

2011 年银行业投资策略——在复杂的环境中前行

行业：银行业

2010.11.25

评级：谨慎推荐

52 周股价走势图



研究员

俞冲

执业证书编号：S0320210100004

联系电话：020-87322668-336

联系电邮：Yuchong@gzs.com.cn

相关报告

《银行业深度报告：期待重回景气上升通道》2010.8

广证研究

投资要点

- 内在逻辑关系：实体经济的形势和货币政策的松紧程度，作为银行业的上下游两端，分别从各个角度影响银行在信贷规模、净息差和资产质量方面的表现，从而决定银行的盈利情况，进而确定行业的估值水平。流动性的强弱和汇率变动预期会强化金融资产价格变动的波幅。新监管政策动向作为不确定因素可能形成对银行走势的干扰。而非息业务在利率市场化后等更长远的未来将成为银行的核心竞争力之一。
- 经济继续稳步复苏、企业盈利进一步改善，通胀压力日渐凸显，政策重心开始由保增长转向巩固复苏成果，优化经济增长结构、防范过度通胀转变将构成明年宏观和政策背景，从银行业历史景气周期的变动规律看，这样的环境通常会带来行业景气的回升。
- 信贷规模方面，2011 年应足以支持银行的景气回升；净息差方面，结构方面对 2011 年银行信贷结构的变动基本为中性，而加息、议价能力提升等一系列因素将有望进一步提升银行生息资产收益率，但 2010 年上半年各家银行的净息差变动可能会出现分化，因此需要关注加息的力度与时点；中间业务方面，低资本占用，高成长性的中间业务在银行经营体系中正发挥越来越大的作用，长期看好；拨备方面，目前主要的压力依然来自不确定性。
- 分析回顾银行业在运行周期各个阶段的特征，2011 年银行业应处于一个景气上升的阶段，对 2011 年 15-20% 的净利润增长预期，将进一步巩固目前的估值的安全边际。而近期人民币升值预期增强，也将给国内金融资产价格的膨胀带来了动力，维持银行业“谨慎推荐”投资评级，继续看好银行的长期投资价值。但考虑 2011 年的国际国内的经济和货币形势更为复杂，在众多正负面因素相互作用下，应注意政策变动带来波动风险，因此挑选在这种环境下本身资本状况、资产结构、经营水平、风控能力能够更好地适应这种环境的银行作为投资标的，如招商银行、兴业银行、浦发银行。
- 风险提示：1、货币政策转向，调控政策的力度高于预期；2、更严格监管措施出台，大幅削减银行杠杆，增加拨备支出；3、贷款质量出现大面积恶化。

一、发掘银行估值波动的本质

内在逻辑关系：实体经济的形势和货币政策的松紧程度，作为银行业的上下游两端，分别从各个角度影响银行在信贷规模、净息差和资产质量方面的表现，从而决定银行的盈利情况，进而确定行业的估值水平。流动性的强弱和汇率变动预期会强化金融资产价格变动的波幅。新监管政策动向作为不确定因素可能形成对银行走势的干扰。而非息业务在利率市场化后等更长远的未来将成为银行的核心竞争力之一，但目前影响不大。

二、整体判断——复杂环境下，多因素作用的景气回升

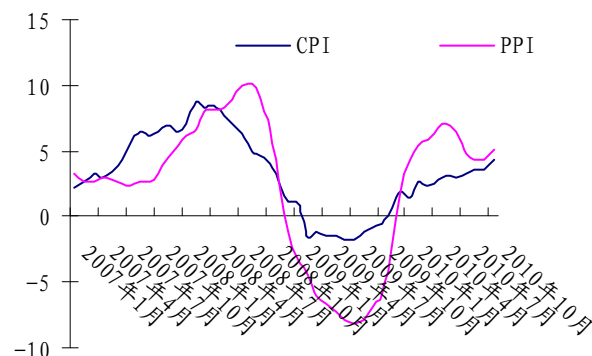
对于对明年的形势我们做出如下判断：经济继续稳步复苏、通胀压力日渐凸显，政策重心开始由保增长转向巩固复苏成果，优化经济增长结构、防范过度通胀转变，因此预计货币供应量逐渐收紧。但考虑到一定规模的货币供应量对于巩固复苏成果的必要性，以及作为十二五规划实施的首年，预计投资活动将有所加强。因此货币政策应该不会过于收紧，调控政策应该会陆续出台，但应该以市场化的调控手段为主。从银行业历史景气周期的变动规律看，这样的环境通常会带来行业景气的回升。

