

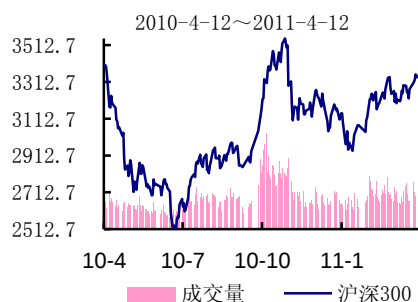
息差保持回升态势、资产质量总体稳定

研究员：许国玉
执业证书编号：S0570510120060
电话：025-83290930
E-mail：njxuguo@126.com
地址：南京市中山东路90号

行业评级：增持

银行 II

市场走势图



相关研究

- 1 《招商银行(600036):盈利能力持续提升,资产质量运行稳健》2011.4
- 2 《交通银行(601328):每股收益在系统重要性银行中排名最高》2011.3
- 3 《工商银行(601398):经营发展稳健,业绩持续向好》2011.3
- 4 《浦发银行(600000):多因素驱动业绩大幅增长,拨备覆盖率领先同业》2011.3
- 5 《兴业银行(601166):盈利增长良好、资产质量较为稳定》2011.3

投资要点:

- 新增信贷低于预期,信贷控制继显成效。2011年2月份M2和M1增速之间的剪刀差较1月份相比有所缩小,表明在货币政策略微从紧的条件下经济活力并没有减少。随着“十二五”项目的陆续开工,预计宏观经济仍将保持平稳较快的增长势头;预计二季度信贷投放量仍将达到2万亿左右的规模,信贷投放保持相对平稳的增长。
- 银行业业绩增速超越市场预期,资产质量保持稳定态势。2010年业绩较快增长的原因在于生息资产规模平稳增长、息差保持回升态势、中间业务较快增长和成本较为良好的控制。预计今年二季度息差的环比上升将放缓,但全年净息差整体仍将保持回升态势;银监会拨贷比政策可能对部分中小银行造成一定拨备压力,但整体上对净利润的冲击不大。目前地方融资平台贷款在现金流覆盖程度和贷款质量方面好于市场预期;在目前较为平稳的宏观经济环境下,行业资产质量不会出现严重恶化趋势,我们预计2011年上市银行资产质量仍将保持稳定态势。央行货币政策中的价格型工具和数量型工具仍存在一定的使用空间。
- 在估值优势和业绩稳定的双轮驱动下,维持行业的“增持”评级。二季度我们继续看好符合资本低消耗和可持续发展、差异化经营战略的银行,建议重点关注息差弹性较大、零售业务具有先发优势的招商银行,微小企业业务有较强定价能力、具有估值优势的民生银行;此外还可关注资本金补充较为到位的华夏银行和浦发银行。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
招商银行	14.81	推荐	1.23	1.53	1.88	2.3	12.04	9.68	7.88	6.44
民生银行	5.85	推荐	0.66	0.81	0.95	1.12	8.86	7.22	6.16	5.22
浦发银行	14.43	推荐	1.32	1.65	2.05	2.46	10.93	8.75	7.04	5.87
华夏银行	13.3	推荐	1.2	1.5	1.85	2.22	11.08	8.87	7.19	5.99

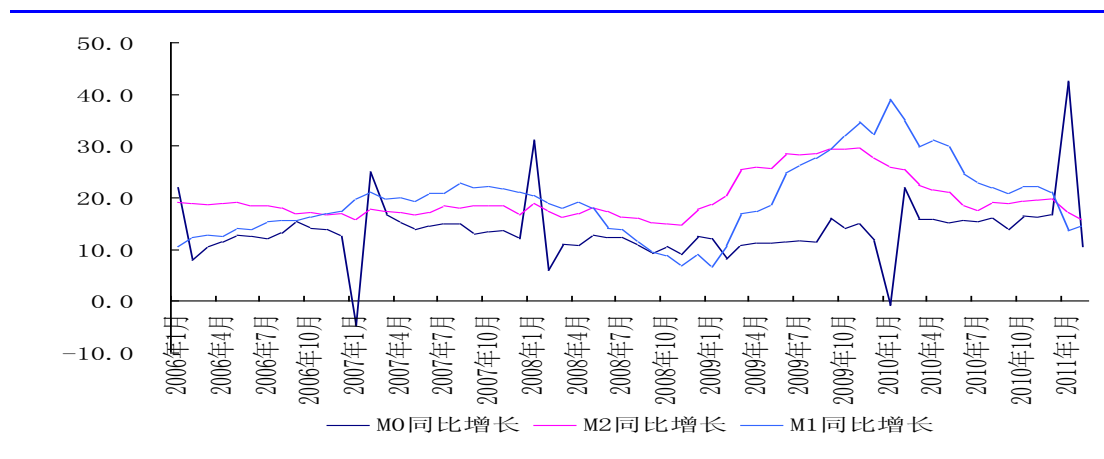
1、货币信贷：调控较为有效、预计二季度将保持平稳投放

1.1 M1 增速反弹，M2 和 M1 剪刀差缩小

2011 年 2 月末 M1 增速达 14.5%，环比反弹 0.9%，主要是由于春节过后，企业活期存款回流增加所致。M2 增速为 15.7%，较上月下降了 1.5%，一方面是由于贸易逆差导致外汇占款下降，另一方面是由于存款准备金率上调导致货币乘数降低。2 月份 M2 和 M1 增速之间的剪刀差较 1 月份相比有所缩小，表明在货币政策略微从紧的条件下经济活力并没有减少。

