

拨开乌云初见日，一遇东风便化龙

报告日期：2011年3月28日

—— 银行业 2011 年 2 季度投资策略

分析师

吴小玲

☎0755-83516255 ✉ wuxl@cgws.com

执业证书编号：S1070210090003

程宾宾, CFA

☎0755-83511215 ✉ cbb@cgws.com

执业证书编号：S1070210070008

要点：

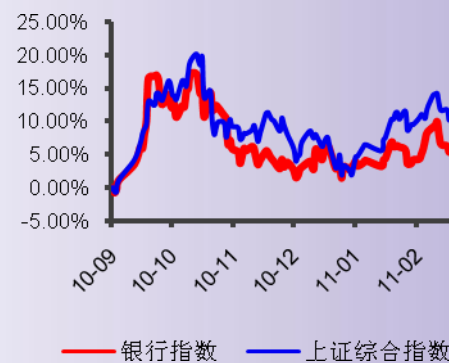
- **R 与 g 值预期变化**是行业估值变化的决定因素：2010 年以来业绩的高速增长与板块表现疲软之间的矛盾持续延续，我们认为有必要对行业估值的决定因素做重新认识。我们认为戈登永续分红模型仍旧是较适合银行的估值方式，或者说在解释银行的估值上有着更强的说服力。其中 D、R、g 中，我们更关注 R 与 g，并作为本次策略的主要研究内容。
- **g 值存上调预期**：尽管 2010 年业绩增长不错，但是由于监管压力和地方融资平台等因素的存在，市场普遍对 g 值未来状况存在担忧，这也是银行在 2010 年表现不佳的原因。这些负面因素包括：存款准备金调整、加息、更高的资本要求、地方融资平台贷款质量等，我们认为这些压力在 2011 年 1 季度以来已经逐步减缓，此外市场对 2011 年盈利增速预期低于 2010 年也有了充分的认识，这些成为 g 值上调的基础。随息差的逐步回升，g 预期上调将成为趋势。
- **R 值上行压力存在被减缓可能**：尽管在 2010 年以来央行持续通过提高存款准备金率、提高基准利率等方式收紧流动性，但是我们预计这种收紧将在一定程度上被人民币升值所带来的热钱效应对冲，并是 R 值保持在一定程度上不会过高上升。前期，由于美国相对宽松的货币政策，人民币相对于美元已经有了一定幅度的升值；未来人民币存在因应对输入型通货膨胀而主动升值的可能（参见我们此前报告），流动性收紧所带来的 R 值升高压力，将进一步被化解。
- **投资建议**：考虑到 g 值预期存在较大修复可能性，而 R 值不会进一步升高，我们对板块在 2 季度的表现充满信心，给予推荐评级，并重点推荐我们前期推荐的招行、兴业、民生、宁波等。
- **风险提示**：宏观经济、信贷政策超预期可能带来负面影响过大。

投资评级：推荐（维持）

重点公司盈利预测及评级

股票代码	10EPS	11EPS	10PE	11PE	评级
招商	1.19	1.50	12.0	9.6	推荐
兴业	3.09	4.00	9.8	7.6	推荐
浦发	1.34	1.71	10.6	8.3	中性
北京	1.19	1.53	10.4	8.0	中性
民生	0.66	0.79	8.8	7.4	推荐
建设	0.54	0.65	9.3	7.7	中性

行业表现



相关报告

独立声明

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。



正文目录

一、重新认识决定银行估值的核心因素	4
二、G 值迎来重估	6
2.1 监管政策压力好于预期.....	7
2.2 融资平台贷款政策落地，清查结果或好于预期.....	10
2.3 增长趋缓已被市场预期，息差上行或超预期.....	11
2.4 影响 G 值预期的其他变化压力小于预期	15
2.5 G 值向上调整预期强烈	17
三、R 值升高压力在一定程度上被升值对冲	18
3.1 流动性不能完全左右 R 值.....	18
3.2 人民币升值将缓解 R 值上升压力	19
四、投资建议	20



图目录

图 1: A 股上市银行相对 H 股折价	4
图 2: 2010 年 3 月至 2011 年 3 月银行指数表现	6
图 3: 近 1 月银行指数表现	6
图 4: 贷款拨贷比最新要求	8
图 5: 上市银行表内资产的杠杆率	9
图 6: 银行间同业拆借加权利率上升显著	12
图 7: 债券到期收益率 大幅攀升	12
图 8: 票据贴现率持续攀升	12
图 9: 贴现率今年以来较去年同期平均上升近 300BPP	12
图 10: 存款准备金调整至历史最高位	13
图 11: 贷款同比增速下降	13
图 12: 银行 NIM 在 2010Q3 较前半年上升了 5-7 个 BP	13
图 13: 贷款上浮占比距 05 年峰值有 16 个百分点空间	13
图 14: 上市银行存贷比情况	14
图 15: 个人经营贷款占比逐渐上升	14
图 16: 2007-2008 年 10 月银行指数走势	18
图 17: 2006-2008 SHIBOR 1 月期利率	18
图 18: 近期美元对人民币中间价及 NDP	19
图 19: 银行板块近期涨跌幅	20
图 20: 银行股与其他行业相比非常便宜	21
图 21: 银行股的市盈率处于历史低位	22
图 22: 银行股的市净率处于历史低位	22

表目录

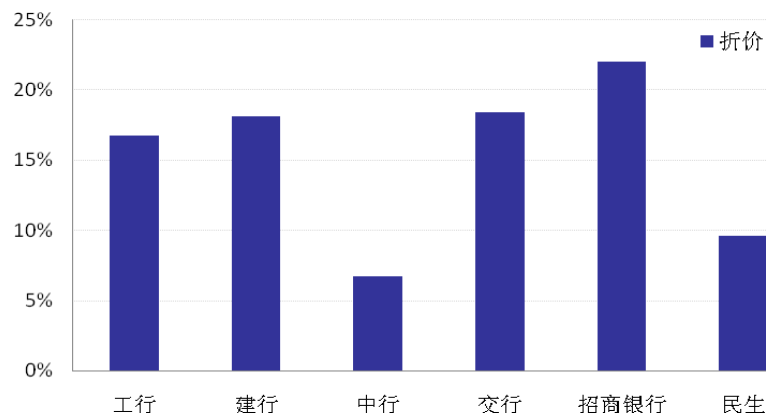
表 1: 各类银行资本充足率要求变动	7
表 2: 上市银行拨贷比现状及未来达标期间信贷成本测算	9
表 3: 央行 2010 年四季度以来调息的累积幅度	11
表 4: 目前我国存贷款法定利率水平	11
表 5: 央行调息对银行 NIM 的影响测算	11
表 6: 上市银行资产负债结构	15
表 7: 存款准备金率调整 50BP 对银行 NIM 影响测算	16
表 8: A 股各行估值情况	21



一、重新认识决定银行估值的核心因素

尽管在2010年初，业绩已经预期2010年全年行业将有平均30%以上的净利润增长，但是行业估值依然一路下滑，并于2010年9月创下历史新低。与此同时，银行板块相对其他板块的折价也创下了历史新高，银行股A/H折价达到20%左右。业绩已经不能完全解释板块的估值，板块的估值陷入相对混乱状态，对此我们认为有必要重新认识板块估值的决定因素。

图 1: A 股上市银行相对 H 股折价



$$PE = \frac{\text{Dividend Ratio}}{R - g} = \frac{\text{Dividend Ratio}}{r + i - g}$$

注: D=Dividend Ratio r=无风险利率 i=股票风险溢价 g=股息增长率

我们认为上述戈登永续分红模型，仍是衡量银行业估值水平的最为有效地方法，具体理由如下：

其一、同其他行业相比，银行业处于较成熟发展的阶段，其盈利增长率相对稳定，不存在较大起伏波动；

其二、由于银行板块波动率（ δ ）相对较小因此所需要的风险溢价较小、同时基本保持稳定；

其三、银行是目前各板块中分红相对稳定的板块。

目前各公司分红比例之间存在较大差异，而且未形成统一预期。因此其变化不是我们本次分析板块估值的核心因素，我们将重点放在g与r上。我们的核心观点是：一、前期调控导致g值下调是板块表现低迷的核心因素，目前上述因素带来的不确定性已经逐渐消失，g值将迎来重估；二、升值将



对冲流动性的收紧，并在一定程度上缓解 r 上升压力，甚至迫使其下降，流动性带来的压力也将消失。

综合上述因素，我们认为银行业已经具备了估值修复的基础，一旦升值预期进一步增强，其反弹将如期而至。正所谓

拨开乌云初见日，一遇东风便化龙。

二、g 值迎来重估

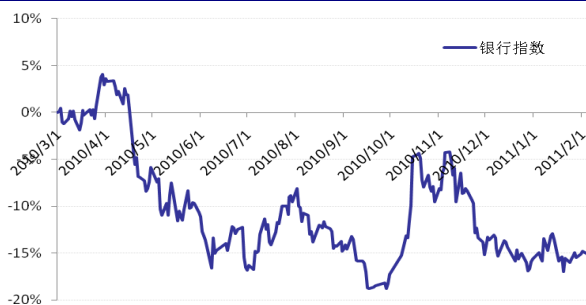
g 值的重估是板块估值变化的契机

我们首先要强调的是，对板块估值产生影响的是对盈利增长变化的预期，而不是盈利增长本身。也即即便盈利仍保持一定程度的高速增长，但是如果这种增长被预期不可持续，那么板块估值依旧存在下降可能性。

典型的如2010年3月以来的行情：2010年3月开始地方融资平台贷款的风险逐渐被市场预期，同时针对商业银行的更为严格的拨备要求和资本充足率要求，尽管市场普遍保守预期板块在2011年仍将有20%以上的净利润增长，但是板块估值节节下挫并在2010年9月创下历史新低。正如我们的判断，对g变化的预期改变了估值，而不是g本身。

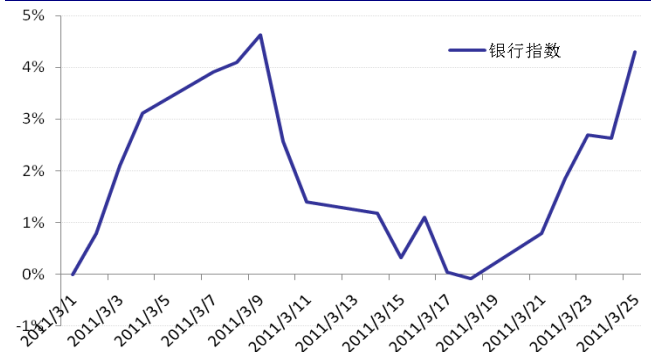
相应的，如果不考虑其他因素，即便实际净利增速不高，但是如果对g的预期提高，那么估值也存在提升的可能性。2011年3月以来板块估值出现震荡向上的态势，我们认为g预期的上调已经被部分投资者所认识。更为重要的是随监管的放松、地方融资平台贷款质量好于预期，g预期存在持续上调的可能性。

图 2：2010 年 3 月至 2011 年 3 月银行指数表现



数据来源：Wind 长城证券研究所

图 3：近 1 月银行指数表现



数据来源：wind 长城证券研究所

2.1 监管政策压力好于预期

媒体报道国务院批复的银监会四大监管工具（包括资本充足率、拨备率、杠杆率和流动性），在执行标准、推进时间表和适用范围方面，均放松了要求，明显好于市场之前的预期。

2.1.1 资本充足率——要求有所下降，执行时间亦推迟一年。

各类银行潜在最高资本充足率的最新版较初稿下降3.5个百分点，其中核心资本、一级资本、总资本分别由原先的6%、8%、10%下调至5%、6%、8%，留存超额资本的区间由0-4%缩窄到0-2.5%。执行新标准后，系统重要性银行的核心资本、总资本充足率的要求分别为8.5%和11.5%；非系统重要性银行的核心资本、总资本充足率的要求则分别为8.5%和10.5%。

新资本要求的执行时间（全部银行）和达标时间（仅系统性重要银行）皆推迟一年。新方案将要求各银行从2012年开始实施新的资本充足率，系统重要性银行须在2013年底达标（推迟了一年），非系统重要性银行须在2016年达标（不变）。

表 1：各类银行资本充足率要求变动

最新稿较初稿变动									
	核心一级资本	一级资本	总资本	留存超额超额资本	反周期超额资本	系统重要性附加资本	执行时间	达标时间	潜在最高资本充足率
系统重要性银行 (2012年前仅包括中农工建交五大行)	-1%	-2%	-2%	最高值减少1.5%	不变	不变	推迟一年	推迟一年	-3.5%
非系统重要性银行	-1%	-2%	-2%	最高值减少1.5%	不变	不变	推迟一年	不变	-3.5%
最新稿要求									
	核心一级资本	一级资本	总资本	留存超额超额资本	反周期超额资本	系统重要性附加资本	执行时间	达标时间	潜在最高资本充足率
系统重要性银行 (2012年前仅包括中农工建交五大行)	5%	6%	8%	0-2.5%	0-2.5%（仅在信贷超增、系统风险加大时计提）	1%	2012年初	2013年底	14%
非系统重要性银行	5%	6%	8%	0-2.5%	0-2.5%（仅在信贷超增、系统风险加大时计提）	0%	2012年初	2016年底	13%

数据来源：媒体报道、长城证券研究所

另外，银监会计计划在2012年初提出系统重要性银行评估体系标准，这意味着短期内仅工、农、中、建、交五大行被划为系统重要性银行，则此



前被市场担忧会被列为系统重要性银行的招行将因此而缓解资本潜在压力。

2.2.2 拨贷比——具体标准及时间皆有所放松

新版贷款拨备比要求由原来的2.5%的要求修改为“原则上不低于2.5%”，我们推断部分在多项指标符合监管预期目标的银行可能会被许可执行低于2.5%的拨贷比要求。在时间方面，执行时间推迟至2012年初，系统重要银行的达标时间推迟至2013年底，非系统重要银行仍继续保持2016年底的达标要求，且对个别非系统重要银行可能给予两年的宽限期。

图 4：贷款拨贷比最新要求

最新稿较初稿变动			
	拨贷比指标	拨贷比执行时间	拨贷比达标时间
系统重要性银行（2012年前仅包括中农工建交五大行）	有所放松，仅“原则上不低于2.5%”	推迟一年	推迟一年
非系统重要性银行	有所放松，仅“原则上不低于2.6%”	推迟一年	可能对个别放松两年
最新稿要求			
	拨贷比指标	拨贷比执行时间	拨贷比达标时间
系统重要性银行（2012年前仅包括中农工建交五大行）	原则上不低于2.5%	2012年初	2013年底
非系统重要性银行	原则上不低于2.6%	2012年初	2016年底，但可能个别会推迟至2018

数据来源：媒体报导、长城证券研究所

拨贷比要求及时间皆有所放松，这将大大缓解银行短期内大提拨备的压力。大银行由于目前该项指标均高于2%，2013年底的达标要求对其业绩影响较小，2011-2013年间平均信贷成本并不会显著上升；中小银行拨贷比基础相对较弱，但6-8年的达标宽限期将熨平拨贷比对其短期业绩的波动影响（2011年-2016年间拨贷比指标导致的平均信贷成本约在0.4%），且部分银行还可能因其管理水平等多项指标突出而获得优惠政策（可能低于2.5%）。

表 2: 上市银行拨贷比现状及未来达标期间信贷成本测算

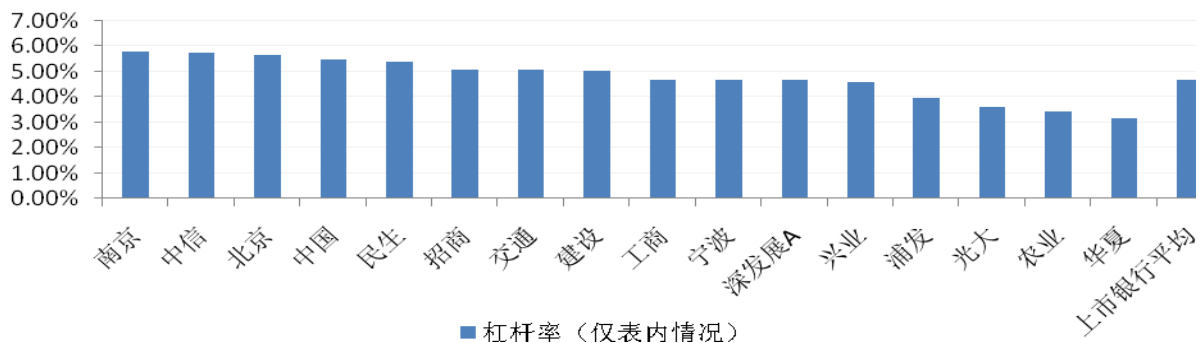
	深发展 A	浦发	华夏	民生	招商	兴业	农业	交通	工商	光大	建设	中国	中信	宁波	南京	北京	上市银行平均
拨贷比10H	1.37%	1.86%	2.49%	1.80%	1.98%	1.37%	3.15%	1.97%	2.39%	2.25%	2.49%	2.26%	1.38%	1.27%	2.15%	1.95%	2.33%
拨贷比10Q3	1.44%	1.85%	-	1.93%	1.91%	1.39%	3.32%	2.05%	2.42%	2.31%	2.49%	2.19%	1.43%	1.31%	2.18%	-	2.32%
拨贷比变动	0.06%	-0.01%	-	0.13%	-0.07%	0.02%	0.17%	0.08%	0.03%	0.06%	0.00%	-0.07%	0.04%	0.04%	0.03%	-	2.31%
达标之日累计计提拨备（大行2013、中小行2016）-假设每年信贷增速15%	17,300	42,441	16,082	38,202	53,491	36,303	22,883	38,046	90,703	25,530	70,449	89,582	52,293	4,283	2,874	11,744	612,207
平摊至每年对业绩的影响（考虑税费）	2,163	5,305	2,010	4,775	6,686	4,538	5,721	9,511	22,676	3,191	17,612	22,396	6,537	535	359	1,468	115,484
2011年信贷成本	0.50%	0.46%	0.38%	0.45%	0.45%	0.51%	0.11%	0.41%	0.32%	0.40%	0.31%	0.38%	0.51%	0.52%	0.42%	0.44%	0.41%
2012年信贷成本	0.44%	0.40%	0.33%	0.39%	0.39%	0.44%	0.10%	0.35%	0.28%	0.35%	0.27%	0.33%	0.44%	0.45%	0.36%	0.38%	0.36%
2013年信贷成本	0.38%	0.35%	0.29%	0.34%	0.34%	0.39%	0.08%	0.31%	0.24%	0.31%	0.23%	0.28%	0.38%	0.39%	0.32%	0.33%	0.31%
达标期间平摊至每年的平均信贷成本（考虑税费）	0.33%	0.30%	0.25%	0.29%	0.29%	0.33%	0.09%	0.35%	0.27%	0.26%	0.26%	0.32%	0.33%	0.34%	0.27%	0.29%	0.29%

数据来源：媒体报导、长城证券研究所

2.2.3 杠杆率和流动性两大指标——具体标准不变但时间皆放宽

杠杆率（一级资本/表内外总资产）仍维持4%的标准，但执行时间推迟一年至2012年初，达标时间上，系统重要性银行推迟一年至2013年底，非系统重要性银行仍为2016年。在流动性指标（LCR和NSFR）方面，由初稿中的2011年底达标延长至2013年底达标。目前上市银行的平均表内杠杆率在4.7%左右（绝大部分银行的表内杠杆率在4.5%以上，浦发、光大、农业和华夏的表内都在4%以下），即如表外资产小于表内资产的1/5的话，多家银行皆可获得达标。

图 5: 上市银行表内资产的杠杆率



数据来源：公司公告、长城证券研究所。备注：除南京、宁波、浦发、深发展使用 2010Q3 资本数据外，其余皆由 2010H 资本数据求得。



2.2 融资平台贷款政策落地，清查结果或好于预期

2010年底银监会下发了关于政府融资平台贷款的110号文，对融资平台贷款的清查和分类、风险权重以及应计提的拨备标准都进行了明确，主要包括：（1）根据平台公司自身现金流覆盖贷款本息的比率，将其分为“全覆盖、基本覆盖、半覆盖和无覆盖”四类（100%以上、70%到100%之间、30%到70%之间、30%以下）；（2）针对四类划分大幅提高资本充足率计算的风险权重，全覆盖类风险权重为100%，基本覆盖类140%，半覆盖及无覆盖类分别高达250%及300%。

据媒体报导，截至2010年11月末，全国地方融资贷款余额约9.09万亿元（占比19.16%），其中2.84万亿已被剥离为一般商业贷款，剔除后平台贷款余额为约6.25万亿元（占比13.17%）。其中第一类全覆盖贷款余额为5.11万亿元（占比56.23%，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%）。风险较大的后两类贷款占比合计19.5%，低于市场之前的预期。预计近半年来上市银行对平台贷款的清理和整改效果明显，据业内人士称占比达68.72%的县级平台贷款主要是由农信社等小型金融机构发放，而且上市银行的风险治理能力相对较强，最后结果或好于市场预期，自2010年以来压制银行板块估值的平台贷款因素会在未来明确，可能会成为推动估值修复的重要推动力。

2.3 增长趋缓已被市场预期，息差上行或超预期

从2010年四季度来的多次加息、多次上调存款准备金等紧缩政策叠加作用下，上市银行的各项资产收益率皆获得相当程度的提升，并且，已出台紧缩政策的效用威力在未来将继续显现。

2.1.1 多次调息的效应将在未来继续显现

(1) 三次调息后对存贷款息差的综合结果为正面

2010年四季度来央行进行了3次加息，头两次皆正面利好银行业，第三次由于调高了活期存款利率而对息差有小幅负面影响，如不考虑调息对其他资产收益率的推升作用，央行三次调息后上市银行的息差有望平均提升2个BP，其中招行、中信和兴业有望受益较多。

表 3: 央行 2010 年四季度以来调息的累积幅度

贷款利率变动-各期限结构%	2010 年以来累计调整
D≤6 个月	0.74
6 个月<D≤1 年	0.75
1 年<D≤3 年	0.70
3 年<D≤5 年	0.69
D>5 年	0.66
存款利率变动-各期限结构%	2010 年以来累计调整
活期及即期	0.04
定期 3 月	0.89
定期半年	0.82
定期一年	0.75
定期二年	1.11
定期三年	1.17
定期五年	1.40

数据来源：央行、长城证券研究所

表 4: 目前我国存贷款法定利率水平

贷款利率数值	最新
D≤6 个月	5.60
6 个月<D≤1 年	6.06
1 年<D≤3 年	6.10
3 年<D≤5 年	6.45
D>5 年	6.60
存款利率数值	最新
活期及即期	0.40
定期 3 月	2.60
定期半年	2.80
定期一年	3.00
定期二年	3.90
定期三年	4.50
定期五年	5.00

数据来源：央行、长城证券研究所

表 5: 央行调息对银行 NIM 的影响测算

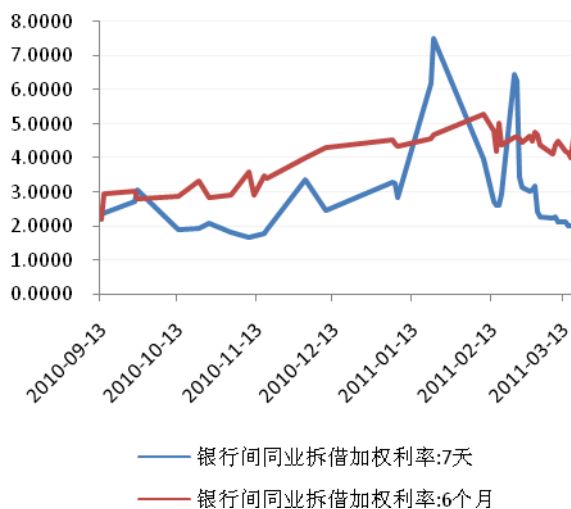
存贷款利率变动对NIM的影响 (BP)	工行	建行	招行	中信	民生	南京	深发展	中行	交行	北京	宁波	华夏	浦发	兴业	光大	农行	行业
贷款利率变动对NIM变动	33.9	35.6	40.9	43.6	39.9	28.2	41.7	38.5	34.0	32.8	29.6	35.5	38.6	31.8	35.8	32.2	33.8
存款利率变动对NIM变动	36.2	35.0	32.2	34.6	38.6	30.6	42.0	36.8	36.3	28.5	28.2	30.9	37.6	25.7	35.3	32.2	31.8
存贷款利率变动对NIM变动	(2.3)	0.6	8.7	9.1	1.3	(2.4)	(0.3)	1.7	(2.3)	4.3	1.4	4.6	1.0	6.1	0.4	(0.0)	2.0

数据来源：公司公告、长城证券研究所。备注：除南京、宁波、浦发、深发展使用 2010Q3 资本数据外，其余皆由 2010H 资本数据求得。

(2) 市场利率大幅上升

持续加息及资金偏紧的市场环境下，各类市场利率自2010年末开始皆快速上升，6个月的银行间同业拆借利率近半年平均值上升了190BP，7天拆借利率平均值亦上升近50BP（期间波动幅度巨大），同业资产头寸为净拆出的银行（一般是存款基础好的银行）将因此受益。；1年期的银行间国债和央行票据今年以来较去年同期平均上升了135个BP，超过同期限的贷款利率上升幅度近60个BP，接近于五年期的存款上升幅度。票据贴现率今年以来较去年同期平均上升幅度达300BP。

图 6：银行间同业拆借加权利率上升显著



数据来源：Wind 长城证券研究所

图 7：债券到期收益率 大幅攀升



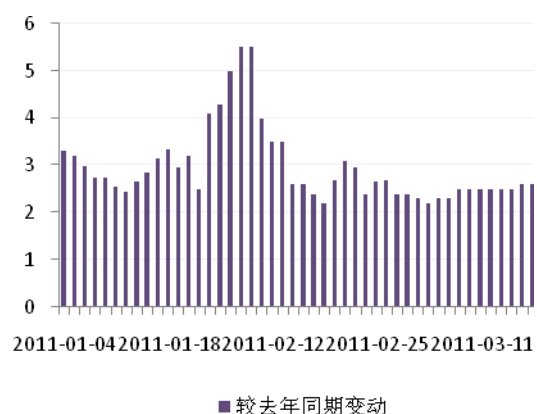
数据来源：wind 长城证券研究所

图 8：票据贴现率持续攀升



数据来源：Wind 长城证券研究所

图 9：贴现率今年以来较去年同期平均上升近 300BPP

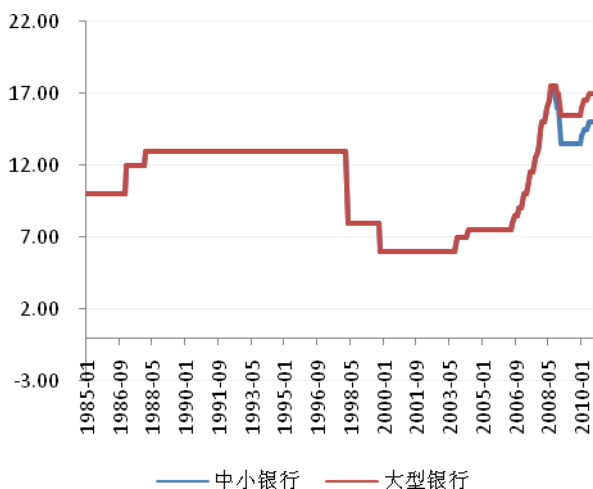


数据来源：wind 长城证券研究所

2.1.2 信贷紧缩背景下，银行议价能力将持续上升

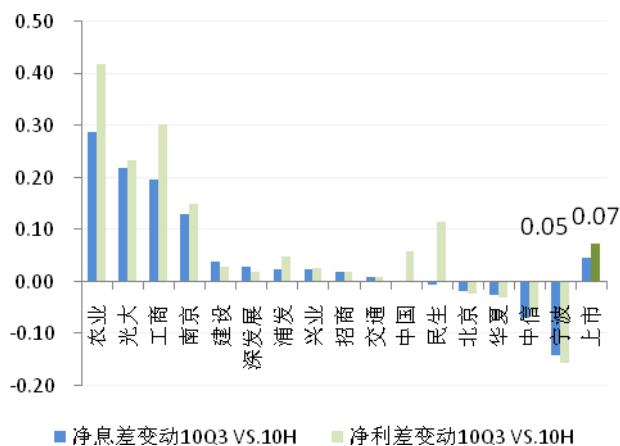
2010年以来银行息差逐步回升态势明显，即使在调息周期前，2010三季度NIM较前半年上升了5个BP。而且，在下半年以来紧缩信号尤其明显的背景下，银行在贷款业务上享有议价优势，贷款利率在法定基础上上浮成为目前业内常态。从已公布的数据来看，银行机构在2010年三季度贷款上浮占比较2季度上升近3个百分点后持续高位波动，目前的贷款上浮比重较历史最高值（2005年以来）有16.28个百分点的空间。

图 10：存款准备金调整至历史最高位



数据来源：Wind 长城证券研究所

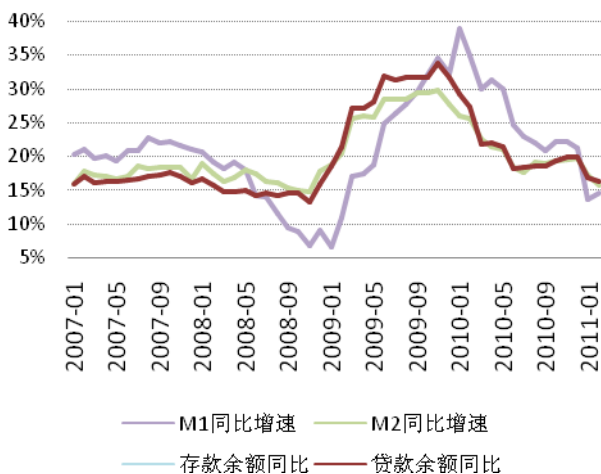
图 12：银行 NIM 在 2010Q3 较前半年上升了 5-7 个 BP



数据来源：Wind 长城证券研究所

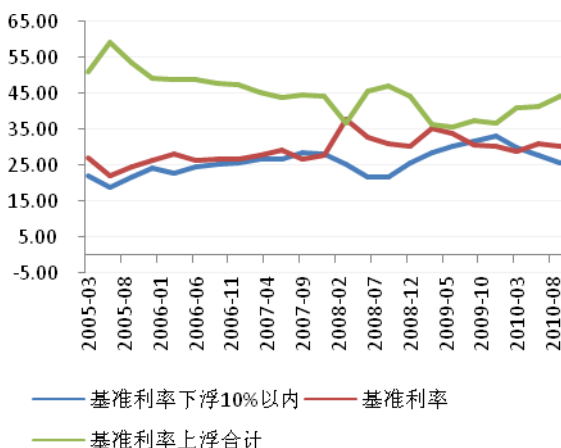
图 11：贷款同比增速下降

金融数据增速比较



数据来源：wind 长城证券研究所

图 13：贷款上浮占比距 05 年峰值有 16 个百分点空间



数据来源：wind 长城证券研究所

据媒体报导，今年以来银行各类贷款利率皆出现水涨船高的局面。信

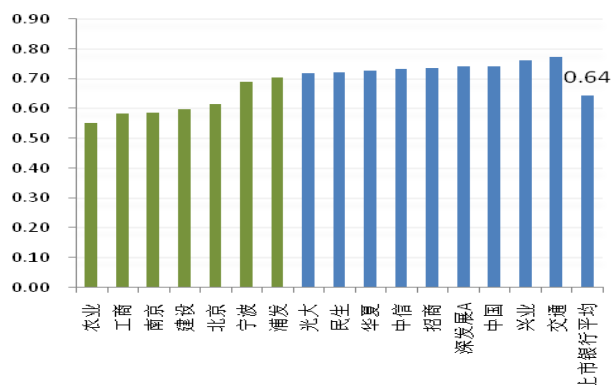
贷需求持续旺盛而银行信贷额度有限的背景下，公司贷款、个人贷款利率上浮成为一种业内共识，公司贷款一般上浮30%以上，个人贷款即使按揭类贷款利率也小幅上浮，其他类贷款如个人经营性贷款、中小企业贷款更是上浮幅度在45%以上。另外，从相关媒体的报导中，目前民间借贷的年利率一般为法定利率的6倍以上。由此可推断，银行贷款议价能力处于绝对优势的地位。

2.1.3 多策并举调整资产负债结构，为息差提升再添动力

据了解，基于目前的经济和政策环境以及对未来大环境的预期，多家银行都积极主动加强对资产负债结构的管理，多策并举致力于提升息差：

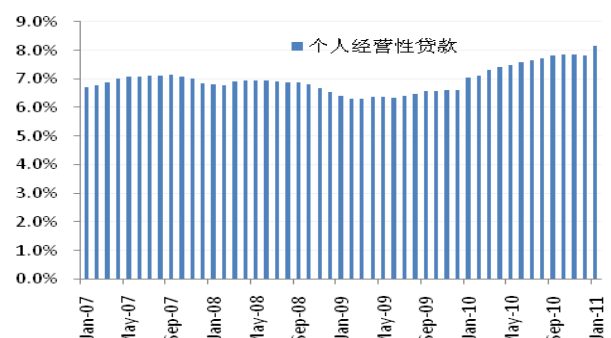
（1）采取缩短贷款久期的策略，侧重发放短期限贷款，且利率重定价周期甚至缩短为按月或按季调整；（2）部分存贷比仍有空间的银行可采取提高贷款资产比重；（3）主动调整资产结构，降低低收益资产的占比，并在风险可控状况下加大对中小企业、个人经营性贷款等高收益贷款的投放比重。

图 14：上市银行存贷比情况



数据来源：Wind 长城证券研究所

图 15：个人经营贷款占比逐渐上升



数据来源：wind 长城证券研究所

2.4 影响g值预期的其他变化压力小于预期

2.4.1 存款瓶颈

传闻监管层新设月度存贷比指标，该项指标或是当前银行间激烈存款大战最根本的导火索。存款历来为银行考核的重头戏，巧妇难为无米之炊，存款关系到银行业务能否继续，而月度存贷比指标更是再次强化了存款的重要性。

未来单个银行的业务扩张将取决于其存款基础，客户基础好、品牌出色等吸储具有优势的银行将脱颖而出，在这个行业大浪淘沙的时代获得持续发展的机会。而存款基础较差的银行，不得不冒着违法的风险继续以各种隐蔽的揽存方式以获得存款，这就意味着将支付高额的存款成本，短期内将侵蚀业绩，如贷款利率能维持高位（但担忧会否以未来质量恶化为代价），还能维持运转；长期来看，随着贷款端需求未来的回落，但仍需支付已约定的高存款利息，经营存在陷入危机的可能性。因我国尚未建立存款保险制度，这将给此类银行的股东及债权人带来极大的风险。

2.4.2 货币政策

存款准备金在二季度仍有上调可能，小幅上调的方式并不会对银行经营产生很大的负面影响。目前存款准备金利率基本能覆盖银行的资金成本，但从机会成本来考虑的话，0.5个百分点的上调会对银行的息差有0.53个BP的影响。鉴于银行目前的资产结构特点，未来即使如市场预期般继续上调几次，银行亦有足够头寸配置贷款类（但存贷比指标将是关键制约因素）等高收益资产。

表 6：上市银行资产负债结构

	工商	建设	招商	中信	民生	南京	深发展A	中国	交通	北京	宁波	华夏	浦发	兴业	农业	光大	行业整体
生息资产																	
贷款类资产-净额	48.8%	51.3%	58.0%	61.3%	56.1%	39.8%	58.7%	55.6%	57.2%	46.2%	41.4%	49.7%	54.1%	45.4%	46.5%	51.3%	51.6%
现金及央行存放款项	17.2%	15.8%	11.3%	12.0%	13.7%	10.3%	10.0%	14.0%	13.4%	12.5%	12.3%	10.9%	13.1%	10.5%	18.6%	11.5%	15.2%
存放同业及其他金融机构	5.1%	4.9%	12.1%	13.6%	17.0%	20.0%	13.6%	8.3%	7.0%	16.6%	28.1%	30.6%	20.5%	29.8%	7.3%	23.8%	9.3%
投资类资产	28.9%	27.4%	17.8%	12.8%	11.3%	29.4%	15.8%	21.6%	22.0%	24.2%	17.8%	8.5%	11.7%	14.0%	27.2%	13.1%	23.4%
其他生息资产	0.0%	0.6%	0.8%	0.3%	1.9%	0.5%	1.9%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%

数据来源：公司公告，长城证券研究所

表 7: 存款准备金率调整 50BP 对银行 NIM 影响测算

	工行	建行	招行	中信	民生	南京	浦发	中行	交行	北京	宁波	华夏	浦发	兴业	光大	农行	行业平均
净息差变动BP=(直接使用同业 补充准备金,保持原来规模 率)	-0.59	-0.59	-0.55	-0.58	-0.55	-0.48	-0.55	-0.53	-0.52	-0.52	-0.41	-0.49	-0.54	-0.42	-0.49	-0.60	-0.53

数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

对于二季度是否加息市场观点不一, 加息对银行影响为正或负取决于加息的方式和幅度, 2010年以来三次加息, 头两次加息利好银行息差, 2011年2月的调息则对银行息差形成压力。从高层对外的言论中, 可以了解到“抑制通胀过程中首先要克服的是贷款负利率, 存款负利率更多的是国民收入分配的问题而非资源配置问题”, 这将意味着如动用加息手段可能会侧重对贷款利率的调高。在央行多次调息及调存准率的紧缩环境下, 目前银行信贷市场的贷款利率普遍上浮, 民间借贷利率更是迅猛高涨, 贷款负利率状况已有所缓解, 且加息将调高占比重相当大的政府类贷款成本, 故我们判断短期内加息的可能性较小。央行副行长易纲亦在今年3月下旬公开表示, “中国目前的利率水平 ‘很舒服’, 利率太高会引来热钱。”



2.5 g值向上调整预期强烈

目前部分银行已经开是逐渐公布年报、季报，在此我们不对季报业绩做最新修正与预测，但是综合上述分析，我们认为季报g值上调已经成趋势。根据我们的跟踪分析，部分银行1季报业绩增长可能超过50%，远远高于此前30%的预期。而从中长期来看，g值上调的可能性也非常之大，在行业年报公布完之后，我们会就此做详细分析。

三、R 值升高压力在一定程度上被升值对冲

3.1 流动性不能完全左右 R 值

我们认为目前尚无能够有效反应市场回报要求R的相关指标，因为 $R=r+i$ ，其中r可在一定程度上通过当期国债发行利率、银行同业拆借利率等确定，但是反映心里层面因素的i却很难确定。但是有一点是肯定的，i随r同步变化，但是有一定的滞后性，也即当r创出一定阶段的新高后，i才随之上升，并导致银行板块估值的下降。

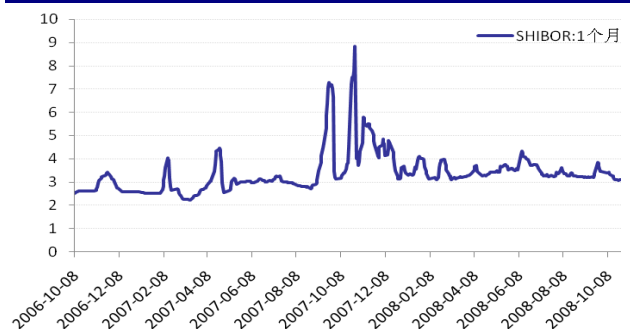
典型的如2007年初期，央行通过提高存款准备金率、提高存贷款基准利率等方式逐步收紧流动性，直至2007年9月份SHIBOR 1月期拆借利率创出9%的历史新高。而在此之前板块一直呈现上涨态势，我们认为热钱的涌入一定程度上对冲了流动性的收紧，从而使R值未大幅度的升高。这是2007年10月之前整个板块估值能够持续上涨的关键。

图 16：2007-2008 年 10 月银行指数走势



数据来源：Wind 长城证券研究所

图 17：2006-2008 SHIBOR 1 月期利率



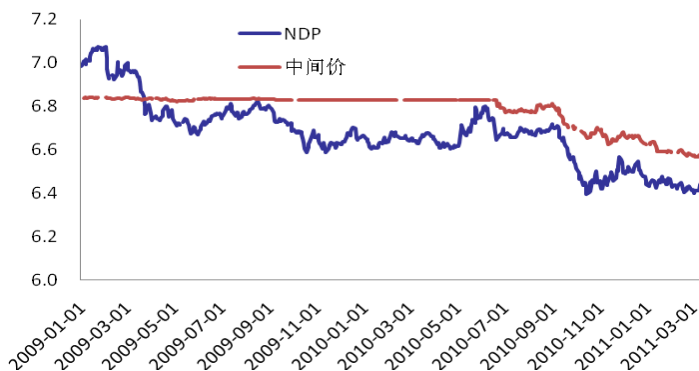
数据来源：wind 长城证券研究所



3.2 人民币升值将缓解 R 值上升压力

尽管在2010年以来央行持续通过提高存款准备金率、提高基准利率等方式收紧流动性，但是我们预计这种收紧将在一定程度上被人民币升值所带来的热钱效应对冲，并是R值保持在一定程度上不会过高上升。前期，由于美国相对宽松的货币政策，人民币相对于美元已经有了一定幅度的升值；未来人民币存在因应对输入型通货膨胀而主动升值的可能（参见我们此前报告），流动性收紧所带来的R值升高压力，将进一步被化解。

图 18：近期美元对人民币中间价及 NDP



数据来源：WIND，长城证券研究所

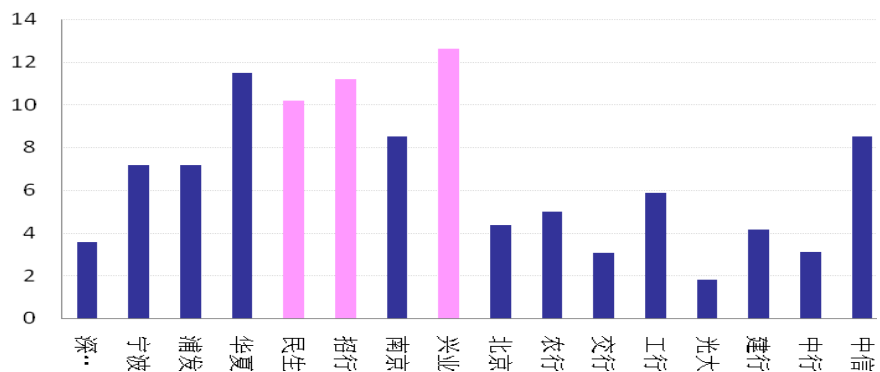


四、投资建议

4.1 近期投资策略回顾

3月1日我们发布了相关研究报告，强烈推荐银行板块。认为银行业1季度业绩存在较大的超预期可能性，特别是招行等银行，其同比增速可能超过50%，大大高于此前预期的30%。加之当时环境下，输入型通胀的可能性还在增大，因此人民币存在波动升值的压力。综合考虑当时银行较低的估值水平和上述两催化剂，我们认为银行板块存在一定的估值修复空间，并推荐招行、兴业等若干银行，自推荐以来上述个股及板块涨势良好。

图 19：银行板块近期涨跌幅



数据来源：公司公告、长城证券研究所。

4.2 2 季度展望

尽管行业经历了一定幅度的涨幅，但是幅度并不算多大，而且节奏也十分的温和，市场对板块走势仍旧存在较大分歧。我们认为，在目前节点上板块在估值上有所突破的可能性较大。

尽管自2010年底以来，板块内个股绝对估值出现了10%-15%的增长，但我们认为这是对2011年行业平均21%净利润增速的反映。实际上银行板块的PE较2010年底并无明显提升，估值水平仍处于2007年以来的最低点左右。而横向估值方面，银行板块较其他板块的折价较之前并无明显缩小。这为银行估值的提升提供了一定的基础。

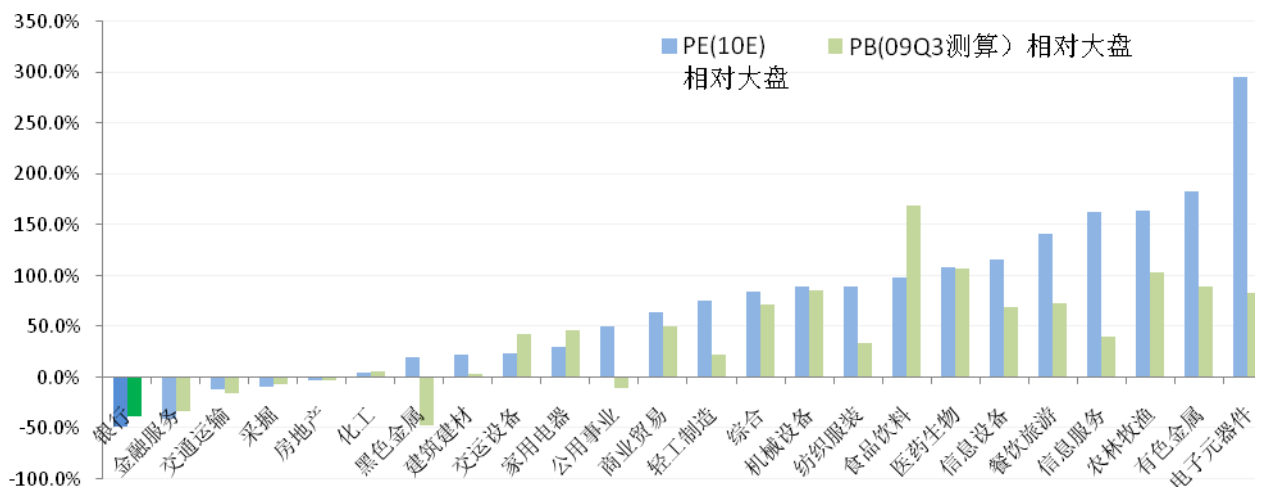
考虑到g值预期存在较大修复可能性，而R值不会进一步升高，我们对板块在2季度的表现充满信心，给予推荐评级，并重点推荐我们前期推荐的招行、兴业、民生、宁波等。

表 8: A 股各行估值情况

	评级	行情		EPS		PE(X)		BVPS		PB(X)	
		股价	市值(亿)	10	11E	10	11E	10	11E	10	11E
国有银行		3.92	11572	0.42	0.48	9.4	8.5	2.28	2.51	1.7	1.6
工商银行	推荐	4.5	15,601	0.47	0.57	9.4	7.8	2.35	2.59	1.9	1.7
建设银行	推荐	5.0	12,426	0.54	0.65	9.2	7.7	2.79	3.04	1.8	1.6
农业银行	中性	2.9	8,964	0.29	0.37	10.0	7.9	1.7	1.79	1.7	1.6
中国银行	中性	3.3	9,296	0.37	0.45	8.9	7.4	2.31	2.61	1.4	1.3
股份制		11.76	1818	1.32	1.28	1.32	10.1	7.23	7.30	1.7	1.6
交通银行	中性	5.7	3,201	0.69	0.79	8.2	7.2	3.96	4.00	1.4	1.4
招商银行	中性	14.1	3,040	1.19	1.50	11.8	9.4	6.21	6.46	2.3	2.2
中信银行	中性	5.7	2,213	0.55	0.63	10.3	9.0	3.08	3.20	1.8	1.8
兴业银行	推荐	28.7	1,720	3.09	4.00	9.3	7.2	15.35	15.30	1.9	1.9
浦发银行	中性	13.6	1,954	1.34	1.67	10.2	8.2	8.57	9.20	1.6	1.5
民生银行	中性	5.6	1,493	0.66	0.54	8.5	10.3	3.90	4.44	1.4	1.3
光大银行	中性	3.8	1,549	0.30	0.38	12.8	10.1	2.00	2.10	1.9	1.8
深发展	中性	16.1	560	1.80	2.20	8.9	7.3	9.62	10.07	1.7	1.6
华夏银行	中性	12.6	626	1.20	1.51	10.5	8.3	7.11	7.85	1.8	1.6
城商行		12.11	486	1	1	10	12.1	6.64	7.49	1.8	1.7
北京银行	中性	12.0	745	1.27	1.77	9.5	6.8	8.84	9.00	1.4	1.3
宁波银行	推荐	13.3	384	0.75	1.07	17.7	12.4	4.50	5.35	3.0	2.5
南京银行	中性	11.1	329	1.03	1.44	10.7	7.7	8.63	9.10	1.3	1.2
银行板块		9.87	4006.39	1.02	1.03	9.7	9.5	5.58	6.14	1.8	1.6

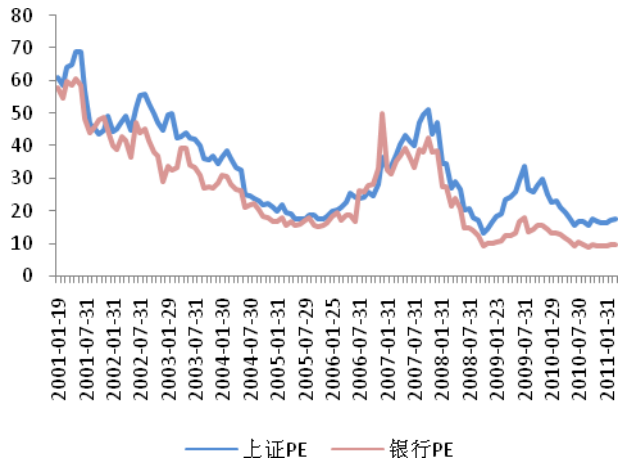
资料来源：长城证券研究所

图 20: 银行股与其他行业相比非常便宜



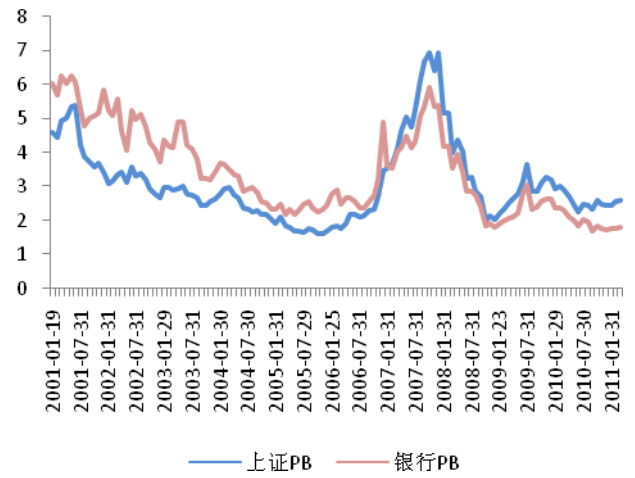
数据来源：wind、长城证券研究所。

图 21: 银行股的市盈率处于历史低位



数据来源: Wind 长城证券研究所

图 22: 银行股的市净率处于历史低位



数据来源: Wind 长城证券研究所

研究员介绍:

程 宾 宾: CFA, 中国人民大学管理学学士、经济学硕士, 2010 年加盟长城证券, 从事银行业研究。

吴 小 玲: 经济学理科硕士 (2008.3 毕业于英国约克大学), 2001 年 7 月自上海交大毕业后曾在银行工作五年, 期间任职于内部控制审查、信贷制度制定、贷款审查、包括逾期催收索赔在内的贷后管理以及会计等多个岗位, 拥有中国人民银行颁发的多项银行业资格证书; 国际特许公认会计师公会 ACCA 二阶段学员; 中级经济师; 2008 年加入长城证券, 任银行业研究员。

研究员承诺:

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>