

计算机

从被低估的金融供给侧改革，看金融 IT 投资逻辑扩散

我们认为金融供给侧改革的主要内涵在于两点：1) 直接融资占比提升，2) 间接融资结构变化。

本篇主要就间接融资结构变化，和这一变化对金融科技的影响展开。我们的主要观点如下：

1、何谓金融供给侧改革：间接融资视角，资源的重新配置。改革的背景在于中小企业困境在 2018 年下半年尤为突出，在提升直接融资占比同时，加大金融资源供给侧向中小企业，实体经济的倾斜尤为重要。考虑上一轮周期行业的供给侧改革执行力度，金融供给侧改革推进值得期待。

2、行业参与方中，中小银行、供应链金融行业地位上升至新高度。中小机构更贴近实体经济，倾向于向实体经济放款，而供应链金融因结构融资便利，更是中小企业（缺乏担保品）融资有利补充。近期，银保监会和发改委也对中小金融机构数量和业务占比，推进供应链金融业务提出指导建议。我们认为，后续落地政策值得期待。

同时，防范风险仍为第一要务。参考相关讲话，基础设施国产化预计也有望成为后续重点工作内容。众所周知，四大行核心系统依然搭建于传统的 IOE 架构上。

3、看好银行 IT、供应链金融的增量市场，期待后续具体政策落地。我们认为，受益于中小银行数量提升和国产化政策，对于具备竞争力银行 IT 厂商，合计新增约 300 亿市场规模。供应链金融长期市场空间我们测算应在万亿级别，若后续政策落地，市场空间有望打开。银行 IT 和供应链金融增量市场规模的详细测算，参考正文。

间接融资结构变化带来的金融科技投资机会，主要在于两个方面，一是银行 IT，逻辑得到强化：中小机构数量提升+基础设施国产化，核心标的长亮科技；三是供应链金融，是增量逻辑：1) 直接参与供应链金融 2) ERP 输出数据服务能力。核心标的上海钢联、生意宝、航天信息、用友网络。

基于此，我们重点推荐上海钢联、长亮科技、航天信息、生意宝、用友网络。

风险提示：市场竞争加剧；相关政策推进速度不及预期；本文部分测算存在一定局限性

证券研究报告

2019 年 03 月 04 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《计算机-行业点评:超高清视频发展目标确定，产业应用有望加速推进》
2019-03-03
- 2 《计算机-行业研究周报:金融供给侧影响深远，关注科创板映射投资机会》
2019-03-03
- 3 《计算机-行业点评:再迎政策利好，供应链金融或将迎来大发展》
2019-02-26

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-03-01	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
300226.SZ	上海钢联	78.80	买入	0.30	0.80	1.29	1.59	262.67	98.50	61.09	49.56
300348.SZ	长亮科技	26.22	买入	0.27	0.48	0.70	0.95	97.11	54.63	37.46	27.60
600271.SH	航天信息	28.57	买入	0.84	0.87	1.08	1.31	34.01	32.84	26.45	21.81
002095.SZ	生意宝	29.15	买入	0.08	0.39	1.14		364.38	74.74	25.57	
600588.SH	用友网络	31.06	买入	0.20	0.31	0.42	0.55	155.30	100.19	73.95	56.47
00268.HK	金蝶国际	8.82									



资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

1. 何谓金融供给侧改革：间接融资视角，资源重新配置

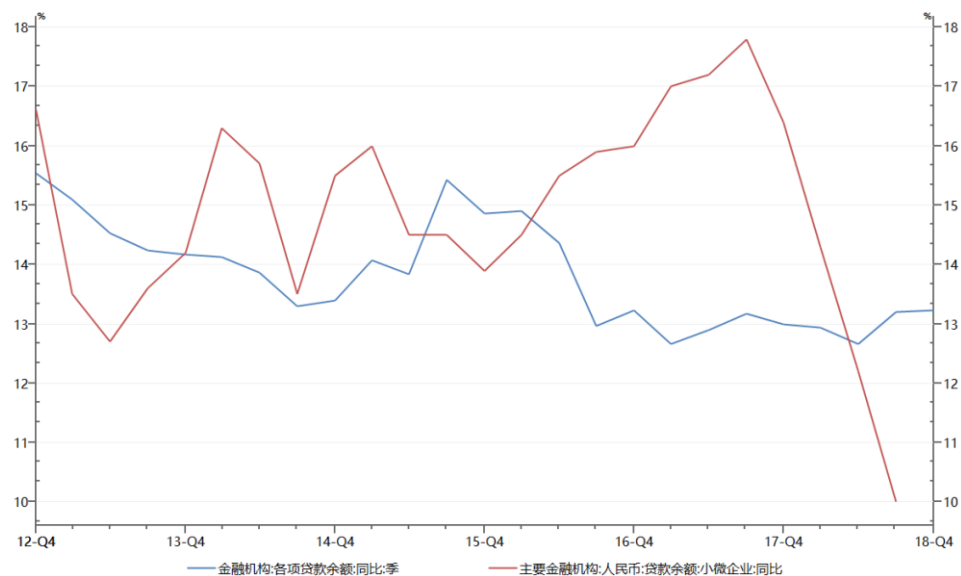
通过对 2018 年决策层表态和资本市场改革的分析，我们认为：

1) 直接融资占比提升，2) 间接融资结构变化，成为金融供给侧改革的主要内涵。

本篇主要就间接融资结构变化和对金融科技的影响展开。

中小企业经济困境在 18 年下半年集中显现，资源倾斜刻不容缓。2017 年，民营企业债券违约比例陡然上升，2018 年在违约比例继续上升的基础上，违约金额也大幅提高，引发金融市场动荡。在当前金融体系问题已十分明显的情况下，深化金融供给侧改革正当其时。

图 1：中小企业融资困难重重，亟待金融体系变革



资料来源：Wind，天风证券研究所

“间接融资的结构变化有望成为重要变革。在新一轮改革下，直接融资占比必然需要提升，但是在当前金融体系仍然以银行信贷为绝对主导且短时间难以改变的背景下，改变间接融资结构，使间接融资资金分配结果类似直接融资分配结果将会成为一项重要变化。基于此，我们认为有以下三大趋势：

- 1) 接近实体产业的中小银行将得到发展机会。
- 2) 供应链金融获得进一步支持，行业地位提升。
- 3) 金融风险防控不放松，基础设施国产化提上议程。

2. 中小机构、供应链金融、国产厂商地位有望提升

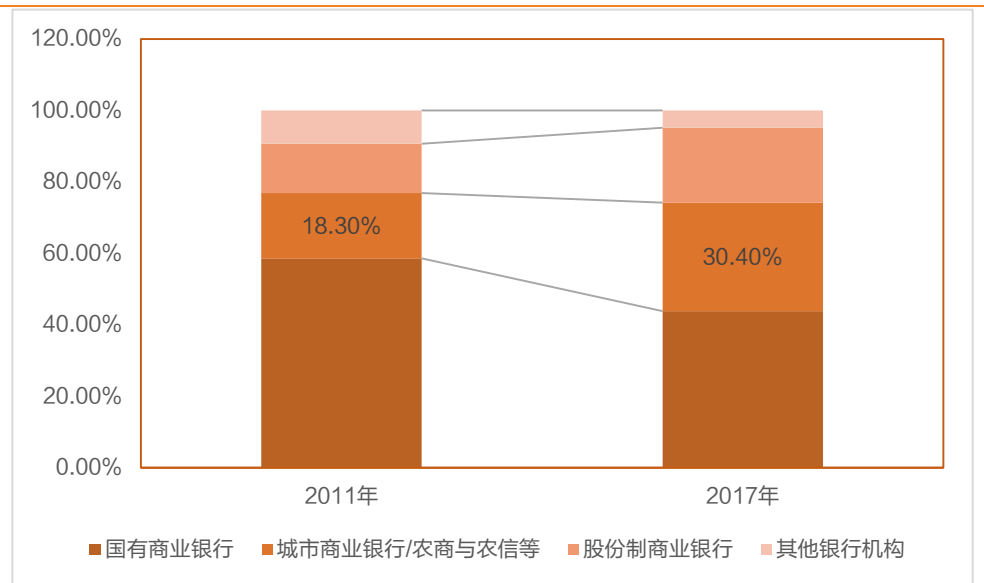
2.1. 中小机构倾向于配置资源于实体，中小银行预计新增 38 亿元市场

中小金融机构接近实体产业和中小企业，未来将获更多政策支持。中小金融机构深入地方，对当地的企业了解更为深入，更容易将资金配置于当地实体经济，同时做到风控水平更高。在《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》中明确提出地方银行法人回归本源，充分发挥了解当地市场的优势，可以期待未来中小金融机构获得更多资金流入。

中小金融机构 IT 建设程度不足，重视度提升有望带来相关 IT 厂商景气度提升。此前中小金融机构 IT 投入普遍不足，但《通知》中指出商业银行要借助互联网、大数据等新技术满足企业需求。未来相关建设需要有望带来相关 IT 建设厂商金融景气度提升。

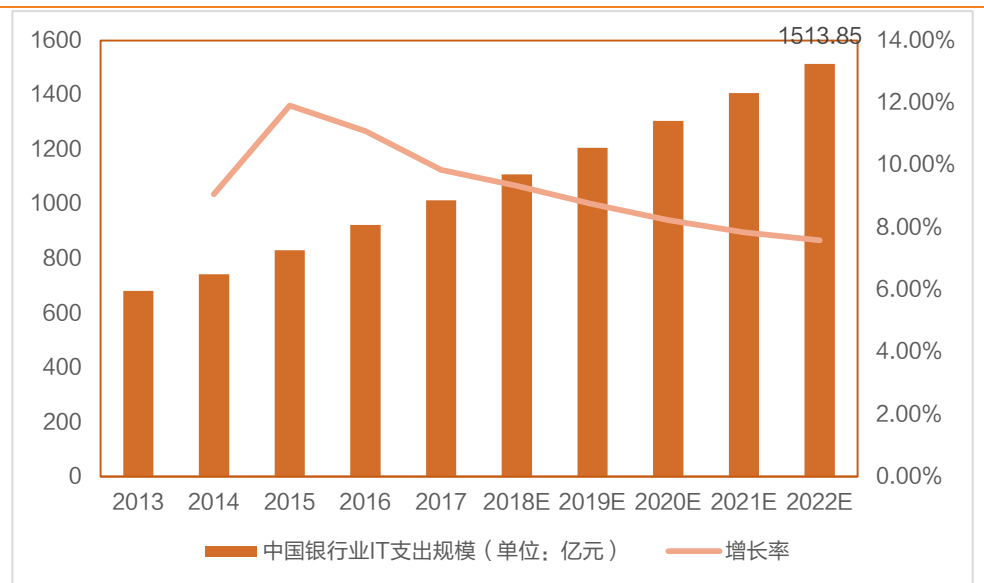
受益于政策推动，中小银行 IT 预计年新增 38 亿元市场。过去数年，中小银行投资占比一直在增加，而受益于中小银行数量占比提升政策，有望加速。根据 IDC 数据，2011 年到 2017 年，6 年时间比例年均提升约 2%。我们假设受益于政策比例提升至 2.5%，则预计年新增市场 37.5 亿元（根据 IDC 数据，假设 2022 年市场规模 1500 亿元）。

图 2：中小银行 IT 投资占比从 11 年的 18.3% 提升至 17 年的 30.4%



资料来源：IDC、天风证券研究所

图 3：中国银行业 IT 支出规模 2022 年有望超过 1500 亿元



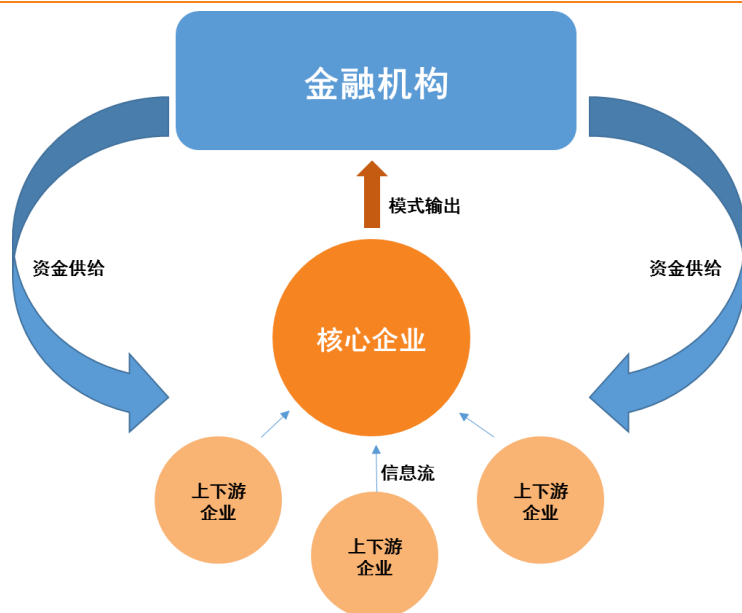
资料来源：IDC、天风证券研究所

2.2. 供应链金融引导资源配置，后续政策落地值得期待

供应链金融模式升级提升资源配置效率。此前，供应链金融的核心是供应链上下游小微企业

业背靠核心企业信用进行融资，虽然对小微企业融资难问题有一定减缓，但本质仍未脱离核心企业信用的依赖。未来供应链金融有望迎来模式升级，通过对掌握的上下游真实运营数据进行分析，核心企业的角色将由信用提供方转变为风控供应商。

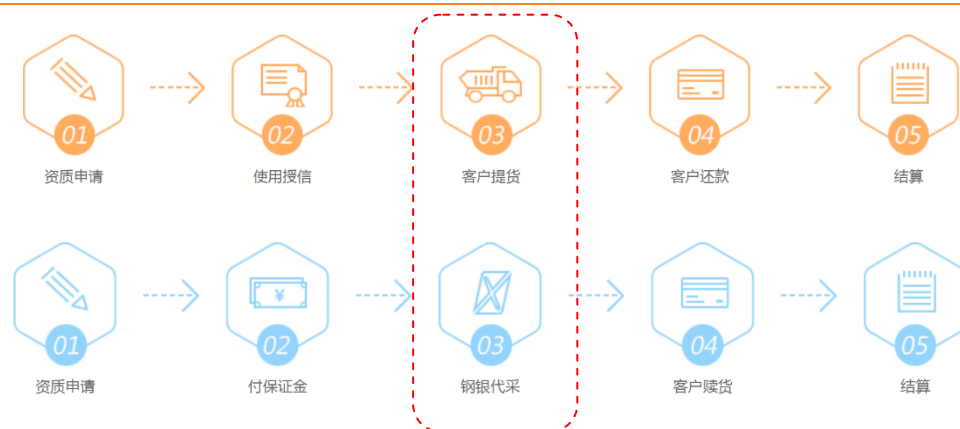
图 4：供应链金融升级为核心企业提供风控模式，提升金融机构融资配置效率



资料来源：天风证券研究所绘制

核心企业掌握数据最为真实高效，参考美国经验，中国供应链金融空间应在万亿级别。供应链核心企业掌握的产业数据最为真实，同时收集频度远高于金融机构。在新模式下，核心企业通过对上下游经营、负债、物流、资金流数据的分析生成风控模式，通过将风控模式向金融机构供给，节约金融机构资金审批时间，提升融资效率。目前部分实体产业内已有成熟供应链金融业务模式，开展时间较长同时尚无坏账。未来如得到银行支持，将有望大幅提升业务规模。供应链金融长期市场空间我们测算应在万亿级别，我们分别通过应收账款法和社会融资法进行测算，如下表。

图 5：金融机构资金有望借助已有成熟供应链模式扩大规模



资料来源：钢银电商官网，天风证券研究所

表 1：社会融资法角度测算，供应链金融空间应在万亿级别

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
社会融资规模（万亿元）	17.82	19.44	20.10	20.78	21.48
增长率	16%	9%			
供应链金融规模（万亿元）	3.56	3.89	4.02	4.16	4.30

资料来源：Wind、天风证券研究所 注释：参考美国供应链金融占融资总量 20%

表 2：应收账款法角度测算，供应链金融空间应在万亿级别

	2016	2017	2018	2019	2020
			E	E	E
规模以上工业企业应收账款净额（万亿元）	12.68	13.56	14.74	16.01	17.39
增长率	8.2%	6.9%			
规模以上工业企业存货净额（万亿元）	10.70	11.33	11.78	12.25	12.73
增长率	4.0%	5.9%			
经营性资产合计（万亿元）	23.38	24.90	26.52	28.25	30.12
供应链金融规模（万亿元）	2.34	2.49	2.65	2.83	3.01

资料来源：Wind、天风证券研究所 注释：参考美国供应链金融占经营性资产渗透率 10%

供应链金融仍处起步期，预计后续将再有实质政策落地。供应链金融近两年来利好不断，不论是模式支持还是资金支持均有大量政策出台，但实际业务开展仍依赖于核心企业自有资金，预计后续将再有实质政策落地支持产业发展。

表 3：近年小微金融与供应链金融重点利好政策不断

类型	政策	政策重点
模式支持	2017.10.5 国务院办公厅《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	推动供应链金融服务实体经济，鼓励供应链核心企业、金融机构、征信中心对接；防范供应链金融风险，加强供应链大数据分析和应用

	2017.12.15 沪深交易所、机构间报价系统《企业应收账款资产支持证券 挂牌条件确认指南》	针对应收账款证券化提出清晰、明确的要求，推进供应链应收款为基础的证券化业务发展
	2018.4.17 八部委《关于开展供应链创新与应用试点的通知》	推动供应链核心企业与商业银行、相关企业等开展合作，创新供应链金融服务模式；推动政府、银行与核心企业加强系统互联互通和数据共享，加强供应链金融监管
资金投放	2018.1.25 央行《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》	对普惠金融领域贷款增量达标的金融机构下调存款准备金 0.5-1.5 个百分点
	2018.6.1 央行 扩大 MLF 担保品范围	新纳入 MLF 担保品：不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款
	2018.6.23 五部委《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利的合格抵押品范围；增加支小支农再贷款和再贴现额度共 1500 亿元，下调支小再贷款利率 0.5 个百分点；盘活信贷资源 1000 亿元以上
	2018.9.5 财政部、税务总局《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	对金融机构向小型企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税

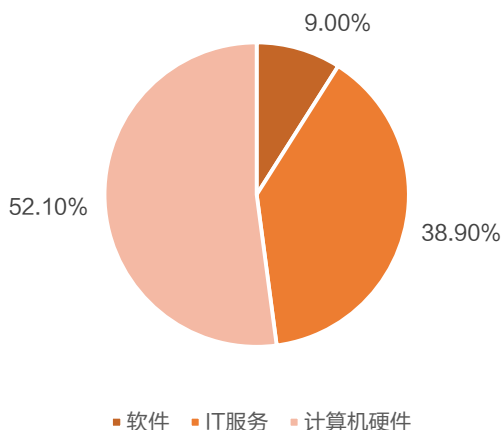
资料来源：银保监会、沪深交易所、人民银行官网等，天风证券研究所

2.3. 防止风险仍为根本任务，强化基础设施国产化

风险防范仍是政策要点。在大方向为向民营实体经济促进资金流入的基调下，《通知》仍不忘强调加大对实施过程中的监管督查力度，可见风险防范在当前金融工作中仍占有重要地位。**而基础设施国产化是金融防风险体系建设中的重要一环，潜在新增市场规模 275 亿元**(请见下文详细测算)。

- 1) 中小银行国产化比例较高，如核心系统多基于自主分部式架构（长亮、神州），而四大行多基于 IOE 构建传统核心系统。
- 2) 若四大行国产化（未国产化领域为软件与硬件，合计占比约 61%），预计新增市场规模约 275 亿元（假设 2022 年四大行 IT 占比下降至 30%，根据 IDC 数据预计 2022 年市场规模 1500 亿，假设投资结构不变），其中软件约 40.5 亿元。

图 6：中小企业困难重重，亟待金融体系变革



资料来源：IDC、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com