

社融修复，零售发力

本周核心观点

银行股的观点：底部确立，右侧机会。4 季度行情将好于 3 季度，3 季度看政策转向，4 季度看基本面改善。更看好中小银行。银行股 PB 从 0.7 倍回升到 0.9 倍。(1) 我们在 7 月 5 日提示银行股底部确立后，银行板块上涨 10% 以上。我们的理由是：测算显示 0.7 倍 PB 隐含不良率 14%，而行业资本充足率只有 13.68%，估值已反映市场最悲观预期，底部确立。同时，随着政策转向，银行面对的宏观环境和行业监管环境改善，银行业绩和估值需逐步回升，从而我们认为是：右侧机会。(2) 3 季度，宏观财政政策和货币政策都在转向，变得更加积极，而行业监管政策也从“去杠杆”逐步转向“稳杠杆”，非标扩容，非标通道业务在放开。我们认为宽松政策依然将持续，尚未放完。(3) 4 季度，新增社融将逐步恢复正增长，同时投资支出也将适当增加，NIM 和 ROE 将环比回升，基本面驱动行情将好于政策面驱动行情。4 季度行情好于 3 季度。(4) 4 季度后，银行贷款定价能力将逐步回落，成本端成为核心变量。在贷款定价能力上，中小银行将好于大型银行，而且在成本端，股份制银行同业负债占比更高，成本端优势的更加显著，从而 NIM 上，中小银行的竞争力更加显著，所以更看好中小银行。(5) 因为对经济增长的预期尚不乐观，股权融资成本率较高，预计 18 年行业 ROE 为 14.5%，ROE 低于股权融资成本率，从而行业 PB 难以提高到 1 倍以上，我们预计 PB 将从 0.7 倍 PB 修复到 0.9 倍。

8 月的信贷数据公布，社融修复，主因是信用债发行增加 3300 亿，同时信托贷款和未承兑商业汇票逐步修复。我们预计随着银行风险偏好的逐步修复，新增贷款也将逐步增加，信托贷款也将修复。在流动性宽松的背景下，各类债券的发行也将顺利推进，债券融资也将增加。9 月以后，新增社融将逐步恢复正增长。实体经济修复的力度将随着社融的修复而出现改观。

上周，平安资管事件让市场担忧，其持仓较重的银行股包括：平安、上海和工行，后势如何变化呢？这三支都是我们持续重点推荐标的。我们认为：交易层面可能存在不确定性，但是从基本面看，表现稳健，改善可期。平安零售 2.0 版转型可期，而且中报超预期；上海银行营收业绩双双表现亮眼，零售改善显著，资产负债结构优化提升 NIM 和 ROE，提升估值；工行半年报中关注类贷款改善异常明显，且基本面强劲，市场第一大权重股。

银行

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

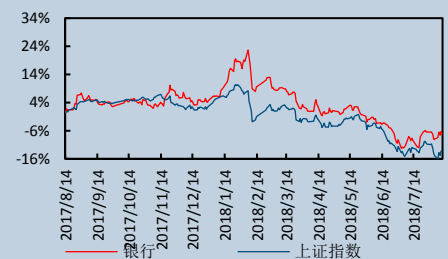
研究助理：方才

fangcai@csc.com.cn

010-86451314

发布日期：2018 年 09 月 17 日

市场表现



相关研究报告

- 18.01.08 银行业周报 99 期：去杠杆细化政策出台降风险，资金利率全线回落提估值
- 18.01.03 银行业动态：IFRS 9 落地，对银行业影响几何？
- 18.01.02 银行业周报 98 期：流动性至降利率，银行股确定性向上

银行发力零售的主力是成立消费金融公司。上周，光大银行同中青旅、王道银行签署合资协议，成立北京阳光消费金融公司，注册资本金 10 亿，光大银行持股 60%，控股股东。光大银行在零售端改善持续发力，半年度零售贷款占比达 42%，零售业务营收占比达到 41%，税前利润占比 47%，在股份行中仅次于平安（68%）和招行（55%）。阳光消费金融公司成立将继续助力其零售端。

此外，从国际比较来看，国内银行股估值已处于低位，随着行业景气度回升，银行业 ROE 稳步回升，PB 将逐步提高。我们的测算显示：18 年行业 ROE 合理中枢为 14.5%，对应的 PB 合理中枢为 0.9 倍。目前老 16 家上市银行 18 年 PB 只有 0.75 倍，估值优势显著。

重点推荐标的

每周一股：常熟银行（NIM 行业内最高，小微信贷优势领先行业，资产质量优异，业绩增速行业内最高）

9 月重点推荐：宁波银行（行业内最高的 ROE，行业内最低的不良率，NIM 开始企稳回升，高业绩增长）

中长期重点推荐：优质银行股、宁波、南京、平安、浦发、工行、上海银行。

目录

一、上周行情回顾	4
二、本周专题：平安和招商的零售优势——基于中报的比较分析	5
（一）零售业务分部贡献情况	5
（二）零售贷款占比变化比较：不同战略导向下的差异	5
（三）零售贷款结构变化比较：招行稳定，平安信用卡业务大发展	6
（四）信用卡业务详解：平安高速增长特征凸显，招行加强风险防控	7
（五）零售贷款资产质量变化比较：均深耕于各自的优势领域	7
（六）零售存款占比变化比较：均有明显提升，但招行仍然优势明显	9
（七）零售定价能力比较分析	10
（八）未来两家银行的零售成长比较	12
三、金融科技专栏：追一科技与招商银行信用卡签署战略合作	13
四、市场资金利率跟踪：以下行为主	14
五、行业面分析：	15
（一）发布了行业深度：《探索商业银行估值抬升的路径——轻型化转型》	15
（二）8月信贷数据点评：《表外融资降幅继续收窄，社融规模超预期》	15
六、上市公司动态	17
七、下周需重点关注事情：	17
八、投资建议：	18

图表目录

图表 1： 银行股周涨跌幅	
图表 2： 平安与招商零售业务分部贡献情况	
图表 3： 平安银行零售贷款占比变化	
图表 4： 招商银行零售贷款占比变化	
图表 5： 平安与招行零售贷款结构变化	
图表 6： 平安与招行信用卡业务发展情况	
图表 7： 平安与招商零售贷款资产质量变化情况	
图表 8： 平安与招商整体资产质量比较	
图表 9： 平安与招商零售存款占比变化	
图表 10： 平安与招商零售贷款的存款转换率	
图表 11： 招商与平安的零售贷款平均收益率	1
图表 12： 招商与平安零售存款平均成本率	1
图表 13： 招商与平安零售存款结构比例	1
图表 14： 招商与平安活期/定期存款成本率	1
图表 15： 招商与平安零售业务净利差比较	1
图表 16： 平安与招商零售业务客户基础比较	1
图表 17： Shibor 利率（%）	1

图表 18: 银行间拆借利率 (%)	1
图表 19: 国债到期收益率 (%)	1
图表 20: 理财产品预期年收益率 (%)	1
图表 21: 上周上市公司动态信息	1

一、上周行情回顾

1、板块行情

上周，银行板块上涨 0.05%，领先沪深 300 指数（-1.08%）1.14 个百分点，既有小幅的绝对收益，也有较高的相对收益，也验证了我们一直坚持板块观点：“底部确立，右侧机会”。

2、个股行情

常熟银行（2.15%）、成都银行（1.25%）、农业银行（1.11%）、光大银行（1.07%）排名靠前，杭州银行（-1.67%）、平安银行（-1.70%）、中信银行（-2.06%）排名落后。

3、每周一股

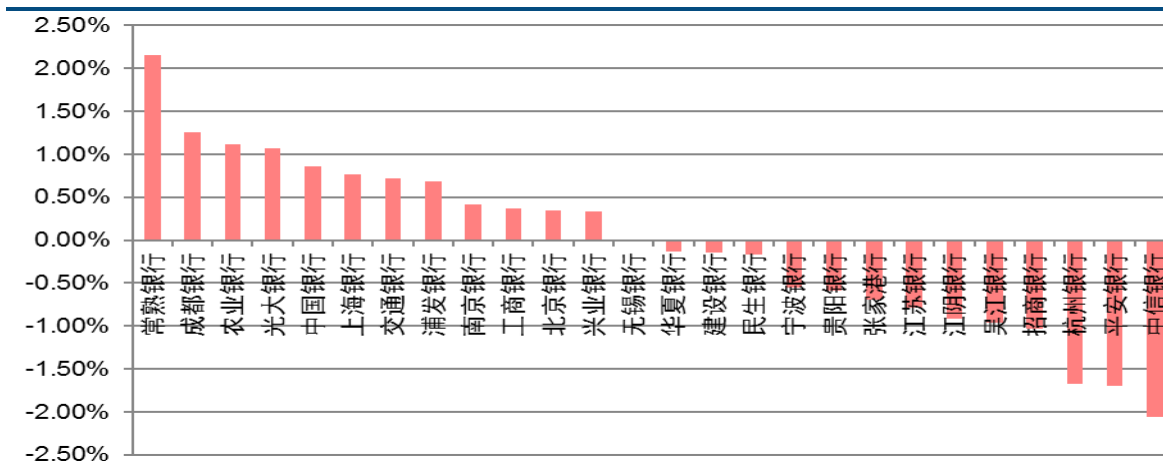
上周推荐的每周一股：常熟银行，上涨 2.15%，领涨银行板块，我们的推荐理由是：NIM 行业内最高，小微信贷优势领先行业，资产质量优异，业绩增速行业内最高。

零售业务见长、资产质量优异，一直是常熟农商行的名片。公司半年报数据再次验证了这一事实。

零售业务 NIM 达到 3.04%，相对整体的 2.87%NIM 高出 20 个 bp，而且零售贷款占比提高到 48%，且个人经营性贷款增长更加迅速，高收益资产占比将持续回升，继续带动 NIM 回升。另外，在整体农商行不良率存在恶化的背景下，常熟的资产质量持续改善，不良率和关注类贷款占比在持续下降，尤其是其他农商行逾期贷款是风险的雷区，但是常熟的逾期/不良比率持续下降，半年度为 62%，不良确认标准高。零售贷款占比高势必带来高产质量。整体业务经营进入的良性循环中。

4、银行股周涨跌幅

图表1： 银行股周涨跌幅



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

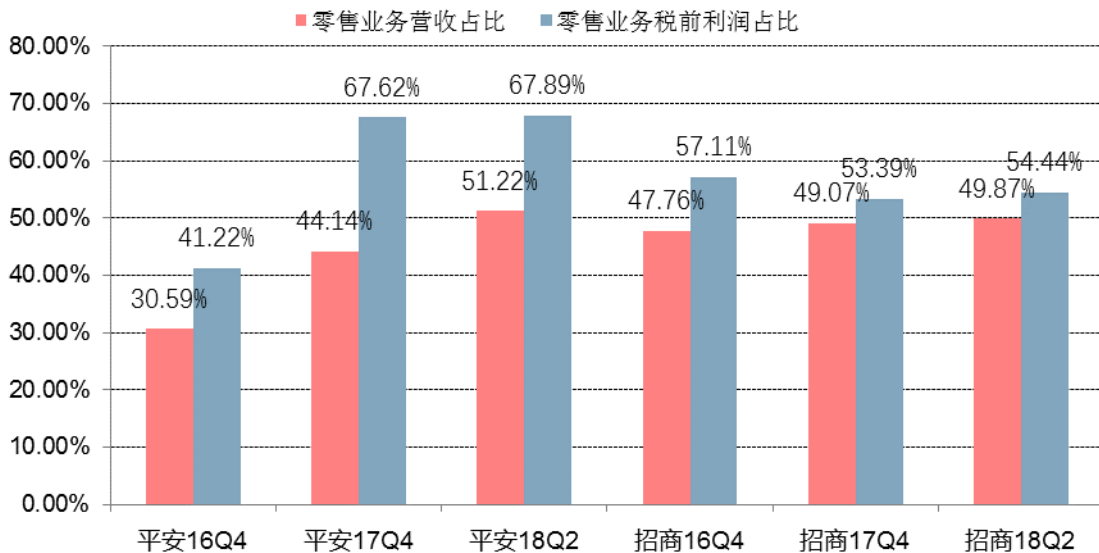
二、本周专题：平安和招商的零售优势——基于中报的比较分析

（一）零售业务分部贡献情况

自从平安银行在 2016 年底确立零售转型目标以来，零售业务发展势头十分迅猛。截至 2018 年上半年，公司零售业务的营收贡献已经达 51.22%，首次超过对公，也超越了招商银行。在利润贡献上，上半年平安银行也达到了 67.89%，要高出招商银行（54.44%）。

但是从零售溢价的角度来看，作为零售转型的“黑马”，平安银行的估值要明显低于传统的零售龙头招商银行。结合 2018 年半年报数据，我们分别从零售贷款、零售存款、零售资产质量等多个维度来对平安和招商的零售业务做一比较分析，以探究两者差距所在和未来的成长空间。

图表2：平安与招商零售业务分部贡献情况



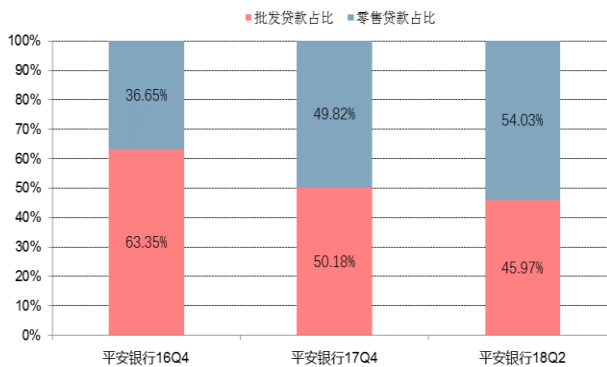
资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）零售贷款占比变化比较：不同战略导向下的差异

2018 年上半年招行零售贷款占比下降，而平安银行占比上升。截止 2018 年 6 月末，招商银行零售贷款合计规模达 1.87 万亿，较年初增长 4.79%，占总贷款的比重达 48.24%，较年初下降了 1.83 个百分点；而平安银贷款规模为 9989.26 亿元，是招行的一半左右，但今年上半年较年初增长了 17.65%，占总贷款的比重达 54.03%，较年初提高了 4.21 个百分点。

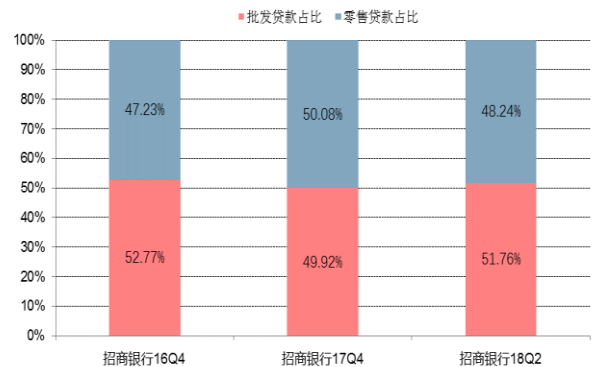
今年上半年，平安银行的零售贷款占比首次超过了对公，同时超越招行成为零售贷款占比最高的上市银行。这与平安银行致力于做“中国最卓越，全球领先的智能化零售银行”的战略目标密不可分，而招行实行的是“轻型银行”“一体两翼”的战略方向，即对公零售“两手抓”。

图表3：平安银行零售贷款占比变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表4：招商银行零售贷款占比变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

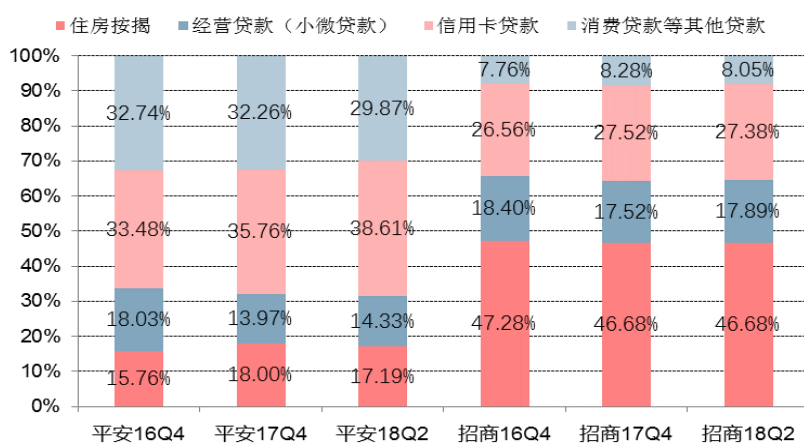
（三）零售贷款结构变化比较：招行稳定，平安信用卡业务大发展

从结构变化上看，招行的零售业务发展进入相对平稳发展期，上半年结构基本保持稳定，而平安银行在信用卡业务上投入力度明显加强。

招行的零售信贷投放最大的部分在住房按揭，截止 2018 年 6 月，住房按揭贷款占总零售贷款的 46.68%，占比与年初相等；其次是信用卡贷款，占比达 27.38%，略低于年初 0.14 个百分点；然后是小微贷款，占比为 17.89%，比年初略高 0.37 个百分点；最后消费类贷款、汽车贷款等贷款，占比只有 8.05%，并且低于年初水平。总体上，由于招行零售转型起步较早，各项业务结构比较稳定。

平安银行零售信贷投放的重点领域在信用卡贷款与消费类贷款，其中 2018 年 6 月末，信用卡贷款占比达 38.61%，较年初提高了 2.85 个百分点，提高幅度超过了 2017 年全年水平；而消费类贷款占比达 29.87%，较年初下降了 2.39 个百分点，呈持续下降的趋势。此外，在住房按揭贷款上，平安银行 6 月末占比在 17.19%，低于年初 0.19 个百分点；个人经营性贷款占比在 14.33%，高于年初 0.36 个百分点。

图表5：平安与招行零售贷款结构变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

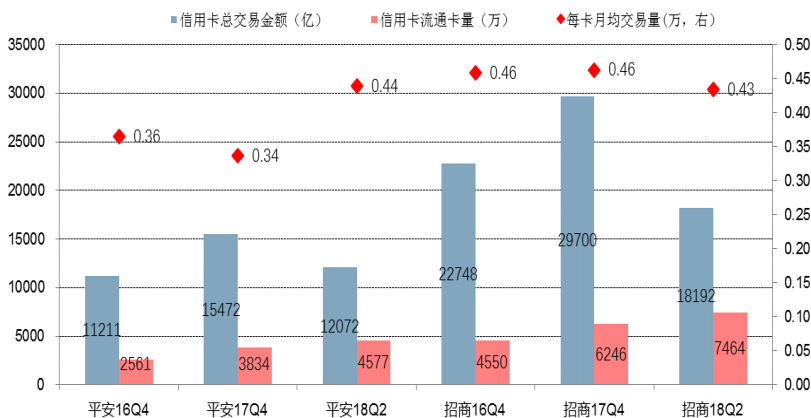
（四）信用卡业务详解：平安高增长特征凸显，招行加强风险防控

每卡月均交易量平安提高 30.72%，招行降 6.10%

作为平安银行零售条线的核心业务，上半年信用卡取得快速稳健增长。截止 2018 年 6 月末，平安银行信用卡流通卡量达 4576.96 万张，较上年末增长 19.40%；但信用卡总交易金额大幅增长，达 1.21 万亿，同比增长 89.9%。从而可以计算得上半年每卡月均交易量达 4396 元，比去年全年高 1000 元左右，增幅 30.72%。

而招商银行信用卡流动卡量在 2018 年 6 月末达 7464.46 万张，较上年末增长 19.51%，增速与平安银行基本持平；上半年信用卡交易额达 1.82 万亿，同比增长 41.23%，低于平安银行；流通卡每卡月均交易额达 4348.04 元，较去年下降 6.10%。

图表6：平安与招行信用卡业务发展情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

上半年平安重在丰富产品体系，招行重在风险防控

上半年，平安银行在丰富信用卡产品体系，满足客户多元化、多场景、便捷高效的用卡需求上做了比较多的工作。具体表现为：（1）2 月与盛大游戏合作推出平安“最终幻想 XIV”系列专属联名信用卡，满足年轻客户群体的个性化选择；（2）3 月与曼联足球俱乐部合作推出平安曼联红魔白金信用卡，满足球迷用户的金融服务需求；（3）3 月与腾讯视频合作推出平安腾讯视频 VIP 联名信用卡，为流量客户提供兼具信用卡金融服务功能和腾讯会员优惠权益。

不一样的是，招行上半年更多地是关注到“共债”风险。在 2017 年底现金贷新政出台以后，部分 P2P、小贷公司纷纷暴雷，也波及到了部分信用卡客户的资金周转。为了应对这一形式，招行提前布局贷前、贷中、贷后联动预警体系，积极拓宽内外清收及处置渠道资源，加大不良资产处置力度，严控不良资产规模，确保了信用卡资产整体风险的平稳可控。截止 6 月末，公司信用卡不良率达 1.14%，较年初小幅上升 3 个 BP。

（五）零售贷款资产质量变化比较：均深耕于各自的优势领域

2018 年上半年平安银行和招商银行零售贷款的不良率均有比较明显的下降。截止 6 月末，平安、招行零售

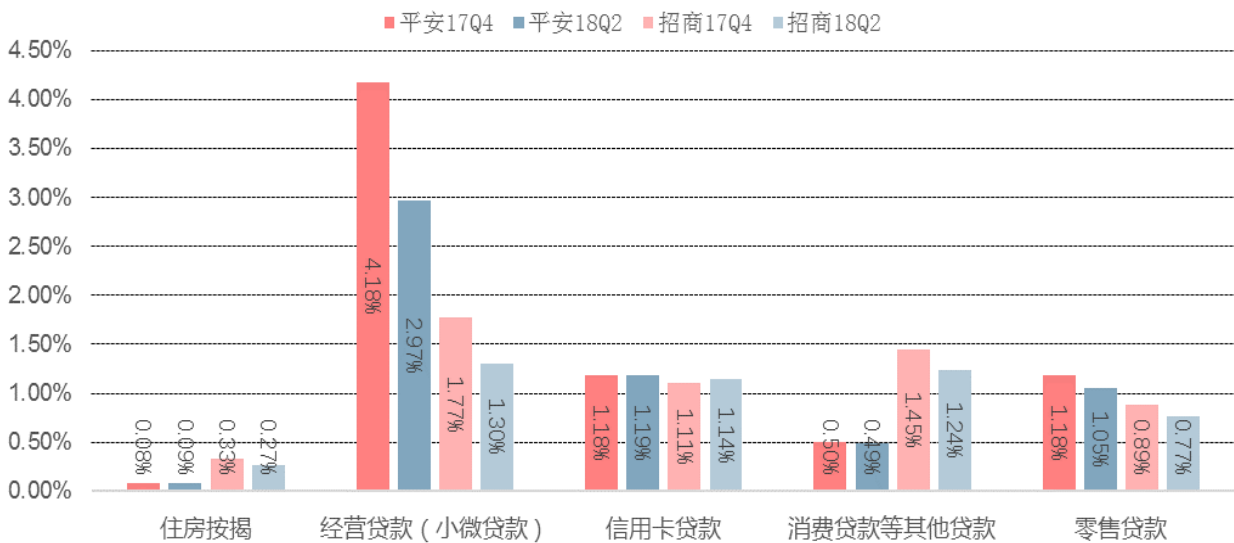
贷款整体不良率分别为 1.05% 和 0.77%，分别较年初下降 13 和 12 个 BP。相比较而言，招行的零售信贷资产质量仍然要优于平安银行。

对各个零售业务风险管控能力的不同是平安银行和招商银行选择不同零售信贷业务重点重要原因。对于平安银行而言，不良率上，住房按揭 (0.09%) < 消费类贷款 (0.49%) < 信用卡贷款 (0.19%) < 经营性贷款 (2.97%)。因此，平安银行在消费类贷款、信用卡贷款方面占比较高（当然也有其零售客户大部分来自于集团的原因），同时公司管理层也表示将加大对个人住房按揭贷款的支持力度。

对于招商银行而言，不良率上，住房按揭 (0.27%) < 信用卡贷款 (0.14%) < 消费类贷款 (1.24%) < 小微贷款 (1.30%)。因此，招商银行的零售业务重心在住房按揭和信用卡贷款方面。同时，虽然招行小微贷款的不良率高于其他零售业务条件的不良率，但相比同业的小微业务，公司的小微业务风控能力仍具有比较优势，这也是公司敢于在小微业务上加大投入的关键原因。

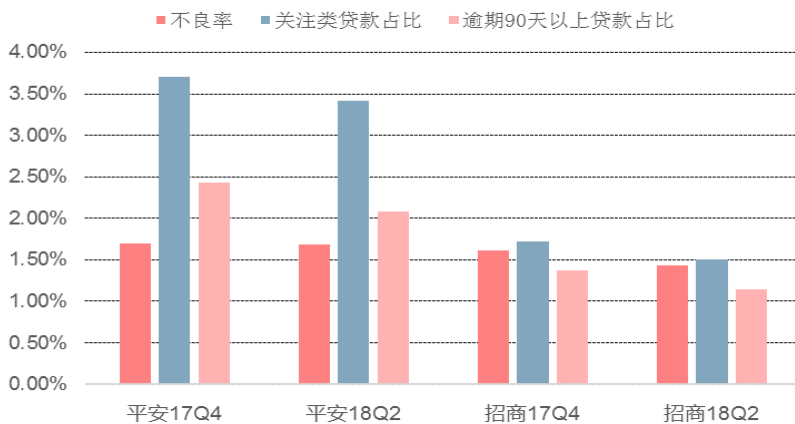
从变化来看，对平安银行而言，2018 年 6 月末，占比较高的消费类贷款不良率较年初下降了 1 个 BP，同时经营性贷款较年初也大幅下降 1.21 个百分点。但占比最高的信用卡贷款，以及按揭贷款，不良率均较年初上升了 1 个 BP。对招商银行而言，不良率上升的只有信用卡贷款，住房按揭、小微贷款以及消费贷款不良率均较年初有比较大幅度的下降。

图7：平安与招商零售贷款资产质量变化情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表8：平安与招商整体资产质量比较



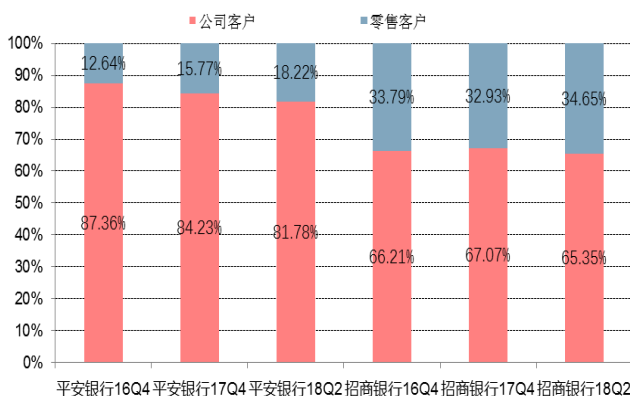
资料来源：中信建投证券研究发展部

（六）零售存款占比变化比较：均有明显提升，但招行仍然优势明显

上半年，招商和平安两家以后再零售负债端均做了比较大的工作，零售存款占总存款的比重都较年初有所提高。截止 2018 年 6 月末，招商、平安零售存款占比分别达 34.65% 和 18.22%，分别较年初增长 1.72 和 2.45 个百分点。

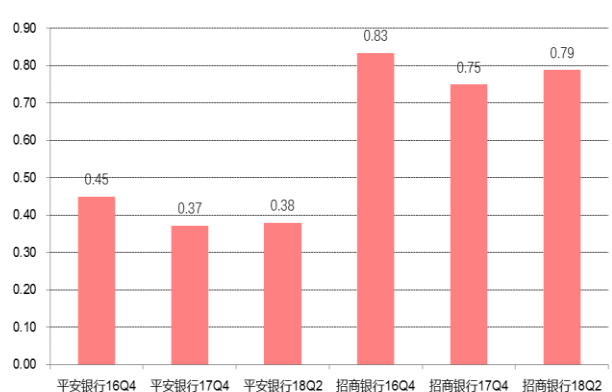
此前我们关注到招行与平安虽然都在大力发展零售，但平安重点在零售的资产业务，而招行不仅做零售的资产端，也同时做负债端。我们可以观察零售存款与零售贷款的比重这项指标，该指标可以反映每一笔零售贷款的发放可以转换为多少的零售存款，因此也可以称之为零售贷款的存款转换率。从该项指标来看，截止 2018 年 6 月末，招商银行零售贷款的存款转换率为 0.79，即每发放一笔零售贷款，最终可以反馈回 79% 的零售存款。而同期，平安银行零售贷款的存款转换率只有 0.38，不到招行的一半。当然，与年初相比，由于两家银行均在零售存款端加大了投入力度，因此本年的存款转化率均要高于年初，并且招商提升的幅度要更大。

图表9：平安与招商零售存款占比变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表10：平安与招商零售贷款的存款转换率



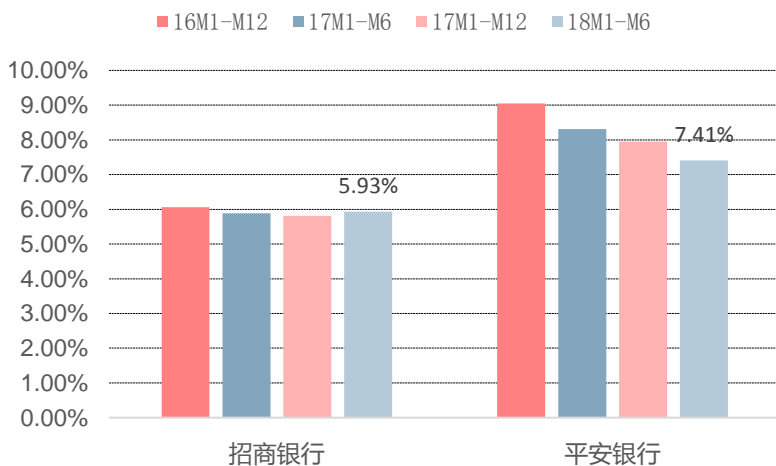
资料来源：中信建投证券研究发展部

（七）零售定价能力比较分析

上市银行纷纷进行零售转型，不仅是看重零售业务“轻资本”的特征，同时也是为了应对利率市场化下净息差收窄的趋势。因此，零售业务的定价能力可以集中反映零售业务转型成功与否。

从零售贷款的收益率来看，平安银行的定价能力要高于招商银行，但近两年来呈逐步下降趋势。2018年上半年，招商零售贷款平均收益率为5.93%，较去年整年上升了12个BP；平安银行零售贷款平均收益率为7.41%，高出招行1.48个百分点，但较去年整年下降54个BP。零售贷款定价能力与业务结构和业务规模有着密切的关系。一方面，正如上文所分析的，招商银行的零售贷款最大的一块是做按揭贷款，因此定价相对较低，而平安银行零售贷款主要是做信用卡和消费类贷款，因此定价相对较低。另一方面，招商的零售贷款规模是平安银行的一倍之多，从事零售转型已有10年之久，而平安零售转型始于2016年末，因此招商的零售贷款定价更趋于稳定合理。

图表11：招商与平安的零售贷款平均收益率

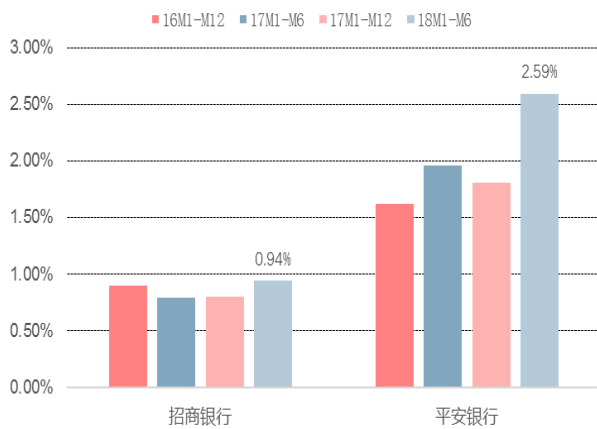


资料来源：中信建投证券研究发展部

从零售存款的成本率来看，招商银行要明显低于平安银行，主要源于其高活期率特征。2018年上半年，招商银行零售存款整体成本率为0.94%，较去年提高了14个BP，而平安银行零售存款成本率为2.59%，比招行同期高出1.65个百分点，比去年全年高出0.78%。零售存款的成本率高于一方面与整体存款市场竞争激烈程度有关，另一方面与存款的活期率有关。2018年上半年存款竞争无疑是激烈的，各家银行在结构性存款上有比较多的增长，导致成本上升。但招行上升幅度要小于平安，我们认为主要还是由于存款结构的不同。

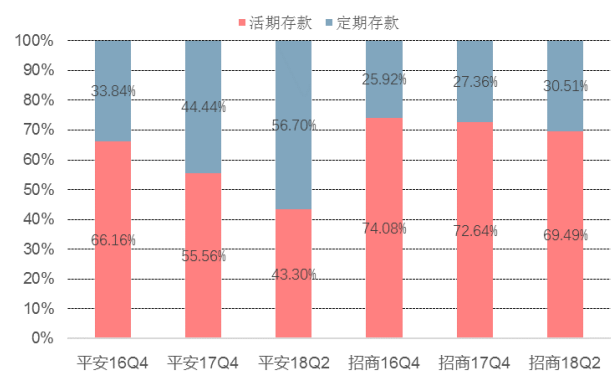
截至2018年6月末，招商银行零售部分活期存款占全部零售存款的比例在69.49%，较去年下降了3.15个百分点，而平安银行占比为43.30%，较去年下降了12.26%。无论是同期水平比较，还是下降幅度的比较，均能反映出招商银行在零售负债端的突出优势。我们认为，零售存款的活期率反映了商业银行零售业务的社会认可度和客户粘性，而客户粘性正是零售业务长期发展的基石。

图表12：招商与平安零售存款平均成本率



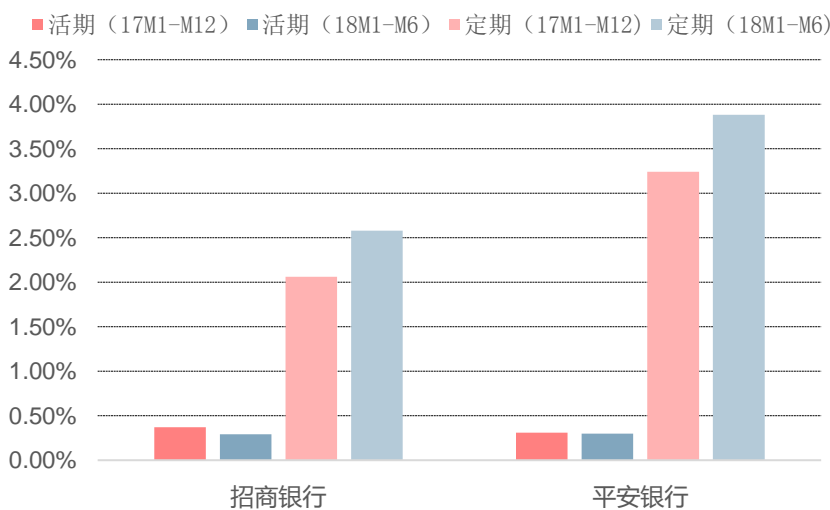
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表13：招商与平安零售存款结构比例



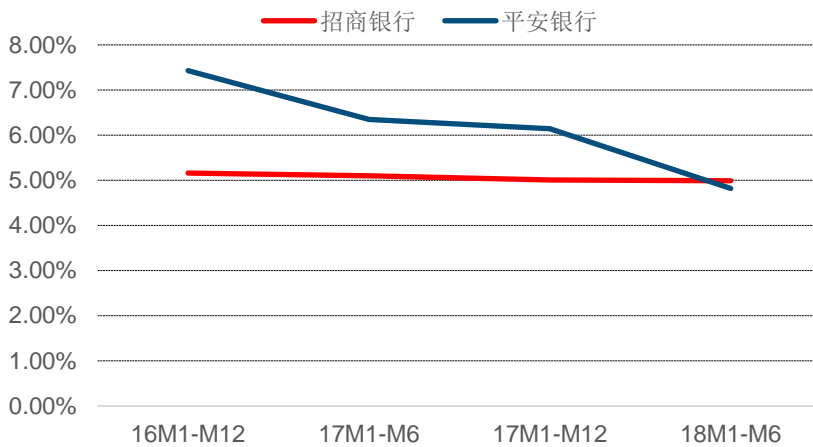
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表14：招商与平安活期/定期存款成本率



资料来源：中信建投证券研究发展部

结合零售贷款收益率与零售存款成本率，我们重点看看零售的净利差。2018年上半年，招商银行零售净利差为4.99%，较去年小幅下降了2个BP，而平安银行目前的零售净利差已经低于招行，为4.82%，较去年大幅下降了1.32个百分点。从趋势也可以看到，平安银行的零售净利差近年来呈逐步下降趋势，而招商银行十分稳定，保持在5%左右。

图表15：招商与平安零售业务净利差比较


资料来源：中信建投证券研究发展部

（八）未来两家银行的零售成长比较

零售业务具有的“轻资本”、“轻资产”特征吸引了大部分商业银行进行业务转型或加大投入。但也要看到，零售业务之所以为“零售”，相对批发业务（即对公业务）而言，业务对象是非常分散的。从运营成本考虑，只有拥有一定规模的零售客户基础，才能形成规模效应降低运营成本。因此，从商业银行零售转型进程来看，**首先就是要扩大零售基础客户数量**，这是零售转型的第一步，也是最基础的一步。扩大客户基础只是为了降低运营成本，但提高零售业务利润贡献来看，还需要扩大零售业务的资产规模。因此，**银行零售转型的第二步就是围绕着零售业务资产管理资产（AUM），这是增加零售收入的基础**。之后，当零售业务深化到一定程度，**还需要提高零售客户对银行产品和服务的依赖程度和使用频率**，从而参考互联网企业的管理指标，**可以重点关注 MAU 指标（月活跃用户数量）**。

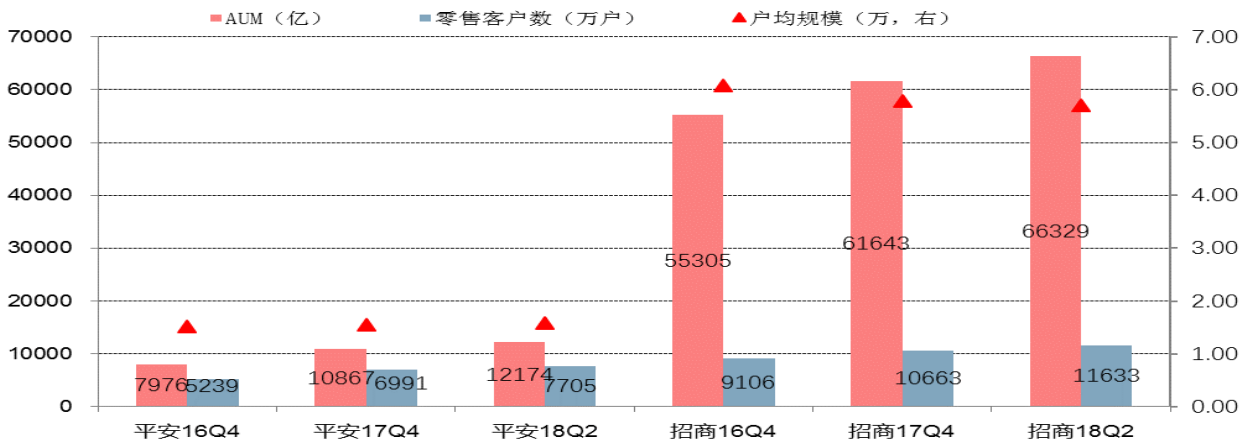
从现状来看，截止 2018 年 6 月末，招商银行管理零售客户资产（AUM）6.63 万亿，零售基础客户数 1.16 亿户，而平安银行管理客户资产（AUM）1.22 万亿，是招行的 18.54%，而客户基础数 7705 万户，是招商银行的 66.24%，这一比例相对而言更接近两家银行零售信贷规模差距。可见，平安银行目前零售转型仍处在增加零售客户基础上，AUM 仍然偏低。从户均管理资产规模来看，平安银行只有 1.58 万元，而招行为 5.70 万元，差距明显。

2018 年半年报的业绩发布会上，平安银行确立了零售业务的第二部转型方向，即重点升级私人银行和财富管理业务，打造私行财富 2.0。目前，公司已经将平安信托的财富管理团队合并至平安银行私人银行部，并将逐步搭建私人银行客户和股权类产品对接的业务模块。我们认为，其核心要义正是提高零售业务的资产管理规模（AUM），也就是零售转型的 2.0 版本。

同时在 2018 年半年报的业绩发布会上，招商银行业开启了零售业务的 3.0 版本，主要是围绕着招商银行和掌上生活两个 APP，“以 MAU（月活）为北极星指标来推动零售的数字化转型，打造最佳客户体验银行”。其本质就是提高零售客户的粘性，并且重点看重零售业务的“轻管理”与“轻运营”属性。

结合以上分析，我们认为从业务重心来看，目前平安银行的零售主要是在资产端，而招行是资产与负债并重；从转型步伐来看，招行实际上已经进入了零售转型的 3.0 时期，而平安银行正向 2.0 迈进。

图表16：平安与招商零售业务客户基础比较



资料来源：中信建投证券研究发展部

三、金融科技专栏：追一科技与招商银行信用卡签署战略合作

9月12日，追一科技宣布与招商银行信用卡宣布在智能服务领域达成战略合作关系。双方将融合各自在人工智能技术、产品与场景、数据、业务等多方面能力优势，在服务数据和服务场景中深入落地 AI 应用。一起探索 AI 服务平台建设，打造金融 AI 服务标杆。

2017 年开始，招商银行信用卡与追一科技开始合作，在服务 and 运营等维度，构建全方位智能化服务体系。在客户服务上，追一科技的智能机器人，在招商银行信用卡微信、手机 QQ、App 等多渠道落地服务，准确率超 95%。经过一年多打磨，追一科技正式发布全新 AIForce 智能服务平台。基于核心 AI 能力的机器人 Bot、人机协同 Connect、智能质检 See 等一体化产品，全场景、全流程融入企业智能服务，助力企业效率、体验和价值全面提升。

据悉，基于战略伙伴关系，追一科技与招商银行信用卡将探索全方位 AI 深度服务，包括建设行业领先的人工智能服务平台，进行算法研究与团队建设等合作；围绕用户交互与服务场景，提供智能客服、人机协同、智能质检、营销等多形态的人工智能产品和服务；面向金融银行业服务市场，追一科技深度结合招商银行信用卡场景与业务特色，提供行业解决方案。

追一科技创始人兼 CEO 吴悦表示，在过去 1 年多时间里，追一科技与招商银行信用卡密切协作，在技术融合、工程部署、场景落地、产品研发、服务升级等多个维度，都取得了突破，实现人工智能从技术到产品到应用以及终端用户生活的不断进化，也印证了技术与场景融合的无限可能。

招商银行信用卡中心党委书记刘加隆表示，金融行业正处在数字化向智能化转型过程中，中国银行业协会数据显示，2017 年行业平均离柜业务率达到 87%。银行业积极运用金融科技最新成果，加快推进各类渠道的智

能化转型，降低金融服务门槛，提升客户交互体验，多层次金融服务体系建设日趋完善

四、市场资金利率跟踪：以下行为主

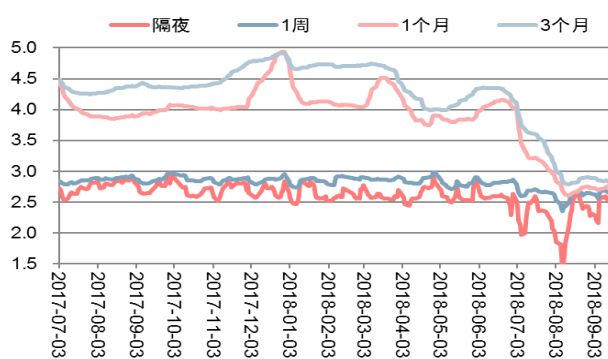
上周，我们观测的 Shibor 利率主要以下行为主。隔夜、1 周和 3 个月的 Shibor 利率分别下降 10.20、2.80 和 2.10 个 BP 至 2.4890%、2.6450% 和 2.8300%；只有 1 个月 Shibor 利率小幅上升 4.40 个 BP 至 2.7560%。

银行间同业拆借利率具有相同特征。1 天、7 天和 6 个月同业拆借利率分别下降 10.19、17.34 和 70.10 个 BP 至 2.5241%、3.2255% 和 3.2240%，但 1 个月同业拆借利率上升 18.02 个 BP 至 3.1915%。

我们重点关注的国债到期收益率短期下降，中长期上升。1 年、5 年和 10 年国债到期收益率分别上升 2.22、6.28 和 0.52 个 BP 至 2.8732%、3.4998% 和 3.6352%，而 6 个月国债到期收益率下降 7.37 个 BP 至 2.5657%。

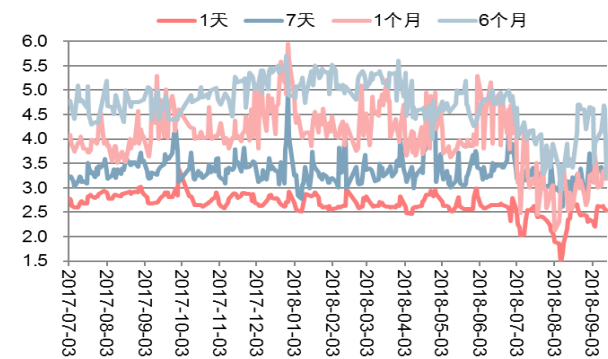
银行理财预期收益率方面，上上周数据显示，1 周、1 个月和 1 年理财产品预期收益率分别下降 8、8 和 5 个 BP 至 3.85%、4.45% 和 4.73；但 6 个月理财预期收益率上升 1 个 BP 至 4.61%。

图表17： Shibor 利率 (%)



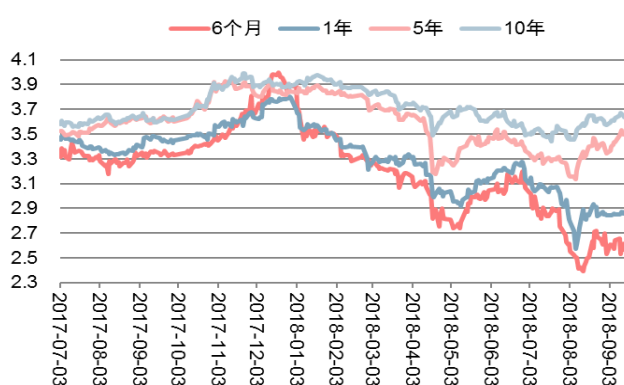
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表18： 银行间拆借利率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表19： 国债到期收益率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表20： 理财产品预期年收益率 (%)



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

五、行业面分析：

（一）发布了行业深度：《探索商业银行估值抬升的路径——轻型化转型》

1、理论分析

目前老 16 家上市银行 18 年 PB 为 0.7 倍，估值已经筑底。因此，如何提升估值是银行较为关心的问题；什么样的银行估值更易修复也是市场极为关心的问题。我们从“轻型银行”的角度，探索轻型化转型如何提升商业银行估值。我们认为，轻型化转型可通过提高银行的 ROE 进而提升商业银行的估值。

银行的轻型化转型将提升权益倍数（风险权重降低）、拓宽净息差（零售业务发展）、提高非息收入占比（非息收入发展）、降低成本收入比（轻管理、轻运营），均利好 ROE 的提升，而 ROE 的提高最终将反映在银行股的估值上。因此我们认为，轻型化转型是银行提升估值的路径之一。

2、案例分析

首先，我们以不同的指标衡量各股份行的轻型化转型程度，结果表明，股份行中招商银行当之无愧的成为轻型化转型领先的代表，而华夏银行则在轻型化转型方面进展较慢。在股份行中，招行的轻型化转型是最快、最成功的，其 ROE 水平也是股份行中最高；而华夏银行的轻型化水平较低，其 ROE 水平也位于城商行末位。

基于上述分析，我们通过招商银行和华夏银行的对比来看轻型化转型如何利好商业银行，分析结果表明，造成招商银行 ROE 大幅高于华夏银行的 3 个正面贡献均来源于招商银行的轻型化转型成果，即净息差高、非息收入占比高、成本收入比低。因此，招行的轻型化转型成果对其高 ROE 产生了巨大的贡献。

3、结论

轻型化转型有利于提升银行 ROE，ROE 的提升有利于估值抬升，因此，商业银行的轻型化转型有利于抬升估值。

（二）8 月信贷数据点评：《表外融资降幅继续收窄，社融规模超预期》

事件：

央行发布 2018 年 8 月信贷数据指标，M2 同比增速 8.2%，人民币贷款增加 1.28 万亿元，社融增加 1.52 万亿元。

简评：

1、8 月 M2 同比增长 8.2%，增速环比下降，货币供应保持低速增长

截至 2018 年 8 月，M2 余额 178.87 万亿，同比增长 8.2%，增速较上月下降了 0.3 个百分点。同时，8 月 M1 同比增长 3.90%，增速比上个月低 1.2 百分点，创历史新低，从而 M1/M2 的剪刀差继续扩大。

2、表外融资降幅收窄，信用债融资规模增加，共同支撑 8 月新增社融超预期

8 月，新增社融 1.52 万亿，比上个月多增 4799.7 亿元，超市场预期。从同比增速上看，我们认为的“上半年新增社融放缓现象将在下半年改善”的观点得到证实。4 月、5 月、6 月，新增社融同比增速分别为 24.50%、-24.33%、-27.26%，但 7 月降幅为-10.65%，而 8 月新增社融同比降幅更是只有-2.41%。可见，新增社融的下降确实在监管政策转向的过程中有所缓解。

在结构上，8 月表内信贷新增 1.28 万亿，较上月微增 668 亿元，同时同比增加 14.57%，增速低于上月 20.67 个百分点。因此，我们认为 8 月社融超预期的主要来源并非信贷规模的大幅增加，而是表外融资降幅的明显减少以及企业债券融资规模的明显增加。

在表外融资方面，8 月份净减少 2674 亿元，比上月少减少了 2212.17 亿元，其中除委托贷款净减少 1207 亿元，规模大于上月 256.5 亿元之外，信托贷款以及未贴现银行承兑汇票融资减少的规模均要明显小于上月，两者在 8 月当月仅净减少 688 亿元和 779 亿元，少减少 503.91 亿元和 1964.78 亿元。正如我们一直所强调的，非标监管在 7 月 20 日资管新规补充通知发布之后实际上是有所放松的。固然在资管新规基本原则不变的情况下，存量非标规模会有所缩减，但在减少节奏上会更考虑实际情况，速度会有所放松。这一现象在 7 月和 8 月的信贷数据中均已经有所体现，我们仍然认为这种趋势在下半年还会继续保持，从而与表内信贷扩容一起改善社融增速。

此外，8 月信用债发行规模增多也是社融改善的另一重要原因。当月净融资 3376 亿元，较上月高 1138.61 亿元。我们认为主要就是得益于之前降准后流动性的改善。同时根据与上市银行交流的情况来看，下半年银行对信用债的投资力度或有所增加，特别是中高评级的信用债。

3、8 月信贷新增 1.28 万亿，居民部门贷款稳健增长，而企业部门相对乏力

8 月，银行新增人民币贷款 1.28 万亿，环比少增 1700 亿元，虽然低于我们的预期，但与去年同期相比仍有 17.43% 的增长。在业绩发布会上，上市银行均表示下半年将进一步增加信贷投放，重点在基建、国家重点战略、零售等领域。因此，我们认为 2018 年信贷总规模将超市场预期 1~1.5 万亿，银行行业将迎来量价齐升的局面。

分部门来看，8 月居民贷款新增 7012 亿元，环比多增 668 亿元，其中短期贷款新增 2598 亿元，环比多增 830 亿元，中长期贷款新增 4415 亿元，环比少增 161 亿元。

8 月对非金融性公司及其他部门贷款新增 6127 亿元，环比少增 374 亿元，主要是企业短期贷款在 8 月份净减少了 1748 亿元，这也是连续两个月净减少。同时，8 月中长期企业贷款净增加 3425 亿元，比上月少增了 1450 亿元。因此，刨除企业部门的贷款，8 月对“其他部门”的贷款大约净增加 4450 亿元，比上月多增 1789 亿元。从央行的口径上，这些“其他部门”主要是指广义政府下的机关团体贷款，融资形式以票据融资、融资租赁以及垫款等。

4、8 月存款增长 1.09 万亿，结构上表现为财政、非银存款向居民和企业存款转移

8 月，人民币存款增长 1.09 万亿，环比多增 600 亿，与上月基本持平。但增长结构发生了明显的变化，主要是财政存款、非银存款向居民和企业存款的转移。其中，企业存款、居民存款分别增加了 6139 和 3463 亿元，较上月多增加 1.23 万亿和 6395 亿；而财政存款当月增加 850 亿，而上月增加 9345 亿元；非银存款 8 月净减少