图 1 2010 年 GDP 同比增速高位逐季回落



资料来源：国家统计局

图 2 2010 年 3 季度以来通胀压力凸显



资料来源：国家统计局

在上述判断的基础上，我们对于银行业的判断如下：

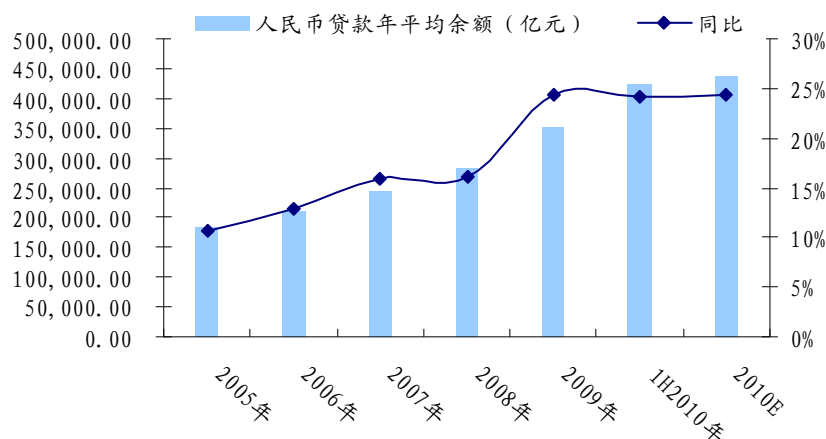
信贷规模方面，在目前国内的金融体系下，作为国家货币金融政策的传导渠道，商业银行需要发挥其对实体经济的调节作用。宏观经济政策重心的变化，无论从银行自身内在的放贷潜力还是监管层对银行业谨慎经营的外在监管指引和要求，都会促使信贷规模增速从过去两年的高速增长逐渐向常态水平回归，因此 2011 年的新增贷款规模预计很难超过之前两年。

此外，2011 年银行面临的政策宽松程度也将不如之前两年。除了货币政策转向因素外，还集中于一系列政策新规的影响，如监管新规对于银行放贷杠杆的削弱作用、以及调结构政策带来的房地产、“三高”等相关行业需求抑制等。

这并不意味着需要对 2011 年的信贷规模持悲观态度：1、尽管新增贷款规模市场关注程度更高，但区间贷款平均余额才是实际衡量银行利息收入的规模因素，在前两年的高速增长过后，贷款规模基数已经推至历史新高，其延续效应将继续作用于 2011 年，因此需要关注贷款发放的节奏安排；2、需求方面，在国内目前的融资体系和经济发展长周期所处阶段看，企业融资需求大于供给的现状不会改变，预计企业信贷需求大幅萎缩为小概率事件；3、放贷能力方面，A 股上市银行大都实施了资本补充计划，信贷扩张受资本家不足约束的矛盾得到缓解。4、经济复苏的基础要得到进一步巩固，且向基础设施建设以外的部门延伸，适当规模的信贷支持十分必要，且考虑到十二五规划的“首年投资效应”，因此短期内对银根的缩减不会过紧。

在 2011 年相对复杂的外部环境下，我们认为符合以下特征的银行在未来的信贷规模方面有更大的扩张空间：1、已经完成资本补充，资本充足率有余地的；2、存贷比达标的；3、实际计提充裕，拨备谨慎的；4、竞争力突出，项目获取能力强的。

图 3 2005 年以来人民币贷款年平均余额统计



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

表 1 A 股上市银行资本充足率统计

证券简称	资本充足率			核心资本充足率		
	2008A	2009A	2010Q3	2008A	2009A	2010Q3
北京银行	19.66	12.38	N/A	16.42	14.35	N/A
工商银行	13.06	9.90	11.57	10.75	12.36	9.33
光大银行	9.10	6.84	11.94	5.98	10.39	8.99
华夏银行	11.40	6.84	N/A	7.46	10.20	N/A
建设银行	12.16	9.31	11.64	10.17	11.70	9.33
交通银行	N/A	N/A	12.53	N/A	N/A	9.46
民生银行	9.22	8.92	N/A	6.60	10.83	N/A
南京银行	24.12	12.77	10.48	20.68	13.90	9.51
宁波银行	16.15	9.58	10.91	14.60	10.75	9.18
农业银行	9.41	7.74	11.38	8.04	10.07	9.75

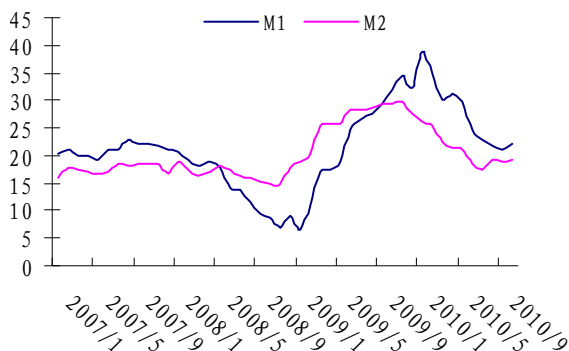
浦发银行	9.06	6.90	10.19	5.03	10.34	7.09
深发展 A	8.58	5.52	10.07	5.27	8.88	7.00
兴业银行	11.24	7.91	N/A	8.94	10.75	N/A
招商银行	11.34	6.63	11.47	6.56	10.45	8.03
中国银行	13.43	9.07	11.73	10.81	11.14	9.35
中信银行	14.32	9.17	11.66	12.32	10.14	8.80

资料来源：广州证券根据公司数据整理

净息差方面，应从决定净息差的两个关键因素——资产负债结构和生息资产收益率两方面分别进行分析。

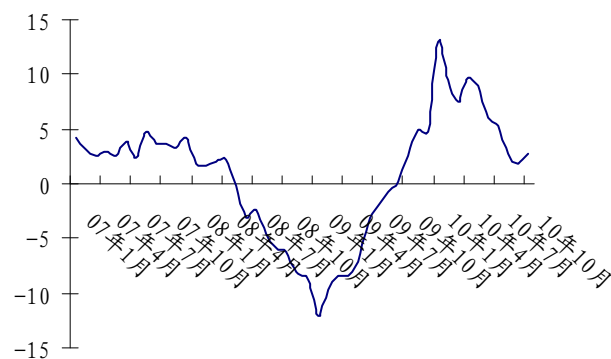
结构方面，我们对 2011 年银行信贷结构的变动持中性态度，主要原因包括：1、活期化趋势将放缓，尽管定期存款占比再现新低，但活期存款占比不可能无限地提高。今年 1 月 M1 同比增速在达到历史高度的 38.96% 后开始快速回落，至 9 月同比增长 20.87%，为 1 年来的最低点；M2 也出现了类似的同比增速冲高回落的趋势，在年初的 25.98% 下滑至今年 9 月的 19.30%，相应地，M1-M2 “剪刀差” 也由年初 12.98% 的高位下降至 9 月的 1.91%，一度逼近 “定期化” 红线，10 月也仅略反弹至 2.7%。这表明定期存款向活期存款 “搬家” 的趋势尽管仍在延续，但已经显著放缓。2、2010 年上半年对拉动净息差起到重要作用的票据贴现置换效应已经基本没有空间；3、银监会对商业银行再次强调存贷比保持 75% 以下的要求，已经迫使未达标的银行主动调整结构，而这方面要求的强化，会压缩银行的杠杆，增加付息负债所占比重。

图 4 2010 年 M1、M2 同比增速逐月回落



资料来源：国家统计局

图 5 2010 年 M1-M2 “剪刀差” 逐渐缩小



资料来源：国家统计局

图 6 2010 年 3 季度各银行存贷比较年初均有明显回落



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

图 7 2008 年以来金融机构存贷比统计



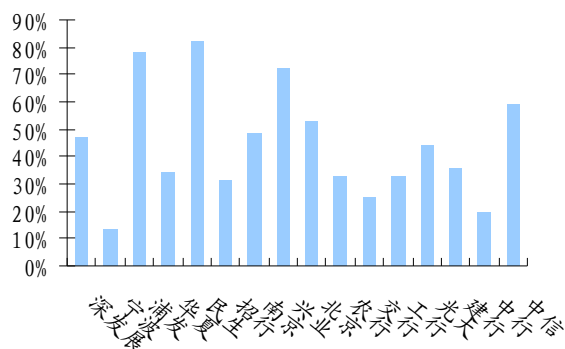
资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

生息资产收益率方面，我们认为支持生息资产收益率继续上行的积极因素依然存在：首先，基于货币政策出现拐点的判断，对贷款收益率和货币市场资金的收益率的正面影响，有利于提高净息差，这将成为 2011 年拉动净息差的主要动力；其次，在贷款需求依然旺盛，而信贷供给不如此前宽松的背景下，银行议价能力的提升，有利于贷款收益率的提高；第三，银行资产负债结构变动方向，整体而言依然积极大于消极。综上所述，我们认为 2011 年生息资产收益率应超过 2010 年。

但需要指出的是，2011 年上半年各家银行的净息差变动可能会出现分化，因为在目前的环境下，银行面临一定程度的两难：年初，按照历史的经验，银行更趋于快速放贷，但在目前加息预期不断加强的背景下，过早放贷可能令银行因重新定价的缘故难以迅速受益于加息。常用的应对方法是尽量将资产短期化，而负债长期化，但这种做法在短期内会拉低净息差。因此在这种环境下，十分考验银行的资产配置能力。此外，加息的力度与时点选择也同样是关键点，而加息的方式方面，不对称加息一般出现在通胀严重的调控时期。

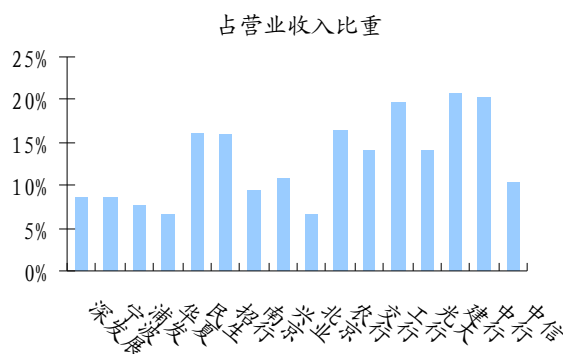
中间业务方面，今年 1-9 月，除光大和农行外的 15 家上市商业银行总共实现手续费及佣金净收入 1472.85 亿元，同比增长 35.45%，占营业收入比重从 16.83% 上升到 18.11%。其中贡献较大，占比较高，增长较快的大多是银行卡业务、代理业务等。低资本占用，高成长性的中间业务在银行经营体系中正发挥越来越大的作用，我们长期看好中国银行业中间业务的前景。

图 8 2010 年 3 季度各银行手续费及佣金净收入同比增长



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

图 9 2010 年 3 季度各银行手续费及佣金净收入占营收比重



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

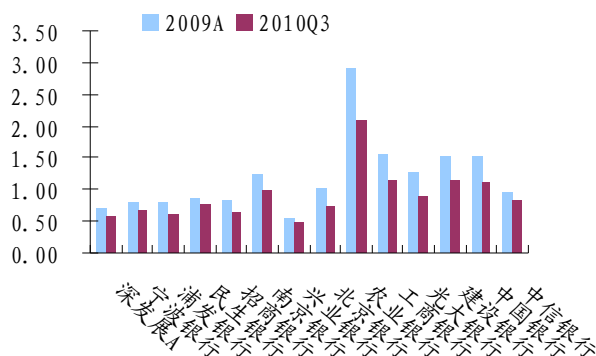
拨备方面，资产质量当期无忧，远期看信用成本上升压力渐增

以目前 A 股上市商业银行信贷业务的内在特点，资产质量并由此延伸的信用成本是影响盈利敏感度最高的核心指标之一。此前房地产调控以及地方融资平台贷款清理等消极因素带来的对银行资产质量恶化的担忧，以及一系列监管政策强化的可能性，带来的对信用成本剧增的担忧，是 2010 年 4 月以来银行业股价的大幅下滑并持续低迷的内在原因，而这些忧虑的逐渐缓解，也是近期估值一度得到修复的主因。

宏观经济对于银行信贷质量的影响主要是通过间接途径。即在经济下滑时，企业的盈利水平降低，相应地偿债能力下降，由此可能令银行下调贷款评级，而增加拨备支出。但货币供给增速恢复常态后经济增长速度一定幅度内回落，实属正常，因此目前的状况并不足以动摇银行的资产质量。

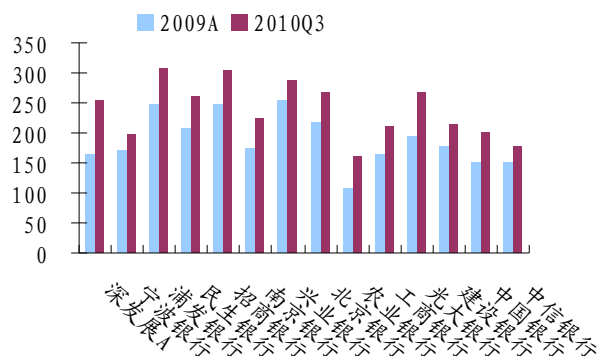
目前主要的压力依然来自不确定性，一是地方融资平台贷款方面，清理工作已经进入四方对账阶段，平台贷款规模及分类的逐渐趋于明朗，但贷款评级和拨备要求仍未确定。但从目前的情况看，其处理的结果或将好于预期；二是由于不良率与不良贷款规模均处于历史低位，未来有反弹压力，且由于不良“双低”，造成拨备覆盖率尽管居高不下，但实际拨备支出规模并不多，因此对拨贷率等新监管指标的推出敏感度高。三是房地产相关贷款部分，从目前状况看，这部分贷款质量依然稳定，在短期内为此增加拨备的可能性不大。而从长期则需要关注房价下跌对房地产相关贷款质量、抵押物相对贷款覆盖程度的影响。

图 10 2010 年 3 季度各银行不良率较年初再创新低



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

图 11 2010 年 3 季度各银行拨备覆盖率较年初进一步提高



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

三、投资评级和 2011 年投资策略

通过分析回顾银行业在运行周期各个阶段的特征，我们认为 2011 年银行业应处于一个景气上升的阶段，对 2011 年 15-20%的净利润增长预期，将进一步巩固目前的估值的安全边际。而近期人民币升值预期增强，也将给国内金融资产价格的膨胀带来了动力，维持银行业“谨慎推荐”投资评级，继续看好银行的长期投资价值。但考虑 2011 年的国际国内的经济和货币形势更为复杂，在众多正负面因素相互作用下，应注意政策变动带来波动风险，因此挑选在这种环境下本身资本状况、资产结构、经营水平、风控能力能够更好地适应这种环境的银行作为投资标的，如招商银行、兴业银行、浦发银行。

四、风险提示

2011 年银行业的风险主要集中三方面，一是货币政策转向，调控政策的力度高于预期，如采用不对称加息、频繁大幅提高法定存款准备金率、对信贷实施严厉的窗口指导等；二是更严格监管措施出台，大幅削减银行杠杆，增加拨备支出；三是房地产贷款、地方政府融资平台贷款质量出现大面积恶化。

五、重点公司：

招商银行（600036.SH）

招商银行的成长性始终居于同行前列，2010 年表现依然优异，前三季度各项指标稳中有升，主要业务良性发展，净利润同比大幅增长 57%。规模、净息差、资产质量和成本控制是拉动业绩快速成长的主要推动因素，而这些因素背后体现了招行的比较优势：良好的业务获取能力、较为充裕的资本、更强的议价能力、资产负债配置能力、风控能力、成本控制水平等，也表明在顺利实现了第一次业务转型后，公司以“轻资本消耗，高经济利润”发展模式为方向的二次转型正在稳步推进，初具成效。

我们维持对公司 2010 年和 2011 年每股收益 1.25 元和 1.68 元的预期，预计 2010 年底每股净资产为 6.50 元，折合 2010 年和 2011 年的 PE 分别为 10.89 和 8.10 倍，折合 2010 年 PB 为 2.09 倍，具备较强吸引力。公司“二次转型”战略，对于招行贷款定价水平以至风险加权资产收益率的提升作用将进

一步优化公司收入成本结构，公司转型背景下盈利能力的提升潜力值得期待，给予“谨慎推荐”投资评级。

浦发银行（600000.SH）

公司 2009 年业绩因业务扩张受资本充足率束缚，增速下探到了近年来的最低点。但这些消极因素随着中移动的入资而消失。定向增发虽然短期内将对当期业绩产生较明显的摊薄效应，从而拉高 PE，但由于能够一次性大幅提高资本充足率约 4 个百分点，因此对未来 3-5 年内的业绩影响为正面，同时公司净资产也能得到显著增厚，从而降低公司 PB。此外，中移动以战略投资者身份的介入不仅能够令资本充足率问题迎刃而解，而且可能促使双方利用在各种业务领域的资源和优势，在如电子金融等方面展开更深层次的合作，从而有利于推动公司股价走强，且公司近年来谨慎的不良贷款减值准备政策也能预先缓解未来公司拨备支出回升的压力，净息差也具备较强的反弹张力，给予“谨慎推荐”投资评级。

兴业银行（601166.SH）

净利息收入方面，公司配股已经完成，信贷扩张的资本瓶颈问题得到解决。而公司在中小企业业务等方面具有较强的优势，令其在贷款议价时更能占据有利地位。非息收入方面，银行卡、咨询顾问和担保承诺手续费增速行业居前，而公司在货币市场投资领域具备的优势，在未来债券收益率的提升的大环境下更为凸显。公司过去由于在房地产相关贷款以及沿海出口型中小企业贷款比重过高，而引发市场担忧，股价走势一度疲软，但近年来，其房地产相关贷款比重持续下降，其地方融资平台与中小企业贷款质量的把握也较好，考虑到公司一贯以来良好的成长性，以及股价高 beta 的特征，我们认为其存在估值修复的空间，给予“谨慎推荐”投资评级。

表 2 银行业股票池

	EPS				BVPS			
	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
深发展 A	1.44	1.79	2.18	2.66	6.59	9.53	11.34	13.56
宁波银行	0.51	0.78	0.98	1.23	3.90	5.37	6.20	7.33
浦发银行	0.92	1.26	1.55	1.80	7.70	9.12	10.69	12.01
华夏银行	0.75	1.12	1.45	1.64	6.06	7.73	9.11	10.23
民生银行	0.45	0.60	0.73	0.86	3.95	3.93	4.58	5.44
招商银行	0.85	1.25	1.68	1.73	4.85	6.27	7.44	8.88
南京银行	0.65	0.92	1.18	1.43	6.55	6.43	7.44	8.08
兴业银行	2.22	2.86	3.54	4.34	11.92	15.29	18.19	21.87
北京银行	0.90	1.18	1.44	1.71	6.03	7.03	8.16	9.39
农业银行	0.20	0.27	0.34	0.42	1.32	1.69	1.93	2.18
交通银行	0.53	0.68	0.84	0.98	3.34	3.98	4.65	5.41
工商银行	0.39	0.48	0.56	0.64	2.02	2.34	2.70	3.04
光大银行	0.19	0.30	0.37	0.45	1.44	1.96	2.24	2.59
建设银行	0.46	0.57	0.68	0.78	2.38	2.71	3.16	3.59

中国银行	0.30	0.40	0.45	0.52	2.03	2.34	2.66	3.02
中信银行	0.37	0.51	0.61	0.68	2.63	3.08	3.55	4.06
	2009A	2010E	PE		2009A	2010E	PB	
			2011E	2012E			2011E	2012E
工商银行	12.99	10.37	8.89	7.80	2.48	2.14	1.85	1.64
建设银行	11.19	8.98	7.50	6.56	2.14	1.88	1.61	1.42
中国银行	11.56	8.53	7.64	6.57	1.69	1.47	1.29	1.14
农业银行	13.74	10.18	8.03	6.59	2.09	1.63	1.42	1.26
交通银行	11.09	8.69	7.09	6.03	1.78	1.49	1.27	1.10
大商行平均	12.11	9.35	7.83	6.71	2.03	1.72	1.49	1.31
深发展 A	11.99	9.70	7.92	6.52	2.63	1.82	1.53	1.28
浦发银行	14.69	10.73	8.76	7.52	1.76	1.48	1.27	1.13
华夏银行	15.82	10.60	8.24	7.29	1.97	1.54	1.31	1.16
民生银行	11.83	8.94	7.33	6.26	1.36	1.36	1.17	0.98
招商银行	16.83	11.38	8.46	8.23	2.93	2.27	1.91	1.60
中信银行	15.29	11.09	9.24	8.25	2.13	1.82	1.58	1.38
兴业银行	11.73	9.08	7.35	5.98	2.18	1.70	1.43	1.19
光大银行	22.91	14.63	11.70	9.70	3.01	2.21	1.93	1.68
股份制平均	15.14	10.77	8.62	7.47	2.25	1.78	1.52	1.30
宁波银行	25.76	16.66	13.31	10.63	3.34	2.42	2.10	1.78
南京银行	18.22	12.83	9.99	8.27	1.80	1.83	1.58	1.46
北京银行	13.94	10.71	8.74	7.38	2.09	1.79	1.55	1.34
城商行平均	19.31	13.40	10.68	8.76	2.41	2.02	1.74	1.53
A 股银行平均	14.97	10.82	8.76	7.47	2.21	1.80	1.55	1.35

资料来源: Wind 资讯、广州证券研究所

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票/行业评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。