

中国银行业

一季度冲量后，信贷投放节奏回归正常

概要：4月信贷数据回落在我们预期之中，因为银行的贷款发放节奏通常在一季度集中投放后有所放缓。不过，在央行逆周期政策调节下，结合银行“以量补价”应对息差收窄的做法，我们认为下一步社融和贷款增长并不存在较大的下行风险。我们仍然更看好盈利弹性较大的股份制银行。

- **4月信贷数据不及市场预期。**5月9日，中国央行公布4月金融数据。当月新增社融1.36万亿元（人民币，下同），同比下跌23.4%；新增贷款1.02万亿元，同比下跌13.7%，较市场一致预期分别低17.6%及15.3%。存量社融增速环比下滑0.3个百分点，至10.4%，但仍高于2018年12月时9.8%的低位。我们认为，4月信贷数据的回落主要是由于一季度贷款较为明显的集中投放，令之后月份节奏放缓。今年首四个月，社融及贷款同比累计大增25.3%及13.2%。
- **贷款投向向居民部门倾斜。**4月贷款结构偏弱，企业中长期贷款同比少增39.5%，至2,820亿元，仅占当月新增贷款的27.8%，而今年一季度占比则为44.1%。另一方面，由于近期一二线城市楼市回暖，在按揭贷款的强劲支撑下，居民贷款占比达到52%。我们认为新增贷款结构的变化也反映了银行在信贷资产配置上进行了平衡，因为一季度信贷冲量主要集中在以基础设施、小微等国家政策支持板块为主的对公贷款上。此外，我们认为较为活跃的企业债券融资一定程度上也挤压了部分的贷款需求。
- **表外融资疲弱。**除了信托贷款4月有小幅多增外，委托贷款及未贴现银行承兑汇票分别环比净减少1,199亿元及357亿元。4月19日召开的政治局会议重申了去杠杆的重要性，因此表外融资的监管放松空间有限。
- **维持行业优于大市评级，并继续看好股份行表现。**我们预期货币政策将保持相对宽松，流动性保持充裕。受益于此，股份制银行净息差和手续费收入上将有更好的表现，盈利增速上将有望超越肩负着支持实体经济重任的大型国有银行。光大银行（6818 HK）及中信银行（998 HK）为我们的板块首选。

估值表

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	市帐率	市盈率	股息率	股本回报率
		(港元)	(港元)		2019E	2019E	2019E	2019E
工商银行	1398 HK	5.50	7.60	买入	0.68	5.5	5.6%	13.1%
建设银行	939 HK	6.44	9.30	买入	0.66	5.2	5.9%	13.4%
农业银行	1288 HK	3.43	5.30	买入	0.59	4.9	6.3%	12.7%
中国银行	3988 HK	3.51	5.20	买入	0.54	4.9	6.4%	11.5%
中信银行	998 HK	4.74	5.90	买入	0.46	4.4	6.1%	10.9%
光大银行	6818 HK	3.60	4.60	买入	0.52	4.7	5.6%	11.5%
交通银行	3328 HK	6.20	6.40	持有	0.57	5.0	5.9%	11.3%
民生银行	1988 HK	5.59	6.20	持有	0.47	4.1	7.5%	12.1%
平均					0.56	4.9	6.1%	12.1%

资料来源：公司及招银国际证券预测

优于大市（维持）

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrison@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国央行月度金融数据摘要

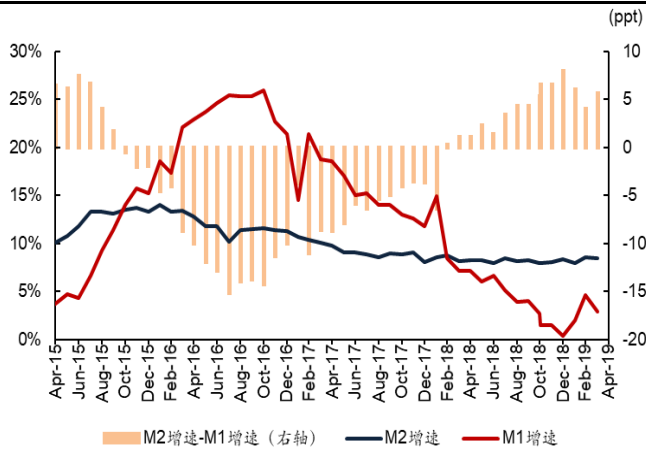
主要指标 (十亿元人民币)	Apr-19	Mar-19	Apr-18
新增社融	1,360	2,855	1,585
同比 (%)	-23.4	80.4	13.8
新增贷款	1,694	1,694	1,117
同比 (%)	-13.7	51.7	7.3
M1 增速 (%)	2.9	4.6	7.2
M2 增速 (%)	8.5	8.6	8.3

资料来源：中国人民银行、招银国际证券

近期报告

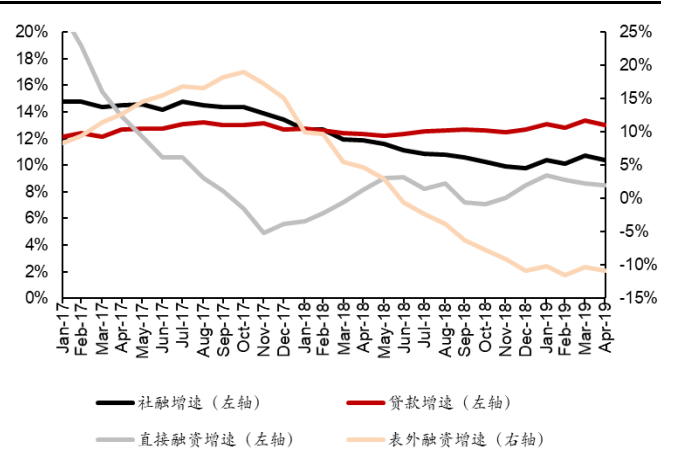
- 1Q19 results wrap: Earnings recovery led by JSBs – 2019年4月30日
- 3月信贷增长全面超预期 – 2019年4月15日
- 4Q18 results wrap: Smaller banks prevailed in margin – 2018年4月1日

图 1: M1、M2 同比增速



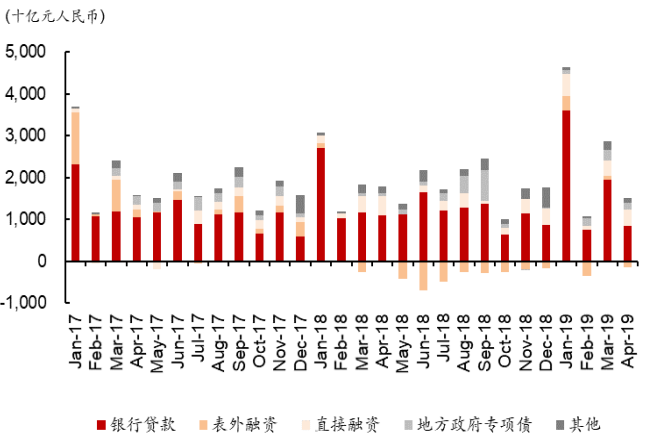
资料来源：中国人民银行、招银国际证券

图 2: 社融存量增速



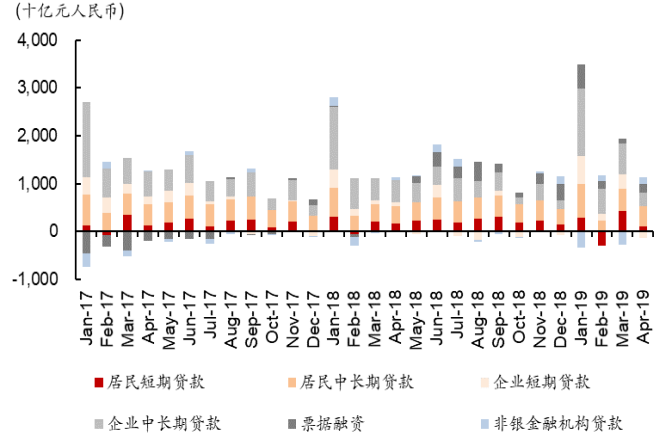
资料来源：中国人民银行、招银国际证券

图 3: 新增社融结构



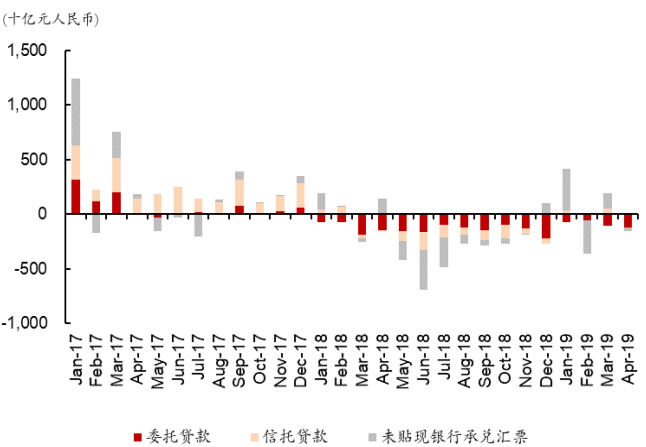
资料来源：中国人民银行、招银国际证券

图 4: 新增人民币贷款结构



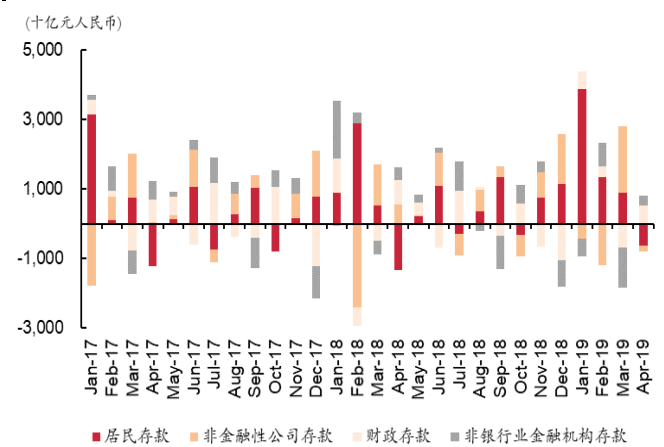
资料来源：中国人民银行、招银国际证券

图 5: 表外融资结构



资料来源：中国人民银行、招银国际证券

图 6: 新增人民币存款结构



资料来源：中国人民银行、招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。