

2011-01-11

银行

维持

买入

信贷投放超预期，国际资本将持续流入

◇ 报告起因：央行公布 2010 年 12 月金融统计数据

一、M2 增速继续上行，储蓄活化趋势延续

受超预期信贷投放、财政资金下拨、国际资金流入及公开市场操作力度减弱等因素推动，当月货币增速继续上行，M2、M1 余额同比增速分别较上月变动了 0.2 和 -0.9 个百分点。10 年全年货币投放超出了监管目标，主要由于银行信贷投放超预期及国际资本流入（全年新增外汇占款 3.3 万亿元）。随着 11 年货币政策回归常态，信贷投放将相应回落，但在国内经济趋稳、人民币升值背景下，国际资本将持续流入，流动性仍将相对充裕。

当月储蓄存款活期占比较上月大幅提升 1.27 个百分点，从而推动存款总额活期占比提升 0.63 个百分点。至此，10 年全年活期存款占比累计上升了 2.46 个百分点，我们认为 11 年在经济趋稳、通胀高企的背景下货币活化趋势将延续。

二、贷款投放超预期，企业短期贷款增速较快

当月新增人民币信贷 4807 亿元，超出市场预期。至此，10 年全年共计投放信贷 7.95 万亿元，超出年初制定的监管目标及我们上月的预测。我们预计 11 年新增信贷中枢约在 7 万亿左右，较去年有所减少。其中一季度由于前期充裕的项目储备及银行年初放款动力较强，信贷投放节奏会相对较快。但由于差别存款准备金率等新工具的启用及严格的监管，单月大幅超 1 万亿的信贷投放或难再现。

从结构看，当月票据融资占比继续下降 0.20 个百分点。事实上，10 年在相对严格的额度控制下，商业银行不断压缩票据融资规模，全年一般性贷款增加 8.8 万亿元，增速高于信贷总额。在目前时点上，票据融资占比已处于历史低位，继续压缩空间不大，如果 11 年信贷投放基本符合我们的预期，则一般性贷款增速将显著低于去年，这有利于提升银行的议价能力。

此外，当月非金融性公司短期贷款环比增速显著快于其余各类贷款，估计主要系年末资金周转需求。受此影响，期末中长期贷款占比较上月下降 0.04 个百分点，而短期贷款占比则提升 0.24 个百分点。回顾 10 年，贷款中长期化持续演绎，中长期贷款占比较期初提高了 4.87 个百分点。在加息预期明确、中小企业市场受重视程度提升以及票据融资压缩空间有限的背景下，11 年中长期贷款占比继续上行空间不大。

三、活期储蓄快速回流，长期看储蓄搬家趋势犹存

当月人民币存款同比增长 20.2%，高于贷款增速（19.9%），贷存比因而下降 0.21 个百分点至 66.72%。从结构看，主要由于季节性因素，当月储蓄存款余额强劲回升 9871 亿元，占比相应提升 0.75 个百分点，但较 09 年末仍下降 1.40 个百分点。展望 11 年，若负利率状况延续，储蓄搬家将继续上演。当月财政存款减少 9328 亿元，变动基本与去年持平。我们认为 1 月初银行间市场资金面缓解应与财政存款的下拨有关。

四、节后资金面紧张局面已明显缓解

受准备金率提升、年末备付需求、监管达标要求及资本市场融资额上升等因素影响，当月市场资金面大幅收紧。但节后银行间市场资金紧张局面已明显缓解，预计由于春节临近将致使银行备付需求再次上升，差别准备金施行以及近期已快速回落，货币市场利率进一步下行空间有限。

五、估值折价过度，回补空间尚存

12 个月来看，我们看好业绩相对受益于加息、全年业绩增长确定性高、估值处于历史底部的银行板块。1 个月来看，自 11 月以来的持续下跌已对平台贷款清理、准备金率频繁上调等政策预期进行了较充分的反应，目前估值已近 9 月末的低点；由于开年后资金面紧张局面有所缓解，银行板块短期有估值回补动力。3 个月来看，需关注“试点利率市场化”的进程及其影响。

