政策拐点已到来，抢滩零售正当时
——2021年银行业投资策略

守正出新 民生在勤

分 析 师：郭其伟 执业证号：S0100519090001
研究助理：廖紫苑 执业证号：S0100119120002

2020年12月24日

风险提示：资产质量扰动，疫情反弹，政策退出低于预期



投资摘要

今年下跌主因是疫情的影响。截至2020年12月23日银行指数年内下跌3.17%，涨幅排在板块尾部，同期上证指数上涨10.89%。今年银行股跑输大盘的主要原因是受到新冠疫情的冲击，主动加大减值计提，导致利润增速显著下滑。上市银行的归母净利润增速从2019年的6.92%下降到2020年前三季度的-7.72%，拖累PB估值跌至0.7倍的历史新低。

看好明年基本面改善。在估值触底以后，2021年的银行股有望迎来较大的修复空间。从基本面看，逆周期政策退出将使生息资产收益率触底回升。受益于银行较长的资产重定价周期，明年即使下半年国债利率冲顶回落，存量贷款利率预计能保持上升的态势带动净息差全年走高。非息收入得益于消费活动恢复，银行卡收入将拉动手续费收入实现较快增长。资产质量预计保持平稳。在经济基本面和政策面的护航之下，不良贷款生成率将呈现边际回落。鉴于金融让利实体的政策力度减弱，预期明年银行的利润将恢复同比正增长。对比历史上银行股利润增速上升期，我们预期明年上市银行的利润增速在5%左右。

银行资本补充进程重启，利好利润释放。2020年下半年发布的TLAC管理办法（征求意见稿）和国内系统重要性银行评估办法，标志着一度被疫情打断的银行资本补充进程重新提上监管议程。面对更高的资本要求，银行业尤其是大型银行需要尽快实现资本提升。相比于耗时较长的外源性资本补充，内源性资本补充（利润释放）能更快实现政策目标。所以明年银行业利润增速恢复正常化也是政策所需。

把握大零售方向。为应对疫情阶段性实施的逆周期政策导致宏观杠杆率又一次创下历史新高。经济复苏后的政策退出意味着未来宏观杠杆率还将经历从企稳到回落的过程。在稳杠杆乃至去杠杆的过程中，银行的小微零售业务会是未来的主要转型方向。明年银行发展零售业务有多个有利条件。消费活动恢复叠加地产竣工周期，居民消费信贷需求将重新提升。金融科技公司面临严监管，银行和金融科技公司的监管差异缩小，给予银行一到两年宝贵的发展机遇期。

多维度寻找优质标的。在上市银行中，零售和对公标的的估值差异随着经济下行不断拉大。得益于零售业务更稳定的金融需求和更低的信贷成本，零售银行的利润增速远超可比同业。因此合适的可投资标的应具备较低的估值以及切换跑道的潜力，也就是具备向零售转型的发展空间。我们从业绩释放能力、零售转型速度和计息负债成本率三个角度筛选未来的银行板块优质标的。以2021年全年为投资期限，我们推荐**兴业银行、常熟银行、杭州银行、宁波银行、平安银行、招商银行。**

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		12月23日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601166.SH	兴业银行	19.82	3.17	3.12	3.36	6.25	6.36	5.89	推荐
601128.SH	常熟银行	7.10	0.65	0.66	0.73	10.90	10.73	9.78	推荐
600926.SH	杭州银行	14.08	1.11	1.13	1.30	12.65	12.41	10.85	推荐
002142.SZ	宁波银行	33.73	2.28	2.33	2.67	14.78	14.49	12.65	推荐
000001.SZ	平安银行	18.00	1.45	1.43	1.58	12.39	12.57	11.41	推荐
600036.SH	招商银行	42.32	3.68	3.65	3.86	11.49	11.59	10.97	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 银行业基本面展望：利润增速提升
- 资本问题解析：政策推动资本补充
- 投资主题：大零售是核心
- 多维度寻找优质标的：零售业务面面观

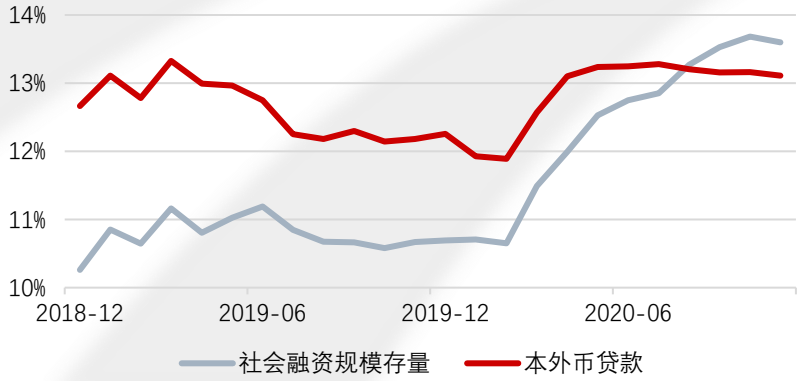
宏观稳杠杆，社融增速下降

我们预期2021年社融增速下降，**将从今年10月的13.7%下降到明年的11%左右**。

首先，**政策向“稳杠杆”转变**。12月的中央经济工作会议提出，要“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“。今年因为疫情原因，逆周期政策加快信贷投放，使实体经济部门的宏观杠杆率又一次创下历史记录。2020年9月末高达270.10%。未来政策向正常化回归需要稳定住杠杆率水平。Wind统计的2021年市场预测的GDP增速平均值为8.74%，考虑平减指数后名义GDP增速预计在10%-11%左右。那么11%左右的社融增速基本符合政策的预定目标。

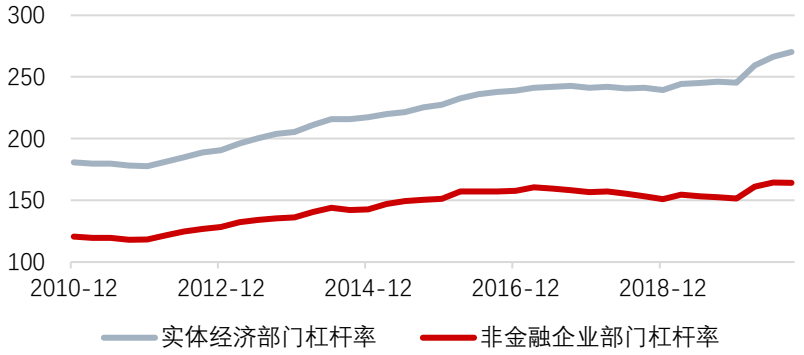
其次，**财政政策的力度边际减弱**。今年下半年贷款额度已经收紧。社融中对实体企业的本外币贷款增速在今年7月见顶，从7月的13.28%下降到11月的13.11%。推动下半年社融增速再创新高的主要是政府债券融资。但是随着经济复苏，明年财政赤字率会从3.60%的较高水平下降，约束政府债券发行和基建投资力度，从而带动社融增速回落。

社融余额和本外币贷款余额同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

宏观杠杆率（%）



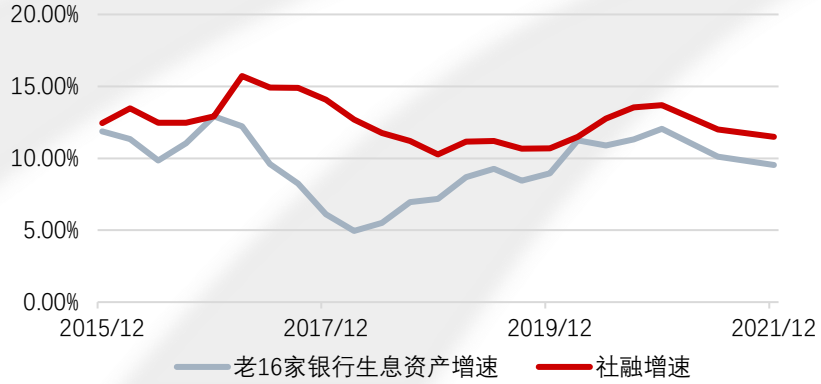
资料来源：Wind，民生证券研究院

银行资产增速下降

生息资产增速和社融增速同步下降。在经历了2017年以来的“去杠杆”以后，商业银行表内的非标转标工作基本完成，银行的生息资产增速和社融增速逐步趋同。今年以来上市银行的生息资产增速和社融增速差距约为2个百分点。如截至2020年三季度末，老16家上市银行生息资产增速为11.31%，社融增速为13.53%。考虑到2021年政策转向，但是节奏较缓，大中型银行的贷款增速将小幅回落。因此我们预测到2021年末上市银行生息资产增速会下降到9.5%左右。

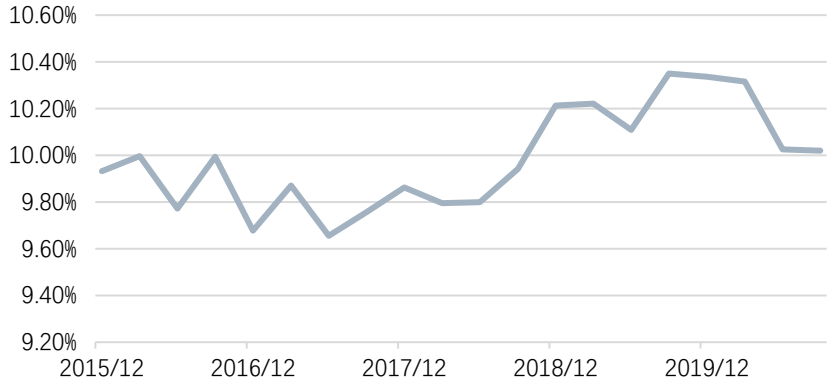
资产降速有利于补充资本。降低资产增速也是银行实现内生性资本补充的需要。2020年新冠疫情导致银行利润同比下降，打断了银行的长期资本补充进程。截至2020年三季度末老16家上市银行的核心一级资本充足率平均只有10.02%，回到了2018年的水平。换句话说，2018-2019年两年间银行密集再融资形成的资本已经被消耗殆尽。为避免形成长期的资本缺口，银行补充资本迫在眉睫。相比于短则半年、长达一年以上的外源性资本补充，通过利润释放、降低资产增速实现的内生性资本补充是更有效率的解决方案。

老16家上市银行生息资产增速和社融增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

老16家银行核心一级资本充足率平均值



资料来源：Wind，民生证券研究院

新增贷款利率前高后低

银行净息差的变化主要取决于生息资产收益率，其中贷款利率水平是核心因素。因为银行贷款存在较长的重定价周期，所以贷款利率的变化往往滞后于经济基本面。为预测明年的贷款利率走势，**我们首先判断新增贷款利率的走势**。

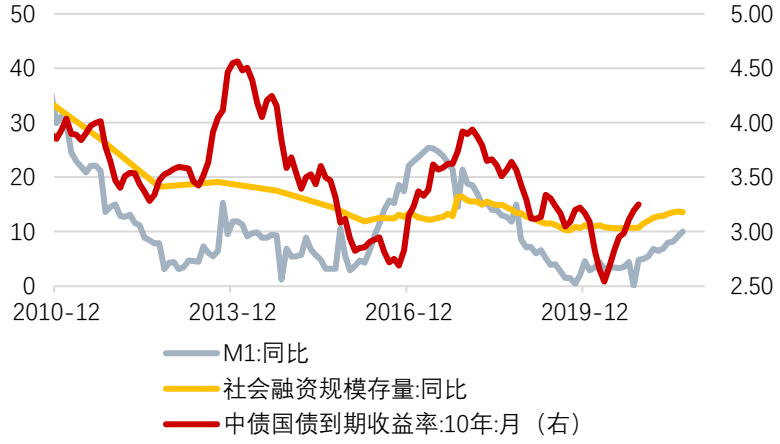
银行的新增贷款利率和10年期国债到期收益率相关。对于企业来说，向银行借款和发行债券是替代关系，所以同期的贷款利率和债券利率有一定的相关性。如左图所示，金融机构新增人民币贷款的平均利率和10年期国债到期收益率变动方向基本一致，两者差距主要取决于信用利差的高低。而利率周期变化落后于债务周期。根据历史经验，10年期国债收益率往往滞后M1增速和社融增速约9个月的时间。如果明年一季度社融增速出现明显回落，**那么10年期国债收益率和银行新增贷款利率预计在明年二三季度才会出现拐点。因此我们预期明年新增贷款利率前高后低**。

10年期国债收益率与新增贷款利率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

M1、社融增速和10年期国债到期收益率（%）



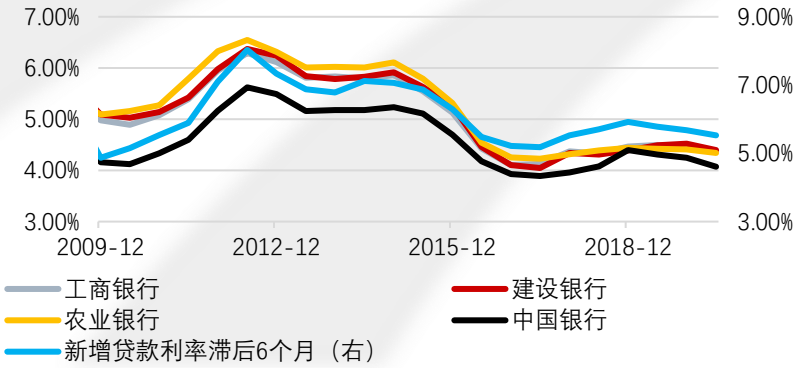
资料来源：Wind，民生证券研究院

存量贷款利率全年持续上升

存量贷款利率明年全年保持上升趋势。影响银行利润表的贷款利率水平主要是存量贷款利率。新增贷款的利率变化仅仅影响存量贷款中到期后新投放的部分，而如果要所有存量贷款利率都按照最新利率水平进行重定价往往需要较长的时间。**一般来说存量贷款利率滞后新增贷款利率约6个月左右**。如下图所示，滞后6个月的新增贷款利率和我们测算的四大行半年度日均贷款利率基本同步变化。新增贷款利率已经在今年9月份触底回升，如果到明年年中触顶回落。那么可以推测重定价比较慢的**存量贷款利率预计在明年二季度反弹，直到明年年底都能保持上升态势**。

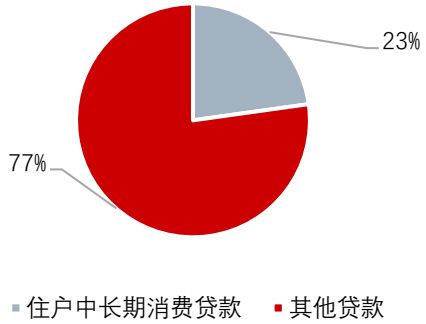
个人住房贷款重定价影响不大。明年1月大部分存量个人住房贷款将以最新LPR为基准进行重定价。根据人行公告，房贷利率降幅将是2019年12月和2020年12月5年期LPR之差，也就是15bp（=4.80%-4.65%）。但是因为个人房贷占银行贷款的比例并不高。如截至2020年10月末，在本外币信贷收支表中，住户中长期消费贷款占贷款总额（剔除同业贷款）的比例为22.78%，也就是影响存量贷款利率只是3bp左右，对总体贷款利率影响很小。

存量贷款利率变化滞后新增贷款利率约6个月



资料来源：Wind，民生证券研究院

住户中长期贷款占总贷款（剔除同业贷款）的比例

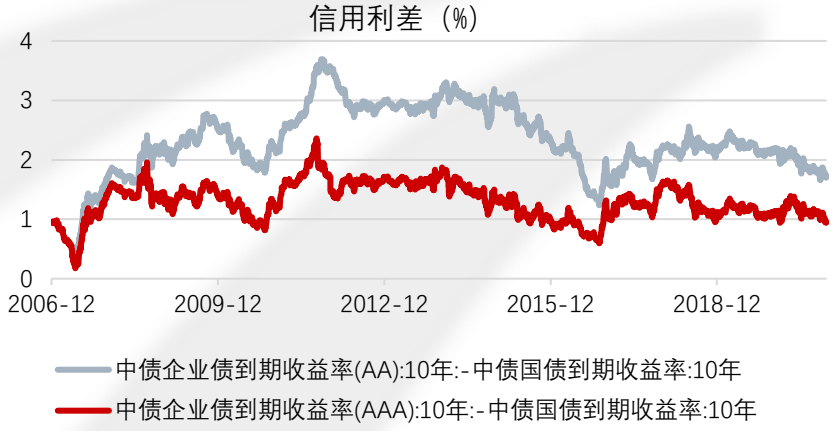


资料来源：Wind，民生证券研究院

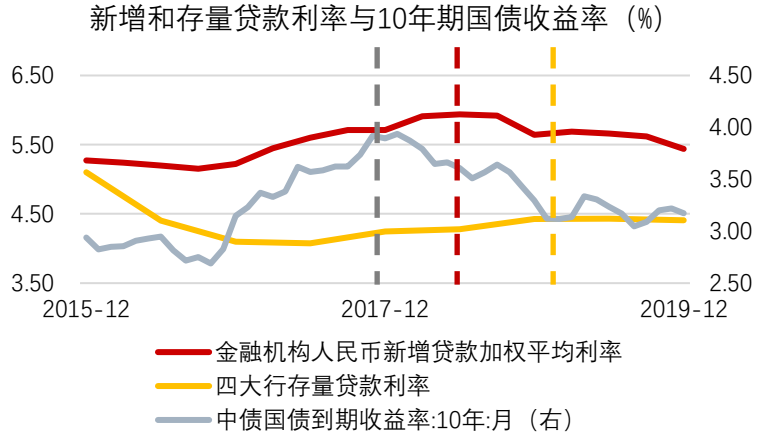
信用利差缓慢回升将延长贷款利率上升期

信用利差恢复利好贷款定价。今年因为逆周期政策，银行主动加大对较高风险的小微企业、高新制造业加大贷款投放，阶段性压低了市场的信用利差。AA级企业债相对于10年期国债收益率的差值一直到2020年12月才开始寻底。当前水平和2017年初相近。所以未来政策退潮必然需要贷款重新根据风险水平进行合理定价，信用利差回升是必经之路。这也会进一步推动贷款利率上升。

政策不急转弯意味着贷款利率上升期更长。12月的中央经济工作会议提出政策“不急转弯”。我们判断政策退出的速度会放缓，反映到贷款定价上，那就是信用利差触底回升的进程会比预期更慢推进。我们以2017年-2018年的利率上升期为例，当时供给侧改革带来经济阶段性改善。10年期国债收益率在2017年末见顶，但是因为逆周期政策结构性调整，如普惠贷款政策落地，导致信用利差缓慢上升，新增贷款利率到2018年6月才触顶，存量贷款利率到2018年末才到达峰值。因此政策退出的节奏放慢将有利于银行的享受更长的贷款利率改善周期。



资料来源：Wind，民生证券研究院



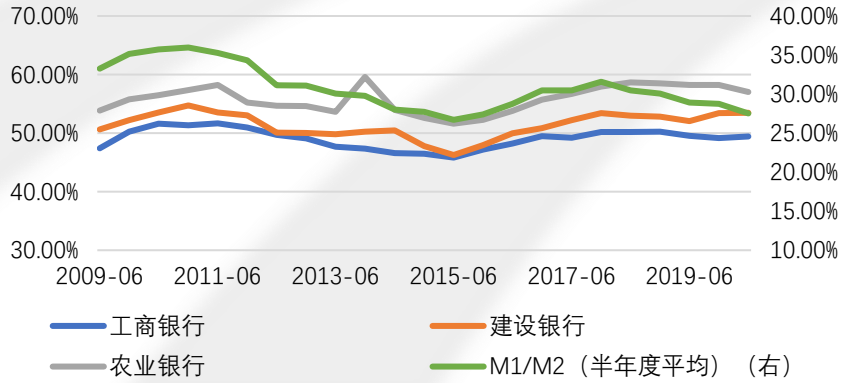
资料来源：Wind，民生证券研究院

存款利率小幅提升

存款活期率下降。截至2020年11月末，代表单位活期存款的M1增速为10.0%，代表总存款的M2增速为10.7%，M1增速才刚刚追平M2增速。但是明年上半年社融增速见顶下行，又会再次带动M1增速下降。因为单位活期存款变动更为活跃，所以银行的活期存款占比主要受到单位活期存款的影响，于是我们可以用M1/M2描述广义货币层面的活期率，作为研判银行存款活期率的高频指标。从左图可以看到，该指标和上市银行的活期存款占比同趋势变化。在微观层面看，今年能实现活期率改善的，主要是部分银行，这得益于地方债发行加快以及商品房销售回款。但明年这两个因素的效果都会边际减弱。所以存款利率易上难下。

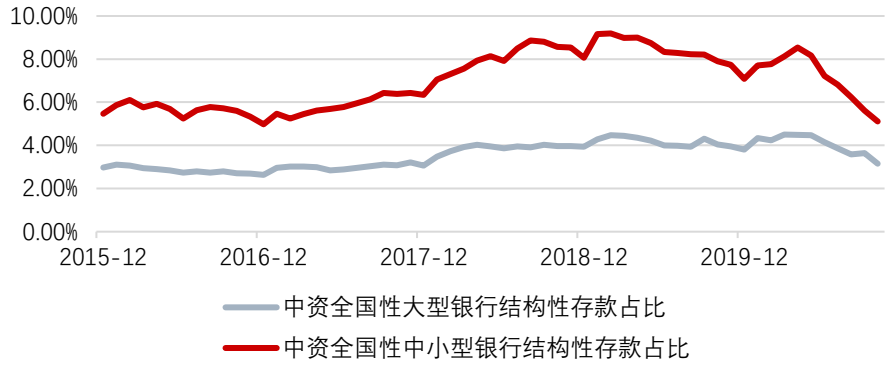
压降结构性存款的缓释效果结束。结构性存款整改通知于2019年10月发布，过渡期一年。所以压降结构性存款对于存款利率的改善效果接近尾声。全国性银行的结构性存款占比也已经回到了2017年去杠杆以前的水平。明年通过存款调结构实现成本改善的空间相对有限。

活期存款占比与M1/M2比值



资料来源：Wind，民生证券研究院

结构性存款占存款总额的比例



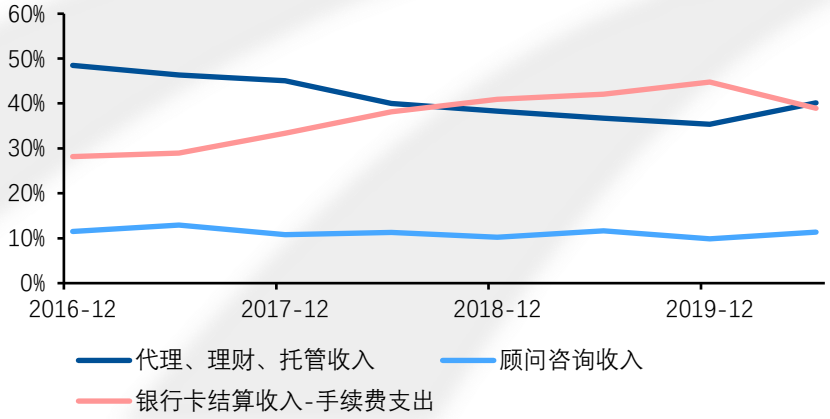
资料来源：Wind，民生证券研究院

信用卡和结算收入再次支撑手续费增长

银行卡和结算收入是手续费的主要增长点。银行的手续费和佣金净收入可以分成三类。一是银行卡结算收入，二是和资管相关的理财、代销、托管收入，三是与投行、债券承销相关的顾问咨询收入。前两者为大头，合计占到手续费和佣金净收入的80%左右。其中银行卡结算收入一直是主要的增长点，收入占比持续上升，在疫情前可以占到手续费净收入的45%左右。

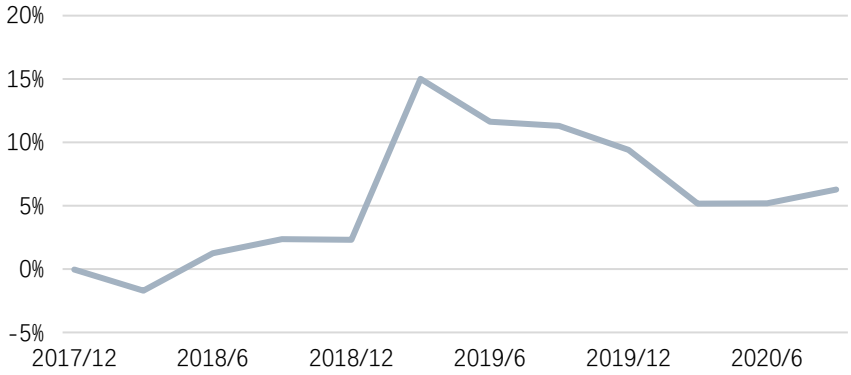
银行卡收入预计能提振手续费收入增长。今年因为受到疫情的影响，居民消费意愿下降，代理理财和托管收入占比反超。但是随着流动性边际收紧，预计资管规模增速明年走弱。而银行卡结算收入将受益于居民消费复苏，重新成为手续费收入的主要驱动力。银行卡结算收入主要包括交易结算费、信用卡佣金以及信用卡分期业务手续费等等。根据高频数据，银行卡业务金额同比增速在今年3月以后已经实现触底反弹。所以我们预期明年手续费收入增速能够小幅上升。

国有行手续费和佣金净收入结构占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

老16家上市银行手续费及佣金净收入增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

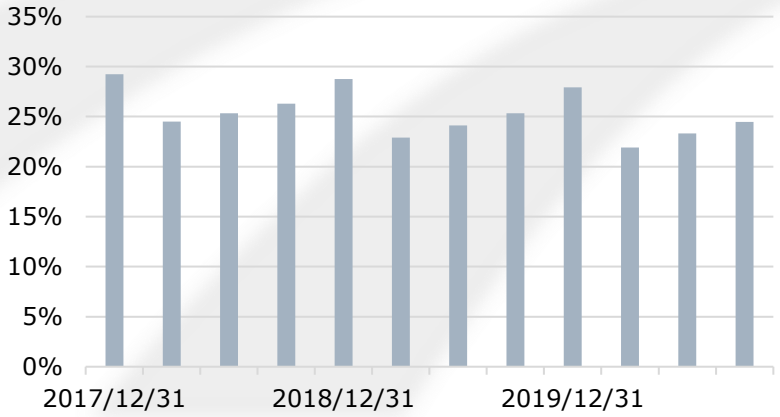
成本收入比保持稳定

物理限制减少，线下营销费用增加。今年上市银行的成本收入比普遍下降，前三季度老16家上市银行的成本收入比为24.48%，同比下降0.86个百分点。这主要是因为疫情期间线下营销活动开展较少，所以降低了费用支出。随着疫情影响减弱，明年线下活动增多，营销费用有望重新抬升。

国资银行预计实施降薪。财政部在今年1月19日印发《国有金融企业工资决定机制实施细则》。国有商业银行的工资需要根据上年度的利润增幅以及业绩考评确定本年度的工资总额。因为前三季度老16家上市银行的归母净利润增速仍未转正，只有-8.25%。所以等明年发布2020年利润数据以后，预计工资总包会下降一个台阶。有部分银行已经在今年实施降薪，来平滑薪酬包的波动。

两个因素相互抵消，我们预计明年成本收入比会保持稳定。

老16家银行成本收入比



资料来源：Wind，民生证券研究院

国有金融企业工资决定机制实施细则

项目	说明
工资算法	当年工资总额=上年度工资总额基数×(1+W)，其中W为工资增幅，以Y为函数计算确定；Y=联动指标增幅×综合考核系数。W和Y的函数关系则是，当-20%≤Y≤20%时，W=Y；当Y>20%时，W=20%+arctan(2.5Y-0.5)×20%/π；当Y<-20%时，W=-20%+arctan(2.5Y+0.5)×20%/π。
联动指标增幅	商业银行、证券公司等商业性金融企业，联动指标增幅一般为净利润增幅，保险公司可选取净利润增幅和营业收入增幅加权指标，权重分别为60%和40%；对于净利润规模较大的商业银行，经申请可增加营业收入增幅为加权指标，权重原则上不超过30%。
综合考核系数	综合考核系数=绩效评价系数×80%+考核目标系数×20%

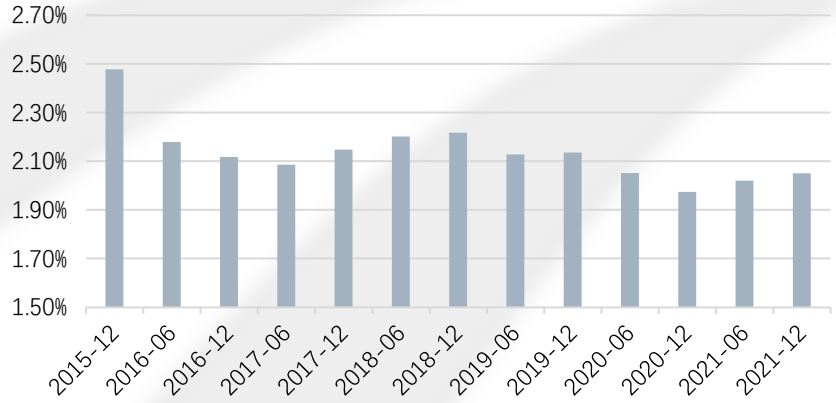
资料来源：财政部，民生证券研究院

净息差扩大，拨备前利润增速上升

综合上述判断，我们对拨备前利润增速进行预测。我们以四大行的数据建模，这样更能反映行业总体变化，也便于和高频的宏观数据进行交叉验证。我们预测2020年、2021年上半年，2021年全年的净息差分别为1.97%、2.02%、2.05%。净息差上升主要得益于贷款利率的增加。拨备前利润增速分别为3.22%、3.45%、7.20%，利润增速逐级上升，这主要得益于净息差扩大以及手续费收入增速的提升。另外考虑到明年债券收益率先上后下，下半年债市转牛，债券投资收入（包括投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益等等）将实现同比较快增长。

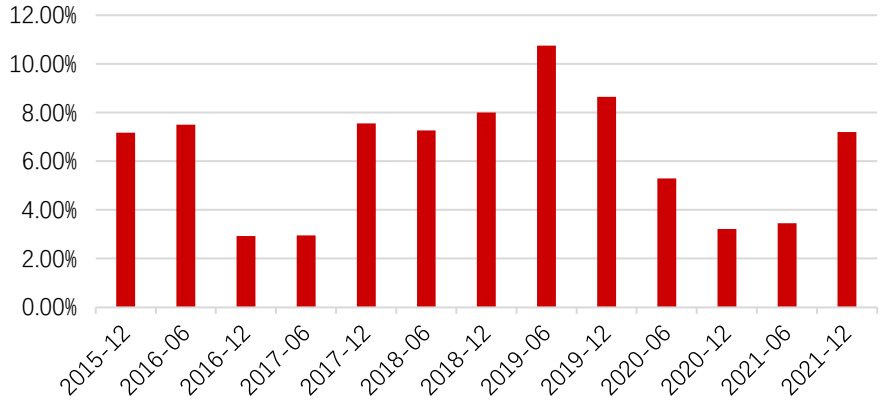
因此综合来看，银行**明年真实盈利能力将得到快速改善**。明年下半年基本面会有更显著的修复。

四大行累计净息差预测



资料来源：民生证券研究院

四大行拨备前利润增速预测



资料来源：民生证券研究院

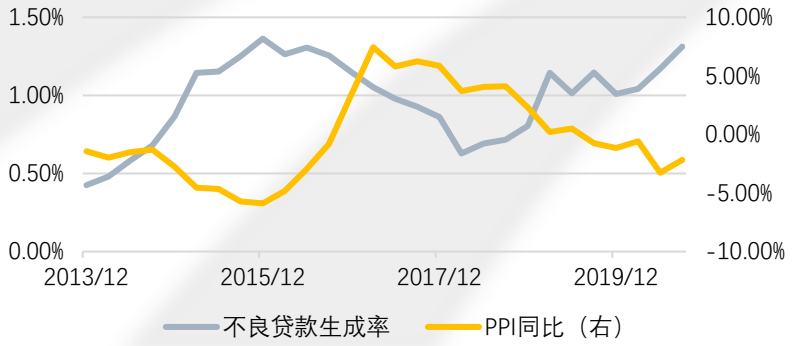
不良率平稳，银行信用风险压力减轻

从拨备前利润增速推算实际利润增速，主要看拨备的计提力度。拨备计提的高低取决于两点，一是银行资产质量自然状况，二是银行的利润释放意愿。

从基本面看，资产质量预计会普遍改善。到今年第三季度，除了国有行因为继续主动确认不良贷款，导致不良率有所上升以外，其他类型银行的不良率都已经边际下降。股份行、城商行、农商行的不良率环比二季度分别下降0.3bp、2bp、1bp。资产质量最困难的时期已经过去。而且得益于今年利润增速下调，银行没有了业绩考核压力，因此加快处置问题资产，风险包袱大大减轻。

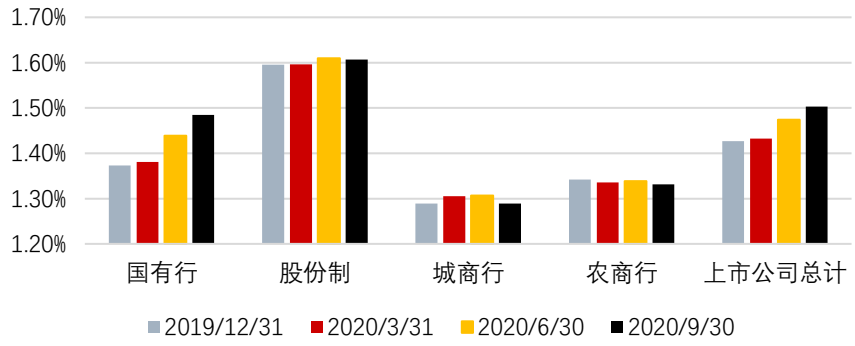
政策面和经济环境向好，将降低不良贷款生成率。12月国常会宣布将延期还本付息政策的截止日推迟。该政策原定于2021年一季度末结束，我们预计截止日可能推迟到明年末。那么明年银行可以继续采取以时间换空间方法消化信用风险。而且银行的不良贷款生成率和经济周期性相关。在疫情影响消退后，经济稳定复苏，也会降低银行的不良贷款生成速度。

不良贷款生成率和PPI同比



资料来源： WIND，民生证券研究院

不良率（总体法）



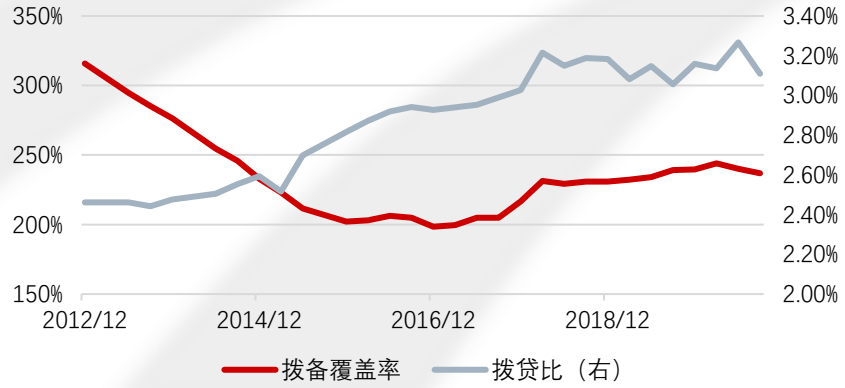
资料来源： WIND，民生证券研究院

利润增速主要取决于利润释放诉求和政策环境

拨备充裕，有反哺空间。截至2020年三季度末，老16家银行的拨备覆盖率平均值为237%，拨贷比为3.11%，两者都处于2017年以来的最好水平。新冠疫情对银行的风险抵御能力并没有造成显著的影响。若明年拨备前利润增速能达到我们预测的7.20%，那么全行业的归母净利润增速转正到5%以上毫无压力。所以**实际利润水平的高低主要取决于利润释放诉求和政策环境**。

政策面和基本面都支持银行利润增速回正。今年为对抗疫情，银行业执行金融让利实体的政策，通过多种措施支持实体经济恢复。根据第三季度货币政策执行报告，金融部门通过降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等措施已经向实体经济让利约 1.25 万亿元，全年可实现 1.5 万亿元的目标。随着经济恢复，明年金融让利实体的政策影响边际减弱。另外从银行自身来看，阶段性地降低利润增速已经形成了一定的资本缺口。为不造成额外财政压力，恢复银行的利润正增长，来实现资本内生性增长也是政策的需要。9月30日，人行、银保监会发布TLAC管理办法的征求意见稿，标志着一度被疫情中断的银行资本补充进程开始重启。

拨备覆盖率和拨贷比



资料来源：WIND，民生证券研究院

金融让利实体经济进展

前三季度让利措施	让利
通过降低利率为实体经济让利	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个直达工具让利	2750亿元
通过减免服务费用、支持企业进行重组和债转股等措施让利	3500亿元
上述合计向实体经济让利	12500亿元
年内剩余让利规模	2500亿元

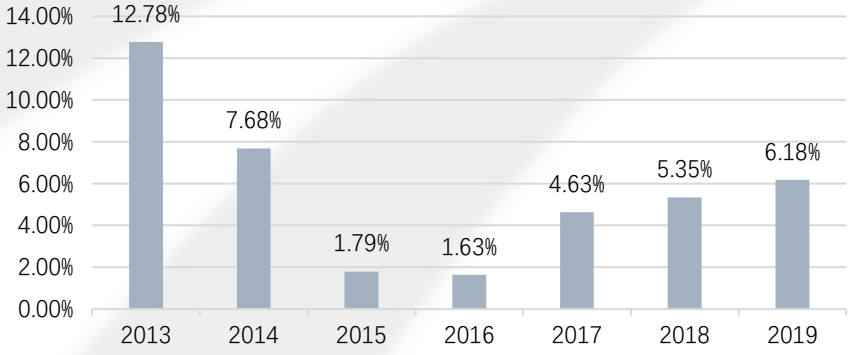
资料来源：银保监会，民生证券研究院

回顾历史看利润增速如何提高

预期明年部分银行业绩能够显著超越行业。在实体经济恢复较慢的情况下，银行出于平滑业绩的考虑，会谨慎提升利润增速。正如十四五规划也强调，要“推动金融、房地产同实体经济均衡发展”。那么银行在利润增速回升阶段会如何决定增速的水平？我们可以参考历史情况。最近一次上市银行的利润增速从底部提升是在2017年。老16家上市银行的利润增速从2016年的1.63%提高到2017年的4.63%。在2017年五大行的利润增速都在5%以内。在股份行中，只有招行的利润增速提升到双位数水平，其他银行的利润增速基本稳定（当时平安银行刚刚启动零售转型）。在区域性银行中，杭州、贵阳、渝农、常熟、无锡、吴江、张家港的增速都从个位数提高到10%以上，其中杭州和常熟甚至提高到20%以上。

