分别为 329.6 万亿元和 302 万亿元，增速分别较上年末下降 1.08pct、1.12pct 至 9%、9.1%，也低于上年同期疫情期间的扩表增速。结合银行家问卷调查指数可以看出，21Q1 贷款总需求指数 77.5%，较上年末共提升约 6 个百分点，也创了 2013 年以来新高，大、中小企业指数环比均有明显上行；主要是信贷审批指数自 20Q1 高点以来持续压降，一季度末较上年末再降 2.6pct 至 51%，反映了额度受限、流动性环境边际收紧影响资产扩表。分类别看，大行和股份行年初资产扩表趋缓，增速环比上年末分别放缓 1.9 和 2.6 个百分点，城、农商行增速则环比提升 0.5 和 0.3 个百分点，疫情期间中小银行受机构竞争加剧影响投放受损，伴随经济修复，增速回升的弹性也更大。

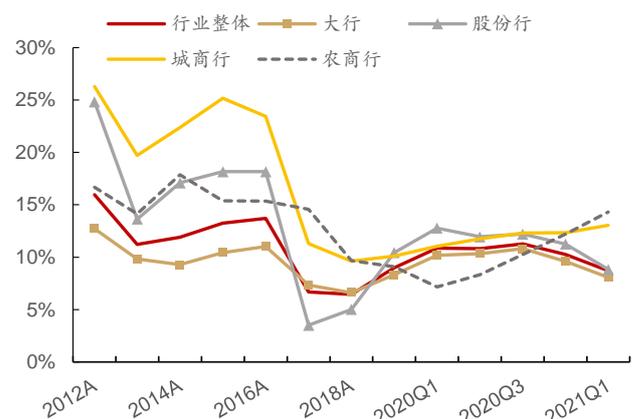
上市银行口径数据趋势同步，一季度末 38 家上市银行总资产规模 216.6 万亿元，较年初扩增 4%，同比增速 8.7%，较 2020 年末增速回落 1.6pct，资产扩表增速趋缓。大行、股份行、城商行和农商行资产同比增速分别为 8.1%、8.8%、13.1%、14.3%，环比 2020 年同比增速，大行和股份行分别降低 1.5pct、2.4pct，城商和农商行分别提高 0.8pct、2.1pct。

图 41 商业银行资产负债增速整体回落



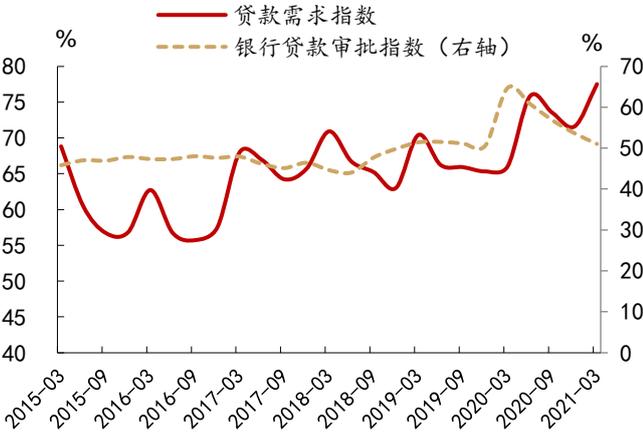
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 42 上市银行一季度资产增速放缓



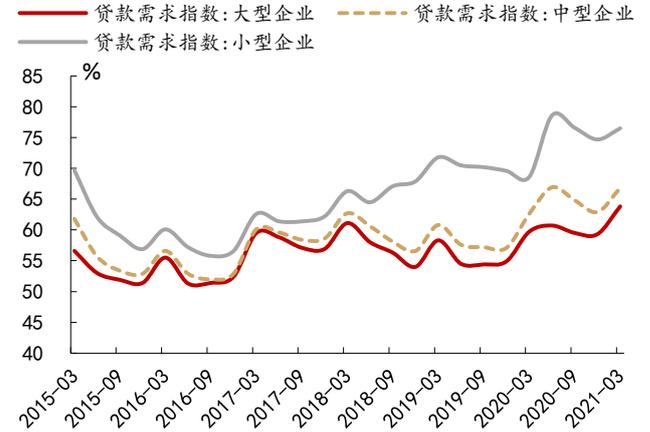
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 43 贷款审批指数回落，贷款需求指数保持高位



