

银行 II

相对收益仍将延续

投资要点

2011 年 1 月银行股跑赢大盘。截至 1 月 28 日，申万银行指数涨 0.61%，沪深 300 指数跌 2.93%，银行板块相对涨幅 3.54%。申万银行指数跑赢中小板指数 10.97 个百分点，跑赢创业板指数 10.87 个百分点。过去一年以来，银行板块有 5 个月份跑赢大盘，2010 年 5 月跑赢的幅度最大，4.49%，今年一月份是第二高相对涨幅。

银行板块跑赢大盘原因主要有两点。一是在通胀带来的紧缩预期下高市盈率个股承受更大压力，普遍出现下跌。二是银行板块估值偏低而抗跌。银行股 2011 年动态市盈率仅 7 倍，既是市场中市盈率最低的板块，同时与银行股自身相比也是历史底部区域，因此下跌空间小，表现相对抗跌。

2011 年 1 月商业银行信贷平稳增长，净息差小幅提升，资产质量保持良好，业绩继续处在环比增长状态中。银行股能够走出强于大盘的走势，估值低是一方面原因，良好的基本面也是重要的支撑因素。

预判 2 月份，通胀压力未见缓解，货币政策紧缩预期仍将产生压制作用，银行股的防御功能获得更多市场投资者的认可，因而相对收益仍将延续。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：王荣
Tel: 021-50589863
Email: wangrong@hczq.com

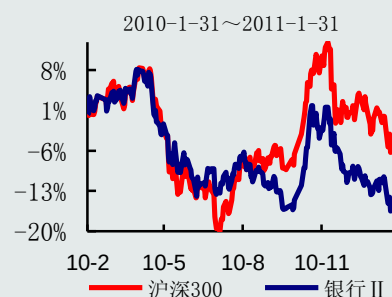
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
招商银行	推荐
宁波银行	推荐
兴业银行	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



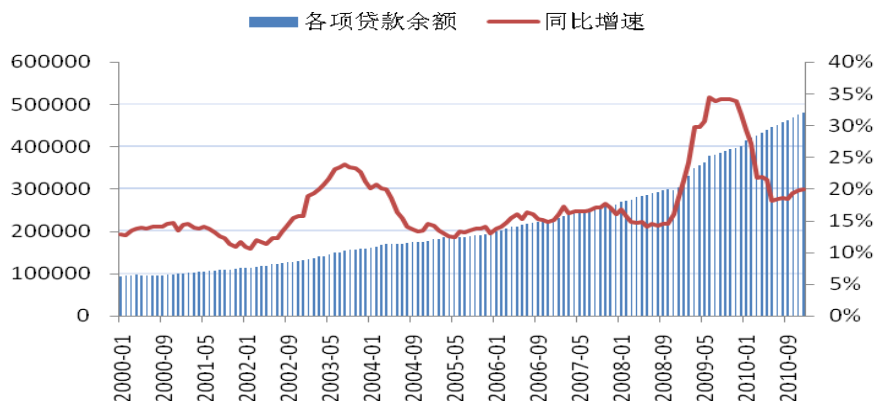
资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、基本面之一，贷款平稳增长，符合市场预期

2010 年度盈利资产规模增长是业绩增长的最大推动因素，预计银行股全年净利润增长 33.6%。12 月新增人民币贷款 4807 亿元，与市场预期基本相符。由于固定资产投资新开工项目维持在较高增长水平，贷款的需求旺盛，从 10 月份开始，信贷增速超过预定的 18%。12 月末，信贷实际增速为 19.90%，超出年初计划值 2 个百分点。因为信贷规模增速的超预期，银行 2010 年净利润增速也会略微超预期，但幅度不大，多增 1%-2% 之间。我们预计 2010 年银行股净利润整体增长幅度为 33.6%。

图表 1 贷款增速符合市场预期

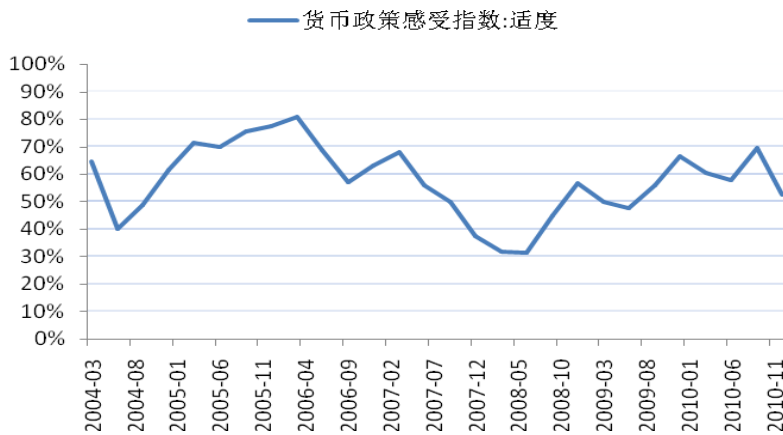


资料来源: Wind

2010 年度贷款挤占 2011 年度额度使信贷市场偏紧。2010 年度新增贷款总规模基本控制适当。但在四季度时间段里，实体经济已经开始表现出因为贷款规模受到控制导致资金紧张的迹象，这些贷款需求被延缓到 2011 年度才能够得以释放。此外，信托理财产品转回商业银行资产负债表内也将挤占 2011 年信贷额度，而监管机构 2011 年度计划投放的额度还少于 2010 年，在此情况下贷款资金供给与需求在 2011 年很难达到平衡，可能一直保持整体偏紧的态势。

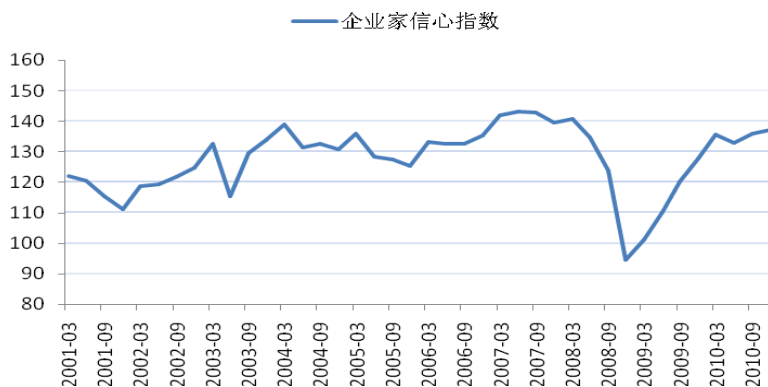
贷款规模短期内还会冲高。2011 年 1 月，年初集中投放信贷的惯性思维模式继续推高信贷规模，我们预计在新增贷款量在 1 万亿元左右。央行新推出的差额准备金管理办法在经过适应后会进入实际操作阶段，同时 1 月超高的信贷量很有可能招致监管机构启动窗口指导等其他调控手段，1 月单月新增信贷投放将成为全年最高量。

图表 2 贷款新增数量不能满足需求



资料来源: Wind

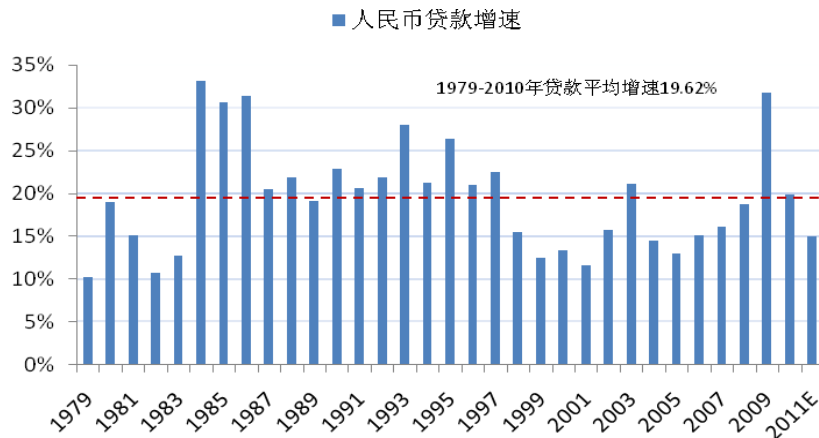
图表 3 企业家信心指数回升



资料来源: Wind

信贷增速“GDP+CPI”模式固定化。2010年末,央行推出信贷调控新模式---差别存款准备金率制度。差别准备金率调控方式的核心,是将信贷总量增速控制在与“GDP+CPI”增速同步的基础上。这个标准作为经验在过去几年间我们一直在用,除了2009年为应对危机采用非常规刺激手段,这次以制度的形式固定下来。尽管在总量层面上变化不大,但在具体管理方式上,新制度比之以前的贷款额度切块模式进步很多,各家银行可以根据自身的经营指标(主要是资本充足率)确定相应的贷款增速,更加科学和透明。

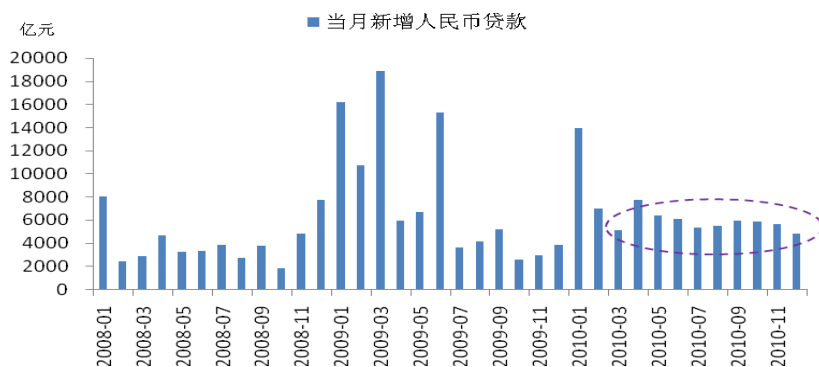
图表 4 贷款增速被调减



资料来源: Wind、华创证券研究所

年度内信贷投放节奏趋于平稳。2010 年初银监会提出“3: 3: 2: 2”的信贷投放节奏目标, 在一月份信贷投放冲高后, 监管机构动用差别存款准备金手段进行调控, 均衡放贷目标在剩余时间段里执行情况较好, 各季度和月份的投放节奏比较平稳。今后央行开始采用差别存款准备金率制度对信贷投放进行调控, 理论上讲, 在此制度控制下年度内各季度和月份之间的信贷投放自然均衡而平稳, 也不再需要监管机构下达信贷投放季度目标。

图表 5 月度间贷款投放越来越平稳



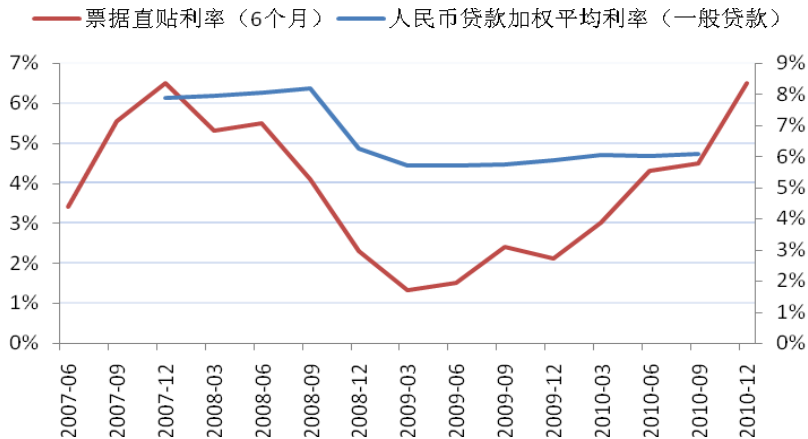
资料来源: Wind

二、基本面之二，净息差扩大

在存款准备金率连续提高的驱动下，流动性日益紧张，利率水平被持续推高。民间票据贴现利率是银行贷款的指示器，其快速走高预示着商业银行贷款利率同样是在快速爬升的状态中。此外，贷款规模的相对稀缺也使得银行能够不断压缩住房按揭贷款利率的打折幅度。

贷款议价能力提升。在央行没有升息的情况下，商业银行提高贷款利率表现在浮动比例的变化上。宏观经济增速回升背景下，贷款需求旺盛，推动贷款利率上浮和基准的比例走高，而贷款利率下浮比例持续减少。

图表 6 票据贴现利率和贷款利率上行



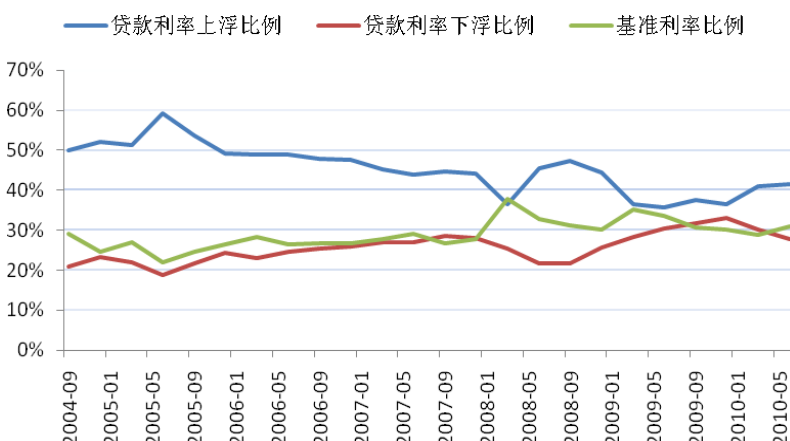
资料来源: Wind

图表 7 贷款需求旺盛



资料来源: Wind

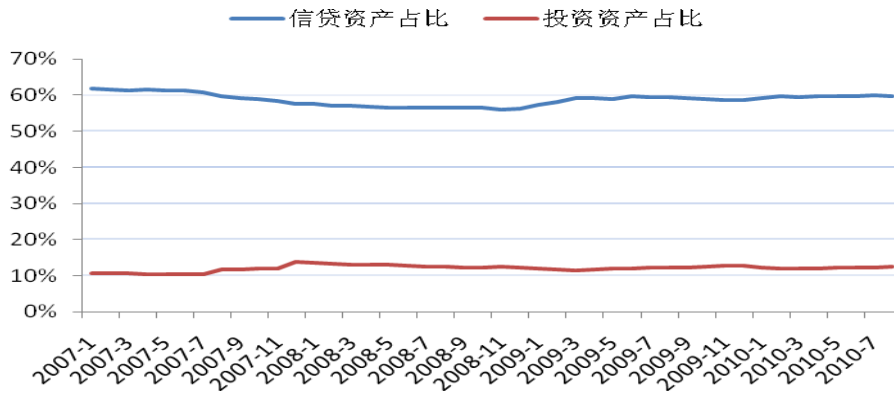
图表 8 贷款利率上浮比例增加



资料来源: Wind

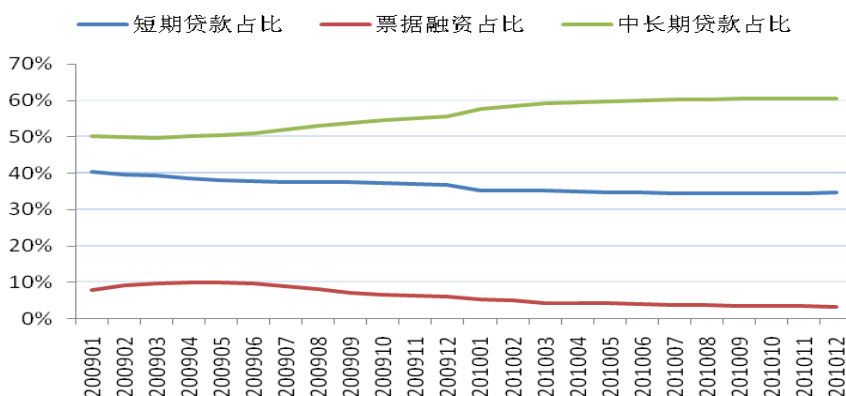
银行盈利资产结构保持稳定。商业银行大类资产运用和配置方面，信贷类资产占比保持在 60%的水平，投资类资产占比保持在 12%的水平。在信贷资产内部，中长期贷款的占比维持上升趋势，而短期贷款和票据融资的比重则持续下降。这对商业银行净息差的扩大有正面刺激作用。

图表 9 金融机构资产结构相对稳定



资料来源: Wind

图表 10 中长期贷款占比上升



资料来源: Wind

金融资产收益率上升。受到通胀预期的压力，金融市场资金利率水平不断抬升。银行间市场拆借利率、回购利率以及债券收益率水平同步上扬。而存款准备金率上调的累计影响，加上春节前各家银行提高备付率的季节性因素，更是使得银行间市场上 1-21 天的短期利率大幅上升。金融市场利率水平的上升，有利于提高商业银行净息差水平。

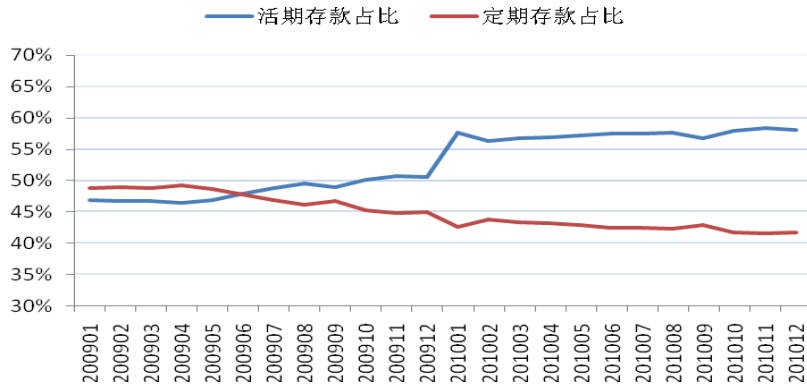
图表 11 国债收益率上行



资料来源: Wind

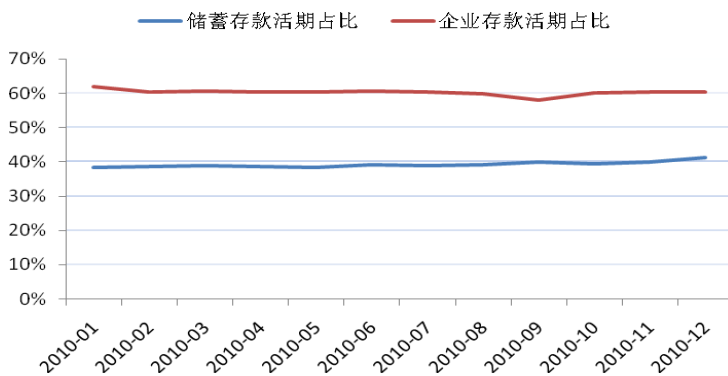
存款结构稳定，活期存款占比维持高位。通胀水平高企的情况下，存款进入负利率状态，定期储蓄存款作为大类金融资产配置的吸引力下降，因此储蓄存款中活期占比能够维持在 40% 的高位。在企业存款方面，由于贷款规模受到严格控制，企业的资金需求旺盛，企业定期存款占比无法得到提升，其活期占比维持在 60% 的高水平。

图表 12 活期存款占比维持高位



资料来源: Wind

图表 13 活期存款需求大



资料来源: Wind、华创证券研究所

三、市场表现，跑赢大盘

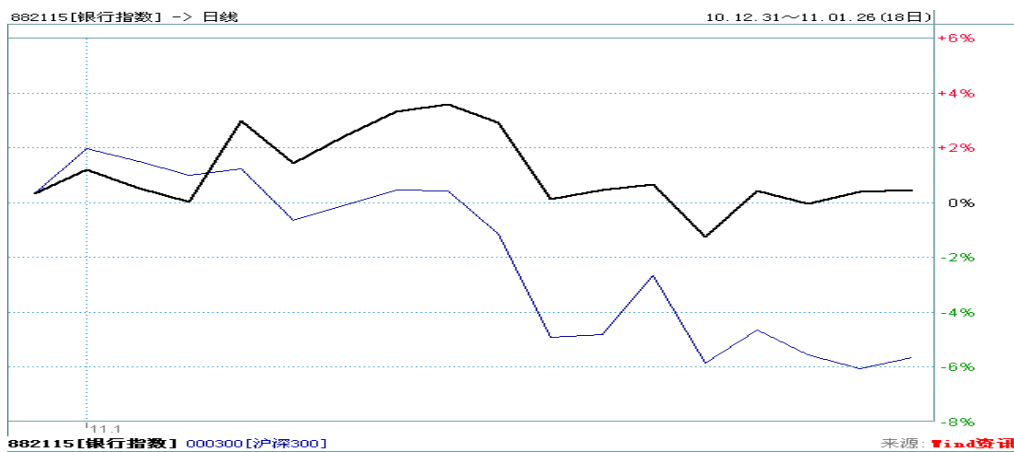
一月份时间段里，银行板块走势强于大盘，跌幅小于沪深 300 指数而获得相对收益。申万银行指数跑赢中小板指数 10.97 个百分点，跑赢创业板指数 10.87 个百分点。12 月下半月以来，央行控制通胀带来的紧缩预期开始主导市场行情。紧缩预期下，高市盈率股票承受压力，估值水平回落。银行股由于估值水平已经偏低，下跌空间被封闭。

展望 2011 年，我们认为银行板块整体业绩增长在 25% 左右，当前股价对应动态市盈率在 7-8 倍，动态市净率在 1.3-1.4 倍，投资的安全边际非常高。即使在流动性缩减条件下，银行股反而受到市场防御性需求增加的影响而获得增量资金进入。

今后一段时间内，通胀压力有效缓解的可能性不大，货币政策会配合控制通胀预期而保持高压态势，在市场紧缩预期没有转变真正之前，银行股将持续能够获取相对收益。

个股方面，推荐招商银行、宁波银行和兴业银行，前两个是基于净息差反弹较快的选择，兴业银行则是基于股价弹性大的选择。

图表 14、银行股跑赢大盘



资料来源: Wind

图表 15、银行股与大盘比较

时间	申万银行指数涨幅	沪深 300 指数涨幅	银行指数跑赢幅度
2010 年 1 月	-10.65%	-10.39%	-0.26%
2010 年 2 月	1.70%	2.42%	-0.72%
2010 年 3 月	4.06%	1.95%	2.12%
2010 年 4 月	-8.53%	-8.32%	-0.21%
2010 年 5 月	-5.10%	-9.59%	4.49%
2010 年 6 月	-6.58%	-7.58%	1.00%
2010 年 7 月	8.42%	11.93%	-3.51%
2010 年 8 月	-5.88%	1.20%	-7.08%
2010 年 9 月	-2.87%	1.12%	-3.98%
2010 年 10 月	9.36%	15.14%	-5.78%
2010 年 11 月	-6.26%	-7.19%	0.93%
2010 年 12 月	-0.55%	-0.28%	-0.27%
2011 年 1 月	0.61%	-2.93%	3.54%

资料来源: Wind

注: 2011 年 1 月数据截止 1 月 28 日

附录：推荐公司估值

行名	评级	PE				PB				P/PPoP			
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
招商银行	推荐	13.18	9.74	7.99	6.41	2.58	1.95	1.63	1.36	9.44	6.63	5.33	4.31
兴业银行	推荐	9.50	8.25	6.62	5.34	2.12	1.68	1.43	1.20	7.27	5.80	4.72	3.82
宁波银行	推荐	20.72	13.97	11.52	9.43	3.08	2.11	1.84	1.59	13.84	10.43	8.57	7.00
浦发银行	推荐	7.70	9.92	8.10	6.64	1.62	1.49	1.33	1.18	5.38	6.38	5.22	4.29
行名	股价	EPS				BVPS				PPoPPS			
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
招商银行	12.52	0.95	1.29	1.57	1.95	4.85	6.40	7.66	9.22	1.33	1.89	2.35	2.90
兴业银行	25.26	2.66	3.06	3.81	4.73	11.92	15.01	17.68	20.99	3.48	4.36	5.35	6.61
宁波银行	12.02	0.58	0.86	1.04	1.28	3.90	5.69	6.53	7.55	0.87	1.15	1.40	1.72
浦发银行	12.48	1.62	1.26	1.54	1.88	7.70	8.39	9.40	10.61	2.32	1.95	2.39	2.91
行名	目标价	ROAE				ROAA				净利润增长			
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
招商银行	15.68	21.17%	22.38%	22.05%	22.86%	1.00%	1.21%	1.22%	1.31%	-13.5%	52.07%	22.00%	24.49%
兴业银行	34.32	24.54%	24.94%	23.01%	24.00%	1.13%	1.13%	1.19%	1.29%	16.66%	38.26%	24.60%	24.13%
宁波银行	15.65	15.81%	19.63%	17.07%	17.94%	1.10%	1.34%	1.31%	1.32%	9.38%	74.26%	21.24%	22.19%
浦发银行	15.42	25.86%	21.50%	17.46%	18.59%	0.90%	0.98%	1.03%	1.10%	5.60%	36.55%	22.56%	21.91%

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801