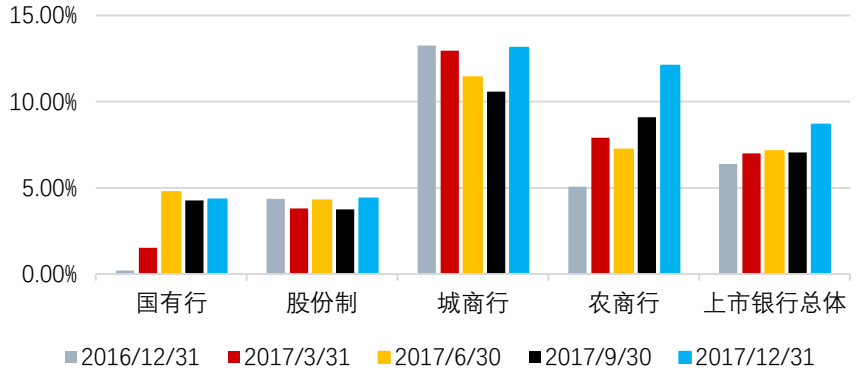
考虑到明年经济可能受到内外需波动的影响，在政策“不急转弯”的前提下，上市银行的利润增速预计在5%左右。建议重点关注业绩释放能力较强的股份行以及优秀的区域性银行。

老16家上市银行归母净利润增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

2017年银行归母净利润增速（算术平均）



资料来源：WIND，民生证券研究院

2017年前后上市银行的利润增速变动情况

银行	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	银行	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31
工行	0.40%	1.37%	1.85%	2.34%	2.80%	南京	18.01%	15.78%	17.03%	17.02%	17.02%
建行	1.45%	3.03%	3.69%	3.82%	4.67%	宁波	19.35%	16.20%	15.14%	16.15%	19.50%
中行	-3.67%	0.06%	11.45%	7.93%	4.76%	杭州	8.54%	7.76%	7.86%	9.20%	13.17%
农行	1.86%	1.87%	3.28%	3.79%	4.90%	贵阳	13.42%	19.56%	23.26%	18.13%	23.98%
交行	1.03%	1.35%	3.49%	3.50%	4.48%	郑州	19.14%	23.42%	7.05%	2.61%	7.03%
招行	7.60%	8.87%	11.43%	12.78%	13.00%	渝农	9.99%	10.71%	10.03%	10.44%	12.48%
中信	1.14%	1.69%	1.74%	0.56%	2.25%	常熟	7.71%	11.51%	8.16%	15.29%	21.51%
浦发	4.93%	3.88%	5.21%	2.97%	2.18%	江阴	-4.49%	-1.16%	-2.57%	0.40%	3.92%
兴业	7.26%	7.16%	7.34%	7.20%	6.22%	无锡	7.13%	10.46%	10.41%	10.47%	11.45%
民生	3.76%	3.60%	3.18%	2.76%	4.12%	吴江	7.58%	9.82%	11.80%	9.95%	12.43%
光大	2.71%	1.57%	3.04%	4.08%	4.01%	张家港	2.45%	6.12%	5.56%	8.05%	10.68%
平安	3.36%	2.10%	2.13%	2.32%	2.61%	国有行	0.21%	1.54%	4.75%	4.28%	4.32%
华夏	4.20%	1.53%	0.10%	-2.67%	0.72%	股份制	4.37%	3.80%	4.27%	3.75%	4.39%
北京	5.72%	3.22%	4.31%	3.75%	5.23%	城商行	13.24%	12.96%	11.42%	10.58%	13.12%
上海	10.04%	6.55%	6.57%	6.84%	7.13%	农商行	5.06%	7.91%	7.23%	9.10%	12.08%
江苏	11.72%	11.19%	10.11%	10.94%	11.92%	上市银行总体	6.38%	7.01%	7.14%	7.06%	8.67%

资料来源：WIND，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

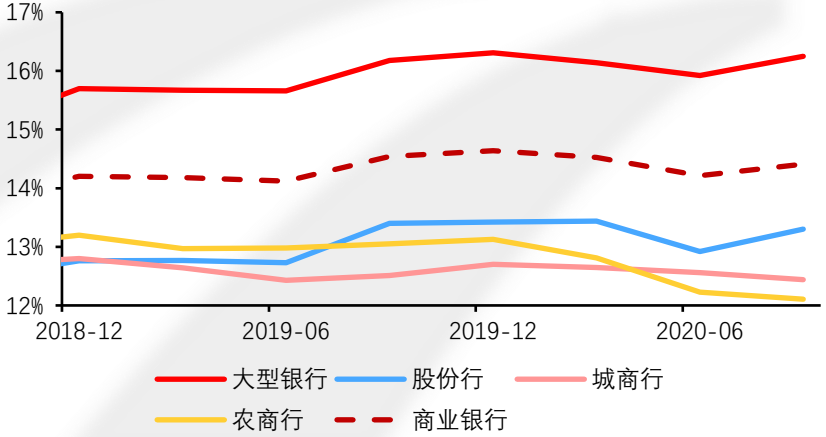
- 银行业基本面展望：利润增速提升
- 资本问题解析：政策推动资本补充
- 投资主题：大零售是核心
- 多维度寻找优质标的：零售业务面面观

银行资本问题解析：已经形成阶段性资本缺口

银行资本充足率整体回落。今年以来，因为信贷规模快速扩张以及利润同比下滑，所以形成了阶段性的资本缺口。截至Q3末，全体商业银行核心一级资本充足率10.44%、一级资本充足率11.67%、资本充足率14.41%，分别较上年末下降48bp、28bp和23bp。

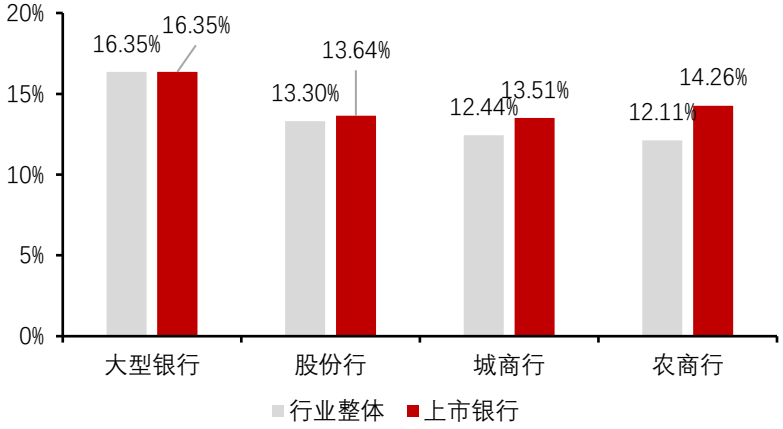
从结构来看，银行资本水平分化程度加大。一是全国性银行优于区域性银行。资本充足率相对较高的大行和股份行开始改善，Q3末分别环比提升33bp和38bp至16.25%和13.30%，而城商行和农商行分别下降12bp至12.44%和12.11%的较低水平；二是上市银行优于非上市银行，其中上市股份行、城商行和农商行的资本充足率分别高出对应行业均值约34bp、1.07pct和2.15pct。未上市的中小银行面临更大的资本压力。

今年资本充足率整体回落，且分化加剧



资料来源：WIND，民生证券研究院

上市银行资本充足率高于行业整体



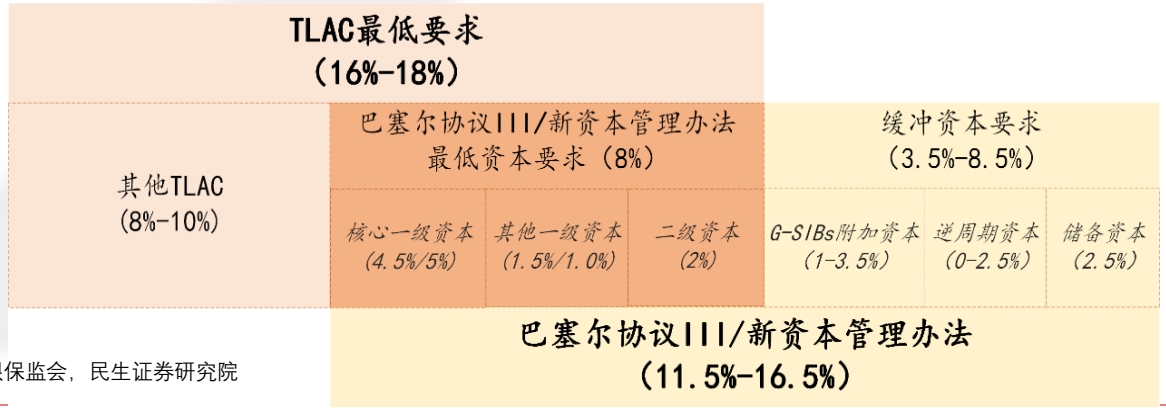
资料来源：WIND，民生证券研究院

TLAC管理办法出台，四大行需要提升资本水平

2020年下半年关于银行资本补充的监管文件陆续发布，标志着银行资本补充回归监管议程。9月30日人行会同银保监会发布了《全球系统重要性银行（G-SIBs）总损失吸收能力（TLAC）管理办法（征求意见稿）》和《关于建立逆周期资本缓冲（CCyB）机制的通知》。

TLAC在我国仅针对四大行，提升了资本要求。该框架下外部TLAC风险加权比率和杠杆比率自2025年初起不低于16%/6%、自2028年初起不低于18%/6.75%。对于2022年初之后被认定的G-SIBs，设置了3年过渡期。由于四大行杠杆率均超过7%，所以主要压力为外部TLAC风险加权比率。该比率的底线要求高于我国现行规定（工行和中行不低于12%，农行和建行不低于11.5%）且缓冲资本不能计入外部TLAC。根据动态测算，若不考虑外源性资本补充，2024年末四大行的TLAC缺口合计3.1万亿元，每年需补充约0.62万亿元。若保持过去三年外源性资本补充速度，则仍有监管缺口，资本补充的诉求提升。

逆周期资本缓冲CCyB面向全体银行机构，必须由核心一级资本满足。根据巴塞尔协议III，CCyB计提资本数量应该为风险加权资产的0-2.5%，使用“信贷/GDP”指标与长期趋势值的偏离度作为设定CCyB的参考标准。由于我国CCyB初始设定为0，**政策的出台并未增加银行负担，但完善监管框架为未来政调节打开了空间。**



资料来源：人行，银保监会，民生证券研究院

2024年末四大行TLAC外源性资本补充缺口动态测算

指标（亿元/%）	算法	工商银行	中国银行	农业银行	建设银行	合计
2020-2024年加权风险资产年均复合增速	A = 2017-2019年均复合增速-2pct	6.53%	5.82%	7.31%	6.04%	
2024年末加权风险资产	B = 2019年末加权风险资产*(1+A)^5	255,386	187,373	220,341	201,791	
2020年归母净利润同比增速	2020年Wind一致预测平均值	-5.86%	-6.43%	-4.33%	0.69%	
2021-2024年归母净利润同比增速	2017-2019年均复合增速-1pct	2.91%	3.42%	3.86%	3.84%	
2020-2024年分红率	2019年分红率	30.40%	30.00%	30.00%	30.00%	
2020-2024年外源性资本补充规模	C：暂不考虑	-	-	-	-	
2020-2024年内源性资本补充规模	D = 每年归母净利润扣除分红后加总	10,842	6,572	7,672	10,150	
2024年末资本净额	E = 2019年末资本净额+C+D	42,057	28,585	32,655	36,526	
2024年末资本充足率	F = E/B	16.47%	15.26%	14.82%	18.10%	
储备资本	G：新资本管理办法&巴塞尔协议III底线	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	
逆周期资本	H：同上	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
附加资本	I：同上	1.50%	1.50%	1.00%	1.00%	
2024年末TLAC充足率最低要求	J：TLAC管理办法要求底线	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	
2024年末TLAC充足率实际值	K = F-G-H-I	12.47%	11.26%	11.32%	14.60%	
2024年末TLAC要求的资本和债务工具	L = B*J	40,862	29,980	35,254	32,287	138,382
2024年末TLAC已拥有资本和债务工具	M = B*K	31,842	21,090	24,943	29,463	107,338
2024年末TLAC缺口	N = L-M	9,020	8,890	10,311	2,823	31,044
2020-2024年年均TLAC缺口	O = N/5	1,804	1,778	2,062	565	6,209

资料来源：WIND，人行，银保监会，民生证券研究院

D-SIBs评估办法出台，宏观审慎监管范围扩大

2020年12月3日，人行会同银保监会发布了我国《系统重要性银行评估办法》，将于2021年1月1日起正式施行。

降低入选门槛，扩大监管范围。《评估办法》将入选D-SIBs初始名单的得分门槛从2019年征求意见稿中的300分调低至100分。根据我们在报告《系统重要性得分试算与影响预测》中的测算，有望入选D-SIBs初始名单的银行将从原来的13家扩充至20家，监管范围将从原来的国有行、股份行、国开行和政策性银行进一步扩展至少数较大型的城商行。结合此前监管部门已经发布的商业银行法等监管制度来看，《评估办法》符合扩大人行宏观审慎监管范围、强化资本与风险管理要求的政策方向。

