

2010-08-31

银行

维持

增持

利率市场化：有远虑，无近忧

◇ 事件：央行沈阳分行行长表示争取在东北率先开展存款利率上浮试点

◆ 事件

据媒体披露，31日央行沈阳分行行长盛松成表示，可考虑争取国家允许东北率先开展存款利率上浮试点，以加快利率市场化进程、打破金融行政垄断；具体操作上采取分阶段逐步扩大存款利率上浮幅度的方法，以确保改革平稳有序。而3天前，央行货币政策委员会委员夏斌也曾表示，在物价指数不断上升的情况下应适时推出存款利率浮动机制。

◆ 点评

1、对行业的影响：

(1) 上述消息对银行板块估值影响为负面。此前，市场普遍预期利率市场化将是偏中长期的因素，盛松成的讲话显著超出市场预期。如果短期内（如年内）试点有实质进展，估计板块估值将受到一定压制。

(2) 业绩层面，我们认为即使试点开始运行，负面影响亦十分有限，理由在于：

- 试点初期，地域范围和利率上升幅度将被限制在较小范围之内。

- 渐进式的试点改革方式仅相当于将银行此前揽存的隐性成本显性化。实际上，在资金面紧张的时期（如今年上半年），银行为应对存款竞争采取的多种手段已使实际成本率有所上升。

- 中国国情决定了利率市场化的进程将较为缓慢。我国银行体系过去是、未来仍将是政府调控经济的最重要的渠道之一，货币政策主要通过信贷渠道实现。这意味着，与国外同业相比，我国银行承担了更多的政策风险，因而必须取得相应的收益补偿。眼前的一个例子是，09年银行在政府授意下投放的天量信贷在保增长的同时，也留下了平台贷款和地产类贷款的风险隐患，这就需要行业今后几年以相对较高的盈利来充抵可能的坏账。

2、对各银行的影响：

我们认为，存款基础雄厚的银行受到的波及相对较小。可以预见，银行网点集中的大中城市、需求端议价能力较强的对公市场竞争将较为激烈，存贷比较高的银行也面临着更高的揽存压力。综合考虑网点数、储蓄存款占比和存贷比，受影响较小的银行包括国有大行及招行，这些银行存款自然增长的成分居多。此外，有稳定对公存款的银行受波及也会相对小，如北京银行。

3、目前时点上监管层推进利率市场化，有其特殊的背景。

(1) 缓解实际利率为负的状况。今年2月起CPI同比增速超过1年期定期存款利率，5月、7月更是突破了3%的警戒线。开展存款利率上浮试点有助于管理通胀预期、减缓存款（特别是储蓄存款）外流、抑制资产价格泡沫。

(2) 在当前复杂的国内外经济环境下，可以部分缓解加息的压力。我们注意到，07年央行三次使用非对称加息（5月、8月、12月），1年期存款利率升幅高于贷款利率，其背景与目前有一定相似性：CPI高于1年期定期存款利率；PPI低于1年期贷款基准利率；货币供给较为充裕（虽然目前货币增速下行，但仍处于相对宽松范围）。当然，与07年显著不同的是，目前经济正处于高位回落阶段，国内外不确定因素角较多。短期来看，存款利率浮动机制将是比提高基准利率更为灵活和温和的方式。

(3) 提高居民部门收入。银行系统受益于行政垄断和利率保护，盈利能力较强；而居民及中小企业收入则有待提高。以10年上半年为例，上市银行净利润总和占全部A股上市公司的41.73%。适当降低银行业垄断利润有助于经济结构向内需转型以及居民消费能力提升。

分析师：

沈维 （执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

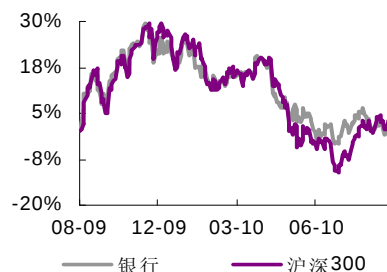
shenwei@ebsecn.com

冯钦远 （执业证书编号：S0930210030002）

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



◆ 事件

据媒体披露，31日央行沈阳分行行长盛松成表示，可考虑争取国家允许东北率先开展存款利率上浮试点，以加快利率市场化进程、打破金融行政垄断；具体操作上采取分阶段逐步扩大存款利率上浮幅度的方法，以确保改革平稳有序。而3天前，央行货币政策委员会委员夏斌也曾表示，在物价指数不断上升的情况下应适时推出存款利率浮动机制。

◆ 点评

1、对行业的影响：

(1) 上述消息对银行板块估值影响为负面。此前，市场普遍预期利率市场化将是偏中长期的因素，盛松成的讲话显著超出市场预期。如果短期内（如年内）试点有实质进展，估计板块估值将受到一定压制。

(2) 业绩层面，我们认为即使试点开始运行，负面影响亦十分有限，理由在于：

- 试点初期，地域范围和利率上升幅度将被限制在较小范围之内。

- 渐进式的试点改革方式仅相当于将银行此前揽存的隐形成本显性化。实际上，在资金面紧张的时期（如今年上半年），银行为应对存款竞争采取的多种手段已使实际成本率有所上升。

- 中国国情决定了利率市场化的进程将较为缓慢。我国银行体系过去是、未来仍将是政府调控经济的最重要的渠道之一，货币政策主要通过信贷渠道实现。这意味着，与国外同业相比，我国银行承担了更多的政策风险，因而必须取得相应的收益补偿。眼前的一个例子是，09年银行在政府授意下投放的天量信贷在保增长的同时，也留下了平台贷款和地产类贷款的风险隐患，这就需要行业今后几年以相对较高的盈利来充抵可能的坏账。

2、对各银行的影响：

我们认为，存款基础雄厚的银行受到的波及相对较小。可以预见，银行网点集中的大中城市、需求端议价能力较强的对公市场竞争将较为激烈，存贷比较高的银行也面临着更高的揽存压力。综合考虑网点数、储蓄存款占比和存贷比，受影响较小的银行包括国有大行及招行（见表1），这些银行存款自然增长的成分居多。此外，有稳定对公存款的银行受波及也会相对小，如北京银行。

3、目前时点上监管层推进利率市场化，有其特殊的背景。

(1) 缓解实际利率为负的状况。今年2月起CPI同比增速超过1年期定期存款利率，5月、7月更是突破了3%的警戒线。开展存款利率上浮试点有助于管理通胀预期、减缓存款（特别是储蓄存款）外流、抑制资产价格泡沫。

(2) 在当前复杂的国内外经济环境下，可以部分缓解加息的压力。我们注意到，07年央行三次使用非对称加息（5月、8月、12月），1年期存款利率升幅高于贷款利率，其背景与目前有一定相似性：CPI高于1年期定期存款利率；PPI低于1年期贷款基准利率；货币供给较为充裕（虽然目前货币增速下行，但仍处于相对宽松范围）。当然，与07年显著不同的是，目前经济正处于高位回落阶段，国内外不确定因素角较多。短期来看，存款利率浮动机制将是比提高基准利率更为灵活和温和的方式。

(3) 提高居民部门收入。银行系统受益于行政垄断和利率保护，盈利能力较强；而居民及中小企业收入则有待提高。以10年上半年为例，上市银行净利润总和占全部A股上市公司的41.73%。适当降低银行业垄断利润有助于经济结构向内需转型以及居民消费能力提升。

表 1：上市银行 10 年中报数据

	机构网点数（个）	储蓄存款占比（%）	贷存比（%、财务报表口径）
工商银行	16,391	47.01	58.66
建设银行	13,403	45.26	62.26
中国银行	10,996	47.10	74.25
农业银行	23,560	57.53	55.38
交通银行	2,673	32.06	76.60
招商银行	776	38.53	75.94
浦发银行	592	17.15	72.72
民生银行	455	16.41	72.36
兴业银行	538	15.69	78.37
中信银行	647	17.17	73.21
深发展 A	303	15.79	73.84
华夏银行	370	15.48	72.79
北京银行	180	17.36	61.44
南京银行	74	13.93	59.54
宁波银行	96	20.66	54.73

