

证券研究报告

2021年09月03日

行业报告 | 行业深度研究

银行

# 半年报综述：解读历史最佳中报季

作者：

分析师 郭其伟 SAC执业证书编号：S1110521030001

分析师 范清林 SAC执业证书编号：S1110521080004

联系人 廖紫苑



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 摘要

### 上半年回顾：

**业绩加速释放，近七年最佳。**上半年上市银行归母净利润同比增长12.94%，较Q1提升8.33pct，增速近七年最佳。业绩加速释放主要系信用减值计提同比下滑及低基数效应。营收上半年同比增长5.90%，较Q1提升2.17pct，同比提速主要系非息业务收入贡献提升。上半年非息收入同比增长8.72%，较Q1提升7.37pct。**资产结构向好，负债成本优化。**上半年净息差较Q1小幅下滑1bp，主要系信贷需求疲弱及贷款重定价等因素，对公和零售贷款利率均呈现走低态势。但贷款结构向好，对公方面对先进制造业的信贷投放加速。信贷结构的优化及逆周期政策的实施，将对对公贷款量价形成有效支撑。零售方面，疫情影响边际走弱，随着居民收入增长恢复，消费贷量价有望回升。同时政策呵护叠加银行主动压降高成本负债，上市银行存款成本持续优化，上半年对公和零售存款成本率较去年全年下滑3bp和5bp。

**资产质量稳中向好。**2021Q2末不良率环比下降3bp至1.30%，拨备覆盖率环比提升9.13pct至290.13%，抵御风险能力提升，反哺利润空间增厚。Q2末关注率环比下降21bp至1.80%，隐性不良贷款生成压力减轻。

**非息收入增速提升，重点个股中收表现亮眼。**2021Q2随着债券市场利率下行，债市收益同比增速较Q1改善，非息收入增速普遍提升。2021H1手续费及佣金净收入同比增长8.29%，增速较一季度下降2.75pct，主要是由于代销产品收入增速在一季度的旺季后有所回落所致。部分银行如邮储银行、招商银行的手续费及佣金净收入在代销收入的支撑下仍然保持较快增长。

## 摘要

### 下半年展望：

**预计下半年息差稳中小降。****资产端：**鉴于当前经济体现出较大的下行压力，我们不排除未来存在政策性、结构性降息的可能性。但是未来政策重心或放在普惠金融方面，以降低中小企业的融资成本为主要目标。而且下半年地方债集中发行以及基建落地节奏加快，也有助于稳定信贷需求。总体判断银行资产端定价基本平稳，或小幅下降。**负债端：**当前商业银行的净息差处于历史底部，银行对于盈利的刚性诉求决定了政策性降息的前提应该是给银行“减负”。今年上半年不管是存款利率自律上限改革还是理财业务整改，都是在着力降低银行负债成本。银行实际上享受着双边降息的政策环境，这有助于银行平抑息差波动。下半年我们预期在存款降成本方面会有更多政策举措。

**预计下半年信用风险平稳。**银行不良贷款生成速度一般和经济增长负相关，但得益于去年以来提前处置存量问题资产和增厚拨备，银行（尤其是上市银行）拨备率高，不良率低，风险抵御能力处于历史最好状态，足够应对经济阶段性下行带来的风险扰动。其中房地产行业风险主要为结构性、区域性有序暴露，对全局不良率影响较小。下半年宽信用政策落地也有助于稀释不良风险。考虑到中小企业是银行不良风险的主要来源，我们判断对中小企业的政策支持力度会增加，将使银行的不良贷款生成率总体可控。

# 摘要

## 投资建议：下半年业绩增速回落，但是个股机会突出

下半年随着基数效应减弱，预计行业整体利润增速会向历史中枢值回归，全年上市银行利润增速将在10%左右。少数银行的利润增长有望在内源性资本补充诉求下保持在高位，甚至继续向上突破。在利率长期下行的趋势下，银行积极进行信用下沉和发力新兴市场，主动寻找非息业务的突破口，战略转型效果值得期待。推荐招商银行、平安银行、宁波银行、杭州银行、邮储银行和江苏银行。

**风险提示：**疫情反复，经济下行超预期，政策出台不及预期，资产质量波动

### 重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-09-02	评级	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	51.60	买入	3.86	4.64	5.43	6.26	13.37	11.12	9.50	8.24
000001.SZ	平安银行	18.40	买入	1.49	1.87	2.35	2.91	12.35	9.84	7.83	6.32
002142.SZ	宁波银行	34.64	买入	2.50	3.10	3.73	4.42	13.86	11.17	9.29	7.84
600926.SH	杭州银行	14.63	买入	1.20	1.49	1.77	2.06	12.19	9.82	8.27	7.10
601658.SH	邮储银行	5.35	买入	0.74	0.82	0.91	1.02	7.23	6.52	5.88	5.25
600919.SH	江苏银行	6.52	买入	1.02	1.27	1.56	1.88	6.39	5.13	4.18	3.47

资料来源：Wind，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 目录

## 第一节 业绩回顾

1.1 业绩

1.2 净息差

1.3 规模

1.4 资产质量

1.5 非息业务收入

## 第二节 展望

2.1 息差稳中小降

2.2 信用风险可控

2.3 业绩增速回落，但是个股机会突出

2.4 战略转型持续推进

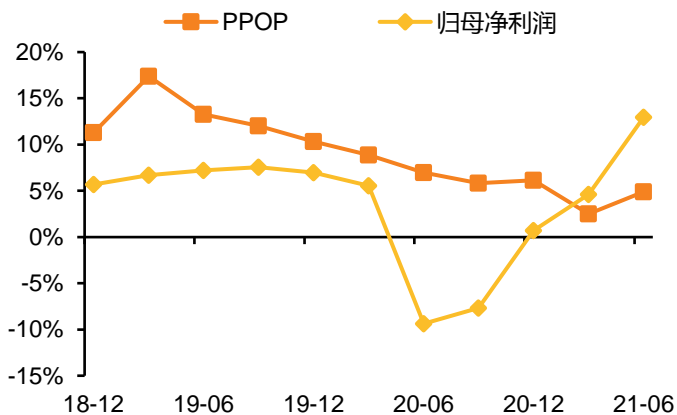
## 第三节 个股投资逻辑

# 第一节 业绩回顾

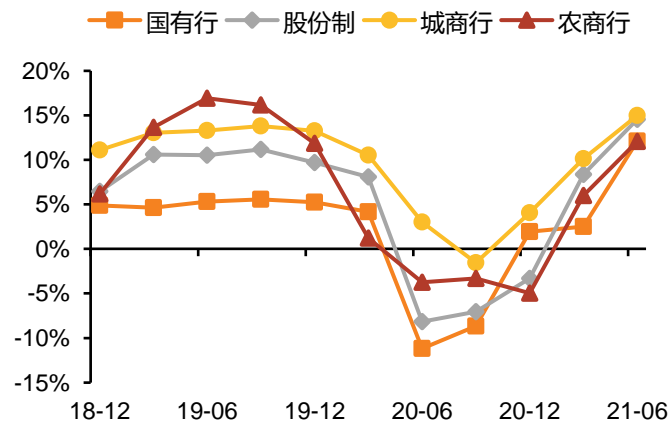
# 1.1 业绩：拨备反哺，业绩加速释放

- **归母净利润加速释放，同比增速为近七年最佳。**2021H1上市银行PPOP同比增长4.89%，较Q1提升2.40pct；归母净利润同比增长12.94%，较Q1提升8.33pct，增速为近七年来最高水平。业绩加速释放，主要归因于信用减值计提同比下滑及低基数效应。上市银行资产质量持续夯实，减值计提力度减弱，拨备反哺利润效用强化。2021H1上市银行资产减值损失同比下滑5.64%（Q1同比下滑0.32%）。
- **不同类型银行业绩亦分化明显。**上市银行中大型商业银行、股份行、城商行、农商行2021H1归母净利润同比增长12.11%、14.55%、15.00%和12.08%。大型银行归母净利润同比增速最高为邮储银行的21.84%，股份行为平安银行的28.55%，城商行为江苏银行的25.20%，农商行为张家港行的20.90%。银行之间业绩增速的分化除去营收端增速的差异以外，还包括公司减值损失计提程度有所区别。

图：上市银行PPOP、归母净利润累计同比增速



图：不同类型上市银行归母净利润同比增速

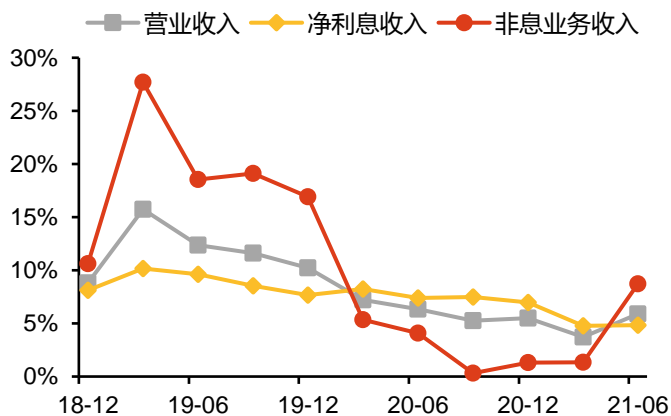


资料来源：WIND，天风证券研究所（上市银行包括：目前上市的40家银行剔除6月份上市的齐鲁银行和瑞丰银行，合计38家，下同）

# 1.1 业绩：非息收入同比提速推动营收进一步增长

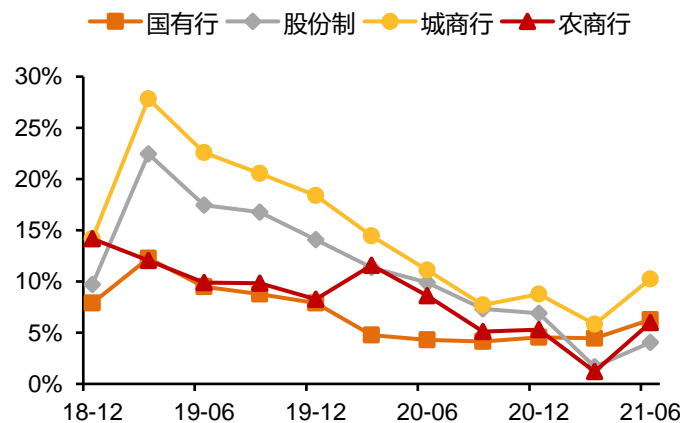
- **营业收入同比提速，非息收入增长形成有效支撑。**2021H1上市银行营收同比增长5.90%，较Q1提升2.17pct。其中净利息收入同比增长4.82%，增速与Q1基本相当。营收同比增长提速主要来自非息业务收入贡献提升，2021H1非息收入同比增长8.72%，较Q1提升7.37pct。非息收入中，手续费及佣金净收入同比增长8.29%，较Q1下滑2.75pct；投资收益及公允价值变动损益合计同比增长4.97%，较Q1提升35.85pct。
- **上市银行营收同比增速分化明显。**2021H1上市银行中大型银行、股份行、城商行、农商行营收分别同比增长6.26%、4.02%、10.24%和5.99%。大型银行营收同比增速最高为农业银行的7.77%，股份行为招商银行的13.75%，城商行为成都银行的25.34%，农商行为无锡银行的11.48%。不同类型银行营收同比增速的分化主要取决于净利息收入增速的差别。

图：上市银行营业收入、净利息收入、非息收入累计同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图：不同类型上市银行营收同比增速

