

监管发力疏通信用传导，关注低估值个股投资机会

——3月行业动态报告

银行业

推荐 评级

核心观点

● 最新观点

1) 银行业面临的外部环境复杂，机遇与挑战并存。从宏观经济来看，宽货币向宽信用传导作用虽有显现，但经济增速依旧疲软，银行业不良率上升，资产质量承压。从政策环境来看，政策多维度改善，监管层通过放松资管新规、降准、民企小微扶持政策、创新融资工具等多种手段稳杠杆、支持实体经济和缓解银行资本压力，利好银行理财业务回暖和民企小微贷款信贷投放力度的加大。

2) 银行景气度偏弱，但存在结构性改善契机。2019年银行业业绩增速或收窄，主要原因在于资产端重新定价所导致的净息差收窄和资本约束下的信贷扩张压力。尽管社融增速改善，但短期票据增长较快，后续增速能否持续仍需观察。非标回表、零售转型与理财收入触底反弹带来结构性改善契机。

3) 银行业盈利水平依旧优于其他行业，但对杠杆的依赖程度减弱。2018年前三季度银行业 ROE 在所有中信一级行业中排名第 5。盈利水平较高主要与存贷款业务的牌照垄断有关，同时高额的资本金门槛加剧了垄断的程度。通过杜邦分析，我们发现盈利水平上升主要来自销售净利率的提升，而非依赖杠杆的增加，显示银行资金运用效率或有提高、轻资本业务正在带来更多收入。

4) 银行业处于成熟期，多项指标显示竞争加剧。牌照发放、从严监管和高额资本金使我国的商业银行长期处于寡头垄断的状态，但这一格局正在被行业内外多项因素所动摇。在存贷款增长乏力、中间业务多元化程度不足影响下，行业成长空间有限，业务转型迫在眉睫。商业银行服务质量有待提升，以改善议价能力不足局面，零售业务转型或成突破口。电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧，银行业面临客户流失危机。

5) 金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局。银行加速布局金融科技，改造现有业务流程，提升服务效率，优化客户体验，同时有望凭借颠覆式创新帮助银行在产品和服务层面形成差异化优势，或重塑行业竞争格局。

● 投资建议：

资产端收益率面临下行压力，净息差或收窄，资本压力制约信贷规模扩张，银行业基本面承压，但政策多维度改善、非标回表、零售转型和理财业务触底反弹或带来结构性改善契机。当前板块 0.89X PB，估值处于历史偏低位置，防御与反弹攻守兼备，给予“推荐”评级。个股方面，推荐基本面较好、估值处于合理区间的建设银行（601939.SH）和农业银行（601288.SH），不良率实现改善的兴业银行（601166.SH）以及受益市场风险偏好提升的低估值、高弹性标的平安银行（000001.SZ）。

● 核心组合

证券代码	证券简称	月涨幅	年初至今涨幅	相对收益率
601939.SH	建设银行	1.74%	10.36%	-5.03%
000001.SZ	平安银行	1.63%	33.26%	17.88%
601166.SH	兴业银行	3.02%	23.43%	8.04%
601288.SH	农业银行	0.54%	3.06%	-12.33%

● 风险提示：宏观经济疲软导致资产质量恶化的风险。

分析师

武平平

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010001

特此鸣谢

杨策

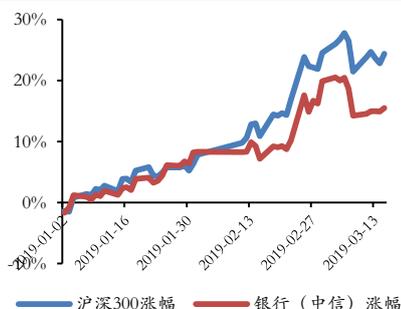
☎：010-66568643

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

行业数据

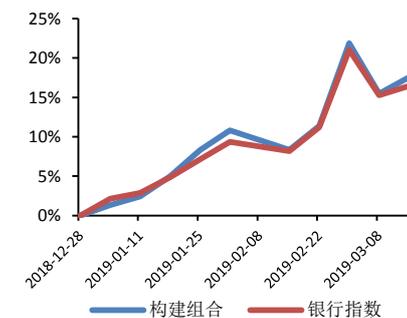
2019.03.15



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.03.15



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目 录

一、宏观经济压力仍存，银行业景气度偏弱	3
(一) 金融是现代经济的血液：优化资源配置，服务实体经济发展和转型升级	3
(二) 宽货币向宽信用传导作用有所显现，但宏观经济依旧疲软，资产质量承压	6
(三) 政策边际放松，稳杠杆支持实体，创新融资工具缓解银行资本压力	6
(四) 银行业景气度偏弱，业绩增速或收窄，但存在结构性改善契机	8
(五) 财务分析：盈利水平优于其他行业，对杠杆的依赖程度减弱	12
二、银行传统业务处于成熟期，技术变革或催生新商业模式，重塑行业竞争格局	14
(一) 传统业务模式下行业成长空间有限，业务模式转型迫在眉睫	14
(二) 利率市场化程度不足叠加综合服务能力欠缺，导致商业银行议价能力薄弱	17
(三) 电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧，银行业面临客户流失危机	19
(四) 技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局	20
(五) 银行业垄断程度较高，传统业务同质化现象严重	21
三、行业面临的问题及建议	22
(一) 现存问题	22
1. 融资结构失衡，资本市场效率亟待提升	22
2. 金融资源错配，民营、小微企业融资贵、融资难	22
3. 金融产品创新不足，无法满足实体经济转型发展需求	22
4. 不良资产违规处置行为频发，资产质量存在隐形风险	22
(二) 建议及对策	23
1. 深化金融供给侧结构性改革，优化金融市场结构	23
2. 进行机制体制创新，纾解民企融资困境	23
3. 创新融资工具，满足多样化金融需求	23
4. 加快推进利率市场化，降低实体融资成本	23
四、银行业在资本市场中的发展情况	23
(一) 上市家数增至 29 家，A 股市值占比提升	23
(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史偏低位置	25
(三) 板块表现分化，优质零售行估值溢价明显	26
五、投资建议及股票池	27
六、风险提示	28
七、附录：国内外银行业绩及估值比较	29

一、宏观经济压力仍存，银行业景气度偏弱

（一）金融是现代经济的血液：优化资源配置，服务实体经济发展和转型升级

1.金融在经济中的核心职能在于资源配置，有效满足社会再生产中的投融资需求

1.1 金融系统通过资金融通将资源配置到优质企业和部门，支撑经济稳健高质量增长

金融的核心功能是为实体经济主体再生产提供合理有效的资源配置。金融系统通过将闲散的可投资资金整合，引导其有序地流向实体产业，满足企业和个人的投资需求；金融系统为企业融通资本、投资渠道、金融信息、风险管理等工具，满足企业的融资和再生产需求。在满足投融资需求的过程中，高效的金融体系能够通过风险信息的反馈，降低投资者交易和监督成本，引导资源由低效率组织机构向优质组织机构转移，通过优胜劣汰机制，提高服务实体经济质量。由此可见，金融活动本身无法创造价值，必须透过资金的运作支持实体经济的发展才能获得收益。回顾世界金融业的发展历史，金融业能够永续发展是顺应实体经济的需求而产生的，是共生共荣的关系。因此，金融是现代经济的血液，与实体经济互为依托，服务实体是金融业天职。

1.2 金融机构需持续深化改革创新业态，以适应经济结构和发展模式的变迁

新经济背景下，金融体系的发展重点要从规模向结构转移。党的十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，“必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”。当前，我国金融市场准入管制严格，民营资本注入存在障碍，大型金融机构倾向于利用垄断优势获取超额利润，缺乏通过服务新兴行业和小微企业来创造价值的根本动力。但是，金融体系积极适应实体经济结构和发展模式变迁并提供与之想配套的服务是经济高质量发展的必然要求。金融资源配置的目标应由规模扩张转变为结构优化，重视资金配置效率，引导资金向高质量发展的战略新兴行业和资金匮乏的民营、小微企业转移。

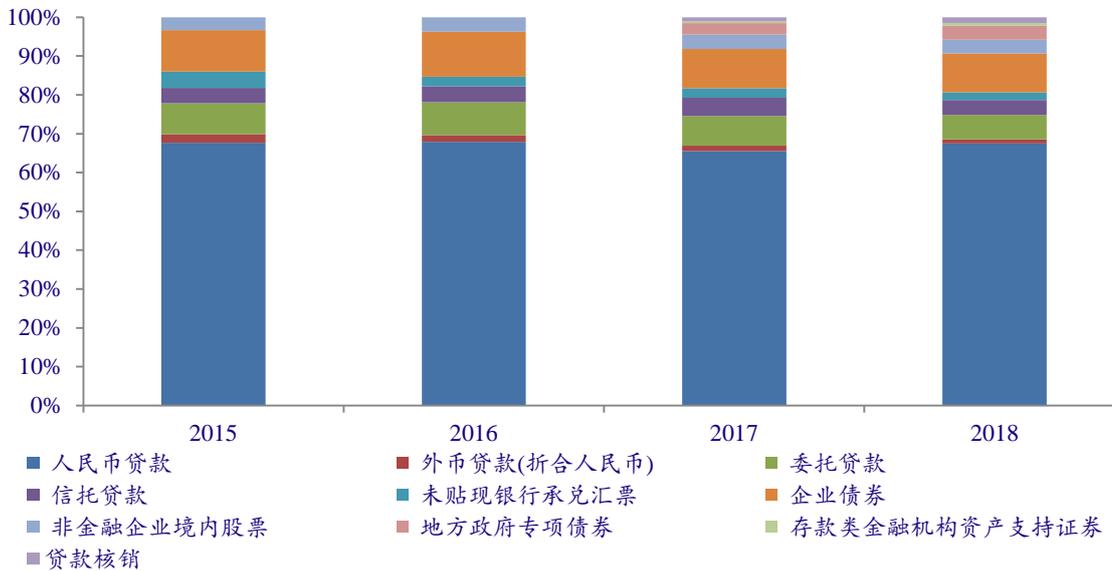
同时，金融体系还需要调整产品服务的结构和形式，金融产品要在满足“去杠杆、防风险”要求的同时，适应现代经济体系结构和发展模式的变迁。比如，利用互联网技术完善金融服务网络；研发机器学习、人工智能等创新应用，提升数据采集和风险侦测能力；顺应中国绿色金融政策的提出，探索绿色金融创新；学习成熟市场经验，丰富创新金融产品，服务现代经济多种投融资和风险管理需求。

2.当前社会融资结构尚未发生根本性转变，银行业在经济资源配置中仍其主导作用

2.1 实体经济 80% 以上资金依旧来自间接融资，银行业是企业融资的核心渠道

相较国际市场，我国社会融资结构严重失衡，直接融资占比偏低且增长相对缓慢。从社融结构上看，以银行贷款为代表的间接融资是我国企业的主要融资渠道。2018 年我国企业债券融资占社融比 10.09%，股票融资占比 3.51%，直接融资占比合计 13.6%。证监会直接融资和间接融资国际比较专题研究中整理的世界银行数据显示，1990 年至 2012 年间，G20 成员国平均直接融资比重从 55% 上升至 66.9%，美国直接融资占比维持在 80% 以上。

