

银行 II

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 林帆

S0960110120015

0755-82026821

linfan@cjis.cn

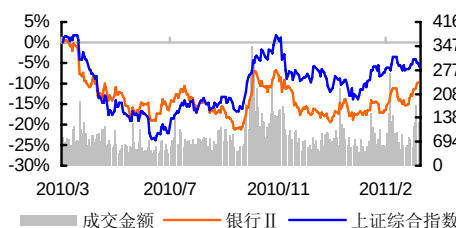
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	16
总市值(亿元)	54236
占A股比例(%)	31.57%
平均市盈率(倍)	12.96

行业表现

(%)	1M	3M	6M
银行 II	7.80	10.40	12.18
上证综合指数	1.75	7.11	11.30



相关报告

《银行 II-上调存款准备金率点评: 对银行盈利影响中性》2011-3-21

《银行 II-优秀业绩催化行情, 估值修复年内可期》2011-3-4

《银行 II-2月9日央行上调存贷款基准利率点评》2011-2-9

银行 II 行业 2011 年二季度投资策略

看好

基本面环境回暖, 股价波动上行

2011 年二季度, 银行板块股价既有明显的向上动力, 但也受到一定阻力。向上动力来自资产质量、监管政策负面因素的缓和以及银行盈利的持续上行, 上行的阻力则来自央行对流动性的持续收紧。受上述两方面力量的同时作用, 银行板块二季度将表现出较强的波动性, 在波动中逐渐实现股价以及估值的上升。在“波动上行”行情中, “波段操作”策略及“持有操作”策略均可获得超额收益。

投资要点:

- **一季度利润保持较高增速。**随着各银行 2010 年第四季度业绩的逐渐披露, 我们得以对各行一季度利润增速进行更为精确的测算。估算结果显示: 建行、工行、中行一季度业绩同比增速将分布在 20%-30% 的水平区间, 大行平均增速为 26.52%; 浦发、民生等股份制银行一季度业绩同比增速分布在 30%-50% 的水平区间, 股份制行平均增速为 41.35%。
- **银行利润快速增长至少持续数个季度。**银行业息差水平的变动具有较强惯性, 随着存量存、贷款重定价的逐步进行, 过去三次加息对净息差的扩大作用将在未来数个季度内持续释放。在当前宏观环境复杂、实体经济部门业绩不确定性高的情况下, 银行业利润高增长、高确定性是目前板块股价的重要向上推动力。
- **基本面负面因素软化, 进入平静期。**过去一年来持续压制银行估值的多项负面因素近期均有所缓和, 表现在融资平台贷款风险敞口逐步清晰, 不良余额得到控制; 各地房价调控导致房价下跌可能性极小, 房地产相关贷款质量得到保证; 银行业监管改革细则逐步明确, 力度低于预期。
- **货币政策持续收紧流动性, 构成板块股价上行的阻力。**在通胀压力犹大, 央行坚持回收流动性的环境下, 市值较大的银行板块上行燃料仍略显不足。因此, 虽然盈利增长、资产质量、监管政策等基本面因素对银行板块具有向上的推动力, 但偏紧的流动性环境使得板块股价的上升不会一蹴而就, 而更可能呈现波动向上的形态, 在波动中实现价格中枢的逐步抬高。
- **重点公司:** 招商银行、民生银行、兴业银行、华夏银行、中国银行、工商银行

风险提示: 若通胀失控可能将引发货币政策更加从紧。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
600036	招商银行	0.85	1.22	1.51	1.81	16.90	11.74	9.43	7.87	强烈推荐
600016	民生银行	0.00	0.66	0.81	0.97	0.00	8.59	7.02	5.84	强烈推荐
601166	兴业银行	0.00	3.09	3.54	4.26	0.00	9.49	8.28	6.88	强烈推荐
600015	华夏银行	0.00	1.20	1.12	1.40	0.00	10.49	11.29	9.02	强烈推荐
601398	工商银行	0.00	0.47	0.57	0.68	0.00	9.55	7.91	6.65	推荐
601988	中国银行	0.00	0.37	0.44	0.53	0.00	8.98	7.63	6.34	推荐

目 录

一、2011 年一季度净利润增速测算	3
1.1 利息净收入估算	3
1.2 佣金手续费净收入估算	5
1.3 净利润估算	5
二、基本面环境回暖，估值压力得到放松	6
2.1 融资平台贷款风险敞口逐步清晰，不良余额得到控制	6
2.2 房价大幅下跌可能性很小，房地产相关贷款质量得到保证	6
2.3 银行业监管改革细则逐步明确，力度低于预期	7
三、货币政策持续收紧流动性，构成板块股价上行的阻力	8
四、重点公司及主要推荐逻辑	9

一、2011 年一季度净利润增速测算

在当前宏观环境复杂、实体经济部门业绩不确定性高的情况下，银行业利润仍有望连续多个季度保持较高水平，且实现这一预期的概率相当高。良好的业绩表现是目前银行板块股价最主要的向上推动力。

由于银行业利润在相邻季度内的变动较为平滑，因此参考已公布年报的银行去年四季度的业绩，结合今年以来的现有信息，在去年四季度“量”、“价”的基础上进行一定推演，进而可以较准确的估算出银行业 2011 年一季度净利润同比增速。

经测算，建行、工行、中行一季度业绩同比增速将分布在 20%-30%的水平区间，**大行平均增速为 26.52%**；浦发、民生等股份制银行一季度业绩同比增速分布在 30%-50%的水平区间，**股份制行平均增速为 41.35%**。详见表 1。

表 1 一季度净利润同比增速测算

	2011Q1E
建设银行	31.63%
工商银行	27.00%
中国银行	20.95%
大行平均	26.52%
浦发银行	52.25%
民生银行	44.06%
华夏银行	43.72%
兴业银行	38.97%
深发展 A	31.13%
股份制行平均	41.35%

资料来源：公司报告、中投证券研究所

1.1 利息净收入估算

首先，假设 2011 年，大行生息资产增长 14%，股份制银行生息资产增长 18%；全年生息资产增长遵循 3: 3: 3: 1 的节奏。则大行一季度生息资产较 2010 年底增长 4.2%，股份制银行一季度生息资产较 2010 年底增长 5.4%。据此可在 2010 年四季度数据的基础上估计出各行 2011 年一季度生息资产平均余额。

表 2 部分上市银行生息资产平均余额（百万）

	2010Q1	2010Q4	2011Q1E
建设银行	9693037	10467923	10907576
中国银行	8855797	9793806	10205145
工商银行	11893281	13047450	13595442
华夏银行	858033	1014427	1069206
深发展 A	589285	677431	714012
浦发银行	1622567	2055255	2166239

民生银行	1384645	1730565	1824016
兴业银行	1393618	1802836	1900190

资料来源：公司报告、中投证券研究所

进而，参考上一轮加息周期（2006-2007）初期各行净息差上升的幅度，估算各行净息差 2011 年一季度相对于 2010 年四季度的上升幅度。

观察表 2 可见，在第一次加息后间隔一个季度，NIM 上升效果才会比较显著。上轮加息周期从 2008 年 4 月开始，间隔 4 个月后进行第二次加息。第一次加息（2006Q2）后的一个季度（2006Q3），各行 NIM 上升并不明显；然而第二次加息（2006Q3）后的一个季度（2006Q4），各行 NIM 较第二次加息所在季度的上升幅度基本都已较为显著。

表 3 上一轮加息周期中各行净息差变动的规律

	2006Q2	2006Q3	2006Q4	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4
中国银行		2.47%	2.52%	2.52%	2.56%	2.67%	2.81%
交通银行	2.47%	2.58%	2.68%	2.49%	2.56%	2.53%	3.02%
招商银行	2.50%	2.48%	3.02%	2.85%	3.01%	2.98%	3.33%
民生银行	2.50%	2.55%	3.03%	2.61%	2.86%	2.64%	2.82%
浦发银行	2.79%	2.86%	3.07%	2.91%	3.20%	3.08%	3.18%
华夏银行	1.67%	2.08%	1.97%	2.12%	2.35%	2.35%	2.36%
深发展 A	2.24%	2.86%	3.00%	3.12%	3.05%	3.06%	3.08%
当季加息 时点	2006.04.28	2006.08.19	2007.03.18	2007.05.19	2007.07.21	-	2007.12.21
					2007.08.22		
					2007.09.15		

资料来源：公司报告、中投证券研究所

鉴于本轮加息周期加息频率高于上次周期，因此 NIM 上升效果的显现应当快于上个周期。本轮加息周期从 2010 年 10 月开始，当季加息两次，随后一个季度（2011Q1）再加息一次。推定本轮周期中 NIM 的上升效果在初始加息季度（2010Q4）的后一个季度（2011Q1）即开使较明显显现，意味着各行 NIM 于 2011Q1 相对于 2010Q4 的上升幅度应当接近 2006Q4 相对于 2006Q3 的上升幅度。意味着大行 2011 年一季度 NIM 上升幅度等于去年四季度 NIM 的 4% 左右，股份制银行 NIM 的上升幅度等于去年四季度 NIM 的 8% 左右。

表 4 上市银行 2011 年一季度 NIM（年化）估算

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1E
建设银行	2.32%	2.38%	2.47%	2.59%	2.70%
中国银行	1.93%	1.95%	1.98%	2.07%	2.15%
工商银行	2.25%	2.35%	2.38%	2.44%	2.54%
华夏银行	2.34%	2.42%	2.37%	2.48%	2.68%
深发展 A	2.39%	2.44%	2.49%	2.49%	2.69%
浦发银行	2.37%	2.48%	2.56%	2.46%	2.66%
民生银行	2.77%	2.84%	2.79%	2.87%	3.09%
兴业银行	2.39%	2.28%	2.23%	2.32%	2.50%

资料来源：公司报告、中投证券研究所

最后，通过上述两步骤得出了 2011 年一季度的平均生息资产和 NIM，即可估算出各行 2011 年一季度的利息净收入及其同比增速，见表 4。

表 5 上市银行利息净收入增长估算

	2010Q1	2011Q1E	同比增速
建设银行	57180	73527	28.59%
中国银行	44506	54876	23.30%
工商银行	68401	86368	26.27%
华夏银行	5071	7169	41.39%
深发展 A	3610	4804	33.06%
浦发银行	9710	14413	48.43%
民生银行	10093	14112	39.82%
兴业银行	8432	11883	40.93%

资料来源：公司报告、中投证券研究所

1.2 佣金手续费净收入估算

假定 2011 年一季度佣金手续费净收入相对 2010 年一季度的同比增速，等于 2010 年四季度相对于 2009 年四季度的同比增速，见表 5。

表 6 上市银行佣金手续费净收入增长估算

	2009Q4	2010Q4	2010Q4/2009Q4	2010Q1	2011Q1E
建设银行	12296	17451	142%	16865	23936
中国银行	11500	13139	114%	15656	17887
工商银行	14086	18277	130%	18256	23688
华夏银行	163	285	175%	378	662
深发展 A	399	435	109%	318	346
浦发银行	638	1248	196%	853	1669
民生银行	1112	1833	165%	2059	3394
兴业银行	1125	1375	122%	985	1204

资料来源：公司报告、中投证券研究所

1.3 净利润估算

通常，一家稳定经营的银行各年一季度在管理费用计提、资产减值拨备、所得税计提方面应当具有相同的季节性规律。因此，各行 2011 年一季度各项费用计提的比例应当与 2010 年一季度类似，进而可以假定各行“净利润”2011 年一季度的同比增速就等于“利息净收入与佣金手续费净收入之和”的同比增速。

表 7 上市银行 2011 年一季度净利润同比增速估算

	利息净收入同比增速	佣金手续费净收入同比增速	净利润同比增速
建设银行	28.6%	41.9%	31.6%
工商银行	26.3%	29.8%	27.0%
中国银行	23.3%	14.3%	20.9%
大行平均	26.1%	28.6%	26.5%
浦发银行	48.4%	95.6%	52.2%
民生银行	39.8%	64.8%	44.1%
华夏银行	41.4%	75.0%	43.7%
兴业银行	40.9%	22.2%	39.0%
深发展 A	33.1%	9.1%	31.1%
股份制平均	40.7%	53.4%	42.0%

资料来源：公司报告、中投证券研究所

二、基本面环境回暖，估值压力得到放松

除了良好的业绩表现，过去一年来持续压制银行板块估值的多项负面因素近期均有所缓和，或进入较长的平静期，这也对银行板块估值的向上回升构成了一定的推动力。

2.1 融资平台贷款风险敞口逐步清晰，不良余额得到控制

根据最新披露的数据，截止 2010 年 11 月末，全国地方融资贷款余额约 9.09 万亿元，占全部人民币贷款的 19.16%，较 2009 年末占比有所下降。其中，全覆盖贷款余额 5.11 万亿，占比 56.23%；基本覆盖类贷款 2.21 万亿，占比 24.29%；半覆盖贷款 7663 万亿，占比 8.43%；无覆盖贷款约 1 万亿，占比 11.05%，基本印证了市场之前的预期。银监会主席刘明康也于近日表示“地方融资平台不良余额已控制住，银监会将高度关注其风险。”

2.2 房价大幅下跌可能性很小，房地产相关贷款质量得到保证

根据《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，各地方政府正在制定当地年度新建住房价格控制目标。截至目前，有 43 个城市提出了房价调控目标，其中多与当地 GDP 增速或居民人均可支配收入涨幅挂钩。只有北京提出“新建普通住房价格与 2010 年相比稳中有降”。可见之前市场担心的“房地产价格较快下跌引发银行贷款质量风险”的情况发生的可能性将非常小。

表 8 部分城市公布的房价调控目标

城市	房价控制目标
北京	加大住房保障力度，廉租住房应保尽保，公共租赁住房保障能力明显提高；新建普通住房价格与 2010 年相比稳中有降
深圳	2011 年全市新建住房价格指数的涨幅低于深圳市本年度 GDP 和常住人口人均可支配收入的增长速度
上海	2011 年度全市新建住房价格涨幅低于全市年度生产总值和城乡居民人均可支配收入的增长水平
西安	涨幅不得高于 15%。今年西安城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民人均纯收入增长指标为 15%
兰州	涨幅不超过 9%，低于当地预期的 GDP 增长 14%和城市居民人均可支配收入增长 10%的指标
济南	涨幅低于城镇居民人均可支配收入增长水平
昆明	涨幅不能超过人均可支配收入增长水平。按昆明十二五规划，全市城镇居民人均可支配收入和农民人均纯收入增长目标均为 10%
合肥	涨幅不高于年度 GDP 及居民可支配收入增长幅度
沈阳	低于当年城市人均可支配收入和经济增长幅度(这两个指标预期目标为 12%)
贵阳	不高于全国平均值
银川	涨幅控制在当年城镇居民人均可支配收入的增长幅度以内(人均可支配收入增长预期目标为 10%)
海口	涨幅要低于全市城镇居民人均可支配收入增长水平。2011 年，海口市城镇居民人均可支配收入增长的预期目标为 10%左右

资料来源：公开信息、中投证券研究所

2.3 银行业监管改革细则逐步明确，力度低于预期

即将推出的资本充足率新监管标准与“拨贷比”监管指标是 2010 年以来压制银行板块表现的重要因素。近来，这两项监管指标的具体执行标准逐步得到明确，且很可能较去年预期的水平相对宽松。

据媒体报道，银监会上报的资本充足率、拨备率、杠杆率、流动性四大监管新工具已于 2 月底获国务院批复，具体指引已进入最后一轮意见征询。根据本次批复版本，商业银行普通股、一级资本和总资本的最低要求从 6%、8%和 10%的方案调整为 5%、6%和 8%，各层级执行标准均低于去年征求意见版本；在执行时间上，系统重要性银行达标时间由 2012 年底推迟至 2013 年，非系统重要性银行仍于 2016 年底达标。“拨贷比”指标则由原方案的 2.5%改为“原则上不低于 2.5%”，并明确对非系统重要性银行作差异化安排，达标时间亦有所推迟。

表 9 资本充足率标准新旧方案比较

	银行类别	核心一级资本	一级资本	总资本	超额资本	附加资本	实施时间表
新方案	系统重要性	5%	6%	8%	留存超额资本 2.5%，反周期超额资本 0-2.5%（仅在信贷超常增长时适用）	1%	2012 年实施，2013 年达标
	非系统重要性	5%	6%	8%		无	2012 年实施，2016 年达标
旧方案	系统重要性	6%	8%	10%	0-4%（必要时 5%）	1%	2011 年实施，2012 年达标
	非系统重要性	6%	8%	10%	0-4%（必要时 5%）	无	2011 年实施，2016 年达标
巴塞尔 III		4.50%	6%	8%	留存资本 2.5%，反周期超额资本 0-2.5%（仅在信贷超常增长时适用）		2015 年 1 月前普通股权益比例最低要求为 4.5%，不要求超额资本，2016 年 1 月起，留存超额资本每年递增 0.625%，至 2019 年 1 月前达标

资料来源：公开信息、中投证券研究所

表 10 拨备政策新旧方案比较

	拨备指标	标准	差异化安排	实施时间表
新方案	拨备/贷款余额	原则上 $\geq 2.5\%$	非系统重要性银行差异化执行	系统重要性银行 2012 年实施，2013 年达标 非系统重要性银行 2012 年实施，2016 年达标，个别给予 2 年宽限期
	拨备/不良贷款余额	$\geq 150\%$	无	已执行
旧方案	拨备/贷款余额	$\geq 2.5\%$	无	系统重要性银行 2011 年实施，2012 年达标 非系统重要性银行 2011 年实施，2016 年达标
	拨备/不良贷款余额	$\geq 150\%$	无	已执行

资料来源：公开信息、中投证券研究所

三、货币政策持续收紧流动性，构成板块股价上行的

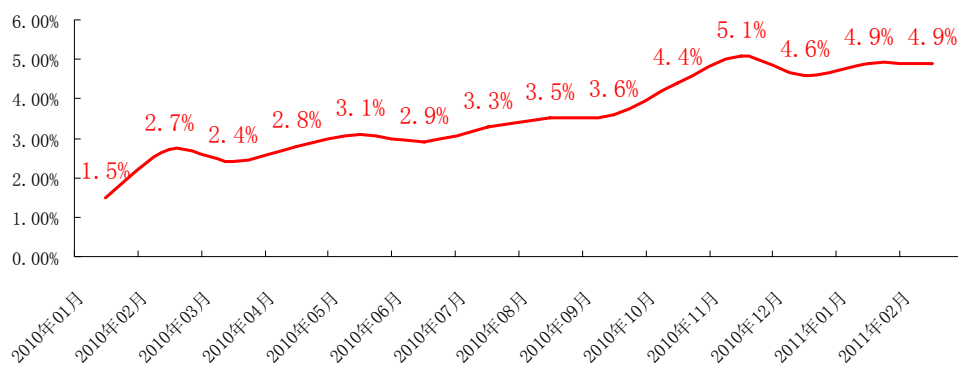
阻力

春节以来，国内通胀压力仍然未得到明显缓解。2 月份，国内 CPI 同比增幅 4.9%，与 1 月持平，而 PPI 同比达到 7.2%，高于 1 月份的 6.64%；而目前市场普遍对 3 月通胀水平报以较高的预期。由于通胀仍然是政策调控的主要目标，央行很可能持续需运用数量型工具管理流动性、运用利率工具以管理通胀和预期。

在央行坚持紧缩货币政策，继续回收流动性的环境下，市值较大的银行板块上行燃料仍略显不足。因此，虽然盈利增长、资产质量、监管政策等基本面

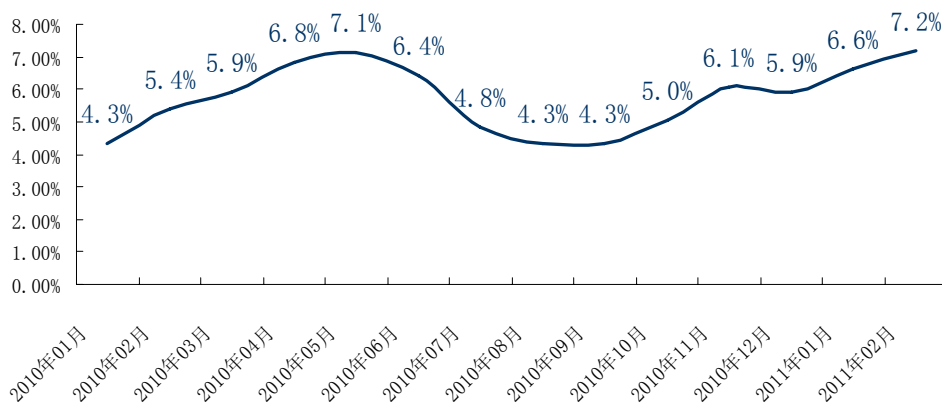
因素对银行板块具有向上的推动力，但偏紧的流动性环境使得板块股价的上升不会一蹴而就，而更可能呈现波动震荡的形态，并在波动中实现价格中枢的逐步抬高。

图 1 CPI 同比增速



资料来源：人民银行网站、中投证券研究所

图 2 PPI 同比增速



资料来源：人民银行网站、中投证券研究所

四、重点公司及主要推荐逻辑

招商银行（600036） 强烈推荐

- 以“降低资本消耗、提高贷款定价、控制财务成本、增加价值客户、确保风险可控”为主要目标的二次转型稳步推进，已初见成效，未来三年有望推动招行实现二次飞跃。
- 息差弹性大，加息重定价周期下，高活期存款占比带来的成本优势将进一步显现。

民生银行（600016） 强烈推荐

- 商贷通使得民生在微小企业这一细分市场，具备了先发优势，议价能力提升明显。
- 今年重点是发展商贷通提升版，从资产业务转到深度挖掘负债业务和中间业务，提出 1: 3: 4 的业务发展方式，即 1 个商贷通客户，派生 3 个客户，做透 4 个家庭的业务，有望改善存款基础，降低资金成本。

兴业银行（601166） 强烈推荐

- 经营风格灵活，对市场机会就有很强的敏感度和把握能力，持续的创新能力和高成长性和盈利能力。
- 同业资金业务领先同业，今年信贷受限的情况下，将继续受益于同业资产的扩张和资金市场收益率的提升。同业业务的优势，使得在资产规模的扩张上具有低资本消耗的特征。

华夏银行（600015） 强烈推荐

- 华夏通过定位的明确、管理效率的提升、考核和营销机制的完善，业绩取得高速增长，盈利能力快速提升。
- 由于基数较低，相对于同业 1%左右的 ROA，20%以上的 ROE 水平，其目前 0.64%的 ROE 和增发后 15%左右的 ROE 的盈利水平，改善和提升空间仍然巨大，持续的业绩高速增长值得期待。

中国银行（601988） 推荐

- 作为国内外币业务占比最高银行，是受益于外币业务息差回升最明确的标的。目前美欧经济回暖势头明确、资产价格日益泡沫化，美欧央行于近期退出宽松货币政策，进入加息周期的可能性日益增大。
- 前期中行受到外币低息差拖累，本外币总体净息差回升速度慢于国内同业，未来当国内人民币业务息差继续上升的动力减弱后，中行将独享外币息差上升好处，有望跑赢国内同业。

工商银行（601398） 推荐

- 工行自 2010 年下半年开始，有策略的降低了大型贷款客户的占比，适当提高中型贷款客户的占比，提高了自身的溢价能力，有望在 2011 年获得超预期的息差水平。
- 作为揽存能力最强的银行之一，在存款来源极度紧张的 2011 年，有望受益于低于行业水平的存款成本率，获得较高的净息差水平。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

林帆: 中投证券研究所银行业分析师, 曾任职于国有大型商业银行, 2010 年加入中投证券。

张中阳: 中投证券研究所银行业分析师, 中南财经政法大学金融学学士、硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434