

## 银行

## 11月金融数据点评：融资结构有哪些变化？

**评级：增持（维持）**

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

研究助理：邓美君

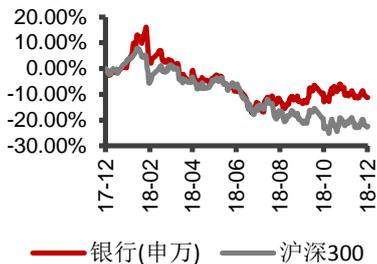
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

上市公司数	28
行业总市值(百万元)	8,899,817
行业流通市值(百万元)	5,934,253

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

<<宁波银行定增点评：提升核心一级 1.15%，资产负债更为游刃有余>>2018.12.09

<<G20 中美元首会谈，提升银行中长期估值-银行业周报（2018 年 12 月第一期）>>2018.12.03

<<系统重要性金融机构对银行资本测算：标准提高，监管执行预计会往下线靠，影响不大>>2018.11.28

**重点公司基本状况**

简称	股价 (元)	EPS				PE				PE G	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
工商银行	5.33	0.77	0.79	0.84	0.89	6.94	6.75	6.38	6.01		增持
建设银行	6.59	0.92	0.96	1.03	1.09	7.15	6.83	6.41	6.04		增持
农业银行	3.56	0.55	0.58	0.58	0.62	6.45	6.14	6.16	5.70		增持
招商银行	28.5	2.46	2.78	3.16	3.53	11.58	10.25	9.02	8.08		增持

备注：

**投资要点**

- 社融持续缓慢下行，“信用收缩”的趋势不改。未来信用通道疏通仍需观察倒逼政府经济改革的力度和政策落地情况。地方债发行进一步放缓是社融继续下滑主因。新口径下社融同比增速 9.88%、较 10 月增速下降 0.35 个百分点。企业债大幅放量对社融有一定支撑；信托贷款下降趋势放缓，与地产信托融资放松有关。
- 贷款增速不错，结构上仍以票据支撑。1、企业短贷、中长期贷款均同比少增。结构上看主要是票据支撑、同比多增 1956 亿。企业中长期贷款增长动力仍不足（同比少增 980 亿）。2、非银机构新增贷款增多（同比多增 446 亿），主要是 11 月纾困资管计划等作用显现。3、短期居民贷款增长幅度放有放缓。负债端，M1、M2 剪刀差拉大：M1 增速下行，M2 增速稳定在 8% 的低位水平。
- 总量政策是“弱刺激”。本轮政策转向是有前提的，还是要防范系统性风险。所以基建会持续松，但不会强刺激；房地产政策未来目标也是托住市场。在这种背景下，央行会持续宽货币，但宽货币就是传导不到宽信用。我们的模式是“时间换空间”，经济和信用收缩持续时间长，但速度比较缓慢。
- 未来的组合：经济越来越弱+改革越来越多。只要不强刺激，经济下滑是趋势，政策和市场都需要接受，但推出来的改革越来越多，目标就是提升市场的信心，稳住市场价格。
- 投资建议：银行有稳健收益，市场越强银行偏弱，市场越弱银行则会越强。短期市场情绪对银行较弱。
- 风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超预期。

- 社融持续缓慢下行，“信用收缩”的趋势不改。未来信用通道疏通仍需观察倒逼政府经济改革的力度和政策落地情况。地方债发行进一步放缓是主因。新口径下社融同比增速 9.88%、较 10 月增速下降 0.35 个百分点，扣除地方债社融增速 9.14%、环比上月增速下降 0.19 个百分点，地方债拖累社融增速 16 个 bp 左右。

**图表：新旧口径社融同比增速均下滑**

	存量余额 (万亿元)					同比增速			
	新口径存量社融	地方政府专项债券	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销	旧口径存量 1	旧口径存量 2	旧口径 1	旧口径 2	新口径
2018-01	185.77	5.48	0.67	2.03	180.29	177.59	11.74%	11.27%	12.71%
2018-02	186.92	5.49	0.66	2.05	181.43	178.72	11.69%	11.22%	12.65%
2018-03	188.37	5.56	0.70	2.18	182.81	179.94	11.03%	10.53%	11.92%
2018-04	190.02	5.64	0.78	2.20	184.38	181.40	11.10%	10.51%	11.89%
2018-05	190.94	5.74	0.82	2.25	185.20	182.13	10.87%	10.27%	11.59%
2018-06	192.37	5.84	0.84	2.42	186.52	183.26	10.44%	9.82%	11.10%
2018-07	193.46	6.03	0.86	2.44	187.43	184.14	10.29%	9.63%	10.84%
2018-08	195.24	6.44	0.91	2.47	188.80	185.43	10.14%	9.49%	10.80%
2018-09	197.27	7.18	0.99	2.64	190.09	186.45	9.65%	8.95%	10.58%
2018-10	197.89	7.26	1.01	2.69	190.63	186.93	9.33%	8.61%	10.23%
2018-11	199.30	7.23	1.13	2.76	192.07	188.18	9.14%	8.36%	9.88%

注：旧口径存量 1=新口径-专项债；旧口径存量 2=新口径-专项债-abs-核销。

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 非标通道持续收缩、企业债大幅放量有一定支撑，但不改社融收缩趋势。
  - 1、信贷高增有历史季节性因素，与 10 月同比新增情况接近，新增量较去年同期增 872 亿。
  - 2、非标持续收缩，信用收缩趋势难改。委托贷款、信托贷款、未贴现承兑汇票继续缩减，新增较去年同期减少 1590、1901、142 亿。
  - 3、企业债券融资大幅放量，与地方政府专项债放缓、政策出台系列扶持民营企业政策有关。在 11 月民企纾困政策包括 CRMW、上调再贷款、再贴现额度等出台的背景下，11 月新增企业债较去年同期多增 2310 亿，新增专项债、股票融资较去年同期下降 2614、1124 亿元，股票融资持续较弱。
  - 4、信托贷款下降趋势放缓，与地产信托融资放松有关；地产融资政策在微调。

**图表：新增社融结构占比**

	新增各项占比新口径社融				新增各项占比旧口径社融		
	新增信贷	表外融资	直接融资	地方政府专项债	新增信贷	表外融资	直接融资
2018-01	88.1%	3.8%	5.2%	0.0%	88.1%	3.8%	5.2%
2018-02	86.5%	0.1%	8.3%	0.9%	87.3%	0.1%	8.3%
2018-03	72.9%	-15.9%	23.8%	4.2%	76.1%	-16.6%	24.8%
2018-04	61.7%	-0.7%	25.6%	4.5%	64.7%	-0.7%	26.8%
2018-05	117.2%	-44.2%	0.0%	10.6%	131.1%	-49.5%	-0.1%
2018-06	110.4%	-46.5%	10.6%	6.8%	118.5%	-49.9%	11.4%
2018-07	98.7%	-39.9%	18.6%	15.1%	116.3%	-47.0%	21.9%
2018-08	65.9%	-13.8%	17.7%	21.2%	83.6%	-17.5%	22.5%
2018-09	63.0%	-13.3%	3.5%	34.0%	95.5%	-20.2%	5.3%
2018-10	85.3%	-36.0%	21.0%	11.7%	96.6%	-40.8%	23.7%
2018-11	75.8%	-12.5%	22.1%	-2.2%	74.2%	-12.3%	21.7%

注：旧口径存量=新口径-专项债。

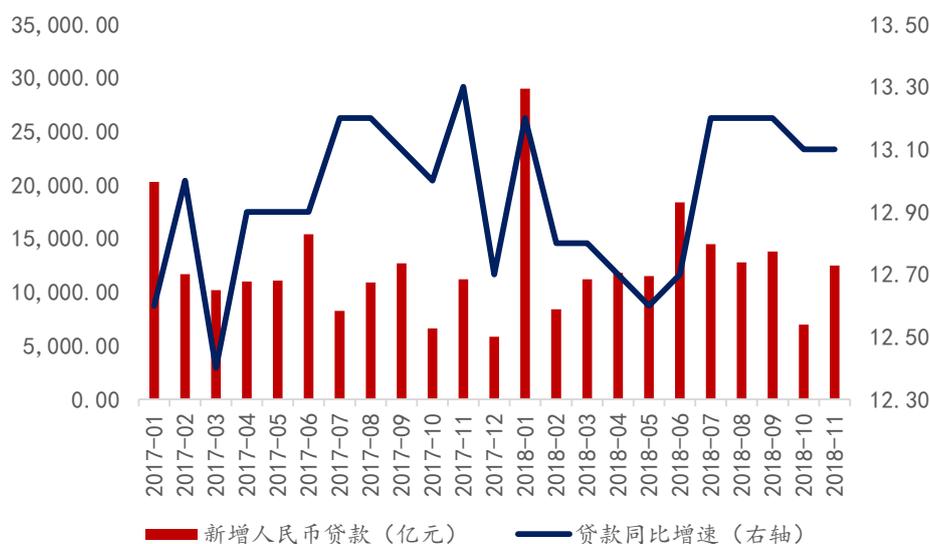
资料来源：人民银行，中泰证券研究所

**图表：新增社融较去年同期增加情况（亿元）**

	新增社融	新增人民币贷款	新增委托贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	地方政府专项债
2018-01	-6,302	3,717	-3,850	-2,720	-4,694	1,641	-1,099	0
2018-02	848	-101	-1,922	-402	1,824	1,677	-191	108
2018-03	-8,137	-161	-3,889	-3,469	-2,713	3,343	-396	-1,144
2018-04	2,157	182	-1,433	-1,567	1,109	3,512	-236	-1,211
2018-05	-3,603	-384	-1,293	-2,716	-496	2,045	-20	-922
2018-06	-6,254	2,313	-1,610	-4,104	-3,421	1,493	-229	-972
2018-07	-2,739	3,748	-1,113	-2,424	-707	-519	-361	-1,475
2018-08	1,898	1,674	-1,125	-1,831	-1,021	2,160	-512	2,182
2018-09	-750	2,430	-2,207	-3,276	-1,331	-1,167	-247	4,872
2018-10	-4,574	506	-992	-2,292	-465	-101	-425	-447
2018-11	-3,948	872	-1590	-1901	-142	2310	-1124	-2614

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 11月信贷增速环比持平，结构上仍以票据支撑。**新增贷款1.25万亿，较去年同期多投放1300亿，信贷余额同比增长13.1%，增速环比上月持平。**1、企业短贷、中长期贷款均同比少增。**11月是融资旺季，新增企业贷款在10月全面回落基础上有回升，结构上看主要是票据支撑、同比多增1956亿。企业中长期贷款增长动力仍不足（同比少增980亿），企业融资需求疲弱的同时金融机构风险偏好仍较低。**2、非银机构新增贷款增多（同比多增446亿），**主要是11月经困资管计划等作用显现。**3、短期居民贷款增长幅度放有放缓，**短、中长期居民贷款较去年同期分别多增141、213亿，但占比总新增贷款均有下降。

**图表：11月信贷增速环比持平**


资料来源：人民银行，中泰证券研究所

**图表：新增贷款结构占比**

	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据融资	非银机构
2018-01	10.7%	20.4%	12.9%	45.9%	1.2%	6.4%
2018-02	-5.6%	38.4%	16.8%	78.5%	-9.2%	-21.4%
2018-03	18.1%	33.7%	7.4%	41.2%	-1.1%	-1.9%
2018-04	14.8%	30.0%	6.2%	39.6%	0.2%	5.8%
2018-05	19.3%	34.1%	-5.1%	35.1%	12.6%	1.2%
2018-06	12.9%	25.2%	14.1%	21.7%	16.0%	9.0%
2018-07	12.2%	31.6%	-7.1%	33.6%	16.5%	10.9%
2018-08	20.4%	34.7%	-13.7%	26.9%	32.2%	-3.4%
2018-09	22.7%	31.2%	8.0%	27.5%	12.6%	-4.4%
2018-10	27.4%	53.5%	-16.3%	20.5%	15.3%	-3.8%
2018-11	17.4%	35.1%	-1.1%	26.4%	18.7%	2.2%

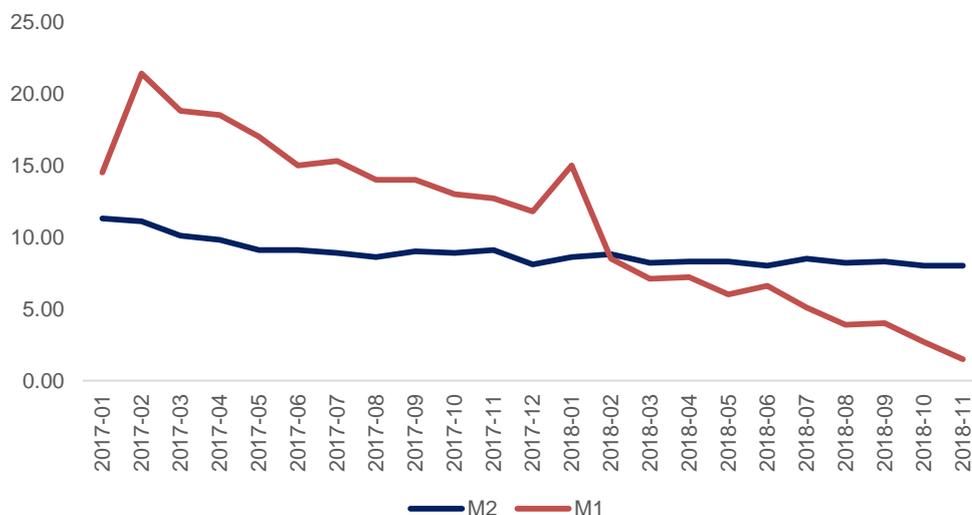
资料来源：人民银行，中泰证券研究所

**图表：新增贷款同比增加（亿元）**

	居民短期	居民中长期	企业短期	企业中长期	票据融资	非银机构
2018-01	1,877	-383	-581	-1,900	4,868	4,661
2018-02	333	-584	-1,978	567	1,643	-3,122
2018-03	-1,411	-733	-1,091	-867	3,774	1,133
2018-04	472	-898	-817	-558	2,006	545
2018-05	440	-403	-3,057	-365	2,916	768
2018-06	-238	-199	-145	-1,777	4,544	836
2018-07	697	32	-1,661	543	4,050	2,433
2018-08	433	-55	-2,443	-214	3,781	74
2018-09	597	-477	1,619	-1,229	1,765	-1,491
2018-10	1,116	20	-1,021	-937	1,442	-264
2018-11	141	213	-337	-980	1,956	446

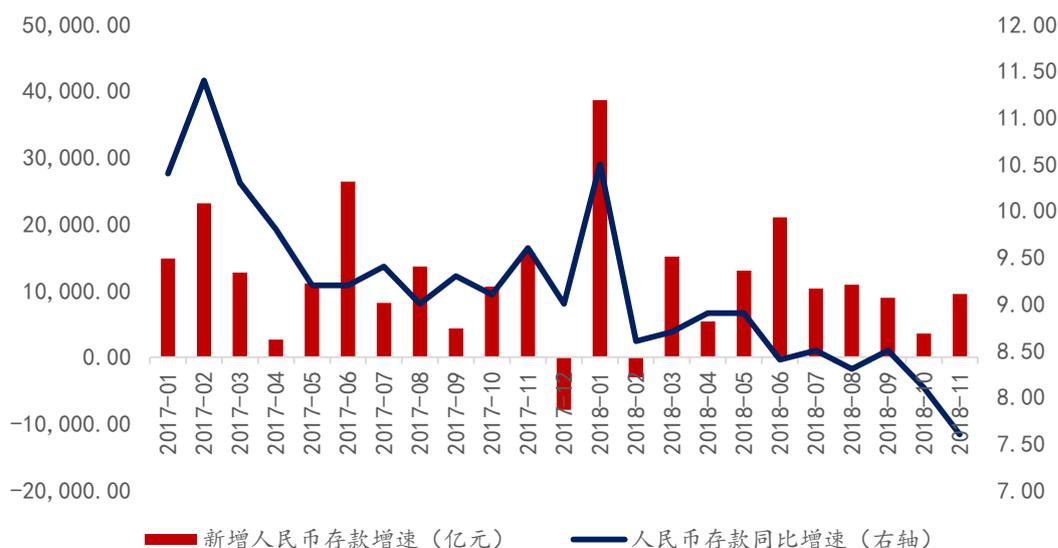
资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- M1、M2 剪刀差拉大：M1 增速下行，M2 增速稳定在 8% 的低位水平。**  
 11 月 M2 同比增长 8%，较上月持平；M1 同比增长 1.5%，较上月大幅下降 1.2 个百分点，企业活期存款继续下降、企业活力不足。

**图表：M2 及 M1 同比增速**


资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 11 月财政支出增多拖累存款增长。**11 月新增存款 9707 亿，较去年同期减少 6193 亿，存量余额同比增长 7.6%，环比上月继续下滑 0.5 个百分点。11 月存款增速同比下降主要是年末财政支出较多，同时在通道持续收缩、信用派生减弱背景下，新增存款同比少增。

**图表：存款同比增速持续下滑**


资料来源：人民银行，中泰证券研究所

**图表：新增存款较去年同期增加 (亿元)**

	居民	企业	财政存款	非银
2018-01	-22,624	17,521	5,685	14,876
2018-02	27,687	-30,645	-7,190	-3,739
2018-03	-1,963	-1,243	2,868	2,610
2018-04	-1,000	5,004	759	-1,719
2018-05	917	-933	-1,685	983
2018-06	183	-1,234	-723	-1,211
2018-07	4,583	-2,491	-2,255	1,218
2018-08	873	70	4,750	-5,595
2018-09	2,944	-324	499	-823
2018-10	4,705	-6,130	-4,681	639
2018-11	5,951	154	-6,265	-1,247

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

## 投资建议

- **银行股投资建议：** 银行有稳健收益，市场越强银行偏弱，市场越弱银行则会越强。短期市场情绪对银行较弱。
- **风险提示：** 经济下滑超预期。金融监管超预期。

**图表：银行估值表**

银行估值表（交易价格：2018-12-11）

	P/B		ROE		股息率
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
工商银行	0.82	0.74	13.3%	12.7%	4.77%
建设银行	0.86	0.78	13.6%	13.2%	4.70%
农业银行	0.77	0.70	13.2%	12.6%	4.99%
中国银行	0.67	0.61	11.6%	11.2%	5.21%
交通银行	0.64	0.59	10.6%	10.4%	5.20%
招商银行	1.41	1.25	15.6%	15.7%	3.36%
中信银行	0.67	0.62	10.6%	10.3%	4.17%
浦发银行	0.74	0.65	12.4%	11.5%	1.07%
民生银行	0.63	0.56	12.8%	12.2%	2.96%
兴业银行	0.74	0.66	13.8%	13.3%	4.33%
光大银行	0.68	0.61	10.6%	10.5%	3.37%
华夏银行	0.58	0.52	11.5%	10.9%	2.09%
平安银行	0.78	0.70	10.6%	10.3%	1.41%
北京银行	0.82	0.74	10.9%	10.8%	3.02%
南京银行	0.85	0.73	15.4%	15.4%	3.87%
宁波银行	1.29	1.10	17.8%	17.7%	2.71%
江苏银行	0.69	0.62	11.4%	11.4%	3.17%
贵阳银行	0.86	0.73	19.0%	18.5%	3.77%
杭州银行	0.83	0.75	9.4%	9.1%	2.85%
上海银行	0.89	0.80	12.0%	12.1%	3.68%
成都银行	0.97	0.85	16.3%	15.7%	3.50%
江阴银行	0.96	0.90	8.1%	8.0%	1.67%
无锡银行	1.29	1.18	11.3%	11.3%	2.28%
常熟银行	1.24	1.10	13.9%	14.8%	3.35%
吴江银行	1.04	0.96	9.4%	10.0%	1.77%
张家港银行	1.11	1.03	9.3%	9.4%	1.85%
<b>上市银行平均</b>	<b>0.88</b>	<b>0.79</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.3%</b>	<b>3.27%</b>
<b>国有银行</b>	<b>0.78</b>	<b>0.68</b>	<b>12.5%</b>	<b>12.0%</b>	<b>4.97%</b>
<b>股份银行</b>	<b>0.78</b>	<b>0.70</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.8%</b>	<b>2.85%</b>
<b>城商行</b>	<b>0.90</b>	<b>0.79</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.8%</b>	<b>3.32%</b>
<b>农商行</b>	<b>1.13</b>	<b>1.03</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.7%</b>	<b>2.18%</b>

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。