2211 亿元，而上月增加 8609 亿元。

六、上市公司动态

图表21： 上周上市公司动态信息

公司	内容
中国银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 上海分行为中小企业参加进博会量身定制了线上授信服务平台“中银 e 企贷”，方便中小企业采购商采购。 ➢ 通过自主研发的区块链跨境支付系统成功完成河北雄安和韩国首尔两地间客户的美元国际汇款。 ➢ 原副行长刘强调任山东省政府党组成员。 ➢ 与广西省政府在南宁签合作协议，将加强金融改革合作，为广西传统优势产业转型升级、新兴产业发展、城镇基建、沿边金改提供支持。
工商银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 获欧洲中央银行批准在奥地利设立子行，此前相关申请已获原银监会批准。工银奥地利将完善工行在欧洲、中东欧区域的布局。 ➢ 发布“AI 指数”，通过组合投资的方式对指数进行追踪和模拟，帮助投资者获得接近指数的相应收益。 ➢ 联手微信推出第一张“微信信用卡”，绑定微信消费累积 1.5 倍积分，积分可直接当钱花。 ➢ 原副行长李云泽调任四川省政府党组成员。
农业银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 成功上线基于客户画像、行为数据和地理位置信息的精准营销系统，将通过数据定向、规则引擎为掌银客户提供定制服务。 ➢ 广安分行全面开展金融知识宣传服务月，重点宣传个人信息保护、防范违法违规互联网金融活动和校园贷。
建设银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 与故宫博物院开展战略合作，并推出第一款黄金产品“乾坤吉祥珠”，将于今年底在建行渠道发售。
交通银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 积极发展消费金融服务，以信用卡业务为核心的消费金融竞争优势进一步凸显，市场排名上升至第二位。
民生银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 广州分行携手南方杂志社赴广东省省定贫困村开展党建扶贫工作。民生和南方分别捐赠党建经费和书籍助力扶贫工作。
兴业银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 北京分行在辖内全面开展“兴航程”2018 合规内控强化执行年活动，完善银行内控管理长效机制。
浦发银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 与大华银行在上海签署战略合作备忘录，将发挥各优势、有效联动境内外金融资源，共同拓展“一带一路”市场。 ➢ 助力境内 A 股汽车零部件行业龙头继峰股份大股东宁波继弘投资要约收购德国上市公司 GRAMME86.23% 股权。 ➢ 北京分行“2018 为爱开跑”全新开启，参加者跑步 2 公里，浦发将为贫困山区小朋友捐助 1 元，活动将一直持续到 10 月末。 ➢ 与航天科技集团在京签署战略合作协议，将在银行融资服务、国际业务服务、财务顾问服务等金融领域开展合作。
光大银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 烟台莱州支行开展反假币防范电信网络诈骗宣传活动。
华夏银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 与航天信息签署正式发布双方首个合作落地项目“龙惠贷”产品，未来将在物联网、食品药品、供应链金融开展深度合作。
宁波银行	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 获准在全国银行间债券市场公开发行不超过 30 亿元人民币的绿色债券。

资料来源：中信建投证券研究发展部

七、下周需重点关注事情：

- 1、各家银行成立资产管理子公司的最新变化；
- 2、未来几个月信贷扩容情况
- 3、后续继续降准的预期

请参阅最后一页的重要声明

4、中美贸易战的进一步变化，政策上的相关调整；

5、积极财政政策上的最新变化。

八、投资建议：

1、本周对银行股的观点：底部确立，右侧机会。4 季度行情将好于 3 季度；3 季度看政策转向，4 季度看基本面改善。更看好中小银行，银行股 PB 从 0.7 倍回升到 0.9 倍。

(1) 我们在 7 月 5 日提示银行股底部确立后，银行板块上涨 10% 以上。我们的理由是：测算显示 0.7 倍 PB 隐含不良率 14%，而行业资本充足率只有 13.68%，估值已反映市场最悲观预期，底部确立。同时，随着政策转向，银行面对的宏观环境和行业监管环境改善，银行业绩和估值需逐步回升，从而我们认为是：右侧机会。

(2) 3 季度，宏观财政政策和货币政策都在转向，变得更加积极，而行业监管政策也从“去杠杆”逐步转向“稳杠杆”，非标扩容，非标通道业务在放开。我们认为宽松政策依然将持续，尚未放完。

(3) 4 季度，新增社融将逐步恢复正增长，同时投资支出也将适当增加，NIM 和 ROE 将环比回升，基本面驱动行情将好于政策面驱动行情。4 季度行情好于 3 季度。

(4) 4 季度后，贷款定价能力将逐步回落，成本端成为核心变量。在贷款定价能力上，中小银行将好于大型银行，而且在成本端，股份制银行同业负债占比更高，成本端优势的更加显著，从而 NIM 上，中小银行的竞争力更加显著，所以更看好中小银行。

(5) 因为对经济增长的预期尚不乐观，股权融资成本率较高，预计 18 年行业 ROE 为 14.5%，ROE 低于股权融资成本率，行业 PB 难以提高到 1 倍以上，我们预计 PB 将从 0.7 倍 PB 修复到 0.9 倍。

8 月的信贷数据公布，社融修复，主因是信用债发行增加 3300 亿，同时信托贷款和未承兑商业汇票逐步修复。我们预计随着银行风险偏好的逐步修复，新增贷款也将逐步增加，信托贷款也将修复。在流动性宽松的背景下，各类债券的发行也将顺利推进，债券融资也将增加。9 月以后，新增社融将逐步恢复正增长。实体经济修复的力度将随着社融的修复而出现改观。

上周，平安资管事件让市场担忧，其持仓较重的银行股包括：平安、上海和工行，后势如何变化呢？这三支都是我们持续重点推荐标的。我们认为：交易层面可能存在不确定性，但是从基本面看，表现稳健，改善可期。平安零售 2.0 版转型可期，而且中报超预期；上海银行营收业绩双双表现亮眼，零售改善显著，资产负债结构优化提升 NIM 和 ROE，提升估值；工行半年报中关注类贷款改善异常明显，且基本面强劲，市场第一大权重股。

银行发力零售的主力是成立消费金融公司。上周，光大银行同中青旅、王道银行签署合资协议，成立北京阳光消费金融公司，注册资本金 10 亿，光大银行持股 60%，控股股东。光大银行在零售端改善持续发力，半年度零售贷款占比达 42%，零售业务营收占比达到 41%，税前利润占比 47%，在股份行中仅次于平安（68%）和招行（55%）。阳光消费金融公司成立将继续助力其零售端。

2 季度监管数据显示：股份行改善相对最好。其一、2 季度股份行、城商行的资产增速均已回升，但是大行、农商行的资产增速降幅在收窄。其二、股份行 NIM 回升幅度高于大行。2Q18，股份行回升幅度最大。其三、股

份制银行的不良率开始环比下降

2、随着张家港银行的正式解禁，次新股解禁潮结束，银行次新股将迎来一波不错上涨行情，最新郑州银行和长沙银行将逐步登陆 A 股，也将对次新规有带动。高估值和解禁压力始终是市场对其诟病的主要方面，但是随着银行次新股第一轮解禁完成，其解禁的压力渐次消除，下次解禁需要到 2019 年，两年后。而且从北京、南京、宁波第一次解禁后的市场表现来看，第一次解禁后，股价都有一波相当不错的上涨行情。我们预计随着上周张家港银行正式解禁，银行次新股全部解禁完后，18 年，银行次新股将迎来一波不错的上涨行情。

3、**每周一股**：常熟银行（NIM 行业内最高，小微信贷优势领先行业，资产质量优异，业绩增速行业内最高）

4、9 月重点推荐：宁波银行（行业内最高的 ROE，行业内最低的不良率，NIM 开始企稳回升，高业绩增长）

5、中长期重点推荐：优质银行股、宁波、南京、浦发、平安、工行、上海银行。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席,金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2016 年“新财富最佳分析师”银行业第六名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。

方才：毕业于南开大学，金融学博士。2017 年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859