

2011-02-13

银行

维持

买入

节后资金紧张局面缓解，银行股短期偏防御

◇ 银行业周报（2010.02.07-2011.02.13）

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 上涨 1.42%，银行板块上涨 0.29%，跑输大盘。中小银行以流通市值加权上涨 0.09%。以周五收盘价计算，行业 10/11 年 PE 分别为 10.0 倍/8.0 倍，10 年 PB 为 1.7 倍。

◆ 本周行业焦点

1. 资金利率节后继续回落，资金紧张局面明显缓解。央票发行重启，回笼功能或将恢复。继节前两个交易日货币市场资金利率大幅回落，春节后资金利率如期继续回落，目前 1 天/7 天回购利率均在 3% 以内。3 个月央票重启后，一二级市场利差缩窄至 42bp，随着资金紧张压力进一步缓解，央行无需或仅需调整一次发行利率即可与二级市场接轨，公开市场回笼效果即将显现。本月和下月公开市场到期资金分别为 4150 和 6670 亿元，公开市场回笼力度或会加大。

2. 第三次加息非对称特征明显，对息差和业绩影响中性。我们的看法：（1）本次加息的非对称特征明显：本次加息对行业息差和利润影响中性，前三次加息的累积影响仍偏正面。（2）加息符合预期并凸显通胀压力；短期内采用公开市场回笼和差额准备金工具的可能性较大，减弱普调准备金预期，有助于缓解银行流动性压力。（3）仍需观察多次加息对地产市场影响；（4）货币政策收紧环境下，低估值银行股仍有防御价值。

3. 大中型银行通过控股保险、信托搭建综合金融平台的尝试不断。目前大中型银行通过控股保险、信托搭建综合金融平台的尝试不断。银行业过去“做大规模吃息差”旧盈利模式的不可持续性是制约银行股估值提升的关键因素之一。类似的收购兼并是银行着眼长远的战略布局，而短期内，银保和银信的深层次协同效应尚难体现。这是受目前监管环境制约的，而现有合作方式不需通过控股亦能实现。

4. 据媒体报道，春节后央行对部分中小银行（主要是城商行）实施了差别准备金率。我们认为：（1）差别存款准备金动态调整工具对银行信贷投放具有较强的约束作用，尤其是对准备金实施差别化利率，将加大银行超额投放信贷的成本。（2）目前若仅针对部分信贷投放过快的中小银行实施，对行业整体影响不大。（3）预计 2011 年信贷投放节奏将更趋于平稳，但行业信贷投放的季节性特征仍难消除，上半年整体投放规模仍会明显高于下半年。

◆ 行业观点及股票组合

货币政策收紧环境下，低估值银行股仍有防御价值。2011 年，银行盈利资产增速已被迫放缓；息差因市场化利率走高和议价能力提升仍有向上动力；资产质量仍稳定，变动趋势需视宏观经济走向。看好银行股中长线绝对收益机会，但短期仍受制于通胀及政策收紧；因估值低，目前防御价值凸显。

本月组合：浦发、招行、华夏、农行

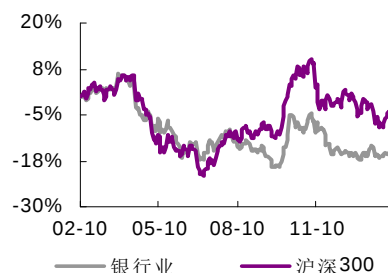
分析师：

沈维 （执业证书编号：S0930510120026）

021-22169121

shenwei@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



◆ 本周市场表现

本周沪深 300 上涨 1.42%，银行板块上涨 0.29%，跑输大盘。中小银行以流通市值加权上涨 0.09%。股份制银行表现最好，国有行表现居中，3 支城商行均小幅下跌。个股方面，涨幅居前的是华夏银行（+1.34%）、建设银行（+1.24%）、民生银行（+1.25%），跌幅居前的是北京银行（-1.27%）、宁波银行（-0.96%）、南京银行（-0.59%）。

以周五收盘价计算，行业 10/11 年 PE 分别为 10.0 倍/8.0 倍，10 年 PB 为 1.7 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10/11 年 PE 分别为 8.7/7.1 倍、9.8/7.8 倍和 12.4/9.7 倍；10 年 PB 为 1.61 倍/1.70 倍/1.86 倍。

◆ 本周行业焦点

1. 资金利率节后继续回落，央票发行地量重启，资金紧张局面明显缓解

继节前两个交易日货币市场资金利率大幅回落，春节后资金利率如期继续回落。1 天/7 天回购利率较节前分别回落 78bp/59bp，较 1 月 30 日高点大幅回落 532bp/594bp，目前 1 天/7 天回购利率均回到 3% 以内。6 个月票据直贴/转贴利率回落至 7.5% 和 6.0%。本周公开市场继续净投放 780 亿元。正回购继续暂停，周四央行重启 3 个月央票，发行利率上升 37bp 至 2.62%，发行量 10 亿元；目前一二级市场利差缩窄至 42bp，随着资金紧张压力进一步缓解，央行无需或仅需调整一次发行利率即可与二级市场接轨，公开市场回笼效果即将显现。本月和下月公开市场到期资金分别为 4150 和 6670 亿元，公开市场回笼力度或会加大。

2. 第三次加息非对称特征明显，对息差和业绩影响中性

央行宣布自 2 月 9 日起上调人民币存贷款基准利率 25bp，金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率相应调整。

我们的看法：（1）本次加息的非对称特征明显：活期存款利率由 0.36% 上调至 0.40%；除 1 年期外，其他各期限的存款利率提升幅度均高于贷款利率。本次加息对行业息差和利润影响中性：仅考虑存贷款业务的影响，静态测算本次加息使行业净息差下降 1bp 左右，对净利润影响为 -0.40%。前三次加息的累积影响仍偏正面。（2）加息符合预期并凸显通胀压力；短期内采用公开市场回笼和差额准备金工具的可能性较大，减弱普调准备金预期，有助于缓解银行流动性压力。（3）仍需观察多次加息对地产市场影响；（4）货币政策收紧环境下，低估值银行股仍有防御价值。

3. 大中型银行通过控股保险、信托搭建综合金融平台的尝试不断

目前大中型银行通过控股保险、信托搭建综合金融平台的尝试不断：兴业银行收购联华信托 51.58% 股权已于近期获银监会批复；农行拟认购嘉禾人寿保险 51% 的股权，等待监管机构批复；建行收购太平洋安泰人寿 51% 股权已获保监会批复。

银行业过去“做大规模吃息差”旧盈利模式的不可持续性是制约银行股估值提升的关键因素之一。面对资本约束加强、利率市场化的挑战，传统业务增速放缓，而作为转型方向的中小企业、零售业务、财富管理、投行咨询等新兴中间业务在规模上尚未形成重要的利润区。类似的收购兼并是银行着眼长远的战略布局，而短期内，银保和银信的深层次协同效应尚难体现，这是受目前监管环境制约的。而现有合作方式不需通过控股便能实现。

4. 据媒体报道，春节后央行对部分中小银行（主要是城商行）实施了差别准备金率

我们认为：（1）差别存款准备金动态调整工具对银行信贷投放具有较强的约束作用，尤其是对准备金实施差别化利率，将加大银行超额投放信贷的成本，或使得超常放贷变得无利可图。（2）目前若仅针对部分信贷投放过快的中小银行实施，对行业整体影响不大。（3）预计 2011 年信贷投放节奏将更趋于平稳，但行业信贷投放的季节性特征仍难消除，上半年整体投放规模仍会明显高于下半年。

◆ 行业观点及股票组合

货币政策收紧环境下，低估值银行股仍有防御价值。2011 年，银行盈利资产增速已被迫放缓；息差因市

场化利率走高和议价能力提升仍有向上动力；资产质量仍稳定，变动趋势需视宏观经济走向。看好银行股中长线绝对收益机会，但短期仍受制于通胀及政策收紧；因估值低，目前防御价值凸显。

本月组合：浦发、招行、华夏、农行。

二、行情与估值

一周股价表现：本周沪深 300 上涨 1.42%，银行板块上涨 0.29%，跑输大盘。中小银行以流通市值加权上涨 0.09%。股份制银行表现最好，国有行表现居中，3 支城商行均小幅下跌。个股方面，涨幅居前的是华夏银行（+1.34%）、建设银行（+1.24%）、民生银行（+1.25%），跌幅居前的是北京银行（-1.27%）、宁波银行（-0.96%）、南京银行（-0.59%）。（见表 1）

表 1：A 股上市银行估值表

	收盘价	换手率	股价变动(%)				A/H 股	流通股本	总股本	流通市值	总市值
		(%)	1 周	1 月	1 季	1 年	实时对价	亿股	亿股	亿元	亿元
A 股											
国有大银行											
工商银行	4.29	0.05	0.70	-1.38	-6.65	-7.55	0.89	2,622.2	3,490.1	11,249.2	14,972.5
建设银行	4.88	1.71	1.24	-0.61	-6.87	-8.91	0.87	95.9	2,500.1	468.0	12,200.5
中国银行	3.24	0.04	0.00	0.31	-4.14	-16.02	0.98	1,955.2	2,791.5	6,334.8	9,044.5
农业银行	2.61	2.02	-0.38	-1.51	-4.04	-3.33	0.85	153.4	3,247.9	400.4	8,477.0
交通银行	5.56	0.41	-0.36	-1.77	-4.30	-27.80	0.59	297.4	562.6	1,653.5	3,128.1
中小股份制银行								0.0			
招商银行	12.71	0.94	0.08	-2.61	-9.15	-13.63	0.84	176.7	215.8	2,245.9	2,742.8
浦发银行	12.75	1.61	-0.08	-2.97	-4.71	-15.67		114.8	143.5	1,463.7	1,829.6
民生银行	5.11	1.17	0.79	0.20	-3.95	-15.16	0.95	225.9	267.1	1,154.3	1,364.9
兴业银行	26.26	2.40	-0.08	0.65	1.74	-16.89		59.9	59.9	1,573.0	1,573.0
中信银行	5.21	0.14	0.58	-0.38	-5.10	-23.75		264.2	390.3	1,376.5	2,033.5
光大银行	3.88	6.57	-0.26	-2.76	-10.39	6.01		40.0	404.3	155.2	1,568.7
深发展 A	15.50	1.70	0.39	-3.06	9.83	-30.96		31.1	34.9	482.1	541.0
华夏银行	11.34	2.03	1.34	-1.82	-3.82	5.89		37.8	49.9	428.7	565.9
城商行								0.0			
南京银行	10.18	1.46	-0.59	-2.21	-6.87	-15.16		29.7	29.7	302.3	302.3
北京银行	11.62	1.20	-1.27	-2.52	-7.85	-25.87		62.3	62.3	723.9	723.9
宁波银行	12.39	2.13	-0.96	-6.35	-4.69	-17.38		24.7	28.8	306.0	356.8
银行业	2104.49		0.29	-1.26	-5.60	-13.52					
沪深 300	3120.96		1.42	0.94	-5.19	-4.01					

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 10/11 年 PE 分别为 10.0 倍/8.0 倍，10 年 PB 为 1.7 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10/11 年 PE 分别为 8.7/7.1 倍、9.8/7.8 倍和 12.4/9.7 倍；10 年 PB 为 1.61 倍/1.70 倍/1.86 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													
国有大银行													
工商银行	4.29	0.37	0.47	0.56	1.93	2.33	2.66	11.64	9.19	7.69	2.22	1.84	1.61
建设银行	4.88	0.43	0.61	0.73	2.22	2.75	3.18	11.43	8.03	6.70	2.20	1.77	1.53
中国银行	3.24	0.29	0.39	0.47	1.84	2.29	2.57	11.19	8.28	6.90	1.76	1.42	1.26
农业银行	2.61	0.20	0.27	0.35	1.06	1.63	1.84	13.04	9.72	7.48	2.47	1.60	1.42
交通银行	5.56	0.53	0.67	0.80	2.91	3.92	4.43	10.40	8.34	6.95	1.91	1.42	1.25
中小股份制银行													
招商银行	12.71	0.85	1.26	1.58	4.30	6.25	7.44	15.04	10.11	8.05	2.96	2.03	1.71
浦发银行	12.75	0.92	1.35	1.68	4.74	8.48	9.73	13.84	9.47	7.61	2.69	1.50	1.31
民生银行	5.11	0.45	0.63	0.81	3.30	3.87	4.55	11.28	8.08	6.29	1.55	1.32	1.12
兴业银行	26.26	2.22	2.91	3.67	9.95	14.96	17.57	11.85	9.03	7.15	2.64	1.76	1.49
中信银行	5.21	0.37	0.52	0.62	2.63	3.02	3.49	14.20	10.04	8.37	1.98	1.72	1.49
光大银行	3.88	0.19	0.30	0.37	1.19	1.98	2.25	20.53	12.92	10.35	3.26	1.96	1.72
深发展 A	15.50	1.44	1.82	2.34	5.87	9.23	10.98	10.74	8.52	6.63	2.64	1.68	1.41
华夏银行	11.34	0.75	1.12	1.40	6.06	6.84	7.77	15.05	10.12	8.10	1.87	1.66	1.46
城商行													
南京银行	10.18	0.52	0.75	0.94	4.05	6.22	6.84	19.58	13.50	10.80	2.51	1.64	1.49
北京银行	11.62	0.90	1.20	1.51	6.03	6.94	8.07	12.84	9.70	7.70	1.93	1.67	1.44
宁波银行	12.39	0.51	0.88	1.16	3.38	5.47	6.22	24.52	14.07	10.66	3.67	2.27	1.99
国有行								11.54	8.71	7.14	2.11	1.61	1.42
股份制银行								14.07	9.79	7.82	2.45	1.70	1.47
城商行								18.98	12.42	9.72	2.70	1.86	1.64
A 股银行								14.20	9.95	7.96	2.39	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: 6.5952, 人民币当期汇率较节前贬值 0.14% (见图 1)。

图 1: 美元兑人民币汇率

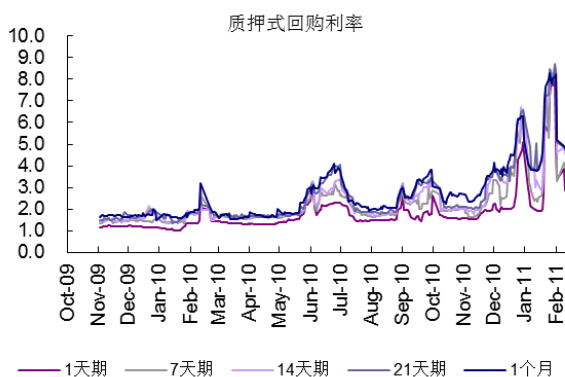


资料来源: wind、光大证券研究所

四、货币政策与银行间市场利率

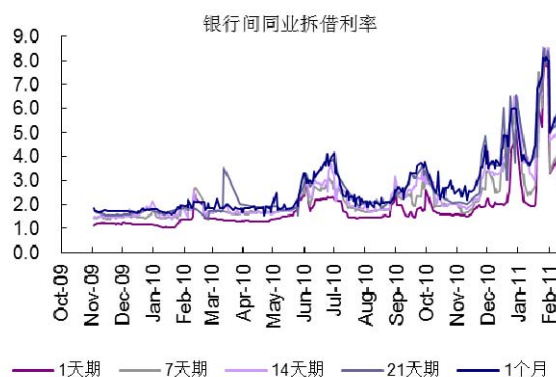
市场化利率: 节后资金紧张局面缓解, 利率明显回落。银行间同业拆借利率 1 天/7 天/14 天分别较节前回落了 72bp/73bp/48bp; SHIBOR 1 天/7 天 分别较节前回落了 75bp/73bp; 此外, 6 个月票据直贴/转帖利率回落至 7.5%和 6.0%。3 个月央票发行重启, 发行利率上升 37bp。

图 2: 质押式回购利率



资料来源: wind、光大证券研究所

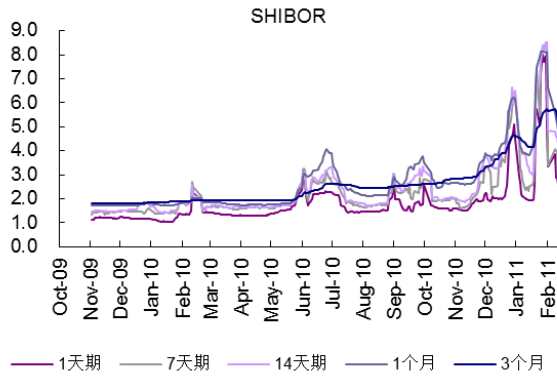
图 3: 银行间同业拆借利率



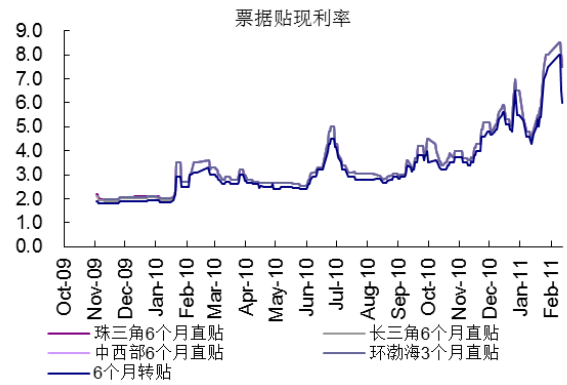
资料来源: wind、光大证券研究所

图 4: SHIBOR

图 5: 票据贴现利率



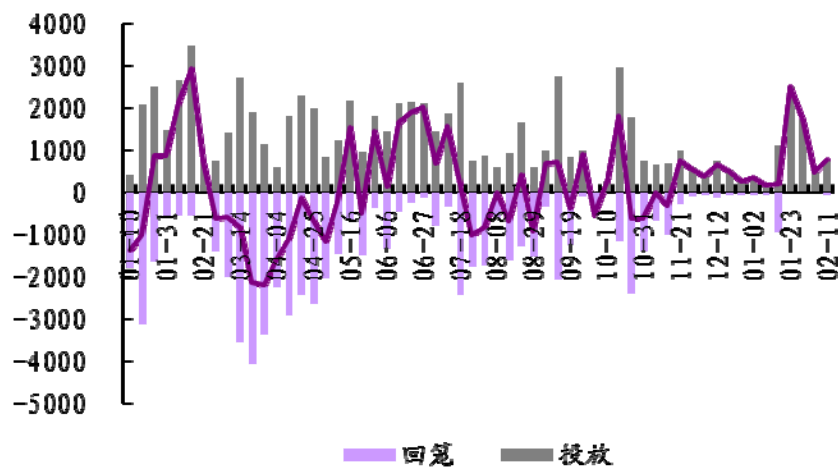
资料来源：wind、光大证券研究所



资料来源：wind、光大证券研究所

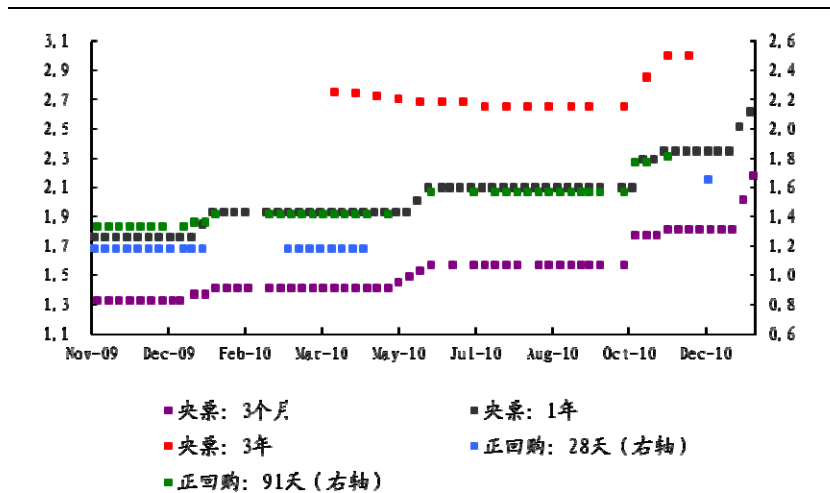
公开市场操作：本周公开市场继续净投放 780 亿元。正回购继续暂停，周四央行重启 3 个月央票，发行利率上升 37bp 至 2.62%，发行量 10 亿元；目前一二级市场利差缩窄至 42bp，随着资金紧张压力进一步缓解，央行无需或仅需调整一次发行利率即可与二级市场接轨，公开市场回笼效果即将显现。本月和下月公开市场到期资金分别为 4150 和 6670 亿元，公开市场回笼力度或会加大。（见图 6）

图 6：公开市场货币投放（亿元）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 7：央票及回购利率（%）



资料来源: wind、光大证券研究所

五、行业要闻

1. 住建部 2 月 9 日上调住房公积金存贷款利率。个人住房公积金存款利率由 0.36% 上调至 0.40%。个人住房公积金贷款利率，五年期以上由 4.30% 上调至 4.50%；五年期以下(含五年)由 3.75% 上调至 4.00%。开展利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的城市，贷款利率按照五年期以上个人住房公积金贷款利率上浮 10% 执行。
2. 据媒体透露，1 月新增信贷或达到 1.2 万亿元。
3. 国家统计局昨日公布 1 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 52.9%，低于上月 1.0 个百分点，此前公布的汇丰中国 PMI 指数为 54.5，高于上月的 54.4。
4. 据悉，央行已拟定一份征求意见稿，将编制和公布社会融资总量以及更大口径货币供应量 M3、M4。

六、公司要闻

- 深发展：** 深发展启动 65 亿混合资本债券发行程序，据媒体透露申请材料已上报银监会，预计在 2 季度发行。
- 交通银行：** 2 月 23 日召开临时股东大会审议《关于赴港发行人民币债券的议案》。根据该项发行方案，交通银行将于 2012 年底前发行总额不超过 200 亿元的人民币债券，其中 2011 年将发行不超过 100 亿元的人民币债券。
- 中国银行：** 1 月 28 日临时股东大会通过公司于 2012 年底前在香港发行规模不超过 200 亿元人民币债券的议案。
- 兴业银行：** 拟 8.52 亿元收购联华国际信托有限公司 51.18% 股权，已获银监会批复。
- 农业银行：** 拟认购嘉禾人寿保险股份有限公司新发行股份 10.36 亿股，认购金额约为人民币 25.92 亿元。本次交易完成后，公司所持股份占嘉禾人寿股份总额的 51%，成为其控股股东，尚未获得有权监管机构的批复。
- 建设银行：** 受让荷兰国际集团持有的太平洋安泰人寿 50% 的股权和中国太平洋保险持有的太平洋安泰人寿 1% 股权的申请。此次收购完成后，建设银行将以 51% 的股权控股合资寿险公司太平洋安泰人寿。改决议已经保监会同意。

分析师介绍

沈维，CFA Charter Pending Candidate，武汉大学金融学硕士，2008 年加盟光大证券任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。此前就职于毕马威华振会计师事务所金融服务部门。

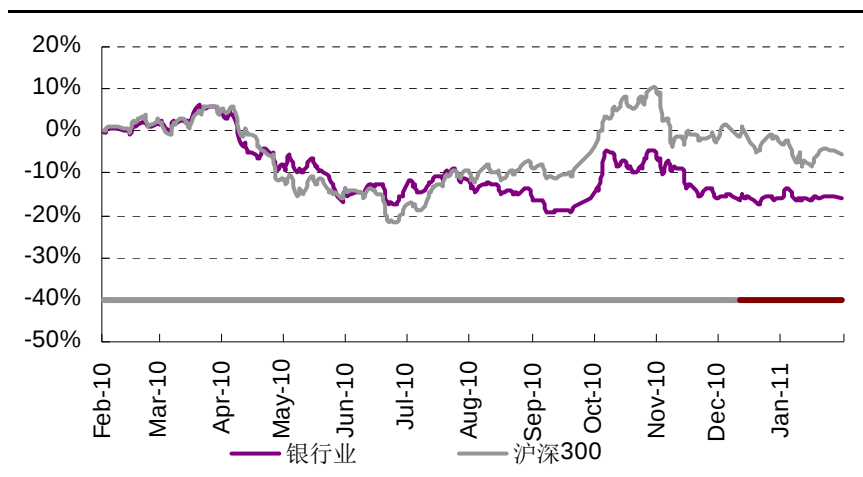
分析师声明

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
2010-12-12	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
2011-01-10	买入
2011-01-17	买入
2011-01-24	买入
2011-01-28	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	lixxy1@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。