

相对收益初现，估值修复可期

民生精品---动态研究报告/银行业

2011 年 03 月 08 日

报告摘要:

● 息差快速上升超预期

加息和贷款规模控制大幅提高了银行的净息差水平，与 2010 年 12 月相比，国有大型商业银行一月份环比息差上升 5-6bps，股份制商业银行环比上升 10-20bps，息差的超预期上升通过以价补量，推高一季度银行业绩。

● 信贷规模收缩，以价补量成定局

预计全年四大行新增信贷规模在 2.8-3 万亿之间，较 2010 年略有收缩；2011 年以来，央行已对 40 多家资本充足率较低、信贷增长过快、顺周期风险隐患增大的地方金融机构实施了差别准备金要求，地方金融机构放贷冲动得到有效抑制；综上，考虑到表外资产转表内等因素的影响，2011 年新增信贷趋紧将成为不变的基调，银行议价能力的提升和加息效应的逐步体现将显著提高银行的净息差水平。

● 利率市场化负面影响被夸大

我国于 2004 年全面放开了外币存贷款利率，同年 10 月取消了贷款上浮限度，如果以此作为我国利率市场化的开始，按照美日渐进式的推进节奏，全面利率市场化仍需十年。利率市场化的目的并不在于压缩商业银行的利润，亦非削减商业银行的盈利能力，而是在于能够更加有效地将资金进行配置，提高资金的利用效率。利率市场化并非简单的存款利率上行、贷款利率下行的过程。商业银行利率的快速下降将直接影响到货币政策执行、社会投资和居民消费增长，乃至金融体系稳定。

● 综合化经营等业务范围的拓展足以弥补银行业净利息收入的下降

利率市场化的一个可能的和可行的结果为：

商业银行的存贷利差有所降低，中性假设下息差下降 30bps，减少银行净利息收入 12-15%；综合化经营范围逐步拓展，债券市场规模迅速扩大，保险、债券承销、信托、租赁等非息业务的增长在提高飞信业务收入比例的同时，弥补利息收入下降的不利影响。

● 紧缩见底，银行估值修复正当时

本轮紧缩政策的主要着力点在于抑制通胀。根据上述分析，全年 CPI 高点已经过去，通胀将呈现出两阶段回落的态势。由此，政策的紧缩程度也已经见底。作为通胀的趋势性指标和货币政策的目标之一，CPI 环比下降将有助于缓解政策紧缩预期，风险溢价回落有助于推动银行板块估值中枢的整体上移。

其一，短期内突出了银行板块高安全边际的优势，相对收益可期；

其二，CPI 环比回落将推动银行业估值修复行情的展开；

其三，质量的增长重于数量的增长，低资本消耗，综合化、专业化将成为银行业二次转型的看点。

民生证券研究所

分析师：李锋

执业证书编号：S0100210070004

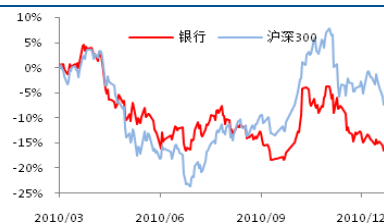
联系人：李少君（行业专家）

电话：(8610)85127819

Email: lishaojun@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年行业与沪深 300 走势比较



相关研究

1. 《资本消耗现发展隐忧，二次升级成未来看点》2010.12.9

2. 《二次升级领跑行业，风险因素从容应对——工商银行（601398）深度研究报告》2011.1.4

3. 《估值空间明朗，安全边际明确——华夏银行（600015）深度研究报告》2011.2.17

一、息差快速上升，以价补量业绩超预期

加息和贷款规模控制大幅提高了银行的净息差水平，与 2010 年 12 月相比，国有大型商业银行一月份环比息差上升 5-6bps，股份制商业银行环比上升 10-20bps，息差的超预期上升通过以价补量，推高一季度银行业绩。

1、加息贡献净息差 10bps

2010 年 10 月以来，经历了三次非对称加息，贷款基准利率普遍上调 70bps 左右。商业银行对公贷款普遍按照季度重新定价，对公存量贷款中已经重新定价的比例已经超过 40%，与 10 年四季度相比，该部分对银行一季度净息差的贡献约 10bps。

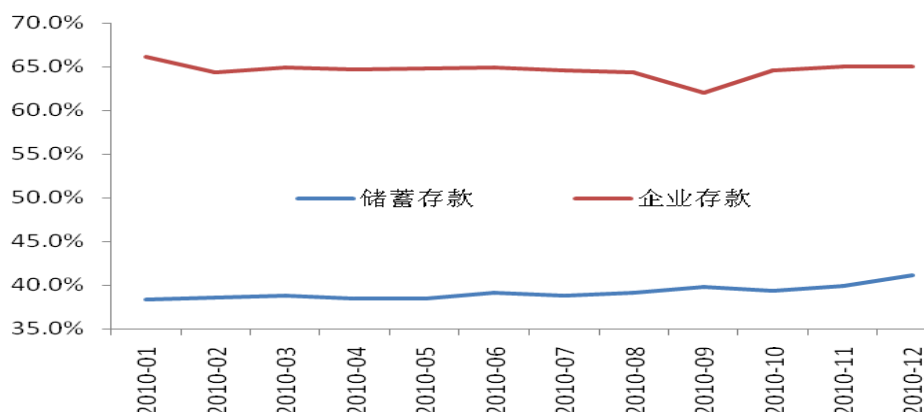
2、议价能力提高贡献净息差 3bps

2011 年信贷节奏调控力度加强，银行议价能力有所提升，贷款利率下浮的幅度和比重双降，利率上浮的贷款比重提高。与 10 年四季度相比，该因素对银行一季度净息差的贡献约 3bps。

3、存款活化延续，成本上升有限

伴随着 CPI 在高位徘徊，存款的活化现象延续。三次加息仅上调活期存款基准利率 4bps，锁定了银行付息负债成本的上升空间。

图 1：存款活化延续



资料来源：公司网站，民生证券研究所

4、信贷规模收缩，以价补量成定局

大行和小行的放贷冲动和对监管政策的贯彻程度有所不同，我们将影响全年新增信贷规模的不确定性因素划分为两类：

其一：四大行信贷投放规模

其二：股份制商业银行与地方金融机构投放规模

逐一分析上述因素：

预计全年四大行新增信贷规模在 2.8-3 万亿之间，较 2010 年略有收缩；

2011 年以来，央行已对 40 多家资本充足率较低、信贷增长过快、顺周期风险隐患增大的

地方金融机构实施了差别准备金要求，地方金融机构放贷冲动得到有效抑制；

综上，考虑到表外资产转表内等因素的影响，2011 年新增信贷趋紧将成为不变的基调，银行议价能力的提升和加息效应的逐步体现将显著提高银行的净息差水平。

二、利率市场化负面影响被夸大

1、由长到短，由贷到存

综合考察美国、日本、韩国等国家的利率市场化进程，一个普遍的规律是利率市场化的产品品种均为从长期限产品开始，逐步向短期限产品推进；由贷款端产品开始，向存款端产品推进。

从具体的产品来看，利率市场化的继续推进或将从大额定期存单开始，同时可考虑将贷款利率的上下限逐步放开。

2、把握节奏，利率市场化仍需十年

美国的利率市场化从放松 Q 条例开始，从 1973 年 5 月取消 10 万美元以上、期限长于 90 天的可转让存单的利率限制，基本完成于 1986 年 3 月所有存款限制的取消，历时 13 年。

日本的利率市场化从 1979 年开始发行自由利率的大额可转让存单，加速于 1984 年的《金融市场化与日元国际化的现状及展望》，基本完成于 1994 年放开对活期存款的利率水平，历时 15 年。

与美日等采用渐进式的利率市场化改革节奏相比，阿根廷、乌拉圭、智利等国家的激进式改革忽视了利率市场化改革所需的宏观经济环境、相关配套改革、财税法制环境等必要条件，改革成本巨大。

我国于 2004 年全面放开了外币存贷款利率，同年 10 月取消了贷款上浮限度，如果以此作为我国利率市场化的开始，按照美日渐进式的推进节奏，全面利率市场化仍需十年。

3、综合化经营等业务范围的拓展足以弥补银行业净利息收入的下降

利率市场化的目的并不在于压缩商业银行的利润，亦非削减商业银行的盈利能力，而是在于能够更加有效地将资金进行配置，提高资金的利用效率。

利率市场化并非简单的存款利率上行、贷款利率下行的过程。商业银行利率的快速下降将直接影响到货币政策执行、社会投资和居民消费增长，乃至金融体系稳定。

由此看来，利率市场化的一个可能的和可行的结果为：

商业银行的存贷利差有所降低，中性假设下息差下降 30bps，减少银行净利息收入 12-15%；

综合化经营范围逐步拓展，债券市场规模迅速扩大，保险、债券承销、信托、租赁等非息业务的增长在提高飞信业务收入比例的同时，弥补利息收入下降的不利影响。

以工行为例，通过内源发展和外部整合并举，预计非息收入 5 年内率先达 30%，利息收入、投资收益和中间业务收入将达 4:3:3。

内源发展：在原有的以结算、清算及现金管理和担保承诺等相关传统中间业务的基础上，本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

上，工行加大对投资银行类、理财类业务的开展，投资银行业务年均增长超过 40%。2009 年，工商银行成立了资产管理部、贵金属业务部；2010 年，工行以金融市场部、票据中心、资产托管部和贵金属业务部分别成立了利润中心，进行独立核算。

表 1: 中间业务结构不断优化

	2010Q2	2009	2008
结算、清算及现金管理	24.44%	24.71%	27.83%
投资银行	22.19%	21.24%	17.19%
个人理财及私人银行	18.35%	20.42%	22.11%
银行卡	15.84%	15.93%	15.41%
对公理财	8.80%	7.52%	5.97%
担保及承诺	3.89%	4.06%	3.96%
资产托管	3.84%	3.75%	4.42%
代理收付及委托	1.34%	1.49%	1.62%
其他	1.32%	0.88%	1.49%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

外部整合：在大力发展投资银行业务的同时，不断探索综合化经营模式。通过工银租赁、工银瑞信、金盛保险、工商东亚等全资或控股公司逐步涉足金融租赁、基金管理、保险和投资银行业务。

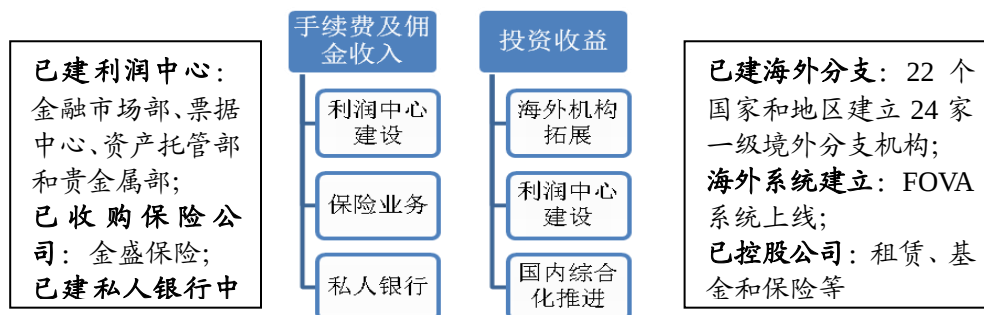
图 2: 工行综合化经营逐步推进



资料来源：公司公告，民生证券研究所

对于资产管理部、投资银行部和信用卡中心等相关非信贷部门，预计未来也将进行改革。业务条线的清晰化、纵深化发展，预计促进非息业务收入占比年均增长 2 个百分点。

图 3: 双管齐下，全面布局非息业务增长



资料来源：公司公告，民生证券研究所

三、通胀回落，紧缩见底，估值修复大幕拉开

1、通胀高点已现，CPI 两阶段回落

当前我国通胀主要表现为食品价格的结构性、阶段性上涨。2010 年 11 月，我国 CPI 同比涨幅扩大，构成 CPI 的八大类商品和服务价格中，只有交通通信和娱乐教育文化用品及服务同比涨幅回落或降幅扩大，食品、居住和衣着上涨较为明显。其中食品类价格上涨 11.7%，拉动 CPI 上涨 3.8 个百分点，贡献率是 74%。受生长周期影响，食品价格的涨跌呈现明显的季节性和周期性，从快速上涨到快速回落前后经历差不多一个生长周期。

综合考虑各方面影响，我们预测，3 月 CPI 将回落到 4.7% 左右。随着天气转暖，蛋类和蔬菜价格明显下跌，新涨价因素减弱，但 6 月受翘尾因素影响，同比涨幅会比较高。预测 2011 年二季度 CPI 小幅回落，同比涨幅为 4.7%。下半年，CPI 同比涨幅将有明显回落，通胀压力明显缓解，预测三季度 CPI 同比涨幅为 3.7%，四季度为 2.5%。上半年 CPI 上涨 4.77%，下半年 3.12%，全年为 3.94%。

2、紧缩政策接近尾声，银行估值修复正当时

本轮紧缩政策的主要着力点在于抑制通胀。根据上述分析，全年 CPI 高点已经过去，通胀将呈现出两阶段回落的态势。由此，政策的紧缩程度也已经见底。

我们维持 2011 年 2 月 23 日简评报告《相对收益与估值修复的变奏——央行调整部分金融机构动态准备金率点评》的观点：

CPI 环比下降催化估值修复。预计 CPI 的环比下降将先于同比 2-3 个月出现，作为通胀的趋势性指标和货币政策的目标之一，CPI 环比下降将有助于缓解政策紧缩预期，风险溢价回落有助于推动银行板块估值中枢的整体上移。

其一，短期内突出了银行板块高安全边际的优势，相对收益可期；

其二，CPI 环比回落将推动银行业估值修复行情的展开；

其三，质量的增长重于数量的增长，低资本消耗，综合化、专业化将成为银行业二次转型的看点。

插图目录

图 3: 存款活化延续	2
图 4: 工行综合化经营逐步推进	4
图 5: 双管齐下, 全面布局非息业务增长	4

表格目录

表 1: 中间业务结构不断优化	4
-----------------------	---

分析师简介

李锋，研究所所长。

李少君，银行业专家，中国人民大学金融学博士。曾供职于中国工商银行总行研究所，从事银行业分析两年以上，对银行业有较深入的见解和认识，2010年加入民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璿	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。