

2019年03月10日

看好

企业中长期融资和 M1 双拐点验证，宽信用传导再进一步

——2月金融数据点评

相关研究

"从社融底到经济底，宽信用成效演绎进行时——19年社融预测及对经济底的前瞻判断" 2019年2月17日

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com

研究支持

李晨 A0230118010010
lichen2@swsresearch.com
郑庆明 A0230117080003
zhengqm@swsresearch.com
许旖珊 A0230118070006
xuys@swsresearch.com

联系人

方玉冰
(8621)23297818×转
fangyb@swsresearch.com

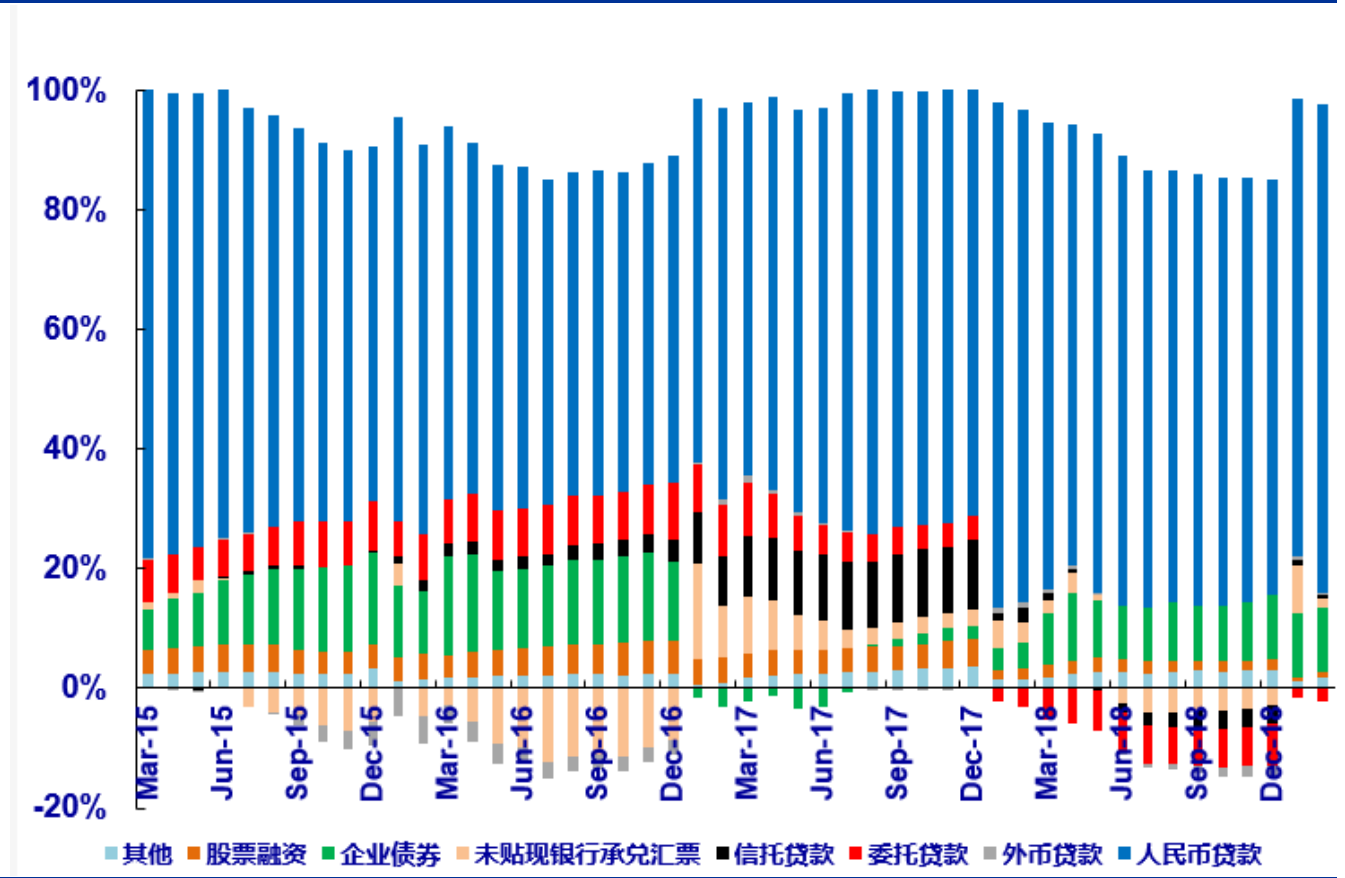
本期投资提示：央行披露 2019 年 2 月金融数据，2 月新增社融 7030 亿元，同比少增 4847 亿元；新增人民币贷款 7641 亿元，同比少增 2558 亿元。2 月 M2 同比增长 8.0%，增速较上月末低 0.4 个百分点，M1 同比增长 2.0%，增速较上月末提高 1.6 个百分点。

- **2月单月社融数据受春节扰动及票据监管影响不及预期，1-2月综合来看社融及信贷总量仍在恢复，不必纠结于单月数据的波动。** 2月单月新增社融 7030 亿元，同比少增 4847 亿元，主要原因为 1) 受春节提前至 2 月上旬影响，今年银行信贷更集中在 1 月投放（同比多增 8800 亿），民企历来元宵后逐步恢复生产经营活动，今年 2 月实际放贷期限低于去年同期，2 月企业信贷需求自然回落至 7641 亿元（同比少增 2558 亿）；2) 春节提前叠加票据套利监管影响表外未贴现票据同比亦下降 3209 亿元至 3103 亿元；综合 1-2 月新增社融总量为 5.31 万亿元，同比多增 1.05 万亿元，社融存量同比增速较 18 年底仍提升 0.3 个百分点至 10.1%。
- **社融结构更加健康合理，企业中长期融资占比持续修复，前期为市场所诟病的票据融资套利显著压降。** 1-2 月综合来看，企业新增中长期融资累计占比（企业中长期贷款+非标+1 年期以上信用债+专项债+一般置换债）环比 1 月继续提升 3.1 个百分点至 48.5%，显示企业中长期融资需求仍在修复。企业短期融资方面，票据融资（贴现+未贴现票据）占比显著下降 5.2 个百分点至 14.0%，企业短贷+短融占比环比 1 月提升 1.4 个百分点至 17.0%，前期市场着眼于票据套利而否认融资需求恢复的认知需要纠偏。2 月单月信贷下滑主因居民短期贷款同比下降 2463 亿元至-2932 亿元，居民中长期贷款受地产销售回落影响亦下降 994 亿元至 2226 亿元。非标融资延续降幅改善态势，年初至今信托贷款+委托贷款新增累计占比为-1.7%，较 18 年（-11.9%）显著收窄。专项债与信用债仍发挥支撑作用，同比分别增 1663/85 亿元至 805/1771 亿元。
- **2月 M1 增速拐点已现，企业流动性修复是后续贷款需求回升和宽信用路径传导的关键一步。** 2 月 M2 受地方债节奏提前、财政存款高增（同比多增 8529 亿元）影响增速较上月末低 0.4 个百分点至 8.0%；M1 同比增长 2.0%，增速较上月末提高 1.6 个百分点，M1-M0 剪刀差显著扩大（1 月-16.8% VS 2 月 4.4%）印证 M1 拐点向上主因企业活期存款增加，流动性修复所致。我们在《从社融底到经济底，宽信用成效演绎进行时》对过往宽信用周期的历经阶段进行回顾总结，一个有效的宽信用周期传导路径为短期贷款拐点-中长期贷款/M1 拐点-企业盈利拐点，其中 M1 拐点是金融底到经济底传导的核心枢纽，后续 M1 拐点的持续印证十分重要。
- **行业观点及个股推荐：**不必纠结于 2 月单月社融数据，这其中既有春节错位因素，也受到 1、2 月信贷摆布节奏影响。**1-2 月综合来看社融及信贷总量仍在恢复，更为重要的是企业中长期融资趋势仍在延续，M1 拐点初步验证，企业中长期融资和 M1 的双拐点已经到来，宽信用路径传导再进一步。** 后续宽信用路径的持续演绎仍需重点关注 M1 拐点和企业中长期融资的持续恢复。**我们重申在货币政策保持稳健的前提下 19 年全年社融底部向上具备较强的确定性，我们正在宽信用的正确方向上，当前宏观经济和银行基本面的过度悲观预期需要修正。** 与此同时 3-4 月上市银行业绩密集披露期“不良压力好于市场预期”的预期差值得重点关注。当前银行估值对应 0.82 倍 19 年 PB，我们维持“**龙头搭台、拐点唱戏**”的选股策略，重申“**财务余量**”的辅助维度，拐点首选**平安银行、南京银行、光大银行、上海银行、常熟银行**；龙头银行推荐**招商银行、农业银行、建设银行和宁波银行**。
- **风险提示：**经济大幅下行引发行业不良风险；宽货币环境长期持续使得息差承压



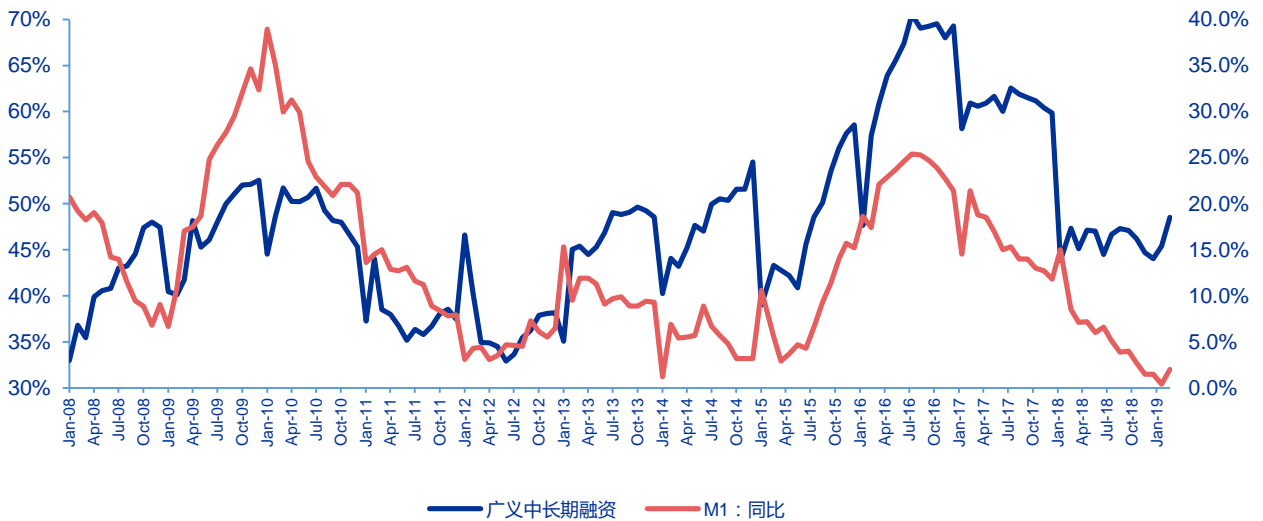
申万宏源研究微信服务号

图 1：2019 年 2 月新增社融结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：2019 年 2 月中长期融资占比继续提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

附表 1：上市银行估值比较表（收盘价日期：2019 年 3 月 8 日）

上市银行	代码	收盘价	流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E	18E	19E
建设银行	601939.SH	6.91	663	6.73	6.42	0.92	0.83	14.4%	13.6%	1.14%	1.13%	4.46%	4.67%
农业银行	601988.SH	3.69	11,780	6.37	6.03	0.81	0.73	13.8%	12.7%	0.95%	0.93%	4.87%	5.14%
中国银行	601288.SH	3.75	7,904	6.27	5.91	0.74	0.70	12.2%	12.2%	0.96%	0.95%	4.78%	5.08%
交通银行	601328.SH	6.30	2,473	6.58	6.21	0.74	0.66	11.5%	11.3%	0.81%	0.81%	4.56%	4.83%
招商银行	600036.SH	30.78	6,350	9.83	8.58	1.53	1.36	16.6%	16.8%	1.24%	1.33%	3.05%	3.50%
中信银行	601998.SH	6.33	2,156	7.17	6.87	0.77	0.72	11.3%	10.9%	0.75%	0.74%	4.18%	4.37%
民生银行	600016.SH	6.40	2,270	5.63	5.54	0.68	0.62	12.8%	11.8%	0.86%	0.86%	2.73%	2.77%
浦发银行	600000.SH	11.50	3,375	6.23	6.01	0.76	0.69	13.0%	12.1%	0.91%	0.90%	3.21%	3.33%
兴业银行	601166.SH	17.90	3,719	6.29	6.06	0.84	0.76	14.3%	13.8%	0.93%	0.94%	3.97%	4.13%
光大银行	601818.SH	4.17	1,660	6.80	6.32	0.75	0.70	11.6%	12.8%	0.80%	0.79%	4.41%	4.75%
华夏银行	600015.SH	8.14	1,253	5.32	6.18	0.64	0.60	12.7%	11.0%	0.80%	0.77%	1.84%	1.59%
平安银行	000001.SZ	12.30	2,112	8.82	7.82	0.96	0.87	11.4%	11.7%	0.74%	0.79%	1.18%	1.32%
南京银行	601009.SH	7.80	662	6.21	6.34	0.97	0.87	17.8%	16.4%	0.94%	1.02%	5.02%	5.92%
宁波银行	002142.SZ	19.15	997	9.10	7.93	1.51	1.30	20.3%	17.8%	1.04%	1.14%	2.31%	2.65%
上海银行	601229.SH	12.05	1,317	7.75	6.50	0.93	0.79	12.8%	13.3%	0.94%	1.00%	3.49%	4.12%
贵阳银行	601997.SH	13.00	299	5.81	5.36	1.00	0.85	20.7%	17.2%	1.08%	1.10%	2.82%	3.17%
常熟银行	601128.SH	7.86	178	11.91	10.27	1.38	1.20	13.2%	12.6%	1.00%	1.03%	2.69%	3.19%
张家港行	002839.SZ	6.89	125	14.90	13.64	1.26	1.29	9.2%	9.3%	0.76%	0.76%	1.59%	1.74%
A 股板块平均				6.99	6.54	0.90	0.82	13.6%	13.2%	0.98%	0.97%	4.04%	4.30%

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。