

压制要素消解，业绩复苏之年

——银行业 2021 年度策略

核心观点

- **利息业务净收入预计量升价平，仍为业绩核心支撑。**1) 预计 2021 年新增信贷增速同比 2020 年出现高点回落，但仍将维持在较高位置。2020 年前 10 月新增社融增速已经实现 13.7%，而人民币贷款增速也实现了 12.9% 的高增速，预计 2021 年全年仍将接近 12% 左右的高位。2) 净息差预计 2021Q1 见底，此后进入复苏区间。LPR 自 4 月之后未出现变化，在此前提下，新发贷款收益率有望保持稳健。考虑到让利任务落实到位，叠加重定价的累计效应，新增贷款收益率松动概率较小。同时 2020 年银行计息负债成本率已经出现缓慢下行趋势，预计 2021 年该态势将进一步强化。
- **中收方面，2020 年前三季度增速有所提升，在让利背景下已经体现出强劲韧性，预计 2021 年增速有望超越利息业务净收入，形成显著的业绩增长点。**1) 预计后续银行理财子的持续扩大营业有助于扩大银行中收业绩弹性。银行以低风险净值型产品的形态切入低风险资管领域，同时借助自身的渠道优势与客群积累可以有效扩大资产管理规模。2) 其次，商投一体、综合化经营，预计成为盈利模式多元化的突破口。3) 结合利息业务的分析，预计 2021 年拨备前利润仍有快速上涨空间。
- **资产质量方面，21 年信用成本预计小幅下行，对估值的压制效应有所收敛。**1) 从上市银行口径观察，2020 年已经采取了大量的新增核销及新增拨备的方式，来应对疫情对银行资产质量的长期影响。2) 拨备计提成为上市银行净利润下滑的最显著要素，预计 2021 年该要素面临消解。3) 从后续信用成本的先行观测指标来看，我们认为仍将重点观察信贷的行业投向，在此方面，针对地产基建的信贷占比仍在快速提升，预计对未来的信用成本形成较强的修复效应。
- **在资本金方面，我们预计上市银行在 2021 年面临较大的资本金补充压力，随着 2020 年以来银行在历史估值分位上的不振，一方面银行在 2021 年面临更强的利润留存需求，以形成资本金的内生性补充，另一方面预计在合适的市场条件下，实现多种方式再融资。**
- **今年行业估值全年处于历史低位，与疫情后续的资产质量隐忧相关，但我们认为该要素将面临逐步消解。在资金配置方面，银行股息率仍在高位，分红稳定，与银行理财子公司净值化转型及保险资管全面施行新准则完全适应。**

投资建议与投资标的

- 今年三季报公布后，行业净利及资产质量压力更加明朗，板块不确定性有所降低，而目前板块处于历史估值低位，或将迎来估值修复窗口。当前零售业务息差水平仍较高，资产质量相对较好，在内外部不确定风险增加的情况下，优质零售银行标的仍是稳健收益的好选择。同时我们也建议关注其他中收业务突出的股份制银行与资产质量优良，估值偏低的大行。
- 当前板块估值处于历史较低水平，我们仍维持行业“看好”评级。个股方面，建议关注兴业银行(601166，买入)、招商银行(600036，增持)、邮储银行(601658，增持)。

风险提示

- 全球疫情影响尚不明确，经济外部风险仍较大，银行未来资产收益率和资产质量风险或将增加。外资银行准入逐渐放宽，新增同业竞争将更加激烈。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

银行业

报告发布日期

2020 年 12 月 03 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

香港证监会牌照：BPU409

相关报告

拨备压力缓解，业绩拐点明确：——银行业 2020 年三季报综述	2020-11-09
LPR 报价不变，银行板块仍具防御性：	2020-09-28
LPR 改革成效显著，公开市场操作利率不变：	2020-09-21
8 月社融高增，银行板块防御性凸显：	2020-09-14
政策推动中国基准利率体系建设，半年报披露完毕：	2020-09-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1. 利息业务净收入预计量升价平，仍为业绩核心支撑	4
1.1. 信贷规模增速预计出现回落，但仍处于近年高位	4
1.2. 净息差预计 Q1 见底，此后进入复苏区间	5
1.2.1. 资产端：新增贷款收益率有望保持稳健	5
1.2.2. 负债端：负债成本预计出现下行	7
2. 中收预计持续增厚，驱动盈利愈加多元	10
3. 资产质量：信用成本预计小幅下行，对估值的压制效应有所收敛	14
4. 上市银行在 2021 年预计面临较大的资本金补充压力	17
4.1. 可将上市银行资本金压力来源定位为核心一级资本	17
4.2. 上市银行 21 年在内生与外延资本补充方面仍备多种方式	19
5. 估值压制要素逐步消解，资金配置偏好强化	21
5.1. 板块估值仍处于历史低位，可归因为资产质量的过度担忧	21
5.2. 宏观趋稳，让利逐步退出，有利估值重振	22
5.3. 资金配置有望利好银行这一防御板块	23
6. 投资建议：重点关注零售业务强，资产质量佳的银行	24
7. 风险提示	25

图表目录

图 1：人民币贷款同比增速保持稳健（%）	4
图 2：人民币贷款总量远超其余社融分项（百亿元）	4
图 3：信贷在社会融资规模中占比仍维持高位（%）	5
图 4：上市银行对公贷款行业分布（上市银行公告口径）	16
图 5：部分行业对公贷款行业分布（人行信贷投向报告口径，万亿元）	17
图 6：核心一级资本充足率在 2020 年 Q2 显著降低（%）	19
图 7：资本充足率在 2020 年上半年下滑较大（%）	19
图 8：银行板块 PB（MRQ）处于历史地位	21
图 9：估值隐含不良率与显性不良率的差值处于高位	21
图 10：六大电厂日均耗煤已达疫情前的 88%（万吨）	22
图 11：招银理财夜光工业复工指数已达 92%（%）	22
图 12：GDP 同比增速恢复（%）	22
图 13：银行股的股息率长期高于沪深 300（%）	23
图 14：上市银行分红率稳定上升	23
图 15：净值型银行理财产品占比持续上升	24

表格目录

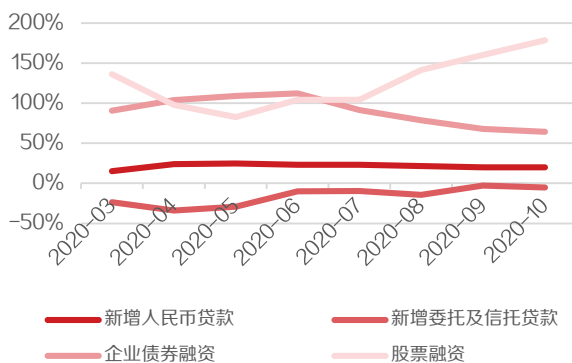
表 1：上市银行生息资产收益率降幅逐渐缩窄	6
表 2：上市银行计息负债成本率不断下行	7
表 3：上市银行净息差相比上半年仅下降 1bp，整体保持平稳	9
表 4：上市银行手续费及佣金净收入同比增速有所提高	10
表 5：银行理财子大面积营业	12
表 6：拨备前利润同比增速降低	13
表 7：上市银行加总杜邦分析：资产减值损失对 ROA 贡献减弱	14
表 8：上市银行不良率稳定，拨备覆盖率仍厚	15
表 9：银行净利润留存同比减少加剧核心一级资本紧张	18
表 10：TLAC 监管要求：造成银行资本金缺口	19
表 11：中小银行补充资本工具有效性分析	20
表 12：截至 2020 年 9 月 30 日上市银行 PB 估值普遍低于 1 倍	错误!未定义书签。

1. 利息业务净收入预计量升价平，仍为业绩核心支撑

1.1. 信贷规模增速预计出现回落，但仍处于近年高位

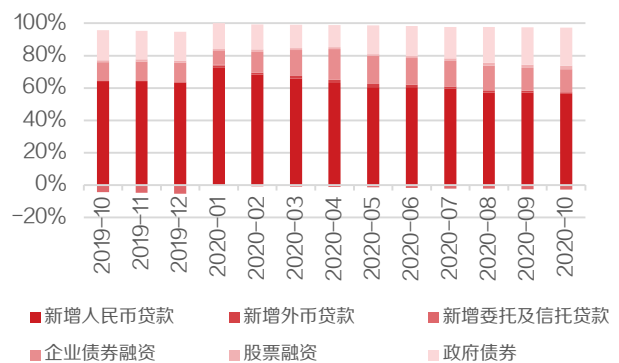
预计 2021 年新增信贷增速同比 2020 年出现高点回落，但仍将维持在较高位置，从而继续形成新增社融的核心支撑。2020 年前 10 月新增社融增速已经实现 13.7%，而人民币贷款增速也实现了 12.9% 的高增速，预计 2021 年全年仍将接近 12% 左右的高位。央行行长易纲在 6 月的陆家嘴论坛上提出下半年货币政策仍将保持流动性的合理充裕，预计带动全年社融规模增量超过 30 万亿元，贷款新增近 20 万亿。截至 20 年 10 月份，社融规模增量已经达到 31 万亿，预计在接下来的两个月还会进一步增长。人民币贷款增速在 20 年保持稳定，截至 20 年 10 月人民币贷款增量已经超过去年末，达到 17 万亿的规模，预计能够完成全年人民币贷款新增 20 万亿的目标。

图 1：人民币贷款同比增速保持稳健（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

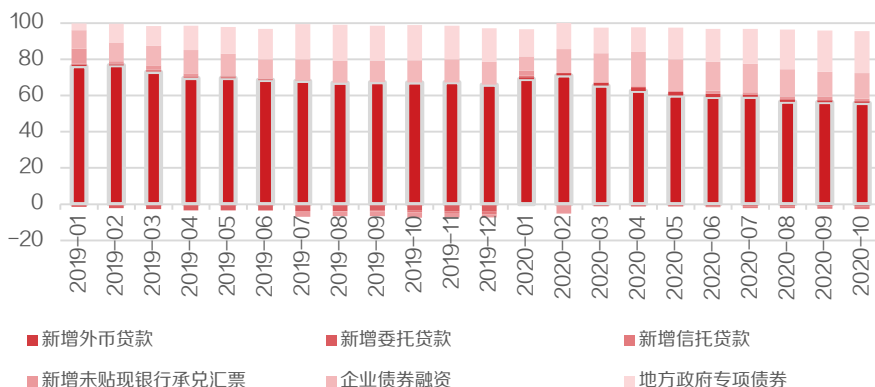
图 2：人民币贷款总量远超其余社融分项（百亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

从社融结构观察，企业和政府债券占比有所提升，贷款占比仍然处于高位。2020 年 10 月末，对实体经济发放的新增人民币贷款占同期新增社会融资规模的 55.92%，与去年同期的 67.24% 相比虽然有所下降，但依然占据绝对优势，是新增社融的主要支撑。总体上，新增人民币贷款增速保持稳定，总量远远超过其他社融分项。

预计 21 年随着疫情相关刺激政策的退出及名义 GDP 的自然回升，社融增速同比 20 年会出现下降，但仍在 12% 左右的高位，预计贷款仍将作为社融的重要支撑，新增贷款增速预计也将维持高位。从社融的各项看，新增信贷、地方政府债的大量发放是支撑今年社融高增长的主要原因。其中今年政府债净增额度 8.5 万亿，其中包括中央财政赤字 2.78 万亿、特别国债 1 万亿、地方财政赤字 9800 亿以及地方债 3.75 万亿。但我们预计，1）21 年货币、财政政策趋于回到疫情前的“控杠杆，开正门，堵偏门”的正常“不松不紧”的轨道上，特别国债不再，财政赤字大概率也会小幅上行，因此 21 年政府债新增至少会减少 2 万亿元；2）信用违约事件频发的背景下，预计明年新增企业债也会相比今年可能出现较大规模的减少，市场需求收敛，同时对应企业融资来源进一步回归银行表内信贷；3）目前权益市场体量尚小，对社融增长边际刺激有限；4）《资产新规》延期，仍然预计 21 年委托贷款与信托贷款等表外融资渠道会持续收敛，这会对应表内信贷需求的重新上升。

图 3：信贷在社会融资规模中占比仍维持高位（%）


数据来源：wind，东方证券研究所

同时从具体的行业需求及银行自身供给意愿观察，预计零售端仍将成为银行后续投放重点，同时在对公行业方面，两新一重行业及普惠金融仍将形成强劲驱动，尤其是前者，近年来已经成为银行的对公新增投向重心，预计在 21 年形成较强的边际拉动。

1.2. 净息差预计 Q1 见底，此后进入复苏区间

1.2.1. 资产端：新增贷款收益率有望保持稳健

监管引导金融向实体经济让利，2020 年贷款收益率出现整体下行，但于年底已出现拐点。2020 年受疫情影响，大量企业经营陷入困境，在监管要求金融向实体经济让利，降低企业融资成本的背景下，金融企业利润出现部分下滑，从而形成今年全年对银行板块的估值压制重大要素。在监管要求下，上半年开始，上市银行贷款收益率下行，今年前三季度生息资产平均收益率为 4.14%，较去年同期下降 14bps，但从四季度数据观察，已出现较明确的信号拐点。

LPR 自 4 月之后未出现变化，在此前提下，新发贷款收益率有望保持稳健。LPR 报价在 2020 上半年经过了两次调整，一年期 LPR 分别下调 10bps 和 20bps，五年期 LPR 分别下调 5bps 和 10bps，自 4 月调低之后未发生变化，一年期 LPR 维持在 3.85%，五年期 LPR 维持在 4.6%。在机制设计上，2020 年 LPR 定价机制已经重新建立，要求对公贷款和个人住房贷款实施存量浮动贷款利率定价基准转换，其中在个人住房贷款重定价日的确定上，大部分银行提供了“2021 年 1 月 1 日”和“贷款发放对应日”两个选择，也有银行统一为“2021 年 1 月 1 日”。由此市场早在 2020 年初即形成一致预期，即在 2021 年银行面临重定价压力，但由于监管规定重定价的周期最短为 1 年，由此预计一次性冲击预计能在 21 年第一季度就全部结束。随着实体经济的融资需求进一步修复，我们预计货币政策在下一个阶段基本会回归常态化，同时考虑到在银行核心一级资本的约束效应下，通过 LPR 进一步下行达成非对称性降息的难度加大，我们预计 LPR 在明年保持稳定的可能性较高。从而预计在收入端，明年银行新发贷款收益率将会保持平稳。

考虑到让利任务落实到位，叠加重定价的累计效应，新增贷款收益率松动概率较小。在 11 月国务院政策吹风会上，央行副行长刘国强表示今年前 10 个月，金融系统通过降低利率为实体经济让利约 6250 亿元，通过中小微企业延期还本付息和普惠小微信用贷款这两项直达工具让利大约 2750 亿元，这两个渠道加起来共让利 9000 亿元，再加上通过减免服务费用、支持企业进行重组和债转股等措施，金融系统合计向实体经济让利大约 1.25 万亿元，预计全年可以完成让利 1.5 万亿的目标。需要注意的是，其中一半来自于利率的下行，银行今年积极配合财政政策与货币政策，主动向实体经济让利，同时今年已经下行的基准部分将自然过渡到下一年，从而预计明年来自让利政策的压力较小，预计不会继续降低新增贷款收益率，可能会保持稳定。

表 1：上市银行生息资产收益率降幅逐渐缩窄

	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
工商银行	3.65%	3.84%	3.51%	3.69%	3.41%
建设银行	3.72%	3.88%	3.63%	3.74%	3.60%
农业银行	3.68%	3.83%	3.59%	3.72%	3.55%
中国银行	3.52%	3.65%	3.40%	3.47%	3.26%
交通银行	3.86%	4.04%	3.81%	3.87%	3.66%
邮储银行	3.92%	4.04%	3.83%	3.96%	3.84%
招商银行	4.33%	4.28%	4.24%	4.23%	4.11%
兴业银行	4.07%	4.30%	3.89%	4.13%	3.86%
民生银行	4.22%	4.56%	4.12%	4.38%	4.04%
浦发银行	4.51%	4.56%	4.10%	4.16%	3.94%
中信银行	4.19%	4.48%	4.22%	4.30%	4.10%
平安银行	5.16%	5.17%	4.95%	4.90%	4.71%
光大银行	4.78%	4.76%	4.59%	4.68%	4.47%
华夏银行	4.42%	4.46%	4.44%	4.44%	4.39%
浙商银行	4.81%	4.89%	4.81%	4.73%	4.62%
北京银行	4.25%	4.36%	4.17%	4.23%	4.05%
南京银行	4.36%	4.79%	4.11%	4.61%	4.06%
宁波银行	3.95%	4.72%	3.87%	4.51%	3.79%
江苏银行	4.12%	4.16%	4.24%	4.21%	4.22%
贵阳银行	4.93%	5.03%	5.05%	5.08%	5.10%
上海银行	3.74%	3.77%	3.72%	3.65%	3.61%
杭州银行	4.08%	4.54%	4.14%	4.40%	4.03%
江阴银行	4.18%	4.18%	4.06%	4.26%	4.06%
苏农银行	4.25%	4.28%	4.26%	4.09%	4.19%
无锡银行	4.19%	4.20%	4.22%	4.18%	4.19%
张家港行	4.86%	4.80%	4.95%	4.80%	4.87%
常熟银行	5.44%	5.61%	5.24%	5.49%	5.20%
成都银行	3.88%	4.31%	3.95%	4.29%	3.86%
郑州银行	4.55%	5.17%	4.62%	4.96%	4.71%

长沙银行		4.99%		4.91%	
紫金银行	4.22%	4.55%	3.94%	4.22%	3.78%
青岛银行	4.32%	4.52%	4.41%	4.45%	4.32%
西安银行	4.50%	4.63%	4.49%	4.52%	4.50%
苏州银行	4.52%	4.91%	4.51%	4.72%	4.43%
青农商行	4.30%	4.94%	4.19%	4.82%	4.12%
渝农商行	4.54%	4.47%	4.43%	4.34%	4.36%
上市银行加总	3.91%	3.91%	3.81%	3.76%	3.73%
国有行加总	3.68%	3.68%	3.58%	3.54%	3.51%
股份行加总	4.41%	4.41%	4.28%	4.20%	4.16%
城商行加总	4.16%	4.17%	4.14%	4.09%	4.07%
农商行加总	4.50%	4.50%	4.40%	4.34%	4.33%

数据来源：wind，东方证券研究所

1.2.2. 负债端：负债成本预计出现下行

2020 年银行计息负债成本率已经出现缓慢下行趋势，预计 2021 年该态势将进一步强化。

从银行的负债端结构来看，影响银行负债成本的因素有存款利率、向中央银行借款利率，同业负债利率以及债券融资利率。由于存款对银行的负债端最为重要，所以存款利率是银行负债成本的重要影响因素。

19 年下半年以来，各家银行提高结构性存款占比，以实现对预期收益型理财产品的替代，尤其在 2019 年前 4 个月，结构性存款规模出现持续增长，时点规模已达到 12 万亿元。此后为了降低银行的负债利率，监管部门明确要求各银行压降结构性存款规模。同时，2020 年第一季度货币政策比较宽松，中国人民银行通过再贷款、再贴现、公开市场操作等向市场释放流动性，资金市场的利率水平较低，同业负债以及债券融资成本降低。

四季度以来，人行货币政策司公布的商业银行定期存款招标结果已经清晰显示出降息，10 月到 11 月的是 2.75%，而 9 月同期的利率则是 3%。这已明确标志国库现金定存的利率确实下降。考虑到人行招标利率的指示效应，我们预计存款利率松动的政策空间充足。

存款成本受益于央行的系统性政策，进入缓慢下行周期，2020 年上市银行平均前三季度的计息负债成本率分别为 2.32%，2.28%，2.25%。同时考虑到，今年以来针对利率端的政策调整仅针对 LPR 的单边下行，已经形成了非对称性降息态势，同时随着明年的重定价进程加速，预计将促使负债端利率下调更具合理性。

表 2：上市银行计息负债成本率不断下行

	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
工商银行	1.67%	1.76%	1.62%	1.71%	1.58%
建设银行	1.76%	1.76%	1.73%	1.75%	1.72%
农业银行	1.75%	1.80%	1.66%	1.74%	1.63%

中国银行	1.89%	1.93%	1.82%	1.77%	1.66%
交通银行	2.54%	2.56%	2.50%	2.42%	2.33%
邮储银行	1.56%	1.59%	1.53%	1.60%	1.59%
招商银行	1.89%	1.91%	1.88%	1.81%	1.77%
兴业银行	2.68%	2.66%	2.52%	2.46%	2.39%
民生银行	2.79%	2.69%	2.65%	2.50%	2.49%
浦发银行	2.61%	2.54%	2.37%	2.35%	2.36%
中信银行	2.45%	2.44%	2.48%	2.39%	2.32%
平安银行	2.72%	2.64%	2.59%	2.42%	2.39%
光大银行	2.63%	2.58%	2.47%	2.48%	2.39%
华夏银行	2.43%	2.36%	2.32%	2.21%	2.25%
浙商银行	2.94%	2.81%	2.93%	2.74%	2.91%
北京银行	2.57%	2.50%	2.48%	2.39%	2.41%
南京银行	2.83%	2.81%	2.64%	2.64%	2.64%
宁波银行	2.44%	2.31%	2.42%	2.22%	2.26%
江苏银行	3.03%	3.00%	2.86%	2.81%	2.75%
贵阳银行	2.67%	2.66%	2.75%	2.73%	2.70%
上海银行	2.50%	2.50%	2.41%	2.31%	2.25%
杭州银行	2.64%	2.63%	2.50%	2.47%	2.40%
江阴银行	2.29%	2.28%	2.18%	2.28%	2.26%
苏农银行	1.94%	1.95%	2.01%	1.95%	1.94%
无锡银行	2.51%	2.48%	2.41%	2.41%	2.40%
张家港行	2.25%	2.25%	2.19%	2.21%	2.19%
常熟银行	2.36%	2.39%	2.27%	2.32%	2.32%
成都银行	2.07%	2.07%	2.18%	2.09%	2.08%
郑州银行	2.86%	2.89%	2.64%	2.65%	2.59%
长沙银行	2.43%	2.44%	2.44%	2.41%	2.37%
紫金银行	2.25%	2.30%	2.07%	2.10%	2.00%
青岛银行	2.49%	2.42%	2.38%	2.37%	2.36%
西安银行	2.49%	2.51%	2.64%	2.59%	2.62%
苏州银行	2.71%	2.62%	2.54%	2.39%	2.43%
青农商行	2.22%	2.19%	2.14%	2.15%	2.07%
渝农商行	2.38%	2.31%	2.33%	2.21%	2.24%
上市银行加总	2.06%	2.05%	1.99%	1.95%	1.91%
国有行加总	1.81%	1.80%	1.75%	1.73%	1.69%
股份行加总	2.52%	2.50%	2.42%	2.35%	2.31%
城商行加总	2.64%	2.63%	2.54%	2.49%	2.45%
农商行加总	2.32%	2.31%	2.25%	2.20%	2.19%

数据来源：wind，东方证券研究所

从经营结果上来看，2020 年息差表现稳健，上市银行净息差虽有小幅下降，但整体变化不大，但预计在 2021 年会出现复苏走势。2020 年上市银行平均净息差小幅下降，第 3 季度平均净息差较上半年只下降了 1bp，虽然今年在让利实体经济的政策导向下，银行的资产端收益率不高，但受益于负债端的成本下行，银行的净息差下降幅度较小。2020 年上市银行上半年净息差与上年同期相比仅下降 5bps，第三季度净息差与上年同期相比仅下降 6bps。一方面是未来 LPR 下行的概率较低，另一方面是政策持续引导银行降低负债端的成本，2021 年货币政策回归常态化和 LPR 重定价环境下，银行净息差能够在一季度之后继续保持稳定。

表 3：上市银行净息差相比上半年仅下降 1bp，整体保持平稳

	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
工商银行	2.07%	2.07%	2.05%	1.94%	1.92%
建设银行	2.12%	2.09%	2.08%	2.02%	2.00%
农业银行	2.02%	2.00%	2.08%	2.02%	2.00%
中国银行	1.73%	1.73%	1.72%	1.71%	1.70%
交通银行	1.48%	1.50%	1.49%	1.44%	1.46%
邮储银行	2.40%	2.40%	2.38%	2.29%	2.28%
招商银行	2.50%	2.44%	2.50%	2.43%	2.41%
兴业银行	1.51%	1.51%	1.53%	1.53%	1.58%
民生银行	1.59%	1.59%	1.66%	1.64%	1.70%
浦发银行	2.03%	1.96%	1.88%	1.75%	1.68%
中信银行	1.86%	1.98%	1.91%	1.90%	1.89%
平安银行	2.53%	2.45%	2.56%	2.52%	2.44%
光大银行	2.25%	2.25%	2.28%	2.15%	2.14%
华夏银行	2.08%	2.17%	2.32%	2.30%	2.25%
浙商银行	1.99%	2.02%	2.13%	1.97%	1.86%
北京银行	1.86%	1.86%	1.89%	1.83%	1.80%
南京银行	1.67%	1.64%	1.69%	1.58%	1.59%
宁波银行	1.66%	1.60%	1.67%	1.60%	1.65%
江苏银行	1.20%	1.28%	1.50%	1.50%	1.56%
贵阳银行	2.27%	2.30%	2.37%	2.44%	2.46%
上海银行	1.38%	1.40%	1.49%	1.50%	1.48%
杭州银行	1.59%	1.58%	1.81%	1.79%	1.76%
江阴银行	2.03%	2.04%	2.06%	1.95%	1.93%
苏农银行	2.40%	2.40%	2.42%	2.26%	2.36%
无锡银行	1.82%	1.85%	1.94%	1.87%	1.87%
张家港行	2.76%	2.69%	2.92%	2.77%	2.73%
常熟银行	3.19%	3.19%	3.17%	3.07%	2.98%
成都银行	1.87%	1.90%	1.90%	1.87%	1.81%
郑州银行	1.80%	1.89%	2.11%	2.13%	2.20%
长沙银行	2.06%	2.08%	2.14%	2.08%	2.05%

紫金银行	2.09%	2.03%	1.99%	1.93%	1.84%
青岛银行	1.90%	1.94%	2.14%	1.97%	1.91%
西安银行	2.17%	2.09%	2.07%	2.03%	2.02%
苏州银行	1.83%	1.87%	2.05%	2.00%	2.01%
青农商行	2.16%	2.16%	2.20%	2.17%	2.07%
渝农商行	2.28%	2.29%	2.31%	2.30%	2.26%
上市银行加总	1.97%	1.97%	1.98%	1.92%	1.91%
国有行加总	1.99%	1.98%	1.98%	1.92%	1.91%
股份行加总	2.01%	2.00%	2.03%	1.97%	1.96%
城商行加总	1.66%	1.67%	1.77%	1.74%	1.74%
农商行加总	2.30%	2.30%	2.33%	2.28%	2.24%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 中收预计持续增厚，驱动盈利愈加多元

2020 年前三季度中收增速有所提升，在让利背景下已经体现出强劲韧性，预计 2021 年增速有望超越利息业务净收入，形成显著的业绩增长点。2020 年前三季度上市银行加总手续费及佣金净收入同比增长 5.7%，增速较上半年同期增长 1%，其中国有行和股份行前三季度手续费及佣金净收入同比增速分别较上半年提升 0.5%、1.8%，城商行和农商行虽较上半年同比增速分别下降 0.8%、2.0%，但是两种类型的银行中收同比增速均高于 10%，分别为 17.0%、10.7%。预计在 2020 年四季度仍将维持高增长态势，整体看来，手续费及佣金净收入表现出较强韧性。

银行的周期性波动主要来源于受利率变动和经济周期影响的利息收入，这部分收入具有不稳定的周期性特征，且需要承担天然的坏账风险。而非利息收入相对更稳定、风险小、利润率更高，可以增强银行的风险抵抗能力。因此，受经济下行压力和金融政策改革影响，各银行逐步加大对于非息收入业务的重视和投入。

表 4：上市银行手续费及佣金净收入同比增速有所提高

	3Q2019	1H2020	3Q2020
工商银行	9.6%	0.5%	0.3%
建设银行	12.9%	4.3%	4.2%
农业银行	12.0%	2.9%	5.4%
中国银行	4.5%	-0.4%	0.6%
交通银行	9.8%	5.0%	1.5%
邮储银行	18.9%	4.2%	11.2%
招商银行	7.9%	8.5%	10.7%
兴业银行	15.9%	28.4%	27.4%
民生银行	9.2%	4.2%	0.9%
浦发银行	4.3%	10.9%	26.5%
中信银行	32.1%	-10.4%	-15.1%

平安银行	17.4%	7.2%	15.8%
光大银行	-34.4%	10.9%	8.1%
华夏银行	8.7%	-4.1%	0.0%
浙商银行	14.9%	15.4%	10.8%
北京银行	-11.7%	-13.7%	-6.8%
南京银行	14.8%	21.4%	16.6%
宁波银行	32.6%	46.5%	41.8%
江苏银行	8.8%	12.7%	10.5%
贵阳银行	-11.3%	8.9%	-4.8%
上海银行	10.4%	8.4%	7.3%
杭州银行	46.6%	120.9%	93.7%
江阴银行	33.9%	63.8%	48.8%
苏农银行	46.0%	73.5%	13.5%
无锡银行	27.3%	62.2%	50.1%
张家港行	-95.3%	69.2%	-25.8%
常熟银行	-5.5%	-5.8%	-20.8%
成都银行	45.4%	22.7%	29.0%
郑州银行	-8.5%	36.3%	19.9%
长沙银行	16.9%	-4.3%	-0.9%
紫金银行	-0.1%	-15.1%	22.0%
青岛银行	69.3%	92.6%	63.4%
西安银行	-25.0%	-14.7%	-1.8%
苏州银行	31.2%	10.5%	10.9%
青农商行	24.9%	44.1%	49.8%
渝农商行	24.4%	8.8%	8.2%
上市银行加总	9.4%	4.7%	5.7%
国有行加总	10.2%	2.2%	2.6%
股份行加总	8.1%	7.2%	9.0%
城商行加总	9.2%	17.8%	17.0%
农商行加总	17.6%	12.6%	10.7%

数据来源：wind，东方证券研究所

预计后续银行理财子的持续扩大营业有助于扩大银行中收业绩弹性。银行以低风险净值型产品的形态切入低风险资管领域，同时借助自身的渠道优势与客群积累可以有效扩大资产管理规模。截止目前共有 22 家银行理财子公司获批，18 家银行理财子现已成立，其中包括 6 家国有行、5 家股份行、6 家城商行、1 家农商行的理财子。由于银行具备极大的网点以及客群优势，并且银行在固收领域有自己独到的投资策略，银行理财子在切入低风险资管领域时具备天然的优势。因此，理财子的大面积营业必然有利于银行的中间业务收入提升。

表 5：银行理财子大面积开业

公司名称	获批日期	成立日	股东性质
中银理财有限责任公司	2018-12-26	2019-07-01	国有商业银行
建信理财有限责任公司	2018-12-26	2019-05-24	国有商业银行
农银理财有限责任公司	2019-01-04	2019-07-29	国有商业银行
交银理财有限责任公司	2019-01-04	2019-06-06	国有商业银行
工银理财有限责任公司	2019-02-15	2019-05-28	国有商业银行
光大理财有限责任公司	2019-04-16	2019-09-25	股份制商业银行
招银理财有限责任公司	2019-04-16	2019-11-01	股份制商业银行
中邮理财有限责任公司	2019-05-28	2019-12-18	国有商业银行
兴银理财有限责任公司	2019-06-06	2019-12-13	股份制商业银行
杭银理财有限责任公司	2019-06-24	2019-12-20	城市商业银行
宁银理财有限责任公司	2019-06-26	2019-12-24	城市商业银行
徽银理财有限责任公司	2019-08-21	2020-04-26	城市商业银行
南银理财有限责任公司	2019-12-09	2020-08-20	城市商业银行
苏银理财有限责任公司	2019-12-19	2020-08-20	城市商业银行
汇华理财有限公司	2019-12-20		
平安理财有限责任公司	2020-01-02	2020-08-25	股份制商业银行
青银理财有限责任公司	2020-02-06	2020-09-16	城市商业银行
华夏理财有限责任公司	2020-04-26		
信银理财有限责任公司	2020-06-12	2020-07-01	股份制商业银行
渝农商理财有限责任公司	2020-06-28	2020-06-28	农商行
广银理财有限责任公司	2020-07-13		
浦银理财有限责任公司	2020-08-04		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

其次，商投一体、综合化经营，预计成为盈利模式多元化的突破口。尤其以兴业银行为代表的实业投行路线，切入投贷联动领域。目前看来，兴业银行投行业务在业内已形成领先优势，也实现了公司非息业务收入占比的行业领先地位。投行业务作为商业银行的特色中收业务，主要面向机构客户，提供专业性综合咨询服务。我们认为随着直接融资规模的不断扩大，预计相关标的在债券承揽、承做和承销上的先发优势将更加显著，符合直接融资大发展的长期趋势。

结合上文针对利息业务净收入的分析，2020 年拨备前利润同比较上年有所回落，预计该格局在 2021 年有所逆转。2020 年一季度，上市银行拨备前净利润增速受疫情影响下滑至 8.82%，下滑幅度较小，疫情对一季度业绩影响可控。2020 年二季度，上市银行拨备前净利润增速受疫情影响下滑至 6.92%，下滑幅度增大，疫情对二季度业绩造成较大影响。2020 年三季度，上市银行拨备前净利润增速下滑至 5.80%，同比下滑幅度达到 6.63%。总体而言，城商行和农商行受疫情影响较大，拨备前净利润增速下滑幅度相对较大，国有行和股份行抗风险能力较强。但预计随 2021 年利息业务净收入与中收的回暖，ppop 恢复正常增长区间仍可期。

表 6：拨备前利润同比增速降低

	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30
工商银行	9.38%	6.90%	3.07%	2.11%	3.02%
建设银行	7.09%	6.74%	5.84%	5.47%	6.00%
农业银行	2.88%	4.63%	8.17%	6.13%	5.79%
中国银行	9.69%	7.29%	8.07%	5.02%	3.72%
交通银行	9.75%	7.95%	2.95%	3.73%	3.28%
邮储银行	10.09%	5.58%	6.59%	2.13%	-0.13%
招商银行	7.70%	6.43%	11.28%	5.69%	4.86%
兴业银行	21.87%	15.78%	5.40%	12.64%	13.11%
民生银行	19.87%	21.13%	15.78%	12.25%	8.32%
浦发银行	18.17%	14.96%	18.33%	4.14%	0.86%
中信银行	19.79%	18.63%	13.18%	14.37%	8.36%
平安银行	19.05%	19.59%	19.40%	18.86%	16.18%
光大银行	26.12%	23.21%	11.84%	10.32%	10.94%
华夏银行	33.85%	21.12%	18.78%	22.53%	20.16%
浙商银行	111.79%	24.68%	19.27%	14.75%	0.44%
北京银行	21.50%	16.93%	10.12%	3.52%	2.57%
南京银行	23.77%	20.20%	17.25%	6.53%	1.32%
宁波银行	20.16%	21.32%	32.82%	22.76%	15.63%
江苏银行	33.96%	33.30%	19.63%	16.53%	15.89%
贵阳银行	20.13%	16.58%	24.22%	25.63%	9.93%
上海银行	22.45%	14.42%	-0.02%	2.25%	0.02%
杭州银行	29.42%	27.54%	28.14%	25.21%	18.51%
江阴银行	16.18%	7.40%	-4.65%	0.49%	-3.38%
苏农银行	12.05%	11.16%	10.89%	16.18%	7.26%
无锡银行	6.58%	10.20%	36.02%	26.19%	16.86%
张家港行	37.84%	37.00%	27.24%	23.55%	15.92%
常熟银行	10.21%	7.70%	7.63%	5.40%	-2.16%
成都银行	10.34%	8.47%	16.54%	13.16%	14.25%
郑州银行	22.43%	23.36%	53.29%	38.63%	22.41%
长沙银行	29.84%	28.84%	19.11%	12.75%	6.88%
紫金银行	33.67%	16.96%	17.91%	4.11%	0.33%
青岛银行	39.94%	32.62%	44.55%	41.69%	17.54%
西安银行	20.86%	18.09%	7.17%	-0.10%	1.23%
苏州银行	36.98%	34.11%	9.33%	15.65%	12.98%
青农商行	29.50%	20.49%	41.42%	20.71%	6.12%
渝农商行	55.32%	4.73%	-6.64%	-1.51%	2.10%
上市银行加总	12.43%	10.29%	8.82%	6.92%	5.80%
国有行平加总	7.62%	6.47%	5.76%	4.29%	4.22%

股份行平加总	20.22%	16.47%	13.67%	11.24%	8.62%
城商行平加总	24.49%	21.14%	16.75%	12.63%	8.44%
农商行平加总	34.74%	10.47%	7.98%	6.68%	3.75%

数据来源：Wind，东方证券研究所

3. 资产质量：信用成本预计小幅下行，对估值的压制效应有所收敛

从上市银行口径观察，2020 年已经采取了大量的新增核销及新增拨备的方式，来应对疫情对银行资产质量的长期影响。通过 4 月份以来的积极暴露，不良数据在第二季度出现显著上升，同时上市银行从第二季度开始更注重核销，已经对净利润形成了较大的冲击效应。但与此同时，拨备已经足够充分，拨备覆盖率从行业整体与点状公司角度观察均走到了历史高位。足额拨备一方面说明上市银行在应对未来潜在不良方面准备充足，抗风险能力持续增强，但另一方面预计后续宏观逐步修复，继续计提拨备的必要性也在降低。截至到第三季度数据观察，显性不良数据并没有显著变化，预计随着 2021 年宏观出现快速修复，同时在信用风险缓释工具方面也并没有超出市场预期的广泛运用，从逾期数据观察也仍有改善空间，也为后续的净利润释放奠定了较好的基础。

表 7：上市银行加总杜邦分析：资产减值损失对 ROA 贡献减弱

	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/30	2020/6/30	2020/9/30
利息净收入/A	1.95%	1.96%	1.92%	1.90%	1.90%
手续费及佣金净收入/A	0.54%	0.51%	0.59%	0.54%	0.52%
其他非息净收入/A	0.33%	0.31%	0.45%	0.33%	0.28%
营业税费及其他成本/A	-0.15%	-0.14%	-0.20%	-0.17%	-0.15%
业务及管理费/A	-0.74%	-0.80%	-0.67%	-0.67%	-0.68%
资产减值损失/A	-0.69%	-0.72%	-0.82%	-0.88%	-0.82%
营业外净收入及所得税/A	-0.22%	-0.22%	-0.19%	-0.17%	-0.17%
ROA	1.05%	0.94%	1.03%	0.88%	0.87%

数据来源：wind，东方证券研究所

2020 年拨备计提成为上市银行净利润下滑的最显著要素，预计 2021 年该要素面临消解。从上市银行净利润归因拆分角度观察，利息净收入虽然有所下降，但仍是 ROA 主要贡献方，非息贡献在第一季度较 2019 年增长较大，后续因为经济有所恢复，降到与上年基本一致。但疫情原因导致宏观景气度下行压力较大，银行出于审慎原则考虑，拨备计提仍较多，前两季度资产减值损失贡献有所增加，第三季度由于经济情况转好，资产减值损失负贡献有所缓解，随着后续宏观修复预期强化，该要素面临快速消解态势。同时该要素将驱动银行净利润增速进一步向 PPOP 增速靠拢。

从目前信用成本的存量指标来看，上市银行不良率稳定，拨备覆盖率仍厚，整体资产质量仍然较好，截至到第三季度数据观察，显性不良数据并没有显著变化。上市银行平均不良率在本年第三季度为 1.42%，比上年同期下降 1%；同时上市银行平均拨备覆盖率为 269.06%，比上年同期增长

8%左右。股份行、城商行和农商行的平均不良贷款率自去年同期开始，一直呈现下降趋势，但国有行平均不良贷款率出现小幅上升，较去年同期上升幅度为 11%；与之相对的是国有行平均拨备覆盖率自去年同期开始递减，下降幅度为 8%。在第二季度大部分上市银行的不良数据曾经有过显著的上升，同时上市银行也开始注重增加拨备覆盖，大部分上市银行的拨备覆盖率显著上升。整体而言，银行三季度资产质量并未显著受到疫情影响，资产质量比较稳健，同时拨备覆盖率位于较高水平，厚度足够，抵御风险能力较强。

表 8：上市银行不良率稳定，拨备覆盖率仍厚

	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2019/9/30	2020/6/30	2020/9/30	2019/9/30	2020/6/30	2020/9/30
工商银行	1.44%	1.50%	1.55%	198.09%	194.69%	190.19%
建设银行	1.43%	1.49%	1.53%	218.28%	223.47%	217.51%
农业银行	1.42%	1.43%	1.52%	281.26%	284.97%	272.44%
中国银行	1.37%	1.42%	1.48%	182.24%	186.46%	177.46%
交通银行	1.47%	1.68%	1.67%	174.22%	148.73%	150.81%
邮储银行	0.83%	0.89%	0.88%	391.10%	400.12%	403.21%
招商银行	1.19%	1.14%	1.13%	409.41%	440.81%	424.76%
兴业银行	1.55%	1.47%	1.47%	197.87%	214.97%	211.69%
民生银行	1.67%	1.69%	1.83%	145.73%	152.25%	145.90%
浦发银行	1.76%	1.92%	1.85%	159.51%	145.96%	149.38%
中信银行	1.72%	1.83%	1.98%	174.82%	175.72%	170.08%
平安银行	1.68%	1.65%	1.32%	186.18%	214.93%	218.29%
光大银行	1.54%	1.55%	1.53%	179.10%	186.77%	182.06%
华夏银行	1.88%	1.88%	1.88%	148.13%	143.24%	157.66%
浙商银行	N/A	1.40%	1.44%	NA	208.76%	196.22%
北京银行	1.41%	1.54%	1.52%	229.25%	219.95%	223.85%
南京银行	0.89%	0.90%	0.90%	415.51%	401.39%	379.93%
宁波银行	0.78%	0.79%	0.79%	525.49%	506.02%	516.35%
江苏银行	1.39%	1.37%	1.33%	225.10%	246.82%	250.07%
贵阳银行	1.48%	1.59%	1.58%	267.01%	285.62%	300.09%
上海银行	1.17%	1.19%	1.22%	333.36%	330.61%	328.07%
杭州银行	1.35%	1.24%	1.09%	311.54%	383.78%	453.16%
江阴银行	1.82%	1.83%	1.80%	268.29%	244.33%	230.55%
苏农银行	1.53%	1.24%	1.22%	208.89%	267.05%	275.75%
无锡银行	1.14%	1.14%	1.17%	304.50%	306.49%	307.27%
张家港行	1.42%	1.21%	1.16%	255.74%	297.91%	311.92%
常熟银行	0.96%	0.96%	0.95%	467.03%	487.73%	490.02%
成都银行	1.45%	1.42%	1.38%	258.33%	278.46%	298.91%
郑州银行	2.38%	2.16%	2.10%	160.01%	156.45%	154.99%
长沙银行	1.24%	1.23%	1.23%	274.55%	285.25%	284.73%

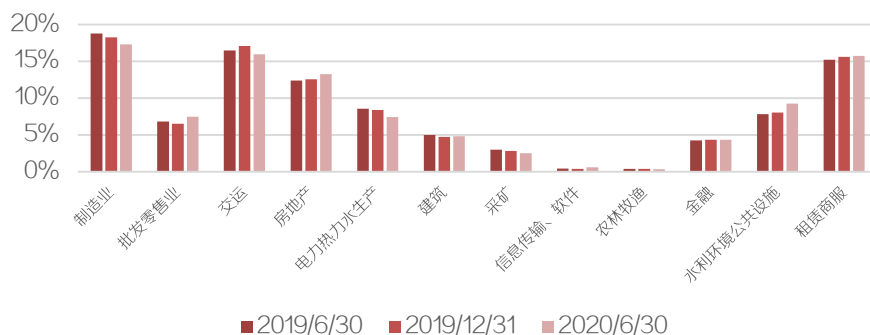
紫金银行	1.65%	1.68%	1.68%	224.74%	245.05%	242.09%
青岛银行	1.67%	1.63%	1.62%	155.51%	163.00%	164.79%
西安银行	1.19%	1.17%	1.18%	255.41%	268.03%	271.42%
苏州银行	1.52%	1.47%	1.46%	222.84%	263.91%	277.23%
青农商行	1.43%	1.49%	1.46%	309.45%	318.00%	298.23%
渝农商行	N/A	1.28%	1.29%	NA	370.16%	359.00%
上市银行平均	1.44%	1.43%	1.42%	256.43%	268.00%	269.06%
国有行平均	1.33%	1.40%	1.44%	240.87%	239.74%	235.27%
股份行平均	1.62%	1.61%	1.60%	200.09%	209.27%	206.23%
城商行平均	1.38%	1.36%	1.34%	284.26%	291.48%	300.28%
农商行平均	1.42%	1.35%	1.34%	291.23%	317.09%	314.35%

数据来源：wind，东方证券研究所

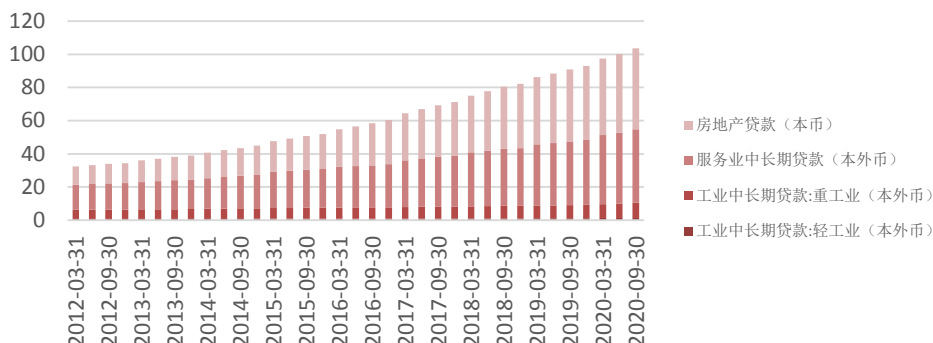
从后续信用成本的先行观测指标来看，我们认为仍将重点观察信贷的行业投向，在此方面，针对地产基建的信贷占比仍在快速提升，预计对未来的信用成本形成较强的修复效应。从上市银行口径观察，上半年房地产行业贷款投放上升，房地产在对公贷款占比由 2019 年末的 12.6% 上升到 2020 年中期的 13.3%，水利环境公共设施占比增长最为显著，由 2019 年末的 8.0% 上升到 2020 年上半年的 9.3%，相较于 2019 年同期增长了 1.5 个百分点，水利相关行业贷款占比显著提升，可能得益于政策对基建的积极支持，且水利行业不良率相对较低，银行配置意愿也较强。但针对不良暴露较多的制造业与商贸零售，整体占比下行趋势预计仍将持续，制造业的占比从 2019 年中期的 18.8% 一路下滑到 2019 年中期的 17.3%，批发零售业的占比虽然有所上升，但与制造业的下降幅度加总起来还是呈现出占比下降的结果，对公贷款结构不断优化。

从人行信贷投向报告角度观察，也出现类似情况，从而预计后续信用成本持续上升的概率较低，从而消解当前对银行估值的最核心压制要素。

图 4：上市银行对公贷款行业分布（上市银行公告口径）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 5：部分行业对公贷款行业分布（人行信贷投向报告口径，万亿元）


数据来源：wind，东方证券研究所

4. 上市银行在 2021 年预计面临较大的资本金补充压力

4.1. 可将上市银行资本金压力来源定位为核心一级资本

从今年银行资本金压力来源分析可知，银行在 2020 年的压力来源与此前有所不同。20 年之前上市银行往往在其他一级资本方面有所欠缺，从而广泛采用定增等补充核心一级资本的方式用以补充其他一级资本，客观上也形成了部分的资本浪费。但随着 2020 年以来银行在历史估值分位上的不振，从上市银行口径分析，在核心一级资本方面面临较大的需求，从而预计在 2021 年可能会出现部分相关融资行为。

2020 年全年净利润增速可能位于转正边缘，资本充足率面临压力。从这几年的金融政策出发，银行资本金补充是自 17 年以来的重大主题，预计 21 年相关政策空间仍将围绕银行资本金展开。并且由于疫情下商业银行自身利润空间被压降，尤其上市银行继续加大拨备力度，留存利润补充资本金的空间明显压缩。上市银行在 2020 上半年净利润规模显著降低，同比增速降低 9.4%。除城商行上半年上市银行净利润同比增速为正之外，国有行、股份行以及农商行增速都由正转负，而到了第三季度，城商行的净利润同比均转为负数，预计今年总体净利润增速位于转正边缘。

净利润增速的下降使银行补充内源资本金的难度上升，从而造成各层级的资本充足率均受到一定需求。上市银行整体的资本充足率、核心一级资本充足率在 2020 年均显著降低，截止三季度，上市银行的资本充足率为 14.07%，相比去年同期下降 0.18%。其中股份行、城商行的资本充足率较低，分别仅为 13.64%、13.51%；上市银行的核心一级资本充足率为 10.01%，相比去年同期下降 0.37%，其中股份行平均的核心一级资本充足率最低，仅为 9.17%。可见上市银行已面临一定的压力，而商业银行中存在大量未上市的中小银行，这些中小银行的资本充足率会显著低于上市银行，其中城商行（含未上市）资本充足率仅为 12.44%，农商行（含未上市）仅为 12.11%。由此整体上看银行面临较大的资本金压力，尤其是未上市的中小银行，从而可能会对未来的利率政策空间形成约束条件。

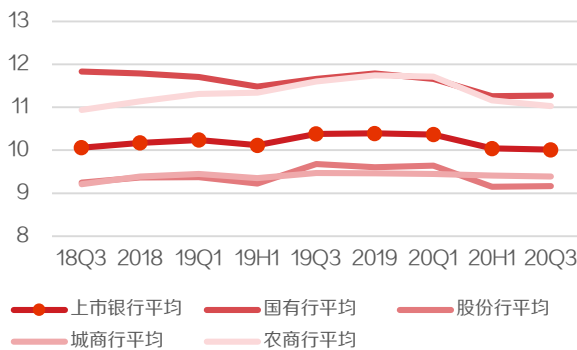
表 9：银行净利润留存同比减少加剧核心一级资本紧张

银行	归母净利润规模（百万元）			归母净利润同比		
	2019/9/30	2020/6/30	2020/9/30	2019/9/30	2020/6/30	2020/9/30
工商银行	251712	148790	228675	5.0%	-11.4%	-9.2%
建设银行	225344	137626	205832	5.2%	-10.7%	-8.7%
农业银行	180671	108834	165335	5.3%	-10.4%	-8.5%
中国银行	159579	100917	145711	4.1%	-11.5%	-8.7%
交通银行	60147	36505	52712	5.0%	-14.6%	-12.4%
邮储银行	54288	33658	52844	16.2%	-10.0%	-2.7%
招商银行	77239	49788	76603	14.6%	-1.6%	-0.8%
兴业银行	54910	32590	51875	8.5%	-9.2%	-5.5%
民生银行	45529	28453	37329	6.7%	-10.0%	-18.0%
浦发银行	48350	28955	44742	11.9%	-9.8%	-7.5%
中信银行	40752	25541	36918	10.7%	-9.8%	-9.4%
平安银行	23621	13678	22398	15.5%	-11.2%	-5.2%
光大银行	31399	18363	29605	13.1%	-10.2%	-5.7%
华夏银行	15244	9337	14120	5.0%	-11.4%	-7.4%
浙商银行	11239	6775	10144	14.0%	-10.0%	-9.7%
北京银行	18085	11514	16571	8.8%	-10.5%	-8.4%
南京银行	9889	7221	10088	15.3%	5.0%	2.0%
宁波银行	10712	7843	11271	20.0%	14.6%	5.2%
江苏银行	11880	8146	11956	15.8%	3.5%	0.6%
贵阳银行	4306	2830	4265	15.3%	6.7%	-1.0%
上海银行	16359	11131	15052	14.6%	3.9%	-8.0%
杭州银行	5306	4068	5577	20.3%	12.1%	5.1%
江阴银行	637	408	648	17.9%	1.5%	1.8%
苏农银行	828	593	883	15.1%	2.2%	6.7%
无锡银行	960	676	1002	11.3%	5.0%	4.4%
张家港行	733	493	768	14.0%	4.2%	4.8%
常熟银行	1371	866	1395	22.4%	1.4%	1.8%
成都银行	4007	2753	4200	18.0%	9.9%	4.8%
郑州银行	3590	2418	3293	4.5%	-2.1%	-8.3%
长沙银行	4148	2872	4248	11.2%	7.5%	2.4%
紫金银行	1138	729	1159	15.2%	2.0%	1.8%
青岛银行	1947	1531	2008	11.0%	6.4%	3.1%
西安银行	2011	1348	1991	11.5%	1.1%	-1.0%
苏州银行	2058	1498	2102	9.9%	4.8%	2.2%
青农商行	2357	1484	2473	15.9%	4.8%	4.9%
渝农商行	8628	5183	7769	17.6%	-9.9%	-10.0%
上市银行加总	1390972	855415	1283562	7.6%	-9.4%	-7.7%

国有行加总	931741	566330	851109	5.6%	-11.2%	-8.7%
股份行加总	348283	213480	323734	11.2%	-8.2%	-7.0%
城商行加总	94298	65173	92621	13.9%	3.0%	-1.8%
农商行加总	16650	10432	16097	16.9%	-3.7%	-3.3%

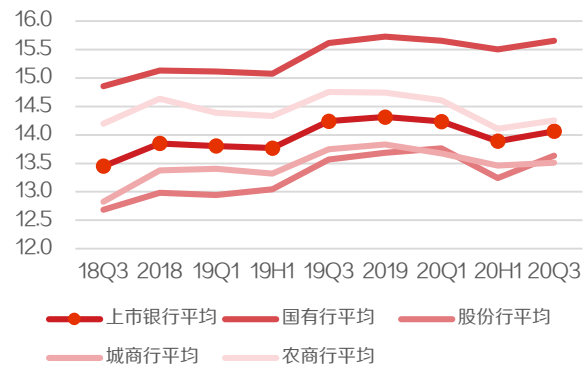
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 6: 核心一级资本充足率在 2020 年 Q2 显著降低 (%)



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 7: 资本充足率在 2020 年上半年下滑较大 (%)



数据来源: wind, 东方证券研究所

4.2. 上市银行 21 年在内生与外延资本补充方面仍备多种方式

在大行方面，**TLAC** 监管要求对四大行提出新要求，在原有规则下相对宽裕的大行开始面临新的监管变量。9 月 30 日，银保监会和央行发文宣布将对全球系统性银行（包括工商银行、中国银行、建设银行、农业银行）实施 **TLAC** 监管要求，造成银行形成较大的资金缺口，从而促使对资本的补充效应。**TLAC** 由资本工具和非资本债务工具构成，现有的资本工具主要包括可转债、永续债、优先股、减记型二级资本债等，现阶段我国暂时不存在非资本债务工具，预计 21 年四大行将继续依靠发行资本工具来补充资本金。同时为了有效地支持下一年的投放，适度修复资本充足率相关指标，银行需要筹集更多的资本金。

表 10: TLAC 监管要求：造成银行资本金缺口

比率	计算公式	最低监管要求
外部总损失吸收能力风险加权比率	$= (\text{外部总损失吸收能力} - \text{扣除项}) / \text{风险加权资产} \times 100\%$	自 2025 年 1 月 1 日起不得低于 16% 自 2028 年 1 月 1 日起不得低于 18%
外部总损失吸收能力杠杆比率	$= (\text{外部总损失吸收能力} - \text{扣除项}) / \text{调整后的表内外资产余额} \times 100\%$	自 2025 年 1 月 1 日起不得低于 6% 自 2028 年 1 月 1 日起不得低于 6.75%

数据来源: 中国人民银行, 东方证券研究所

在中小行方面，作为支撑中小微企业的重要主体，中小银行补充资本金工具有限。1) 目前上市银行的估值低迷，除类似邮储银行股东溢价定增的情况，存在普遍性的核心一级资本补充难度；2) 在其他一级资本方面，优先股风险溢价较高、流程繁琐；永续债投资者较少、定价方式不足，所以对非上市中小银行来说，利用该类资本工具补充资本金的难度相当大；3) 目前二级资本债只需要监管部门批准即可发行，成为中小银行补充资本金的最佳选择，但是二级资本债条款特殊，包含次级条款、减记条款、提前赎回条款，对资本市场吸引力相对较小。除此以上工具之外，银保监会城市银行部副主任刘荣在媒体通气会上介绍，地方政府将用限额为 2000 亿元的专项债来支持 18 个地区的中小银行，由省级政府负责制定具体方案，目前部分省市已经开始研究使用这笔资金。浙江的一家城商行温州银行率先试水，2020 年 9 月 7 日，温州银行官网发布了《关于实施温州银行股份有限公司增资扩股方案的公告》，其中指出老股东未足够认购的部分，将通过地方专项债筹集，由温州市人民政府制定特定主体进行认购。但地方专项债融资的方式则面临额度有限的制约。

表 11：中小银行补充资本工具有效性分析

资本金类别	资本补充工具	备注
核心一级资本	未分配利润、定增、配股、IPO、可转债（权益部分）	可转债对于股价有一定的要求
其他一级资本	优先股、永续债	要求上市
二级资本	二级资本债、超额贷款损失准备	超额贷款损失准备计入二级资本债的部分不得超过对应贷款信用风险加权资产的 1.25% 二级资本债相对更适合中小银行

数据来源：中国人民银行，东方证券研究所

表 12：截至 2020 年 12 月 1 日上市银行 PB 估值普遍低于 1 倍

银行	PB	银行	PB
平安银行	1.35	常熟银行	1.24
宁波银行	2.24	兴业银行	0.88
江阴银行	0.85	北京银行	0.54
张家港行	1.15	厦门银行	2.14
郑州银行	0.92	上海银行	0.70
青岛银行	1.22	农业银行	0.64
青农商行	1.16	交通银行	0.50
苏州银行	0.94	工商银行	0.76
浦发银行	0.59	长沙银行	0.93
华夏银行	0.48	邮储银行	0.86
民生银行	0.51	光大银行	0.73
招商银行	1.88	成都银行	1.12
无锡银行	1.02	紫金银行	1.20

江苏银行	0.63	浙商银行	0.80
杭州银行	1.44	建设银行	0.83
西安银行	1.07	中国银行	0.58
南京银行	0.94	贵阳银行	0.75
渝农商行	0.59	中信银行	0.58
苏州银行	0.83	银行指数	0.78

数据来源：Wind, 东方证券研究所

通过前述分析，在疫情背景下，银行已经开始面临净利润下行和资本充足率的紧缺，同时银行存在普遍的补充资本金方式受限。由此目前不论是国有大型银行，还是中小银行对于资本均存在较为紧迫的补充需求，但目前中小银行补充资本金的工具较为有限。由此我们预期，一方面银行在2021年面临更强的留存利润需求，通过增厚净资产形成资本金的内生性补充，另一方面预计在合适的市场背景条件下，实现多种方式再融资。

5. 估值压制要素逐步消解，资金配置偏好强化

5.1. 板块估值仍处于历史低位，可归因为资产质量的过度担忧

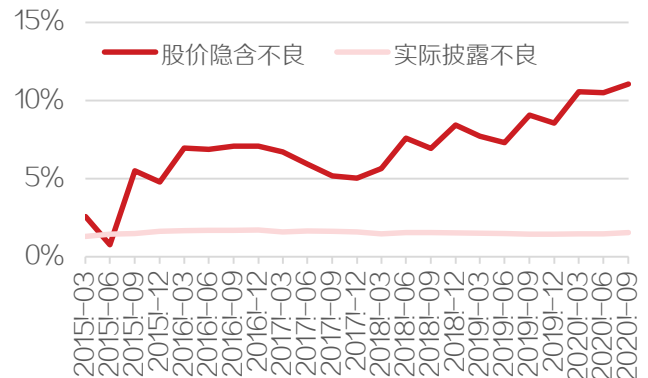
今年行业估值全年处于历史低位的原因，与疫情后续的资产质量隐忧直接相关，但不认为此后仍存在太强的压制效应，同时如前文所述，我们认为该要素将面临逐步消解。截至11月25日，银行板块的市净率（算数平均）仅为0.88，可见银行现处于目前估值之底部。我们将之归因为疫情背景下，投资者对银行的资产质量存在普遍担忧，但正如前文所述，该要素正在逐步消解中。同时从估值隐含倍数来看，与显性不良的差值倍数也走到了显著的高位。

图8：银行板块 PB（MRQ）处于历史地位



数据来源：Wind，东方证券研究所

图9：估值隐含不良率与显性不良率的差值处于高位



数据来源：Wind，东方证券研究所

5.2. 宏观趋稳，让利逐步退出，有利估值重振

2020 年在银行经营端最显著的财务结果为超额拨备对净利润的挤压效应，而展望明年，我们一方面预计利息及中收业务的提振有望驱动业绩的快速回暖，ppop 的中枢预计出现自然上升；但更重要的是，而资产质量压力的减小预计将对拨备计提的减少形成进一步的刺激效应。从实际上净利润增速-ppop 增速的差值来看，2020 年 Q3 与 Q2 相比已经有了非常大的改善，预计随着宏观向好，该问题会得到进一步的解决，从而驱动估值的进一步回升。

