

银行业 2011 年二季度投资策略

——把握业绩增长带来的估值恢复期

行业/银行业

优于大势

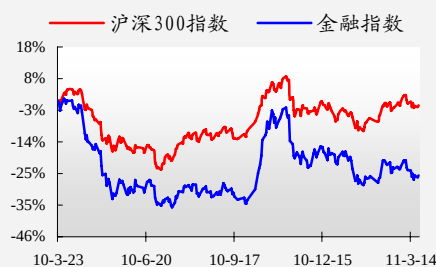
维持评级

发布时间：2011 年 3 月 24 日

投资要点：

- 2011 年 1 季度，在央行信贷调控的背景下，货币增速明显下滑；人民币贷款月度增量受到货币政策控制，比去年同期明显减少；贷款结构中由于短期贷款增加开始逐步超过长期贷款，中长期贷款占比在 2010 年 12 月份见到高点后逐步回落，票据融资占比继续下降。
- 1-3 月央行三次全面上调存款准备金率，并且首次提出将使用差别准备金率对银行的准备金率进行动态调整，目前考虑差别准备金率的调整，工、农、建等大行的法定存款准备金率已经上升到 20.5%。
- 2011 年 2 月央行决定从 2010 年 10 月启动利率工具后第三次上调存贷款基准利率，这也是 2011 年年内首次上调存贷款基准利率。据我们初步计算，静态考虑：三次上调存贷款基准利率累计扩大银行存贷利差在 17 个基本点左右；当然如果考虑存贷款结构的动态变化，整体存贷利差扩大幅度将会减少。
- 2011 年 3 月份国务院正式批复四大监管工具，批复框架比银监会最初设定的版本明显温和，当然最终确定版本还要等待银监会的具体下发。
- 在二季度时点上，各方面博弈因素发生了变化，首先是市场最为担心的四大新监管工具国务院批复文件已经框定了基本框架，二季度可能会逐步下发正式指引，市场最为担心的政策不确定性问题已经逐步转变为确定性，其次 4 月份是银行年报和季报集中发布的季节，特别是部分银行 2011 年第一季度季报将非常靓丽，因此个人认为在监管放松和业绩驱动的情况下，4 月份可能是上市银行表现估值恢复行情的好时机。
- 我们目前预测 2010 年银行板块业绩同比增速在 26% 左右（考虑光大和农行），2011 年第一季度业绩同比增速在 22% 左右（剔除光大和农行，因为缺乏可比数据），如果加上光大和农行的话，还会更高。
- 维持优于大势评级和招商、兴业、民生和浦发的重点投资品种。

走势图



重要公司	评级
招商银行	长期推荐
浦发银行	推荐
兴业银行	谨慎推荐
民生银行	谨慎推荐
工商银行	长期推荐
建设银行	谨慎推荐
中国银行	谨慎推荐
南京银行	谨慎推荐

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000 - 274

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

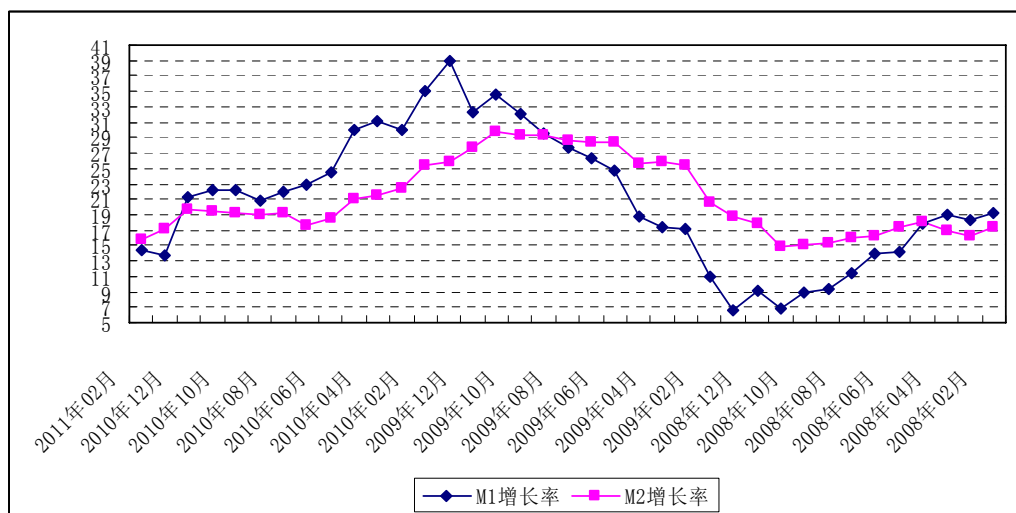
邮 编：200002

一、2011 年 1-2 月宏观金融运行情况

1.1 货币增速明显下滑

2011 年 1 月份末，广义货币(M2)余额 73.56 万亿元,同比增长 17.2%，比上年末和上年同期分别低 2.5 和 8.9 个百分点；狭义货币(M1)余额 26.31 万亿元,同比增长 13.6%，比上年末和上年同期分别低 7.6 和 25.4 个百分点。2 月末，广义货币(M2)余额 73.61 万亿元,同比增长 15.7%，比上月末和上年同期分别低 1.5 和 9.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 25.91 万亿元,同比增长 14.5%，比上月末高 0.9 个百分点，比上年同期低 20.5 个百分点。具体见表 1:

表 1: 货币增速一览表



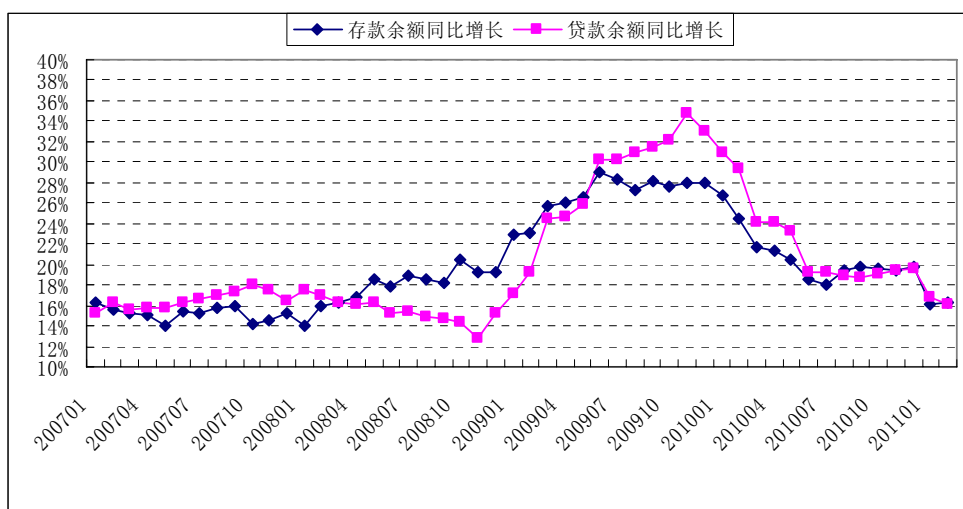
资料来源：中国人民银行

1.2 人民币贷款月度增量受到货币政策控制，比去年同期明显减少。

据银行人士表示，央行内部指引要求各行 1 月新增贷款额度不能超过全年目标总量的 12%，从最终的结果看，可以看出 1 月份下半月受制于央行严格的管理，大部分银行都放慢了信贷投放节奏，最终新增人民币贷款 1.04 万亿元，从同比的情况看，2010 年 1 月，人民币贷款新增了 1.39 万亿元，其中票据融资冲回了 1809 亿元，也就是说如果考虑除了票据融资的一般性贷款，2010 年 1 月份一般贷款实质增加了 1.57 万亿元，2011 年 1 月份票据融资冲回了 810 亿元，因此实质的一般性贷款增加了 1.12 万亿元，同比实质少增加了 3500 亿元。

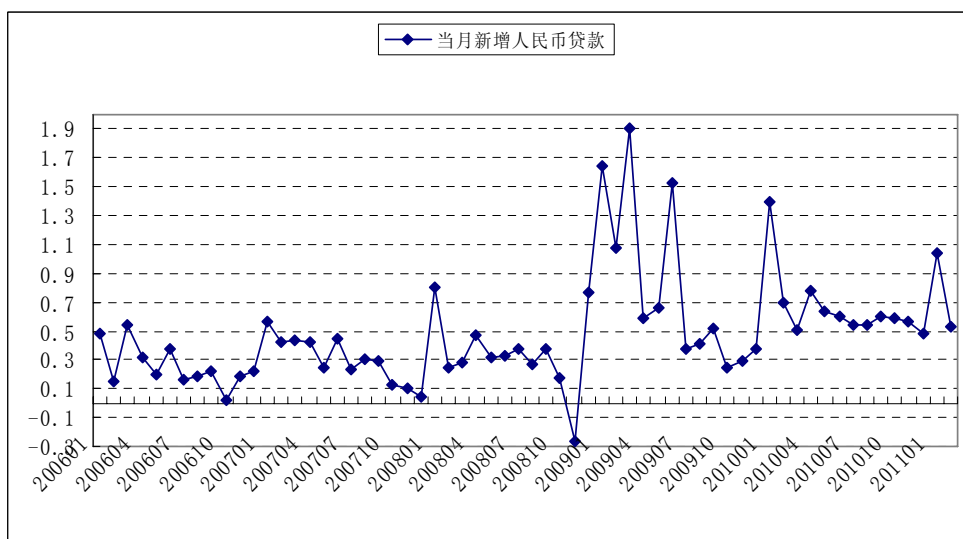
2011 年 2 月份，央行可能在信贷控制上更加严格，导致 2 月份信贷增长同比和环比都出现了明显的下滑，从同比的情况看，2010 年 2 月，人民币贷款新增了 7001 万亿元，其中票据融资冲回了 1744 亿元，也就是说如果考虑除了票据融资的一般性贷款，2010 年 2 月份一般贷款实质增加了 8745 亿元，2011 年 1 月份票据融资冲回了 810 亿元，因此实质的一般性贷款增加了 1.12 万亿元，2011 年 2 月份票据融资冲回了 712 亿元，因此实质的一般性贷款增加了 6086 亿元，同比实质少增加了 2659 亿元。具体参见图 2 和图 3:

图 2: 金融机构存、贷款同比增速一览



资料来源: 中国人民银行

图 3: 月度新增人民币贷款一览



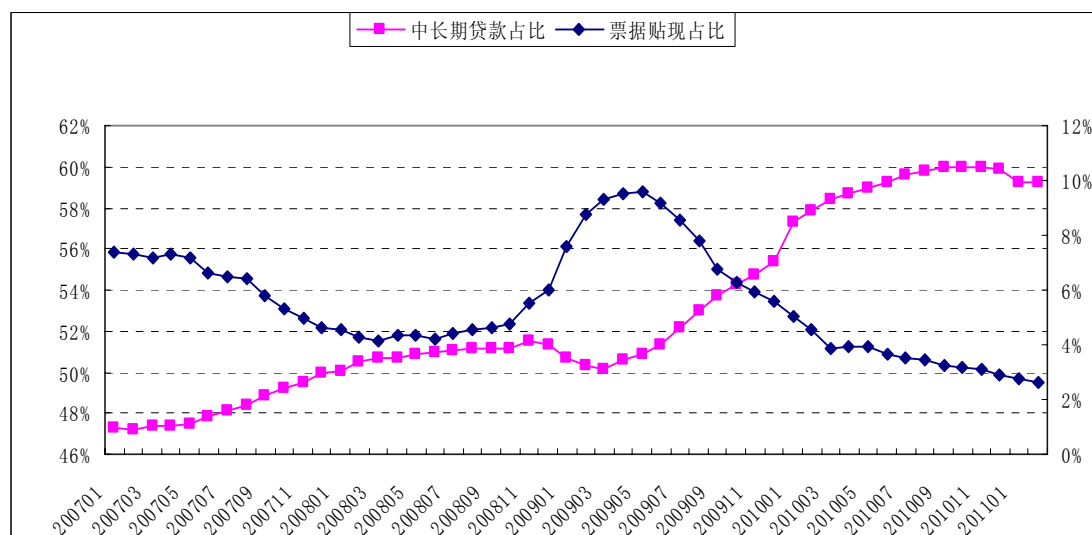
资料来源: 中国人民银行

1.3 贷款结构中由于短期贷款增加开始逐步超过长期贷款, 致使中长期贷款占比在 2010 年 12 月份见到高点后逐步回落, 票据融资占比继续下降

从人民币贷款增长的分部门情况看, 2011 年 1 月份, 住户贷款增加 3306 亿元, 其中, 短期贷款增加 1363 亿元, 中长期贷款增加 1943 亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 6905 亿元, 其中, 短期贷款增加 2675 亿元, 中长期贷款增加 4834 亿元, 票据融资减少 810 亿元。2011 年 2 月份, 住户贷款增加 1058 亿元, 其中, 短期贷款增加 6 亿元, 中长期贷款增加 1052 亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 4306 亿元, 其中, 短期贷款增加 2334 亿元, 中长期贷款增加 2634 亿元, 票据融资减少 712 亿元; 不论是居民户还是企业的短期贷款都出现了恢复式增长, 尤其在企业贷款的增长上, 整体出现了长期贷款增量减少和短期贷款增量恢复的局面, 这可能也与房地产调控和地方政府融资平台清理具有一定的关系。从票据融资的角度看, 继续减少, 不过减少的额度明显减少, 主要

因为基础已经大幅度减少,说明在信贷额度受到限制的情况下,收回票据融资为一般贷款让出额度还是银行常用的做法。具体见图 4:

图 4: 银行体系贷款结构变化一览



资料来源: 中国人民银行, 东北证券

二、2011 年 1-3 月主要货币政策和银行监管动态

2.1 1-3 月央行三次全面上调存款准备金率, 并且首次提出将使用差别准备金率对银行的准备金率进行动态调整

2011 年 1-3 月, 央行以每月一次的速度全面上调存款准备金率, 最终上调后, 工、农、建由于 10 月份单独上调的期限已经到期后又继续差别上调 0.5 个百分点, 所以存款准备金率依旧为 20.5%, 中行由于差别调整到期后被取消所以为 20%, 交通银行由于 11 月份单独上调的期限已经到期, 所以目前依旧为 20%, 邮政储蓄变为 20%, 民生银行也由于单独上调整的期限已经到期后又继续差别上调 0.5 个百分点, 变为 18%, 其余银行变为 17.5%。光大银行由于 11 月份单独上调的期限已到, 所以上调为 18%。远远超出了 07 年经济高涨时 17.5%的高点。具体见表 1:

表 1: 07 年以来央行存款准备金率调整一览表

时间	调整方案	调整原因
2007.01.15	由9%上调为9.5%	吸收银行体系中因国际收支顺差等产生的过剩流动性, 巩固调控成效。
2007.02.25	由9.5%上调为10%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.04.16	由10%上调为10.5%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.05.15	由10.5%上调为11%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.06.05	由11%上调为11.5%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性, 适度紧缩信贷。
2007.7.30	由11.5%上调为12%	加强银行体系流动性管理, 抑制银行信贷过快

		增长
2007.9.6	由12%上调为12.5%	加强银行体系流动性管理,抑制银行信贷过快增长
2007.10.13	由12.5%上调为13%	加强银行体系流动性管理,抑制银行信贷过快增长
2007.11.10	由13%上调为13.5%	加强银行体系流动性管理,抑制银行信贷过快增长
2007.12.8	由13.5%上调为14.5%	贯彻中央经济工作会议确定的从紧货币政策要求,加强银行体系流动性管理,抑制货币信贷过快增长。
2008.1.16	由14.5%上调为15%	加强银行体系流动性管理,抑制银行信贷过快增长
2008.3.18	由15%上调为15.5%	落实从紧货币政策要求,加强银行体系流动性管理,抑制货币信贷过快增长。
2008.4.16	由15.5%上调为16%	落实从紧货币政策要求,加强银行体系流动性管理,抑制货币信贷过快增长。
2008.5.12	由16%上调为16.5%	加强银行体系流动性管理,抑制货币信贷合理增长。
2008.6.7	由16.5%上调为17.5%;分6月15日和25日分别执行0.5个百分点	加强银行体系流动性管理,抑制货币信贷合理增长。
2008.9.15	部分下调为16.5%;灾区下调为15.5%,工、农、中、建、交和邮政储蓄除外	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则,保持国民经济平稳较快持续发展
2008.10.15	统一下调0.5个百分点,大部分下调后为16%,灾区为15%,工、农、中、建、交和邮政储蓄为17%。	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则,保持国民经济平稳较快持续发展
2008.12.5	工、农、中、建、交和邮政储蓄下调1个百分点,下调后为16%,其他中小金融机构下调2个百分点,下调为14%,灾区继续优惠	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则,保持国民经济平稳较快持续发展
2008.12.25	统一下调0.5个百分点,大部分下调后为13.5%,工、农、中、建、交和邮政储蓄为15.5%;灾区继续优惠	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则,保持国民经济平稳较快持续发展
2010.1.12	除了农村信用社之外,统一上调0.5个百分点,大部分下调后为14%,工、农、中、建、交和邮政储蓄为16%	抑制信贷过度增长
2010.2.25	除了农村信用社之外,统一上调0.5个百分点,大部分下调后为14.5%,工、农、中、建、交和邮政储蓄为16.5%	对冲央票到期及春节投放货币的过多流动性,抑制信贷过度增长
2010.5.10	除了农村信用社之外,统一上调0.5个百分点,大部分上调后为15%,工、农、中、建、交和邮政储蓄为17%	对冲央票到期的过多流动性投放,促使信贷均衡平稳增长
2010.10.11	单独上调工、农、中、建为17.5%,民生和招商为15.5%,其余银行保持不变	针对9月新增贷款冲高、央票集中到期以及8月、9月外汇占款增加等的临时性措施
2010.11.16	统一上调0.5个百分点,农村信用社为14.5%,工、农、中、建为18%,邮政储蓄和交通银行变为17.5%,招商和民生银行变为16%,其余银行变为15.5%。	抑制信贷和货币投放过度增长,管理通货膨胀预期
2010.11.12	单独上调光大和交通银行的存款准备金率,上调后光大为16%,交行为18%,其余银行保持不变	抑制信贷和货币投放过度增长,管理通货膨胀预期
2010.11.29	统一上调0.5个百分点,农村信用社为15%;工、农、中、交、建为18.5%,邮政储蓄变为18%,招商、民生银行和光大变为16.5%,其余银行变为16%。	为了加强流动性管理,适度调控货币信贷投放

2010.12.10	统一上调0.5个百分点,农村信用社为15.5%;由于第一次临时上调已经到期,所以,工、农、中、建和邮政储蓄变为18.5%,交通银行暂时为19%,光大为17%,其余银行为16.5%。	为了加强流动性管理,适度调控货币信贷投放
2011.1.20	统一上调0.5个百分点,农村信用社为16%;由于第一次临时上调已经到期后又继续执行,所以,工、农、中、建为19.5%,邮政储蓄变为19%,交通银行暂时为19.5%,光大、招商和民生为17.5%,其余银行为17%。	为了加强流动性管理,适度调控货币信贷投放
2011.2.24	统一上调0.5个百分点,农村信用社为16%;由于第一次临时上调已经到期后又继续执行,所以,工、农、建为20%,邮政储蓄变为19.5%,中国银行和交通银行暂时为19.5%,光大、民生为17.5%,其余银行为17%。	为了加强流动性管理,适度调控货币信贷投放
2011.3.25	统一上调0.5个百分点,农村信用社为16.5%;由于第一次临时上调已经到期后又继续执行,所以,工、农、建为20.5%,邮政储蓄变为20%,中国银行和交通银行暂时为20%,光大、民生为18%,其余银行为17.5%。	为了加强流动性管理,适度调控货币信贷投放

资料来源: 中国人民银行
东北证券

除了法定上调存款准备金率之外,央行还在2011年年度的工作会议中,率先提出了使用差别准备金率动态调整银行的准备金水平的概念,央行也已经明确的提出了差别准备金的计算公式,这其中央行提及到了一家商业银行应该达到的资本充足率水平和实际资本充足率之差,应该达到的资本充足率除了法定的资本充足率之外,还包括两部分,一部分是银行本身的资产规模与市场内的一家系统性重要银行的资产规模之比乘以系统性重要银行的附加资本(目前市场普遍预计的是2%)。第二部分是反周期资本缓冲乘以 β 值表示的经济热度, β 值是一家银行的贷款增速与GDP增速和CPI加总的差距。这样计算下来之后,实际上就是银行如果需要增加贷款增速,就要有额外的资本对应,否则就面临着可能被追加差别准备金率的可能。

2.2 2011年2月央行决定从2010年10月启动利率工具后第三次上调存贷款基准利率,这也是2011年年内首次上调存贷款基准利率。

从2010年10月份开始,央行联系三次上调存贷款基准利率,一年期存款利率累计上升75个基点,由最初的2.25%上升到3%,一年期贷款利率累计也上升75个基点,由最初的5.31%上升到6.06%,活期存款利率在前两次中都没有上调,只有最后一次上调了4个基点,三次基准利率上调的情况见下表

表2: 10年以来央行上调贷款利率一览表

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
6个月	4.86%	5.60%	0.74%
1年	5.31%	6.06%	0.75%
1至3年	5.40%	6.10%	0.70%
3至5年	5.76%	6.45%	0.69%
5年以上	5.94%	6.60%	0.66%

资料来源: 中国人民银行, 东北证券

表 3: 10 年以来央行上调存款利率一览表

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
活期	0.36%	0.40%	0.04%
3 个月	1.71%	2.60%	0.89%
6 个月	1.98%	2.80%	0.82%
1 年	2.25%	3.00%	0.75%
2 年	2.79%	3.90%	1.11%
3 年	3.33%	4.50%	1.17%
5 年	3.60%	5.00%	1.40%

资料来源：中国人民银行，东北证券

从 2010 年 10 月份开始的三次加息的结构看，存款利率尤其是长端存款的利率上调幅度明显高于贷款利率的上调幅度，但是活期存款利率仅仅上升了 4 个基本点，由于目前银行的存款结构中平均约有 40% 左右是活期存款（部分银行达到 50% 以上），有 90% 以上的存款期限在 1 年以内，因此目前这种加息结构从静态角度上依旧扩大了银行的存贷利差，从动态角度看，则因为目前三个月期的存款利率高达 2.60%，而活期存款利率则只有 0.40%，因此存在着部分活期存款转为定期的趋势，尤其是利率敏感性较强的储蓄存款，因此从动态角度看，整体存贷息差的扩大幅度会有所缩小。据我们初步计算，静态考虑：三次上调存贷款基准利率累计扩大银行存贷利差在 17 个基本点左右；当然如果考虑存贷款结构的动态变化，整体存贷利差扩大幅度将会减少。

表 4: 2010 年以来三次加息对银行存贷净利差的累计影响

项目	利率调整幅度	存款比重	
活期存款	0.04%	38%	0.0152%
整存整取定期存款			
三个月	0.89%	20%	0.1780%
半年	0.82%	30%	0.2460%
一年	0.75%	9%	0.0675%
二年	1.11%	1%	0.0111%
三年	1.17%	1%	0.0117%
五年	1.40%	1%	0.0140%
平均			0.5435%
各项贷款			
6 个月	0.74%	10%	0.074%
1 年	0.75%	30%	0.225%
1-3 年	0.70%	30%	0.21%
3-5 年	0.69%	15%	0.1035%
5 年以上	0.66%	15%	0.099%
平均			0.7115%
存贷利差变化（百分点）			0.1680%

资料来源：东北证券

2.3 国务院正式批复四大监管工具, 批复框架比银监会最初设定的版本明显温和, 当然最终确定版本还要等待银监会的具体下发

系统重要性银行不包括中小银行: 关于系统重要性银行的定义, 国际上也尚在讨论中, 计划 2012 年 3 月提交 FSB 确定。对中国而言, 银监会计划在 2012 年初提出系统重要性银行评估体系标准。短期来看, 目前仅工、农、中、建、交五大行暂时被划为系统重要性银行。因此, 实质上表明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已经大幅降低。

资本充足率潜在最高要求下降 2 个百分点, 执行时间推迟一年。第一原方案对核心一级资本、一级资本和总资本的最低要求分别为 6%、8%和 10%, 获批方案调整为 5%、6%和 8%。原方案规定超额资本要求为 0-4% (必要时 0-5%), 获批方案调整为留存超额资本 2.5%, 反周期超额资本 0-2.5% (仅在信贷超长增长, 可能导致系统性风险时适用)。执行新标准后, 对系统重要性银行和非重要银行的最低核心资本充足率要求分别为 9.5%和 8.5%, 总资本充足率要求分别为 11.5%和 10.5%, 潜在的最高资本充足率要求由原方案的 16%和 15%下降 2 个百分点至 14%和 13%。第二原方案要求各银行自 2011 年开始实施新的资本充足率监管要求, 系统重要银行 2012 年达标, 非重要银行 2016 年达标。新方案将修订为自 2012 年初开始执行, 系统重要银行于 2013 年底达标, 非重要银行 2016 年底达标。

拨备率推迟一年执行, 且明确非重要银行作差异化安排; 第一执行时间由 2011 年推迟至 2012 年初, 达标时间系统重要银行由 2012 年推迟至 2013 年底, 非重要银行仍为 2016 年底达标, 但对个别银行给予额外 2 年左右宽限。第二拨贷比要求由原方案 2.5%的要求改为“原则上不低于 2.5%”, 并明确对非系统重要银行作差异化安排。这意味着中小银行在贷款结构合理、不良偏离度低、风险控制体系优异等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。

杠杆率执行时间表推迟一年。执行标准仍维持 4%的杠杆率要求, 但是执行时间由 2011 年推迟至 2012 年初, 达标时间系统重要银行由 2012 年推迟至 2013 年底, 非重要银行仍为 2016 年。流动性指标引入两年宽限期。原方案要求各银行在 2011 年底达到新引入的 LCR 和 NSFR 流动性指标, 新方案对上述两个指标设置 2 年观察期, 将于 2012 年初开始执行, 并于 2013 年底达标。

三、上市银行 2010 年年报和 2011 年第一季度季报业绩预览

1 月累计有浦发银行、兴业银行、光大银行、中信银行、华夏银行、南京银行纷纷公布业绩快报或业绩预增公告, 虽然大部分银行的业绩预增在市场的预期之内。但是浦发、兴业和南京等银行的业绩还是略微超过了分析师的集体预测, 主要原因是信贷成本的减少, 分析师本来在预测第四季度和 2011 年银行第一季度业绩的时候, 对于信贷成本有比较悲观的预期, 一方面考虑到 2.5%拨贷比的达标要求, 另一方面考虑到银监会 110 号文对于地方政府融资平台特别拨备计提的要求在 2011 年 1 季度要求达标(整体项目的现金流加上抵押物的市场价值如果小于 120%, 就应该下调为次级, 如果小于 80%, 就应该下调为可疑。并计提相应的拨备。实施后会增加银行的信贷成本), 分析师本来预计银行会在 2010 年第四季度和 2011 年第一季度增加拨备, 但是在与银行沟通的过程中, 实际情况是有许多项目还处在变化之中, 本来半覆盖或者基本没有覆盖的项目在增加抵押物和担保之后可能就变成全覆盖, 而且政府、银监会等其他部门目前对这方面的工作都比较配合, 所以最终导致的结果是最后的信贷成本增加会普遍低于分析师最初的悲观预测。

由于时间已经进入到 3 月份, 市场对于上市银行 1 季度的经营业绩也产生了预期, 据我们了解, 原本市场较为中性的银行 1 季度业绩同比增幅在 20%左右, 其中主要原因

也是考虑了一季度要严格实施的各种监管政策，可是从目前的情况看：

第一、2011 年第一季度依旧是传统的银行新增贷款的投放季，虽然受到差别准备金率调整、全面准备金率上调、存贷款基准利率上调等多重政策的影响，贷款增速肯定比去年同期有所放缓，但是第一季度依旧是传统的银行新增贷款的投放季，尤其是在去年第四季度信贷严格受限的背景下，我们预计 1 季度银行新增信贷不在 2.2-2.3 万亿之间，上限不会超过 2.5 万亿元，去年第一季度银行新增信贷在 2.6 万亿元，整体没有出现非常明显的减少。

第二、在信贷资源增长受限和准备金率不断上调的背景下，银行的议价能力主动或者被动的出现了明显提高，再加上基准利率的三次上调从静态角度看都扩大了银行的存贷息差，所以我们预期 2011 年第一季度银行的净息差整体有明显的上升，目前我们预期 2010 年第四季度末，16 家上市银行的平均净息差在 2.5% 左右，2010 年第一季度有望达到 2.60%，而且 2010 年第一季度平均只有 2.40% 左右，同比上升幅度有望达到 20 个基点，而兴业、招行、交行、浦发和民生等资产负债弹性大的银行表现会相对较好。

第三、信贷成本基本维持稳定，不会大幅度增加。

第四、中间业务收入保持小幅增长，在这些因素的刺激下，我们预期 2011 年第一季度上市银行经营业绩的同比增幅有望达到 22% 左右(扣除没有可比数据的光大和农行)，超过前期 20% 的中性预期。2010 年全年的业绩增速目前我们维持在 25.77% 左右，比我们年初预期的 24% 左右也有明显的上调。

表 5：上市银行 2010 年、2011 年业绩增长一览

	09 年净利润	09 年 EPS	10 年净利润 (预测)	10 年 EPS	11 年净利润 (预测)	10 年净利润同比增长	11 年净利润同比增长
深发展 A	50.31	1.62	62.84	1.91	91.8	24.91%	46.09%
宁波银行	14.57	0.58	23.24	0.8	29.28	59.51%	25.99%
浦发银行	132.15	1.621	190.76	1.33	247.99	44.35%	30.00%
华夏银行	37.6	0.7535	57.56	0.84	75.98	53.09%	32.00%
民生银行	121.08	0.63	155	0.58	196	28.01%	26.45%
招商银行	182.35	0.95	280.5	1.3	366.81	53.83%	30.77%
南京银行	16.97	0.84	23.3	0.78	30.29	37.30%	30.00%
兴业银行	132.82	2.66	185.28	3.09	231.6	39.50%	25.00%
北京银行	56.33	0.9	74.1	1.19	88.06	31.55%	18.84%
交通银行	302.11	0.61	382.5	0.68	459	26.61%	20.00%
工商银行	1293.5	0.39	1503.6	0.45	1744.18	16.24%	16.00%
建设银行	1068.36	0.46	1285.29	0.55	1542.35	20.30%	20.00%
中国银行	853.49	0.32	1015.36	0.4	1177.82	18.97%	16.00%
中信银行	145.6	0.37	195	0.5	233.16	33.93%	19.57%
农业银行	650.02	0.25	909	0.27	1168.4	39.84%	28.54%
光大银行	76.43	0.26	113.25	0.28	135.45	48.17%	19.60%
合计	5133.69		6456.58		7818.17	25.77%	21.09%
同比增长	18.26%		25.77%		21.09%		

资料来源：东北证券

表 6: 上市银行 2011 年一季度业绩增长一览

	10 年第一季度	11 年第一季度	同比增长
深发展 A	15.78	19.5	23.57%
宁波银行	4.98	6.2	24.50%
浦发银行	41.05	64	55.91%
华夏银行	13.07	18	37.72%
民生银行	42.83	60.25	40.67%
招商银行	59.09	88.83	50.33%
南京银行	5.88	7.2	22.45%
兴业银行	40.79	55.38	35.77%
北京银行	20.93	25	19.45%
交通银行	104.92	125.3	19.42%
工商银行	417.25	502.17	20.35%
建设银行	351.89	425.3	20.86%
中国银行	273.46	300.9	10.03%
中信银行	44.07	53.98	22.49%
农业银行		327.62	
光大银行		36.5	
合计	1435.99	2116.13	22%

资料来源: 东北证券

四、银行业 2011 年第二季度投资策略

4.1 2011 年动态估值还有上升空间

截至 3 月 2 日, 上市银行 2011 年的平均市盈率在 9 倍左右, 我们目前认为在长期存在利率市场化、传统信贷业务受挤压, 银行板块的长期 ROE 水平将回落到 15% 左右, 那么银行长期合理的市盈率应该在 10 倍左右, 因此考虑到目前的情况, 上市银行的估值面从长期角度看还有上升空间。

表 7: 上市银行最新估值水平一览

	收盘价 (3.23)	10PE	11PE	10PB	11PB
深发展 A	16.1	8.43	8.99	1.67	1.50
宁波银行	13.25	18.40	14.72	2.41	2.10
浦发银行	13.28	8.30	6.92	1.77	1.53
华夏银行	12.23	14.56	11.02	1.47	1.34
民生银行	5.31	9.48	7.48	1.33	1.18
招商银行	14.05	10.81	8.26	2.16	1.80
南京银行	11.09	16.31	12.60	1.75	1.60
兴业银行	27.77	8.47	7.06	1.81	1.46
北京银行	11.89	9.99	8.26	1.61	1.38
交通银行	5.59	8.22	6.82	1.43	1.22
工商银行	4.4	10.00	8.63	1.88	1.76

建设银行	4.97	9.04	7.53	1.78	1.55
中国银行	2.28	6.00	5.30	0.99	0.91
中信银行	5.44	10.88	11.10	1.75	1.65
农业银行	2.67	9.89	7.63	1.57	1.40
光大银行	3.85	13.75	11.32	2.01	1.75
平均		10.78	8.98	1.71	1.51

资料来源：东北证券

4.2 银行业 2011 年第二季度投资策略

我们在《2011 年银行业投资策略——期待政策落地后优质银行的估值恢复机会》中曾经提及 2011 年投资上市银行的主题依然是与政策的博弈过程，支持上市银行股价上涨的因素依旧是历史低点的估值水平和稳健的业绩增长，妨碍银行股价上涨的因素依旧是货币政策趋紧、信贷成本和资本监管要求上升影响银行的扩张能力、盈利水平、利率政策的可能不利变动等。目前我们依然维持年初的观点。

但是在二季度时点上，各方面博弈因素发生了变化，首先是市场最为担心的四大新监管工具国务院批复文件已经框定了基本框架，二季度可能会逐步下发正式指引，市场最为担心的政策不确定性问题已经逐步转变为确定性，其次 4 月份是银行年报和季报集中发布的季节，特别是部分银行 2011 第一季度季报将非常靓丽，因此个人认为在监管放松和业绩驱动的情况下，4 月份可能是上市银行表现估值恢复行情的好时机。

影响二季度上市银行表现的主要因素是货币政策的调整，特别是如果 CPI 居高不下，央行为了控制通货膨胀出现持续加息的情况，因为从历史数据和经济形势判断，贷款利率上调的空间不大，而长期存款利率特别是 5 年期利率目前利率水平 5%，离历史高点 5.85%（2007 年 12 月份）只有 85 个基本点的差距，而 1 年期存款利率目前水平在 3%，离历史高点 4.14%（2007 年 12 月份）还有 114 个基本点的差距，也就是说未来短期存款上浮的空间要高于贷款和长期存款，再加上活期存款离历史高点还有 41 个基本点的上升空间，因此如果未来加息会损害银行存贷利差的话，将会对银行板块的估值恢复带来极为不利的影响

目前我们不考虑这种极端不对称加息的不利影响，整体判断二季度尤其是 4 月份是 2011 年较好的银行股估值恢复的时间窗口，建议投资者重点把握，重点推荐的品种依旧是年度策略中的重点品种：招商、兴业、民生和浦发。

招商银行

招商银行的投资亮点在于：1、招商银行在降息周期的净息差下降幅度最大，实际也说明了如果宏观经济真的复苏进入升息周期之后，招商银行净息差的上升幅度和盈利能力的提高能力也是最快的；2、已经基本解决了发展的资本瓶颈问题，在贷款规模增量增加而宏观经济复苏基础尚且不稳固的基础上没有轻易的释放贷款拨备来平滑利润波动；3、收购永隆银行之后永隆经营的逐渐改善和协同效应的逐渐发挥；4、贷款结构逐渐调整，中小企业贷款业务发展顺利。从盈利预测的角度上看，由于招行 2010 年下半年信贷成本增加的压力逐渐减轻，我们略微上调前期的盈利预测，预测招商银行 10 年的每股收益为 1.30 元，每股净资产为 6.5 元，10 年利润上升幅度为 53.83%；考虑配股后的全面摊薄 ROE 为 20.00%，11 年的每股收益为 1.7 元，每股净资产为 7.8 元左右，没有考虑到可能进行的融资计划；按照最新收盘价 14.01 元计算，目前 10 年的动态 PE 和 PB 分别为 10.81 倍和 2.16 倍。11 年的动态 PE 和 PB 分别为 8.26 倍和 1.80 倍。

兴业银行

兴业银行的投资亮点在于兴业银行在中型银行中有望逐渐确立领头羊的位置，综合素质较高；2、市场前期将其定义为半个地产股，但其实其地产贷款占比在上市银行中仅是中游水平，随着年报和季报公布，有望逐渐扭转这种看法；3、海西题材，估值偏低，具有一定的股本扩张能力；4、与中国联通合作在中长期内进一步增强其在零售业务方面的竞争能力；5、拨贷比虽然较低（第三季度末为 1.38%），但是作为非系统重要银行将在 2016 年达标，对于经营业绩的影响将非常平滑；从盈利预测的角度上看，我们预测 2010、2011 年实现每股收益为 3.28 元和 3.86 元，每股净资产为 15.34 元和 19 元，2010 年静态 PE 和 PB 分别为 8.47 和 1.81 倍，2011 年动态 PE 和 PB 分别为 7.06 和 1.46 倍，业绩预测中充分考虑了未来信贷成本的增加，估值被绝对低估，短期给予谨慎推荐评级。

民生银行

1、商贷通业务是最大的投资亮点，未来三年的目标是要做到 5000 亿，目前不良贷款率仅为 0.086%，贷款利率平均上浮 30% 左右；2、未来商贷通业务尽量提高客户的综合派生水平，把派生率从 3% 提高到 6%。重新定义小微的金融业务，比如小微的结算业务、小微的民生金融管家和民生非凡的财富管理，1: 3: 4，1 个商贷通派生 3 个结算业务派生 4 个家庭的财富管理，提高商贷通业务的综合收益水平；3、事业部改革和商贷通业务极大的提高了民生银行的贷款定价能力，尤其在信贷资源紧张和加息的背景下，民生银行的净息差有望在同业中继续维持领先地位，成本高投入期逐渐过去，成本收入比有望逐渐下降。从盈利预测的角度看；我们预测 2010、2011 年实现每股收益为 0.58 元和 0.73 元，每股净资产为 4 元和 4.50 元，2010 年静态 PE 和 PB 分别为 9.48 和 1.33 倍，2011 年动态 PE 和 PB 分别为 7.48 和 1.18 倍，业绩预测中充分考虑了未来信贷成本的增加，估值被绝对低估，短期给予谨慎推荐评级

浦发银行

1、考虑广东移动的定向增发，之前担忧的资本瓶颈问题已经消除；2、广东移动进入后零售银行业务有望顺利发展。3、净息差环比上升势头明显，拨备充分，资产质量继续领先；4、估值较低，上海金融平台整合可能持续带来股价催化剂。

从盈利预测的角度看，我们预测 2010、2011 年实现每股收益为 1.33 元和 1.73 元，每股净资产为 7.5 元和 8.7 元，2010 年静态 PE 和 PB 分别为 8.3 和 1.77 倍，2011 年动态 PE 和 PB 分别为 6.92 和 1.53 倍，业绩预测中充分考虑了未来信贷成本的增加，估值被绝对低估，短期给予谨慎推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。