

小微复苏+竞争趋缓+补贴到位，关注农商行潜力

2023 年 03 月 08 日

➤ **小微金融走过怎样的十年？**为解决小微企业融资难的问题，近十年相关政策不断落地，政策重点逐渐从“小微”过渡至“普惠小微”，小微企业融资可得性快速提升，10 年间贷款余额增长超 4 倍，其中普惠小微贷款增长更为强劲。

从市场竞争格局看，大行“后来居上”，主要来自政策驱动。大行连续超额完成指标后，21 年开始在普惠小微贷款市场份额上实现了对农商行的超越，两类银行合计占比基本稳定在 2/3。

➤ **普惠小微融资空间有多大？**我们测算融资缺口高达 135.5 万亿元，是当前贷款余额的 5.7 倍，表明普惠小微融资空间仍较为广阔；而从市场主体覆盖率看，还不足 1/4，也表明了银行普惠小微业务“天花板”还远未到来。

➤ **参考海外，国内小微复苏弹性也有望较为可观。**日本疫情管控放开后，中小企业融资需求快速反弹，其中首次放开后，区域银行受益更为明显。国内也有望呈类似态势，23 年 1 月中小企业发展指数明显回升。但受小微展业节奏、疫情期间小微贷款投放强度等因素影响，国内小微复苏节奏较日本可能更为温和。

➤ **23 年小微竞争格局可能有何变化？**从中央政策的强度来看，有一定边际减弱的倾向。但我们预计大行普惠小微参与度可能不会明显下降，一是来自政策的连续性，二是普惠小微并非单纯的政策性“让利”任务。但这也会小微业务资产质量形成呵护。**农商行小微贷款定价压力或有所缓解**，经济复苏背景下，小微企业对于融资成本的关注度可能趋于下降，或更愿意为农商行的个性化服务给出“溢价”。**有成熟服务模式、有能力做客户下沉的农商行，可能受益更多。**

➤ **“补贴”到位，农商行业绩确定性增强。**2023 年农商行预计有两部分补贴资金落地，一是央行创设的普惠小微贷款支持工具，预计部分农商行 22Q2 之后的资金补贴（测算超 125 亿元）将于 23Q2-Q4 渐次确认收入，二是 22Q4 阶段性 1% 减息的补贴，预计这部分减息补贴会在 23Q1 确认收入。

➤ **投资建议：小微复苏弹性或可观，定价压力有望缓解**

疫后小微复苏弹性或较可观，23Q2 可能是较好观察窗口；从中央政策层面看，小微政策力度或边际减弱，但大行参与度可能不会明显下降，不过农商行小微贷款定价压力或有所缓解。有成熟服务模式、有能力做客户下沉的农商行，可能受益更多。此外，两部分补贴资金落地，有望增强 23 年农商行业绩的确定性。仅从小微业务逻辑出发，建议关注常熟、苏农、苏州、瑞丰银行；此外，股份行全年将受益于经济复苏、零售修复及地产风险缓释，建议关注招行、平安及兴业银行。

➤ **风险提示：**宏观经济增速下滑；市场竞争加剧；测算相关风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
		(元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600036.SH	招商银行	36.00	4.69	5.39	6.26	8	7	6	推荐
601166.SH	兴业银行	16.91	3.98	4.40	5.16	4	4	3	推荐
000001.SZ	平安银行	13.53	1.87	2.35	2.85	7	6	5	推荐
603323.SH	苏农银行	4.95	0.64	0.83	1.00	8	6	5	推荐
601528.SH	瑞丰银行*	7.71	0.89	1.02	1.18	9	8	7	/
002966.SZ	苏州银行	7.27	0.93	1.07	1.31	8	7	6	推荐
601128.SH	常熟银行	7.77	0.80	1.00	1.22	10	8	6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2023 年 3 月 8 日收盘价，瑞丰银行未覆盖，采用 wind 一致预期数据

推荐

维持评级



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 于博文

执业证书：S0100122020008

邮箱：yubowen@mszq.com

相关研究

1. 银行视角看 2023 年政府工作报告：复苏周期渐近，让利逻辑淡化-2023/03/05
2. 《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评：风险权重有升有降，引导银行资产转型-2023/02/19
3. 1 月社融数据点评：企业中长贷“一枝独秀”，后续传导打开复苏前景-2023/02/12
4. 11 家银行 2022 业绩快报汇总：利润保持高增，优质区域农商行投放强、质量优-2023/01/28
5. 12 月社融数据点评：信贷超预期且结构优化，社融受债券融资拖累-2023/01/11

目录

1 小微金融走过怎样的十年？	3
1.1 政策重点：从“小微”到“普惠小微”	3
1.2 竞争格局：大行“后来居上”	4
2 普惠小微融资空间有多大？	5
3 海外视角看小微疫后复苏弹性	6
4 23 年小微竞争格局有何变化？	8
5 “补贴”到位，农商行业绩确定性增强	10
6 投资建议	11
7 风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

1 小微金融走过怎样的十年？

小微企业是国民经济重要支柱和经济稳定增长的坚实基础。截至 2021 年末，国内 99% 以上的企业均为中小企业，它们贡献了 80% 的就业，根据工信部相关研究，中小企业数量、缴税总额与地区 GDP、财政收入之间的相关系数均大于 0.88。

解决小微企业融资难的问题，是近十年重要的经济课题，与此同时，小微业务也在深刻改变着银行的资产结构。我们立足银行信贷，从政策重点以及市场竞争格局两方面回溯国内小微金融走过的十年。

1.1 政策重点：从“小微”到“普惠小微”

政策引导下，小微金融服务重点逐渐聚焦普惠小微企业，监管考核目标也在不断优化。2011 年，原银监会提出小微贷款“两个不低于”工作目标；2015 年升级为“三个不低于”，但考核重点仍围绕小微企业；2018 年出现重要变化，考核重点转向普惠小微（即单户授信总额 1000 万元以下的小微企业贷款），工作目标转向“两增两控”，同时实施分类考核，兼顾总量增长和结构优化，截至目前，基本沿用该管理思路。

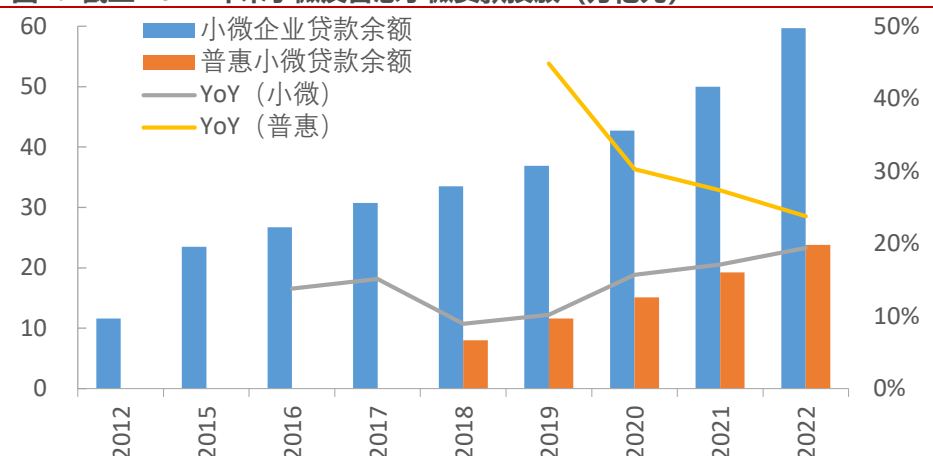
图1：小微金融政策重要节点回溯

	2011年	2015年	2018年
政策发布	《关于支持商业银行进一步改进小型微型企业金融服务的补充通知》	《关于2015年小微企业金融服务的指导意见》	《关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》
考核重点	小微贷款	小微贷款	普惠小微贷款
工作目标	两个不低于： 努力实现小型微型企业贷款增速不低于全部贷款平均增速，增量高于上年同期水平。	三个不低于： 努力实现小微企业贷款增速不低于各项贷款平均增速，小微企业贷款户数不低于上年同期户数，小微企业申贷获得率不低于上年同期水平。	两增两控： 单户授信总额1000万元以下（含）小微企业贷款同比增速不低于各项贷款同比增速，有贷款余额的户数不低于上年同期水平；合理控制小微企业贷款资产质量水平和贷款综合成本水平。

资料来源：银保监会，民生证券研究院

政策效果显著，小微企业融资可得性快速提升。截至 2022 年末，小微贷款余额接近 60 万亿元，相较 2012 年底增长 4 倍有余，占银行信贷总额接近 1/3，其中普惠小微贷款增长更为强劲，2018-2022 年的复合增速超过 30%。

图2：截至 2022 年末小微及普惠小微贷款投放（万亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 竞争格局：大行“后来居上”

农商行具有服务小微的天然优势，但近年来市场份额受到大行的明显挤压。大行在小微市场参与度明显提升的背后，主要来自政策驱动。2019 年开始，大行在小微贷款投放上面临更高的要求，其中 2019-2021 年政府工作报告均明确规定当年大行小微（普惠）贷款余额增速，2022 年投放目标则是在国务院《加力帮扶中小微企业纾困解难若干措施》中提出。

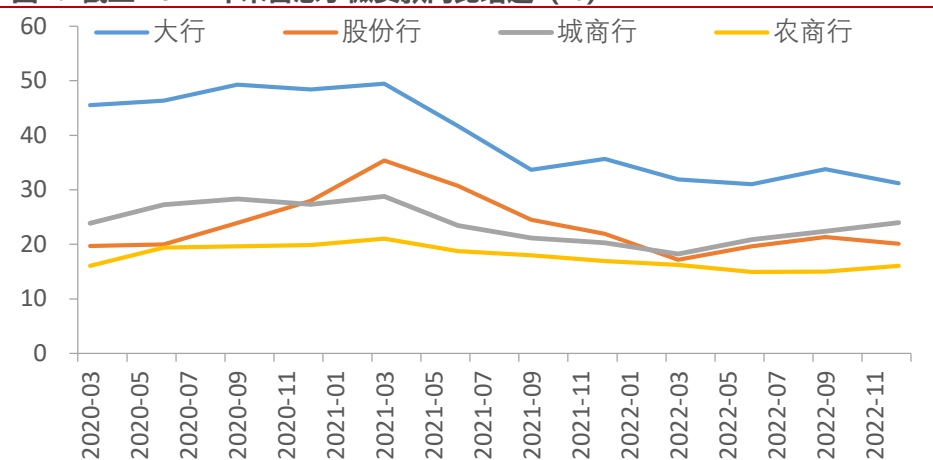
图3：2019-2022 年国有行小微贷款投放监管目标

年份	目标增速	实际增速
2019	小微企业贷款要增长30%以上	50%以上
2020	普惠型小微企业贷款增长40%以上	50%以上
2021	普惠小微企业贷款增长30%以上 (相当于新增约1.64万亿元)	40%以上
2022	新增普惠小微贷款1.6万亿元	2.05万亿元

资料来源：中国政府网，Wind，民生证券研究院

从实际执行效果看，大行连续超额完成指标，市场份额上实现了对农商行的超越。以普惠小微贷款为例，2020 年以来，大行普惠小微贷款余额保持在 30%-50% 的高速增长，大幅领先其他类型银行，也使其在小微业务中的市场份额快速提升。

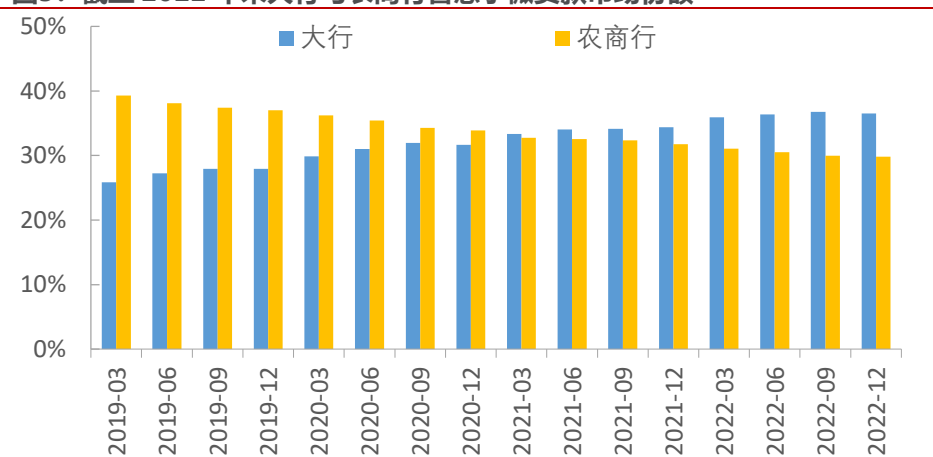
图4：截至 2022 年末普惠小微贷款同比增速（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2019 年初，农商行普惠小微贷款占比还接近 40%，大行刚刚超过 1/4，而到了 2022 年末，大行已达到 36.5%，农商行则降至不足 30%。两类银行合计占比基本稳定在 2/3，表明农商行失去的“10 个百分点”主要是大行竞争导致的。

图5：截至 2022 年末大行与农商行普惠小微贷款市场份额

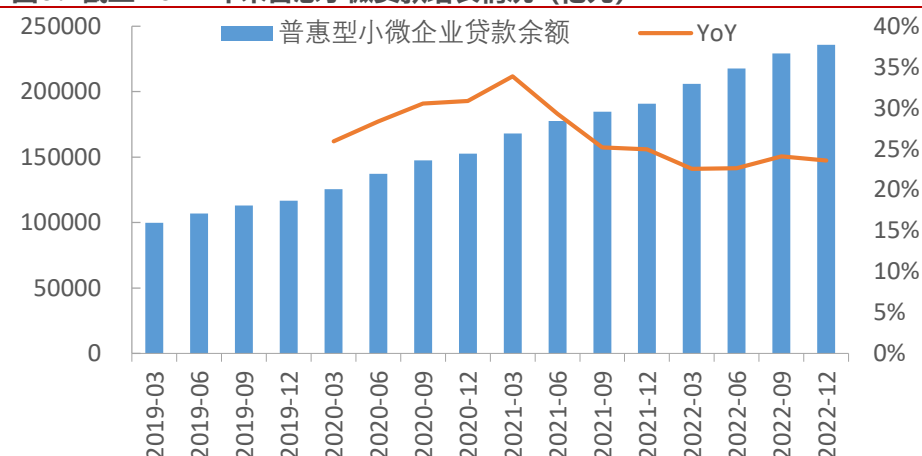


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 普惠小微融资空间有多大？

小微金融发展十年有余，特别是疫情三年间，普惠小微贷款投放整体保持高强度，往后看，普惠小微融资还有多大空间？我们通过测算普惠小微企业融资缺口去理解这个问题：

1) 前提：截至 2022 年末，普惠小微贷款余额为 23.6 万亿元，个体工商户 1.14 亿户，中小微企业超 5200 万户；截至 2022 年 10 月末，普惠小微有贷户数达 3806.1 万户。

图6：截至 2022 年末普惠小微贷款增长情况（亿元）


资料来源：Wind，民生证券研究院

2) 关键假设：假设 5200 万户中小微企业中 75% 为小微企业，则普惠小微经营主体数量为 1.53 亿户；根据微众银行与邮储银行联合发布的调查报告¹，我们测算当前普惠小微经营主体平均融资需求约 104 万元。

3) 融资缺口：测算得到融资缺口高达 135.5 万亿元，是当前贷款余额的 5.7 倍，表明普惠小微融资空间仍较为广阔；而从市场主体覆盖率看，还不足 1/4，也表明了银行普惠小微业务“天花板”还远未到来。

图7：普惠小微融资缺口测算

项目	金额/数量	单位
普惠小微贷款余额	23.6	万亿元
有贷户数	3806.1	万户
普惠小微经营主体数量	15300	万户
平均融资需求	104	万元
普惠小微融资缺口	135.5	万亿元
融资覆盖率	24.9%	

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

3 海外视角看小微疫后复苏弹性

小微企业多分布于批发零售业、制造业、住宿餐饮业等，行业特性叠加较小规模，其经营情况在疫情期间受到明显冲击。而当疫情影响消退、经济逐渐回暖时，小微复苏的弹性也有望较为可观。我们通过复盘日本疫后中小企业融资需求复苏情况，进而前瞻国内小微贷款有效需求的复苏节奏。对标日本，主要是考虑其疫情放开时间也相对较晚，且数据披露相对充分。

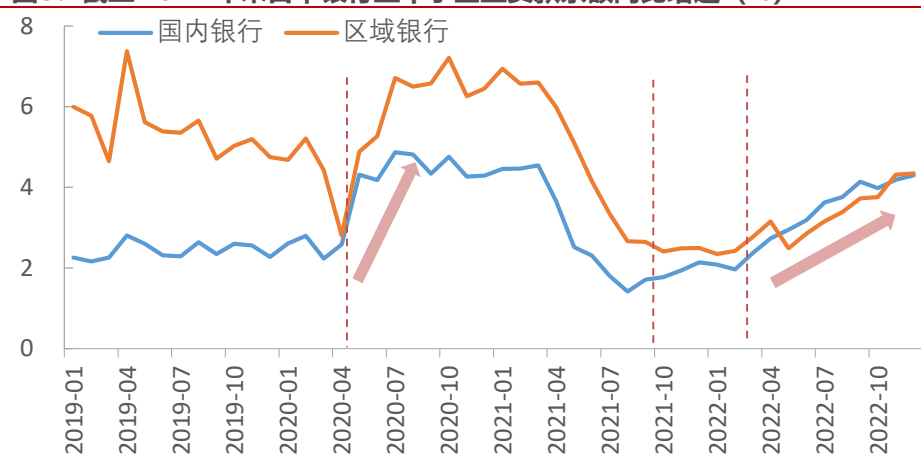
¹ 2023 年 1 月 9 日，《普之已广，惠之精准——服务业小型市场主体普惠金融需求调查报告》

回溯来看，日本疫情放开主要经历三个阶段：

1) 首次放开：2020 年 5 月开始复工复产，10 月逐渐放开入境限制，但 12 月再次进入管控状态；2) 二次放开：经历多次发布、解除紧急事态宣言后，2021 年 10 月开始逐步放开；3) 最终放开：2022 年 3 月正式放开，10 月放宽入境防疫措施。

疫情管控放开后，日本中小企业融资需求快速反弹。特别是在首次放开和最终放开后，中小企业贷款余额增速显著抬升，首次放开后，区域银行受益更为明显，最终放开后，区域银行与日本银行业整体复苏节奏类似。

图8：截至 2022 年末日本银行业中小企业贷款余额同比增速（%）



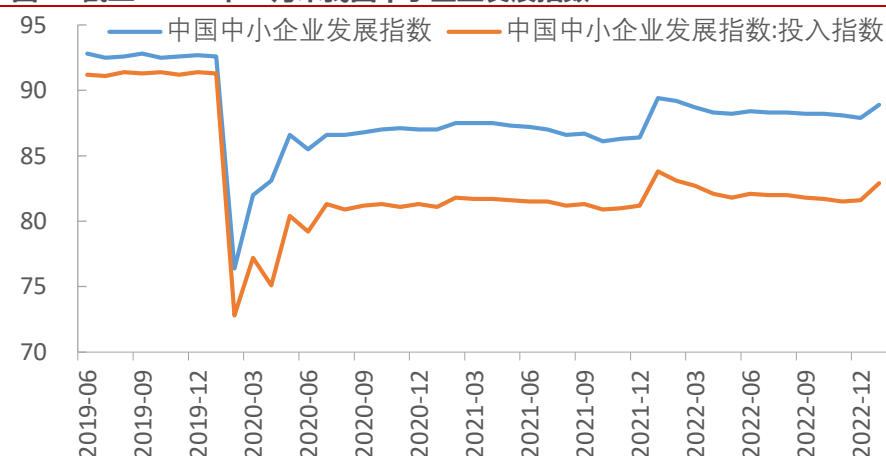
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：1) 区域银行指的是总部位于日本辖区内的主要城市，大部分业务在辖区内展开的银行。

2) 中小企业指的是日本《中小企业基本法》中定义的中小企业。

参考日本经验，我们预计疫后国内小微复苏弹性也有望较为可观。我们已经观察到 2023 年 1 月中小企业发展指数明显回升，终止连续 7 个月的下跌趋势，但仍未恢复到景气度临界值 100 以上。

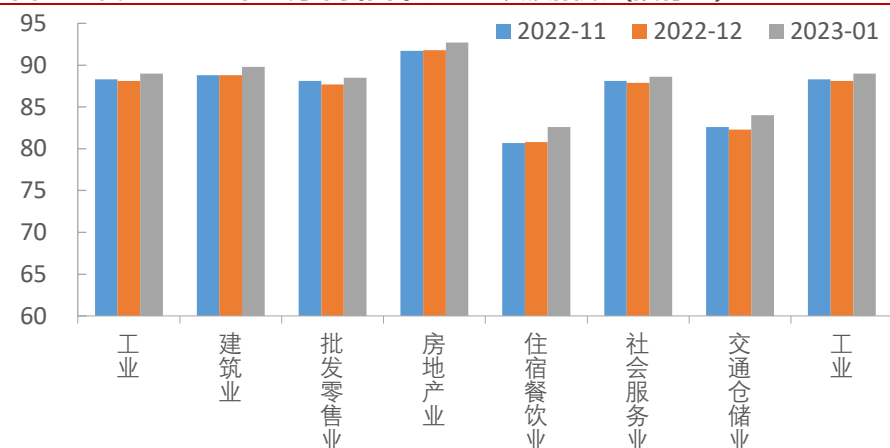
图9：截至 2023 年 1 月末我国中小企业发展指数



资料来源：Wind，民生证券研究院

从行业分布看，住宿餐饮、交通运输业边际修复最为显著，这与场景消费复苏相互印证。我们预计当批发零售业发展指数修复领先时，有望带来小微业务最大的修复弹性，因为过半的小微企业分布于该行业。

图10：截至 2023 年 1 月末我国中小企业发展指数（按行业）



资料来源：Wind，民生证券研究院

但国内小微复苏的节奏较日本可能更为温和：

首先，从正常展业节奏看，二、三季度通常是国内小微贷款投放的高点，一季度则受到春节假期的影响（23Q1 影响相对更为显著），因此 2022 年 12 月疫情放开后，23Q1 未必在读数上感受到小微融资需求的明显企稳，较好的观察点或在 23Q2。

第二，疫情期间国内小微贷款（特别是普惠小微）在政策引导下，保持较大力度投放，贷款增速显著高于日本。

第三，此前国内疫情管控时间相对较长，或对小微企业及个体工商户的经营、融资行为产生一定影响。

4 23 年小微竞争格局有何变化？

首先，从中央政策的强度来看，有一定边际减弱的倾向。回顾近三年政府工作报告，21-22 年均对普惠小微贷款量或价做出方向性指引，但 23 年政府工作报告未对普惠小微业务给出硬性要求。当然，后续还需关注国务院等普惠金融政策的出台情况。

图11：2021-2023 年政府工作报告中普惠金融相关内容

重点事项	21年政府工作报告	22年政府工作报告	23年政府工作报告
普惠	1、大型商业银行普惠小微企业贷款增长30%以上。 2、务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。	推动普惠小微贷款明显增长、信用贷款和首贷户比重提升。	/

资料来源：中国政府网，民生证券研究院整理

第二，大行普惠小微参与度可能不会明显减弱，农商行仍面临其竞争。我们从两个角度去理解这个问题：

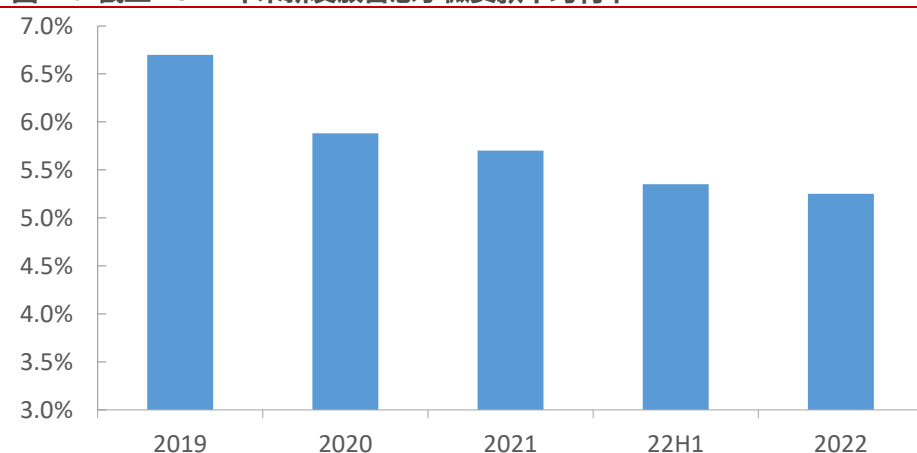
1) 前几年政策引导大行支持小微，且力度不弱，尽管当前疫情冲击明显减弱，小微市场活力回升，但修复的斜率未必有市场预期的陡峭，所以我们预计政策会有一定的连续性。

2) 对与大行而言，普惠小微并非简单的政策性“让利”任务。一方面，普惠小微业务资本占用更低，也就意味着从银行 EVA 管理角度出发，普惠小微仍可能是合意资产；另一方面，在投放低价贷款的同时，大行或有其他业务回报，进而抬升了业务综合回报。

进一步来看，尽管我们预计农商行可能短期内仍直面大行的竞争，但大行的“不急转弯”也对小微业务资产质量形成呵护。

第三，农商行小微贷款定价压力或有所缓解。经济复苏背景下，小微企业经营逐渐回归正常，融资需求自然回升，同时对于融资成本的关注度可能趋于下降，转而会加强对融资连续性的重视度，因此相比疫情期间，可能更愿意为农商行的个性化服务给出“溢价”。

图12：截至 2022 年末新发放普惠小微贷款平均利率



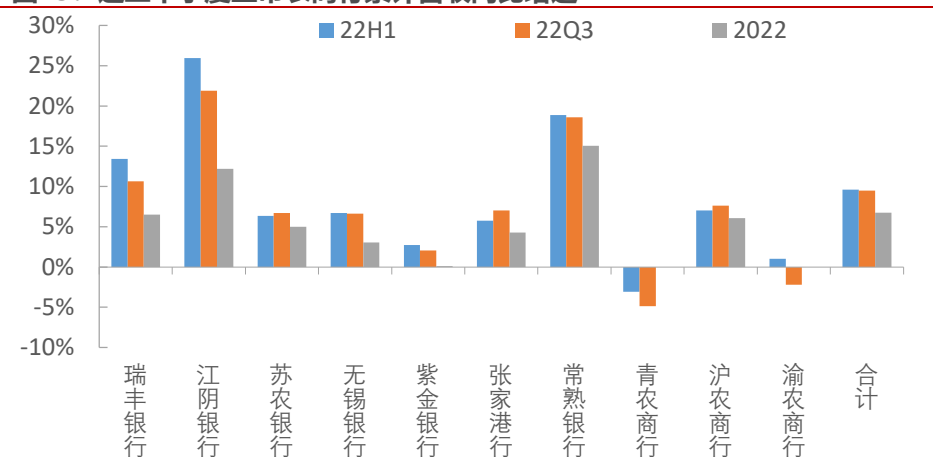
资料来源：Wind，民生证券研究院

哪些农商行在疫后小微复苏阶段可能更为受益？我们认为是有成熟服务模式、有能力做客户下沉（且不过度依赖抵押物）的农商行，他们能够更快阻断贷款利率的下行，并稳定市场份额。

5 “补贴”到位，农商行业绩确定性增强

从已披露 2022 业绩快报的农商行营收增速看，回落幅度较为明显，整体增速较 22Q3 下降 2.7pct，一部分受债市回调对其他非息收入冲击的影响，也有一部分受普惠小微贷款投放阶段性减息的影响。

图13：近三个季度上市农商行累计营收同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院 注：2022 年为业绩快报数据，其中青农商行、渝农商行尚未披露 2022 业绩快报

2023 年预计农商行有两部分补贴资金落地，增加业绩确定性。一是央行创设的普惠小微贷款支持工具，补贴力度上，22Q1 为普惠小微贷款余额增量的 1%，22Q2 开始激励力度提升至 2%，我们预计部分农商行 22Q2 之后的资金补贴将于 23Q2-23Q4 渐次确认收入。

图14：2022 年农商行各季度普惠小微贷款增量及对应补贴（亿元）

季度	贷款余额	增量	资金补贴
2022-03	63970.49	3423.76	34.24
2022-06	66414.56	2444.07	48.88
2022-09	68730.80	2316.24	46.32
2022-12	70276.83	1546.03	30.92

资料来源：Wind，民生证券研究院测算

二是 22Q4 阶段性 1%减息的补贴。22 年 11 月，央行发布《关于支持金融

机构对普惠小微贷款阶段性减息有关事宜的通知》，提出 22Q4 金融机构可对存续、新发放或到期（含延期）的普惠小微贷款按年化 1 个百分点进行减息，人民银行对相应减息金额进行补偿。**我们预计这部分减息补贴会在 23Q1 确认收入。**

6 投资建议

疫后小微复苏弹性或较可观，23Q2可能是较好观察窗口；从中央政策层面看，小微政策力度或边际减弱，但大行参与度可能不会明显下降，不过农商行小微贷款定价压力或将有所缓解。有成熟服务模式、有能力做客户下沉的农商行，可能受益更多。此外，两部分补贴资金落地，有望增强23年农商行业绩的确定性。仅从小微业务逻辑出发，建议关注常熟、苏农、苏州、瑞丰银行；此外，股份行全年将受益于经济复苏、零售修复及地产风险缓释，建议关注招行、平安及兴业银行。

7 风险提示

1) 宏观经济增速下滑。国内经济当前面临三重压力，若受海内外复杂因素影响，经济增速下行，或对银行业绩增长和资产质量形成冲击。

2) 市场竞争加剧。若后续小微政策加码，特别是对大行投放力度做出更高要求，或进一步挤压农商行市场份额，对农商行扩表、净息差均形成压力。

3) 测算相关风险。本报告涉及较多测算，因包含较多主观推断，或有测算误差风险。

插图目录

图 1: 小微金融政策重要节点回溯	3
图 2: 截至 2022 年末小微及普惠小微贷款投放 (万亿元)	4
图 3: 2019-2022 年国有行小微贷款投放监管目标	4
图 4: 截至 2022 年末普惠小微贷款同比增速 (%)	5
图 5: 截至 2022 年末大行与农商行普惠小微贷款市场份额	5
图 6: 截至 2022 年末普惠小微贷款增长情况 (亿元)	6
图 7: 普惠小微融资缺口测算	6
图 8: 截至 2022 年末日本银行业中小企业贷款余额同比增速 (%)	7
图 9: 截至 2023 年 1 月末我国中小企业发展指数	7
图 10: 截至 2023 年 1 月末我国中小企业发展指数 (按行业)	8
图 11: 2021-2023 年政府工作报告中普惠金融相关内容	9
图 12: 截至 2022 年末新发放普惠小微贷款平均利率	9
图 13: 近三个季度上市农商行累计营收同比增速	10
图 14: 2022 年农商行各季度普惠小微贷款增量及对应补贴 (亿元)	10

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
----------------------	---

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026