

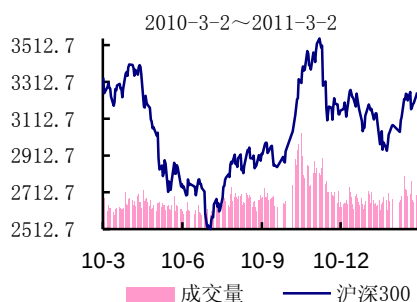
政策调控较为密集、信贷控制仍为主要标的

研究员：许国玉
执业证书编号：S0570510120060
电话：025-83290930
E-mail: njauxuguoyu@126.com
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持

银行 II

市场走势图



相关研究

- 1 《银行 II (301502): 央行年内第二次上调存款准备金率、货币政策紧缩预期增强》2011.2
- 2 《银行 II (301502): 业绩估值双轮驱动，政策调控压力犹存》2010.12
- 3 《浦发银行(600000): 业绩增长较为强劲、增发成功促进业务转型》2010.12
- 4 《银行 II (301502): 货币政策转向稳健、行业基本面较为稳定》2010.12
- 5 《银行 II (301502): 基本面较为稳定、政策调控仍具有不确定性》2010.11

投资要点:

- 货币供应量增速回落，新增信贷低于市场预期。2011 年 1 月末 M1、M2 增速分别回落至 13.6%、17.2%，分别较 2010 年年末下降 7.6 和 2.5 个百分点。这显示了货币政策回归常态化，企业活期存款出现较大幅度减少。在上调存款准备金率、实施差别存款准备金率等多项措施的作用下，1 月人民币新增贷款 1.04 万亿，低于市场预期的 1.2 万亿，这表明了央行信贷控制有所成效。
- 银行业基本面较为稳定，息差提升可期。2011 年新增信贷增速将较为平稳，银行业贷款平均余额的良好增长仍是推动业绩增长的关键因素。在 2011 年经济增长较为稳定的预期下，我们认为银行的净息差将在加息周期中受益，具体的提升幅度将根据通胀的发展以及加息的频率、方式等因素而定。2011 年经济基本面较为稳定，预计行业资产质量将保持整体稳定的态势。
- 行业监管政策调控较为密集，价格型调控工具对银行业中性偏利好，存款准备金率和动态差别准备金率调整对银行构成利空。预计 3 月份政策调控的节奏和力度将保持平稳，后续政策持续大幅收缩的空间预计有限。
- 银行业基本面较为稳定，估值具有较高的安全边际。市场普遍预期 2011 年上半年通胀压力较大，货币政策紧缩预期将压制行业估值修复进程；随着银监会相关监管政策的进一步明确，预期未来年报、季报披露行情或将成为股价较好表现的时间窗口。银行业未来估值修复可期，具备了中长期的投资价值，维持行业的“增持”评级。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
浦发银行	12.95	推荐	0.92	1.32	1.65	1.98	14.1	9.8	7.8	6.5
华夏银行	11.6	推荐	0.75	1.15	1.45	1.75	15.5	10.1	8.0	6.6
招商银行	13.1	推荐	0.85	1.18	1.47	1.75	15.4	11.1	8.9	7.5
民生银行	5.15	推荐	0.45	0.6	0.75	0.91	11.4	8.6	6.9	5.7

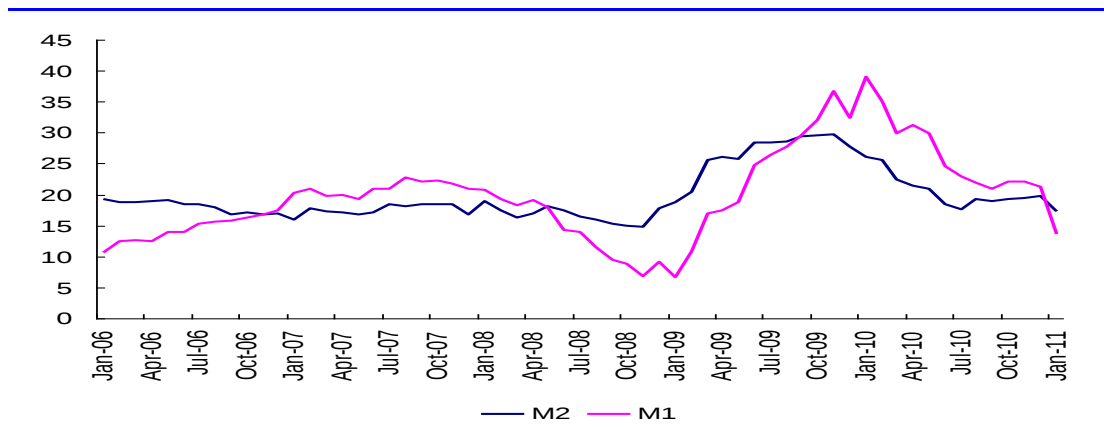
1、货币信贷：货币供应量增速回落、新增信贷低于市场预期

1.1 1月M1、M2增速快速回落

2011年1月末M1、M2增速分别回落至13.6%、17.2%，分别较2010年年末下降7.6和2.5个百分点。这显示了货币政策回归常态化，企业活期存款出现较大幅度的减少。

图1：M1、M2增速同比回落

单位：%



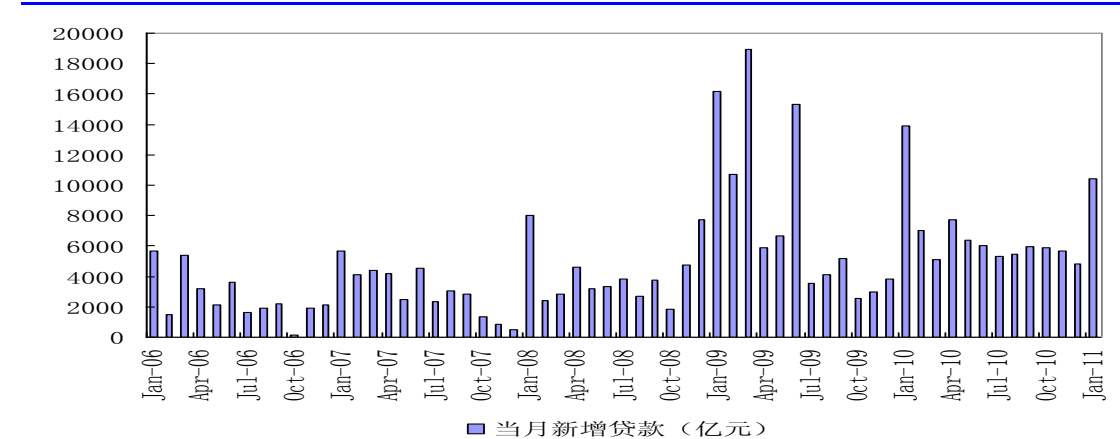
资料来源：天相、华泰证券研究所

1.2 1月份信贷控制见成效

在上调存款准备金率、实施差别存款准备金率等多项措施的作用下，1月人民币新增贷款1.04万亿，低于市场预期的1.2万亿，这表明了央行信贷控制有所成效。按照2010年第四季度货币政策执行报告，2011年货币政策回归常态的标志就是广义货币供应量增速要被控制在16%，预计全年的信贷增速也应控制在15-16%左右。考虑到货币政策的基调转向稳健，按照第一季度信贷投放占比30%的标准测算，则一季度的信贷量将达到2.2万亿左右。由于1月人民币新增贷款1.04万亿，则剩余两月的信贷量总和约为1.16万亿，按照季度内一般的投放力度和节奏，预计2月份和3月份信贷规模约为7千亿和5千亿。

图2：1月份新增信贷低于市场预期

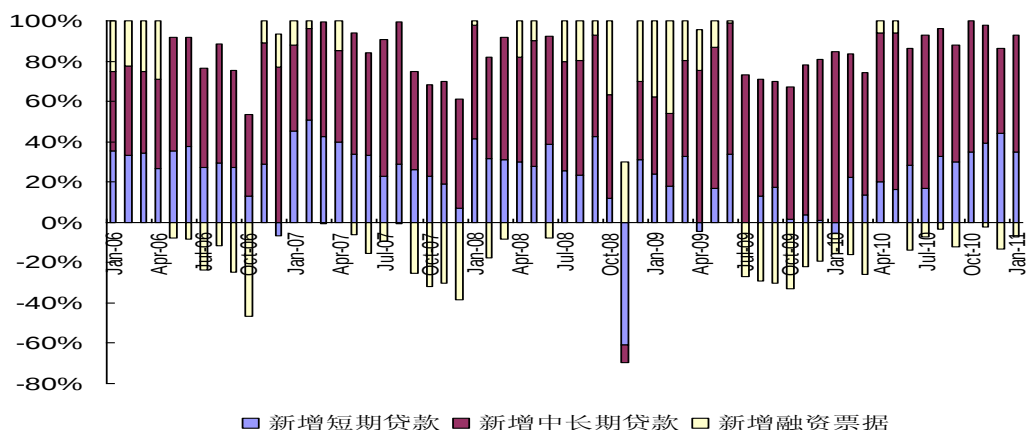
单位：亿元



资料来源：天相、华泰证券研究所

1 月份一般性人民币贷款新增 1.12 万亿，其中短期贷款继续保持快速增长，企业和居民短期贷款分别新增 2675 亿元和 1363 亿元，这显示经济的活跃程度不断增加。票据融资减少 810 亿元，这是在当前信贷额度控制环境下银行继续压缩票据融资，将信贷资源投向收益率较高的一般性贷款，这与票据利率大幅提升相一致。

图 3：新增人民币贷款结构



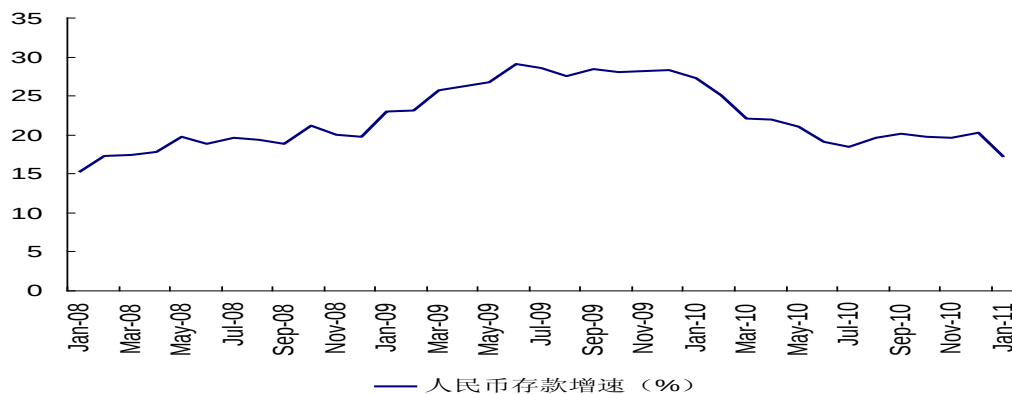
资料来源：天相、华泰证券研究所

1.3 企业存款大幅减少

2011 年 1 月末本外币存款余额 72.71 万亿，同比增长 16.9%；人民币存款余额 71.23 万亿，同比增长 17.3%。当月人民币存款减少 203 亿元，其中，住户存款增加 1.42 万亿，非金融企业存款减少 1.27 万亿，财政性存款增加 2385 亿元。企业存款和居民存款的大幅波动，一方面是春节因素的作用，即部分企业发奖金可能导致企业存款转化成居民存款；另一方面，企业存款的减少与贷款额度的紧张以及企业短期资金需求强劲有关。2011 年由于货币供给增速下降，吸存能力对于商业银行平稳经营的重要性大幅上升，吸存能力的高低将成为影响 2011 年银行业绩分化的重要因素。

图 4：人民币存款增速

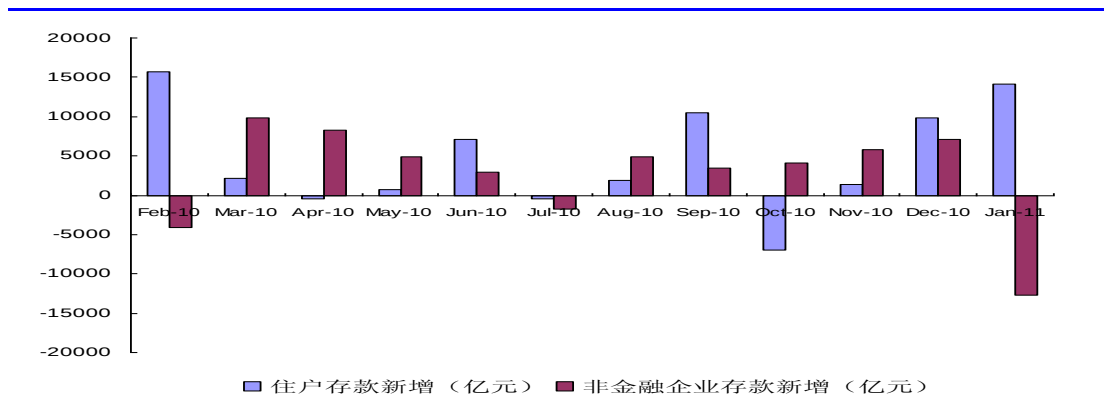
单位：%



资料来源：中国人民银行、华泰证券研究所

图 5：1 月份企业存款大幅减少

单位：亿元



资料来源：中国人民银行、华泰证券研究所

1.4 信贷控制仍将是货币政策调控的主要标的

央行在 2011 年年度工作会议上提出“保持合理的社会融资规模”后，在 2010 年第四季度货币政策执行报告中，央行对社会融资总量进行了进一步阐述。华泰证券宏观组认为，在现行体制下，银行信贷规模一定程度上还是货币政策操作的主要中介目标，银行信贷仍将是一个调控的主要标的。主要基于两点考虑：第一，目前银行信贷是社会融资总量中的一个重要组成部分，所以控制银行信贷是控制社会融资总量和总体流动性的关键。第二，除了利率变动对贷款需求的影响外，央行对信贷供给方面也有一系列的调控手段包括对银行的窗口指导，而央行对直接融资的调控手段有限。

今年货币政策的基调由适度宽松转向稳健，所谓“稳健”的货币政策，是指货币和信贷增速回归常态的货币政策。由于今年信贷规模的调控将放在社会融资总量的整体框架下来通盘考虑，央行将根据对社会融资总量以及当中的其他类别融资规模的监测和变化来动态调节新增贷款的规模和节奏。因此，随着央行货币政策工具改革的推进，差别准备金率动态调整措施的正式实施，具有正向激励作用的弹性机制将引导并激励金融机构自我保持稳健和调整信贷投放，从而使得调控手段进一步趋向市场化。可以预计，动态、弹性和市场化调控手段的进一步强化将有利于提高调控的针对性和有效性，并使得信贷投放的增长保持相对的平稳。

2、行业基本面：资产质量较为稳定、息差提升可期

2.1 资产规模：预计将符合市场预期

2010年银行业金融机构总资产同比增长19.7%，总负债同比增长19%，增长较为平稳；其中大型商业银行、股份制银行、城商行总资产增速分别为14.4%、26.1%、38.2%。据相关报道，四大行2011年计划新增贷款规模已基本确定；具体来看，工行8800亿元、建行7500亿元、农行6200亿元、中行6000亿元以上（根据资本充足率和贷存比的情况动态调整）；总体来看，四大行预计新增贷款约2.85万亿，与去年实际新增贷款规模相差较小。按照四大行全年新增贷款的规模约占整个银行业新增贷款规模的比例推断，2011年新增贷款规模在7.1万亿至8.1万亿

元之间，基本符合市场预期。我们维持年度策略对于银行新增规模的判断：2011年新增信贷增速将维持在15%左右，银行业贷款平均余额的平稳增长仍是推动业绩增长的关键因素。

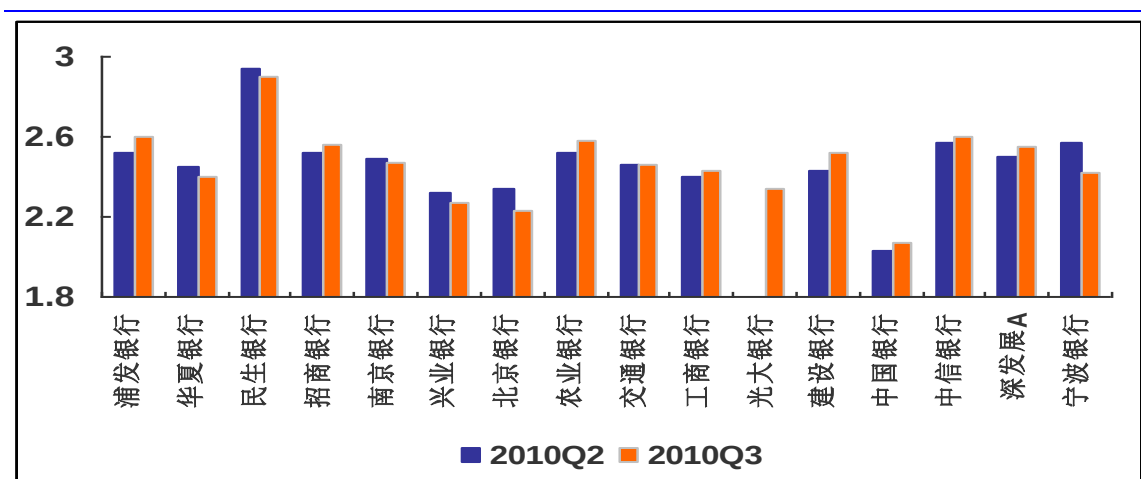
2.2 净息差：议价能力提高利于息差回升

2010 年商业银行加大了对中小企业的信贷投入，同时信贷资源的紧缺也保证了银行较高的议价能力，有利于提升净息差水平。截至 2010 年底，银行业金融机构小企业贷款余额 7.27 万亿元，占全部企业贷款的 24.1%；2010 年新增小企业贷款 1.84 万亿元，增速相比各项贷款平均增速高 10.37 个百分点。对于 2011 年中小企业信贷增长目标，由于 2011 年货币政策环境已由适度宽松转变为稳健，且信贷规模调控更趋灵活，增量不低于去年的指标较难确定，预计监管方将通过信贷引导，努力实现增速不低于全部贷款增速目标。

随着货币供应量增速的下降、信贷控制带来的市场资金面的收紧不仅提升了银行的议价能力，也有助于提升同业和债券资产收益率。从贷款利率来看，2010年12月份加权贷款利率为6.19%，较年初上升0.94个百分点，较9月份上升0.6个百分点，其中一般贷款、票据融资、个人住房贷款利率分别为6.34%、5.49%、5.34%，分别比3季度上升0.25、1.63、0.31个百分点。从利率浮动情况来看，2010年12月份执行下浮、基准利率的贷款占比分别为27.80%和29.16%，比年初分别下降5.39和1.1个百分点；执行上浮利率的贷款占比为43.04%，比年初上升6.49个百分点。我们维持年度策略报告的判断：在2011年经济增长较为稳定的预期下，我们认为银行的净息差将在加息周期中受益；但是受制于相关监管指标仍存在上调的政策预期，我们估算行业全年净息差平均上升在10BP左右。具体的提升幅度将根据通胀的发展以及加息的频率、方式等因素而定。

图 6：上市银行净息差

单位：%



资料来源：WIND、华泰证券研究所

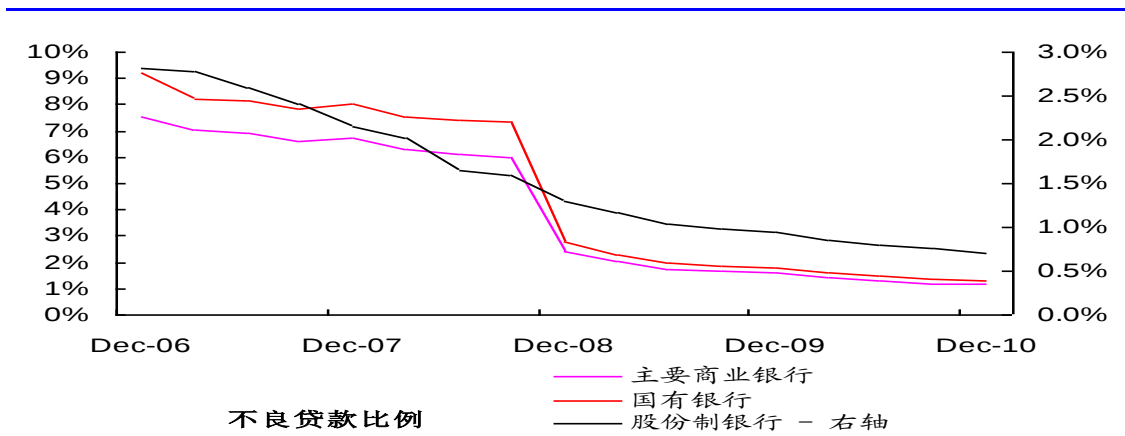
2.3 资产质量：保持较为良好的态势

2010 年商业银行整体资产质量保持较为良好的态势，不良贷款比率为 1.14%，环比下降 6BP；不良贷款余额降至 4293 亿元；次级贷款占比为 0.42%，环比下降 1BP。分机构类型来看，国有银行、股份制银行、城商行、

农村商业银行年末不良贷款比率分别为 1.31%、0.7%、0.91%和 1.95%。

市场较为关心的房地产贷款增速出现下滑，2010年末房地产贷款增速为27.5%，环比下降5.4个百分点。房地产开发贷款和购房贷款增速分别为23.9%和29.7%，环比分别下降2.72和7.6个百分点。我们维持年度策略报告的判断：2011年经济基本面较为稳定，行业资产质量将保持整体稳定的态势，最大的风险因素可能主要来自于地方融资平台贷款的相关资产以及房地产相关贷款的降级，从而导致拨备计提的增加。

图 7： 商业银行不良贷款比例



资料来源：《中国人民银行货币政策执行报告》、华泰证券研究所

3、行业监管政策： 政策调控较为密集、估值修复承压

从调控工具的使用来看，加息和上调存款准备金率都在 2 月份轮番登场，利率工具和数量型工具的交替使用使得政策调控保持了去年四季度以来的节奏和力度。经济运行环境的相对平稳是货币政策紧缩延续去年四季度以来操作节奏的基础背景，而物价压力、控制信贷投放、节后流动性的回收压力增大都是调控手段保持紧缩操作的驱动因素。根据华泰宏观组的判断，3 月份政策调控的节奏和力度预计不会像 1-2 月份那么密集，后续政策持续大幅收缩的空间预计有限，再加上两会的召开在即，政策面也需要保持一定的平稳；预计存款准备金率在近期仍存在继续上调的可能性，但一季度再次加息的可能性应该较小。

3.1 价格型调控工具：此次加息方式对银行影响中性偏利好

中国人民银行 2 月 8 日晚间宣布，自 2011 年 2 月 9 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。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。从加息方式看，一年期存、贷款基准利率上调幅度相同，均为 0.25 个百分点，保持了与前两次加息一贯的做法。但从结构看，存在与以往的两个不同之处，一是上调了活期存款利率，幅度为 0.04 个百分点。二是进一步加大了对存款利率尤其是长期存款利率的上调幅度，其中五年期存款利率上调幅度达到了 0.45 个百分点。整体来看，减小居民储蓄实际负利率以及减弱社会通胀预期仍是央行的主要考虑。

从时点看，此次加息在市场的预期之内，符合华泰证券宏观组此前“春节过后市场将进入政策的相对敏感期”

的判断和市场的预期。年初 CPI 涨幅将再度回升，通胀压力进一步加大，上调存款准备金率和加息的交替使用进一步表明，在通胀预期较强、通胀压力较大的背景下，控制物价过快上涨的货币条件将是当前稳健基调下货币政策操作的主要考虑（2011 年 1 月份 CPI 同比涨幅为 4.9%，较去年 12 月份水平回升了 0.3 个百分点，符合我们对年初物价涨幅将再度回升的判断）。从加息对商业银行的影响来看，此次加息预计将提升行业 2011 年行业净息差 1.63BP 和净利润 0.96 个百分点，股份制银行中的民生银行、招商银行和兴业银行受益程度较大。

表 1：金融机构人民币存贷款基准利率调整表

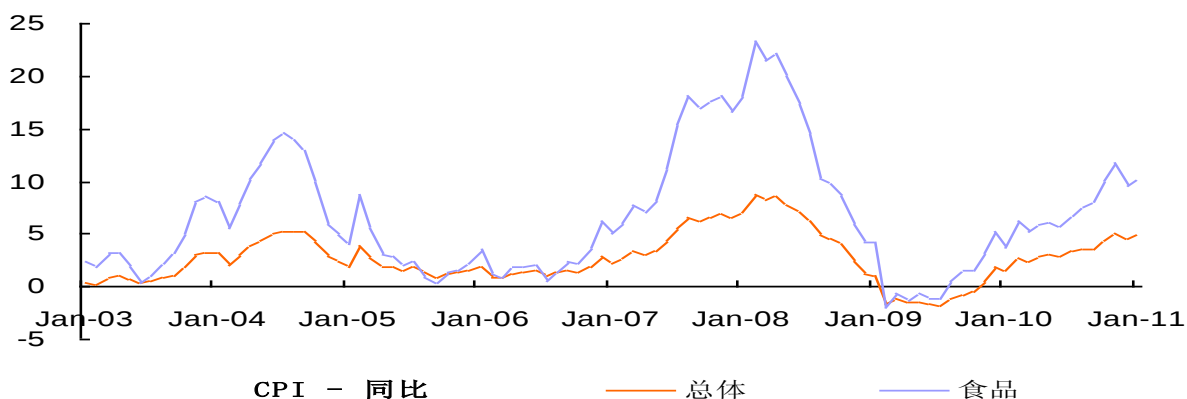
单位：%

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
一、城乡居民和单位存款			
（一）活期存款	0.36	0.40	0.04
（二）整存整取定期存款			
三个月	2.25	2.60	0.35
半年	2.50	2.80	0.30
一年	2.75	3.00	0.25
二年	3.55	3.90	0.35
三年	4.15	4.50	0.35
五年	4.55	5.00	0.45
二、各项贷款			
六个月	5.35	5.60	0.25
一年	5.81	6.06	0.25
一至三年	5.85	6.10	0.25
三至五年	6.22	6.45	0.23
五年以上	6.40	6.60	0.20

数据来源：央行网站整理。

图 8：2011 年 1 月份 CPI 低于市场预期

单位：%



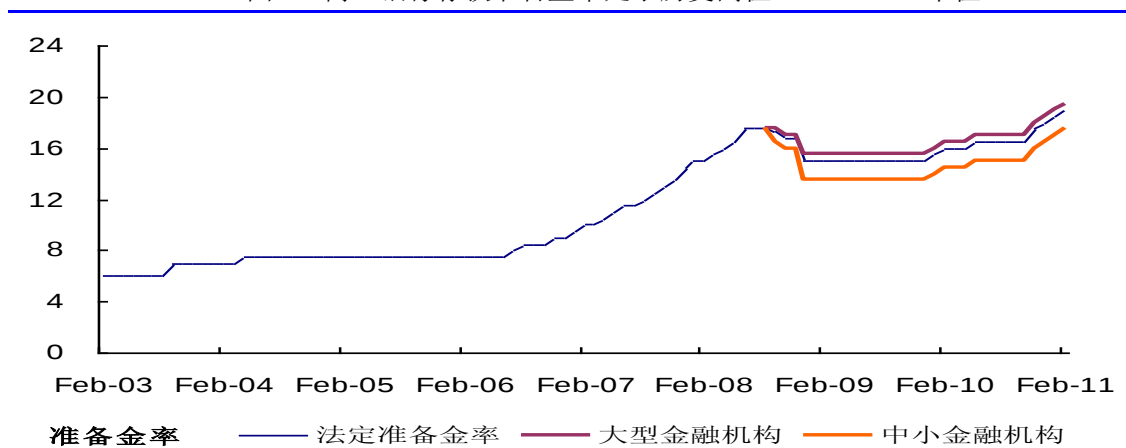
资料来源：WIND、华泰证券研究所

3.2 数量型调控工具：上调存款准备金对银行盈利构成利空

中国人民银行宣布从2月24日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。这是自去年以来央行第八次上调存款准备金率，也是年内第二次上调，这距离上次宣布上调存款准备金率仅仅36天；大型金融机构存款准备金率达到19.5%，达到历史新高。对该政策可以进行如下解读：1）央行再次上调存款准备金率，与央票集中到期、外贸顺差等因素导致流动性短时间内增加过多有关，该政策是央行管理通胀预期的重要措施。2）对银行业而言，可以回收行业流动性约3500亿，对行业盈利的负面影响约为0.5个百分点，单次使用影响较为有限。3）连续上调存款准备金率进一步强化了未来政策的紧缩预期，商业银行的流动性风险有所提高（2010年末金融机构超储率为2%。其中大型银行、中型银行、小型银行、农村信用社超储率分别为0.9%、1.8%、4.4%、7.7%，大型银行超储率环比降幅明显）。

图 9：商业银行存款准备金率处于历史高位

单位：%

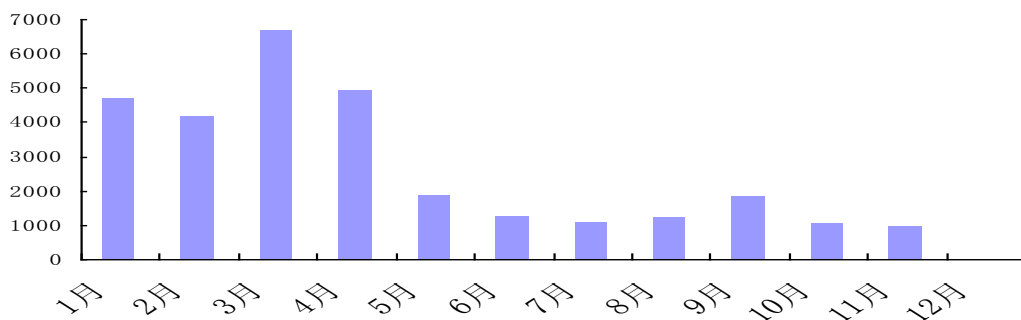


资料来源：WIND、华泰证券研究所

据相关消息，春节后央行对部分中小商业银行实施了差别存款准备金率的调控措施，这些银行主要是城市商业银行，对该政策可以进行如下解读：（1）从调控的工具选择来看，在流动性管理存在压力的背景下，这种新型调控工具走向政策前台，将一定程度上抑制银行的信贷投放；在宏观审慎的政策前提下，央行将通过差别存款准备金率以更加市场化和赏罚分明的措施引导商业银行合理控制信贷增长。（2）从调控的实际效果来看，差别准备金率体系的最终实行效果相当于行业普遍上调准备金率 1 到 2 个百分点；同时政策也将考虑一定的缓冲期，对当期盈利影响较为有限。（3）从调控的政策预期来看，此类数量型调控工具的使用进一步强化了政策调控的预期，累积效应将压制行业的估值修复进程。

图 10：今年公开市场月度到期资金规模

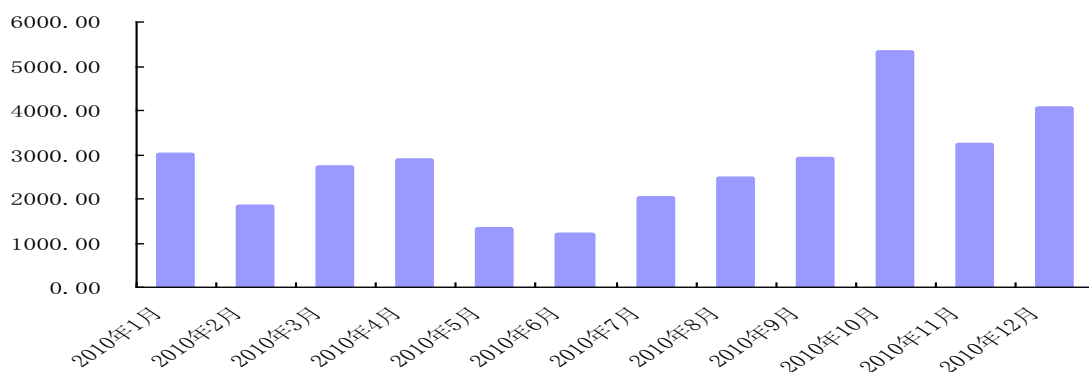
单位：亿元



资料来源：WIND、华泰证券研究所

图 11：去年外汇占款的月度规模

单位：亿元



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理

3.3 银监会监管：四大监管工具获批，新方案利好银行股

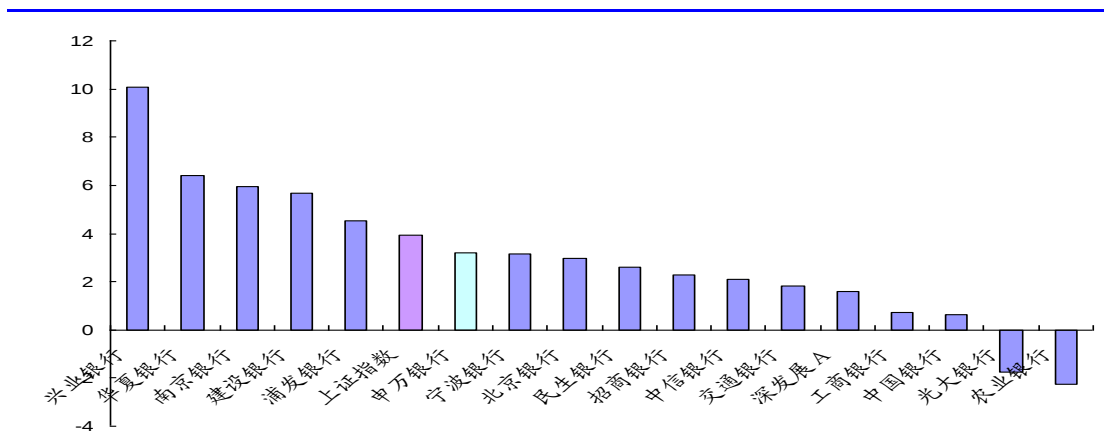
据相关报道，银监会上报的包括资本充足率、拨备率、杠杆率、流动性在内的四大监管新工具，已经获得国务院批复。资本充足率方面，最新批复的方案对核心一级资本、一级资本和总资本的最低要求分别调整为 5%、6%和 8%，较原方案有所下调；执行新标准后（逆周期缓冲资本和留存超额资本），系统重要性银行最低总资本充足率要求为 11.5%，非系统重要性银行为 10.5%。拨贷比由原方案的 2.5%调整为“原则上不低于 2.5%”；流动性指标和杠杆率等各项指标在执行时间和达标时间要求上均比原方案有所放宽。总体而言，新方案较原上报方案温和，充分考虑银行的实际情况，指标的适用范围及过渡期限有所扩大和延长，对银行板块构成利好。对银行业 2011 年净利润影响较大的拨贷比压力有所减轻，并明确对非系统重要银行作差异化安排，表明中小银行在相关经营指标获得认同的情况下可以按照低于 2.5%的标准执行拨贷比要求。系统性重要银行尚未最终确定名单，但是工、农、中、建、交五大行“可能”被划为系统重要性银行，此前市场传言的两家中小银行（包括招行）将被纳入系统重要性银行的可能性有所降低；对此类中小银行的监管指标压力短期有所减轻。

4、投资策略

2011 年以来上证指数涨幅为 3.95%，同期申万银行指数涨幅为 3.18%，收益跑输大盘。银行板块中，城商行

涨幅居前，达 4.02%，国有银行涨幅最低，为 1.31%，股份制银行涨幅为 3.47%。个股方面表现比较较为活跃的包括兴业银行（10.06%）、华夏银行（6.42%）、南京银行（5.94%）。

图 12：2011 年以来上证指数和银行板块个股涨跌幅（%）



资料来源：天相、华泰证券研究所

就银行业投资策略而言，银行业基本面较为稳定，估值具有较高的安全边际。市场普遍预期 2011 年上半年通胀压力较大，货币政策紧缩预期将压制行业估值修复进程；不过随着银监会相关监管政策的进一步明确，预期未来年报、季报披露行情或将成为股价较好表现的时间窗口。在估值优势和业绩稳定的双轮驱动下，银行业未来估值修复可期，具备了中长期的投资价值，维持行业的“增持”评级。我们看好符合资本低消耗和可持续发展、差异化经营战略的银行，建议重点关注息差弹性较大、零售业务具有先发优势的招商银行，微小企业业务有较强定价能力、具有估值优势的民生银行；此外还可关注资本金补充较为到位、未来业务转型有想象空间的华夏银行和浦发银行。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。