图 1：社会融资规模（存量）结构



资料来源：Wind，中国银河研究院整理

2.2 金融体系基础制度建设未有根本性改变环境下，间接融资仍在未来占主导地位

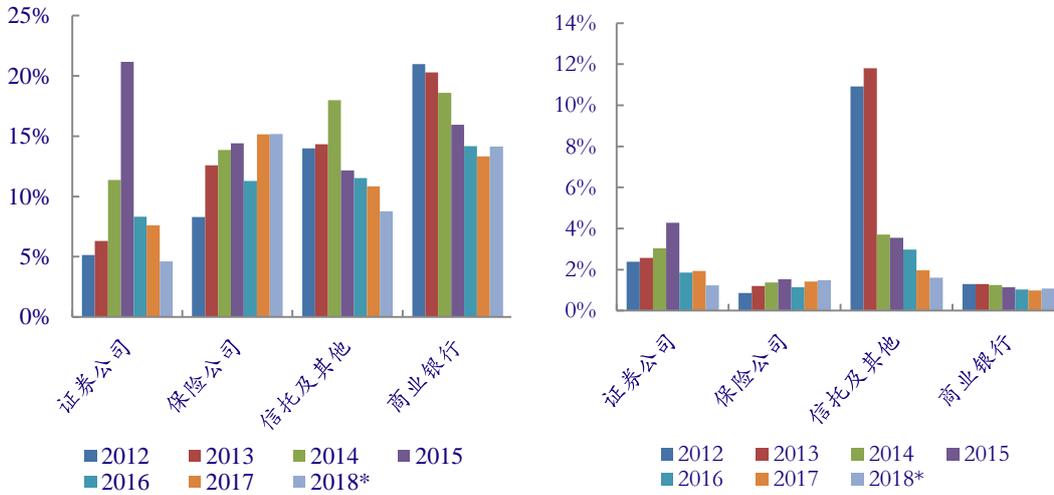
直接融资对资本市场体系有更高的要求，短期内我国融资结构难以发生根本性改变。目前，我国资本市场仍然存在多层次资本市场建设不完善、政策干预程度较高和法律体系不完善等问题，体制机制等基础制度的落后无法为直接融资提供环境支撑，制约着企业直接融资发展。直接融资对企业信用要求更高，由于我国目前尚未建立起完善的信用体系，没有背书的中小企业更是难以通过发行债券获得直接融资，而 IPO、增发等较高的准入要求也将大批企业限制在门槛之外，使其不得不转向间接融资来解决自身融资问题。展望未来，我国金融体系基础制度建设未有根本性变化环境下，直接融资短期难有本质性发展，间接融资仍将是我国的核心融资渠道，银行地位仍难撼动。

3. 银行及其他金融机构对比：独具信用创造功能，盈利能力更高

商业银行兼具实现金融资源合理配置和信用创造的社会功能。与其他盈利性金融机构类似的是，商业银行通过提供各种金融产品和金融服务来满足投融资的需求，在获取利润的同时实现金融资源的合理配置。不同之处在于，银行在利用超额准备金进行放贷和投资的过程中制造了派生存款，派生存款又能在流通中创造出数倍于原始存款的货币供给。货币创造和信用创造的功能使银行能够更直接、更深远、更高效地影响实体经济。

相比其他金融机构，商业银行依托垄断优势具有较强的盈利能力。净资产收益率方面，尽管商业银行 ROE 呈下滑态势，但整体高于其他类型的金融机构。这主要得益于银行业较高的权益乘数和牌照垄断优势。但从 ROA 角度看，由于银行体系资产规模庞大且息差空间有限，银行 ROA 远低于其他金融机构。

图 2：上市商业银行与其他盈利性金融机构的 ROE（左）和 ROA（右）对比



资料来源：Wind，中国银河研究院整理

备注：2018 年 ROE 由前三季度 ROE*4/3 计算得出

商业银行的盈利主要来自于各种孳息资产的利息收入和不占用资产的中间业务收入两大部分。根据 2018 年三季度上市银行财务数据，利息收入占上市银行总营收的 69.47%，其中主要是贷款利息、投资(债券)利息和同业存款利息。由于中间业务收入主要来自结算、担保和信用卡分期等服务的手续费和佣金，不占用资本也不需要拨备，同时具有低风险和稳收益的特征，近年来国内各大商业银行大力发展中间业务，手续费收入占比从 2014 年的 19.24% 增至 2018 年上半年末的 20.51%。

表 1：银行与其他金融机构对比

	银行	保险	券商	信托
商业本质	信用创造	风险转移	投融资服务	信用中介
收入来源	存贷息差 中间收入 投资收入	死差 费差 利差	服务融资方收费 服务投资方收费 投资收入	利息收入 手续费收入 投资收入
核心业务	信贷业务 中间业务	承保业务 投资	证券经纪 投资银行 自营业务 资产管理 信用业务	信托业务 固有业务
主要风险	信用风险 经济风险 流动性风险	精算风险 经营风险 投资风险	投资风险 流动性风险 市场波动风险	信用风险 流动性风险

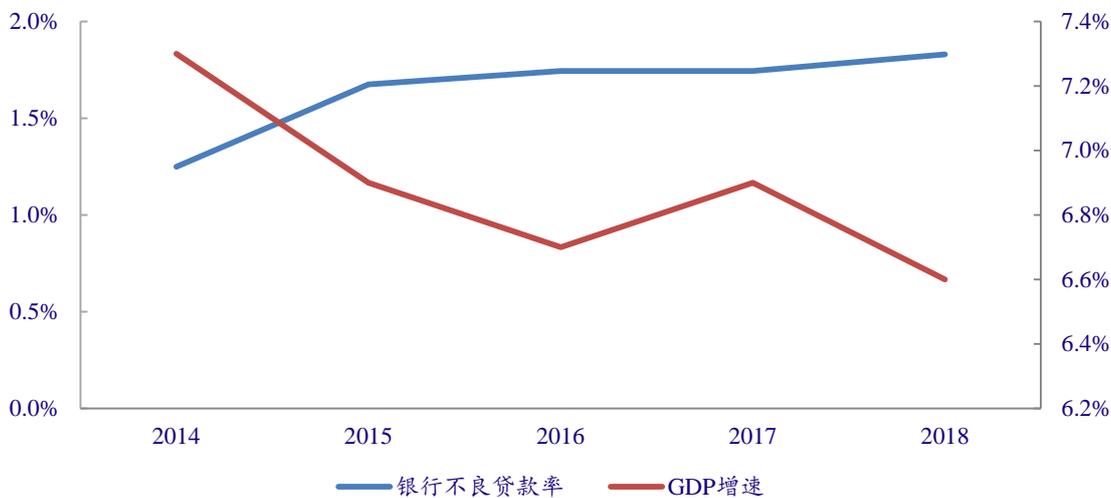
资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）宽货币向宽信用传导作用有所显现，但宏观经济依旧疲软，

资产质量承压

宏观经济疲软，银行经营环境面临恶化的风险。2018年，我国GDP为90.03万亿元，同比增长6.60%，增长速度创近年来新低。严监管、去杠杆叠加中美贸易摩擦等多项因素导致宏观近年来经济增速呈现下行趋势。经济下行环境中企业盈利能力下滑，信贷风险上升，银行资产质量下降。我国银行不良贷款率逐年上升，2018年达到1.83%，相较2014年提升0.58个百分点。

图 3：我国 GDP 增速及商业银行不良贷款率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

宽货币向宽信用传导作用有所显现，但宏观经济依旧疲软。为缓解去杠杆对于实体经济的压力，2018年下半年以来，宽货币、稳杠杆政策接连推出，央行连续5次降准释放累计近5万亿货币供给，宽货币向宽信用传导，2019年1月新增社融规模超预期增长。虽然央行出台一系列政策逆周期调节经济，但是宏观经济疲软态势短期难以改变，银行业经营环境承压。

（三）政策边际放松，稳杠杆支持实体，创新融资工具缓解银行资

本压力

1. 理财业务监管边际放松，应对外部环境变化和过渡期业务调整需求

2018年4月发布的大资管新规对银行理财业务造成冲击，银行理财产品承受整改压力。在大资管新规的影响下，非标渠道收缩、表外资产回表带来的资本压力加剧了实体企业融资困难。考虑到业务整改对市场的冲击以及外部宏观经济环境的变化，2018年下半年银保监会陆续发布《商业银行理财业务监督管理办法》和《商业银行理财子公司管理办法》，配合大资管新规明确过渡期、放宽产品投资范围并推动设立理财子公司。尽管大资管新规下去杠杆、去通

道、打破刚兑的监管方向延续,但监管边际有所放松,利好银行理财业务平稳过渡和转型发展。

表 2:《理财子公司管理办法》部分变化梳理

特点	相关规定
设立门槛低	理财子公司设立仅设 10 亿最低注册资本要求, 未对母公司规模做出规定
运营方式多	理财子公司业务范围为“发行公募理财产品、发行私募理财产品、理财顾问、咨询服务及经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务”
销售起点低	理财子公司产品销售起点可自行把握, 放开代销渠道
投资范围广	理财子公司非标投资不再受银行总资产 4% 的限制, 允许公募理财产品直接投资于股票, 净值型产品发行提速

资料来源: 中国银保监会, 中国银河证券研究院整理

2.流动性持续宽松和民营小微扶持政策助力实体经济融资

流动性显著改善, 宽货币向宽信用传导效果显现。2018 年以来, 央行五次降准共释放基础货币约 5.15 万亿, 流动性持续宽松, 助力实体经济发展。此外, 多项政策利好民营小微企业融资, 强化实体经济支持力度。在 2018 年 11 月民营企业座谈中, 习近平总书记多次强调民营企业的重要地位, 要求民营企业“只能壮大、不能弱化”, 提出“六项举措”, 要求将支持民营经济融入银行业务考核中, 切实解决民营企业融资难、融资贵问题。与此同时, 央行、银保监会等陆续出台多项文件, 疏通信用传导, 扶持民营小微企业。

表 3: 2018 年以来“降准”政策梳理

实施日期	降幅	释放基础货币
2018 年 1 月 25 日	凡前一年普惠金融贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行下调 0.5pct; 上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行可下调 1.5pct。	4500 亿
2018 年 4 月 25 日	1pct	13000 亿
2018 年 7 月 5 日	0.5pct	7000 亿
2018 年 10 月 15 日	1pct	12000 亿
2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日	1pct	15000 亿

资料来源: 央行, 中国银河证券研究院整理

表 4: 民营小微企业扶持政策梳理

时间	机构	主要内容
2018 年 1 月至今	央行	五次降准释放流动性, 扶持民营小微企业, 降低融资成本
2018 年 4 月 23 日	政治局会议	减税降费、降低企业融资成本。

2018年 6月25日	央行	发布《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，加大货币政策支持力度，引导金融机构聚焦单户授信500万元及以下小微企业信贷投放，加大财税政策激励，提高金融机构支小积极性，加强贷款成本和贷款投放监测考核，促进企业成本明显降低，健全普惠金融组织体系，提高服务小微企业的能力和水平，大力拓宽多元化融资渠道。
2018年 7月17-18日	银保监会+央行	积极推动降低小微企业融资成本。银行业金融机构要认真落实前期制定的有关计划和工作方案
2018年 7月26日	财政部	努力实现“每年新增支持15万家（次）小微企业和1400亿元贷款目标”。
2018年 8月10日	央行	央行发布二季度货币政策执行报告，指出稳健的货币政策要保持中性、松紧适度，把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕。
2018年 9月4日	央行	易纲在民营小微企业座谈会上提出要全面深化民营企业小微企业金融服务，改善货币政策传导机制，加大信贷投入力度，发挥债券融资支持作用，强化“几家抬”政策合力。
2018年 11月1日	民营企业座谈会	“民营企业座谈会”召开，习近平总书记提出六项举措
2019年 2月26日	央行	《中国银保监会关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》，积极服务民营企业发展，加快建设与民营中小微企业需求相匹配的金融服务体系。

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

3. 永续债和CBS工具设立缓解银行资本压力，配合表外资产回表和信贷投放

受到表外资产陆续回表，小微企业贷款投放增加和系统重要性银行满足TLAC监管框架的影响，银行资本充足率承压，纷纷加大资本补充力度。除了中小银行密集申请上市之外，央行陆续推出永续债和CBS工具，丰富一级资本补充工具，助力银行缓解资本压力。2018年12月25日，国务院金融稳定发展委员会办公室召开专题会议，研究多渠道支持商业银行补充资本有关问题，推动尽快启动永续债发行。此外，为了提高永续债流动性，2019年1月24日，央行宣布创设央行票据互换工具（CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从人民银行换入央行票据。人民银行有关负责人介绍，央行票据互换工具可以增加持有银行永续债的金融机构的优质抵押品，提高银行永续债的市场流动性，增强市场认购银行永续债的意愿，从而支持银行发行永续债补充资本，为加大金融对实体经济的支持力度创造有利条件。