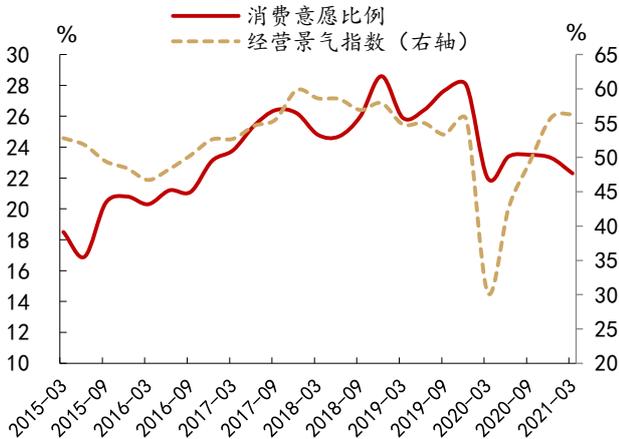
资料来源：万得资讯，《银行家》，华西证券研究所

图 44 一季度各类企业贷款需求指数均保持高位



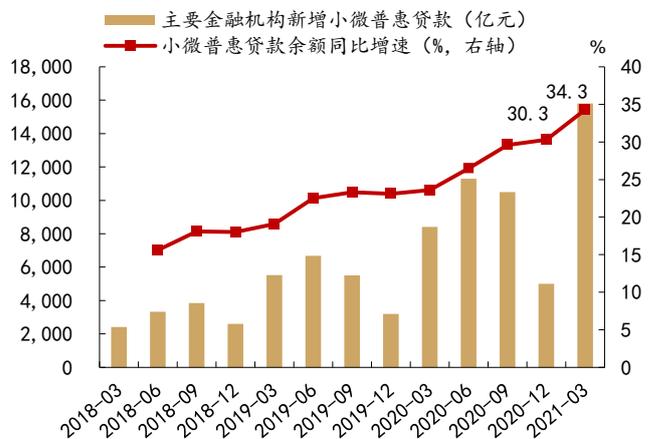
资料来源：万得资讯，《银行家》，华西证券研究所

图 45 经营景气度回升至疫情前水平，消费意愿有待改善



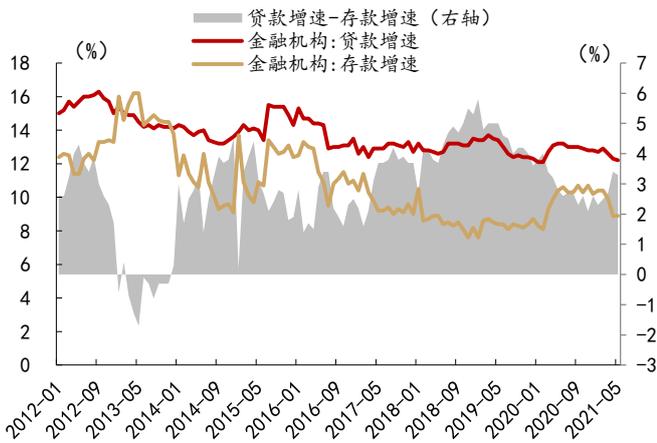
资料来源：万得资讯，《银行家》，华西证券研究所

图 46 普惠小微贷款规模保持 30% 以上高速增长



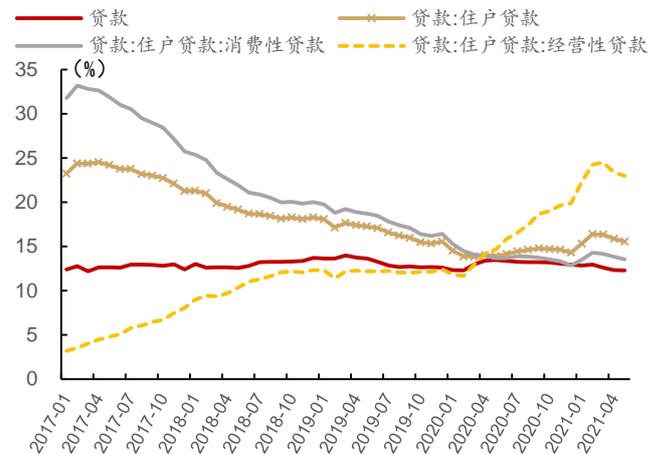
资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 47 贷款和存款增速差走阔



资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

图 48 存款类金融机构居民消费贷增速抬头，经营贷增速上行至高位



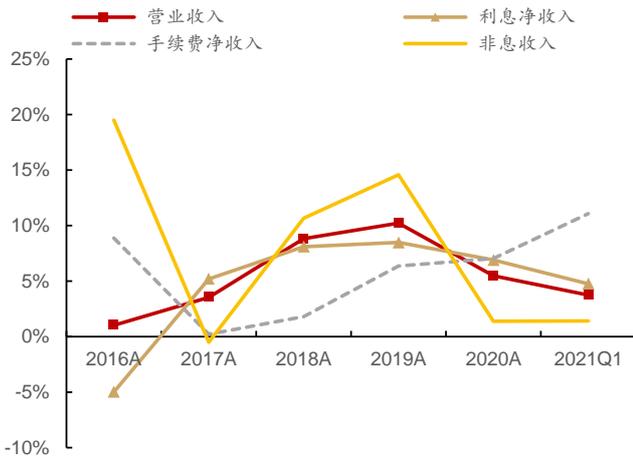
资料来源：万得资讯，央行，华西证券研究所

2.1.3 其他非息收入扰动消化，后续看好中收改善

其他非息收入来看，由于 2020 年报及 2021 一季报会计口径调整，信用卡分期业务收入由手续费调入利息收入致增速环比不可比，重述历史数据后的上市银行 21Q1 净利息收入和手续费净收入增速分别录得+4.77%/+11.04%，同口径下净利息收入增速较 2020 年回落 2.19pct，手续费收入增速较 2020 年显著提升。同时，受市场利率波动和高基数影响，21Q1 其他非息收入是营收端主要拖累，整体负增 9.5%，较 2020 年的-6%负向走阔。

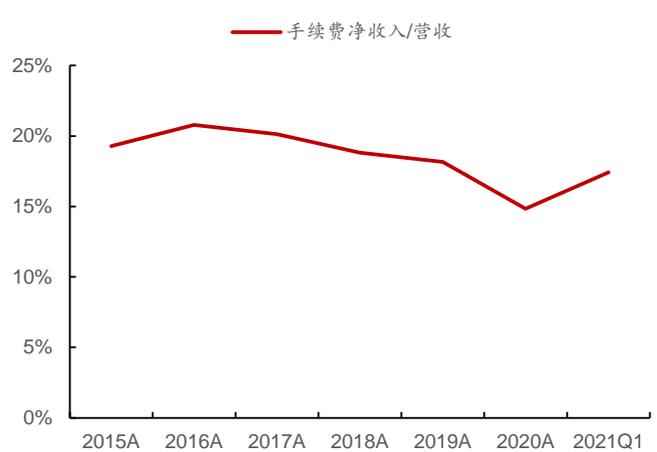
我们看好下半年银行中收修复对营收的拉动，一方面，疫情后居民消费修复，并且从一季度支付数据来看，银行卡发卡量增速（合一卡）以及银行卡渗透率均环比提升，一季度银行卡人均消费金额 2.35 万元，已回升至高于疫情前的水平，在去年低基数下同比大幅增长 30.5%；卡均消费金额 3679 元，同比增长 24.3%，也创 2016 年以来季度增速新高。另一方面，微观层面银行发力财富管理和客户精细化运营，也将拉动中收进一步走阔。同时，伴随后续其他非息收入扰动消化，预计非息收入在营收中的占比将进一步提升，也将明显恢复驱动营收增速的持续回升。

图 49 上市银行三季度手续费净收入增速环比提升



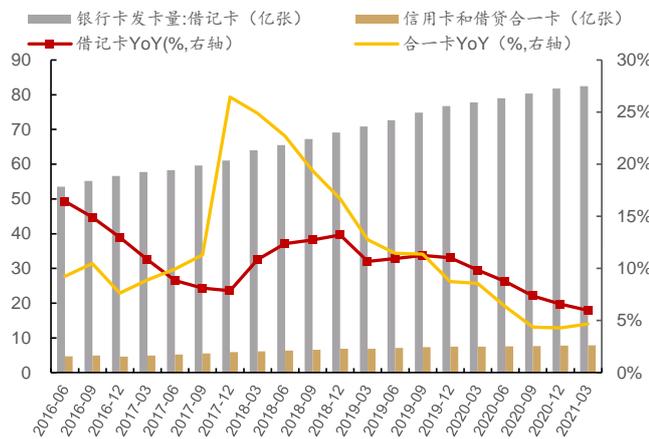
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 50 上市银行手续费收入占营收的比例回升



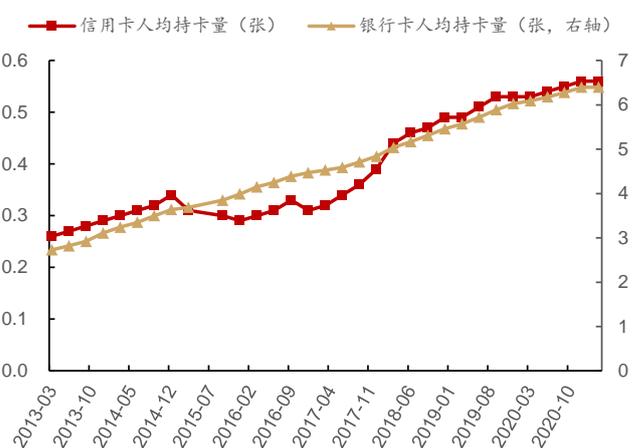
资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 51 银行卡发卡量稳定增长



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 52 人均持卡量保持平稳



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

2.1.4 资本补充压力提升业绩释放动力

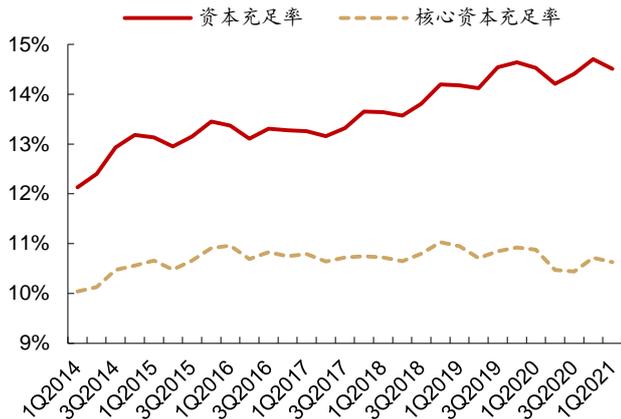
信贷快增加大资本消耗，银行资本充足率回落。一方面，留存利润是我国商业银行主要的核心资本补充方式，2020 年让利实体背景下，银行利润负增削弱了银行的内源资本补充能力。另一方面，今年以来信贷增速虽然边际趋缓但总量仍然保持高投放，对银行资本形成较大消耗，一季度商业银行资本充足率延续回落。据银保监会披露，截至一季度末，商业银行资本充足率和核心一级资本充足率分别为 14.51%、10.63%，较上年末分别下降 0.2 和 0.1 个百分点。此外，国内版 TLAC 新规和建立逆周期资本缓冲机制的出台，对我国系统重要性银行提出具体指标要求，我国上市银行中工农中建四大行被纳入全球 G-SIBs，未来银行面临更多资本补充需求。

今年以来，银行资本补充的方式也更加多元化，除了通过永续债、二级资本债等方式补充资本外还有：1) 继上年末江苏银行配股 200 亿元打破了 7 年市场配股空窗期后，宁波和青岛银行也相继披露配股方案，除了自身夯实核心资本支撑高成长性以

