

银行业 2022 年度策略报告

风险整固，转型破局

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】银行业 2021 年半年度策略报告：景气延续，存款立行 20210618

【平安证券】银行业 2021 年年度策略报告：后疫情时期的再平衡 20201207

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060517060001
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

武凯祥 一般证券从业资格编号
S1060120090065
WUKAI XIANG261@pingan.com.cn



平安观点：

- **经济下行压力加大，政策呵护力度抬升。**展望 2022 年，我们认为疫情对经济的负面扰动依然存在，在内需修复的乏力和地产投资的下行的影响下，国内经济下行压力有所加大。在此背景下，我们判断政策面逆周期调节力度会有所加大，银行将迎来一个相对宽松温和的监管环境。货币政策方面，我们预计 2022 年货币政策稳中偏松，市场流动性将保持充沛，全年新增信贷投放规模在 22 万亿左右，对应贷款增速 11.5% (vs 11.8%，2021E)，全年新增社融 33 万亿，对应增速 10.5% (vs 10.5%，2021E)，增速底部企稳。监管政策方面，防风险依然是主要目标，增量调整压力可控。
- **短期考验风控能力，个体分化加剧。**从历史经验来看，经济下行期将会对银行的资产质量带来挑战，因此从短期来看，风控能力将会成为决定个体差异的关键。由此，我们结合各家上市银行资产质量的静态表现、动态变化、行业风险敞口、风险抵御能力四个维度对银行的风控能力进行系统性地比较。综合来看，城农商行中的宁波、杭州、常熟表现最优，表现为最低的不良指标和最充裕的拨备水平，以宁波为例，21Q3 不良率/关注率分别为 0.78%/0.38%，均为上市银行最低水平。大中型银行中邮储、招行风控能力更强，资产质量表现相对较好。此外，从动态的角度来看，大中型银行中的平安以及区域性银行中的成都、杭州、江阴、张家港过去 5 年不良指标改善最为显著。
- **长期依靠转型破局，看好财富管理优质赛道。**国内经济结构的调整，银行业务转型迫在眉睫，而政策支持下财富管理仍然是银行零售发展的重中之重。从内部竞争而言，我们认为开放的获客策略和专业、多元的服务能力是财富管理渠道竞争力打造的核心要素。从过去几年银行业的财富管理业务发展来看，大中型银行凭借着在渠道建设、专业服务能力和综合服务能力的优势，在 AUM 绝对规模上明显领先。截至 21H1，工行、建行 AUM 分别达到了 16.6/14.0 万亿，分列行业第 1 和第 2 名，而如果以非存款类 AUM 口径来看，招行以 8 万亿居于首位。此外，我们观察到近几年区域性银行也在加快发展，其中宁波、长沙、青岛过去 3 年 AUM 复合增速分别达到 24%/25%/26% (以 21H1 数据计算)，增速领先同业。
- **建议关注过度悲观预期“纠偏”的配置机会。**当前板块估值水平仅 0.63x，处在历史绝对低位，估值对应隐含不良率约 13%，市场对于银行资产质量的悲观预期已充分反映。在监管的底线思维下，行业大规模信用风险释放的概率较小，银行的基本面整体稳健，预计 2022 年上市银行净利润增速为 8.3% (vs 11.0%，2021E)，关注板块过度悲观预期纠偏的配置机会。个股推荐兼顾资产质量表现与财富管理能力的，看好招行、宁波、邮储，同时关注边际改善明显的优质区域性银行：江苏、南京、成都。
- **风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 利率下行导致行业息差收窄超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/B			评级	
		2021-12-03	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E		2023E
招商银行	600036	51.25	3.86	4.79	5.66	6.69	2.02	1.81	1.58	1.40	强烈推荐
宁波银行	002142	38.97	2.50	3.14	3.72	4.26	2.26	1.98	1.71	1.48	强烈推荐
邮储银行	601658	5.25	0.69	0.85	0.97	1.11	0.89	0.77	0.70	0.64	强烈推荐
兴业银行	601166	18.30	3.21	3.98	4.59	5.27	0.72	0.64	0.57	0.51	强烈推荐
常熟银行	601128	6.93	0.66	0.79	0.94	1.08	1.06	1.00	0.93	0.85	强烈推荐

正文目录

一、 经济下行压力加大，政策呵护力度抬升	6
1.1 宏观经济：预计 2022 年下行压力仍在	6
1.2 货币政策：稳中偏松，流动性有望保持充裕	7
1.3 金融监管：防风险仍然是 2022 年的政策重点，关注银行资本补充机制改革	9
二、 短期考验风控能力，个体分化加剧	11
2.1 关注潜在风险的扰动，但预计资产质量影响可控	11
2.2 四大维度审视银行资产质量表现，个体分化加剧	15
三、 长期依靠转型破局，关注财富管理优质赛道	20
3.1 政策引领，财富管理仍是银行长期转型的关键	20
3.2 开放、专业、多元，打造财富管理竞争力	23
四、 估值筑底，关注过度悲观预期“纠偏”的配置机会	27
4.1 基本面：量价下行，预计业绩回归常态化增长	27
4.2 悲观预期充分反映，行业估值处在历史底部	31
4.3 投资建议：建议关注过度悲观预期“纠偏”的配置机会	33
五、 重点覆盖公司	33
5.1 招商银行：盈利能力保持稳健，财富管理优势稳固	33
5.2 宁波银行：民营市场化基因，盈利能力保持行业前列	34
5.3 邮储银行：新零售转型持续推进，看好估值修复	35
5.4 兴业银行：民营市场化基因，盈利能力保持行业前列	36
5.5 常熟银行：深耕小微及村镇，看好零售和小微业务稳步推进	37
六、 风险提示	38

图表目录

图表 1	2021 年 3 季度 GDP 同比增长 4.9%.....	6
图表 2	贷款需求指数明显走弱.....	6
图表 3	PMI 指数一度跌落荣枯线以下.....	7
图表 4	PPI 指数持续上行.....	7
图表 5	2021 年 6 月以来监管对于货币政策的表态.....	7
图表 6	2021 年以来政策利率保持不变.....	8
图表 7	同业存单利率变化.....	8
图表 8	2021 年以来人民币贷款余额增速持续回落.....	8
图表 9	2021 年 1-10 月新增人民币贷款结构.....	8
图表 10	2021 年以来社融增速持续回落.....	9
图表 11	2021 年 1-10 月新增社融结构.....	9
图表 12	2021 年以来监管关于防风险的表态.....	9
图表 13	国内系统重要性银行附加资本要求及指标情况.....	10
图表 14	2021 年以来部分房地产企业债务违约事件梳理.....	11
图表 15	银行房地产对公贷款质量有所恶化.....	12
图表 16	房地产贷款虽有压降，但仍是银行贷款的重要一环.....	13
图表 17	9 月 30 日之后监管对于房地产的表述整理.....	14
图表 18	银行资产质量仍然保持平稳.....	15
图表 19	连续三年贷款核销金额破万亿.....	15
图表 20	上市银行静态资产质量比较（不良率、关注率、逾期率、不良/逾期）-21H1.....	16
图表 21	上市银行贷款结构对比-21H1.....	17
图表 22	上市银行不良率变动.....	18
图表 23	上市银行风险抵补能力对比.....	20
图表 24	AUM 规模对比（2021H1）.....	20
图表 25	非存款类 AUM 规模对比（2021H1）.....	20
图表 26	2018 年以来存款增速慢于其他类型金融资产.....	21
图表 27	国内居民储蓄率持续下降.....	21
图表 28	海外金融机构财富管理板块 ROE 显著高于整体.....	21
图表 29	海外财富管理机构中收占比快速提升.....	21
图表 30	1970-2000 美国居民资产结构变化.....	22
图表 31	国内居民金融资产占比低-2019.....	22
图表 32	国内居民权益资产占比低-2019.....	22
图表 33	互联网理财用户数量高速增长.....	23

图表 34	互联网理财用户年龄分布	23
图表 35	金融机构月活增长对比 (万人)	24
图表 36	金融科技投入对比	24
图表 37	2018 后权益类产品快速发展	24
图表 38	员工数对比	25
图表 39	招商银行金葵花服务体系	25
图表 40	大中型银行分层客群体系 (万亿, 2020)	25
图表 41	招商银行零售 AUM 增速	26
图表 42	招商银行金葵花以上 AUM 增速	26
图表 43	平安银行私人银行客户数量保持快速增长	26
图表 44	平安银行私人银行 AUM 增速-21Q3	26
图表 45	零售 AUM 增速对比	27
图表 46	21Q3 城农商行非货基金保有规模 (亿元)	27
图表 47	前 3 季度商业银行资产扩张速度 8.3%	28
图表 48	不同银行资产规模增速	28
图表 49	M2 同比和 GDP 增速正相关	28
图表 50	企业存款增速和 GDP 增速对比	28
图表 51	贷款利率仍处在下行通道	29
图表 52	年初以来 LPR 保持稳定	29
图表 53	结构性存款持续压降	29
图表 54	年初以来 MLF 保持稳定	29
图表 55	上市银行息差表现	30
图表 56	上市银行归母净利润增速预测	30
图表 57	上市银行归母净利润增速对信用成本、息差敏感性测算	31
图表 58	年初以来板块走势	31
图表 59	个股年初至今涨跌幅情况 (%)	31
图表 60	板块静态估值处在历史绝对低位	32
图表 61	A 股隐含不良率	32
图表 62	上市银行个股静态 PB 估值分位	32
图表 63	银行股主动基金持仓比例仍处于深度低配状态	33
图表 64	招商银行盈利预测	34
图表 65	宁波银行盈利预测	35
图表 66	邮储银行盈利预测	36
图表 67	兴业银行盈利预测	37
图表 68	常熟银行盈利预测	38

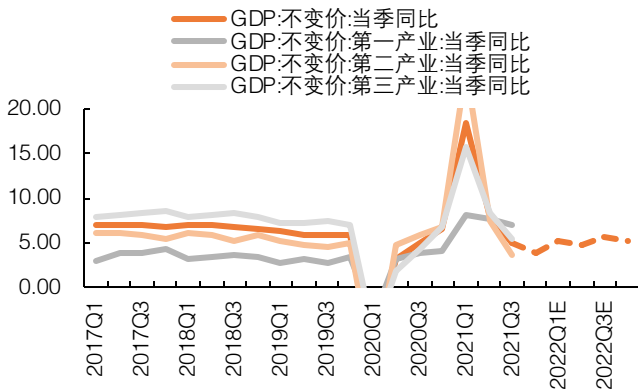
一、经济下行压力加大，政策呵护力度抬升

展望 2022 年，我们认为疫情对经济的负面扰动依然存在，在内需修复的乏力和地产投资的下行的影响下，国内经济下行压力有所加大，根据我们宏观团队的预测，2022 年 GDP 同比增速为 5.3% (vs 8.1%，2021E)。在此背景下，我们判断政策面逆周期调节力度会有所加大，银行将迎来一个相对宽松温和的监管环境。货币政策方面，我们预计 2022 年货币政策稳中偏松，市场流动性将保持充沛，量的方面，预计全年新增信贷投放规模在 22 万亿左右，对应贷款增速 11.5% (vs 11.8%，2021E)，全年新增社融 33 万亿，对应增速 10.5% (vs 10.5%，2021E)，增速底部企稳。价的方面，政策利率和 LPR 利率整体保持稳定，市场利率继续保持在低位运行。

1.1 宏观经济：预计 2022 年下行压力仍在

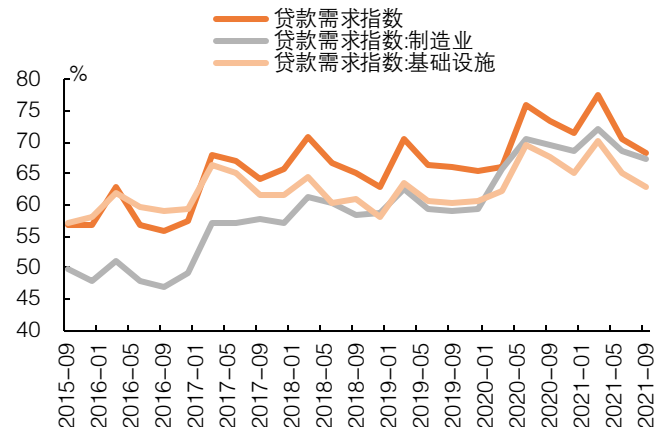
疫情、政策的影响下，国内经济下行压力有所加大。2021 年下半年以来，在地方政府债务、房地产、能耗双控等监管政策和疫情的叠加影响下，我国经济下行压力显著加大。从宏观数据来看，3 季度中国 GDP 同比增长 4.9%，对应两年平均增速 4.9%，较 2 季度滑落 0.6 个百分点，远低于 1 季度的 12.4%。伴随着经济下行压力的抬升，信贷需求明显走弱，央行调研数据显示，2、3 季度国内企业贷款需求指数连续两个季度环比回落，均低于去年同期水平。

图表 1 2021 年 3 季度 GDP 同比增长 4.9%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

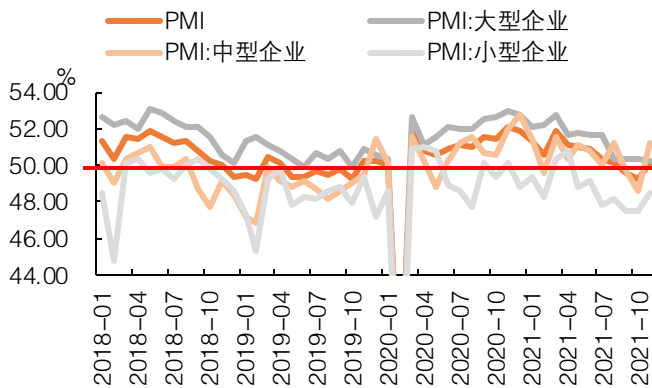
图表 2 贷款需求指数明显走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

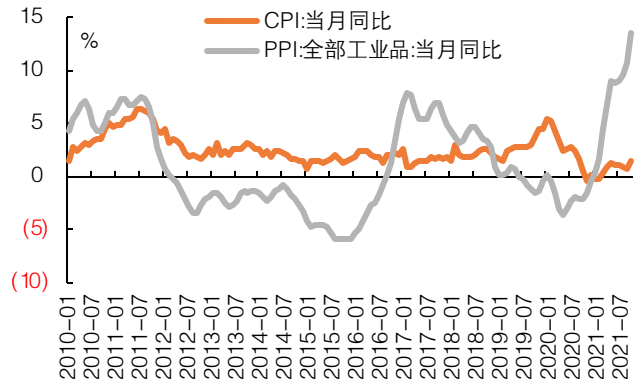
景气指标有所回落。景气度指标方面，官方制造业 PMI 自 3 月起连续 7 个月持续下行，9 月、10 月一度跌落至荣枯线以下，11 月在电力供应形势的好转下制造业 PMI 虽然回升 0.9 至 50.1%，但从分项来看，需求侧景气度持续低于同期，11 月新订单指数 49.4%，仍在荣枯线以下，反映内需偏弱。分企业类型来看，大中型企业 PMI 较去年同期均有所回落，其中小型企业仍然承压，11 月小型企业 PMI 在 48.5%，3 月以来持续位于荣枯线以下。

图表3 PMI 指数一度跌落荣枯线以下



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 PPI 指数持续上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望 2022 年，海外生产的进一步复苏，支撑疫情后国内经济快速恢复的出口对经济的拉动很难继续上升。地产方面，近期针对地产调控的政策纠偏只会延缓地产投资放缓的节奏而难改下行趋势，基建、制造业投资均有继续修复的基础，但难以对冲出口和房地产投资回落对中国经济的拖累，疫情的反复消费的复苏仍存在不确定性，因此我们认为 2022 年经济增长仍然面临放缓的压力，上半年经济增速可能继续下行。根据我们宏观团队的预测，2022 年全年 GDP 增速预计在 5.3% 左右(vs8.1%，2021E)，节奏上前低后高，Q2 为全年低点，单季同比增速可能下探至 4.8%。

1.2 货币政策：稳中偏松，流动性有望保持充裕

经济下行的压力抬升，决定了 2022 年的货币政策易松难紧。货币政策方面，伴随着经济下行的压力，监管逐渐释放出更积极的信号，例如在 2021 年 3 季度的货币政策执行报告中，相比 2 季度央行删除了“坚决不搞‘大水漫灌’”、“管好货币总闸门”的表述。展望 2022 年，考虑到国际环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍不稳固，防风险、稳增长、控通胀等多重目标下，我们预计 2022 年我国货币政策有望维持稳中偏松的基调，总量流动性也将保持充裕。

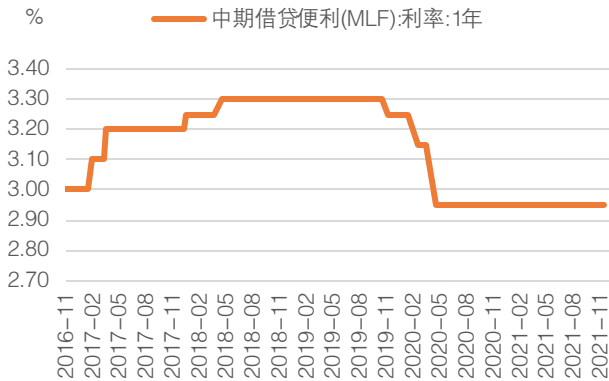
图表5 2021 年 6 月以来监管对于货币政策的表态



资料来源: wind 新闻整理, 平安证券研究所

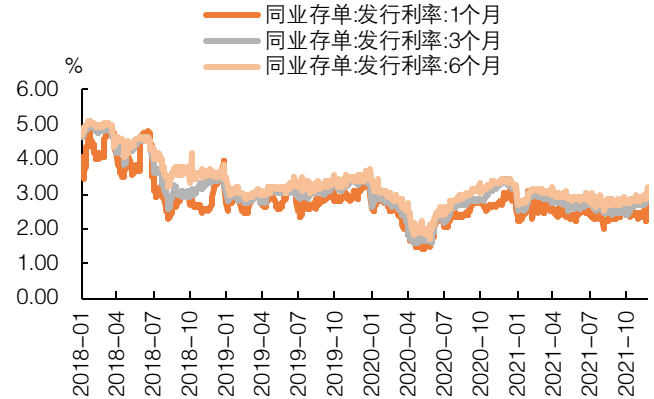
稳中偏松的货币政策基调下，预计 2022 年市场利率继续保持在低位运行。年初以来，在货币政策稳中偏松的基调下，除了春节前流动性从紧外，货币市场利率基本保持平稳运行，而从同业存单利率来看，在 2 月以后中枢整体处在 3% 以下的低位区间。政策利率方面，1 年期 MLF 利率维持在 2.95%，1 年期、5 年期 LPR 连续 19 个月保持不变。展望 2022 年，在经济下行压力和货币政策继续保持稳中偏松的基调下，我们预计政策利率保持稳定，货币市场利率中枢继续保持在低位运行。

图表6 2021 年以来政策利率保持不变



资料来源: Wind, 平安证券研究所

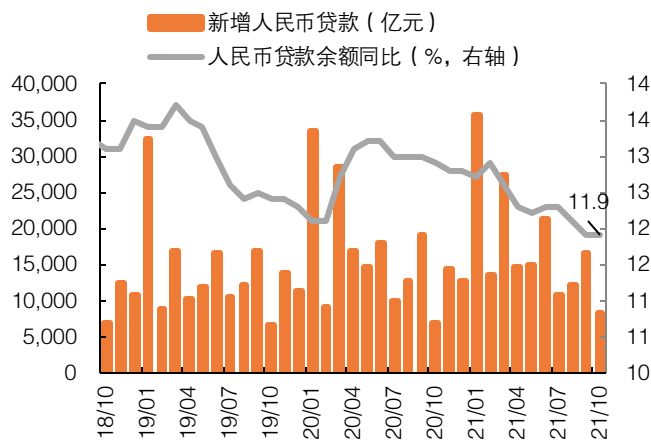
图表7 同业存单利率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

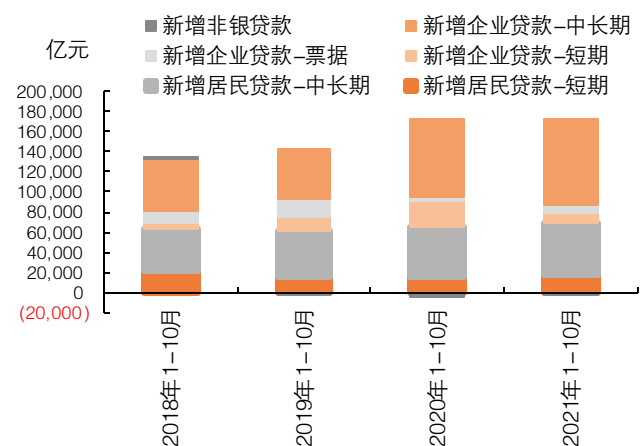
政策强调信贷总量增长的稳定性，预计全年贷款投放 22 万亿。年初以来，在受到房地产贷款集中度以及地方政府融资监管趋严的影响，贷款余额增速持续回落，信用条件收敛，10 月末人民币贷款余额增速降至 11.9% (vs 12.8%，2020)。1-10 月人民币贷款累计新增 17.5 万亿 (vs 16.9 万亿，2020 同期)，从增量结构来看，企业中长期贷款仍是最主要的正贡献，1-10 月同比多增 0.9 万亿，居民部门贷款投放保持稳定。展望 2022 年，经济下行压力、企业信贷需求仍有可能继续走弱，但央行自 9 月以来多次强调“增强信贷总量增长的稳定性”，“稳信贷”的诉求明显提升，我们认为后续信贷政策的放宽有望支撑信贷投放保持平稳，预计 2022 年信贷投放 22 万亿，较 2021 年同比多增 2 万亿，对应贷款余额增速 11.5% (vs 11.8%，2021E)。

图表8 2021 年以来人民币贷款余额增速持续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

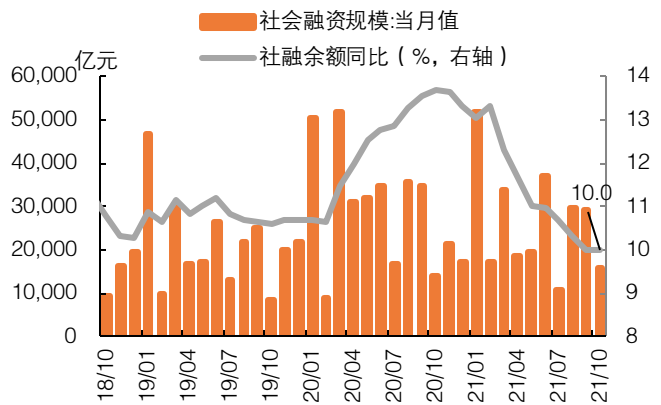
图表9 2021 年 1-10 月新增人民币贷款结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

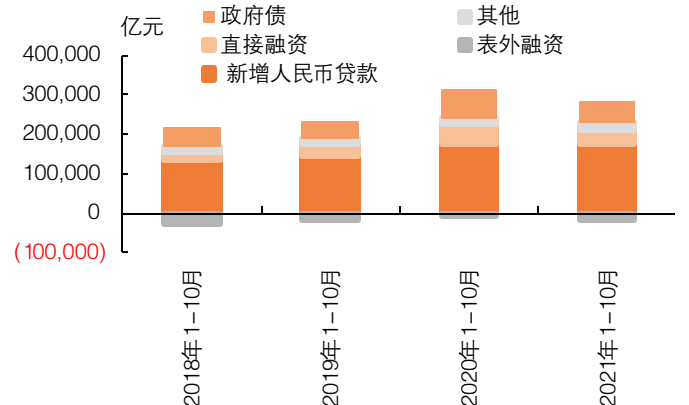
预计 2022 年全年社融增量 33 万亿，同比多增超 2 万亿，社融增速有望企稳。社融方面，在财政政策后置、非标融资持续压降的影响下，社融增量低于去年同期，1-10 月社融规模 26.3 万亿（vs31.0 万亿，2020），10 月末社融存量增速从年初的 13.3% 下降至 10.0%。从社融结构来看，企业债券和政府债是最大的拖累项，非标依然疲软，人民币贷款与去年基本持平。展望 2022 年，在信用稳定，新增贷款略高于今年，直接融资表现好于今年的假设下，我们预计社融增速有望企稳，预计全年社融增量规模在 33 万亿，对应年末社融存量增速在 10.5% 左右（vs10.5%，2021E）。

图表 10 2021 年以来社融增速持续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 11 2021 年 1-10 月新增社融结构

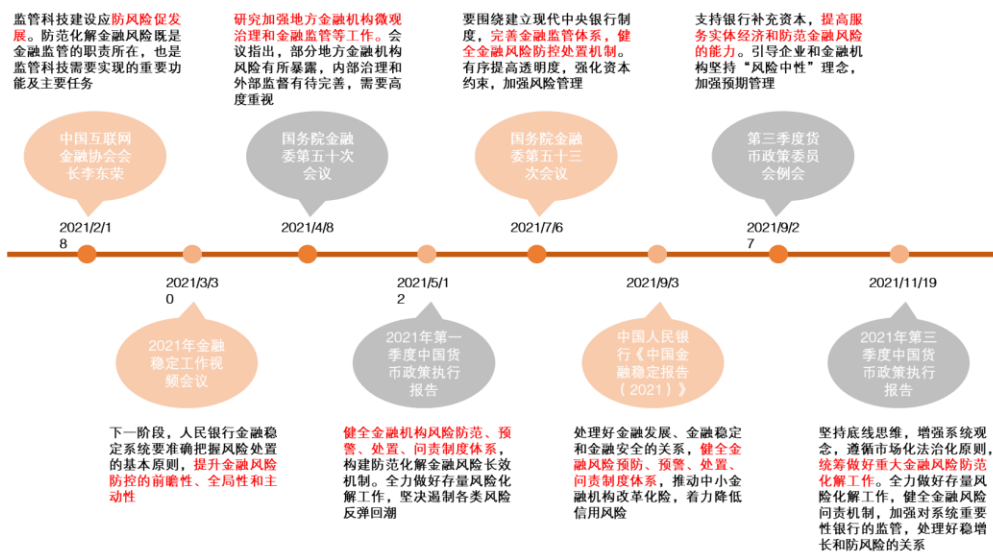


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 金融监管：防风险仍然是 2022 年的政策重点，关注银行资本补充机制改革

防风险仍然是 2022 年的政策重点。下半年以来，监管层仍在频繁提及防风险，根据 Q3 货币政策报告，央行提出要“坚持底线思维，增强系统观念，牢牢守住不发生系统性风险的底线，要防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”。展望 2022 年，我们认为监管政策将会更加注重稳增长和防风险并重的思路，因此站在银行的层面，建议继续关注相关监管政策的出台，可能围绕不良贷款处置、防范同业业务风险、中小银行改革、防止高风险影子银行反弹等多个方面。

图表 12 2021 年以来监管关于防风险的表态



资料来源: wind 新闻整理, 平安证券研究所

关注银行资本补充机制的改革。10月系统重要性银行监管正式落地，静态来看，入选银行目前均已满足各级附加资本的最低要求，但我们观察到入选银行距离资本底线的安全垫存在差异性，部分股份行、城商行的核心一级资本充足率距离监管底线仅有0.5%-1%的区间，考虑到展业扩张的需要，未来或有一定资本补充压力，后续可能需要通过内生或外延的方式加强资本补充。展望2022年，我们认为监管将会以此为契机，出台配套政策健全银行资本补充机制，加大对中小银行资本补充的支持力度，同时引导中小银行推动资本管理的体制机制改革。

图表13 国内系统重要性银行附加资本要求及指标情况

组别	银行	核心一级资本充足率 (21Q3)	基本要求	附加监管要求	与监管底线距离
第一组	平安银行	8.56%	7.50%	0.25%	0.81%
	光大银行	8.99%			1.24%
	华夏银行	8.70%			0.95%
	广发银行	7.80%			0.05%
	宁波银行	9.39%			1.64%
	上海银行	9.08%			1.33%
	江苏银行	8.75%			1.00%
	北京银行	9.53%	1.78%		
第二组	浦发银行	9.35%	7.50%	0.50%	1.35%
	中信银行	8.80%			0.80%
	民生银行	8.83%			0.83%
	邮储银行	10.00%			2.00%
第三组	交通银行	10.68%	7.50%	0.75%	2.43%
	招商银行	12.31%			4.06%
	兴业银行	9.54%			1.29%
第四组	工商银行	13.14%	7.50%	1.5% (G-SIBs)	4.14%
	中国银行	11.12%		1.5% (G-SIBs)	2.12%
	建设银行	13.40%		1.5% (G-SIBs)	4.40%
	农业银行	11.18%		1.00%	2.68%
第五组	-	-	7.50%	1.50%	-

资料来源：Wind，银保监会，平安证券研究所

二、短期考验风控能力，个体分化加剧

展望 2022 年，考虑到经济下行仍大、城投地产从严监管的持续等因素，预计行业经营风险有边际抬升的可能。而从历史经验来看，经济下行期将会对银行的资产质量带来挑战，因此从短期来看，风控能力将会成为决定个体差异的关键。由此，我们结合各家上市银行资产质量的静态表现、动态变化、行业风险敞口、风险抵御能力四个维度对银行的风控能力进行系统性地比较，综合来看，城农商行中的宁波、杭州、常熟表现最优，表现为最低的不良指标和最充裕的拨备水平，以宁波为例，21Q3 不良率/关注率分别为 0.78%/0.38%，均为上市银行最低水平。大中型银行中邮储、招行风控能力更强，资产质量表现相对较好。此外，从动态的角度来看，大中型银行中的平安以及区域性银行中的成都、杭州、江阴过去 3 年不良指标改善最为显著。

2.1 关注潜在风险的扰动，但预计资产质量影响可控

■ 涉房类贷款不良率边际抬升

年初以来的从严监管、部分房企风险暴露，引发市场对银行资产质量的担忧。年初以来，由于受到房地产市场外部环境的影响，包括恒大、蓝光、泰禾、佳兆业等在内的部分高负债的激进型房企出现了违约事件，现金流承压，无法按期兑付贷款或其他债务，引发了市场对银行资产质量的担忧，成为压制银行股估值的主要因素。

图表 14 2021 年以来部分房地产企业债务违约事件梳理

时间	公司	债务违约事件
2021.02	华夏幸福	公司及下属子公司多次未能如期偿还债务，截至 11 月 2 日，公司累计未能如期偿还债务本息合计 939.79 亿元。
2021.05	协信远创	截至 2021 年 8 月 13 日，协信远创及子公司发生债务逾期涉及本息金额为 132.25 亿元，包括银行贷款、信托贷款、公司债券、关联方借款等债务形式，总共有息负债超过 300 亿元。
2021.07	蓝光发展	因受宏观经济环境、行业环境、融资环境叠加影响，自 2020 年年度末至今，公司公开市场再融资受阻，经营性现金流回速放缓，公司流动性出现阶段性紧张，加之部分金融机构提前宣布到期，导致公司出现部分债务未能如期偿还的情况。截至 11 月 5 日，公司累计到期未能偿还的债务本息金额合计 241.71 亿元。
2021.04	泰禾集团	受地产整体环境下行的影响，公司现有项目的去化率有所下降，销售预期存在波动，同时由于公司自身债务规模庞大、债务集中到付等问题使得公司短期流动性出现困难，公司将无法按期完成公司债券“H6 泰禾 02”及“H6 泰禾 03”本息的兑付。
2021.05	实地地产	截至 5 月 7 日，涉及未兑付商票款为 5700 万元。
2021.06	恒大集团	公司多只商票未如期兑付。
2021.1	花样年	10 月 4 日晚上宣布公司一笔 2.056 亿美元债违约。
2021.11	佳兆业	佳兆业集团发布公告，称受佳兆业集团资金流动性困难影响，由深圳锦恒财富管理有限公司发行、佳兆业集团（深圳）有限公司担保的财富产品出现兑付逾期。
2021.11	阳光城	公司发布公告称，在房地产行业调控政策偏紧的背景下，为了缓解暂时的流动性压力，公司申请变更“18 阳光 04”和“20 华济建筑 ABN001 优先”的兑付方案。

资料来源：wind，平安证券研究所

涉房类贷款不良率明显抬升，未来对资产质量的扰动仍需保持谨慎。虽然银行整体资产质量仍然保持平稳，但我们观察到在房地产贷款严监管的背景下，上市银行对公房地产贷款不良率有所上升，上半年末 28 家披露细分数据的上市银行整体对公房地产不良率 2.45%，较 2020 年末提升 39BP，结合几家房地产对公贷款不良率提升幅度较大的银行中报里的表述，风险暴露源于个别房地产公司流动性紧张。

图表 15 银行房地产对公贷款质量有所恶化

	银行	21H1 对公房地 地产不良率	2020 对公房地 地产不良率	较年初	21H1 个人按揭 不良	2020 个人按揭 不良	较年初
大行	工商银行	4.29%	2.32%	1.97%	0.24%	0.28%	-0.04%
	建设银行	1.56%	1.31%	0.25%	0.20%	0.19%	0.01%
	农业银行	1.54%	1.81%	-0.27%	0.32%	0.38%	-0.06%
	中国银行	4.91%	4.68%	0.23%	0.31%	0.32%	-0.01%
	交通银行	1.69%	1.35%	0.34%	0.34%	0.37%	-0.03%
	邮储银行	0.01%	0.02%	-0.01%	0.46%	0.47%	-0.01%
股份行	招商银行	1.07%	0.30%	0.77%	0.25%	0.29%	-0.04%
	兴业银行	0.66%	0.92%	-0.26%	0.54%	0.53%	0.01%
	浦发银行	3.03%	2.07%	0.96%	0.35%	0.34%	0.01%
	中信银行	3.11%	3.35%	-0.24%			
	民生银行	1.04%	0.69%	0.35%	0.22%	0.22%	0.00%
	光大银行	0.61%	0.73%	-0.12%			
	平安银行	0.57%	0.21%	0.36%	0.31%	0.31%	0.00%
	华夏银行	0.17%	0.01%	0.16%			
浙商银行	0.61%	0.09%	0.52%				
城商行	江苏银行	0.22%	0.04%	0.18%			
	上海银行	2.73%	2.39%	0.34%	0.10%	0.14%	-0.04%
	南京银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.38%	0.47%	-0.09%
	宁波银行	1.48%	1.37%	0.11%			
	杭州银行	2.63%	2.79%	-0.16%	0.07%	0.07%	0.00%
	成都银行	0.00%	0.01%	-0.01%	0.28%	0.25%	0.03%
	郑州银行	1.89%	1.25%	0.64%	0.79%	0.52%	0.27%
	贵阳银行	4.57%	6.33%	-1.76%			
	苏州银行	1.23%	1.36%	-0.13%	0.06%	0.04%	0.02%
	厦门银行	0.72%	0.00%	0.72%			
农商行	重庆银行	6.28%	3.38%	2.90%	0.24%	0.29%	-0.05%
	渝农商行	6.18%	0.00%	6.18%	0.28%	0.31%	-0.03%
	青农商行	2.39%	2.34%	0.05%	0.33%	0.27%	0.06%
	常熟银行				0.14%	0.15%	-0.01%
	合计	2.45%	2.06%	0.39%	0.29%	0.31%	-0.02%

资料来源：Wind，平安证券研究所

虽然在房地产贷款集中度管理下，银行整体涉房类贷款占比有所下降，但仍是银行贷款投向的重要组成部分，截至上半年末对公房地产贷款占比为 6.2%。展望四季度和 2022 年，房企融资政策大幅度放松的可能性不高，叠加房贷集中度管理办法的约束，房企现金流压力对银行资产质量的扰动仍需要观望。

图表16 房地产贷款虽有压降，但仍是银行贷款的重要一环

监管标准	银行	房地产贷款占比(21H1)	房地产贷款占比上限	房地产贷款占比较年初变化(pct)	个人住房贷款占比(21H1)	个人住房贷款占比上限	个人住房贷款占比较年初变化(pct)
第一档	工商银行	35.2%	40.0%	-0.75	30.2%	32.5%	-0.59
	建设银行	38.5%	40.0%	-1.33	33.8%	32.5%	-1.34
	农业银行	35.1%	40.0%	-0.97	29.9%	32.5%	-0.91
	中国银行	37.8%	40.0%	-1.34	29.9%	32.5%	-1.21
	交通银行	27.9%	40.0%	-0.19	21.9%	32.5%	-0.26
	邮储银行	35.1%	40.0%	-0.18	33.0%	32.5%	-0.65
第二档	招商银行	32.2%	27.5%	-0.90	24.7%	20%	-0.64
	兴业银行	34.6%	27.5%	0.05	25.9%	20%	-0.61
	浦发银行	26.2%	27.5%	-0.20	18.9%	20%	0.16
	中信银行	26.6%	27.5%	-0.36	20.3%	20%	-0.23
	民生银行	24.1%	27.5%	-0.67	13.7%	20%	0.38
	光大银行	23.5%	27.5%	-0.31	16.6%	20%	0.20
	平安银行	19.1%	27.5%	-0.04	9.0%	20%	0.02
	华夏银行	20.9%	27.5%	0.72	13.9%	20%	1.06
	浙商银行	20.5%	27.5%	0.38	7.0%	20%	0.68
	北京银行	29.8%	27.5%	-0.88	20.7%	20%	-0.21
	江苏银行	25.4%	27.5%	-0.63	17.8%	20%	-0.83
	上海银行	26.7%	27.5%	1.19	12.2%	20%	0.89
第三档	南京银行	14.8%	20%-25%	0.54	10.5%	15%-20%	-0.30
	宁波银行	8.8%	20%-25%	0.13	4.3%	15%-20%	0.89
	杭州银行	22.0%	20%-25%	-2.37	14.3%	15%-20%	-0.59
	长沙银行	20.6%	20%-25%	0.17	16.6%	15%-20%	0.19
	成都银行	29.4%	20%-25%	-5.20	22.2%	15%-20%	-3.60
	郑州银行	27.5%	20%-25%	-0.41	14.6%	15%-20%	-0.50
	贵阳银行	14.2%	20%-25%	-0.06	6.9%	15%-20%	-0.39
	青岛银行	28.3%	20%-25%	-1.48	18.7%	15%-20%	-0.93
	苏州银行	36.3%	20%-25%	0.73	14.9%	15%-20%	0.70
	西安银行	20.6%	20%-25%	-0.77	14.2%	15%-20%	0.30
	厦门银行	24.9%	20%-25%	-1.98	18.7%	15%-20%	-0.82
	重庆银行	18.1%	20%-25%	0.26	13.9%	15%-20%	1.25
	渝农商行	18.6%	20%-25%	-0.47	17.7%	15%-20%	-0.33
	青农商行	27.8%	20%-25%	-1.26	13.7%	15%-20%	0.64
	无锡银行	15.1%	20%-25%	2.71	14.3%	15%-20%	2.94
苏农银行	11.5%	20%-25%	-0.36	9.6%	15%-20%	0.17	
第四档	常熟银行	9.2%	15%-20%	0.44	8.4%	10%-15%	0.67
	张家港行	10.9%	15%-20%	0.02	10.1%	10%-15%	0.11
	江阴银行	11.2%	15%-20%	0.57	11.0%	10%-15%	0.73
合计		32.3%		-0.72	26.0%		-0.59

资料来源: Wind, 平安证券研究所

房地产政策存在一定缓和空间，底线思维下预计房地产风险可控。近期来看，我们观察到自9月末房地产金融工作座谈会以来，央行、银保监会等监管部门密集发声，强调呵护房地产合理融资需求，维护地产市场平稳健康发展，释放积极信号。展望2022年，我们认为虽然从长期来看“房住不炒”的政策基调不会改变，但政策同样具有底线思维，并不会任由个体的信用风险上升至系统性风险，预计在监管推动下，未来地产行业整体的流动性环境存在边际改善的空间。

图表17 9月30日之后监管对于房地产的表述整理

时间	政策名称	政策内容	发布部门
2021年9月29日	房地产金融工作座谈会	金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。	人民银行、银保监会
2021年10月15日	人民银行举行2021年第三季度金融统计数据新闻发布会	“部分金融机构对于30家试点房企‘三线四档’融资管理规则也存在一些误解，将要求‘红档’企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款”；“人民银行、银保监会已于9月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展”；“恒大集团的问题在房地产行业是个别现象。经过近几年的房地产宏观调控，尤其是房地产长效机制建立后，国内房地产市场地价、房价、预期保持平稳，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体是健康的。”	央行
2021年10月20日	潘功胜在2021年金融街论坛年会上的讲话	近期我国的房地产市场及相关的金融市场出现一点波动，这是市场主体在个别企业违约事件出现之后的应激反应。在金融管理部门的预期引导下，金融机构和金融市场风险偏好过度收缩的行为逐步得以矫正，融资行为和金融市场价格正逐步恢复正常。十九大以来，按照中央确定的方针政策，实施对房地产市场的宏观调控，建立长效管理机制，房地产市场金融化、泡沫化的势头得到遏制，房地产市场地价、房价、预期保持平稳，房地产行业总体健康发展。下一步，金融部门将积极配合住房城乡建设部和地方政府坚定的维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。	央行
2021年10月20日	刘鹤副总理在2021年金融街论坛年会开幕式上的书面致辞	目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。	央行
2021年10月20日	易纲行长在2021年G30国际银行业研讨会的发言及问答	恒大风险是个案风险。应对措施方面，我们一是要避免恒大的风险传染至其他房地产企业。二是要避免风险传导至金融部门。	央行
2021年10月21日	三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会	督促银行落实房地产开发贷款、个人住房贷款监管要求；保障好刚需群体信贷需求；因城施策，指导派出机构配合地方政府做好房地产调控，促进各地房地产市场平稳健康发展；严肃惩治违法违规行；稳妥做好对住房租赁市场的金融支持	银保监会

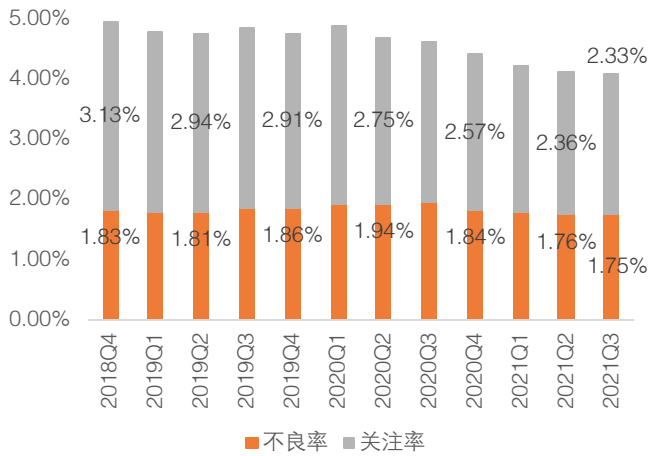
资料来源：wind，平安证券研究所

■ 不良生成压力抬升，但出现系统性风险概率较低

年初以来，透过账面不良指标来看，银行的资产质量整体表现仍然保持平稳，不良率自20Q3以来整体呈现逐季下行的趋势，3季度末银保监会口径商业银行不良率1.75%，较上年末下降9BP，不良改善仍在持续，已经明显低于疫情前水平，我们认为主要归因于2020年以来行业加大了问题资产的处置力度。从个体来看，大行、股份行、城商行的账面不良均有下行，其中城商行的改善最为显著。前瞻性指标同样印证改善，3季度末行业关注率2.33%，较上年末下降24BP。

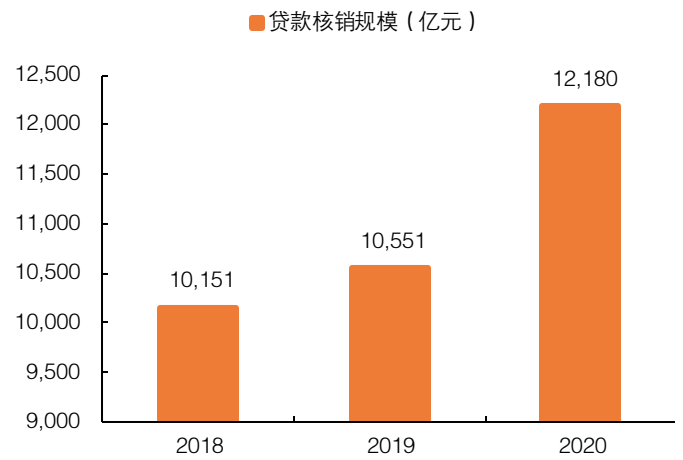
展望四季度和2022年，考虑到经济下行仍大、年底资产新规过渡期临近、城投地产从严监管的持续、延期还本付息政策到期等因素，未来银行经营风险有边际抬升的可能，但我们在监管的底线思维下，叠加行业整体不良包袱在过去3-4年中化解相对充分，预计2022年银行的不良生成压力会有所抬升，但出现大规模信用风险暴露的可能性较低。

图表18 银行资产质量仍然保持平稳



资料来源: Wind, 银保监会, 平安证券研究所

图表19 连续三年贷款核销金额破万亿



资料来源: Wind, 银保监会, 平安证券研究所

2.2 四大维度审视银行资产质量表现，个体分化加剧

从历史经验来看，经济下行期将会对银行的资产质量带来挑战，因此从短期来看，风控能力将会成为决定个体差异的关键。由此，我们结合各家上市银行资产质量的静态表现、动态变化、行业风险敞口、风险抵御能力四个维度对银行的风控能力进行系统性地比较。综合来看，城农商行中的宁波、杭州、常熟表现最优，表现为最低的不良指标和最充裕的拨备水平，以宁波为例，21Q3不良率/关注率分别为0.78%/0.38%，均为上市银行最低水平。大中型银行中邮储、招行风控能力更强，资产质量表现相对较好。此外，从动态的角度来看，大中型银行中的平安以及区域性银行中的成都、杭州、江阴、张家港过去5年不良指标改善最为显著。

■ 静态表现：个体分化加剧

我们首先从不良率、关注率两项静态指标和不良/逾期的不良认定指标审视个体间的存量资产质量表现，将“不良率+关注率 < 2%”且“不良/逾期 > 90%”的银行定义为资产质量表现最优的银行，将不良率和关注率均低于行业算术平均的银行定义为资产质量较优的银行，从筛选结果来看：

1) 资产质量最优的银行：邮储、招行、宁波、杭州、成都、厦门、常熟、无锡 8家银行处于绝对领先。从不良率、关注率的指标来看，宁波、邮储、无锡 3家的不良+关注比例为业内最低水平，分别为 1.18%/1.31%/1.32%，其中宁波银行 21H1不良率/关注率分别为 0.79%/0.39%，均为行业内最低水平，稳健的资产质量表现一方面归因于经营区域经济较优，另一方面也与公司长期以来在严格信贷审批方面的优势有关。其他城商行中南京、江苏、成都、厦门不良+关注比例同样在 2%以下。大行由于不良认定更为严格（不良/逾期 90+较高），整体不良率较高，但其中邮储受益于历史包袱轻、零售贷款占比高，上半年末不良率、关注率分别处在 0.83%/0.48%的低位水平。股份行中招行深耕零售且经营稳健、风控能力较强，资产质量表现较好，上半年末不良率仅为 1.01%，关注率为 0.70%。农商行中常熟、无锡资产质量最优，其中无锡银行 21H1不良+关注比例仅为 1.32%。

2) 资产质量较优的银行：中行、兴业、平安、南京、江苏、苏州、张家港、瑞丰 8家处于相对领先。从不良率和关注率均低于行业平均的标准进行筛选，大行中的中行 21H1不良率仅为 1.30%，可比同业中仅次于邮储，股份行中的兴业、平安受益于过去几年存量风险的出清和贷款结构的优化，资产质量同样达到了同业较优水平，其中平安上半年末不良率仅为 1.08%。城农商行中南京、江苏、苏州、张家港、瑞丰资产质量好于行业平均。

图表20 上市银行静态资产质量比较（不良率、关注率、逾期率、不良/逾期）-21H1

上市银行		不良率	关注率	逾期率	不良/逾期	不良/逾期 90+
大行	工商银行	1.54%	1.93%	1.33%	115%	152%
	建设银行	1.53%	2.80%	1.08%	142%	201%
	中国银行	1.30%	1.53%	1.16%	112%	201%
	农业银行	1.50%	1.57%	1.10%	136%	226%
	交通银行	1.60%	1.38%	1.48%	108%	148%
	邮储银行	0.83%	0.48%	0.89%	94%	155%
股份行	招商银行	1.01%	0.70%	1.02%	99%	132%
	中信银行	1.50%	2.16%	2.07%	73%	126%
	民生银行	1.80%	2.86%	2.05%	88%	125%
	兴业银行	1.15%	1.35%	1.43%	80%	130%
	浦发银行	1.64%	2.26%	2.17%	76%	116%
	光大银行	1.36%	1.90%	2.05%	66%	117%
	华夏银行	1.78%	3.27%	2.04%	87%	117%
	平安银行	1.08%	0.96%	1.25%	86%	137%
城商行	浙商银行	1.50%	1.64%	1.83%	82%	113%
	北京银行	1.45%	0.96%	1.56%	93%	121%
	南京银行	0.91%	1.11%	1.27%	72%	107%
	宁波银行	0.79%	0.39%	0.84%	94%	114%
	上海银行	1.19%	1.86%	1.56%	76%	91%
	江苏银行	1.16%	1.25%	1.30%	89%	147%
	杭州银行	0.98%	0.49%	0.75%	130%	145%
	长沙银行	1.20%	2.56%	1.72%	70%	129%
	成都银行	1.10%	0.64%	1.19%	93%	113%
	贵阳银行	1.51%	2.87%	5.92%	26%	91%
	郑州银行	1.97%	2.18%	3.17%	62%	108%
	青岛银行	1.49%	1.08%	1.31%	114%	167%
	西安银行	1.19%	3.37%	2.27%	52%	121%
	苏州银行	1.22%	1.11%	1.13%	108%	128%
农商行	重庆银行	1.35%	2.60%	2.28%	59%	115%
	厦门银行	0.92%	0.49%	0.89%	103%	137%
	齐鲁银行	1.39%	2.15%	0.96%	145%	178%
	渝农商行	1.28%	2.27%	1.25%	103%	173%
	青农商行	1.59%	3.65%	1.84%	87%	131%
	紫金银行	1.67%	1.14%	1.53%	109%	225%
	常熟银行	0.90%	0.96%	0.97%	93%	140%
	无锡银行	0.93%	0.39%	0.92%	101%	113%
	江阴银行	1.48%	0.96%	1.51%	98%	115%
农商行	苏农银行	1.14%	2.87%	0.49%	233%	362%
	张家港行	0.98%	1.62%	1.00%	98%	151%
	瑞丰银行	1.29%	1.20%	1.34%	96%	177%
行业（算术平均）		1.31%	1.67%	1.55%	96%	145%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

■ 行业风险敞口：资产结构更均衡的银行，预计受到的资产质量扰动更小

银行的资产质量与资产端结构紧密相连，不同行业和业务条线的风险暴露特征明显不同，传统上制造业、批发零售等多为不良的重灾区，同时考虑到 2022 年城投地产监管政策持续从严的可能性，政府类、房地产对公贷款占比较高的银行可能会有一些风险暴露。相比之下，零售贷款的资产质量抗周期性更强，波动更小，因此部分优质银行受益于零售对公相对均衡的资产结构，预计资产质量的波动更小。从上市银行的贷款结构来看：

1) 政府类贷款、对公房地产占比较高的银行，可能会有一些潜在的风险暴露。我们将电力、热力、燃气及水生产和供应业，租赁和商务服务业，交运、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业四类贷款定义为政府类贷款，2021 年不少银行的基建类贷款不良率有所抬升，2022 年城投政策的持续收紧可能会继续带来扰动。分类别来看，城商行、大行由于股东背景和与当地政府的关系，政府类贷款占比较高，其中成都银行 4 类政府贷款占总贷款比重达到 44%，为行业内最高。大行除了邮储之外，普遍占比在 30%左右，相比之下，农商行以及股份行中的招行、平安政府类贷款占比较小。从对公房地产占比来看，上海银行、浙商银行、青农商行的占比较高，2022 年需要继续关注房地产风险抬升对资产质量的扰动。

2) 零售对公占比更均衡的银行（邮储、招行、平安、常熟、瑞丰），资产质量波动预计更小。大行贷款投向相比于股份行和区域性银行整体更为均衡，零售占比约达到 43%，其中邮储银行资产端起步较晚，个人贷款占比（57%）最高，且多为优质的按揭贷款，预计 2022 年的不良生成压力更轻。股份行中平安、招行的个人贷款占比较高，分别为 61%/53%，但结构上招行按揭贷款占比较高，2022 年或有压降的压力，平安则更倾向消费贷和信用卡。城商行贷款投向更偏对公，但其中长沙、江苏、宁波受益于当地区域结构和小微贷款投放，资产端结构相对均衡，零售占高于同业。农商行中常熟、瑞丰个人贷款占比较高，其中常熟个人贷款占比达到了 57%，远高同业，主要归因于“微贷”特色业务，个人经营性贷款和消费贷款占比较高。

图表 21 上市银行贷款结构对比-21H1

		对公						零售				票据
		政府类	房地产	制造业	批发	其他	合计	按揭	消费贷/ 信用卡	经营贷 及其他	合计	
大行	工商银行	33%	4%	8%	3%	13%	61%	30%	4%	3%	38%	2%
	建设银行	28%	5%	9%	5%	10%	57%	34%	6%	2%	42%	1%
	中国银行	31%	8%	12%	-	11%	62%	30%	3%	5%	38%	-
	农业银行	32%	5%	10%	3%	8%	59%	30%	5%	6%	41%	-
	交通银行	32%	6%	11%	3%	12%	64%	22%	7%	4%	33%	3%
	邮储银行	18%	2%	5%	2%	8%	35%	33%	3%	22%	57%	8%
股份行	招商银行	16%	8%	5%	3%	8%	39%	25%	15%	14%	53%	8%
	中信银行	22%	6%	7%	3%	10%	49%	20%	16%	6%	42%	9%
	民生银行	22%	10%	8%	6%	12%	58%	14%	11%	17%	42%	-
	兴业银行	21%	9%	9%	7%	8%	54%	26%	10%	6%	42%	4%
	浦发银行	19%	7%	9%	4%	12%	52%	19%	8%	12%	39%	10%
	光大银行	21%	7%	10%	4%	14%	55%	17%	20%	6%	42%	2%
	华夏银行	30%	7%	9%	6%	13%	65%	14%	8%	8%	29%	5%
	平安银行	2%	10%	4%	3%	20%	39%	9%	29%	23%	61%	-
	浙商银行	19%	14%	12%	9%	11%	65%	7%	9%	13%	29%	6%
城商行	北京银行	27%	9%	7%	6%	18%	67%	21%	5%	7%	33%	-
	南京银行	35%	4%	8%	8%	16%	70%	10%	15%	4%	30%	-
	宁波银行	24%	5%	15%	-	10%	53%	4%	25%	10%	39%	8%
	上海银行	27%	15%	5%	5%	12%	63%	12%	16%	3%	31%	6%
	江苏银行	22%	8%	12%	7%	8%	57%	18%	18%	3%	39%	5%

	杭州银行	36%	8%	8%	5%	6%	63%	14%	8%	15%	37%	-
	长沙银行	22%	4%	8%	6%	19%	59%	17%	13%	11%	41%	-
	成都银行	44%	7%	7%	5%	12%	75%	22%	2%	1%	25%	-
	贵阳银行	15%	7%	6%	9%	43%	81%	7%	2%	9%	18%	1%
	郑州银行	24%	13%	6%	11%	13%	67%	15%	2%	11%	27%	5%
	青岛银行	23%	10%	14%	9%	16%	71%	19%	5%	5%	29%	-
	西安银行	22%	6%	5%	6%	15%	54%	14%	21%	4%	39%	6%
	苏州银行	20%	4%	17%	7%	17%	65%	15%	6%	14%	35%	-
	重庆银行	32%	4%	7%	4%	13%	60%	14%	13%	7%	34%	5%
	厦门银行	12%	6%	10%	13%	12%	52%	19%	3%	15%	37%	11%
	齐鲁银行	28%	5%	11%	8%	14%	66%	19%	-	11%	29%	5%
农商行	江阴银行	14%	0%	31%	9%	9%	64%	11%	3%	7%	20%	16%
	无锡银行	29%	1%	18%	13%	20%	81%	14%	2%	2%	19%	-
	常熟银行	4%	1%	21%	3%	13%	43%	8%	13%	36%	57%	-
	吴江银行	10%	2%	34%	8%	21%	75%	10%	5%	10%	25%	-
	张家港行	13%	1%	19%	9%	15%	57%	10%	7%	26%	43%	-
	紫金银行	21%	5%	6%	13%	18%	63%	-	-	27%	27%	11%
	青农商行	15%	14%	12%	12%	15%	69%	14%	1%	12%	27%	5%
	渝农商行	32%	1%	11%	5%	3%	52%	18%	-	28%	45%	3%
	瑞丰银行	3%	0%	21%	9%	4%	36%	21%	15%	23%	59%	5%
合计		27%	6%	9%	4%	11%	56%	26%	7%	8%	41%	3%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 政府类贷款主要包括电力、热力、燃气及水生产和供应业, 租赁和商务服务业, 交运、仓储和邮政业, 水利、环境和公共设施管理业

■ 动态表现: 关注资产质量长期稳健优异和明显改善的个股

站在动态的角度, 一方面, 资产质量的稳定性尤为重要, 资产质量表现持续较优的银行风控能力更强, 此外, 我们也建议关注存量风险压力大幅减轻、近几年通过资产投向结构优化, 资产质量明显改善的个股。

1) 资产质量稳健型银行: 邮储、招行、南京、宁波、常熟。从资产质量的长期稳定性来看, 大行中的邮储、股份行的招行、城商行中的宁波和南京、农商行中的常熟自 2015 年以来资产质量波动性较小, 基本维持在同业较低水平, 以邮储、宁波为例, 过去五年不良率始终维持在 0.9% 以下。

2) 资产质量明显改善银行: 平安、江阴、杭州、张家港。从不良率的改善来看, 大中型银行中的平安、城商行中的成都和杭州、农商行中的张家港和江阴过去 5 年不良指标改善最为显著。以平安为例, 过去 3 年不良率累计下降 70BP, 过去 5 年不良率累计下降 69BP。

图表 22 上市银行不良率变动

上市银行		2017	2018	2019	2020	21Q3	过去 3 年	过去 5 年
大行	工商银行	1.55%	1.52%	1.43%	1.58%	1.52%	0.00%	-0.10%
	建设银行	1.49%	1.46%	1.42%	1.56%	1.51%	0.05%	-0.01%
	中国银行	1.45%	1.42%	1.37%	1.46%	1.29%	-0.13%	-0.17%
	农业银行	1.81%	1.59%	1.40%	1.57%	1.48%	-0.11%	-0.89%
	交通银行	1.50%	1.49%	1.47%	1.67%	1.60%	0.11%	0.08%
	邮储银行	0.75%	0.86%	0.86%	0.88%	0.82%	-0.04%	-0.05%
股份行	招商银行	1.61%	1.36%	1.16%	1.07%	0.93%	-0.43%	-0.94%

	中信银行	1.68%	1.77%	1.65%	1.64%	1.48%	-0.29%	-0.21%
	民生银行	1.71%	1.76%	1.56%	1.82%	1.79%	0.03%	0.11%
	兴业银行	1.59%	1.57%	1.54%	1.25%	1.12%	-0.45%	-0.53%
	浦发银行	2.14%	1.92%	2.05%	1.73%	1.62%	-0.30%	-0.27%
	光大银行	1.59%	1.59%	1.56%	1.38%	1.34%	-0.25%	-0.26%
	华夏银行	1.76%	1.85%	1.83%	1.80%	1.78%	-0.07%	0.11%
	平安银行	1.70%	1.75%	1.65%	1.18%	1.05%	-0.70%	-0.69%
	浙商银行	1.15%	1.20%	1.37%	1.42%	1.52%	0.32%	0.19%
城商行	北京银行	1.24%	1.46%	1.40%	1.57%	1.44%	-0.02%	0.17%
	南京银行	0.86%	0.89%	0.89%	0.91%	0.91%	0.02%	0.04%
	宁波银行	0.82%	0.78%	0.78%	0.79%	0.78%	0.00%	-0.13%
	上海银行	1.15%	1.14%	1.16%	1.22%	1.19%	0.05%	0.02%
	江苏银行	1.41%	1.39%	1.38%	1.32%	1.12%	-0.27%	-0.31%
	杭州银行	1.59%	1.45%	1.34%	1.07%	0.90%	-0.55%	-0.72%
	长沙银行	1.24%	1.29%	1.22%	1.21%	1.20%	-0.09%	0.01%
	成都银行	1.69%	1.54%	1.43%	1.37%	1.06%	-0.48%	-1.15%
	贵阳银行	1.34%	1.35%	1.45%	1.53%	1.48%	0.13%	0.06%
	郑州银行	1.50%	2.47%	2.37%	2.08%	1.95%	-0.52%	0.64%
	青岛银行	1.69%	1.68%	1.65%	1.51%	1.47%	-0.21%	0.11%
	西安银行	1.24%	1.20%	1.18%	1.18%	1.34%	0.14%	0.07%
	苏州银行	1.43%	1.68%	1.53%	1.38%	1.17%	-0.51%	-0.32%
	重庆银行	1.35%	1.36%	1.27%	1.27%	1.33%	-0.03%	0.37%
	厦门银行	1.45%	1.33%	1.18%	0.98%	0.92%	-0.41%	-0.59%
齐鲁银行	1.54%	1.64%	1.49%	1.43%	1.32%	-0.32%	-0.36%	
农商行	渝农商行	0.98%	1.29%	1.25%	1.31%	1.27%	-0.02%	0.31%
	青农商行	1.86%	1.57%	1.46%	1.44%	1.71%	0.14%	-0.30%
	紫金银行	1.84%	1.69%	1.68%	1.68%	1.35%	-0.34%	-0.63%
	常熟银行	1.14%	0.99%	0.96%	0.96%	0.81%	-0.18%	-0.59%
	无锡银行	1.38%	1.24%	1.21%	1.10%	0.93%	-0.31%	-0.46%
	江阴银行	2.39%	2.15%	1.83%	1.79%	1.47%	-0.68%	-0.94%
	苏农银行	1.64%	1.31%	1.33%	1.28%	1.06%	-0.25%	-0.72%
	张家港行	1.78%	1.47%	1.38%	1.17%	0.94%	-0.53%	-1.02%
	瑞丰银行	1.56%	1.46%	1.35%	1.32%	1.26%	-0.20%	-0.55%

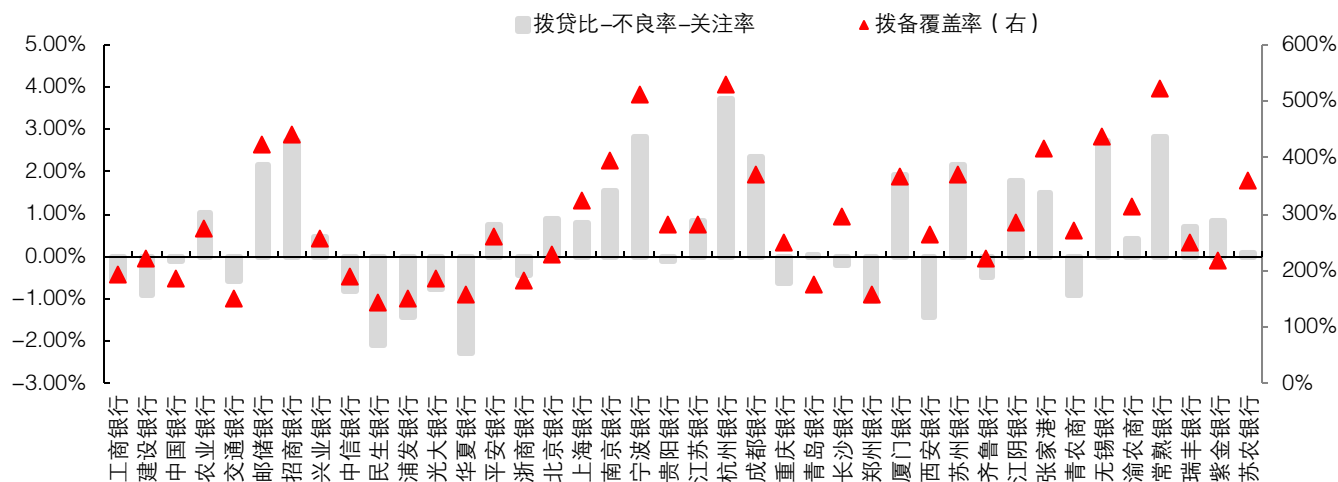
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 过去三年为2018年末到2021年3季度末, 过去五年为2016年末到2021年3季度末

■ 拨备水平对比: 夯实的风险抵补能力是盈利能力保持稳健的保障

从2020年以来, 行业通过严格认定、审慎计提和积极处置, 目前拨备水平保持充裕, 在监管守住系统性风险的底线思维下, 夯实的风险抵御能力有望支撑银行经营保持稳健。个体来看, 截至上半年末, 大中型银行中招行、邮储处于400%-500%的区间, 区域性银行中杭州、常熟、宁波拨备覆盖水平处于领先, 拨备覆盖率高于500%, 厚实的拨备基础利于其业绩保持平稳, 依然拥有向上的业绩弹性。

图表23 上市银行风险抵补能力对比

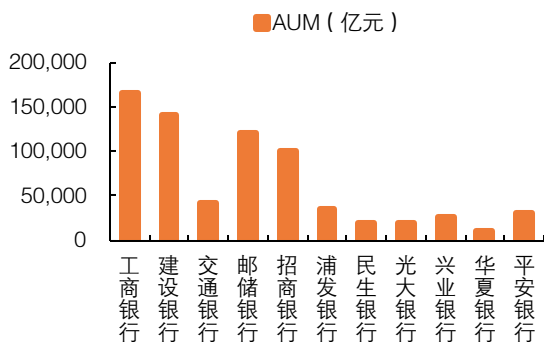


资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

三、长期依靠转型破局，关注财富管理优质赛道

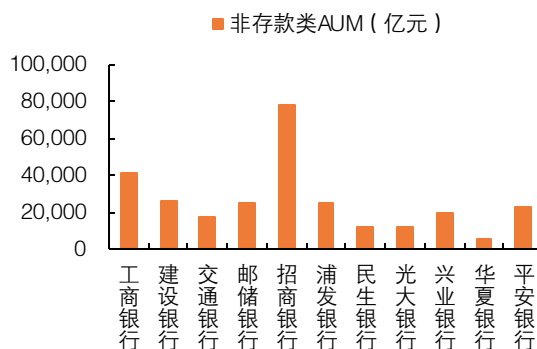
国内经济结构的调整，银行业务转型迫在眉睫，而政策支持下财富管理仍然是银行零售发展的重中之重。从内部竞争而言，我们认为开放的获客策略和专业、多元的服务能力是财富管理渠道竞争力打造的核心要素。从过去几年银行业的财富管理业务发展来看，大中型银行凭借着在渠道建设、专业服务能力、综合服务能力的优势，在 AUM 绝对规模上明显领先，截至 21H1，工行、建行 AUM 分别达到了 16.6/14.0 万亿，分列行业第 1 和第 2 名，而如果以非存款类 AUM 口径来看，招行以 8 万亿居于首位。此外，我们观察到近几年区域性银行也在加快发展，其中以宁波、长沙、青岛为代表的体制机制灵活、经营区域财富效应优势显著的个体进步明显，过去 3 年 AUM 复合增速分别达到 24%/25%/26% (以 21H1 数据计算)，增速领先同业。

图表24 AUM 规模对比 (2021H1)



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表25 非存款类 AUM 规模对比 (2021H1)

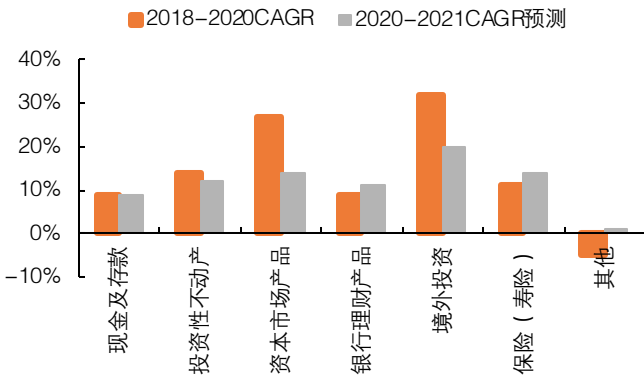


资料来源: IMF, 平安证券研究所

3.1 政策引领，财富管理仍是银行长期转型的关键

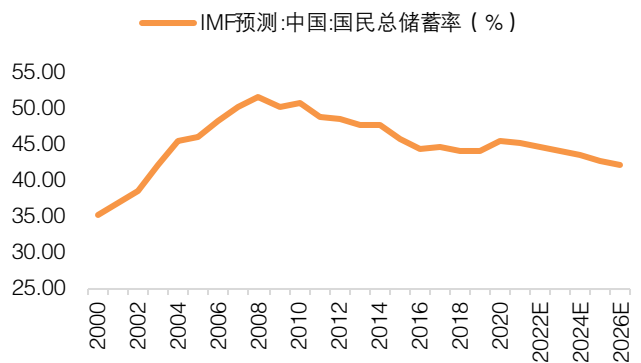
经济结构转型与监管政策引领，财富管理仍是银行长期转型发展的关键。过去几年，国内政策环境正在发生深刻变化：1) 地产调控持续趋严抑制房价过快上涨；2) 资管新规打破刚兑预期；3) 资本市场改革提速，大力培育机构投资者市场。我们认为这些因素的变化将会对居民财富配置行为带来深远影响，展望未来 5-10 年，受政策变化影响，我们预计居民财富配置将更多向金融资产，尤其是以权益类资产为代表的复杂金融资产倾斜，居民的多元化配置，给银行负债端存款增添压力。根据招行和贝恩《2021 中国私人银行财富报告》数据显示，个人金融资产中的存款的增长明显慢于所持有的股票、公募基金，可以预见，发展广义的财富管理业务是银行负债端长期业务转型的关键所在。

图表26 2018年以来存款增速慢于其他类型金融资产



资料来源：招行&贝恩《2021 中国私人银行财富报告》，平安证券研究所

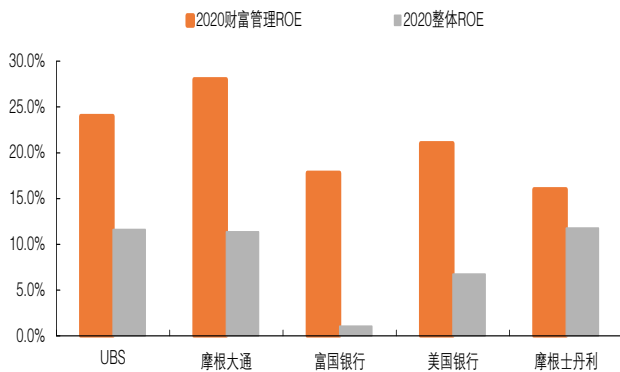
图表27 国内居民储蓄率持续下降



资料来源：IMF，平安证券研究所

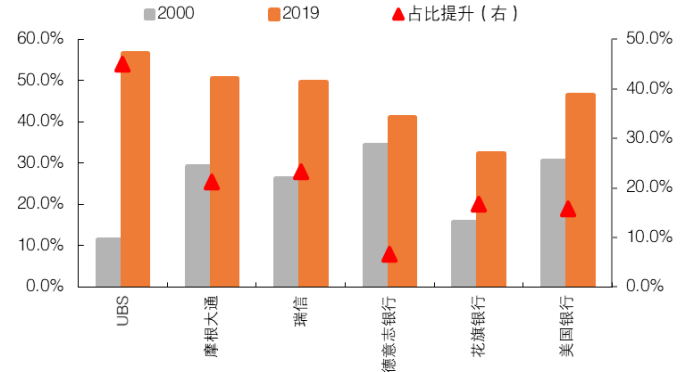
财富管理是银行轻型化转型的重要抓手，轻资本运作下，能够助力银行收获高附加值 AUM 和盈利能力的提升。与以存款业务为代表的传统业务相比，伴随着居民金融资产配置的多元化，发展财富管理业务能为银行带来高附加值的非存款类 AUM，同时能够其带来中收收入的快速增长，从而带动盈利能力的提升。我们对北美的领先财富管理机构 AUM 进行分析，可以观察到在 2000-2019 年美国财富管理行业快速发展阶段，商业银行通过开展财富管理业务均实现了非存款 AUM 增长稳定，且快于存款的增长速度，同时带来了以咨询服务费、资产管理费为主的海量中收收入，成为驱动营收增长的最主要因素。以 UBS 和美国四大行为例，过去 20 年财富管理相关业务收入占比提升超过 15 个百分点，可以看到轻资产模式下，财富管理板块 ROE 均显著高于公司整体的 ROE 水平。参考海外经验，对于银行而言，财富管理将是长期优质赛道，将会成为传统金融机构提升盈利能力的重要支点。

图表28 海外金融机构财富管理板块 ROE 显著高于整体



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

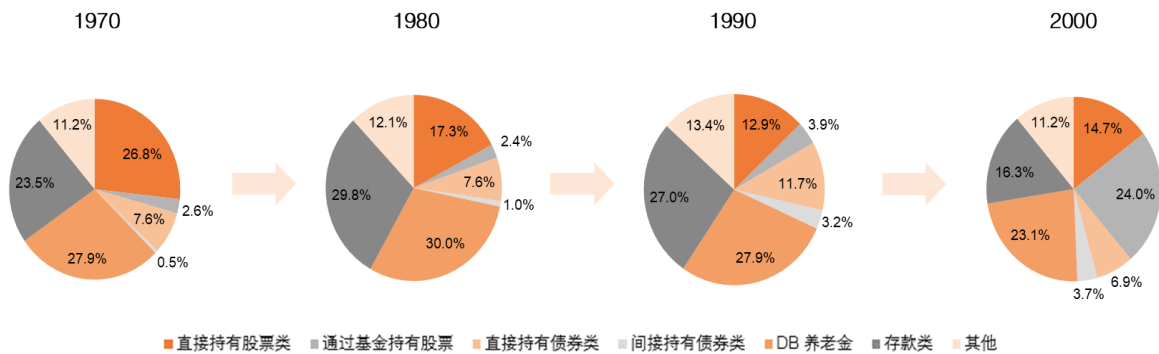
图表29 海外财富管理机构中收占比快速提升



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

上世纪 80 年代，政策环境支持下美国财富管理市场迎来黄金发展。从上世纪 80 年代开始，美国财富管理市场在金融自由化的浪潮中迎来了历史性发展机遇，一方面，《美国国内税收法案》中的 401K 条款明确规定贡献确定型养老金享受税收递延或优惠，鼓励居民通过 DC 账户购买共同基金参与股市。另一方面，政府逐步放松金融管制，同期金融创新浪潮翻涌，新的金融工具、产品不断推出，美国全面进入混业经营时代，商业银行开始将财富管理与证券、信托、基金等业务结合起来，另类投资兴起并逐渐成为高端客户财富管理的主流产品，银行为财富管理客户提供的产品线愈发丰富，间接促进了财富管理市场的发展。因此在上世纪 80 年到 21 世纪初这样一个比较长的时间维度里，美国财富管理市场迎来快速扩张，居民金融资产中非存款类占比提升近 15 个百分点，规模提升超过 25 万亿，而其中通过共同基金、DC 养老金、寿险产品等间接持有股票在整个居民金融资产账户占比大幅提升至 20.5%（1980 年仅为 1.7%），规模提升接近 7 万亿美元。

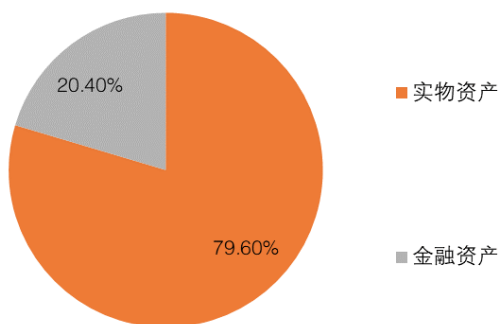
图表30 1970-2000 美国居民资产结构变化



资料来源: Federal Reserve, 平安证券研究所

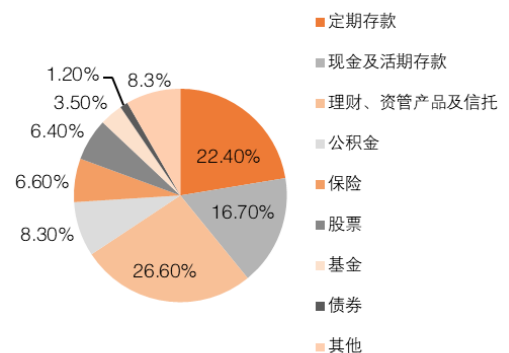
相比海外，国内财富管理仍有广阔的发展空间。相比海外，目前国内居民金融资产仍然更多集中在房地产和以存款、理财为代表的“保本型”金融资产上。根据央行课题组统计，截至 2019 年，居民户均实物资产为 253 万元，占比接近八成，且绝大多数均为房地产，而国内居民的金融资产配置中存款类金融资产占比仍然超过 6 成（vs 16%，美国），因此相比于海外，仍有较大差距，近几年可以看到监管在持续推进资本市场建设，我们相信在政策持续推进资本市场快速发展的环境下，国内权益类资产仍处于快速增长的时代。从而给整个银行业带来新的发展机遇。

图表31 国内居民金融资产占比低-2019



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 国内居民权益资产占比低-2019



资料来源: Wind, 平安证券研究所

看好渠道力领先的银行，能够在增量市场下收获更多份额。目前银行在财富管理业务的开展方面凭借自身更贴近用户的先天优势，更多发力渠道侧，专注于客户服务。增量市场下，由于财富管理市场的客群和需求都在不断增长，因此对银行而言，打造渠道竞争力的重要性不言而喻。

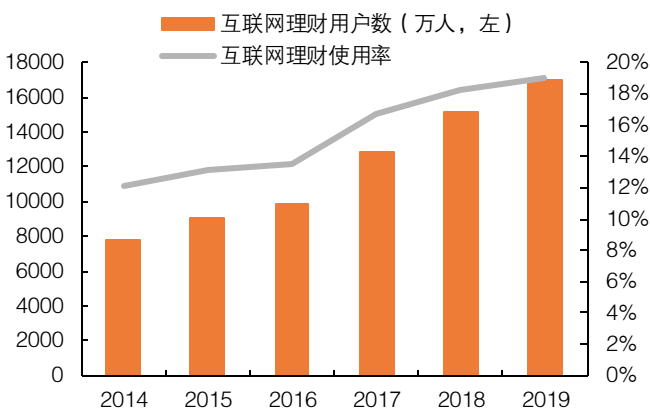
3.2 开放、专业、多元，打造财富管理竞争力

进一步的，我们认为渠道竞争力的打造应聚焦以下两个维度：**1) 获客能力，即触达客户的能力**，获客能力的提升能够支撑财富管理机构获取增量客户与金融资产，实现份额的提升；**2) 服务能力，即经营客户的能力**，以权益型产品为代表的复杂金融资产对聚焦渠道服务的机构提成了更高的服务要求，因此需要财富管理机构能够提供更持续、更精细的服务，满足客户多元的服务需求。从内部竞争的角度，通过两个维度的综合对比，我们发现大中型银行在持续服务能力、精细化服务能力和综合服务能力等多个方面优势显著，能够在权益类资产时代，与客户的需求更好地匹配。

■ 获客能力：线上渠道的建设和流量的获取仍是竞争的关键

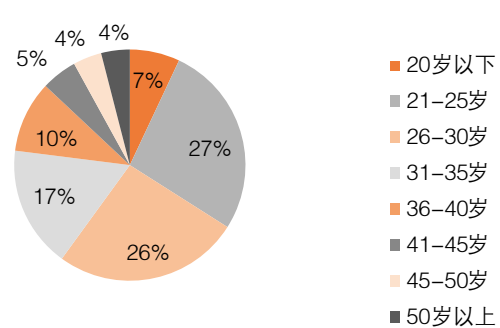
开放的生态构建高质量渠道，助力获客能力的提升。相比于海外，国内财富管理市场仍处在发展初期，相似的政策环境下，我们预计以权益产品为代表的复杂金融产品仍会保持快速增长，因此站在当前的时点，对于财富管理机构而言，如何获取更多客户和增量配置需求至关重要，高效的触达渠道比拼依然是财富管理机构竞争的焦点。考虑到近几年伴随着移动和互联网技术的快速发展，居民理财线上化迁徙加快，线上渠道建设的重要性与日俱增，我们看到过去以支付宝为代表的互联网平台在线上渠道建设处于绝对的领先，凭借开放的生态布局打造的流量优势和低价策略，快速实现了流量的转化，获取了客户的增量配置资产。

图表33 互联网理财用户数量高速增长



资料来源：中国人民大学金融科技研究院，蚂蚁集团研究院，平安证券研究所

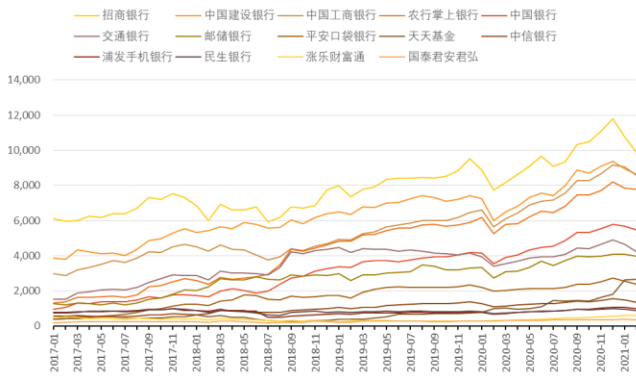
图表34 互联网理财用户年龄分布



资料来源：中国人民大学金融科技研究院，蚂蚁集团研究院，平安证券研究所

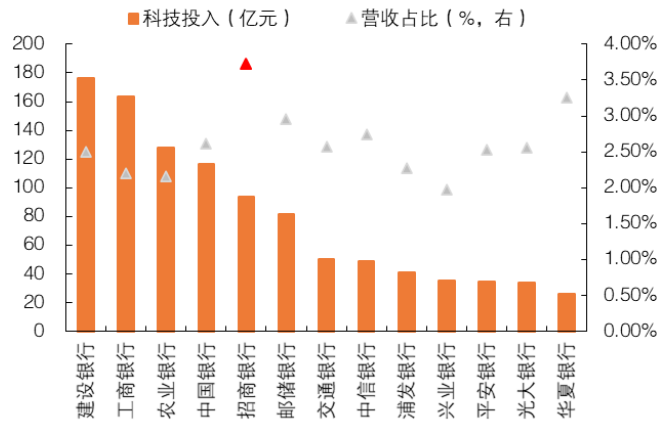
看好在金融科技能力和线上渠道建设领先的个体。我们观察到以工商、招行、平安等大中型银行持续加大线上尤其是移动端的渠道建设，比如构建开放式的线上财富管理平台、在自己的移动端平台搭建生活生态等多种方式。另一方面，近期我们也看到了大中型银行也在借鉴互联网平台的低价策略，以获取更多价格敏感型客户。以平安银行为例，公司在推出银基开放平台后，在7月宣布线上全面主推C类基金份额，并下调3000+只基金的申购费率至1折，对于长尾客户的拓展卓有成效，截至2021年3季度末，公司AUM突破3万亿，同比增长22.7%。

图表35 金融机构月活增长对比 (万人)



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

图表36 金融科技投入对比

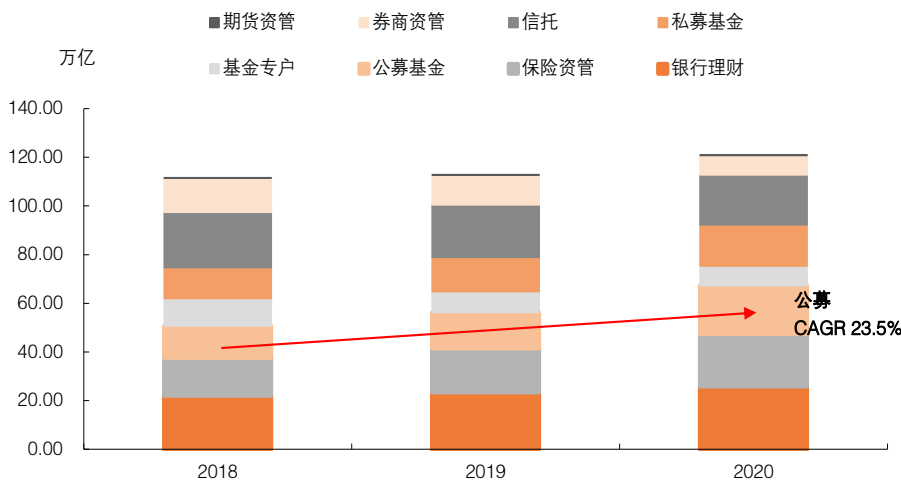


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 专业服务能力: 领先的投顾团队、多年的服务经验, 大中型银行在持续服务和精细化服务方面具有优势

政策支持下权益类产品快速发展, 对财富管理机构的服务能力提出更高的要求。虽然短期来看, 高效的触达渠道仍是财富管理机构在渠道服务方面的竞争焦点, 但可以看到资管新规打破刚兑后, 过去几年以公募、私募为代表的权益类产品快速发展, 随着居民金融资产配置的多元化, 复杂产品对财富管理机构的持续服务能力也提出了更高的要求, 需要财富管理机构提供良好的售后服务 (投资者教育), 提升对于客户的粘合度和专业化服务能力, 从而更好地经营客户, 实现价值转化。因此在未来渠道端的竞争, 我们更看好在服务能力上领先的银行能够在财富管理市场保持优势。

图表37 2018后权益类产品快速发展



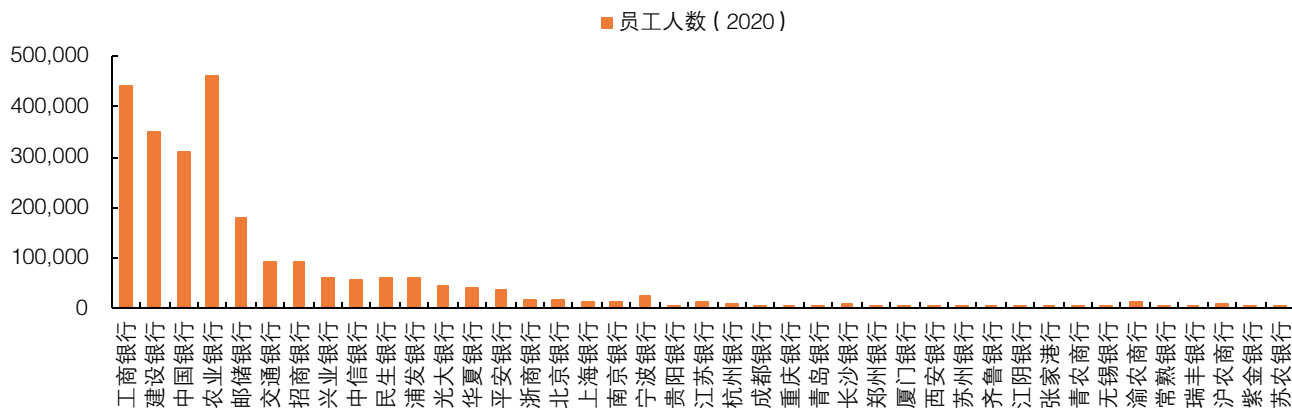
	2018-2020增量 (万亿)
银行理财	3.8
保险资管	5.9
公募基金	6.9
其中: 股票及混合型	4.3
债券型	0.4
货币型	0.5
基金专户	-3.2
私募基金	4.3
其中: 私募证券	2.2
私募股权	2.1
信托	-2.2
券商资管	-6.1
期货资管	0.1

资料来源: Wind, 银行业协会, 基金业协会, 保险业协会, 信托协会, 证券业协会, 平安证券研究所

大中型银行拥有领先的财富管理服务团队。考虑到我国目前市场投资者以散户为主, 投资者教育欠缺, 因此财富管理业务的开展需要持续跟踪, 提供专业的售后服务。而财富管理团队是服务客户的主体, 因此专业的投顾团队对于财富管理渠道侧机

构展业至关重要，目前大中型银行在投顾团队上明显领先。我们以国内财富管理业务领先的招行为例，截至 2020 年末，公司员工数达到 9.1 万人，其中零售金融条线 3.6 万人，2020 年人均薪酬 63 万/人，在财富管理条线上配备了更多、更专业的服务团队，是公司专业服务能力的有效保障。

图表38 员工数对比

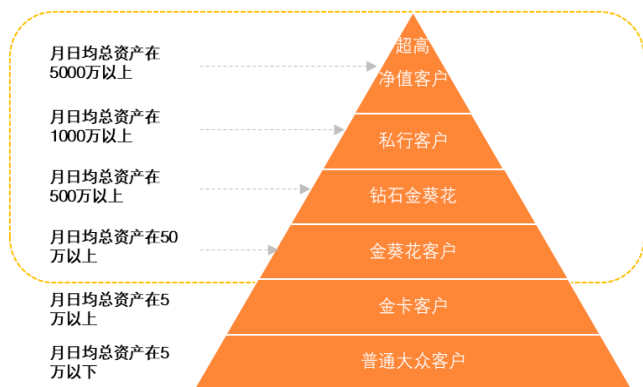


资料来源: Wind, 平安证券研究所

大中型银行在持续服务、精细化服务方面的优势显著。居民金融资产向权益类为代表的复杂金融产品倾斜，对财富管理服务的要求逐步提高，一方面，需要财富管理机构提供持续性的服务，为客户提供良好的售后体验，另一方面，由于客群在风险、收益等需求的差异化，需要财富管理机构配备有梯度的产品和服务模式。从内部竞争的角度，头部银行较早开始服务高净值客群，并随后下沉客群，从而逐步建立起分层服务体系，在精细化服务能力上处于明显领先。

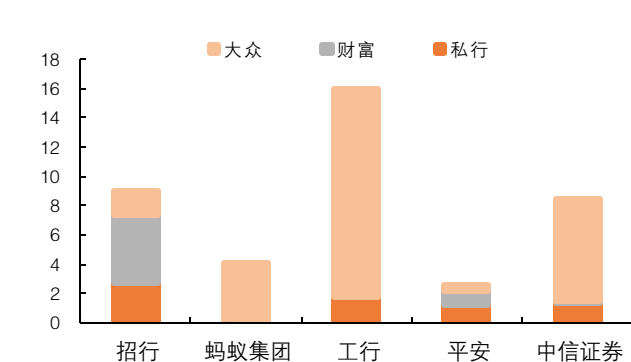
以招行为例，2002 年便创建了“金葵花”理财品牌并建立分层结构服务不同资产规模的客户，对金葵花级别以下客户以金融科技服务为主，包括微信、电话、邮件等电子渠道，提供标准化产品和服务，对该级别以上客户专门配备客户经理，提供高品质、个性化的综合财富管理服务。此外，公司在 2007 年进一步推出私人银行服务（1000 万以上客户），并专门设立由的高级客户经理与全球招募的专家投资顾问组成的“1+N”专家团队，协同公司内部其他业务条线资源，提供定制化、多元化的 7*24 小时贴身式服务。领先的服务能力打造了金葵花财富管理品牌，为公司积累了丰富的财富管理客户资源。截至 2021 年 9 月末，公司 AUM 达到 10.4 万亿，较年初增长 16.02%，继续保持高速增长，其中金葵花及以上规模达到 8.5 万亿，占比达到 82%。

图表39 招商银行金葵花服务体系



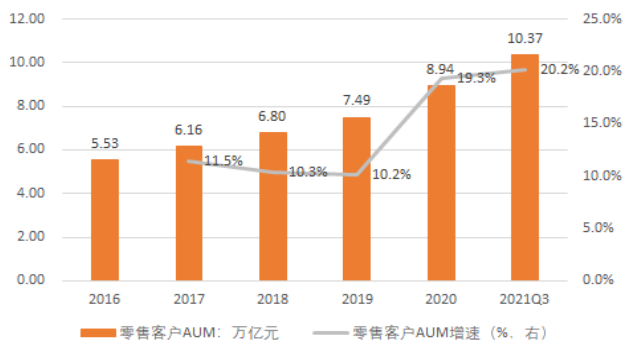
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表40 大中型银行分层客群体系 (万亿, 2020)



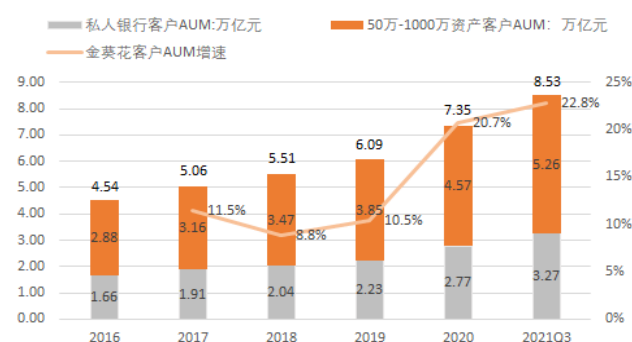
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表41 招商银行零售 AUM 增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表42 招商银行金葵花以上 AUM 增速



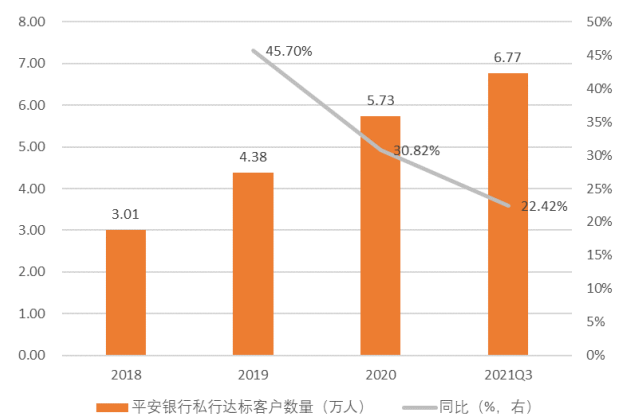
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 多元服务能力: 大中型银行凭借牌照优势, 综合服务能力领先

随着财富管理市场的发展, 借鉴海外的经验, 居民的服务需求还会向非金融业务在内的综合服务延展, 大行和股份行不仅在金融业务牌照方面具备优势, 且在内部具有商行、投行、资产管理等各功能部门, 各个部门间协同服务客户, 能为客户提供综合方案的解决, 优化客户体验, 从而带来强大的协同效应, 能够更好地贴合客户不断升级的财富管理需求。此外, 除了金融业务, 近几年财富管理客群的需求还向包括医疗、教育、公益等生活方面延展, 因此从提升财富管理的产品力的角度需要银行提升综合服务的能力。

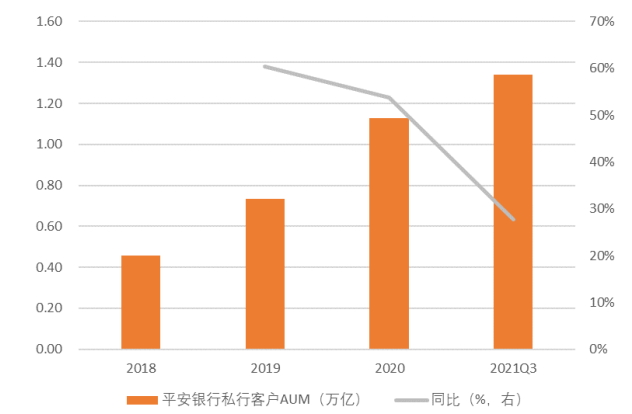
以平安银行为例, 在过去几年中财富管理业务快速发展, 私行业务持续突破, 与其背后平安集团全金融牌照以及构建的“金融+生活”的四大服务生态所带来的综合服务优势息息相关, 平安全牌照的优势能够给平安银行在私人银行客户的服务上提供全周期的金融产品。平安银行借助在高净值客群的综合服务优势, 近几年在私行服务领域持续聚焦超高净值客户经营, 不断提升私行品牌影响力。根据公司 2021 年三季报数据显示, 私行 AUM、达标客户数量分别达到 1.3 万亿元、6.77 万户, 较年初分别增长 18.7%、18.2%。

图表43 平安银行私人银行客户数量保持快速增长



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表44 平安银行私人银行 AUM 增速-21Q3

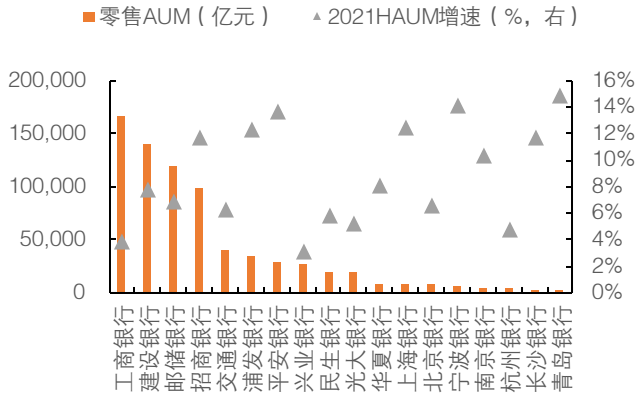


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

体制机制灵活的银行, 财富管理发展的潜力值得期待。此外, 透过 2021 上半年 AUM 的增速对比来看, 我们可以看到仍有部分财富管理业务起步较晚的区域性银行, 在近几年开始将财富管理作为重要的发展战略, 凭借着灵活的体制机制、高度的

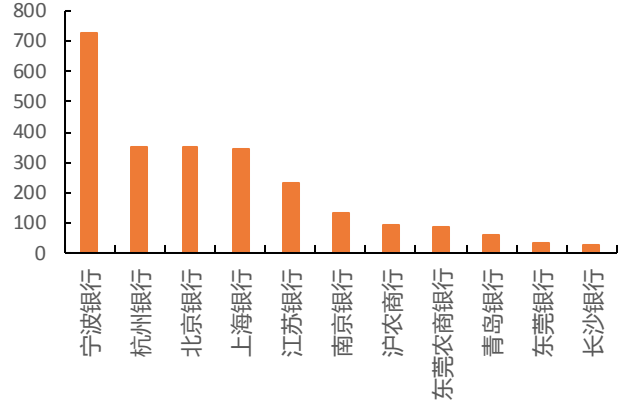
市场化，实现了高速的增长，尤其考虑到所经营区域居民财富的市场容量，未来的发展潜力值得期待。以宁波银行为例，公司 21Q3 非货币型基金保有规模达到 727 亿，位居城商行第一位，增速超过了绝大多数银行，上半年 AUM 增速仅次于青岛银行，私人银行 AUM 增速同样亮眼，低基数下过去 3 年实现 2 倍增长。

图表45 零售 AUM 增速对比



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表46 21Q3 城农商行非货基金保有规模 (亿元)



资料来源: 基金业协会, 平安证券研究所

四、估值筑底，关注过度悲观预期“纠偏”的配置机会

当前板块估值水平仅 0.63x，处在历史绝对低位，估值对应隐含不良率约 13%，市场对于银行资产质量的悲观预期已充分反映，但我们认为在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，温和的政策环境下银行的基本面整体稳健，预计 2022 年上市银行净利润增速为 8.3% (vs 11.0%，2021E)，关注过度悲观预期纠偏的配置机会。个股推荐兼顾资产质量表现与财富管理能力的，看好招行、宁波、邮储，同时关注边际改善明显的优质区域性银行：江苏、南京、成都。

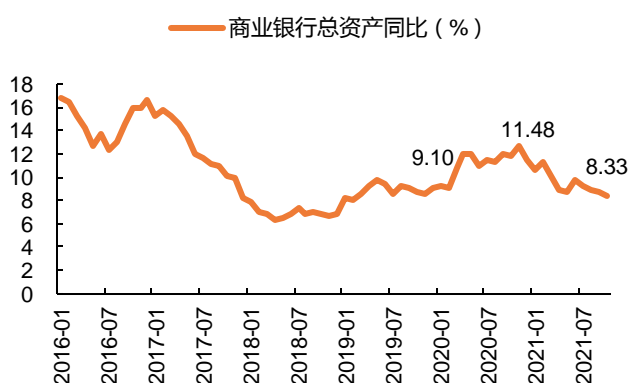
4.1 基本面：量价下行，预计业绩回归常态化增长

虽然经济下行压力可能带来银行经营风险抬升，但我们认为温和的政策环境支持下银行的经营有望保持平稳。量的方面，政策稳信贷的导向下预计上市银行资产扩张速度仍能保持平稳，息差方面，资产端仍然存在进一步下行的压力，但在政策引导下银行资产端结构有望进一步得到优化，从而支撑全年息差保持相对平稳，预计全年息差表现较 2021 年环比微降。资产质量方面，在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，叠加行业整体不良包袱在过去 3-4 年中化解相对充分，我们预计银行的不良生成压力可控，资产质量表现有望保持稳健，信用成本延续改善，但随着高基数效应的消退，对利润的贡献弹性会有所减弱，我们预计 2022 年信用成本在 1.16% (vs 1.24%，2021E)。综合量、价、质的分析，我们预计 2022 年上市银行经营回归常态，全年利润增速有望达到 8.3% (vs 11.0%，2021E)。

■ 量：经济增速放缓影响信贷需求，但稳信贷的政策导向下，预计资产增速稳中略降

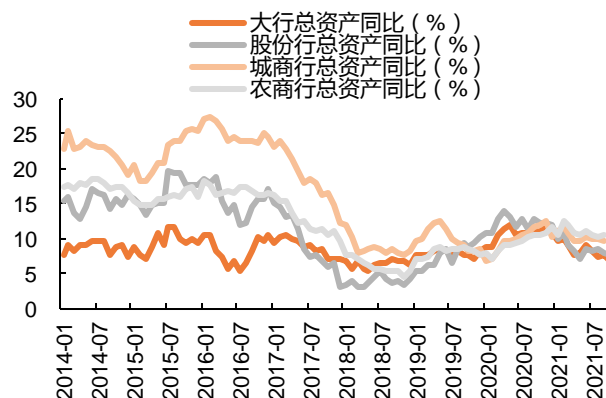
21 年初以来，伴随着货币政策回归常态化，在受到房地产贷款集中度以及地方政府融资监管趋严的影响，上市银行资产同比增速步入下行通道，3 季度末我国商业银行总资产规模增速 8.33% (vs 11.5%，2020)。分机构类型来看，大行、股份行、城农商行资产扩张速度较 2020 年均有一定程度的收敛。展望 2022 年，虽然信贷需求受到宏观经济下行压力仍可能继续走弱，但政策稳信贷的导向下预计上市银行资产扩张速度仍能保持平稳，我们预计全年资产同比增速在 8.0%-8.5% 的区间。

图表47 前3季度商业银行资产扩张速度8.3%



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

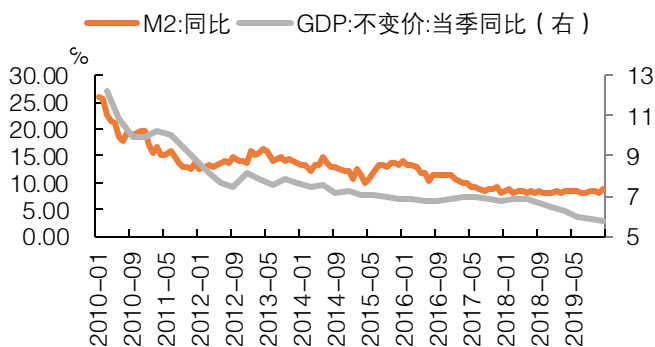
图表48 不同银行资产规模增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

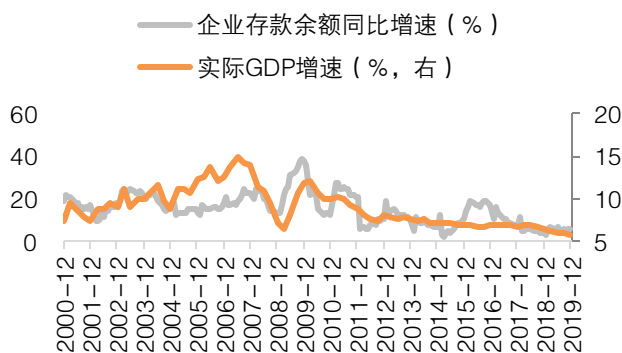
宏观增速下行, 银行存款的增速也将放缓。年初以来, 由于信贷投放力度的边际走弱, 存款增速步入下行, Q3 末上市银行存款增速 6.3% (vs 10.2%, 2020), 由于存款总量的增长情况, 尤其是企业存款, 基本与经济增速强相关。近几年随着国内宏观经济增速的放缓, 银行存款的增速整体下行, 2022 年经济增速仍有放缓的可能, 可以预见整个行业存款竞争的压力仍然存在。

图表49 M2 同比和 GDP 增速正相关



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表50 企业存款增速和 GDP 增速对比

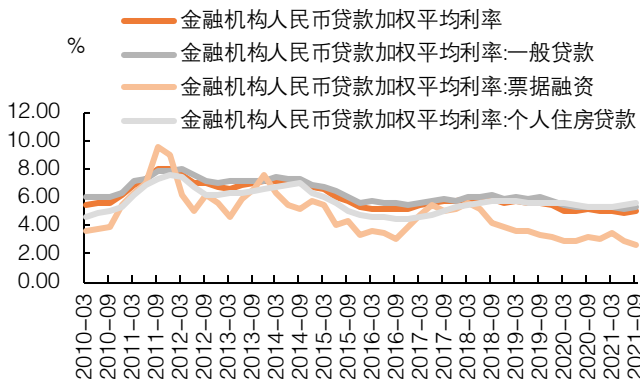


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

■ 价：息差仍有下行压力

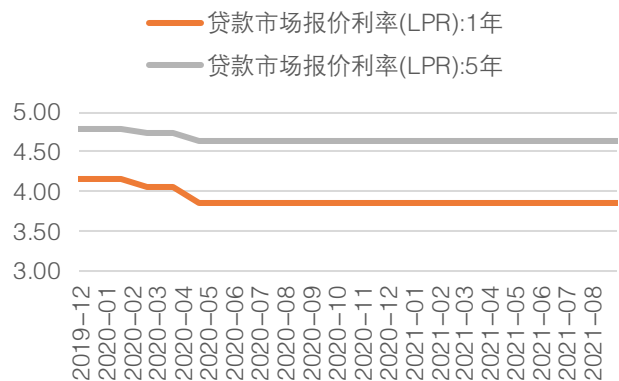
经济下行压力加剧和降低实体融资成本的要求下, 预计资产端定价仍存在下行压力。年初以来, 在监管延续了对银行让利实体经济、降低企业融资成本的引导下, 银行资产端利率整体延续下降趋势, 但 3 季度归因于银行贷款投放结构的优化, 贷款利率有所企稳回升, 21Q3 末银行贷款加权利率 5.0%, 较年初下降 3BP, 环比 2 季度抬升 7BP。展望 2022 年, 经济下行压力加大和降低实体融资成本的要求下, 我们预计资产端定价仍存在进一步下行的压力。

图表51 贷款利率仍处在下行通道



资料来源: Wind, 平安证券研究所

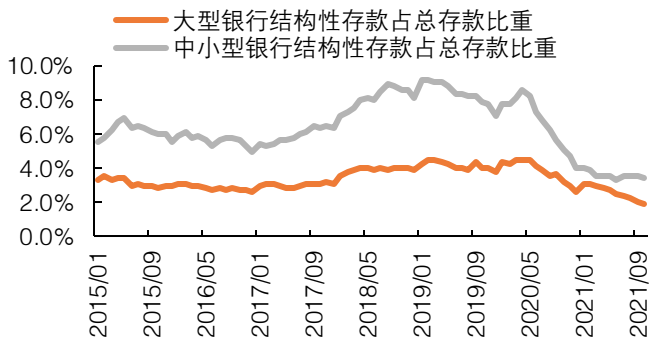
图表52 年初以来 LPR 保持稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

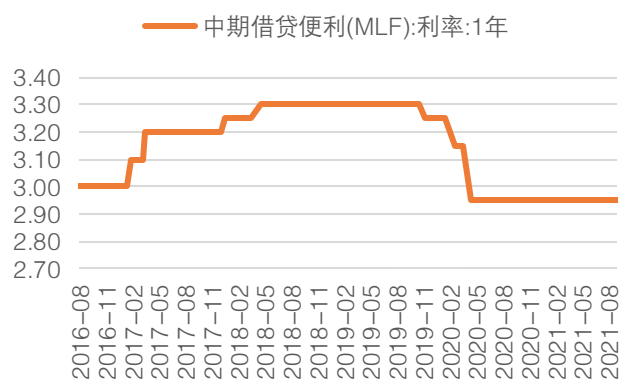
负债端成本预计稳中略降, 但改善的幅度有限。 负债端方面, 年初以来, 伴随着市场利率中枢的下降, 以及存款定价机制改革对银行存款成本的管控, 银行负债端成本整体表现稳中略降, 我们根据期初期末口径测算上市银行 Q3 单季年化有息负债成本率 1.89% (vs 1.93%, 2020)。展望 2022 年, 虽然同业负债成本有望继续下移, 但考虑到负债端成本的相对刚性, 存款竞争环境的压力仍然存在, 我们预计 2022 年银行负债端成本率稳中略降, 但改善的幅度比较有限。

图表53 结构性存款持续压降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

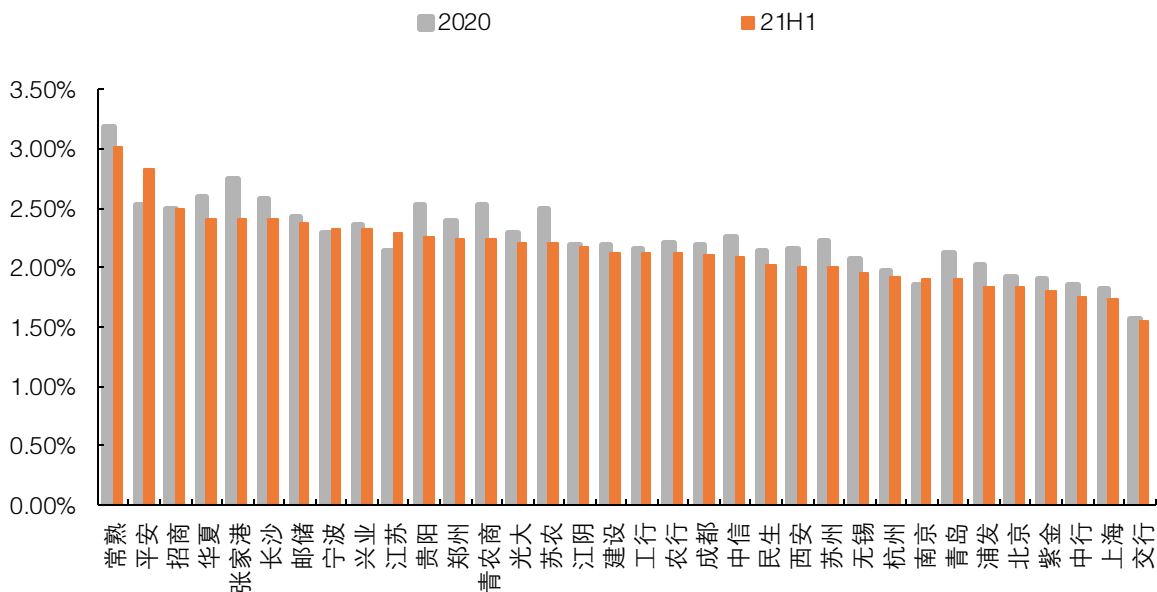
图表54 年初以来 MLF 保持稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

预计 2022 年息差小幅收窄, 个体间的表现将进一步分化。 根据银保监会披露数据来看, 商业银行上半年息差 2.06%, 仍然呈现继续下行的态势 (vs 2.10%, 2020), 但前三季度净息差 2.07%, 息差表现已经企稳回升。一方面归因于银行资产结构的优化, 另一方面也与金融市场 3 季度阶段性的行情有关。对于 2022 年上市银行息差表现的展望, 结合此前对银行资产端、负债端的分析, 我们认为上市银行的息差仍然存在一定的下行压力, 但在政策引导下银行资产端结构有望进一步得到优化, 从而支撑全年息差保持相对平稳, 预计全年息差表现较 2021 年环比微降。

图表55 上市银行息差表现



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

■ 利润：全年利润增速有望达到 8.3%

预计 2022 年行业归母净利润增速为 8.3% (vs11.0%, 2021E)。政策稳信贷的导向下预计上市银行资产扩张速度仍能保持平稳，息差方面，资产端仍然存在进一步下行的压力，但在政策引导下银行资产端结构有望进一步得到优化，从而支撑全年息差保持相对平稳，预计全年息差表现较 2021 年环比微降。资产质量方面，在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，叠加行业整体不良包袱在过去 3-4 年中化解相对充分，我们预计银行的不良生成压力可控，资产质量表现有望保持稳健，信用成本延续改善，但随着高基数效应的消退，对利润的贡献弹性会有所减弱。综合量、价、质的分析，我们预计 2022 年上市银行经营回归常态，全年利润增速有望达到 8.3% (vs11.0%, 2021E)，略高于 2019 年的疫情前水平。

图表56 上市银行归母净利润增速预测

利润表增速	2021Q1	2021H1	2021Q3	2021E	2022E
净利息收入(YoY)	4.8%	4.8%	4.4%	4.5%	5.5%
净手续费及佣金收入(YoY)	11.1%	8.3%	6.9%	6.5%	8.0%
营业总收入(YoY)	3.8%	5.9%	7.4%	6.9%	6.2%
营业总成本(YoY)	7.2%	8.7%	9.1%	7.4%	6.2%
拨备前利润(YoY)	2.7%	4.8%	6.8%	6.9%	6.1%
资产减值准备(YoY)	0.1%	-5.8%	-3.3%	-0.1%	2.9%
净利润(YoY)	4.6%	13.0%	13.6%	11.0%	8.3%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表57 上市银行归母净利润增速对信用成本、息差敏感性测算

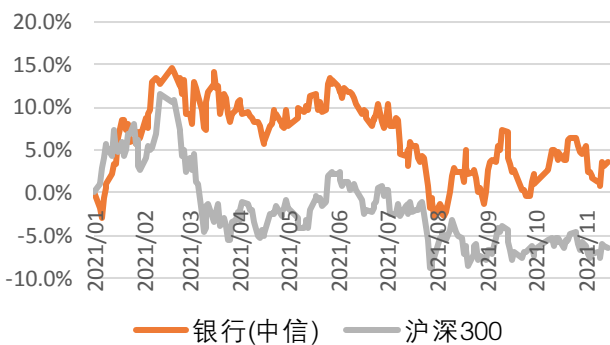
敏感性分析		信贷成本				
		-1.18%	-1.17%	-1.16%	-1.15%	-1.14%
净息差	1.97%	5.7%	6.3%	6.9%	7.5%	8.1%
	1.98%	6.4%	7.0%	7.6%	8.2%	8.8%
	1.99%	7.1%	7.7%	8.3%	8.9%	9.5%
	2.00%	7.7%	8.3%	8.9%	9.5%	10.1%
	2.01%	8.4%	9.0%	9.6%	10.2%	10.8%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 悲观预期充分反映, 行业估值处在历史底部

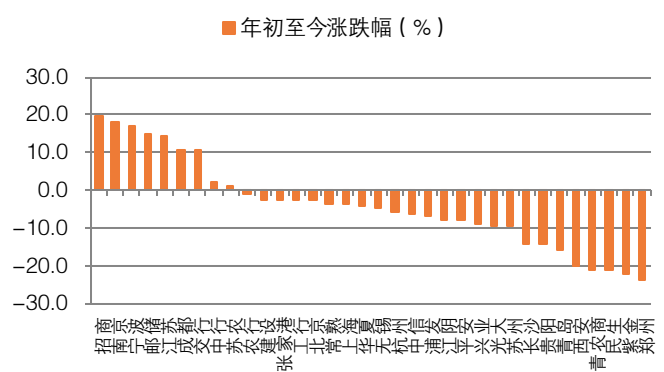
经济下行的压力和对个别房企信用风险的担忧, 板块下半年呈现趋势性下行。截至 12 月 3 日, 银行指数累计上涨 1.8%, 跑赢沪深 300 指数 8 个百分点, 具体来看, 全年银行股的走势整体可以划分为 3 个阶段: 1) 1-5 月, 经济保持平稳修复, 银行经营状况稳中有升, 2020 年和 21Q1 的业绩表现进一步印证了银行基本面改善的逻辑, 板块相对收益显著。2) 5 月-10 月, 经济动能拐头向下, 社融增速持续下行, 叠加市场对个别房企信用风险的担忧, 板块调整幅度较大。3) 10 月以来, 监管密集表态维护房地产市场平稳健康发展, 政策环境边际改善, 同期银行 3 季报表现靓丽, 市场情绪有所恢复。从个股表现来看, 全年营收和利润保持均呈现高速增长的银行涨幅靠前, 如城商行中的南京、宁波以及大中型银行中的招商、邮储。

图表58 年初以来板块走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表59 个股年初至今涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截止日为 2021 年 12 月 3 日

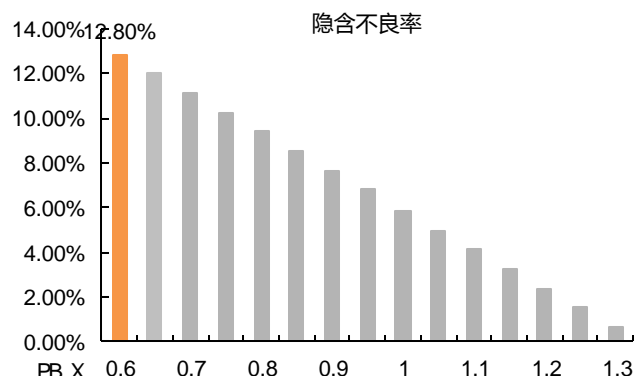
行业处于历史低估值分位, 安全边际充分。从板块目前的估值水平来看, 截至 2021 年 12 月 3 日, 银行板块静态估值水平仅 0.63x, 处在历史绝对低位, 对应估值隐含不良率在 12.8%, 明显高于真实账面不良水平, 安全边际充分。个股方面, 除了招行、平安、宁波外, 绝大多数银行静态估值水平都处在历史 5%分位以下, 估值存在修复空间。

图表60 板块静态估值处在历史绝对低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

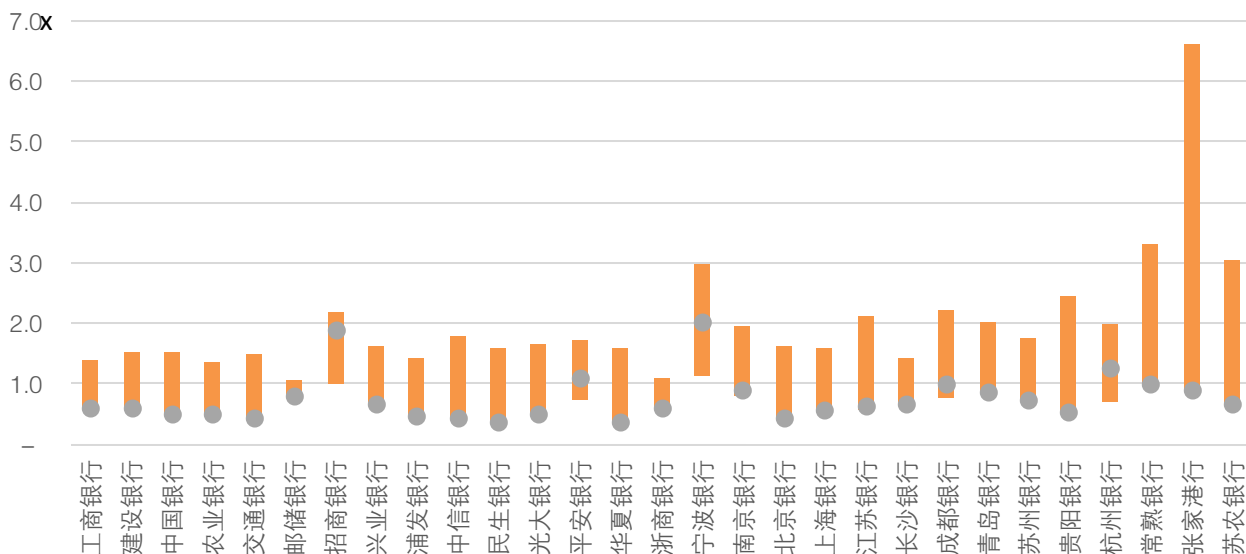
图表61 A股隐含不良率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截至2021年12月3日

图表62 上市银行个股静态PB估值分位

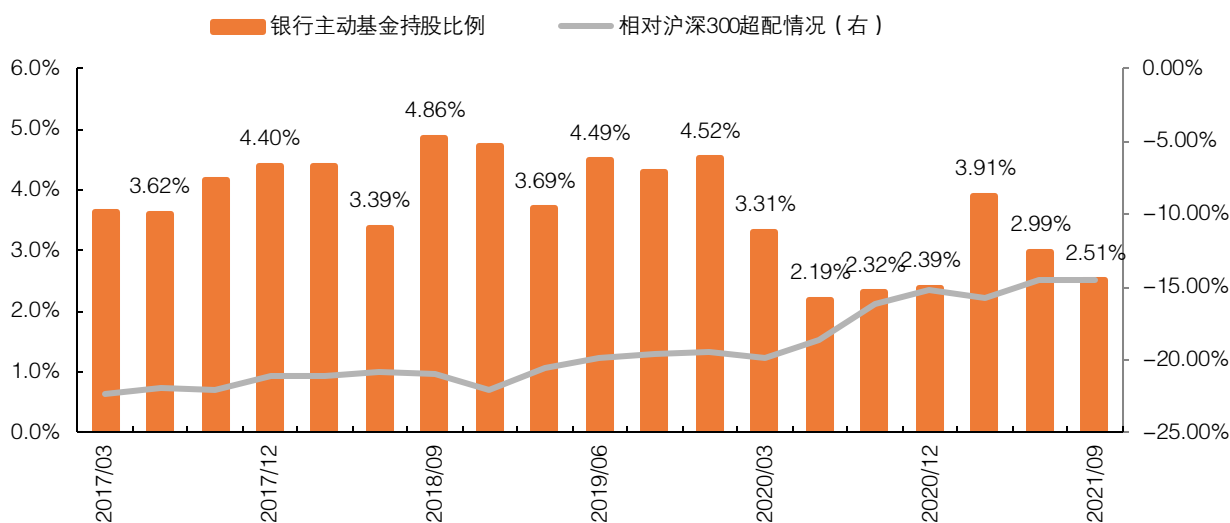


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截至2021年12月3日

基金持仓仍处于深度低配, 悲观预期充分显现。从板块的基金持仓来看, 尤其是 2 季度以来, 在市场风格季度的分化下, 叠加投资者对经济下行和个别房企信用风险的担忧, 板块基金仓位持续下行, 截至 Q3 末, 包括股票型、混合型在内的主动管理基金配置银行板块比例仅为 2.51%, 较 Q1 末下降 1.4pct, 参照板块在沪深 300 的流通市值占比情况来看依然低配 14.5%, 依旧处在深度低配状态, 悲观预期充分反映。

图表63 银行股主动基金持仓比例仍处于深度低配状态



资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.3 投资建议：建议关注过度悲观预期“纠偏”的配置机会

当前板块估值水平仅 0.63x，处在历史绝对低位，估值对应隐含不良率约 13%，市场对于银行资产质量的悲观预期已充分反映，但我们认为在监管的底线思维下，大规模信用风险释放的概率较小，温和的政策环境下银行的基本面整体稳健，预计 2022 年上市银行净利润增速为 8.3% (vs 11.0%，2021E)，关注过度悲观预期纠偏的配置机会。个股推荐兼顾资产质量表现与财富管理能力，看好招行、宁波、邮储，同时关注边际改善明显的优质区域性银行：江苏、南京、成都。

五、重点覆盖公司

5.1 招商银行：盈利能力保持稳健，财富管理优势稳固

我们认为招行在零售业务上的竞争优势依旧明显，尤其在财富管理领域积累了品牌优势，短期内难以被赶超。近几年公司不断推进轻型化战略，领先的科技投入、前瞻性的战略布局支撑公司的盈利能力始终保持行业前列，零售布局的优势带来优秀的成本管控能力，ROE 长期维持行业前三，且非息收入占比行业领先。公司今年随行业主动加大不良处置和拨备计提力度后，资产质量得到夯实，在优异的盈利能力和资产质量保证下，看好招行长期投资价值。

盈利保持稳定增长,财富管理优势稳固。招商银行 2021 年前 3 季度归母净利润保持平稳增长,同比增长 22.2%(vs.+22.8%，2021H)。前三季度营收同比增长 13.5% (vs.+13.7%，2021H)，分结构来看：1) 前三季度净利息收入同比增长 8.7% (vs.9.3%，2021H)，维持稳增。2) 前三季度手续费及佣金净收入保持高增，同比增长 19.7% (vs.23.6%，2021H)，从重点项目来看，财富管理类收入同比增长 25.6%，公司在财富管理业务的优势依然稳固，其中代理基金/保险/理财收入同比增长 24.9%/38.0%/42.4%；3) 前三季度其他净收入同比增长 27.6% (vs.12.8%，2021H)，主要受非货币基金投资公允价值变动收益增加影响。

息差企稳回升，贷款结构持续优化。公司前三季度净息差 2.48%，同比下降 3BP，对应 Q3 单季净息差 2.47%，环比 Q2 上升 1BP，我们认为与资产端尤其是贷款收益率降幅收窄有关。1) 资产端来看，公司 Q3 单季生息资产收益率环比上升 1BP 至 3.97%，其中对应 Q3 单季贷款收益率环比下行 4BP 至 4.64% (vs.QoQ-5BP, 2021Q2)，仍未走出下行通道，下行受

LPR 多次下调的累积效应影响，但下降幅度边际收窄，我们判断主要原因是高收益信用卡贷款的较快增长推动，母公司口径信用卡贷款余额环比 Q2 增长 5.3%，占贷款比重提升至 16.2%。2) 从负债端来看，Q3 单季计息负债成本环比上行 2BP 至 1.60%，其中 Q3 客户存款成本环比上行 4BP 至 1.43%，维持在低位，体现公司良好的负债端成本管控能力。

三季度末公司总资产环比增长 0.4%，贷款规模环比增长 2.5% (vs. QoQ+1.3%，2021Q2)，增速提升，零售业务为主要驱动，零售/公司贷款分别环比增长 2.9%/0.1%。高收益的零售贷款业务发展势头良好，信用卡贷款、经营性贷款和消费贷款环比增长 5.3%/3.1%/9.2%。负债端来看，三季度末存款规模环比增长 0.5%，保持稳增。

资产质量稳健，拨备覆盖水平维持高位。三季度末不良率 0.93%，环比下行 8BP，资产质量持续改善。分业务结构来看，主要受益于对公信贷资产质量的改善，母公司口径零售/公司贷款不良率分别环比下行 1BP/23BP 至 0.78%/1.47%。我们测算 Q3 单季年化不良生成率 0.93%，环比 Q2 持平，维持低位，资产质量压力可控。前瞻性指标方面，三季度末关注率调整后为 0.82% (vs. 0.70%，2021Q2)，主要受信用卡贷款逾期认定时点调整的影响，但从主要指标不良率和不良生成率来看，公司资产质量保持稳健。三季度末公司拨备覆盖率 443.14%，环比提升 3.68pct，拨贷比 4.13% (-32BP, QoQ)，拨备水平保持充裕，风险抵补能力领先于同业。

投资建议：盈利能力优异，看好龙头溢价持续。我们认为招行在零售业务上的竞争优势依然稳固，过去几年的轻型银行战略效果显著，盈利能力始终领先同业，而前瞻性的战略布局也是公司多年来估值溢价的主要原因。公司提出的 3.0 业务经营模式将过去三年招行主要探索的金融科技、开放融合、轻文化与今年提出的打造大财富管理价值循环链的业务模式融合起来，未来公司财富管理业务优势有望不断强化。我们预计公司 2021 年、2022 年 EPS 分别为 4.79/5.66 元，对应盈利增速分别为 24.1%/18.1%。目前招行股价对应 21/22 年 PB 分别为 1.81x/1.58x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们尤其看好招行在财富管理领域的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。

图表64 招商银行盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	267,002	286,891	330,812	377,510	431,483
YoY(%)	8.2%	7.4%	15.3%	14.1%	14.3%
归母净利润(百万元)	92,867	97,342	120,842	142,766	168,641
YoY(%)	15.3%	4.8%	24.1%	18.1%	18.1%
ROE(%)	17.1%	16.0%	17.9%	18.7%	19.4%
EPS(摊薄/元)	3.68	3.86	4.79	5.66	6.69
P/E(倍)	13.92	13.28	10.70	9.05	7.66
P/B(倍)	2.24	2.02	1.81	1.58	1.40

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2021 年 12 月 3 日收盘价

5.2 宁波银行：民营市场化基因，盈利能力保持行业前列

宁波银行作为城商行的标杆，多年来深耕本地市场，公司股权结构中民企股东与管理层持股比例明显高于上市银行同业，为公司带来市场化基因。市场化的运作带来优异的业绩表现，公司基本面优异，盈利增速行业领先，资产质量优于同业，拨备覆盖水平居于行业前列。

盈利增长强劲，非息驱动营收高增。公司 2021 前 3 季度归母净利润同比增长 26.9% (vs.+21.4%，2021H)，前三季度营收保持强劲增长，同比增长 28.5% (vs.+25.2%，2021H)，超出市场预期。分结构来看，前三季度净利息收入同比增长 17.8%，维持高增。前三季度非利息收入同比增长 51.8%，占营收比重同比提升 5.69pct 至 37.1%，其中投资收益同比增长 113.4%，我们认为一定程度上与去年的低基数有关，同时也受益于三季度债券市场的回暖；手续费及佣金净收入同比增长 5.9% (vs.-0.7%，2021H)，增速转正。

息差小幅收窄，存贷规模稳增。公司前三季度净息差 2.29% (vs.2.33%，2021H)，我们认为息差收窄主要受资产端尤其是贷款定价下行影响，符合行业整体趋势。从规模上看，资产稳步扩张，三季度末总资产环比增长 4.0%，贷款规模环比增长 5.1%，结构保持稳定，其中：个人贷款/公司贷款分别环比增长 4.9%/5.2%。负债方面，三季度末存款环比增长 0.4%，同比增长 13.0%，增速环比 Q2 持平，符合季节性规律，增长保持稳定。

资产质量保持优异，拨备覆盖水平维持高位。公司三季度末不良率 0.78%，环比下降 1BP，资产质量位于行业前列。我们测算 Q3 单季年化不良生成率 0.59% (vs.0.47%，2021H)，依旧处于绝对低位。前瞻性指标方面，公司三季度末关注率 0.38%，环比下降 1BP，资产质量领先于同业。我们测算 Q3 单季年化信贷成本 1.86%，环比提升 36BP，拨备计提力度依然不减。三季度末拨备覆盖率 515.3%，环比提升 5.2pct，风险抵补能力突出。拨贷比环比上行 1BP 至 4.03%，拨备持续夯实。

投资建议：零售转型高质量发展，看好公司高盈利水平保持。宁波银行作为城商行的标杆，受益于多元化的股权结构、市场化的治理机制和稳定的管理团队带来的战略定力，资产负债稳步扩张，盈利能力领先同业。Q3 盈利增速进一步提升，资产质量保持优异，目前 500% 以上的拨备覆盖水平为公司稳健经营和业绩弹性带来支撑。同时，公司多年来深耕小微企业客群，小微贷款规模稳健增长，持续聚焦大零售业务和轻资本业务的拓展，零售贷款保持高速增长，我们继续看好公司盈利高速增长的可持续性。我们预计公司 2021/2022 年 EPS 分别为 3.14/3.72 元/股，对应盈利增速分别为 25.3%/18.5%。目前宁波银行对应 2021/2022 年 PB 分别为 1.98/1.71x，鉴于公司盈利能力、资产质量领先同业，息差保持稳健，维持“强烈推荐”评级。

图表65 宁波银行盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	35,046	41,108	49,501	57,118	66,228
YoY(%)	21.2%	17.3%	20.4%	15.4%	16.0%
净利润(百万元)	13,714	15,050	18,864	22,356	25,573
YoY(%)	22.6%	9.7%	25.3%	18.5%	14.4%
ROE(%)	18.3%	15.9%	17.0%	17.5%	17.3%
EPS(摊薄/元)	2.28	2.50	3.14	3.72	4.26
P/E(倍)	17.07	15.56	12.41	10.47	9.16
P/B(倍)	2.74	2.26	1.98	1.71	1.48

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2021 年 12 月 3 日收盘价

5.3 邮储银行：新零售转型持续推进，看好估值修复

邮储银行作为唯一一家定位零售银行的国有大行，凭借“自营+代理”的模式、领先的网点数量、在县域和中西部地区的区位优势，负债端优势稳固，客户基础扎实。目前公司继续坚持零售主导、批发协同，促进“新零售”提质升级，加快推进“轻型化”发展，中收保持强劲增长。同时，公司把财富管理摆在了突出的位置，不断深入推进财富管理体系建设与升级，未来成长性值得期待。

中收保持强劲增长，盈利增速远超同业。邮储银行 2021 年前 3 季度实现归母净利润同比增长 22.1% (21.8%，21H1)，我们认为公司利润增速的进一步提升主要归因于营收增速的持续抬升和和拨备计提力度保持相对平稳。1) 前 3 季度实现营收同比增长 10.2% (vs7.7%，21H1)，分结构来看，实现利息净收入同比增长 6.5% (vs6.2%，21H1)，增速较上半年小幅提升，中收同比增长 32.6% (vs37.9%，21H1)，继续保持高速增长，我们预计公司靓丽的中收表现主要归因于财富管理业务的推动，截至 3 季度末，公司零售 AUM 达到 12.2 万亿，较年初增长 8.4%。2) 公司的拨备计提力度伴随着资产质量的平稳向好而保持相对平稳，前 3 季度拨备计提同比少提 8.1% (vs 同比少提 7.7%，21H1)。

资产负债结构优化，息差表现企稳。公司前 3 季度息差 2.37%，与上半年持平，我们认为息差表现的企稳主要归因于公司资产负债结构的优化。1) 资产端公司持续加大信贷资产尤其是零售贷款的投放力度，3 季度末贷款规模同比增长 12.7%，与中报相比保持稳定 (13.0%)，存贷比环比 2 季度末提升 1.08pct 至 57.8%，信贷资产占总资产比重环比提升 1.24pct 至 52.1%，个人贷款在贷款总额中占比环比提升 0.55pct 至 57.8%。考虑到公司目前存贷比仍处在较低水平，未来资产端仍有较大的提

升空间。2) 负债端, 公司存款规模继续保持两位数扩张, 3 季度末存款总额实现同比增长 10.1% (vs10.6%, 21H1)。存款的结构进一步优化, 个人存款活期占比较上半年末提升 0.18pct。展望 4 季度和 2022 年, 降低融资成本的监管要求下, 公司资产端定价下行的压力仍然存在, 但随着公司资产端结构的持续优化, 我们预计公司未来的息差表现有望保持平稳。

资产质量优异, 拨备覆盖水平保持高位。公司 3 季度末不良率 0.82%, 环比上半年末下降 1BP, 继续保持在可比同业最低水平。我们测算公司 3 季度单季年化不良生成率 0.52%, 环比 2 季度下降 4BP, 继续保持绝对低位。前瞻性指标方面, 公司 3 季度末关注率 0.45%, 环比 2 季度末下降 3BP, 综合来看, 公司资产质量表现进一步提升。公司 3 季度末拨备覆盖率 422.7%, 环比提升 1.4pct, 继续保持大行中的最充裕水平。上半年末拨贷比 3.47%, 环比下降 2BP。

投资建议: 新零售转型持续推进, 看好估值修复。邮储银行作为唯一一家定位零售银行的国有大行, 凭借“自营+代理”的模式、领先的网点数量、在县域和中西部地区的区位优势, 负债端优势稳固, 客户基础扎实。目前公司继续坚持零售主导、批发协同, 促进“新零售”提质升级, 加快推进“轻型化”发展, 中收保持强劲增长。同时, 公司把财富管理摆在了突出的位置, 不断深入推进财富管理体系建设与升级, 3 季度末公司零售 AUM 达到 12.2 万亿, 财富客户规模突破 346 万户。我们预计公司 2021/2022 年 EPS 分别为 0.85/0.97 元/股, 对应利润增速分别为 22.0%/14.3%。目前公司股价对应 21/22 年 PB 分别为 0.77x/0.70x, 综合考虑公司负债端扎实的客户基础、资产端的潜在提升空间、领先同业的资产质量表现, 我们维持公司“强烈推荐”评级。

图表66 邮储银行盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	276,378	286,010	314,859	346,735	384,412
YOY(%)	6.0%	3.5%	10.1%	10.1%	10.9%
归母净利润(百万元)	60,933	64,199	78,309	89,519	102,272
YOY(%)	16.5%	5.4%	22.0%	14.3%	14.2%
ROE(%)	13.2%	12.3%	13.4%	13.6%	14.1%
EPS(摊薄/元)	0.66	0.69	0.85	0.97	1.11
P/E(倍)	7.96	7.55	6.19	5.42	4.74
P/B(倍)	0.98	0.89	0.77	0.70	0.64

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2021 年 12 月 3 日收盘价

5.4 兴业银行: 民营市场化基因, 盈利能力保持行业前列

兴业银行成立于 1988 年 8 月, 是我国首批股份制商业银行之一, 公司以轻资本、轻资产、高效率为方向, 持续优化战略布局, 坚定推进经营转型, 始终坚持商行投行双向联动, 表内表外均衡发展; 持续加大包括粤港澳、长三角、京津冀、长江经济带重点区域投入; 同业业务优势禀赋, 同业资产端、负债端均稳步扩张; 非息收入保持高增态势, 不断发力财富管理业务, 零售、私行客户综合金融资产规模稳步提升, ROE 水平长期居于股份行前列。

中收增长提速, 利润延续高增。公司前 3 季度实现归母净利润同比增长 23.4%(vs23.1%,21H1), 考虑到公司营收增速小幅放缓, 我们认为盈利增速的稳中有升更多归因于资产质量夯实下减值计提的放缓。1) 公司营收增速保持相对平稳, 前 3 季度实现营收同比增长 8.1%(vs8.9%, 21H1), 分结构来看, 公司前 3 季度实现利息净收入同比增长 0.8%(vs6.5%, 21H1), 增速放缓明显, 中收同比增长 26.3% (vs23.9%, 21H1), 增速的进一步提升主要与投资银行和财富银行相关业务保持较快增长有关。2) 公司的拨备计提压力受益于资产质量的改善边际有所缓解, 前 3 季度拨备同比少提 11.2%(vs 同比少提 8.2%, 21H1)。

息差继续环比下行, 存款增速回升。我们根据期初期末口径测算公司 Q3 单季净息差 1.74%, 同口径下环比下降 7BP, 我们认为公司息差的环比收窄主要是受到资产端定价下行的拖累, 我们根据期初期末口径测算公司 Q3 单季年化生息资产收益率 3.88%, 环比下降 5BP, 仍未走出下行通道, 与行业的整体趋势相符。负债端成本整体保持平稳, 期初期末口径测算公司 Q3 单季年化有息负债成本率 2.30%, 环比上行 1BP。展望下半年, 考虑到宏观经济下行压力加大和降低融资成本的监管要

求，我们预计公司资产端定价仍有进一步下行的压力，负债端方面，存款竞争加剧的背景下，预计负债端成本率改善的幅度比较有限，综合来看，对于公司息差拐点的判断仍有待观察。公司 3 季度末总资产同比增长 11.5%，增速较 2 季度提升 4pct。贷款方面，公司 3 季度末贷款总额同比增长 11.7% (vs 11.5%，21H1)，保持平稳扩张。负债端方面，公司存款增速有所提升，3 季度末存款总额同比增长 6.2% (vs 2.2%，2021H1)，增速较 2 季度明显改善。

不良生成进一步放缓，风险抵补能力提升。公司 3 季度末不良率 1.12%，环比 2 季度末下降 3BP，延续了下降的趋势，继续保持 2015 年以来最优水平。我们测算公司 3 季度单季年化不良生成率 1.07%，环比 2 季度下降 70BP，不良生成的压力边际改善。但我们也观察到公司 3 季度末关注率 1.47%，环比抬升 12BP，主要与个别企业资金链紧张逾期欠息有关，未来公司资产质量的变化趋势有待观察。公司 3 季度末拨备覆盖率 263%，环比提升 6.1pct，拨贷比 2.94%，环比下降 1BP，整体拨备覆盖水平仍然保持充裕，风险抵补能力进一步夯实。

投资建议：盈利能力保持优异，继续看好估值修复空间。公司体制机制灵活，围绕“商行+投行”布局，以轻资本、轻资产、高效率为方向，不断推动业务经营转型。目前公司表内外业务均衡发展，同业业务优势显著，非息收入近几年保持快速增长，ROE 始终处在股份行前列。公司在 2021 年提出未来将打造绿色银行、财富银行、投资银行三张金色名片，重点布局绿色金融、财富管理和直接融资市场，我们看好相关赛道的长期发展空间。我们预计公司 2021/2022 年 EPS 分别为 3.98/4.59 元/股，对应利润增速分别为 24.2%/15.2%。目前公司股价对应 21/22 年 PB 分别为 0.64x/0.57x，估值处在历史低位，安全边际充分，我们基于公司在同业业务、财富管理、投资银行等业务的优势，维持“强烈推荐”评级。

图表 67 兴业银行盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	180,675	202,322	218,575	242,306	269,324
YOY(%)	14.5%	12.0%	8.0%	10.9%	11.2%
归母净利润(百万元)	65,868	66,626	82,749	95,318	109,526
YOY(%)	8.7%	1.2%	24.2%	15.2%	14.9%
ROE(%)	14.2%	13.1%	14.7%	15.2%	15.5%
EPS(摊薄/元)	3.17	3.21	3.98	4.59	5.27
P/E(倍)	5.77	5.71	4.59	3.99	3.47
P/B(倍)	0.78	0.72	0.64	0.57	0.51

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2021 年 12 月 3 日收盘价

5.5 常熟银行：深耕小微及村镇，看好零售和小微业务稳步推进

公司始终坚守“三农两小”市场定位，持续通过深耕普惠金融、下沉客群、异地扩张走差异化发展的道路，零售与小微业务稳步发展。20 年以来公司息差表现受小微业务影响较大，但从中报和三季报来看，拖累公司营收和利润表现的息差已经开始边际企稳。展望后续，随着疫情缓和，小微企业和零售端信贷需求恢复，公司有望充分受益，我们看好公司 21 年景气度的回升。

营收表现持续改善，非息收入高速增长。公司 2021 年前 3 季度归母净利润同比增长 19.0% (vs.+15.6%，2021H)，对应 Q3 单季利润增速 24.8%。公司前三季度营收同比增长 13.0% (vs.+7.7%，2021H)，对应 Q3 营收增速 24.3% (vs.+10.5%，2021Q2)，我们判断主要由非息收入推动。分结构来看：1) 前三季度其他业务收入同比增长 70.7% (vs.+5.1%，2021H)，其中投资收益同比增长 51.5%，我们认为受益于三季度债市的持续回暖。2) 手续费收入和净利息收入也有不同程度的增长。前三季度手续费及佣金净收入同比增长 29.9% (vs.53.3%，2021H)，净利息收入同比增长 8.1% (vs.3.1%，2021H)，我们认为主要受净利差的正向影响，前三季度净利差 2.92%，对应 Q3 净利差 2.97%，环比提升 3BP。

息差企稳回升，微贷业务稳健发展。公司前三季度净息差 3.03% (vs. 3.02%，2021H)，对应 Q3 净息差 3.08%，环比 Q2 提升 1BP，我们判断主要是因为公司小微信贷业务稳健发展推动了资产端定价水平。个人贷款较年初增长 26.9%，其中个人经营性贷款规模较年初增长 26.2%，占贷款比重较年初提升 0.9pct 至 37.8%，公司微贷业务高质量增长。贷款整体规模

稳增，同比增长 24.6%，资产稳步扩张，三季度末总资产同比增长 18.9%，增速环比提升 4.1pct。负债方面，公司三季度末存款同比增长 16.3% (vs. YoY+16.7%，2021Q2)，增速小幅放缓，其中：活期/定期存款较年初增长 5.3%/17.8%。

资产质量持续向好，拨备覆盖水平维持高位。公司三季度末不良率 0.81%，环比下降 9BP，显著改善，资产质量位于行业前列。我们测算 Q3 单季年化不良生成率 0.31% (vs. 0.29%，2021H)，依旧位于绝对低位。前瞻性指标方面，公司三季度末关注率 0.88%，环比下降 8BP，资产质量压力可控。三季度末拨备覆盖率 521.4%，环比 Q2 基本不变，保持在行业高位，拨贷比环比下行 5BP 至 4.22%，抗风险能力突出。

投资建议：看好零售和小微业务稳步推进。公司始终坚守“三农两小”市场定位，持续通过深耕普惠金融、下沉客群、异地扩张走差异化发展的道路，零售与小微业务稳步发展。20 年以来公司息差表现受小微业务影响较大，但从中报和三季度来看，拖累公司营收和利润表现的息差已经开始边际企稳。展望后续，随着疫情缓和，小微企业和零售端信贷需求恢复，公司有望充分受益，我们看好公司 21 年景气度的回升。我们预计公司 2021 年、2022 年 EPS 分别为 0.79/0.94 元，对应盈利增速分别为 20.5%/18.2%。目前常熟银行股价对应 21、22 年 PB 分别为 1.00x/0.93x，我们长期看好公司小微业务的发展空间，维持“强烈推荐”评级。

图表 68 常熟银行盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,445	6,581	7,241	8,178	9,291
YoY(%)	10.7%	2.1%	10.0%	12.9%	13.6%
净利润(百万元)	1,785	1,803	2,173	2,569	2,956
YoY(%)	20.1%	1.0%	20.5%	18.2%	15.1%
ROE(%)	12.2%	10.3%	11.8%	13.0%	13.8%
EPS(摊薄/元)	0.65	0.66	0.79	0.94	1.08
P/E(倍)	10.64	10.54	8.74	7.39	6.43
P/B(倍)	1.12	1.06	1.00	0.93	0.85

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2021 年 12 月 3 日收盘价

六、风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 金融监管力度抬升超预期。银行作为金融系统中最重要的机构，受到一系列规范性文件的约束。若未来监管环境超预期趋严，可能会对银行提出更严格的资本约束、流动性管理要求等，或在资产投向上做出更严格的要求，为银行经营带来挑战。
- 3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。今年以来中美各领域的摩擦有所升级，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033