（四）银行业景气度偏弱，业绩增速或收窄，但存在结构性改善契机

1. 流动性宽松环境下，资产负债重新定价导致净息差收窄

2018年以来的5次降准导致市场流动性持续宽松，叠加央行四季度货币执行报告传递出货币持续宽松的信号，银行业负债端和资产端陆续面临重新定价的问题。负债端来看，降准环境下金融机构同业负债成本下降明显，导致2018年银行业净息差有所改善，但后续面临流动性宽松边际效应减弱和存款竞争环境下负债端成本刚性的制约。资产端来看，利率下行逐步对

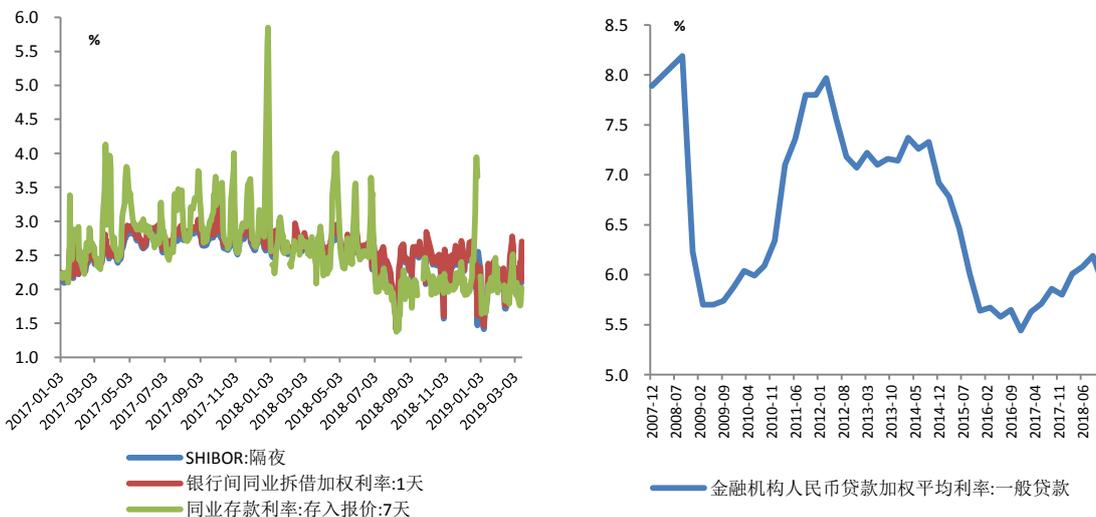
贷款利率造成一定压力，或导致未来资产收益率下滑，这一点已经体现在了金融机构一般贷款利率上。

图 4：商业银行净息差



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 5：同业拆借利率与金融机构贷款利率

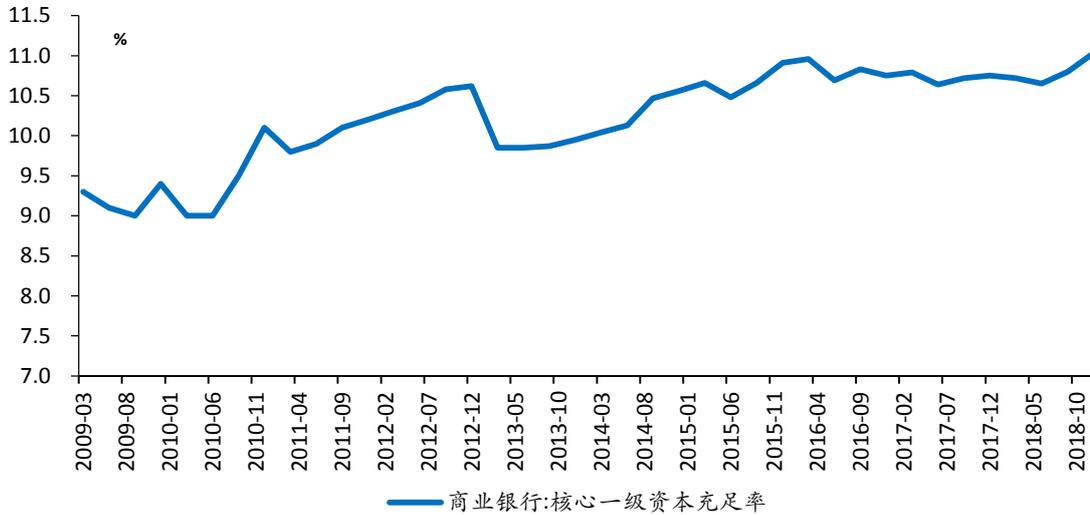


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 资本压力导致银行风险偏好降低，制约银行信贷投放

银行资本充足率在改善，但后续仍有压力。截至 2018 年末，我国商业银行核心一级资本充足率为 11.03%，环比上升 23BP，同比上升 28BP，继三季度反弹后继续上升。就目前的业务规模和监管规则来看，银行业资本状况良好，但后续面临表外资金回表和系统性重要银行满足 TLAC 国际监管标准双重因素的冲击，或压抑银行风险偏好，制约信贷投放。

图 6: 商业银行核心一级资本充足率

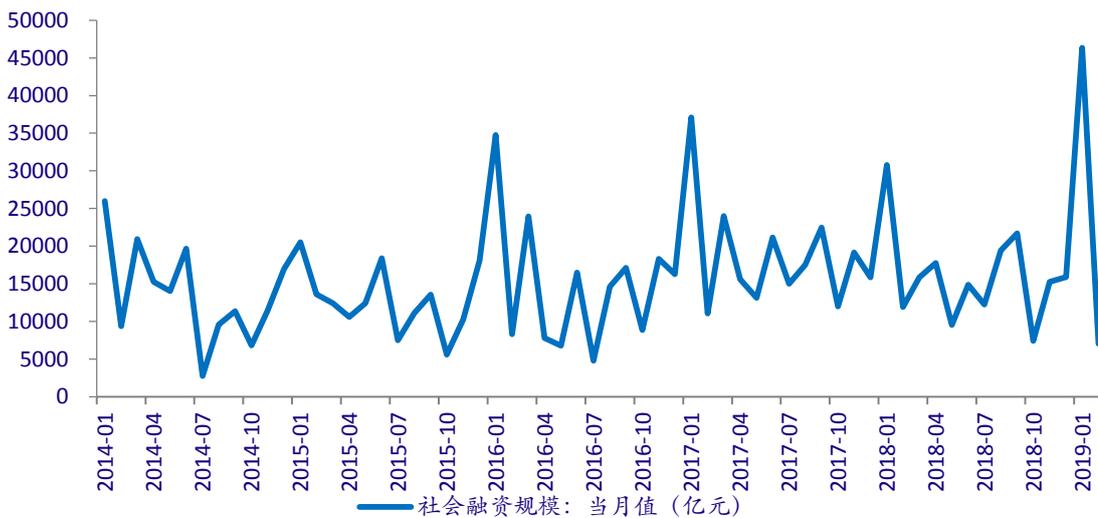


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 社融增速波动较大, 尚无法有效满足企业中长期融资需求

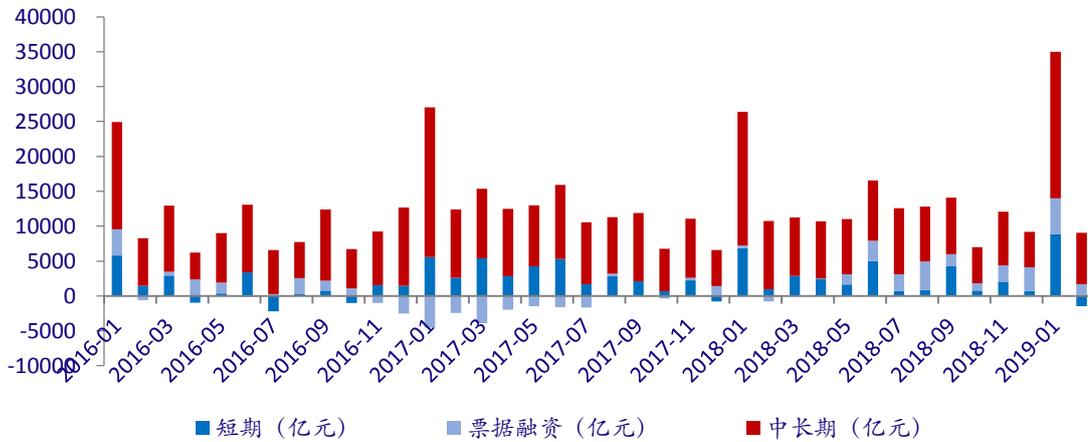
2019 年以来社会融资增速波动较大, 增量以票据为主, 中长期贷款增速不足。2019 年 2 月, 社会融资规模增量为 7030 亿元, 同比少增 4864 亿元。从结构上看, 2019 年 2 月新增人民币贷款中, 票据融资同比多增 2470 亿元, 上升 318.71%; 相比之下, 中长期贷款同比少增 2452 亿元, 下降 25.01%。中长期贷款若不能实现持续稳健增长, 则难以改变企业长期以来的融资难、融资贵的问题。

图 7: 社会融资规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 8：新增人民币贷款结构

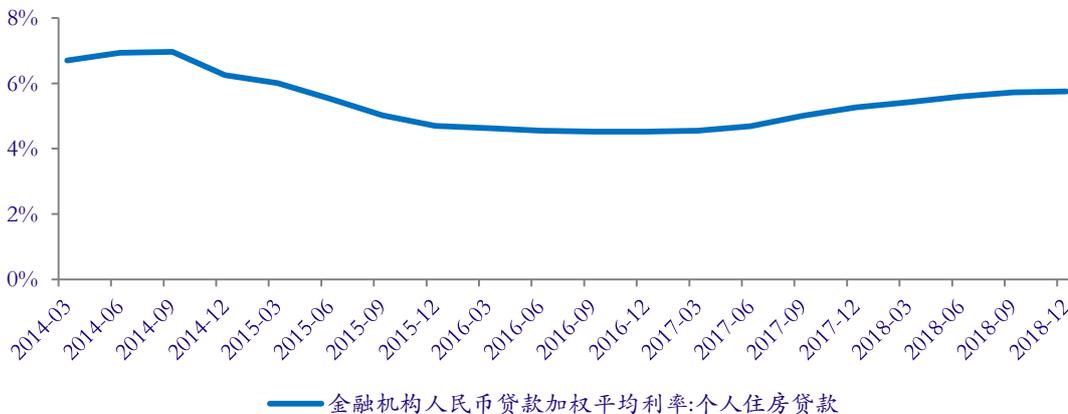


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 非标回表、零售转型与理财收入触底反弹或带来结构性改善契机

尽管行业景气度偏弱导致银行业盈利水平预期下降，但仍存在一定的结构性改善契机，主要体现在非标业务回表、零售业务转型和理财业务触底反弹三个方面。非标业务来看，表外资产清理导致资金加速回流表内，为银行带来贷款业务增量。零售业务来看，部分银行加大了零售业务转型的力度，其中招商银行和宁波银行已经在零售业务布局中占据领先地位。相比于对公业务，零售贷款的收益率和资产质量相对较高且受经济周期波动的影响较小，尤其是中长期的居民住房贷款仍维持稳健上行的态势。因此，零售业务比重的上升有利于银行有效应对宏观经济疲软和短期流动性宽松下净息差收窄的局面并维持资产质量稳定。理财业务来看，大资管新规对理财业务边际影响减弱，而商业银行理财子公司设立有助银行提升主动管理能力，为未来业务发展打开空间。截至目前，已有 9 家上市银行发布设立理财子公司的公告，5 家获批，未来有望抢先受益政策红利。