外，也反映了在监管支持下银行通过配股募资的方式更加便捷；2) 各省陆续落地发行专项债补充中小银行资本，除了通过本地国企间接入股的注资方式，还有通过转股协议存款的创新资本工具（补充银行其他一级资本，转股之后变为核心一级资本）；3) 中小银行兼并重组提速，也是出清尾部风险、夯实资本实力的一种方式。

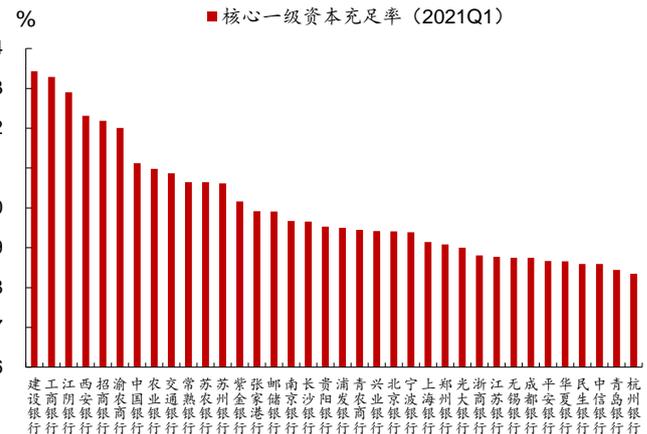
展望后续，资本补充诉求提升业绩释放空间。目前八成上市银行处于破净状态，对定增、转股等外源资本补充仍然有所制约，预计今年业绩释放的动力较强，一方面提升利润留存对资本的补充能力，另一方面业绩兑现利好估值修复以满足再融资需求。

图 53 商业银行资本充足率环比下行



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 54 部分上市银行核心一级资本充足率逼近监管红线



资料来源：万得资讯，公司公告，华西证券研究所

图 55 上市银行定增概况

银行	募资规模 (亿元)	定增价格	发行折价率 (%)	发行对象	定增进程/发行日期
华夏银行	200	以募资总额不超过200亿元、发行股票数量不超过15亿股计算，发行价格为13.33元/股	-	不超过35名特定投资者	董事会预案
贵阳银行	45	10.27元/股（为2019年末经审计的归母每股净资产10.27元/股）	-28.38	贵阳工商产业投资集团等17家机构	2021年4月6日
邮储银行	300	5.55元/股（2019年末归母每股净资产5.75元/股，利润分配实施后调整为5.55元/股）	3.81	控股股东邮政集团	2021年3月15日
长沙银行	58.8	9.8元/股（不低于前20个交易日股价均值的80%与最近一期末经审计归母每股净资产较高者，即不低于9.8元/股）	7.37	衡阳弘瑞产业投资等25家机构	2021年3月10日
郑州银行	46	4.64元/股（为2019年末经审计的除权、除息后归母每股净资产4.64元/股）	-26.09	26名特定投资者	2020年11月5日
南京银行	15	7.62元/股（2018年末归母每股净资产8.01元/股，利润分配实施后调整为7.62元/股）	-3.39	法国巴黎银行、交通控股、江苏省烟草公司	2020年4月20日
杭州银行	8	8.95元/股（2018年末归母每股净资产9.20元/股，利润分配实施后调整为8.95元/股）	-17.15	红狮集团、杭州市财政局、苏高科及苏州高新	2020年4月17日
宁波银行	4	21.07元/股（定价基准日前20交易日股票交易均价的80%为19.83元/股为发行底价，根据报价确定发行价格为21.07元/股）	15.28	不超过10名特定投资者	2020年4月7日

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 56 地方专项债补充中小银行资本梳理

省份	时间	发行规模 (亿元)	注资对象	具体形式
广东省	2020-12	100	普宁农商行、都南农信社、揭东农商行、罗定农商行等	通过粤财控股间接入股
山西省	2020-12	153	山西银行	通过山西金控间接入股
浙江省	2020-12	50	温州银行	通过温州国金间接入股
广西壮族自治区	2020-12	118	北部湾银行等21家银行	可转股协议存款
内蒙古自治区	2020-12	85	鄂尔多斯银行等自治区内其他银行	可转股协议存款
四川省	2021-03	114	4家城商行、7家农商行及10家农村信用合作联社	可转股协议存款
辽宁省	2021-03	100	辽沈银行	通过辽宁金控间接入股
黑龙江	2021-06	123	省内1家城商行17家农商行和26家农信社	可转股协议存款
江西省	2021-06	-	江西银行、九江银行相继公告拟申请不超过35亿元、20亿转股协议存款对接地方专项债资金补充其他一级资本	可转股协议存款