图 1：M1 增速反弹，M2 增速连续下降

单位：%



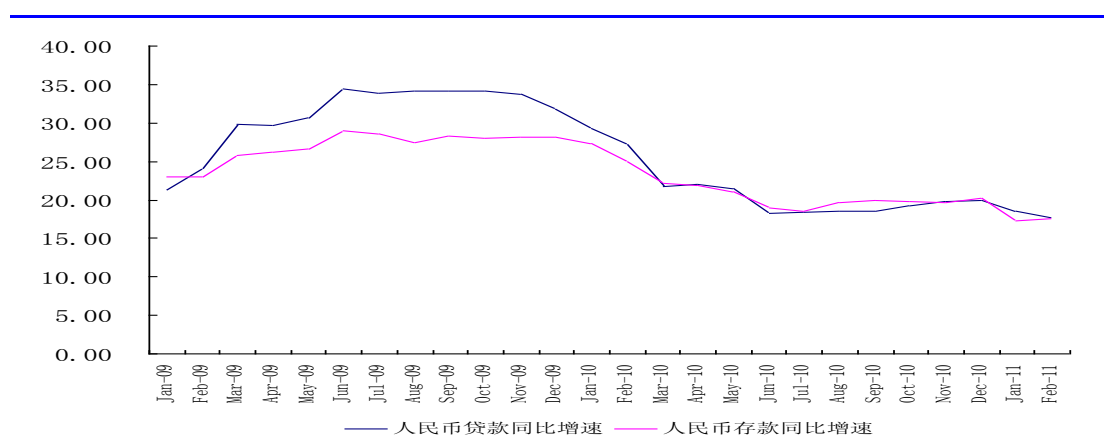
资料来源：同花顺 iFinD。

1.2 新增信贷低于预期，信贷控制继显成效

2 月份新增人民币贷款 5356 亿，低于市场预期的 7000 亿（按照季度内 4/4/2 的投放力度和节奏，预计 2 月份信贷规模大约为 7 千亿），这表明央行的信贷控制显示成效。人民币贷款增速为 17.7%，较上月下降 0.8%。主要原因可能包括：1、银行自身进行信贷规模控制以符合存贷比监管指标，同时可以免于被实施差别存款准备金率；2、房贷受到调控政策的影响；3、季节性因素的影响，从历年 2 月份的新增信贷来看，其环比增速都比较小。

图 2：人民币存贷款余额同比增速

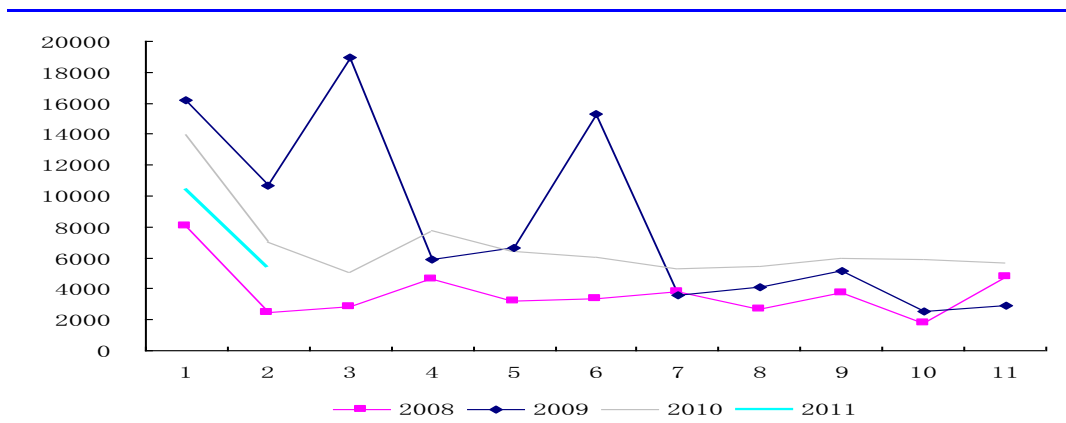
单位：%



资料来源：Wind

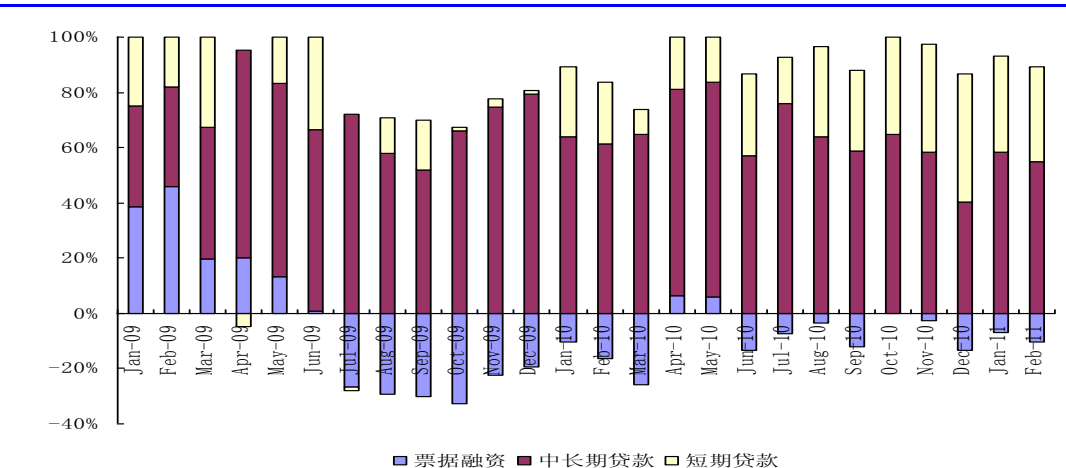
图 3：月度新增贷款

单位：亿元



资料来源：同花顺 iFinD。

图 4：新增人民币贷款结构

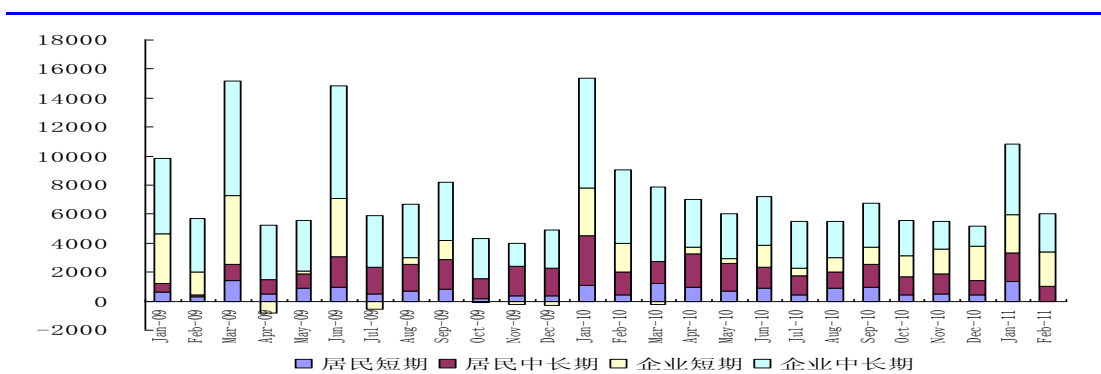


资料来源：Wind。

2 月份票据融资减少 712 亿，这一现象表明 2 月份信贷供求关系依旧紧张。2 月份企业中长期贷款新增 2634 亿，同比减少 768 亿，这可能与地方融资平台、房地产开发以及淘汰落后产能行业的贷款有关。2 月份居民中长期贷款新增 1052 亿，同比减少 936 亿，这可能与房地产市场的调控密切相关。

图 5：居民贷款和企业中长期贷款大幅减少

单位：亿元



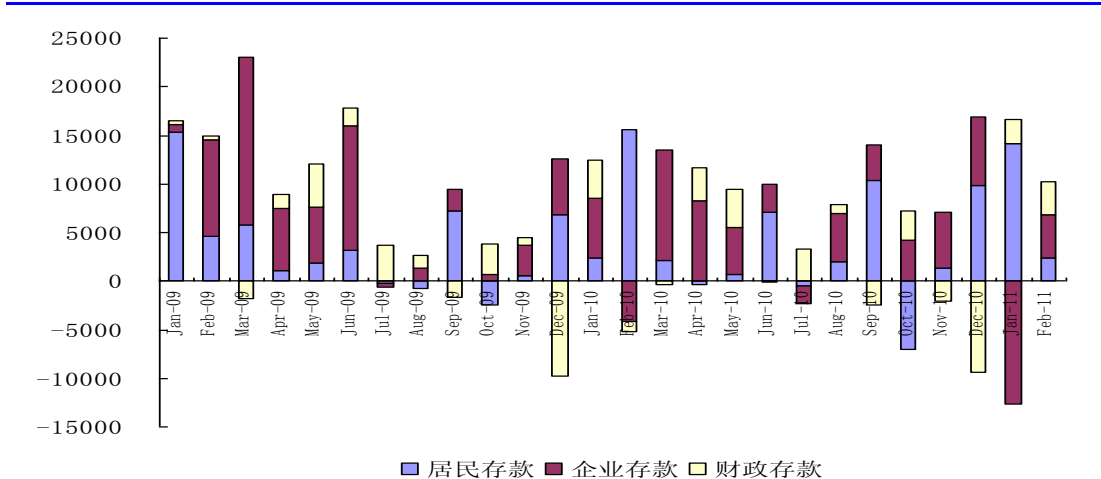
资料来源：Wind。

1.3 人民币存款回升，贷存比下降

2 月份人民币存款新增 1.31 亿，其中居民存款较上月大幅减少至 2401 亿，这主要是受国内通胀预期的影响，企业存款由于春节过后大幅回升至 4416 亿，财政存款为 3381 亿。受人民币存款回升、贷款增速回落的影响，2 月末人民币存贷差回升至 237147 亿元，贷存比为 67.34%，环比下降 0.5%。

图 6：居民存款大幅减少、企业存款大幅回升

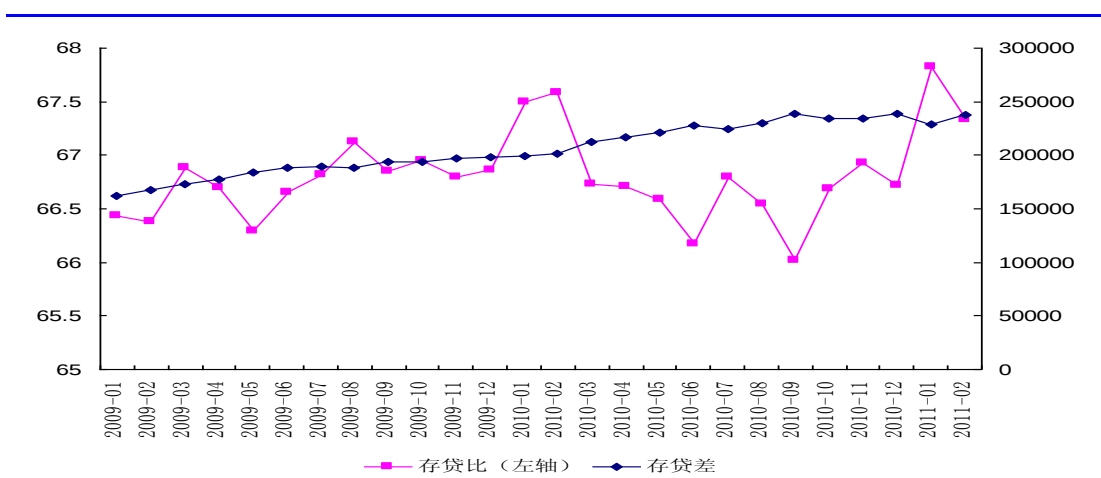
单位：亿元



资料来源：Wind。

图 7：人民币贷存比

单位：%



资料来源：Wind。

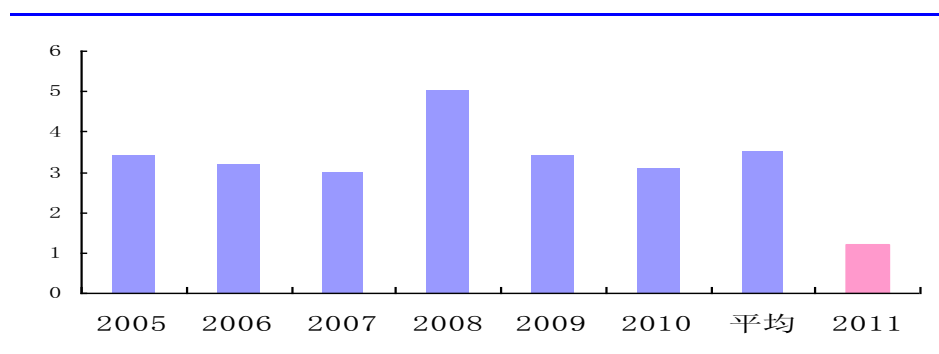
1.4 宏观经济运行平稳，二季度信贷投放预期较为平稳

已连续 3 个月回落的 PMI 指数 3 月份止跌反弹呈现小幅回升态势。3 月份 PMI 指数为 53.4%，较 2 月份回升 1.2 个百分点。节日因素的消失以及项目开工的恢复是导致 PMI 出现反弹回升的主要原因。综合看，PMI 指数 3 月份的回升在市场的预料之内，体现出一定的季节性特征，但从回升的幅度看，要弱于 2005 年以来的平均幅度（3.5 个百分点）和市场的预期。从全年看，“十二五”的起步和开局之年，如何为新一轮经济增长上升周期的开启做好准备至关重要。从今年各地区生产总值增长预期目标看，有 26 个省市自治区公布的经济增速预期目标都在 10%及以上水平。站在新一轮增长周期的起点，随着“十二五”项目的陆续开工，华泰证券宏观组预计宏观

经济仍将保持平稳较快的增长势头。

图 8：2005 年以来 3 月份 PMI 指数高出 2 月份的幅度

单位：%



数据来源：WIND 资讯

按照 2010 年第四季度货币政策执行报告，2011 年货币政策回归常态的标志就是广义货币供应量增速要被控制在 16%，预计全年的信贷增速也应控制在 15-16% 左右。考虑到货币政策的基调转向稳健，按照第一季度信贷投放占比 30% 的标准测算，则一季度的信贷量将达到 2.2 万亿左右。由于 1 月新增人民币贷款 1.04 万亿元，2 月份新增人民币贷款 5356 亿，预计 3 月份信贷规模约为 6 千亿元左右。如果全年按照正常年份的 3: 3: 3: 1 的信贷投放节奏，预计二季度信贷投放量仍将达到 2 万亿左右的规模，信贷投放保持相对平稳的增长。

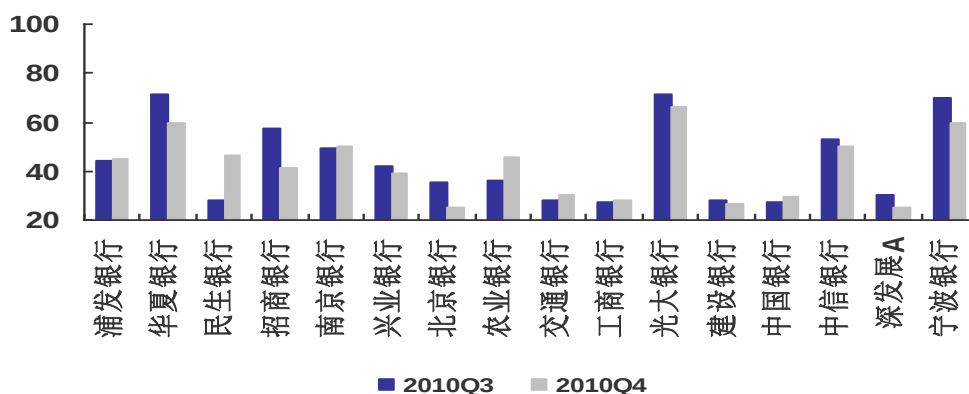
2、行业基本面：年报业绩超预期、资产质量保持稳定态势

2.1 盈利增速：超越市场预期

2010 年已公布年报上市银行整体净利润同比增长约为 33%，国有银行净利润同比增长约为 32%、股份制银行净利润同比增长约为 40%，同比增速较快的银行有农行、华夏、民生、浦发、招行和中信银行，业绩较快增长的原因在于生息资产规模平稳增长、息差保持回升态势、中间业务较快增长和成本较为良好的控制。2010 年已公布年报上市银行整体净利息收入同比增长约为 27%，国有银行净利息收入同比增长 25%，股份制银行净利息收入同比增长 35%，主要原因在于资产规模增长（2010 年已公布年报上市银行贷款同比增长 18.6%、生息资产同比增长 17%）和息差回升。2010 年已公布年报上市银行手续费及佣金净收入同比增长约为 31%，国有银行同比增长 29%，股份制银行同比增长 40%，原因在于结算和清算、银行卡和咨询顾问业务增长较快。

图9：上市银行净利润同比增速

单位：%



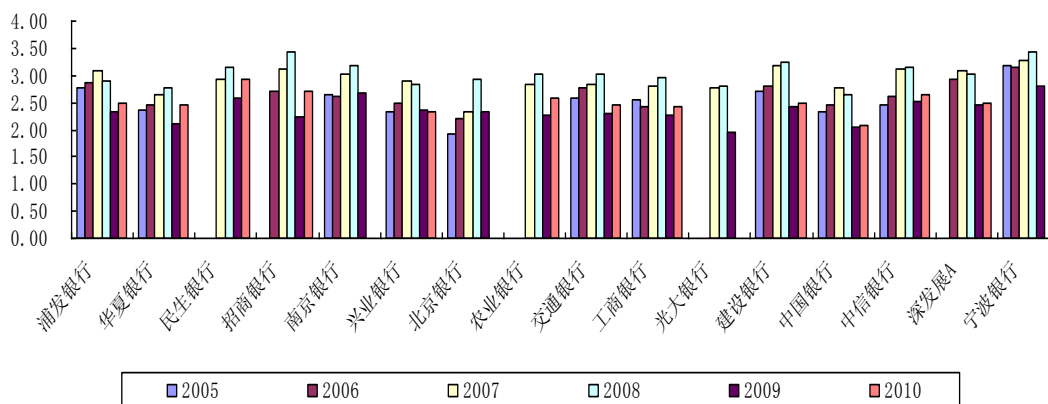
数据来源：WIND、华泰证券研究所

2.2 净息差：同比回升、未来保持回升态势

2010年已公布年报上市银行整体净息差同比回升，同比提升约15BP；招行、民生和华夏银行净息差回升较快，较年初分别上升42BP、35BP和29BP。2010年上市银行净息差提升的主要原因在于议价能力提升、资产负债结构变化和货币市场利率上行。由于加息之后贷款利率重定价速度快于存款，因此上市银行净息差在2010年四季度均出现了上升。在2011年加息政策的影响以及贷款议价能力快速上行环境下，预计2011年一季度息差的上升幅度也将在10BP左右。随着存款重定价因素的逐渐体现以及存款压力对成本的推动，预计二季度息差的环比上升将放缓，但全年净息差仍将保持回升态势。我们维持年度策略报告的研究观点，预计2011年上市银行净息差同比回升15BP左右。

图10：上市银行年度净息差

单位：%



数据来源：WIND、华泰证券研究所

就上市银行资产负债结构来看，2010年已公布年报上市银行票据占比下降幅度较大，2010年票据占比为

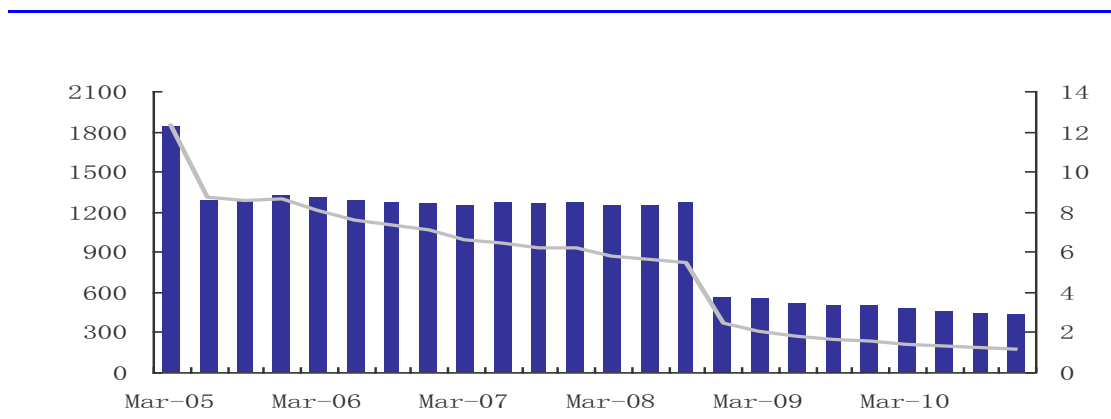
2.33%，同比下降3.58%；其中国有银行同比下降3.63%，股份制银行同比下降3.45%。上市银行将票据额度压缩为高收益的一般性贷款，推动了息差的提升。从银行贷款的议价能力来看，2010年12月份基准利率上浮比例达43%，同比上升6.49个百分点；基准利率下浮10%以内占比为27.8%，同比下降5.39个百分点；基准利率占比为30%，同比下降1.1个百分点。基准利率上浮的贷款占比扩大较为明显，显示了银行议价能力得到较快提升，这也提升了银行的净息差。就货币市场利率走势来看，2010年四季度货币市场利率继续保持上行态势，1年期同业利率约为3.29%左右，较9月份小幅上行；货币市场利率的上升使得银行同业收益有所上升，未来由于央行的数量工具调控仍存在操作空间，货币市场利率可能继续上行，银行的同业收益可以继续得到保持。

2.3 资产质量：部分银行关注类贷款上升、总体保持稳定态势

2010年已公布年报上市银行整体不良贷款余额为3695亿元，同比减少585亿元；其中国有银行不良贷款余额同比下降了548亿元，股份制银行不良贷款余额同比下降了38亿元。部分股份制银行如兴业银行、招商银行和深发展2010年末不良贷款余额同比虽然下降，但较二季度末有所回升，主要原因在于上述几家银行拨贷比指标尚未达到2.5%的监管标准要求，因此不良贷款的核销动力有所不足。2010年已公布年报上市银行整体平均拨备覆盖率为208%，同比大幅提升51个百分点；上升幅度较大的公司有浦发银行和深发展银行，同比分别上升135%和110%，主要原因在于不良贷款下降和拨备计提增加。就拨贷比指标而言，2010年已公布年报上市银行接近监管指标的公司有工商银行、建设银行、农行和华夏银行，其余银行距离监管尚有一定差距，差距较大的银行有兴业银行、中信银行和深发展银行。2010年拨贷比下降幅度较大的有建设银行和中国银行，同比分别下降0.11%和0.13%。对于拨贷比指标，监管层的最新政策为“系统性银行2010年实施，2013年底前达标；对非系统性重要银行作差异化安排，2012年实施，2016年底前达标，个别给予两年宽限期”，预计2011年内距离监管标准有较大差距的上市银行仍将提高拨备计提的力度，这也是影响银行今年盈利增速的重要因素。我们预计银监会拨贷比监管政策可能对部分中小银行造成一定拨备压力，但整体上对净利润的冲击不大。

图11： 商业银行资产质量保持稳定

单位：十亿、%



数据来源：WIND、华泰证券研究所

2010年已公布年报上市银行的关注类贷款占比为3.24%，同比下降0.59个百分点，下降幅度较大的银行有农行和华夏银行，同比分别下降了1.46%和1.18%；中国银行和招商银行的关注类贷款分别增加了89.78亿元和1亿元，关注类贷款增加的主要原因在于归入关注类贷款的统计口径有所变化，包括对政府融资平台贷款的清理界定。

2010年以来，银监会针对地方融资平台可能出现风险采取了大量严格的管控措施；从下半年开始，商业银行都在严控平台类贷款的发放，积极整改与管控风险。通过对上市银行最新公布数据的调研了解，目前地方融资平台贷款在现金流覆盖程度和贷款质量方面好于市场预期；根据最新的地方融资平台数据我们调整了2011年度策略报告的研究模型，可以发现地方融资平台对资本充足率和行业净利润的负面影响低于预期。在目前较为平稳的宏观经济环境下，行业资产质量不会出现严重恶化趋势，我们维持年度策略报告的研究观点，预计2011年上市银行资产质量仍将保持稳定态势。

表 1：融资平台贷款新规对银行的影响测算

单位：百万

	融资平台贷款 余额	新增风险加权 资产	对资本充足率的 影响	达到2.5%拨贷比需 计提拨备	对2011年净利润 的影响
工商银行	649600	256592	-0.35%	16240	-11.41%
农业银行	390000	196170	-0.34%	9750	-11.55%
中国银行	380000	217360	-0.36%	9500	-10.61%
建设银行	540000	452700	-0.73%	13500	-11.68%
交通银行	177400	74242	-0.28%	4435	-8.84%
招商银行	130000	8580	-0.05%	3250	-3.23%
浦发银行	192195	145363	-0.96%	4805	-16.19%
中信银行	118400	57128	-0.33%	2960	-7.41%
兴业银行	80000	38320	-0.33%	2000	-6.98%
民生银行	190200	58772	-0.35%	4755	-13.59%
光大银行	204091	25715	-0.28%	5102	-9.76%
深发展	53000	25705	-0.37%	1325	-7.57%
华夏银行	83100	21772	-0.27%	2078	-8.89%
北京银行	103000	52530	-1.39%	2575	-23.31%
宁波银行	5600	3735	-0.42%	140	-2.01%
南京银行	20200	9292	-0.68%	505	-5.32%
国有银行 平均	427400	239413	-0.41%	10685	-10.82%
股份制银行平 均	131373	47669	-0.37%	3284	-9.20%
城商行平均	42933	21852	-0.83%	1073	-10.21%
行业平均	207299	102749	-0.47%	5182	-9.90%

数据来源：华泰证券研究所

3、监管政策：数量型和价格型调控工具均存在使用空间

3.1 价格工具的调控仍有空间，取决于通胀走势

中国人民银行决定，自2011年4月6日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。从此次加息方式看，一年期存、贷款基准利率上调幅度相同，均为0.25个百分点，长期贷款利率的调整幅度仍小于基准利率的调整幅度，保持了与前几次加息一贯的做法。进一步从结构看，体现出与以往的两个不同之处，一是进一步上调了活期存款利率，幅度为0.1个百分点，高于上次调整幅度，短期资金成本进一步抬高。二是经过前面几次的大幅度调整后，长期存款利率调整幅度与其余期限存款利率调整幅度维持一致，均是0.25个百分点。综合来看，稳定社会通胀预期、减弱实际负利率仍是央行的主要考虑。

此次加息方式为活期存款上调10BP，一年期存贷款利率各加25个BP；此次非对称加息方式对银行股影响呈现中性影响，结果测算，此次加息可以提升银行净息差0.1个BP，提高净利润0.01个百分点；分类型来看，此次加息对国有银行净息差负面影响为1.5个BP，降低净利润0.6个百分点；提升股份制银行净息差1.54个BP，提高净利润0.85个百分点；对城商行净息差负面影响为2.14个BP，降低净利润1.05个百分点；招商、民生和兴业银行等股份制银行受益幅度超越行业平均。

表2：金融机构人民币存贷款基准利率调整表

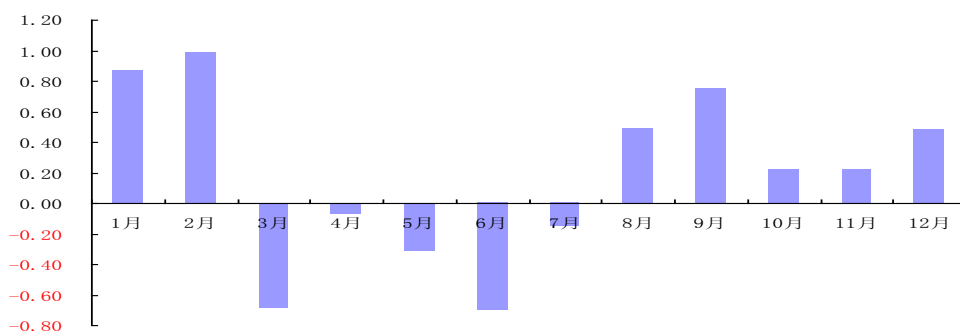
单位：%

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
一、城乡居民和单位存款			
（一）活期存款	0.40	0.50	0.10
（二）整存整取定期存款			
三个月	2.60	2.85	0.25
半年	2.80	3.05	0.25
一年	3.00	3.25	0.25
二年	3.90	4.15	0.25
三年	4.50	4.75	0.25
五年	5.00	5.25	0.25
二、各项贷款			
六个月	5.60	5.85	0.25
一年	6.06	6.31	0.25
一至三年	6.10	6.40	0.30
三至五年	6.45	6.65	0.20
五年以上	6.60	6.80	0.20
三、个人住房公积金贷款			
五年以下（含五年）	4.00	4.20	0.20
五年以上	4.50	4.70	0.20

数据来源：央行网站整理。

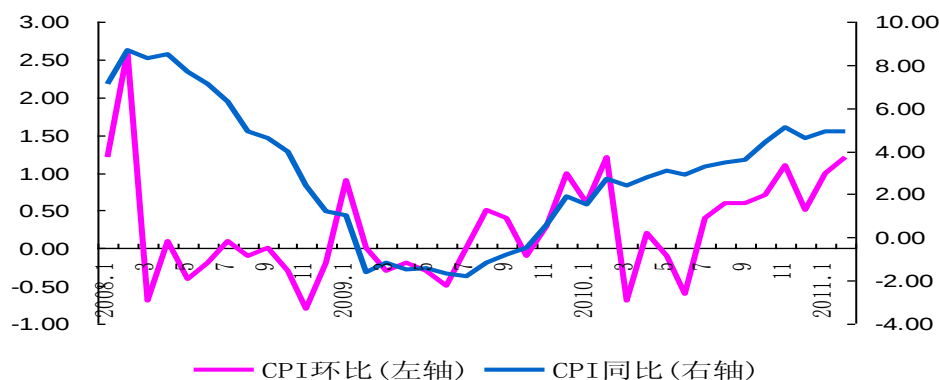
根据华泰证券宏观组的测算, 2011 年二季度 CPI 的翘尾因素平均在 3.5% 左右, 较一季度略高 0.1 个百分点。从新涨价因素看, 一季度的新涨价因素水平基本上与新涨价因素水平较高的 2004 年、2007 年、2008 年和 2010 年同期平均水平相当。参考这一时期的二季度新涨价因素平均水平, 华泰证券宏观组预计二季度新涨价因素平均水平不低于 1.5%。综合看, 二季度 CPI 平均涨幅仍将徘徊在 5% 左右的高位。从 3 月底召开的央行货币政策委员会一季度例会传递出的信号看, 会议继续强调稳定价格总水平的宏观调控任务, 这表明政策调控的重点二季度仍将围绕控通胀不放松, 政策的基调仍将维持中性趋紧。再加上中东局势的动荡以及日本地震的影响, 控制物价过快上涨的货币条件仍将是当前稳健基调下货币政策操作的主要考虑。此次加息之后, 预计二季度利率工具运用的连续性仍将存在, 而上调存款准备金率仍有一定的操作空间。

图 12: 近年来 CPI 平均环比的月度变动 单位: %



数据来源: 根据 WIND 资讯数据计算整理。

图 13: CPI 同比、环比涨幅情况 单位: %



数据来源: WIND、华泰证券研究所

3.2 数量型调控工具还存在上调空间

预计央行将会继续利用数量型工具管理流动性, 存款准备金率还有上调空间。3 月份央行提高存款准备金率并且通过公开市场操作回收了大量流动性, 但是银行间利率并没有出现大幅攀升, 显示央行提高存款准备金率的政策是正确的。根据同花顺的数据统计, 2011 年第二季度货币投放量 (包括票据到期、正回购到期和逆回购)

合计为 13450 亿元。

表 3：2011 年第 2 季度货币投放量

单位：亿元

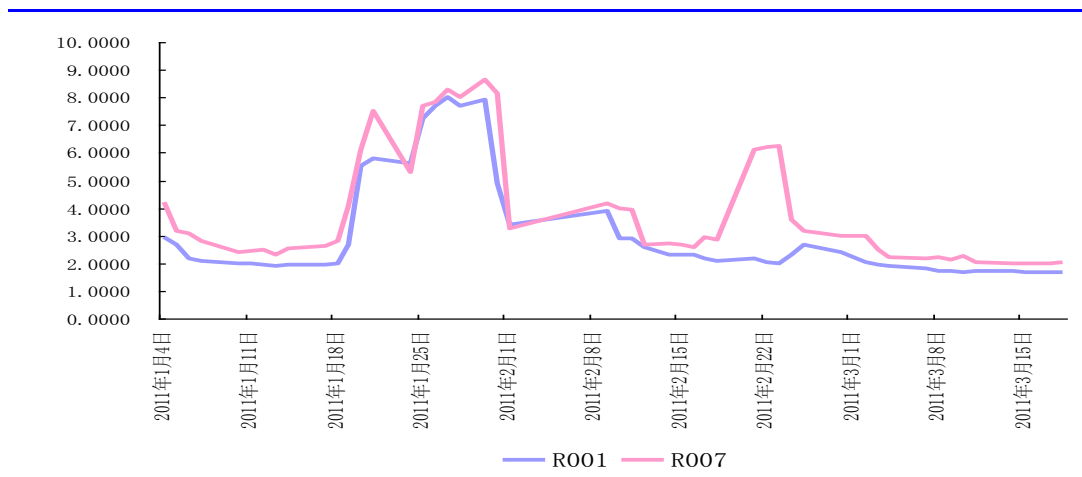
	投放量	回笼量	净投放量
2011-06-27 - 2011-06-30	560	0	560
2011-06-20 - 2011-06-26	60	0	60
2011-06-13 - 2011-06-19	1170	0	1170
2011-06-06 - 2011-06-12	1460	0	1460
2011-05-30 - 2011-06-05	890	0	890
2011-05-23 - 2011-05-29	630	0	630
2011-05-16 - 2011-05-22	650	0	650
2011-05-09 - 2011-05-15	580	0	580
2011-05-02 - 2011-05-08	200	0	200
2011-04-25 - 2011-05-01	1960	0	1,960
2011-04-18 - 2011-04-24	1060	0	1,060
2011-04-11 - 2011-04-17	2120	0	2120
2011-04-04 - 2011-04-10	2110	0	2110
合计	13450		

