

景气度延续上行，看好特色银行持续领跑

——银行业2021年中期策略

东兴证券银行业研究团队

林瑾璐（分析师） 执业证书编号：S1480519070002 010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

田馨宇（研究助理） 执业证书编号：S1480119070044 010-66555383 tianxy@dxzq.net.cn

□ 宏观环境展望

- “稳货币+紧信用”政策有望延续，有利于银行稳定息差。预计下半年货币政策仍将保持稳健中性，有望延续“稳货币+紧信用”态势。在信贷供需紧平衡下，银行议价能力提升，有利于稳定净息差。
- 监管政策压力缓解，市场化经营空间扩大。2021年监管政策较去年相对缓和，银行让利实体压力缓解，市场化经营空间和业绩弹性将有所扩大。同时，互联网金融监管趋严，有利于银行消费贷、个人客户回流；长期看有助于降低银行体系信用风险、流动性风险。

- ## □ 行业基本面展望：
- 经济持续复苏和常态化政策环境有助于银行基本面持续向好。一方面，预计息差企稳或小幅回升，对净利润贡献有望转正；另一方面，资产质量持续改善，信用成本下降增厚业绩释放。我们认为信用成本下降对业绩增厚的贡献会更大，或是估值中枢抬升的最强支撑。预计银行业绩和估值继续分化，存款贷款基础好、客户粘性强的银行占优。

- 规模：社融增速逐步回落，信贷增速继续放缓。“稳货币+紧信用”政策下，银行信贷投放受制约，预计社融增速自高点持续回落，新增信贷规模也将呈逐步回落态势。预计2021年上市银行新增信贷规模与去年大致持平，2021年信贷同比约增长11.4%。

- 息差：有望企稳或小幅回升，对净利润贡献或转正。（1）新投放贷款利率有提价空间，资产端利率回升趋势确立。从信贷供需关系来看，供需紧平衡下，预计下半年新发放贷款利率仍有提价空间。但考虑到监管降低实体融资成本的基本目标，预计贷款利率不会大幅上行，或呈现小幅回升态势。从资产结构来看，预计今年银行信贷资产、特别是零售贷款占比将有所提升，资产结构优化有助于银行资产端综合收益率提升。（2）负债端存款竞争依然激烈，监管推动负债成本稳定。今年银行信用扩张放缓，存款派生同步减弱，存款竞争依然激烈。但监管同时出台政策维护存款市场有序竞争，稳定银行负债成本；包括压降结构性存款等高息产品，加强互联网存款、异地存款管控，以及存款利率上限报价机制改革（长期有望逐步打破存款成本刚性，负债成本或缓慢下行）。相较存款成本上行，我们认为部分银行存款量的增长压力更大。客户基础扎实、渠道下沉的银行存款端优势更加明显。综合来看，预计一季度或为息差阶段性低点，全年净息差有望企稳或小幅回升，息差对银行净利润的贡献有望转正。

- 资产质量：资产质量平稳向好，信用成本下行增厚业绩释放。近年来，银行持续大力度确认和处置不良贷款，存量不良包袱大幅减轻；不良认定标准趋严，资产质量账面指标真实性大幅提升。随着企业盈利能力改善、偿债压力缓解，预计对公贷款不良生成率将逐步下降。信用卡及消费贷不良暴露高峰已过，有望伴随经济和消费的修复逐步转好。当前商业银行拨备覆盖率处于较高水平，随着经济持续修复及不良生成的改善，预计后续拨备计提趋于正常化，信用成本有望边际下降，银行业绩平稳释放可期。

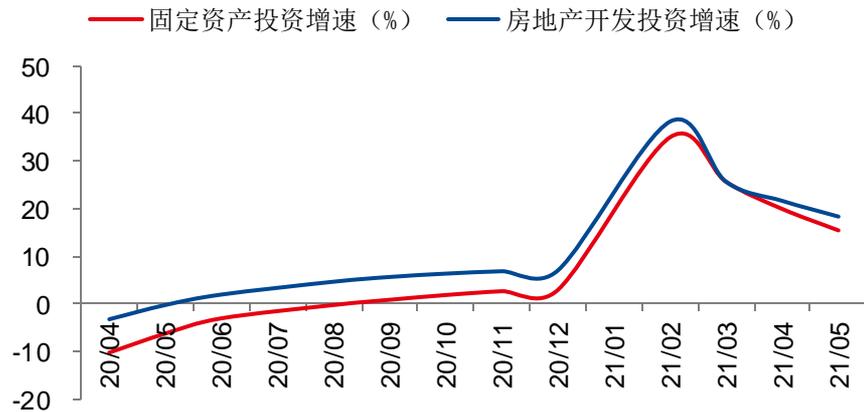
- ## □ 投资建议：
- （1）看好零售型银行发展前景：随着居民财富的积累、财富管理意识的增强，我国财富管理行业将进入快速发展阶段。财富管理业务具备轻资本、弱周期、高中收贡献的特征，是银行应对息差长期收窄压力的重要转型方向之一。综合考虑客户基础、销售渠道、产品体系以及金融科技能力等因素，我们看好头部机构在财富管理领域的竞争力，重点推荐招商银行、平安银行。（2）看好具备区位优势、特色业务模式的中小银行：由于监管限制区域性银行异地展业，未来受当地经济发展的影响会越来越大。建议首选经济增长较快区域的龙头银行，有望长期受益于地区经济高速增长，重点推荐宁波银行。

- ## □ 风险提示：
- 经济环境不确定性因素增多，导致经济下行；资管新规过渡期临近，非标类资产处置不当或引发银行资产质量恶化超预期等。

- **宏观环境展望**
- 行业基本面展望
- 板块走势回顾
- 行业观点及投资建议

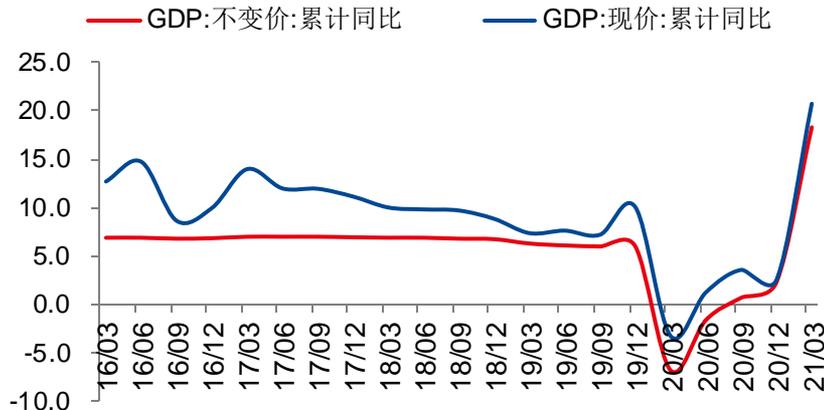
宏观经济复苏延续，投资、消费持续恢复。去年新冠疫情对我国经济造成短暂冲击，但随着疫情防控取得积极成效，国内经济自去年下半年起进入持续复苏阶段。2020年中国实际GDP增长2.3%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。今年年初以来，国内经济呈现稳定恢复态势，需求持续回暖；一季度GDP同比增长18.3%，两年平均增长5%；官方制造业PMI持续处于荣枯线以上。前4个月固定资产投资累计同比增长15.4%，社会消费品零售总额累计同比增长25.7%，经济复苏动能依然较强。

图：前5个月固定资产投资累计同比增长15.4%



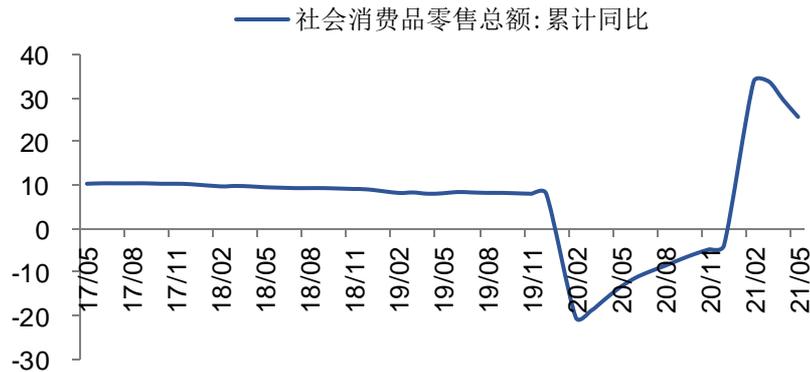
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图：2021年一季度GDP同比增18.3%



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图：前5个月社零总额累计同比增长25.7%

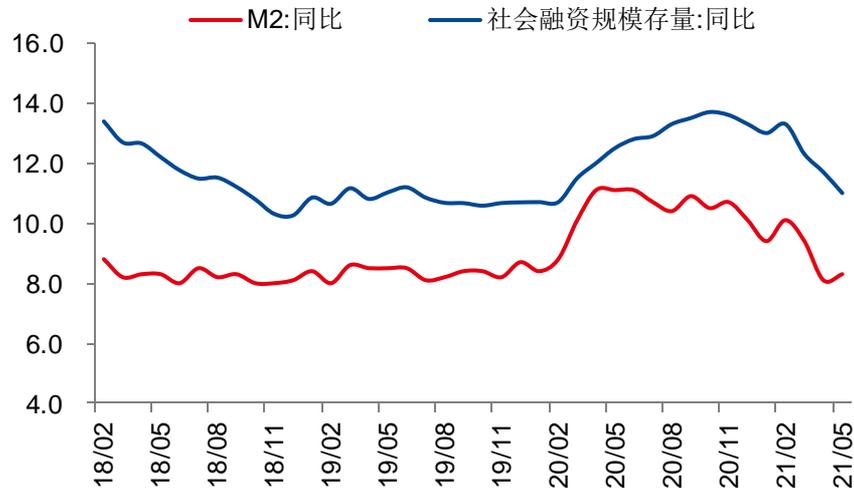


资料来源: wind, 东兴证券研究所

货币政策回归常态化，信贷供给偏紧、需求旺盛，有利于银行稳定净息差。2020年下半年以来，国内政策逐步回归常态化。货币政策灵活精准、合理适度，保持稳健中性；LPR连续14个月保持不变。信用政策导向稳杠杆，监管加强了对银行信贷投放额度的管控力度，特别是房地产行业、以及消费贷经营贷，信用供给整体偏紧，M2 和社融增速相继见顶回落。整体来看，2021年以来货币政策常态化，信用供给边际收紧；而经济持续复苏下，需求仍然保持旺盛，有利于银行稳定净息差。

