

银行

证券研究报告
2021年10月14日

社融之后怎么看银行板块？关注政策拐点信号

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郭其伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521030001

廖紫苑

联系人

liaoziyuan@tfzq.com

9月社融新增低于市场预期

9月社融新增2.90万亿元，低于wind统计的市场预测值3.24万亿元。社融同比少增5693亿元，同比降幅连续第3个月超过5000亿元。社融存量增速从上月的10.3%下降到9月的10.0%。一方面是因为去年基数较高，另一方面也源于9月贷款增长较为疲弱。

中长期贷款增长较弱反映投资需求下降

9月社融中对实体发放的人民币贷款新增1.78万亿元，同比少增1397亿元。贷款结构体现为企业短贷和票据贴现扩张，而居民贷款和企业中长贷同比少增。因为9月是房地产信用风险事件的关注度上升的时间点，我们判断是银行放贷风险偏好下降以及地产基建投资走弱，使得企业中长贷在季末月并没有发生好转。银行在额度较为充裕的情况下，暂时更倾向于用短贷和票据冲量。如果观察包含企业中长贷、信托贷款、委托贷款、企业债、地方债等和投向相关5个融资科目，合并计算的投资性资金在9月新增1.05万亿元，同比少增5656亿元，增速也从上月的10.2%下降到9.7%，背后反映的是地产和基建投资需求的下降。

政策多措并举将有利社融增速回升

当前10%的社融增速已经创下了历史最低值，后续反而可以增加对跨周期政策的期待。其实在政策层面，宽信贷的信号已经在增强。在730政治局会议之后，8月末人行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，9月国常会宣布发放3000亿元再贷款额度，9月末人行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会。会议规格以及政策力度都在层层递进。未来四季度地方债加快发行、MLF续作以及可能的降准操作，都将有利于社融增速实现企稳回升。考虑到因为接近年末，银行储备项目不多。真正信用发力的时间点或在明年一季度。那么银行板块将迎来新一轮时间跨度较长的资产扩张周期。宽信用给银行的贡献不只是以量补价这么简单。资产扩张将稀释信用风险，给予银行更宽裕的时间处置消化问题资产。非息业务也将受益于更宽松的流动性，再次实现快速扩张。

看好板块机会，三季报值得期待

银行板块的估值和仓位现在处于历史底部。9月份板块估值调整已经消化了市场的悲观情绪。银行板块的投资应当注重政策拐点带来的催化效果。建议投资者淡化对息差的关注。四季度预期息差还会走弱，这主要是监管因素使然。但回顾去年疫情期间的宽信用，息差向下并不妨碍营收在非息收入推动下实现反转。我们预期财富管理以及零售小微标的会在宽信用中取得更突出的业绩表现。建议重点关注社融之后的三季报行情，重点推荐招商银行、宁波银行、平安银行、杭州银行、江苏银行、邮储银行。

风险提示：经济下行超预期；政策出台不及预期；疫情反复限制人员流动

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-10-13	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	53.03	买入	3.86	4.64	5.43	6.26	13.74	11.43	9.77	8.47
002142.SZ	宁波银行	38.35	买入	2.50	3.10	3.73	4.42	15.34	12.37	10.28	8.68
000001.SZ	平安银行	19.58	买入	1.49	1.87	2.35	2.91	13.14	10.47	8.33	6.73
600926.SH	杭州银行	15.20	买入	1.20	1.49	1.77	2.06	12.67	10.20	8.59	7.38
600919.SH	江苏银行	6.12	买入	1.02	1.27	1.56	1.88	6.00	4.82	3.92	3.26
601658.SH	邮储银行	5.14	买入	0.74	0.82	0.91	1.02	6.95	6.27	5.65	5.04

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业走势图

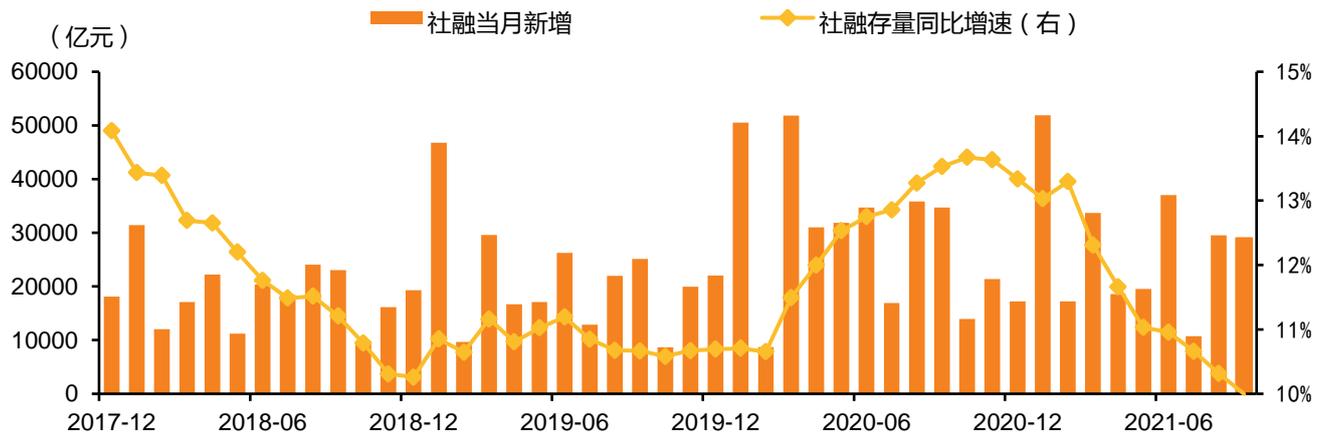


资料来源：贝格数据

相关报告

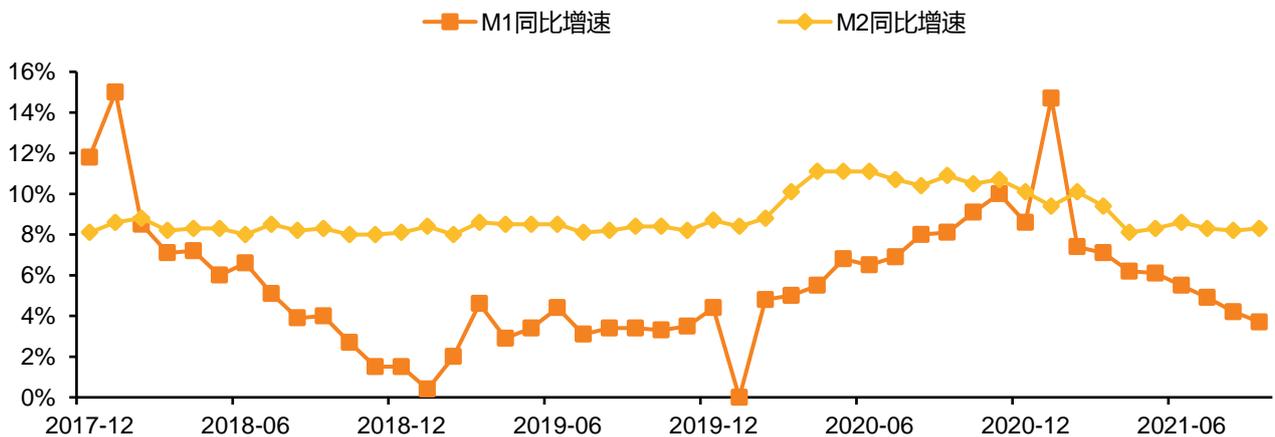
- 《银行-行业研究周报:平台经济反垄断深入，房地产债务风险整体可控》2021-10-10
- 《银行-行业研究简报:月度问答:逐一解答10月银行板块焦点》2021-10-08
- 《银行-行业点评:征信业务管理办法出台，助贷业务面临洗牌》2021-10-08

图 1: 社融当月新增和社融存量同比增速



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 2: M1 和 M2 同比增速



资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 1: 新增社会融资规模结构

当月值 (亿元)	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
社会融资规模	18567	19519	37009	10737	29558	29000
人民币贷款	12840	14294	23182	8391	12713	17774
外币贷款	(272)	7	701	(78)	347	(18)
表外融资	(3693)	(2629)	(1741)	(4038)	(1058)	(2136)
直接融资	8174	6338	12383	5834	15557	10281
其他融资	1518	1509	2484	628	1999	3099
同比多增 (亿元)	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
社会融资规模	(12460)	(12347)	2328	(6191)	(6295)	(5693)
人民币贷款	(3399)	(1208)	4153	(1830)	(1488)	(1397)
外币贷款	(1182)	(450)	497	446	(50)	284
表外融资	(3714)	(2855)	(2595)	(1389)	(1768)	(2163)
直接融资	(4735)	(8256)	709	(3198)	(3172)	(2292)
其他融资	570	422	(436)	(220)	183	(125)

资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 2: 新增贷款结构

当月值 (亿元)	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
居民户贷款	5283	6232	8685	4059	5755	7886
短期贷款	365	1806	3500	85	1496	3219
中长期贷款	4918	4426	5156	3974	4259	4667
非金融企业及机关团体贷款	7552	8057	14591	4334	6963	9803
短期贷款	(2147)	(644)	3091	(2577)	(1149)	1826
票据融资	2711	1538	2747	1771	2813	1353
中长期贷款	6605	6528	8367	4937	5215	6948
同比多增 (亿元)	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
居民户贷款	(1386)	(811)	(1130)	(3519)	(2660)	(1721)
短期贷款	(1915)	(575)	100	(1425)	(1348)	(175)
中长期贷款	529	(236)	(1193)	(2093)	(1312)	(1695)
非金融企业及机关团体贷款	(2011)	(402)	5313	1689	1166	345
短期贷款	(2085)	(1855)	(960)	(156)	(1196)	552
票据融资	(1199)	(48)	4851	2792	4489	3985
中长期贷款	1058	1223	1019	(1031)	(2037)	(3732)

资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 3: 表外融资和直接融资结构

当月值 (亿元)	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
表外融资	(3693)	(2629)	(1741)	(4038)	(1058)	(2136)
委托贷款	(213)	(408)	(474)	(151)	177	(22)
信托贷款	(1328)	(1295)	(1046)	(1571)	(1362)	(2129)
未贴现银行承兑汇票	(2152)	(926)	(221)	(2316)	127	15
直接融资	8174	6338	12383	5834	15557	10281
企业债券融资	3621	(1080)	3919	3076	4341	1400
非金融企业境内股票融资	814	717	956	938	1478	772
政府债券	3739	6701	7508	1820	9738	8109
同比多增 (亿元)	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09
表外融资	(3714)	(2855)	(2595)	(1389)	(1768)	(2163)
委托贷款	366	(135)	10	1	592	295
信托贷款	(1351)	(958)	(194)	(204)	(1046)	(970)
未贴现银行承兑汇票	(2729)	(1762)	(2411)	(1186)	(1314)	(1488)
直接融资	(4735)	(8256)	709	(3198)	(3172)	(2292)
企业债券融资	(5616)	(3959)	233	718	682	84
非金融企业境内股票融资	499	364	418	(277)	196	(369)
政府债券	382	(4661)	58	(3639)	(4050)	(2007)

资料来源: WIND, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com