

业绩延续高增，财富管理布局持续增厚盈利空间

银行业

推荐 (维持评级)

核心观点：

- 政策维稳预期增强 利好银行经营环境改善** 三季度尤其是9月以来政策加大了对经济平稳运行、信贷增长和房地产市场健康发展的关注，多次发声维稳，有利于应对经济下行压力、有序防范化解金融风险和改善信用环境，利好银行信贷投放和资产质量保持稳定。综合考虑政策边际改善、3000亿元支农支小再贷款和碳减排支持工具推出的影响以及当前D-SIBs银行的资本充足率和杠杆率均满足监管要求，后续银行信贷投放有望企稳，对社融表现形成支持。
- 三季报显示银行基本面向好趋势不变，不良风险可控** 2021年前三季度，上市银行营业收入同比增长7.71%；归母净利润同比增长13.58%。其中，以投资收益为核心的其他非息收入同比增长32.24%，叠加拨备冲回反哺利润，是业绩改善的核心驱动。与此同时，利息净收入与中收表现稳健，信贷稳增长、LPR重定价影响消减以及存款成本压降有望推动量价压力释放，而部分上市银行在财富管理的提前布局，产品代销、托管、资管等发展迅速，中收贡献度领先同业。上市银行资产质量整体较优，9月末不良率降至1.27%且多家银行的关注类贷款占比较年初下降，拨备覆盖率近3倍，有助应对外部环境变化带来的风险。基于房企债务稳步处置以及上市银行房地产贷款风险敞口较小的现状，我们认为银行不良风险整体可控，基本面向好趋势延续。
- 理财整改影响收官，财富管理转型增厚盈利空间** 随着净值化转型已接近尾声以及部分银行调整代销基金费率以提升产品竞争力，财富管理相关业务有望持续发力，成为银行轻型化转型和盈利水平提升的突破口。截至2021年9月末，银行理财市场存续规模达27.95万亿元，同比增长9.27%，环比6月末增长8.33%，净值化产品占比达86.56%。多家银行已下调或取消基金申购费并加大C类产品布局，主动推进代销业务转型。其中，招商银行与平安银行财富管理收入占手续费及佣金收入比重36.8%和22.2%，零售金融业利润率达44.98%和23.82%，财富管理业务的带动效应明显。
- 银行全年业绩预计延续高增，板块配置价值凸显** 测算2021年上市银行悲观、中性、乐观情景下净利润增速为6.04%、7%、7.89%。鉴于当前银行板块PB处于历史与市场偏低水平，配置凸显，业绩高增有望对估值修复形成支撑。
- 投资建议** 政策边际改善托底宏观经济，助力信贷平稳增长和房企信用风险化解，有助银行经营环境改善。考虑到拨备计提力度同比减弱、存贷款业务量价压力释放以及财富管理业务的快速发展，预计银行全年业绩维持高增确定性强，对板块估值形成支撑。当前板块PB 0.64倍，估值处于历史偏低水平，配置价值凸显。我们持续看好银行板块投资机会，给予“推荐”评级。个股方面，推荐招商银行（600036）、宁波银行（002142）、杭州银行（600926）和常熟银行（601128）。
- 核心组合**

分析师

张一纬

电话：010-80927617

邮箱：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519010001

代码	证券简称	PE			PB		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600036	招商银行	3.86	4.69	5.48	13.68	11.25	9.65
002142	宁波银行	2.50	2.91	3.42	15.54	13.38	11.39
600926	杭州银行	1.17	1.46	1.75	12.57	10.08	8.41
601128	常熟银行	0.66	0.78	0.91	10.65	8.97	7.69

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

- 风险提示：**宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

我们认为后续银行估值修复驱动预计主要来自业绩的持续释放和资产质量层面风险担忧的化解。业绩层面，营收与净利有望保持较快增长，主要考虑四方面的影响：一是政策边际改善、LPR 重定价减弱及存款成本压降释放银行量价层面的压力，信贷投放和定价有望企稳，利好利息净收入增速改善；二是部分银行显著受益财富管理布局深化，轻型化转型成效显著，周期性减弱，盈利空间和盈利质量得以优化；三是低基数效应下以投资收益（含公允价值变动损益）为代表的非息收入延续高增，对营收增长的拉动效应增强；四是拨备水平处于近年来高点，计提充分，反哺利润空间较大。资产质量层面，部分房企债务处置方案出台，叠加上市银行房地产贷款整体风险敞口较小，房企信用事件对资产质量的影响可控。综合各项因素测算 2021 年 41 家上市银行悲观、中性和乐观情景下累计营业收入分别为 5.7、5.75、5.8 万亿元，同比分别增长 6.04%、7%和 7.89%；累计归母净利润分别为 1.88、1.91 和 1.95 万亿元，同比分别增长 10.38%、12.5%和 14.52%。

我们与市场不同的观点：

经济增速放缓和房企信用风险暴露引发对银行资产质量层面的担忧，我们认为近期政策维稳预期增强，7 月 30 日政治局会议后监管多次强调跨周期调节以保持经济平稳运行，同时关注信贷稳健增长和房地产市场健康发展，有利于应对经济下行压力，有序防范化解金融风险，促进信用环境改善，利好银行资产质量保持稳定，不良风险基本可控。

投资建议：

政策边际改善托底宏观经济，助力信贷平稳增长和房企信用风险化解，有助银行经营环境改善。考虑到拨备计提力度同比减弱、存贷款业务量价压力释放以及财富管理业务的快速发展，预计银行全年业绩维持高增确定性强，对板块估值形成支撑。当前板块 PB 0.64 倍，估值处于历史偏低水平，配置价值凸显。我们持续看好银行板块投资机会，给予“推荐”评级。个股方面，推荐招商银行（600036）、宁波银行（002142）、杭州银行（600926）和常熟银行（601128）。

股价表现的催化剂：

政策维稳托底宏观经济并引导房企信用风险化解，LPR 重定价影响消减利好净息差企稳回升，拨备少提和非息收入高增推动利润释放。

主要风险因素：

宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

目 录

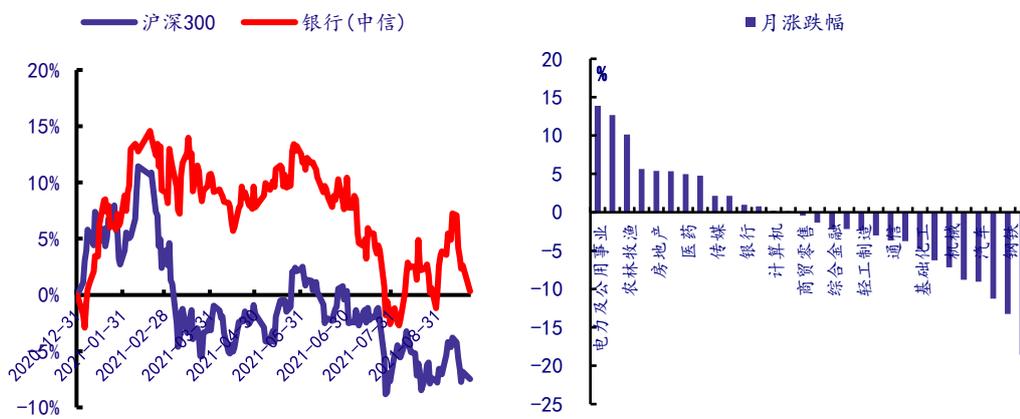
一、政策维稳预期增强，利好银行经营环境改善	3
(一) 经济下行担忧和房企信用风险暴露，引发板块短期回调	3
(二) 政策边际改善，有助缓解银行资产端压力	4
(三) 社融下行空间有限，D-SIBs 监管对信贷投放短期影响较小	5
二、三季报显示基本面向好趋势不变，不良风险可控	7
(一) 营收与净利维持较快增长，个股业绩分化	7
(二) 利息净收入维持小幅增长，量价层面压力有望逐步释放	9
(三) 中收维持稳健，其他非息收入受益低基数影响	11
(四) 拨备计提充分，资产质量风险整体可控	13
三、银行理财整改近尾声，财富管理转型增厚盈利空间	15
四、上市银行全年业绩预计稳健增长，估值性价比凸显	17
(一) 预测中性情景下的营业收入和归母净利润同比增长 7%和 12.5%	17
(二) 板块估值处于低位，配置价值明显	18
五、投资建议	18
六、风险提示	18

一、政策维稳预期增强，利好银行经营环境改善

(一) 经济下行担忧和房企信用风险暴露，引发板块短期回调

三季度银行板块表现回落。截至 2021 年三季末，银行板块月度累计涨跌幅 0.97%，在 30 个中信一级行业中排名 11，远低于 6 月末水平及 9 月中旬阶段性高点；年度累计涨跌幅 1.15%，跑赢沪深 300 指数 7.77 个百分点，相对收益较前两季度末有所收敛。

图 1：银行板块年度与月度表现

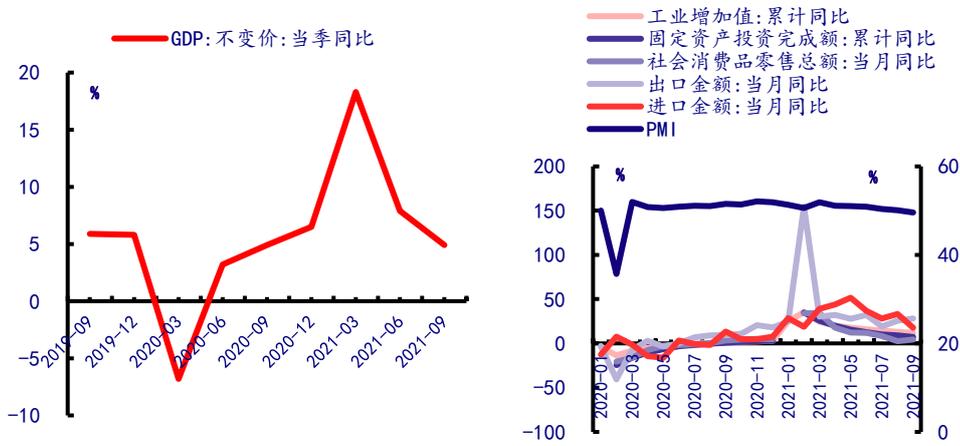


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

年初至今涨幅以 2020 年 12 月 31 日为基期计算

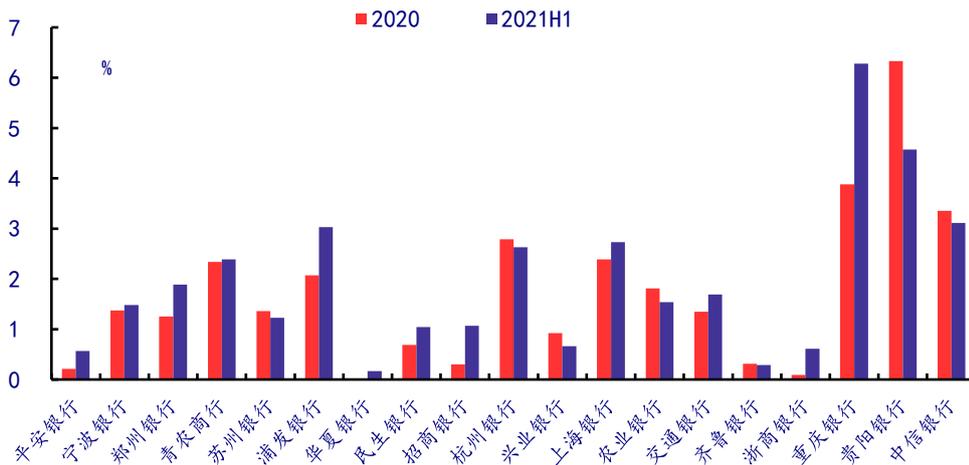
银行板块短期表现承压预计主要受到宏观经济下行压力增加和房企信用风险暴露的影响。宏观经济层面，随着去年同期低基数效应的消减，GDP 增速收敛，多项指标数据走弱，具体来看：2021Q3GDP 同比增长 4.9%，较 Q2 7.9% 的增速进一步收窄；1-9 月规模以上工业增加值累计同比增长 11.8%，9 月单月规模以上工业增加值同比增长 3.1%，两项指标增速均创 2021 年以来新低；1-9 月固定资产投资累计同比增长 7.3%，低于前 8 月增速水平；9 月社会消费品零售总额同比增长 4.4%，较 8 月微幅回升，继续保持个位数增长；9 月出口同比增长 28.1%，增速基本保持平稳；PMI 录得 49.6%，首次降至荣枯线以下。房地产信用风险方面，在房企融资“三道红线”和房地产贷款集中度管理落地实施的影响下，房企债务融资难度加大、销量下行叠加自身杠杆经营，引发信用风险暴露。2021 年以来，华夏幸福、泛海控股、蓝光发展和恒大集团多家房企出现债务违约事件，市场对银行房地产贷款不良风险担忧加大。截至 2021 年 6 月末，19 家披露 2021H1 和 2020 年的房地产贷款不良率数据的上市银行不完全统计显示，2021H1 上市银行的平均不良率为 1.95%，较 2020 年上升 0.22 个百分点，部分银行的不良率增幅超过 0.5 个百分点，最大幅度达 0.96 个百分点。

图 2：宏观经济数据



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：上市银行房地产贷款不良率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）政策边际改善，有助缓解银行资产端压力

政策层面维稳预期增强，关注经济平稳运行、信贷增长和房地产市场健康发展，有助银行资产端规模增长和资产质量改善。7月30日，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，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间；9月22日，国务院常务会议要求做好跨周期调节，稳定合理预期，保持经济平稳运行；9月28日，央行货币政策委员会2021年第三季度例会除了进一步强调搞好跨周期政策设计外，还提出要增强信贷总量增长的稳定性，同时维护房地产市场健康发展，保护住房消费者的合法权益；9月29日，房地产金融工作座谈会强调要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。监管多次发声维稳，有利于应对经济下行压力，有序防范化解金融风险，促进信用环境改善，利好银行信贷投放和资产质量保持稳定。

表 1：监管政策体现稳增长预期

时间	会议事件	主要内容
7月30日	中共中央政治局会议	<ul style="list-style-type: none"> 当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。 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，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。 积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。 要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。
9月22日	国务院常务会议	<ul style="list-style-type: none"> 近期国际环境不确定性因素增多，国内经济运行也面临疫情散发、大宗商品价格高企等挑战。 要跟踪分析经济走势，保持宏观政策连续性稳定性、增强有效性，做好预调微调和跨周期调节，加强财政、金融、就业政策联动，稳定市场合理预期。
9月28日	央行货币政策委员会2021年第三季度例会	<ul style="list-style-type: none"> 要加强国内外经济形势边际变化的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持经济高质量发展。 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。 坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。 进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用，用好新增3000亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款，落实好普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作，综合施策支持区域协调发展。 维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
9月29日	房地产金融工作座谈会	<ul style="list-style-type: none"> 围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。

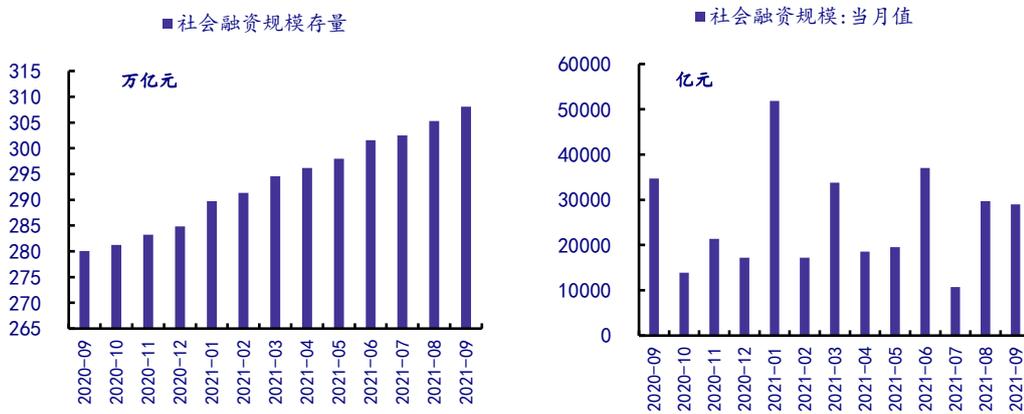
资料来源：央行，政府网，中国银河证券研究院整理

（三）社融下行空间有限，D-SIBs 监管对信贷投放短期影响较小

受信贷偏弱和表外融资减少影响，新增社融同比继续下行但降幅有所收敛，后续持续走弱空间有限。截至2021年9月，社融存量308.05万亿元，同比增长10%，增速较8月微幅下行；9月单月新增社融2.9万亿元，同比少增5675亿元，但降幅小于7月和8月。其中，新增人民币贷款1.78万亿元，同比少增1416亿元；新增政府债券8066亿元，同比少增2050亿元，主要受到去年同期高基数的影响；新增企业债券融资和非金融企业境内股票融资1194亿元和772亿元，同比少增122亿元和369亿元；表外融资减少2083亿元，同比多减2427亿

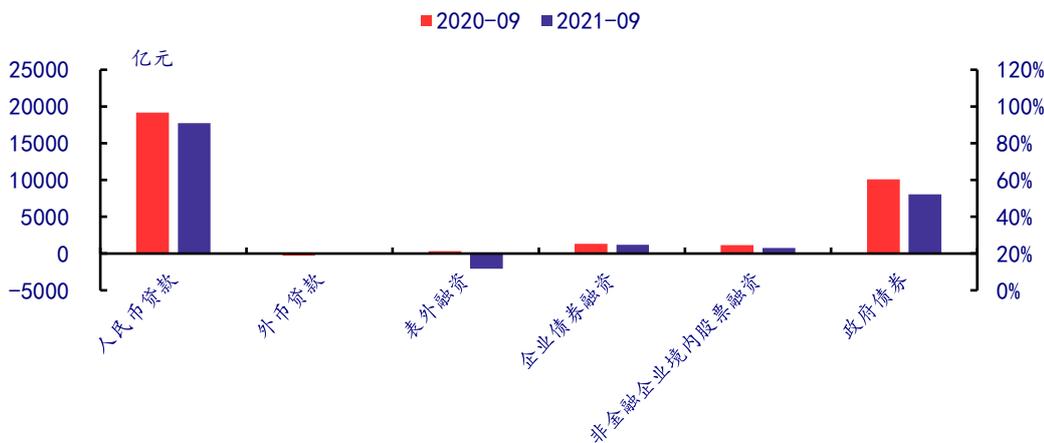
元。受到信贷稳增长政策导向、央行新增 3000 亿元支小再贷款额度以及碳减排支持工具推出等因素的影响，预计四季度银行信贷投放企稳，对社融增速改善形成支撑。

图 4：当月新增社会融资规模及存量（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：单月新增社会融资规模主要分项规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

备注：表外融资包含委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票

系统重要性银行附加监管规定及 D-SIBs 名单发布，短期对信贷供给能力影响有限。10 月 15 日，我国系统重要性银行名单发布，叠加 9 月末出台的《系统重要性银行附加监管规定（试行）》，旨在健全我国宏观审慎政策框架，补齐系统重要性银行监管制度短板，促进系统重要性银行稳健经营和健康发展，维护金融体系稳定。名单评估认定了 19 家国内系统重要性银行，包括 6 家国有商业银行、9 家股份制商业银行和 4 家城市商业银行。参照《附加监管规定》，系统重要性银行分为五组，分别适用 0.25%、0.5%、0.75%、1% 和 1.5% 的附加资本要求，附加杠杆率为附加资本的 50%，分别为 0.125%、0.25%、0.375%、0.5% 和 0.75%。从短期来看，入选银行均满足附加资本要求，不会影响信贷供给能力，中长期则面临更高的资本管理能力要求，亟需建立资本内在约束机制，提高资本内生积累能力。

表 2：系统重要性银行相关要求及指标

证券简称	核心一级资本充足率	杠杆率	D-SIBs 分组	D-SIBs 核心一级资本充足率	D-SIBs 杠杆率	G-SIBs 分组	G-SIBs 核心一级资本充足率	G-SIBs 杠杆率
工商银行	13.18%	8.14%	4 组	8.50%	4.50%	2 组	9.00%	4.75%
农业银行	11.04%	7.42%	4 组	8.50%	4.50%	1 组	8.50%	4.50%
建设银行	13.62%	7.99%	4 组	8.50%	4.50%	2 组	9.00%	4.75%
中国银行	11.28%	7.70%	4 组	8.50%	4.50%	2 组	9.00%	4.75%
交通银行	10.87%	7.50%	3 组	8.25%	4.375%	--	--	--
招商银行	12.29%	7.39%	3 组	8.25%	4.375%	--	--	--
兴业银行	9.33%	6.58%	3 组	8.25%	4.375%	--	--	--
邮储银行	9.60%	5.68%	2 组	8.00%	4.25%	--	--	--
浦发银行	9.51%	6.97%	2 组	8.00%	4.25%	--	--	--
中信银行	8.74%	6.40%	2 组	8.00%	4.25%	--	--	--
民生银行	8.51%	6.93%	2 组	8.00%	4.25%	--	--	--
光大银行	9.02%	7.03%	1 组	7.75%	4.125%	--	--	--
平安银行	8.69%	6.48%	1 组	7.75%	4.125%	--	--	--
华夏银行	8.79%	7.25%	1 组	7.75%	4.125%	--	--	--
北京银行	9.42%	6.57%	1 组	7.75%	4.125%	--	--	--
上海银行	9.34%	6.84%	1 组	7.75%	4.125%	--	--	--
江苏银行	9.25%	7.01%	1 组	7.75%	4.125%	--	--	--
宁波银行	9.52%	6.26%	1 组	7.75%	4.125%	--	--	--

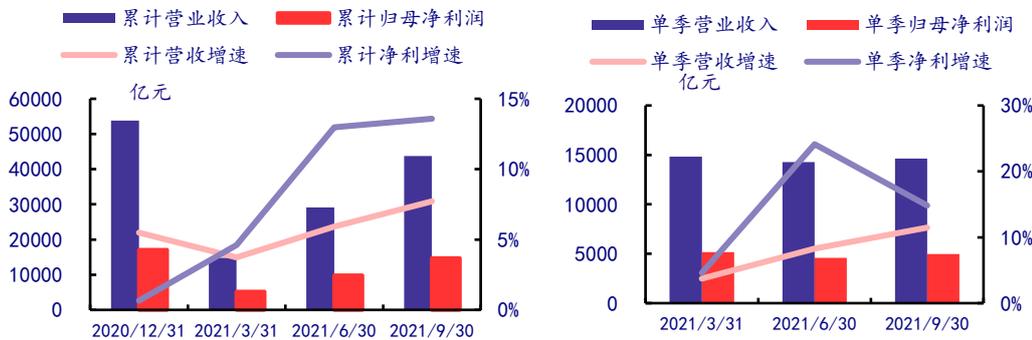
资料来源：Wind，银保监会，中国银河证券研究院整理

二、 三季报显示基本面向好趋势不变，不良风险可控

（一）营收与净利维持较快增长，个股业绩分化

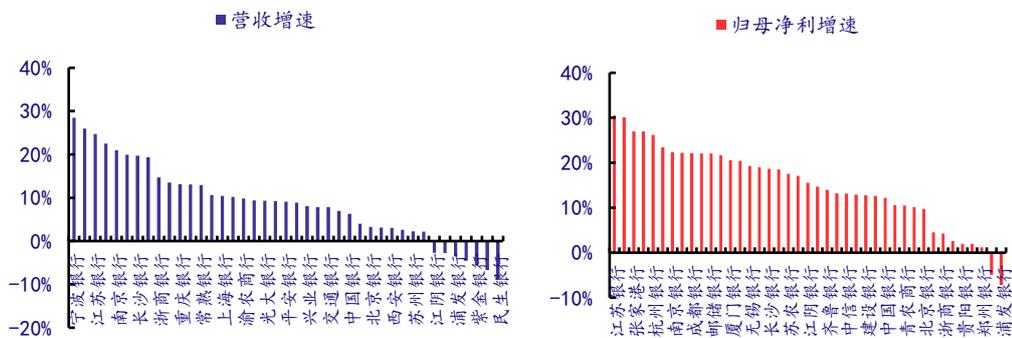
上市银行前三季度整体营业收入增速进一步回升，利润持续释放，但个股之间的业绩表现分化。2021 年前三季度，41 家上市银行合计实现营业收入 4.37 万亿元，同比增长 7.71%，增幅较上半年进一步回升；归母净利润 1.47 万亿元，同比增长 13.58%，维持两位数高增；2021Q3 单季，41 家上市银行合计实现营业收入 1.46 万亿元，同比增长 11.47%；归母净利润 4967.12 万亿元，同比增长 14.81%。单个银行来看，不同银行之间业绩表现分化。2021 年前三季度，14 家上市银行营业收入和归母净利润增速均出现两位数增长。其中，宁波银行、成都银行、江苏银行、齐鲁银行、南京银行等 5 家银行的营业收入超过 20%；江苏银行、张家港行、宁波银行、杭州银行、南京银行、招商银行、成都银行和邮储银行等 8 家银行的归母净利润增速超过 20%。相比之下，部分上市银行的营收或净利依旧出现负增长。

图 6：上市银行营业收入与归母净利润



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

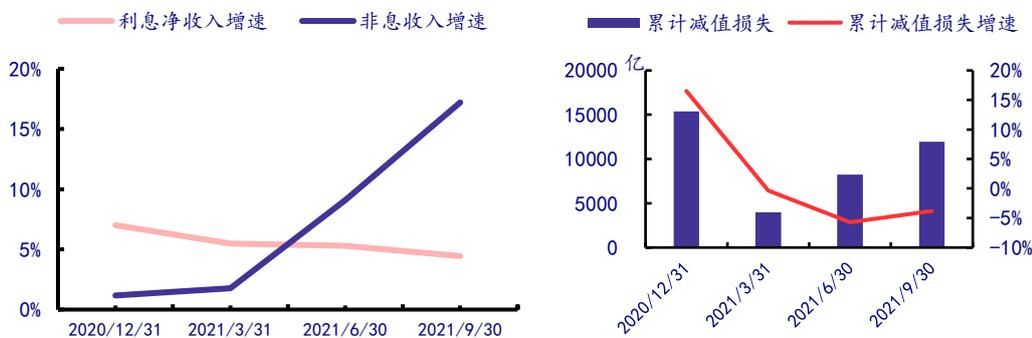
图 7：2021 年前三季度单个银行营收与净利



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

营业收入增速扩大主要受到非息收入高增的影响，而拨备计提压力缓解则是上市银行前三季度利润持续释放的核心动力。2021 年前三季度，41 家上市银行累计非息收入 1.22 万亿元，同比增长 17.2%，远超利息净收入增速（4.44%）；41 家累计减值损失 1.19 万亿元，同比下降 3.83%，拨备冲回反哺利润，使得净利增速继续维持高位增长。

图 8：上市银行非息收入与减值损失情况

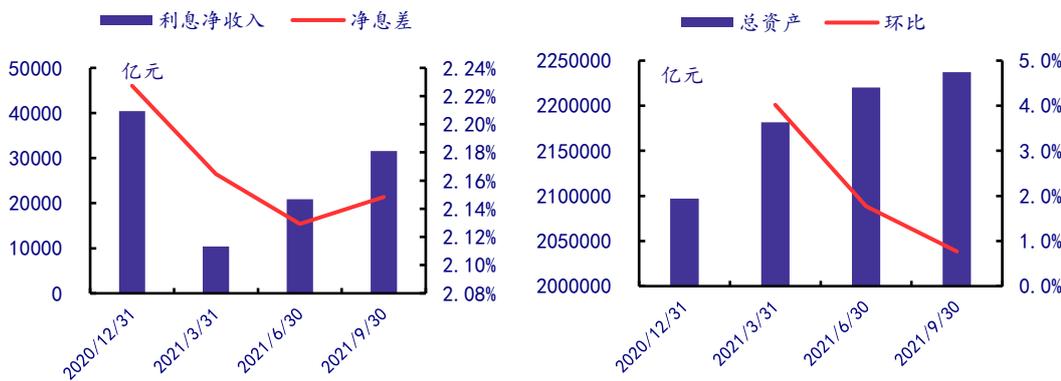


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）利息净收入维持小幅增长，量价层面压力有望逐步释放

在房地产市场调控、房地产贷款集中度管理以及信贷需求偏弱等多重因素的影响下，上市银行资产端增速放缓，叠加 LPR 重定价对净息差的影响，导致利息净收入增速整体偏低。2021 年前三季度，41 家上市银行累计实现利息净收入 3.15 万亿元，同比增长 4.44%；净息差 2.15%，较 2020 年下降 8BP，但相对于 2021H1 小幅回升 2BP；截至 2021 年 9 月末，41 家上市银行的总资产为 223.72 万亿元，较 6 月末仅增长 0.77%。

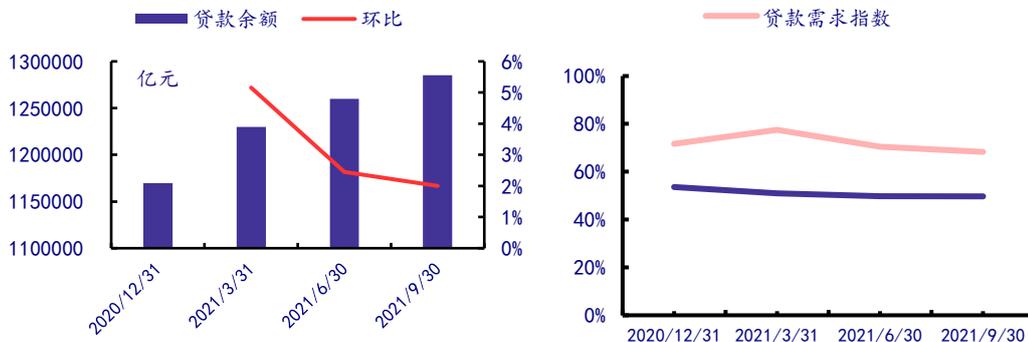
图 9：上市银行利息净收入、净息差与总资产规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

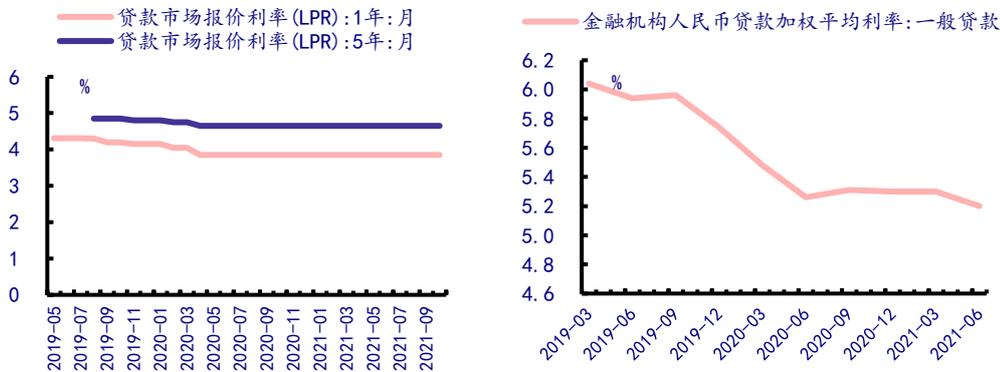
资产端信贷投放力度减弱，但 LPR 重定价的影响消减，叠加稳信贷政策导向支持，后期银行贷款端量价层面的压力有望逐步释放，促进利息收入改善。截至 2021 年 9 月末，41 家上市银行贷款余额为 128.53 万亿元，较 6 月末增长 2%，低于前两季度增速，预计主要受到企业信贷需求薄弱以及房地产市场调控、房地产贷款集中度管理的影响。依据央行三季度银行家调查报告显示，2021Q3 贷款需求指数和审批指数分别为 68.3%和 49.3%，需求为 2021 年最低且审批指数已经低于疫情前。从 LPR 利率走势与上半年金融机构贷款利率表现来看，LPR 重定价的影响减弱，贷款利率降幅收窄，整体呈现企稳态势。截至 2021 年 10 月末，1 年期 LPR 报 3.85%，5 年期以上 LPR 报 4.65%，已连续 18 个月维持平稳；2021 年 6 月末金融机构一般贷款加权利率 5.2%，同比下降 6BP，远小于 3 月末和 2020 年末 18BP 和 44BP 的降幅，重定价一次性冲击基本消化，后期影响有限。

图 10：上市银行贷款余额以及银行贷款需求指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

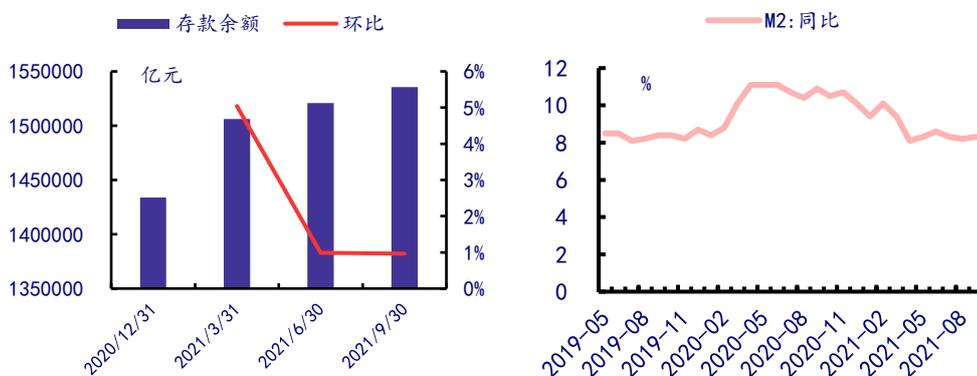
图 11: LPR 与金融机构贷款利率



资料来源: Wind, 央行货币政策执行报告, 中国银河证券研究院整理

负债端, 存款增长承压、成本压降预计会成为影响银行息差改善的关键因素。截至 2021 年 9 月末, 41 家上市银行累计存款余额 153.57 万亿元, 相较二季度末增长 0.97%, 延续二季度以来的低增长态势, 预计受到 M2 走弱以及负债端监管强化的影响。2021 年 4-9 月, M2 同比增速降至 9% 以下, 低于 2021Q1 和 2020 年同期水平。与此同时, 监管多措并举引导银行优化负债管理, 对存款增长造成压力, 包括结构性存款压降、限制异地存款和整治互联网存款定期存款等。尽管存款严监管升级对揽储造成压力, 但也为降低银行存款利率下降打开空间。市场利率定价自律机制工作会议审议通过优化存款利率自律管理方案, 拟将商业银行存款利率上浮的定价方式, 由现行的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”; 在转换定价方式的同时, 对不同类型的商业银行设置不同的最高加点上限。依据当前基准利率测算, 新规后国有行的定价上限普遍下调, 活期存款、1 年期/2 年期/3 年期定期存款利率上行分别为 0.45%、2%、2.6% 和 3.25%, 较新规前下降 4BP、10BP、34BP 和 60BP; 股份行和城农商的活期存款和 1 年期定期存款利率上限分别为 0.55% 和 2.25%, 较新规前上升 3BP 和 0BP, 2 年期/3 年期定期存款利率上限分别为 2.85% 和 3.5%, 较新规前下降 30BP 和 63BP。定价方式转换对中长期贷款利率上限的影响更为显著, 有利于减少存款成本刚性, 降低负债端成本, 缓解息差压力。

图 12: 上市银行存款余额与 M2



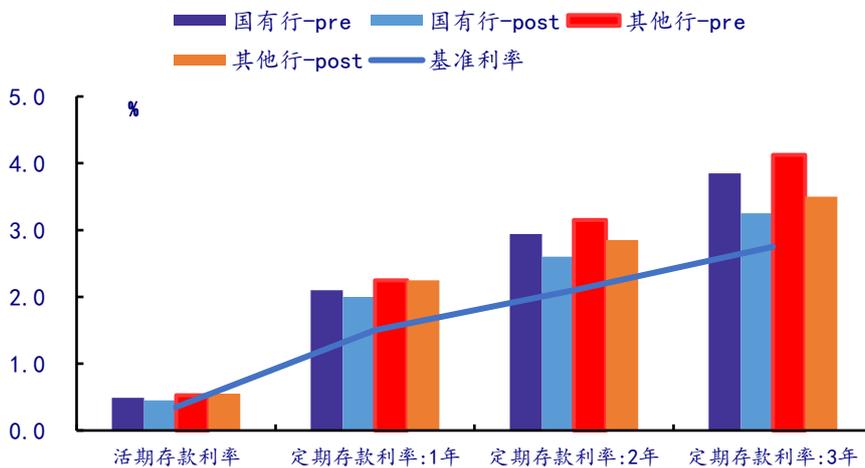
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3：利率上浮要求对比

转换前	国有行	其他行
活期存款	1.4 倍	1.5 倍
1 年期存款	1.4 倍	1.5 倍
2 年期存款	1.4 倍	1.5 倍
3 年期存款	1.4 倍	1.5 倍
转换后	国有行	其他行
活期存款	10BP	20BP
1 年期存款	50BP	75BP
2 年期存款	50BP	75BP
3 年期存款	50BP	75BP

资料来源：财新网，中国银河证券研究院整理

图 13：定价转换前后各类银行利率上限-依据现有基准利率测算

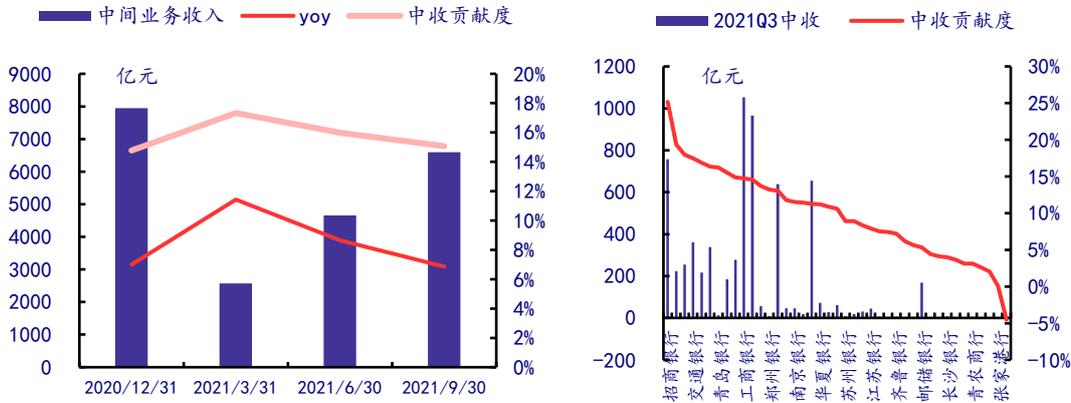


资料来源：财新网，中国银河证券研究院整理

(三) 中收维持稳健，其他非息收入受益低基数影响

上市银行的中间业务收入整体实现稳健增长。2021 年 1-9 月，41 家上市银行累计实现手续费及佣金净收入 6591.85 亿元，同比增长 6.86%，增速较前两季度有所放缓，占营业收入比重为 15.07%，基本维持平稳。部分上市银行的中收贡献度领先同业，预计受益于财富管理与投资银行相关收入增加的影响。2021 年 1-9 月，招商银行、浦发银行、平安银行、交通银行、光大银行、青岛银行和民生银行的手续费及佣金净收入对营业收入的贡献度超过 15%；其中，招商银行、平安银行、光大银行和兴业银行的手续费及佣金净收入维持两位数高增。

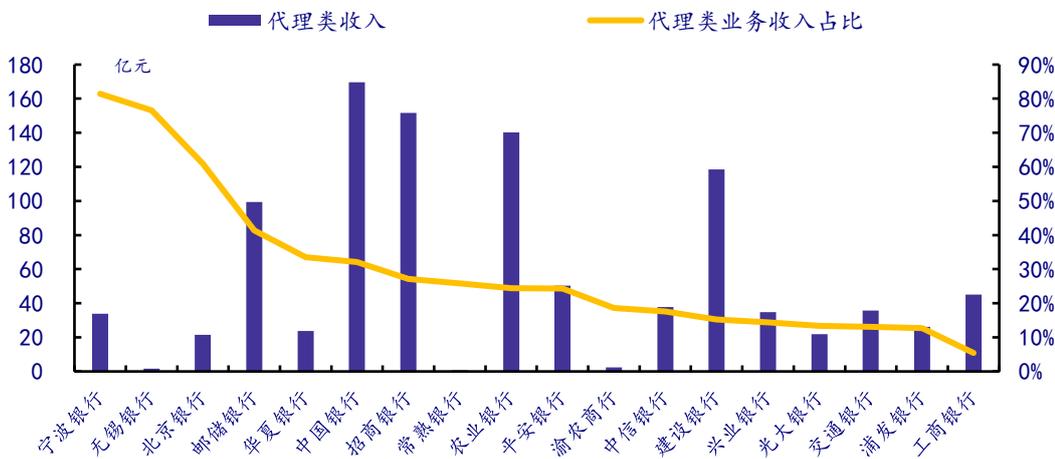
图 14: 上市银行中间业务收入



资料来源: 中国银河证券研究院整理

尽管资管新规下的业务整改持续对银行理财业务规模扩张造成压力, 银行已加速财富管理转型, 基于客户需求开展资产配置服务, 产品代销、托管、资管等发展迅速, 成为驱动中间业务收入改善的核心关键。以 2021 年半年报代理委托手续费收入为参考, 据 Wind 数据不完全统计, 部分银行中间业务手续费及佣金收入中代理类业务收入比重超 3 成, 而宁波银行、无锡银行和北京银行等银行的占比达 81.43%、76.62%和 60.98%。与此同时, 多家银行从战略层面加大财富管理布局, 有助进一步释放增长动能。

图 15: 上市银行代理类业务收入



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

备注: 代理类业务收入数据为 2021 年半年报口径

表 4: 部分上市银行的财富管理布局

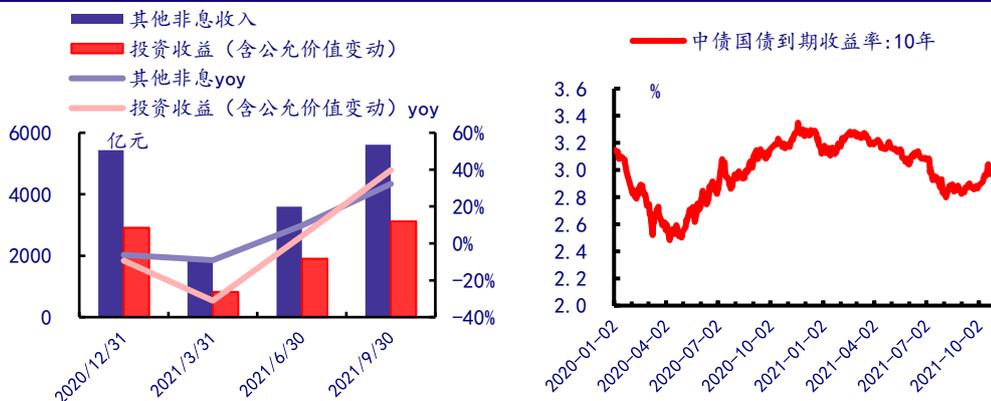
财富管理相关布局	
建设银行	加快建设大财富体系, 助力集团综合金融服务能力再上新台阶
工商银行	加快集团内银行、理财、基金、保险等多元业务链条整合与重塑, 为客户提供一站式产品选择及专业的投顾服务, 打造有竞争力、可持续的财富管理业务模式

招商银行	大财富管理循环价值链
中信银行	聚焦财富管理，全面深化“主结算、主投资、主融资、主服务、主活动”的客户关系，打造客户首选的财富管理主办银行
兴业银行	树牢擦亮“绿色银行、财富银行、投资银行”三张金色名片；财富银行：以客户资产保值增值为根本出发点，朝着全市场一流财富管理银行的目标，打造更加开放的投资生态圈
交通银行	打造普惠金融、贸易金融、科技金融、财富金融等四大业务特色
平安银行	全方位推进私行财富业务发展，致力于打造“中国最智能、国际领先的私人银行”
光大银行	实现财富管理特色新跨越，加强渠道经营、客户经营、产品营销和过程管理，做强企业客户财富融汇组织能力，做优零售客户财富保值增值能力，推进财富管理 3.0 建设
浦发银行	致力于成为业内“最智能的财富管理银行”，围绕“智能洞察、智能投研、智能规划、智能交互、智能风控”5大核心领域引领业务升级，构建集需求洞察、投研规划、交互陪伴于一体的智能财富管理体系
南京银行	推进大零售战略 2.0 改革落地，以“全金融资产管理”为发展主线，提升财富管理能力

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

受益于去年同期低基数，其他非息收入延续 2021H1 以来的改善趋势，增速大幅回升。2021 年 1-9 月，41 家上市银行累计其他非息收入 5611.25 亿元，同比增长 32.24%，较上半年 9.68% 的增速回升明显。其中，投资收益（含公允价值变动损益）3115.57 亿元，同比增长 39.7%，是非息收入高增的主要贡献因素。2021Q3 以来的 10 年期国债到期收益率远低于去年同期水平，利好投资收益同比改善。截至 2021 年 9 月末，10 年期国债收益率为 2.88%，远低于去年同期的 3.15%。

图 16：上市银行其他非息收入及 10 年期国债收益率表现

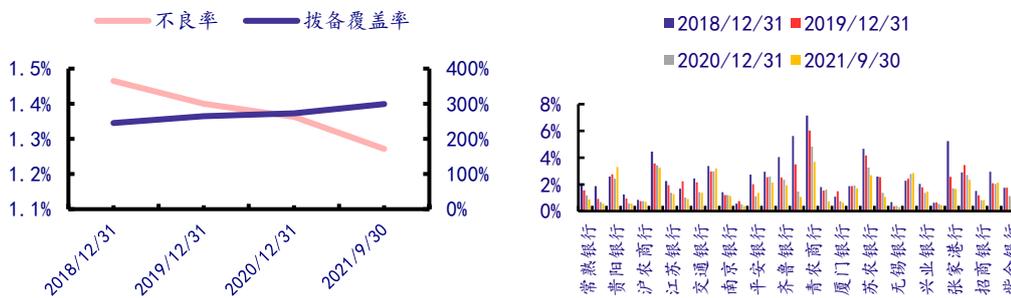


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）拨备计提充分，资产质量风险整体可控

不良率处于较低水平，关注贷款占比指标改善，拨备计提充分，有助于应对经济增速放缓、非标资产回表、房地产信用风险暴露对资产质量的影响。截至 2021 年 9 月末，41 家上市银行的平均不良率为 1.27%，较 2020 年末下降 0.09 个百分点；就季报披露关注类贷款占比的 31 家银行来看，多数银行的关注率相较 2020 年末出现下滑。与此同时，拨备覆盖率持续上升，预计来自 2020 年疫情以及 2021 年非标资产回表所导致的拨备计提力度加大的影响。截至 2021 年 9 月末，41 家上市银行的平均拨备覆盖率为 299.1%，较 2020 年末上升 26.41 个百分点。整体而言，资产质量处于较优水平，有助应对外部环境变化所带来的风险。

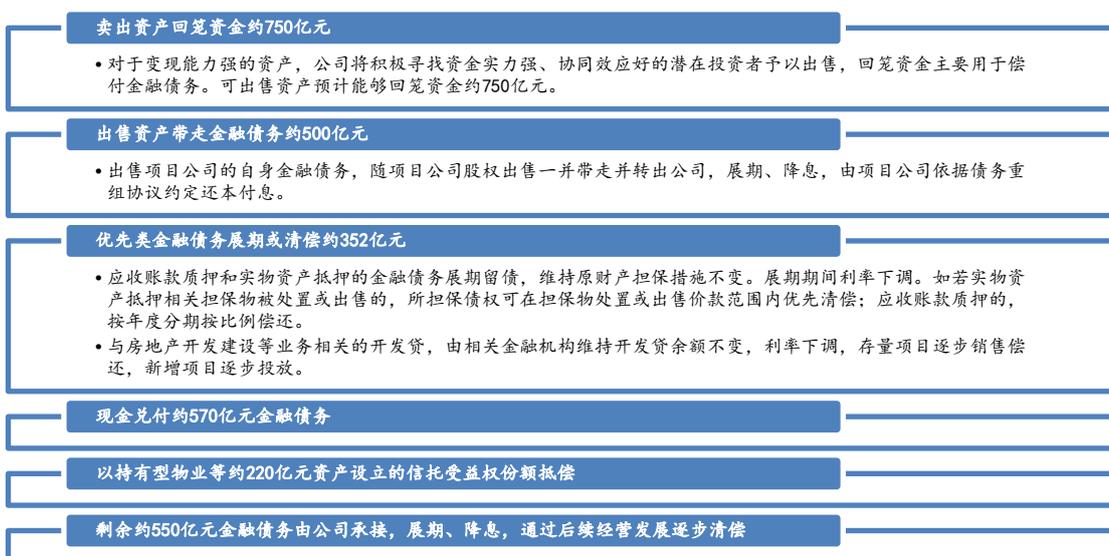
图 17：上市银行资产质量（右为关注类贷款占比）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

华夏幸福债务清偿方案出台且恒大事件中银行表内信贷相关风险敞口较小，房地产领域风险整体可控，对资产质量短期影响有限。依据华夏幸福发布的公告，公司 2195 亿元金融债务，将通过卖出变现能力强的资产回笼资金、出售项目公司股权带走金融债务、优先类金融债务展期、现金兑付、以持有型物业等约 220 亿元资产设立的信托受益权份额抵偿、公司承接、展期降息和后续经营清偿等形式有序化解。此外，恒大事件对银行短期影响有限。无论是恒大集团借款还是银行对公贷款在银行总体贷款规模均处于较低水平。截至 2021 年 6 月末，恒大集团一年以内借款 2400.49 亿元，在金融机构贷款中占比 0.13%；40 家¹上市银行累计对公房地产贷款占贷款余额和对公贷款余额比重 6.30%和 11.34%，处于较低水平。考虑到政策层面维稳预期增强以及银行房地产贷款通常具备充分抵押品且风险敞口较小，因此房企信用风险暴露对于银行资产质量的风险可控。尽管如此，后续仍需关注房企信用风险对银行理财业务的影响，包括非标资产回表下的增量减值计提以及理财产品违约对财富管理业务的冲击。

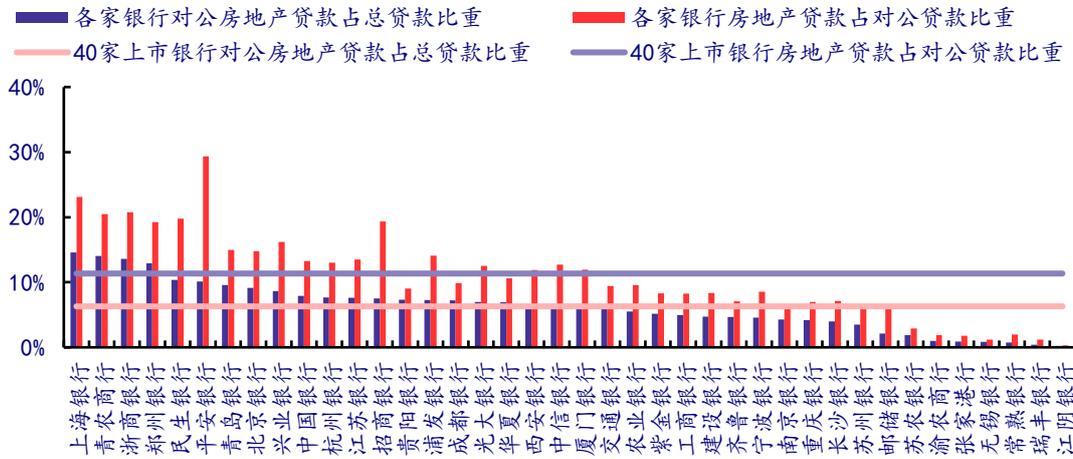
图 18：华夏幸福债务清偿方案



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

¹ 剔除 2021 年半年报数据缺失的沪农商行

图 19：上市银行房地产贷款占比

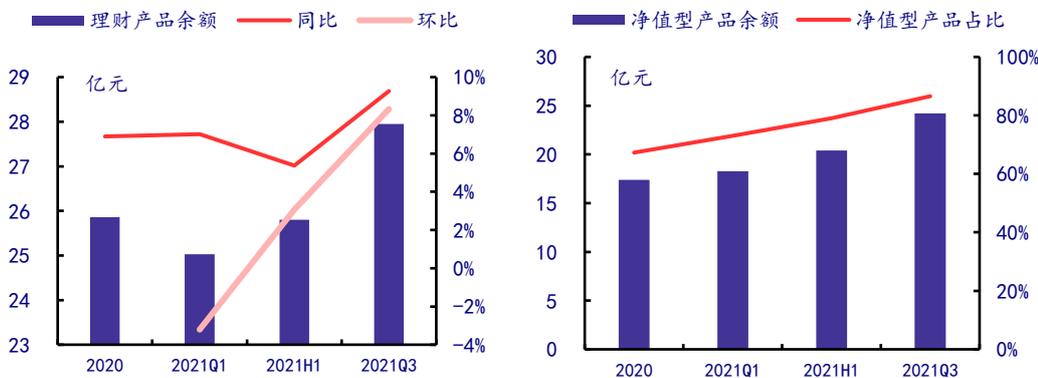


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、银行理财整改接近尾声，财富管理转型增厚盈利空间

综合考虑到净值化转型已接近尾声以及部分银行调整代销基金费率以提升产品竞争力，财富管理相关业务有望持续发力，成为银行轻型化转型和盈利水平提升的突破口。从银行业理财登记托管中心发布的数据可以看出，截至 2021 年 9 月末，银行理财市场存续规模达 27.95 万亿元，同比增长 9.27%，环比 6 月末增长 8.33%，增速进一步改善。其中，净值化理财产品存续规模 24.19 万亿元，占全部理财产品存续余额比重为 86.56%，实现稳步提升。此外，《中国银行业理财市场半年报告（2021 年上）》数据显示，6 月末理财产品持有各类资管产品（嵌套类资产）规模 9.49 万亿元，较资管新规发布前规模压降 21.02%，占比减少 14.71 个百分点。整体而言，银行理财产品净值化转型处于收官阶段，新产品发行加速有望成为银行理财业务规模企稳回升的核心动力。与此同时，招商银行、平安银行、建设银行、交通银行、微众银行等多家银行下调或取消基金申购费并加大 C 类产品布局，主动推进代销业务转型，通过向客户让利和提供资产配置服务，实现业务经营与客户利益绑定，有利于优化客户体验，增强财富管理业务整体竞争力。

图 20：银行理财产品市场规模与结构



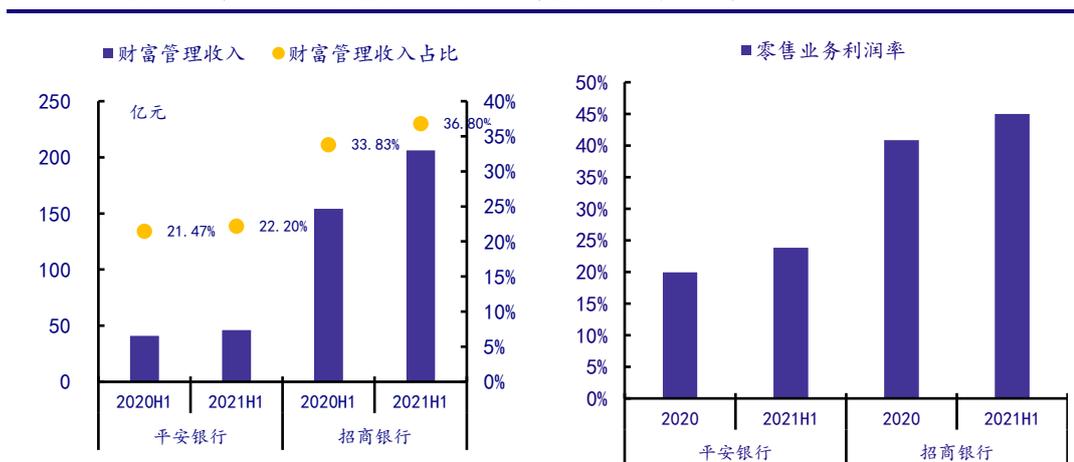
资料来源：银行业理财登记托管中心，中国银河证券研究院整理

表 5：多家银行下调基金申购费率并加大 C 类产品布局

银行	举措
招商银行	推出公募基金差异化费率体系，将超过千只权益类基金申购费率降至一折，同时布局前端不收费的 C 类份额基金近千只。
平安银行	线上将全面主推前端不收费的 C 类基金份额，有近 1600 只基金实现 0 申购费，另外把超过 3000 只 A 类份额基金申购费率降至一折。
交通银行	2021 年 7 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日，对交通银行代销的开放式基金继续开展申购及定投手续费率优惠活动。投资者可通过交通银行手机银行领取基金 1 折权益
建设银行	与中金公司两大巨头首次合作尝试“财富管家计划”，相关基金放弃管理费和申购费，选择提取业绩报酬。 2021 年 5 月 6 日起至 2021 年 12 月 31 日投资者通过建行手机银行和个人网银定投部分基金产品享有 1 折费率优惠。
微众银行	各类基金（非 C 类）免收申购费

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

部分银行的零售业务已经显著受益财富管理业务的提前布局和快速发展。以财富管理布局领先的招商银行和平安银行为例，2021H1，招商银行与平安银行财富管理业务收入 206.12 亿元和 45.93 亿元，占手续费及佣金收入比重分别为 36.8%和 22.2%，较去年同期均有所上升。轻资本业务贡献度增加有助缓解资本压力的影响，增厚盈利水平。从零售金融业务角度来看，招商银行和平安银行的利润率分别为 44.98%和 23.82%，较 2020 年分别上升 3.97 和 4.15 个百分点，财富管理业务的带动效应增强。细分业务层面，2021H1 平安银行中间业务手续费及佣金收入 206.88 亿元，手续费及佣金支出 173.98 亿元，测算利润率 15.9%；其中，代理类业务手续费及佣金收入 50.26 亿元，手续费及佣金支出 4.46 亿元，测算利润率高达 91.13%；依据半年报披露，平安银行代理类业务收入的增长主要来自于对私行业务的积极推进，可见其对零售业务盈利能力的显著贡献。

图 21：招商银行和平安银行财富管理收入贡献及零售金融业务利润率对比


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

四、上市银行全年业绩预计快速增长，估值性价比凸显

(一) 预测中性情景下的营业收入和归母净利润同比增长 7% 和 12.5%

综合各项因素分析，我们认为 2021 年全年上市银行累计营业收入有望保持快速增长，净利润增幅较前三季度有所收窄但整体延续高增，测算 2021 年 41 家上市银行悲观、中性和乐观情景下累计营业收入分别为 5.7、5.75、5.8 万亿元，同比分别增长 6.04%、7% 和 7.89%；累计归母净利润分别为 1.88、1.91 和 1.95 万亿元，同比分别增长 10.38%、12.5% 和 14.52%。具体来看：

(1) 信贷投放和定价企稳，利息净收入增速预计改善。综合生息资产规模和净息差表现测算 2021 年悲观、中性和乐观情景下累计利息净收入分别为 4.24、4.27 和 4.3 万亿元，同比分别增长 5.04%、5.77% 和 6.5%。

(2) 财富管理业务布局深化，净值化转型接近尾声叠加费率下调强化代销业务竞争力，有望持续增厚中间业务收入，假设 2021 年悲观、中性和乐观情景下手续费及佣金净收入增速分别为 6.75%、8.25% 和 9.75%，测算手续费及佣金净收入分别为 8480.27、8599.42 和 8718.59 亿元。

(3) 低基数效应延续，其他非息收入表现预计进一步改善，假设 2021 年悲观、中性和乐观情景下投资净收益增速为 11.25%、11.5% 和 11.75%，测算投资净收益分别为 3053.41、3060.28 和 3067.14 亿元；假设公允价值变动损益增速为 300%、325% 和 330%，测算公允价值变动收益分别为 668.37、710.14 和 718.5 亿元；假设汇兑净收益增速 73%、78%、83%，测算汇兑净收益分别为 219.23、225.56 和 231.9 亿元。

(4) 随着营业收入表现的改善，成本收入比有望降低，同时拨备处于较高水平，减值计提压力缓解。假设 2021 年悲观、中性和乐观情景下成本收入比为 27.6%、27.55% 和 27.5%，减值损失增速为 -1.75%、-2% 和 -2.25%，税金及附加增速为 8.05%、8.55% 和 9.05%，其他业务成本增速为 12.75%、13.25% 和 13.75%，测算营业支出为 3.41、3.42 和 3.43 万亿元，同比增长 2.75%、3.02% 和 3.26%，

表 6：41 家上市银行盈利预测

	2019A	2020A	2021 悲观	2021 中性	2021 乐观
营业收入	50975.28	53775.41	57021.40	57537.31	58020.71
yoy	10.19%	5.49%	6.04%	7.00%	7.89%
利息净收入	37750.96	40396.15	42430.76	42725.38	43020.90
手续费及佣金净收入	7424.58	7944.05	8480.27	8599.43	8718.59
投资净收益	2786.19	2744.64	3053.41	3060.28	3067.14
公允价值变动损益	427.69	167.09	668.37	710.14	718.50
汇兑净收益	292.62	149.02	219.23	225.56	231.90
其他收入	2293.23	2374.46	2169.36	2216.52	2263.68
营业支出	30284.17	33182.77	34096.25	34185.91	34266.10
税金及附加	478.39	524.99	567.25	569.88	572.50
管理费	14573.31	14900.08	15737.91	15851.53	15955.69

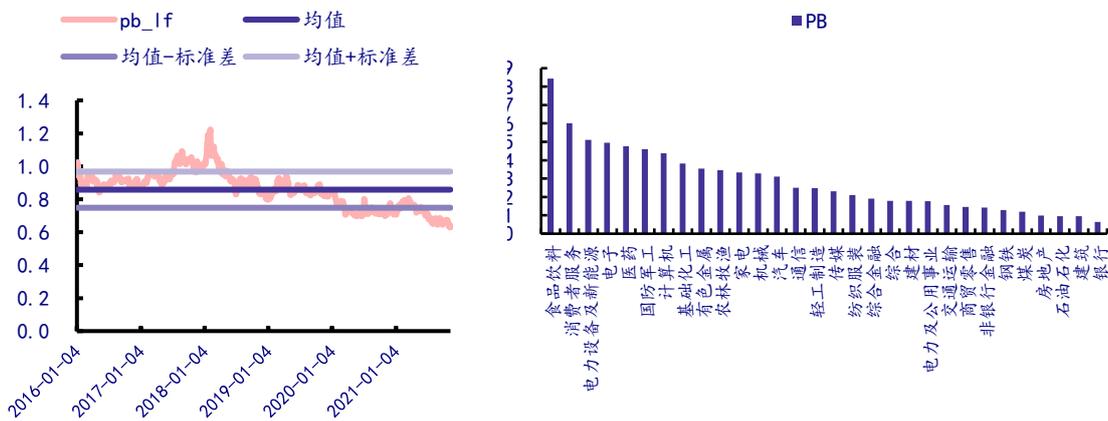
减值损失	13203.50	15384.24	15115.02	15076.56	15038.10
其他业务成本	2028.97	2373.46	2676.08	2687.94	2699.81
营业利润	20691.11	20592.64	22925.15	23351.40	23754.60
归母净利润	16908.66	17019.96	18787.16	19148.15	19490.65
yoy	7.01%	0.66%	10.38%	12.50%	14.52%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 板块估值处于低位, 配置价值明显

当前板块估值处于历史和同业较低水平, 基本面稳中向好有助支撑板块估值修复。截至2021年11月8日, 银行板块PB为0.64倍, 低于2016年以来的均值(0.86倍), 处于0.4%的分位, 同时在30个中信一级行业指数中处于偏低位置, 配置价值凸显。

图 22: 银行板块估值表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 银行板块估值用中信一级行业指数测算

五、投资建议

政策边际改善托底宏观经济, 助力信贷平稳增长和房企信用风险化解, 有助银行经营环境改善。考虑到拨备计提力度同比减弱、存贷款业务量价压力释放以及财富管理业务的快速发展, 预计银行全年业绩维持高增确定性强, 对板块估值形成支撑, 财富管理布局领先的银行有望享有持续的估值溢价。当前板块PB 0.64倍, 估值处于历史偏低水平, 配置价值凸显。我们持续看好银行板块投资机会, 给予“推荐”评级。个股方面, 推荐招商银行(600036)、宁波银行(002142)、杭州银行(600926)和常熟银行(601128)。

六、风险提示

宏观经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险。

插图目录

图 1: 银行板块年度与月度表现	3
图 2: 宏观经济数据	4
图 3: 上市银行房地产贷款不良率	4
图 4: 当月新增社会融资规模及存量 (亿元)	6
图 5: 单月新增社会融资规模主要分项规模 (亿元)	6
图 6: 上市银行营业收入与归母净利润	8
图 7: 2021 年前三季度单个银行营收与净利	8
图 8: 上市银行非息收入与减值损失情况	8
图 9: 上市银行利息净收入、净息差与总资产规模	9
图 10: 上市银行贷款余额以及银行贷款需求指数	9
图 11: LPR 与金融机构贷款利率	10
图 12: 上市银行存款余额与 M2	10
图 13: 定价转换前后各类银行利率上限-依据现有基准利率测算	11
图 14: 上市银行中间业务收入	12
图 15: 上市银行代理类业务收入	12
图 16: 上市银行其他非息收入及 10 年期国债收益率表现	13
图 17: 上市银行资产质量 (右为关注类贷款占比)	14
图 18: 华夏幸福债务清偿方案	14
图 19: 上市银行房地产贷款占比	15
图 20: 银行理财产品市场规模与结构	15
图 21: 招商银行和平安银行财富管理收入贡献及零售金融业务利润率对比	16
图 22: 银行板块估值表现	18

表格目录

表 1: 监管政策体现稳增长预期	5
表 2: 系统重要性银行相关要求及指标	7
表 3: 利率上浮要求对比	11
表 4: 部分上市银行的财富管理布局	12
表 5: 多家银行下调基金申购费率并加大 C 类产品布局	16
表 6: 41 家上市银行盈利预测	17

分析师简介及承诺

张一纬：银行业分析师，瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业5年。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn