

9月社融超预期，规范结构性存款缓解负债端压力

——10月行业动态报告

银行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1) **9月贷款表现亮眼，社融超预期。**9月单月，新增社会融资规模2.27万亿元，同比多增1383亿元，贷款表现亮眼是社融超预期的主要原因。9月新增人民币贷款1.69万亿，同比多增3100亿，新增中长期贷款10580亿元，同比多增2471亿元。企业部门中长期贷款同比显著增长，信贷结构改善，实体经济融资需求改善。

2) **10月LPR持平，仍存下行空间。**10月，1年期品种LPR报价4.20%，5年期以上报4.85%，均与上月持平。为缓解实体经济融资困难，LPR下行是长期趋势，路径选择上更可能是缓慢、波动的下行。贷款利率下行大趋势下，倒逼银行加强资产负债管理能力，并根据自身资金成本、风险水平和市场供需提高差异化定价的能力。

3) **拨备新增增厚净资产，结构性存款新规缓解银行负债端压力。**拨备新规若落地，将增加银行核心一级资本，缓解资本压力，增厚银行净资产；部分银行或将减少新计提拨备规模，释放业绩；同时，银行将加快潜在不良资产暴露，夯实资产质量基础。规范结构性存款，纳入表内管理，提高发行资质要求，控制结构性存款规模，有利于缓解银行负债端压力。

● 投资建议

9月信贷结构改善，社融数据超预期，流动性宽松延续，板块基本面整体平稳。LPR定价机制改革疏通货币政策传导渠道，新老划断，银行增量信贷收益率面临压力，推动银行提升差异化定价能力。拨备新规落地将增厚银行净资产，夯实资产质量。结构性存款规范，提高发行资质要求，缓解银行负债端压力。当前板块0.86X 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)、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)以及小微业务特色、零售优势明显、风险抵补能力强的常熟银行(601128.SH)。同时，建议关注业绩稳健、客户基础雄厚的国有大行龙头工商银行(601398.SH)以及深耕县域、基本面稳健、低估值的国有大行农业银行(601288.SH)。

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	0.61%	48.33%	22.07%
000001.SZ	平安银行	2.24%	81.85%	55.60%
002142.SZ	宁波银行	2.34%	70.38%	44.13%
601128.SH	常熟银行	5.72%	45.03%	18.78%

● **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

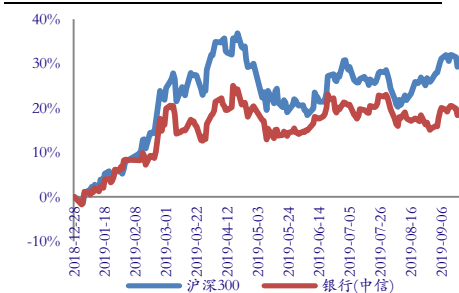
王畅

✉: wangchang_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

行业数据

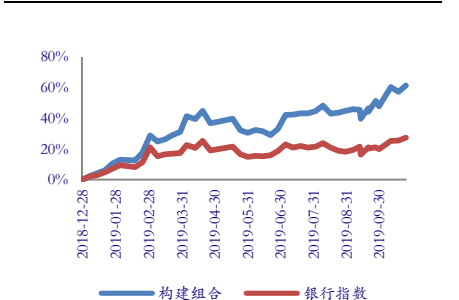
2019.10.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.10.25



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
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	2
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	2
(二) 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起主导作用	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	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	3
二、银行业在资本市场中的发展情况	3
(一) 上市家数增至 33 家，A 股市值占比有所下降	3
(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，估值处于历史偏低位置	6
(三) 板块表现分化，优质零售行估值溢价明显	7
三、9 月社融超预期，规范结构性存款缓解负债端压力	8
(一) 三季度 GDP 同比增长 6%，通胀压力上行	8
1. 全球经济放缓及贸易摩擦背景下，我国经济发展面临的外部环境复杂严峻	8
2. 9 月经济数据改善，CPI 重回 3 时代	8
(二) 9 月社融超预期，信贷结构改善	8
1. 贷款表现亮眼，9 月社融超预期	8
2. 贷款增速提升，信贷结构改善	9
(三) 10 月 LPR 持平，仍存下行空间	11
(四) 拨备新政增厚净资产，结构性存款新规缓解负债端压力	11
四、金融科技变革催生新商业模式，重塑行业竞争格局	12
(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	12
1. 存款业务增长动力不足，空间受挤压	12
2. 贷款业务无法满足经济结构调整的需求，业务结构亟待调整	13
3. 中间业务渠道依赖严重，业务多元化任务艰巨	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	15
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	15
2. 资产端议价能力分化，LPR 定价改革对银行业定价能力提出更高要求	15
(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	16
(四) 技术革新：金融科技兴起，有望重塑行业竞争格局	17
五、行业面临的问题及建议	18
(一) 现存问题	18
1. 融资结构失衡，资本市场效率亟待提升	18
2. 金融资源错配，民营、小微企业融资贵、融资难	18
3. 金融产品创新不足，无法满足实体经济转型发展需求	18

4.不良资产违规处置行为频生，资产质量存在隐形风险.....	19
(二) 建议及对策.....	19
1.深化金融供给侧结构性改革，优化金融市场结构.....	19
2.进行机制体制创新，纾解民企融资困境.....	19
3.创新融资工具，满足多样化金融需求.....	19
4.加快推进利率市场化，降低实体融资成本.....	19
六、投资建议及股票池.....	20
七、风险提示.....	21
插图目录.....	22
表格目录.....	22

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.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；金融系统为企业提供融通资本、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。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。

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

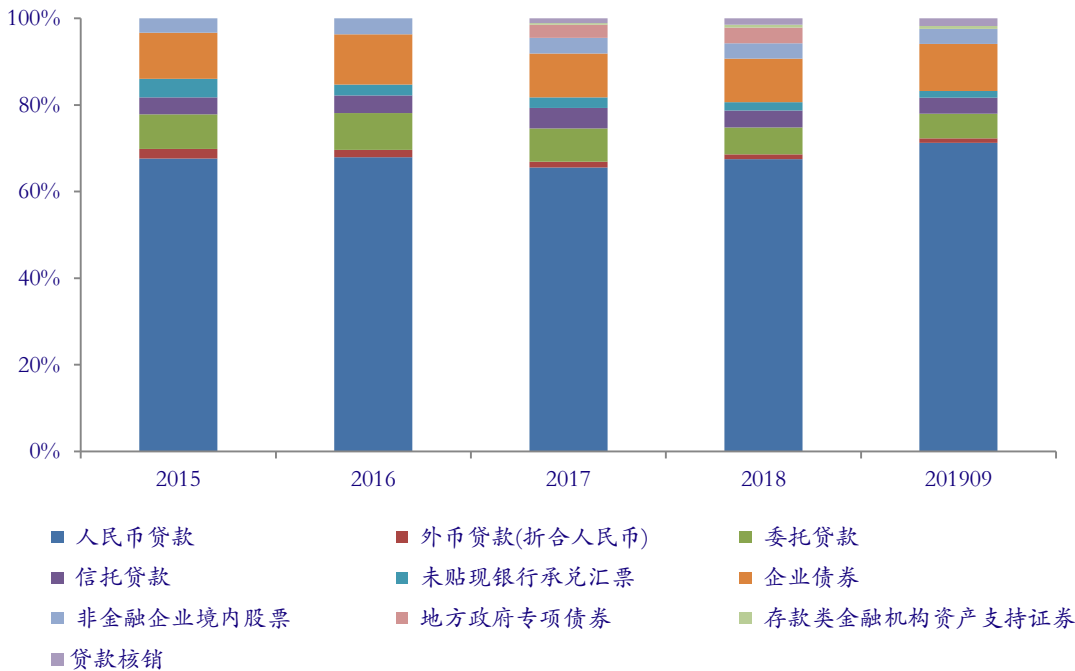
新经济背景下，金融体系的发展重点要从规模向结构转移。党的十九大报告指出，“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”，“必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”。金融体系积极适应实体经济结构和发展模式变迁并提供与之相配套的服务是经济高质量发展的必然要求。金融资源配置的目标应由规模扩张转变为结构优化，重视资金配置效率，引导资金向高质量发展的战略新兴行业和资金匮乏的民营、小微企业转移。

（二）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起主导作用

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。截至2019年9月，我国企业债券融资占社融比10.39%，股票融资占比3.32%，直接融资占比合计13.71%。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. 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

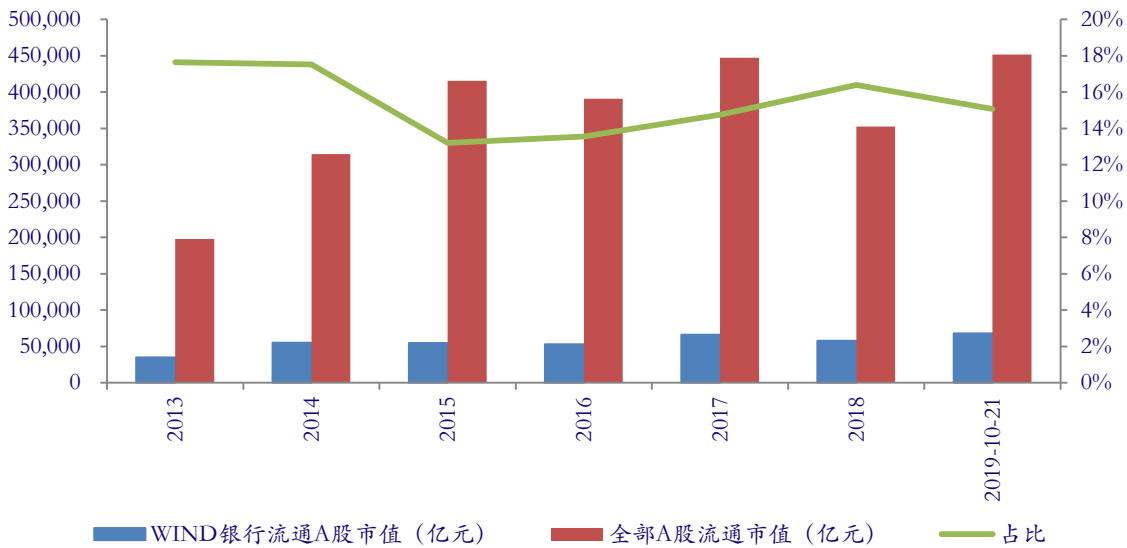
直接融资对资本市场体系有更高的要求, 短期内我国融资结构难以发生根本性改变。目前, 我国资本市场仍然存在多层次资本市场建设不完善、政策干预程度较高和法律体系不完善等问题, 体制机制等基础制度的落后无法为直接融资提供环境支撑, 制约着企业直接融资发展。直接融资对企业信用要求更高, 由于我国目前尚未建立起完善的信用体系, 没有背书的中小企业更是难以通过发行债券获得直接融资, 而 IPO、增发等较高的准入要求也将大批企业限制在门槛之外, 使其不得不转向间接融资来解决自身融资问题。展望未来, 我国金融体系基础制度建设未有根本性变化环境下, 间接融资仍将是我国的核心融资渠道, 银行地位仍难撼动。

二、银行业在资本市场中的发展情况

(一) 上市家数增至 33 家, A 股市值占比有所下降

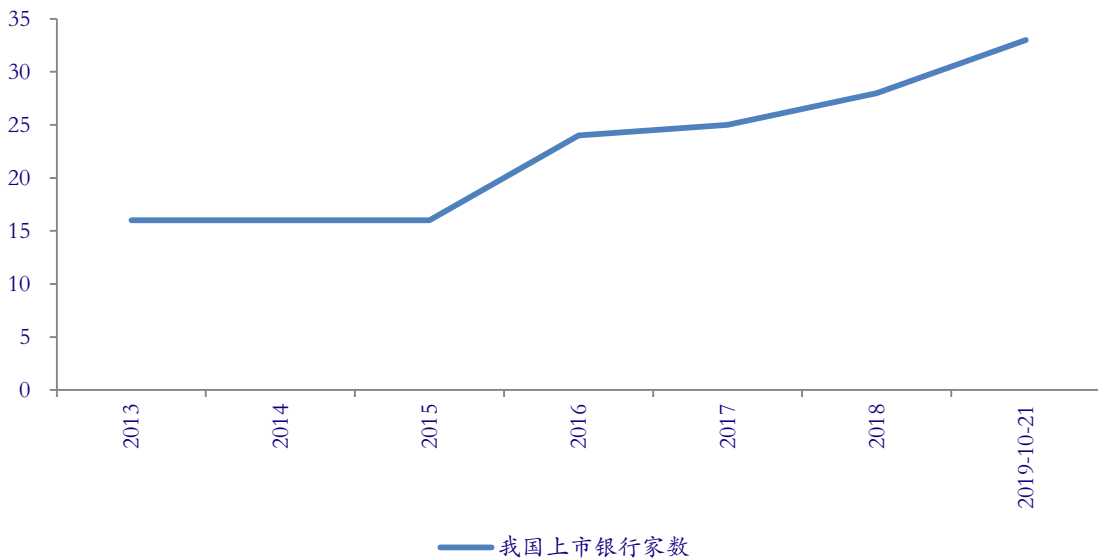
银行板块上市节奏有望加快。截至 2019 年 10 月 21 日, 上市银行家数已升至 33 家, 上市银行总市值 9.88 万亿元, 占全部 A 股总市值的 16.50%; 上市银行流通 A 股市值 6.81 万亿元, 占全部 A 股流通市值的 15.06%, 两项占比较年初均有所下滑。

图 2：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

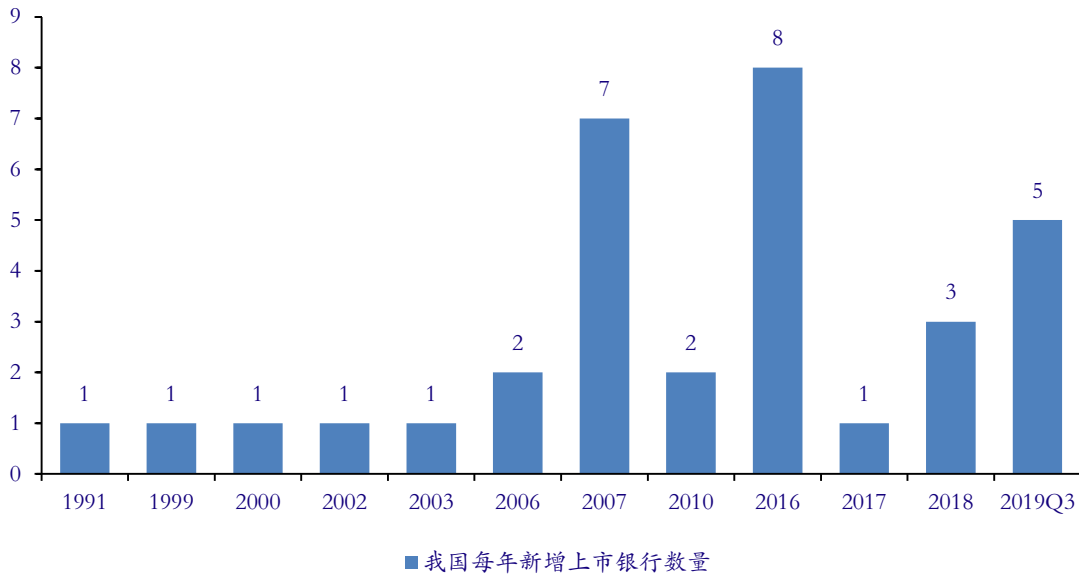
图 3：我国上市银行家数



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 4：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

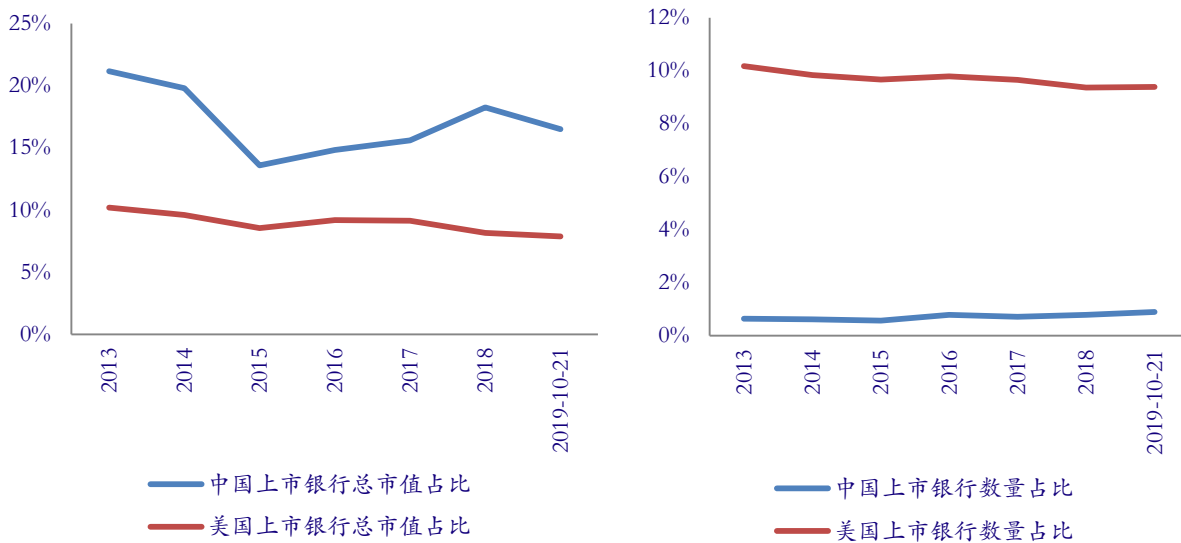
表 1：2018 年以来银行 IPO 排队情况

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
2018-10-12	厦门银行股份有限公司	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	厦门农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-04-25	东莞银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2019-05-17	广州农村商业银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2019-05-24	重庆银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-06-21	江苏昆山农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-07-26	齐鲁银行股份有限公司	已反馈	主板
2019-07-26	广东南海农村商业银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2019-09-06	安徽马鞍山农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	中小企业板
2019-09-12	亳州药都农村商业银行股份有限公司	已预披露更新	主板
2019-09-20	广东顺德农村商业银行股份有限公司	已反馈	中小企业板
2019-10-11	上海农村商业银行股份有限公司	已反馈	主板

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

截至 2019 年 10 月 21 日，美国上市银行总家数为 460 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 24.90 万亿元，占全部上市美股总市值的 7.88%。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 5：中美上市银行市值占比及家数占比

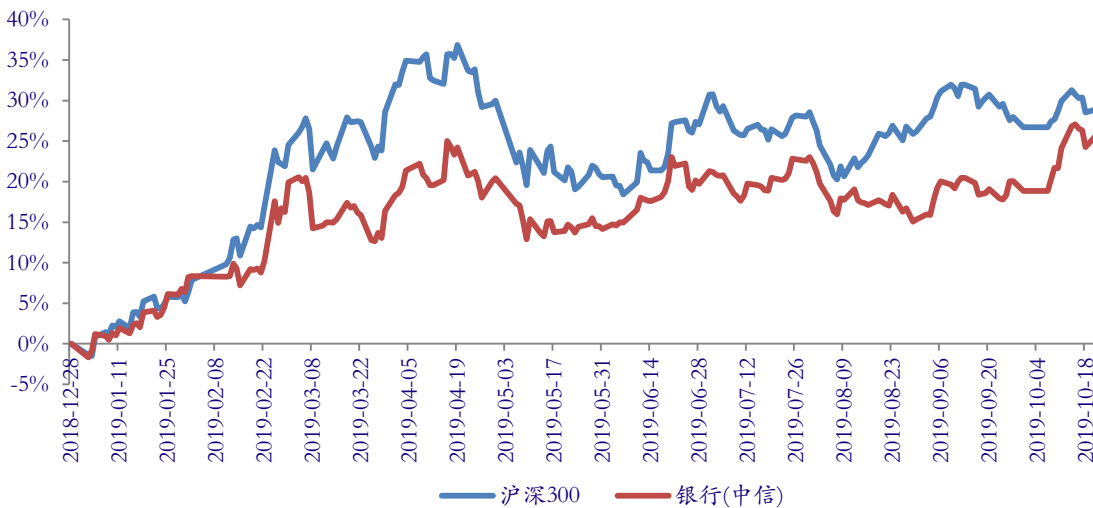


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(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 10 月 21 日，银行（中信）指数年初至今涨幅为 25.67%，跑输沪深 300 指数 3.23 个百分点，表现弱于市场。银行板块估值 PB 仅为 0.88 倍，处于历史偏低位置。

图 6：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 7：银行（中信）板块历年来 PB 水平

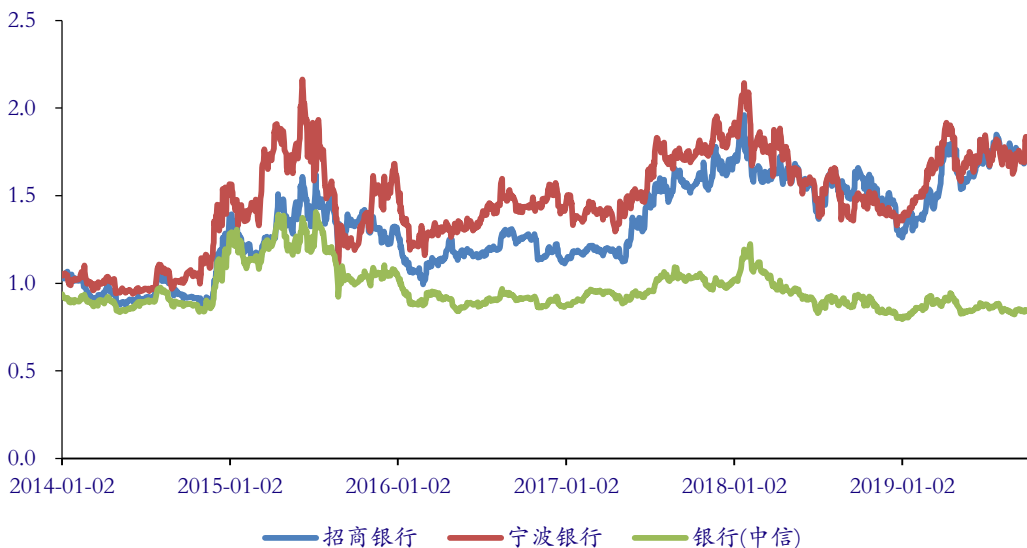


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（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 8：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、9月社融超预期，规范结构性存款缓解负债端压力

(一) 三季度 GDP 同比增长 6%，通胀压力上行

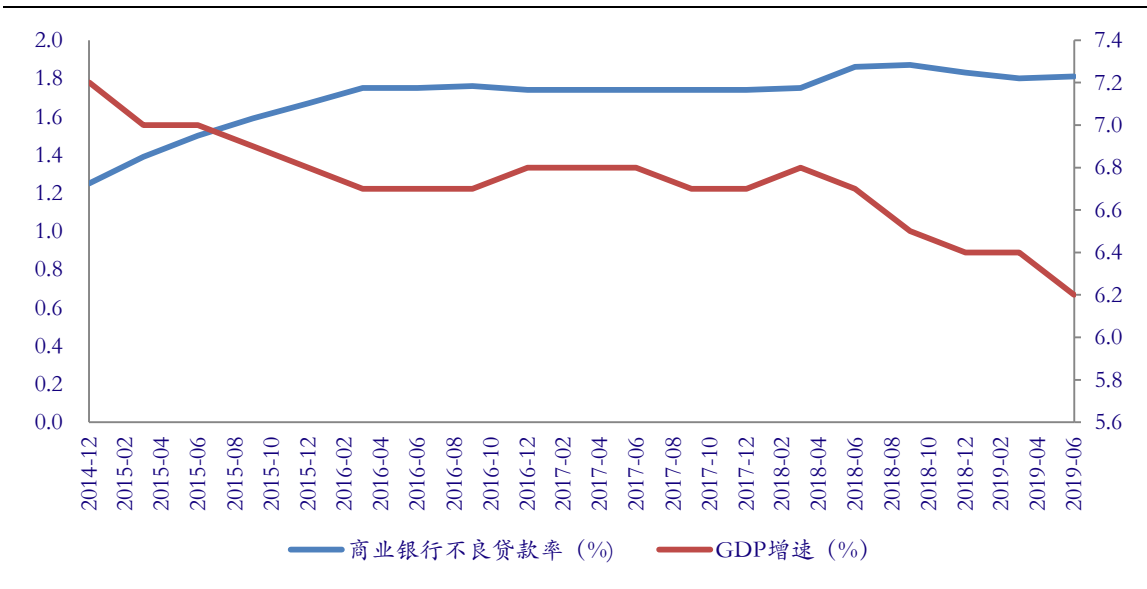
1. 全球经济放缓及贸易摩擦背景下，我国经济发展面临的外部环境复杂严峻

多项数据指明，全球经济增长依然面临较大压力。10月15日，国际货币基金组织(IMF)基于贸易不确定性以及全球制造业活动放缓，宣布下调2019年全球经济增速预测至3%，较7月的预测值下调0.2个百分点。其中，下调美国2019年增速预测0.2个百分点至2.4%，下调欧元区2019年增速预测0.1个百分点至1.2%，下调中国2019年增速预测0.1个百分点至6.1%。考虑到全球经济增长放缓及国际贸易摩擦等不利因素，我国经济发展面临的外部环境较为严峻。

2. 9月经济数据改善，CPI重回3时代

GDP增速有所回落，宏观经济下行压力仍存。2019Q3，GDP同比增长6%，较二季度回落0.2个百分点，前三季度GDP累计同比增长6.2%。9月经济数据改善，通胀上行。规模以上工业增加值同比增长5.8%，较上月上升1.4个百分点；累计固定资产投资同比增长5.4%，较上月下滑0.1个百分点；社会消费品零售总额同比增长7.8%，较上月提升0.3个百分点；出口同比下降3.2%，降速环比扩大2.2个百分点，进口同比下降8.5%，降速环比扩大2.9个百分点。2019年9月，制造业PMI录得49.8%，环比回升0.3个百分点，景气较上月有所改善；CPI同比上涨3%，较上月扩大0.2个百分点；PPI同比下降1.2%，环比上涨0.1%。

图9：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

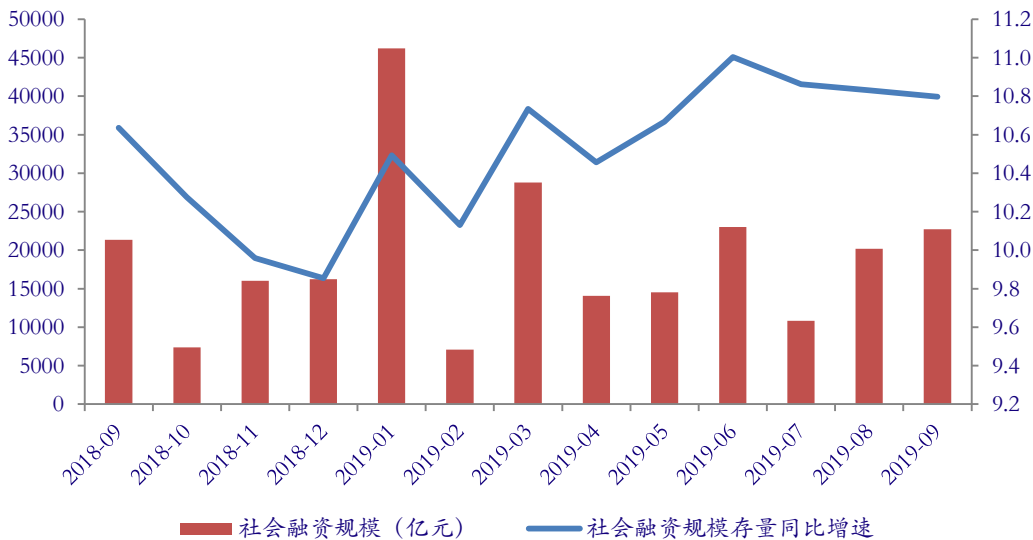
(二) 9月社融超预期，信贷结构改善

1. 贷款表现亮眼，9月社融超预期

9月社融规模存量219.04万亿，同比增速为10.80%。9月单月新增社会融资规模2.27万亿

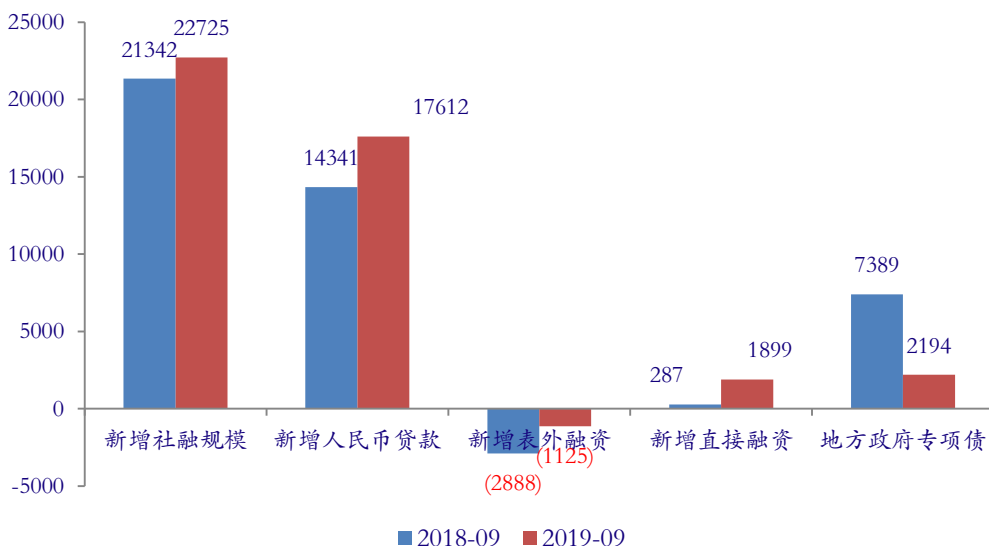
元，同比多增 1382.64 亿元，略超预期。其中，9 月新增人民币贷款 17612 亿，同比多增 3271 亿元，表现亮眼。表外融资规模继续压降，9 月表外融资规模减少 1125 亿元，同比少减 1763.45 亿元，其中，委托贷款少减 1410.32 亿元，信托贷款少减 236.57 亿元，未贴现银行承兑汇票少减 116.57 亿元。地方政府专项债规模 2194 亿元，同比少增 5195.02 亿元，主要系基数较高所致。

图 10：当月新增社会融资规模及存量增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 11：单月新增社会融资规模及主要分项规模（亿元）



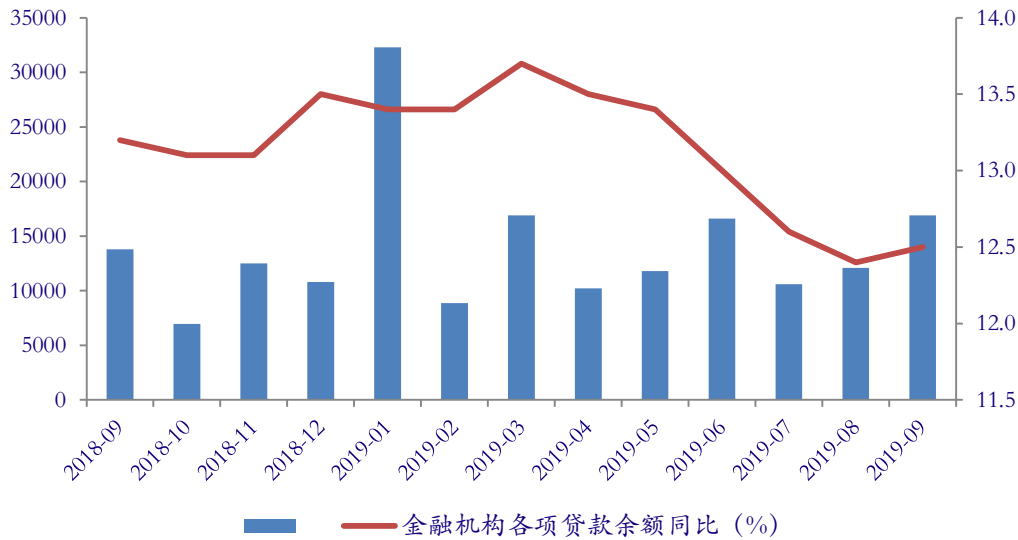
资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

2. 贷款增速提升，信贷结构改善

信贷规模增长，结构改善。9 月金融机构贷款余额 149.92 万亿，同比增 12.50%，增速较上

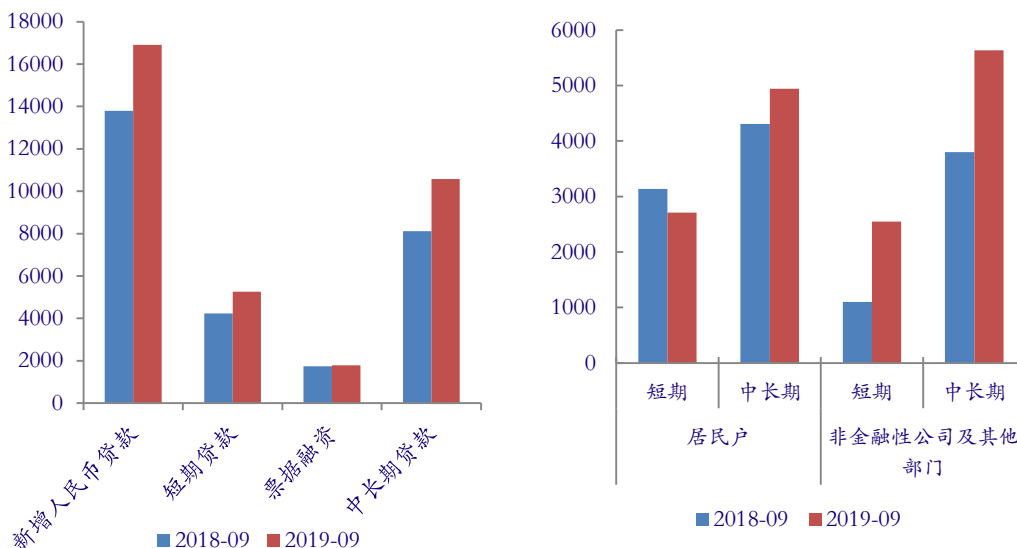
月提高 0.1 个百分点。9 月单月新增人民币贷款 1.69 万亿，同比多增 3100 亿，环比多增 4800 亿元。其中，短期贷款增加 5257 亿元，同比多增 1025 亿元；新增中长期贷款 10580 亿元，同比多增 2471 亿元；新增票据融资 1790 亿元，同比多增 47.17 亿元。企业部门新增中长期贷款 5637 亿元，同比多增 1837 亿元，占整体新增人民币贷款的比重达 33.36%，同比提升 5.82 个百分点。LPR+降准政策效果逐渐显现，降低实体融资成本，提升融资需求，改善信贷结构。

图 12：新增人民币贷款结构规模及余额增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 13：单月新增人民币贷款（亿元）按贷款类型与融资主体分类结构

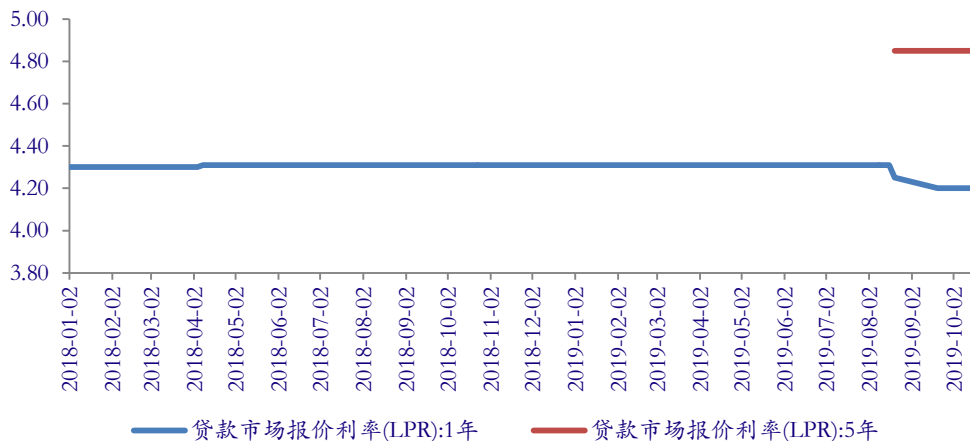


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(三) 10月LPR持平，仍存下行空间

10月LPR报价公布，1年期品种报4.20%，5年期以上品种报4.85%，均与上月持平。为缓解实体经济融资困难，LPR下行是长期趋势，路径选择上更可能是缓慢的波动下行。贷款利率下行大趋势下，倒逼银行加强资产负债管理能力，并根据自身资金成本、风险水平和市场供需提高差异化定价的能力。

图 14：贷款市场报价利率(LPR)



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

(四) 拨备新政增厚净资产，结构性存款新规缓解负债端压力

2019年9月26日，财政部就《金融企业财务规则（征求意见稿）》公开征求意见，文件中提到对超过监管要求拨备覆盖率2倍以上的银行，要对超额计提部分还原成未分配利润进行分配。规则若落地实施，将增加银行核心一级资本，缓解资本压力，增厚银行净资产；部分银行或将减少新计提拨备规模，释放业绩；同时，银行将加快潜在不良资产暴露，夯实资产质量基础。截至2019年6月末，商业银行拨备覆盖率为190.61%，高于150%的基本要求，但远低于300%的上限。从上市银行来看，仅有宁波银行（522.45%）、常熟银行（453.53%）、南京银行（415.50%）、招商银行（394.12%）、上海银行（334.14%）、青农商行（308.36%）拨备覆盖率超过300%，测算增厚净资产幅度如下：

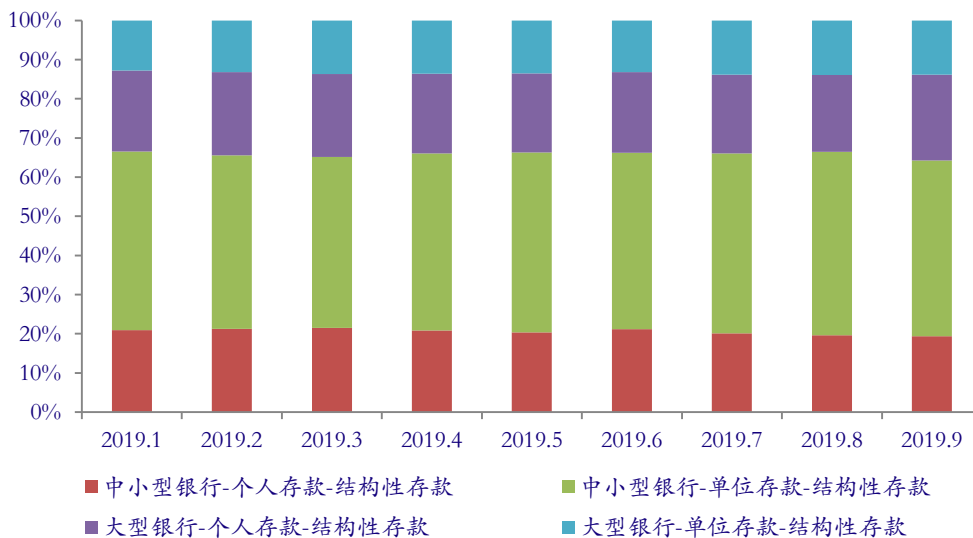
表 2：释放超额计提部分增厚净资产幅度

简称	拨备覆盖率	净资产增加额：亿元	增加额/原净资产
宁波银行	522.45%	81.95	8.92%
常熟银行	453.53%	15.25	9.29%
南京银行	415.50%	53.23	6.44%
招商银行	394.12%	500.92	8.73%
上海银行	334.14%	37.25	2.22%
青农商行	308.36%	2.04	0.86%

数据来源：wind，中国银河证券研究院整理

2019年10月18日，银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，定义上，明确将结构性存款纳入表内核算，按照存款管理，纳入存款准备金和存款保险保费的缴纳范围；资质上，规定商业银行发行结构性存款应当具备普通类衍生产品交易业务资格，无资格的银行过渡期后将无法发行结构性存款；规模上，规定从事非套期保值类衍生产品交易，其标准法下市场风险资本不得超过本行一级资本的3%；另外，对结构性存款的发行、核算、销售等方面进行了规范，并设置12个月的过渡期，便于银行资产负债调整和流动性的安排，促进业务平稳过渡。截至2019年9月末，商业银行结构性存款余额10.85万亿，其中中小银行占比达64%，中小银行结构性存款规模高于大行。中小行一般将结构性存款视为高息揽储的一种工具，对于部分缺乏衍生品交易资格、运作不规范的中小行，未来可能无法发行结构性存款，结构性存款规模或受到抑制。结构性存款纳入表内管理，提高发行资质要求，控制结构性存款规模，将有利于缓解银行负债端压力。

图 15：结构性存款余额规模和结构



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

注：按照人民币信贷收支表口径，大行指本外币资产总量大于等于2万亿元的银行（以2008年末各金融机构本外币资产总额为参考标准），包括工行、建行、农行、中行、国开行、交行和邮政储蓄银行。中小行指本外币资产总量小于2万亿元的银行（以2008年末各金融机构本外币资产总额为参考标准）

四、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

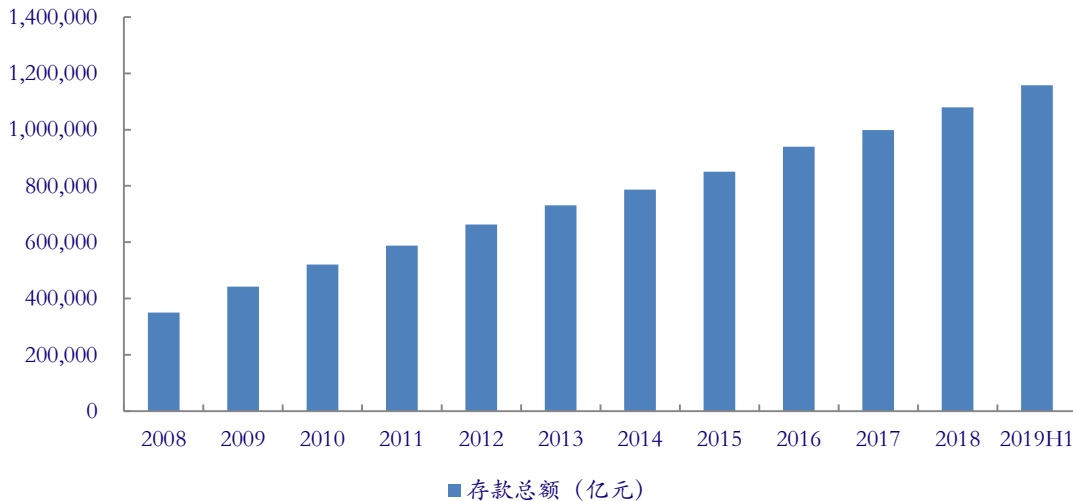
1. 存款业务增长动力不足，空间受挤压

从历史数据来看，上市商业银行存款总量持续增加，2019上半年末存款总量达到115.76万亿元，较去年年末增加7.88万亿元，创近年来存款总量新高；上半年末存款规模同比增长9.44%，增速有所回升，但处于2009年以来偏低水平。

存款增速偏低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

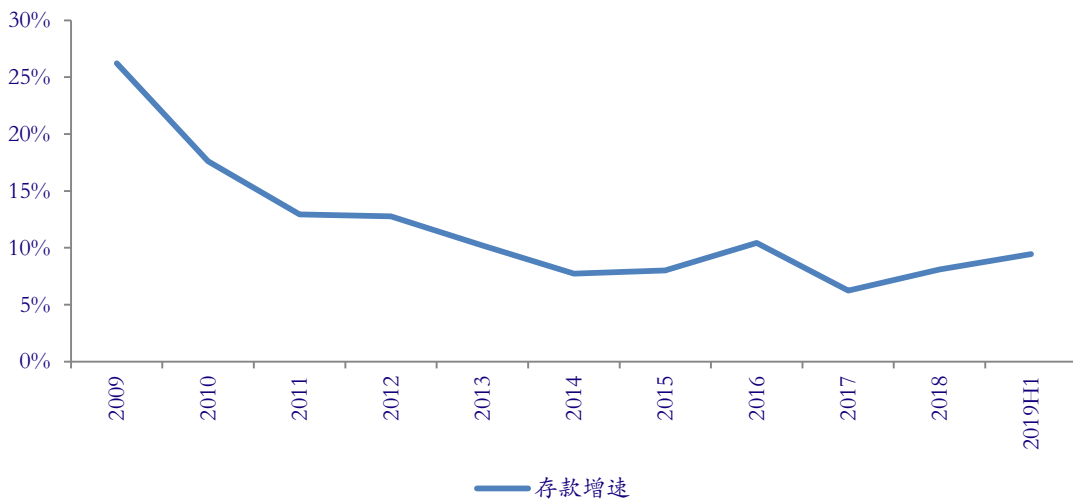
资产产品的出现,促使居民将自己手中的资金更多地投资于货币基金、理财产品以及互联网金融产品之中,导致储蓄存款的流失;另一方面,过去数年里,资本市场和房地产市场逐步成为居民应对通胀,获取高额收益,实现资产的保值增值的重要手段,加剧了资金分流的程度。

图 16: 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 17: 上市商业银行存款增速

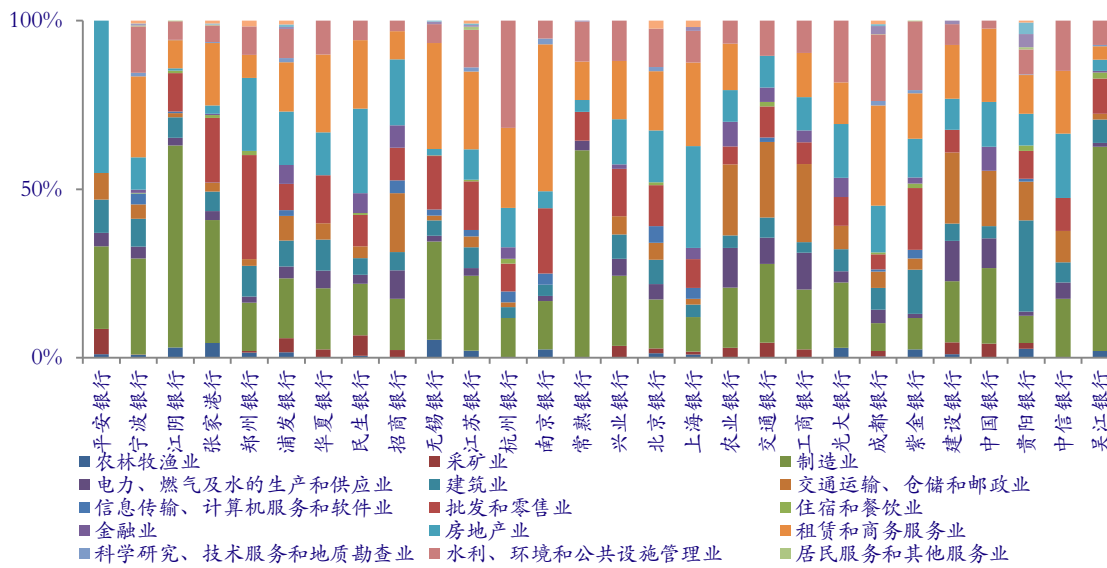


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 贷款业务无法满足经济结构调整的需求, 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,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 18: 2019H1 上市银行贷款行业结构

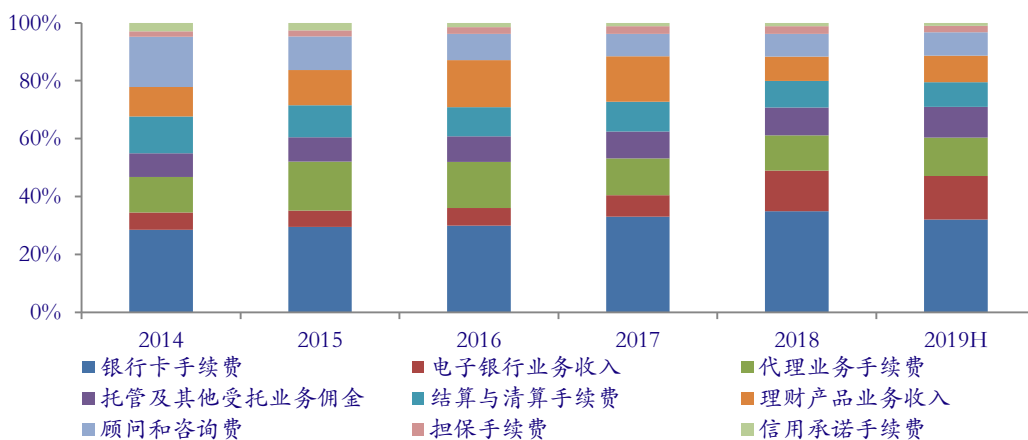


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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%。2019 上半年，建设银行理财业务收入占比由 2017 年的 15.26% 降至 8.85%，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 19: 建设银行中间业务收入



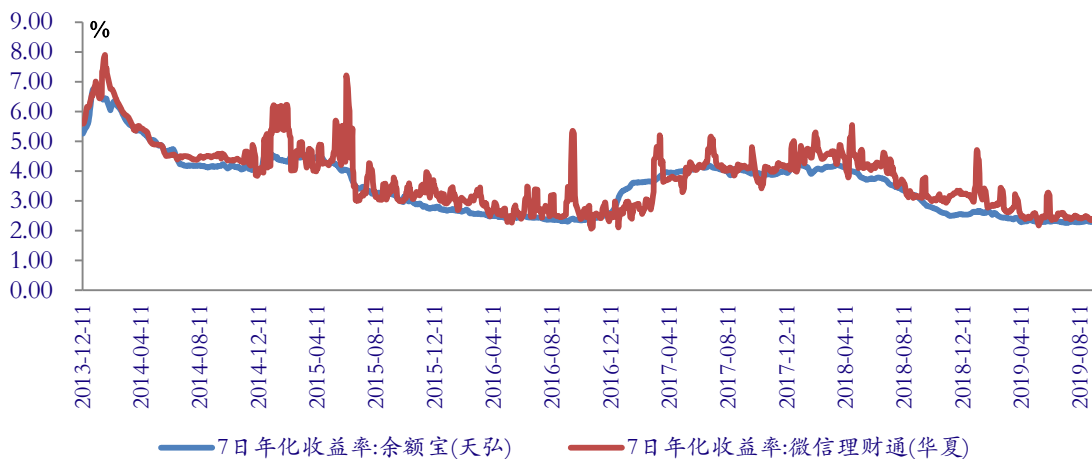
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（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 20：互联网理财产品年化收益率

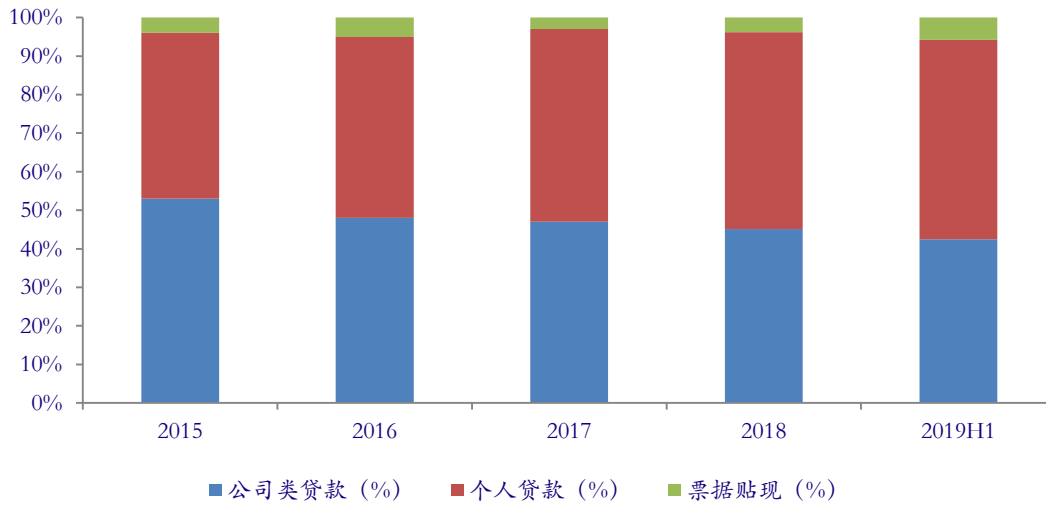


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 资产端议价能力分化，LPR 定价改革对银行业定价能力提出更高要求

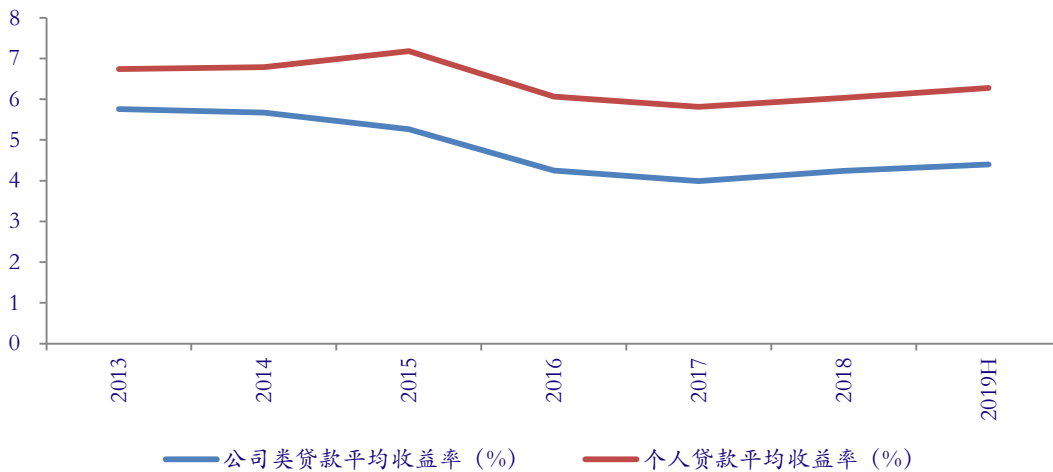
传统商业银行贷款中对公业务占比较高，但优质项目稀缺导致竞争激烈，叠加监管层通过多项政策限制小微贷款利率上行，银行对公业务议价能力受到限制。同时，新 LPR 机制下，新增对公业务收益率下行压力增加，倒逼银行提升差异化定价水平。近年来，部分银行加速了客户结构的调整，期望通过零售业务转型改变资产端收益率低下局面。以零售业务著称的招商银行，在零售变革方面一直处于行业前列。整体来看，个人贷款平均收益率高于公司类贷款。新 LPR 机制下，差异化住房信贷政策有望实施，确保房贷利率基本稳定，零售业务占比较高的银行预计受冲击较小。因此加大零售业务布局对缓解贷款利率下行压力、提升银行资产端收益率具有重要意义。

图 21: 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 22: 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

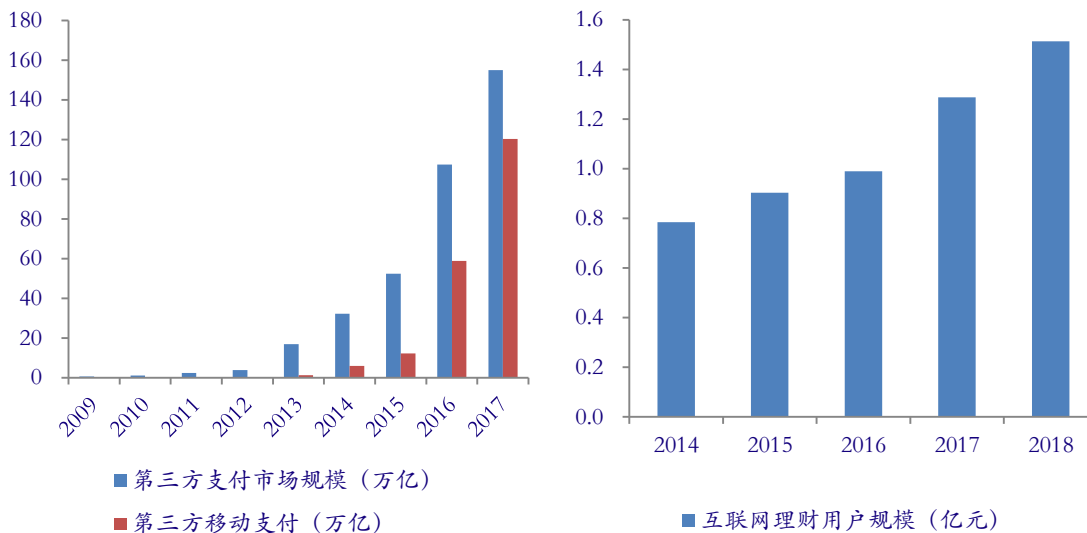
(三) 电商、非银机构及外资银行等外部竞争者潜入加剧, 银行业面临客户流失危机

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%。受益于第三支付的变革, 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 23：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、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。2019年9月，社会融资规模存量中，企业债券占比为10.39%，非金融企业境内股票占比为3.32%，二者合计13.71%，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企业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没有本质区别，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，在主动管理层面真正能够实现稳健收益和资产保值增值的产品少之甚少，更何况是能够真正解决实体企业资金需求的投融资产品。此外，过去理财类金融产品创新底层资产不透明，现金流和违约风险无法得到有效掌控，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。

六、投资建议及股票池

9月信贷结构改善，社融数据超预期，流动性宽松延续，板块基本面整体平稳。LPR定价机制改革疏通货币政策传导渠道，新老划断，银行增量信贷收益率面临压力，推动银行提升差异化定价能力。拨备新规落地将增厚银行净资产，夯实资产质量。结构性存款规范，提高发行资质要求，缓解银行负债端压力。当前板块 0.86X 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）、区域优势明显、资产质量优异的高成长商行宁波银行（002142.SZ）以及小微业务特色、零售优势明显、风险抵补能力强的常熟银行（601128.SH）。同时，建议关注业绩稳健、客户基础雄厚的国有大行龙头工商银行（601398.SH）以及深耕县域、基本面稳健、低估值的国有大行农业银行（601288.SH）。

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）、宁波银行（002142.SZ）和常熟银行（601128.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 61.40%，银行业指数总回报 27.41%，跑赢业绩基准 33.99 个百分点。

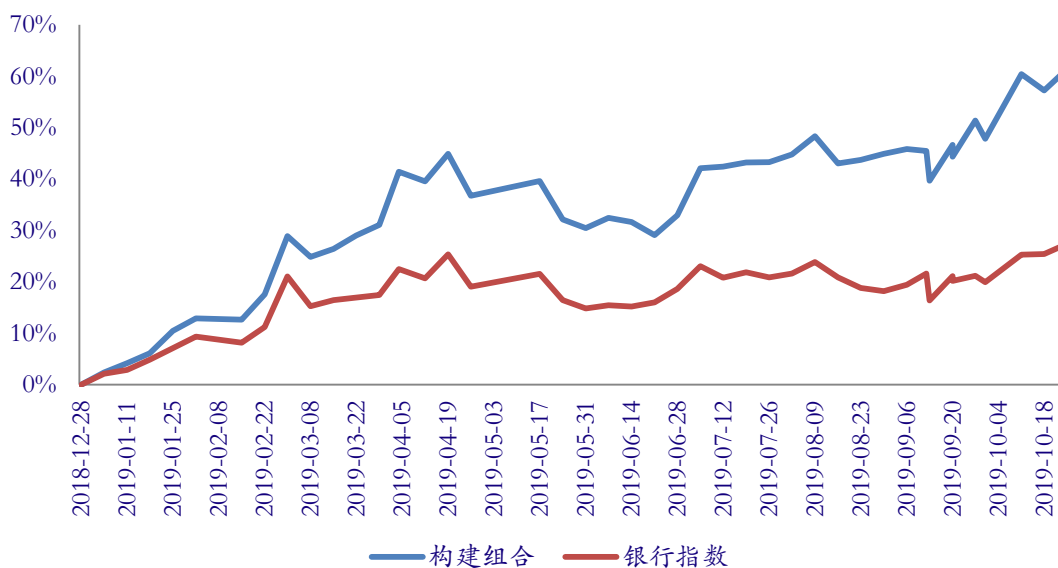
表 3：核心推荐组合及推荐理由

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，风险抵补能力持续增强；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。	0.61%	48.33%	22.07%	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；资产负债结构持续优化，净息差稳步提升，资产质量持续改善。	2.24%	81.85%	55.60%	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；业绩突破百亿元，经营质量提升。生息资产规模扩大、资产负债结构优化推动利息净收入增长。资产质量优于同业，不良贷款率保持市场低位。	2.34%	70.38%	44.13%	2019-5-10

601128.SH	常熟银行	公司深耕江苏常熟市经济发达地区,区位优势明显。坚持“三农两小”定位,在小微企业、普惠金融领域经验丰厚,零售业务优势明显。资产结构优化,零售贷款占比提升。负债端存款比重显著增长,成本优势增强。资产质量优异,风险抵补能力强。	5.72%	45.03%	18.78%	2019-9-2
-----------	------	--	-------	--------	--------	----------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 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

七、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: 我国上市银行流通市值及占比	4
图 3: 我国上市银行家数	4
图 4: 我国每年新增上市银行数量	5
图 5: 中美上市银行市值占比及家数占比	6
图 6: 年初至今银行板块累计涨幅与沪深 300 对比	6
图 7: 银行 (中信) 板块历年来 PB 水平	7
图 8: 优质零售行近年来 PB 水平与银行板块对比	7
图 9: 我国 GDP 增速及商业银行不良贷款率	8
图 10: 当月新增社会融资规模及存量增速	9
图 11: 单月新增社会融资规模及主要分项规模 (亿元)	9
图 12: 新增人民币贷款结构规模及余额增速	10
图 13: 单月新增人民币贷款 (亿元) 按贷款类型与融资主体分类结构	10
图 14: 贷款市场报价利率(LPR)	11
图 15: 结构性存款余额规模和结构	12
图 16: 上市商业银行存款总额	13
图 17: 上市商业银行存款增速	13
图 18: 2019H1 上市银行贷款行业结构	14
图 19: 建设银行中间业务收入	14
图 20: 互联网理财产品年化收益率	15
图 21: 招商银行各类贷款占比情况	16
图 22: 招商银行公司类和个人贷款平均收益率	16
图 23: 第三方支付与互联网理财	17
图 24: 核心推荐组合年初至今收益率变动	21

表格目录

表 1: 2018 年以来银行 IPO 排队情况	5
表 2: 释放超额计提部分增厚净资产幅度	11
表 3: 核心推荐组合及推荐理由	20

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，金融行业证券分析师。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。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

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：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn