

银行业 2011 年日常报告

评级：增持 维持评级

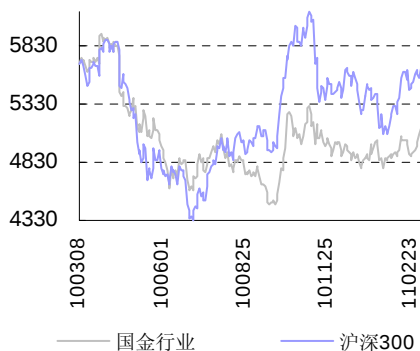
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

继续提高银行股仓位配置；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	19.67
市场优化平均市盈率	29.70
国金银行业指数	5113.02
沪深 300 指数	3270.67
上证指数	2942.31
深证成指	12893.84
中小板指数	7288.46



相关报告

1. 《常规武器,充分预期》, 2011.2.21
2. 《预期之内的加息,低于预期的加息方式》, 2011.2.9
3. 《价值逐渐获认可,紧缩压力仍然大》, 2011.1.16

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130210040007
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号: S1130210020002
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

主要观点

- 上周我们持续建议投资者提高银行股的仓位配置, 银行板块超额收益明显, 全周上涨 5.83%。我们目前依然继续建议提高银行股仓位配置。我们认为银行在 2011 年因基本面业绩增长而形成的 20-30%左右收益空间是确定的, 因预期修正而带来行业估值修复而形成的 20-30%的收益空间也属大概率事件。当前稳定的货币政策预期则为银行股估值修复行情提供了有利的环境。
- 基本面业绩增长形成 20-30%左右的确定收益空间: 当前行业 1.65x10PB 估值水平(剔除城商行)具备足够安全边际, 下跌风险有限; 2011 年行业业绩增速 20-30%确定性高。预计行业规模增速 16%左右(与 M2 一致); 息差反弹 5-10%; 成本收入比略微下降 1-2%, 带来 3-6 个百分点净利润增速; 2.5%拨贷比不会对上市银行拨备政策构成影响, 预计 2011 年拨备保持稳定; 形成行业确定 20-30%的净利润增速。
- 预期修正带来估值修复 20-30%的空间是大概率事件: 2010 年银行股估值水平下跌 26%, 主要受监管政策影响导致市场预期不明。伴随资本充足监管及拨贷比要求细则的尘埃落定, 我们认为 2011 年市场对于银行经营制度环境及净利润增速预期逐渐明朗, 银行股有望迎来估值修复。在 11.5%的资本充足监管, 2.5%拨贷比政策之下, 我们测算显示上市银行整体内生性增速为 12.12%, ROE 为 18-20%, 对应上市银行估值水平理应修复至 1.9-2.1x 水平。
- 针对 2.5%的拨贷比, 系统重要性银行要求 2011 年开始执行, 2013 年达标, 平均每年多计提 76 亿的拨备, 剔除交行, 对四大行净利润影响在 1 个百分点以内; 非系统重要性银行 2012 年开始执行, 2016 年达标, 平均每年多计提 105 亿, 对净利润影响在 6 个百分点以内。也就是说, 在经营环境和宏观经济不出现系统性风险的背景下, 上市银行依然可以保持高速增长。
- 针对新资本监管框架, 按照行业 11.5%的资本充足率, 2.5%的拨贷比假设和行业 38%的分红率假设之下, 上市银行整体内生性增速 12.12%, ROE 为 19%; 当前估值水平已处于低估水平。
- 我们认为在未来 1-2 年之内, 我国银行业经营环境并不会发生实质性变化, 利率市场化进程尚不会触及核心的一般储蓄及企业存款账户; 我们国家经济复苏的趋势脱轨和二次探底的可能性很低。
- 当前紧缩货币政策预期稳定有利于银行股估值修复: 紧缩货币政策预期稳定是指我们认为市场对于货币政策紧缩力度预期不会更强。价格手段(利率政策)方面, 我们认为 1) 当前经济形势并不存在持续加息的基础, 且从全年来看, 通货膨胀走势因翘尾因素呈前高后低趋势, 依然处于可以控制的范围; 2) 对于未来可能 1-2 次加息市场已经预期, 未来并不会对市场形成太大冲击, 且不会压制银行业绩增长。数量手段方面, 我们认为 1) 上调准备金率在整体流动性趋紧体系内持续改善背景下并不隐含更多紧缩信号, 属于央行正常对冲流动性操作, 且已经被市场所预期; 2) 信贷额度控制不会比当前更紧, 反而存在信贷投放节奏, 投放结构以及对中小企业信贷优惠政策方面放松的可能。

投资建议

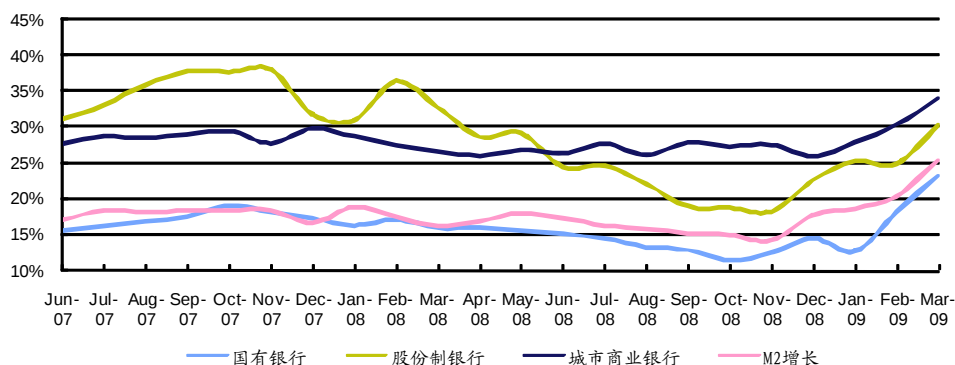
- 继续建议提高银行股仓位配置, 稳定货币政策预期及一季报高增长提升银行股估值修复行情持续性。推荐组合“招行, 宁波, 深发展, 中信”

2011 年业绩确定增长 20-30%之间

规模增长与 M2 保持一致，16%

- 根据历史经验国有银行生息资产扩张速度与 M2 增速相当，而城商行与股份制银行生息资产规模增速高于国有银行。保守起见，我们假设上市银行整体规模增速与 M2 保持一致，为 16%。

图表1：上市银行规模增长与 M2 增长

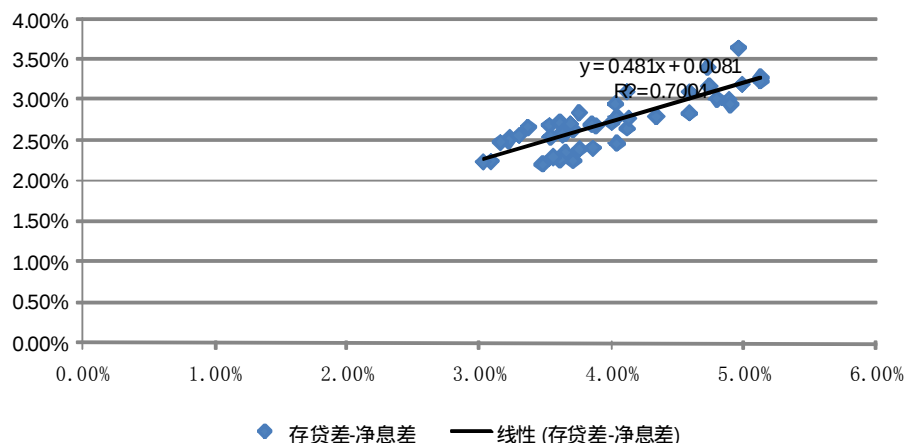


来源：国金证券研究所

息差反弹 5-10%

- 根据历史数据分析，我国上市银行净息差与存贷差线性相关方程为 $0.481x+0.0081$ ，对净息差波动的解释度为 70%。
- 根据 2010 年 4 季度以来 3 次加息结构分析，我们测算 2011 年存贷款基准利率差扩大 39BP。
- 根据相关性方程测算，净息差提升 19BP，提升幅度 7.55%(2010 年净息差 2.5%)。
- 需要指出，由于我们仅能进行存贷款静态测算，因而无法考虑诸如信贷市场供需情况，同业市场利率变动情况等动态因素对于净息差的影响。我们认为净息差提升 5-10%的幅度假设是较为安全的。

图表2：存贷差与净息差相关性分析



来源：国金证券研究所

图表3：三次加息累积扩大存贷差 39BP

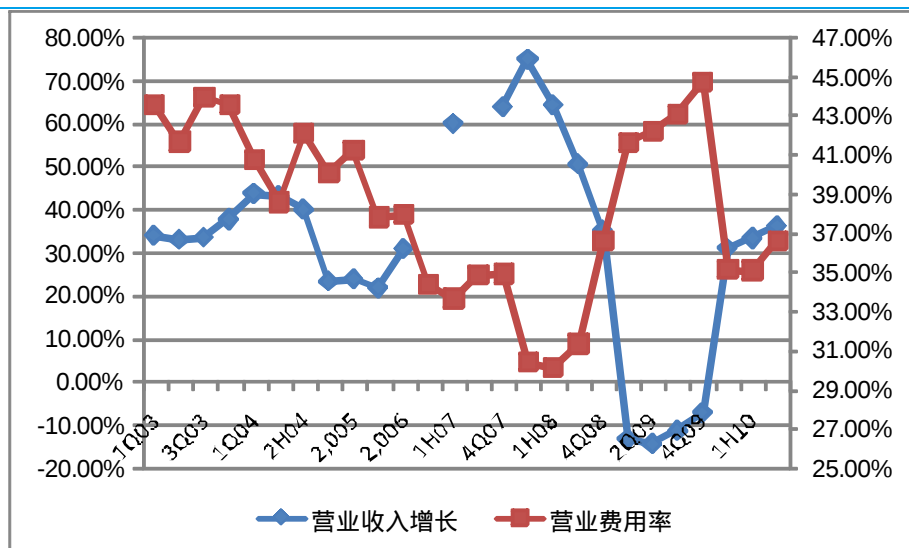
	存款				贷款			
	活期	一年内	1-5年	5年以上存款	一年内	1-5年	5年以上	
占比	43.00%	50.95%	5.54%	0.51%	0.4853	0.2865	0.1141	
三次加息累积上调	0.04	0.82	1.01	1.40	0.745	0.695	0.66	
重定价时间假设（年）	0.00	0.50	0.75	0.75	0	0	0	
累计利率上调	0.24					0.64		
存贷差扩大	0.39							

来源：国金证券研究所

成本收入比略微下降

- 由于银行营业成本中接近一半为非人工成本，具备较强的成本粘性，因而在营业收入增长过程中，成本增速慢于收入增速，成本收入比将下降。
- 我们预计 2011 年上市银行成本收入比下降 1-2 个百分点，预计将带来 3-6 个点的净利润增速。

图表4：成本具有粘性，预计 2011 年成本收入比略微下降



来源：国金证券研究所

预计信贷成本保持稳定

- 根据 2.5%拨贷比要求，系统重要性银行 2011 年执行，2013 年达标；非系统重要性银行 2012 年执行，2016 年达标，进行测算。
- 截止 2010 年 3 季度末的减值贷款准备为基础进行测算，上市银行贷款减值准备缺口为 858 亿元。系统重要性银行要求 2011 年开始执行，2013 年达标，平均每年须多计提 45.7 亿的拨备，剔除交行，对四大行净利润影响在 1 个百分点以内；非系统重要性银行 2012 年开始执行，2016 年达标，平均每年多计提 105 亿，对净利润影响在 6 个百分点以内。也就是说，在经营环境和宏观经济不出现系统性风险的背景下，上市银行依然可以保持高速增长。
- 假设上市银行新增贷款按照 2.5%计提拨备，并按照达标时间平均不足拨备缺口，那么在大行 13%贷款增速，股份制 16%贷款增速和城商行 20%贷款增速假设下，全行业信贷成本为 0.36%。而我们预计上市银行 2010 年信贷成本为 0.54%，即 2.5%的拨贷比不会对我们行业盈利预测增速构成实质影响。

图表5: 2.5%拨贷比影响测算

单位: 百万	3Q10拨备率	2010E贷款总额	拨备率缺口	拨备差额	贷款增速	新增贷款
招商银行	26,337	1,326,186	0.5%	6,818	16%	212,190
民生银行	19,188	1,048,028	0.7%	7,013	16%	167,685
浦发银行	15,765	1,143,553	1.1%	12,824	16%	182,969
华夏银行	12,197	527,972	0.2%	1,003	16%	84,476
中国银行	121,718	4,759,723			13%	618,764
建设银行	133,653	5,448,130	0.0%	2,550	13%	708,257
交通银行	40,828	2,069,458	0.5%	10,908	14%	289,724
工商银行	151,990	6,452,487	0.1%	9,322	13%	838,823
农业银行	158,802	4,880,653			13%	634,485
兴业银行	10,846	854,434	1.2%	10,514	16%	136,709
深发展	5,735	407,591	1.1%	4,455	16%	65,215
中信银行	17,127	1,188,794	1.1%	12,593	16%	190,207
光大银行	15,765	779,952	0.5%	3,734	16%	124,792
北京银行	6,049	336,382	0.7%	2,360	20%	67,276
南京银行	1,736	83,785	0.4%	359	20%	16,757
宁波银行	1,190	102,330	1.3%	1,368	20%	20,466
SUM				85,821	平均贷款增速	13.88%
			系统重要性每年	7,593	新增贷款形成信贷	0.30%
			非系统重要性每	10,507	拨备差额形成信贷	0.05%
			行业合计每年	18,100	合计信贷成本	0.36%

来源: 国金证券研究所

预期修正带来估值修复的 20-30%的空间是大概率事件

- 2010 年银行股估值水平下跌 26%，主要受监管政策影响导致市场预期不明。伴随资本充足监管及拨贷比要求细则的尘埃落定，我们认为 2011 年市场预期的明朗将带来上市银行估值修复。在 11.5%的资本充足监管，2.5%拨贷比政策之下，我们测算显示上市银行整体内生性增速为 12.12%，ROE 为 19%，因而上市银行估值水平理应修复至 1.8-1.9x 水平。
- 针对 2.5%的拨贷比，系统重要性银行要求 2011 年开始执行，2013 年达标，平均每年多计提 76 亿的拨备，剔除交行，对四大行净利润影响在 1 个百分点以内；非系统重要性银行 2012 年开始执行，2016 年达标，平均每年多计提 105 亿，对净利润影响在 6 个百分点以内。也就是说，在经营环境和宏观经济不出现系统性风险的背景下，上市银行依然可以保持高速增长。
- 针对新资本监管框架，按照行业 11.5%的资本充足率，2.5%的拨贷比假设和行业 38%的分红率假设之下，上市银行整体内生性增速 12.12%，ROE 为 19%；当前估值水平已处于低估水平。
- 我们认为在未来 1-2 年之内，我国银行业经营环境并不会发生实质性变化，利率市场化进程尚不会触及核心的一般储蓄及企业存款账户；我们国家经济复苏的趋势脱轨和二次探底。

图表6: ROE 敏感性测算

		ROE敏感性测算						
		NIM						
NIM	2.70%							
生息资产	95.00%							
非息收入占比	15.00%		2.00%	2.20%	2.40%	2.70%	2.80%	2.90%
成本收入比	40.21%	9.50%	16.10%	18.26%	20.43%	23.67%	24.75%	25.84%
拨备前	1.80%	10.00%	15.29%	17.35%	19.40%	22.49%	23.52%	24.54%
拨备/贷款	0.66%	10.50%	14.56%	16.52%	18.48%	21.42%	22.40%	23.38%
贷款占生息资产	55.00%	11.00%	13.90%	15.77%	17.64%	20.44%	21.38%	22.31%
税前利润	1.46%	CAR	11.50%	13.30%	15.09%	16.87%	19.56%	20.45%
所得税率	25.00%		12.00%	12.74%	14.46%	16.17%	18.74%	19.60%
ROA	1.10%		12.50%	12.23%	13.88%	15.52%	17.99%	18.81%
CAR	11.50%		13.00%	11.76%	13.34%	14.93%	17.30%	18.09%
CORE-CAR	8.63%		13.50%	11.33%	12.85%	14.37%	16.66%	17.42%
风险资产系数	0.65		14.00%	10.92%	12.39%	13.86%	16.06%	16.80%
杠杆	17.84		14.50%	10.55%	11.96%	13.38%	15.51%	16.22%
ROE	19.56%							
分红率假设	38%							
内生性增长	12.12%							

来源: 国金证券研究所

当前紧缩货币政策预期稳定有利于银行股估值修复

- 紧缩货币政策预期稳定是指我们认为市场对于货币政策紧缩力度预期不会更强。
- 价格手段（利率政策）方面，我们认为 1）当前经济形势并不存在持续加息的基础，且从全年来看，通货膨胀走势因翘尾因素呈前高后低趋势，依然处于可以控制的范围。我们跟踪到中小企业的融资成本已经快速上升，如不控制在合理水平，那么必将扼杀我们国家的经济复苏。例如某银行新推出的针对小企业的存抵贷产品，小企业年资金成本率将高达 12%，又例如民间高达 20% 的民间拆借利率，更有甚者，我们了解到部分地区中小企业为扩大再生产，短期无法从银行拿到信贷，只能以年利率 60% 的成本进拆借短期资金，然后再用银行低成本资金进行替换。2）对于未来可能 1-2 次加息已经有所预期，未来并不会对市场形成太大冲击，且不会对银行 2011 年业绩增长构成压制。
- 数量手段方面，我们认为 1）上调准备金率并不隐含更多紧缩信号，属于央行正常对冲流动性操作，且已经被市场所预期。我们面临的流动性局面整体经济流动性太紧，银行体系流动性持续改善；原因剔除央票到期因素外，另一个原因就是人民币跨境贸易结算带来的变化。由于人民币跨境贸易结算主要集中在东南亚国家，而我们对这些国家多为贸易逆差，形成人民币流出；我们对于欧美等发达国家的贸易顺差又以外币结算，因而形成新增外汇占款的增加，最终形成基础货币供应增加。商业银行体系受存贷比限制，受资本充足限制和贷款额度限制无法进行贷款投放，这种基础货币供给的增加无法派生成为整体经济流动性供给。因为形成了体系内流动性改善，整体经济流动性日益趋紧的态势。这种背景下准备金率上调并不隐含更多的紧缩信号。
- 2）信贷额度控制不会比当前更紧，反而存在信贷投放节奏，投放结构以及对中小企业信贷优惠政策方面的放松。因为从我们跟踪情况显示，当前信贷供求已经极为不平衡，确实存在放松当前管得过死，过紧的信贷投放的需求。但这种放松只是微调，更可能是结构上，而不是信贷总量上，融资渠道具备放宽的可能，例如季度月度间节奏调整，例如对中小企业贷款优惠调整，银行创新信贷产品等。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室