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 57 上市银行 2021 年已披露资本补充计划进程

资本补充类型	上市银行	融资规模 (亿元)	预案公告日	实施进度	资本补充类型	上市银行	融资规模 (亿元)	预案公告日	实施进度
配股	宁波银行	120	2021/1/23	待证监会核准	可转债	兴业银行	500	2021/6/12	董事会预案
	江苏银行	148	2020/7/10	已发行		上海银行	200	2021/1/21	已发行
	青岛银行	50	2021/2/27	证监会受理		南京银行	200	2020/10/29	已发行
定增	华夏银行	200	2021/5/13	股东大会审议通过		杭州银行	150	2021/3/25	已发行
	贵阳银行	45	2020/7/21	已发行		成都银行	80	2021/5/29	股东大会审议通过
	长沙银行	58.8	2020/6/10	已发行		重庆银行	130	2021/5/21	股东大会审议通过
	邮储银行	300	2020/12/1	已发行		苏州银行	50	2021/4/8	已发行
二级资本债	工商银行	300	2021/1/14	2020年8月22日获批，分三次发行完成，今年1月22日最后一批300亿已发行		张家港市	20	2021/6/15	已发行
	招商银行	1500	2021/3/20	董事会预案		无锡银行	5	2021/6/10	已发行
	平安银行	300	2021/3/16	董事会预案		交通银行	415	2021/6/3	已发行
	中国银行	100	2021/3/12	已发行	中信银行	400	2021/4/19	已发行	
	中国银行	150	2021/3/12	已发行	工商银行	700	2021/6/1	获准发行1000亿，本次发行700亿	
	华夏银行	300	2021/5/28	股东大会审议通过	中国银行	500	2021/5/12	获准发行1000亿，去年年底已发行500亿，本次发行500亿	
	宁波银行	60	2021/5/31	获准发行95亿，本次发行60亿	民生银行	300	2021/4/14	获准发行750亿，本次发行300亿	
	长沙银行	20	2021/5/21	已发行	齐鲁银行	25	2021/3/24	已发行	
	青岛银行	20	2021/5/21	已发行	青农商行	20	2021/3/22	已发行	
	青岛银行	40	2021/3/17	已发行	厦门银行	15	2021/3/19	已发行	
	苏农银行	5	2021/4/12	已发行	邮储银行	300	2021/3/16	已发行	
	渤海银行	90	2021/1/12	已发行	九江银行	40	2021/4/8	已发行	
					九江银行	30	2021/2/4	已发行	
				苏州银行	60	2021/5/29	银保监会核准		
				渝农商行	80	2021/5/11	银保监会核准		

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 资产质量延续改善，信用成本压降打开业绩修复空间

行业资产质量拐点已现，宏观经济企稳、企业盈利修复、偿付能力改善是基础。

首先，从各项存量指标来看：一季度银行资产质量指标全线向好，商业银行不良贷款率再降 4BP 至 1.8%。结构上，一季度大行和股份行不良率均环比降 5BP 至 1.47%和 1.45%；农商行高基数下出清力度较大，不良率大降 18BP 至 3.7%；城商行年初不良率走高 13BP 至 1.94%。上市银行资产质量更优，一季度末上市银行整体不良贷款率仅 1.4%，较年初再降 8BP，降幅走阔（2020A 不良率环比 20Q3 降 2BP）。

1) 不良认定：经过 2020 年监管引导强化不良认定，商业银行逾期 90+/不良已降至低位，2020 年末仅 62.5%，部分银行逾期 60 天以上贷款也全部纳入不良，不良认定非常审慎。

2) 先行指标：一季度商业银行关注类贷款也再次实现双降，规模环比上年末小幅压降 1%，占比降低 15BP 至 2.42%的历史低位。

3) 不良处置：一季度银行业共核销不良贷款 1730 亿元，同比继续保持多增的趋势。不良压降拉动行业拨备覆盖率环比提升 2.67pct 至 187.1%，拨贷比收于 3.38% 基本平稳；上市银行拨覆率更高达 219.9%，较年初提升 5.5pct。

其次，今年以来，各地专项债支持中小银行资本补充，以及中小银行兼并重组提速，监管维护不发生系统性风险的态度明确。

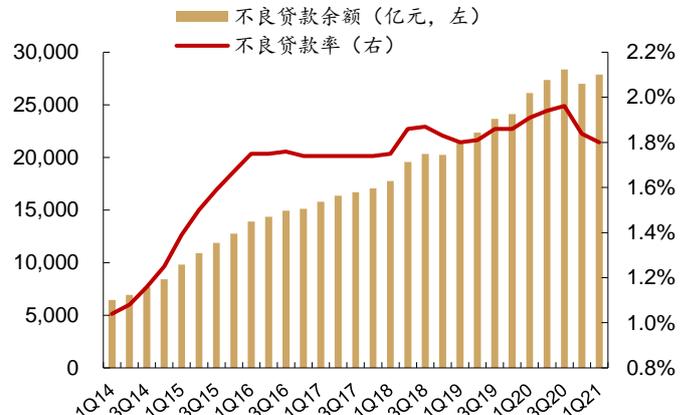
总体来看，2020 年以来监管持续引导银行做实资产分类、加快不良出清和足额计提拨备，银行资产质量拐点已现，预计年内伴随企业盈利的改善，各项指标将延续改善趋势，进一步打开业绩释放的空间，促进银行估值修复。

图 58 一季度核销同比继续多增



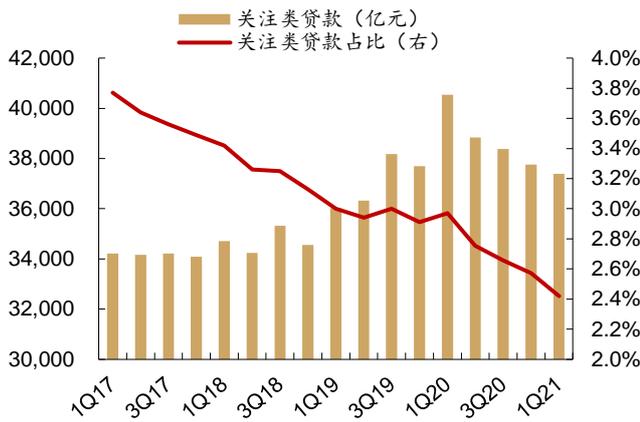
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 59 商业银行不良贷款和不良率拐点显现



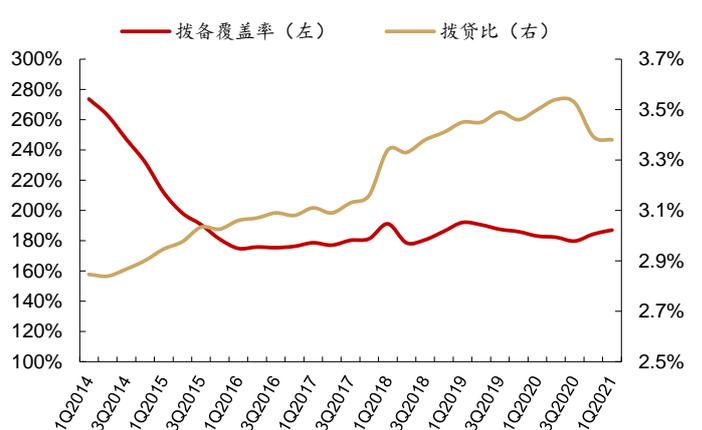
资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 60 商业银行关注类贷款连续四个季度双降



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

图 61 拨备覆盖率触底回升



资料来源：万得资讯，银保监会，华西证券研究所

2.3. 资管新规过渡期年底收官，财富管理市场起航

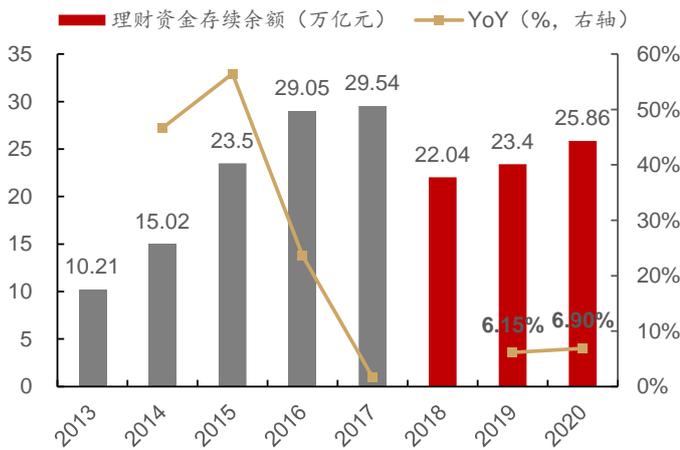
除了关注银行业绩基本面的向上，我们认为中长期来看表外财富管理业务是行业重要的发展趋势。

一方面，资管新规过渡期渐近，存量老产品的整改将提速，为过渡期完成后的工作做基础准备。

另一方面，伴随资管新规影响的逐步消化，理财市场迎来调整后的再次启航，可比口径下 2019 年非保本理财余额回归实现正增 6.15%，2020 年规模达到 25.86 万亿元，同口径下增速进一步提升至 6.9%。银行业理财登记托管中心披露的一季度银行理财市场报告中，截至 3 月末，理财市场规模达到 25.03 万亿元，同比增长 7.02%，其中净值型理财存续规模 18.28 万亿元，占比 73.03%，同比提升 23.88 个百分点。

此外，距首批银行理财子公司开业已经两年，截至目前，我国获批筹建的银行理财子公司总数增至 26 家。其中包括 6 家国有行、10 家股份行、6 家城商行、1 家农商行以及 3 家中外合资机构。2020 年年报中银行理财子公司业绩亮眼，反映了新产品规模大幅提升下，受托管理产品营收高增，理财业务收入盈利能力强劲增长。海外巨头贝莱德和施罗德等以合资形式入局，也将促进我国理财市场加速转型，未来更具想象空间。

图 62 理财产品规模增速回升



资料来源：银行业理财登记托管中心《中国银行业理财市场年度报告（2020）》，华西证券研究所；注：1）2018年资管新规后理财规模仅统计非保本理财，历史数据不可比。2）2020年增速是对历史数据回溯后的增幅。

图 63 部分银行理财子公司业绩表现

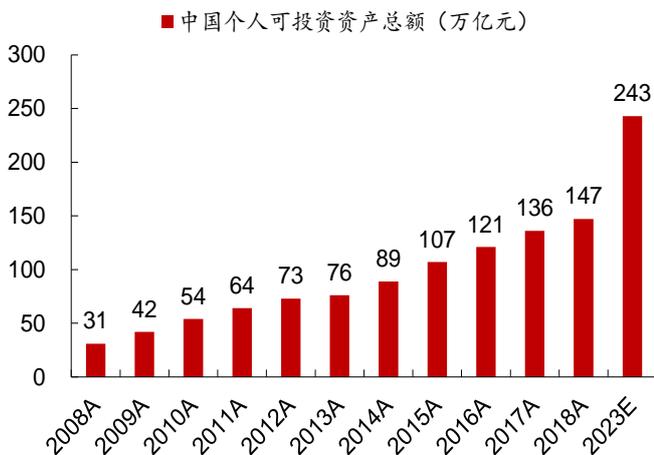
名称	总资产 (亿元)	净利润 (亿元)	开业日期
工银理财	178.61	4.08	2019-06
建信理财	161	3.35	2019-06
农银理财	135.2	9.91	2019-08
中银理财	110.65	4.55	2019-07
中邮理财	98.52	11.87	2019-12
交银理财	88.74	6.65	2019-06
招银理财	80.61	24.53	2019-11
兴银理财	69.52	13.45	2019-12
信银理财	59.93	5.95	2020-07
光大理财	59.14	5.64	2019-09
平安理财	54.3	1.65	2020-08
华夏理财	30.79	0.4	2020-09
徽银理财	22.03	1.09	2020-04
南银理财	20.58	0.32	2020-08
苏银理财	20.27	-	2020-08
渝农高理财	20.04	0.06	2020-06
宁银理财	18.8	2.97	2019-12
杭银理财	12.16	1.29	2020-01
青银理财	10.32	0.03	2020-11

资料来源：公司公告，中国证券报，华西证券研究所

财富管理作为银行业的重要行业发展趋势，银行纷纷发力财富管理领域，而我国现阶段宏观经济环境也为财富管理业务提供肥沃土壤。居民财富的增长和理财意识的觉醒、高净值客群扩容、老龄化驱使下养老金融配置诉求提升等客观条件催生财富管理的巨大市场，以及供给角度上，大财富管理具有弱周期、资本消耗少、高盈利以及大负债管理等特征，都成为金融机构布局大财富管理业务的内生动力。今年以来，以招行、兴业为代表的多家银行表示将发展财富管理业务作为未来的战略重点，围绕业务模式、管理体系、人才队伍、激励约束机制展开布局。

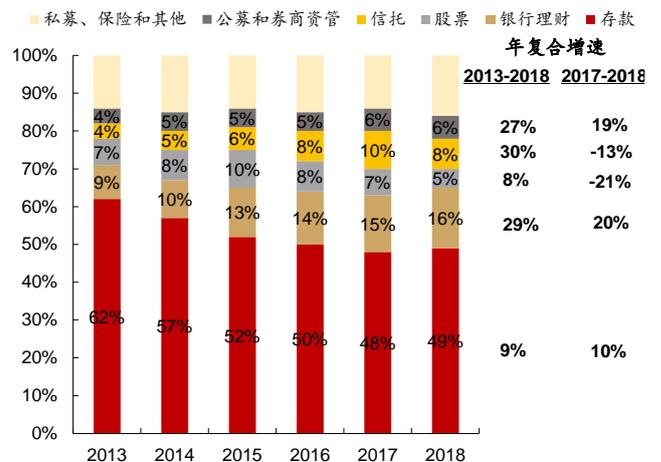
伴随未来财富管理大幕的拉开，将进一步加剧银行经营分化，未来具备较强产品设计、资产配置、客群精细化运营能力，或者渠道优势的机构将脱颖而出。

图 64 中国居民可投资资产规模持续扩增



资料来源：《中国私人银行 2019》（建行&BCG），华西证券研究所

图 65 我国个人可投资金融资产构成



资料来源：《中国私人银行 2019》（建行&BCG），华西证券研究所

3. 行业投资观点及个股推荐

3.1. 盈利预测：营收增速上行，业绩增速大概率上修

在当前时点来看，制约银行估值的主要因素发生边际变化，去年疫情期间市场情绪主要受到金融让利实体政策、以及对金融风险和银行资产质量担忧的影响，而今年国内企业盈利情况在持续改善，2021 年大幅让利的的基础不再，板块预期差我们认为在于下半年息差上行幅度、资产质量持续改善和财富管理大发展带动的非息收入空间。预计行业业绩存在大概率上修的情况。

基于最新的年报数据以及目前对行业息差和资产质量进一步改善的预期，我们调整行业的盈利预测，预计 2021 年上市银行营收增速较 2020 年回升，且将回升至两位数，而利润增速也将转负为正，预计净利润同比增长 8%。敏感性分析显示，整体业绩区间为 6.9%-12%。

图 66 2021 年上市银行业绩敏感性分析

信用成本 \ 息差	2.04%	2.06%	2.08%	2.10%	2.12%
1.32%	9.0%	10.4%	11.8%	13.2%	12.90%
1.34%	7.8%	9.2%	10.6%	12.0%	11.70%
1.36%	6.7%	8.0%	9.4%	10.8%	10.60%
1.38%	5.5%	6.9%	8.2%	9.6%	9.40%
1.40%	4.3%	5.7%	7.1%	8.4%	8.20%

资料来源：万得资讯，华西证券研究所

3.2. 业绩确定性强且上修概率下，板块估值仍具上修空间

估值上修，板块获超额收益。复盘板块，年初以来截至 6 月 20 日，A 股银行板指整体上涨 8.7%，跑赢沪深 300 指数 10.8 个百分点。按中信一级行业分类，银行板块涨跌幅排名 7/30。板块获得相对收益的阶段集中在年报和一季报披露期间，业绩兑现提振市场情绪，虽然部分领域监管政策趋严、以及社融增速下行对板块有一定扰动，但整体基本面向上预期催化板块获得相对收益。

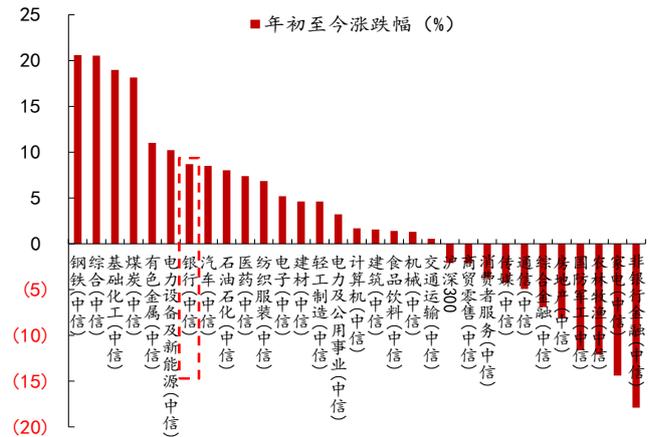
股指涨幅跑赢大盘的同时，个股涨跌幅分化加剧：一方面头部银行涨幅超 30%，老 16 家上市银行表现较好的是南京 (+32.15%)、招商 (+24.44%)、平安 (+18.04%)，次新股里表现较好的是江苏 (+38.05%)、成都 (+22.21%)、邮储 (+7.95%)；另一方面，38 家上市银行中 21 家收跌。