入选D-SIBs则各级资本充足率要求提升1%

《评估办法》扩大了可能入选D-SIBs的银行名单

类型	2019年11月征求意见稿	2020年12月《评估办法》
国有行	工农中建交和邮储	工农中建交和邮储
股份行	招行、兴业、民生、浦发、中信	招行、兴业、民生、浦发、中信 光大、平安、广发、华夏
国开行	国开行	国开行
政策性银行	农发行	农发行、进出口
城商行	-	北京、上海

资料来源：人民银行，民生证券研究院
注：具体计算过程参见我们的深度分析报告《谁可能是国内系统重要性银行？》

可能入选D-SIBs的银行得分试算

序号	名称	规模	关联度	可替代性	复杂性	总得分	可能组别
1	工商银行	335	245	372	315	1,267	组别4
2	中国银行	256	211	286	305	1,058	组别4
3	建设银行	276	184	283	254	997	组别4
4	农业银行	278	167	346	175	965	组别4
5	国开行	195	427	12	143	777	组别4
6	招商银行	88	89	184	164	525	组别3
7	交通银行	116	128	84	129	456	组别3
8	兴业银行	86	98	131	133	447	组别2
9	民生银行	80	81	116	92	369	组别2
10	浦发银行	79	86	77	124	365	组别2
11	中信银行	78	71	75	122	345	组别2
12	邮储银行	111	62	125	46	344	组别2
13	农发行	89	155	17	42	302	组别2
14	进出口	55	130	6	43	233	组别1
15	光大银行	57	53	51	66	227	组别1
16	平安银行	43	39	66	44	192	组别1
17	广发银行	31	36	23	41	132	组别1
18	北京银行	36	37	33	21	126	组别1
19	华夏银行	34	27	29	29	119	组别1
20	上海银行	25	35	18	35	113	组别1
21	江苏银行	24	20	27	24	94	未入选
22	宁波银行	15	11	29	37	92	未入选
23	浙商银行	23	20	16	27	86	未入选
24	南京银行	16	12	18	35	81	未入选
25	渤海银行	13	12	26	3	54	未入选
26	恒丰银行	16	11	15	9	51	未入选
27	渝农商行	12	18	15	7	51	未入选
28	徽商银行	13	12	11	11	46	未入选
29	杭州银行	11	13	7	13	44	未入选
30	盛京银行	12	12	5	10	39	未入选

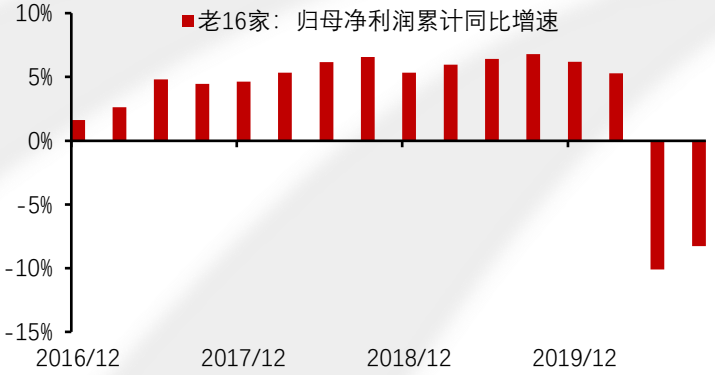
资料来源：人民银行，民生证券研究院

注：表格采用了2019年三季报数据，对调整后表内外资产余额在所有银行中排名前30的银行进行系统重要性得分测算

资本补充需求提升，利好银行利润释放

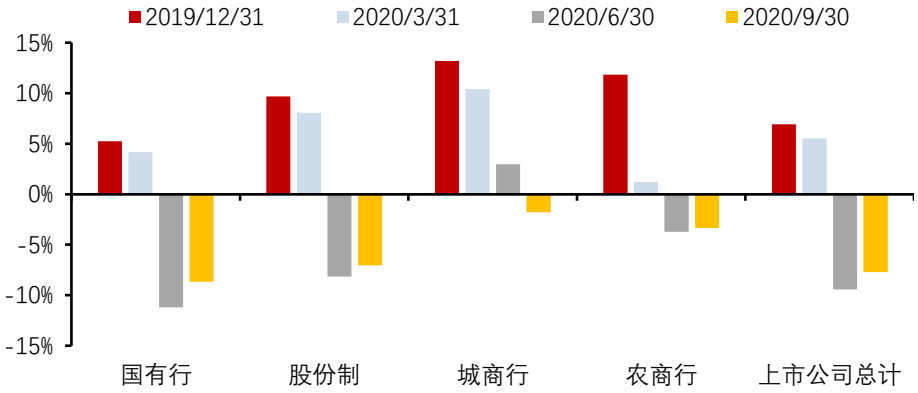
利好银行利润释放。银行补充资本有内源性和外源性两种方式。内源性资本补充主要是利润留存。外源性资本补充包括定增、配股、可转债、优先股、永续债、二级资本债等等，其中只有定增、配股和可转债能够补充核心一级资本。外源性资本补充的门槛较高，定增要求PB估值至少要高于最近一期经审计的每股净资产。但是因为需要资本补充的银行往往估值偏低，达不到PB大于1倍的硬性条件；可转债从发行到转股时间过长；配股只是刚刚恢复，没有全面铺开。所以如果要及时补充银行资本，内源性的利润释放尤为重要。今年下半年随着疫情好转，让利政策进展顺利且已接近尾声（截至10月让利约1.25万亿元，达到全年目标的5/6），银行利润释放的政策压力减轻，利润增速已于Q3迎来拐点，未来有望在内源性资本补充诉求的驱动下加快释放的节奏。

业绩增速迎来拐点



资料来源：WIND，民生证券研究院

各类型银行业绩增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

监管支持银行补充资本，更多政策箭在弦上

为缓解商业银行的资本补充压力，维护金融系统的稳定性，自年初以来，**有关补充银行资本金的政策频出**，例如对保险资金投资银行资本补充债券松绑、允许地方专项债以认购可转债等方式补充中小银行资本金等等。

随着疫情好转，政策要求从强调银行"让利实体经济"**向强调银行补充资本、提升抵御风险的能力倾斜**。完善资本监管框架、中央经济工作会议新增"多渠道补充银行资本金"表述都印证了这一监管趋势。

时隔多年银行配股于今年11月再度落地，补充中小银行资本金的专项债于12月正式发行，都为银行资本解渴提供了更多渠道，也可以体现出监管部门对银行补充资本的支持态度。未来监管部门有望出台支持性政策、推出创新工具助力银行补充资本。

时间	政策内容
2020年1月	国务院金融稳定发展委员会第十四次会议提出，要多渠道补充中小银行资本金，促进提高对中小企业信贷投放能力。
2020年2月	人民银行副行长刘国表示，要鼓励银行开展多种方式补充资本，探索创新银行补资本的工具；在下一阶段要加大对中小银行补资本方面的支持，提升整个银行的信贷能力。
2020年3月	人民银行副行长陈雨露表示，要加大对中小银行补充资本，发行金融债券的支持，目的是要进一步提升商业银行整体信贷投放意愿和能力。
2020年4月	国务院金融稳定发展委员会第二十五次会议提出，采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度，增强抵御风险和信贷投放能力。
2020年5月	国务院总理李克强作政府工作报告时提出，要推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。
2020年5月	国务院金融稳定发展委员会办公室发布11条金融改革措施，其中包括出台《中小银行深化改革和补充资本工作方案》，要求进一步推动中小银行深化改革，加快中小银行补充资本，坚持市场化法治化原则，多渠道筹措资金，把补资本与优化公司治理有机结合起来。
2020年5月	银保监会修订发布《关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，放开了原规定对发行人规模等条件限制，更多中小银行的资本债满足投资条件。
2020年7月	国常会决定在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
2020年7月	人行等部门公布将资管新规过渡期由2020年底延长至2021年底，同时建立健全激励约束机制，完善配套政策安排，平稳有序推进资管行业规范发展。
2020年11月	时隔多年银行配股再度落地（江苏银行按每10股配售3股）
2020年12月	补充中小银行资本金的专项债正式发行
2020年12月	中央经济工作会议较去年新增"多渠道补充银行资本金"

资料来源：国务院、人行，民生证券研究院

上市银行外源性资本补充进展（截至2020年12月22日）

资本补充类型	证券简称	融资规模（亿元）	预案公告日	实施进度
定增	杭州银行	8	2020/4/14	获证监会核准
	长沙银行	60	2020/11/17	获证监会核准
	郑州银行	60	2020/11/26	发布上市公告书
	贵阳银行	45	2020/12/18	获证监会核准
配股	江苏银行	200	2020/12/17	完成发行
可转债	民生银行	500	2020/9/30	回复证监会反馈意见
	苏州银行	50	2020/10/21	证监会行政许可申请受理
	南京银行	200	2020/10/29	董事会预案
	杭州银行	150	2020/10/29	获浙江银保监会核准
	上海银行	200	2020/12/1	获证监会核准
永续债	邮储银行	600	2020/9/2	获人民银行核准
	交通银行	300	2020/9/26	成功发行
	工商银行	400	2020/9/30	获中国银保监会核准
	交通银行	28亿美元	2020/11/19	成功发行
	浦发银行	500	2020/11/25	成功发行
	成都银行	60	2020/11/27	成功发行
	张家港行	35	2020/12/9	获银保监会核准
	厦门银行	10	2020/12/11	成功发行
	中国银行	200	2020/12/15	成功发行
	无锡银行	20	2020/12/16	获银保监会、人民银行核准
	青农商行	20	2020/12/19	成功发行
优先股	北京银行	400	2019/10/12	回复证监会反馈意见
	中信银行	400	2019/12/19	股东大会同意延长授权期限至2021年1月29日
二级资本债券	工商银行	400	2020/11/17	在全国银行间债券市场发行完毕
	长沙银行	60	2020/12/3	成功发行

资料来源：公司公告，民生证券研究院

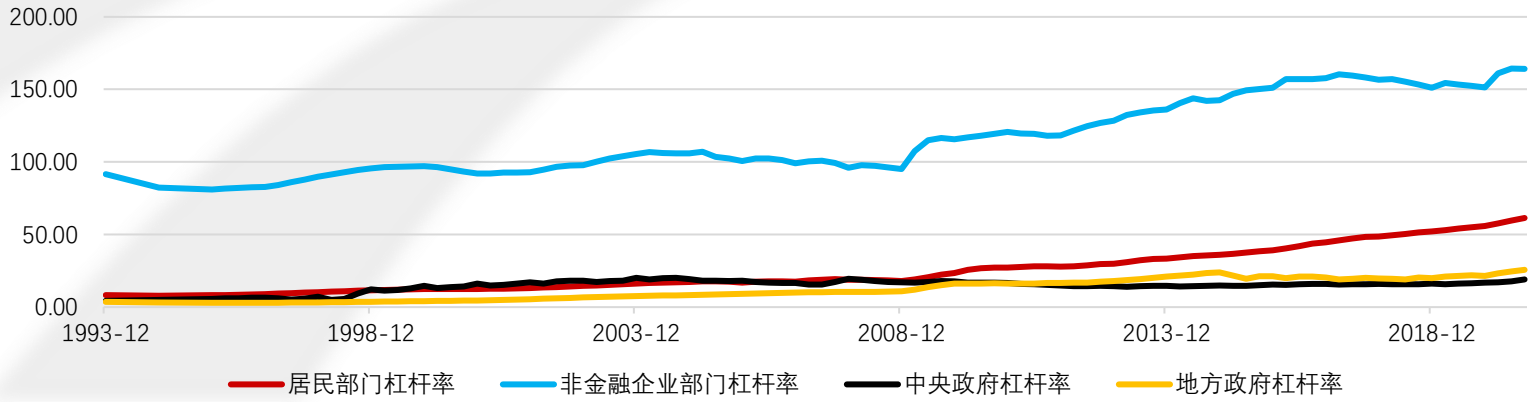
- 银行业基本面展望：利润增速提升
- 资本问题解析：政策推动资本补充
- 投资主题：大零售是核心
- 多维度寻找优质标的：零售业务面面观

投资主题：持续看好大零售业务

顺应稳杠杆的政策需要。疫情期间的逆周期政策让非金融企业部门的杠杆率又一次回到了历史高点，截至2020年9月末为164%。虽然2021年宏观杠杆率会保持基本稳定，但是未来在疫情影响消退以后政策退出必定会开启新一轮去杠杆的进程。杠杆率在部门间的转换决定了银行未来的信贷投放方向。结合十四五规划，以战略性新兴产业为代表的先进制造业和大零售业务会是银行业转型的主要方向。而在先进制造业形成规模以前，零售业务会是更可靠的抓手。**不同于以往主要发展消费信贷的策略，未来零售转型将更倾向于财富管理和小微业务这两个蓝海方向**。

符合内循环的顶层设计思路。内循环的经济结构需要扩大内需，激发消费潜能。一方面要形成更具规模体量的消费市场，另一方面要加快结构转型，缓解贫富差距，缩小城乡二元分化格局。而银行发展零售业务正好匹配经济发展的需要，消费金融可扩大购买力，小微业务帮扶乡村经济，资管业务促进要素的科学配置。在经济大周期下行的情况下，对公业务长期承压，零售业务是银行实现长久可持续发展的关键。

各部门宏观杠杆率（%）



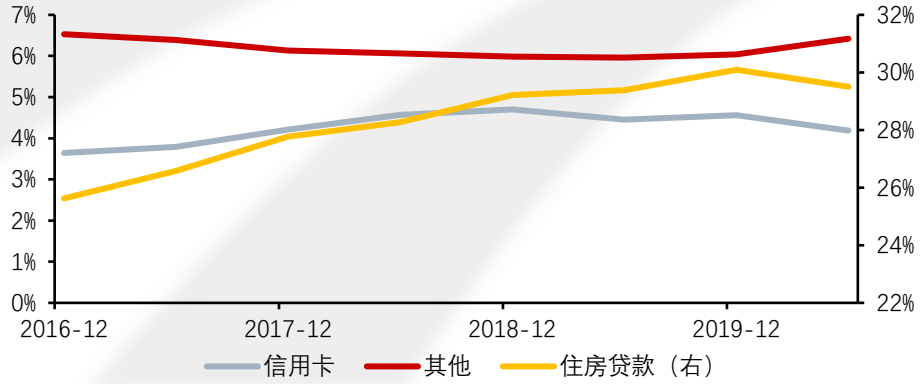
资料来源：WIND，民生证券研究院

转型的重要原因：房地产业务从供需两方面收紧

明年“三道红线”落地。十四五规划再次强调“房住不炒”，预计对房地产的监管力度在未来会继续加码。从2021年起房地产“三道红线”正式实施，将从需求端降低银行的房地产贷款需求。“三道红线”即房企需要满足三个财务标准：剔除预收款后的资产负债率大于 70%；净负债率大于 100%；现金短债比小于 1 倍。监管将根据达标情况限制房企的有息负债增速到0%-15%不等。

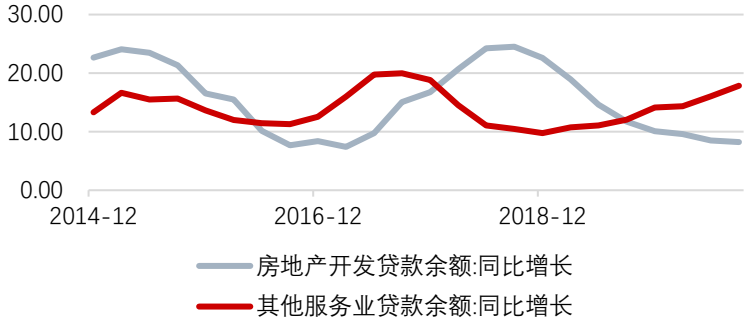
房地产监管可能进入MPA框架。在供给端，今年10月末人行副行长潘功胜明确指出会“逐步实施房地产贷款集中度、居民债务收入比、房地产贷款风险权重等宏观审慎政策工具“。这是首次提出要将房地产监管纳入到MPA框架之中。这也意味着过往针对房地产贷款的监管态度将从”不鼓励”转为“不允许”，房地产业务不会再成为银行业绩增长的支撑点。实际上截至2020年9月末，房地产开发贷款增速只有8.20%，低于总体贷款增速。我们预期明年房地产投资增速放缓，使房地产对公贷款增速继续在低位徘徊。而且大型银行涉房贷款占比已经接近三分之一的红线。因此开拓房贷以外业务也是银行转型的需要。

国有行个人贷款细分科目占总贷款的比例



资料来源：WIND，民生证券研究院

房地产开发贷和其他服务业贷款（基建）同比增速（%）



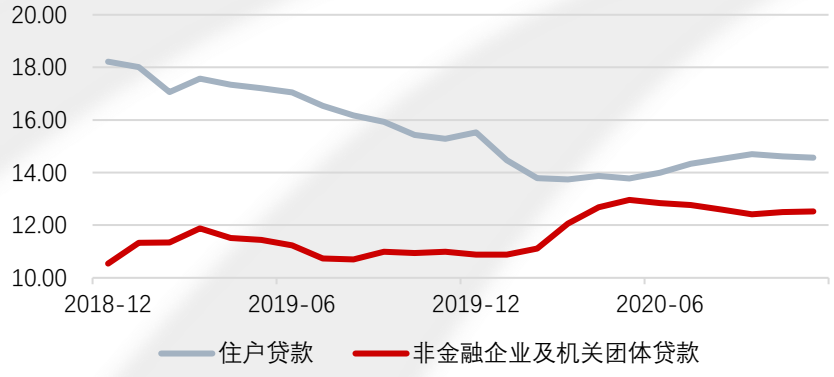
资料来源：WIND，民生证券研究院

疫情之后零售业务复苏

住户贷款增速平稳回升。在2020年上半年中央集中实施了一系列的逆周期政策，使对银行公贷款增速阶段性升高。在2020年下半年疫情的影响减弱，零售业务重新成为业务重心。住户贷款增速甚至少见地出现连续上升的态势，从3月末的低点13.70%提高到11月末的14.56%。

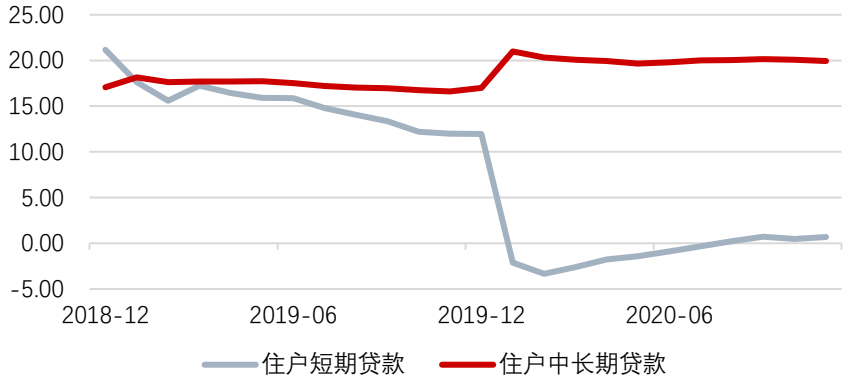
消费贷款增速底部反转。住户贷款增速平稳运行意味着居民部门的资产负债表并未受到严重的冲击。今年的疫情主要是使居民消费意愿下降。居民出于避险心态，增加了对财富保值增值的需求。因此商品房销售旺盛，住户贷款增长加快主要得益于中长期贷款增速的提高。但是随着经济重新回归正常化，被疫情压制的消费需求会重新恢复。到2020年11月末，住户短期贷款增速已经转负为正，余额连续四个月同比正增长。

住户贷款与非金融企业及机关团体贷款增速（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

住户短期和中长期贷款增速（%）



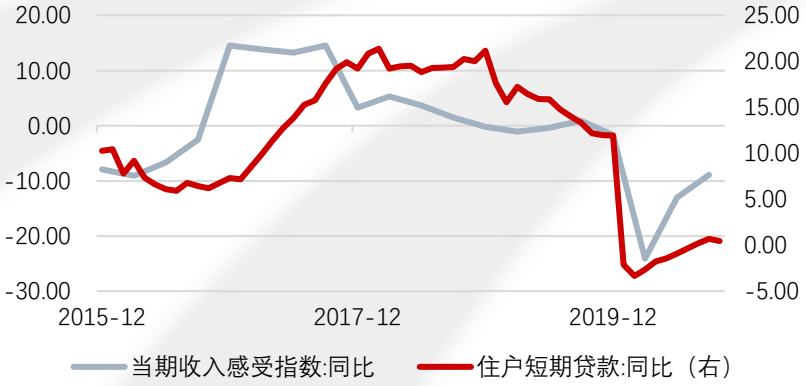
资料来源：WIND，民生证券研究院

居民收入预期改善，可选消费数据向好

居民收入预期改善带动消费恢复。零售业务的主要驱动力之一为消费类贷款。消费贷款的扩张一定程度受到居民收入状况的影响。今年上半年企业停工停产，导致消费类贷款增速跌入历史性低点。但是随着疫情后居民收入状况和预期的改善，消费贷款有望迎来新一轮发展。如左图所示，居民当期收入感受指数略领先于住户短期贷款增速。

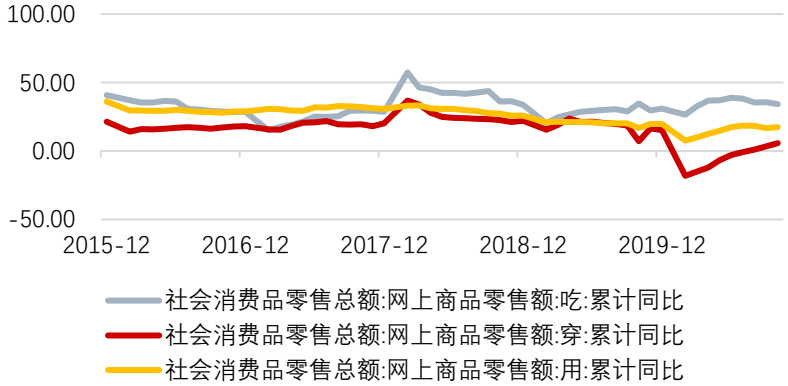
可选消费需求回升。居民消费类贷款的投放渠道多集中在网上消费以及可选消费。过去几年银行消费贷高速增长主要依赖于线上支付渗透率提升。疫情之后居民消费进一步向线上化倾斜。今年前十月实物商品网上零售额占社零的比例达到24.24%，同比增加4.78个百分点。同时可选消费需求也在稳步向好。网上商品零售额中用于穿和用的增速都实现了触底回升。

当期收入感受指数与住户短贷同比（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

社零网上商品零售额增速（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

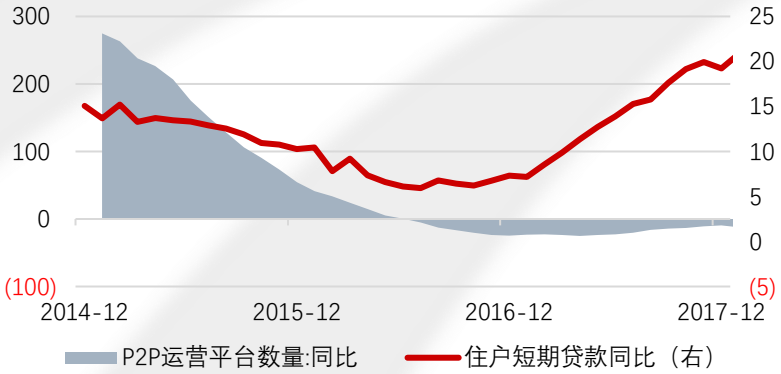
金融科技面临严监管，银行获得发展机遇

银行和金融科技公司的监管差距逐步收窄。11月2日银保监会和人行联合发布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》。这件事有两方面的深远影响。

1. **正式将跨省小贷公司的监管权从地方上收到银保监会。**原来小贷公司的发展主要依托地方政府的监管红利。监管权上收以后，金融科技公司和银行业的监管差异将逐步被抹平，银行业的竞争优势边际增加。

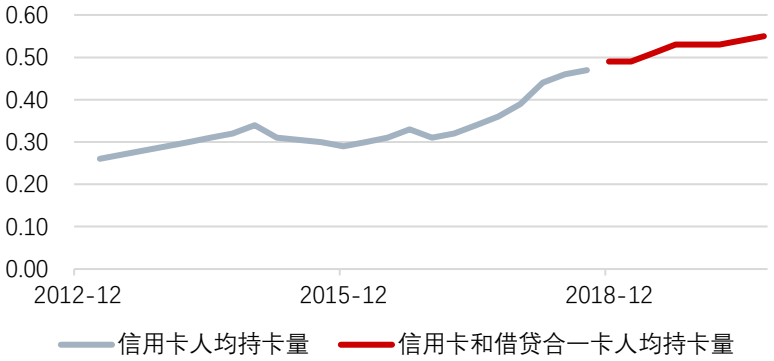
2. **小贷公司的发展速度放慢，银行的潜在竞争者减少。**存量网络小贷牌照需要大幅度整改以及重新审批，而且需要满足联合贷款的杠杆约束和两参或一控的股权要求。存量小贷公司整改至少需要一年以上的时间，如果涉及多个金融牌照，还需要满足金控公司相关要求（如未来会发布的金控公司资本管理细则）。

以史为鉴：P2P严监管给予银行机遇期（%）



资料来源：WIND，民生证券研究院

国内信用卡人均持卡量（张）：银行在向下渗透



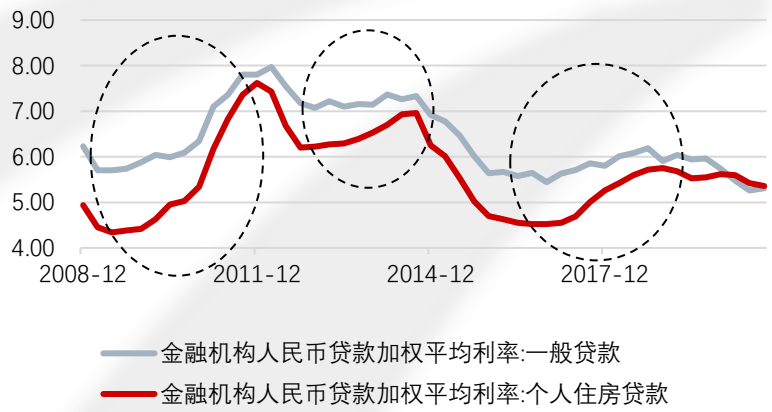
资料来源：WIND，民生证券研究院

发力零售业务有助于扩大息差

在贷款利率上行期，零售贷款提升速度更快。银行在零售业务的议价力比对公更强。在利率上行期，零售贷款定价较少受到窗口指导因素的影响，因此表现出更大的提升幅度。我们用个人住房贷款利率作为零售定价的参考指标，这是低风险零售贷款的利率水平。从左图可以看到，在三次贷款利率上升期，个人住房贷款利率增幅都领先于对公一般性贷款。