图 9：个人住房贷款利率

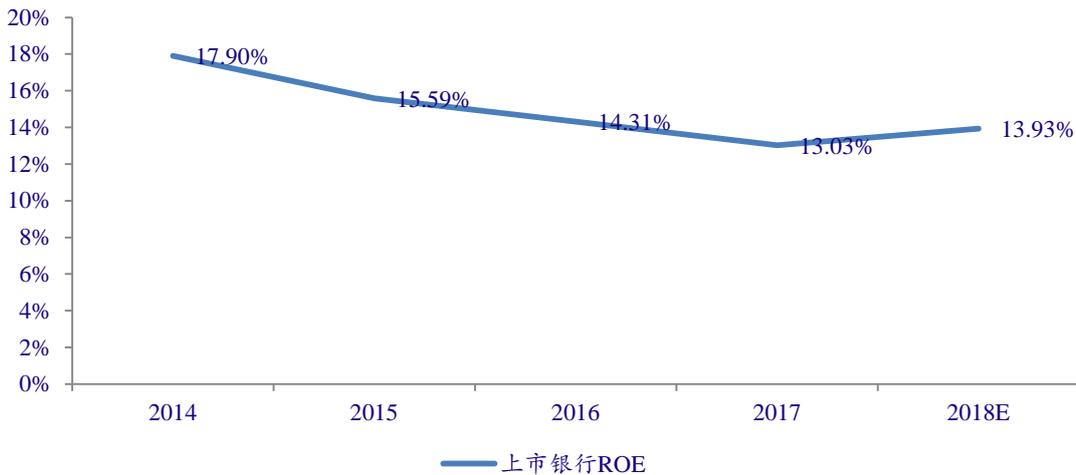


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(五) 财务分析：盈利水平优于其他行业，对杠杆的依赖程度减弱

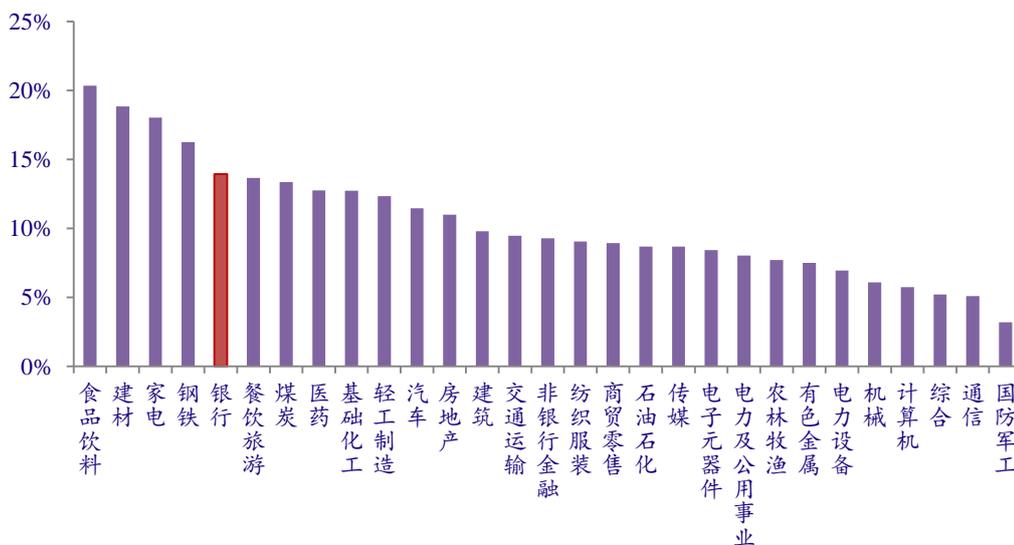
当前银行业盈利水平优于其他行业。截至 2018 年 9 月末，我国上市银行的年化 ROE 水平为 13.93%，较 2017 年有所回升。2018 年 3 季度在所有中信一级行业中，银行业 ROE 水平排名第 5。银行业的盈利水平较高主要与存贷款业务的牌照垄断有关，同时高额的资本金门槛加剧了垄断的程度。

图 10：我国上市银行 ROE 水平



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：2018Q3 不同行业 ROE 对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

我们对上市银行 ROE 进行拆解，分析盈利水平变化原因。通过杜邦分析，我们发现银行

业销售净利率持续改善，总资产周转率维持平稳，权益乘数持续下降。由此可见，盈利水平上升主要来自销售净利率的提升，即实际利润的改善。

表 5：银行业 ROE 水平

	2014	2015	2016	2017	2018E
ROE	17.90%	15.59%	14.31%	13.03%	13.93%
销售净利率	37.77%	35.21%	35.90%	36.47%	39.11%
总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
权益乘数	14.27	13.66	13.79	13.28	13.03

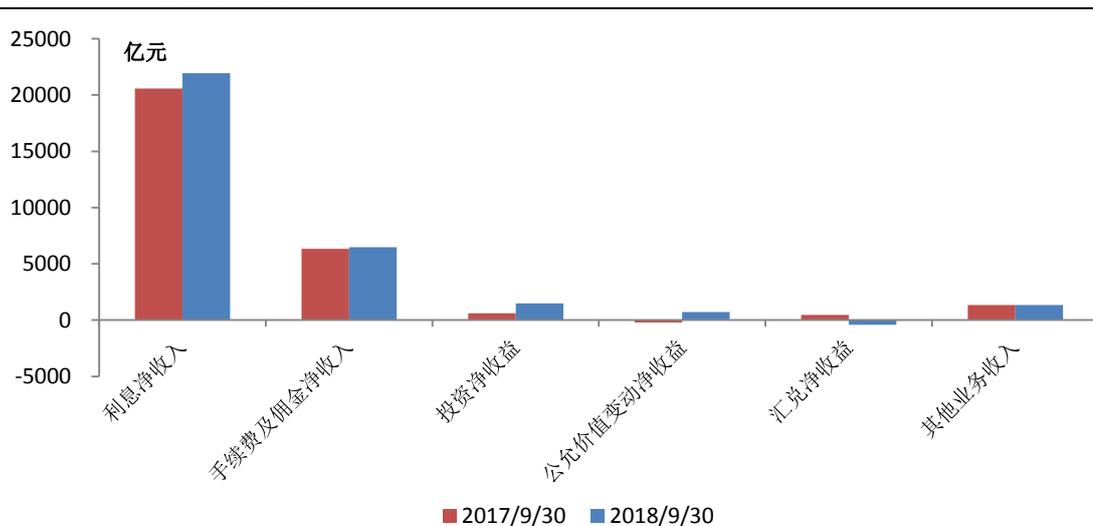
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

备注：2018 年指标为预测年化指标，即前三季度数据*4/3

从实际利润来看，存贷款、中间业务以及投资等各项业务指标回暖推动银行业净利润增长。前三季度，29 家上市银行累计实现归母净利润 1.22 万亿元，同比增长 6.91%，2017 年全年的增速为 4.96%。其中，利息净收入 2.20 万亿元，同比增长 6.70%；手续费及佣金净收入 6480.20 亿元，同比增长 2.14%；投资净收益加公允价值变动净收益 2195.07 亿元，同比增长 4.42 倍。

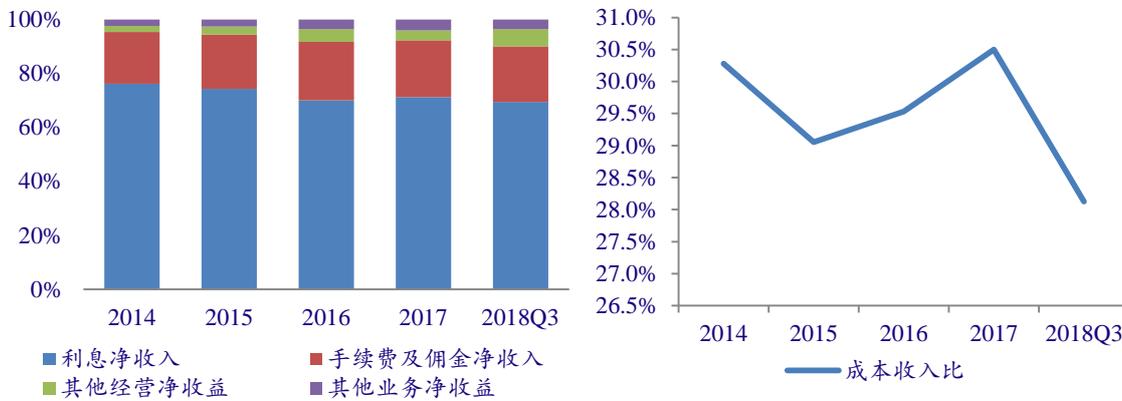
由权益乘数下降但 ROE 仍持续提升可以看出，银行业对杠杆的依赖程度正在减弱，显示资金运用效率或有所提高以及轻资本业务正在带来更多的收入：一是负债端利率下行促使净息差的改善；二是同业负债压缩为部分银行带来负债端成本的节约；三是银行加速零售业务转型，有利于资产端收益率的提升；四是银行理财业务回暖和信用卡业务的快速发展带来中介业务收入的增加，未来中间业务多元化趋势有望进一步推动银行 ROE 的提升。五是金融科技发展有望改善银行成本收入比。近年来，银行业金融科技投入加大，成本收入比先升后降，部分布局较早的银行规模效应或已显现。

图 12：上市银行收入构成



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13: 上市银行营收结构及成本收入比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、银行传统业务处于成熟期, 技术变革或催生新商业模式, 重塑行业竞争格局

(一) 传统业务模式下行业成长空间有限, 业务模式转型迫在眉睫

1. 存款业务增长动力不足, 空间受挤压

从历史数据来看, 上市商业银行存款总量持续增加, 2018 年第三季度末存款总量达到 107.25 万亿元, 较去年增加 7.77 万亿元, 创近年来存款总量新高。相比之下, 上市商业银行存款增速下滑严重, 2018 年三季度末, 存款增速仅为 7.82%, 处于 2009 年以来的偏低位置。

存款增速大幅下滑受多方因素共同影响。其中, 资金分流是核心因素之一。一方面, 多样化投资产品的出现, 促使居民将自己手中的资金更多地投资于货币基金、理财产品以及互联网金融产品之中, 导致储蓄存款的流失; 另一方面, 过去数年里, 资本市场和房地产市场逐步成为居民应对通胀, 获取高额收益, 实现资产的保值增值的重要手段, 加剧了资金分流的程度。

图 14: 上市商业银行存款总额



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 上市商业银行存款增速

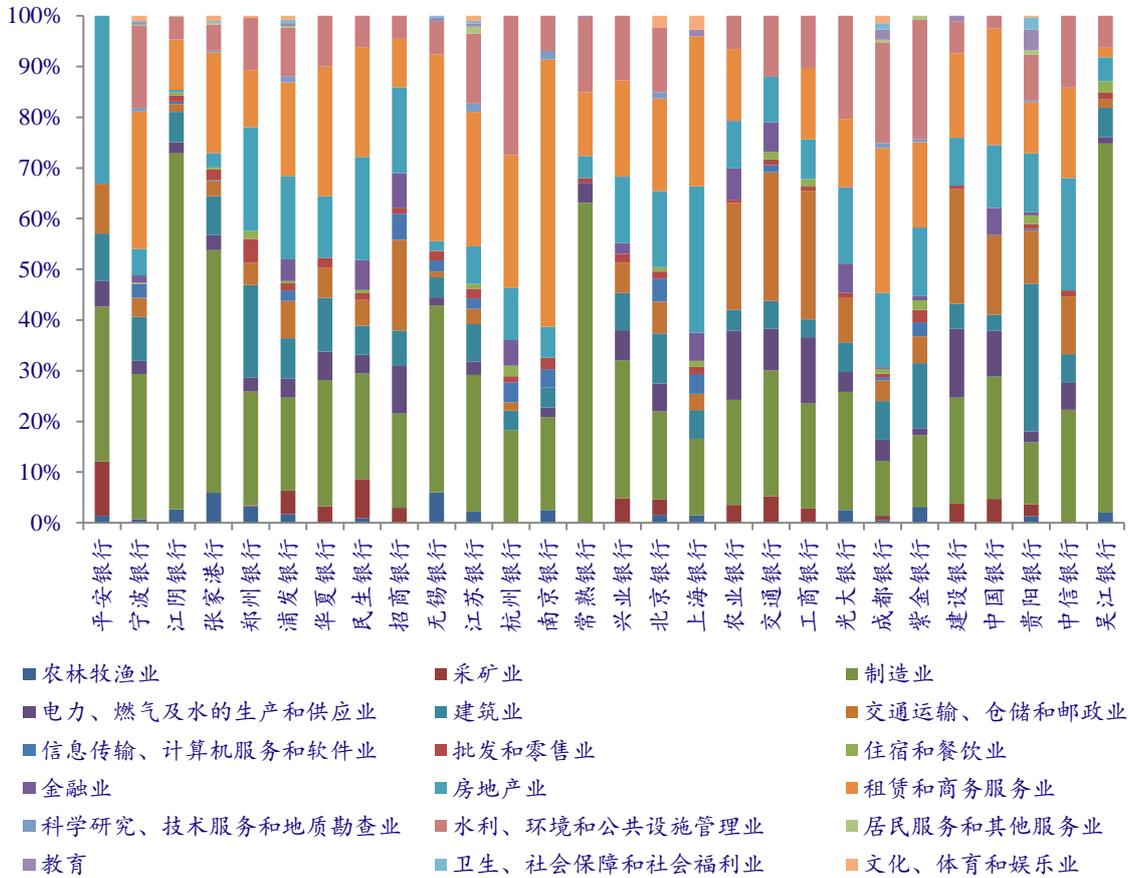


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 贷款业务受到宏观经济疲软和经济结构调整的冲击，业务结构亟待调整

当前宏观经济增速依旧疲软，传统的以对公贷款为主的模式难以出现较大幅度改善。我国当前的经济增长已经依赖第三产业驱动，传统贷款业务不适应经济结构调整的需要。十九大报告指出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系。当前我国上市银行贷款中制造业和房地产业的贷款占比依旧较高，对新兴产业和服务业的支持力度不足，无法有效满足经济结构调整的需要。经济结构优化升级需要银行贷款结构的调整，以有效支撑实体经济资金需求。

图 16: 2018H 上市银行贷款行业结构

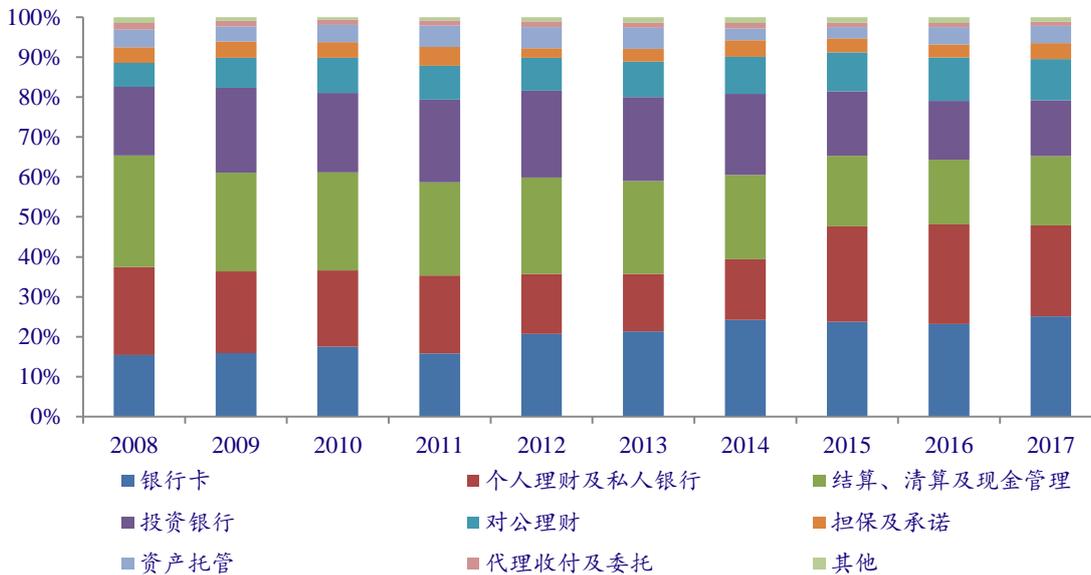


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 中间业务渠道依赖严重，业务多元化任务艰巨

由于银行拥有广泛的客户网络和销售渠道，目前我国商业银行的中间业务多以银行卡、理财和产品代销、托管等业务为主，投行、投资等业务比重较小。此外，随着券商结算模式的全面推广，银行结算、托管等业务未来面临一定的负面冲击。以工商银行为例，从 2008 年到 2017 年，该行理财类业务和银行卡类业务累计收入占比一直维持在较高水平，由 43.49% 上升至 58.26%；投资银行和结算等业务的占比却在逐年降低。由此可见，银行中间业务多元化任务艰巨，需要在核心定价、主动管理、增值服务和综合金融解决方案等多领域实现提升，而多数银行现有的业务模式、人员技能和经验以及 IT 领域难以支撑这样的转型需求。

图 17：工商银行中间业务收入



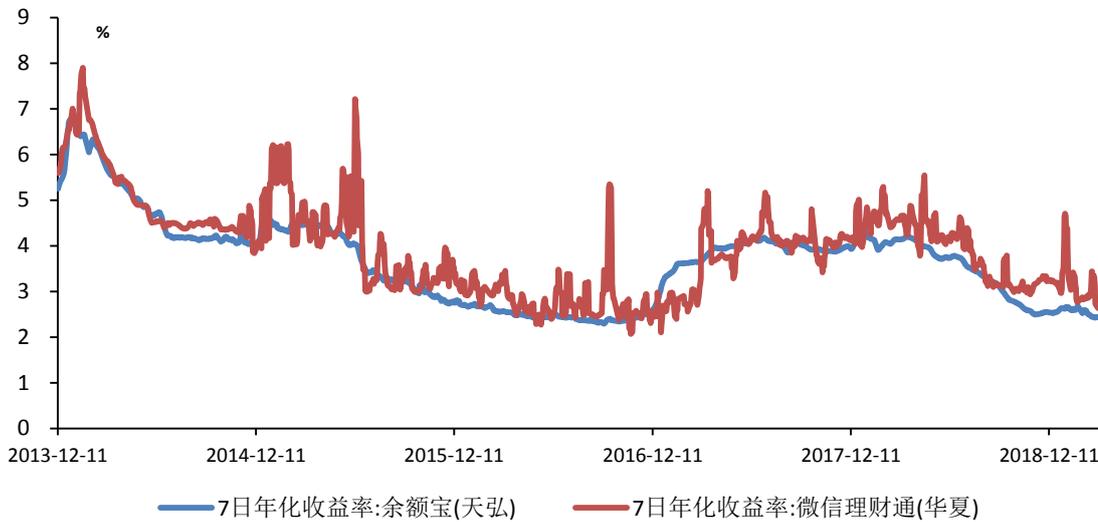
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）利率市场化程度不足叠加综合服务能力欠缺，导致商业银行业议价能力薄弱

1. 负债端议价能力持续减弱：财富管理市场迅速发展，银行存款类产品竞争力严重不足

相较于其他投资理财产品的收益率，银行存款利率受到流动性宽松的影响，维持在较低水平，叠加增值服务的缺失，限制其议价能力的提升空间。根据央行最新披露的数据，当前金融机构人民币活期存款基准利率为 0.35%，一年期定期存款基准利率为 1.5%，三年期定期存款基准利率为 2.75%。相比之下，余额宝（支付宝）和理财通（微信）所提供的年化收益率始终维持在 2% 之上，最高时曾达到 8%。除了收益率之外，余额宝和理财通等产品依托账户兼具支付、消费和社交等功能，能够为客户开展增值服务。与此同时，市场上各类券商理财、信托、基金、分红险等产品凭借资产配置层面的优势，为客户提供更高的收益率以及配套的风险管理服务。市场上众多有竞争力的产品增加了大众的选择，削弱了银行负债端的议价能力。

图 18: 互联网理财产品年化收益率



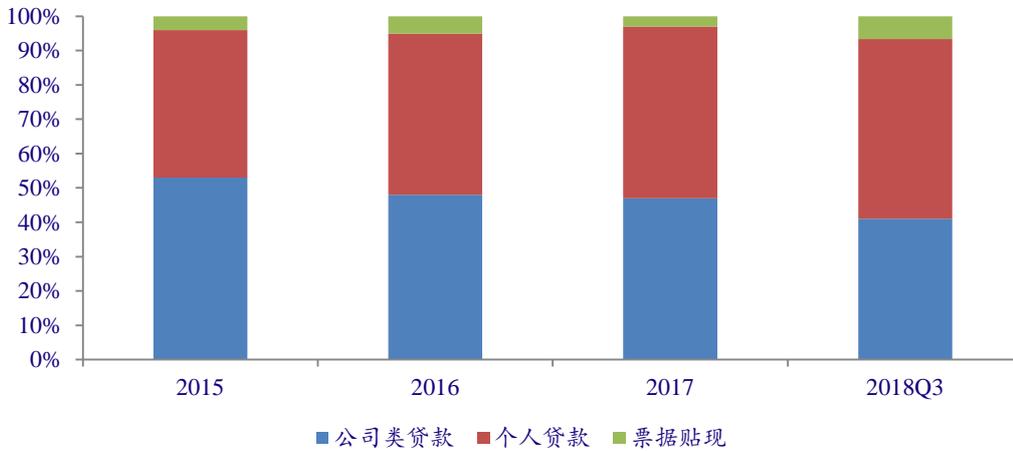
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 资产端议价能力分化: 对公业务定价面临市场和监管双重压力, 零售业务转型成突破口

优质企业贷款项目竞争加剧, 小微民营贷款利率受到监管限制。传统商业银行贷款中对公业务占比较高, 但优质项目稀缺导致竞争激烈。一方面, 上市公司和大型国企资本实力雄厚且融资渠道广泛, 对贷款资金的需求并非十分迫切。因此, 低风险、优质的贷款项目面临的市场竞争相对更加激烈, 收益率更低。另一方面, 近年来, 监管层通过多项政策限制小微贷款利率上行, 支持实体经济融资, 但进一步加剧银行资产端收益率下行的压力。由此可见, 银行对公贷款业务议价能力面临市场和监管双重压制, 改善的空间十分有限。

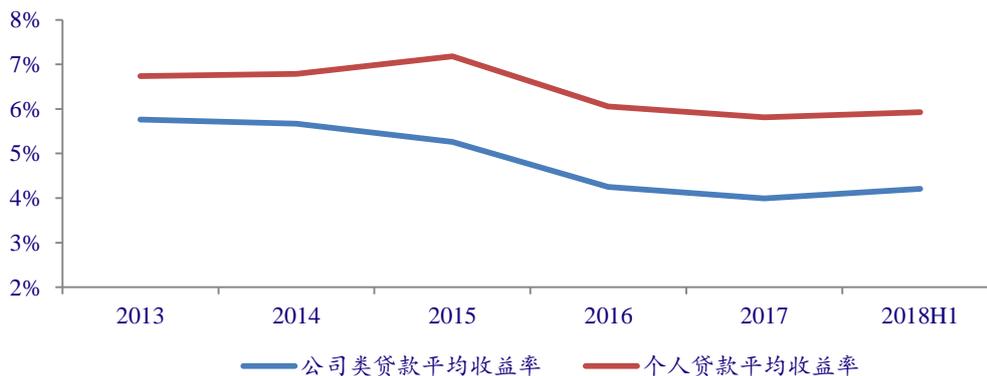
近年来, 部分银行加速了客户结构的调整, 期望通过零售业务转型改变资产端收益率低下局面。以零售业务著称的招商银行, 在零售变革方面一直处于行业前列。从各类型贷款规模占比看, 公司类贷款占比相对较大, 但近几年存在下降趋势, 2017 年开始个人贷款占比已超过公司贷款。整体来看, 个人贷款平均收益率一直高于公司类贷款, 因此加大零售业务布局对缓解市场利率下行压力、提升银行资产端收益率具有重要意义。

图 19：招商银行各类贷款占比情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 20：招商银行公司类和个人贷款平均收益率



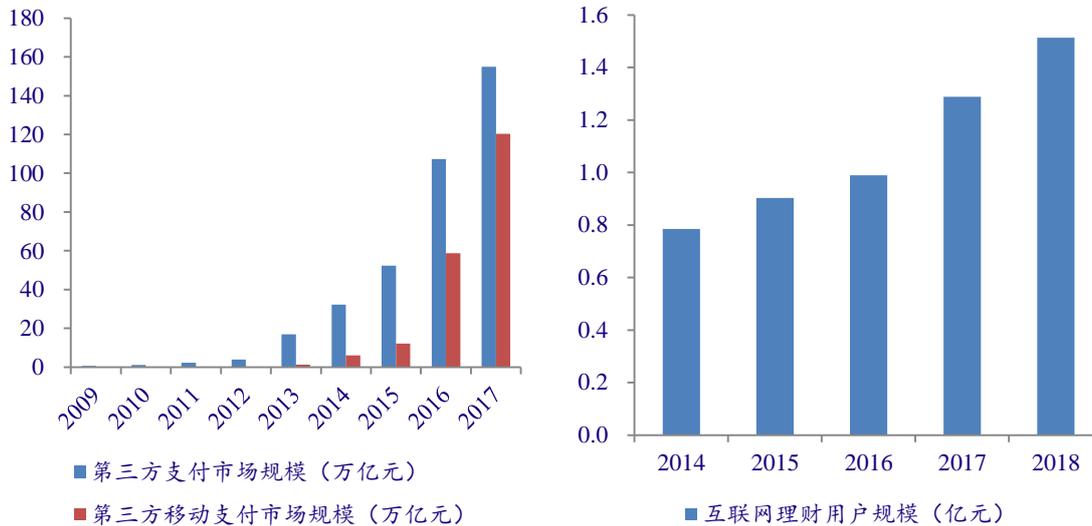
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

（三）电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧，银行业面临客户流失危机

随着互联网和个人电子设备的广泛普及，第三方支付规模日益扩张的同时，作为最早期的流量入口带动了互联网理财的兴起。截至 2017 年末，市场第三方支付规模达 154.9 万亿元，5 年复合增长率为 109.81%；其中，第三方移动支付规模达 120.30 亿元，5 年复合增长率为 280.34%。受益于第三方支付的变革，余额宝、理财通等各类网络理财业务蓬勃发展。截至 2018 年末，互联网理财用户规模达 1.51 亿，2014 年以来的年度复合增长率为 17.85%。此外，在银行理财业务受到大资管新规和市场利率下行冲击的环境下，券商的收益凭证产品一度成为银行理财的有效替代品。券商收益凭证具有品种多元、门槛低、周期短等特征，产品优势明显。总体来看，互联网和券商类理财正在蚕食银行理财产品市场份额。

除了理财产品，电商、非银机构正在着力打造丰富的业务场景和综合金融服务，满足客户个性化的金融服务需求，例如消费金融、风险管理、支付、融资融券、交易等。受此影响，银行各项业务的客户或被电商、非银机构分流。

图 21：第三方支付与互联网理财



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

2018 年监管层着力推动金融业对外开放，外资银行持股比例、分支机构设立和业务范围要求放宽。外资银行加速进入中国市场为我国银行业转型和发展带来机遇和挑战。市场竞争有望加剧，尤其是银保监会已经全面取消外资银行申请人民币业务需满足开业 1 年的等待期要求，允许外国银行分行从事“代理发行、代理兑付、承销政府债券”业务，并降低外国银行分行吸收单笔人民币定期零售存款的门槛至 50 万元。门槛降低之后，外资银行混业经营、市场化机制、客户服务以及产品定价和创新等多项领域的优势凸显，直接对本土银行业同质化的业务模式构成威胁，压缩本土银行利润。另一方面，外资银行国际先进经验有望为我国银行业的改革和转型提供参考路径，推动我国银行业业务模式和经营效率的改善，从而提升国际竞争力。此外，随着外资银行持股比例增加，部分中小银行的股权结构或能够得以完善，从而优化公司治理。

(四) 技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局

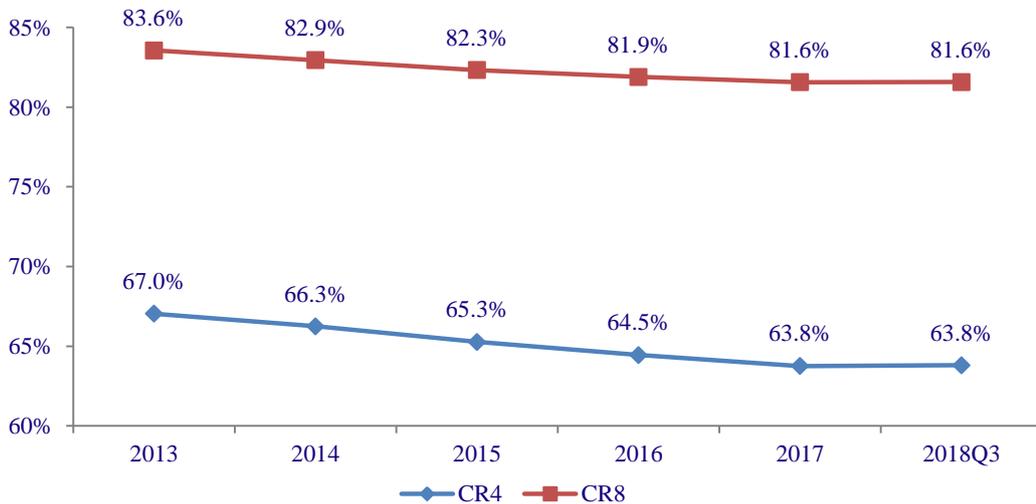
当前的金融科技创新主要体现为两个方向：一是对现有业务模式下流程的改造，二是颠覆式的创新，形成全新的产品和业务。前者可以体现为对大数据的应用和挖掘、人工智能和区块链等技术应用，以强化获客、优化客户体验，提高服务效率，主要目的在于改善银行现有业务瓶颈。例如，运用大数据挖掘客户需求与风险，从而实现定制化的服务方案，同时覆盖长尾客户；采用人工智能开展 24-小时服务，并进行产品的推荐，有助于提高效率，优化客户体验；凭借区块链来保证数据的真实可追溯，从而确保客户资产和交易的安全。后者则发力打造银行差异化竞争优势，例如基于账户体系所打造的金融生态圈，能够为客户提供借贷、投资理财、转账结算、外汇购买、保险、消费、征信、支付、咨询等一站式金融服务；智能投顾帮助中小客户获取低成本的理财咨询服务；或者纯粹输出技术为其他无法负担技术投入的中小银行提供

业务流程的优化与改造。这些均有助于改善银行业目前同质化竞争的局面，但也会带来新的外来竞争者。例如阿里巴巴、腾讯、京东以及平安集团已经在这些领域提前布局其技术投入巨大，分别打造了蚂蚁金服、微信理财、京东金融和平安科技等多个金融生态圈或者技术输出商。只有大型银行才能够承担起这样庞大的研发支出，且实现差异化绝非易事。

（五）银行业垄断程度较高，传统业务同质化现象严重

牌照发放、从严监管和高额资本金使我国的商业银行业长期处于寡头垄断的状态。从净利润角度来看，银行业集中度近几年虽有所下滑，但依旧处于较高水平。依据 Wind 数据测算，上市银行净利润 CR4 始终处于 65% 上下，CR8 长期高于 80%。2018 年前三季度，上市银行 CR4 指标降至 63.8%，CR8 指标降至 81.6%，降幅并不明显。

图 22：上市银行利润集中度指标 CR4、CR8



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从现有市场主体之间的竞争来看，业务模式同质化的现象十分严重，尤其是传统的存贷款业务。在传统存贷款业务层面，多数银行依旧专注对公贷款获取息差收入，争抢有限的优质项目资源，对小微企业融资的支持依旧十分不足，而零售贷款业务也多偏好住房抵押贷款。在中间业务方面，渠道优势使得银行在过去几年大力布局通道业务，代销理财产品获取佣金收入，但在主动管理层面相对不足。大资管新规落地使得这一模式难以延续，业务多元化势在必行。

三、行业面临的问题及建议

(一) 现存问题

1. 融资结构失衡，资本市场效率亟待提升

我国融资结构失衡，以间接融资为主，直接融资发展不足。2018 年末，社会融资规模存量中，企业债券占比为 10.03%，非金融企业境内股票占比为 3.49%，二者合计 13.52%，直接融资占比不大，难以匹配和适应新发展阶段的实体经济需要。同时，在间接融资中，又以大中型银行为主体，中小金融机构较少，且信贷发放多流向国有经济，民营企业融资渠道不畅。我国资本市场发展总体上仍不成熟，投行定价能力低下、业务模式偏离本源，信息披露、退市制度等机制体制不完善，资本市场效率亟待提升。

2. 金融资源错配，民营、小微企业融资贵、融资难

民营和小微企业在我国经济发展中占据着重要的地位，但是却普遍面临着融资难、融资贵的局面。国家发改委称，截至 2017 年底，民营经济占 GDP 的比重超过了 60%，撑起了我国经济的“半壁江山”，但民营企业获得的金融支持与其对经济的贡献却是不匹配的。金融资源理应流向投入产出比更高的企业，而在我国，金融资源却与企业效率成配置扭曲的态势。产生这种资源错配的主要原因，主要是国有企业拥有隐形的政府背书，而中小微企业在经济下行阶段更有可能违约，造成银行不良贷款率上升。而且中小微企业贷款担保体系不健全，加之监管层面对中小微贷款利率的限制等多重因素，使得银行恐贷、拒贷。

3. 金融产品创新不足，无法满足实体经济转型发展需求

金融产品的创新力度明显不足，无法为实体经济转型升级提供持久动力。在经济进入新常态的背景下，金融产品同质化问题依旧十分严重，存贷款业务等传统类金融服务比重高，且信贷投放过程中的风险管控模式与过去并太大差别，叠加利率市场化程度不足的影响，导致信用传导机制不畅，缺乏抵押品或者政府信用的新兴产业、服务业和民营企业无法从原有的产品中有效满足自身资金需求。近年来，创新产品主要集中在开放高收益、类存款和固定收益类的理财产品，部分缓解了利率市场化程度不足的问题，但也造就了过去几年银行表外理财业务的快速发展。表外理财类金融产品创新存在底层资产不透明，现金流以及违约风险无法得到有效掌控等问题，面临着较大的金融风险。在大资管新规去杠杆、去通道、消除多层嵌套和净值化管理的要求下，该类创新得到规范，未来金融产品创新力度需要进一步加大并向实体倾斜。

4. 不良资产违规处置行为频发，资产质量存在隐形风险

经济下行压力叠加不良认定标准趋严，使得银行不良贷款金额和不良率有所攀升，各银行为了摆脱不良负担，出现了不少突破风险底线的行为。统一完善的不良资产评估机制缺失是造成这一问题的重要因素。同时，风险内控机制不完备、考核评价指标较为片面和规模导向的经营理念加剧了不良贷款压力。此外，央行扶持小微和民营企业融资需求的政策意味着未来银行在资产质量的风险把控上将面临更大的挑战。因此银行业资产质量或存在一定隐患，需要持续关注。

（二）建议及对策

1. 深化金融供给侧结构性改革，优化金融市场结构

深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。根据习总书记在中共中央政治局第十三次集体学习讲话精神，我们应从优化融资结构、优化金融机构结构、优化金融市场结构及优化产品体系四点着力。我们要提高直接融资占比，在银行体系中发展民营银行、社区银行。股票市场要把好进口出口，完善上市、交易、信息披露和退市等基础制度。债券市场要丰富市场产品体系，引导民营企业运用各类债务融资工具优化融资结构。金融产品创新要适应市场需求，开发差异化、个性化、定制化金融产品，平衡好风险收益。

2. 进行机制体制创新，纾解民企融资困境

目前，民企融资难问题已经成为我国经济发展中的“拦路虎”，因此亟需解决银行惜贷问题，提升银行向小微民营企业贷款的能力，完善相关机制体制。在当前的监管约束和银行自身风险偏好的基础上，确保有足够资源用于小微企业贷款，例如运用永续债等方式补充资本实力，强化风险承受能力。在小微企业信贷投放过程中，确立合理的容错和免责机制，在平衡小微企业融资需求和资产质量的同时避免相关人员为不可控的风险因素承担责任。认识并充分发挥金融科技在小微企业贷款风险评估和管理中的重要作用，同时建立与小微和民营企业信贷相关的激励机制，促使员工有能力且有意愿处理小微民营企业相关业务。

3. 创新融资工具，满足多样化金融需求

为满足客户群体多样化的金融需求，银行应积极创新融资工具。针对民营企业，可以考虑提供不同种类的质押融资方式而非仅仅局限于固定资产；针对小型企业，或使银行信贷产品的创新与企业投融资、顾问咨询等多项服务相结合，考虑小型企业的个性化需求和困境，提供有针对性的解决方案，以代替单一的信贷投放。

4. 加快推进利率市场化，降低实体融资成本

自 1993 年提出利率市场化改革以来，我国利率市场化进程已经取得了显著的成就，但目前仍然存在“利率双轨制”现象，尤其在贷款利率层面。因此，利率市场化改革的进一步深化尤为重要，尤其是在小微企业贷款层面要实现降成本和合理风险定价之间平衡，才能激励银行更加有效地扩大信贷投放，满足小微企业融资需求，避免出现定价利率无法覆盖企业风险导致银行惜贷和小微企业转而寻求高成本民间融资的现象。

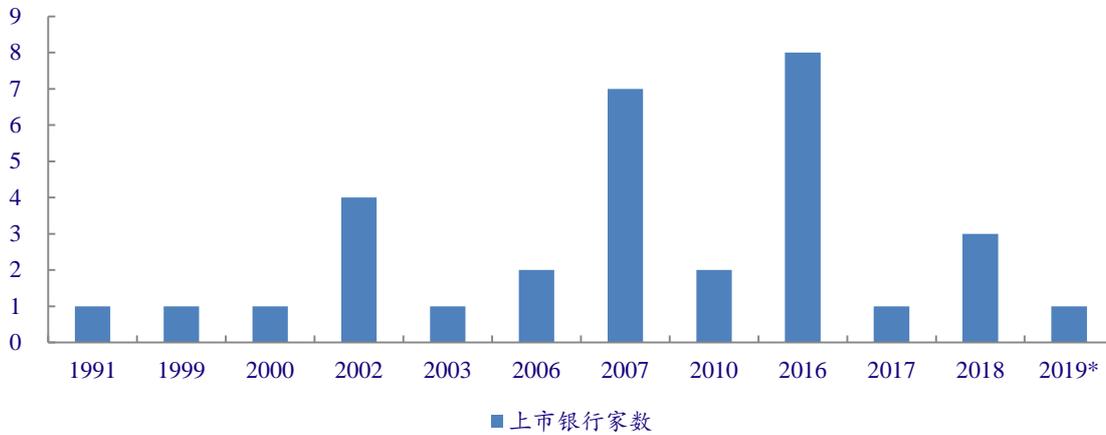
四、银行业在资本市场中的发展情况

（一）上市家数增至 29 家，A 股市值占比提升

银行板块个股数量仅有 29 家，上市节奏有望加快。截至 2019 年 3 月，上市银行家数已升至 29 家，银行板块市值占比达到 16.40%，相比 2017 年同期提升了 1.62 个百分点。此外，还有多家银行在 A 股排队候场。受表外资产回表、小微企业贷款增加的影响，商业银行尤其是

中小银行的资本压力增加，迫切期望通过上市拓宽融资渠道，缓解资本压力。

图 23: 不同时期新增上市银行数量



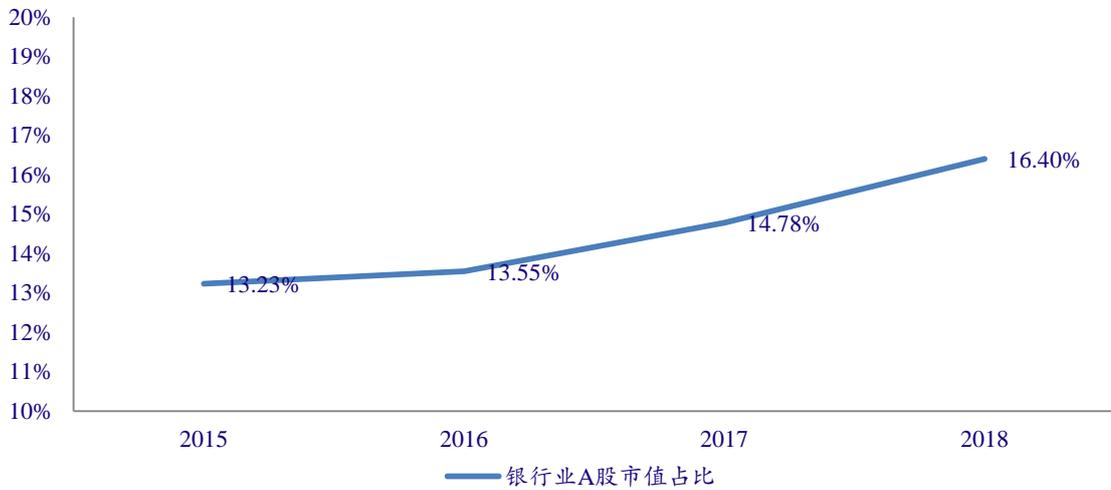
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 6: 2018 年以来银行 IPO 排队情况

最新公告日	企业名称	审核状态	拟上市板
2018-01-12	苏州银行股份有限公司	已预披露更新	中小企业板
2018-01-19	浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-05-11	江苏大丰农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	中小企业板
2018-07-06	浙商银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-07-06	安徽马鞍山农村商业银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2018-07-20	江苏海安农村商业银行股份有限公司	已反馈	主板
2018-08-10	重庆银行股份有限公司	已反馈	主板
2018-10-12	厦门银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-10-12	亳州药都农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-10-19	重庆农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-02-15	兰州银行股份有限公司	已预披露更新	中小企业板

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 银行板块 A 股市值占比

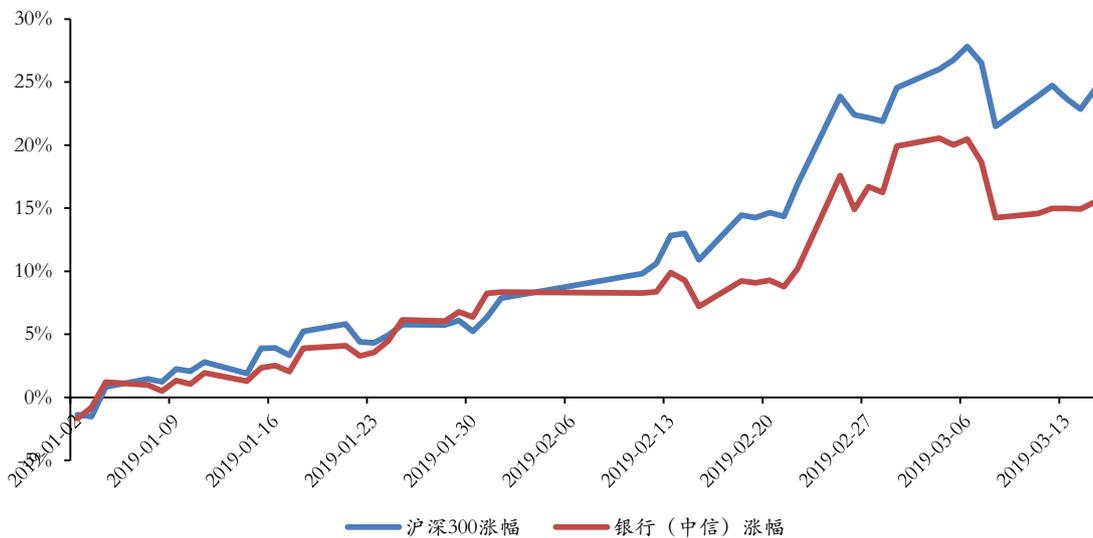


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300, 估值处于历史偏低位置

截至 2019 年 3 月 15 日, 银行(中信)指数年初至今涨幅为 15.39%, 跑输沪深 300 指数 9.01 个百分点, 表现弱于市场。银行板块估值 PB 仅为 0.89 倍, 处于历史偏低位置。

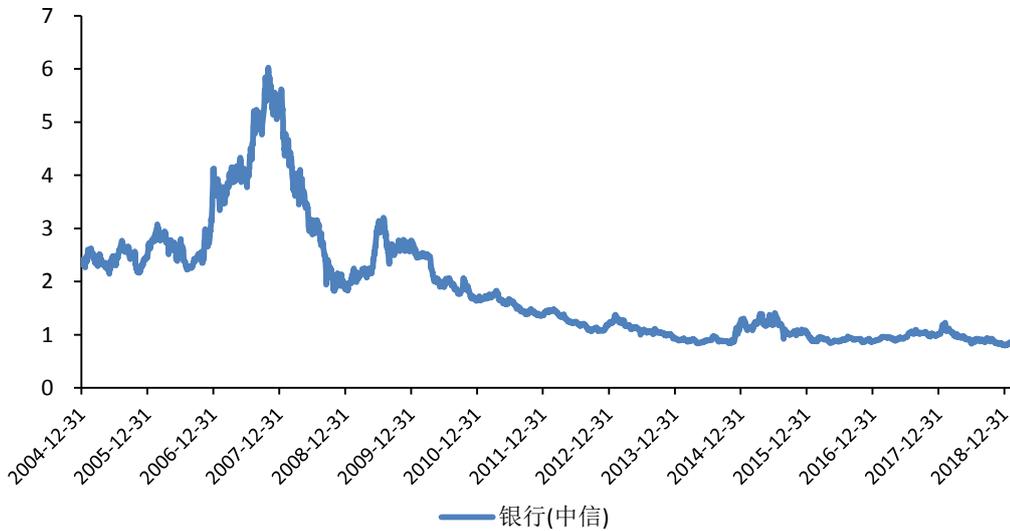
图 25: 年初至今银行板块累计涨幅与沪深 300 对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

年初至今涨幅以 2019 年 1 月 2 日为基期计算

图 26: 银行（中信）板块历年来 PB 水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 板块表现分化, 优质零售行估值溢价明显

银行板块表现分化, 优质零售银行估值溢价明显。在宏观经济疲软的环境下, 以招商银行和宁波银行为代表的优质零售银行受到青睐, 享有明显估值溢价且弹性显著高于行业水平。

图 27: 优质零售行近年来 PB 水平与银行板块对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、投资建议及股票池

资产端收益率面临下行压力，净息差或收窄，资本压力制约信贷规模扩张，银行业基本面承压，但政策边际、非标回表、零售转型和理财业务触底反弹或带来结构性改善契机。当前板块 0.89X PB，估值处于历史偏低位置，防御与反弹攻守兼备，维持“推荐”评级。个股方面，我们推荐基本面较好且估值处于合理区间的建设银行(601939.SH)和农业银行(601288.SH)，不良率实现改善的兴业银行(601166.SH)以及受益市场风险偏好提升的低估值、高弹性标的平安银行(000001.SZ)。

核心推荐

我们综合考虑上市银行基本面、估值、股价弹性，筛选关键财务指标，预测未来盈利前景，考虑溢价因素以及资金流向，构建股票池模型，精选优质银行个股，建立投资组合。

我们自 2019 年 3 月 8 日构建投资组合，涵盖建设银行(601939.SH)、平安银行(000001.SZ)、兴业银行(601166.SH)和农业银行(601288.SH) 4 只股票，给予每只股票等权重 25%。业绩基准采用银行业指数 CI005021.WI。

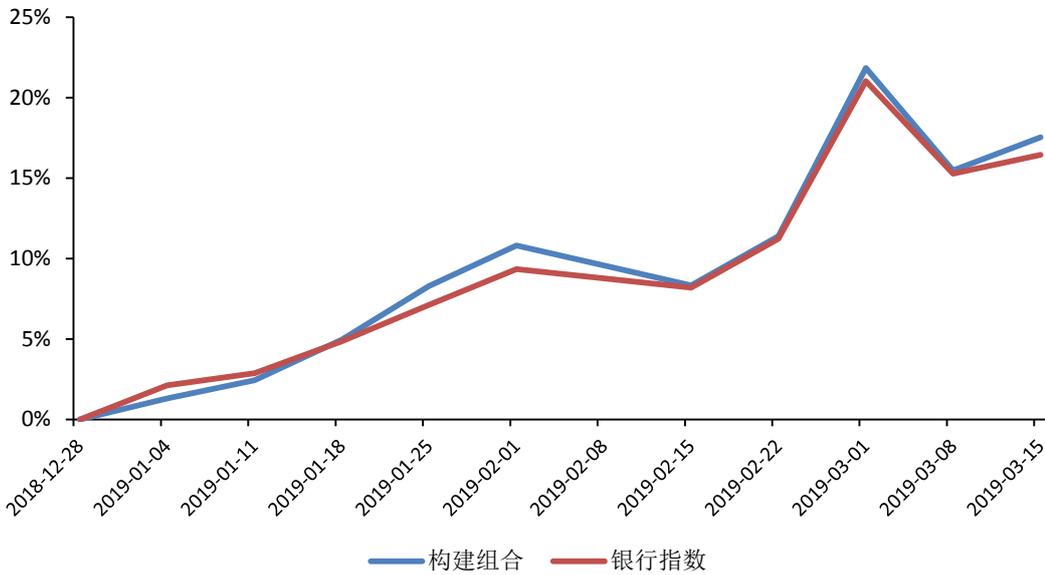
年初至今组合总回报 17.53%，银行行业指数总回报 16.44%，跑赢业绩基准 1.08 个百分点。

表 7：核心推荐组合及推荐理由

证券代码	证券简称	推荐理由	周涨幅	年初至今涨幅	相对收益率	入选时间
601939.SH	建设银行	国有四大行之一，资本充足率行业领先；贷款结构均衡，零售业务占比高，资产端定价能力强；负债端成本稳定；综合金融服务能力强，坚持零售业务优先战略和金融科技创新发展；估值处于近 3 年中等偏低位置。	1.74%	10.36%	-5.03%	2019-3-8
000001.SZ	平安银行	依托中国平安，有望受益集团各项资源支持和业务协同；金融科技领先，有利于降低成本和强化业务风险管理；零售业务占比逾 5 成；资产质量改善。	1.63%	33.26%	17.88%	2019-3-8
601166.SH	兴业银行	优质股份行，各项业务均衡发展；净息差、零售业务和中间业务占比均优于行业水平；资产质量在股份行中位居前列；加速金融科技布局以优化客户体验。2018 年业绩快报显示不良率有所下降，扭转了前三季度不良率上升的局面，利好估值修复。	3.02%	23.43%	8.04%	2019-3-8
601288.SH	农业银行	国有四大行之一，资本实力强劲；县域金融优势明显；业绩稳健增长，增速在四大行里处于领先水平；负债端成本优势显著，存款占比高达 82%；资产质量持续改善，不良率稳步下行，拨备覆盖率为 254.94%，远高于其他国有大行，后期拨备计提压力减少，或反哺利润。	0.54%	3.06%	-12.33%	2019-3-8

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28: 核心推荐组合年初至今收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

宏观经济疲软导致银行资产质量恶化的风险。

七、附录：国内外银行业绩及估值比较

美国市场，我们选择了3家领先商业银行，计算了其2017年及2018年前三季度的收入、净利润增速及估值等。从收入角度看，2018年前三季度收入同比增速平均为3.93%；2017年收入同比增速平均为3.48%。从净利润角度看，2018年前三季度净利润同比增速平均为19.70%；2017年净利润同比增速平均为0.75%。而其所对应的估值（以2019.3.15日计）平均数为1.34倍。

A股市场，我们列示29家上市银行业绩和估值情况。从收入角度看，2018年前三季度收入同比增速平均为11.78%；2017年收入同比增速平均为4.55%。从净利润角度看，29只上市银行公司2018年前三季度净利润同比增速平均为10.67%；2017年净利润同比增速平均为10.45%。目前的估值水平（以2019.3.15日计）平均数为1.06倍。

表 8：国际银行龙头盈利、市净率与市值变动情况

代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市净率	当前市值
		Y18Q3	Y17	Y18Q3	Y17	2019/3/15	2019/3/15
JPM.N	摩根大通	25.73%	-1.18%	10.14%	4.46%	1.51	3488.70
BAC.N	美国银行	31.52%	2.30%	2.50%	4.81%	1.16	2830.02
WFC.N	富国银行	1.85%	1.12%	-0.86%	1.17%	1.33	2304.74
均值		19.70%	0.75%	3.93%	3.48%	1.34	2874.49

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 9：国内上市银行盈利、市净率与市值变动情况

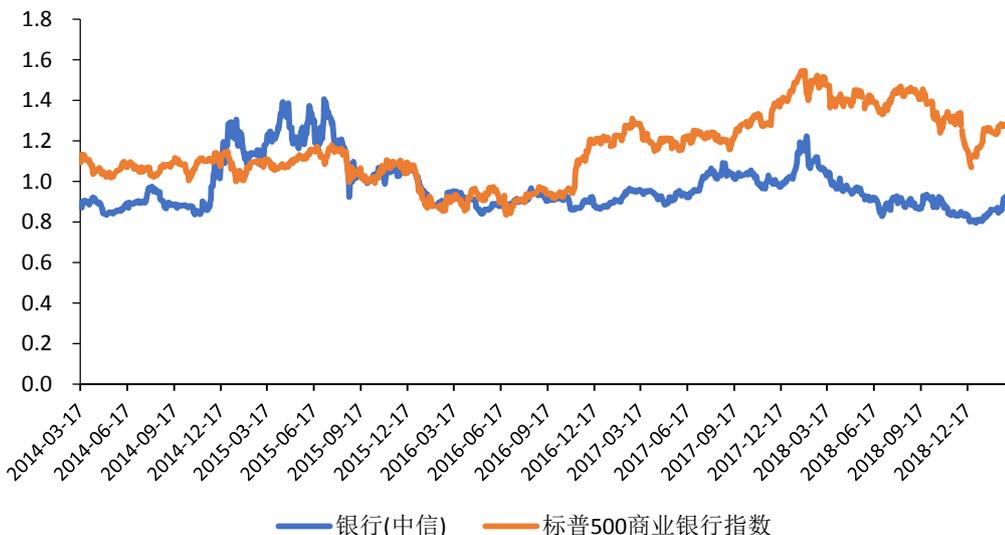
代码	公司名称	净利润同比增速		收入同比增速		市净率	当前市值
		Y18Q3	Y17	Y18Q3	Y17	2019/3/15	2019/3/15
000001.SZ	平安银行	6.80%	2.61%	8.56%	-1.79%	0.98	2146.30
002142.SZ	宁波银行	21.26%	19.60%	14.12%	7.06%	1.65	1014.11
002807.SZ	江阴银行	-6.59%	-1.22%	28.72%	1.53%	1.12	112.76
002839.SZ	张家港行	15.55%	8.41%	16.80%	-1.06%	1.25	123.82
002936.SZ	郑州银行	1.82%	7.14%	10.75%	3.00%	1.24	356.50
600000.SH	浦发银行	2.99%	2.47%	1.31%	4.88%	0.76	3354.94
600015.SH	华夏银行	2.06%	0.90%	1.07%	3.70%	0.67	1267.91
600016.SH	民生银行	4.99%	4.40%	8.93%	-7.01%	0.69	2823.97
600036.SH	招商银行	14.20%	13.24%	13.21%	5.33%	1.48	7987.13
600908.SH	无锡银行	11.72%	12.38%	11.67%	13.16%	1.24	123.27
600919.SH	江苏银行	11.95%	12.96%	1.69%	7.58%	0.79	812.73
600926.SH	杭州银行	20.37%	14.14%	24.88%	2.83%	0.94	445.30
601009.SH	南京银行	15.24%	16.95%	8.75%	-6.68%	0.96	651.43
601128.SH	常熟银行	28.44%	25.34%	18.27%	11.65%	1.50	175.82

601166.SH	兴业银行	7.32%	6.27%	10.95%	-10.89%	0.87	3830.76
601169.SH	北京银行	6.82%	5.35%	5.93%	6.10%	0.78	1323.55
601229.SH	上海银行	22.84%	7.06%	29.48%	-3.72%	0.93	1320.11
601288.SH	农业银行	7.28%	4.93%	12.01%	6.13%	0.84	12984.37
601328.SH	交通银行	5.26%	4.49%	5.37%	1.46%	0.76	4737.96
601398.SH	工商银行	4.82%	2.99%	7.71%	7.49%	0.91	19887.47
601577.SH	长沙银行	9.78%	22.55%	13.71%	20.79%	1.19	370.21
601818.SH	光大银行	9.10%	4.02%	18.26%	-2.33%	0.78	2167.81
601838.SH	成都银行	20.89%	51.48%	28.59%	11.99%	1.03	322.21
601860.SH	紫金银行	12.31%	10.13%	13.17%	5.24%	2.76	328.02
601939.SH	建设银行	6.22%	4.83%	5.94%	2.74%	0.95	17575.77
601988.SH	中国银行	4.91%	0.51%	3.32%	-0.07%	0.75	7988.01
601997.SH	贵阳银行	17.83%	24.37%	1.66%	22.82%	1.01	299.97
601998.SH	中信银行	7.39%	2.61%	5.27%	1.86%	0.77	2165.75
603323.SH	吴江银行	15.95%	12.13%	11.54%	18.22%	1.25	126.51
均值		10.67%	10.45%	11.78%	4.55%	1.06	3338.77

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

中美上市银行估值对比来看,自2016年下半年起,美国银行板块估值高于我国上市银行且与我国上市银行逐步拉开差距。截止2019年3月14日,国内银行板块市净率0.89,美国银行板块(标准普尔500商业银行指数)市净率1.28倍。国内银行板块估值低于美国银行板块且增长乏力预计受三方面因素的影响:一是A股市场持续震荡调整,估值长期处于低位。二是相比于美国商业银行混业经营,我国商业银行业务高度依赖传统存贷款业务,在利率市场化程度不足的环境下净息差提升空间有限。三是资产质量存在一定隐忧,压制了银行板块估值的修复。

图 29: 国内银行板块与美国银行板块估值



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 社会融资规模 (存量) 结构	4
图 2: 上市商业银行与其他盈利性金融机构的 ROE (左) 和 ROA (右) 对比	5
图 3: 我国 GDP 增速及商业银行不良贷款率	6
图 4: 商业银行净息差	9
图 5: 同业拆借利率与金融机构贷款利率	9
图 6: 商业银行核心一级资本充足率	10
图 7: 社会融资规模	10
图 8: 新增人民币贷款结构	11
图 9: 个人住房贷款利率	11
图 10: 我国上市银行 ROE 水平	12
图 11: 2018Q3 不同行业 ROE 对比	12
图 12: 上市银行收入构成	13
图 13: 上市银行营收结构及成本收入比	14
图 14: 上市商业银行存款总额	15
图 15: 上市商业银行存款增速	15
图 16: 2018H 上市银行贷款行业结构	16
图 17: 工商银行中间业务收入	17
图 18: 互联网理财产品年化收益率	18
图 19: 招商银行各类贷款占比情况	19
图 20: 招商银行公司类和个人贷款平均收益率	19
图 21: 第三方支付与互联网理财	20
图 22: 上市银行利润集中度指标 CR4、CR8	21
图 23: 不同时期新增上市银行数量	24
图 24: 银行板块 A 股市值占比	25
图 25: 年初至今银行板块累计涨幅与沪深 300 对比	25
图 26: 银行 (中信) 板块历年来 PB 水平	26
图 27: 优质零售行近年来 PB 水平与银行板块对比	26
图 28: 核心推荐组合年初至今收益率变动	28
图 29: 国内银行板块与美国银行板块估值	30

表格目录

表 1: 银行与其他金融机构对比	5
表 2: 《理财子公司管理办法》部分变化梳理	7
表 3: 2018 年以来“降准”政策梳理	7
表 4: 民营小微企业扶持政策梳理	7
表 5: 银行业 ROE 水平	13
表 6: 2018 年以来银行 IPO 排队情况	24
表 7: 核心推荐组合及推荐理由	27
表 8: 国际银行龙头盈利、市净率与市值变动情况	29
表 9: 国内上市银行盈利、市净率与市值变动情况	29

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

武平平，张一纬，金融行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn