



在 PK 净息差的时代

中性维持

投资要点:

- 净息差在二季度会再次迎来反弹
- 资产质量风险被良好的业绩弱化
- 宏观风险是最大的风险

报告摘要:

- **“价值回归”使年初以来银行板块跑赢大盘。**年初至3月31日，银行板块上涨10.04%，上证综合指数上涨4.24%，行业跑赢大盘，总体情况好于去年。个股方面，兴业银行、华夏银行和南京银行涨幅居前。
- **净息差为王。**紧张的流动性导致银行议价能力显著提升，中小企业贷款利率上浮30%是正常情况。2月份加息后，最快的短期贷款利率要在二季度调整，一部分要到7月调整，所以从净息差弹性看，短期贷款占比高的银行在二季度会有较好的净息差，同时贷款调整频率快的银行，净息差也有好表现。
- **不确定的经济环境是主要的系统性风险来源。**通胀在二季度将达到高点，央行货币政策会坚持从紧态度，日本地震余威犹在，全球刺激政策退出，内忧外患是影响板块上涨的系统性因素。
- **投资建议。**2011年是银行板块利空逐渐兑现的年度，每一次利空兑现都构成利好，所以银行业在2011年会保持持续的活跃，潜伏的投资者可以获利10-15%，但是板块趋势性投资机会还未来临，除非市场对利率市场化形成清晰的认识。**个股方面，由于我们看好在央行紧缩背景下的银行议价能力，看好净息差反弹，所以，我们认为在PK净息差的时代，应重点关注净息差弹性好的民生银行、招商银行、中信银行，中长期看好农业银行，从小企业贷款占比优势看，宁波银行也是不错的选择。**

金融地产行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

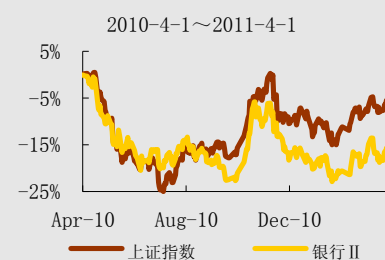
联系人:

张继袖

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*招商银行: 净息差大幅反弹——年报点评*银行*600036*张继袖》，2011.4
- 2 《宏源证券*公司研究*交通银行: 存款结构优化——年报点评*银行*601328*张继袖》，2011.3
- 3 《宏源证券*公司研究*工商银行: 大行风范——年报点评*银行*601398*张继袖》，2011.3
- 4 《宏源证券*公司研究*浦发银行: 手续费增长喜人——年报点评*银行*600000*张继袖》，2011.3

重点公司	股价	10EPS	11EPS	11BVPS	12BVPS	评级
民生银行	5.59	0.66	0.84	4.58	5.40	增持
中信银行	5.67	0.55	0.68	3.81	4.71	增持
招商银行	14.09	1.19	1.54	7.51	9.05	增持
兴业银行	28.71	3.09	2.25	10.84	13.70	增持
宁波银行	13.30	0.81	1.12	6.34	7.45	增持

目录

一、一季度行业表现	4
二、二季度行业预测	4
(一) 基本面分析: 净息差为王, 资产质量弱化	4
(二) 不确定的经济环境是主要的系统性风险来源	8
三、盈利预测与估值	11
四、投资建议	14

插图

图 1: 银行板块成交占比.....	4
图 2: 货币增速暂回常态区间.....	5
图 3: 中长期贷款占比下降.....	5
图 4: 上市银行净息差弹性分化.....	6
图 5: 上市银行手续费增速.....	7
图 6: 上市银行非息收入占比.....	7
图 7: 美国银行业非息收入走势.....	8
图 8: 2011 年 CPI 翘尾因素影响	8
图 9: 进出口增速下滑.....	9
图 10: 工业增加值增速维持高位.....	9
图 11: 投资增速创出新高.....	9
图 12: M1 与工业增加值同步变化	10
图 13: M1 与投资增速同步	10
图 14: 对日出口占比在 8%左右,	10
图 15: 美国工业部门产能利用率 09 年中期见底.....	11
图 16: 美国银行业净利润和 GDP.....	11

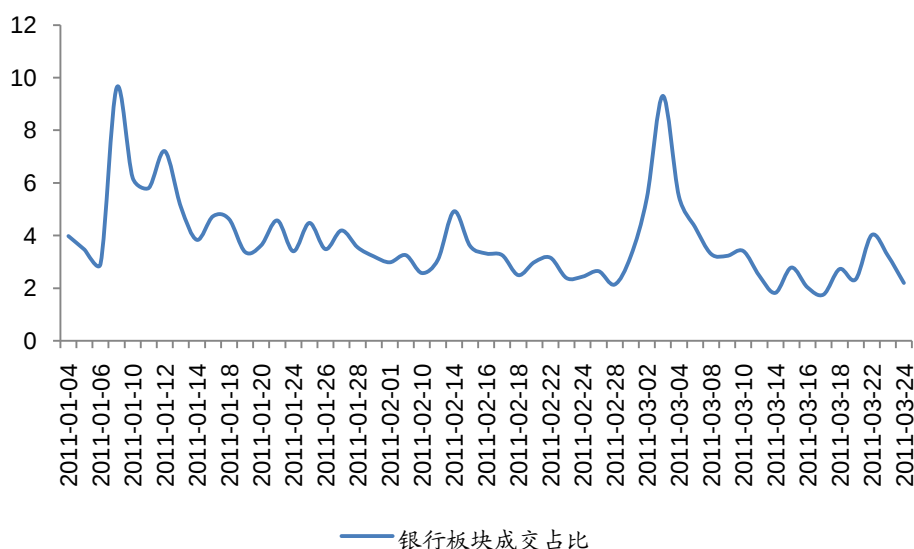
表格

表 1: 部分上市房地产企业现金流数据.....	7
表 2: 上市银行 2011 年盈利预测汇总.....	12
表 3: 上市银行盈利预测.....	12
表 4: 上市银行估值.....	13
表 5: 截至 3 月 24 日国外银行业估值.....	13

一、一季度行业表现

年初至3月31日，银行板块上涨10.04%，上证综合指数上涨4.24%，行业跑赢大市，总体情况好于去年。个股方面，兴业银行、华夏银行和南京银行涨幅居前。年初以来，银行板块出现过三周显著的反弹行情，分别出现在1月初、3月初和3月末，虽然我们检测过信贷资金与银行板块涨幅无显著关系，但月初是银行信贷投放的主要时间点，引发了市场对流动性和信贷增速的预期，板块出现上涨；而3月末的年报行情再次说明银行板块业绩稳定，估值安全的特点。

图1：银行板块成交占比



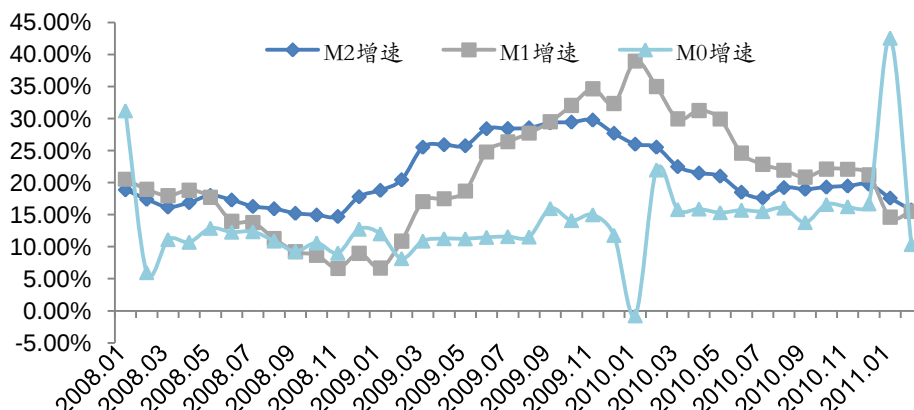
资料来源：宏源证券

二、二季度行业预测

（一）基本面分析：净息差为王，资产质量弱化

贷款：增速回落在预期之中。从央行数据看，1月和2月的新增人民币贷款分别为1.04万亿和5356亿元，同比增长18.5%和17.7%，比上年同期低25.4和9.8个百分点，贷款增速回落在预期之中。

图 2: 货币增速暂回常态区间

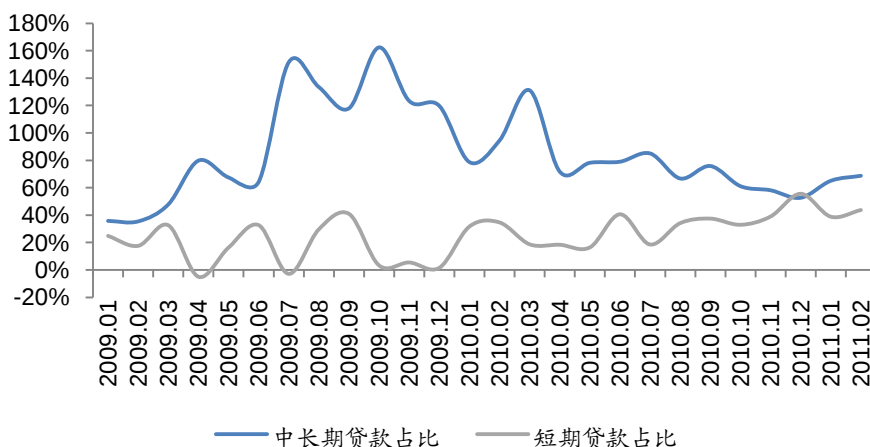


资料来源: 央行, 宏源证券

净息差: 保持反弹。紧张的流动性导致银行议价能力显著提升, 从草根调研的情况看, 排队等着拿贷款的客户非常多; 中小企业能以利率上浮 20% 拿到贷款都是质地非常好的客户, 上浮 30% 是正常情况; 从春节后开始, 以北京的情况看, 个人按揭首套房利率打折, 只有交行和农行的 VIP 客户可以享受, 其他银行都没有优惠利率了。基于此, 我们判断一季度的净息差有反弹空间, 但是年初以来的加息使得存款利率先行调整, 短期贷款利率至少要等到中期才调整, 这将对上半年的净息差反弹构成一定压力。

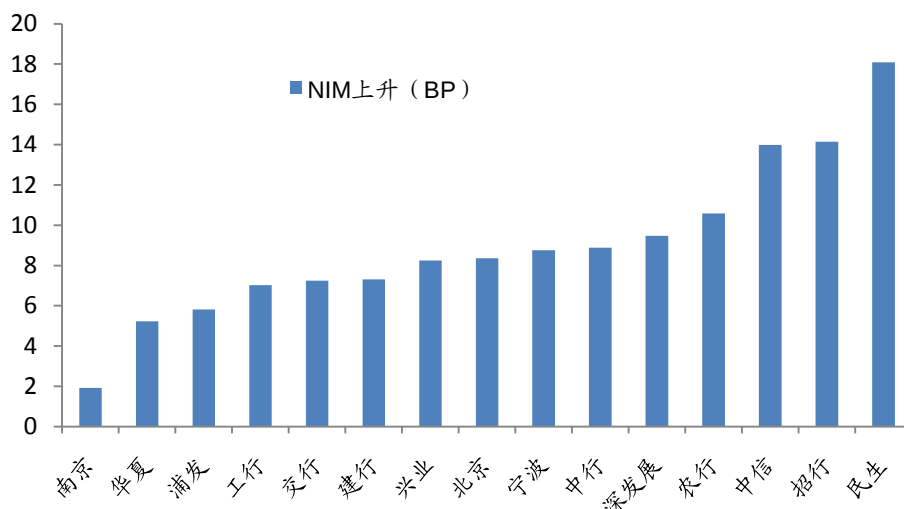
基于目前信贷额度的管控情况, 2 月份加息后, 最快的短期贷款利率要在二季度调整, 一部分要到 7 月调整, 所以从净息差弹性看, 短期贷款占比高的银行在二季度会有较好的净息差, 同时贷款调整频率快的银行, 净息差也有好表现。下图是我们假设 3 个月以内短期贷款利率上浮 50 个 BP 的净息差弹性, 民生银行、招行和中信银行位于反弹前列, 农行也不错。

图 3: 中长期贷款占比下降



资料来源: 宏源证券

图 4: 上市银行净息差弹性分化



资料来源: 宏源证券

资产质量: 融资平台拨备政策在一季度贯彻实施的概率较小。由于政策实施细则没有出台, 各家银行由于充足率原因也没有大幅计提拨备的动力, 加上报出来的数据显示融资平台不良率很低, 似乎也不会对资产质量构成实质性影响, 所以, 我们预计信贷成本不会出现大幅波动。

据二十一世纪经济报道, 地方融资平台贷款清理规范工作告一段落, 结果如下:

1、截至 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%, 其中 2.84 万亿已被剥离为一般商业贷款。若将这部分剔除, 实际平台公司贷款余额约为 6.25 万亿元, 占全部人民币贷款的 13.17%。

2、9.09 万亿贷款中, 全覆盖贷款余额为 5.11 万亿元, 占比 56.23%, 其中 2.84 万亿元可视为一般商业贷款; 基本覆盖类贷款为 2.21 万亿元, 占比 24.29%; 半覆盖贷款 7663 亿元, 占比 8.43%; 无覆盖贷款约 1 万亿元, 占比 11.05%。

3、地方金融机构、城商行, 尤其是诸如农信社、农合行这些农村金融机构发放的县级平台公司贷款较多, 控制风险能力较差, 因而, 未来针对这些银行的整改规范力度应该更大。

对此, 我们认为: 融资平台贷款风险从 2010 年以来, 成为持续压制银行估值的一个重要因素, 但随着时间的推移, 市场开始逐渐淡化其影响, 即使在该报道发布后, 市场反映也非常平淡。我们认为, 不管该数字与预期有多少差距, 有关部门已经就该问题给了市场一个交代。下面就是各家上市银行的具体操作, 我们预计, 由于上市银行的融资平台占比不高, 不考虑剥离为一般商业贷款的上市银行融资平台贷款余额约为 4~4.5 万亿, 占总贷款的 12%~15%, 显著低于全行业的平均 19.2% 的占比, 而且大部分在经济较好的县级以上政府。

而房地产风险需要数据验证, 从各地限购政策看, 需求被严格限制了, 成交量下滑概率大, 而价格是否松动还要看开发商的现金流情况。截至 3 月 30 日披露 2010 年财报的 69 家上市房地产企业的经营现金流为 -639.5 亿元, 而去年是 418.2 亿元, 从这部分数据看房地产企业的经营现金流已有恶化迹象。需要高度关注地产数据。

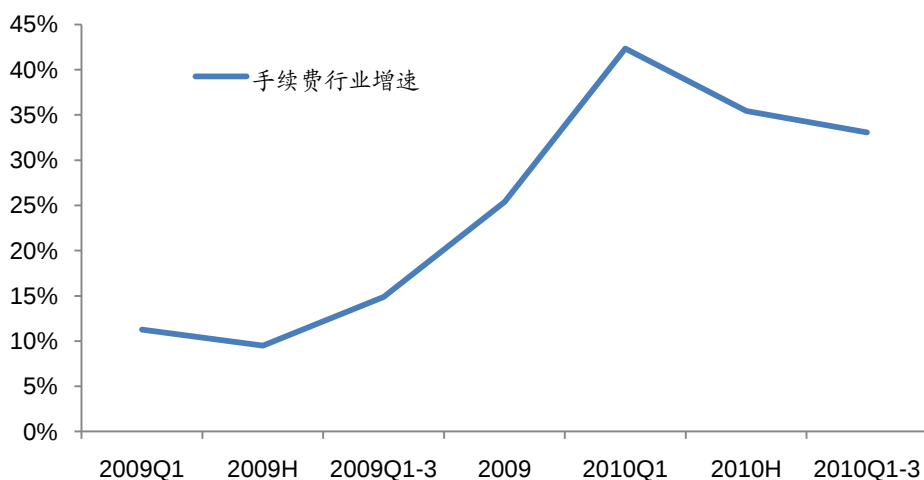
表 1: 部分上市房地产企业现金流数据

百万元	2008	2009	2010
经营活动产生的现金流量净额	-19949.75	41823.70	-63951.24
投资活动产生的现金流量净额	-15271.34	-16875.74	-19964.96
筹资活动产生的现金流量净额	38484.73	31419.74	113592.13
现金及现金等价物净增加额	3251.00	56417.28	29698.41

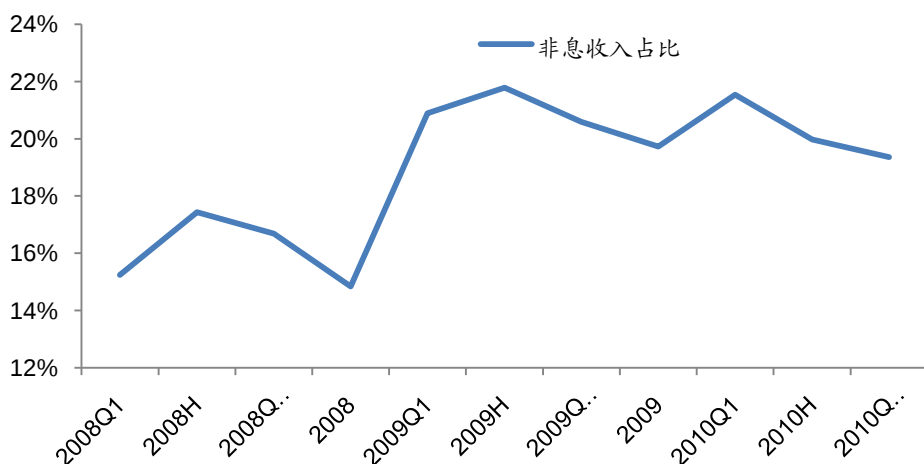
资料来源: wind, 宏源证券

非息收入: 受到负面冲击。

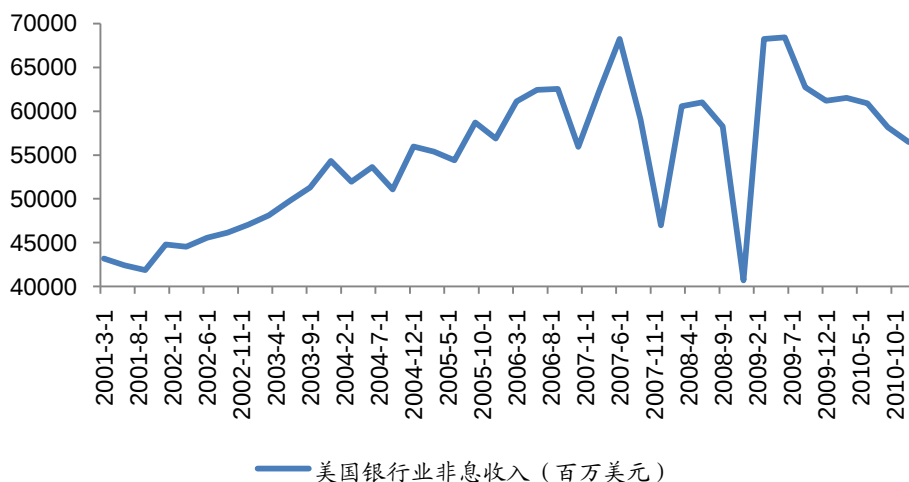
3月14日晚间, 银监会、央行和发改委发文要求银行业金融机构免除部分服务收费, 虽然这在一定程度上保障了社会公众利益, 但对银行业手续费收入会带来一定的冲击。从周行长在北大的演讲中我们判断, 利率市场化在“十二五”期间会初步实施, 存款的利率市场化一旦开始, 金融服务的价格也将市场化, 所以, 看好未来的非息收入表现。

图 5: 上市银行手续费增速


资料来源: 宏源证券

图 6: 上市银行非息收入占比


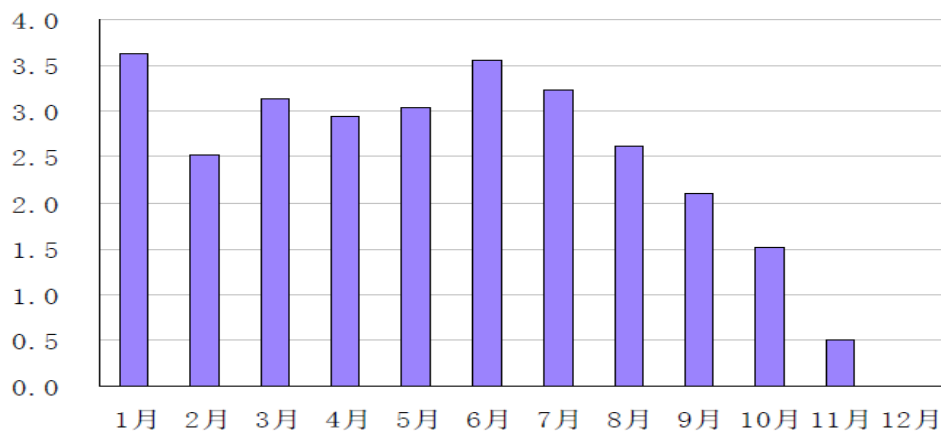
资料来源: 宏源证券

图 7: 美国银行业非息收入走势


资料来源: 宏源证券

(二) 不确定的经济环境是主要的系统性风险来源

通货膨胀在二季度将达到高点, 央行货币政策会坚持从紧态度, 这也许会对银行板块构成一定的压力。但市场已经预期到通胀在二季度的严重形势, 股价已有所反映。我们预期这种风险已经开始弱化。

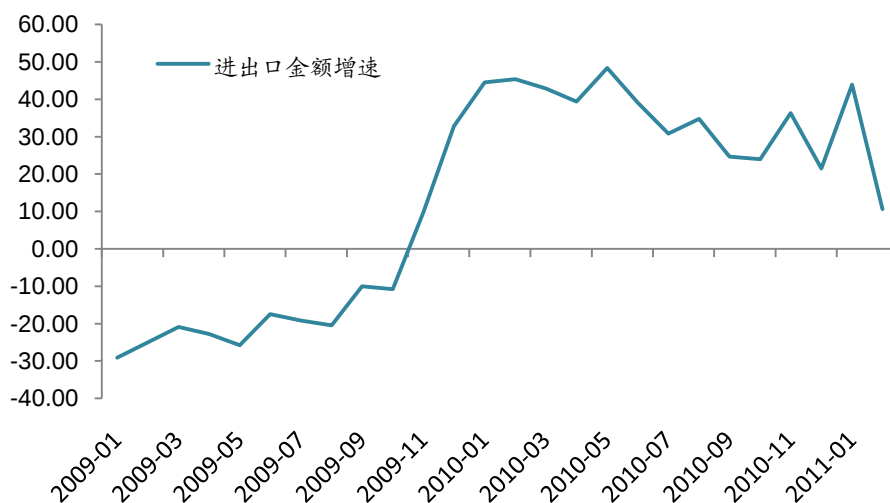
图 8: 2011 年 CPI 翘尾因素影响


资料来源: 宏源证券

严格的紧缩政策有可能导致经济数据下滑。从 2 月数据看, 进出口增速下滑至 10.60%, 出口增速仅为 4.9%; 工业增加值增速 14.90%, 高于去年下半年水平; 城镇固定资产投资完成额增速 34.04%, 是 2009 年以来的高位。但这些数据是货币政策适度宽松下的产物, 随着紧缩政策越演越烈, 经济数据下滑的概率会增大。从历史数据看, M1、M2 增速是工业增加值和投资增速的同步指标, 2 月份 M2 增速回落至 15.70%, 接近调控目标。

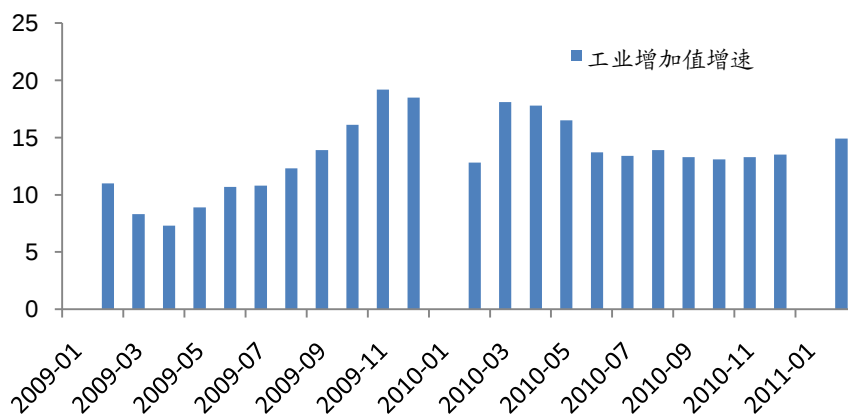
看国外的数据, 日本地震将对出口产生一定的影响; 而美国的复苏将有效拉动中国对美贸易。数据显示, 美国 2 月工业总体产出指数 95.49, 连续 3 个月在 95 以上, 工业部门产能利用率也连续 3 个月在 76 以上; 2 月份, 中国对日出口占全部出口的 8.47%, 进出口占比 10.46%。所以, 美国经济转暖利好中国出口, 而日本地震对中国出口的影响不好评估。

图 9: 进出口增速下滑



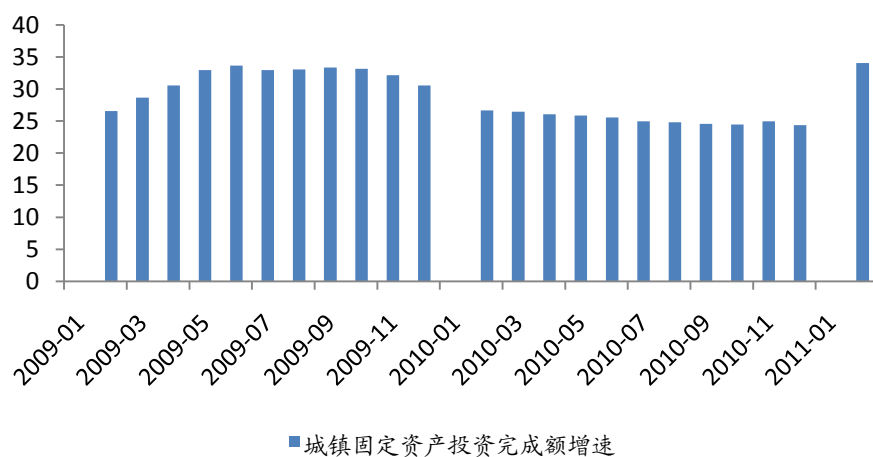
资料来源: 宏源证券

图 10: 工业增加值增速维持高位



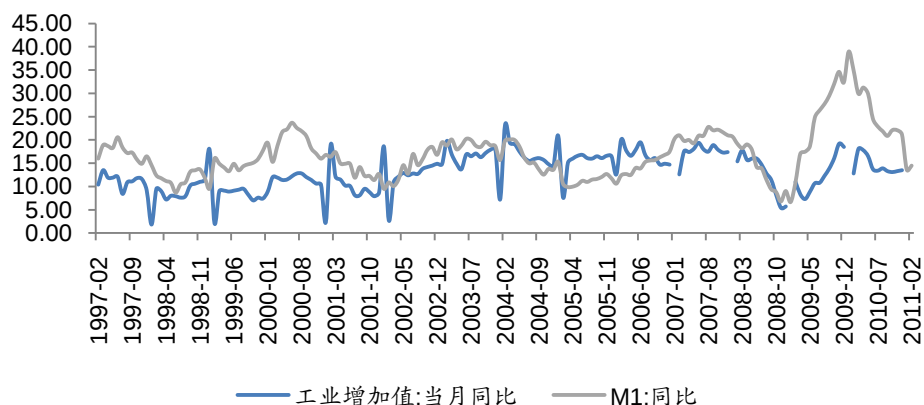
资料来源: 宏源证券

图 11: 投资增速创出新高



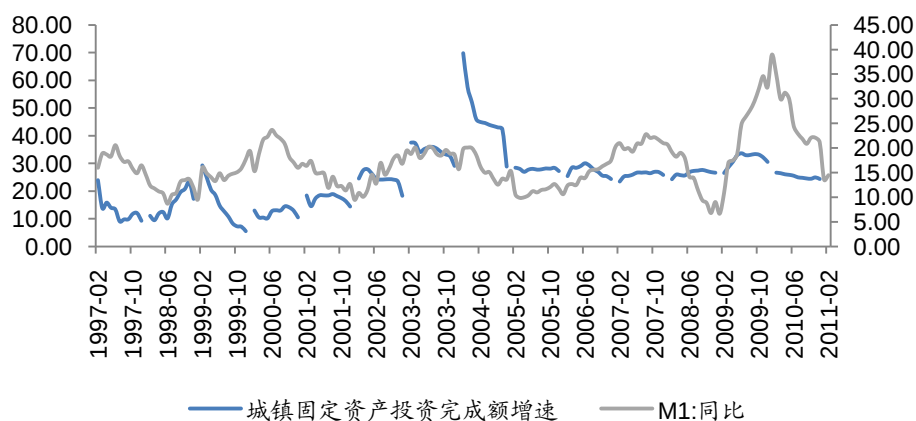
资料来源: 宏源证券

图 12: M1 与工业增加值同步变化



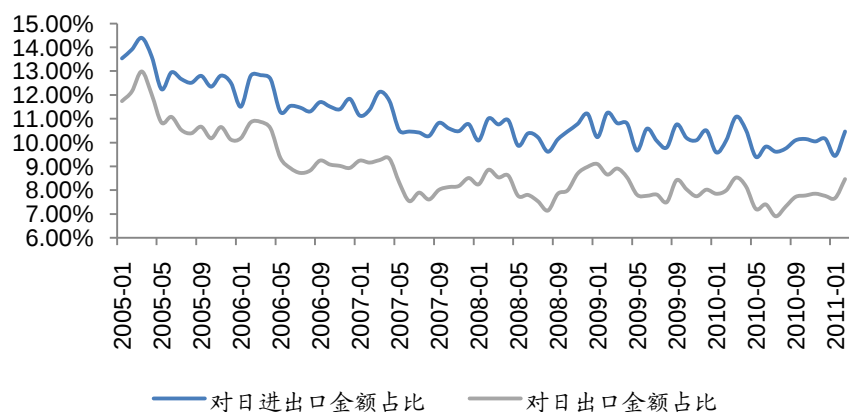
资料来源: 宏源证券

图 13: M1 与投资增速同步



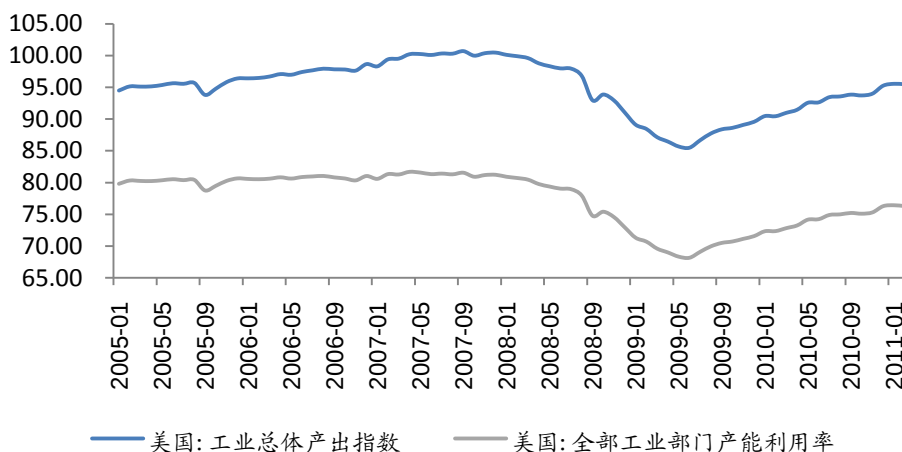
资料来源: 宏源证券

图 14: 对日出口占比在 8%左右,



资料来源: 宏源证券

图 15: 美国工业部门产能利用率 09 年中期见底



资料来源: 宏源证券

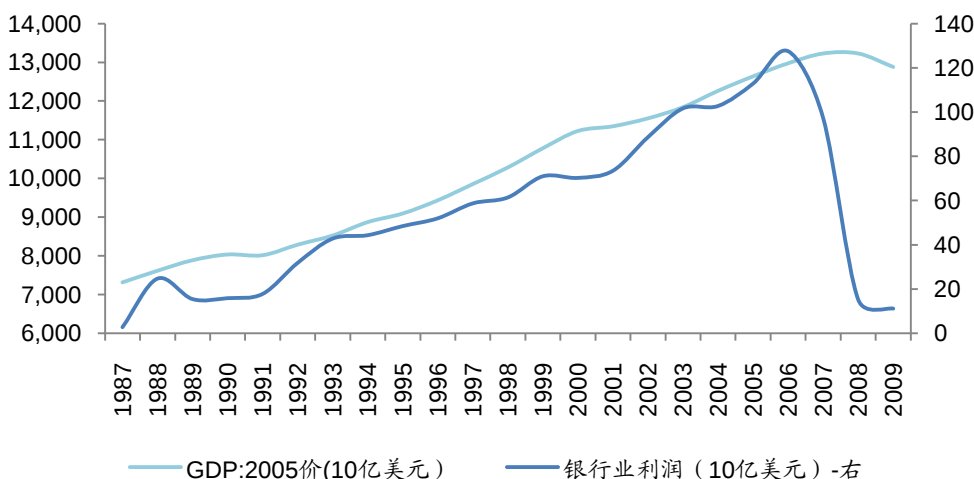
所以, 从宏观环境看, 内忧似乎大于外患, 内忧主要干扰因素是通胀压力和随之而来货币紧缩。

三、盈利预测与估值

我们在年度策略时提出全年利润增长 23%, 基于目前行业对 2010 年拨备并没有处理这样的事实, 即 2010 年行业不会增提融资平台贷款拨备, 2010 年行业净利润增长超预期, 2011 年是否补提拨备是盈利预测不确定的主要方面。而在信贷增长比较确定的情况下, 净息差会有不错的表现, 我们预计 16 家上市银行 2011 年净利润约 8217 亿元 (上调 200 亿元), 行业全年业绩增长 21.07% (下调 1.93 个百分点)。

估值上看, 在 2011 年盈利增速 21.07% 的前提下, 目前行业估值已到历史底部。国际比较看, 美国银行业 1990 年至 2007 年长期利润平均增速为 10.94%, 也就是在正常年度, 银行业可以保持 10% 的增速, 除非爆发大规模金融危机 (美国的银行业危机基本都是由房地产市场引发的, 所以中国房地产行业的调控和房价的稳定是银行业安全的必要前提), 所以我们假设中国银行业在不发生大规模危机的情况下, 行业长期盈利增速回归到 10%、10 倍的 PE 估值是可以实现的。目前的估值水平低于国际上主要新兴市场国家, 还是具有比较优势的。

图 16: 美国银行业净利润和 GDP



资料来源: FDIC, 宏源证券

表 2: 上市银行 2011 年盈利预测汇总

百万元	2008	2009	2010E	2011E
深发展 A	614	5031	6284	7870
宁波银行	1332	1457	2324	3228
浦发银行	12516	13217	19179	24521
华夏银行	3071	3760	5990	8030
民生银行	7885	12104	17581	22549
招商银行	21077	18235	25769	33207
南京银行	1456	1544	2336	3108
兴业银行	11385	13282	18521	24260
北京银行	5417	5634	7205	9366
交通银行	28423	30075	39172	47280
工商银行	110766	128599	166025	198261
建设银行	92599	106756	134844	156479
中国银行	63539	80819	104418	124109
中信银行	13320	14320	21509	26880
农业银行	51474	64992	94907	116745
光大银行	7316	7643	12678	15848
合计	432190	507468	678741	821741
yoy		17.42%	33.75%	21.07%

资料来源: 宏源证券

表 3: 上市银行盈利预测

	每股收益 (元)					BVPS			
	08	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E
深发展 A	0.62	1.44	1.80	2.26	2.88	5.87	9.62	11.01	13.18
宁波银行	0.25	0.51	0.81	1.12	1.68	3.38	5.52	6.34	7.45
浦发银行	0.44	0.92	1.34	0.43	0.53	4.74	8.57	2.59	1.80
华夏银行	0.39	0.75	1.20	1.61	1.48	6.06	7.11	9.15	10.39
民生银行	0.23	0.45	0.66	0.84	0.90	3.30	3.90	4.58	5.40
招商银行	0.61	0.85	1.19	1.54	1.93	4.30	6.21	7.51	9.05
南京银行	0.27	0.52	0.79	1.05	1.27	4.06	6.42	7.36	8.49
兴业银行	1.09	2.22	3.09	2.25	2.92	9.95	15.94	10.84	13.70
北京银行	0.47	0.90	1.16	1.50	1.87	6.03	7.03	8.27	9.80
交通银行	0.28	0.53	0.69	0.76	0.97	2.91	3.94	4.16	4.45
工商银行	0.18	0.37	0.47	0.57	0.70	1.93	2.35	2.74	3.18
建设银行	0.23	0.43	0.54	0.63	0.85	2.22	2.79	3.18	3.66
中国银行	0.15	0.29	0.37	0.44	0.49	1.84	2.31	2.55	2.81
中信银行	0.22	0.37	0.55	0.68	0.83	2.63	3.08	3.81	4.71
农业银行	0.00	0.20	0.29	0.36	0.44	1.06	1.67	1.98	2.35
光大银行	0.00	0.19	0.31	0.39	0.50	1.19	2.01	2.23	2.55

资料来源: 宏源证券

表 4: 上市银行估值

	收盘价		市盈率 (倍)				市净率(倍)		
	2011-3-31	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E
深发展 A	16.38	11.35	9.08	7.25	5.70	2.79	1.70	1.49	1.24
宁波银行	13.58	26.87	16.85	12.13	8.07	4.02	2.46	2.14	1.82
浦发银行	13.85	15.04	10.36	32.42	25.89	2.92	1.62	5.34	7.68
华夏银行	12.59	16.71	10.49	7.82	8.51	2.08	1.77	1.38	1.21
民生银行	5.65	12.47	8.59	6.69	6.30	1.71	1.45	1.23	1.05
招商银行	14.28	16.90	12.56	9.40	7.79	3.32	2.28	1.91	1.60
南京银行	11.39	21.90	14.48	10.88	9.00	2.81	1.77	1.55	1.34
兴业银行	29.32	13.23	9.49	13.04	10.05	2.95	1.84	2.70	2.14
北京银行	12.21	13.50	10.55	8.12	6.52	2.02	1.74	1.48	1.25
交通银行	5.74	10.74	8.27	7.23	5.81	1.97	1.45	1.37	1.25
工商银行	4.52	12.27	9.55	8.00	6.47	2.34	1.92	1.65	1.42
建设银行	5.03	11.78	9.33	8.04	5.88	2.26	1.80	1.58	1.37
中国银行	3.36	11.61	8.98	7.56	6.81	1.82	1.46	1.32	1.19
中信银行	5.77	15.73	11.23	8.66	7.21	2.19	1.88	1.60	1.35
农业银行	2.75	13.74	9.41	7.65	6.32	2.61	1.65	1.39	1.17
光大银行	3.90	20.63	12.44	9.95	7.78	3.28	1.94	1.75	1.53
行业平均		15.28	10.73	10.30	8.38	2.57	1.80	1.87	1.79
国有大行平均		12.03	9.11	7.69	6.26	2.20	1.66	1.46	1.28
股份制银行平均		15.26	10.53	11.90	9.90	2.66	1.81	2.18	2.23
城商行平均		20.76	13.96	10.38	7.86	2.95	1.99	1.72	1.47

资料来源: 宏源证券

表 5: 截至 3 月 24 日国外银行业估值

	PB		PE		公司数量
	当前	2011E	当前	2011E	
芝加哥	0.97	1.08	37.39	27.51	509
多伦多	2.15	1.9	13.59	12.06	10
泛欧巴黎	0.59	0.66	7.5	6.91	0.59
伦敦	0.93	0.97	29.01	11.18	9
香港	1.76	1.6	16.09	12.43	13
东京	0.69	0.66	13.37	13.31	89
韩国	0.73	0.88	22.22	7.38	15
台湾	1.22	1.19	109.81	12.96	18
孟买	1.65	1.67	12.76	13.25	40
印尼	2.37	2.65	31.81	15.46	29
吉隆坡	1.95	1.82	11.22	12.24	12
菲律宾	1.66	1.3	11.7	10.35	18
曼谷	1.96	1.72	19.25	13.21	10

资料来源: bloomberg, 宏源证券

四、投资建议

2011 年是银行板块利空逐渐兑现的年度，每一次利空兑现都构成利好，所以银行业在 2011 年会保持持续的活跃，潜伏的投资者可以获利 10-15%，但是板块趋势性投资机会还未来临，除非市场对利率市场化形成清晰的认识。

个股方面，由于我们看好在央行紧缩背景下的银行议价能力，看好净息差反弹，所以，我们认为在 PK 净息差的年代，应重点关注净息差弹性好的民生银行、招商银行、中信银行，中长期看好农业银行，从小企业贷款占比优势看，宁波银行也是不错的选择。

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行行业研究员，南开大学会计学博士。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。