民生证券研究院
会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 12 月 11 日

- **客户观点反馈**

四季度市场风险偏好低，对明年偏谨慎，但流动性收紧不必过于担忧，龙头公司即使杀估值向下空间不大。明年继续围绕中国制造找产业链内的标的，看好景气度持续向上的工程机械、光伏、汽车包括新能源和智能汽车及衍生的汽车电子、格局清晰的家电等板块。

- **总量观点**

【民生宏观】社融拐点怎么看？（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

1.一问，信贷数据为何略超预期？

11月新增人民币贷款14300亿元，相比去年同期多增401亿元，略超市场预期的13600亿元。分结构看，企业中长期贷款新增5887亿元，相比去年同期多增1681亿元，反映出企业投资需求改善，贷款质量有所提高。居民中长期贷款新增5049亿元，同比多增360亿元，反映出尽管在楼市调控有所趋严的情况下，居民购买热情依然较高，另一方面个人房贷加权利率的下降也有助于提振购房需求。企业短期贷款新增734亿元，同比少增909亿元，随着货币政策走向正常化，央行预计会逐渐收回疫情期间向小微企业投放的流动性，企业短期贷款可能会有所收缩。居民短期贷款新增2486亿元，同比多增344亿元，反映出消费反弹的趋势，票据融资新增804亿元，同比多增180亿元。拖累项是非银贷款，11月非银贷款减少660亿元，同比多减1256亿元，非银贷款减少与非标压降加快相对应，在货币政策正常化背景下《资管新规》有望循序推进，非标压降速度可能加快。总体来看，11月信贷数据表现不错，不仅量在提升，质也有所改善，中长期贷款占比提升或预示固定资产投资增速有进一步回升可能。

2.二问，社融数据为啥略超预期？

11月社融新增21300亿元，略超市场预期的19800亿元。分结构来看，非标融资同比多减981亿元，成为社融拖累项，疫情期间非标压降一度放缓，但在货币政策正常化的背景下，非标压降预计有所提速。值得一提的是，非标中银行承兑汇票新减31亿元，同比少减928亿元，继续成为非标中表现亮眼的项目。11月企业债新增862亿元，同比少增2468亿元，成为社融最大拖累项，这有两方面原因，一方面是近几月企业债发行利率有所上升，企业发债成本下降；另一方面系永煤事件导致一部分信用债取消发行计划。但随着永煤事件有所淡化，预计12月信用债发行将环比回升。11月股权融资新增771亿元，同比多增247亿元，表现继续亮眼。政府债券新增4000亿元，同比多增2284亿元，继续成为社融最大拉动项。由于还有一部分剩余发行额度，预计12月政府债券发行规模仍会保持较高水平。总体来看11月社融增量略超预期的原因系信贷和政府债券拉动。

3.M1上升代表什么？

M1反映企业活期存款和流通中的现金，当M1同比增速上升时说明企业对未来经营前景较为乐观，更愿意将资金用于生产投资。今年疫情以来M2同比增速持续回升，11月M1同比增长10.0%，M2同比增长10.7%，二者剪刀差进一步收窄。从历史经验来看，当M1增速减M2增速扩大时，经济势头通常较好，PPI通常上行。结合

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001
电话： 0755-22662077
邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生宏观】社融拐点怎么看？
【民生电子】 LED ：周期与成长俱现
【民生银行】社融增速回落，企业中长期贷款需求旺盛—点评 11 月社融数据
【民生环保与公用事业】侨银环保(002973)：近期斩获百亿订单，城市大管家内涵持续丰富

11月PMI数据来看，当前经济处于强劲扩张阶段，预计四季度GDP增速将明显高于潜在产出。另一方面，11月财政存款降幅低于往年平均水平，反映当前财政开支与政府债券发行仍处于错位的状态，预计12月财政开支有望明显增加。

风险提示

货币政策超预期收紧、超储率压缩超预期、宏观杠杆率上升超预期等。

- **行业观点**

【民生银行】社融增速回落，企业中长期贷款需求旺盛—点评11月社融数据（郭其伟，分析师 S0100519090001，0755-22662075 ）

1.11月份社融增速小幅回落

11月社融新增2.13万亿元(Wind预测平均值2.05万亿元)，同比多增1406亿元。社融存量同比增长13.6%，增速较上月下降0.1pct，为今年以来首次回落。11月社融同比多增依然主要得益于政府债券和企业中长期贷款同比多增，主要负面影响源自企业债券融资同比少增和未贴现银行承兑汇票同比多减。

2.企业中长期贷款具备内生动力，居民贷款需求改善

11月对实体经济发放的人民币贷款新增1.53万亿元（Wind预测平均值1.36万亿元），同比多增1676亿元，主要是企业中长期贷款投放加大所致，反映出在“政策退潮”的趋势下，制造业投资恢复和出口高增为信贷增长提供了有力支撑。企业短期贷款较为平稳。票据融资转正。受益于小微企业融资需求提升，居民短期贷款同比多增344亿元。商品房销售近期较为平稳，以个人按揭贷款为主的居民中长期贷款同比多增360亿元。

3.表外融资大幅压降，企业债券融资暂时遇冷

11月表外融资同比多减981亿元，主要是未贴现银行承兑汇票同比多减1196亿元。委托贷款和信托贷款合计减少1418亿元，压降幅度大于10月。非标大幅压降是为应对明年资管新规过渡期。直接融资同比多增63亿元。其中，政府债券同比多增2284亿元，仍然是支撑社融增长的主力之一。受信用债违约事件影响，11月企业债券同比少增2468亿元。金融委已明确表态将严厉打击逃废债，违约风险得到控制后，融资需求有望恢复。

4.M2-M1剪刀差收窄

M2同比增长10.70%（Wind预测平均值10.56%），增速较上月提升0.20pct。增速上行一是因为10月M2增速较低，二是非银同业存款和居民户存款同比增量提升。M1同比增长10.0%，增速环比提升0.90pct，预计是受益于房地产销售回款和企业中长期贷款增速提升对活期存款的派生作用。剪刀差收窄表明资金活跃度提升，与实体经济复苏趋势一致。

投资建议：

虽然近期银行板块小幅回调，但是银行基本面持续向好，投资价值持续提升，上涨行情有望延续。在经济数据和年底估值切换的催化下，现在正是加仓银行股的重要机会。小微零售业务是金融业长期转型方向，明年消费需求复苏态势明朗，建议积极把握优质零售标的，**推荐常熟银行、兴业银行、邮储银行、招商银行。**

风险提示

疫情二级冲击，经济复苏不及预期，贷款利率下行，资产质量波动。

- 个股观点

【民生环保与公用事业】侨银环保(002973)：近期斩获百亿订单，城市大管家内涵持续丰富（杨任重，分析师 S0100520070001，021-60876723 ）

12月9日，公司发布《关于收到33.3亿元都匀市城乡环境提升服务一体化项目特许经营项目中标通知书》的公告。

1.11月以来中标订单总投资额超百亿规模，城市大管家内涵持续丰富

都匀市城乡环境提升服务一体化项目总金额33.3亿元，特许经营期25年，年化金额1.34亿元，服务内容除传统环卫服务外还包括了垃圾分类和厨余、污泥处置厂的建设及运营，综合性强。年内公司城市大管家内涵持续丰富，11月先后公告了阳新县静脉产业园、79亿湘潭市城区公共停车场项目以及昭通中心城市餐厨垃圾及病死禽畜资源化和无害化处理项目。在今年环卫服务招投标普遍延后的大背景下为公司未来的持续增长提供了良好的保障。环卫服务订单方面，公司9月以来陆续公告预中标/中标河北唐县、天津红桥、广州南沙等环卫项目，拿单规模较上半年持续提升。

1.11月以来中标订单总投资额超百亿规模，城市大管家内涵持续丰富

都匀市城乡环境提升服务一体化项目总金额33.3亿元，特许经营期25年，年化金额1.34亿元，服务内容除传统环卫服务外还包括了垃圾分类和厨余、污泥处置厂的建设及运营，综合性强。年内公司城市大管家内涵持续丰富，11月先后公告了阳新县静脉产业园、79亿湘潭市城区公共停车场项目以及昭通中心城市餐厨垃圾及病死禽畜资源化和无害化处理项目。在今年环卫服务招投标普遍延后的大背景下为公司未来的持续增长提供了良好的保障。环卫服务订单方面，公司9月以来陆续公告预中标/中标河北唐县、天津红桥、广州南沙等环卫项目，拿单规模较上半年持续提升。

2.住建部发文加速推进垃圾分类，看好侨银模式未来潜力

12月4日，住建部等12部委联合印发《关于进一步推进生活垃圾分类工作的若干意见》，要求46个试点城市在2020年底基本建成垃圾分类系统，同时力争用5年时间将全国城市生活垃圾回收利用率提升到35%以上，表明了中央对于全面推行垃圾分类制度的决心。垃圾分类将进一步丰富环卫产业链的服务内容，加速环卫项目的一体化趋势。公司对于后端餐厨、厨余垃圾等处置运营进行了前瞻的布局，李坑综合处理厂已进入调试阶段，未来“城市大管家”+“环保创新技术”双轮驱动的战略有望从环卫一体化趋势中充分受益。

投资建议：

11月以来公司订单持续有所斩获，同时4.2亿元可转债完成发行，将为未来项目的落地提供资金保障，维持对公司2020~2022年EPS 0.93/0.79/1.17元/股的判断，对应当前股价PE 27/31/21x，高于环卫行业21x的2020年平均预测PE，但考虑到公司2020H1高达280亿的充沛在手订单和较强的拿单实力，认为可以给予一定估值溢价，**维持“推荐”**评级。

风险提示

订单获取不及预期、环保项目投运不及预期、环卫市场化推进不及预期。

风险提示

全球疫情传播持续恶化、疫情影响下游需求的风险、个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学经济学学士，国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。