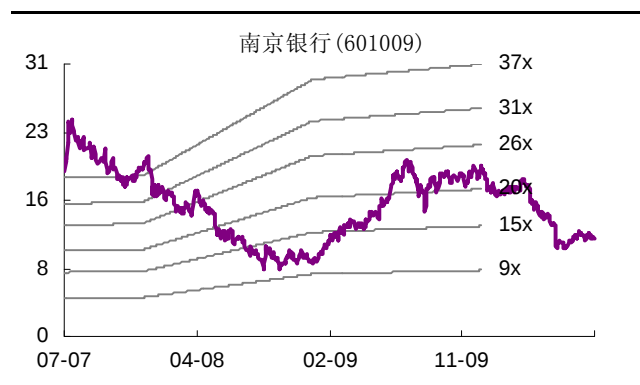
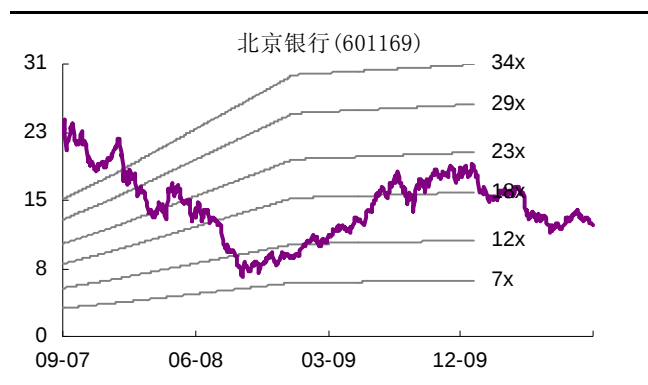
资料来源：wind、光大证券研究所

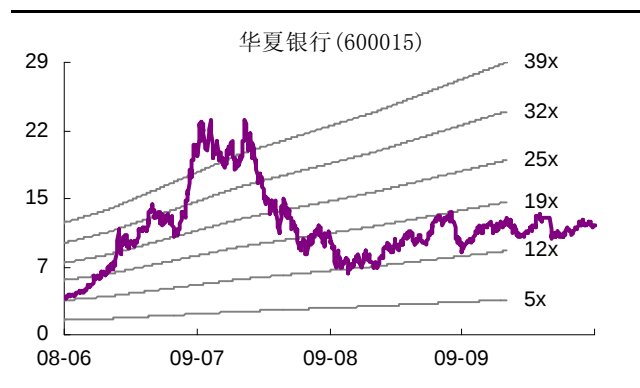
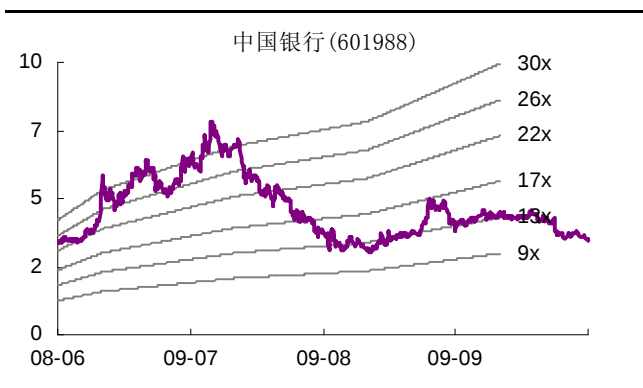
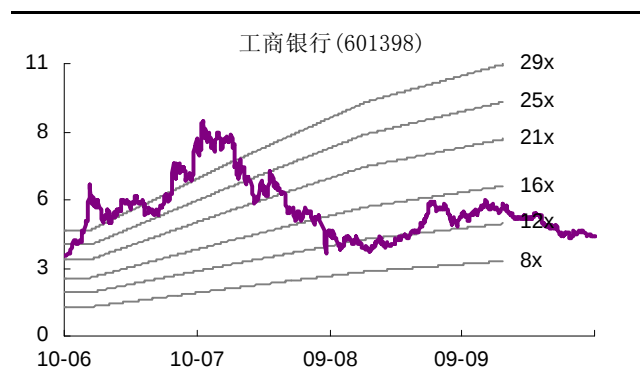
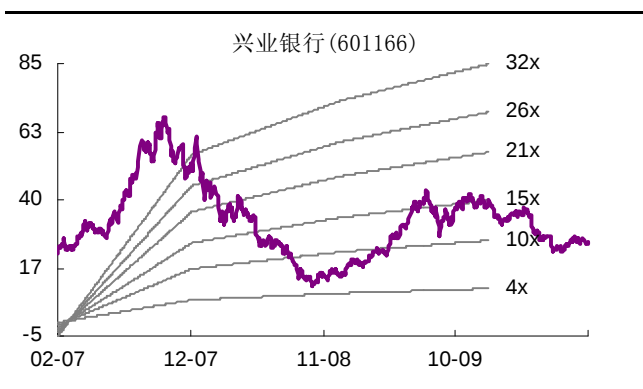
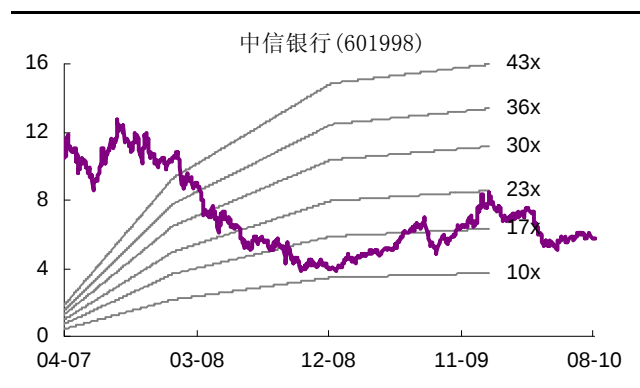
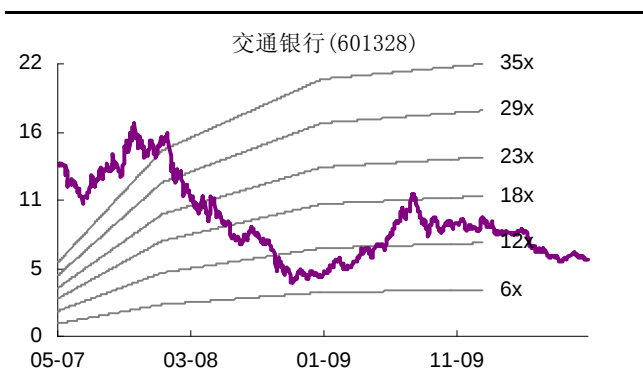
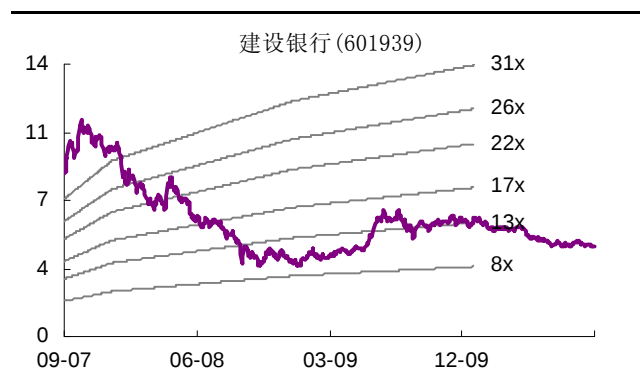
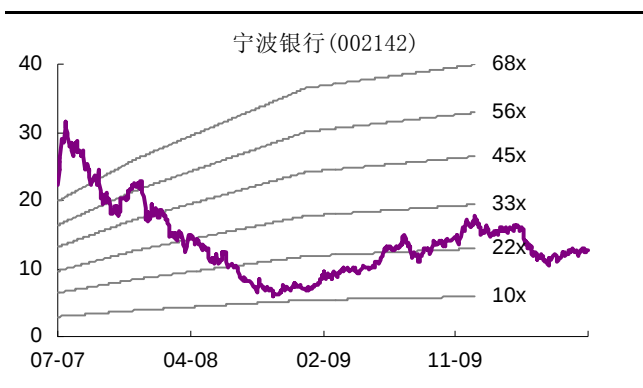
表 2：A 股上市银行估值表

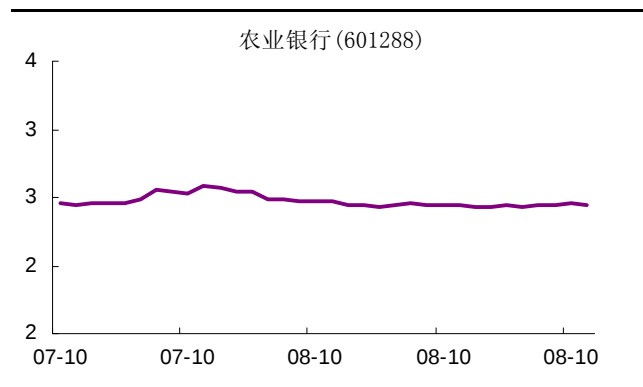
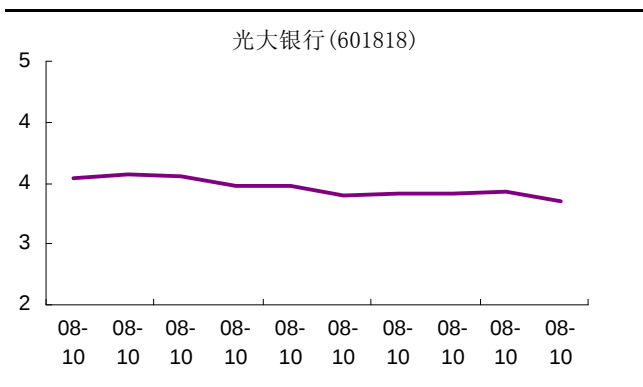
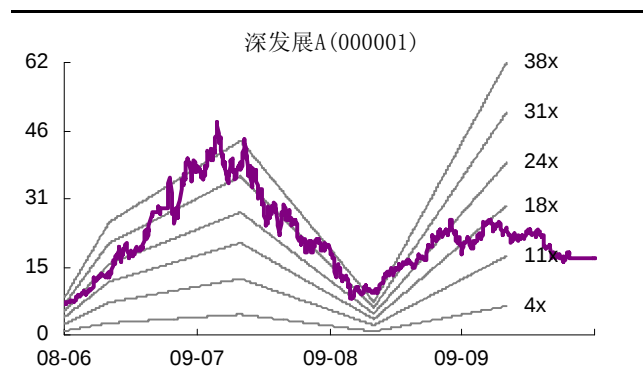
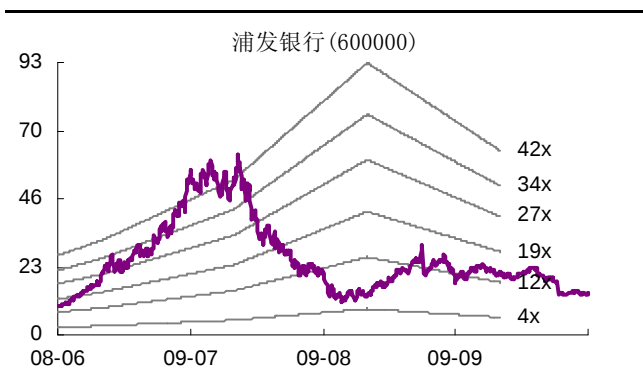
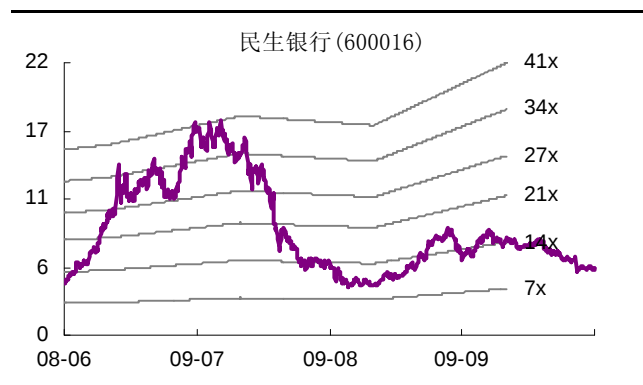
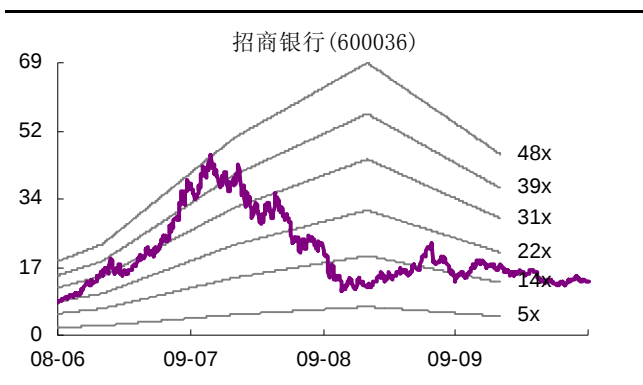
	EPS (元)				BVPS (元)			P/E (X)			P/B (X)		
	股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
A 股													
国有行													
工商银行	4.08	0.39	0.44	0.52	2.02	2.25	2.57	10.60	9.28	7.79	2.02	1.81	1.59
建设银行	4.68	0.46	0.52	0.63	2.38	2.48	2.61	10.24	8.92	7.46	1.97	1.88	1.79
中国银行	3.33	0.32	0.35	0.41	2.03	2.25	2.51	10.46	9.56	8.06	1.64	1.48	1.33
农业银行	2.69	0.20	0.26	0.32	1.06	1.72	1.91	13.44	10.33	8.31	2.55	1.57	1.41
交通银行	6.02	0.53	0.65	0.78	2.91	3.91	4.41	11.26	9.23	7.76	2.07	1.54	1.37
股份制银行													
招商银行	13.54	0.85	1.12	1.41	4.30	6.11	7.09	16.02	12.06	9.60	3.15	2.22	1.91
浦发银行	13.99	1.15	1.22	1.50	5.92	8.47	9.44	12.15	11.43	9.33	2.36	1.65	1.48
民生银行	5.39	0.45	0.58	0.72	3.30	3.62	3.97	11.90	9.27	7.54	1.64	1.49	1.36
兴业银行	25.65	2.22	2.83	3.58	9.95	14.91	17.45	11.57	9.06	7.17	2.58	1.72	1.47
中信银行	5.63	0.30	0.41	0.51	2.16	2.99	3.33	18.72	13.79	11.03	2.61	1.88	1.69
光大银行	3.40	0.19	0.25	0.31	1.22	1.94	2.16	17.59	13.82	11.13	2.79	1.75	1.57
深发展 A	17.51	1.44	1.74	2.30	5.87	9.29	10.79	12.13	10.06	7.62	2.98	1.88	1.62
华夏银行	11.70	0.75	0.77	0.93	6.06	7.94	8.56	15.53	15.17	12.53	1.93	1.47	1.37
城商行													
北京银行	12.66	0.90	1.17	1.50	6.03	6.92	8.04	13.99	10.81	8.46	2.10	1.83	1.57
南京银行	11.13	0.65	0.75	0.95	5.04	6.19	6.82	17.22	14.92	11.67	2.21	1.80	1.63
宁波银行	12.53	0.58	0.82	1.11	3.90	5.69	6.41	21.49	15.29	11.32	3.22	2.20	1.95
国有行								11.20	9.46	7.88	2.05	1.66	1.50
股份制银行								14.45	11.83	9.49	2.51	1.76	1.56
城商行								17.57	13.67	10.48	2.51	1.94	1.72
A 股银行								14.02	11.44	9.17	2.36	1.76	1.57

资料来源：wind、光大证券研究所

上市公司 PE Band 图







资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

沈维，CFA Charter Pending Candidate，武汉大学金融学硕士，2008 年加盟光大任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。
2010 年获 Financial Times / StarMine 亚洲地区金融服务行业最佳分析师。此前就职于毕马威华振会计师事务所金融服务部门，从事银行、保险等金融机构审计。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009 年加盟光大证券任银行业分析师。此前就职于瑞银证券。

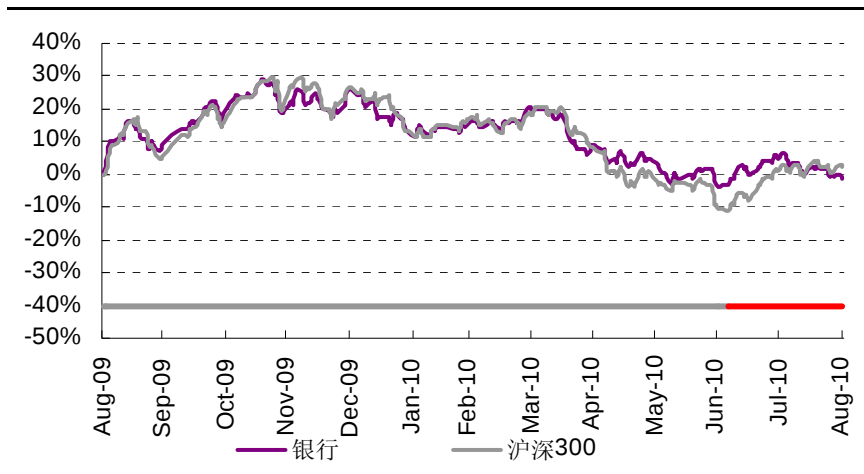
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行

分析师：沈维、冯钦远



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-07-05	增持
2010-07-12	增持
2010-07-19	增持
2010-07-26	增持
2010-08-02	增持
2010-08-09	增持
2010-08-12	增持
2010-08-16	增持
2010-08-23	增持
2010-08-30	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。