图 67 银行指数跑赢沪深 300 指数 10.8pct



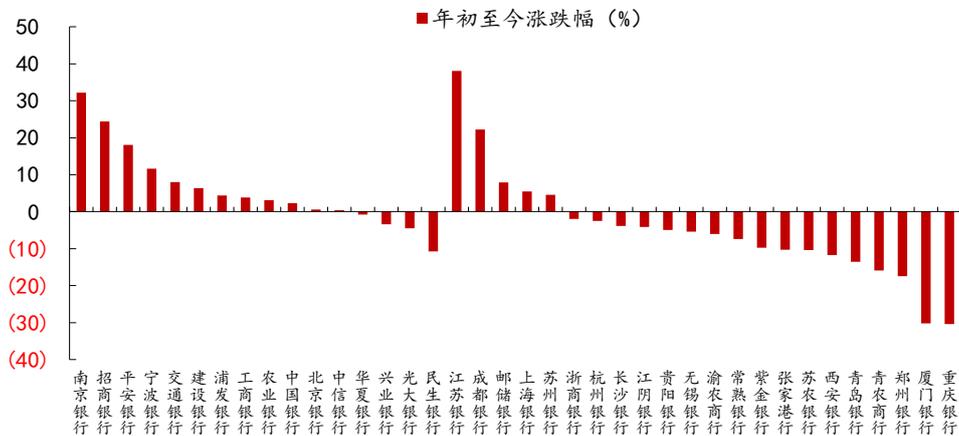
资料来源：万得资讯，华西证券研究所；注：截至 6/20，后同

图 68 银行板块涨跌幅排名 7/30



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 69 江苏、南京、招商、成都涨幅居前，均超 20%



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

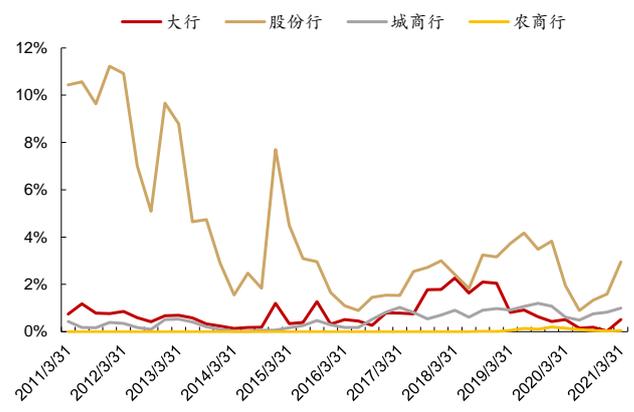
主动基金+北上资金增配：从主动基金持仓银行股来看，一季度基金银行股仓位比例 4.52%，环比 2020Q4 的 2.47% 大幅提升 2.05 个百分点，2020 中期以来持仓比例已持续回升至疫前水平。各类别银行均获基金增配，大行、股份行、城商行、农商行基金持仓分别环比上行 0.49pct、1.36pct、0.17pct、0.02pct 至 0.52%、2.95%、1%、0.05%，股份行获机构投资者青睐。同时，年初以来北上资金整体净流入板块。

图 70 一季度基金银行股仓位环比延续回升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 71 各类别银行持仓环比均上升



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

图 72 年初以来北上资金整体净流入板块



资料来源：万得资讯，华西证券研究所

展望下半年，一方面在中报业绩高增的兑现和催化下，板块估值整体仍有较大提升空间；另一方面在下半年经济形势的进一步加固下，行业全年业绩具有上修的可能，也将支撑估值中枢的进一步回升。目前行业静态 PB 在 0.72 倍左右，处于历史 10%分位，具有较高的配置性价比，我们预计整体估值中枢有望回到 0.8 倍以上，同时个股估值差异边际上将有所回落，维持行业“推荐”的投资评级。具体投资主线：

维度一：零售业务突出的银行，受益于表内消费恢复以及表外财富管理，招商、平安、兴业、青岛等；

维度二：区域优势突出、经营稳健的银行，兼具高成长和高盈利性：成都、长沙等；

维度三：估值低但中期开始业绩将有明显改善的大行等。

4. 风险提示

1) 疫情反复导致宏观经济下行压力超预期，企业盈利大幅下行，银行信用成本显著提升。宏观经济目前处于疫后修复阶段，若疫情控制不及预期导致宏观经济出现超预期下滑，加剧银行资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收，从而影响行业利润增速。

2) 企业投资和居民消费恢复较弱，信贷需求修复不及预期，影响银行规模增量。信贷需求受宏观经济和监管政策多方面影响，若后续经济下滑、监管趋严等外部不利因素制约，银行扩表或受到限制。

3) 中小银行经营分化，个别银行的重大经营风险等。利率市场化和财富管理大发展背景下，银行经营分化加剧，部分中小银行受限于经营效率和盈利能力，或面临出清的风险。

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。