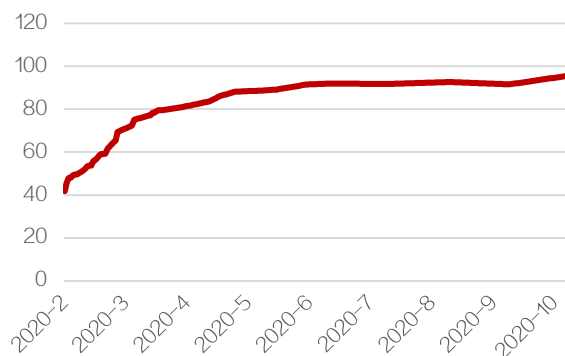
目前企业复工率已经接近 90%，宏观经济有序恢复。随着疫情缓解，3 月份开始，各地区大规模复工复产。根据招银理财公布的夜光工业复工指数，截至 10 月 31 日，我国的复工指数已经达到 95.94%。我国 7 月份（7 月 1 日-7 月 6 日）六大电厂日均耗煤量也已达 62.27 万吨，为疫情之前的 1 月份（1 月 1 日-1 月 19 日）日均耗煤量的 88%。这两大指标均可说明我国的企业已经基本复工复产，企业的现金流也会随着复工率的提高而得到改善，小微企业的还款能力也预计相应提升。

图 10：六大电厂日均耗煤已达疫情前的 88%（万吨）



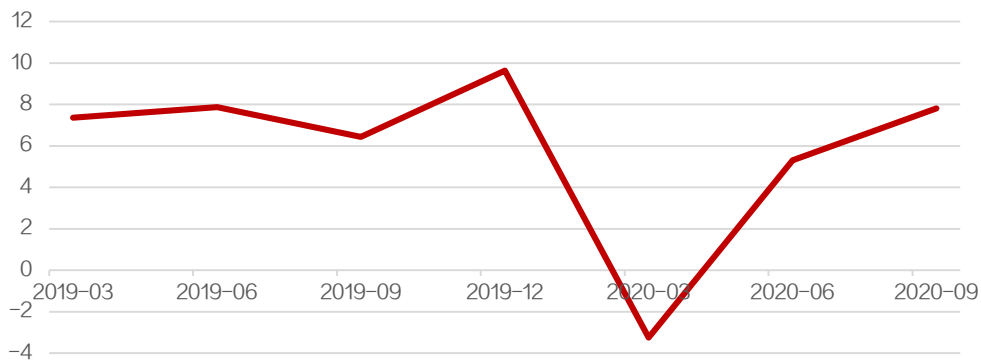
数据来源：wind，东方证券研究所

图 11：招银理财夜光工业复工指数已达 92%（%）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 12：GDP 同比增速恢复（%）

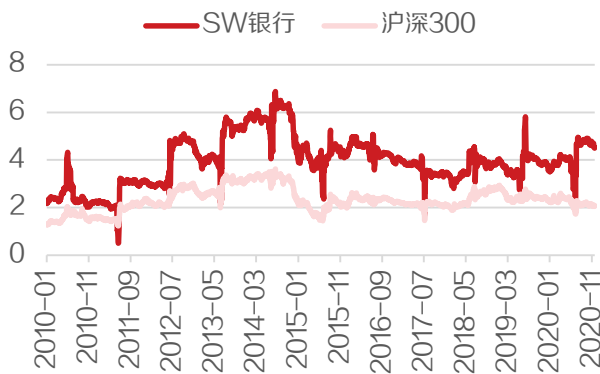


数据来源：wind，东方证券研究所

5.3. 资金配置有望利好银行这一防御板块

银行股息率仍在高位，分红稳定，与银行理财子公司净值化转型及保险资管全面施行新会计准则完全适应。上市银行股息率绝大部分时候均显著高于沪深 300，2010 年至今（截至 2020 年 11 月 25 日），SW 银行的平均股息率为 3.93%，而沪深 300 的股息率平均仅为 2.32%，SW 银行的平均股息率高于沪深 300 约 161 个 bps。同时近 5 年来上市银行分红率均在稳定上升，2019 年其分红率高达 27.93%。

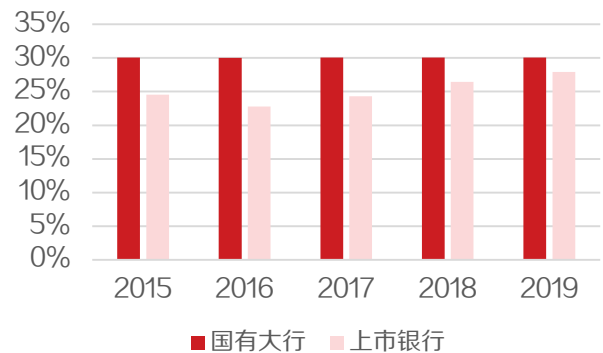
图 13：银行股的股息率长期高于沪深 300（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

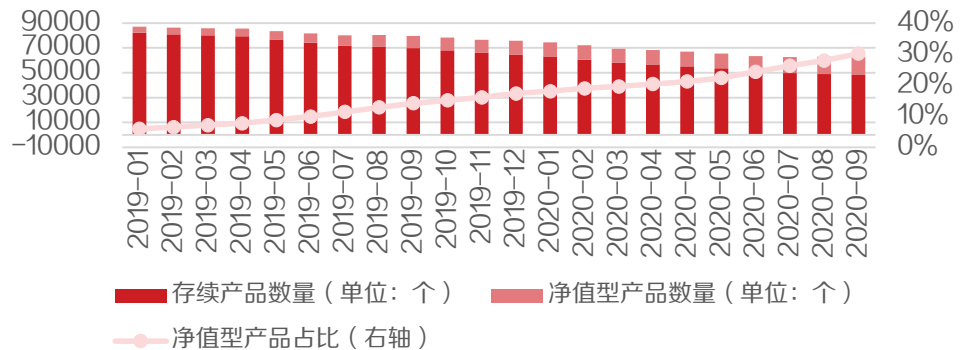
注：股息率（近 12 个月）= $\frac{\sum \text{近 12 个月现金股利(税前)}}{\text{指定日股票市值}} \times 100\%$

图 14：上市银行分红率稳定上升



数据来源：Wind，东方证券研究所

银行净值化有序推进，权益投资中对稳健回报低回撤的品种形成需求。随着《资管新规》出台，银行理财亟需打破刚性兑付，持续推进净值化转型，净值型产品占比处于上升趋势。截至 2020 年 9 月，净值型产品占比已达到 30.18%。根据《资管新规》，银行理财子投资非标准债权资产的比率严格受限，银行理财子配置权益有所放开，同时该局面将随银行理财子公司资产管理规模的扩张而同步放大。结合银行理财子对于低波动的内生需求，我们认为 2021 年银行理财子会加大银行板块的配置份额。

图 15：净值型银行理财产品占比持续上升


数据来源：Wind，东方证券研究所

IFRS9 新会计准则的实施，保险资管浮盈浮亏难以实现会计平滑，因此对稳健回报低回撤的品种有更大需求。

当前保险资管的重大难题在于 IFRS9 新会计准则的即将实施，在新准则实施之后，资管收益期间浮盈浮亏难以实现会计平滑，仅能通过投资行为的变化实现损益表的平滑。同时叠加非标再投资收益率的持续下降，我们预计保险资管在 2021 年一方面将继续加大权益投资占比，另一方面将持续加大稳健回报低回撤的行业配置，由此对银行板块的配置资金来源形成显著利好。

6. 投资建议：重点关注零售业务强，资产质量佳的银行

三季报公布后，行业净利及资产质量压力更加明朗，板块不确定性有所降低，而目前板块处于历史估值低部，或将迎来估值修复窗口。资产负债规模扩张方面，政策对投资、消费的支持力度不断增加，经济逐步修复。新老基建并行，中短期银行资产增速受益于基建、国企项目推进和政策推进信贷投放，21 年信贷规模释放较有保障。息差方面，当前货币政策逐步从疫情应激状态下退出，定向和精准性增强，预计 21 年整体 LPR 下行压力或较上半年有一定程度缓解，同时考虑到银行普遍资本金不足的现状，我们预计未来持续大幅非对称性降息的概率较低。当前板块估值处于历史较低水平，我们仍维持行业“看好”评级。

- 1) 商投一体、综合化经营，预计成为盈利模式多元化的突破口。尤其以兴业银行为代表的实业投行路线，切入投贷联动领域，我们建议重点关注兴业银行(601166，买入)。
- 2) 经济下行期，各银行之间资产质量分化仍可能加剧，当前零售业务息差水平仍较高，资产质量相对较好，在内外部不确定风险增加的情况下，优质零售银行标的仍是稳健收益的好选择，我们建议重点关注招商银行(600036，增持)。
- 3) 2021 年行业整体面临的信贷需求预计仍在高位，拥有较高的资本快速补充能力，以实现核心一级资本瓶颈的打开，预计也将成为明年的差异化竞争重点，结合公司信贷释放增速较快，资产质量较好，我们建议重点关注邮储银行(601658，增持)。

7. 风险提示

全球疫情影响尚不明确，经济外部风险仍较大，银行未来资产收益率和资产质量风险或将增加。我们将银行不良定位为影响估值的核心压制要素，疫情长期化对宏观预期形成显著影响，并进一步提升银行信用成本。

外资银行准入逐渐放宽，新增同业竞争将更加激烈。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn