

4月社融增速低于预期，银行业基本面平稳

——5月行业动态报告

核心观点

● 最新观点

1) **4月社融增速环比低于预期。**1-4月累计新增社融规模延续增长之势，但4月单月新增社融环比下滑，预计与一季度社融基数较高、企业信贷透支有关。一季度货币政策执行报告强调稳健的货币政策要保持松紧适度，保持流动性合理充裕，我们预计后期社融增速企稳。

2) **国内外对比来看，中美银行业均已进入成熟发展期。**我国银行业利润稳健增长，ROE水平高于美国。混业经营格局下，美国银行业非息收入占比高于我国银行业。受益于低利率环境下成本端优势，美国银行业净息差高于我国。当前我国银行业不良率和拨备覆盖率均高于美国，不良率较高主要与我国经济增速放缓有关。拨备覆盖率则受到监管引导和银行自发多提拨备的影响。

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，同时凭借颠覆式创新，银行在产品和服务层面有望形成差异化优势，或重塑行业竞争格局。

● 投资建议：

宏观经济企稳和社融整体规模显著增长，为银行业信贷规模扩张奠定基础，行业基本面平稳。政策改善、零售转型和理财业务触底反弹或带来持续改善契机。当前板块0.85X 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，我们推荐盈利能力优异、成本优势显著、资产质量持续优化的优质零售行招商银行(600036.SH)；集团优势明显、零售业务占比高、资产质量显著改善、金融科技应用领先的平安银行(000001.SZ)以及区域优势明显、资产质量优异的高成长城商行宁波银行(002142.SZ)。

核心组合

证券代码	证券简称	周涨幅	年初至今涨幅	相对收益率
600036.SH	招商银行	0.87%	33.33%	18.92%
000001.SZ	平安银行	-0.72%	31.66%	17.25%
002142.SZ	宁波银行	0.71%	39.33%	24.92%

● **风险提示：**宏观经济疲软导致资产质量恶化的风险。

银行业

推荐 维持评级

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

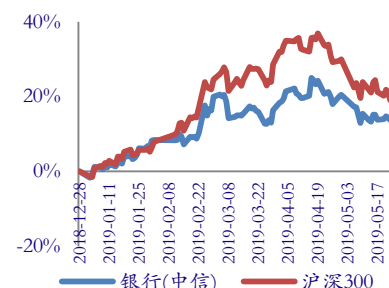
☎：010-66568643

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

行业数据

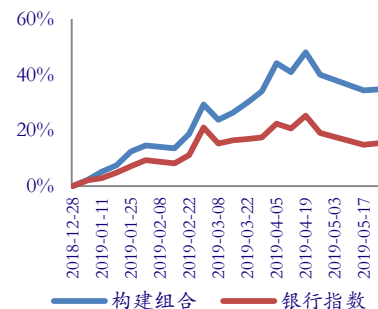
2019.05.24



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.05.24



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目 录

一、银行业定位：金融市场参与主体，具有信用创造职能.....	2
(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	2
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	2
2.当前社会融资结构尚未发生根本性转变，银行业在金融资源配置中仍其主导作用	2
3.银行及其他金融机构对比：具有信用创造功能，盈利能力更高	3
二、银行业在资本市场中的发展情况.....	6
(一) 上市家数增至 32 家，A 股市值占比有所下降.....	6
(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史偏低位置	8
(三) 板块表现分化，优质零售行估值溢价明显.....	9
三、中美银行业比较研究.....	10
(一) 分业管制下牌照红利造就垄断格局，我国银行业集中度偏高	10
(二) 我国银行业资产规模超越美国，资产结构具有一定相似性	11
1.资产规模：中美银行业均已进入成熟发展期，资产规模增速处于较低水平	11
2.资产结构：中美银行资产结构相似程度较高，信贷规模均在 55%左右	12
3.盈利能力：我国银行业利润稳健增长，盈利能力高于美国	13
4.收入结构：受益于混业经营，美国商业银行非利息收入占比高于我国商业银行	15
5.净息差：受益于低利率环境下成本端存在优势，美国银行业净息差水平高于我国	17
6.资产质量：当前我国商业银行不良贷款率和拨备覆盖率均高于美国	18
四、宏观经济企稳 银行业基本面平稳.....	19
(一) 4 月单月社融增速低于预期，银行业基本面平稳	19
1.流动性宽松环境下，资产负债重新定价.....	19
2.核心资本充足率有待进一步提升，多渠道补充资本支撑银行信贷投放	20
3.货币政策强调松紧适度，4 月社融环比增速低于预期，后续预计企稳	21
4.宏观经济增速企稳，下行压力仍存，需持续关注其对资产质量的影响	22
5.零售转型与理财收入触底反弹或带来结构性改善契机	23
(二) 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	24
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	24
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	24
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	26
(三) 财务分析：盈利水平优于其他行业，对杠杆的依赖程度减弱	26
五、业绩驱动因素：金融科技变革催生新商业模式，重塑行业竞争格局.....	28
(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	28
1.存款业务增长动力不足，空间受挤压.....	28
2.贷款业务受到经济结构调整的冲击，业务结构亟待调整.....	29
3.中间业务渠道依赖严重，业务多元化任务艰巨	30
(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.....	31
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	31

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	32
（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	33
（四）技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局	34
六、估值驱动因素：净息差与资产质量是影响我国上市银行估值的主要因素	35
七、投资建议及股票池	36
八、风险提示	38
插图目录	39
表格目录	40

一、银行业定位：金融市场参与主体，具有信用创造职能

（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。

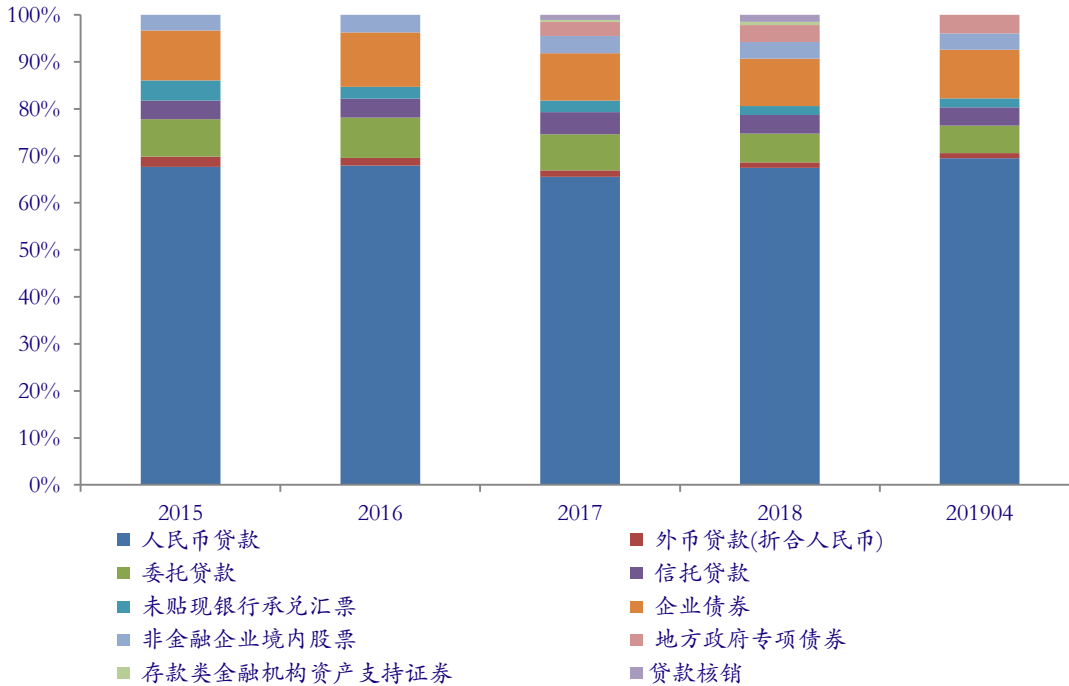
2.当前社会融资结构尚未发生根本性转变，银行业在金融资源配置中仍其主导作用

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。2019 年一季度我国企业债券融资占社融比 10.25%，股票融资占比 3.48%，直接融资占比合计 13.73%。证监会直接融资和间接融资国际比较专题研究中整理的来自世界银行数据显示，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。我国直接

融资比重合计不足 15%，远落后于美国。

图 1：社会融资规模（存量）结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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：具有信用创造功能，盈利能力更高

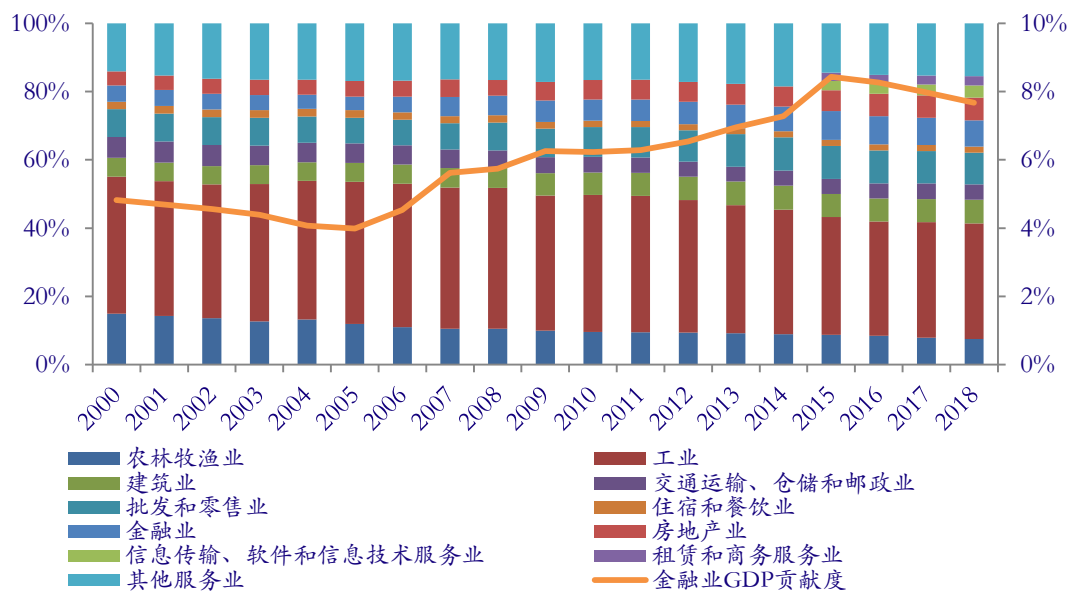
银行是经营货币和信用业务的金融机构,通过存款、放款、汇兑等业务来承担货币流通和信用中介的职能。我国银行业可分为:中央银行(中国人民银行)、政策性银行(中国农业发展银行,国家开发银行,中国进出口银行)和商业银行(包括大型国有商业银行、股份制商业银行、城市及农村商业银行、农村信用合作社和新型农村金融机构)。我们以商业银行为研究主体,与中央银行和政策性银行相比,其区别主要在于:以盈利为目的、可以广泛吸收公众存款、充当社会主要的信用和支付中介。

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。

金融业对我国 GDP 贡献度较高，但近年来有所下滑。截至 2018 年末，我国金融业 GDP 累计达 69099.9 亿元，同比增加 4.4%；占我国 GDP 的 7.68%，占比仅低于制造业、其他服务业和商贸零售业，在 11 个行业中位列第四。其中，银行作为社会融资的主体，预计在金融业 GDP 中占有较大比重，在国民经济收入中扮演着举足轻重的角色。但近年来随着我国经济转型升级的推进，金融业 GDP 贡献度有所下滑。

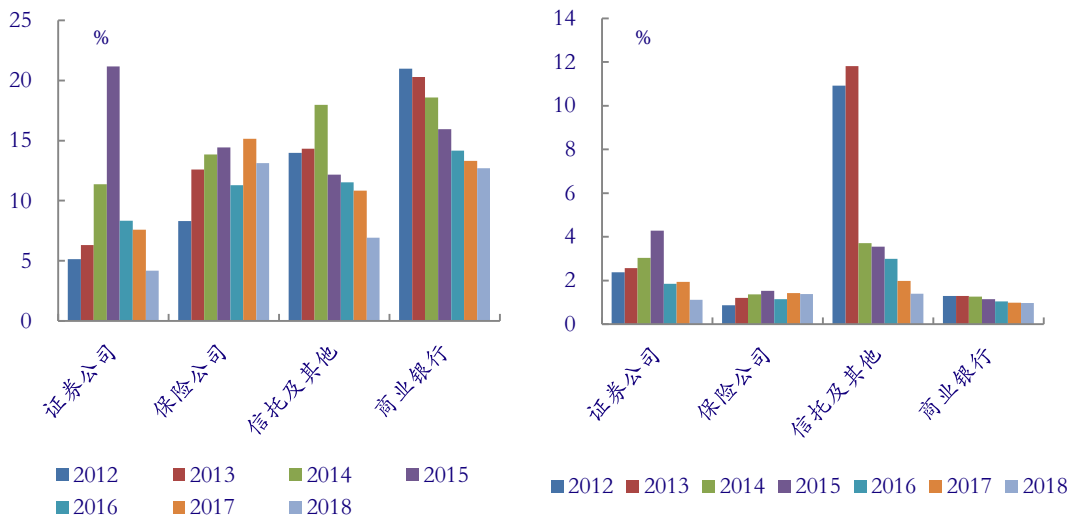
图 2：近年来各行业 GDP 贡献度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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 3：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

商业银行的盈利主要来自于各种生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 2019 年一季度上市银行财务数据，利息收入占上市银行总营收的 63.45%，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，上市银行手续费净收入占营收比从 2014 年的 19.24% 增至 2019Q1 的 21.48%。

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

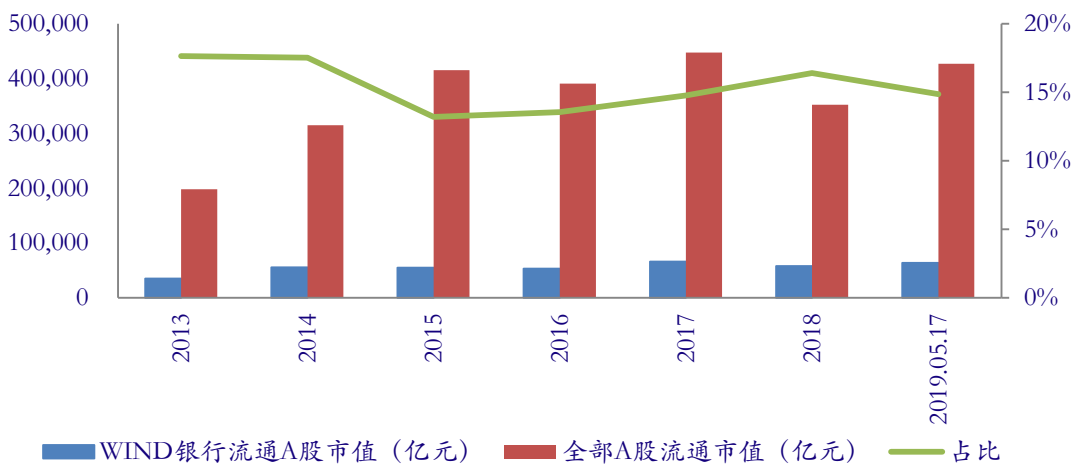
资料来源：中国银河证券研究院整理

二、银行业在资本市场中的发展情况

(一) 上市家数增至 32 家，A 股市值占比有所下降

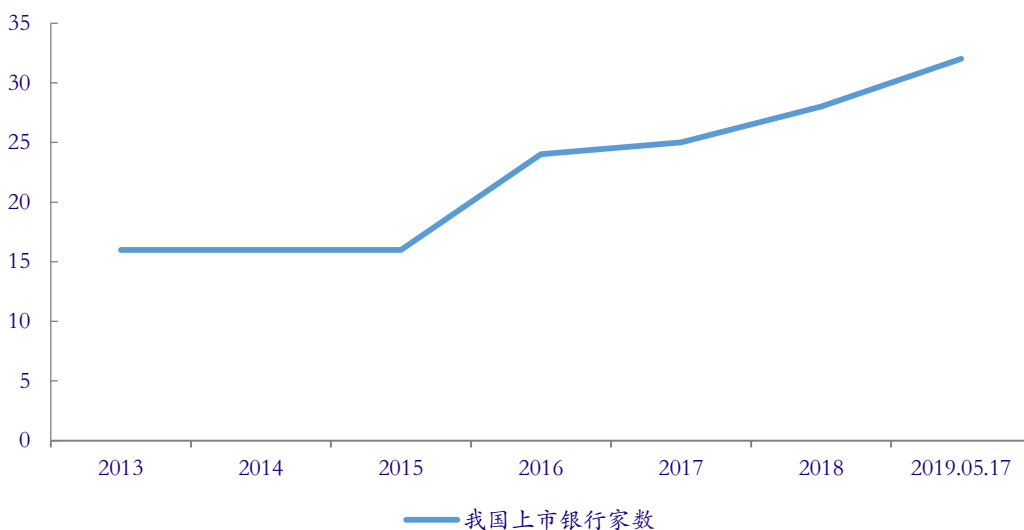
银行板块上市节奏有望加快。截至 2019 年 5 月 17 日，上市银行家数已升至 32 家，上市银行总市值 9.48 万亿元，占全部 A 股总市值的 16.72%；上市银行流通 A 股市值 6.35 万亿元，占全部 A 股流通市值的 14.87%，两项占比较年初均有所下滑。

图 4：我国上市银行流通市值及占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：我国上市银行家数

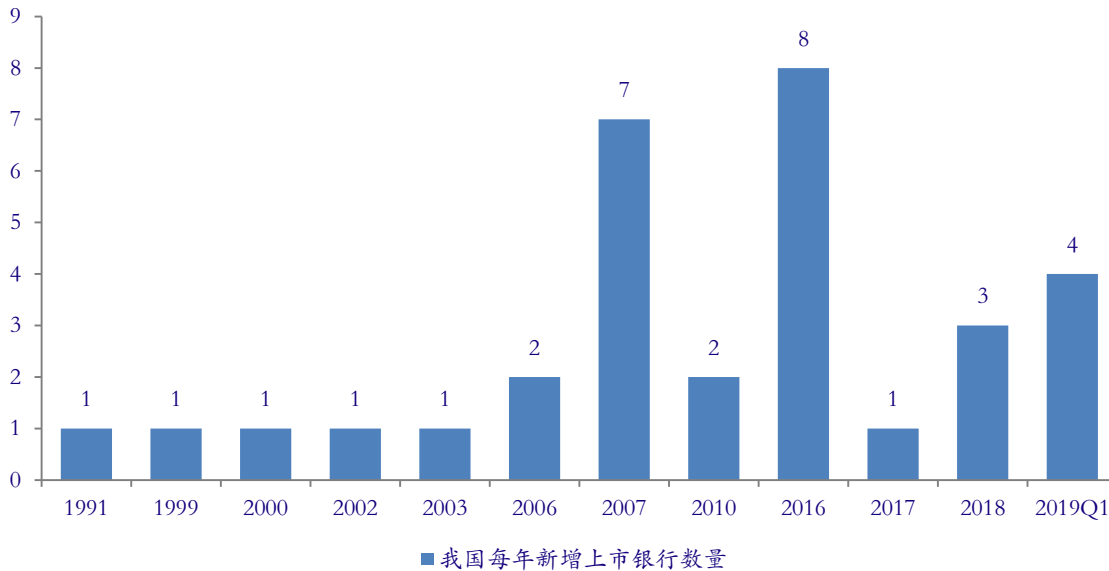


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目前，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 6：我国每年新增上市银行数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

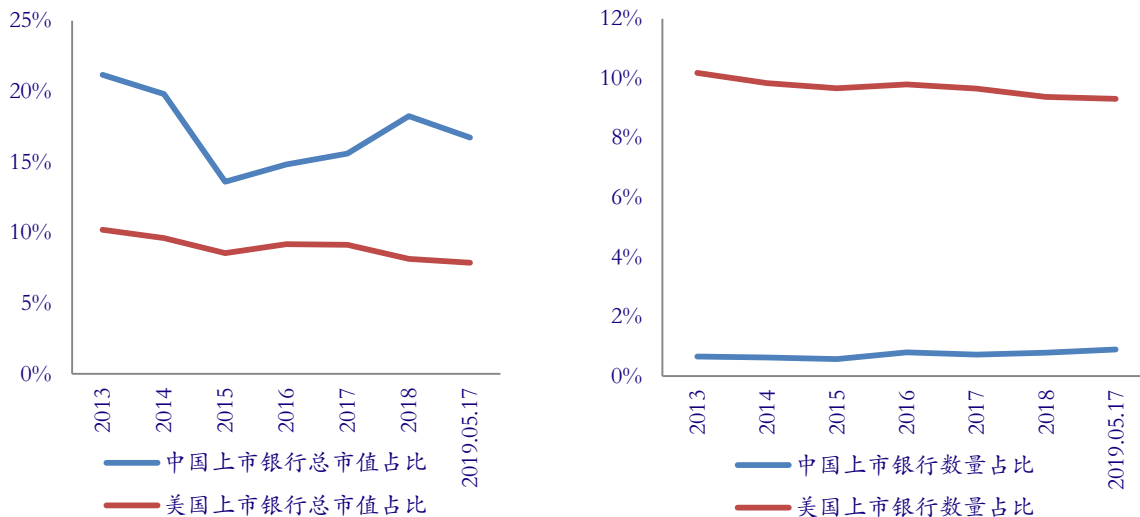
表 2：2018 年以来银行 IPO 排队情况

最新公告日	企业名称	审核状态	拟上市板
2018-01-19	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	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
2018-07-06	浙商银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2018-08-10	重庆银行股份有限公司	已反馈	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
2018-10-12	厦门银行股份有限公司	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
2019-04-04	江苏海安农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-04-12	江苏昆山农村商业银行股份有限公司	已反馈	主板
2019-04-25	东莞银行股份有限公司	已反馈	中小企业板

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

截至2019年5月17日，美国上市银行总家数为468家，大幅高于我国上市银行数量。美国上市银行总市值折合人民币23.41万亿元，占全部上市美股总市值的7.87%。相较而言，我国上市银行数量占比远低于美国，但总市值占比显著高于美国。

图7：中美上市银行市值占比及家数占比

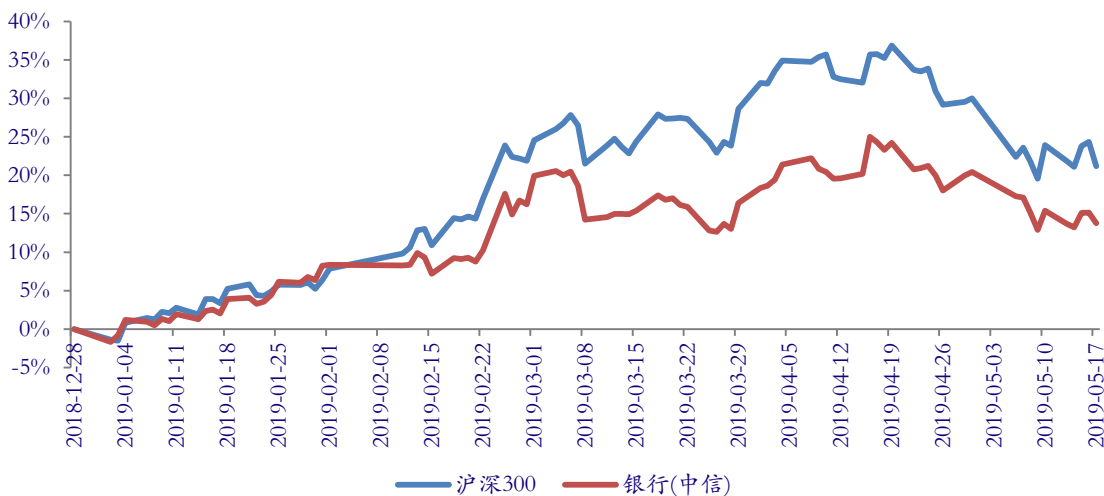


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（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5月17日，银行（中信）指数年初至今涨幅为13.77%，跑输沪深300指数7.42个百分点，表现弱于市场。银行板块估值PB仅为0.83倍，处于历史偏低位置。

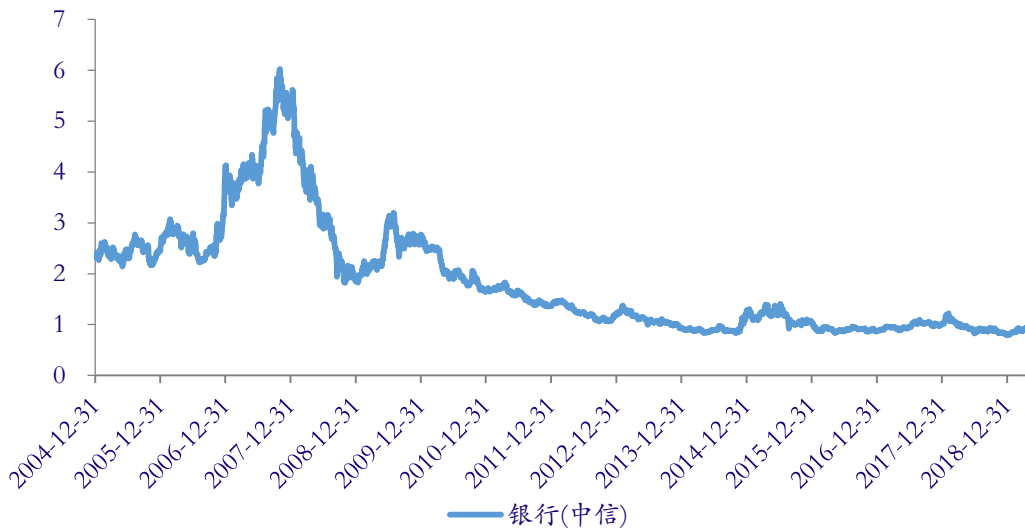
图8：年初至今银行板块累计涨幅与沪深300对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

年初至今涨幅以2018年12月28日为基期计算

图 9：银行（中信）板块历年来 PB 水平

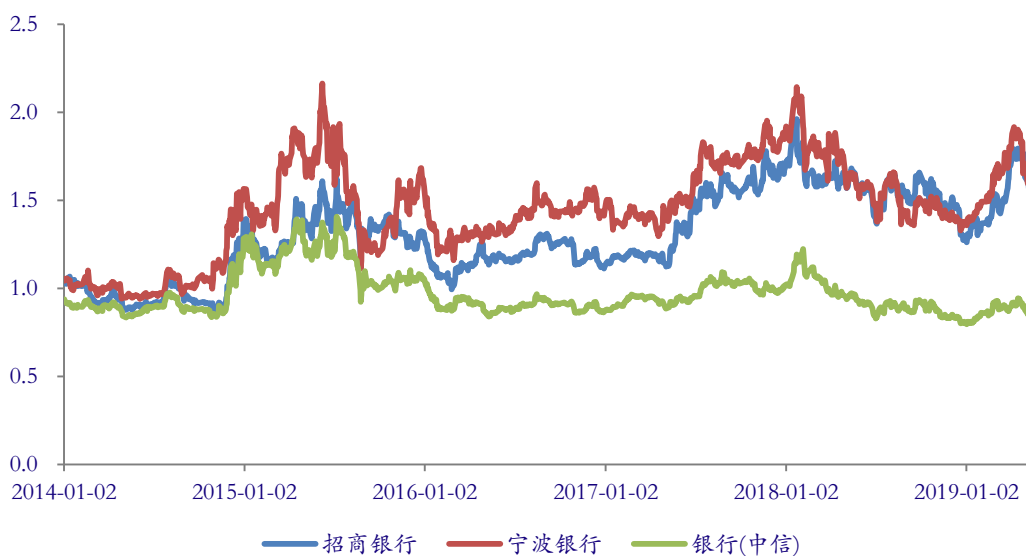


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（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 10：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

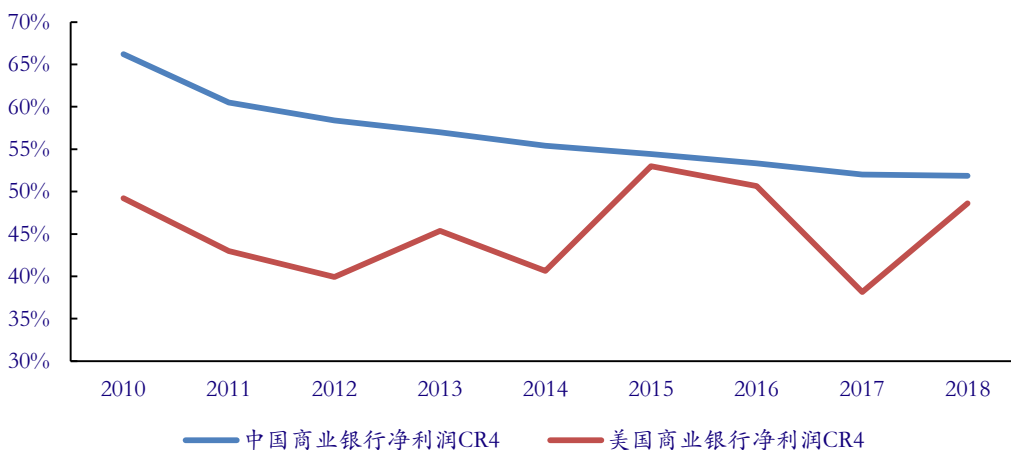
三、中美银行业比较研究

(一) 分业管制下牌照红利造就垄断格局，我国银行业集中度偏高

受政策监管影响，我国银行业准入门槛较高且长期处于垄断状态，牌照制度使银行业拥有较高的垄断利润和集中度。2010 年我国商业银行净利润 CR4 高达 66.21%。2013 年国务院发布“金融十条”开始明确提出鼓励支持民营资本尝试发起民营银行，2015 年起银监会陆续批准设立第一批试点民营银行，银行业准入门槛开始逐步放开。近年来，随着传统业务同质化和互联网金融兴起，银行业竞争逐渐加剧，集中度开始下滑。2018 年我国商业银行家数为 2408 家，净利润 CR4 下降至 51.87%。

