

证券研究报告—动态报告/行业快评

银行

板块上涨点评

推荐

(维持评级)

2011年3月23日

不对称利率市场化推高息差

证券分析师：邱志承 021-60875167 qiuzc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编
码：S0980510120056

证券分析师：黄飙 0755-82133476 huangbiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编
码：S0980510120061

事项：

昨日银行板块出现平均 1.5%-2.0% 的上涨。

评论：

■ 板块上涨原因在于补涨要求与息差上升导致全年业绩上调 昨日银行板块出现平均 1.5%-2.0% 的上涨，我们认为原因有两方面：一方面对于 2010 年大幅落后大盘走势后的回补（2010 年银行板块跑输 10 个百分点左右，7 月 5 日底部反弹以来银行板块仅上涨不到 5%；见表 1）；另一方面是因为 1 季度息差大幅上升可能带来全年业绩上调。

■ 当前的息差大幅快速上升原因主要前不对称的利率市场化 现在的情况是：债券和同业的利率已市场化，贷款上浮程度很大，已经脱离了法定利率的约束，也基本市场化了。目前法定利率仅仅压制存款，严重负利率对于储户利益的剥夺，带来息差的大幅上升。

中国银行业目前面临的环境与上世纪 70 年代中期的美国银行较为相似，当时通胀已经上升到 10% 以上，贷款和债券收益率明显上升，而 Q 条例使银行的存款利率不得高于 5%。这使得 1976 息差出现了 50bps 的上升，第二年继续上升了 10bps 以上，之后使出现了快速的下降。这是因为出现了大量的大额可转让存单，规避了原有 Q 条例对于存款上限的约束，存款成本随之大幅上升，银行对于储户的利息剥夺不再持续，因此息差转而回落。

■ 当前的不对称利率市场化对息差扩大短期取决于加息及方式 我们现在要判断息差的上升是否可以持续，本质上是判断负利率对于储户利益剥夺的持续性。很明显，这种利益的不公在中长期是必然结束的，因为市场自身的力量会演化出规避存款利率管制的方法，就像当年美国出现的大额可转让存单。中国存款利率也不是完全管理的，协议存款的利率就是市场化的，而且各家银行也推出了存抵贷等产品，变相提高了存款利率，未来类似的金融创新还会更多，在中长期目前的高息差不可持续，而且“脱媒”速度会明显加快。

在短期来看，影响息差的因素就是未来加息，及具体加息的方式。由于目前贷款已经明显高于法定最低利率，加息对于存款利率的影响会高于贷款，因此，加息不一定会扩大银行的息差。如果未来进行较大幅度的非对称加息，则会明显降低息差扩大的速度，但目前来看可能性不大。对于利率市场化的趋势，我们认为目前的环境和政策风向都不支持推出快速的利率市场化，因此本文的分析未列入这一因素。

■ 全年息差将继续扩大，良好 1 季报业绩预期推动股价逐步上行 我们对于息差的判断是，在大概率上全年还将

持续上升，这与 2007 年的息差上升不同，加息已经不是息差扩大的主要驱动因素，不加息反而会对储户利益有更多的剥夺，将提高银行的息差。

对于银行板块未来的走势，我们认为由于 1 季报业绩普遍较好，银行板块股价会有所表现，但在短期出现持续上涨的概率不大。从各股来看，上涨不一定取决于其息差弹性，股价弹性影响更大。从这个角度来看，兴业银行、南京银行、宁波银行相对有吸引力（见表 2 的 beta 值对比）。

表 1: 近期国内、香港及美国市场银行板块市场表现（截至 2010.3.22）

银行简称	最新收盘价 (当地货币)	总市值(亿元人 民币)	估值水平				区间股价涨跌幅		
			2010PE	2011PE	2010PB	2011PB	过去一周	过去一个月	100705 反弹以来
A 股/银行									
工商银行	4.36	15,217	9.0	7.1	1.82	1.54	2.1%	3.1%	9.4%
建设银行	4.92	12,301	9.1	7.1	1.74	1.50	1.2%	1.4%	9.3%
农业银行	2.66	8,640	8.7	6.7	1.56	1.35	1.1%	2.3%	-1.5%
中国银行	3.26	9,100	9.3	9.7	1.43	1.31	0.0%	0.6%	-1.1%
交通银行	5.56	3,128	8.3	6.8	1.47	1.25	0.4%	0.9%	-4.6%
招商银行	13.85	2,988	10.7	8.4	2.08	1.69	2.7%	8.9%	7.3%
中信银行	5.42	2,116	9.8	9.5	1.75	1.52	1.5%	3.2%	-0.1%
民生银行	5.28	1,411	8.3	6.7	1.33	1.12	1.5%	3.5%	5.0%
浦发银行	13.18	1,891	9.4	7.1	1.49	1.23	2.1%	4.2%	-3.6%
兴业银行	27.43	1,644	8.5	6.6	1.74	1.41	2.0%	7.0%	19.4%
光大银行	3.84	1,553	12.4	12.2	1.89	1.53	0.5%	0.5%	4.9%
华夏银行	12.14	606	12.5	9.4	1.45	1.27	3.9%	7.8%	10.5%
深发展 A	16.01	558	8.9	7.3	1.66	1.39	1.1%	3.5%	-8.6%
北京银行	11.78	734	10.2	7.8	1.67	1.41	1.1%	2.0%	-3.2%
南京银行	11.01	327	13.4	10.4	1.68	1.43	2.4%	7.1%	13.6%
宁波银行	13.22	381	16.6	12.3	2.32	2.01	3.0%	6.6%	16.6%
银行板块指数	2,156.5	-	9.8	8.6	1.69	1.51	1.5%	3.2%	4.6%
上证综指	2,919.1	-	-	-	-	-	0.8%	2.2%	22.5%
沪深 300	3,223.0	-	15.0	12.7	2.65	2.11	0.6%	1.9%	27.2%
中证 500	5,085.8	-	39.6	28.2	4.45	3.84	-0.9%	3.6%	41.8%

资料来源: Wind 资讯, Bloomberg, 国信证券经济研究所

表 2: A 股指数与银行板块 BETA 值对比

BETA	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
上证指数	0.95	1.02	0.99	1.01	0.98	0.84	0.88	0.89	0.90
中证 100		1.00	1.00	0.96	0.93	0.96	0.98	0.97	1.01
沪深 300	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
沪深 300 金融	1.30	1.16	1.01	1.09	0.85	1.03	1.09	1.08	1.02
万得银行	1.28	1.23	0.92	1.00	0.67	0.85	0.98	0.89	0.78
银行平均	1.26	1.24	0.95	1.02	0.78	0.80	0.93	0.88	0.92
工商银行					1.25	0.49	0.65	0.62	0.70
建设银行						0.59	0.78	0.73	0.67
农业银行									0.84
中国银行					1.18	0.48	0.69	0.64	0.58
交通银行						0.50	0.82	1.00	0.97
大型银行					1.20	0.49	0.74	0.75	0.73
招商银行	1.69	1.17	0.76	0.90	0.52	0.93	1.09	1.03	0.97
中信银行						0.68	0.83	0.77	1.09
民生银行	1.06	1.34	1.11	0.94	0.61	0.81	1.02	0.95	0.79
浦发银行	1.04	1.18	0.92	1.01	1.14	1.01	1.24	1.07	0.96
兴业银行						0.94	1.16	1.04	1.27
光大银行									2.17
华夏银行		0.76	1.04	0.86	0.69	0.91	1.08	0.99	0.96
深发展	1.42	1.32	0.92	1.39	0.56	1.19	1.18	1.02	0.90
中型银行	1.21	1.24	0.95	1.02	0.70	0.96	1.09	0.98	0.98
北京银行						0.57	0.83	0.83	1.03
南京银行						0.55	0.85	0.76	1.11
宁波银行						0.66	0.87	0.91	1.25
小型银行						0.66	0.85	0.83	1.13

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 3: 上市银行盈利预测及估值表 (截至 2011.3.22)

公司代码	公司名称	股价 (人民币)	P/E(X)				P/B(X)				P/PPoP(X)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
601398	工商银行	4.36	11.2	9.0	7.1	6.0	2.16	1.82	1.54	1.31	7.6	6.4	4.9	4.0
601939	建设银行	4.92	10.7	9.1	7.1	5.9	2.07	1.74	1.50	1.30	7.0	6.3	4.9	4.0
601288	农业银行	2.66	10.6	8.7	6.7	5.7	2.02	1.56	1.35	1.17	6.0	5.7	4.3	3.6
601988	中国银行	3.26	10.2	9.3	9.7	8.2	1.61	1.43	1.31	1.16	6.5	6.1	5.8	4.7
601328	交通银行	5.56	9.1	8.3	6.8	5.5	1.66	1.47	1.25	1.06	5.6	5.2	4.2	3.4
600036	招商银行	13.85	14.6	10.7	8.4	6.5	2.86	2.08	1.69	1.37	10.4	7.7	5.5	4.3
601998	中信银行	5.42	14.6	9.8	9.5	7.8	2.06	1.75	1.52	1.30	9.7	6.3	5.8	5.0
600016	民生银行	5.28	9.8	8.3	6.7	5.5	1.34	1.33	1.12	0.94	5.6	5.2	3.9	3.3
600000	浦发银行	13.18	8.8	9.4	7.1	6.0	1.71	1.49	1.23	1.02	5.7	6.2	4.8	3.8
601166	兴业银行	27.43	10.3	8.5	6.6	5.7	2.30	1.74	1.41	1.16	7.7	6.1	4.4	3.8
601818	光大银行	3.84	16.7	12.4	12.2	10.9	2.67	1.89	1.53	1.37	10.1	7.8	7.6	6.7
600015	华夏银行	12.14	16.2	12.5	9.4	7.7	2.00	1.45	1.27	1.11	7.4	6.7	5.0	4.2
000001	深发展	16.01	9.9	8.9	7.3	6.1	2.43	1.66	1.39	1.16	6.4	5.9	4.7	3.9
601169	北京银行	11.78	13.1	10.2	7.8	6.3	1.95	1.67	1.41	1.18	9.3	7.3	5.1	4.0
601009	南京银行	11.01	13.1	13.4	10.4	7.9	1.68	1.68	1.43	1.22	9.2	9.9	7.1	5.4
002142	宁波银行	13.22	22.8	16.6	12.3	10.5	3.39	2.32	2.01	1.75	15.2	11.8	8.8	7.0
公司代码	公司名称	评级	EPS (元)				BVPS (元)				PPoPPS (元)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
601398	工商银行	推荐	0.39	0.48	0.64	0.78	2.02	2.39	2.85	3.39	0.57	0.68	0.92	1.15
601939	建设银行	推荐	0.46	0.54	0.72	0.89	2.38	2.83	3.30	3.87	0.70	0.78	1.05	1.30
601288	农业银行	中性	0.25	0.31	0.42	0.51	1.32	1.70	2.00	2.34	0.44	0.47	0.65	0.80
601988	中国银行	中性	0.32	0.35	0.37	0.47	2.03	2.28	2.53	2.90	0.50	0.54	0.61	0.79
601328	交通银行	谨慎推荐	0.61	0.67	0.87	1.11	3.34	3.79	4.49	5.37	1.00	1.08	1.40	1.78
600036	招商银行	推荐	0.95	1.29	1.65	2.16	4.85	6.65	8.19	10.18	1.33	1.81	2.53	3.25
601998	中信银行	中性	0.37	0.55	0.62	0.79	2.63	3.10	3.62	4.33	0.56	0.87	1.01	1.22
600016	民生银行	推荐	0.54	0.63	0.83	1.06	3.95	3.96	4.77	5.74	0.94	1.02	1.42	1.72
600000	浦发银行	推荐	1.50	1.40	2.10	2.58	7.70	8.87	10.97	13.55	2.32	2.13	3.09	4.01
601166	兴业银行	谨慎推荐	2.66	3.22	4.30	5.14	11.92	15.79	19.61	24.11	3.55	4.51	6.41	7.70
601818	光大银行	中性	0.23	0.31	0.34	0.40	1.44	2.04	2.53	2.88	0.38	0.49	0.54	0.64
600015	华夏银行	推荐	0.75	0.98	1.26	1.63	6.06	8.39	9.50	10.94	1.64	1.80	2.39	2.96
000001	深发展	中性	1.62	1.80	2.46	3.20	6.59	9.62	11.81	14.64	2.50	2.72	3.78	4.86
601169	北京银行	谨慎推荐	0.90	1.16	1.58	2.05	6.03	7.05	8.46	10.27	1.26	1.63	2.42	3.22
601009	南京银行	谨慎推荐	0.84	0.82	1.10	1.47	6.55	6.57	7.76	9.19	1.20	1.11	1.61	2.15
002142	宁波银行	中性	0.58	0.80	1.11	1.39	3.90	5.69	6.60	7.71	0.87	1.12	1.54	2.05
公司代码	公司名称	目标价	RoAE (%)				RoAA (%)				净利润增长 (%)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
601398	工商银行	5.30	20.3	22.7	24.5	25.1	1.17	1.31	1.51	1.62	17.5	29.7	32.7	23.0
601939	建设银行	5.90	20.8	22.2	23.6	24.9	1.20	1.32	1.52	1.65	15.3	28.1	33.0	23.8
601288	农业银行	2.30	20.5	23.2	23.0	23.8	0.82	1.02	1.18	1.25	26.3	53.5	36.9	21.4
601988	中国银行	2.90	15.7	16.6	14.9	16.8	1.01	1.02	0.97	1.13	27.2	21.6	7.1	29.5
601328	交通银行	6.60	19.4	19.6	21.0	22.4	0.96	1.03	1.13	1.26	5.8	25.9	28.8	27.8
600036	招商银行	15.30	21.4	22.3	22.4	23.6	0.97	1.19	1.29	1.42	-12.9	49.3	28.4	30.6
601998	中信银行	4.70	13.6	18.7	18.7	19.6	1.01	1.14	1.27	1.39	10.1	48.6	36.7	27.9
600016	民生银行	6.40	18.9	17.0	19.1	20.4	0.94	1.03	1.17	1.28	53.5	36.5	38.4	34.3
600000	浦发银行	15.20	24.8	23.5	21.3	21.2	0.86	1.09	1.32	1.31	5.6	51.6	50.6	22.8
601166	兴业银行	28.50	24.6	24.8	24.3	23.6	1.12	1.18	1.29	1.33	16.7	45.4	33.4	19.7
601818	光大银行	3.50	18.8	20.5	15.9	14.7	0.75	0.93	1.02	1.02	4.5	64.4	37.2	17.3
600015	华夏银行	13.60	13.2	17.9	14.1	16.0	0.47	0.71	0.76	0.85	22.4	77.6	28.9	30.0
000001	深发展	14.90	27.6	22.7	22.4	23.5	0.94	0.97	1.09	1.21	719.3	24.9	36.6	29.7

601169	北京银行	13.80	15.8	17.7	20.5	21.9	1.19	1.15	1.22	1.25	4.0	28.4	36.0	29.5
601009	南京银行	11.40	13.2	17.1	15.2	17.2	1.22	1.34	1.37	1.41	6.1	58.8	32.9	34.0
002142	宁波银行	11.20	15.8	20.1	18.1	19.5	1.10	1.14	1.21	1.22	9.4	61.3	38.8	25.6

数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。