

银行

12月金融数据点评：中小企业融资环境边际改善

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

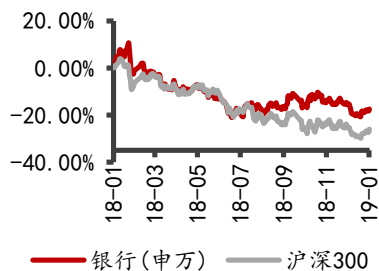
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jaijing@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	28
行业总市值(百万元)	9,051,387
行业流通市值(百万元)	6,031,206

行业-市场走势对比

相关报告

<<银保监5号文点评：农商行回归支农支小本源，信贷专注本地发展>>2019.01.15

<<2018年银行业绩快报：整体符合预期-银行业周报（2019年01月第二期）>>2019.01.12

<<中信银行2018业绩快报：营收增长平稳，不良率环比改善>>2019.01.11

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	5.23	0.77	0.79	0.82	0.85	6.81	6.62	6.37	6.14	-	增持
建设银行	6.38	0.92	0.96	1.01	1.05	6.92	6.61	6.30	6.06	-	增持
农业银行	3.53	0.55	0.58	0.57	0.61	6.39	6.09	6.16	5.76	-	增持
招商银行	26.8	2.46	2.78	3.12	3.46	10.89	9.64	8.58	7.74	-	增持

备注：

投资要点

- **总体判断：数量略超预期，结构还是偏弱。**一系列金融和货币政策还是有边际效果的，社融增速下行是边际放缓的，经济失速的可能性就很小。结构上看，银行和企业的风险偏好还是比较低。
- **结构反映市场主体偏好。**新增贷款仍为票据和非银金融机构贷款增加较多；企业融资依旧低迷，用于投资建设的中长期贷款依旧低迷。观点：1、中小企业融资环境有边际改善：此次社融口径下未贴现票据增量为正，而票据贴现保持高增，中小企业总体融资有边际改善；（以往票据融资高增部分靠存量未贴现票据的贴现）2、宽货币对债券和非银贷款是有利的。
- **投资建议：2019年银行股投资逻辑：基本面稳健+估值稳定。**今年银行所处环境：金融监管中性、总量政策弱持续、倒逼的市场化改革增加。银行业绩的稳健性会超市场预期（“弱周期”性），估值由于市场资金结构的变化而保持稳定。2019年，银行股会带来稳健收益。
- **风险提示事件：经济下滑超预期。金融监管超预期。**

一、社融增速下行幅度边际放缓

- **12月社融数据略超预期，存量同比增速下行幅度边际放缓。**12月新口径社融同比增速9.8%、较9月增速下降0.1个百分点，降幅边际放缓（9月增速环比下降0.35个百分点）。

图表：新旧口径社融同比增速缓慢下行

	存量余额（万亿元）					同比增速			
	新口径存量社融	专项债	abs	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%	10.22%
2018-11	199.30	7.23	1.13	2.76	192.07	188.18	9.14%	8.36%	9.88%
2018-12	200.75	7.27	1.28	3.01	193.48	189.19	9.07%	8.29%	9.78%

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

- **边际放缓有几个因素支撑：贷款增量超预期；低利率环境下，企业发债增多共同支撑；而表外非标通道持续收缩则继续拖累社融增速下行。**1) 12月信贷超预期，新增量较去年同期大幅增加3500亿。基于过往经验，银行年末信贷投放量一般不大，此次新增9000亿，略超市场预期，下文将详细拆解信贷结构情况。2) 非标持续收缩，预计年底有较大的到期量（前三、四年年底高增量）。委托贷款、信托贷款继续缩减，新增较去年同期减少2800、2750亿。3) 未贴现承兑汇票自半年多来增量首次转正，小企业融资边际改善。新增较去年同期增加348亿。4) 低利率环境下企业债券融资回暖；股权融资则持续低迷。新增企业债、股票融资较去年同期变动3367、-662亿元。5) 监管鼓励加大不良处置背景下，以及银行历年来年末处置力度较大，整体核销新增较去年同期增加459亿。

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	专项债	abs	核销	新增信贷	表外融资	直接融资
2018-01	88.1%	3.8%	5.6%	0.0%	-0.4%	1.0%	87.7%	3.8%	5.6%
2018-02	86.5%	0.1%	8.6%	0.9%	-1.2%	2.2%	87.4%	0.1%	8.8%
2018-03	72.9%	-15.9%	24.9%	4.2%	2.4%	7.8%	84.1%	-18.6%	29.1%
2018-04	61.7%	-0.7%	25.8%	4.5%	4.6%	1.5%	69.2%	-0.8%	28.9%
2018-05	117.2%	-44.2%	0.7%	10.6%	4.0%	5.0%	148.7%	-55.0%	0.9%
2018-06	110.4%	-46.5%	10.8%	6.8%	1.8%	11.7%	141.7%	-58.4%	13.6%
2018-07	98.7%	-39.9%	19.3%	15.1%	1.0%	1.4%	127.4%	-48.4%	23.4%
2018-08	65.9%	-13.8%	18.4%	21.2%	2.6%	1.9%	91.1%	-18.5%	24.7%
2018-09	63.0%	-13.3%	3.1%	34.0%	4.1%	7.4%	121.5%	-24.5%	5.6%
2018-10	85.3%	-36.0%	22.4%	11.7%	2.5%	6.0%	120.5%	-45.1%	28.0%
2018-11	75.8%	-12.5%	22.1%	-2.2%	7.6%	4.8%	90.2%	-14.0%	24.7%
2018-12	53.9%	-10.9%	24.1%	2.3%	9.5%	15.8%	80.5%	-15.0%	33.3%

注：旧口径存量=新口径-专项债-核销-abs。

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

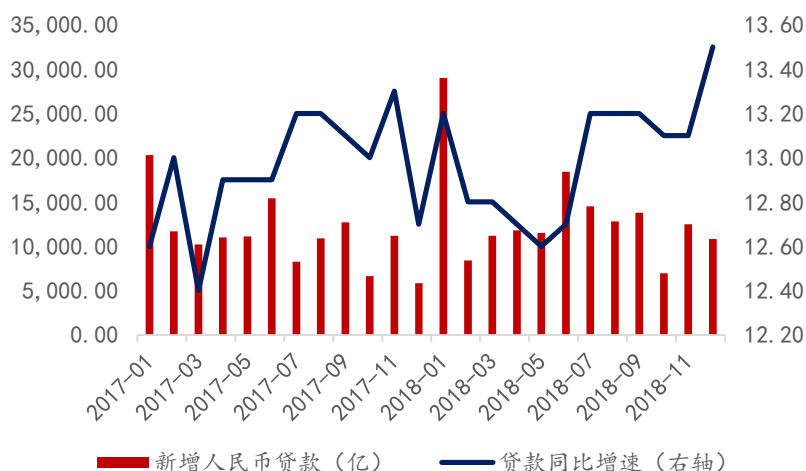
图表：新增社融较去年同期增加情况（亿元）

	社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	债券融资	股票融资	专项债	Abs	核销
2018-01	(6,302)	3,717	(3,850)	(2,720)	(4,694)	1,761	(1,099)	0	(8)	67
2018-02	848	(101)	(1,922)	(402)	1,824	1,717	(191)	108	(136)	112
2018-03	(8,137)	(161)	(3,889)	(3,470)	(2,713)	3,423	(396)	(1,144)	223	388
2018-04	2,157	181	(1,433)	(1,567)	1,109	3,546	(236)	(1,211)	1,326	49
2018-05	(3,603)	(384)	(1,292)	(2,716)	(496)	2,121	(20)	(922)	83	202
2018-06	(6,254)	2,313	(1,610)	(4,104)	(3,419)	1,518	(229)	(972)	159	428
2018-07	(2,739)	3,709	(1,113)	(2,424)	(707)	(436)	(361)	(1,475)	628	(29)
2018-08	1,898	1,674	(1,125)	(1,831)	(1,021)	2,286	(512)	2,182	55	127
2018-09	(750)	2,456	(2,207)	(3,277)	(1,332)	(1,262)	(247)	4,872	571	339
2018-10	(4,574)	506	(992)	(2,292)	(465)	4	(425)	(447)	127	175
2018-11	(3,948)	874	(1,590)	(1,901)	(142)	2,310	(1,124)	(2,614)	909	248
2018-12	33	3,502	(2,846)	(2,754)	348	3,367	(662)	(487)	27	459

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

二、信贷超预期高增，低风险偏好持续，但有亮点

- 12月信贷高增支撑社融超预期，新增贷款1.08万亿（较社融口径增加非银贷款），较去年同期多投放近5000亿，信贷余额同比增长13.5%，增速环比上月大幅上升0.4个百分点。

图表：12月信贷增速超预期


资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 信贷结构反映银行低风险偏好持续：**新增贷款仍为票据和非银贷款增加较多，但有边际改善的亮点，新增未贴现承兑汇票自18年5月首次转正，以往通过消耗存量增加票据供给的方式改变，小企业融资有边际增加。1) 居民按揭贷款需求下半年有转弱可能。居民新增短期贷款较去年同期增加较多，预计主要为去年消费贷严监管下低基数原因。居民中长期贷款依旧没有改善，2019年一季度有储备项目支撑尚无大的担忧，但下半年按揭贷款有转弱可能。2) 企业融资依旧低迷。短期贷款、用于建设投资的中长期均无起色，新增量较去年同期变动+194、-83亿。3) 小企业融资有边际改善。以往票据高增主要靠存量未贴现票据的贴现，此次社融口径下未贴现票据增量为正，而票据贴现保持高增，总体融资有边际改善。4) 非银信贷也是略超预期的，以往银行在年末为了满足流动性管理指标是不愿意增加非银信贷的，此次高增或间接反映银行流动性压力或有缓解以及低风险偏好的持续。

图表：新增贷款结构占比

	居民	企业	中长期	短期	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	31.1%	61.4%	66.2%	23.6%	10.7%	20.4%	12.9%	45.9%	1.2%	6.4%
2018-02	32.8%	88.7%	116.8%	11.2%	-5.6%	38.4%	16.8%	78.5%	-9.2%	-21.4%
2018-03	51.2%	50.5%	74.9%	25.5%	18.1%	33.7%	7.4%	41.2%	-1.1%	-1.9%
2018-04	44.8%	48.5%	69.6%	21.0%	14.8%	30.0%	6.2%	39.6%	0.2%	5.8%
2018-05	53.4%	45.7%	69.2%	14.2%	19.3%	34.1%	-5.1%	35.1%	12.6%	1.2%
2018-06	38.4%	53.4%	46.9%	27.0%	12.9%	25.2%	14.1%	21.7%	16.0%	9.0%
2018-07	43.8%	44.8%	65.2%	5.1%	12.2%	31.6%	-7.1%	33.6%	16.5%	10.9%
2018-08	54.8%	47.9%	61.3%	6.6%	20.3%	34.5%	-13.7%	26.8%	32.0%	-3.4%
2018-09	54.7%	49.1%	58.8%	30.7%	22.7%	31.2%	8.0%	27.5%	12.6%	-4.4%
2018-10	80.9%	21.6%	74.0%	11.1%	27.4%	53.5%	-16.3%	20.5%	15.3%	-3.8%
2018-11	52.5%	46.1%	61.5%	16.2%	17.4%	35.1%	-1.1%	26.4%	18.7%	2.2%
2018-12	41.6%	43.7%	46.6%	6.8%	14.1%	28.4%	-7.3%	18.2%	31.3%	14.0%

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	企业	中长期	短期	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	1,495	2,200	-2,283	1,296	1,877	-383	-581	-1,900	4,868	4,661
2018-02	-251	133	-17	-1,645	333	-584	-1,978	567	1,643	-3,122
2018-03	-2,244	1,967	-1,600	-2,502	-1,411	-733	-1,091	-867	3,774	1,133
2018-04	-426	639	-1,456	-345	472	-898	-817	-558	2,006	545
2018-05	37	-406	-768	-2,617	440	-403	-3,057	-365	2,916	768
2018-06	-311	2,867	-1,976	-383	-238	-199	-145	-1,777	4,544	836
2018-07	728	2,966	575	-964	697	32	-1,661	543	4,050	2,433
2018-08	377	1,297	-269	-2,010	433	-55	-2,443	-214	3,781	74
2018-09	195	2,137	-1,706	2,216	597	-477	1,619	-1,229	1,765	-1,491
2018-10	1,135	-639	-917	95	1,116	20	-1,021	-937	1,442	-264
2018-11	355	538	-767	-196	141	213	-337	-980	1,956	446
2018-12	1,210	2,301	-116	1,537	1,343	-33	194	-83	1,992	1,565

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

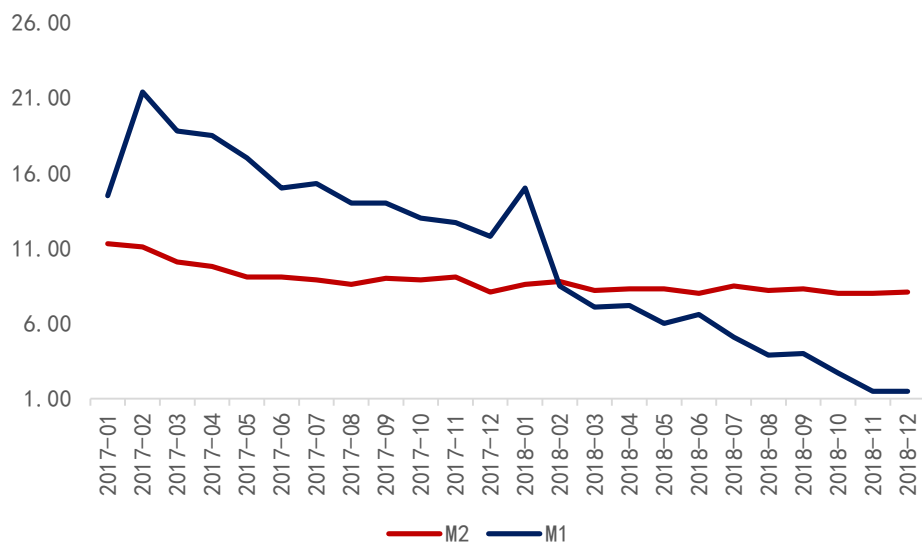
图表：小企业融资或边际改善（亿元）

	新增未承兑汇票	新增票据贴现	合计
2018-01	1,437	347	1,784
2018-02	106	(775)	(669)
2018-03	(323)	(119)	(442)
2018-04	1,454	23	1,477
2018-05	(1,741)	1,447	(294)
2018-06	(3,649)	2,947	(702)
2018-07	(2,744)	2,388	(356)
2018-08	(779)	4,099	3,320
2018-09	(548)	1,743	1,195
2018-10	(453)	1,064	611
2018-11	(127)	2,341	2,214
2018-12	1,024	3,395	4,419

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

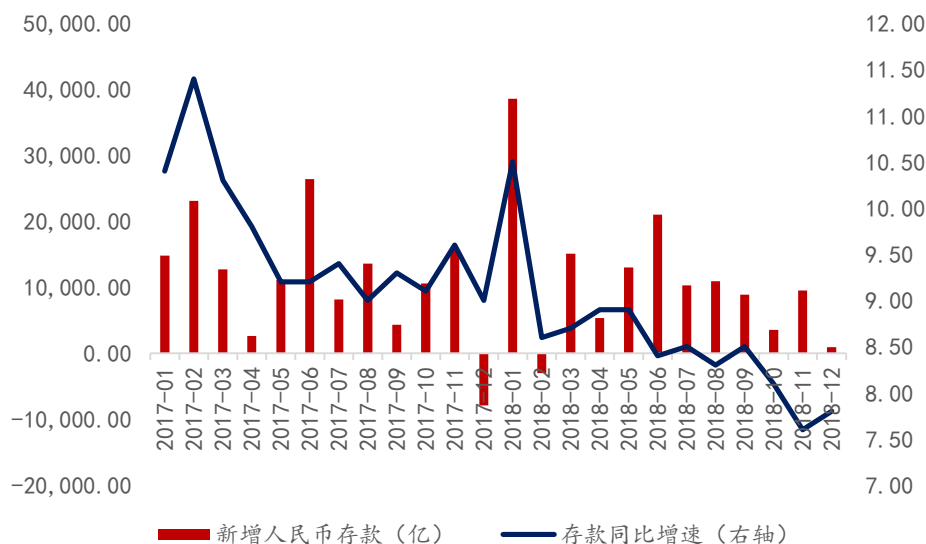
三、存款压力不减

- M1、M2 维持低位：**12月M1、M2分别同比增长1.5%、8.1%，M1增速与上月环比持平；M2增速环比微升0.1个百分点。整体来看，M1、M2保持低位，反映房地产调控持续，企业投资意愿弱、经济活力不足。

图表：M2 及 M1 同比增速


资料来源：人民银行，中泰证券研究所

- 存款增速回升有低基数原因，也有信贷高增派生原因。**各类存款主体新增量均较去年同期有增加，1) 居民较去年同期增加 3700 亿，预计房地产挤压边际减弱，以及季末理财到期回表。2) 非银机构新增存款较去年同期增加 1300 亿，预计更多为信贷派生。3) 企业、财政存款增量较去年同期增加 950、2000 亿，财政支出力度在 12 月稍减弱。

图表：存款同比增速略有回升


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
2018-12	3,744	951	1,958	1,308

资料来源：人民银行，中泰证券研究所

四、投资建议

- **2019 年银行股投资逻辑：基本面稳健+估值稳定。**1、我们系统回归了银行 14 年的表现，银行收益主要源于基本面超预期，而市场偏好抑制其估值提升；呈现出“基本面持续超预期+估值下降”的特征。2、明年银行所处环境：金融监管中性、总量政策弱持续、倒逼的市场化改革增加。3、未来银行的投资逻辑转变：银行业高增长是“明日黄花”，但业绩的稳健性会超预期（“弱周期”性），估值由于市场资金结构的变化而保持稳定。2019 年，银行股会带来稳健收益。
- **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：2019-1-15）

	P/B		ROE		股息率
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E
工商银行	0.81	0.73	13.1%	12.3%	4.78%
建设银行	0.83	0.76	13.4%	12.8%	4.78%
农业银行	0.77	0.70	13.1%	12.3%	4.99%
中国银行	0.66	0.60	11.5%	10.9%	5.23%
交通银行	0.66	0.61	10.4%	10.1%	4.99%
招商银行	1.33	1.17	15.5%	15.5%	3.53%
中信银行	0.66	0.61	10.3%	9.9%	4.14%
浦发银行	0.70	0.62	12.0%	10.8%	1.10%
民生银行	0.60	0.54	12.8%	11.9%	3.08%
兴业银行	0.72	0.65	13.6%	12.8%	4.37%
光大银行	0.69	0.63	10.7%	10.6%	3.33%
华夏银行	0.57	0.51	11.2%	10.1%	2.08%
平安银行	0.76	0.68	10.6%	10.4%	1.46%
北京银行	0.82	0.75	10.8%	10.4%	2.98%
南京银行	0.82	0.71	15.0%	14.6%	3.92%
宁波银行	1.31	1.13	16.2%	15.2%	2.58%
江苏银行	0.68	0.60	11.1%	10.9%	3.16%
贵阳银行	0.84	0.72	18.8%	18.1%	3.81%
杭州银行	0.83	0.74	9.1%	8.9%	2.79%
上海银行	0.87	0.78	11.9%	12.3%	3.74%
成都银行	0.93	0.82	16.3%	15.9%	3.63%
江阴银行	0.96	0.90	8.1%	7.8%	1.66%
无锡银行	1.29	1.19	11.1%	11.0%	2.24%
常熟银行	1.11	1.00	13.2%	13.5%	3.47%
吴江银行	1.03	0.95	9.6%	10.0%	1.81%
张家港银行	1.12	1.04	9.5%	9.5%	1.84%
上市银行平均	0.86	0.78	12.3%	11.9%	3.29%
国有银行	0.77	0.68	12.3%	11.7%	4.95%
股份银行	0.75	0.68	12.1%	11.5%	2.89%
城商行	0.89	0.78	13.6%	13.3%	3.33%
农商行	1.10	1.02	10.3%	10.4%	2.20%

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。