

2010-12-19

银行

维持

买入

流动性管理压力依然较大

◇ 银行业周报（2010.12.13-2010.12.19）

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 上涨 2.01%，银行板块下跌 0.10%，跑输大盘；其中中小银行以流通市值加权下跌 0.08%。以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 9.9 倍/1.70 倍。

◆ 本周行业焦点

1、货币市场利率明显回升，央行继续净投放货币。由于下周商业银行面临准备金缴存压力，本周银行间市场利率有较大幅度回升，其中 1 天/7 天/14 天/21 天回购利率分别较上周末变动了 -2bp/123bp/71bp/37bp。此外，国库现金 6 个月存款利率较上期大幅提升了 47bp 至 5.40%，显著高于同期限的存贷款利率，反映临近年末部分中小银行资金面略偏紧。由于央行无意提高发行利率以改变一二级市场价格倒挂的现象，央票发行规模继续在底部徘徊，一周央行仅发行央票 20 亿元，公开市场实现净投放货币 500 亿元。我们认为，连续上调存款准备金的累积影响未来会有所体现，但由于准备金率上调目的主要在于对冲外汇占款增加、财政存款投放以及公开市场操作乏力的影响，市场整体资金面大幅缩紧的可能性很小。

2、11 月新增外汇占款仍处高位，热钱流入趋势不变。11 月外汇占款较上月增长 3196 亿元，较上月增量回落 40%，但仍为年内次高水平。在海外量化宽松政策延续的背景下，国际资本涌入新兴经济体的大趋势不会改变。外汇占款增长带来基础货币被动投放将进一步推升国内流动性，并加大通货膨胀压力，监管层仍面临较大的流动性管理压力。

3、周小川明确相关要求，十二五期间利率市场化将稳步推进。17 日周小川对“稳步推进利率市场化改革”作了全面阐述，表示在十二五期间利率市场化将取得明显进展，并明确了改革过程中的 8 项要求。总体来看，央行对利率市场化的指导思想为：积极推进、审慎监管、避免恶性竞争。我们认为：（1）周小川强调了“划定范围、提供激励、自律秩序”，利率市场化仍将是循序渐进的过程，短期内对银行利差造成明显冲击的可能性很小。（2）未来需关注改革的路径和方式，目前市场预期集中在放开存款利率上浮区间方面。短期来看，银行利差将受到一定的负面影响，但在存款竞争日趋激烈的环境中，银行已提前消化了部分影响。（3）利率市场化的中长期影响将取决于银行经营模式的转变和业务转型。不同银行将因风险定价能力、业务创新能力和风险控制能力的差异产生较大的分化。

4、居民对物价上涨预期及投资意愿显著增强。央行储户调查问卷显示，四季度居民对未来物价上涨预期加剧，预测下季物价上涨的居民比例为 61.4%，较上季度增 15.2 个百分点。相应的，选择未来倾向于更多投资的居民占比达 45.2%，超过选择更多储蓄的居民（37.6%）；而三季度两者占比分别为 38.8%和 44.4%。

负利率状况下，居民资产结构将面临持续调整，储蓄搬家或成为股市流动性的重要推动力量。我们认为，综合考虑政策导向、价格水平和投资偏好等因素，股市可能成为储蓄搬家后较为理想的承载场所，而银行股由于易于理解的业务模式、较高的品牌知名度以及较低的估值和位置向来受到居民的偏爱（相对于机构而言），在储蓄搬家过程中有望相对受益。

◆ 行业观点及股票组合

目前货币政策收紧预期对市场有一定的抑制作用，但银行股较低的估值和位置仍使其成为相对安全的投资标的，继续建议投资者择机积极配置。我们相对看好中小股份制银行，首推浦发、招行、民生、华夏。

分析师：

沈维 （执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

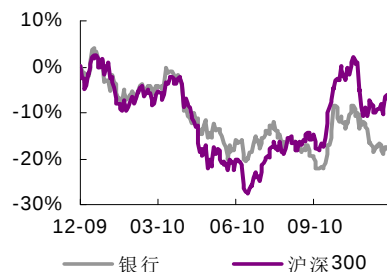
shenwei@ebsecn.com

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



一、本周观点

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 上涨 2.01%，银行板块下跌 0.10%，跑输大盘；其中中小银行以流通市值加权下跌 0.08%。股份制银行整体表现相对较好，城商行跌幅较大，国有行居中。个股方面，16 家上市银行股价涨跌互现，其中光大（+2.14%）、宁波（+0.50%）、交行（+0.36%）录得最高的股价涨幅，而建行（-0.63%）、北京（-0.51%）、浦发（-0.47%）股价跌幅较大。

以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 9.9 倍/1.70 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10 年 PE/PB 分别为 8.7 倍/1.60 倍、9.8 倍/1.71 倍和 12.3 倍/1.84 倍。

◆ 本周行业焦点

1、货币市场利率明显回升，央行继续净投放货币。由于下周商业银行面临准备金缴存压力，本周银行间市场利率有较大幅度回升，其中 1 天/7 天/14 天/21 天回购利率分别较上周末变动了 -2bp/123bp/71bp/37bp。此外，国库现金 6 个月存款利率较上期大幅提升了 47bp 至 5.40%，显著高于同期限的存贷款利率，反映临近年末部分中小银行资金面略偏紧。由于央行无意提高发行利率以改变一二级市场价格倒挂的现象，央票发行规模继续在底部徘徊，一周央行仅发行央票 20 亿元，公开市场实现净投放货币 500 亿元。

我们认为，连续上调存款准备金的累积影响未来会有所体现，但由于准备金率上调目的主要在于对冲外汇占款增加、财政存款投放以及公开市场操作乏力的影响，市场整体资金面大幅收紧的可能性很小。

2、11 月新增外汇占款仍处高位，热钱流入趋势不变。11 月外汇占款较上月增长 3196 亿元，较上月增量（5302 亿元）回落 40%，但仍为年内次高水平。在海外量化宽松政策延续的背景下，国际资本涌入新兴经济体的大趋势不会改变。外汇占款增长带来基础货币被动投放将进一步推升国内流动性，并加大通货膨胀压力，监管层仍面临较大的流动性管理压力。

3、周小川明确相关要求，十二五期间利率市场化将稳步推进。17 日周小川对“稳步推进利率市场化改革”作了全面阐述，表示在十二五期间利率市场化将取得明显进展，并明确了改革过程中的 8 项要求，包括：通过“硬约束”遴选达标银行参与竞争；逐步放开替代性金融产品价格；避免银行产品的过分交叉补贴；建立健全自律性竞争秩序；确立市场化定价权等。总体来看，央行对利率市场化的指导思想为：积极推进、审慎监管、避免恶性竞争。

我们认为：（1）周小川强调了“划定范围、提供激励、自律秩序”，利率市场化仍将是循序渐进的过程，短期内对银行利差造成明显冲击的可能性很小。（2）未来需关注改革的路径和方式，目前市场预期集中在放开存款利率上浮区间方面。短期来看，银行利差将受到一定的负面影响，但在存款竞争日趋激烈的环境中，银行已提前消化了部分影响。原因在于：对公存款已有一定市场化程度，并反映在较高的协议存款利率及银行相关隐性成本之中；由于大量理财产品的发行，部分储蓄存款的实际成本已有提升。（3）利率市场化的中长期影响将取决于银行经营模式的转变和业务转型。不同银行将因风险定价能力、业务创新能力和风险控制能力的差异产生较大的分化。

4、居民对物价上涨预期及投资意愿显著增强。央行储户调查问卷显示，

四季度居民对未来物价上涨预期加剧，预测下季物价上涨的居民比例为 61.4%，较上季度增 15.2 个百分点。相应的，选择未来倾向于更多投资的居民占比达 45.2%，超过选择更多储蓄的居民（37.6%）；而三季度两者占比分别为 38.8% 和 44.4%。

负利率状况下，居民资产结构将面临持续调整，储蓄搬家或成为股市流动性的重要推动力量。我们认为，综合考虑政策导向、价格水平和投资偏好等因素，股市可能成为储蓄搬家后较为理想的承载场所，而银行股由于易于理解的业务模式、较高的品牌知名度以及较低的估值和位置向来受到居民的偏爱（相对于机构而言），在储蓄搬家过程中有望相对受益。

◆ 行业观点及股票组合

目前货币政策收紧对市场有一定的抑制作用，但银行股偏低的估值和位置以及稳健的盈利增长仍使其成为相对安全的投资标的，继续建议投资者择机配置。

1、宏观经济复苏背景下，坏账风险温和反应至拨备；规模及息差温和向上，非息收入高速增长；预计 11 年上市银行业绩增长 24%。

2、通胀和升值预期下，居民储蓄搬家及国际资本流入一定程度上抵消货币政策紧缩压力；海外量化宽松政策延续背景下，预计国内紧缩前期流动性状况依然偏好。

3、银行业绩稳健，估值存有安全边际，对各种宏观、市场及行业的负面因素已进行了长时间、充分的反映；目前 A 股折价显著。

我们相对看好低估值的优质股份制银行，**首推浦发、招行、民生、华夏**。基本面稳健和高股息率的大银行（**农行、建行、工行**）亦可适当配置。

二、行情与估值

一周股价表现：本周沪深 300 上涨 2.01%，银行板块下跌 0.10%，跑输大盘；其中**中小银行以流通市值加权下跌 0.08%**。股份制银行整体表现相对较好，城商行跌幅较大，国有行居中。个股方面，16 家上市银行股价涨跌互现，其中光大（+2.14%）、宁波（+0.50%）、交行（+0.36%）录得最高的股价涨幅，而建行（-0.63%）、北京（-0.51%）、浦发（-0.47%）股价跌幅较大（见表 1）。

表 1：A 股上市银行市场表现

	收盘价	换手率(%)	股价变动(%)			
			1 周	1 月	1 季	1 年
A 股						
国有大银行						
工商银行	4.22	0.11	-0.24	-14.05	8.52	-12.96
建设银行	4.71	2.06	-0.63	-1.46	6.43	-14.63
中国银行	3.27	0.07	0.00	-1.51	4.43	-15.24
农业银行	2.63	4.70	0.00	-1.87	1.15	-2.59
交通银行	5.60	0.75	0.36	-3.11	0.00	-29.50
中小股份制银行						
招商银行	13.13	1.79	-0.15	-3.17	2.18	-18.05
浦发银行	12.72	2.87	-0.47	-3.05	-1.85	-19.61
民生银行	5.08	2.16	0.00	-2.12	1.60	-18.13
兴业银行	24.24	3.06	-0.08	-1.50	5.99	-33.53
中信银行	5.41	0.30	0.19	-4.25	4.44	-29.46
光大银行	3.82	17.30	2.14	-1.29	13.69	4.37
深发展 A	16.35	3.84	0.06	-3.88	-1.80	-31.68
华夏银行	11.09	3.34	-0.09	-4.31	4.13	-6.54
城商行						
北京银行	11.64	2.22	-0.51	-5.52	0.00	-37.54
南京银行	10.00	3.32	-0.10	-9.91	0.78	-26.64
宁波银行	12.18	3.21	0.50	-4.09	1.50	-23.73
银行业	2095.80		-0.10	-7.20	4.74	-17.68
沪深 300	3225.66		2.01	1.47	12.73	-4.90

资料来源：wind、光大证券研究所

估值水平：以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 9.9 倍/1.70 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10 年 PE/PB 分别为 8.7 倍/1.60 倍、9.8 倍/1.71 倍和 12.3 倍/1.84 倍（见表 2）。

表 2：A 股上市银行估值表

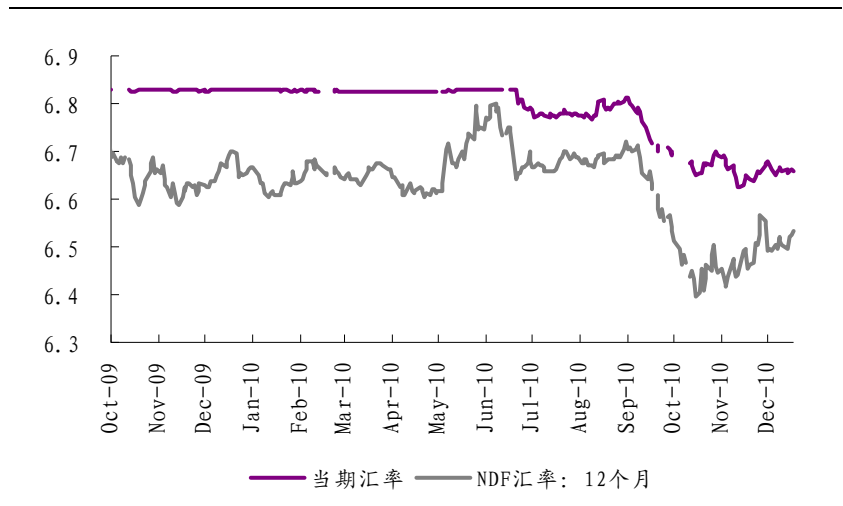
	EPS (元)				BVPS (元)			P/E (X)			P/B (X)		
	股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
A 股													
国有行													
工商银行	4.22	0.37	0.47	0.56	1.95	2.33	2.66	11.33	9.04	7.56	2.16	1.81	1.58
建设银行	4.71	0.43	0.61	0.73	2.22	2.75	3.18	11.03	7.75	6.47	2.12	1.71	1.48
中国银行	3.27	0.29	0.39	0.47	1.84	2.29	2.57	11.29	8.35	6.96	1.77	1.43	1.27
农业银行	2.63	0.20	0.27	0.35	1.06	1.63	1.84	13.14	9.80	7.54	2.49	1.62	1.43
交通银行	5.60	0.53	0.67	0.80	2.91	3.92	4.43	10.48	8.40	7.00	1.92	1.43	1.26
股份制银行													
招商银行	13.13	0.85	1.26	1.58	4.30	6.25	7.44	15.54	10.45	8.31	3.05	2.10	1.77
浦发银行	12.72	0.92	1.35	1.68	4.74	8.48	9.73	13.81	9.45	7.59	2.69	1.50	1.31
民生银行	5.08	0.45	0.63	0.79	3.30	3.80	4.43	11.21	8.00	6.45	1.54	1.34	1.15
兴业银行	24.24	2.22	2.91	3.67	9.95	14.96	17.57	10.94	8.34	6.60	2.44	1.62	1.38
中信银行	5.41	0.37	0.52	0.62	2.63	3.02	3.49	14.75	10.42	8.69	2.05	1.79	1.55
光大银行	3.82	0.19	0.30	0.37	1.19	1.98	2.25	20.21	12.72	10.19	3.21	1.93	1.70
深发展 A	16.35	1.44	1.82	2.34	5.87	9.23	10.98	11.33	8.99	6.99	2.78	1.77	1.49
华夏银行	11.09	0.75	1.12	1.40	6.06	6.84	7.77	14.72	9.90	7.92	1.83	1.62	1.43
城商行													
北京银行	11.64	0.90	1.20	1.51	6.03	6.94	8.07	12.87	9.72	7.71	1.93	1.68	1.44
南京银行	10.00	0.52	0.75	0.94	4.05	6.22	6.84	19.23	13.26	10.61	2.47	1.61	1.46
宁波银行	12.18	0.51	0.88	1.16	3.38	5.47	6.22	24.10	13.83	10.48	3.61	2.23	1.96
国有行								11.45	8.67	7.11	2.09	1.60	1.41
股份制银行								14.06	9.78	7.84	2.45	1.71	1.47
城商行								18.73	12.27	9.60	2.67	1.84	1.62
A 股银行								14.12	9.90	7.94	2.38	1.70	1.48

资料来源：wind、光大证券研究所

三、宏观经济与政策

人民币汇率： 本周美元对人民币中间汇率收于 1: 6.6593, 人民币当期汇率较上周末升值 **0.02%** (见图 1)。

图 1：美元兑人民币汇率



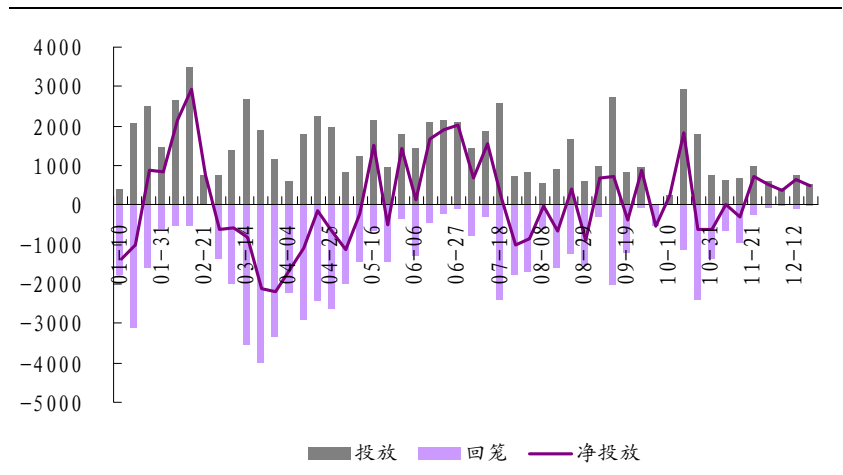
资料来源：wind、光大证券研究所

四、货币政策与银行间市场利率

政策基调： 央行党委会议决定，11 年将积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，增强金融调控的针对性、灵活性、有效性，加快推进经济结构战略性调整，**把稳定价格总水平放在更加突出的位置**。要实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，**把好流动性这个总闸门**，把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业，保持经济平稳较快发展。

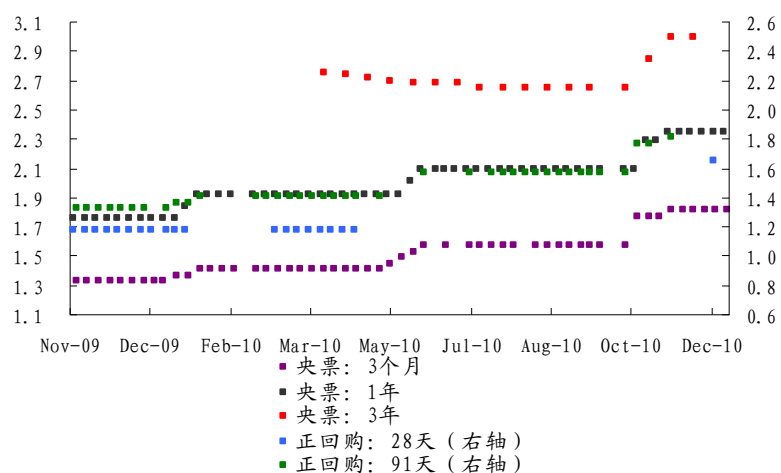
公开市场操作： 本周央行在公开市场回笼货币 20 亿元，而一周到期央票及正回购共计 520 亿元，从而**累计净投放货币 500 亿元**；3 个月及 1 年期央票利率维持不变（见图 2、图 3）。

图 2：公开市场货币投放（亿元）



资料来源：wind、光大证券研究所

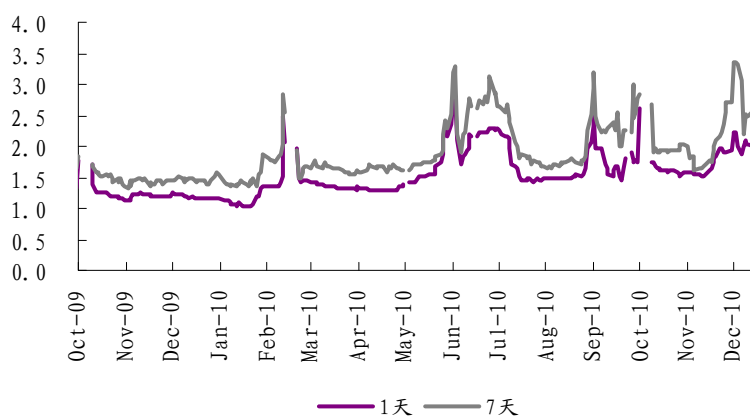
图 3：央票及回购利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

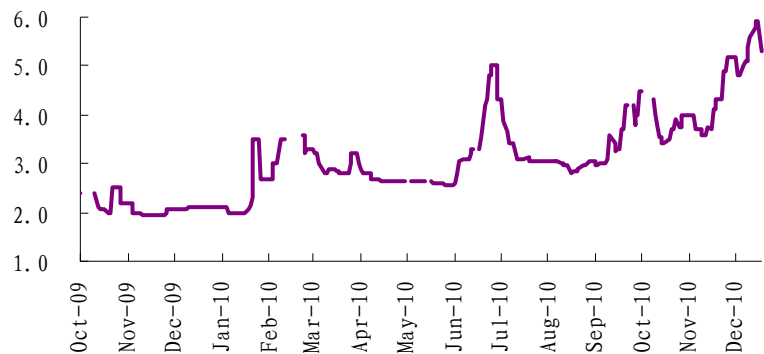
市场化利率： 本周银行间市场资金面有所收紧，银行间 1 天及 7 天回购加权利率较上周末变动了 -2bp 和 123bp，至 2.00% 和 3.72%（见图 4）。此外，珠三角 6 个月票据直贴利率下降 30bp 至 5.30%（见图 5）。

图 4：银行间回购加权利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 5：珠三角 6 个月票据直贴利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

五、监管要闻

央行：针对此前“将热钱引入池子”的表述，周小川表示，一个典型的池子即外汇储备。此外，央行可能继续动用准备金工具对冲流动性。（中国证券网/2010.12.16）

周小川表示，下一步要根据“十二五”规划的要求，有规划、有步骤、坚定不移地推动利率市场化。一是选择具有硬约束的金融机构，使其在竞争性市场中产生定价，把财务软约束机构排除在外。二是按照宏观审慎管理的要求，确立达标金融企业必须具备的硬约束条件。三是要有实现正当公平的竞争主体。四是要考虑逐步放开替代性金融产品的价格。五是尽量避免银行产品的过分交叉补贴。六是大力加强客户的教育。七是建立健全自律性竞争秩序。八是进一步确立市场定价权，使金融机构进一步增强风险定价的能力。

银监会：表示，日前已要求商业银行对信贷风险进行更为审慎、更为严格的管理，同时需确保个人和企业的正常贷款需求得到满足。（中金在线/2010.12.17）

六、行业动态

信贷目标：据悉，明年 7.5 万亿元的新增信贷额度目标已经初步形成。（中金在线/2010.12.16）

差别准备金率：据报道，央行将工行、农行、建行和民生差别准备金率到期日延长至 11 年 3 月，中行及招行则按期截止。（中国金融网/2010.12.15）

银行家调查：央行公告显示，四季度，银行家宏观经济信心指数回落，银行业景气指数继续提升，贷款需求指数平稳，货币政策感受指数明显下降。

储户调查：央行公告显示，四季度，居民对物价满意度达 99 年 4 季度以来最低，未来物价上涨预期加剧；收入基本平稳，未来预期变化不大；七成居民认为房价过高，上涨预期再增强；居民储蓄向投资（主要是购买债

券、股票、基金等)转移。

七、公司跟踪

- 建设银行:** H股配股完成,实际认购股份占可配股份的100%。
副行长朱小黄表示,明年公司信贷总规模较今年将有所减少。(新华网/2010.12.17)
- 中国银行:** H股配股完成,实际认购股份占可配股份的100%。
- 农业银行:** 据悉,公司计划在香港发行5亿元人民币债券。(新浪财经/2010.12.15)
- 浦发银行:** 据悉,公司正在与硅谷银行洽谈合资开设科技型中小企业银行事宜。
(东方早报/2010.12.16)
- 深发展:** 公司与平安银行的整合正按既定时间、原定计划顺利进行,目前处于正常的监管审批阶段,截止目前,公司及中国平安未收到任何监管部门关于整合方案退回的通知。
- 北京银行:** 发行15年期次级债65亿元,其中固定利率品种40亿元,浮动利率品种25亿元,发行期限为21至23日。
- 南京银行:** 苏州分行开业。
- 宁波银行:** 北京分行开业。

光大证券银行业研究团队

沈维, CFA, 武汉大学金融学硕士, 2008 年加盟光大证券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。

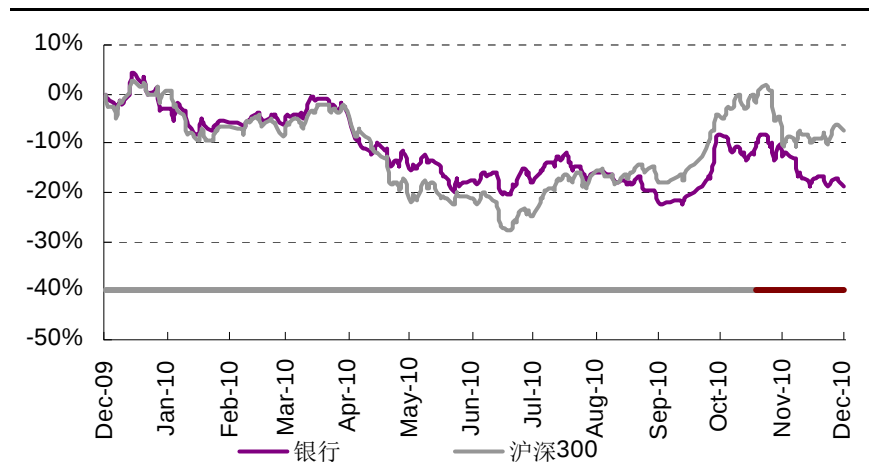
分析师声明

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地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
2010-11-03	买入
2010-11-07	买入
2010-11-10	买入
2010-11-11	买入
2010-11-14	买入
2010-11-22	买入
2010-11-28	买入
2010-12-05	买入
2010-12-12	买入
2010-12-13	买入

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	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@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。