

行业研究/动态点评

2019年02月15日

行业评级:

银行 增持(维持)  
非银行金融 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

**郭其伟** 执业证书编号: S0570517110002  
研究员 0755-23952805  
guoqiwei@htsc.com

**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
研究员 0755-82713386  
liuxuefei@htsc.com

**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

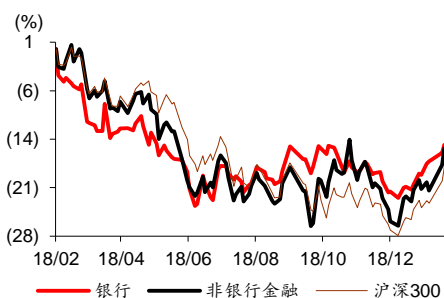
**孟蒙** 0755-82573832  
联系人 mengmeng@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《银行/非银行金融: 行业周报(第五周)》  
2019.02
- 2 《贵阳银行(601997,增持): 不良压力缓释,  
资本补充助力成长》2019.02
- 3 《非银行金融: 从制度建设跨越看新龙头崛起》  
2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000001	平安银行	11.25	买入	1.35	1.44	1.56	1.72	8.33	7.81	7.21	6.54
600036	招商银行	29.86	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	10.74	9.36	8.01	6.77
600030	中信证券	19.30	买入	0.94	0.78	0.98	1.14	20.53	24.74	19.69	16.93
600999	招商证券	15.59	买入	0.86	0.55	0.71	0.87	18.13	28.35	21.96	17.92
601336	新华保险	43.90	买入	1.73	2.53	3.16	3.89	25.44	17.34	13.87	11.29
601628	中国人寿	23.14	买入	1.14	1.15	1.39	1.69	20.28	20.08	16.67	13.67

资料来源: 华泰证券研究所

敬请参阅尾页重要声明及华泰证券股票和行业评级标准

正向激励支持民企, 金融受益政策改善

点评国办发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》

监管引导加大民企支持, 金融受益于政策环境改善

2月14日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》, 引导金融机构加大民营企业融资支持。意见强化正向激励, 金融行业受益于政策环境持续改善, 证券板块关注优质券商投资机会, 推荐中信证券、招商证券; 银行板块推荐资本充裕、零售领先的平安银行、招商银行、建设银行、常熟银行; 保险板块推荐新华保险、中国人寿。

银行: 差异化货币信贷政策, 正向激励银行加大民企支持

《意见》通过央行差异化货币信贷政策、银行监管层面引导等方式提振商业银行向民营企业融资支持的意愿, 并同时辅以加大推动商业银行资本补充提升银行信贷供给能力, 双管齐下正向激励银行。我们认为监管政策多方发力引导银行加大民企融资支持, 一方面宽信用得以全面推动, 银行资产规模有望提速扩张, 带动盈利释放, 另一方面民企融资改善有助于社会信用修复的深入推进, 也有利于银行业资产质量平稳。意见严令禁止运动式信贷投放, 我们认为商业银行加大民企融资支持仍会以资产质量作为核心准绳, 偏好逐步修复、风控能力增强的同时扩大对民企信贷投放支持。

券商: 加大直接融资支持力度, 既是推动者也是受益者

加大直接融资支持力度, 券商既是推动直接融资的主体力量, 也有望受益于直接融资发展。《意见》要求积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资, 具体包括七方面, 主要有: 抓紧推进在上交所设立科创板并试点注册制, 有望通过增量改革提升资本市场服务民营企业能力。稳步推进新三板发行与交易制度改革, 促进新三板成为创新型民营中小微企业融资的重要平台。完善股票发行和再融资制度, 加快民营企业首发上市和再融资审核进度。深化上市公司并购重组体制机制改革等。券商作为推动直接融资的主体力量, 将通过多种方式服务民营企业, 同时也有望迎来行业发展机遇。

保险: 投资端扩容持续推进, 丰富渠道分散风险

《意见》要求取消险资开展财务性股权投资行业范围限制, 规范实施战略性股权投资, 此前在去年10月的《保险资金投资股权管理办法(征求意见稿)》中已提出此点, 我们认为此次再次强调意在推动股权投资管理办法正式稿的加速落地, 持续扩大保险资金开展战略投资的业务范围, 推动保险资金更好地服务实体经济。另一方面政策推动保险投资端扩容, 包括设立纾困基金专项产品, 允许投资银行发行的永续债和二级资本债等, 将有效分散保险资金的投资风险, 在丰富投资渠道的同时, 也可以获取优质资产带来的超额收益。

风险提示: 宏观经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

## 银行：差异化货币信贷政策，正向激励银行加大民企支持

《意见》旨在疏通货币政策传导机制，通过央行差异化货币信贷政策、银行监管层面引导等方式提振商业银行向民营企业提供融资支持的意愿，并同时辅以加大推动商业银行资本补充提升银行信贷供给能力，双管齐下正向激励银行。我们认为监管政策多方发力引导银行加大民企融资支持，一方面宽信用得以全面推动，银行资产规模有望提速扩张，带动盈利释放，另一方面民企融资改善有助于社会信用修复的深入推进，也有利于银行业资产质量平稳。意见并未设置明确监管指标要求，并严令禁止运动式信贷投放，我们认为商业银行加大民企融资支持仍会以资产质量作为核心准绳，风险偏好逐步修复、民企融资风控能力增强的同时扩大对民营企业的信贷投放支持。

### 实施差异化货币信贷政策，正向激励银行加大民企支持

《意见》提出实施差异化货币信贷政策，从央行宏观调控政策层面提升银行支持民企融资意愿。差异化货币信贷政策主要在三方面。第一是合理调整商业银行宏观审慎评估参数，鼓励金融机构增加民营企业、小微企业信贷投放。2018年三季度货币政策报告指出在宏观审慎评估（MPA）中新增临时性专项指标，专门用于考察金融机构小微企业贷款情况。并且在结构性参数计算中将考察范围拓展至普惠金融领域。MPA考核中可用于考察民企、小微融资情况的指标，主要是计算宏观审慎资本充足率的结构性参数与信贷政策执行情况。

第二是完善普惠金融定向降准政策。2019年1月2日央行调整普惠金融定向降准贷款考核口径，将普惠金融定向降准小微企业贷款考核标准由单户授信“小于500万元”调整为“小于1000万元”。普惠金融定向降准政策完善向银行施加正向激励，扩大优惠政策覆盖范围，为银行体系释放增量长期限、相对低成本的流动性，提振银行融资意愿和能力。

第三是增加再贷款和再贴现额度，把支农支小再贷款和再贴现政策覆盖到包括民营银行在内的各类金融机构。2018年12月19日央行已新增1000亿元再贷款和再贴现额度，用于加大小微企业、民营企业融资支持，后续政策空间仍然较大。央行差异化货币信贷政策从顶层监管层面对商业银行施加正向激励，提升银行对民企与小微融资支持意愿。

### 银行监管层面引导支持民企，银行仍以资产质量为核心准绳

《意见》从银行监管层面也三方面着力引导商业银行加大民企融资支持。一是新发放公司类贷款中，民营企业贷款比重应进一步提高。并且发挥国有大型银行“头雁”作用，大型银行主动作为引导行业加强民企信贷投放。根据银保监会数据，截至2018年11月8日银行业贷款中民营企业占比约25%左右。2018年底以来商业银行支持民企政策频出，从公布民企融资存量数据的国有大行来看，国有大行民企融资支持比例已相对较高，加大民企融资支持力度对其信贷结构变化的影响较为有限。

二是加大对民营企业票据融资支持力度，简化贴现业务流程，提高贴现融资效率，及时办理再贴现。结合近期央行设立票据经纪业务试点，商业银行除了传统的票据直贴、转贴业务外，进一步充当票据中介角色，更深层次参与票据市场。票据具有交易场景，信用风险相对可控，并且与贷款相比流动性更强。以票据融资方式加大对民企融资支持力度，是兼顾当前银行风险偏好与加大民企融资支持的有效路径。

三是建立“敢贷、愿贷、能贷”长效机制。一方面完善内部考核机制，强化正向激励。另一方面重点对民企融资企业数量与信贷质量进行综合考核。建立健全尽职免责机制，提高不良贷款考核容忍度。银行体系内不良贷款考核容忍度的提升和风险偏好的调整是一个循序渐进的过程，期间商业银行对于民营企业的风险控制能力也会逐步增强。风险偏好的提升并不意味着不良贷款比率必然的抬升，当前银行业风险偏好相对谨慎，加大较优质民企信贷投放，商业银行有望在资产质量平稳的同时，获取相对更高的融资收益。

**《意见》也明确指出商业银行要遵循经济金融规律，科学设定信贷计划，不得组织运动式信贷投放。**银行需要在健全信用风险管控机制，提升数据治理、客户评级和贷款风险定价能力，在有效防范风险前提下加大对民营企业支持力度。这也印证了我们的观点，监管主要从正向激励引导商业银行加大对民营企业和小微企业融资支持，风险控制仍是银行信贷投放的核心准绳，运动式信贷投放是监管严令禁止的红线，银行资产质量有望持续稳健。

**图表1：2018年11月以来大型银行民企支持政策**

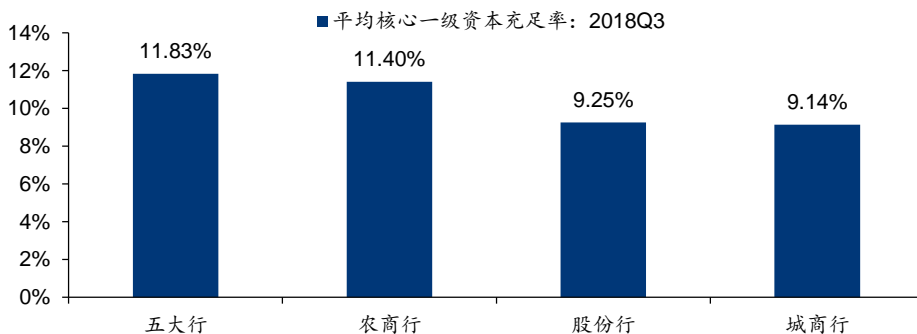
	支持政策	民企贷款/对公贷款	原文表述备注
工行	制定了三年规划：未来三年，工行普惠贷款平均增长30%以上，三年翻一番；民营企业贷款每年净增不少于2000亿元，新增融资客户每年不低于5000户。	存量：22.22%	截至10月末，在工行有融资余额的民营企业近8万户，较年初增长8%，占全部融资企业客户数量的近八成，融资余额2.1万亿元
农行	发布《关于加大力度支持民营企业健康发展的意见》，围绕加大信贷投入、完善政策制度、创新产品与服务模式、推进减费让利、拓宽融资渠道、助力企业纾困、确保商业可持续、加强组织领导与正向激励等八个方面提出了22条针对性措施。		
中行	发布《支持民营企业二十条》，并在总行主会场及9个分会场与超百家民营企业签署《总对总合作协议》。	存量：30.18%	截至今年9月末，中行支持民营企业授信客户5.37万户，贷款余额1.53万亿元，占境内全部对公贷款余额的30.18%
建行	发布《进一步加大对支持民营和小微企业发展的通知》，从服务大局落实中央政策要求、强化信贷政策支持、优化绩效考核、差异化信贷政策、完善经营方式、加强科技驱动、推进全面主动风险管理、加强沟通与舆论引导等八个方面提出26条举措。	存量：近30%	该行服务的对公信贷客户中，民营企业占比九成，融资余额占比近30%。
交行	制定了关于进一步加强民营企业金融服务的指导意见，从稳预期、改机制、拓渠道、腾资源、降成本五个方面，明确22条具体政策措施。		

资料来源：国务院，公司官网，人民网，人民日报，中国首都网，华泰证券研究所

**加大银行资本补充支持，给予资本监管更大弹性**

由于银行业的资本压力是制约银行信贷投放的重要因素，《意见》强调从银行资本的角度增强银行服务民企的能力。一方面，促进银行资本补充。非核心一级资本补充方面，支持银行发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券等创新工具补充资本，两者可分别补充银行的其他一级资本、附属资本；核心一级资本补充方面，将民企和小微的融资服务质量和规模与中小银行发行股票（包括非上市银行的IPO、上市银行的定增）相关联。1月央行和银保监会先后通过创设CBS、允许保险机构投资为银行永续债发行铺路，政策协调性较强，1月25日中国银行已完成国内银行首单无固定期限资本债的发行。《意见》提出转股型二级资本债券（此前市场上的二级资本债多为减记型），代表持续鼓励资本工具创新，银行资本补充提速有望提速。而针对中小银行相对紧缺的核心一级资本，《意见》对症下药，支持民企及小微企业较多的银行有望享受政策红利。

**图表2：2018年Q3末上市银行平均核心一级资本充足率：中小银行相对短缺**



注：不含新上市的长沙银行、郑州银行、紫金银行、青岛银行

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

另一方面，给予资本监管更大弹性。商业银行面临两个资本监管约束，一是《商业银行资本管理办法（试行）》的核心一级资本充足率（+储备资本）、一级资本充足率、资本充足率分别不低于7.5%、8.5%、10.5%；二是MPA考核中的宏观审慎资本充足率考核，宏观审慎资本充足率=α\*（最低资本充足率要求8%+储备资本+系统重要性附加资本+逆周期缓冲资本）。若宏观审慎资本充足率考核不达标，将有降低法定存款准备金利率等惩罚措施。《意见》支持从宏观审慎角度对商业银行储备资本等进行逆周期调节，并合理调整商业银行的MPA考核参数。商业银行的资本监管要求降低，将减轻商业银行的MPA考核压力，进而提高商业银行的信贷供给意愿。

### 投资逻辑：政策持续发力，看好资本充裕、零售转型优质标的

我们认为本次意见进一步体现了监管疏通货币政策传导机制，引导银行加大民企信贷投放导向。央行差异化货币信贷政策支持，从正向激励方向提升商业银行信贷供给意愿。监管加大资本补充支持，银行资本补充有望提速，提升信贷扩张能力。信贷供给意愿和供给能力提升双管齐下，银行资产增速有望提升，带动盈利释放。并且意见严令禁止运动式信贷投放，注重信贷质量综合考核，银行资产质量有望保持平稳。政策环境持续改善，宽信用深入推进，我们看好资本充足具有扩张空间，零售转型突出资产质量与净息差相对平稳的优质标的，推荐平安银行、招商银行、建设银行、常熟银行。

### 证券：加大直接融资支持力度，券商既是推动者也是受益者

加大直接融资支持力度，券商既是推动直接融资的主体力量，也有望受益于直接融资发展。《意见》要求积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资，具体包括：一是抓紧推进在上交所设立科创板并试点注册制。有望通过增量改革提升资本市场服务民营企业能力。二是稳步推进新三板发行与交易制度改革，促进新三板成为创新型民营中小微企业融资的重要平台。三是完善股票发行和再融资制度，加快民营企业首发上市和再融资审核进度。四是深化上市公司并购重组体制机制改革。五是研究扩大定向可转债适用范围和发行规模。六是扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债。七是支持民营企业债券发行，鼓励金融机构加大民营企业债券投资力度。券商作为推动直接融资的主体力量，将通过股权融资、债券融资、并购重组等方式促进资本市场服务民营企业，同时也有望把握时代浪潮迎来行业发展历史机遇。

### 保险：投资端扩容持续推进，丰富渠道分散风险

取消险资开展财务性股权投资行业范围限制。2018年10月《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》中最早提出取消保险资金财务性股权投资和重大股权投资的行业范围，要求保险公司综合考虑自身实际，自主审慎选择行业和企业类型，并加强股权投资能力和风险管控能力建设。我们认为《意见》再次提到此点，意在推动股权投资管理办法正式稿的加速落地，持续扩大保险资金开展战略投资的业务范围，推动保险资金更好地服务实体经济。

投资端扩容在路上，分散风险利于资金长期价值投资。2018年以来银保监会大力推进保险资金设立纾困基金，并提出此部分资金不纳入权益资产计算的投资比例，后来进一步提出允许专项产品通过券商资产管理计划和信托计划来化解股票质押流动性风险。据银保监会披露，截至2019年1月25日，保险业纾困基金专项产品规模合计为1160亿元，涵盖了10家保险资管公司，其中已有5单产品成功落地，完成投资约22亿元。我们预计未来一段时间将会有更多的专项产品投资落地，将有效提振市场信心。银保监会允许保险机构投资银行发行的永续债和二级资本债，在利率下行环境下有利于锁定较为可观的长期收益。目前市场上唯一发行的中国银行永续债票面利率达4.5%，较同期债券基准利率（前5日五年期国债收益率均值）高出157bp。投资端的扩容将有效分散保险资金的投资风险，在丰富投资渠道的同时，也可以获取优质资产带来的超额收益。

## 风险提示

1. 经济下行超预期。2019年我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com