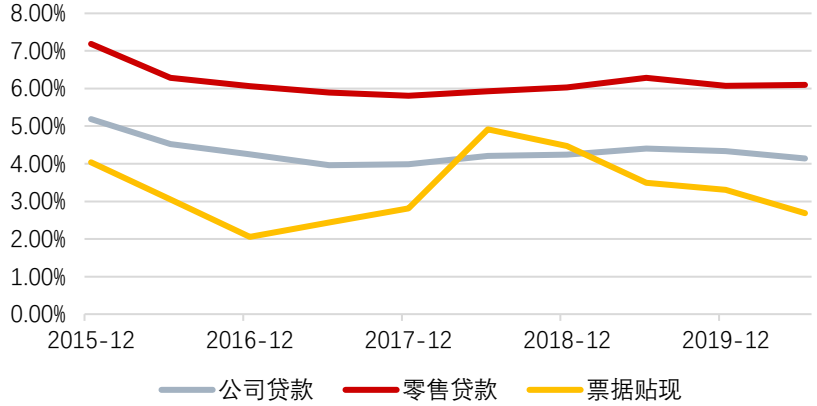
零售贷款定价更高，结构优化利好息差提升。银行的零售贷款包括消费贷（如信用卡贷款、信用卡分期、消费贷款、房抵贷等）。零售业务因为客户层级更为下沉，所以贷款利率长期好于对公贷款。以招行为例，招行零售贷款利率（已经包含信用卡分期）比对公贷款利率高约2个百分点。银行若将贷款向零售业务倾斜，将有助于改善资产端收益率。

新增一般贷款和个人住房贷款利率（%）



资料来源：银保监会，民生证券研究院

招行对公和零售贷款利率



资料来源：WIND，民生证券研究院

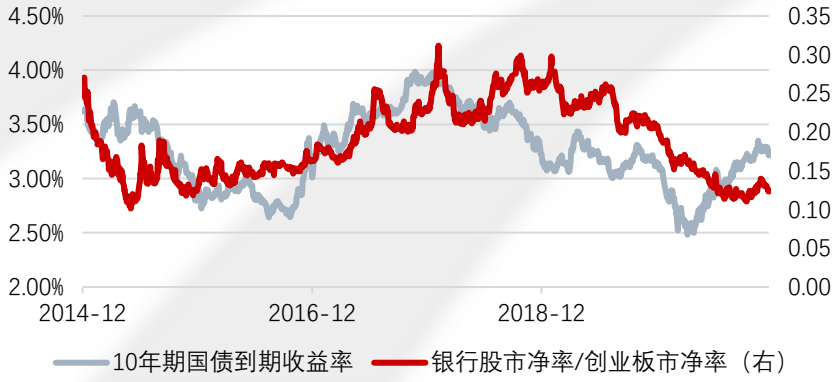
- 银行业基本面展望：利润增速提升
- 资本问题解析：政策推动资本补充
- 投资主题：大零售是核心
- 多维度寻找优质标的：零售业务面面观

政策环境向好，板块估值修复可期

银行股的估值不管是绝对水平还是相对水平都处于底部位置，估值修复空间可观。到2020年12月银行股的PB估值只有0.7倍左右。今年银行估值已经刷新历史新低。相较于创业板的市净率只有0.13倍左右，同样处于历史底部。流动性收紧往往有利于银行体现相对收益。但是因为今年疫情期间的让利政策，让银行基本面承压，所以银行的相对估值拐点是到第四季度才有所反映，估值上升的进程被推迟。明年经济向好，宏观流动性约束边际加强，将刺激银行板块估值修复。

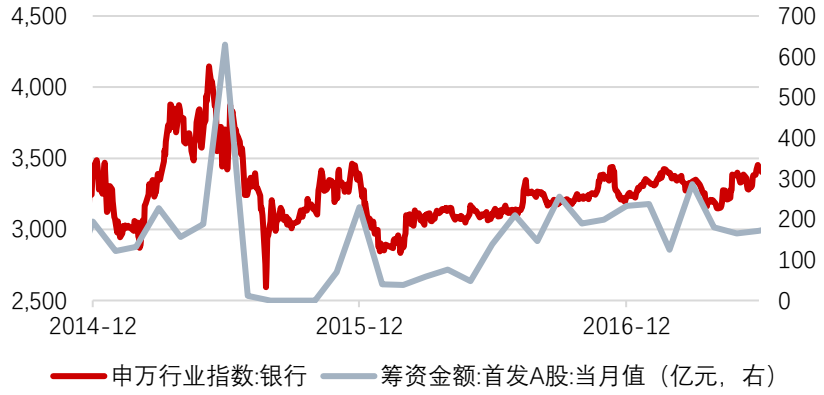
明年全面实施注册制为银行股上涨提供了良好的政策环境。回顾2016年IPO重启，银行股作为底仓配置品种，估值持续上扬。2019年到2020年科创板和创业板实施注册制，创业板估值一路攀升。IPO规模放量需要板块体现“赚钱效应“，这样才能吸引增量资金流入。因此明年银行股估值稳中向好会是主板成功实施注册制的政策需要。预期更多机构资金会进入股市，推动银行股估值上升。

10年期国债收益率与银行股相对估值



资料来源：WIND，民生证券研究院

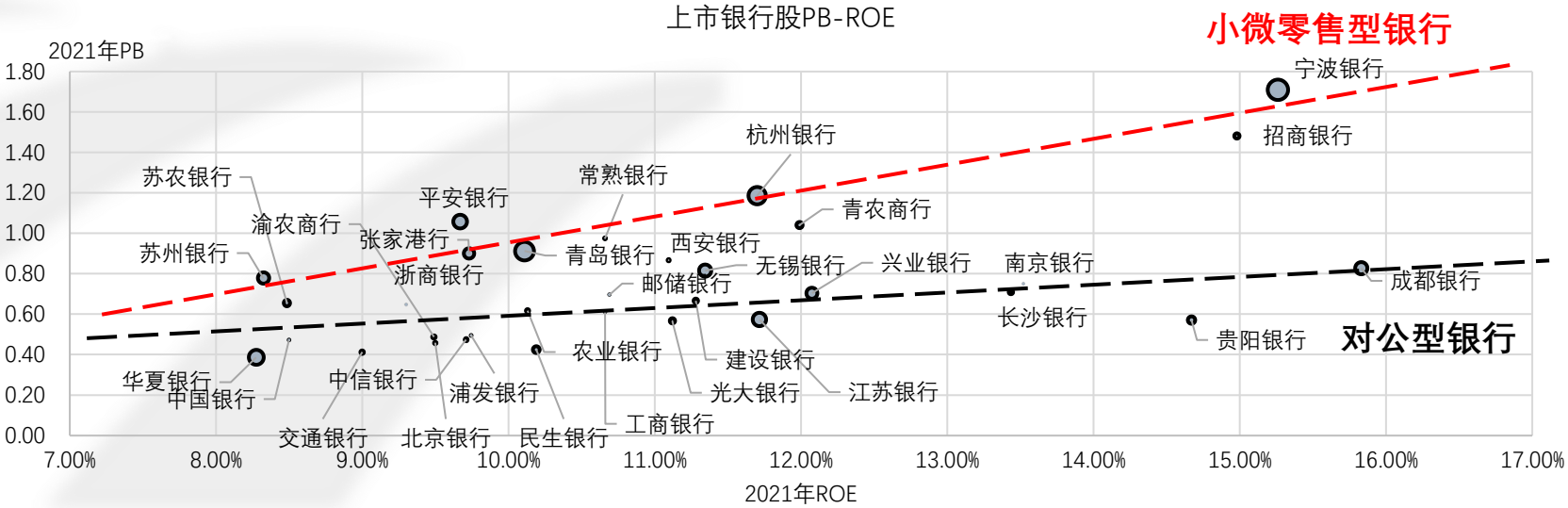
银行指数与IPO筹资金额



资料来源：WIND，民生证券研究院

买银行看零售型银行

银行股看PB也看PE。上市银行按估值高低已经分成两个阵营。如下图PB-ROE图所示，以零售业务见长的银行享受着比传统对公型银行更高的估值溢价。图中数据根据2020年12月23日收盘价计算。Y轴为2021年的预测PB，X轴为2021年的预测ROE，气泡宽度为2020年前三季度的营收增速。气泡越大，估值向上的动能越多。上市银行分别围绕小微零售型银行（红色虚线）和对公型银行（黑色虚线）的估值中枢进行分布，虚线的斜率约等于PE。可以看出，零售银行的PE普遍高于对公型银行。**一个可投资银行标的除了应该有便宜的价格（低于对应的估值中枢）以外，还要有转换"跑道"的能力，也就是从对公业务向零售业务转型。历史上成功者如平安银行和杭州银行。**



资料来源：WIND，民生证券研究院

对公和零售估值分化源于经济下行

经济转型加剧估值分化。历史上银行的估值差异并没有现在那么显著，在2014年以前对公型银行和零售银行的PE基本一致，所有银行都在PB-ROE图中共享同一估值中枢。但是在2014年以后两者估值出现分化。直接原因是零售银行的利润增速开始高于对公型银行。招行、宁波、平安的利润都实现双位数增长。深层次原因是中国经济进入“新常态”，GDP增速进入7%左右的震荡区间。对公型银行成长空间受经济大周期下行的影响，息差逐步收窄。相反，零售型银行把握住了大零售和大资管的东风，走上持续发展的快车道；资产扩张，息差拉大，不良率下降。到2019年GDP增速继续换挡，从之前的7%左右下降到6%。到2020年受新冠疫情影响，GDP增速进一步下降。对公银行和零售银行的估值差距不断拉大。目前招行、宁波平均PE在13倍，而四大行的平均PE只有6倍。



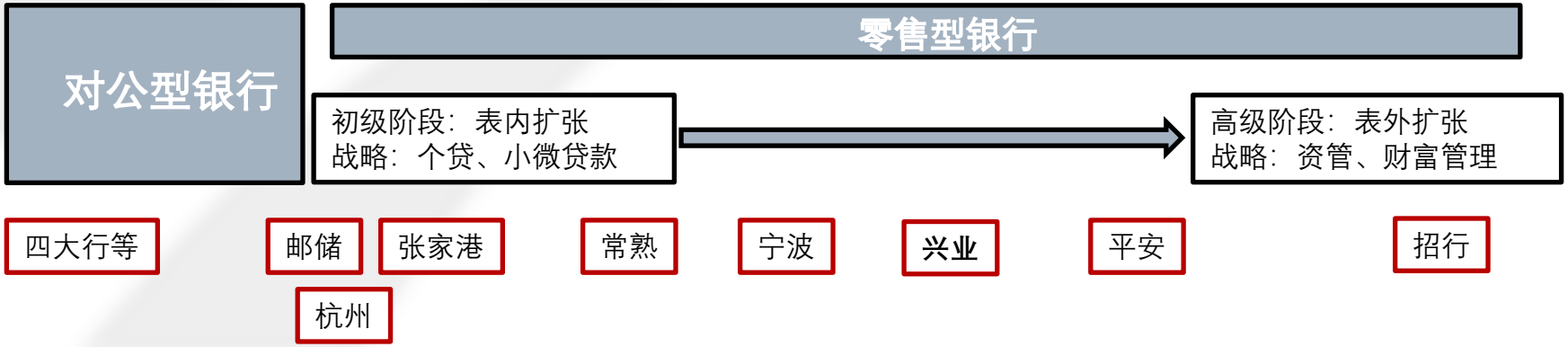
资料来源：WIND，民生证券研究院

向零售转型的路径：有战略支持，先表内后表外

国内银行要向零售业务转型并不容易。发展零售业务的初期需要“烧钱”吸引客户。要投入大量的前期费用，积累足够的客户规模才能实现可持续发展。但是因为国内的银行过去都是以对公业务为主的，零售业务规模小，投资回报期太长。所以要能迈出转型这一步，必须是从战略到战术层面进行思路的转变，同时用足够稳定的盈利支撑前期的费用投入。在经济下行期，有这样魄力和能力的银行并不多。

零售转型通常分为表内扩张和表外扩张两个阶段。表内扩张阶段，银行主要做个人贷款、小微贷款等表内产品。这类产品的规模容易扩张，方便银行吸收基础零售客群。但缺点是资本损耗较大。表外扩张阶段，银行发展资产、财富管理等表外业务，主打高净值客群。既能深耕零售，又能用公私联动促进对公业务改革。