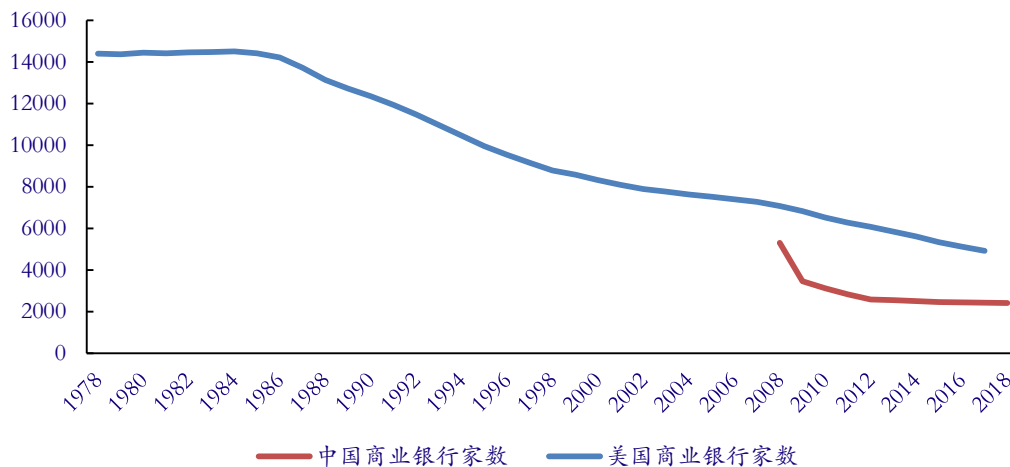
与美国银行业不同的是，美国银行均为私人银行，行业门槛相对较低，20 世纪 80 年代前美国商业银行数量维持在 14000 家左右，行业竞争程度远高于我国。随着 70 年代美国开始实施利率市场化改革，大规模中小银行倒闭潮开始出现，银行家数逐年下降，2017 年美国商业银行数量首次跌破 5000 家，行业净利润集中度也呈现大幅波动趋势。

图 11：中美银行业集中度对比



资料来源：FDIC、Wind、银监会网站，中国银河证券研究院整理

图 12：中美国商业银行数量变化对比



资料来源：FDIC、Wind，中国银河证券研究院整理

（二）我国银行业资产规模超越美国，资产结构具有一定相似性

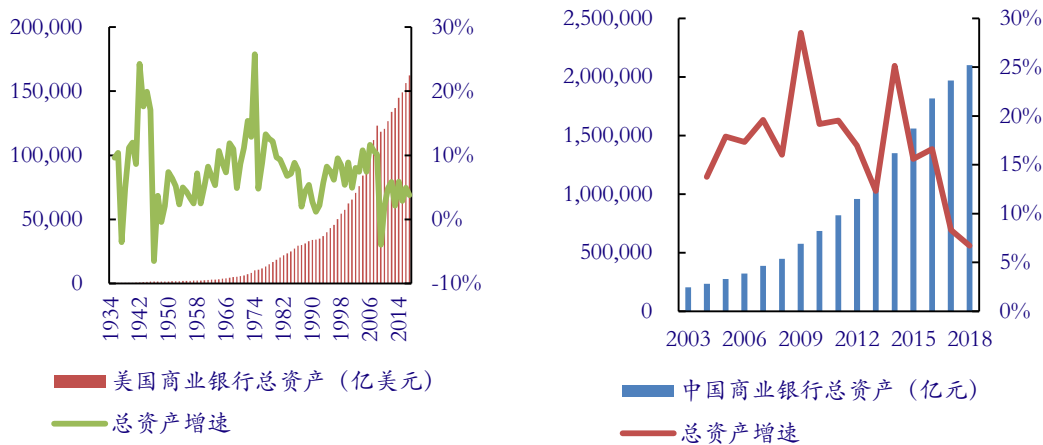
1. 资产规模：中美银行业均已进入成熟发展期，资产规模增速处于较低水平

美国银行业历史悠久，当前处于成熟发展期，资产规模增长缓慢。美国银行业发展历经了混业——分业——混业的模式变化，监管不断完善，规模扩张速度受经济环境影响程度较高。1929-1933年，美国经济大萧条，民众不愿意持有美元，纷纷将美元置换为黄金，银行面临较大的挤兑压力，随后大量银行倒闭，商业银行资产规模下滑。30年代起美国相继出台一系列法案，标志着美国银行业开始进入分业经营的严监管时代。严监管下的商业银行步入稳定发展期，资产企稳上行。1973年，布莱顿森林体系崩溃，美国开始了利率市场化进程，这一过程中银行议价能力受限，叠加70年代两次石油危机后油价飙升引发CPI居高不下，美联储执行紧缩的货币政策，利率攀升导致负债端成本上行，以传统业务为主的中小银行受到较大冲击。为解决中小银行危机，80年代后政策放宽中小银行经营范围，银行资产向房地产和能源开采业流动，但随着地产业调整和石油价格回落，贷款违约增多，引发商业银行风险集中爆发，美国商业银行再次出现倒闭潮，总资产增速由15%下滑至5%左右。20世纪90年代起，美国对银行业监管进一步放松，同时放开了混业经营的业务限制，使商业银行总资产增幅回升至10%左右。2008年爆发的次贷危机使美国商业银行受到重创，资产总额下跌，美国随后出台《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》，再次加强对银行业的监管和去杠杆力度，近年来美国商业银行资本增速维持在5%左右。2018年5月，美国出台《经济增长、监管放松与消费者保护法案》，对《多德-弗兰克法案》进行了修改，标志着美国银行业将迎来新一轮监管放松周期，或将使商业银行总资产增速在未来几年有所提升。

我国商业银行资产过去一直维持相对较高的增速。2006-2016年间，受益于经济高增速和低基数的影响，我国商业银行总资产年均复合增速为18.86%，累计增幅4.63倍。但2016年后，受宏观经济增长放缓及去杠杆环境影响，银行业资产增速呈现持续收窄之势，但仍略高于美国银行业资产增速。截至2017年，我国银行业资产规模达196.78万亿元，已超越美国（同期

折合人民币 109.51 万亿元)。

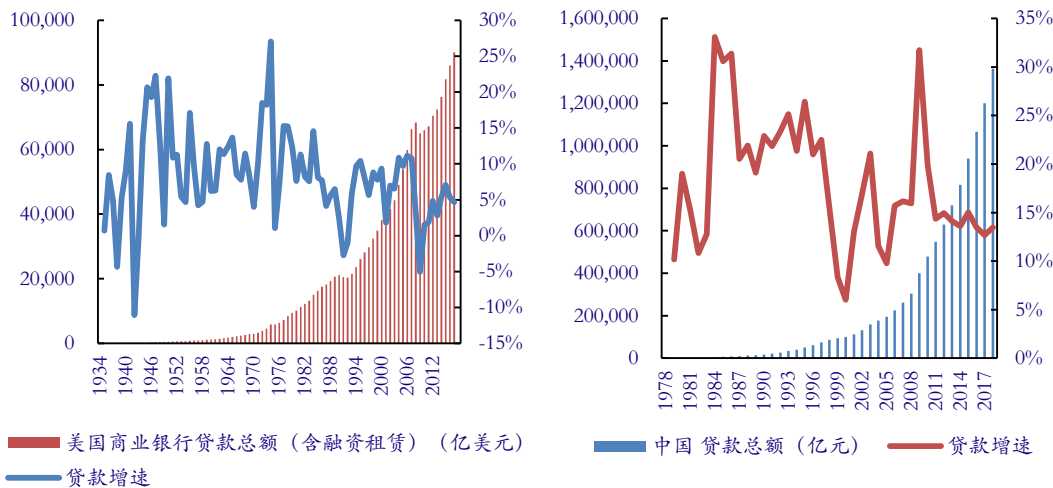
图 13: 中美银行业总资产对比



资料来源: FDIC、银监会网站, 中国银河证券研究院整理

我国银行业资产高速增长的背后是贷款规模的稳健扩张。2001 年互联网泡沫后至 2008 年次贷危机前美国贷款增速相对稳定在 7%至 10%左右,而同期我国贷款增速相对较高,在 10%-30%左右区间波动。当前美国商业银行贷款增速已缓慢回升至 5%左右,我国贷款增速虽有放缓,但仍达 15%左右。在间接融资为主导体系下,我国银行业贷款增速在未来一定时期内依旧有望维持相对较高的水平,推动银行业资产规模稳健扩张。

图 14: 中美银行业贷款总额对比



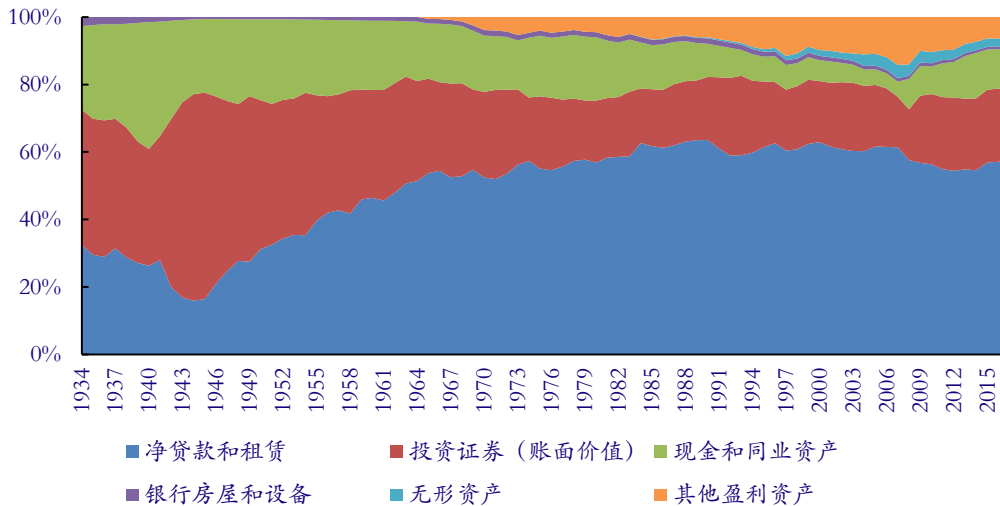
资料来源: FDIC、Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 资产结构: 中美银行资产结构相似程度较高, 信贷规模均在 55%左右

美国商业银行资产结构已基本稳定, 信贷规模占比超过 50%。美国早期商业银行贷款占比仅为 30%左右, 倾向于持有更多地投资证券和现金。受经济大萧条的影响, 贷款占比在 20 世纪 30-40 年代呈现下降趋势。自 40 年代美国分业监管体系逐步完善后, 商业银行从事证券交

易活动开始受到限制,贷款占比逐步提升,银行风险偏好增加使现金及同业资产持有占比下降,到90年代美国商业银行资本结构基本稳定。近年来,美国商业银行净贷款及租赁占比维持在55%左右,投资证券占比约20%,现金及同业资产占比约15%,其他资产占比约10%。

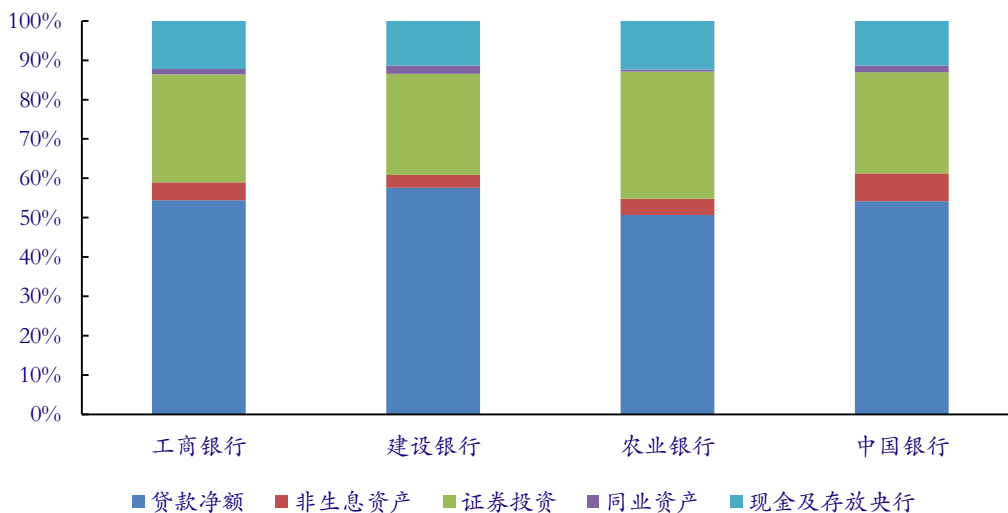
图 15: 美国商业银行资产结构



资料来源: FDIC, 中国银河证券研究院整理

我国龙头银行资产结构近年来维持稳定,与美国相似程度较高。传统四大行净贷款占比约55%,证券投资占比在25%-30%左右,现金及同业资产占比约为10%-15%,其他资产占比约为5%-10%,与美国商业银行资产结构差距不大。

图 16: 中国主要商业银行 2018 年资产结构



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3.盈利能力: 我国银行业利润稳健增长, 盈利能力高于美国

美国商业银行净利润整体呈现上行趋势,波动水平较高。其中,70年代末美国为应对高

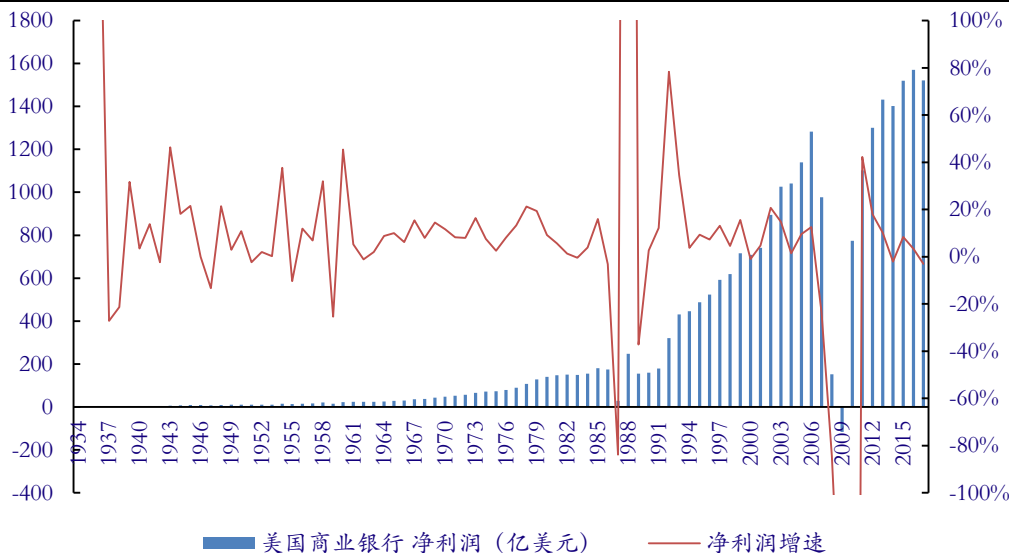
通胀执行货币紧缩政策，美联储基准利率一度逼近 20%，负债端成本飞升，银行业净利润出现大幅缩水。2008 年次贷危机后商业银行亏损程度较高，但随后快速回升至正常水平。2017 年美国商业银行实现净利润合计 1521.85 亿元，2010-2017 年复合增长率为 10.13%。

图 17：美国核心 CPI 和联邦基金利率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：美国商业银行净利润

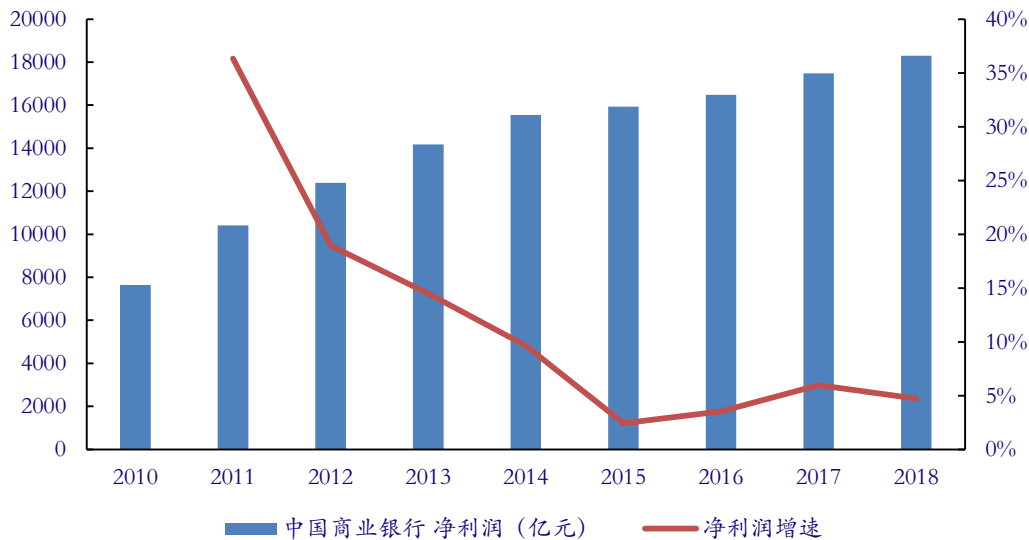


资料来源：FDIC，中国银河证券研究院整理

受牌照管制和经济增长的推动，我国商业银行净利润规模高于美国，但近年来增速收窄。2017 年我国银行业净利润总额达 1.83 万亿元，远高于美国。2010-2017 我国银行业净利润年均复合增速为 12.55%，高于美国同期 2.42 个百分点，但增速呈现明显下降趋势，目前维持在 5% 左右。

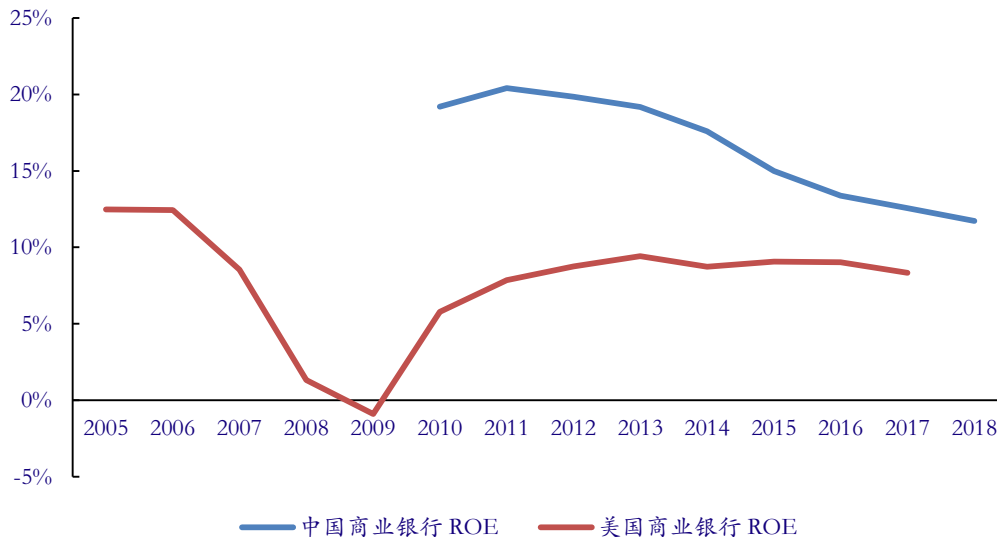
从ROE来看,美国ROE受次贷危机影响出现过大幅下跌,随后恢复至9%左右维持稳定;我国商业银行ROE自2011年起持续下滑,从20%降至12%左右。我国商业银行传统业务模式趋于成熟,成长空间受限,利率市场化不足限制银行议价能力,外部互联网金融竞争加剧,商业银行业务模式转型的重要性日益凸显。

图 19: 中国商业银行净利润及增速



资料来源: 银监会网站, 中国银河证券研究院整理

图 20: 中美商业银行 ROE 对比



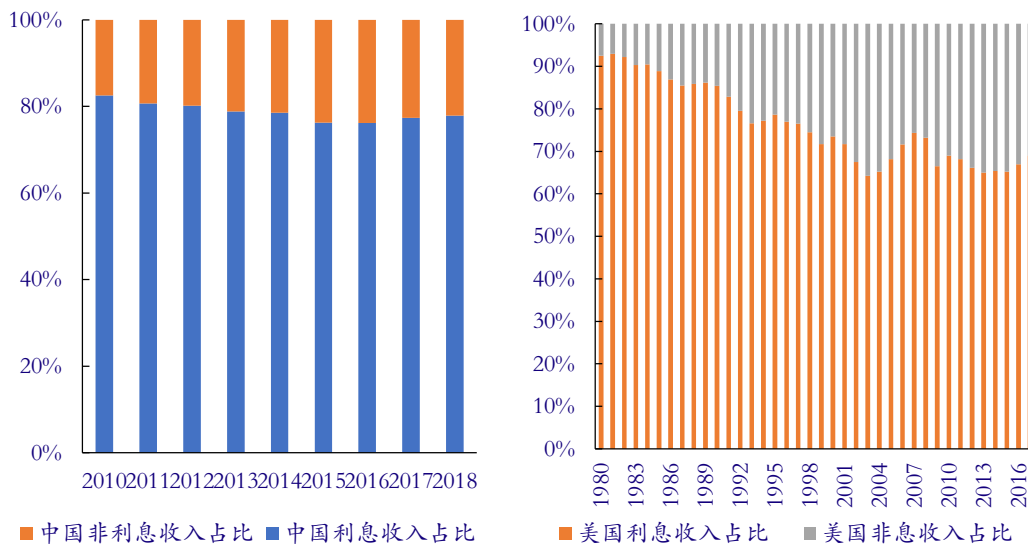
资料来源: FDIC、银监会网站, 中国银河证券研究院整理

4.收入结构: 受益于混业经营, 美国商业银行非利息收入占比高于我国商业银行

从收入结构上看,美国银行业受益于混业经营的逐步放开和最终确立,非息收入占比自80年代起逐步改善,当前高于中国银行业水平。大萧条之后,监管环境趋严,美国银行业开始进入分业经营模式,盈利模式以传统的存贷款业为主,70年代末80年代

初美国银行业非利息收入贡献度降至 10% 以下的较低水平。80 年代起，美国银行业业务范围逐步放开，向混业经营转变，非息收入占比实现增长。2000 年混业经营格局最终确立导致了美国银行业非息收入占比的快速提升。截止 2017 年，美国银行业非息收入占比从 1980 年的 7.52% 提高到 31.05%。

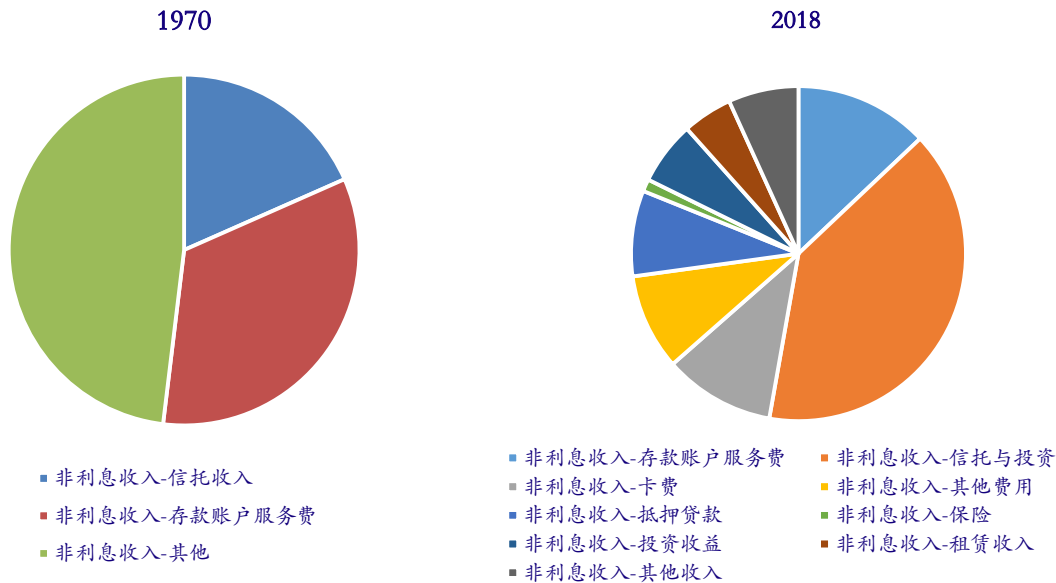
图 21：中美银行业收入结构对比



资料来源：公司公告，银监会，中国银河证券研究院整理

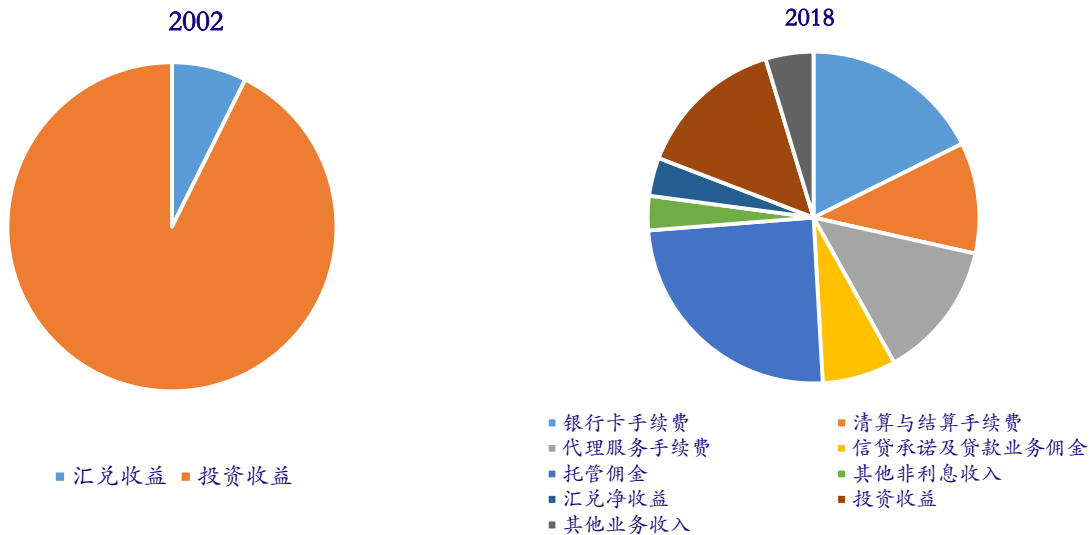
从非息业务种类上看，中美商业银行非息业务多元化程度均有提升，但各有侧重。以富国银行和招商银行为例，1970 年富国银行非利息收入占比 14.20%，业务种类仅包含信托收入、存款账户服务费等，收入来源较为单一。2018 年富国银行非利息收入占营收比重达到 35.80%，业务种类拓展至卡费、抵押贷款、保险、投资、租赁等多项业务。相比之下，招商银行 2002 年非息收入占比为 21.34%，但主要依赖投资收益，业务种类十分单一。2018 年，招商银行非息业务业务占营收比重略升至 26.49%，远低于富国银行水平，业务种类增加银行卡、结算清算、代理服务、信贷承诺及贷款、托管等。从主要收入来源上看，富国银行信托与投资业务优势明显，占比高达 40%；招商银行依赖托管和银行卡业务，占比分别为 25% 和 18%。

图 22: 富国银行收入结构变迁



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 23: 招商银行收入结构变迁 (单位: 亿元)

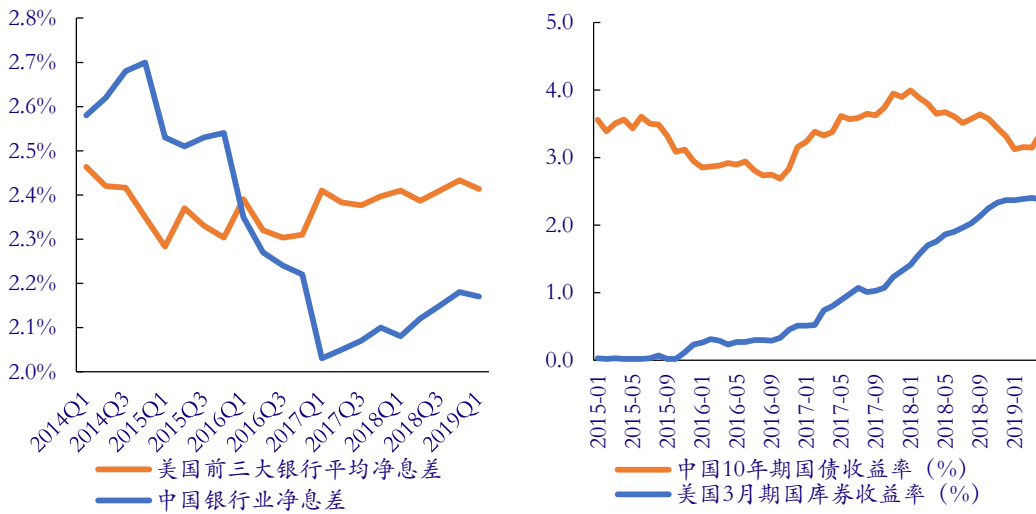


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

5.净息差: 受益于低利率环境下成本端存在优势, 美国银行业净息差水平高于我国

从净息差来看, 自 2016 年起, 受去杠杆以及经济放缓等因素综合影响, 中国银行业存贷款业务的盈利空间收窄, 净息差水平较美国银行业更低。2019 年一季度, 美国三大行平均净息差为 2.41%, 中国银行业净息差为 2.17%。受益于美国长期低利率环境和无息负债等低成本存款占比较高, 美国银行业负债端成本优势凸出, 因此尽管资产端定价相对较低, 但依旧能够维持稳定的净息差。

图 24：中美银行业净息差和无风险利率对比



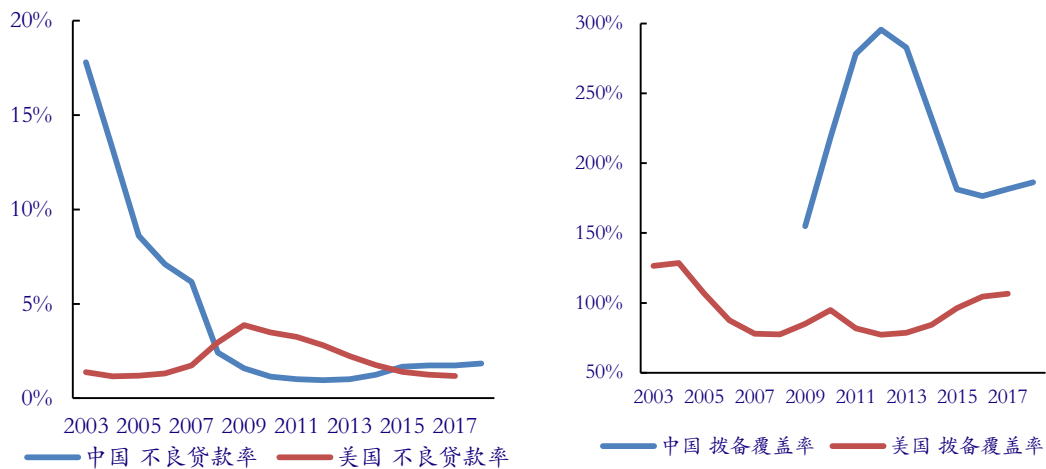
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

6. 资产质量：当前我国商业银行不良贷款率和拨备覆盖率均高于美国

美国商业银行不良贷款率稳重有降，拨备覆盖率远低于我国。不良率方面，2008 年前，美国商业银行不良率长期维持在 2% 以下；2008 年次贷危机导致银行不良贷款大幅提升，到 2009 年银行业不良贷款率升至 3.87%，随后美国银行业监管趋严叠加银行风控增强，商业银行不良率持续降低至 2017 年的 1.18%，恢复至次贷危机前的水平。拨备覆盖率方面，美国商业银行拨备覆盖率远低于我国商业银行，当前维持在 110% 左右。

依据披露的银监会披露的可查数据，我国商业银行不良贷款率于 2008 年之前出现明显下滑，降至 2% 左右后保持相对稳定。银行业资产质量实现显著改善主要受益于 1999 年四大不良资产管理公司（AMC）成立，十年期专项处置 1.4 万亿不良资产。尽管名义层面的不良率水平与美国商业银行相近，但是尚未考虑表外资产的影响和不同银行不良确认口径的差异。2013 年起我国商业银行不良贷款率呈现上升趋势，与经济增速放缓有关。拨备层面，我国商业银行的拨备覆盖率显著高于美国，2009 年以来维持在 150% 以上的水平。拨备覆盖率较高与政策引导和银行自发行行为有关。2009 年银监会明确指出商业银行拨备覆盖率不得低于 150%。此外，自拨备覆盖率纳入商业银行风险评价体系以来，受不良贷款分级认定口径不统一的影响，我国商业银行为避免自身评级下降而时常出现自发提高拨备覆盖率的情况，2012 年拨备覆盖率甚至高达 295.51%。

图 25：中美商业银行不良贷款率和拨备覆盖率



资料来源：FDIC、银监会网站，中国银河证券研究院整理

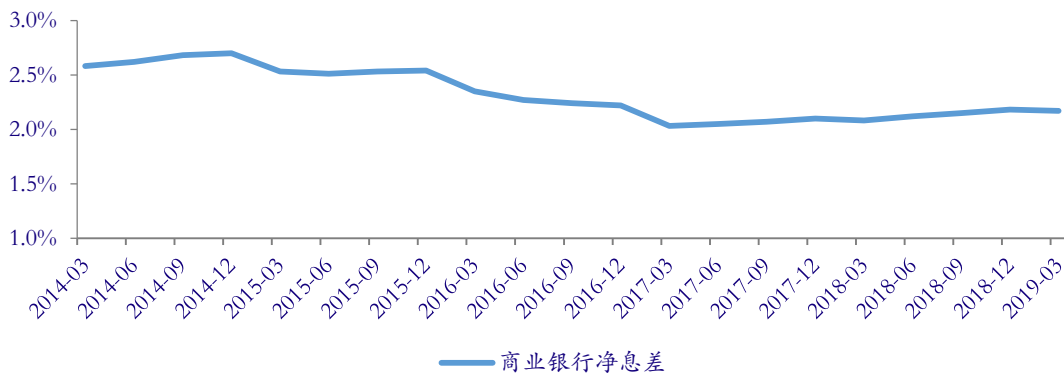
四、宏观经济企稳 银行业基本面平稳

(一) 4月单月社融增速低于预期，银行业基本面平稳

1. 流动性宽松环境下，资产负债重新定价

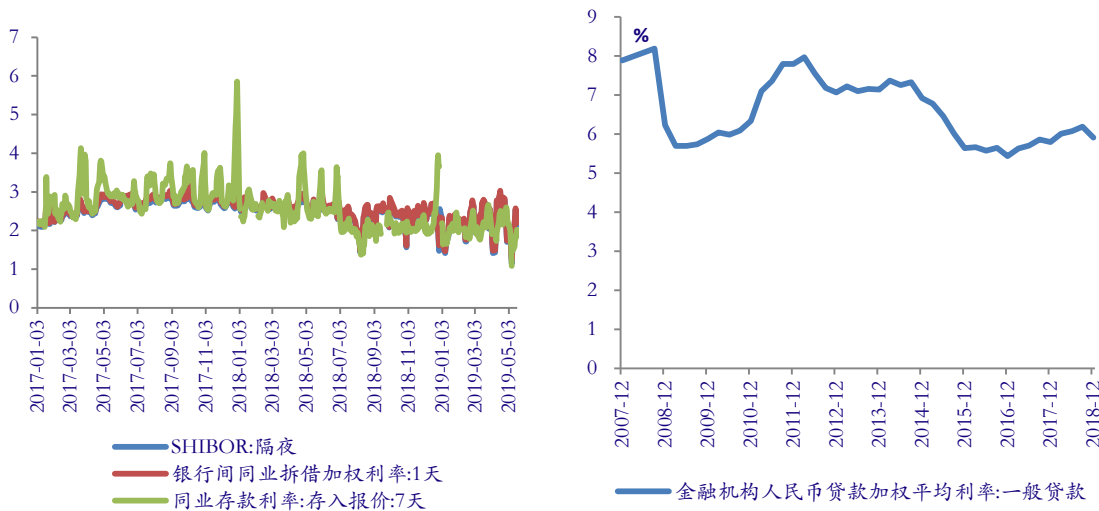
2018 年以来的 5 次降准导致市场流动性持续宽松，叠加央行四季度货币执行报告传递出货币持续宽松的信号，银行业负债端和资产端陆续面临重新定价的问题。负债端来看，降准环境下金融机构同业负债成本下降明显，导致 2018 年部分银行净息差改善，但后续面临流动性宽松边际效应减弱和存款竞争环境下负债端成本刚性的制约。资产端来看，利率下行逐步对贷款利率造成一定压力，或导致未来资产收益率下滑，这一点已经体现在了金融机构一般贷款利率上。

图 26：商业银行净息差



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 27: 同业拆借利率与金融机构贷款利率

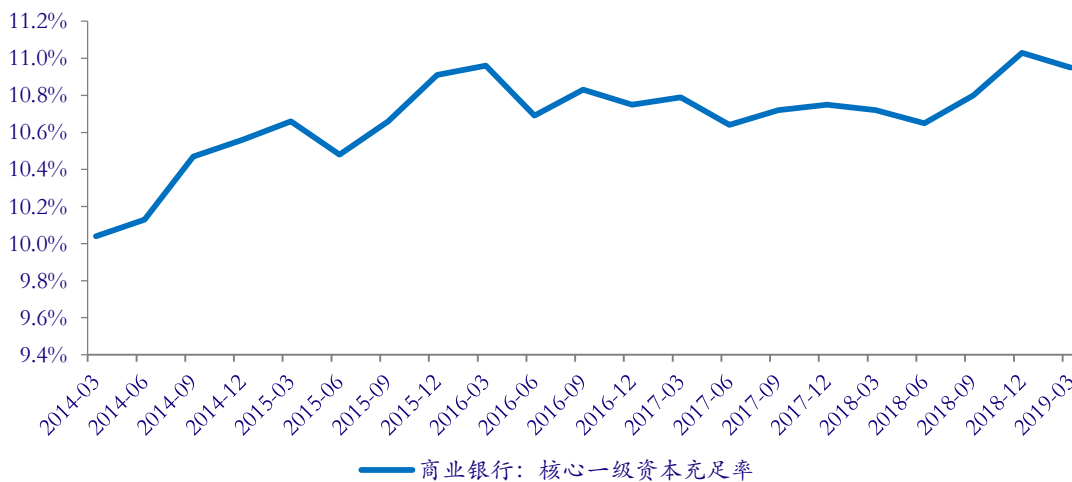


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2.核心资本充足率有待进一步提升, 多渠道补充资本支撑银行信贷投放

银行资本充足率同比在改善, 但后续仍有压力。截至 2019 年第一季度, 我国商业银行核心一级资本充足率为 10.95%, 同比上升 23BP, 环比小幅下滑 8BP。核心资本充足率环比下滑预计与一季度贷款规模显著增长有关。就目前的业务规模和监管规则来看, 银行业资本状况良好。尽管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, 银行信贷投放能力面临一定压力, 但 2018 年至今银行股权增发及二级资本债发行规模已超过 8900 亿元, 并且随着永续债发行推进, 银行核心资本将得到补充, 信贷投放能力有望得到支撑。

图 28: 商业银行核心一级资本充足率



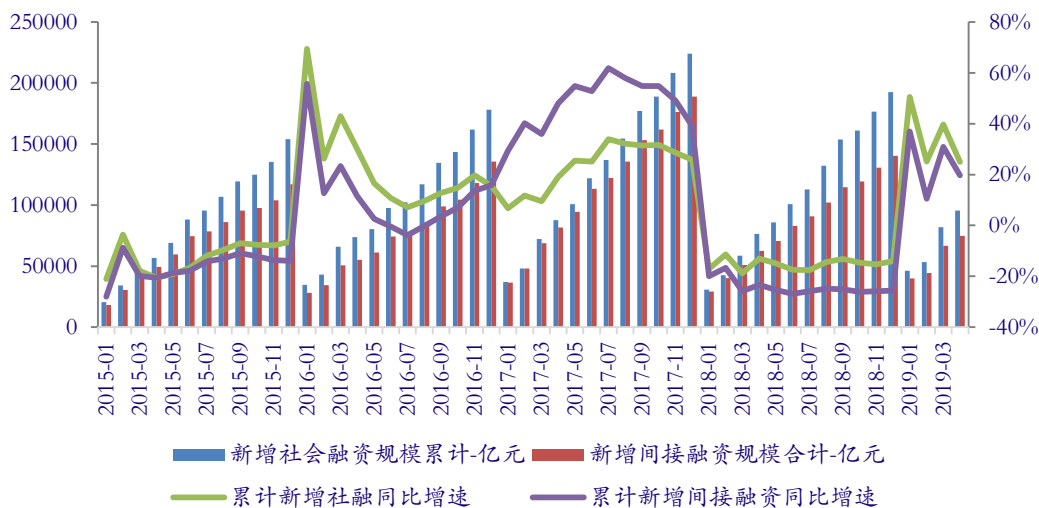
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3.货币政策强调松紧适度，4月社融环比增速低于预期，后续预计企稳

随着连续5次降准落地，市场流动性整体宽松，2019年社融显著增长，有望增厚银行利息收入空间。截至2019年4月末，新增社会融资规模合计9.54万亿元，同比增加1.91万亿元，增幅为25.03%，其中新增间接融资累计7.49万亿，同比增长19.70%，助力银行生息资产规模稳健增长。从结构上看，2019年1-4月新增人民币贷款中，新增票据融资9707亿元，同比增加10230.81亿元，增幅为1953.15%；新增短期贷款14,468亿元，同比增加1,334.19亿元，增幅为10.19%；新增中长期贷款46,488.00亿元，同比增加877亿元，增幅为1.92%。

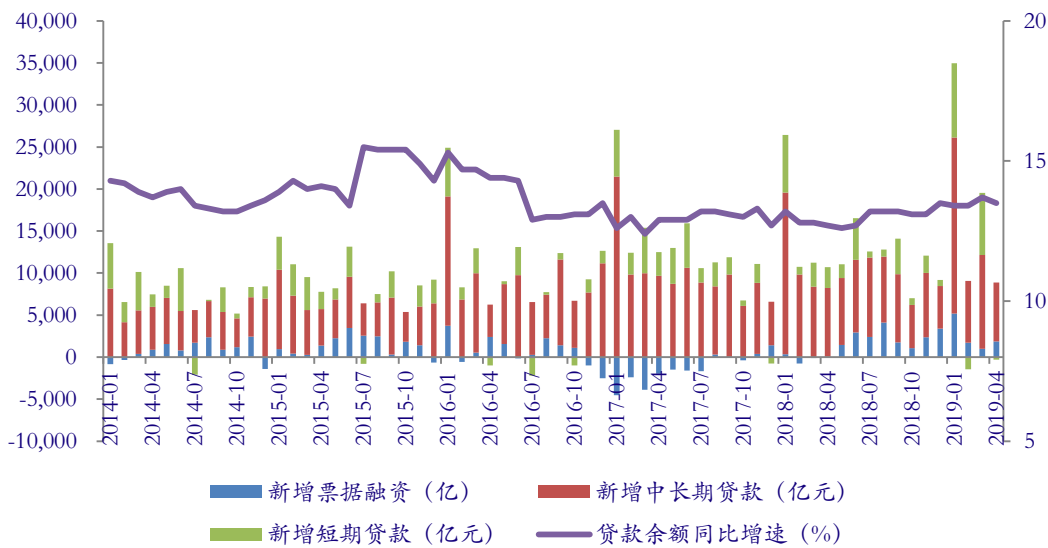
从单月社融增长来看，4月社融环比增速不及预期，预计与一季度社融基数较高、企业信贷透支有关。2019年4月社会融资规模增量为1.36万亿元，环比减少1.5万亿元，环比降幅为52.44%；4月新增人民币贷款1.02万亿，环比减少6700亿元。2019年5月17日，央行发布《2019年第一季度中国货币政策执行报告》，强调稳健的货币政策保持松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定。预计后期社融增速企稳。

图 29：新增社会融资规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 30: 新增人民币贷款结构



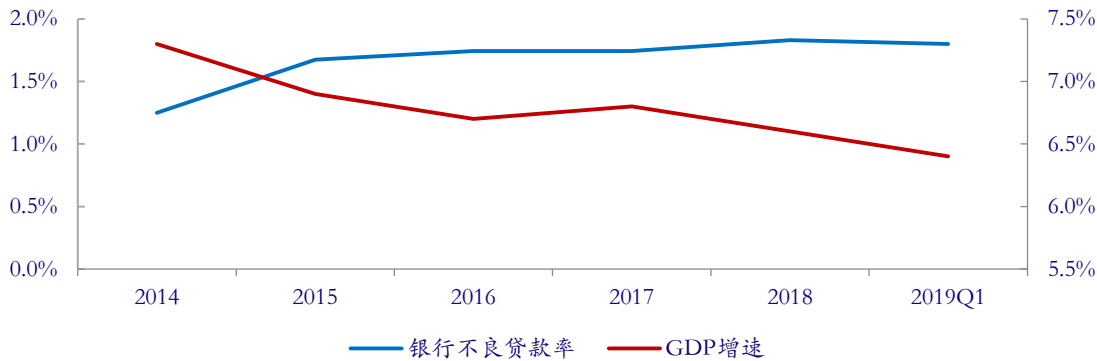
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

4. 宏观经济增速企稳, 下行压力仍存, 需持续关注其对资产质量的影响

随着 2018 年至 2019 年初 5 次降准的落地, 宽货币向宽信用传导作用显现, 宏观经济增速企稳, 对银行资产质量的担忧得到缓解。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 年一季度新增社融规模同比增长 40.04%。央行逆周期调节政策手段密集出台, 宏观经济表现企稳, 一季度 GDP 同比增长 6.4%, 增速停止下行; 累计社会消费金额同比增长 8.3%, 居民消费价格同比增加 1.8%, 增速较 1-2 月增加 0.2 个百分点; 进出口总额同比增长 3.6%, 增速较 1-2 月提升 2.8 个百分点; 固定资产投资同比增长 6.3%, 增速持续上升。2019 年 4 月 PMI 录得 50.1%; PPI 同比增长 0.9%, 环比增长 0.3%。宏观经济企稳预期提升叠加社融规模实现增长, 银行业经营环境有所改善。

尽管如此, 我国的经济仍然存在一定的下行压力。2019 年 4 月 19 日举行的中共中央政治局会议指出经济运行仍然存在不少困难和问题, 外部经济环境总体趋紧, 国内经济存在下行压力, 这其中既有周期性因素, 但更多是结构性、体制性的。随着中美贸易磋商再起波澜, 国际发展形势不确定性增多, 后续仍需关注宏观经济增速波动对银行业资产质量的影响。

图 31: 我国 GDP 增速及商业银行不良贷款率

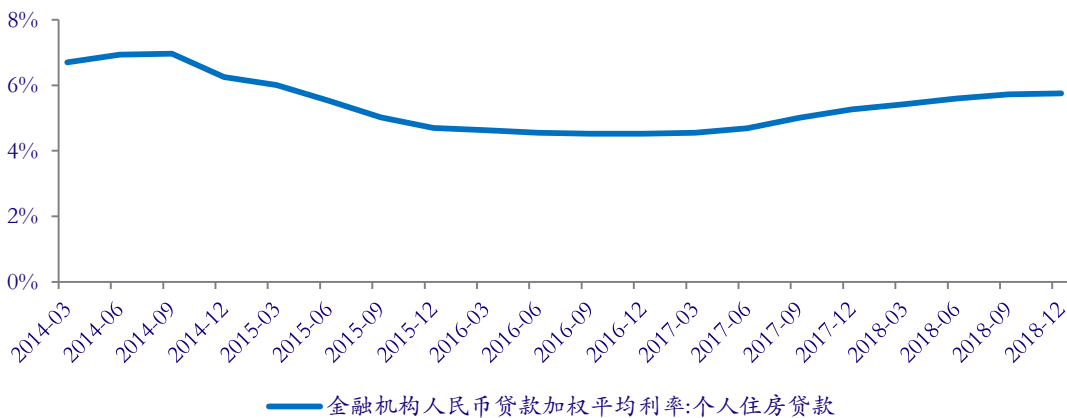


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

5. 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,主要体现在零售业务转型和理财业务触底反弹。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利率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 15 家上市银行发布设立理财子公司的公告,7 家获批,未来有望抢先受益政策红利。

图 32: 个人住房贷款利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 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经济融资困难。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 3: 《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 4: 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 5：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	银保监会	《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。
2019年 3月13日	财政部	发布《关于做好2019年中央财政普惠金融发展专项资金管理工作》的通知，聚焦进一步发挥财政资金引导和放大效应，聚焦缓解民营和小微企业融资难、融资贵问题。
2019年 3月14日	银保监会	发布《关于2019年进一步提升小微企业金融服务质效》的通知，优化“两增两控”总体目标，推动小微企业贷款继续增量扩面。
2019年 4月17日	国务院常务会	要求建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，要求五大行确保今年小微企业贷款余额增长30%以上、小微企业信贷综合融资成本在去年基础上再降低1个百分点。
2019年 4月19日	中央政治局	要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。
2019年5月6日	央行	从2019年5月15日起，对聚焦当地、服务县域的中小银行实行的存款准备金率由11%下调至8%。

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

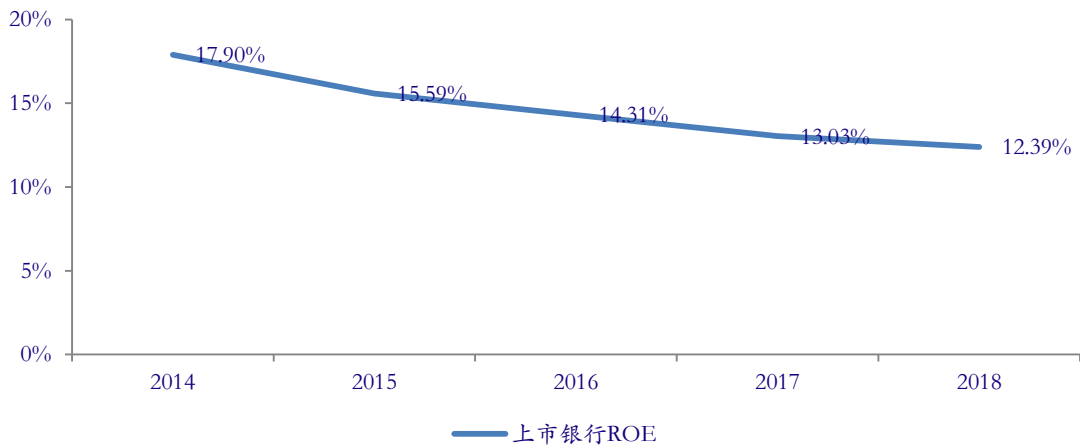
3.永续债和 CBS 工具设立缓解银行资本压力，配合表外资产回表和信贷投放

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。

（三）财务分析：盈利水平优于其他行业，对杠杆的依赖程度减弱

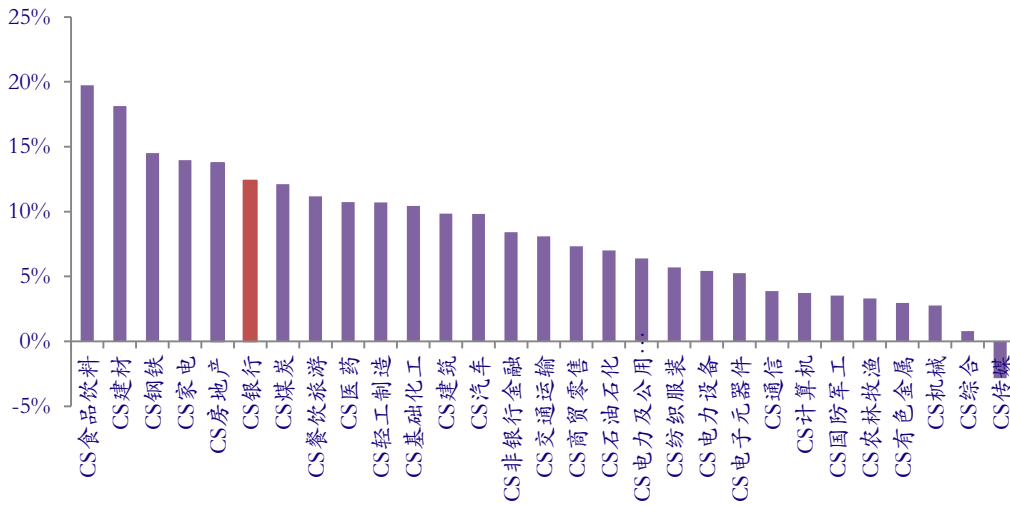
当前银行业盈利水平优于其他行业。截至 2018 年，我国上市银行的 ROE 水平为 12.39%，较 2017 年有所下降。2018 年在所有中信一级行业中，银行业 ROE 水平排名第 6。银行业的盈利水平较高主要与存贷款业务的牌照垄断有关，同时高额的资本金门槛加剧了垄断的程度。

图 33：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 34：2018 年不同行业 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实现改善，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 6：银行业 ROE 水平

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
ROE	17.90%	15.59%	14.31%	13.03%	12.39%	13.93%
销售净利率	37.77%	35.21%	35.90%	36.47%	35.50%	36.11%
总资产周转率	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
权益乘数	14.27	13.66	13.79	13.28	12.73	12.69

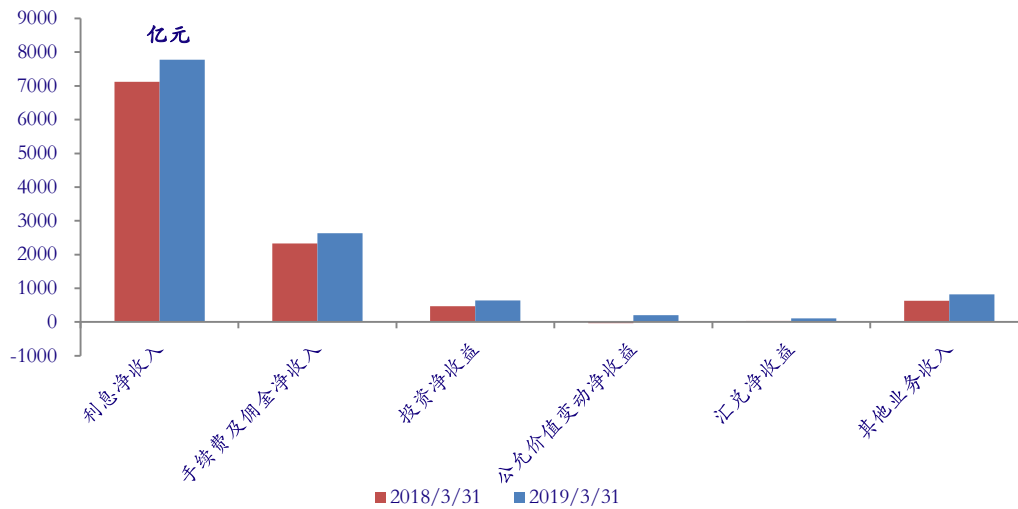
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

备注：2019 年指标为预测年化指标，即一季度数据*4

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。2019 年第一季度，上市银行累计实现归母净利润 0.43 万亿元，同比增长 6.24%，2018 年全年的增速为 5.57%。其中，利息净收入 7774.29 亿元，同比增长 9.13%；手续费及佣金净收入 2631.39 亿元，同比增长 13.03%；投资净收益加公允价值变动净收益 845.81 亿元，同比增长 93.68%。

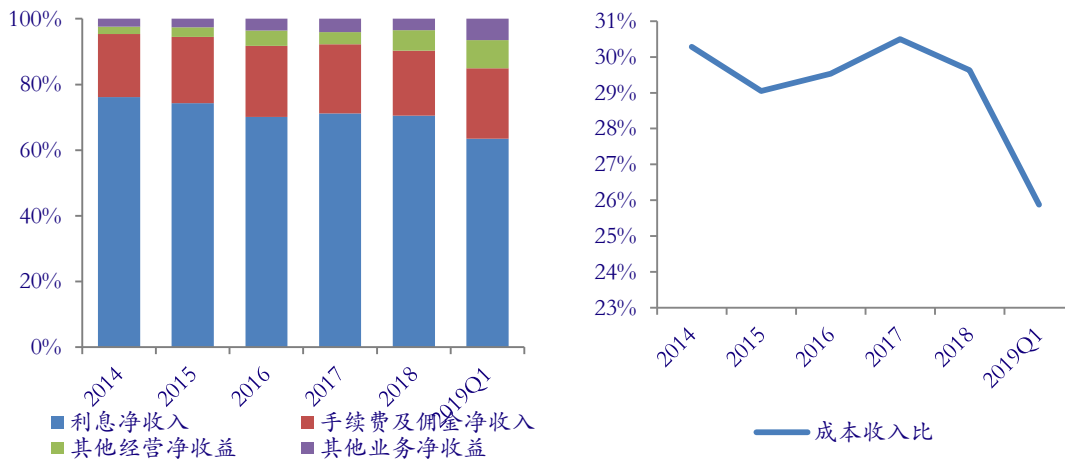
由权益乘数下降但 ROE 仍持续提升可以看出，银行业对杠杆的依赖程度正在减弱，显示资金运用效率或有所提高以及轻资本业务正在带来更多的收入：一是负债端利率下行促使净息差的改善；二是同业负债压缩为部分银行带来负债端成本的节约；三是银行加速零售业务转型，有利于资产端收益率的提升；四是银行理财业务回暖和信用卡业务的快速发展带来中间业务收入的增加，未来中间业务多元化趋势有望进一步推动银行 ROE 的提升。五是金融科技发展有望改善银行成本收入比。近年来，银行业金融科技投入加大，成本收入比先升后降，部分布局较早的银行规模效应或已显现。

图 35：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 36：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

五、业绩驱动因素：金融科技变革催生新商业模式，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

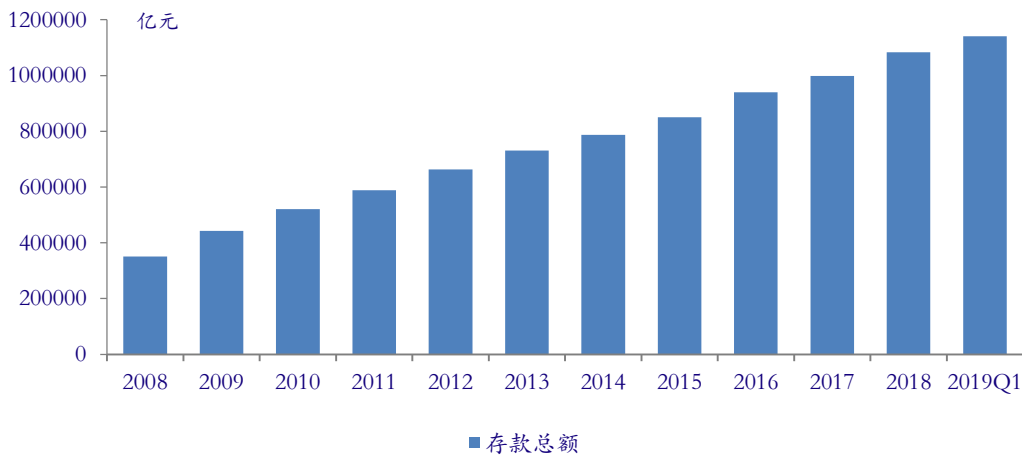
1. 存款业务增长动力不足，空间受挤压

从历史数据来看，上市商业银行存款总量持续增加，2019 年第一季度末存款总量达到

114.07 万亿元，较去年年末增加 5.75 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明显收窄，2019 年一季度，存款增速仅为 5.31%，处于 2009 年以来的偏低位置。

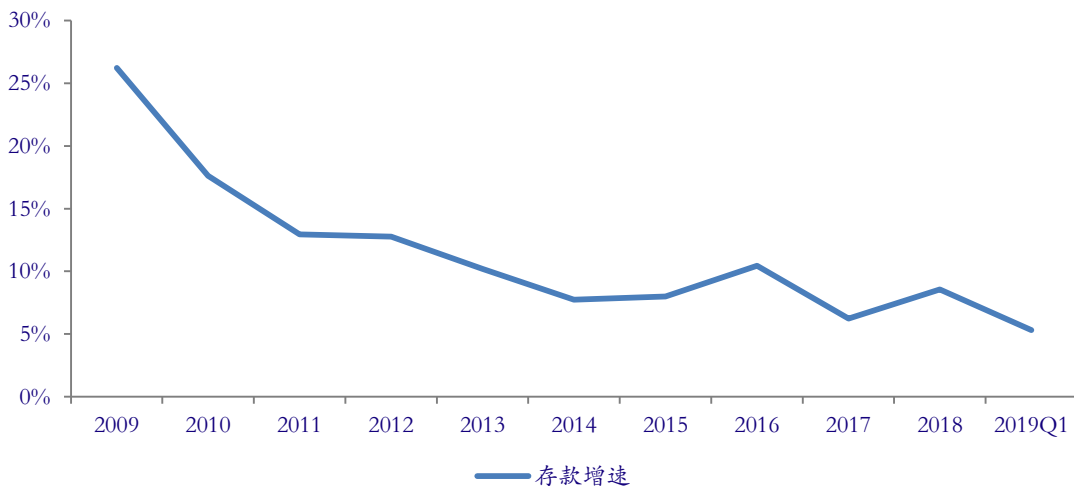
存款增速收窄受多方因素共同影响。其中，资金分流是核心因素之一。一方面，多样化投资产品的出现，促使居民将自己手中的资金更多地投资于货币基金、理财产品以及互联网金融产品之中，导致储蓄存款的流失；另一方面，过去数年里，资本市场和房地产市场逐步成为居民应对通胀，获取高额收益，实现资产的保值增值的重要手段，加剧了资金分流的程度。

图 37：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 38：上市商业银行存款增速



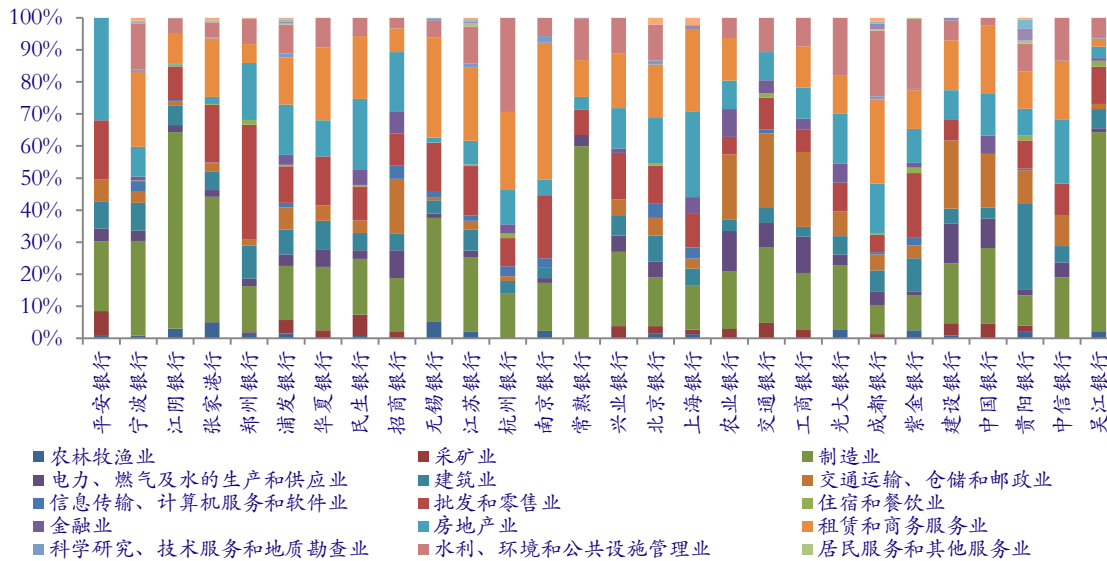
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 贷款业务受到经济结构调整的冲击，业务结构亟待调整

当前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 39：2018 上市银行贷款行业结构

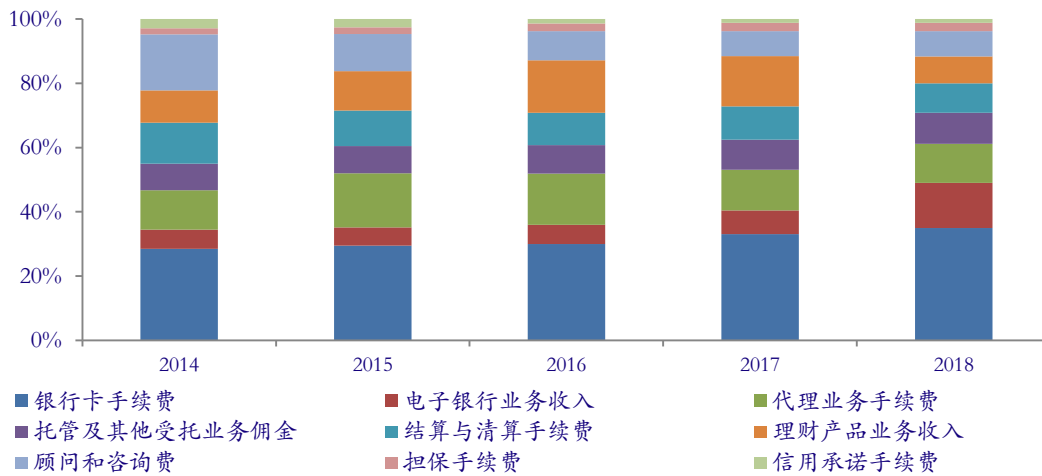


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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、理财等业务为主。随着大资管新规的落地，银行理财业务受到冲击，收入贡献度降低。以建设银行为例，2014 年到 2017 年，该行理财类业务和银行卡类业务收入占比一直维持在较高水平，2017 年两项业务占中间业务收入比重高达 47.43%。2018 年，建设银行理财业务收入占比降至 8.05%，除了电子银行业务外，顾问咨询、托管结算、代理、担保和信用承诺等多项业务收入贡献度均未实现显著提升。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 40：建设银行中间业务收入



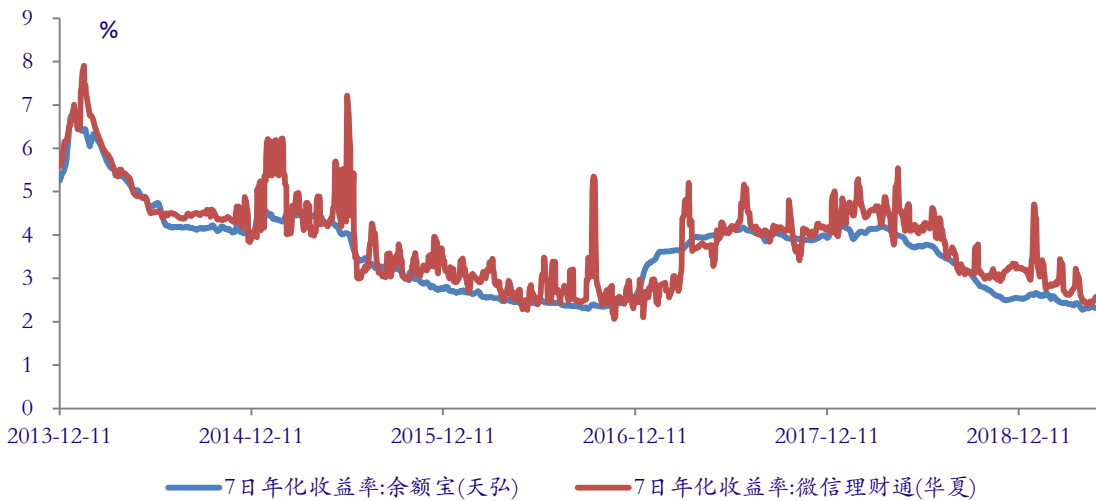
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（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 41: 互联网理财产品年化收益率



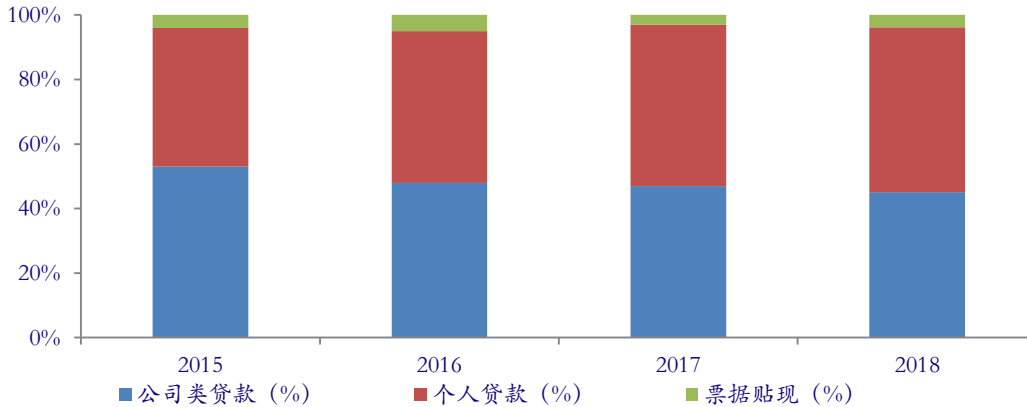
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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。

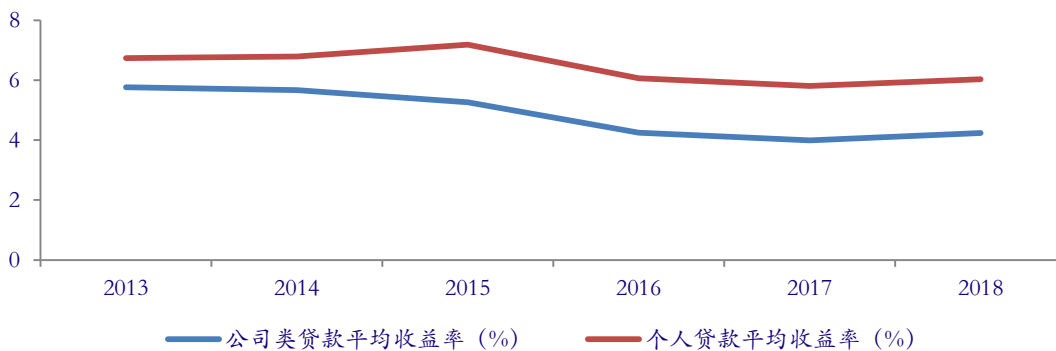
近年来, 部分银行加速了客户结构的调整, 期望通过零售业务转型改变资产端收益率低下局面。以零售业务著称的招商银行, 在零售变革方面一直处于行业前列。从各类型贷款规模占比看, 公司类贷款占比相对较大, 但近几年存在下降趋势, 2017 年开始个人贷款占比已超过公司贷款。整体来看, 个人贷款平均收益率一直高于公司类贷款, 因此加大零售业务布局对缓解市场利率下行压力、提升银行资产端收益率具有重要意义。

图 42: 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 43: 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

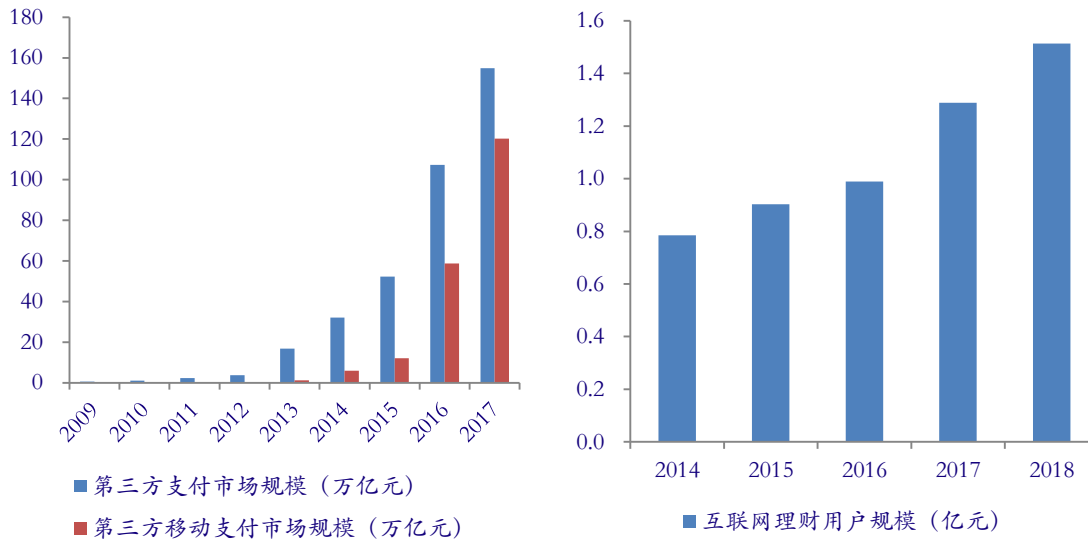
客户流失危机

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 44：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。

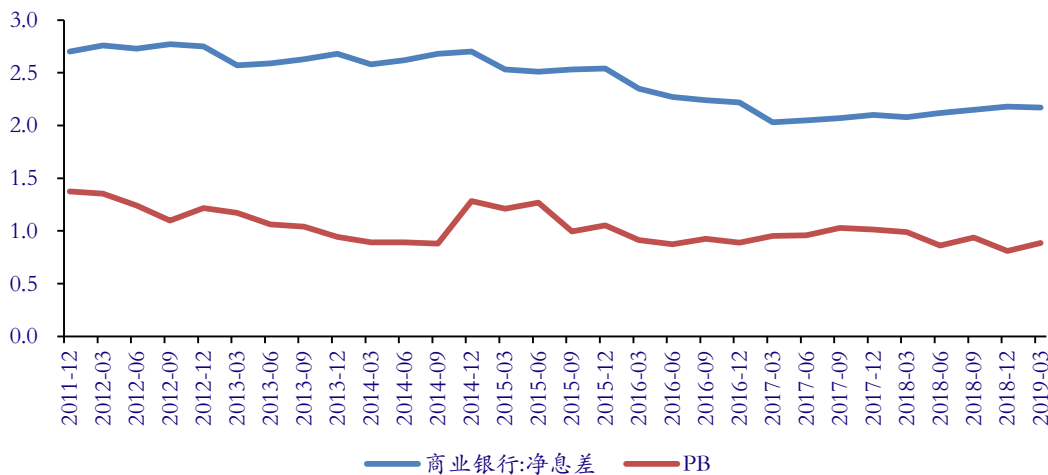
六、估值驱动因素：净息差与资产质量是影响我国上市银行

估值的主要因素

对银行股股价进行复盘，我们发现银行股表现与净息差和资产质量有关。净息差来看，2011Q4-2019Q1，银行净息差与 PB 之间的相关性为 0.59。资产质量来看，2011-2019Q1，不良贷款率与 PB 之间的相关性为-0.55；2018 年末，32 家上市银行不良贷款偏离度与 PB 之间的相关性为-0.30。

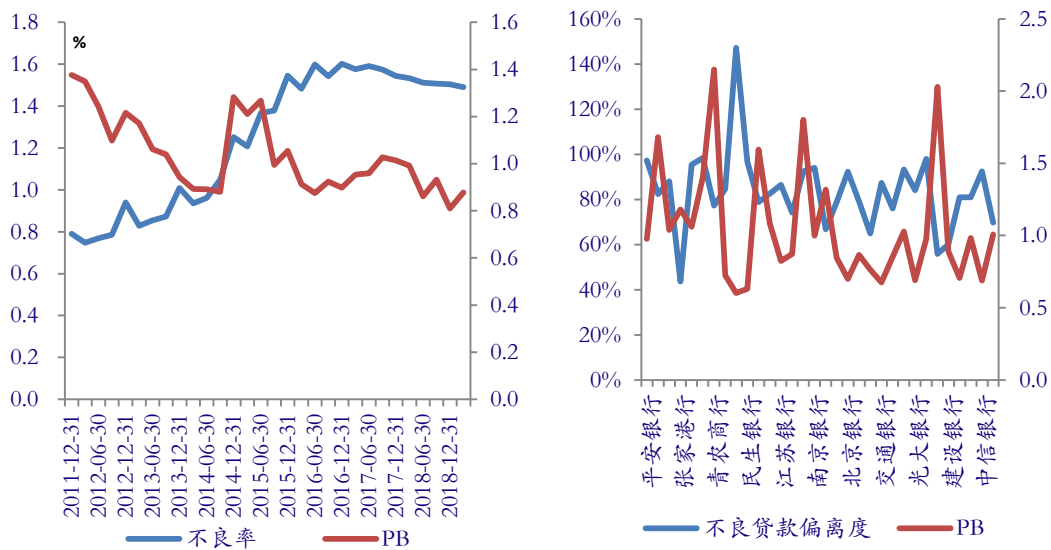
当前银行板块 PB 处于历史偏低位置，压制板块估值的因素主要在于存贷款业务层面净息差承压。流动性宽松的影响逐步由负债端转向资产端，资产端面临重新定价。与此同时，传统对公业务竞争激烈、小微民营企业贷款利率提升受制监管约束进一步加剧资产端收益率下行压力。

图 45：银行净息差与 PB 正相关



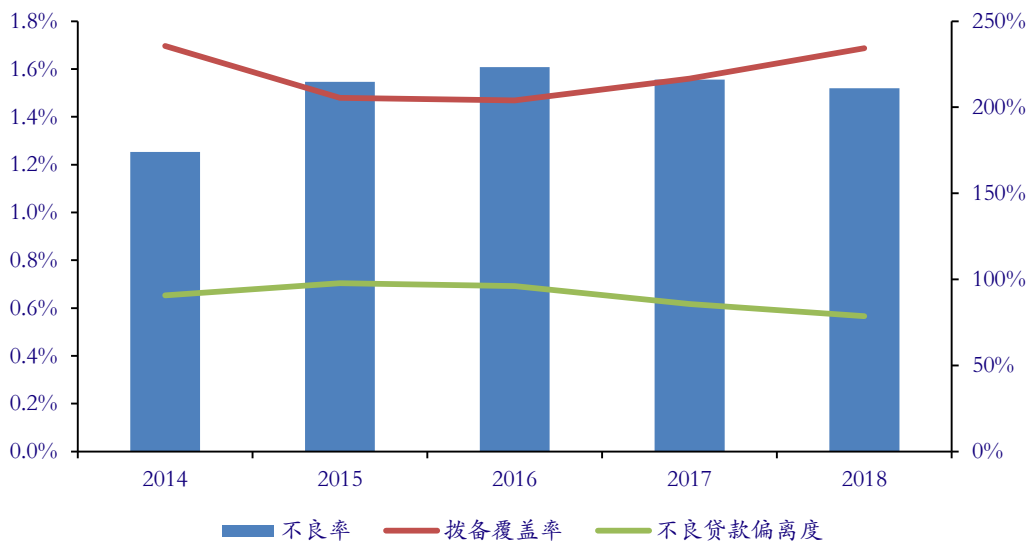
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 46：不良贷款率与不良贷款偏离度拖累银行估值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 47：上市银行不良率、不良偏离度和拨备覆盖率变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

七、投资建议及股票池

宏观经济企稳和社融整体规模显著增长，为银行业信贷规模扩张奠定基础，行业基本面平稳。政策改善、零售转型和理财业务触底反弹或带来持续改善契机。当前板块 0.85X 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，我们推荐盈利能力优异、成本优势显著、资产质量持续优化的优质零售行招商银行（600036.SH）；集团优势明显、零售业务占比高、资产质量显著改善、金融科技应用领先的平安银行（000001.SZ）以

及区域优势明显、资产质量优异的高成长城商行宁波银行（002142.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，同时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。

我们选取招商银行（600036.SH）、平安银行（000001.SZ）和宁波银行（002142.SZ）3只股票，给予每只股票等权重 33.33%。业绩基准采用银行业指数 CI005021.WI。

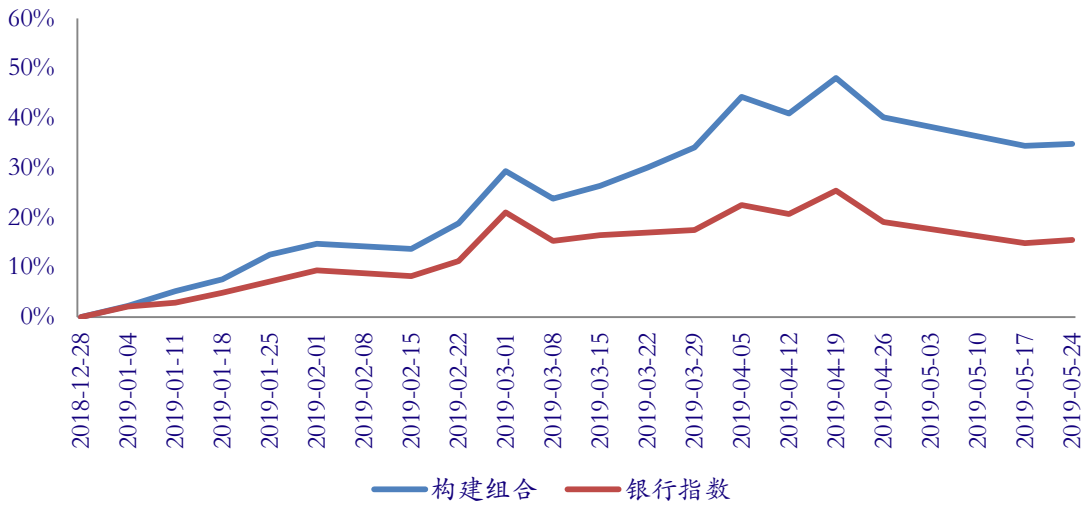
年初至今组合总回报 34.78%，银行业指数总回报 15.47%，跑赢业绩基准 19.13 个百分点。

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
600036.SH	招商银行	零售业务维持行业领先地位，盈利能力稳健，ROE 长期维持行业前列水平；资产负债结构持续优化，活期存款占比高，成本优势显著；资产质量稳中向好，不良贷款余额和占比双降，拨备覆盖率提升；积极推动战略转型，打造轻型银行，实现“质量、效益、规模”动态均衡发展，金融科技应用行业领先，差异化竞争优势明显	0.87%	33.33%	18.92%	2019-4-19
000001.SZ	平安银行	公司背靠中国平安，有望受益集团各项资源支持和业务协同；“科技引领、零售突破、对公做精”发展战略，资产负债结构持续优化，资产端收益率持续提升，负债端成本优势增强，净息差稳步提升；受益业务结构调整和问题资产处置清收力度加大，资产质量持续改善。	-0.72%	31.66%	17.25%	2019-3-8
002142.SZ	宁波银行	公司植根经济发达的江浙地区，客户基础良好，资产质量显著优于行业；资产规模稳健扩张，中间业务表现靓丽；盈利能力优异，具备高成长属性。	0.71%	39.33%	24.92%	2019-5-10

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 48: 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

八、风险提示

宏观经济疲软导致银行资产质量恶化的风险。

插图目录

图 1: 社会融资规模 (存量) 结构	3
图 2: 近年来各行业 GDP 贡献度	4
图 3: 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 4: 我国上市银行流通市值及占比	6
图 5: 我国上市银行家数	6
图 6: 我国每年新增上市银行数量	7
图 7: 中美上市银行市值占比及家数占比	8
图 8: 年初至今银行板块累计涨幅与沪深 300 对比	8
图 9: 银行 (中信) 板块历年来 PB 水平	9
图 10: 优质零售行近年来 PB 水平与银行板块对比	9
图 11: 中美银行业集中度对比	10
图 12: 中美国商业银行数量变化对比	11
图 13: 中美银行业总资产对比	12
图 14: 中美银行业贷款总额对比	12
图 15: 美国商业银行资产结构	13
图 16: 中国主要商业银行 2018 年资产结构	13
图 17: 美国核心 CPI 和联邦基金利率变化	14
图 18: 美国商业银行净利润	14
图 19: 中国商业银行净利润及增速	15
图 20: 中美商业银行 ROE 对比	15
图 21: 中美银行业收入结构对比	16
图 22: 富国银行收入结构变迁	17
图 23: 招商银行收入结构变迁 (单位: 亿元)	17
图 24: 中美银行业净息差和无风险利率对比	18
图 25: 中美商业银行不良贷款率和拨备覆盖率	19
图 26: 商业银行净息差	19
图 27: 同业拆借利率与金融机构贷款利率	20
图 28: 商业银行核心一级资本充足率	20
图 29: 新增社会融资规模	21
图 30: 新增人民币贷款结构	22
图 31: 我国 GDP 增速及商业银行不良贷款率	23
图 32: 个人住房贷款利率	23
图 33: 我国上市银行 ROE 水平	26
图 34: 2018 年不同行业 ROE 对比	27
图 35: 上市银行收入构成	28
图 36: 上市银行营收结构及成本收入比	28
图 37: 上市商业银行存款总额	29
图 38: 上市商业银行存款增速	29

图 39: 2018 上市银行贷款行业结构	30
图 40: 建设银行中间业务收入	31
图 41: 互联网理财产品年化收益率	32
图 42: 招商银行各类贷款占比情况	33
图 43: 招商银行公司类和个人贷款平均收益率	33
图 44: 第三方支付与互联网理财	34
图 45: 银行净息差与 PB 正相关	35
图 46: 不良贷款率与不良贷款偏离度拖累银行估值	36
图 47: 上市银行不良率、不良偏离度和拨备覆盖率变化	36
图 48: 核心推荐组合年初至今收益率变动	38

表格目录

表 1: 银行与其他金融机构对比	5
表 2: 2018 年以来银行 IPO 排队情况	7
表 3: 《理财子公司管理办法》部分变化梳理	24
表 4: 2018 年以来“降准”政策梳理	24
表 5: 民营小微企业扶持政策梳理	25
表 6: 银行业 ROE 水平	27
表 7: 核心推荐组合及推荐理由	37

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