资料来源：同花顺 iFinD。

从资金回笼的角度来考虑，假定完全依靠上调存款准备金率来回笼这些资金，在冲销比为1的情形下，如果每次上调存款准备金率0.5个百分点，则需上调9次。以大型金融机构2010年年末的存款准备金率18.5%的水平来看，则存款准备金率的上限可达23%。自2003年4月开始发行央行票据算起，大规模对冲操作已持续8年，截至2010年12月末，对冲率仅为75.5%，即使在2007年下半年和2008年上半年准备金率频繁调整时期，央行都未曾实现完全对冲，因此如果冲销比按照75%的平均水平来计算，以每次上调存款准备金率0.5个百分点，则预计二季度存款准备金率还有上调空间。从公开市场到期资金规模看，随着央行3月份通过发行央票以及正回购操作对到期资金规模进行月度平滑（28天正回购、91天正回购和3月期央票），4月份的到期资金规模显著放大至8000亿元以上，6月份的规模目前看也在4000亿元以上。为此，公开市场回收流动性的压力在二季度依然存在。虽然3月份以来，随着央票一、二级市场利率水平倒挂现象的恢复，公开市场回笼资金的能力也显著提升，自3月份第二周以来已连续三周持续净回笼。但4月份通过上调存款准备金率的低成本快捷方式配合公开市场操作进行流动性的回收仍将是可选的调控工具。

图 14：银行间质押式回购利率水平维持低位

单位：%



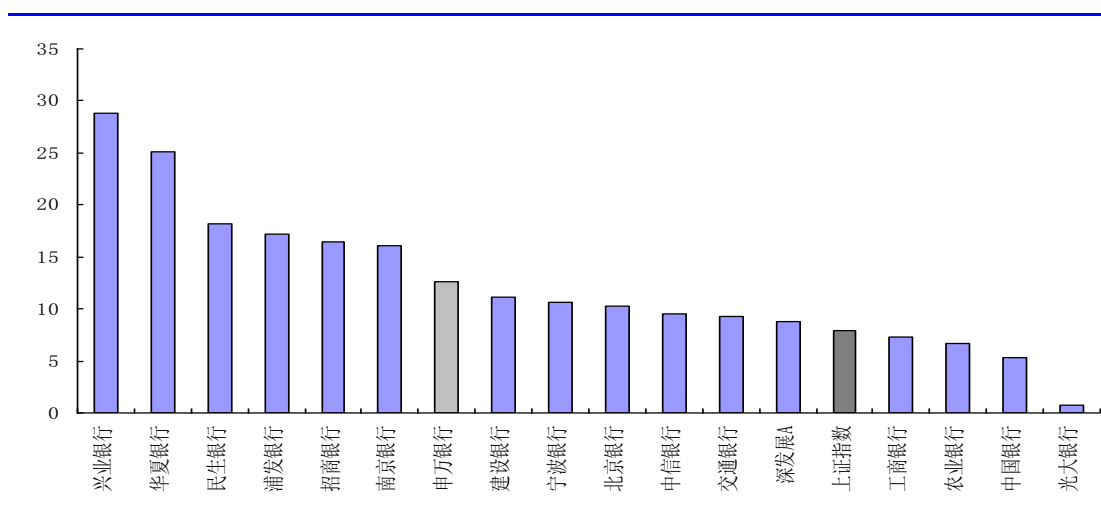
数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

从二季度看，预计政策调控的基调仍将维持中性趋紧，加息和提高存款准备金率都将会有所动作，理由在于政策调控的重点仍将围绕控通胀不放松。从下半年看，随着通胀预期的稳定以及货币条件进一步趋向正常化，政策调控的节奏也有望趋于稳定，持续大幅收缩的空间将相对有限。

4、投资策略

银行股市场表现较好，2011年以来上证指数涨幅为7.94%，同期申万银行指数涨幅为12.59%，收益跑赢大盘。银行板块中，股份制银行涨幅居前，达15.59%，国有银行涨幅最低，为7.94%，城商行涨幅为12.35%。个股方面表现较为活跃的包括兴业银行（28.77%）、华夏银行（25.14%）、民生银行（18.13%）。

图 15：2011 年以来上证指数和银行板块个股涨跌幅（%）



资料来源：Wind、华泰证券研究所。

就银行业投资策略而言，银行业基本面较为稳定，估值具有较高的安全边际。市场普遍预期 2011 年上半年

通胀压力较大，货币政策紧缩预期将压制行业估值修复进程；不过随着银监会相关监管政策的进一步明确，预期4月份季报披露行情将成为股价较好表现的时间窗口。在估值优势和业绩稳定的双轮驱动下，维持行业的“增持”评级。我们继续看好符合资本低消耗和可持续发展、差异化经营战略的银行，建议重点关注息差弹性较大、零售业务具有先发优势的招商银行，微小企业业务有较强定价能力、具有估值优势的民生银行；此外还可关注资本金补充较为到位的华夏银行和浦发银行。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。