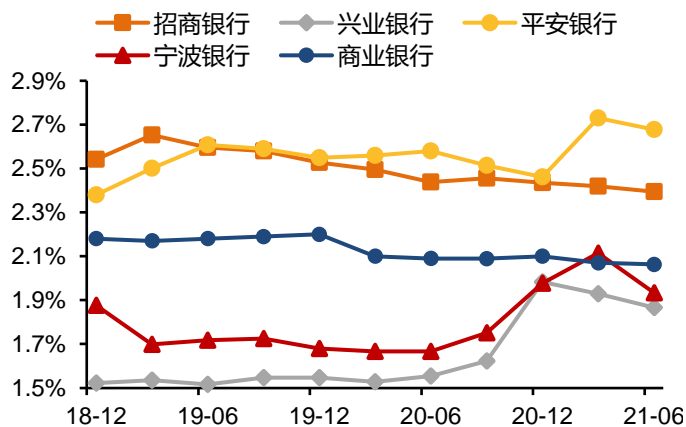




## 1.2 净息差：二季度净息差小幅下滑，系资产端定价影响

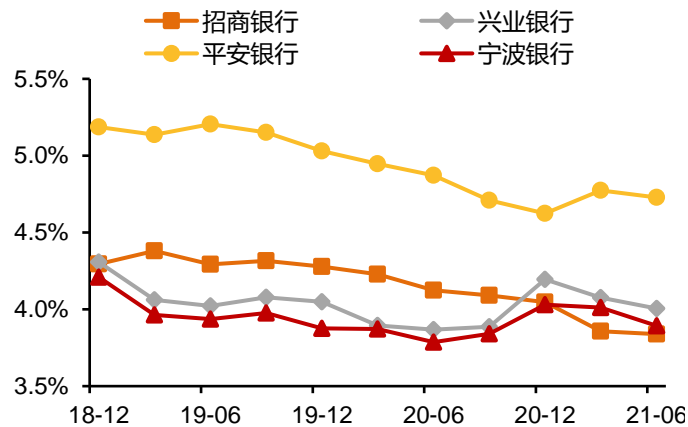
- **净息差小幅下滑。**上半年商业银行整体净息差2.06%，较一季度仅小幅下滑1bp，基本持平。从上市银行重点个股来看，招商银行、平安银行、兴业银行和宁波银行上半年净息差分别较一季度下滑2bp、6bp、5bp和18bp。净息差下滑主要系生息资产收益率走低，上述四家银行上半年生息资产收益率分别较一季度下滑2bp、7bp、5bp和12bp。
- **信贷需求疲弱，贷款收益率下滑。**生息资产收益率的下滑主要来自贷款收益率走低，上半年信贷需求边际走弱，零售和对公贷款收益率均有所下降。此外在定价方面，上年LPR多次下调的累积效应在今年体现。一季度个人住房贷款重定价，也对贷款收益率有一定压制。二季度贷款利率继续下滑。我们以季报披露数据较为详尽的平安银行为例，上半年贷款收益率为6.34%，较一季度下滑11bp；其中二季度贷款收益率较一季度下滑21bp。

图：商业银行及上市银行重点个股净息差走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

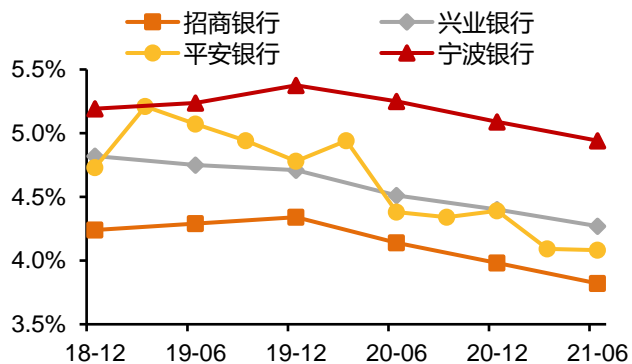
图：上市银行重点个股生息资产收益率走势



## 1.2 净息差：资产端虽然定价走低，但结构向好

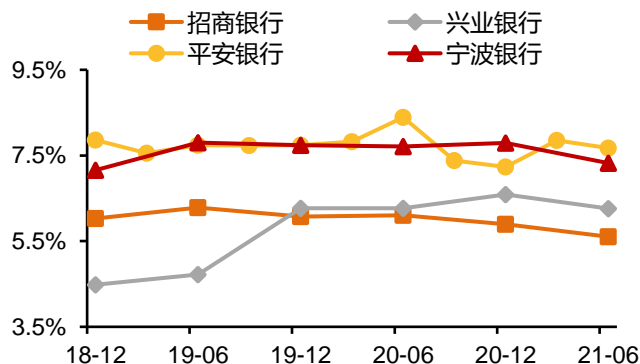
- **对公信贷需求减弱，但结构向好。**上半年地产调控及基建投资放缓对对公贷款需求造成一定压制。同时央行持续释放LPR改革潜力，引导实际贷款利率稳中有降。二季度央行货币政策执行报告数据显示，6月新发企业贷款加权平均利率较上年12月下滑10bp。但是，730政治局会议强调跨周期调节，提出下半年积极的财政政策要提升政策效能，推动今年底明年初形成实物工作量。我们认为，对信贷结构的优化以及逆周期政策的实施，将对公贷款量价形成有效支撑。在结构上，先进制造业贷款加快投放。以招商银行和兴业银行为例，Q2末制造业贷款余额同比增速较上年末分别提升4.63pct和2.46pct，招商银行制造业贷款余额增速达12.82%，远超对公贷款增速的1.01%。
- **零售信贷趋弱，但AUM维持强劲增长。**疫情对居民部门影响较大，居民消费意愿减弱。社会零售品消费总额上半年当月值两年复合增速从3月份的5.76%跌落至5月份的4.44%，因此高收益消费贷投放速度放缓。但是随着疫情影响边际走弱，居民收入增长恢复，消费贷在下半年有望迎来量价回升。此外，在大财富管理趋势下，银行零售条线正在从表内向表外转移，因此零售业务的发展更应关注资管规模的增长。以招商银行为例，上半年零售管理零售AUM已突破10万亿元。

图：上市银行重点个股对公贷款收益率走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

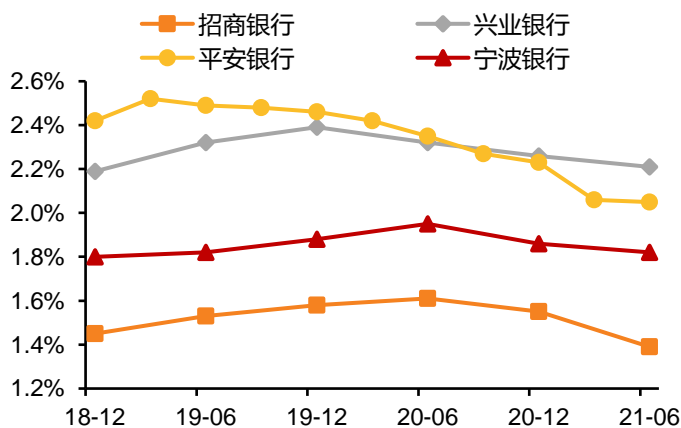
图：上市银行重点个股零售贷款收益率走势



## 1.2 净息差：压降高成本负债，成本率显著优化

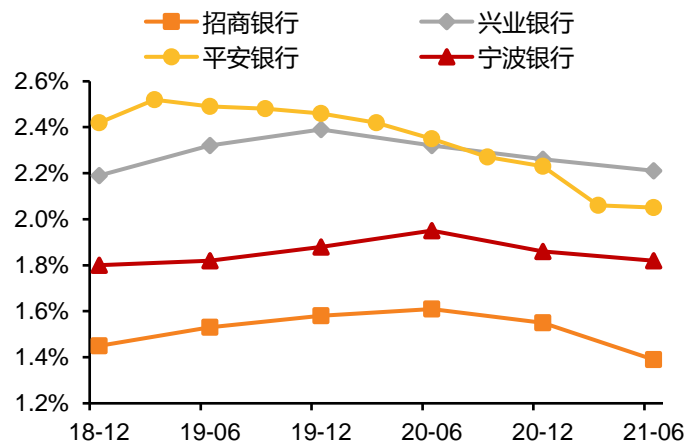
- **成本率下滑，对息差形成一定支撑。**上半年上市银行负债成本率较去年全年明显优化，其中主要系存款成本率下滑。以重点个股为例，上半年招商银行、兴业银行、平安银行和宁波银行计息负债成本率较去年全年下滑15bp、1bp、10bp、4bp，存款成本率则分别下滑16bp、5bp、18bp、4bp，下滑幅度快于计息负债整体。
- **多因素带来存款成本率优化。**为了推动银行支持实体经济发展，减轻银行压力，近年来监管持续优化存款利率，如调整存款利率自律上限确定方式。而且银行主动压降高成本负债如结构性存款，对公业务协同带来更多结算式存款，零售业务以财富管理推动更多活期存款沉淀，持续加大低成本存款开拓力度，优化存款成本结构。以重点个股为例，招商银行、兴业银行和平安银行活期存款平均余额占比分别较去年全年提升4.74pct、1.63pct和2.30pct至64.74%、42.14%和33.83%。

图：上市银行重点个股计息负债成本率走势



资料来源：WIND，天风证券研究所

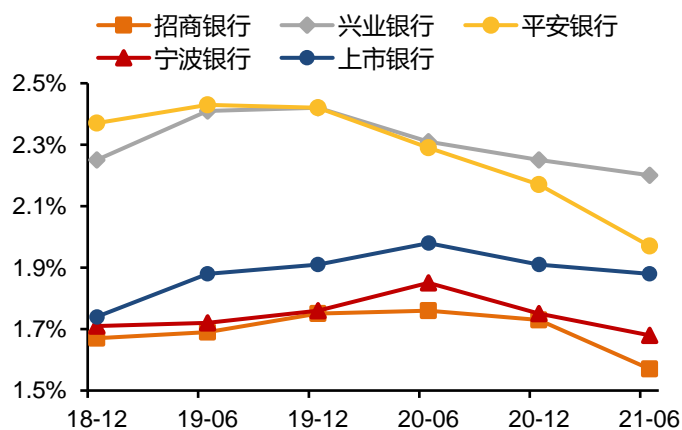
图：上市银行重点个股存款成本率走势



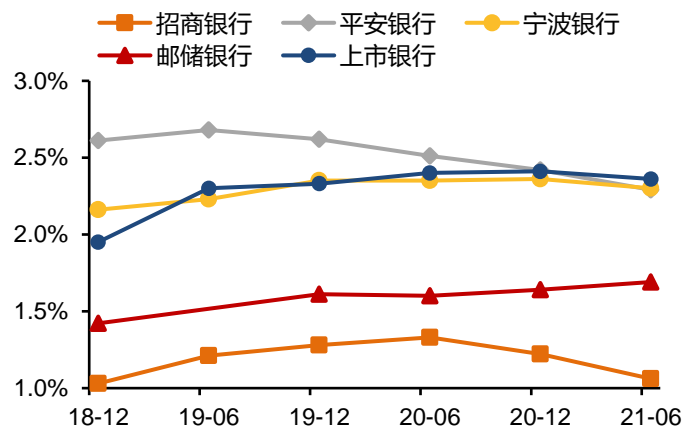
## 1.2 净息差：对公、零售存款成本率双双改善

- ▶ **对公、零售存款成本率均出现改善。**2021H1上市银行对公、零售存款成本率较去年全年下滑3bp和5bp。其中对公存款成本率回落至1.88%，与2019年上半年水平相当。零售存款成本率近年来在银行揽储竞争加剧下略显刚性。疫情以来银行主动加强负债管理，同时受益于政策呵护，成本率出现一定改善。
- ▶ **招商银行低成本优势明显、平安银行改善明显。**招商银行零售转型进行远早于国内同业，十几年来积累了大量的零售客户，零售客户成本率远低于可比同业。上半年招商银行对公和零售存款成本率较去年全年均下滑16bp至1.57%、1.06%，显著优于上市银行平均水平的1.88%和2.36%。平安近年来持续加大负债管理，对公业务与集团客户协同，带来存款成本率显著优化；同时伴随着零售端财富管理的深入推进，零售存款成本率也出现明显改善。上半年平安银行对公和零售存款成本率较去年全年分别下滑20bp和13bp至1.97%、2.29%。

图：上市银行重点个股对公存款成本率走势



图：上市银行重点个股零售存款成本率走势

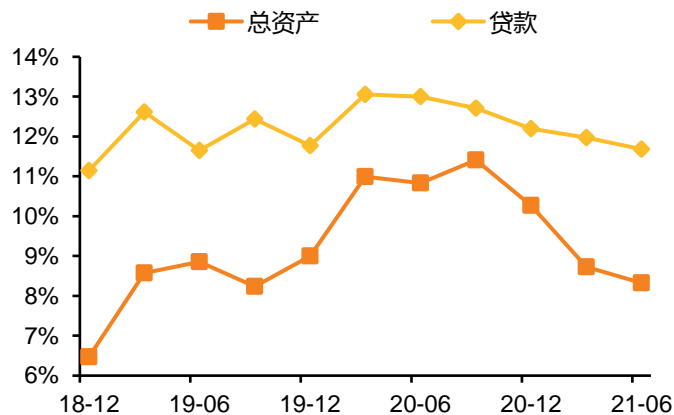


资料来源：WIND，天风证券研究所（上市银行零售和对公存款成本率取披露相应数据的银行简单算数平均值）

## 1.3 规模：信贷投放同比增速维持较高水平

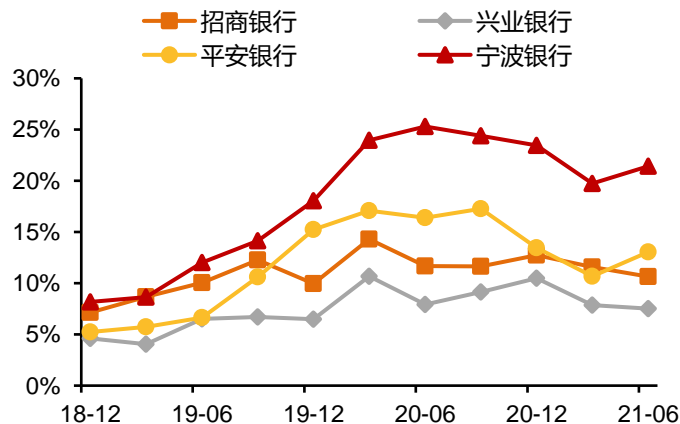
- **支持实体经济发展，银行以量补价。**诚如前文所述，资产端定价走低。银行以量补价，资产规模同比增速保持在较高水平，信贷投放增速持续高于资产增速。二季度末上市银行总资产同比增长8.33%，较一季度下滑0.4pct，其中贷款同比增长11.69%，较一季度下滑0.28pct，总体维持在较高水平。
- **股份行资产增速最高。**上半年社融当月新增同比增速呈现出回落态势，但受政策影响，尤其今年是资管新股过渡期最后一年，表外回表及非标转标等影响下贷款增速表现相对较好。上半年新增社融整体同比下滑14.96%，但新增人民币贷款同比增长4.98%。上市银行中大型商业银行、股份行、城商行、农商行二季末总资产同比增长7.92%、7.73%、12.86%和13.56%。大型银行二季末总资产同比增速最高为农业银行的13.64%，股份行为平安银行的15.49%，城商行为成都银行的34.77%，农商行为常熟银行的20.59%。上市银行重点个股宁波银行维持高增速，平安银行和招商银行增速也优于行业。

图：上市银行总资产、贷款期末余额同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

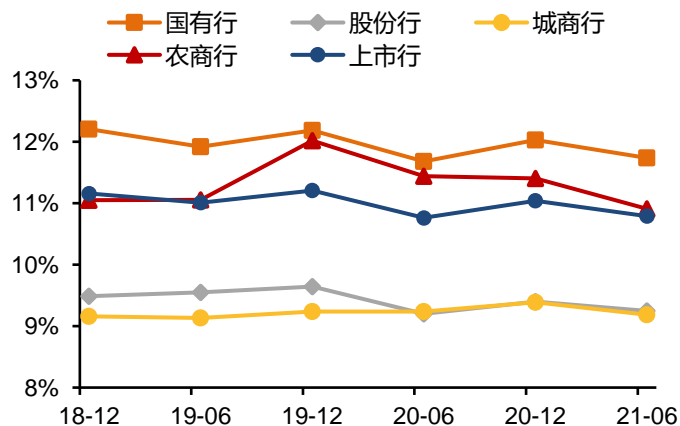
图：上市银行重点个股总资产同比增速



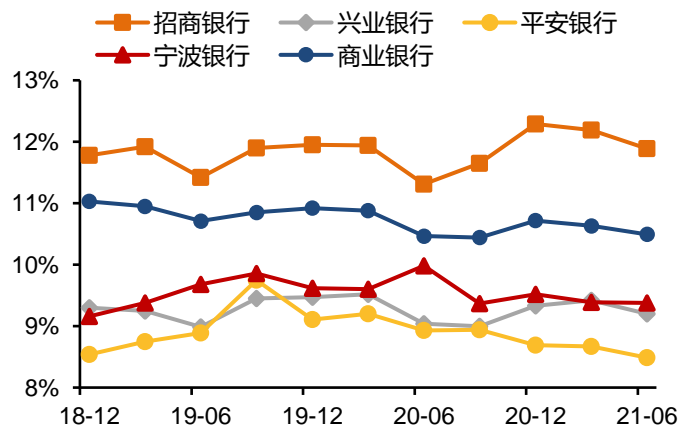
## 1.3 规模：资本压力渐显，内生外源齐头并进

- ▶ 二季度分红影响下，商业银行核心一级资本充足率下滑。今年Q2末商业银行核心一级资本充足率环比下滑14bp至10.50%。二季度分红效应对核心一级资本净额造成一定消耗；同时银行整体维持较高的资产增速，也对资本产生一定的消耗。重点个股如招商银行、兴业银行环比分别下滑了30bp和22bp，其中招商银行资本较为充裕，Q2末仍达11.89%。
- ▶ 银行内外资本补充双管齐下。今年上半年银行利润加速释放，进一步强化内生性资本补充能力。同时，外源性资本补充方案持续推进，目前上市银行中共有14家可转债合计2122亿元尚未转股，民生银行、兴业银行、重庆银行、成都银行、常熟银行等5家银行正在推进可转债发行。其他利用外源性资本工具补充核心一级资本的，包括华夏银行的定增、宁波银行和青岛银行的配股等。

图：上市银行核心一级资本充足率走势



图：商业银行整体及上市银行重点个股核心一级资本充足率情况



资料来源：WIND，天风证券研究所



## 1.3 规模：资本压力渐显，内生外源齐头并进

表：上市银行资本补充进展（截至2021年9月1日）

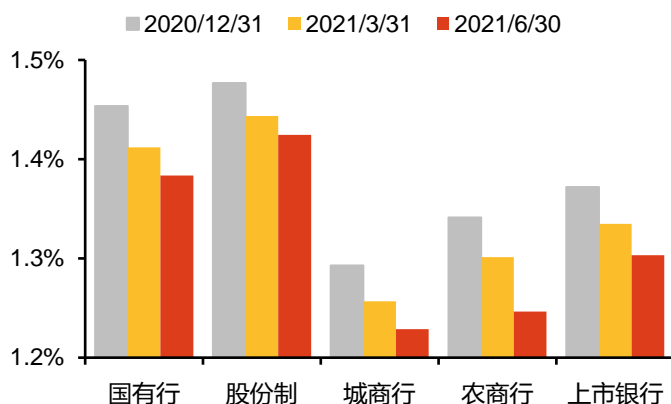
类型	简称	再融资类型	最新公告日期	拟发行最大规模（亿元）	实施进展	下一个环节
大行	工商银行	永续债	2021/06/09	1000	已发行700亿元	
大行	农业银行	永续债	2021/06/18	1200	股东大会通过	获中国银保监会批准
大行	邮储银行	永续债	2021/03/24	600	已发行300亿元	
大行	邮储银行	二级资本债	2021/8/23	1500	已发行600亿元	
大行	交通银行	二级资本债	2021/07/28	600	获银保监会和人民银行批准发行	发行
股份行	华夏银行	定增	2021/05/29	200	股东大会通过	获中国银保监会批准
股份行	民生银行	可转债	2021/06/15	500	已回复证监会二次反馈意见	获中国证监会核准
股份行	兴业银行	可转债	2021/08/21	500	获中国银保监会批准	证监会出具反馈意见
城商行	宁波银行	配股	2021/08/26	120	获证监会核准	发行
城商行	成都银行	可转债	2021/05/29	80	获中国银保监会四川监管局批准	证监会出具反馈意见
城商行	青岛银行	配股	2021/08/30	50	已回复证监会二次反馈意见	获证监会发审委通过
城商行	重庆银行	可转债	2021/05/21	130	股东大会通过	获中国银保监会重庆监管局批准
城商行	苏州银行	永续债	2021/05/29	60	已获中国银保监会江苏监管局批准	获中国人民银行批准
城商行	郑州银行	永续债	2021/07/31	100	已获中国银保监会河南银保监局批准	获中国人民银行批准
农商行	渝农商行	永续债	2021/08/26	80	已发行40亿元	
农商行	常熟银行	可转债	2021/08/17	60	董事会发布议案	获中国银保监会江苏监管局批准

资料来源：WIND，天风证券研究所

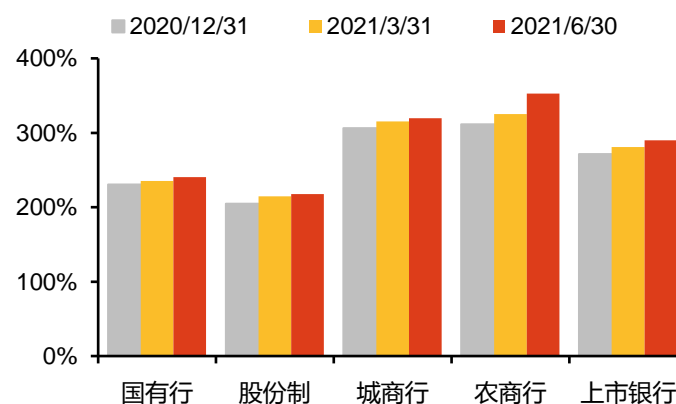
## 1.4 资产质量：指标稳中向好，风险抵御能力增强

- **资产质量稳中向好。**2021Q2上市银行不良贷款生成压力普遍减轻，Q2单季不良贷款生成率环比下行。Q2末不良率（简单平均）1.30%，环比下降3bp，较年初下降7bp。其中，个股风险水平环比改善程度不一，但方向基本一致。38家样本银行的不良率环比1升4平33降。国有行、股份行、城商行和农商行的不良率分别环比下降3bp、2bp、3bp和5bp至1.38%、1.42%、1.23%和1.25%，其中，农商行平均降幅最大。
- **拨备覆盖率普遍提升，抵御风险能力增强。**2021Q2末上市银行拨备覆盖率环比提升9.13pct至290.13%，抵御风险能力提升，反哺利润空间增厚。其中，国有行、股份行、城商行和农商行的拨备覆盖率分别环比提升5.12pct、3.08pct、4.38pct和27.82pct至240.63%、217.90%、319.80%和352.89%，处于充裕水平。

图：上市银行不良率环比下降



图：上市银行拨备覆盖率普遍提升



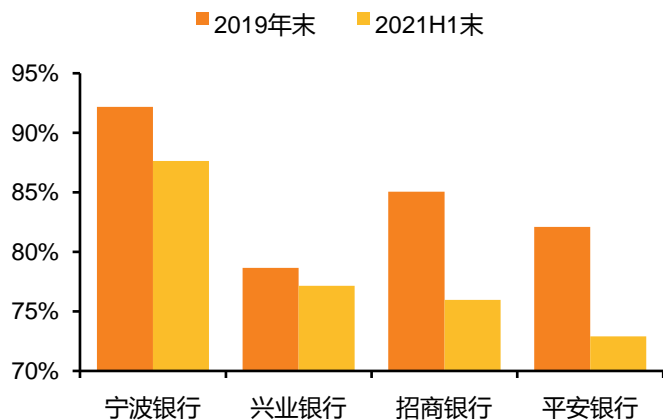
资料来源：WIND，天风证券研究所



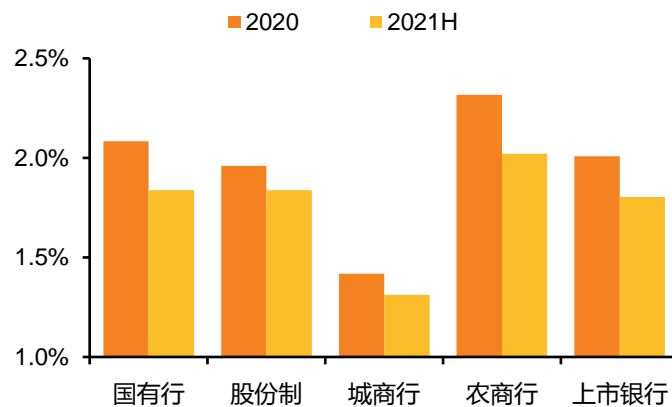
## 1.4 资产质量：隐性不良贷款生成压力趋缓

- **逾期90天以上贷款偏离度不高，不良确认较为严格。**上市银行普遍采取了较为严格的资产质量评价标准，贷款分类准确性较高。2021Q2末，上市银行逾期90天以上贷款偏离度（占不良贷款的比例）较上年末有升有降，重点个股大多下行，整体变化并不显著。除了个别上市银行的该项指标超过100%以外，绝大多数银行的该项指标不超过90%。
- **关注率环比下降，隐性不良贷款生成压力趋缓。**不良率是银行资产质量的显性指标，一定程度上会受到银行主动管理能力的影响，而关注类贷款可向下迁移为不良贷款，代表了不良贷款生成的隐性压力。2021Q2末，上市银行关注率（占总贷款的比例）为1.80%，环比下降21bp。其中，国有行、股份行、城商行和农商行的关注率分别环比下降25bp、12bp、11bp和30bp至1.84%、1.84%、1.31%和2.02%，隐性不良贷款生成压力得到缓释。

图：重点个股逾期90天以上贷款偏离度环比下行



图：关注率环比下降，隐性不良贷款生成压力减轻

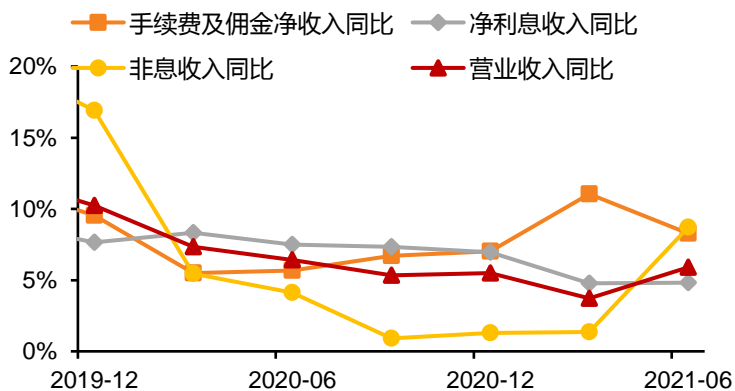


资料来源：WIND，天风证券研究所

## 1.5 非息：债券投资拖累减轻，非息收入增速提升

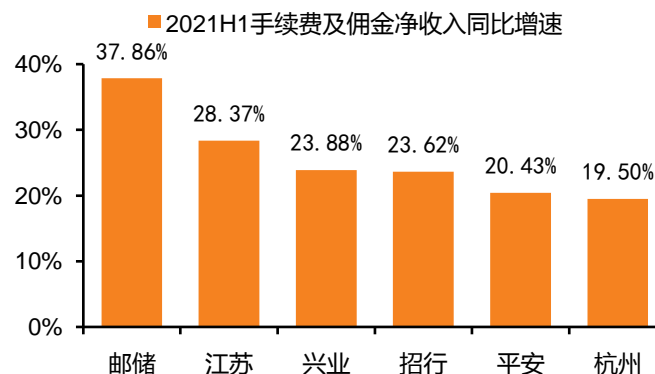
- 随着债券投资拖累减轻，非息收入增速普遍提升。2021H1上市银行非息收入同比增长8.72%，增速较Q1提升7.37pct。其中，除手续费及佣金净收入以外的其他非息收入（主要包括投资损益、公允价值损益、汇兑损益等）同比拖累减轻是非息收入增速改善的主要原因。其他非息收入拖累减轻主要源于Q2以来债券市场利率下行（去年同期债券市场利率大幅上升），债市收益同比增速较Q1改善。
- 中收同比增速下降，但个股表现抢眼。2021H1手续费及佣金净收入同比增长8.29%，增速较一季度下降2.75pct，主要是由于代销产品收入增速在一季度的旺季后有所回落所致。部分银行如邮储银行、招商银行的手续费及佣金净收入同比保持较快增长，我们判断主要得益于随着疫情好转，财富管理需求提升，以及在代理人渠道改革的影响下，代理保险资源向银保渠道倾斜，银行的代销收入增速亮眼。以招商银行为例，上半年代理服务手续费和代理证券交易收入分别同比增长40.36%和66.39%，带动手续费及佣金净收入同比增速较上年提升12.44pct至23.62%。

图：2021H1上市银行非息收入同比增速提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图：2021H1重点个股中收大多仍保持较快增长



## 1.5 非息：债券投资拖累减轻，非息收入增速提升

表：招商银行非息收入细分项目拆解（集团口径）

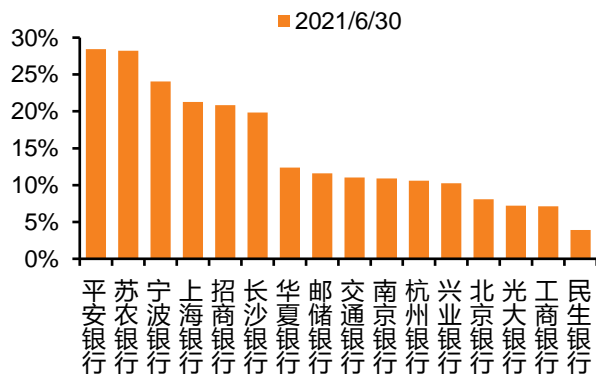
（单位：人民币百万元）	2021年1-6月	2020年1-6月	同比	2020年	2019年	同比
手续费及佣金收入	56,005	45,611	22.79%	86,684	79,047	9.66%
银行卡手续费	9,396	9,418	-0.23%	19,551	19,551	0.00%
结算与清算手续费	7,277	6,362	14.38%	12,651	11,492	10.09%
代理服务手续费	15,173	10,810	40.36%	18,507	13,681	35.28%
信贷承诺及贷款业务佣金	3,852	3,654	5.42%	6,191	6,310	-1.89%
托管及其他受托业务佣金	15,882	13,558	17.14%	26,742	23,560	13.51%
其他	4,425	1,809	144.61%	3,042	4,453	-31.69%
手续费及佣金支出	3,751	3,342	12.24%	7,198	7,554	-4.71%
净手续费及佣金收入	52,254	42,269	23.62%	79,486	71,493	11.18%
其他净收入	17,154	15,211	12.77%	25,965	25,120	3.36%
公允价值变动净收益 / （损失）	696	-1,168	不适用	-1,660	384	-532.29%
投资收益	11,107	11,530	-3.67%	19,162	15,771	21.50%
汇兑净收益	1,925	1,789	7.60%	2,202	3,259	-32.43%
其他业务收入	3,426	3,060	11.96%	6,261	5,706	9.73%
非利息净收入总额	69,408	57,480	20.75%	105,451	96,613	9.15%

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 1.5 AUM保持较快增长，零售客户资金归集效果增强

- AUM整体稳步增长。**在长期利率下行和居民财富管理需求日益提升的趋势下，银行积极开源拓渠，通过推进财富管理体系建设等方式，夯实客户基础、做大客户规模、拓展表外非息业务，AUM规模稳步扩张，2021Q2末在已披露数据的上市银行中，大多数上市银行的AUM同比增速处于10%以上。以率先进行零售转型的招商银行为例，Q2末零售客户AUM同比增速较一季末小幅下降86bp，但仍保持20.84%的较高增速，时点规模突破10万亿元。
- 零售客户资金归集效果增强。**2021H1，在已披露数据的上市银行中，大多数银行的客户结构向高净值的人群倾斜。以招商银行为例，2021Q2末私行客户、金葵花（门槛为月日均总资产50万元）以上非私行客户、其他客户的AUM分别同比增长25.30%、19.58%和16.99%，增速分别较Q1环比下降2pct、94bp和提升97bp，金葵花及以上等级的客户数量和AUM占比分别较Q1末提升2bp和20bp。

图：上市银行AUM规模同比稳步扩张



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：部分银行未披露数据，或无同口径可比数据

表：招商银行零售客户数量和AUM占比变化

	2021Q2末	2021Q1末	变化bp
私人银行AUM	31.34%	31.10%	24
金葵花及以上非私行客户AUM	50.99%	51.03%	-4
其他客户AUM	17.67%	17.87%	-20
零售客户AUM	100.00%	100.00%	-
	2021Q2末	2021Q1末	变化bp
私人银行客户数	0.07%	0.07%	0
金葵花及以上非私行客户数	2.01%	1.99%	2
其他客户数	97.92%	97.94%	-2
零售客户数	100.00%	100.00%	-

## 第二节 展望

## 2.1 预计下半年息差稳中小降

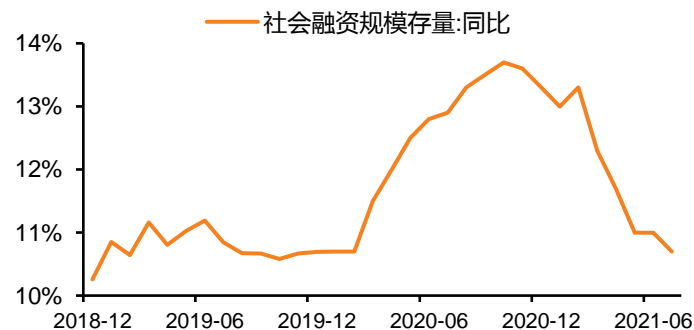
- **预计下半年息差稳中小降。** 2021H1上市银行累计净息差2.00%，较Q1微降1bp（Q1较2020下降8bp），降幅收窄。
- **资产端：**鉴于当前经济体现出较大的下行压力，我们不排除未来存在政策性、结构性降息的可能性。人行在二季度货币政策执行报告中也提出，“推动实际贷款利率进一步降低”。但是因为贷款全局性利率已经处于历史最低点，为保留一定的政策空间，所以未来政策重心或放在普惠金融方面，以降低中小企业的融资成本为主要目标。而且下半年地方债集中发行以及基建落地节奏加快，也有助于稳定信贷需求。总体判断**银行资产端定价基本平稳，或小幅下降。**
- **负债端：**因为商业银行的净息差处于历史底部，所以银行对于盈利的刚性诉求，决定了当前政策性降息的前提应该是给银行“减负”。缓和银行的盈利压力，使银行恢复足够的信贷投放能力。因此今年上半年不管是存款利率自律上限改革还是理财业务整改，都是在着力降低银行负债成本。银行实际上享受着双边降息的政策环境，这有助于银行平抑息差波动。下半年我们预期在存款降成本方面会有更多政策举措。

图：10年期国债收益率于2021年8月出现触底回升势头



资料来源：WIND，天风证券研究所

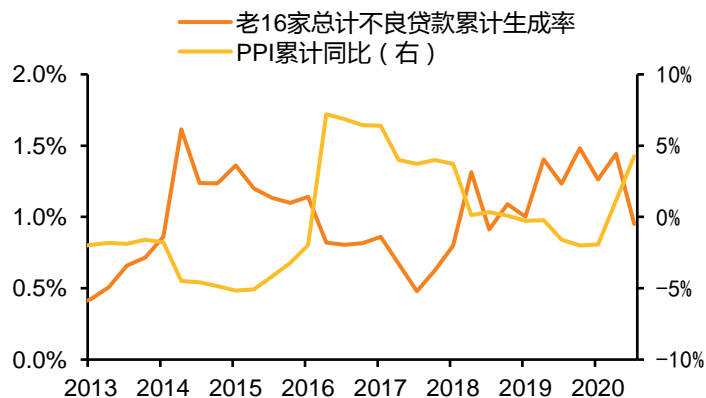
图：社融存量规模同比增速回落



## 2.2 预计下半年信用风险可控

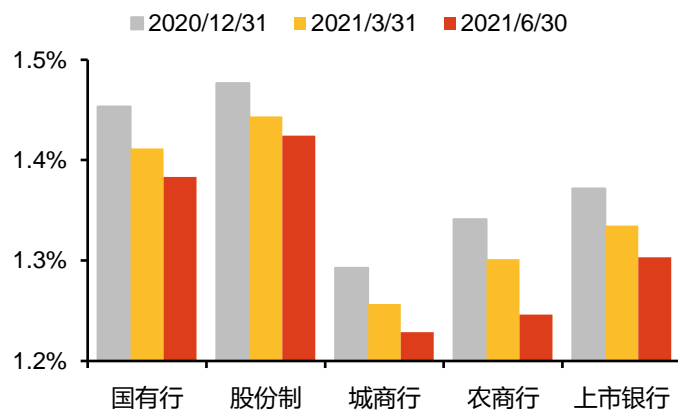
- ▶ **下半年信用风险预计平稳。**虽然一般来说，银行不良贷款生成速度和经济增长负相关，经济下行压力或体现为银行信用风险增加，但是银行的基本面今非昔比。得益于从去年以来提前处置存量问题资产和增厚拨备，银行（尤其是上市银行）拨备率高，不良率低，风险抵御能力处于历史最好状态。足够应对经济阶段性下行带来的风险扰动。其中房地产行业风险主要为结构性、区域性有序暴露，对全局不良率影响较小。下半年宽信用政策落地也有助于稀释不良风险。
- ▶ **守住中小企业不发生信用风险是潜在的政策底线。**疫情后的经济两极分化，恢复较慢的主要是中小企业。而这些中小企业却发挥着保就业、保民生的重要作用。若要加快恢复消费、改善终端需求，那么稳住中小企业的基本面必不可少。730政治局会议也重点强调要“助力中小企业和困难行业持续恢复”。考虑到中小企业是银行不良风险的主要来源，所以我们判断对中小企业的政策支持力度会增加，将使银行的不良贷款生成率总体可控。

图：上市银行不良贷款生成率和PPI同比



资料来源：WIND，天风证券研究所

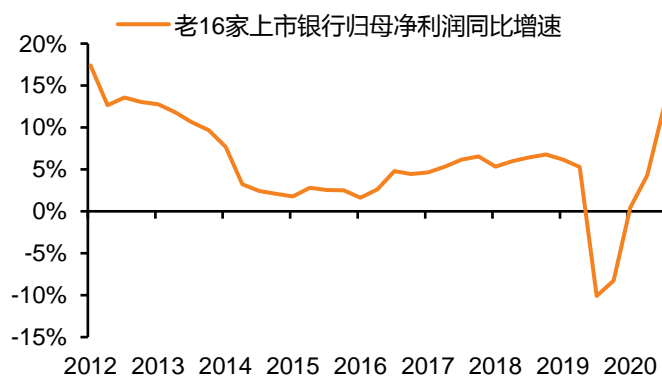
图：各类上市银行不良贷款率环比下降，处于较低水平



## 2.3 预计下半年业绩增速回落，但是个股机会突出

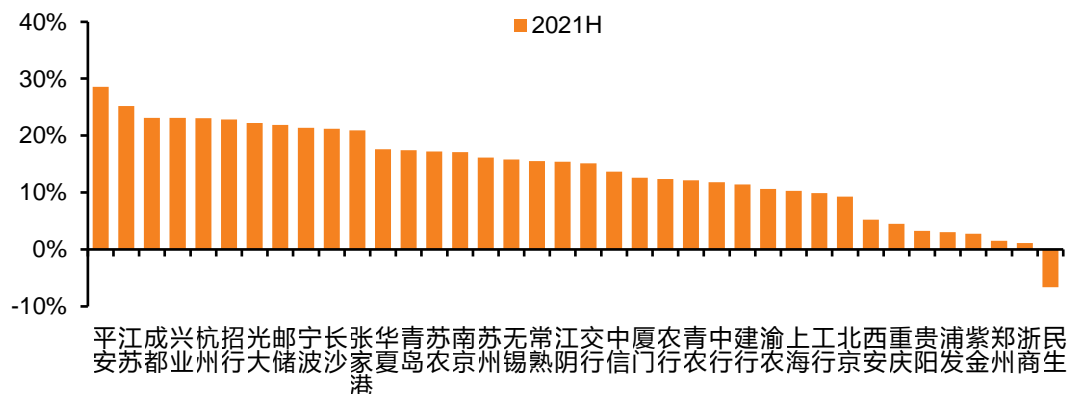
- 上半年银行净利润在低基数的影响下高速增长。2020H1为上市银行归母净利润同比增速的历史最低点，上市银行归母净利润同比增速实现破纪录的-9.28%。在基数效应下，2021H1上市银行归母净利润同比增速大幅提升至12.94%。
- 下半年行业利润增速回落，但是少数银行预计表现突出。2020年前三季度和2020年全年，上市银行归母净利润同比增速提升至-7.60%和0.69%，这将使今年下半年的基数效应减弱，预计行业整体利润增速会向历史中枢值回归，但保持在较高水平。预计全年上市银行利润增速将在10%左右。
- 少数银行的利润增长预计保持在高位，甚至继续向上突破。这主要是源于内源性资本补充诉求。去年利润增长过低导致银行的资本补充普遍不足，部分银行在疫情前就存在的资本短缺问题更为突出。当前政策环境较为友好，加快利润释放提高资本水平是当务之急。而且去年以来拨备充裕，有足够的拨备回哺空间。

图：2020H1为上市银行归母净利润同比增速历史低点



资料来源：WIND，天风证券研究所

图：2021H1上市银行归母净利润同比增速





## 2.4 战略转型持续推进

- 在利率长期下行的趋势下，银行一方面积极采用信用下沉和发力新兴市场等方式，开拓高收益资产，在传统业务领域进行差异化竞争；另一方面主动寻找传统商业模式以外的突破口，积极向非息业务转型，扩大表外业务体量。
- **1、招商银行：**拓展“大客群”、搭建“大平台”、构建“大生态”的大财富管理业务模式初显轮廓，批发、零售业务条线在客群拓展上合作更加紧密，借助数字化运营模式，各板块业务飞轮效应显现，AUM在高基数下仍保持快速增长，私行AUM和招银理财产品规模位居市场第一。上半年手续费及佣金净收入同比增长23.62%，增速较2020年提升12.44pct。
- **2、平安银行：**在经济增速换挡、居民储蓄搬家背景下，主动做出从“依赖信贷投放盈利”，到“打造财富管理收入增长极”的零售战略转型。计划“三年再造新零售，两年再造万亿新私行”，三年内零售AUM再翻一番，超过五万亿，两年内实现私行AUM再翻一番，达到两万亿。2021Q2末，零售AUM和私行AUM分别同比增长28.45%和45.53%。
- **3、宁波银行：**深耕江浙优质经营区域，区域经济韧性足，公司因地制宜，稳步实施“大银行做不好，小银行做不了”的经营策略，聚焦中小企业，实现差异化发展，与此同时，公司积极拓展大零售业务和轻资本业务，致力于打造多元化的利润中心。2021H1，公司财富管理持续发力，代理类业务和托管类业务收入分别同比增长13.21%和39.77%。
- **4、兴业银行：**持续赋能“绿色银行、财富银行、投资银行”三张金色名片，积极把握绿色金融发展契机，实现差异化发展，表内外绿色金融融资余额大幅增长，综合金融服务多点开花。随着碳达峰、碳中和“3060目标”持续推进，包括技术改造在内的低碳投资需求有望喷涌而出，未来市场空间广阔。

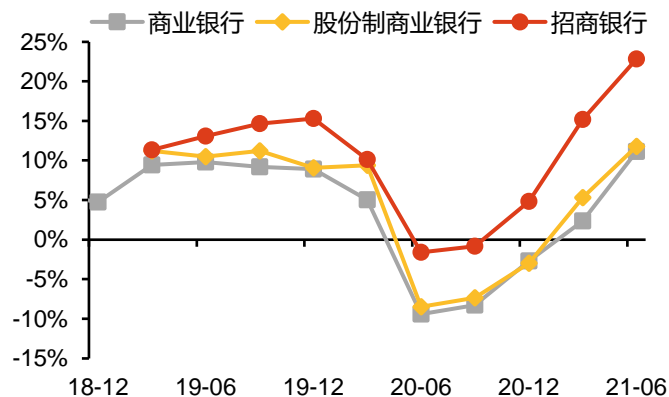
# 第三节 个股投资逻辑

## 3.1 招商银行：业绩增速创近8年新高，拓客促活持续推进

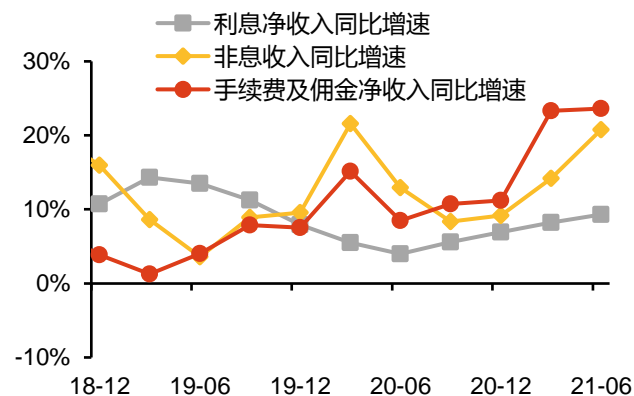
- **业绩增速领先的高成长性银行。**招商银行2021年上半年归母净利润同比增速较一季度提升7.64pct至22.82%，创下近8年以来新高，在上市股份行中位列第三。二季度净息差环比下降6bp至2.46%，但仍高于去年四季度2.41%的低点，行业领先优势犹存。公司着力优化资产负债结构，推进拓客促活力度，有望把握存款利率自律上限调整的契机，强化存款成本优势。公司资本充裕，资产质量持续领跑行业，拨备覆盖率达439.46%，风险抵御能力与业绩释放能力都十分强劲。
- **看好公司大财富管理战略。**公司已基本形成拓展“大客群”、搭建“大平台”、构建“大生态”的大财富管理业务模式，二季度零售AUM时点规模突破10万亿元，在高基数的情况下同比仍保持着20.84%的较高增速水平。公司的私行门槛高于同业，私行AUM位居行业第一。招银理财产品规模跃居市场第一，为零售AUM增长打下了基础。在代发业务和私人银行客群拓展上，批发和零售条线的合作更加紧密，重点企业高管开立私人银行卡数量和私人银行引流对公有效户均明显增长。客户结构继续向高净值人群倾斜。
- **未来业绩成长性乐观。**公司基本面表现优秀，业绩增速领跑行业。负债端持续加强成本管控，加大拓客促活力度，继续保持成本优势。资产质量夯实和隐性不良贷款生成压力减轻为后续资产投放和大财富管理发展打下了坚实的基础。雄厚的拨备为未来业绩释放预留了充足的空间。我们对公司未来的业绩成长性保持乐观。
- **风险提示：**疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期，资产质量波动

# 3.1 招商银行：业绩增速创近8年新高，拓客促活持续推进

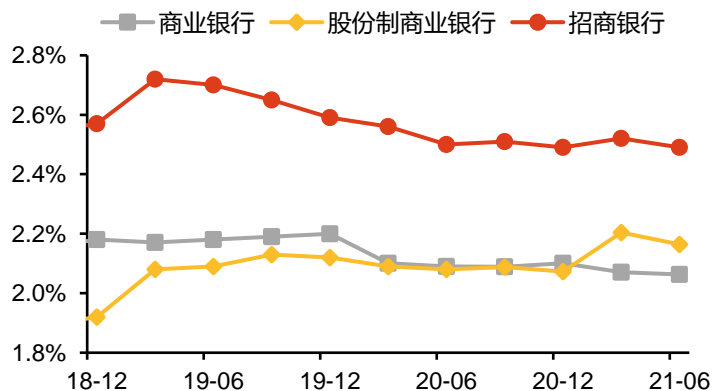
图：招商银行业绩累计同比增速远高于行业平均水平



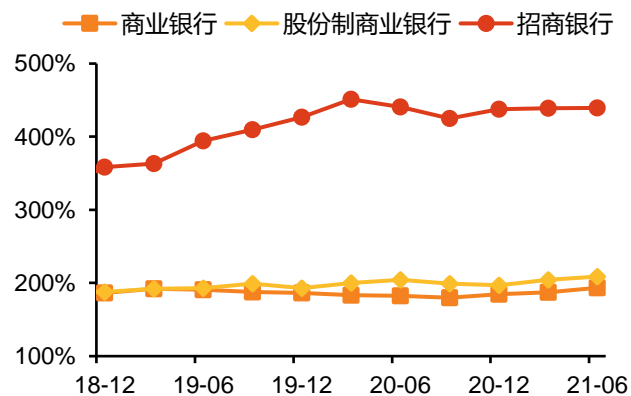
图：招商银行手续费及佣金净收入增速保持高位



图：招商银行累计净息差（披露值）领先同业



图：招商银行拨备十分充裕



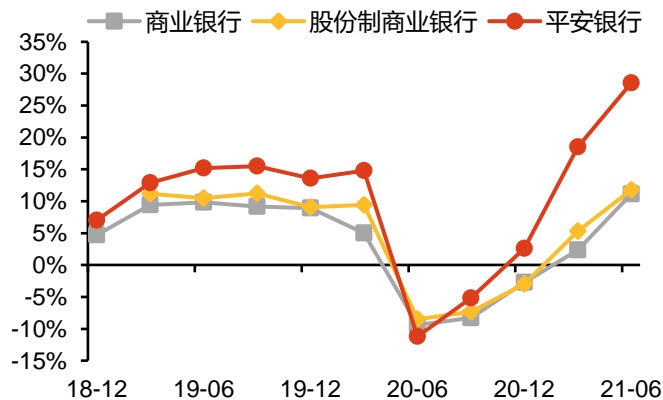
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 3.2 平安银行：二季度业绩大幅增长，高阶零售转型加速推进

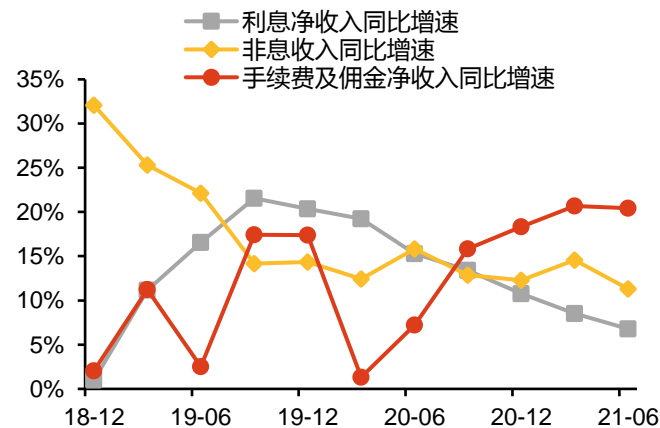
- **2021H1业绩同比增速雄踞上市银行首位。**2021H1公司归母净利润同比增长28.55%，位居上市银行首位，较Q1提升10.02pct。2021H1公司净息差2.83%，较Q1的2.87%仅小幅缩窄4bp，远高于行业平均水平，息差韧性较足。公司将负债管理纳入全行战略高度，负债成本持续优化有效支撑息差。同时资产质量持续夯实，对公不良历史包袱完全卸下。Q2末拨备覆盖率259.53%，环比提升14.37pct，提升幅度显著大于行业，风险抵补能力持续强化。
- **以提升AUM为导向，提升长期盈利可持续性。**新三年目标规划中，零售AUM实现三年内翻番、私行AUM实现两年内翻番。加大对低风险业务和优质客群的信贷投放，是着力于提升AUM，有利于挖掘表外非息业务市场空间。从零售信贷投放的节奏来看，公司降低风险偏好，是在经济增速换挡、居民储蓄搬家背景下，主动做出的从依赖信贷投放盈利，到打造财富管理收入增长极的零售战略转型。适度提升个人住房按揭业务的信贷投放，可以获取较为高质量的客户；且个人住房按揭贷款时间较长，有利于公司在长期利率下行背景下，把握高质量客户，提升挖掘AUM增长的空间。
- **业绩成长性乐观。**公司在资产质量全面夯实的基础上，实现了业绩的大幅增长。内生增长能力持续强化，自我造血能力进一步增强。公司AUM保持强劲的增长势头，财富管理业务有望迎来提速，我们看好公司未来的业绩成长性。预计2021-2023年归母净利润同比增长25.73%、25.65%和23.48%，给予1.6x目标PB，对应目标价26.97元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济恢复较弱，信贷需求不足，信用风险波动

## 3.2 平安银行：上市银行对公存款成本率下滑明显

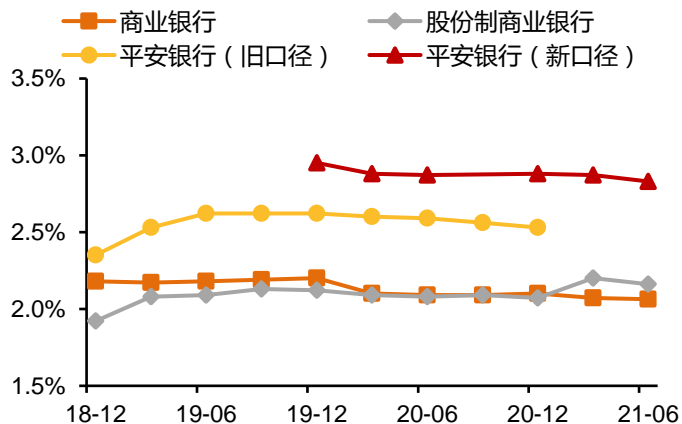
图：平安银行业绩累计同比增速远高于行业平均水平



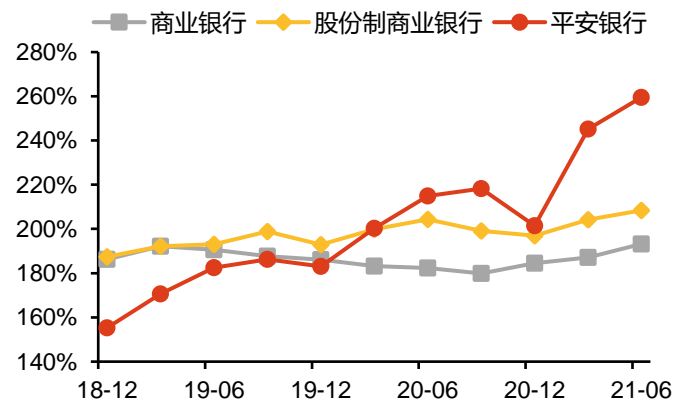
图：平安银行手续费及佣金净收入同比增速抬升明显



图：平安银行净息差明显优于行业



图：平安银行拨备覆盖率提升优于行业



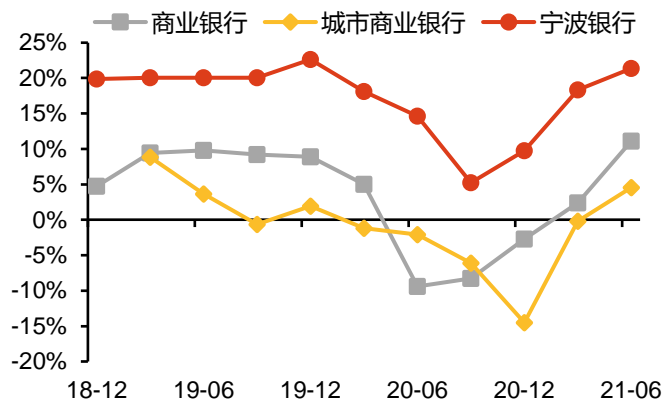
资料来源：WIND，天风证券研究所

### 3.3 宁波银行：业绩增长强劲，资产质量持续夯实

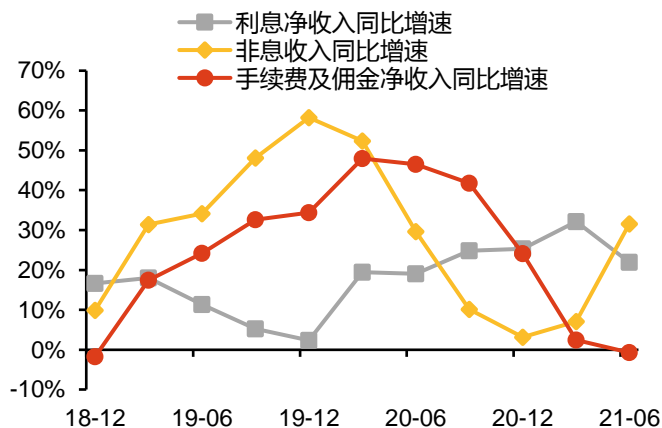
- **2021H1营收同比增速表现亮眼。**公司2021H1营收同比增长25.21%、归母净利润同比增长21.37%，均延续Q1的高增长态势，其中营收同比增速位居上市银行第2位。上半年净息差较去年全年提升3bp至2.33%，息差保持一定韧性。同时资产质量不断夯实，不良率和关注率均处于低水平，Q2单季度不良净生成率仅0.48%。拨备覆盖率进一步提升至510.13%，雄踞上市银行第3位，拨备反哺能力得到持续强化。
- **消费贷需求回升有望支撑定价走强。**零售贷款方面，Q2末零售贷款余额中消费贷占比64.18%。上半年消费需求减弱，一定程度上影响消费贷利率。下半年随着消费需求边际回暖，消费贷利率有望企稳回升，公司贷款定价有一定提升空间。同时存款成本率进一步改善。上半年存款成本率较去年全年下滑4bp，其中对公和零售存款成本率较去年全年下滑7bp和6bp。一方面得益于存款结构的改善，另一方面对公存款方面，活期和定期存款成本率分别较去年全年下滑11bp和4bp。
- **高成长支撑高估值。**公司深耕江浙优质经营区域，区域经济韧性足。近年来公司持续推进盈利来源多元化，大零售及轻资本业务盈利占比不断提升，为业绩可持续高增长打下坚实基础。8月26日公司配股获证监会核准，下一阶段便是实施配股，配股若在三季度完成，则将进一步打开公司资产扩张区间。我们看好公司发展前景，预测2021-2023年归母净利润增速为23.56%、20.65%和18.44%，对应2021年BVPS为20.31元，对应静态PB为1.77倍。维持目标价49.45元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复，影响宏观经济恢复，信贷需求减弱；信用风险波动；出台让利政策

### 3.3 宁波银行：业绩增长强劲，资产质量持续夯实

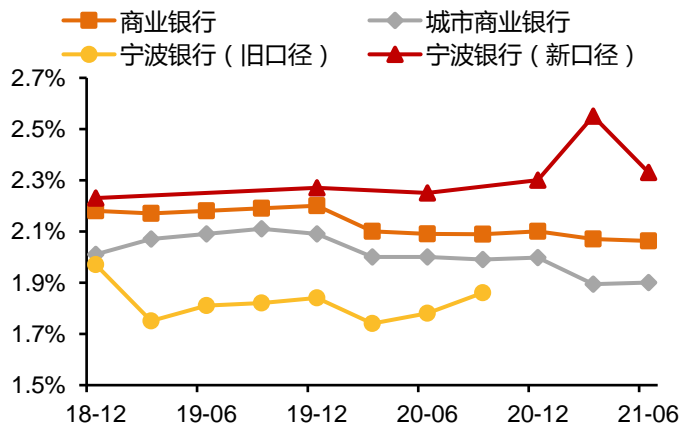
图：宁波银行业绩累计同比增速持续优于行业



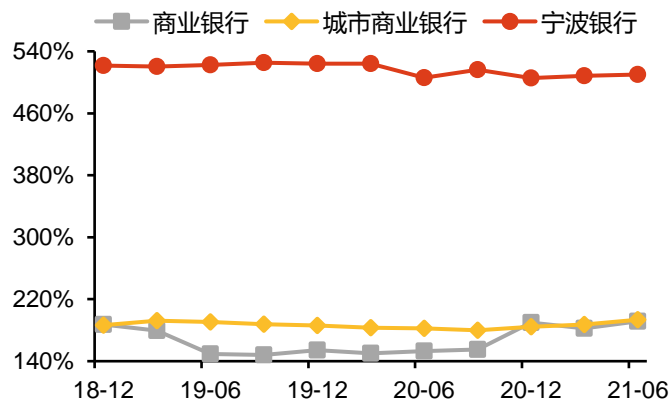
图：宁波银行利息净收入维持较高增速



图：宁波银行净息差（新口径）优于行业



图：宁波银行拨备覆盖率大幅高于行业



资料来源：WIND，天风证券研究所

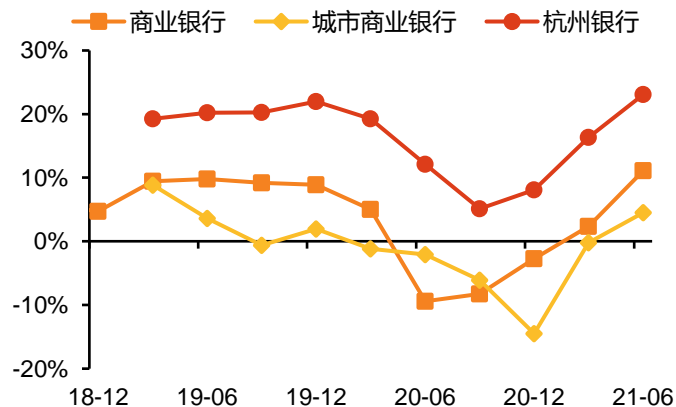


## 3.4 杭州银行：业绩高增有望持续，打造零售小微增长极

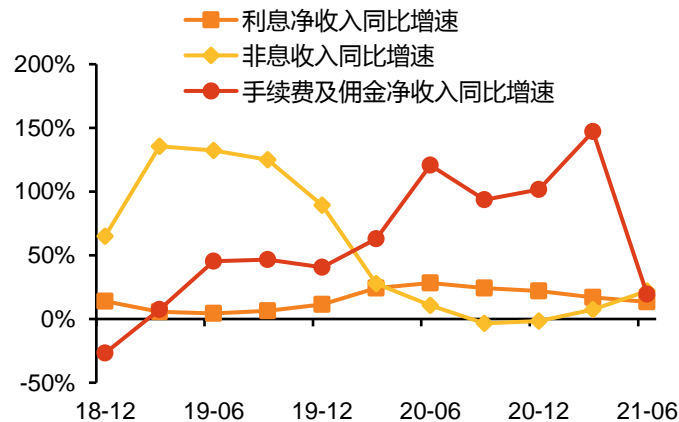
- **业绩高增有望持续。**2018年至今，公司的业绩高成长特性都十分鲜明。2021H1归母净利润增速较一季度提升6.74pct至23.07%，位居上市银行第5名和上市城商行第3名。展望未来，公司业绩释放后劲充足：一是2020Q3为公司业绩增速的低点，低基数效应有望助力业绩同比高增。二是2021Q2末公司核心一级资本充足率8.43%，处于行业较低水平，内源性资本补充诉求有望促进业绩释放。三是公司资产质量领先地位稳固，2021Q2末不良率环比下降7bp至0.98%，关注率环比持平，拨备覆盖率环比提升32pct，高达530%以上，反哺利润的空间十分充裕。
- **“杭银转债”转股价格大幅下修，未来资本补充可期。**由于触发转股价下修条款，经股东大会决议，“杭银转债”转股价格自2021年8月30日起由人民币16.71元/股调整为人民币12.99元/股，转股难度大幅降低。未来公司将继续积极促进可转债转股，核心一级资本补充可期。
- **新五年战略打造零售小微增长极。**公司背靠杭州市财政局，股权结构分散且稳定，立足杭州，布局发达经济圈，已率先实现风险出清。虽然资本相对偏紧，但公司已积极着手内源性和外源性资本补充。2021-2025年新一轮战略规划将聚焦“二二五五”战略，推动客户导向和效能驱动转型，具体打法上以“做大零售”和“做优小微”作为增长极，零售金融重点发力财富管理和消费信贷业务，小微金融坚持个人客户、抵押贷款为主，逐步向企业客户、信用贷款延伸，目前零售和小微业务发展已渐入佳境。（详情见我们的报告《杭州银行：打造零售小微增长极，受益于建设先行示范区》）我们认为公司未来有望乘经济复苏之势，实现高质量快速发展。
- **风险提示：**疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期，资产质量波动

### 3.4 杭州银行：业绩高增有望持续，打造零售小微增长极

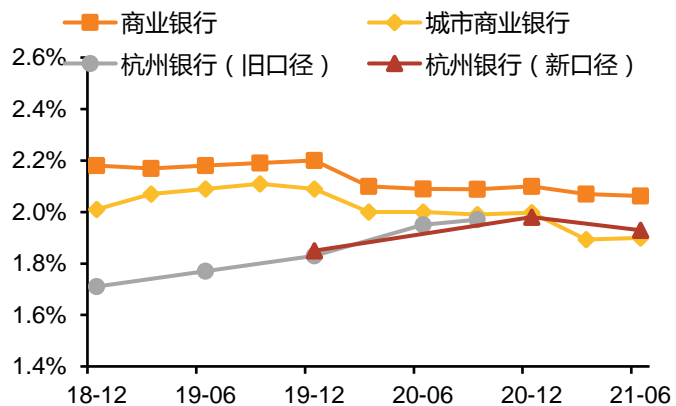
图：杭州银行业绩高成长特性鲜明



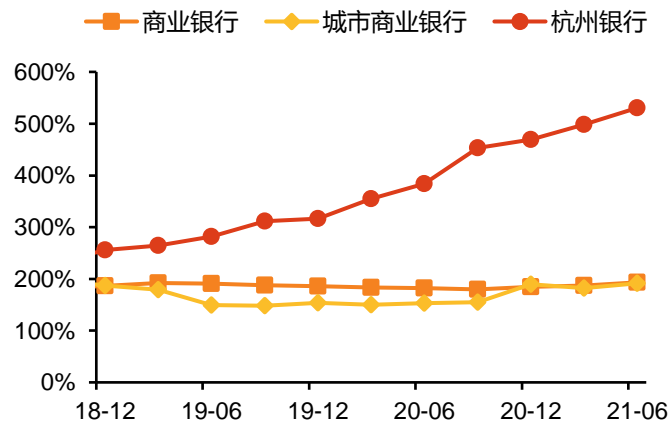
图：杭州银行中收同比仍双位数增长



图：杭州银行净息差高于城市商业银行平均



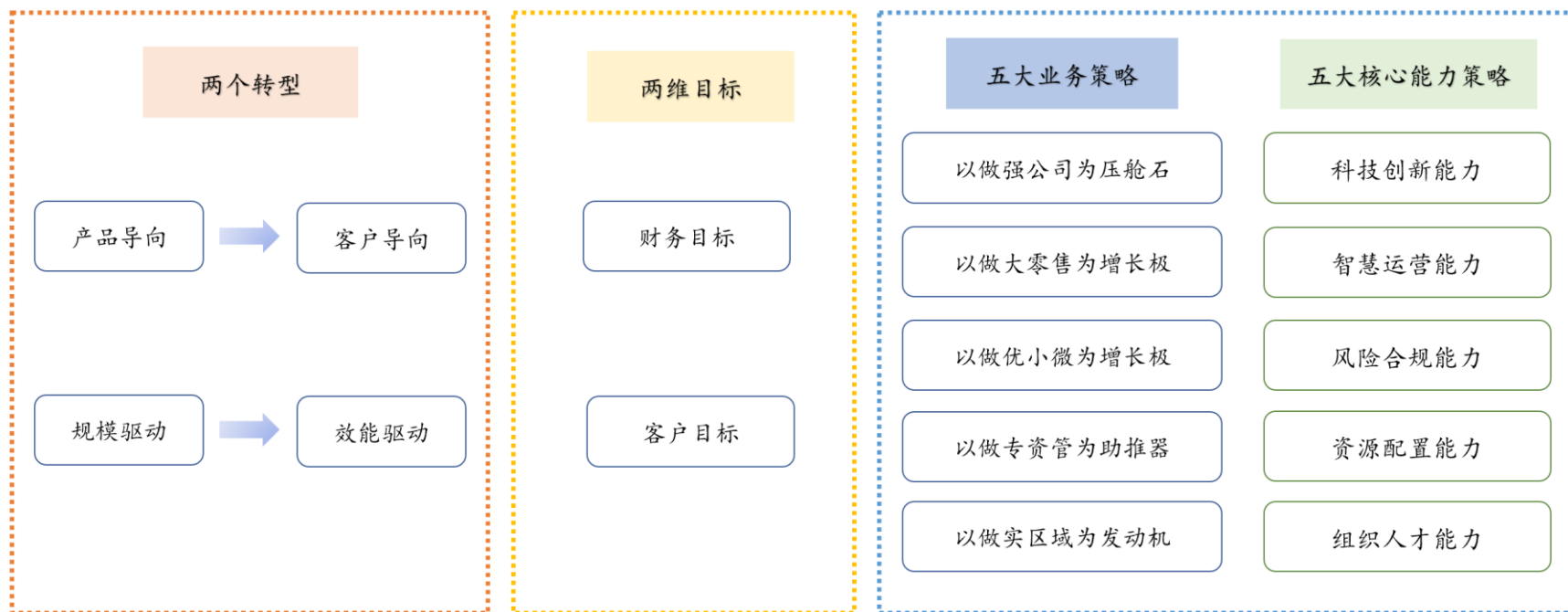
图：杭州银行拨备覆盖率遥遥领先



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 3.4 杭州银行：业绩高增有望持续，打造零售小微增长极

### 二二五五战略



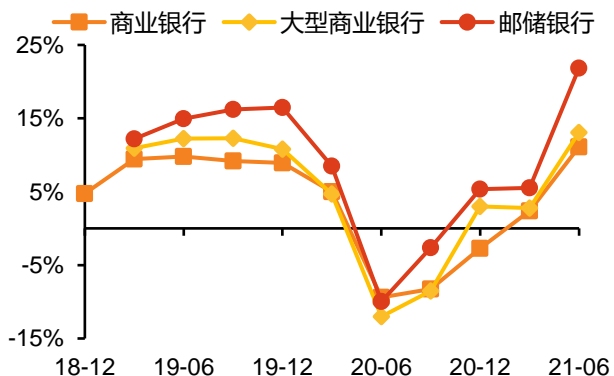
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 3.5 邮储银行：业绩增速超过20%，零售转型卓有成效

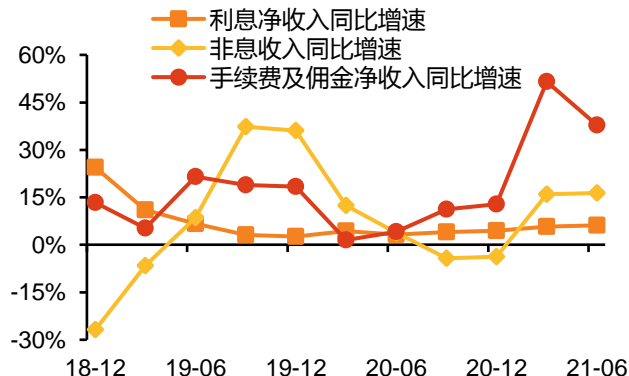
- **业绩增速超过20%的大型银行，打了场漂亮的翻身仗。**上半年公司归母净利润同比增速较一季度显著提升16.33pct至21.84%，创历史新高，并远高于大型商业银行13.07%的平均增速水平。得益于财富管理体系建设持续推进，代理业务手续费同比增长126.53%，手续费及佣金净收入同比保持37.86%的较快增长。上半年息差小幅收窄，主要是由于个人定期存款占比提升和成本率上行。由于新增定期存款以一年期及以下为主，下半年有望陆续到期从而缓解成本压力。同时，公司着力优化资产结构，推进资产端零售转型，结构优化有望一定程度上缓解息差下行压力。公司资产质量优势显著，拨备覆盖率再创新高，且资本尚有余力，基本面扎实。
- **积极把握零售转型发展契机。**公司坚守大型零售银行的战略定位，紧抓居民财富管理增长和消费升级的战略机遇期，积极发展大零售业务。二季末VIP客户和财富客户分别较上年末增长14.87%和20.44%，高净值客户资源增厚。个人银行业务营收同比增长14.11%，占比较上年末提升68bp，零售转型效果显现。
- **我们看好公司未来发展。**公司的客户基础扎实、网点渠道优势突出、资产质量遥遥领先，此外，公司一方面积极推进零售转型，降低资本消耗，另一方面适时运用外源性（如定增、可转债）和内源性（业绩释放）方式补充资本，短期资本压力不大。我们看好公司未来发展。
- **风险提示：**疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期，资产质量波动

### 3.5 邮储银行：业绩增速超过20%，零售转型卓有成效

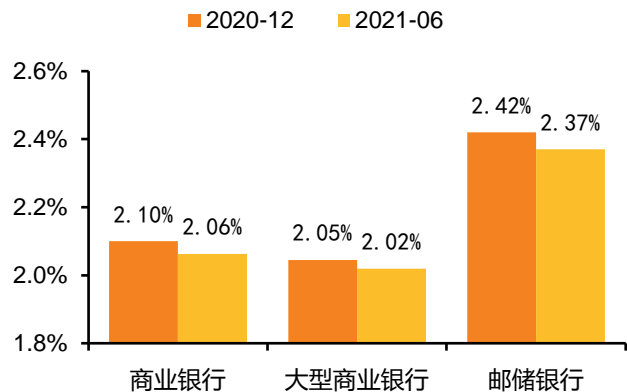
图：邮储银行业绩高增



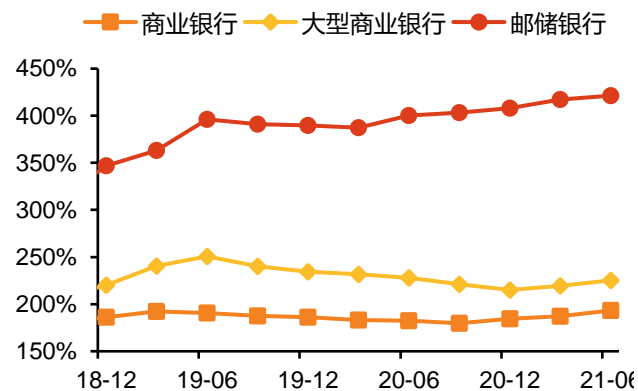
图：邮储银行中收快速增长



图：邮储银行净息差处于相对较高水平



图：邮储银行拨备覆盖率遥遥领先



资料来源：WIND，天风证券研究所

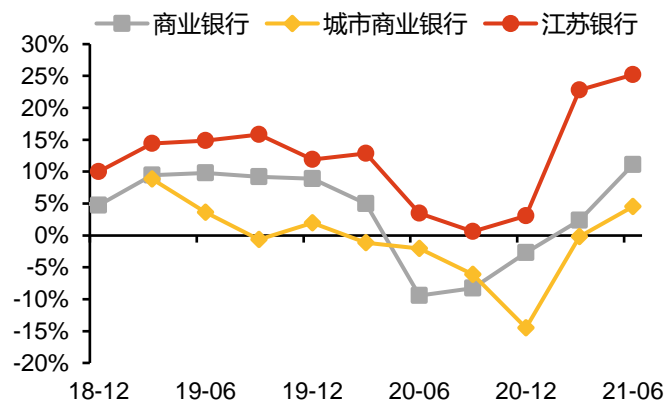
资料来源：WIND，天风证券研究所

## 3.6 江苏银行：零售加速转型，财富管理大有可为

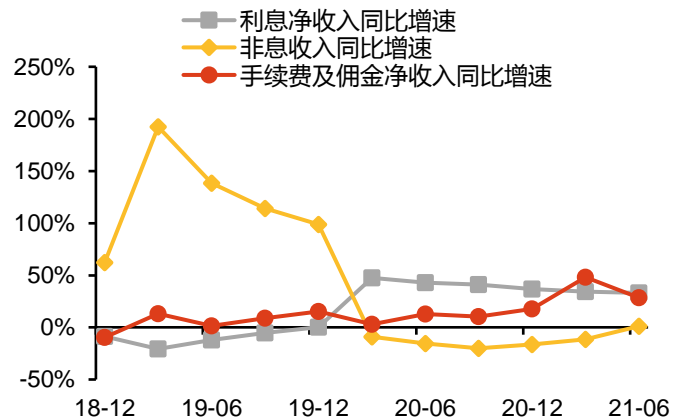
- **2021H1营收、利润均维持20%以上同比增速。**公司2021H1营收和归母净利润分别同比增长22.67%、和25.20%，同比增速分别居上市银行第3位、第2位。上半年净息差2.29%，较去年全年提升15bp。在资产端定价保持稳定的同时，负债端成本率改善明显。公司资产保持较高增速，Q2末总资产和发放贷款余额同比增长14.73%和17.15%。公司尚有200亿元可转债尚未转股，静态测算可将核心一级资本充足率提升1.17pct，资本弹药较为充足。
- **关注下半年零售信贷投放节奏。**对公贷款方面，乘江苏省产业转型升级春风，公司强化对关键领域和核心技术的金融供给，持续扶持先进制造产业发展。上半年新增对公贷款余额中，制造业占比达21.90%，科技型企业贷款余额占对公贷款比重达15.11%。上半年新增零售贷款余额中，消费贷和信用卡合计占比达47.98%，住房按揭贷款和经营贷占比28.65%和23.37%。今年4月9日，公司消金子公司苏银凯基成立，进一步打开公司消费贷增长空间。上半年季节性因素导致新增贷款多投向对公，下半年零售信贷投放节奏加快有助于资产端定价回升。
- **财富管理提速。**随着理财子苏银理财去年8月开业，公司财富管理业务提速，助推零售转型。上半年末公司零售AUM高达8723亿元，较年初增长12%。AUM快速增长效应明显，上半年公募基金和理财产品销量同比分别超过250%和300%。上半年代理手续费收入同比增长38.08%，占手续费及佣金收入的75.17%。我们看好公司在持续巩固对公传统优势的同时，推进零售转型。预计2021-2023年归母净利润同比增长24.68%、22.35%和20.80%，给予0.9x目标PB，对应目标价9.10元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济恢复较弱，信贷需求不足，信用风险波动

## 3.6 江苏银行：上市银行对公存款成本率下滑明显

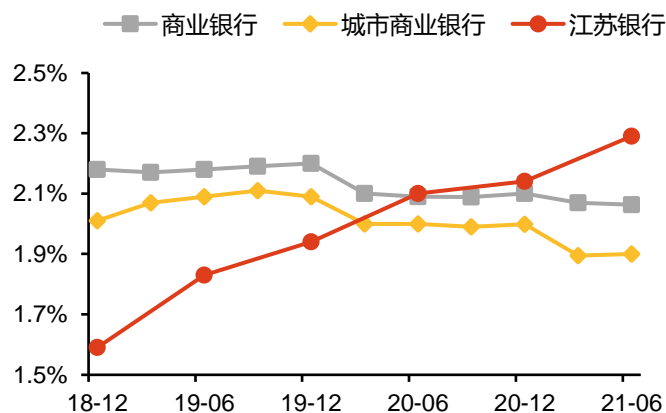
图：江苏银行业绩累计同比增速远高于行业平均水平



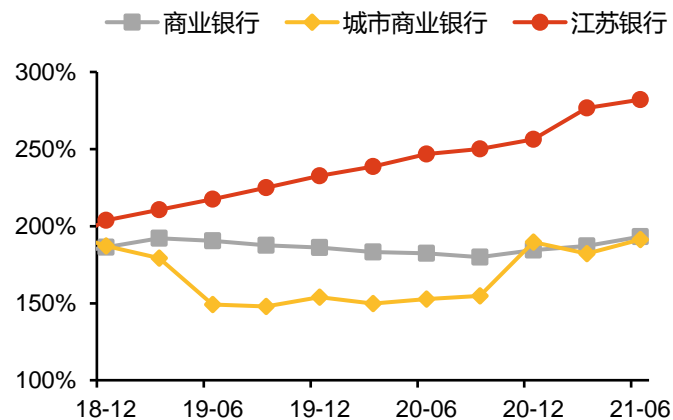
图：江苏银行手续费及佣金净收入同比增速高于非息收入



图：江苏银行累计净息差（披露值）相较行业提升明显



图：江苏银行拨备覆盖率显著高于行业



资料来源：WIND，天风证券研究所

# 第四节 风险提示



# 风险提示

- **风险1：疫情反复。**当前我国疫情防范已取得较好进展，但仍需警惕境外输入性风险，维持良好局面。
- **风险2：经济下行超预期。**由于当前全球疫情仍在持续演变，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，经济面临下行压力。
- **风险3：政策出台不及预期。**2021年7月30日中共中央政治局会议指出，要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性。我们预计未来积极的政策有望出台，助力经济稳增长。
- **风险4：资产质量波动。**我们预计下半年的信用风险大概率保持平稳。

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS