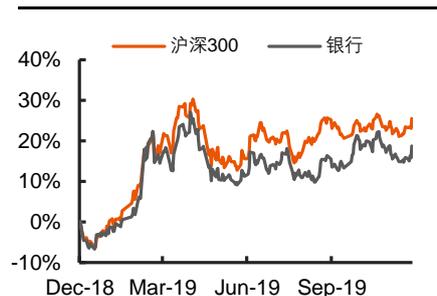


银行行业 2020 年度策略报告

拥抱分化，优选结构

中性（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业动态跟踪报告*银行*三季度一般贷款利率上行，行业不良率小幅抬升》
2019-11-18

《行业周报*银行*各地监管提示助贷业务风险，大小行息差或将分化》
2019-11-17

《金融数据点评*固收&银行*10月金融数据点评》
2019-11-12

《行业动态跟踪报告*银行*业绩持续稳健，息差小幅回升，资产质量夯实》
2019-11-06

证券分析师

张亚婕 投资咨询资格编号
S1060517110001
021-20661934
ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN

研究助理

李晴阳 一般从业资格编号
S1060118030009
LIQINGYANG876@PINGAN.COM.CN

张熙 一般从业资格编号
S1060119090036
ZHANGXI625@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

19 年板块表现和业绩回顾：板块涨跌互现，行业业绩稳健、不良抬头

截至 12 月 13 日，A 股银行板指上涨 25.9%，跑输沪深 300 指数 5.9 个百分点（板块排名 12/29），个股走势分化加剧，城商行标杆宁波涨幅超 70%，但也有区域性城商/农商行收跌。基本面来看，行业前三季度利润增速 5.92%，环比小幅回落，主要受规模增速走弱影响；三季度商业银行净息差 2.19%，整体上同环比提升，但各类别银行出现分化；资产质量压力有所显现，Q3 不良率收录 1.86%略有抬头，拨备覆盖率环比略降 2.98pct 至 187.6%。

20 年经营环境分析：经济温和下行，金融差异化监管开启

1) 宏观经济：据平安宏观团队预测 20 年 GDP 增速小幅回落至 6.0% 左右，投资、外贸、消费走势分化，供需格局演绎下经济下行仍存压力。2) 货币政策：宏观经济周期性下行压力对低利率环境仍有需求，预计货币政策中长期温和宽松的趋势不变，但宽松幅度有限源于通胀等掣肘因素，或更多通过疏通货币政策传导机制，从数量调控向价格调控渐变。3) 监管政策：行业步入差异化监管时代，逆周期调控加码下，预计未来政策着力点基于助力实体稳经济防风险，同时针对不同类型银行精准施策。

20 年经营情况预判：“量平价跌”业绩增速稳中略降

1) 息差：利率并轨压力显现，贷款利率下行托底实体经济，以及低总量下存款竞争延续、定期化加剧成本上行，叠加低利率环境持续下的主动负债重定价效应消退影响，预计净息差将同比回落约 4BP；2) 规模：19 年中长期贷款结构性向好更多是受政策主导的供给端因素推动，20 年预计信贷依然主导生息资产规模，但存在“资产荒”和信用分层制约，预计生息资产整体保持稳健扩增，增速基本持平 19 年；3) 中收：理财改革取得积极进展，净值化推进助力中收修复，预计手续费净收入同比增 10%；4) 成本收入比：基于金融科技投入力度加大，预计成本收入比 19 年延续提升 1 个百分点。综上，我们预计 2020 年上市银行净利润同比增长 7.1%。敏感性分析显示，整体业绩区间为 4.9%-9.4%。

投资建议：维持“中性”评级，聚焦结构性机会

2020 年行业面临“量平价跌”，业绩增速承压，预计资产端延续强信贷格局、但资产荒和高基数下进一步提升的空间有限，规模增速整体平稳但信用分化下部分负债能力差的小银行扩表受限；利率并轨对息差的影响将集中体现，19 年主动负债重定价效应消退，息差或小幅下行，资产质量方面结构性风险释放；整体业绩增速继续回落，板块通过 ROE 改善获取绝对收益的空间有限。相对收益支撑因素源于：1) 估值低位，业绩确定性仍

较高，市场低风险偏好下板块防御价值凸显；2) 加快利润释放，高股息率在广谱利率下行阶段更具吸引力；3) 受益于外资流入。

2020 年基本面持续分化下，结构性机会聚焦息差和资产质量这两大行业基本面运行的核心矛盾，进一步选择拥抱息差和 LPR 脱敏、不良和宏观脱敏的银行，两条选股维度：

维度一：优选零售基础扎实、业务落地业绩确定性高、议价能力强，同时资产质量优异的银行，我们重点推荐招商、常熟、宁波；

维度二：基于市场低风险偏好，从低估值中优选业绩稳健、资产质量优异的银行，我们重点推荐工行、中信。

- **风险提示：**信用风险集中暴露；行业监管风险；市场系统性风险等。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/B				评级
		2019/12/13	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
宁波银行	002142	28.25	1.95	2.26	2.71	3.29	2.46	1.86	1.63	1.41	强烈推荐
招商银行	600036	37.50	3.14	3.63	4.15	4.76	1.87	1.65	1.46	1.29	强烈推荐
常熟银行	601128	8.77	0.54	0.63	0.73	0.83	1.87	1.56	1.43	1.31	强烈推荐
工商银行	601398	5.82	0.82	0.86	0.89	0.94	0.92	0.84	0.77	0.69	强烈推荐
中信银行	601998	6.12	0.88	0.92	0.96	1.00	0.75	0.68	0.58	0.55	推荐

正文目录

一、	2019 年行业和上市银行经营情况回顾	7
1.1	社融和金融数据回顾：信贷强劲投放前置，企业贷款结构边际改善	7
1.2	商业银行前三季度经营情况：利润增速小幅回落，行业不良率抬头	8
1.3	上市银行前三季度业绩表现：基本面更优，息差现拐点	10
二、	2019 年政策趋势回顾及 2020 年经营环境展望	11
2.1	监管政策：构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系	11
2.2	宏观经济：经济下行压力不减，监管加强引导干预保证服务实体	16
2.3	货币政策：相机抉择刚柔并济，2020 宽流动性有掣肘也有空间	18
三、	2020 年行业经营情况分析	20
3.1	息差：利率并轨深化，息差面临温和下行	20
3.2	规模：生息资产扩张有支撑，宽信贷环境保持，但更注重结构性供给	25
3.3	表外：理财子公司改革取得积极进展，净值化推进助力中收修复	27
3.4	资产质量：显性不良消化充分，信用分层加速结构性风险释放	29
3.5	资本补充：永续债受青睐，中小银行资本补充提速	32
3.6	盈利预测：量平价跌，业绩增速触顶回落	33
四、	2020 年行业投资观点及个股推荐	33
4.1	板块表现和估值情况回顾	33
4.2	投资逻辑和个股推荐：经济低位&利率市场化，盈利承压下估值无明显修复空间，维持行业“中性”评级；板块内部分化加剧，优选精准定位业绩稳健	34
五、	风险提示	38
5.1	资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露	38
5.2	政策调控力度超预期	39
5.3	市场下跌出现系统性风险	39
5.4	部分公司出现经营风险	39

图表目录

图表 1	2020 年银行行业投资逻辑	7
图表 2	社融增速回升，信贷是核心贡献因素	8
图表 3	非标缩减程度边际放缓	8
图表 4	居民短贷少增，中长期贷款有韧性	8
图表 5	新增企业贷款中短期和票据多增	8
图表 6	行业 ROA、ROE 处于下行通道	9
图表 7	商业银行净利润增速触顶回落	9
图表 8	行业净息差存在一定韧性	9
图表 9	规模增速冲高回落	9
图表 10	不良抬头，拨覆盖率缩窄	10
图表 11	资本补充进程推进	10
图表 12	2019Q1-3 拨备前利润增速逐季回落	11
图表 13	净利润同比增速整体稳健提升	11
图表 14	上市农商行资产增速逐季收敛	11
图表 15	上市银行不良率下行，资产质量夯实	11
图表 16	银行净利润增速与经济增速高度相关	12
图表 17	金融政策查漏补缺，步入差异化监管时代	13
图表 18	信贷政策有保有压，助力实体稳经济是要义	14
图表 19	过去：基准利率主导商业银行利率定价体系	15
图表 20	现在：市场利率引导 LPR 下行	15
图表 21	美国小型银行数量持续下降	16
图表 22	美国商业银行行业集中度不断提升	16
图表 23	小行发放较多房地产贷款	16
图表 24	大行工商贷款配置比例高于中小行	16
图表 25	GDP 增速走势	17
图表 26	生产端：工业增加值增速	17
图表 27	需求端：居民可支配收入增速保持高位且相对稳定，居民杠杆率高企	17
图表 28	需求端：1-10 月固定资产投资累计增速 5.2%，同比下滑	17
图表 29	2020 年经济数据预测表	18
图表 30	2019 年央行三次降准	18
图表 31	全面和定向降准结合，建立差异化准备金政策	18
图表 32	总量和结构性操作多措并举，强化中小银行流动性支持（单位：亿元）	19
图表 33	通过公开市场操作维持 DR007 在合意区间	19

图表 34	CPI 与核心 CPI 走势 (%)	20
图表 35	PPI 走势 (%)	20
图表 36	上市银行 2019H1 披露息差表现	20
图表 37	股份行和城商行息差持续上行	21
图表 38	前三季度贷款加权平均利率同比下行	21
图表 39	8-9 月金融机构人民币贷款利率区间占比：执行 LPR 加点银行占比下行	21
图表 40	市场利率引导 LPR 下行	22
图表 41	全国普惠小微贷款利率稳步压降	22
图表 42	居民杠杆率持续攀升	22
图表 43	居民短期消费贷增速向贷款总增速收敛	22
图表 44	存款增速企稳略有回升	23
图表 45	M2 增速底部震荡	23
图表 46	金融机构存贷款增速差距收窄，但仍维持高位	23
图表 47	贷存比创新高	23
图表 48	存款定期化趋势	24
图表 49	结构性存款规模缩量，占比触顶回落	24
图表 50	企业存款增量较弱，前 11 个月新增存款的 60% 来自居民储蓄	24
图表 51	一季度大额存单显著多发，同业存单发行量回升	24
图表 52	市场利率下行空间有限	25
图表 53	同业存单发行利率和到期利率利差收窄	25
图表 54	信用定价继续分化	25
图表 55	行业资产负债规模增速触顶回落	26
图表 56	固投增速持续下行	26
图表 57	贷款审批加速，但需求未现明显提振	26
图表 58	低市场利率下票据发行增速居高位	26
图表 59	小企业贷款需求指数高于中大型企业	27
图表 60	上市银行上半年基建类贷款投放比例继续提升	27
图表 61	A 股上市银行理财子公司设立进展及产品体系一览	28
图表 62	理财规模有望提振	29
图表 63	净值型产品发行占比上行	29
图表 64	上市银行净值型产品存续数量占比最高已达 78%	29
图表 65	股份行净值化改造进度居前	29
图表 66	实体投资回报率低于贷款成本率阶段，贷款不良生成率一般呈上行趋势	30
图表 67	关注个贷风险抬头	30
图表 68	利息保障倍数同比下行	30
图表 69	行业不良率抬头，但整体平稳	31

图表 70 银行关注类贷款占比保持低位	31
图表 71 不良核销力度保持高位	31
图表 72 信贷成本率企稳	31
图表 73 高风险领域不良贷款绝对规模和占比双降	32
图表 74 分类贷款不良率下行	32
图表 75 上市银行资本补充进度跟踪 (截至 2019.12.08)	32
图表 76 行业盈利预测 (单位:百万元)	33
图表 77 利润增速敏感性分析	33
图表 78 银行指数跑输沪深 300 指数 6.5pct (截至 12.13)	34
图表 79 银行板块涨跌幅排名 12/29 (截至 12.13)	34
图表 80 宁波、平安、招商涨幅居前 (截至 12.13)	34
图表 81 上市银行零售业务贡献营收占比	35
图表 82 上市银行零售贷款占比	35
图表 83 上市银行净息差	35
图表 84 上市银行市净率	35
图表 85 上市银行不良率	36
图表 86 上市银行拨备覆盖率	36
图表 87 上市银行利润增速及稳健性	36

前言

19 年银行板块受到市场关注，一方面逆周期调控下银行作为信用传导中枢，承担起更多宽信贷托底实体经济的责任，另一方面严监管持续下制度政策频频落地，利率市场化改革加速推进，行业自身也在通过资产负债结构调整、不良出清应对外界压力。本文将通过对 2019 年经营情况进行回顾，结合政策环境展望，对 2020 年行业基本面和估值的演绎趋势做出合理预判。

图表1 2020 年银行业投资逻辑



资料来源：平安证券研究所

一、2019 年行业和上市银行经营情况回顾

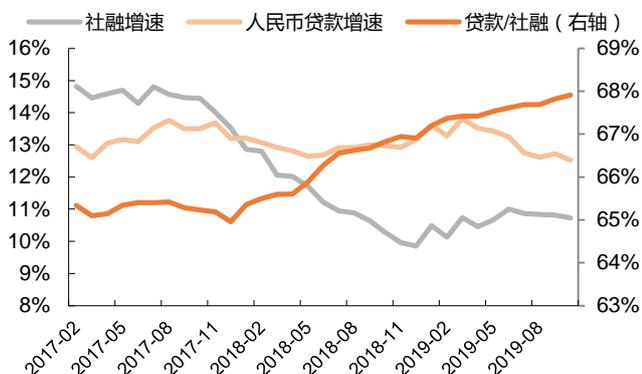
1.1 社融和金融数据回顾：信贷强劲投放前置，企业贷款结构边际改善

信贷贡献社融增速企稳，表外压降放缓、债融回暖。总量来看，1-11 月新增社融累计 21.2 万亿，较 18 年同期多增 3.36 万亿。对实体经济发放的人民币贷款占比 74%，是社融主要拉动因素，但占比比较上年同期降 6.7 个百分点，主要是非标压降边际放缓；表外非标继续调降（委贷+信托+未贴现票据负增 1.6 万亿），较上年断崖下跌 2.76 万亿降幅明显放缓，但 2020 年资管新规过渡期末临近以及非标认定新规收紧之下，存量非标市场仍面临收窄压力；直接融资强劲，主要是债融新增 2.88 万亿，同比多增超 6000 亿。节奏来看，社融多增集中在季末，下半年增速基本稳于 10.6% 左右。

贷款中居民中长贷有韧性，企业贷款中短贷和票据突出，但中长贷占比持续改善。1-11 月新增信贷投放 15.7 万亿，同比多投 5900 亿。各分部来看，新增居民信贷规模小幅收窄千亿至 6.8 万亿，在强监管和审慎投放导致以信用卡消费贷为主的居民短期贷款同环比少增的情况下，增量主要源于居民中长期贷款，反映按揭市场存在韧性。1-11 月新增企业贷款 9 万亿，同比多增 1.2 万亿，其中短贷和票据分别同比多增 9400 亿和 2600 亿，中长期企业贷增量基本平稳，短贷和票据冲量也反映了企业融资需求仍偏弱。但值得注意的是，企业贷款结构呈现逐季改善趋势，随着强化票据套利、违规开票监管，以及强化中长期贷款投放和特定领域信贷支持，多票据格局逐渐过渡到票据少增中

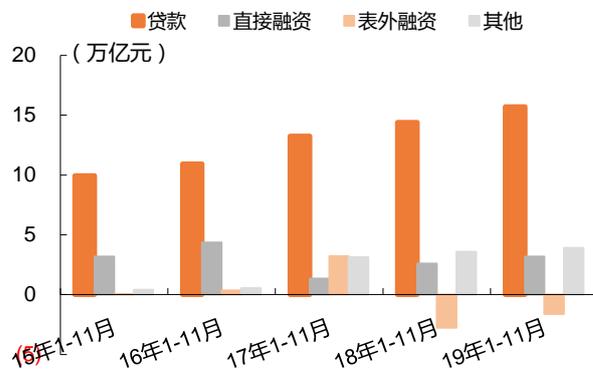
贷多增态势，新增企业贷款中中长期企业贷款占比由上半年的 56% 提升至下半年的 72%，也反映出宽信贷发力企业融资需求边际改善，制造业和基建领域、以及地方政府隐形债务置换是主要方向。

图表2 社融增速回升，信贷是核心贡献因素



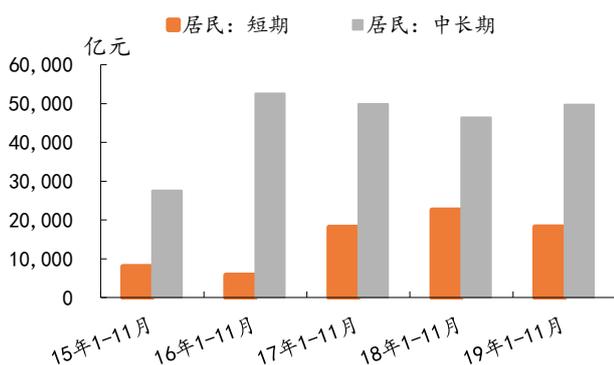
资料来源：WIND、平安证券研究所；注：为余额增速

图表3 非标缩减程度边际放缓



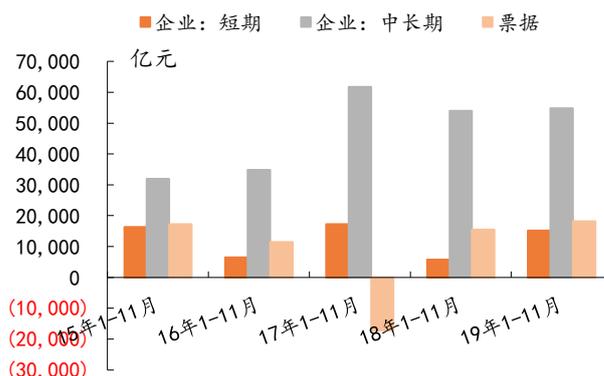
资料来源：WIND、平安证券研究所；注：为区间增量

图表4 居民短贷少增，中长期贷款有韧性



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表5 新增企业贷款中短期和票据多增



资料来源：WIND、平安证券研究所

1.2 商业银行前三季度经营情况：利润增速小幅回落，行业不良率抬头

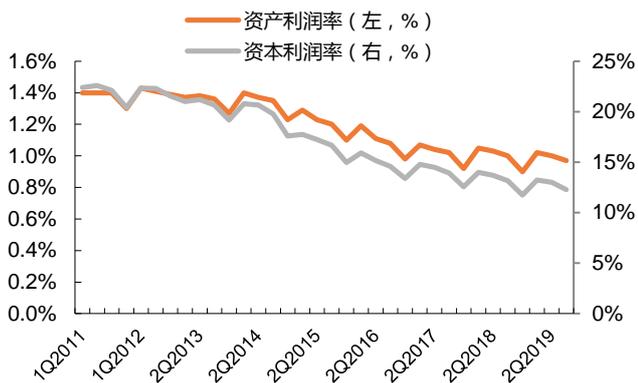
利润增速回落，规模走势分化，一般贷款利率回升息差仍有韧性。根据银保监会指标，前三季度商业银行净利润累计同比增速 5.92%，出现年内回落拐点，主要受规模增速走弱影响。大行保持相对稳健，股份行利润增长再提速，城商行和农商行受资产扩表放缓影响，利润增速回落拖累行业整体盈利表现。三季度商业银行净息差 2.19%，同环比提升 4BP 和 1BP，不同类别银行息差走势分化，中小行持续受益于市场流动性宽裕，股份行主动负债占比高、资负结构调节空间相对较大，息差环比提升 4BP 至 2.13%；大行息差相对平稳，Q3 环比持平于 2.11%。结合三季度货政执行报告，Q3 一般贷款利率并未延续第二季度的下行趋势，环比略提升 0.2pct 至 5.96%，一方面政策利率下行温和，另一方面银行负债端成本相对刚性制约资产端降价空间，此外严监管或影响地产融资定价。

行业不良率再次上行，拨备率略有下行。Q3 商业银行资产质量存在一定压力，不良率收录 1.86%，环比 Q1 和 Q2 分别抬升 6BP 和 5BP，关注类贷款占比 16 年以来首次反弹，拨备覆盖率环比降低 2.98pct 至 187.6%。银行资产质量的波动一方面源于经济下行压力影响，另一方面财政部拨备新规

要求超额计提拨备还原，或加速银行存量风险暴露。各类银行资产质量走势分化显著，其中上市城商行不良率下行和城商行整体不良率显著上行的差异，反映了部分存在资产质量隐忧的非上市城商行的风险出清。三季度货政执行报告提出“精准拆弹”，预计未来监管将稳妥有序推进高风险金融机构处置，并购整合或是主要手段，压降行业系统性风险，提高金融资源运用效率。

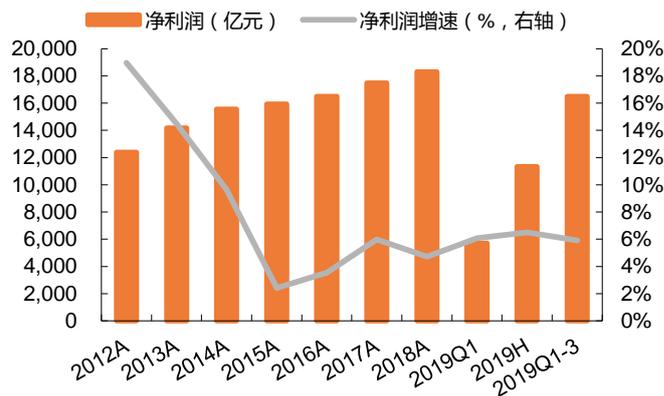
总体而言，行业业绩在经济下行周期体现稳健性优势，不同类别银行指标分化加剧。

图表6 行业 ROA、ROE 处于下行通道



资料来源: WIND、银保监会、平安证券研究所

图表7 商业银行净利润增速触顶回落



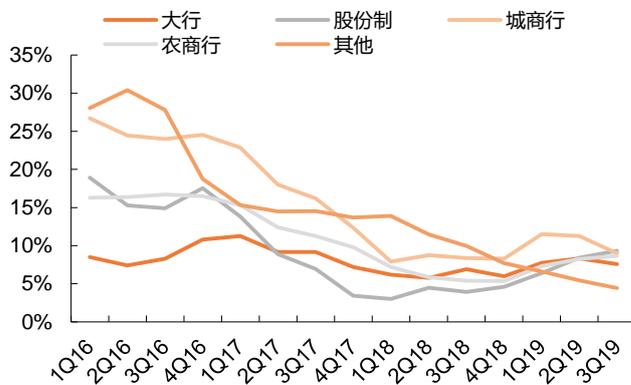
资料来源: WIND、银保监会、平安证券研究所

图表8 行业净息差存在一定韧性



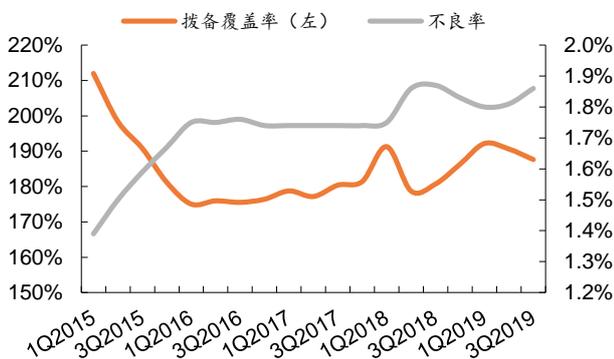
资料来源: WIND、银保监会、平安证券研究所

图表9 规模增速冲高回落



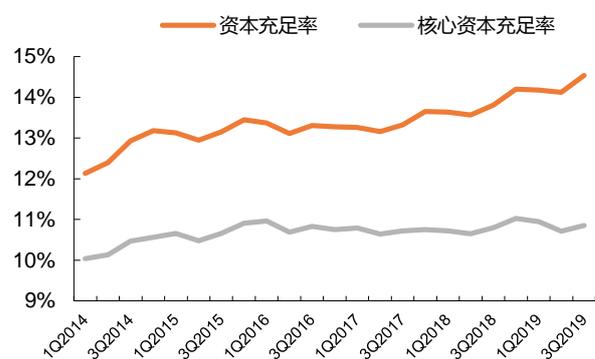
资料来源: WIND、银保监会、平安证券研究所

图表10 不良抬头，拨备率缩窄



资料来源: WIND、银保监会、平安证券研究所

图表11 资本补充进程推进



资料来源: WIND、银保监会、平安证券研究所

1.3 上市银行前三季度业绩表现：基本面更优，息差现拐点

营收 PPOP 增速回落，拨备少提反哺利润。前三季度 26 家上市银行净利润同比增 7.1%，增速较上半年延续上行，营收和 PPOP 增速虽环比略有回落，但仍大幅超过利润增速。19Q1-3 净利息收入增速 8.54%较上半年略收窄，手续费净收入增速 11.3%，基本持平上半年。营收、PPOP 分别同比增 11.7%/11.5%，较 19H1 延续回落 0.8pct/1.3pct，但继续大幅超过利润增速，反映拨备计提保持较强度，但拨备计提边际放缓促进利润增速上行。股份行净利息收入和手续费净收入增速最高，同业负债重定价和资负调结构是主要原因；农商行净利润增速最高，主要是拨备计提影响。

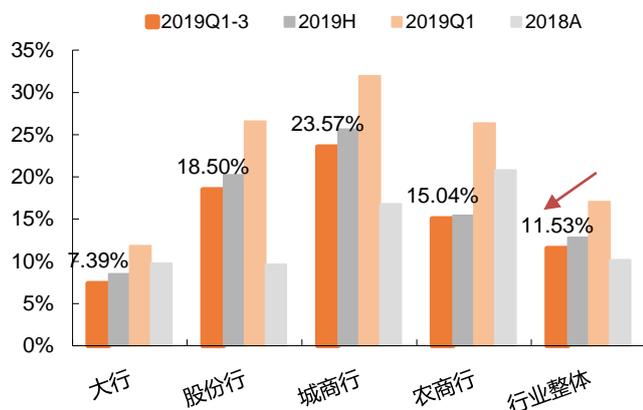
资产增速逐季回落，资产配置进一步向贷款倾斜，股份行资产规模增速上行，农商行扩表放缓。三季度资产规模较 18 年末扩增 7.5%(Q1、Q2、Q3 单季环比规模增幅分别为 3.55%、2.35%、1.43%)，同比看三季度增速有所回落。股份行延续上行，源于资负结构主动调整，农商行整体快增但三季度扩表放缓明显。三季度信贷仍是核心配置方向，贷款总规模较年初扩增 9.6%，高于资产扩增幅度 2.1pct。负债端，三季度存款同比增速触顶回落，同业负债同比增速转负为正，低利率环境下部分银行择机加大同业负债补充力度。

资产端收益率上行，助力三季度息差环比回弹。三季报披露息差数据的 15 家银行中 10 家环比下行，按期初期末余额均值测算的季度年化净息差 1.96%，环比 Q2 提升 2BP，主要是资产端收益率环比走阔 4BP，超过负债成本率 2BP 的提升幅度，利率市场化推进、资产定价承压下，我们认为结构性的因素居多。

资产质量夯实，不良率延续下行，三季度信用成本回落。三季度末上市银行整体不良率仅 1.46%，较中期末和年初分别降 2BP 和 8BP，随资产质量压力的缓释，银行拨备计提边际放缓，行业前三季度信贷成本率 1.27%，较上半年降低 0.03 个百分点，但同时拨备覆盖率自然上行至 214.8%。

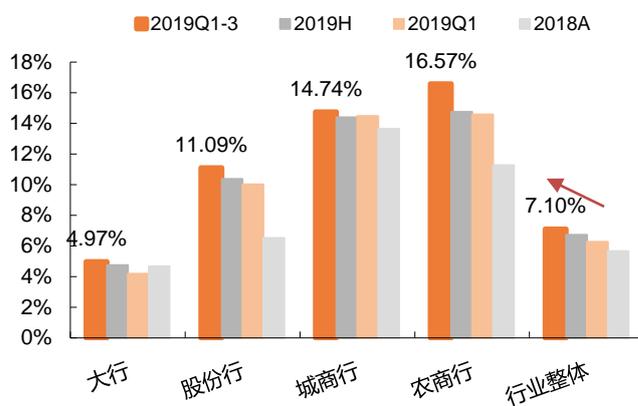
总体来看，上市银行业绩表现优于行业整体，差异点关注：1) 全行业利润增速回落，但上市银行利润增速稳健提升；2) 上市农商行资产增速收敛，非上市农商行延续扩表；3) 全行业不良抬头，但上市银行整体资产质量优异，农商行不良一致上行，非上市城商行不良暴露需要关注。

图表12 2019Q1-3 拨备前利润增速逐季回落



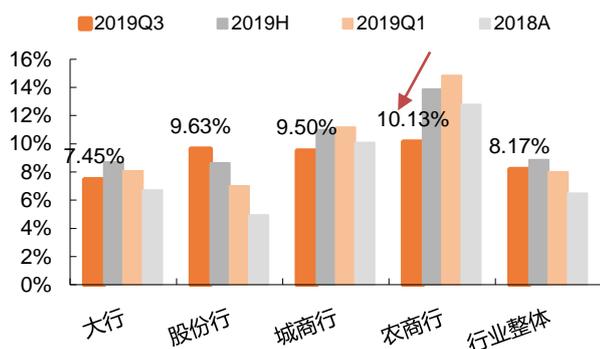
资料来源: WIND、公司公告、平安证券研究所

图表13 净利润同比增速整体稳健提升



资料来源: WIND、公司公告、平安证券研究所

图表14 上市农商行资产增速逐季收敛



资料来源: WIND、公司公告、平安证券研究所

图表15 上市银行不良率下行, 资产质量夯实



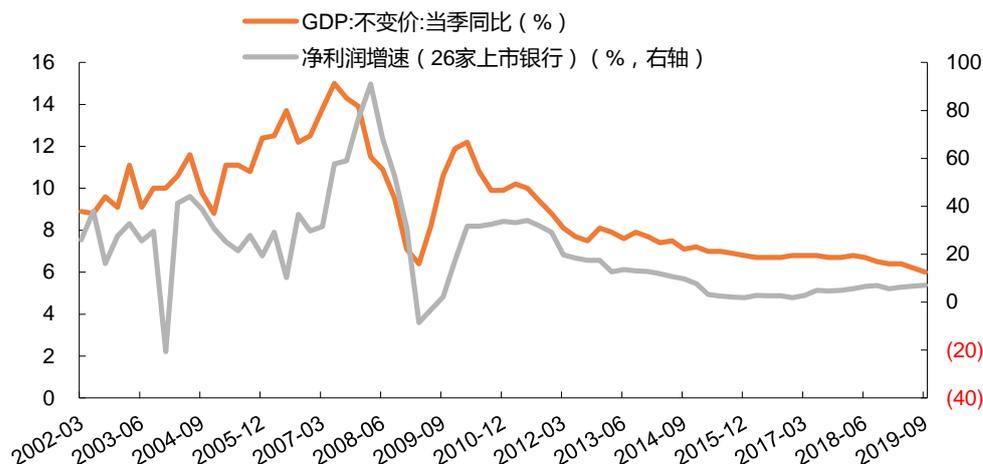
资料来源: WIND、公司公告、平安证券研究所

二、 2019 年政策趋势回顾及 2020 年经营环境展望

2.1 监管政策: 构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系

银行净利润增速与经济增速高度相关, 主要是由于银行是经济体最大债权人, 经济体的经营回报是银行盈利和资本的来源, 但 19 年经济下行阶段行业业绩仍保有韧性, 一方面来自逆周期宏观调控, 信贷放量以量补价, 另一方面行业利润大幅下行往往因为风险的集中爆发, 而银行目前处于风险出清阶段下半场, 且宏观经济下行平缓以稳为主, 不存在资产大幅恶化的基础, 此外也源于银行自身资产负债管理能力和经营效率的升级, 由早期以存定贷转向通过 FTP 内部转移定价提升资产负债调整的灵活性。因此在一致预期银行业绩增速存在压力的情况下, 投资逻辑聚焦板块结构性的投资机会, 而监管政策的结构性既是行业分化的影响因素, 也是行业多层次发展的反映。

图表16 银行净利润增速与经济增速高度相关



资料来源: WIND、平安证券研究所

总体来看, 19 年行业严监管态势不改, 金融供给侧改革作为监管的长期逻辑, 本质是为了提升行业经营效率, 其落脚点的差异体现在“破”与“立”两方面: 一方面**聚焦风险监管, 严厉打击高风险的杠杆投机行为, 压缩监管套利和制度套利的空间**, 另一方面**完善政策体系, 加快对外开放进程, 提高金融供给质量**。

梳理今年以来监管下达的各项政策可以看到, 监管重点主要围绕: 1) 各领域业务监管细化, 对外开放政策加速落地, 系统重要性银行和中小地方性银行监管差异化; 2) 信贷政策: 加强对银行的引导和干预, 驰援实体的同时加大高风险领域压降力度, 房地产领域监管压力不减; 3) 推进利率市场化改革“两轨合一轨”的探索。我们认为随着金融体系改革步入深水区, 2020 年严监管态势还将延续, “多层次、广覆盖、有差异”的银行体系逐渐成型。

2.1.1 金融政策查漏补缺, 步入差异化监管时代

11 月《系统重要性银行评估办法(征求意见稿)》的出台, 宣告银行正式进入差异化监管时代。从“三档两优”存款准备金率框架的搭建(**政策驰援**), 到建立系统重要性银行评估与识别机制, 关注系统重要性银行“大而不能倒”风险(**风险防控**); 从金控公司管理办法出台(**综合经营**), 到鼓励农商行专注服务本地、下沉服务重心(**专业经营**), 监管以推进金融供给侧结构性改革为落脚点, 对银行业格局的引导逐渐清晰。

图表17 金融政策查漏补缺，步入差异化监管时代

类别	政策文件/会议	日期	发布方	摘要
金融对外开放	外资银行行政许可事项实施办法（征求意见稿）	2019/11/8	银保监会	外国银行可以在中国境内同时设立分行和外资法人银行，取消外国银行在华设立营业性机构需满足的总资产要求，取消中外合资银行中方唯一或主要股东必须是金融机构等措施，进一步明确操作细节。
	关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知	2019/10/16	央行	允许同一境外主体QFII/RQFII和直接入市渠道下的债券进行非交易过户，资金账户之间可以直接划转，同时同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次。
	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》	2019/7/20	央行	允许信用评级，控股理财公司，设立养老金管理公司，设立经纪公司，银行间债券A类主承销；鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司。
	继续扩大金融业开放 推动经济高质量发展——易纲在中国发展高层论坛上的讲话	2019/3/24	央行	金融服务业开放要在持股比例、设立形式、股东资质、业务范围、牌照数量等方面对中外资机构适用同等监管要求和标准，以更加透明、更符合国际惯例的方式同等对待内外资金融机构。
资管新规配套	《特殊机构及产品证券账户业务指南》	2019/12/6	中国结算	将“特殊机构”的范围扩充， 商业银行理财子公司可申请开立证券账户 ，有助于打破多层嵌套，此前商业银行理财子公司的资金可以借助这一通道进入股市。
	《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》（9月发布征求意见稿）	2019/12/2	银保监会	净资本5亿以上，净资产40%、风险资本100%以上。设定1.5%-3%非标风险资产计提比例。
	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	2019/10/18	银保监会	银行 发行结构性存款应具备普通类衍生品交易业务资格 。市场风险资本不得超过银行一级资本的3%。过渡期为施行之日起12个月。
	《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》	2019/10/12	央行	明确了“标债”的定义，列举了公认的“标债”资产，同时进一步细化了《资管新规》对“标债”的五大要求；将此前市场关注的认定存在分歧的金融产品 “非非标”明确为非标资产 ：1）理财登记托管中心的理财直接融资工具；2）银登中心的信贷资产流转和收益权转让相关产品；3）北金所的债权融资计划；4）中证报价系统的收益凭证；5）深交所的债权投资计划、资产支持计划。
业务规范	《关于规范代收业务的通知（征求意见稿）》	2019/12/2	央行	圈定授权方式及适用场景，提出负面清单（不得通过代收业务为各类投融资交易、外汇交易、股权众筹、P2P网络借贷及各类交易和电商平台等办理支付业务），明确代收与小额免密的边界。
	《银行保险机构公司治理监管评估办法》（试行）	2019/11/29	银保监会	对银行保险机构公司治理监管评估打分做出明确规定，每年一评，分5个等级，出现兑付危机等七种情况直接评为E级，一旦评为D或E可能会被采取责令暂停部分业务、停止批准开办新业务、停止批准增设分支机构、限制分配红利和其他收入等监管措施。
	《远程银行客户服务与经营规范》	2019/11/21	银行业协会	首份远程银行团体标准，明确了客服中心与远程银行的概念，突出“客户服务”和“客户经营”两大核心内容，对推动客服中心与远程银行的规范和创新有重要意义，也将对行业数字化转型、金融科技赋能的落地发挥积极作用。
	《关于开展收单机构信用卡违规代还专项规范工作的通知》	2019/11/18	中国银联	强调其已建立侦测模型，并通过大数据搜索、举报投诉等渠道监测，要求各收单机构立即全面自查整改并关停信用卡违规代还业务，进一步加强收单业务合规管理。
	《关于开展网络借贷资金存管测评工作的通知》	2019/11/15	互联网金融协会	组织开展了网贷资金存管测评工作，明确未通过测评的商业银行不得再开展网贷资金存管业务。
	《关于在河北省、浙江省、深圳市试点开展 大额现金管理 的通知（公开征求意见稿）》	2019/11/5	央行	试点时间2年，分地区分阶段实施：1、在河北全面规范商业银行大额现金业务，探索邢台市房地产行业、秦皇岛市医疗行业企业记录并报告大额现金交易；2、在浙江、深圳推广，在浙江探索批发零售、房地产销售、建筑、汽车销售行业企业大额取现及用现额度管理，在深圳探索强化对私账户大额用现管理、加强大额现金出入境及香港地区人民币现金业务情况监测。各地对公账户管理金额起点均为50万元，对私账户管理金额起点分别是河北省10万、浙江省30万、深圳市20万。
	《金融企业财务规则（征求意见稿）》	2019/9/26	财政部	要求 拨备覆盖率超过300%的部分转回留存收益 。
《 商业银行金融资产风险分类暂行办法（征求意见稿） 》	2019/4/30	银保监会	将信用风险计提有贷款扩大到所有受信用风险影响的金融资产。 强制要求预期90天归为次级 ；270天归为可疑；360天归为损失。	
差异化监管	《系统重要性银行评估办法（征求意见稿）》	2019/11/26	央行、银保监会	得分达300分的银行将被纳入系统重要性银行初始名单，按系统重要性得分分组，实行差异化监管。
	深化中小银行改革，健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源解决中小银行发展的体制机制问题	2019/11/6	国务院金融委	金融委对中小银行改革发展问题进行了更为细致和全面的部署，涵盖了体制机制、发展动力、资本补充、商业模式等多个方面。
	《农村中小银行机构行政许可事项实施办法（征求意见稿）》	2019/11/6	银保监会	监管的矛头指向准入标准和治理结构，要求“单个境内非金融机构及其关联方、一致行动人合计投资入股比例不得超过农村商业银行股本总额的10%”，明确了不得作为发起人的条件。
	《关于推进农村商业银行坚守定位强化治理提升金融服务能力的意见》	2019/1/4	银保监会	规定农商行“贷款不能出县，资金不能出省”，应专注服务本地，下沉服务重心。

资料来源：WIND、央行、银保监会、平安证券研究所

2.1.2 信贷政策有保有压，助力实体稳经济是要义

2020 年是中国完成小康目标决胜之年，2019 年中央工作会议明确定调“稳”字当头，会议全文与“稳”相关的词汇共出现 29 次，因此，在经济增长温和下行下，信贷作为逆周期调控的资金来源，将继续以回归本源、助力实体为导向，落实有扶有控差异化信贷政策。

一方面，19 年中央和地方已出台多项政策，促进银行加码中长期贷款投放，引导金融业加大支持制造业、尤其是先进制造业的力度。7 月银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会强调，要提高制造业中长期贷款和信用贷款占比，二季度货政执行报告进一步提出将制造业中长期贷款和信用贷款等指标纳入 MPA 考核，地方层面也在积极推出系列举措引导信贷投向问题。数据角度可以观察到信贷增速的提高和结构的改善：今年前三季度制造业中长期贷款增速明显回升，特别是高技术制造业中长期贷款保持快速增长，9 月末制造业中长期贷款余额同比增长 11.3%，比上年同期高 5.2pct。

另一方面，经济转型和防风险要求下，对房地产、两高一剩、政府平台相关融资长期处于严控。房地产领域坚持“房住不炒”，地方政府化债也严格遵循“遏制隐性债务增量”的大原则，网贷行业加速风险出清、P2P 退出和转型是主基调。

图表18 信贷政策有保有压，助力实体稳经济是要义

类别	政策文件/会议	日期	发布方	摘要
信贷政策	中央经济工作会议	2019/12/12	中央办公厅	深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制， 增加制造业中长期融资 ，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。
	《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》	2019/11/29	银保监会	修订内容包括触发时间和触发条件、资本工具损失吸收顺序、资本工具发行基本原则和工作机制，利于商业银行资本工具发行和创新。
	金融机构货币信贷形势分析座谈会	2019/11/19	央行	金融机构要坚持金融服务实体经济，增强信贷对实体经济的支持力度，发挥好银行体系为实体经济提供融资的关键作用，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配。
	第三季度金融数据新闻发布会	2019/10/15	央行	按“ 358”进度 推动LPR运用：截至2019年9月末，国有大行新发放贷款中应用LPR作为定价基准的比例不少于30%；截至12月末，占比不少于50%；截至2020年3月末，占比不少于80%。
	关于深入开展“信易贷”支持中小微企业融资的通知	2019/9/20	发改委、银保监会	鼓励建设地区性中小企业信用服务平台，对接全国中小企业融资综合信用服务平台，缓解银企信息不对称问题。鼓励金融机构立足提升风险管理能力，减少对抵押担保过度依赖，提高中小微企业贷款中信用贷款占比。支持有条件的地方设立“信易贷”专项风险缓释基金或风险补偿金，弥补企业债务违约等失信行为造成的损失。
	中国人民银行公告〔2019〕第16号 (新发放商业性个人住房贷款利率规定)	2019/8/25	央行	10月8日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的贷款市场报价利率为定价基准加点形成。首套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率， 二套商业性个人住房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点 。人民银行省一级分支机构应按照“ 因城施策 ”原则，指导各省级市场利率定价自律机制，商业用房贷款利率不得低于相应期限贷款市场报价利率加60个基点。
	中国人民银行公告〔2019〕第15号 (完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制)	2019/8/17	央行	公布频次：新LPR报价频率为每月报价一次，改革前为每个交易日发布； 报价方式 ：按公开市场操作利率加点形成； 报价行 ：由10家（主要为大行和股份行）扩大到18家（增加城商行、农商行、外资行和民营银行）； 期限品种 ：新增5年期以上品种。将 LPR应用情况及贷款利率竞争行为纳入MPA 。
	关于进一步加强知识产权质押融资工作的通知	2019/8/16	银保监会、知识产权局	要求大型银行、股份制银行指定专门部门负责知识产权质押融资工作。规定商业银行知识产权质押融资不良率高出自身各项贷款不良率3个百分点（含）以内的，可不作为监管部门监管评级和银行内部考核评价的扣分因素。
	《2019年第二季度中国货币政策执行报告》 (MPA评估中增设制造业中长期贷款和信用贷款等指标)	2019/8/9	央行	重点强调加大金融对制造业的支持力度，表示要在 宏观审慎评估中增设制造业中长期贷款和信用贷款等指标 ，调整小微和民营企业贷款指标，引导金融机构加大对实体经济信贷支持力度。一季度评估已将制造业中长期贷款和信用贷款纳入考核。二季度为配合5月15日起对聚焦当地、服务县域的农商行实施的定向降准，中国人民银行在MPA考核中相应调整了小微和民营企业贷款指标。
	银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	2019/7/31	央行	提高制造业中长期贷款和信用贷款占比。做好小微企业金融服务。减住房不炒。
	增加支小再贷款额度500亿元支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放	2019/7/31	央行	人民银行决定增加支小再贷款额度500亿元，本次增加额度后，全国支小再贷款额度为3695亿元。
	《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见（修订）》（非上市银行优先股发行）	2019/7/19	银保监会、证监会	股东人数累计超过200人的非上市银行，在满足发行条件和审慎监管要求的前提下，将无须在“新三板”挂牌即可直接发行优先股。
	《关于切实做好2019年-2020年金融精准扶贫工作的指导意见》	2019/5/15	央行	要改善货币政策传导机制，加强扶贫再贷款管理，落实普惠金融定向降准政策。要规范和完善扶贫小额信贷管理，稳妥办理续贷和展期，积极应对或将迎来的还款高峰，推动完善扶贫小额信贷风险补偿金的管理使用。
	降低小微企业融资成本政策例行吹风会	2019/4/26	国新办	支持单独制定普惠型小微企业信贷计划。引导银行提高信用贷款比重，降低对抵押担保的过度依赖。
	《商业银行担保物基本信息描述规范》金融行业标准发布会	2019/2/27	央行	统一了担保物描述标准和风险管理的“工作语言”，为我国信贷业务精细化管理和产品服务创新提供了支撑
	《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》	2019/2/25	银保监会	持续优化金融服务体系、抓紧建立“敢贷、愿贷、能贷”的长效机制、公平精准有效开展民营企业授信业务、着力提升民营企业信贷服务效率。从实际出发帮助遭遇风险事件的民营企业融资纾困、推动完善融资服务信息平台、处理好支持民营企业发展与防范金融风险的关系、加大对金融服务民营企业的监管督查力度。
	《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	2019/2/14	中央办公厅	确保对民企的金融服务改善；实施差别化货币信贷支持政策；支持金融机构通过资本市场补充资本；强化融资服务基础设施建设，着力破解民营企业信息不对称、信用不充分等问题；完善服务民营企业的绩效考核和激励机制。
	调整普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准	2019/1/2	央行	将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万元”调整为“单户授信小于1000万元”
区域监管	《关于进一步规范银行业金融机构同业业务的通知》	2019/11/21	北京银保监局	进一步规范辖内银行业金融机构同业业务经营行为，切实防范和控制同业业务风险，更好支持实体经济发展。同业投资非标“应逐步压缩”，不得差额补足、违约回购、流动性支持承诺等。
	《关于做好配合打击惩治“套路贷”加大消费金融业务创新的通知》	2019/11/8	人民银行上海分行	严控资金流向各类助贷平台
	《关于规范银行与金融科技企业合作类业务及互联网保险业务的通知》	2019/10/12	北京银保监局	强调要严格规范银保与金融科技企业助贷合作

资料来源：WIND、央行、银保监会、平安证券研究所

2.1.3 利率并轨迈出重要一步，LPR 报价渐进下行

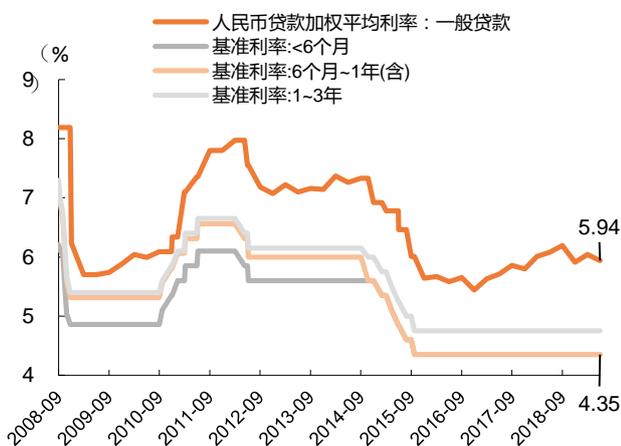
19 年制度改革的重点在于 LPR 报价改革落地，迈出了利率并轨重要一步，虽然改革时间点略超市场预期，但整体改革思路符合之前市场的预期，具体细则还需落地。未来贷款定价引入市场化定价因素，**解决了贷款利率与政策利率和市场利率联动性的根本问题，有助于疏通货币政策传导渠道，降低企业融资成本。**

对于商业银行的影响也有一定分化，**短中期**：参考 MLF 利率后的 LPR 存在一定下行空间，同时降息环境下未来市场利率还有下行压力，贷款收益率降低将压降存贷利差，主要将影响商业银行 2020 年的业绩。另外存款端目前利率改革还未推进，未来成本还将相对刚性，也将影响存贷利率。**长期**：

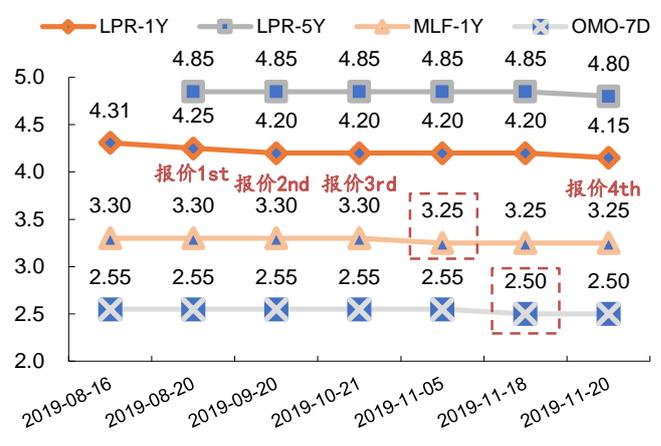
利率完全放开后波动性加大，瓦解原有的低利率保障体系，利率风险加剧经营脆弱性，对商业银行风险定价能力提出了更高要求，倒逼银行重新审视客户结构、产品业务体系，提升精准定价和稳定负债，未来银行息差也面临进一步分化，客户基础好、定价市场化的银行有相对优势。此外，按揭利率设定下限，首套房贷款利率不低于最近一个月相应期限 LPR，二套房贷款利率不低于最近一个月相应期限 LPR 加 60 个基点，定价“因城施策”将影响银行信贷资产配置结构。

央行启动贷款市场报价利率(LPR)改革已逾 3 个月，取得阶段性成效。价：自 8 月 20 日首次发布新 LPR 至 11 月 20 日第四次报价，1 年期 LPR 已较同期限贷款基准利率低 20 个基点，5 年期 LPR 较同期限贷款基准利率低 10 个基点。量：央行督促金融机构抓紧运用 LPR 定价，9 月新发生贷款中运用 LPR 定价的占比已达 46.8%，其中主要运用于企业贷款。随着 LPR 改革效果的逐步显现，市场利率向贷款利率的传导效率提升，带动企业贷款利率下降，9 月份新发放企业贷款利率较 2018 年高点下降 0.36 个百分点，初步体现了以市场化改革方式降低贷款实际利率的政策效果。

图表19 过去：基准利率主导商业银行利率定价体系



图表20 现在：市场利率引导 LPR 下行



资料来源：WIND、平安证券研究所；注：数据时间截至2019H1

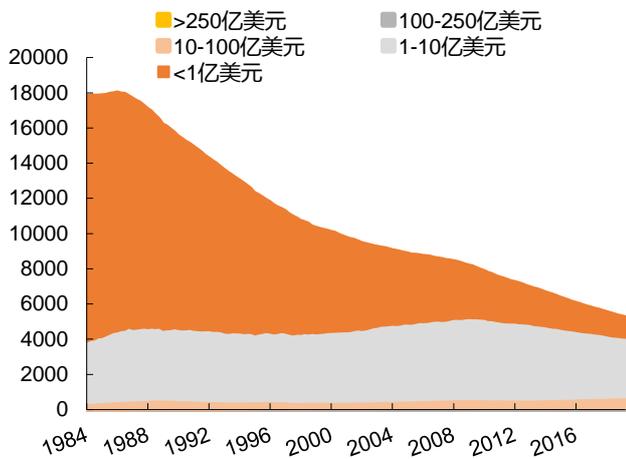
资料来源：WIND、平安证券研究所

2.1.4 他山之石：找准战略定位，行业格局分化加剧

差异化监管是银行业差异化发展的客观需要，我国受实体经济发展中的差异化需求影响更深，大银行承担系统性风险，区域性银行面临更多小微企业和社区金融需求。参考美国银行业的差异化监管体系¹，经历了对小银行设定更严格的资本要求、加强大银行风险监管、从单方面资本监管差异化拓展到构建资本、流动性、风险披露等多层次差异化监管体系几个阶段，行业逐渐形成差异化经营格局；行业集中度不断提升，但以社区银行为代表的中小银行仍然在美国银行体系中居于重要地位，资产规模在 1-10 亿美元的中小银行数量维持稳定。

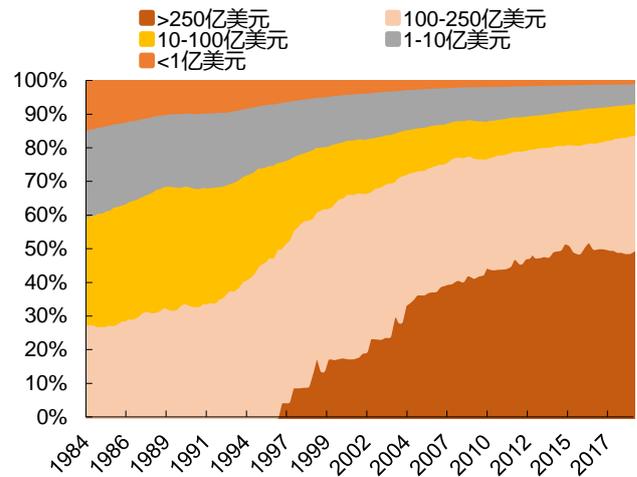
¹ 资料来源：《浅谈中美银行业差异化监管政策与借鉴》，张帆。

图表21 美国小型银行数量持续下降



资料来源：FDIC、平安证券研究所

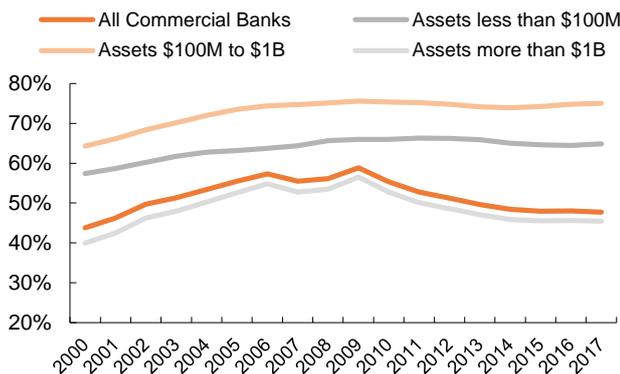
图表22 美国商业银行行业集中度不断提升



资料来源：FDIC、平安证券研究所

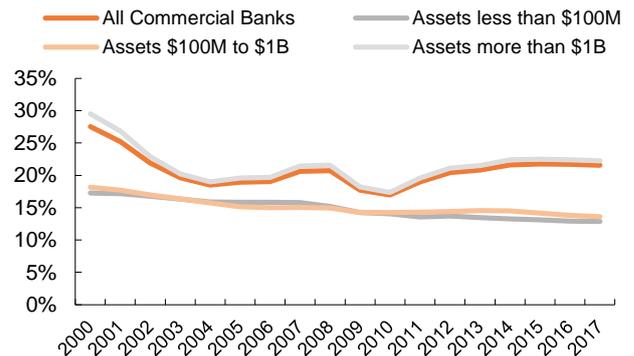
业务层面来看，美国区域性中小银行将当地中小企业、社区居民和农户视为主要的服务对象，大中银行则主要面向高中端企业客户，因此大行通常是批发贷款人，致力于商业贷款和个人贷款；小行则侧重零售信贷，致力于房地产贷款和农业贷款。小银行通过以专补缺、以质取胜的集中专营方式，针对性地满足目标客户群的需要。数据来看，在美国，资产规模在 10 亿美元以下的银行对中小企业的贷款占总贷款额的比重达到 30%-80%；而资产规模在 100 亿美元以上的大银行的上述比重仅 15.6%。分业经营主导下，银行差异化的客群和业务定位，赋予了中小银行更高的净息差和更优异的资产质量。结合我国差异化监管思路，未来聚焦特定业务领域、经营特色鲜明、有稳定客群基础的银行将享有政策红利。

图表23 小行发放较多房地产贷款



资料来源：FDIC、平安证券研究所

图表24 大行工商贷款配置比例高于中小行



资料来源：FDIC、平安证券研究所

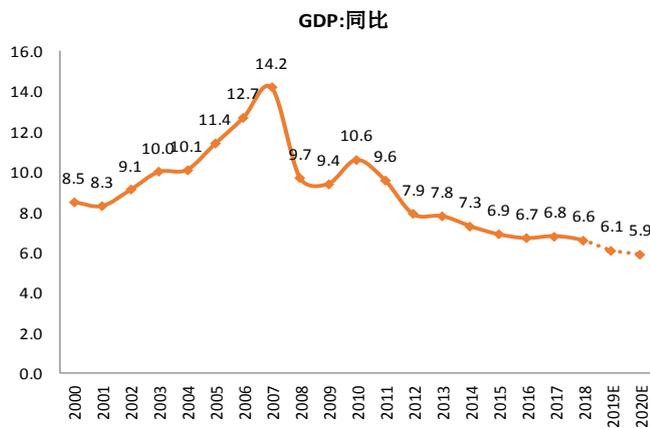
2.2 宏观经济：经济下行压力不减，监管加强引导干预保证服务实体

2019 年一、二、第三季度的 GDP 增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%，前三季度实际 GDP 增速 6.2%，上年同期为 6.7%，其中三季度 GDP 增速创 1991 年以来新低。根据平安宏观团队预测，2020 年中

国经济依然存在下行压力，但下行幅度有限，预计全年 GDP 增速小幅回落至 6.0%左右；若考虑到 2018 年第四次经济普查将对 GDP 增速进行小幅向上修正,2020 年 GDP 增速或放缓至 5.9%左右。

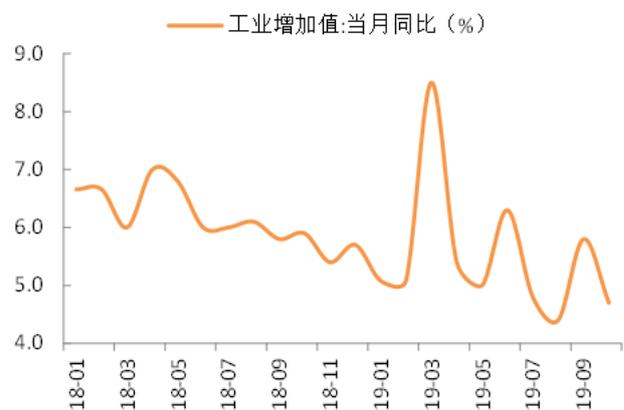
消费、投资、外贸走势可能存在分化：一方面，消费受居民可支配收入增速的支撑而逐渐企稳，但掣肘于杠杆率的高企难有亮眼表现，消费震荡中枢料将小幅下移，不过汽车和地产消费有望边际改善；另一方面，固定资产投资在地产投资韧性仍存以及基建投资回暖的支撑下将会小幅反弹，制造业投资仍将保持低位震荡，2020 年支撑制造业投资的有利因素来自外围环境的不确定性边际好转、工业企业利润边际修复以及 2019 年的低基数效应；此外，出口受全球经济回落及多轮关税负面影响的显现将继续保持弱势，“衰退型”顺差对经济的支撑将会减弱。

图表25 GDP 增速走势



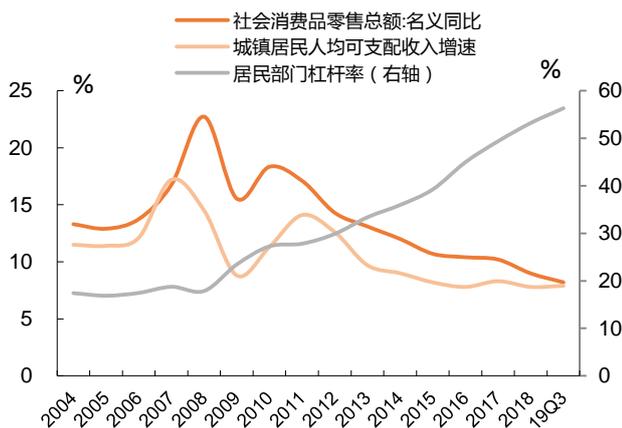
资料来源：WIND、平安证券研究所宏观团队

图表26 生产端：工业增加值增速



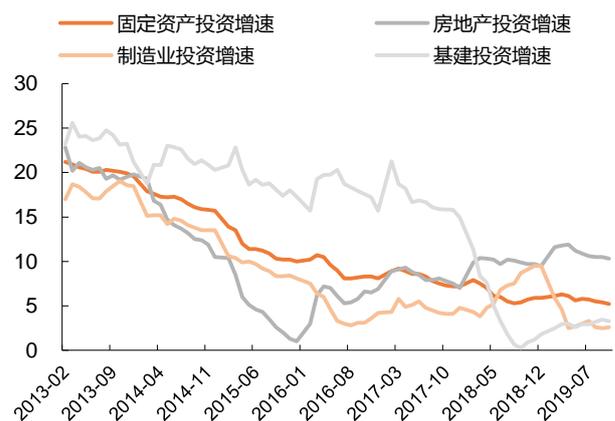
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表27 需求端：居民可支配收入增速保持高位且相对稳定，居民杠杆率高企



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表28 需求端：1-10月固定资产投资累计增速 5.2%，同比下滑



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表29 2020年经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2018	2019Q3	2019-10	2019E	2020Q1	2020E
经济增长						
GDP同比 (%)	6.6	6.0	-	6.1	6.1	5.9
工业增加值同比 (%)	6.2	5.6	4.7	5.3	6.0	5.0
固定资产投资累计同比 (%)	5.9	5.4	5.2	5.0	6.0	5.6
名义消费同比 (%)	9.0	7.6	7.2	8.1	8.2	7.8
出口同比 (%)	9.9	-0.3	-0.9	-0.5	-2.2	-2.0
进口同比 (%)	15.8	-6.4	-6.4	-5.2	-4.0	-1.5
贸易盈余 (亿美元)	3518.0	1182.1	428.1	4453.0	808.3	4262.5
通货膨胀						
CPI同比 (%)	2.1	2.9	3.8	2.8	4.4	3.3
PPI同比 (%)	3.5	-0.8	-1.6	-0.5	-0.2	0.1
货币信贷						
M2同比 (%)	8.1	8.5	8.4	8.4	8.6	8.5
1年期存款利率 (%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
存款准备金率-大型机构 (%)	14.5	13.0	13.0	13.0	13.0	11.5
人民币兑美元汇率中间价	6.9	7.0	7.1	7.0	7.0	6.9

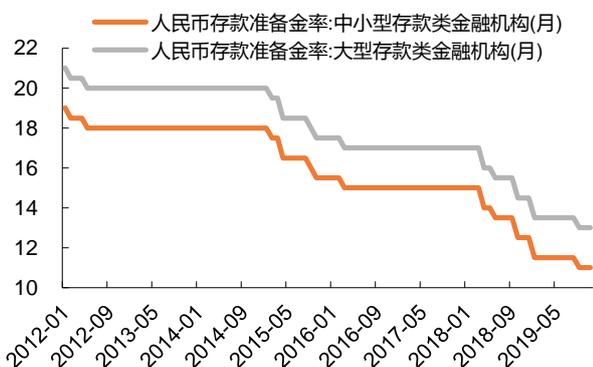
资料来源: Wind, 平安证券研究所宏观团队

2.3 货币政策：相机抉择刚柔并济，2020 宽流动性有掣肘也有空间

2019 年货币政策更注重中长期资金的投放，为宽信贷营造更适宜的流动性环境，同时在操作时点上相机抉择。一方面，公开市场操作数量投放较上年有所收缩，但从降准释放资金的角度，2019 年货币政策宽松的力度更大：2019 年 1 月两次全面降准释放资金 1.75 万亿、5-7 月份三次下调县域农商行存款准备金率释放资金约 2800 亿元、9 月全面降准约释放 8000 亿元资金、10 月和 11 月两次下调城商行准备金率释放资金约 800 亿元，累计通过降准释放 2.91 万亿元。

另一方面，通过结构性的货币政策操作防范市场风险、引导市场预期：Q1 金融数据表现超预期上行，央行回笼货币对冲；Q2 包商事件导致银行间市场流动性分层问题凸显，央行货币投放边际转松，超额续作 MLF、增加再贴现额度、定向 SLF、拓宽合格抵押品范围等一揽子货币政策工具体现了央行对市场的呵护；Q3 市场通胀预期抬头，中美贸易摩擦加剧，央行锁短放长“三档两优”存准体系进一步完善；进入 Q4 逆回购操作频率明显降低，但 11 月央行通过下调 MLF 利率 5BP 引导 LPR 报价下行，再次向市场传递货币政策仍在稳增长，由猪肉价格大幅上涨带动的结构性通胀对货币政策宽松的约束有限，缓解市场对货币政策悲观的担忧。

图表30 2019年央行三次降准



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表31 全面和定向降准结合，建立差异化准备金政策

时间		降准幅度	降准规模
公告	实施		
1月4日	1月15日, 1月25日	下调1个百分点, 其中, 1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。一季度到期的中期借贷便利 (MLF) 不再续做	1.5万亿元 (考虑MLF等之后净增规模8000亿元)
5月6日	5月15日, 6月17日和7月15日	对聚焦当地、服务县域的中小银行实行较低的优惠存款准备金率, 即对仅在本县级行政区域内经营, 或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农商行, 执行与农村信用社相同档次的存准率 (8%)	2800亿元
9月6日	9月16日, 10月15日和11月15日	全面下调0.5个百分点 (不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司); 再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调1个百分点, 于10月15日和11月15日分两次实施到位, 每次下调0.5个百分点	8000亿元, 1000亿元

资料来源: WIND、央行、平安证券研究所

图表32 总量和结构性操作多措并举，强化中小银行流动性支持（单位：亿元）

	逆回购	MLF	TMLF	SLF	国库现金定存	PSL	降准	净投放
2018Q1	-9,600	3,955	-	-822	500	3,038	4,500	1,571
2018Q2	3,400	-4,965	-	88	500	1,938	4,000	4,961
2018Q3	-4,700	9,625	-	-96	1,900	519	7,000	14,248
2018Q4	4,500	-4,515	-	453	-3,900	1,424	-	-2,038
2019Q1	-6,115	-12,050	2,575	-601	-1,000	1,615	15,000	-576
2019Q2	5,575	-455	2,674	503	800	-279	2,800	11,618
2019Q3	-2,300	-5,140	2,977	-230	-1,800	39	9,000	2,546

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表33 通过公开市场操作维持 DR007 在合意区间

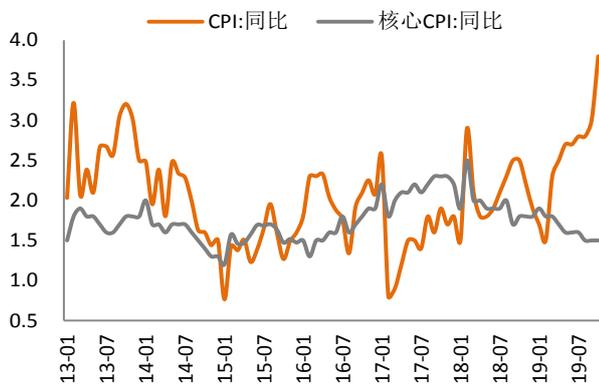


资料来源：WIND、平安证券研究所

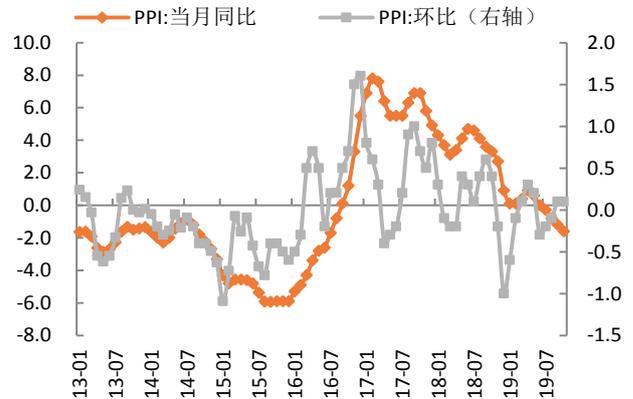
展望 2020 年，货币政策预计维持稳健，市场流动性保持合理充裕。一方面，宏观经济周期性下行压力对低利率环境仍有需求，在全球经济普遍回落、各国开启降息潮的情况下，预计货币政策中长期温和宽松的趋势不变。11 月 17 日央行三季度货币政策报告没有再提及“把好货币供给总闸门”，将“适时适度进行逆周期调节”的表述调整为“加大逆周期调节力度”，降实体融资成本仍是现阶段货币政策目标。另一方面，宽松幅度有限源于几大掣肘因素：1、经济温和下行，空间有限，不存在大幅放松的基础，监管提出“珍惜正常货币政策的空间”；2、从 19 年货币政策操作的阶段性差异可以看出，政策目标更多是对冲结构性的风险，经济边际企稳市场预期好转时，央行更多采取结构性施策引导市场利率重回合意区间；3、通胀走高制约宽货币空间，但目前看结构性通胀不会对货币政策形成方向性影响。

总体而言，预计 2020 年货币政策或将保持稳健中性，更多通过疏通货币政策传导机制，从数量调控向价格调控渐变，来实现宽货币向宽信用的转化，市场流动性预计将维持合理充裕的基调。

图表34 CPI与核心CPI走势(%)



图表35 PPI走势(%)



资料来源: WIND、平安证券研究所

资料来源: WIND、平安证券研究所

三、2020年行业经营情况分析

3.1 息差: 利率并轨深化, 息差面临温和下行

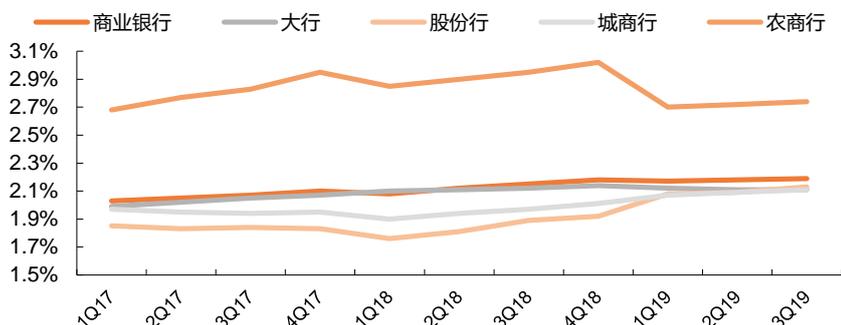
从银保监会数据来看, 19年前三季度商业银行净息差分别为 2.18%、2.17%、2.19% 基本保持平稳, 同比小幅提升。息差存在韧性源于资产配置向信贷倾斜带动资产端收益率上行, 以及低市场利率环境下的负债端成本缓释。结合上市银行披露的细节数据, 存款成本率普遍上行情况下, 股份行明显受益于主动负债利率下行, 息差走阔。展望 2020 年, 行业息差易下难上。

图表36 上市银行 2019H1 披露息差表现

证券简称	公布净息差 (%)			生息资产收益率 (%)			付息负债成本率 (%)			贷款平均余额占比 (占生息资产, %)			贷款平均收益率 (%)			存款平均余额占比 (占付息负债, %)			存款平均成本率 (%)		
	19H1	VS 2018A	VS 18H1	19H1	VS 2018A	VS 18H1	19H1	VS 2018A	VS 18H1	19H1	VS 2018A	VS 18H1	19H1	VS 2018A	VS 18H1	19H1	VS 2018A	VS 18H1	19H1	VS 2018A	VS 18H1
工商银行	2.29	(0.01)	(0.01)	3.89	0.08	0.10	1.76	0.11	0.13	59.02	0.21	0.04	4.50	0.12	0.17	85.33	0.22	(0.50)	1.57	0.12	0.14
建设银行	2.27	(0.04)	(0.07)	3.88	0.06	0.07	1.76	0.12	0.15	61.09	(0.44)	(0.28)	4.49	0.15	0.18	85.03	0.09	(0.41)	1.55	0.16	0.21
农业银行	2.16	(0.17)	(0.19)	3.83	0.01	0.02	1.81	0.19	0.24	56.52	0.85	0.88	4.42	0.02	0.03	87.22	(1.12)	(1.86)	1.60	0.21	0.25
中国银行	1.83	(0.07)	(0.05)	3.69	0.05	0.09	1.98	0.13	0.15	59.21	0.40	0.49	4.31	0.09	0.14	79.90	0.59	0.22	1.81	0.18	0.20
交通银行	1.58	0.07	0.17	4.09	0.08	0.14	2.61	(0.01)	(0.04)	54.32	1.11	1.46	4.96	0.09	0.15	67.96	0.51	0.76	2.38	0.11	0.12
招商银行	2.70	0.13	0.16	4.47	0.13	0.15	1.89	(0.01)	(0.01)	63.56	2.31	2.58	5.31	0.18	0.23	73.18	0.27	0.44	1.53	0.08	0.10
兴业银行	2.00	0.17	0.22	4.40	(0.04)	(0.09)	2.69	(0.21)	(0.32)	51.09	6.99	9.13	4.74	0.05	0.06	51.25	3.78	5.62	2.37	0.18	0.29
浦发银行	2.12	0.18	0.35	4.62	(0.02)	0.04	2.55	(0.22)	(0.33)	59.10	0.87	3.08	5.42	0.08	0.11	55.05	1.70	3.09	2.10	0.17	0.26
中信银行	1.96	0.02	0.07	4.33	0.00	0.06	2.46	(0.02)	(0.01)	63.52	0.42	1.10	4.86	0.00	0.06	67.55	(1.69)	(1.35)	2.06	0.18	0.29
民生银行	2.00	0.27	0.36	4.48	(0.05)	0.02	2.74	(0.15)	(0.18)	50.09	(0.21)	0.97	5.31	0.13	0.24	54.35	2.34	3.91	2.40	0.23	0.44
光大银行	2.28	0.54	0.65	4.77	0.51	0.17	2.62	(0.16)	(0.22)	57.55	0.96	2.45	5.68	0.99	0.34	60.87	4.55	5.06	2.27	0.12	0.17
平安银行	2.62	0.27	0.36	5.23	0.12	0.28	2.69	(0.16)	(0.20)	59.05	1.64	2.39	6.67	0.22	0.68	64.85	2.59	4.01	2.49	0.07	0.14
华夏银行	2.09	0.14	0.23	4.31	(0.09)	(0.06)	2.35	(0.25)	(0.32)	59.46	3.58	4.03	4.74	(0.30)	(0.29)	59.12	1.33	0.20	1.79	0.09	0.13
北京银行	1.91	0.03	0.09	4.34	(0.05)	0.00	2.51	(0.18)	(0.21)	52.28	3.14	3.70	4.81	0.15	0.24	59.93	0.71	0.13	1.90	0.14	0.19
上海银行	1.69	(0.07)	0.14	4.45	0.00	0.11	2.52	(0.12)	(0.20)	50.64	6.26	7.73	5.40	0.12	0.30	55.26	1.52	2.11	2.16	0.15	0.20
江苏银行	1.83	0.24	0.26	4.57	0.07	0.03	2.93	(0.22)	(0.28)	55.17	8.24	9.75	5.32	0.24	0.25	60.52	1.04	(0.01)	2.57	0.10	0.19
南京银行	1.94	0.05	0.05	4.85	0.15	0.20	2.78	(0.08)	(0.04)	41.51	6.42	8.27	5.81	0.26	0.34	68.04	2.20	1.46	2.50	0.12	0.22
宁波银行	1.81	(0.16)	0.00	4.64	(0.03)	0.09	2.28	(0.19)	(0.19)	41.72	3.97	3.55	5.96	0.18	0.36	65.89	3.26	3.51	1.82	0.02	0.06
杭州银行	1.77	0.06	0.05	4.59	0.13	0.06	2.69	(0.11)	(0.17)	44.73	5.69	7.57	5.48	0.35	0.34	60.52	1.68	2.57	2.36	0.25	0.32
贵阳银行	2.27	(0.06)	(0.07)	4.91	0.01	0.03	2.68	0.02	0.03	37.17	3.28	8.27	5.80	(0.29)	(0.03)	66.16	(2.70)	(2.75)	2.15	0.41	0.59
成都银行	2.15	(0.06)	(0.01)	4.28	0.01	(0.02)	2.03	(0.03)	(0.09)	42.94	5.30	4.90	5.06	0.07	0.13	78.70	(3.05)	(4.08)	1.66	0.14	0.13
常熟银行	3.03	0.03	0.16	5.31	(0.05)	0.02	2.43	(0.04)	(0.09)	54.97	3.26	4.49	6.67	(0.09)	(0.10)	76.09	7.01	6.52	2.20	0.20	0.20
无锡银行	2.01	(0.15)	(0.18)	4.36	(0.08)	(0.14)	2.55	0.09	0.04	50.86	(1.76)	(1.28)	5.12	0.00	0.04	91.85	(1.49)	(3.52)	2.35	0.11	0.07
江阴银行	2.36	(0.31)	0.02	4.50	(0.24)	0.14	2.41	0.09	0.15	51.28	(1.63)	(2.32)	5.58	(0.08)	0.08	80.27	(1.21)	(1.44)	2.04	0.02	0.00
张家港行	2.85	0.29	0.31	4.82	0.20	0.28	2.27	0.09	0.09	52.75	(0.01)	1.17	6.18	0.25	0.36	77.35	1.33	0.99	2.09	0.19	0.24
苏农银行	2.52	(0.05)	(0.57)	4.34	1.32	(0.55)	1.91	(0.04)	0.01	60.63	45.78	1.23	5.60	(0.03)	(0.17)	89.99	2.73	(3.22)	1.76	0.16	0.26

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表37 股份行和城商行息差持续上行



资料来源: 银保监会, 平安证券研究所

3.1.1 资产端: 贷款利率换锚, 2020 年资产收益率打开下行空间

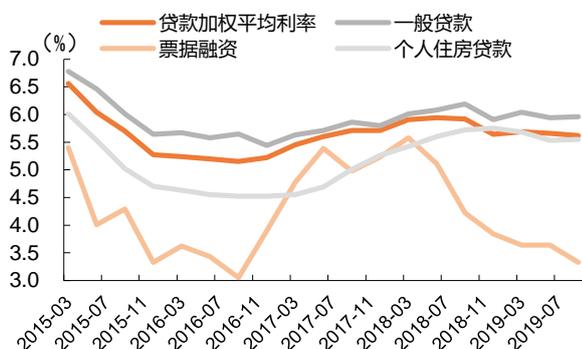
利率并轨压力显现, 贷款利率下行托底实体经济

总量来看, 贷款利率下行的压力来自无风险利率下行引导, 因为贷款利率可以拆分为无风险利率和信用溢价的叠加, 无风险利率长期取决于名义经济增长率, 信用溢价取决于经济质量和信用风险预期。而我国目前经济结构正处于从投资驱动向消费驱动的转型阶段, 去杠杆影响下, 货币增速中枢降低, 导致通胀预期下降、融资需求回落, 这意味着未来我国或将长期进入低利率时代。

供给来看, 利率并轨加速推进, 政策利率引导 LPR 报价下行。一方面, 因企业融资成本下行是中长期政策导向, 目前监管强调降实体融资成本有所成效, 前三季度新发放普惠型小微企业贷款利率 6.75%, 比 2018 年全年平均水平下降 0.64 个百分点, 降实体融资成本下, 贷款利率存在下行压力。另一方面, 低利率环境有助于缓释利率市场化对银行体系和资本市场的冲击。美国利率市场化过程中处于美联储加息周期, 基准利率的上升带动银行负债端成本大幅抬升, 银行盲目提升风险偏好最终引发储贷危机。并且随着 LPR 下行以及新增贷款换锚占比提升, 对银行息差的压力集中在 2020 年体现。

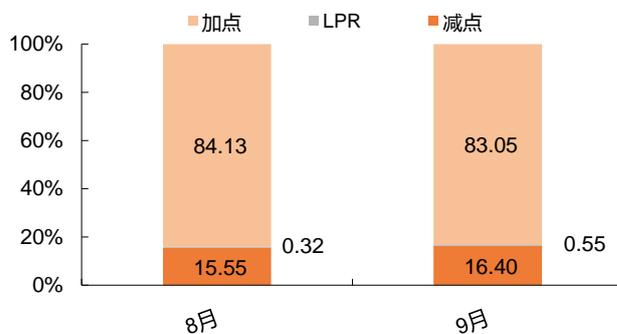
需求来看, 流动性充裕但信贷需求未见明显改善, 不规范的融资渠道和高风险领域受到严控, 优质资产竞争仍然激烈, 资产荒是否缓释要看后续宏观经济企稳回升的节奏。

图表38 前三季度贷款加权平均利率同比下行



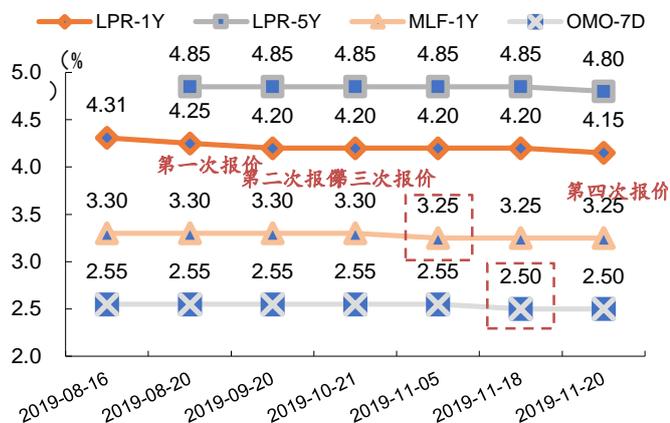
资料来源: WIND、货币政策执行报告、平安证券研究所

图表39 8-9月金融机构人民币贷款利率区间占比: 执行LPR 加点银行占比下行



资料来源: WIND、货币政策执行报告、平安证券研究所

图表40 市场利率引导LPR下行



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表41 全国普惠小微贷款利率稳步压降



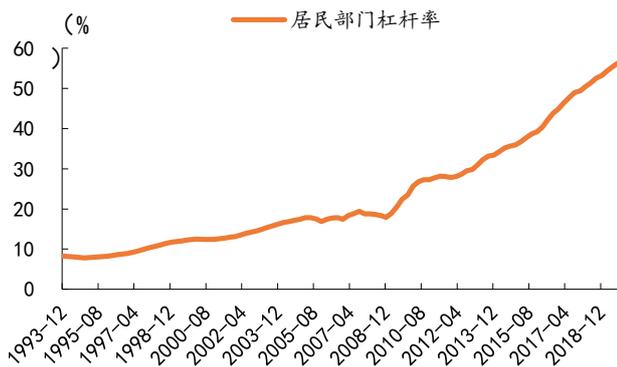
资料来源: WIND、银保监会、平安证券研究所

■ 严监管约束信贷配置风险偏好，压缩收益空间

银行虽然有下沉客户的动力，但严监管制约了风险偏好大幅提升，银行基于资产质量因素资产端扩张也偏审慎。一方面，居民杠杆率持续攀升（19Q3居民杠杆率56.3%，较2018年末上升3.1pct），虽距美日高点有差距，但居民杠杆的过快上升将抑制居民消费，带来金融风险积聚等问题，部分银行19年以来零售贷款不良率已出现上行趋势，宏观经济稳定性欠佳情况下，银行或将收敛风险偏好，提升客群准入标准。另一方面，监管落脚网金、消费贷的违规投放，高息短贷投放受限，压缩银行收益空间。

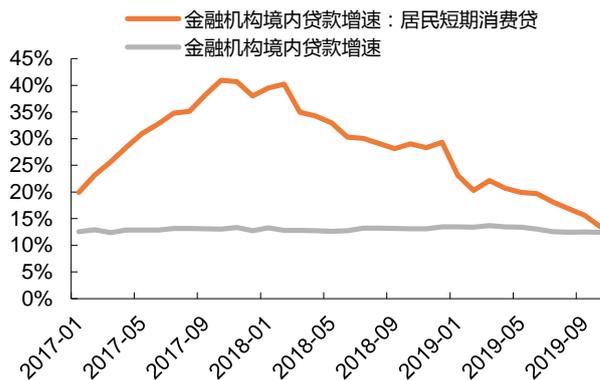
综上，随着货币传导机制进一步畅通，预计2020年贷款利率稳步下行，带动行业息差下行加快，但通胀制约降息节奏、负债制约资金成本下，预计贷款利率下降幅度温和。

图表42 居民杠杆率持续攀升



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表43 居民短期消费贷增速向贷款总增速收敛



资料来源: WIND、平安证券研究所

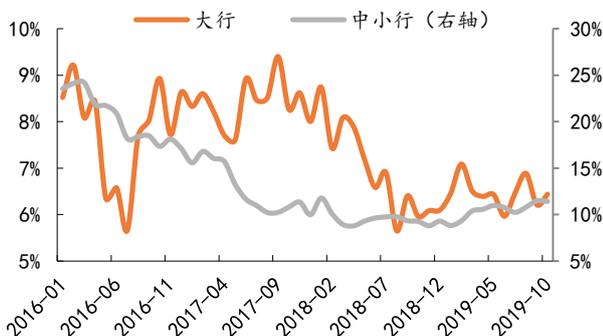
3.1.2 负债端：2020 年存款仍是竞争焦点，定期化加剧成本上行

■ 供（总量）：低总量下存款竞争延续

2019 年以来，银行存款增长态势较 18 年企稳且略有回升，归因看一方面得益于信贷大力度投放拉动、财政支出前置，以及非标融资压降边际放缓，另一方面阶段性的 P2P 网贷等民间借贷面临严监管，理财产品收益也持续走低，或导致部分资金回流。展望未来，逆周期政策有加码趋势，信贷、专项债支撑社融增速企稳，我们认为存款增长边际向好但“存款荒”依然存在，源于宏观经济承压、M2 增速下行，货币派生减缓从总量层面给存款增长造成压力。

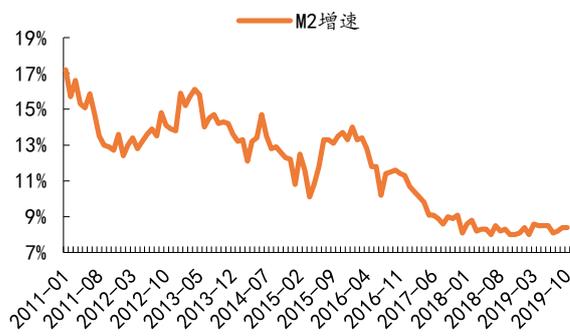
商业银行体系是信用派生的核心媒介，货币供给取决于央行基础货币投放和银行体系信用派生。在基础货币投放稳健中性下，存款压力更多来自货币派生的走弱。银行信用派生存在贷款、买债、非标等形式的信用投放派生途径，主要取决于其资产端扩张意愿和能力，受宏观经济带动的信贷需求的影响，在去杠杆和金融监管逐步加强背景下，银行资金运用更加规范，金融部门内部资金循环和嵌套减少，派生效应削弱。

图表44 存款增速企稳略有回升



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表45 M2 增速底部震荡

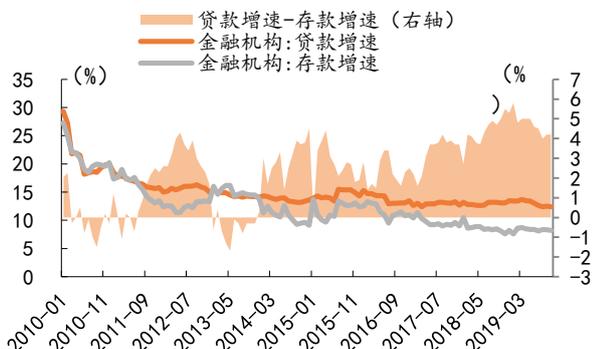


资料来源：WIND、平安证券研究所

■ 需：流动性风险监管强化存款重要性

2018 年 5 月出台的流动性风险监管新规，引入净稳定资金比例和流动性匹配率，目的是防止商业银行过度期限错配。流动性监管指标赋予了存款相对较高的差异化折算率，考虑到今年以来存贷款增速差额虽然有所收敛，但仍处于 5% 高位，存贷比持续上行至 74.4% 创 2010 年以来新高，信贷投放加强导致对存款来源施加了越来越大的压力，加剧揽储竞争。

图表46 金融机构存贷款增速差距收窄，但仍维持高位



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表47 贷存比创新高

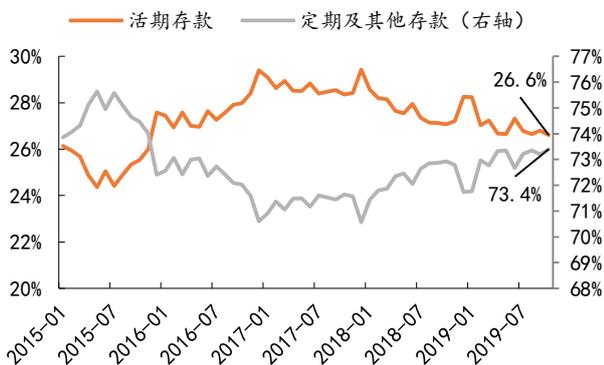


资料来源：WIND、平安证券研究所

■ 供（结构）：企业存款不足+定期化加剧成本上行

存款结构的变动也趋向于抬升银行负债端成本。一方面，企业存款增量较弱，前十个月新增存款的60%来自居民储蓄，定期化加剧成本上行。另一方面，监管压降不合规结构性存款，但对行业负债端存款增长影响有限，因为其一，结构性存款占比不高，截至10月末结构性存款规模10.35万亿，占行业总存款的比重仅为6%；其二，结构性政策不影响银行体系货币总量，存款总量稀缺的问题依然存在，但会导致部分不具备结构性存款发行资质的中小银行面临更大揽储压力。并且大额存单作为定价相对市场化的长期稳定的一般性存款，受到更多银行青睐，近期大额存单明显多发（Q1-3大额存单发行量9.8万亿，同比多增50%），且利率不断上调。

图表48 存款定期化趋势



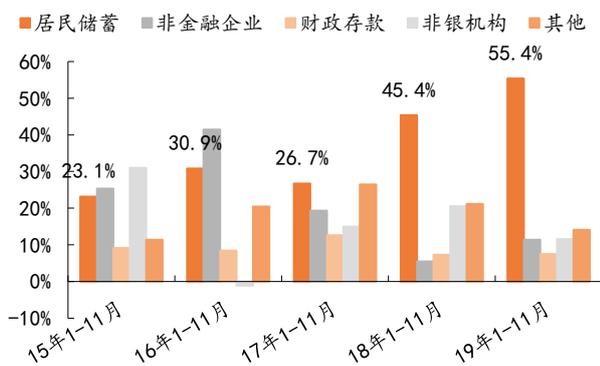
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表49 结构性存款规模缩量，占比触顶回落



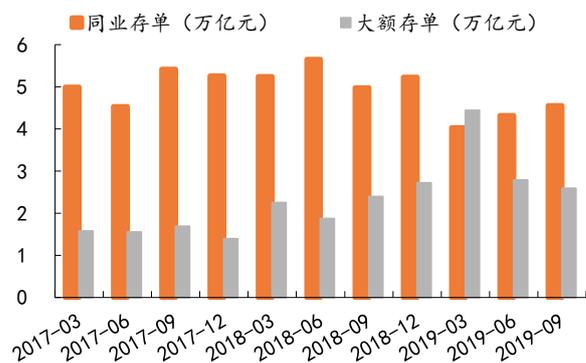
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表50 企业存款增量较弱，前11个月新增存款的60%来自居民储蓄



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表51 一季度大额存单显著多发，同业存单发行量回升



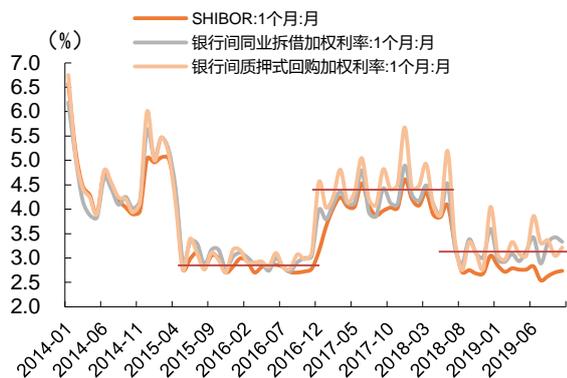
资料来源：WIND、平安证券研究所

■ 主动负债：流动性充裕但重定价红利消逝，信用定价分化

自2018年下半年货币政策转向结构性宽松至今，银行息差受益于负债端重定价而上行的趋势几近尾声，市场利率下行空间有限。9月下旬以来，银行同业存单发行利率持续超过到期存单利率，揭示银行负债端边际成本提升。

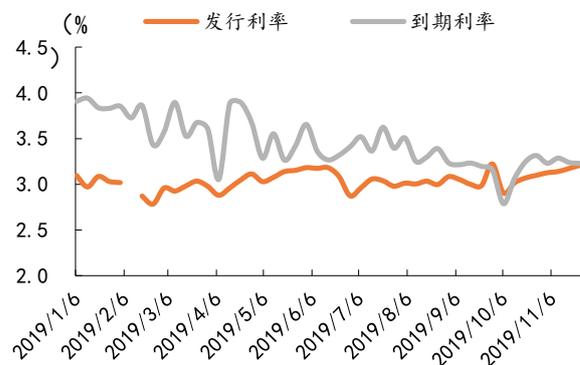
并且，包商事件过去近半年，对中小银行同业融资能力的负面影响难以修复如初，城农商行同业存单发行成功率都有明显下探，中小银行同业存单（1年期等）发行利率显著走高。未来信用分化和重定价是长期趋势，部分中小行同业融资信用利差将提升，也将加剧息差分化。

图表52 市场利率下行空间有限



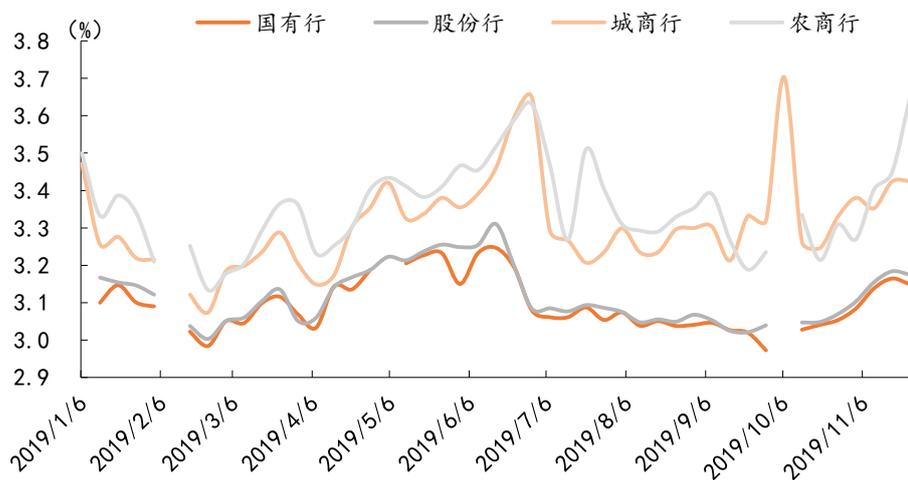
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表53 同业存单发行利率和到期利率利差收窄



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表54 信用定价继续分化



资料来源: WIND、平安证券研究所

值得注意的是，负债成本高企已引起监管注意，降贷款利率首先要降负债成本，但考虑到存款稳定的重要性，市场化是缓慢的过程。因此短期需要监管引导银行将负债需求择机置换到低成本负债，这主要涉及期限（长换短）和产品（存款换成同业，前提是流动性达标）的灵活调整。长期看，无需担心存款利率进一步抬升，存款利率市场化会引导存款成本率回归市场资金利率水平。

3.2 规模：生息资产扩张有支撑，宽信贷环境保持，但更注重结构性供给

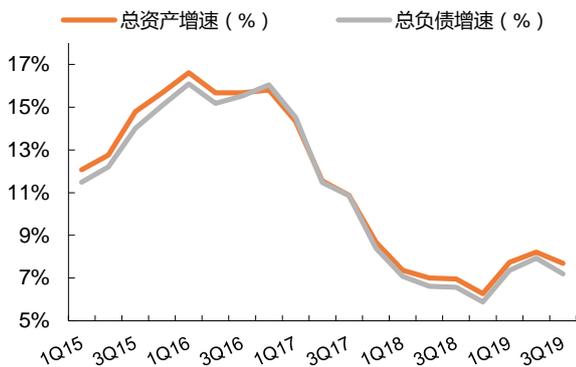
■ 供需：寻找稳增长的宏观需求与资产荒的平衡

19年市场关注的焦点在于真实信贷需求是否修复，结合前文我们对金融和社融数据的分析，中长期贷款结构性向好，但更多受政策主导的供给端因素推动。2020年预计信贷依然主导生息资产规模，整体保持稳健。

➢ **制约 1：**一方面，宏观经济延续回落，固投增速持续下行，信贷有效需求较弱；另一方面，市场流动性充裕，资产收益率保持低位，随着非标认定政策落地，影子银行信用收缩趋势不变，地产、地方政府债务控制等监管政策没有明显放松，“资产荒”还在延续。

- **制约 2:** 一方面, 经济动能不强, 存款派生受限, 竞争加剧; 另一方面, 包商事件后中小银行流动性分层和信用分层等问题仍然不同程度存在, 存在资本、负债和资产质量压力的中小银行下半年已经出现缩表迹象, 这也会对 2020 年信用扩张形成拖累。
- **支撑 1:** 解决融资难及加强银行引水渠的传导下, 信贷增量有支撑, 如对小微贷款的“两增两控”目标, 下半年提出加大对制造业、服务业等行业信贷支持力度, 以及二季度货政执行报告提出将中长贷纳入 MPA 考核。
- **支撑 2:** 流动性宽裕缓解负债端压力, 资本补充提速; “三档两优”准备金框架建立, 监管致力于从银行体系出发优化实体融资环境。

图表55 行业资产负债规模增速触顶回落



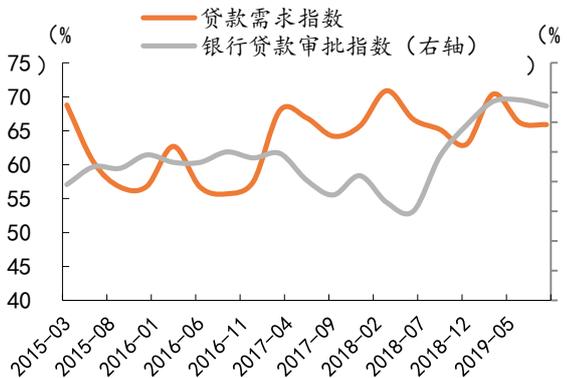
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表56 固投增速持续下行



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表57 贷款审批加速, 但需求未现明显提振



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表58 低市场利率下票据发行增速居高位



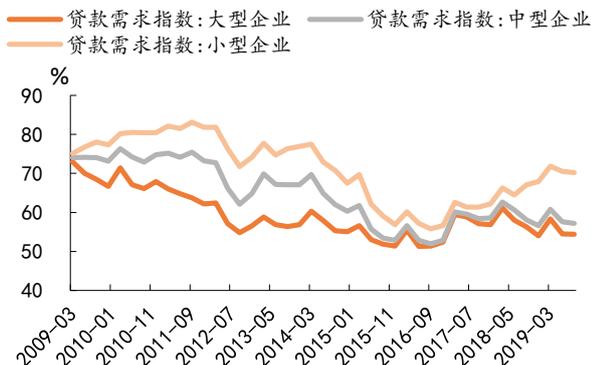
资料来源: WIND、平安证券研究所

■ 结构: 机构扩表差异化, 信贷投向差异化

结合频频落地的信贷政策, 2020 年信贷投放将更注重结构性供给, 基建、制造业和房地产领域是优化信贷结构的发力点。随着 MPA 考核机制完善, 制造业和全口径房地产领域信贷投放纳入 MPA 考核, 叠加利率下行周期金融机构存在拉长资产久期的动力, 基建贷款占比持续提升。与之相对应的是, 房地产市场调控仍将延续“一城一策、因城施策”模式, 房地产融资将“稳中趋紧”, 不合规融资渠道将被严控, 但表内住房按揭贷款增长仍存一定韧性, 住房按揭贷款利率下行空间相对有限。

年内各类银行规模增速走势分化，虽然在信贷投放提速情况下资产扩表快于上年同期，但季度环比看，大行 Q3 规模增速止升回落 0.7pct 至 7.6%，城商行连续两个季度下行（Q3 环比 Q2 收窄 2.3pct 至 9%），而股份行和农商行增速仍稳中有升，得益于资产端调结构，股份行以 9.3% 的规模增速超过城商行居各类别银行首位。未来资产端信贷投放能力、稳定负债能力的差异化，都将导致银行扩表差异化。

图表59 小企业贷款需求指数高于中大型企业



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表60 上市银行上半年基建类贷款投放比例继续提升



资料来源：WIND、平安证券研究所

3.3 表外：理财子公司改革取得积极进展，净值化推进助力中收修复

配套细则落地、政策体系逐步完善，理财子公司筹建取得积极进展。2018 年资管新规及理财管理办法出台，从顶层设计重塑了银行理财业务模式，打破刚兑、产品净值化已成为未来银行理财的发展趋势；19 年下半年理财子公司净资本管理办法、标准化债权类资产管理、理财子可开立证券户等配套细则逐步落地，延续资管新规导向的同时，厘清各项业务的细节要求，目的在于规范市场、统一监管标准，后续流动性管理规定也有望推出。政策体系完善的同时，各大银行加速入局，自 2018 年 12 月以来，银保监会已批准 12 家银行业金融机构设立理财子公司，目前六大行及光大、招行理财子公司均已正式开业运营，兴业、浙商理财子公司等也已获批筹建。随着威海商业银行、朝阳银行、甘肃银行等新成员加入，目前宣布设立理财子的银行数量已超 30 家，呈现多元化趋势。

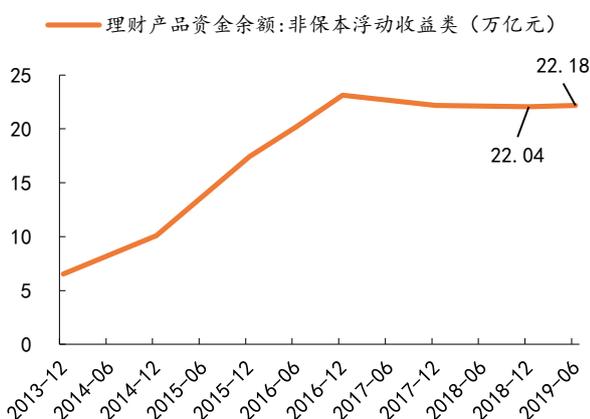
图表61 A股上市银行理财子公司设立进展及产品体系一览

	银行	资管子公司名称	预录公告	获批设立	获批开业	开业时间	拟出资
国有行	交通银行	交银理财有限责任公司	2018/5/31	2019/1/4	2019/5/28	2019/6/13	80亿元
	中国银行	中银理财有限责任公司	2018/11/16	2018/12/26	2019/6/28	2019/7/4	100亿元
	建设银行	建信理财有限责任公司	2018/11/17	2018/12/26	2019/5/20	2019/6/3	150亿元
	工商银行	工银理财有限责任公司	2018/11/26	2019/2/15	2019/5/20	2019/5/28	160亿元
	农业银行	农银理财有限责任公司	2018/11/27	2019/1/4	2019/7/22	2019/8/8	120亿元
	邮储银行	中邮理财有限责任公司	2018/12/7	2019/5/28	2019/6/24	2019/12/5	80亿
股份行	招商银行	招银理财有限责任公司	2018/3/23	2019/4/16	2019/10/31	2019/11/5	50亿元
	华夏银行	-	2018/4/20				50亿元
	光大银行	光大理财有限责任公司	2018/6/2	2019/4/16	2019/9/24	2019/9/26	50亿元
	平安银行	平银资产管理有限责任公司	2018/6/7				50亿元
	民生银行	-	2018/6/30				50亿元
	兴业银行	兴银理财有限责任公司	2018/8/29	2019/6/6			50亿元
	浦发银行	浦银资产管理有限责任公司	2018/8/30				100亿元
	中信银行	信银理财有限责任公司	2018/12/14				50亿元
城商行	北京银行	-	2018/4/27				50亿元
	宁波银行	宁银理财有限责任公司	2018/5/26				10亿元
	南京银行	-	2018/6/7				20亿元
	杭州银行	-	2018/8/31				10亿元
	青岛银行	青银理财有限责任公司	2018/12/7				10亿元
	长沙银行	长银理财有限责任公司	2018/12/21				10亿元
	成都银行	成都银行理财有限责任公司	2019/1/10				10亿元
	上海银行	上银理财有限责任公司	2019/1/19				30亿元
产品体系	工行	三大系列六大款	包括固收增强、资本市场混合、特色私募股权三大系列创新理财产品，涉及固收、权益、跨境、量化等多市场复合投资领域。特色：投资门槛低、投资期限拉长、股权投资聚焦科创企业				
	建行	“1+5”产品体系	以粤港澳大湾区高质量发展指数为主线，5条子线（粤港澳大湾区价值蓝筹、红利低波、科技创新、先进制造、消费升级）；推出“乾元”粤港澳大湾区指数灵活配置、“乾元-睿鑫”科技创新、“乾元-安鑫”固定收益、“乾元-嘉鑫”固收增强等四类多款理财				
	交行	主打固收类产品	主打稳健固收，并布局多策略主题，包括商业养老、科创投资、长三角一体化、要素市场挂钩等策略				
	中行	五大系列	包括外币系列、养老系列、权益系列、股权投资系列、指数系列。目前已有27款理财子公司产品发行，以“稳富”、“智富”、“睿富”三大子品牌为主，并推出“惠享天天”、“乐享7天”等流动性较好的产品				
	农行	“4+2”产品体系	包括4大常规系列（现金管理、固收、混合、权益），两大特色系列（惠农和绿色金融）				
	邮储	发布八款新产品	包括财富管理和资产管理两大体系，其中资产管理体系涵盖主动管理产品和被动管理产品，可提供多类型的产品服务；投资主题涵盖绿色金融、区域战略、科技创新、国企改革、先进制造等，投资行业包含军工、医疗、金融、消费、交通运输和TMT				
	招行	金融科技深度嵌入	根据基础、养老金、金葵花及金卡、有投资经验、私人银行、公司客群六大客群的不同偏好与需求，针对每一类客群发布两只开业产品，产品涵盖货币、固收、固收+、结构化、混合、权益，覆盖了全部的风险偏好等级；推出首个全球经济夜光指数				
	光大	立足青岛本地特色	立足当地，打造本地特色的主题产品，延续原有的“七彩阳光”系列净值型产品，涵盖权益、混合、固收、现金管理、另类及衍生品、私募股权、结构化融资等7大系列产品				

资料来源：WIND、平安证券研究所

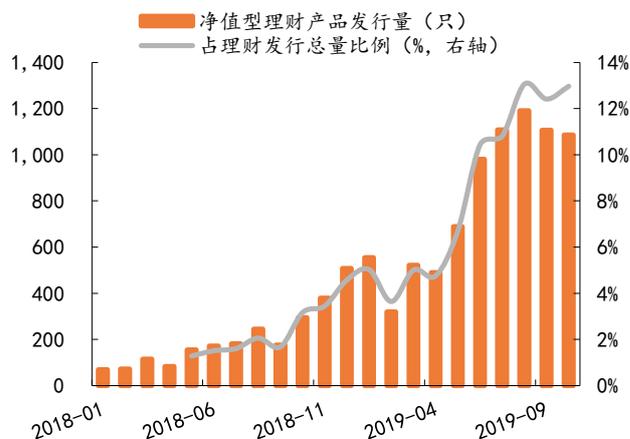
净值化转型值得期待，小银行面临更大挑战。根据《银行业理财市场报告（2019H1）》，截至2019年中期，非保本理财产品存续余额22.18万亿，环比18年末小幅回升，净值型产品存续余额7.89万亿，同比增长4.3万亿元，增幅118.33%，净值型产品占全部非保本理财产品存续余额的35.56%。各银行间净值化差异较大，股份行净值型产品存续数量占比最高，其中中信银行净值化产品占比高达78%居首位，反映出相对于投研能力较强的大银行而言，净值化转型对于中小银行来说更具挑战性。目前理财子均为母行100%控股，未来随着理财规模修复，在子公司经营模式下银行将分享更多投资收益；另一方面理财子对于客户的经营与协同有重要意义，有助于提升母行客户粘性。考虑到上市银行数据披露口径差异，目前可比数据中以工行、建行为首的大行银行理财业务贡献手续费收入上半年已呈现修复态势。

图表62 理财规模有望提振



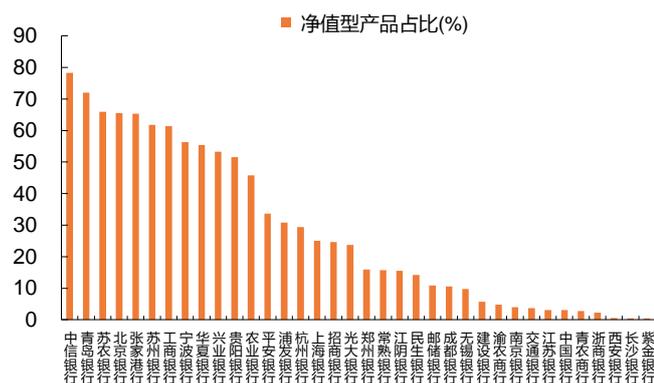
资料来源: WIND、银行业理财市场报告、平安证券研究所

图表63 净值型产品发行占比上行



资料来源: WIND、银行业理财市场报告平安证券研究所

图表64 上市银行净值型产品存续数量占比最高已达 78%



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表65 股份行净值化改造进度居前



资料来源: WIND、平安证券研究所

3.4 资产质量: 显性不良消化充分, 信用分层加速结构性风险释放

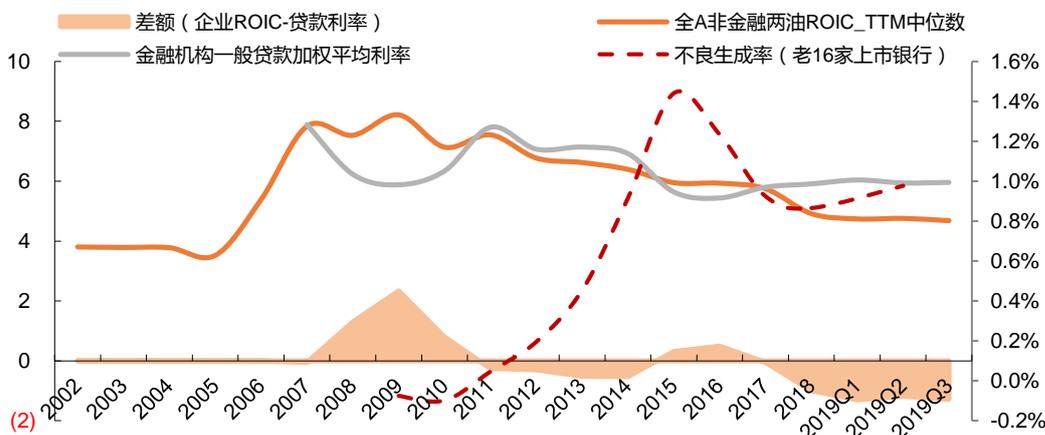
当前行业整体资产质量状况仍然处于持续修复向好的周期中, 存量包袱持续化解, 新生成压力可控, 上市银行基本面更优, 账面不良指标持续改善, 三季度环比二季度实现不良双降。基于对市场风险暴露、以及行业自身不良生成和处置的情况的判断, 我们认为 2020 年行业资产质量有压力, 但整体保持稳定。

■ 负面:

宏观经济下行阶段, 企业资产回报率下行, 信用利差走阔, 银行资产质量承压: 从上市公司回报率来看, 难以弥补融资成本, 今年以来上市公司 ROIC 持续下行, 截至 2019Q3, 全 A 剔除金融两油的 ROIC_TTM 中位数为 4.65%, 低于金融机构一般贷款加权平均利率 1.31 个百分点, 且两者之差有逐渐走阔趋势, 反映出上市公司资金利用率不高。从工业企业利息保障倍数来看, 2019H 利息保障倍数普遍同比下滑, 宏观经济景气度拖累银行未来资产质量表现, 同时 18 年迅速发展的消费贷信用卡风险有所抬头;

信用分层带来挤出效应：资质差、盲目扩张、经营效率低的银行成为金融系统结构性风险的释放窗口，监管提出“精准拆弹”，未来高风险金融机构处置常态化。11月25日，央行发布《中国金融稳定报告（2019）》，评级覆盖的4379家银行业金融机构，高风险的为587家，占比13.5%，主要集中在农村中小金融机构。上市银行账面不良指标改善，但城商行三季度不良率反弹。

图表66 实体投资回报率低于贷款成本率阶段，贷款不良生成率一般呈上行趋势



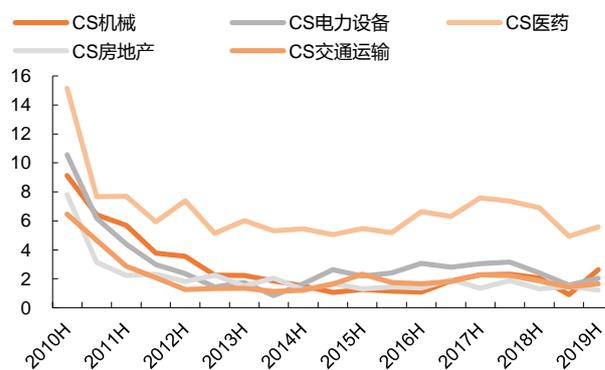
资料来源：WIND、平安证券研究所；注：2019H1不良生成率为简单年化

图表67 关注个贷风险抬头

	消费贷			信用卡			零售贷款		
	2017A	2018A	2019H1	2017A	2018A	2019H1	2017A	2018A	2019H1
工行							0.90%	0.71%	0.69%
建行	0.74%	1.23%	1.45%	0.89%	0.98%	1.21%	0.42%	0.41%	0.46%
中行				2.54%	2.34%	2.24%	1.45%	1.42%	1.40%
农行	1.26%	0.81%	1.03%	1.99%	1.66%	1.43%	0.86%	0.65%	0.58%
招行				1.11%	1.11%	1.30%	0.89%	0.79%	0.74%
中信				1.24%	1.85%	1.74%	0.93%	1.00%	0.90%
兴业				1.29%	1.06%	1.26%	0.80%	0.64%	0.66%
民生				2.07%	2.15%		2.00%	2.09%	2.04%
浦发				1.23%	1.81%	2.38%	1.16%	1.28%	1.41%
光大							1.16%	1.17%	1.20%
平安	0.62%	0.76%	1.13%	1.18%	1.32%	1.37%	1.18%	1.07%	1.09%

资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

图表68 利息保障倍数同比下行



资料来源：WIND、平安证券研究所

■ 正面：

严监管加速银行风险暴露：今年以来《商业银行金融资产风险分类暂行办法》明确风险分类资产范围，从贷款拓展到“承担信用风险的金融资产”；并将逾期天数与风险分类直接挂钩。后续地方监管进一步鼓励银行将逾期60+贷款纳入不良，11月有地方政府开始执行。监管趋严利好存量风险大幅出清，近三年银行不良核销率和信贷成本率持续位于高位。

上市银行不良认定缺口补齐：目前上市银行不良偏离度全部降至100%以下，逾期1年以上贷款和损失类存在约2500亿缺口，但从次级、可疑转入损失类的不额外增加不良。大部分银行仍需针对转移的损失贷款多提拨备，带动拨备覆盖率提升，同时非贷款的信用资产拨备计提增强风险抵补能力。

银行流动性风险管理加强：包商事件打破同业刚兑，中小银行面临信用风险分化，银行提升同业授信的信用风险管理，长远看有助于降低行业的系统性风险。

值得注意的是，上市城商行不良率下行和城商行整体不良率显著上行的差异，反映了部分存在资产质量隐忧的非上市城商行的风险出清。未来监管设定拨备上限将引导行业资产质量指标分化加剧，高拨覆盖率银行或放缓拨备计提、加大不良确认力度。

压降传统不良高发行业信贷投放：近年来银行业不断优化对公贷款结构，持续压缩对过剩产能、高风险等领域的信贷投放。从 11 家上市大行和股份行数据来看，传统高风险的制造业和批发零售业不良贷款首次出现双降，在全部不良贷款的占比较 18 年末下行 6.2pct 至 63.3%。

图表69 行业不良率抬头，但整体平稳



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表70 银行关注类贷款占比保持低位



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表71 不良核销力度保持高位



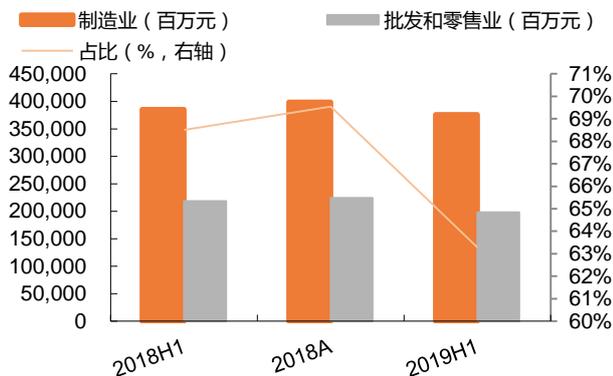
资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

图表72 信贷成本率企稳



资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

图表73 高风险领域不良贷款绝对规模和占比双降



资料来源：公司公告、平安证券研究所；注：取数据披露完整的11家大行和股份行，占比为制造业和批发零售业合计不良贷款规模在合计不良贷款的占比

图表74 分类贷款不良率下行

	制造业			批发和零售业		
	2018H1	2018A	2019H1	2018H1	2018A	2019H1
工行	5.34%	5.76%	5.82%	9.02%	10.78%	9.31%
建行	7.27%	7.27%	7.20%	6.98%	6.98%	5.65%
中行	5.48%	5.41%	5.24%	2.63%	3.41%	3.08%
农行	5.58%	6.02%	4.97%	10.28%	10.73%	7.91%
招行	6.91%	6.64%	6.57%	4.53%	4.03%	2.72%
中信	6.62%	7.34%	7.50%	7.47%	8.50%	8.07%
兴业	4.17%	3.79%	3.49%	5.22%	6.98%	6.86%
民生	4.09%	4.04%	4.47%	3.34%	3.21%	2.89%
浦发	6.04%	6.27%	6.37%	9.62%	8.57%	7.09%
光大	4.59%	6.06%	5.64%	6.10%	6.18%	5.76%
平安	6.50%	6.75%	6.16%			

资料来源：WIND、公司公告、平安证券研究所

3.5 资本补充：永续债受青睐，中小银行资本补充提速

19年以来，银行资本补充提速。核心一级资本补充方面，中小银行在可转债上取得了积极突破，9月份股份行完成可转债转股补充近260亿元核心资本。其他一级资本方面，作为创新品种的银行永续债备受青睐，前3季度已累计发行4550亿元，年末相继有多家中小银行永续债获批发行。通过密集的资本工具发行，银行资本环境有了明显好转，大行资本逐渐过渡到相对充裕状态，而监管多次提出要鼓励中小银行补充资本，未来制度完善后，非上市银行优先股、可转债等工具有望成为小银行资本补充的重要通道。

图表75 上市银行资本补充进度跟踪 (截至2019.12.08)

融资类别	融资规模 (亿元)	实施进度	融资类别	融资规模 (亿元)	实施进度	融资类别	融资规模 (亿元)	实施进度
A: 定增			D: 永续债			E: 二级资本债		
南京银行	116.19	银监会批准	平安银行	500	股东大会通过	平安银行	300	已发行
宁波银行	80	发审委通过	中国银行	300	已实施	宁波银行	100	获准发行
华夏银行	292.36	已实施	民生银行	400	已实施	苏农银行	25	央行批准
郑州银行	60	银监会批准	中信银行	400	银监会批准	贵阳银行	45	已发行
杭州银行	72	银监会批准	郑州银行	100	董事会预案	工商银行	1100	已发行
B: 可转债			华夏银行	400	已实施	农业银行	1200	已发行
平安银行	260	已实施	招商银行	500(H)	已实施	民生银行	400	已发行
浦发银行	500	已实施	杭州银行	100	银监会批准	交通银行	800	已发行
民生银行	500	股东大会通过	西安银行	40	董事会预案	江苏银行	200	银监会核准
江苏银行	200	已实施	兴业银行	300	股东大会通过	杭州银行	100	已发行
交通银行	600	证监会核准	农业银行	1200	已实施	郑州银行	100	董事会预案
紫金银行	45	股东大会通过	交通银行	400	已实施	兴业银行	500	央行批准
中信银行	400	已实施	工商银行	800	已实施	青农银行	20	董事会预案
上海银行	200	董事会预案	光大银行	400	股东大会通过	中国银行	700	已发行400
青农商行	50	股东大会通过	中国银行	400	股东大会通过	长安银行	30	已发行
C: 优先股			浦发银行	300	已实施	上海银行	200	已发行
工商银行	700	已实施	建设银行	400	已实施	渝农农商	50	已发行
中国银行	1000	已实施	渤海银行	200	已实施	张家港行	5	已发行
	200 (境外)	证监会核准	广发银行	500	已实施	桂林银行	40	已发行
光大银行	350	已实施	徽商银行	100	央行批准			
中信银行	400	股东大会通过						
长沙银行	60	银监会批准						
兴业银行	300	已实施						
民生银行	200	已实施						
北京银行	400	股东大会通过						

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.6 盈利预测：量平价跌，业绩增速触顶回落

基本假设：

息差：受利率并轨加速推进，以及低利率环境持续下的主动负债重定价效应消退影响，我们预计 2020 年上市银行净息差将同比回落约 4BP；

规模：我们预计 2020 年上市银行生息资产增速基本持平于 2019 年；

中收：我们预计 2020 年上市银行手续费净收入同比增长 10%；

成本收入比：我们预计 2020 年上市银行成本收入比较 19 年延续提升 1 个百分点。

- 我们预计 2020 年上市银行营收增速较 19 年小幅下行，而利润增速也略有回落。预计 2020 年上市银行净利润同比增长 7.1%。敏感性分析显示，整体业绩区间为 4.9%–9.4%。

图表76 行业盈利预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	3,878,212	4,197,799	4,627,044	5,043,557
增长率	2.7%	8.2%	10.2%	9.0%
营业成本	1,134,419	1,205,169	1,434,384	1,588,720
增长率	-1.9%	6.2%	19.0%	10.8%
拨备前利润	2,584,434	2,847,383	3,192,660	3,454,837
增长率	4.1%	10.2%	12.1%	8.2%
净利润	1,394,933	1,473,729	1,601,776	1,715,919
增长率	4.9%	5.6%	8.7%	7.1%

资料来源：Wind、平安证券研究所；注：考虑到数据完整性，选取上市时间居前的26家银行，合计资产占全部上市银行的92%，具有充分代表性。

图表77 利润增速敏感性分析

净息差 信贷成本	1.92%	1.93%	1.94%	1.95%	1.96%
1.31%	6.9%	7.6%	8.2%	8.8%	9.4%
1.32%	6.4%	7.0%	7.6%	8.3%	8.9%
1.33%	5.9%	6.5%	7.1%	7.7%	8.3%
1.34%	5.4%	6.0%	6.6%	7.2%	7.8%
1.35%	4.9%	5.5%	6.1%	6.7%	7.3%

资料来源：Wind、平安证券研究所

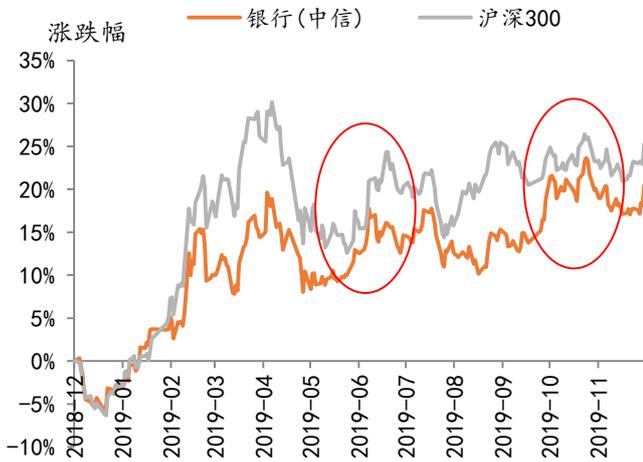
四、2020 年行业投资观点及个股推荐

4.1 板块表现和估值情况回顾

年初以来板块获 23.1%绝对收益，小幅跑输大盘，个股涨跌互现。年初以来截至 12 月 13 日，A 股银行板指上涨 25.9%，同期沪深 300 指数上涨 31.8%，银行板块涨幅跑输沪深 300 指数 5.9 个百分点。按中信一级行业分类，银行板块涨跌幅排名 12/29。节奏上，板块相对收益集中在二季度和四季度。上半年绝对收益 19.7%，跑输沪深 300 指数 7.4pct，绝对收益依赖 ROE 改善；下半年绝对收益 5.1%，但跑赢指数 1.4pct，相对收益依赖市场低风险偏好推动估值修复和年末估值切换。

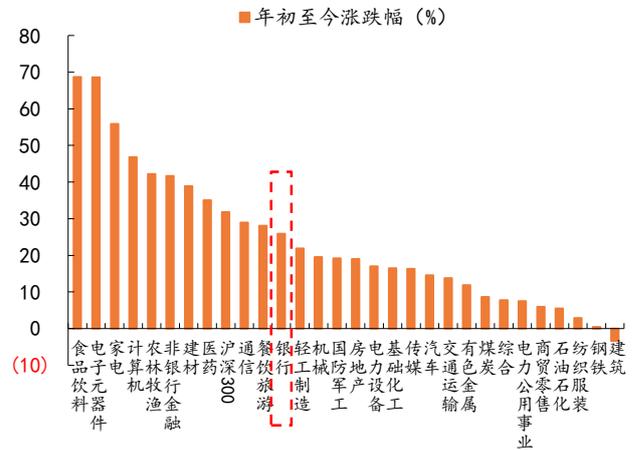
个股增幅分化明显:老 16 家上市银行表现较好的是宁波(+77.2%)、平安(+73.7%)、招行(+52.8%);次新股里表现较好的是常熟(+46.5%)、贵阳(+28.1%)、杭州(+26%)。城商行标杆宁波涨幅超 70%，但也有区域性城商/农商行收跌，整体来说涨跌互现。

图表78 银行指数跑输沪深 300 指数 6.5pct (截至 12.13)



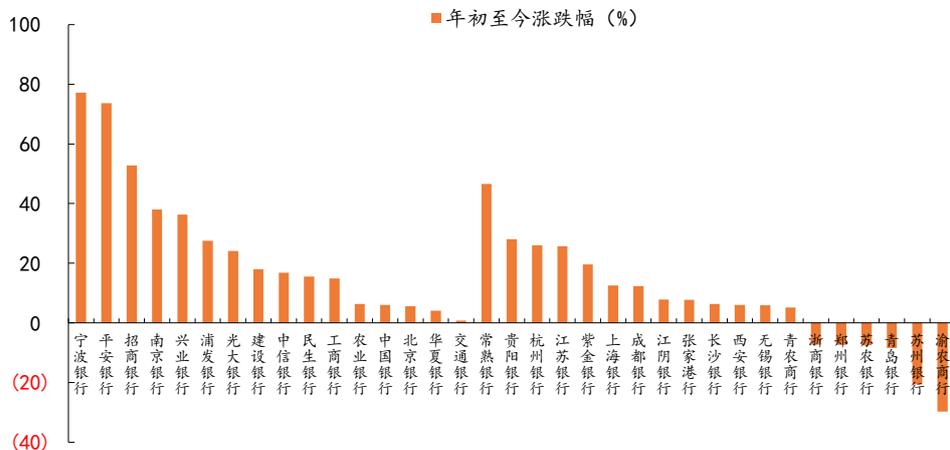
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表79 银行板块涨跌幅排名 12/29 (截至 12.13)



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表80 宁波、平安、招商涨幅居前 (截至 12.13)



资料来源: WIND、平安证券研究所

4.2 投资逻辑和个股推荐: 经济低位&利率市场化, 盈利承压下估值无明显修复空间, 维持行业“中性”评级; 板块内部分化加剧, 优选精准定位业绩稳健

4.2.1 行业投资逻辑

2020 年宏观经济下行压力下的逆周期调控加码的市场预期已经较为充分, 经历了量价齐升后, 2020 年行业面临“量平价跌”, 业绩增速承压, 预计资产端延续强信贷格局、但资产荒和高基数下进一步提升的空间有限, 规模增速整体平稳但信用分化下部分负债能力差的小银行扩表受限; 利率并轨对息差的影响将集中体现, 19 年主动负债重定价效应消退, 息差或小幅下行, 资产质量方面结构性风险释放; 整体业绩增速继续回落, 板块通过 ROE 改善获取绝对收益的空间有限。相对收益支撑因素

源于：1) 估值低位，业绩确定性仍较高，市场低风险偏好下板块防御价值凸显；2) 加快利润释放，高股息率在广谱利率下行阶段更具吸引力；3) 受益于外资流入。维持行业“中性”评级。

4.2.2 重点个股推荐

2020 年景气度一致预期承压、政策逆周期调控有保有压、基本面持续分化下，结构性机会聚焦息差和资产质量这两大行业基本面运行的核心矛盾，进一步选择拥抱息差和 LPR 脱敏、不良和宏观脱敏的银行，两条选股维度：

维度一：基于“多层次，广覆盖，差异化”政策导向，优选零售基础扎实、业务落地业绩确定性高、议价能力强，同时资产质量优异的银行，我们重点推荐招商、常熟、宁波；

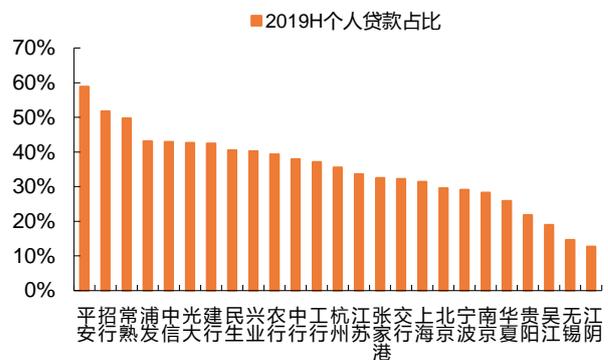
维度二：基于市场低风险偏好，从低估值中优选业绩稳健、资产质量优异的银行，我们重点推荐工行、中信。

图表81 上市银行零售业务贡献营收占比



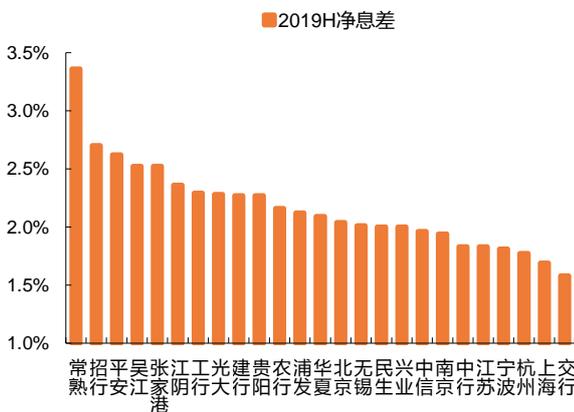
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表82 上市银行零售贷款占比



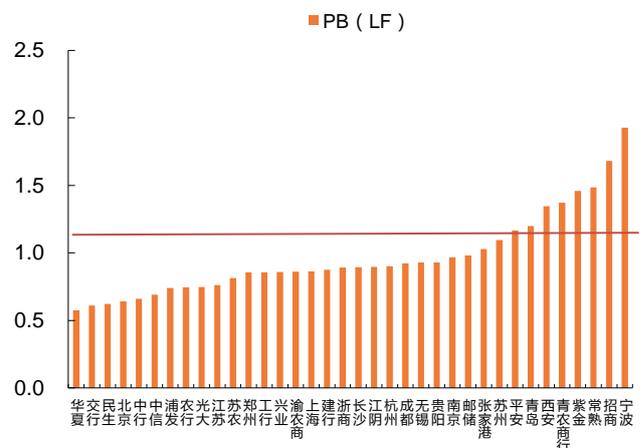
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表83 上市银行净息差



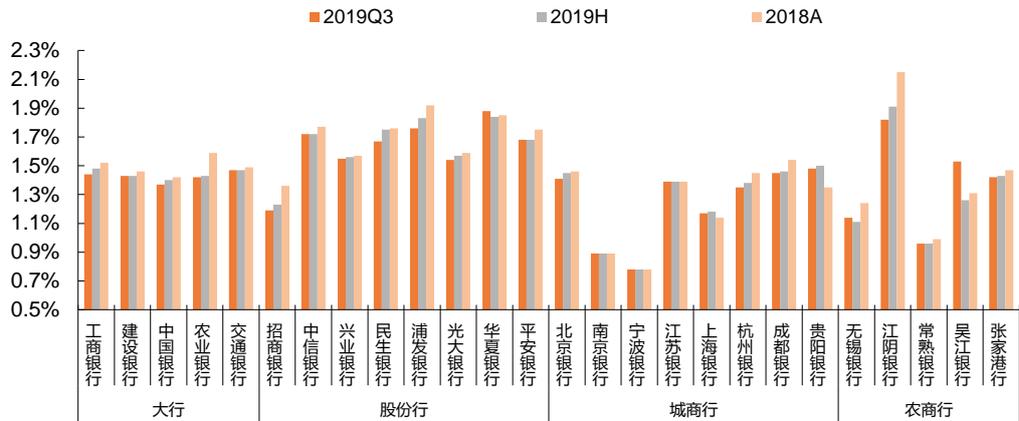
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表84 上市银行市净率



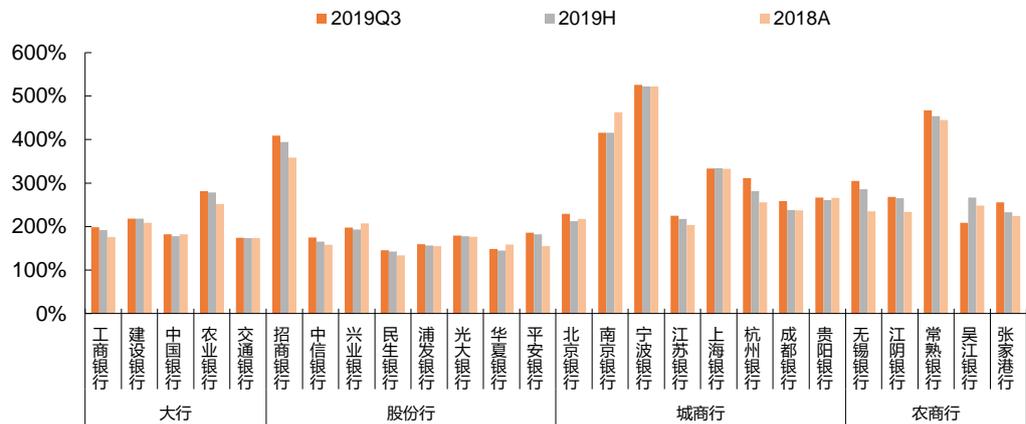
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表85 上市银行不良率



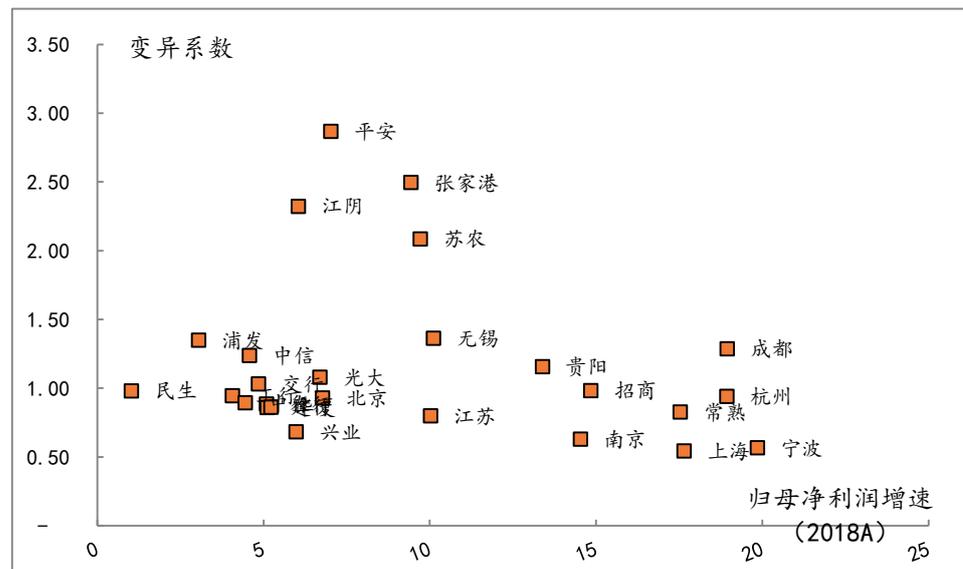
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表86 上市银行拨备覆盖率



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表87 上市银行利润增速及稳健性



资料来源: WIND、平安证券研究所; 注: 变异系数取 2008-2018 年利润增速测算

■ 重点公司推荐之一：招商银行

- **零售金融 3.0 数字化转型持续推进。**招行在零售业务上具备先发优势，在巩固零售实力的同时不断推进对公业务高质量转型，上半年银行客户经营的主要平台两大 APP 的月活跃用户(MAU)达 8511 万户，较年初增长 5%；招商银行 APP 理财投资销售额占公司零售理财销售额的比例提升至 70%，掌上生活 APP 消费金融交易金额占信用卡消费金融交易金额的 48%；零售金融税前利润占集团税前利润的 60%，同比提升 5.4 个百分点。
- **资产质量优异，拨备少提拨覆盖率自然上行。**三季度资产质量继续夯实，不良率环比再降 4BP 至 1.19%，不良压力缓释的情况下，拨备计提同比少提 11.3%，但拨备覆盖率自然上行 15 个百分点至 409%，拨贷比小幅提升 2BP 至 4.89%，安全边际进一步提升。
- **基本面总体来看，**结合三季度财务数据，招商银行在客户和科技两条主线持续推进下整体业绩稳中有进，虽然三季度息差小幅回落影响营收增速，但不良压力缓释下拨备计提力度放缓支撑业绩释放，利润增速延续上行。公司资产配置审慎，质量持续优化，高拨备提供业绩弹性。公司零售金融 3.0 数字化转型值得期待，我们维持公司盈利预测，预计公司 19/20 年净利增速为 15.3%/14%，维持“强烈推荐”评级。

■ 重点公司推荐之二：宁波银行

- **差异化战略持之以恒。**公司坚持“大银行做不好、小银行做不了”的经营策略，18 年开始实施“211 工程”，即计划三年时间，实现每家支行服务 2 万户个人银行客户、1000 户零售公司客户、100 户公司银行客户，通过持续夯实基础业务和基础客群，扩大金融服务的覆盖面。基础客群的拓展或将带动新增业务量保持高增速，战略落地值得期待。
- **业绩表现靓丽，盈利增速领先。**前三季度归母净利润同比增长 21.1% (19.6%，1H18)，三季度在净利息收入和中收的边际改善下，营收和利润增速双双再上层楼，业绩表现十分靓丽，盈利增速领先上市银行。受益于资产端信贷资产增配叠加市场流动性充裕释负压力，公司息差大幅改善，三季度报告公布期净息差 1.9%，较中报数据提升 9BP。
- **资产质量树立行业标杆。**公司连续四个季度不良贷款率持平于 0.78%，树立行业标杆；资产质量持续向好，一方面三季度关注类贷款双降，另一方面不良核销和拨备计提力度不减的情况下，三季度拨备覆盖率自然上行 3 个百分点至 525.5%高位，安全边际和利润释放弹性进一步提升。
- **基本面总体来看，**宁波银行作为城商行标杆，资产负债调整灵活保障业绩高增速的持续性和稳健性，三季度业绩表现靓丽，稳固的客群基础支撑存款和信贷投放提速，高收益个贷的快增支撑息差相对稳健，0.78%的低不良率、超 525%拨覆盖率的高安全边际领航全行业。目前公司定增计划已获批，债转股的落地夯实资本，未来随着“211”战略的推进，业务拓展空间将进一步打开。我们维持公司盈利预测，预计公司 19/20 年净利增速为 20.6%/18.7%，维持“强烈推荐”评级。

■ 重点公司推荐之三：常熟银行

- **小微信贷工厂，贷款定价能力强，息差行业领先。**深耕县域经济和小微企业，客群定位精准，公司贷款中 85%以上为小微企业，零售贷款中 66%为经营性贷款，赋予公司较强的贷款定价能力，19H1 公布净息差 3.36%领先同业。
- **村镇管理行打开业务复制空间，利润保持高增速。**异地业绩贡献度过半，小微信贷工厂模式成型下，村镇管理行的开业运营打开业务可复制拓展空间；三季报量价齐升下公司 19Q1-3 归母净利润同比增 22.4%表现亮眼。

- **资产质量扎实，安全边际高。**19年来连续三个季度不良贷款率持平于0.96%的低位，资产质量优异保持行业前列；尽管三季度拨备计提同比少提14%，拨备覆盖率仍环比提升13.5个百分点至467.03%。
 - 我们维持公司盈利预测，预计公司19/20年净利增速为17%/15.7%，维持“强烈推荐”评级。
- **重点公司推荐之四：工商银行**
- **综合大行，业绩稳健，客户基础再上台阶。**公司致力于存量经营和增量拓展，个人和公司客户的拓展取得显著成效，客户基础得到进一步夯实，通过精准营销和差异化的优质金融产品提供，截至18年末个人客户数达6.07亿户。公司业务牌照全面，综合化经营能力强，“大零售、大资管、大投行”战略稳步推进。
 - **不良生成放缓，资产质量向好。**三季度末不良贷款率环比再降4BP至1.44%，源于不良生成的放缓，测算不良生成率保持低位；拨备覆盖率收录198%，风险抵补能力增强。
 - **估值处于绝对低位。**目前股价对应19年PB0.86倍左右。
 - 总体来看，工行业绩稳扎稳打，营收、PPOP均保持在较高增速，业绩基础扎实。结合公司稳健的业绩表现、强大的客群基础和领先的综合优势，我们维持公司盈利预测，预计公司19/20年净利增速为4.3%/3.9%，维持“强烈推荐”评级。
- **重点公司推荐之五：中信银行**
- **对公深入转型，息差企稳回升。**18年以来业绩增速和质量均有明显提升，结束缩表进程后，资产规模重回扩增通道，同时结构持续调整优化，以信用卡带动零售业务发力的同时，对公业务深入转型，实现总对总整体谈判、项目获取、平行作业、资源配置、以及风险管控的“五总模式”，机构客户重点领域合作深化。公司加强高收益贷款投放，带动资产端收益率明显提升，同时市场流动性充裕缓释负债端压力，三季度息差延续上行。
 - **不良率保持平稳，拨覆率上行。**三季度末不良贷款率1.72%，环比持平中期末，且零售贷款加速投放的同时，不良率保持低位；加大拨备计提力度下，公司拨备覆盖率收录174.82%，季度环比提升10个百分点，风险抵补能力增强。
 - **估值处于绝对低位。**目前股价对应19年PB0.68倍左右。
 - 基本面总体来看，结合三季度财务数据，中信银行业绩稳中有升，虽然调表还在进行影响净利息收入，但中收靓丽形成补充；结构上，信贷投放加速同时压降投资资产和负债，高息贷款的投放利好支撑净息差。公司资产质量保持稳健，拨覆率逐季上行。我们维持公司盈利预测，预计公司19/20年净利增速为4.1%/3.8%，维持“推荐”评级。

五、 风险提示

5.1 资产质量受经济超预期下滑影响，信用风险集中暴露

银行业与国家经济发展息息相关，其资产质量更是受到整体宏观经济发展增速和质量的影响。若宏观经济出现超预期下滑，势必造成行业整体的资产质量压力以及影响不良资产的处置和回收力度，从而影响行业利润增速。

5.2 政策调控力度超预期

近几年金融行业监管的广度和深度不断加强，资管新规等一系列政策和监管细则陆续出台，如果整体监管趋势或者在某领域政策调控力度超预期，可能对行业稳定性造成不利影响。

5.3 市场下跌出现系统性风险

银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险整体估值向下，有可能带动行业股价下跌。

5.4 部分公司出现经营风险

银行经营较易受到经济环境、监管环境和资金市场形势的影响。假设经济下滑、监管趋严和资金趋紧等外部不利因素的催化下，行业内部分经营不善的公司容易暴露信用风险和流动性风险，从而对股价造成不利影响。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033