本月组合：浦发、华夏、农行、光大。

分析师：

沈维 （执业证书编号：S0930510120026）

021-22169121

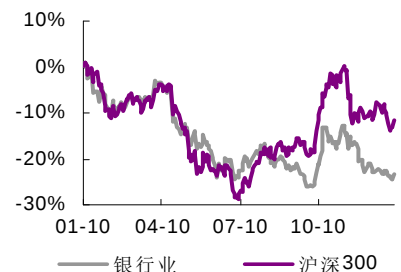
shenwei@ebcn.com

冯钦远 （执业证书编号：S0930510120014）

021-22169119

fengqy@ebcn.com

行业与上证指数对比图

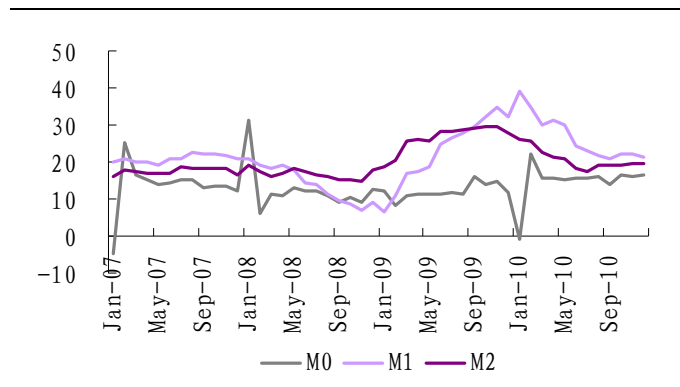


一、M2 增速继续上行，储蓄活化趋势延续

尽管面临货币政策收紧，但受超预期信贷投放、财政资金下拨、国际资金流入及公开市场操作力度减弱等因素推动，当月货币增速继续上行，M2、M1 余额分别同比增长 19.7%、21.2%，增幅较上月变动了 0.2 和 -0.9 个百分点。从增速来看，10 年全年货币投放超出了监管目标，主要由于银行信贷投放超预期及国际资本流入。其中，10 年新增外汇占款 3.3 万亿元（12 月增加 4033 亿元），同比增速达 16.9%。我们认为，随着 11 年货币政策回归常态，信贷投放将相应回落，但在国内经济趋稳、人民币升值背景下，国际资本将持续流入，流动性仍将相对充裕。

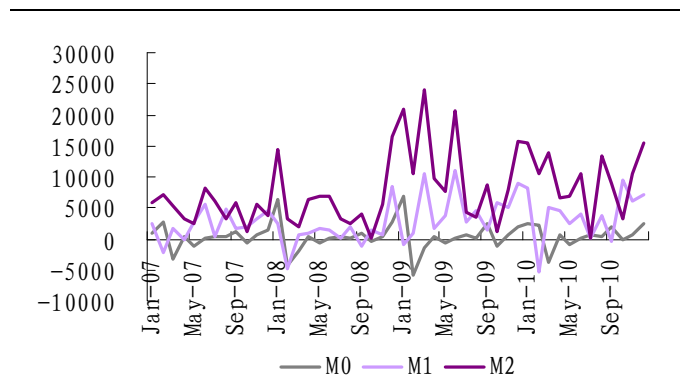
此外，当月储蓄存款活期占比较上月大幅提升 1.27 个百分点，从而推动存款总额活期占比提升 0.63 个百分点至 51.92%。至此，10 年全年活期存款占比累计上升了 2.46 个百分点，我们认为 11 年在经济趋稳、通胀高企的背景下货币活化趋势将延续。

图 1：M0、M1、M2 同比增速（%）



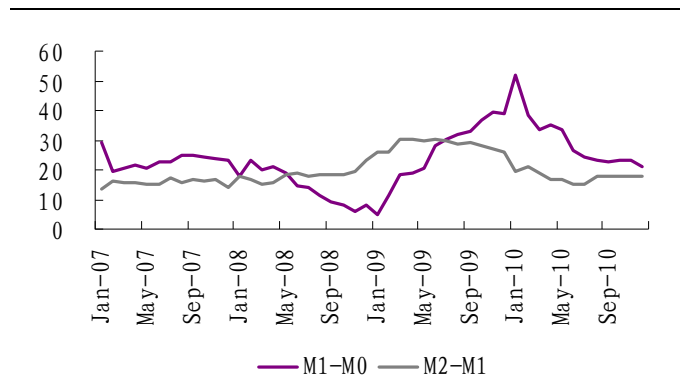
资料来源：wind、光大证券研究所

图 2：M0、M1、M2 增加额（亿元）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 3: (M1-M0)、(M2-M1) 同比增速 (%)



资料来源: wind、光大证券研究所

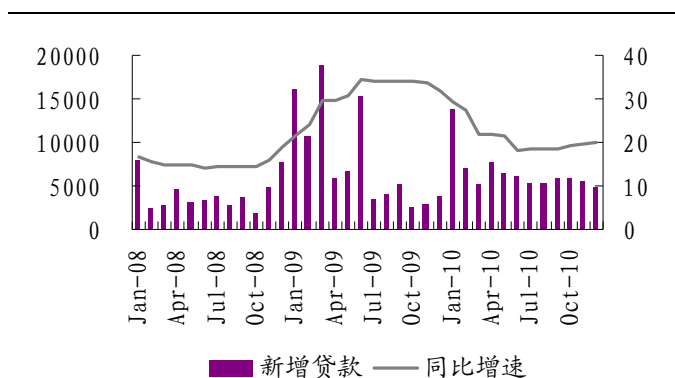
二、贷款投放超预期，企业短期贷款增速较快

当月新增人民币信贷 4807 亿元，超出市场预期；同比增速较上月上行 0.1 个百分点至 19.9%。至此，10 年全年共计投放信贷 7.95 万亿元，超出年初制定的监管目标及我们上月的预测（7.8 万亿元）。11 年，央行淡化了新增信贷总量指标，转而动态调节信贷投放规模和节奏。央行的动态信贷管理体系开始考虑包括直接融资在内的“社会融资规模”，并继续参考经济增长及通货膨胀的控制目标。我们预计全年新增信贷中枢约在 7 万亿左右，较去年有所减少。一季度由于前期充裕的项目储备及银行年初放款动力较强，信贷投放节奏会相对较快。但由于差别存款准备金率等新工具的启用及严格的监管，单月大幅超 1 万亿的信贷投放或难再现。

从结构看，当月票据融资占比继续下降 0.20 个百分点至 3.15%。事实上，10 年在相对严格的额度控制下，商业银行不断压缩票据融资规模，全年一般性贷款增加 8.8 万亿元，增速高于信贷总额。在目前时点上，票据融资占比已处于历史低位，继续压缩空间不大，如果 11 年信贷投放基本符合我们的预期，则一般性贷款增速将显著低于去年，这有利于提升银行的议价能力。

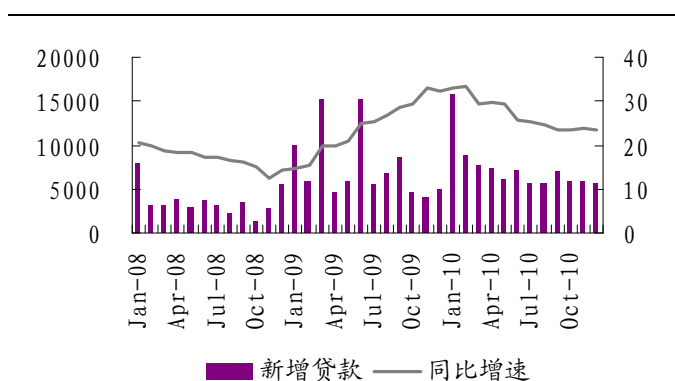
此外，当月非金融性公司短期贷款环比增速显著快于其余各类贷款，估计主要系年末资金周转需求。受此影响，期末中长期贷款占比较上月下降 0.04 个百分点，而短期贷款占比则提升 0.24 个百分点。回顾 10 年，贷款中长期化持续演绎，中长期贷款占比较期初提高了 4.87 个百分点。我们认为，在加息预期明确、中小企业市场受重视程度提升以及票据融资压缩空间有限的背景下，11 年中长期贷款占比继续上行空间不大。

图 4：人民币贷款新增额及同比增速（亿元、%）



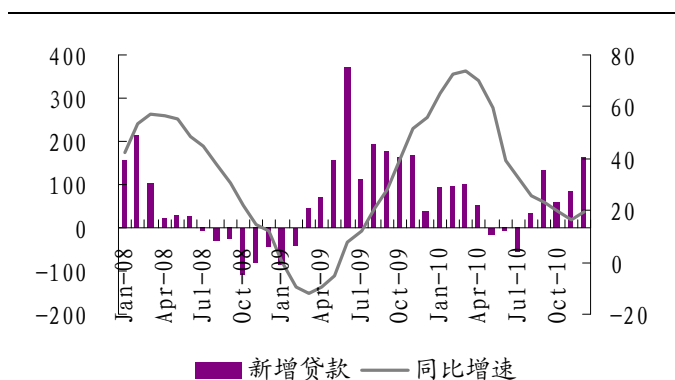
资料来源：wind、光大证券研究所

图 5：一般性贷款新增额及同比增速（亿元、%）



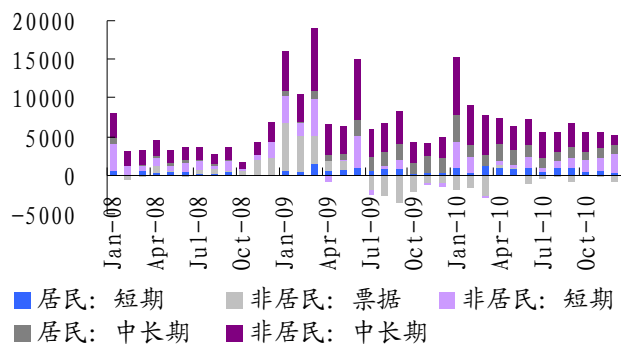
资料来源：wind、光大证券研究所

图 6：外汇贷款新增额及同比增速（亿美元、%）



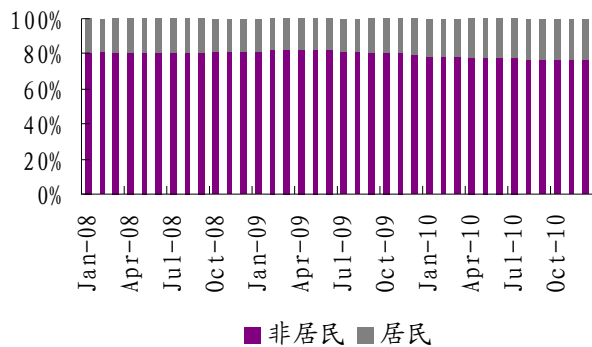
资料来源：wind、光大证券研究所

图 7：新增贷款结构（亿元）



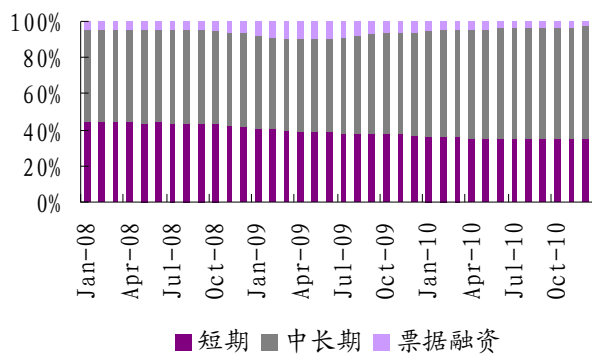
资料来源：wind、光大证券研究所

图 8：贷款投向结构



资料来源：wind、光大证券研究所

图 9：贷款期限结构



资料来源：wind、光大证券研究所

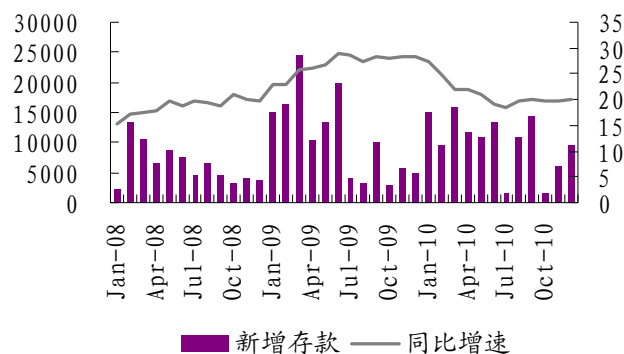
三、活期储蓄快速回流，长期看储蓄搬家趋势犹存

当月人民币存款同比增长 20.2%，高于贷款增速，贷存比因而下降 0.21 个百分点至 66.72%。

从结构看，主要由于季节性因素，当月储蓄存款余额强劲回升 9871 亿元（其中 7579 亿元为活期储蓄），占比相应提升 0.75 个百分点至 42.23%，但较 09 年末仍下降 1.40 个百分点。展望 11 年，若负利率状况延续，储蓄搬家将继续上演。

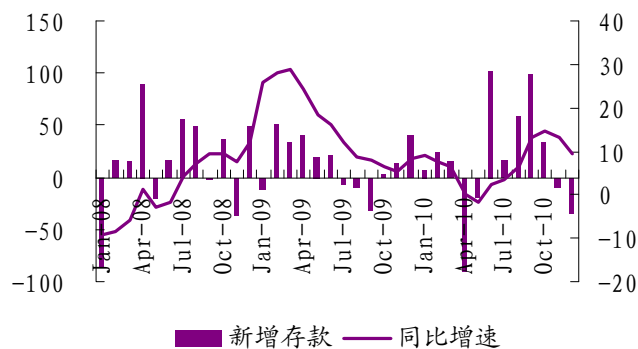
此外，当月财政存款减少 9328 亿元，变动基本与去年持平。我们认为 1 月初银行间市场资金面缓解应与财政存款的下拨有关。

图 10：人民币存款新增额及同比增速（亿元、%）



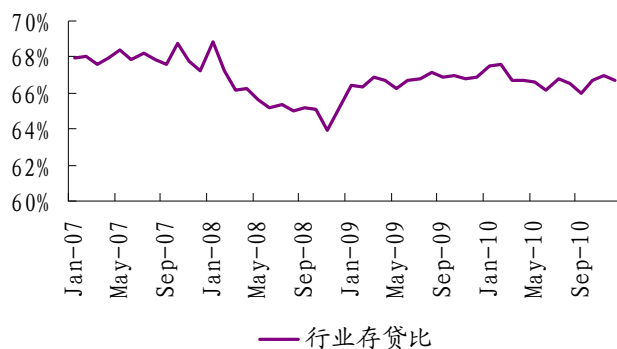
资料来源：wind、光大证券研究所

图 11：外汇存款新增额及同比增速（亿美元、%）



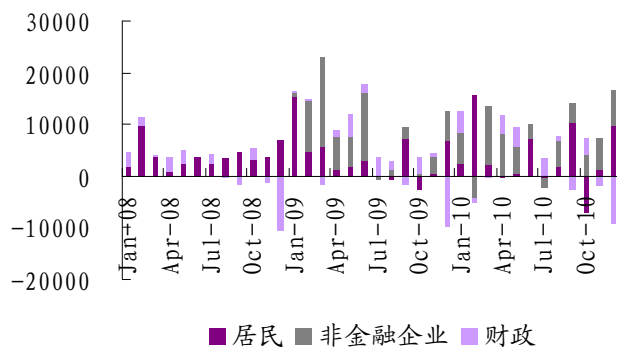
资料来源：wind、光大证券研究所

图 12：行业存贷比



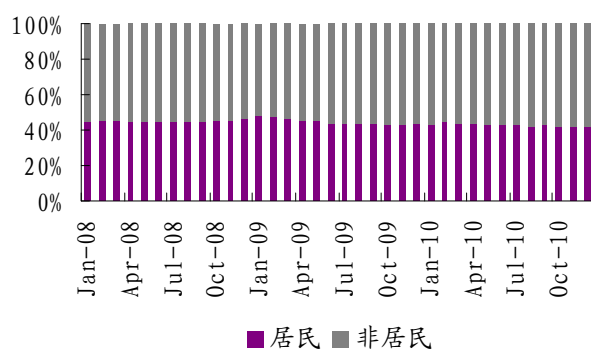
资料来源：wind、光大证券研究所

图 13：新增存款结构（亿元）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 14：存款结构

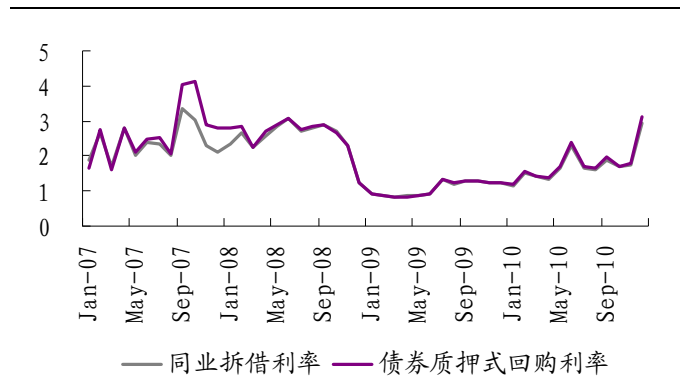


资料来源：wind、光大证券研究所

四、节后资金面紧张局面已明显缓解

受准备金率提升、年末备付需求、监管达标要求及资本市场融资额上升等因素影响，当月市场资金面大幅收紧。当月同业拆借利率为 2.92%，比上月高 1.16 个百分点；质押式债券回购利率为 3.12%，比上月高 1.31 个百分点。但节后随着监管和备付需求暂时解除以及公开市场操作继续投放货币，银行间市场资金紧张局面已明显缓解，元旦后第一周银行间市场利率显著下行。但由于春节逼近将致使银行备付需求上升、差别准备金率施行以及近期已快速回落，货币市场利率进一步下行空间有限。

图 15：银行间市场利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

五、估值折价过度，回补空间尚存

从 12 个月来看，我们看好业绩相对受益于加息、全年业绩增长确定性高、估值处于历史底部的银行板块。从 1 个月来看，自 11 月以来的持续下跌已对平台贷款清理、准备金率频繁上调等政策预期进行了较充分的反应，目前估值已近 9 月末的低点；由于开年后资金面紧张局面有所缓解，银行板块短期有估值回补动力。从 3 个月来看，需关注“试点利率市场化”的进程及其影响。

本月组合：浦发、华夏、农行、光大。

表 1：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	4.26	0.37	0.47	0.56	1.93	2.33	2.66	11.56	9.12	7.63	2.21	1.83	1.60
建设银行	4.84	0.43	0.61	0.73	2.22	2.75	3.18	11.33	7.96	6.65	2.18	1.76	1.52
中国银行	3.25	0.29	0.39	0.47	1.84	2.29	2.57	11.23	8.30	6.92	1.76	1.42	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	5.67	0.53	0.67	0.80	2.91	3.92	4.43	10.61	8.51	7.09	1.95	1.45	1.28
股份制银行													
招商银行	13.19	0.85	1.26	1.58	4.30	6.25	7.44	15.61	10.50	8.35	3.07	2.11	1.77
浦发银行	13.40	0.92	1.35	1.68	4.74	8.48	9.73	14.55	9.96	8.00	2.83	1.58	1.38
民生银行	5.12	0.45	0.63	0.81	3.30	3.87	4.55	11.30	8.10	6.30	1.55	1.32	1.12
兴业银行	26.22	2.22	2.91	3.67	9.95	14.96	17.57	11.83	9.02	7.14	2.64	1.75	1.49
中信银行	5.28	0.37	0.52	0.62	2.63	3.02	3.49	14.39	10.17	8.48	2.00	1.75	1.51
光大银行	4.16	0.19	0.30	0.37	1.19	1.98	2.25	22.01	13.86	11.10	3.50	2.10	1.85
深发展 A	16.19	1.44	1.82	2.34	5.87	9.23	10.98	11.22	8.90	6.93	2.76	1.75	1.47
华夏银行	11.48	0.75	1.12	1.40	6.06	6.84	7.77	15.24	10.25	8.20	1.89	1.68	1.48
城商行													
北京银行	11.96	0.90	1.20	1.51	6.03	6.94	8.07	13.22	9.99	7.92	1.98	1.72	1.48
南京银行	10.54	0.52	0.75	0.94	4.05	6.22	6.84	20.27	13.98	11.18	2.60	1.69	1.54
宁波银行	13.35	0.51	0.88	1.16	3.38	5.47	6.22	26.42	15.16	11.48	3.95	2.44	2.14
国有行								11.57	8.74	7.16	2.12	1.61	1.42
股份制银行								14.52	10.09	8.06	2.53	1.76	1.51
城商行								19.97	13.04	10.20	2.84	1.95	1.72
A 股银行								14.62	10.22	8.18	2.46	1.75	1.52

资料来源：wind、光大证券研究所

分析师介绍

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。

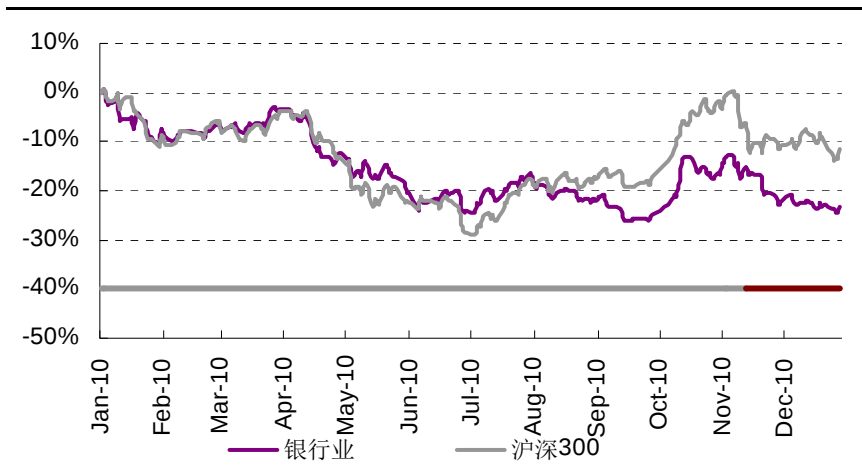
分析师声明

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
2010-11-14	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
2010-12-19	买入
2010-12-26	买入
2010-12-30	买入
2011-01-03	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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。