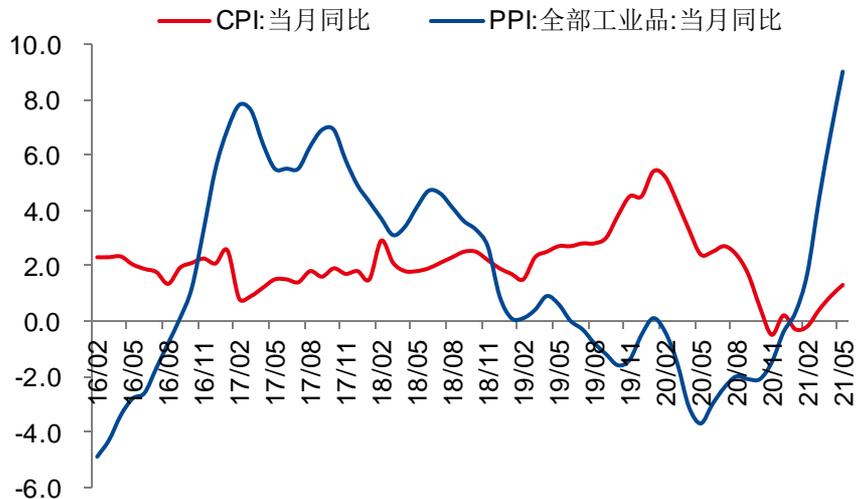
预计货币政策难因短期通胀预期全面收紧，下半年仍将保持稳健中性。去年下半年以来，全球经济复苏带动大宗商品价格大幅上涨；叠加需求趋热，国内PPI持续回升，5月PPI同比回升至9%，创2017年11月以来新高，引起货币政策收紧预期。然而，当前CPI表现较为平稳，PPI向CPI的传导作用明显减弱，预计今年CPI涨幅较为温和。且从历史经验来看，货币政策更关注CPI，预计短期因通胀预期导致的货币政策全面收紧很难出现。我们判断，下半年货币政策仍将保持稳健中性，有望延续“稳货币+紧信用”态势。

图：M2和社融存量增速逐步见顶回落



资料来源：央行、wind，东兴证券研究所

图：国内PPI持续回升，CPI涨幅较为温和



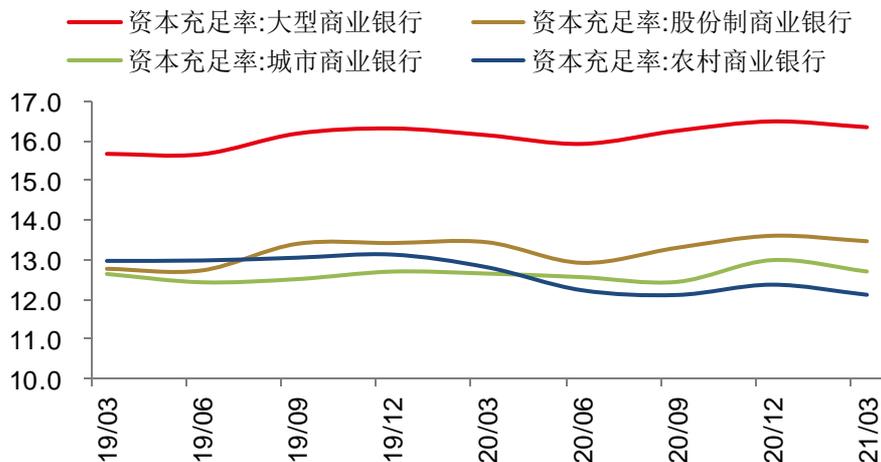
资料来源：国家统计局、wind，东兴证券研究所

监管政策压力缓解，市场化经营空间扩大。从中央经济工作会议、政府工作报告以及央行和银保监会表态来看，今年监管政策相较2020年更为缓和，银行让利实体的压力有所缓解。监管降低了国有大行普惠小微信贷增速要求，政策层面将更加注重防风险和银行资本补充。商业银行市场化经营空间和业绩弹性将有所扩大。

资本要求提高，利润留存内生补充必要性提升。近年来，商业银行资本监管框架正逐步完善，监管对银行资本充足率的要求有所提高。而去年银行业支持实体经济，全年净利润同比负增长，内生资本补充受阻；且在资管新规要求下，部分非标资产回表造成一定核心一级资本消耗；商业银行整体资本补充压力较大。我们认为，未来银行利润增速回归正常，并通过利润留存内生补充资本的必要性大幅提升。

- **全球系统重要性银行 (G-SIBs)：**2020年9月30日，央行、银保监会发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法(征求意见稿)》，明确TLAC监管指标、最低监管要求和时间表，总体上提高了四大行资本充足率要求。
- **国内系统重要性银行 (D-SIBs)：**2020年12月2日，央行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法》，明确评估目的、评估方法和评估流程，从附加资本、杠杆率、大额风险暴露、公司治理、恢复处置计划、信息披露和数据报送等方面提出差异化要求。预计最终纳入D-SIBs的银行在20家左右，资本监管要求或将提高0.5%-2%左右。

图：部分银行资本充足率水平有所下降，资本补充压力较大



资料来源：银保监会，东兴证券研究所

表：目前商业银行资本充足率监管要求

	系统重要性银行	其他银行
核心一级资本充足率	5%+2.5%+1%=8.5%	5%+2.5%=7.5%
一级资本充足率	6%+2.5%+1%=9.5%	6%+2.5%=8.5%
资本充足率	8%+2.5%+1%=11.5%	8%+2.5%=10.5%

资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》，东兴证券研究所

表：TLAC监管要求

监管指标	计算公式	2025最低要求	2028最低要求
TLAC风险加权比率	$(\text{外部总损失吸收能力}-\text{扣除项}) / \text{风险加权资产} * 100\%$	16%	18%
TLAC杠杆比率	$(\text{外部总损失吸收能力}-\text{扣除项}) / \text{调整后的表内外资产余额} * 100\%$	6%	6.75%

资料来源：《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法(征求意见稿)》，东兴证券研究所

前些年互联网金融监管较为宽松，互联网渠道存贷款规模快速增长，对银行传统存贷业务带来冲击。

- **贷款端：**互联网贷款以小额高频的个人消费贷为主。目前互联网贷款的主要模式是联合贷或互助贷，平台方提供客户、风控及小部分资金，赚取相应服务费；银行（资金方）提供全部或大部分资金，赚取利息收入，承担风险。互联网平台具备场景、数据优势，能够以较低成本实现长尾客户的覆盖，一定程度上解决了融资难的问题，同时拓宽了合作中小行的信贷投放渠道（实现跨区域经营）。但随着长尾客户贷款规模的增长，银行体系整体信用风险被抬高。
- **存款端：**部分中小银行借助互联网平台的流量、渠道优势，发放高利率、支取灵活的互联网存款产品，实现异地客户和存款规模的快速增长。一方面，加剧了存款市场的价格竞争，推动银行业负债端成本上行。另一方面，互联网存款稳定性较差，加大了中小银行流动性管理的难度。

2020年以来，监管加强互联网渠道贷款、存款的规范，有助于银行消费贷、客户回流。

- **互联网贷款方面，**小贷新规设定了小贷公司的杠杆率和联合贷出资比例上线，限制头部平台快速扩张。互联网贷款新规明确了银行互联网贷款业务的“出资比例、单一平台集中度、总量规模”量化指标，预计互联网贷款规模增速会大幅下降。我们认为，互联网渠道监管趋严，将对部分客户基础薄弱、高度依赖互联网渠道的中小行带来一定冲击；而对于客户基础好、稳健经营的上市银行，拉平监管有助于消费贷和个人客户回流，且有利于降低整个银行体系信用风险。
- **互联网存款方面，**监管限制银行通过第三方平台开展定期存款、定活两便存款业务，将有助于银行存款成本下行，降低中小银行流动性风险。

表：近期互联网贷款、存款监管政策跟踪

2020-7-17	《商业银行互联网贷款管理暂行办法》
2020-10-31	国务院金融稳定发展委员会专题会议，强调依法将金融活动全面纳入监管，同类业务、同类主体一视同仁。
2020-11-2	《网络小额贷款业务管理办法（征求意见稿）》
2021-2-20	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》
2021-1-15	《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》
2021-2-4	央行召开加强存款管理工作电视电话会议，明确地方法人银行不得以各种方式开办异地存款

资料来源：国务院、央行、银保监会、市场监管总局，东兴证券研究所

表：商业银行互联网贷款主要监管量化指标要求

监管指标	要求
出资比例	商业银行与合作机构共同出资发放互联网贷款（联合贷），单笔贷款中合作方的出资比例不得低于30%。
单一平台集中度	商业银行与单一合作方发放的本行贷款余额不得超过一级资本净额的25%。
总量规模	商业银行与全部合作机构共同出资发放的互联网贷款余额，不得超过全部贷款余额的50%。

资料来源：《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》，东兴证券研究所

- 宏观环境展望
- **行业基本面展望**
- 板块走势回顾
- 行业观点及投资建议

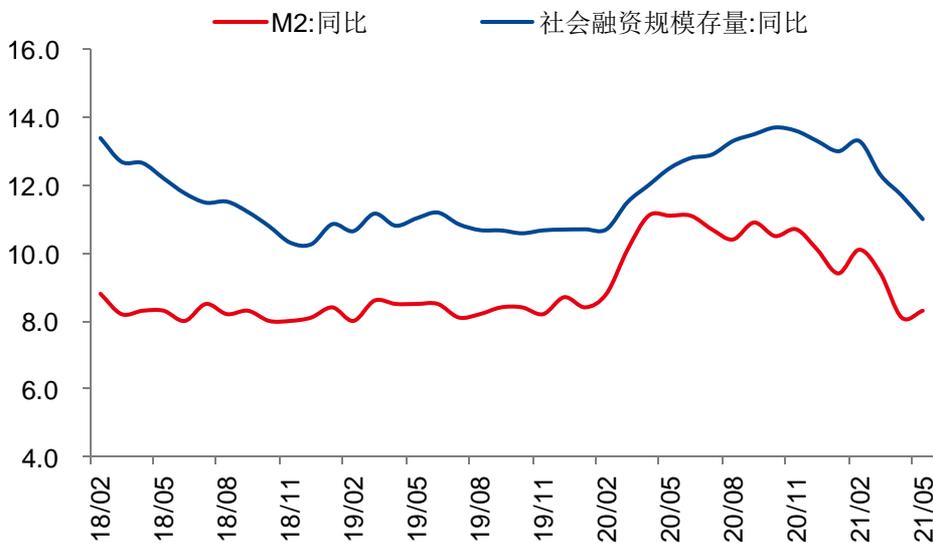
规模：社融增速逐步回落，信贷增速继续放缓

预计社融增速自高点持续回落。在货币政策逐步回归常态化以及紧信用政策下，商业银行信贷投放受到制约，社融增速呈现逐步回落趋势。预计2021年末社融增速为10.8%，较2020年末下降约2.5pct。

资产规模平稳扩张，信贷增速或放缓。今年以来，信用政策逐步收紧，监管加强了银行信贷投放额度管控，特别是房地产行业；并且严查消费贷、经营贷流入房地产市场。此外，考虑到年末资管新规过渡期到期，非标资产回表或对部分银行资本带来一定压力，且轻资本转型说易行难，部分低资本充足率银行扩张受制。我们认为，新增信贷规模将呈逐步回落态势。

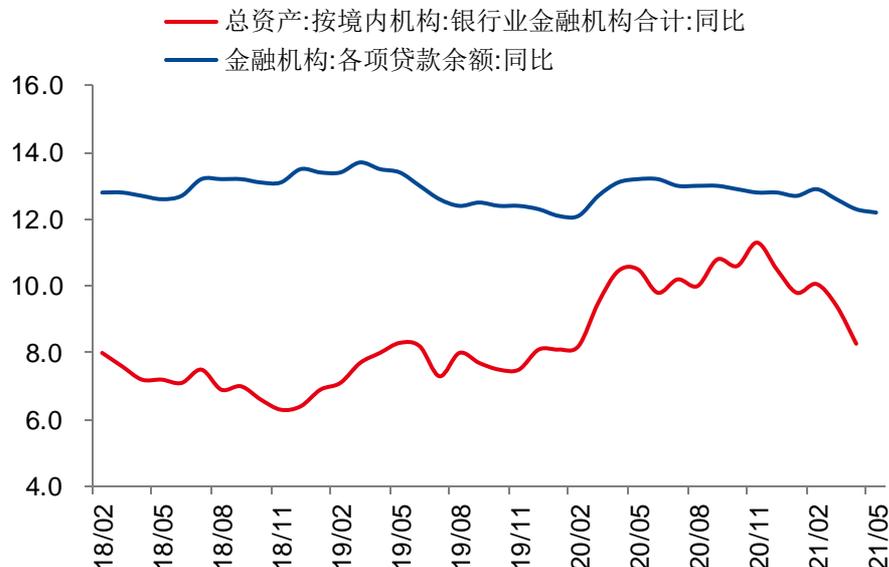
根据调研反馈，预计2021年上市银行新增信贷规模与去年大致持平；在此假设基础上，测算2021年信贷同比增11.4%。由于目前信贷投放在地区间分化依然较大，我们认为业务重点布局在经济发达地区的银行信贷规模仍有望维持较高增速。

图：社融增速自高点持续回落，5月末存量社融同比增11.0%



资料来源：央行、wind，东兴证券研究所

图：年初以来银行信贷增速逐步放缓

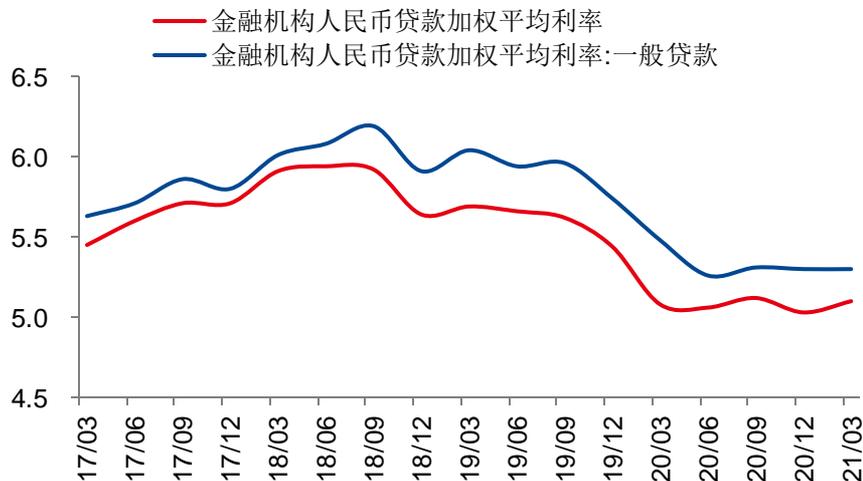


资料来源：央行、wind，东兴证券研究所

1Q21商业银行息差环比下降3bp至2.07%，主要是去年LPR下调后，中长期贷款、特别是个人按揭贷款重定价的滞后影响。（目前存量贷款重定价已基本结束，重定价影响已消化）**展望下半年，我们认为：**

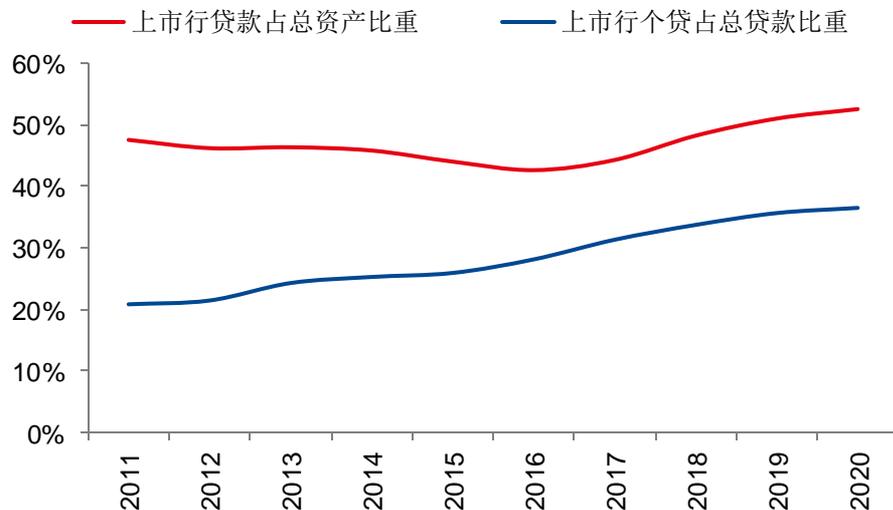
资产端：新投放贷款利率有提价空间，资产端利率回升趋势确立。预计下半年货币政策将保持稳健中性，LPR短期内维持稳定。我们主要从信贷供求关系、资产结构变化两个角度分析下半年资产端收益率走势。（1）信贷供求角度：年初以来信用供给收紧、需求旺盛，银行议价能力提升，新发放贷款利率已有所上行。供需紧平衡下，预计下半年新发放贷款利率仍有一定提价空间。但考虑到监管降低实体融资成本的基本目标，预计贷款利率不会大幅上行，大概率呈现小幅回升态势。（2）资产结构角度：预计今年银行信贷资产占总资产比重将有所提升，特别是零售贷款。资产结构优化有助于银行资产端综合收益率提升。

图：1Q21 贷款加权平均利率环比提高7bp至5.1%



资料来源：央行、wind，东兴证券研究所

图：近年来上市银行贷款占比，特别是个贷占比持续提高



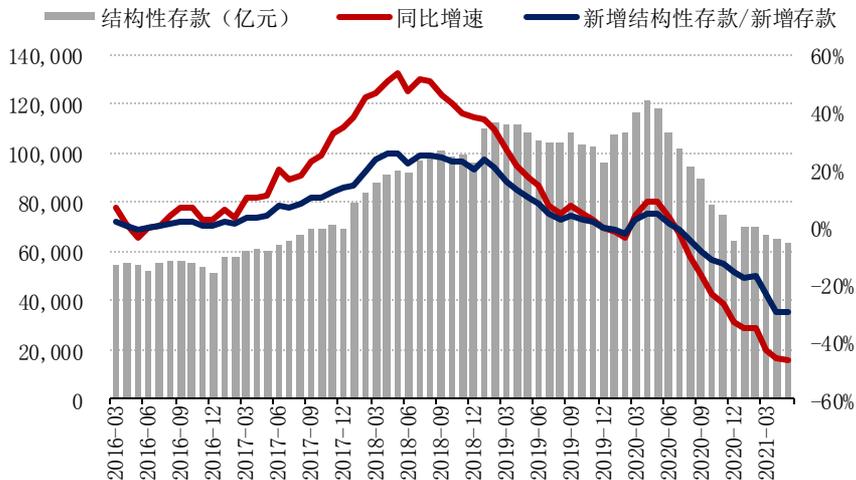
资料来源：上市公司财报、wind，东兴证券研究所

负债端：存款竞争依然激烈，监管推动负债成本稳定。由于2021年银行信用扩张放缓，存款派生将同步减弱，银行揽储压力加大，存款竞争依然非常激烈。但监管同时出台了系列政策维护存款市场有序竞争，稳定银行负债成本；包括压降结构性存款等高息产品，加强互联网存款、异地存款管控，以及存款利率上限报价机制改革（短期对银行存款成本影响较小，长期有望逐步打破存款成本刚性，负债成本或缓慢下行）。我们认为相较存款成本上行压力，今年部分银行存款量的增长压力会更大；**客户基础扎实、渠道下沉的银行存款端优势将更加明显。**

主动负债成本有望维持平稳。主动负债方面，去年银行大幅压降结构性存款、产生负债缺口，缺存款的银行主要通过同业存单承接，进而推动主动负债利率、特别是同业存单利率上行。2021年以来，银行压降结构性存款压力不再，但揽存压力仍较大，部分银行仍需通过同业存单承接存款缺口，目前同业存单利率处于较高水平。在目前揽储压力下，下半年银行主动负债成本或维持在当前水平波动。

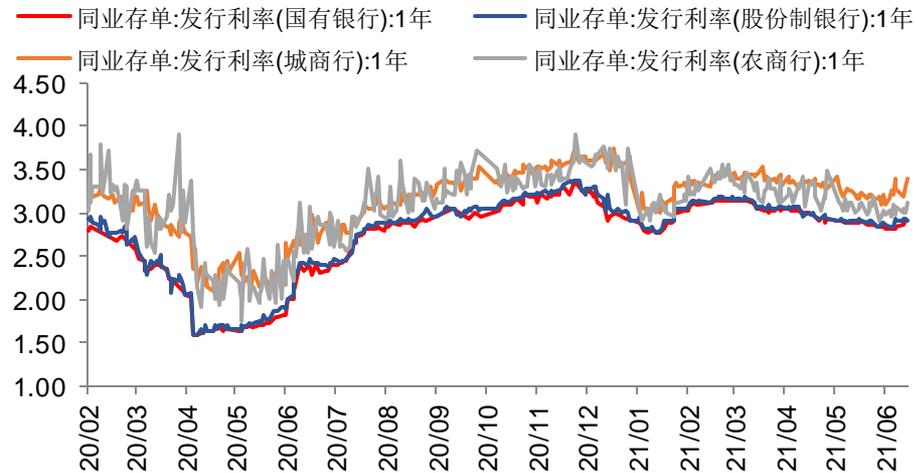
综合来看，预计下半年资产端利率将呈小幅回升态势，负债端付息成本保持平稳。我们判断一季度或为息差阶段性低点，全年净息差有望企稳或小幅回升，息差对银行净利润的贡献有望转正。