银行的零售转型路径



资料来源：民生证券研究院

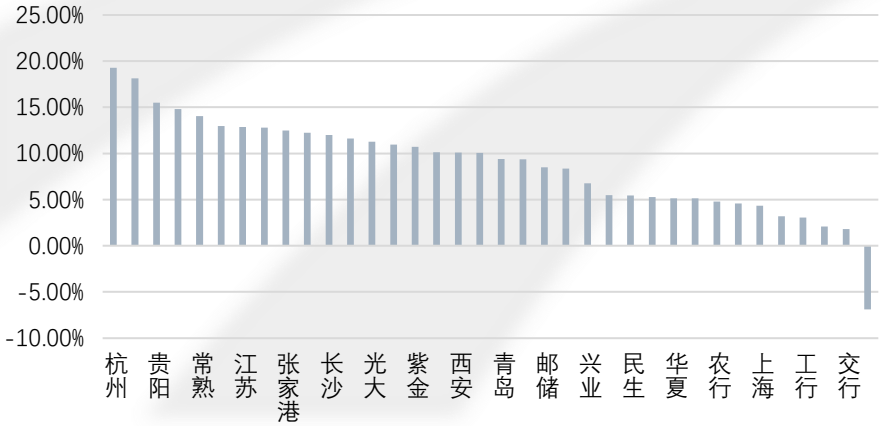
优质标的方向之一：业绩释放能力

业绩增速高能确保银行不会产生永久性的资本缺口，同时也能在竞争中保持领先优势，获得更大的发展潜力。

两个判断标准：**1. 2020年一季度利润增速。**在第一季度虽然疫情压力有所体现，但是利润增速受政策环境影响小，所以第一季度的利润增速能够反映银行在经济基本面较弱的情况下的业绩释放能力。一季度业绩增速前五位分别是杭州、宁波、贵阳、平安、常熟。

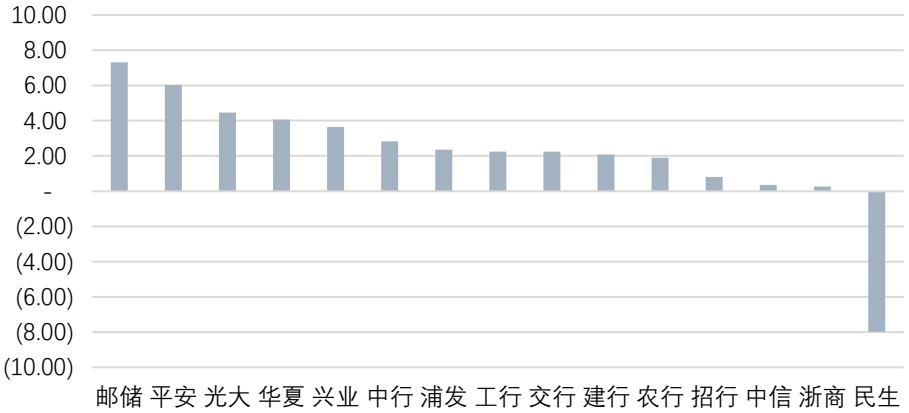
2. 全国性银行2020年前三季度利润增速较上半年增幅。在第三季度全国性银行的利润增速普遍触底回升。在利润增速为负的前提下，银行要权衡自身的长远发展需要和宏观环境，来决定利润增速的高低。愿意提高利润增速的银行意味着取得了各方面因素的支持。增幅前五位的全国性银行的是邮储、平安、光大、华夏、兴业。

2020年一季度归母净利润增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

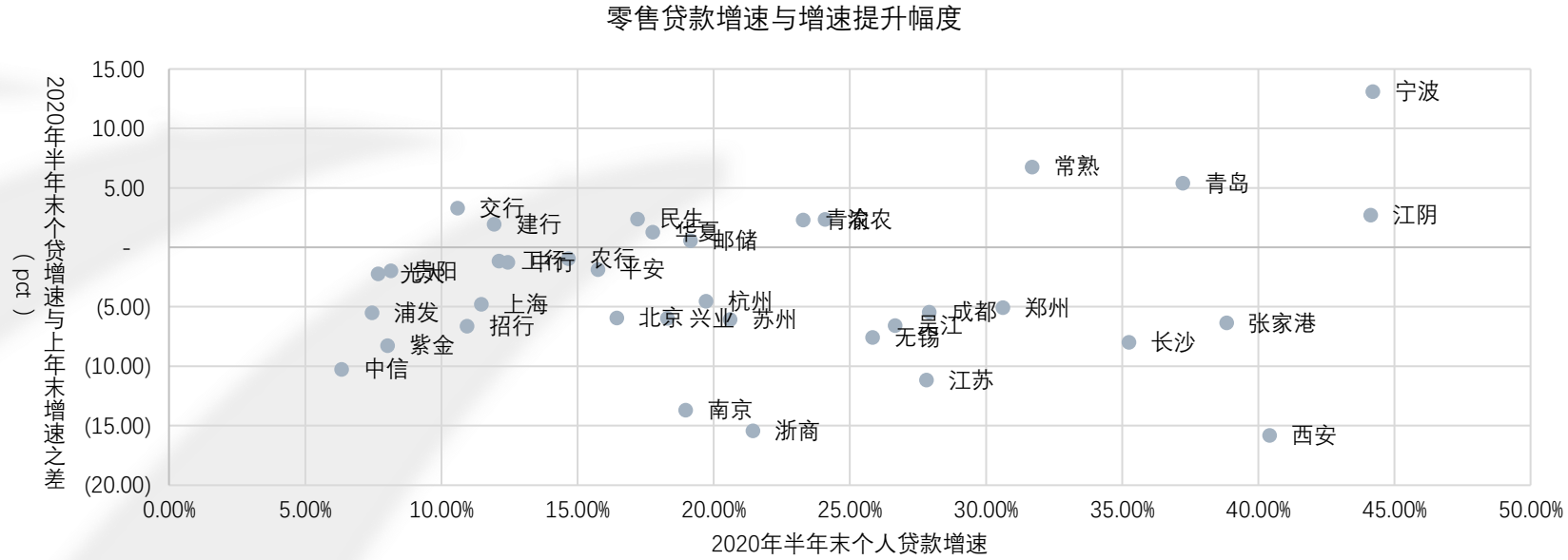
全国性银行前三季度归母净利润增速较上半年增幅（pct）



资料来源：WIND，民生证券研究院

优质标的方向之二：零售业务转型速度

两个判断标准：**1. 零售贷款增速。**今年新冠疫情是银行零售转型的机遇窗口。虽然很多银行出于避险心态降低了个贷增速，但回头看今年最好的策略之一仍然是发展零售贷款。因为零售贷款的风险处置不用受到政策的限制，而且因为疫情管控效果较好，零售贷款投放受到的信用风险并不大。逆市抢滩零售业务，能够争取更多的市场份额。在下图中，表现较为突出的是宁波、青岛、常熟、江阴。



资料来源：WIND，民生证券研究院

优质标的方向之二：零售业务转型速度

两个判断标准：**2. 零售营收增速。**全国性银行发展零售业务是从表内和表外两个方向同时发力的。因此零售营收增速更能反映全国性银行的零售转型效果。今年虽然行业性的消费贷款增速下降，但是因为流动性宽松，资管业务迎来了大发展。代销、理财收入都有明显的增长。

2020年上半年零售营收增速超过20%的银行有浙商、兴业、中行、农行。增速连续两期保持上升的公司分别是兴业、农行、中行、建行、邮储。

全国性银行零售营收增速

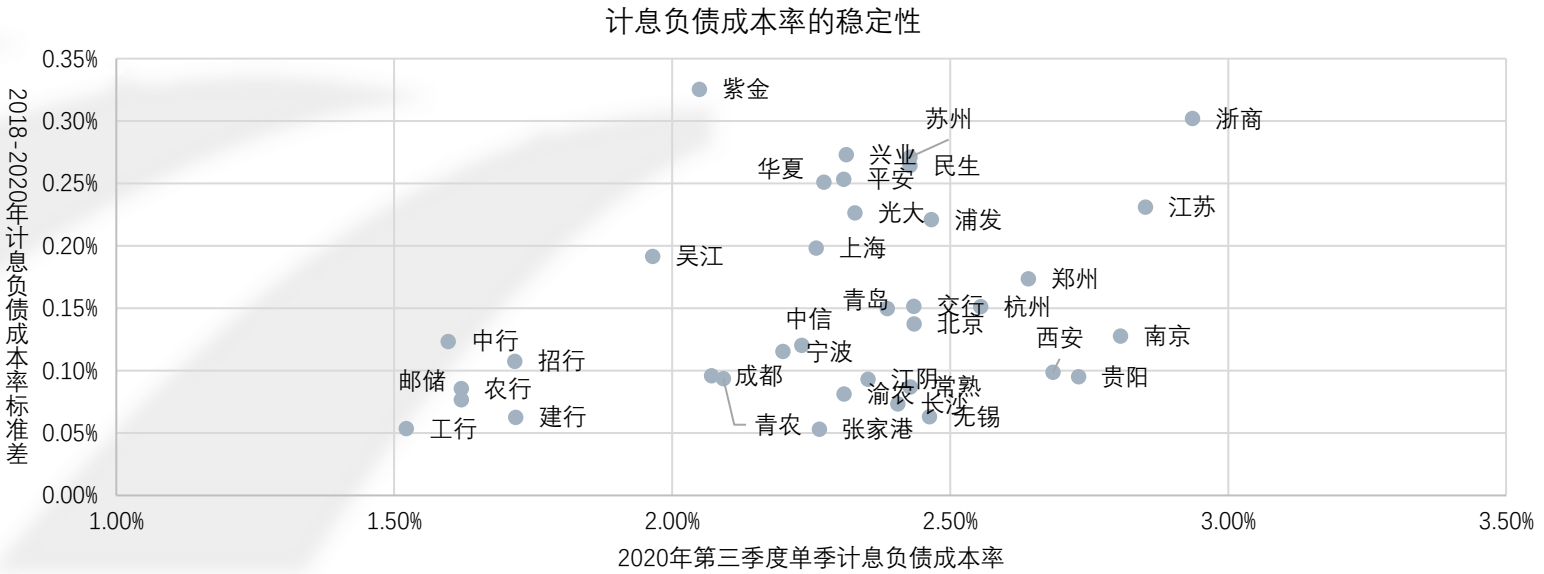
银行	2016-06-30	2016-12-31	2017-06-30	2017-12-31	2018-06-30	2018-12-31	2019-06-30	2019-12-31	2020-06-30	趋势
招商银行	18%	8%	5%	8%	12%	16%	20%	15%	5%	
中信银行	24%	20%	22%	27%	11%	5%	20%	24%	15%	
光大银行	3%	7%	27%	21%	20%	31%	25%	18%	8%	
兴业银行	20%	12%	9%	15%	21%	26%	29%	28%	30%	
民生银行	16%	9%	-1%	-2%	8%	17%	22%	20%	14%	
平安银行	97%	48%	36%	42%	35%	33%	32%	29%	12%	
浙商银行	29%	40%	38%	21%	23%	34%	68%	68%	32%	
工商银行	7%	1%	-4%	7%	10%	7%	17%	12%	4%	
农业银行	-2%	-1%	5%	6%	13%	14%	-3%	3%	20%	
中国银行	13%	11%	5%	6%	7%	9%	7%	8%	21%	
建设银行	8%	3%	6%	7%	7%	6%	4%	7%	17%	
交通银行	22%	9%	10%	8%	4%	19%	53%	14%	12%	
邮储银行	8%	6%	8%	10%	10%	10%	9%	8%	11%	

资料来源：WIND，民生证券研究院

优质标的方向之三：计息负债成本率足够稳定

判断标准：**计息负债成本率以及方差。**2021年贷款利率上升带动净息差增长，资产端定价随行就市，那么决定净息差修复速度主要是负债端。刚性的计息负债成本率能使银行充分享受资产端定价增长带来的基本面改善效果。如果计息负债成本率的绝对水平较低，则保证银行息差不容易受到偶发性风险暴露的影响，降低结构调整的难度。2018年-2020年是一个相对完整的降息周期，可以用来计算计息负债成本率相对于市场利率的弹性。

从下图可以看到，综合表现比较好的是四大行、邮储、招行，然后是成都、青农、宁波，以及江苏地区的农商行。



资料来源：WIND，民生证券研究院

标的推荐

结合基本面和近期估值，以2021年全年为投资期限，推荐以下公司：

兴业银行	**宁波银行**
投行+商行战略扎实推进，大零售、大资管转型成绩斐然。潜在的零售新标的	银行板块中的绩优股，业绩增速长期领先。属于成熟的小微零售银行，正在向非息业务和高净值客群方向转型。
杭州银行	**平安银行**
高成长性城商行，业绩增速始终领先同业。把握区域禀赋，大力发展个人消费贷和小微贷款。	零售业务后起之秀。私人银行处于爆发式增长期。资产质量、净息差等问题已经逐一化解。
常熟银行	**招商银行**
极少数具备异地扩张空间的上市银行之一。公司通过创新的信贷工厂模式专注于小微业务。	银行股中的零售之王。2020年维持着全国性银行第一的利润增速水平。资产质量包袱轻，负债成本率先改善。利润增速有望较快提升。

• 分析师与研究助理简介

- 郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。
- 廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。