图：当前结构性存款已压降至较低水平



资料来源：央行、wind、东兴证券研究所

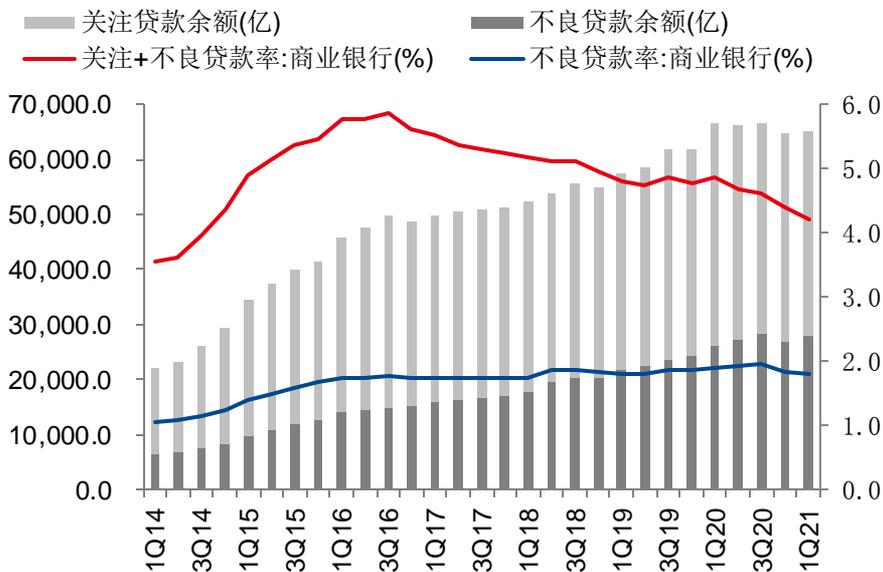
图：同业存单利率目前处于较高位震荡阶段



资料来源：wind、东兴证券研究所

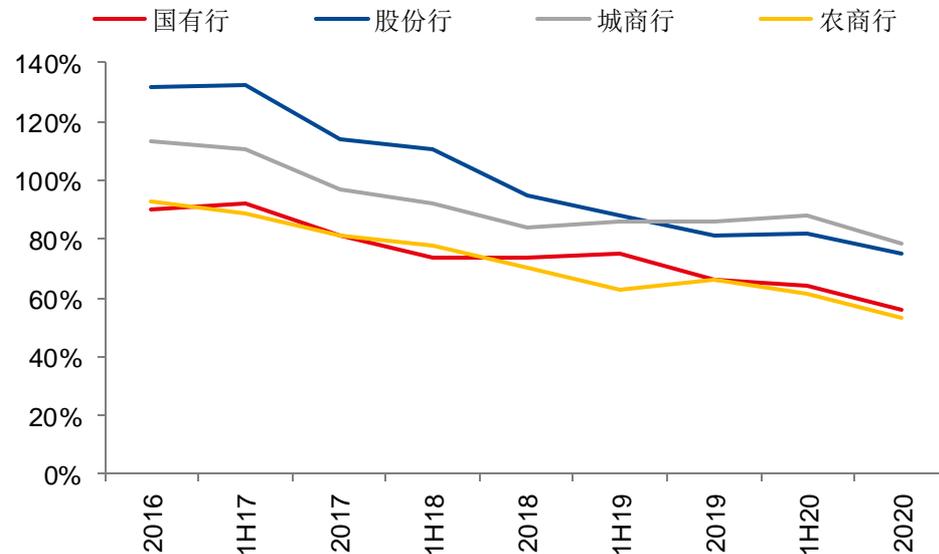
不良确认处置力度大，存量不良包袱大幅减轻。近年来，银行持续大力度确认和处置不良贷款。2020年银行业共处置不良资产3.02万亿，2017-2020年累计处置不良贷款8.8万亿，超过此前12年处置总和。一季度末，商业银行不良贷款余额2.8万亿，较年初增加868亿，不良率1.80%，较年初下降4BP；关注贷款率2.42%，较年初下降15BP。上市银行逾期90天以上贷款/不良贷款持续下降，不良认定标准趋严。整体来看，银行业不良处置力度加大，存量不良包袱已大幅减轻；同时，不良认定标准趋严，资产质量账面指标真实性大幅提升。

图：存量不良包袱大幅减轻，一季度末不良率较年初下降4BP至1.8%；关注率下降15BP至2.42%



资料来源：银保监会、wind，东兴证券研究所

图：上市银行逾期90天以上贷款/不良贷款持续下降，不良认定标准趋严



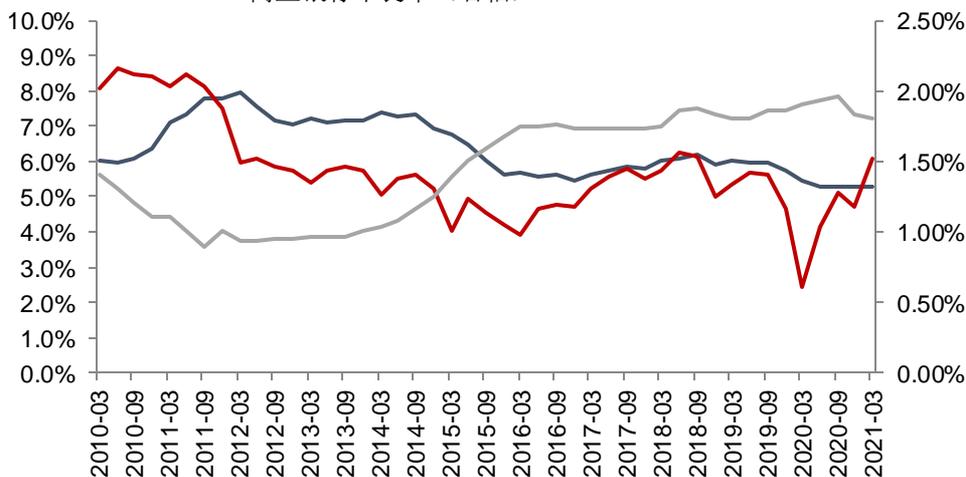
资料来源：上市银行财报、wind，东兴证券研究所

企业盈利能力边际改善，对公贷款不良生成有望下降。银行资产质量与宏观经济环境和客户偿债能力高度相关，即经济复苏→企业盈利改善→偿债压力缓解→不良生成率下降。我们以全部A股非金融企业ROIC与一般贷款利率的差额衡量企业偿债能力。2021年1季度，经济持续复苏、企业盈利改善，A股非金融企业ROIC环比提高1.4pct至6.1%，高于融资成本。企业偿债压力持续缓解，后续银行不良生成压力有望减小。

小微贷款占比较低，延期还本付息对资产质量冲击有限。截至2021年1季度末，普惠型小微贷款余额16.8万亿，占行业总贷款比重9.3%，占比仍较低。2020年初至2021年一季度末，全国银行业金融机构累计延期还本付息规模为9.2万亿。结合上市银行调研反馈，判断存量延期还本付息贷款规模占总贷款比重不足1%，对银行整体资产质量冲击有限。2021年3月30日，央行等五部门决定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至年底，将有助于经济复苏成果巩固及银行资产质量改善。

图：ROIC vs 信贷投放利率

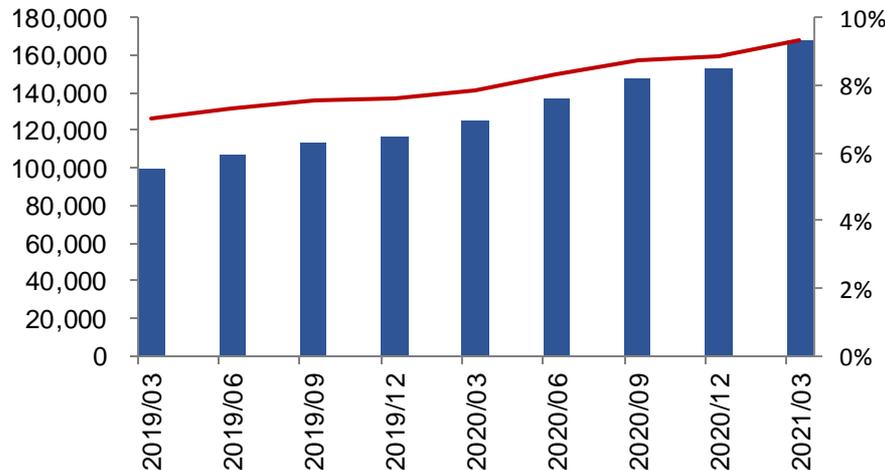
— 金融机构人民币贷款加权平均利率:一般贷款
— 实体经济投资回报率（全部A股非金融ROIC）
— 商业银行不良率（右轴）



资料来源：央行、银保监会、wind，东兴证券研究所

图：截至3月末，银行业普惠小微贷款占比约9.3%

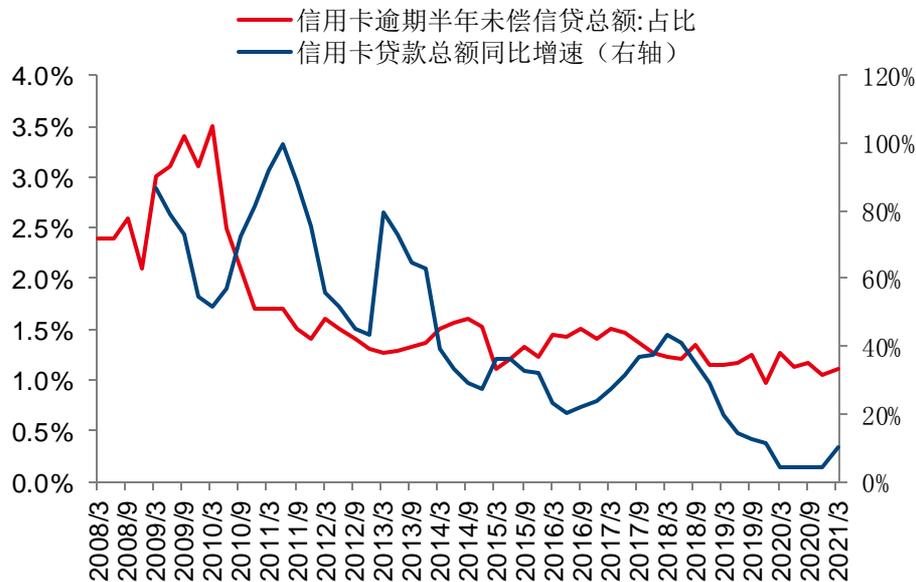
— 银行业金融机构:普惠型小微企业贷款余额:商业银行:合计 (亿)
— 占比行业总贷款



资料来源：央行、wind，东兴证券研究所

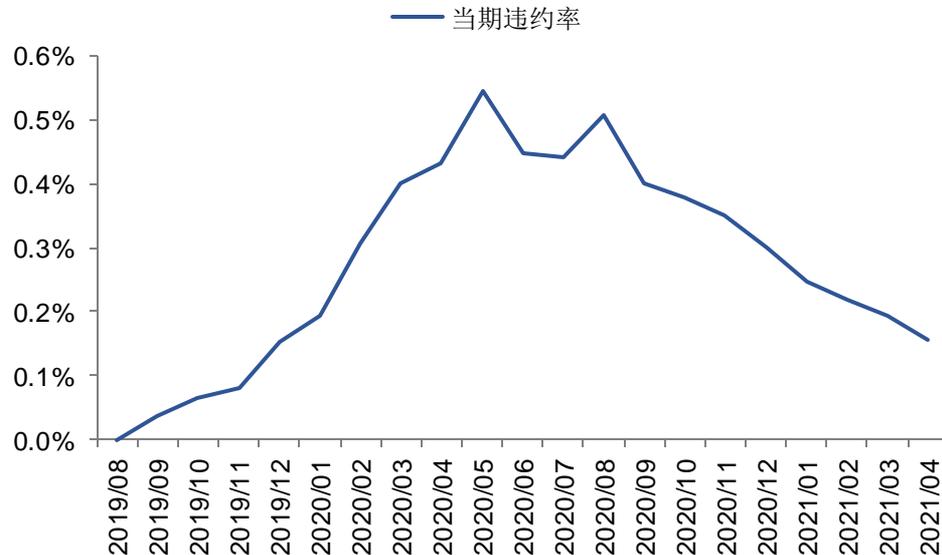
信用卡及消费贷不良暴露高峰已过，有望伴随经济修复逐步转好。我国居民个人贷款以按揭贷款为主，按揭贷款不良率维持低位，个人贷款资产质量基础稳固。信用卡及消费贷在2017年以来经历了一轮快速增长、风险暴露、风险处置的信贷周期，投放门槛已逐步提高、投放增速逐渐放缓。在去年疫情影响下，银行消费贷、信用卡贷款出现短期内不良加速的暴露情况，但经济恢复后已逐步稳定，不良暴露的高峰已过。数据显示银行业信用卡逾期半年未偿信贷总额占比已回归疫情前水平；从消费贷 ABS 违约率情况来看（选取招行2019年发行、仍在存续期的5款消费信贷ABS产品），当期违约率已逐步好转。综合来看，预计零售信贷资产质量将逐步转好。

图：信用卡逾期半年以上贷款占比已恢复至疫情前水平



资料来源：央行、wind，东兴证券研究所

图：招商银行消费贷ABS当期违约率已逐步好转



资料来源：wind，东兴证券研究所

拨备覆盖率处于较高水平，业绩释放空间充足。一季度末，商业银行拨备覆盖率较上年末提升2.67pct至187.14%，拨贷比较上年末微降0.01pct至3.38%。随着经济持续修复及不良生成的改善，预计后续拨备计提较去年同期趋于正常化，信用成本有望边际下降，银行业绩平稳释放可期。

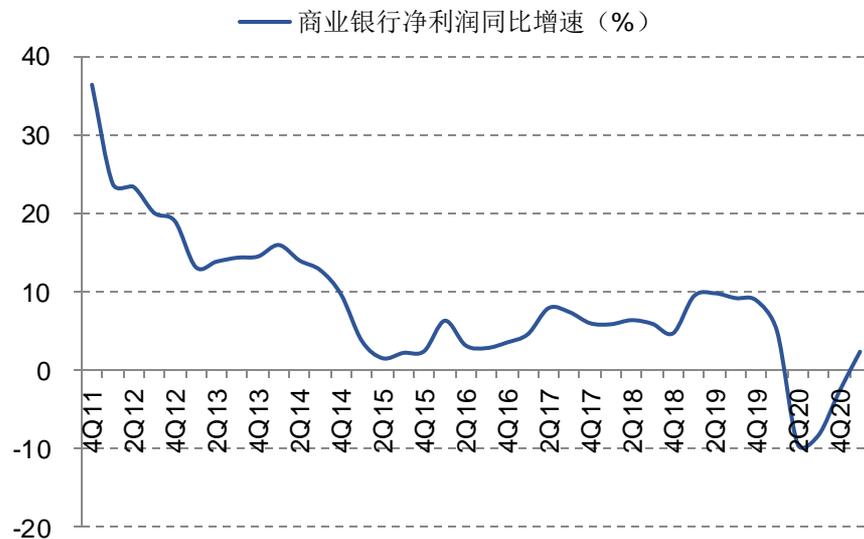
综合来看，我们认为实体经济持续复苏和常态化的政策环境有助于今年银行基本面持续向好。一方面，预计净息差企稳或小幅回升，对净利润贡献有望转正；另一方面，资产质量持续改善，信用成本下降增厚业绩释放。我们认为信用成本下降对业绩增厚的贡献会更大，或是估值中枢抬升的最强支撑。预计银行业绩和估值继续分化，存款贷款基础好、客户粘性强的银行占优。

图：商业银行拨备覆盖率较高，业绩释放空间充足



资料来源：银保监会、wind，东兴证券研究所

图：2021年一季度商业银行净利润同比增速转正（2.36%）

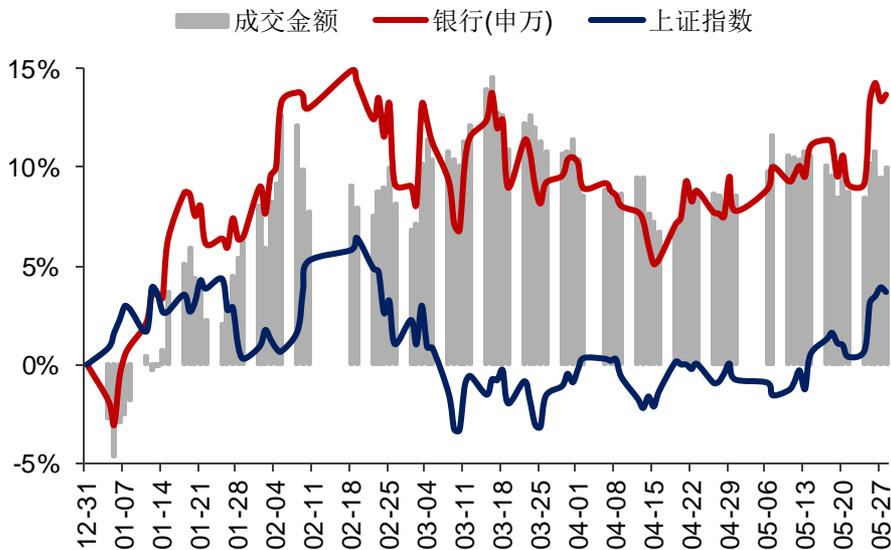


资料来源：银保监会、wind，东兴证券研究所

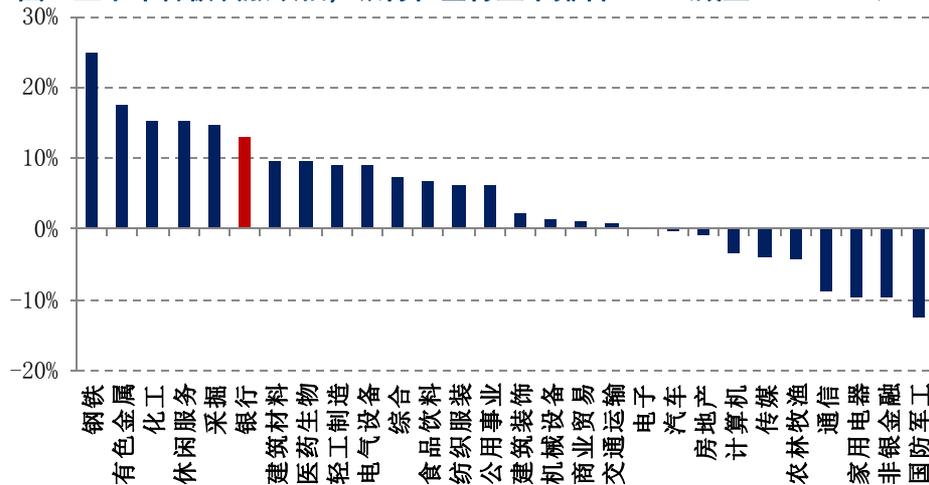
- 宏观环境展望
- 行业基本面展望
- **板块走势回顾**
- 行业观点及投资建议

年初以来（截至5月31日），申万银行业指数上涨13.1%，同期上证综指上涨4.1%，银行板块跑赢大盘9pct。按申万一级行业分类标准，银行板块涨幅在全行业中排名6/29。上半年北上资金净流入银行板块155亿，居全行业第三。伴随经济数据披露，经济向好预期是板块上涨的最大催化剂；行业基本面向好且估值低位带来攻守兼备的价值。

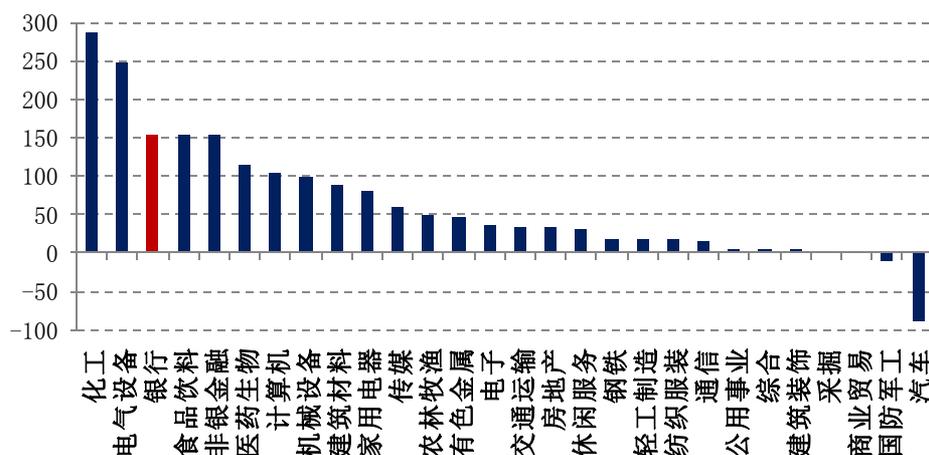
图：上半年银行板块涨12.52%，跑赢上证综指8.42pct（截至2021/5/31）



图：上半年各板块涨跌幅，银行在全行业中排名6/29（截至2021/5/31）

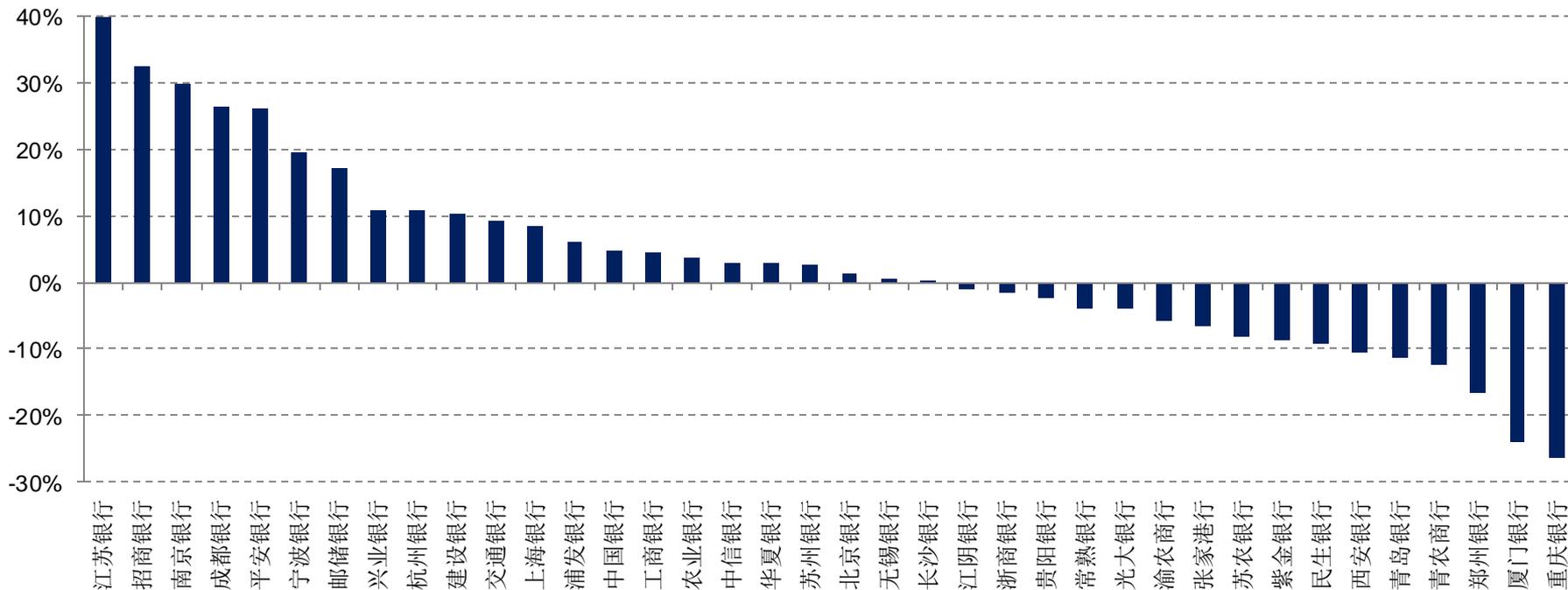


图：上半年各板块北向资金流入/流出情况，银行排名第三（截至2021/5/31）



个股来看，上半年涨幅居前的有江苏银行（39.93%）、招商银行（32.40%）、南京银行（29.95%）、成都银行（26.43%）、平安银行（26.11%），基本面改善和业绩超预期为主要驱动力。

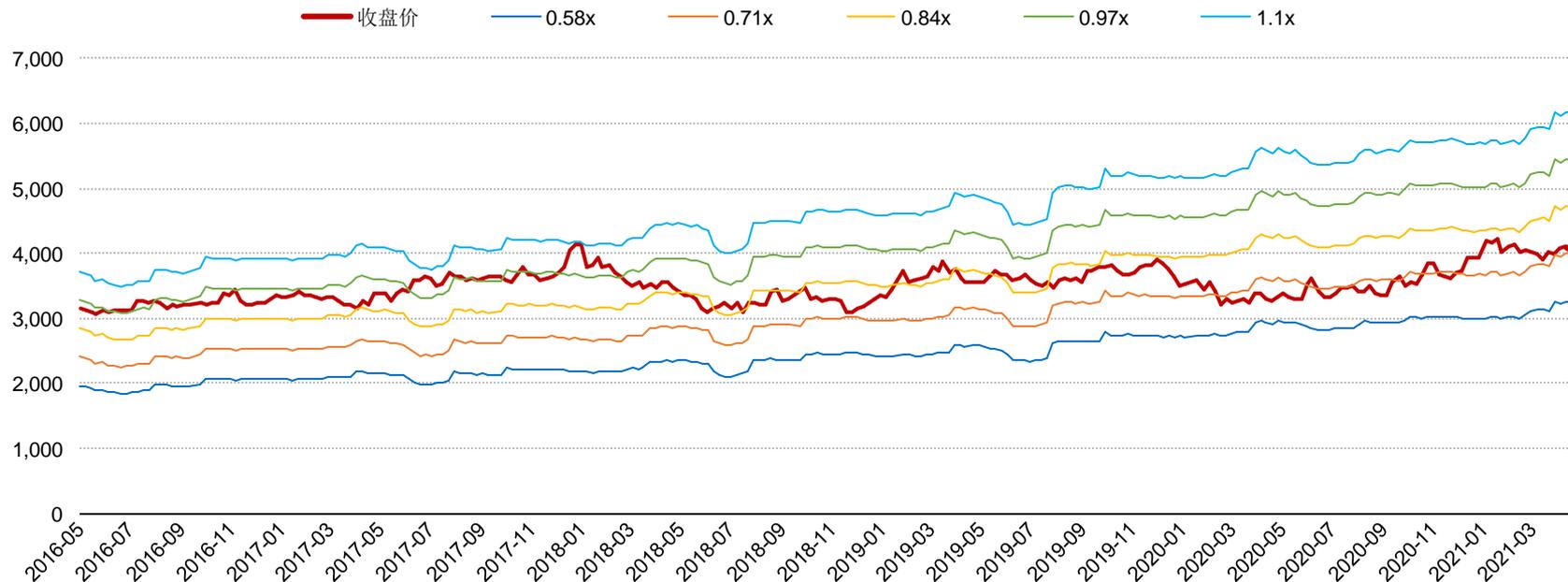
图：上半年银行板块个股涨跌幅情况，江苏、招行、南京、成都、平安涨幅超20%（截至2021/5/31）



资料来源: wind, 东兴证券研究所

当前，申万银行指数估值仅 0.75 倍 PB，处于历史较低水平，估值为申万一级行业中最低。我们测算当前估值隐含不良率约 12.3%，远高于账面水平，反映市场对银行资产质量的悲观预期较为充分，安全边际充足。我们认为实体经济持续复苏和逐步正常化的政策环境有助银行基本面向好，支撑行业估值中枢抬升至 1 倍静态 PB（较当前有 20% 左右空间）。

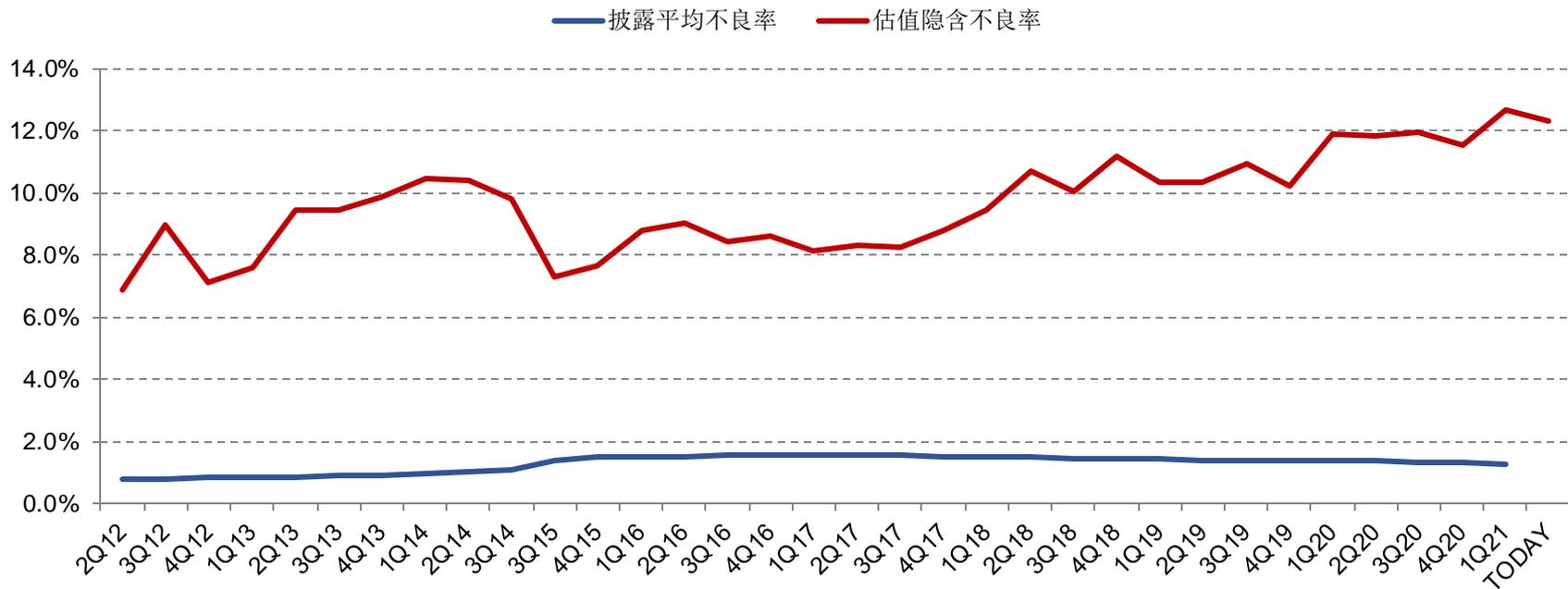
图：行业动态 PB Band（截至 2021/5/31）



资料来源: wind, 东兴证券研究所

当前，申万银行指数估值仅 0.75倍 PB，处于历史较低水平，估值为申万一级行业中最低。我们测算当前估值隐含不良率约12.3%，远高于账面水平，反映市场对银行资产质量的悲观预期较为充分，安全边际充足。我们认为实体经济持续复苏和逐步正常化的政策环境有助银行基本面向好，支撑行业估值中枢抬升至1倍静态PB（较当前有20%左右空间）。

图：估值隐含不良率（截至2021/5/31）

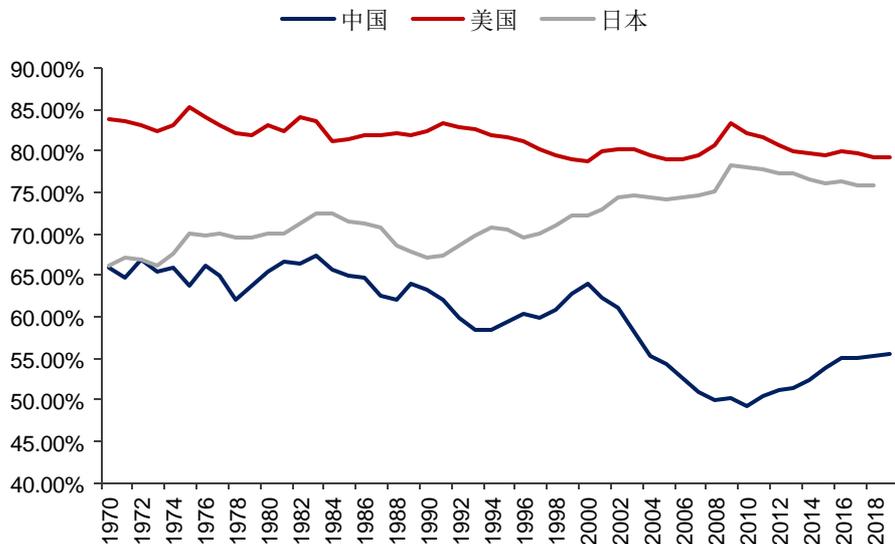


资料来源：wind、上市公司财务数据，东兴证券研究所

- 宏观环境展望
- 行业基本面展望
- 板块走势回顾
- **行业观点及投资建议**

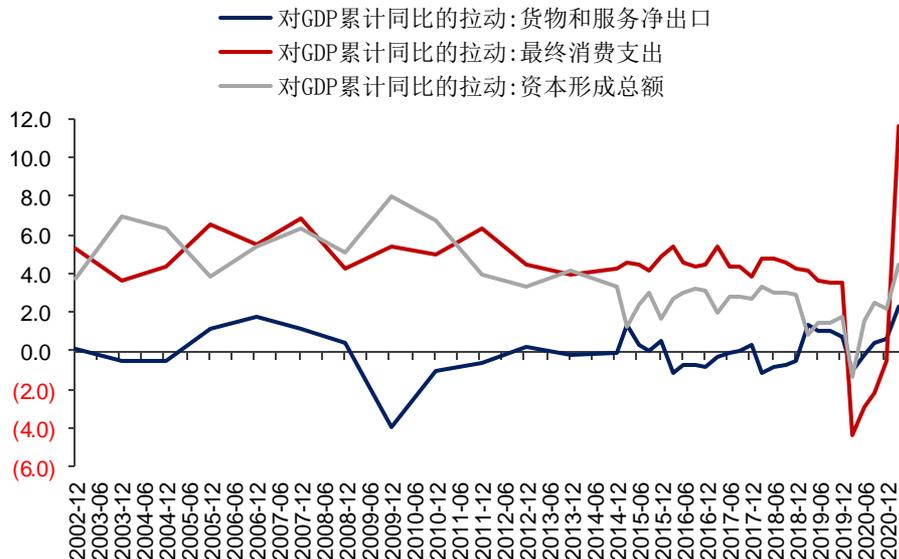
消费对经济驱动作用提升，零售信贷增长空间较大。从消费信贷角度来看，伴随经济结构转型，消费对经济增长的贡献有望进一步提升，对应个人消费信贷市场的增长空间。2017年以来，信用卡及消费贷经历了一轮快速增长、风险暴露、风险处置的信贷周期，投放门槛逐步提高，进入规范发展阶段，资产质量逐步转好。需求驱动下，预计零售信贷将进入新一轮向上周期。消费信贷风险收益高、资本消耗少、盈利稳定性更高，已成为商业银行在经济转型、产业升级过程中的重要战略选择。

图：各国最终消费支出占GDP比重，我国消费拉动GDP仍有空间



资料来源: wind、世界银行, 东兴证券研究所

图：消费对GDP增长的拉动作用已超越投资



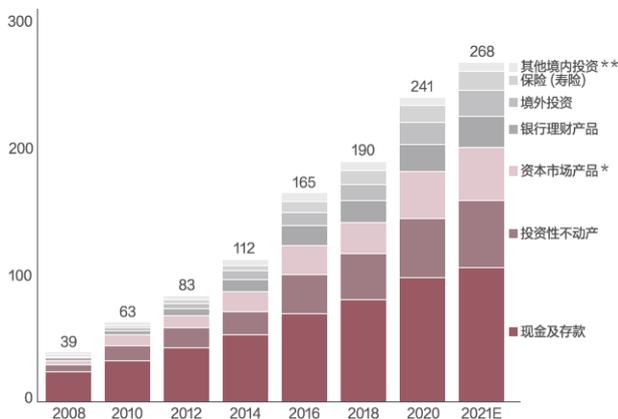
资料来源: wind、国家统计局, 东兴证券研究所

从财富管理来看，居民财富积累、财富管理意识增强和资本市场的发展将驱动财富管理行业进入快速发展阶段。

- **需求端：**近年来我国GDP保持稳定较快增长，居民财富持续积累。根据招行《2021年中国私人财富报告》的数据，2020年中国个人持有的可投资资产总体规模达241万亿，2018-2020年年均复合增长率为13%，重回两位数增长。其中，高净值人群规模及其可投资资产增速有望持续上升。同时，居民储蓄意愿降低，财富管理需求不断提升，金融资产配置比例逐步提升。据社科院数据，2019年末居民金融资产配置比例已升至57%。
- **供给端：**随着国内资本市场的发展和金融开放的推进，金融产品日渐丰富。供需两端将共同推动财富管理行业将进入快速发展阶段。

图：个人可投资资产规模及增速（招行口径）

个人可投资资产规模（人民币万亿元）



	CAGR (08-20)	CAGR (12-14)	CAGR (14-18)	CAGR (16-18)	CAGR (18-20)	CAGR (20-21E)
其他境内投资**	16%	16%	21%	7%	13%	11%
保险(寿险)	42%	48%	35%	0%	-5%	1%
境外投资	18%	18%	23%	15%	11%	14%
银行理财产品	32%	20%	26%	10%	21%	20%
资本市场产品*	25%	40%	29%	6%	9%	11%
投资性不动产	19%	27%	22%	1%	27%	14%
现金及存款	20%	8%	30%	8%	14%	12%
金融资产占比	13%	11%	15%	8%	9%	9%

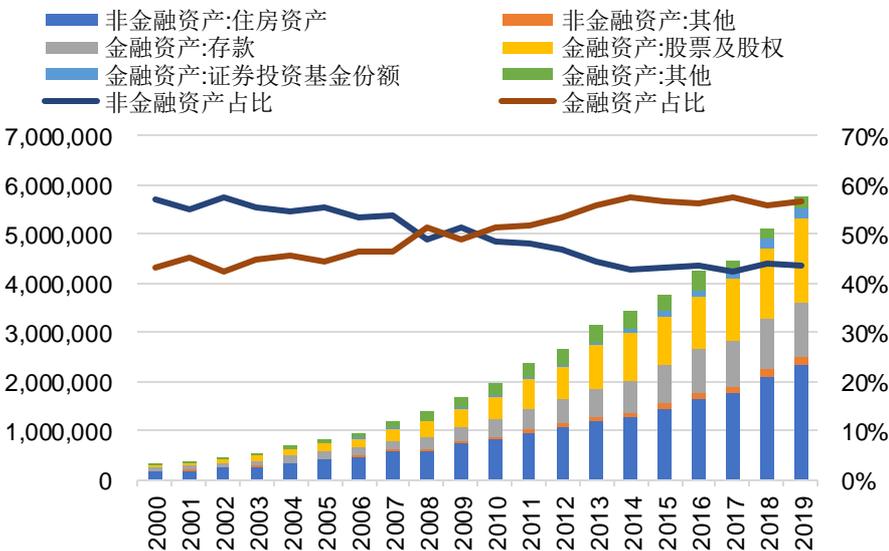
来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型

注*：“资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券

注**：“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股权投资产品、黄金、私募股权等

资料来源：招商银行《2021年中国私人银行财富报告》，东兴证券研究所

图：我国居民金融资产配置占比逐步提升



资料来源：wind、社科院，东兴证券研究所

财富管理已成为银行重要转型方向，有助于银行盈利模式进一步优化。随着经济增速下行至中低速水平以及利率市场化的推进，长期来看银行息差面临收窄压力，利息收入承压；银行发展非息业务的需求持续增长。而财富管理资本消耗极少、手续费收入贡献多，并且客户粘性大、业绩较为稳定，银行不承担信用风险，具备弱周期特征，已成为银行多元化转型的主要方向之一。我们认为财富管理业务有助于推动商业银行实现向轻资本、轻资产的轻型银行转型，商业银行盈利模式有望进一步优化，行业长期投资价值将有所提升。

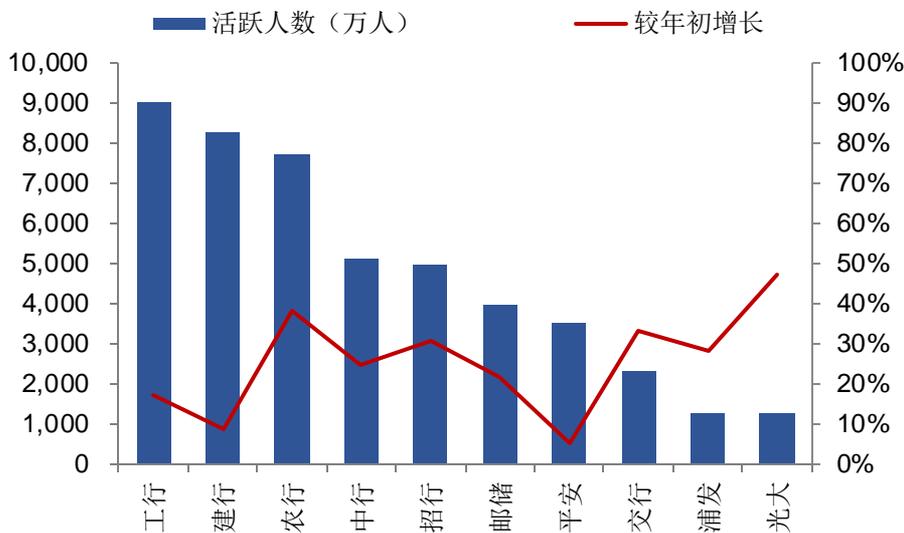
综合考虑客户基础、销售渠道、产品体系以及金融科技能力等因素，我们看好头部银行在财富管理业务上的竞争优势，重点推荐招商银行、平安银行。

图：招行、平安的零售客户AUM增速领先同业

名称	零售客户AUM(万亿)					较年初增长	
	2016	2017	2018	2019	2020	2019	2020
工商银行	12.20	13.00	13.51	14.60	16.00	8.07%	9.59%
招商银行	5.50	6.16	6.80	7.49	8.94	10.21%	19.32%
平安银行	0.80	1.09	1.42	1.98	2.62	39.94%	32.38%
中信银行	1.31	1.55	1.78	2.10	2.24	17.85%	6.47%
民生银行	1.26	1.44	1.65	1.84	1.91	11.32%	3.99%

资料来源：上市公司财报，东兴证券研究所

图：2020年12月手机银行服务APP用户活跃TOP10及较年初增长

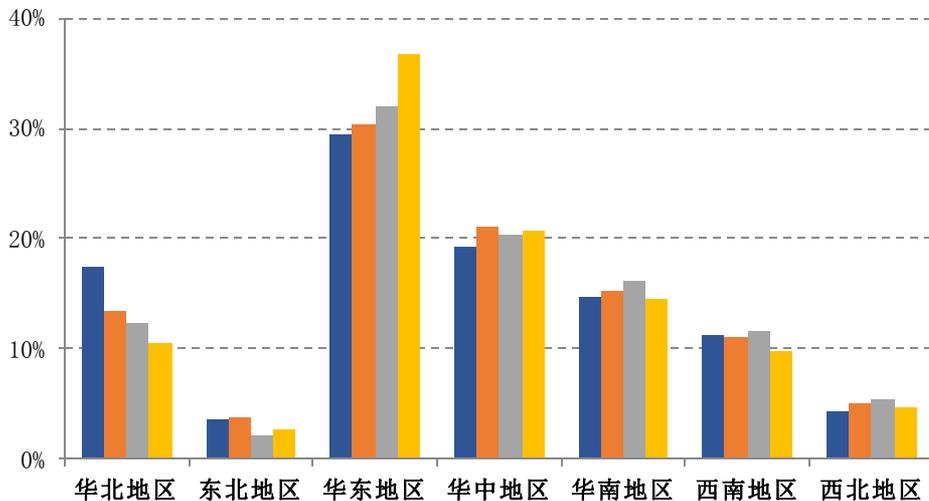


资料来源：易观千帆，东兴证券研究所

近年来，伴随各地区经济发展差距的扩大，企业经营状况、区域信用环境持续分化。从各地新增社融占比来看，江苏、浙江、广东在全国处于领先地位。特别是疫情以来，长三角、珠三角地区经济增长景气度高，信贷资源分配越来越集中。

看好具备区位优势的中小银行。由于监管限制区域性银行异地展业，未来这类银行经营受当地经济发展的影响会越来越大。建议首选经济增长较快区域的龙头银行，有望受益地区经济高速增长，包括长三角、珠三角、成渝地区。重点推荐宁波银行。

图：华东地区新增社融占比持续提高，信贷投放区域分化较大



资料来源：央行，东兴证券研究所

图：各省/直辖市/自治区新增社融结构

	2018	2019	2020	1Q21	
华北	北京	9.7%	6.2%	5.5%	5.8%
	天津	1.7%	1.2%	1.5%	0.5%
	河北	3.4%	3.6%	3.4%	2.3%
	山西	1.8%	1.8%	1.6%	1.1%
	内蒙古	0.9%	0.6%	0.4%	1.0%
东北	辽宁	2.1%	1.3%	0.4%	1.0%
	吉林	0.8%	1.3%	1.2%	1.2%
	黑龙江	0.7%	1.3%	0.6%	0.6%
华东	上海	3.1%	3.7%	3.6%	3.7%
	江苏	9.6%	10.3%	11.1%	14.8%
	浙江	10.6%	9.4%	10.7%	11.0%
	安徽	2.9%	3.1%	3.1%	3.6%
华中	福建	3.1%	3.8%	3.5%	3.7%
	江西	3.2%	2.9%	2.8%	3.2%
	山东	5.0%	5.9%	6.7%	7.4%
	河南	4.2%	4.8%	3.8%	3.1%
	湖北	3.6%	3.7%	3.5%	3.0%
华南	湖南	3.3%	3.8%	3.6%	3.9%
	广东	12.3%	12.4%	13.5%	12.2%
	广西	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
西南	海南	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%
	重庆	2.7%	2.5%	2.7%	2.1%
	四川	4.4%	4.1%	4.7%	4.7%
	贵州	2.3%	2.3%	2.2%	1.9%
西北	云南	1.9%	2.1%	1.9%	1.2%
	西藏	0.3%	0.0%	0.2%	0.2%
	陕西	2.0%	1.9%	2.1%	2.4%
	甘肃	1.3%	1.0%	1.3%	0.8%
	青海	0.1%	0.5%	0.0%	0.1%
	宁夏	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
	新疆	0.5%	1.3%	1.5%	1.1%

资料来源：央行，东兴证券研究所

零售转型起步早、战略清晰，零售客户数、AUM增长亮眼。招行较早开启零售转型，且坚守战略定位。2004年开始零售转型，2009年提出“降低资本消耗、提高股本回报率、控制成本费用”的内涵型发展；2013年提出以“一体两翼”为策略打造“轻型银行”。在零售转型中，公司紧跟客户需求，推出一系列拳头产品，积累优质客户资源，建立先发优势。截至2020年末，招行零售客户数达1.58亿户，较上年末增9.7%；零售AUM达8.94万亿，同比增19.3%；零售业务营收占比同比提高15BP至53.8%。

提出大财富管理新战略，深化轻型银行转型。2021年招行提出打造大财富管理价值循环链，是在低利率时代打造差异化竞争优势的战略支点。

(1) 从行业趋势来看，随着利率市场化推进、金融脱媒加快，银行中长期将面临息差收窄压力。同时，我国家庭财富总量位居全球第二，但金融机构管理比例较发达国家仍有较大差距，财富管理存在巨大市场机遇。(2) 从行业竞争来看，面对当前数字化时代的场景生态竞争，商业银行唯有依托自身优势构建生态。而根植于零售业务的财富管理正是招行的最大优势，依托财富管理构建生态或是招行谋求竞争制高点的出路。(3) 财富管理消耗资本少，且具备弱周期特征，符合招行轻型银行战略方向。未来大财富管理体系有望优化公司盈利模式，拉动零售AUM及财富管理中收持续增长。

金融科技投入加码，赋能零售数字化转型。自2017年金融科技银行转型以来，招行不断加大金融科技投入；2020年金融科技投入119.12亿，同比增27.25%，占营收比重同比提高0.73pct至4.45%，高于可比同业。金融科技优势将在优化客户体验、提高客户粘性、深化风险控制等方面发挥重要作用，进一步赋能零售数字化转型。在金融科技加持下，零售业务优势有望持续巩固。

投资建议：招商银行零售业务持续发力，资产质量平稳、拨备计提充足，未来盈利释放空间可期。大财富管理战略有望拉动AUM及财富管理中收持续增长。我们预计2021、2022年归属普通股股东净利润同比增长16.3%、15.8%，对应BVPS分别为29.8、35.0元/股。考虑零售业务护城河优势和金融科技投入加码，给予2.2倍2021年PB，对应目标价65.6元/股，维持“强烈推荐”评级。

财务指标盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2697	2905	3353	3747	4187
增长率(%)	7.7	15.4	15.4	11.8	11.7
净利润(亿元)	929	973	1132	1310	1506
增长率(%)	4.8	16.3	16.3	15.8	14.9
净资产收益率(%)	17.15%	16.00%	16.26%	16.04%	15.73%
每股收益(元)	3.62	3.79	4.49	5.20	5.97
PE	15.91	15.19	12.83	11.08	9.64
PB	2.52	2.27	1.93	1.65	1.41

资料来源: wind, 东兴证券研究所

背靠平安集团，受益于集团客户、科技、产品等资源倾斜。（1）获客方面，集团客户迁徙持续推进，贡献优质、高粘性客户。（2）科技方面，集团非常重视科技，持续加大科技投入，共享集团科技资源将赋能平安银行零售转型。（3）产品方面，集团综合金融优势显著，能够提供一站式金融产品、服务；交叉销售模式下，有助于银行客户粘性进一步提高。

零售转型成果夯实，私行业务发展迅猛。平安银行自2016年开始零售转型，在集团资源支持和战略强力执行下，零售业务转型成效显著，2020年末零售贷款占比达60.2%。值得关注的是，2020年私人银行业务发展迅猛，私行达标客户AUM较上年末高增53.8%至1.1万亿，成为零售客户AUM高增32.4%的重要因素。近几年零售业务强劲发展后，平安银行客户结构明显优化。零售端逐步优化的客户结构和持续审慎的风险管控，都将进一步贡献盈利增长。

对公业务做精做强，战略客群拓展显成效。过去几年，平安银行主动退出过剩行业，加大高风险资产退出力度，存量问题资产基本出清，对公资产质量已得到全面优化。同时，严控增量投放，精选行业、客户、产品，重点投放轻资产、轻资本业务。“3+2+1”对公战略持续推进，战略客群拓展成效显著，带来企业活期存款的良好增长（2020年末企业活期存款同比增16.6%，明显高于总存款增长水平）。

投资建议：平安银行2020年拨备前净利润保持强韧增长，并充分计提了非信贷资产拨备，资产负债表进一步做实，未来盈利释放空间可期。我们预计2021、2022年归属普通股股东净利润同比增长15.9%、15.6%，对应BVPS分别为16.7、18.7元/股。考虑到公司明确的战略选择和强大执行力、以及集团资源和金融科技加持，我们看好公司未来对公零售业务深化发展，盈利能力有望进一步提升，给予1.8倍2021年PB，对应目标价30.0元/股，维持“强烈推荐”评级。

财务指标盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	1380	1535	1768	1998	2267
增长率（%）	18.2	11.3	15.1	13.0	13.5
净利润（亿元）	282	289	335	387	446
增长率（%）	13.6	2.6	15.9	15.6	15.1
净资产收益率（%）	11.87%	11.25%	10.86%	11.30%	11.59%
每股收益（元）	1.45	1.49	1.73	2.00	2.30
PE	16.44	16.03	13.83	11.97	10.40
PB	1.70	1.58	1.43	1.28	1.14

资料来源：wind，东兴证券研究所

立足长三角地区、金融需求旺盛，充分受益于区域经济高速发展。宁波银行已形成以长三角为主体，珠三角、环渤海为两翼的“一体两翼”布局，目前超90%业务集中于长三角地区，区域民营经济发达、金融需求旺盛，公司将持续受益于地区经济高速发展。

公司治理机制优势显著。宁波银行股权结构多元化，较早形成了国资、外资和民企互相制衡的股权结构。公司管理层稳定，保证了战略实施的一致性和连续性；高管股权激励更有助于提高管理层经营主动性。此外，公司持续优化员工激励与考核机制，员工整体专业素质优秀，成为公司各项战略高效落地的保障。

坚持差异化的发展战略，精耕小微与消费贷。宁波银行以“大银行做不好，小银行做不了”为经营策略，坚持差异化、特色化发展。公司精耕中小微企业客群，较早设立了零售公司利润中心，实现小微业务专营模式。目前小微业务已形成丰富的产品体系，包括金色池塘、快审快贷、税务贷等。此外，宁波银行个人业务全面布局消费贷，主要投放于宁波地区；区域信用消费市场较为发达，实现较高零售贷款收益率水平。

投资建议：宁波银行2020年净利润保持强韧增长，规模扩张较快，资产质量持续优异。我们预计公司2021、2022年归母净利润同比分别增18.8%、18.3%，对应BVPS分别为19.5、22.1元/股。考虑到区域优势、市场化经营机制以及独特的中小企业主办行、个人中高端客群定位将持续公司带来广阔收入增长空间；且公司风控能力持续突出，不良率保持低位，风险抵补能力充足。给予公司2.4倍2021年PB目标估值，对应股价46.8元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	351	411	522	588	668
增长率（%）	21.3	17.2	27.1	12.5	13.7
净利润（亿元）	137	151	179	211	249
增长率（%）	22.6	9.7	18.8	18.3	17.9
净资产收益率（%）	18.27%	15.91%	16.19%	16.08%	15.43%
每股收益（元）	2.44	2.50	2.98	3.20	3.43
PE	17.3	16.9	14.2	13.2	12.3
PB	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：wind，东兴证券研究所

风险提示

国内外经济环境不确定性因素增多，导致经济失速下行；资管新规过渡期临近，非标类资产处置不当或引发银行资产质量恶化超预期等。

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

分析师简介

分析师：林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任银行业研究负责人。长期紧密跟踪银行业发展变化，致力于行业深度研究和银行股前瞻性投资分析。

研究助理简介

研究助理：田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526