



# 居民存款搬家、票据上升

中性维持

## 投资要点:

- M1 增速显著回落
- 居民存款搬家应对负利率
- 中长期贷款占比继续下降, 票据融资增加

## 报告摘要:

- 代表企业活跃度的指标 M1, 其增速显著回升至 12.9%, 信贷管制导致资金成本上升, 企业经济活力受到影响。贷款增速至 17.5%。中长期贷款占新增贷款比例继续下降至 50.87%, 环比下降 9.35 个百分点。短期贷款占比也出现环比下降, 久违的票据占比提升。
- 持续的负利率状况, 已经开始引发居民存款逃离银行, 居民户存款减少 4678 亿, 自去年 10 月以来首月减少。
- 估值安全。目前静态的 PB 和静态 PE 再次回到历史最低点, 从动态看, 保守估计行业 2011 年的净利润增长 21.4%, 2011 年行业 PE8.46 倍, PB 为 1.51 倍, 安全边际非常高。
- 投资建议: 我们维持二季度策略观点: 基于净息差的历史视角重点推荐民生银行、招商银行、华夏银行, 基于净息差的未来(二季度)视角, 从存贷款结构调整将引发的一季度净息差弹性看, 建行和中信银行会有较好表现。整个加息周期中, 招行和民生会有不错的业绩表现。中长期看好农行。深发展是我们二季度重点推荐品种: 一季报业绩超预期、两行整合已获批复, 平安入主后将弥补存款不足的劣势。

| 重点公司 | 股价    | 10EPS | 11EPS | 11BVPS | 12BVPS | 评级 |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|----|
| 民生银行 | 5.93  | 0.66  | 0.84  | 4.58   | 5.40   | 增持 |
| 中信银行 | 5.42  | 0.55  | 0.68  | 3.81   | 4.71   | 增持 |
| 招商银行 | 14.06 | 1.19  | 1.54  | 7.51   | 9.05   | 增持 |
| 农业银行 | 2.90  | 0.29  | 0.36  | 1.98   | 2.35   | 增持 |
| 深发展  | 17.67 | 1.80  | 2.49  | 12.19  | 14.88  | 增持 |
| 建设银行 | 5.12  | 9.49  | 8.18  | 1.61   | 1.40   | 增持 |
| 华夏银行 | 12.14 | 10.11 | 7.54  | 1.33   | 1.17   | 增持 |

## 金融地产行业研究组

### 分析师:

黄立军 (S1180209070180)

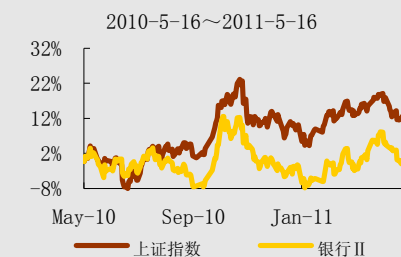
### 联系人:

张继袖

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

## 市场表现



## 行业数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 股票家数(家)     | 16    |
| 总市值(亿元)     | 65568 |
| 流通市值(亿元)    | 32198 |
| 重点公司(家)     | 16    |
| 重点公司占行业市值比重 | 100   |

## 相关研究

- 1 《宏源证券\*行业研究\*银行业: 关注系统性风险——上调存准率点评\*\*银行\*张继袖》, 2011.5
- 2 《宏源证券\*公司研究\*兴业银行: 武汉分行调研总结\*601166\*银行\*张继袖》, 2011.5
- 3 《宏源证券\*行业研究: 银行业: 无锡地区草根调研\*\*银行\*张继袖》, 2011.5
- 4 《宏源证券\*公司研究\*南京银行: 净息差弹性不足\*601009\*银行\*张继袖》, 2011.5

## 目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 一、宏观数据分析 .....           | 4  |
| (一) M1 增速回落至 13.6% ..... | 4  |
| (二) 贷款增速回落 .....         | 5  |
| (三) 企业人民币活期存款突降 .....    | 7  |
| (四) 银行间市场交易活跃，利率上升 ..... | 9  |
| 二、银行业月度市场表现 .....        | 9  |
| (一) 月度行业和个股涨跌幅 .....     | 9  |
| (二) 估值 .....             | 11 |
| 三、投资建议和组合 .....          | 12 |

## 插图

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 1: MI 增速低于 M2 增速约 2.4 个百分点 .....               | 4  |
| 图 2: MI 月度增加 545 亿元, 环比大幅减少 6610 亿元 .....        | 4  |
| 图 3: 4 月新增贷款 7396 亿 .....                        | 5  |
| 图 4: 4 月贷款增速 17.5% .....                         | 5  |
| 图 5: 非金融性公司及其他贷款增加 4929 亿元, 居民贷款增加 2470 亿元 ..... | 6  |
| 图 6: 中长期贷款月度增加 3762 亿元, 同比减少 1800 亿元 .....       | 6  |
| 图 7: 中长期贷款占比 50.87%, 环比下降 9.35 个百分点 .....        | 6  |
| 图 8: 非金融性公司存款增加 3519 亿元, 居民存款减少 4678 亿 .....     | 7  |
| 图 9: 人民币活期存款增速与上证指数有一定的相关性 .....                 | 7  |
| 图 10: 外汇活期存款与上证指数有一定的相关性 .....                   | 8  |
| 图 11: 企业人民币活期存款占比突降 .....                        | 8  |
| 图 12: 银行间市场利率环比上行 .....                          | 9  |
| 图 13: 一级行业 4 月以来涨跌幅 .....                        | 10 |
| 图 14: 上市银行 4 月初以来涨幅 .....                        | 10 |
| 图 15: 银行市值与上证市值走势 .....                          | 10 |
| 图 16: 银行板块成交金额占比上证指数 .....                       | 11 |
| 图 17: 银行板块与上证指数估值差 .....                         | 11 |
| 图 18: 银行板块估值历史 .....                             | 12 |

## 表格

|                    |    |
|--------------------|----|
| 表 1: 上市银行估值 .....  | 12 |
| 表 2: 二季度重点股票 ..... | 13 |

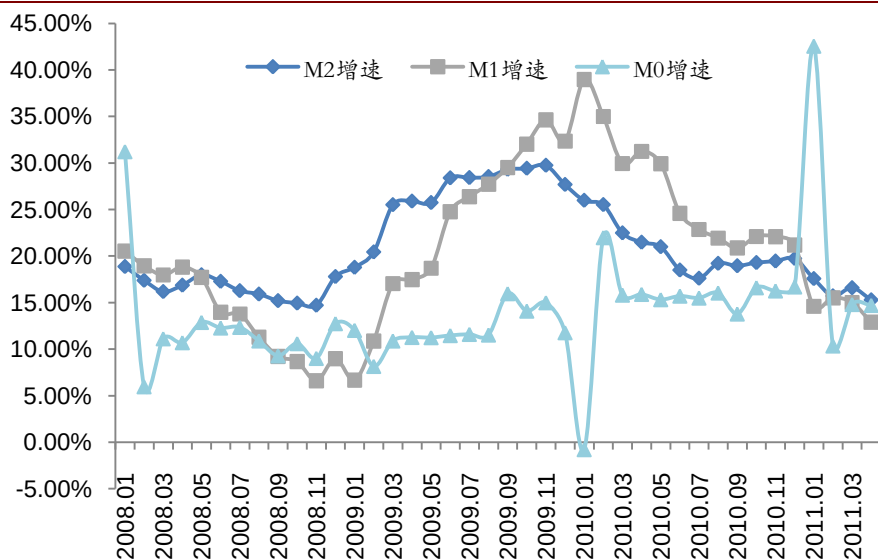
## 一、宏观数据分析

### (一) M1 增速回落至 13.6%

4 月末, 广义货币(M2)余额 75.73 万亿元, 同比增长 15.3%, 比上月末和上年同期分别低 1.3 和 6.2 个百分点; 狭义货币(M1)余额 26.68 万亿元, 同比增长 12.9%, 比上月末和上年同期分别低 2.1 和 18.4 个百分点; 流通中货币(M0)余额 4.55 万亿元, 同比增长 14.7%。当月净投放现金 644 亿元, 现金投放回笼正常。

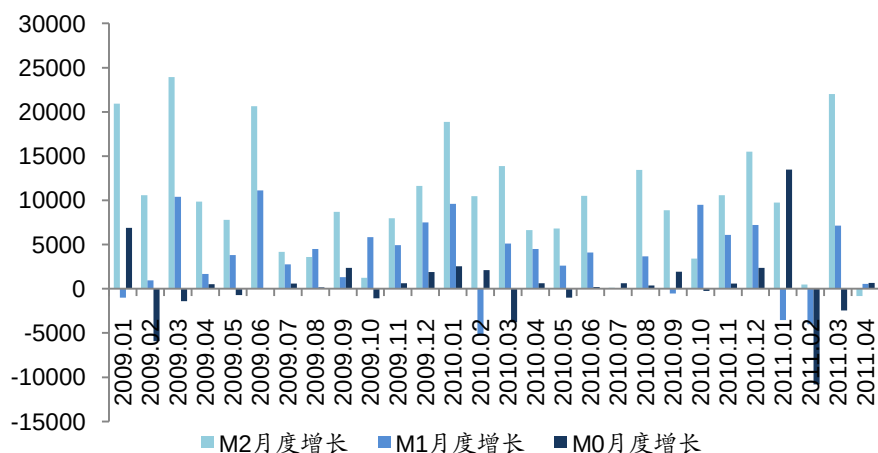
代表企业活跃度的指标 M1, 其增速显著回升至 12.9%, 大幅下降。M1 的回落是流动性紧缩的结果, 但是对经济的杀伤力是非常巨大的。

图 1: M1 增速低于 M2 增速约 2.4 个百分点



资料来源: 央行, 宏源证券

图 2: M1 月度增加 545 亿元, 环比大幅减少 6610 亿元



资料来源: 央行, 宏源证券

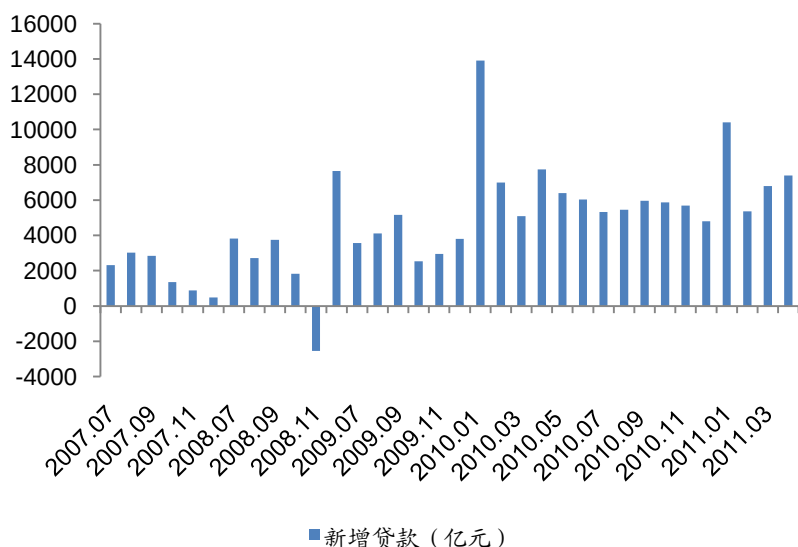
## (二) 贷款增速回落

4月末,本外币贷款余额 53.37 万亿元,同比增长 17.2%。人民币贷款余额 50.21 万亿元,同比增长 17.5%,比上月末和上年同期分别低 0.4 和 4.5 个百分点。当月人民币贷款增加 7396 亿元,同比少增 208 亿元。

分部门看,居民户贷款增加 2470 亿元,环比少增 723 亿元,同比少增 785 亿元;非金融公司及其他部门贷款增加 4929 亿,同比多增 447 亿元,环比多增 1340 亿。

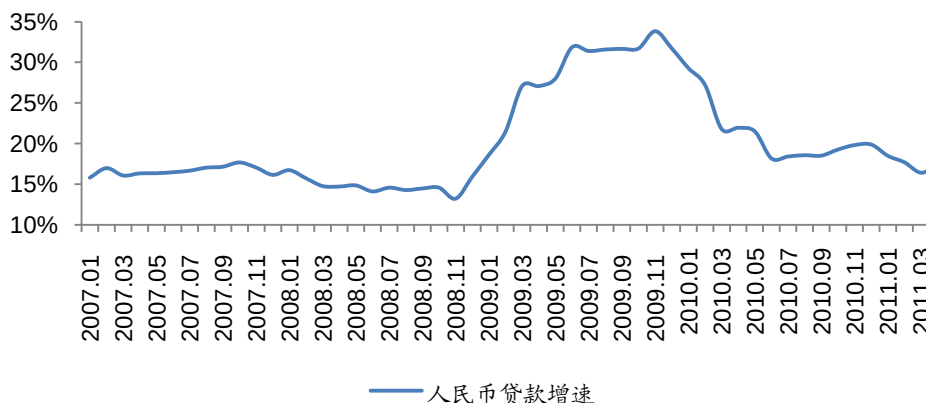
从期限看,4月短期贷款增加 3083 亿,环比少增 625 亿元,同比多增 1664 亿元;中长期贷款增加 3762 亿,环比少增 329 亿元,同比少增 1800 亿元。中长期贷款占新增贷款比例 50.87%,环比下降 9.35 个百分点。

图 3: 4 月新增贷款 7396 亿



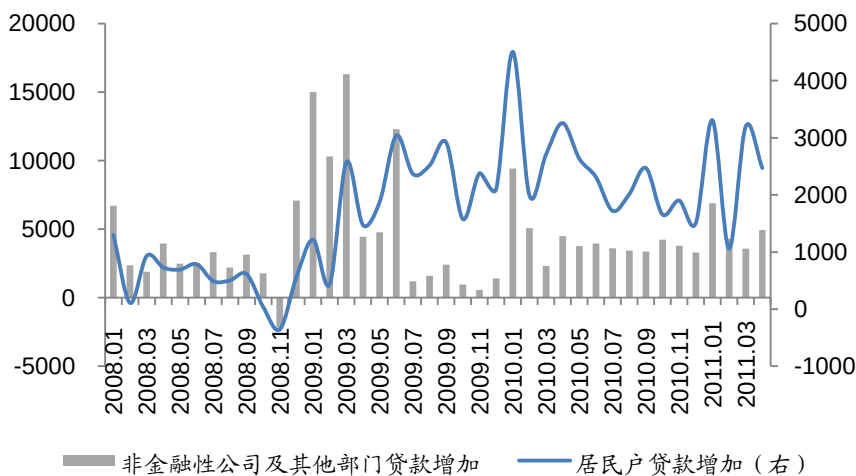
资料来源: 央行, 宏源证券

图 4: 4 月贷款增速 17.5%



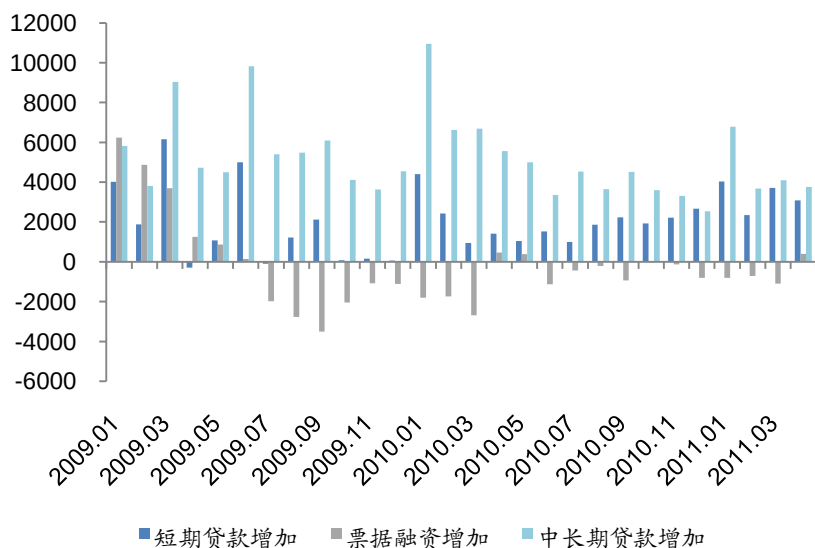
资料来源: 央行, 宏源证券

图 5: 非金融性公司及其他贷款增加 4929 亿元, 居民贷款增加 2470 亿元



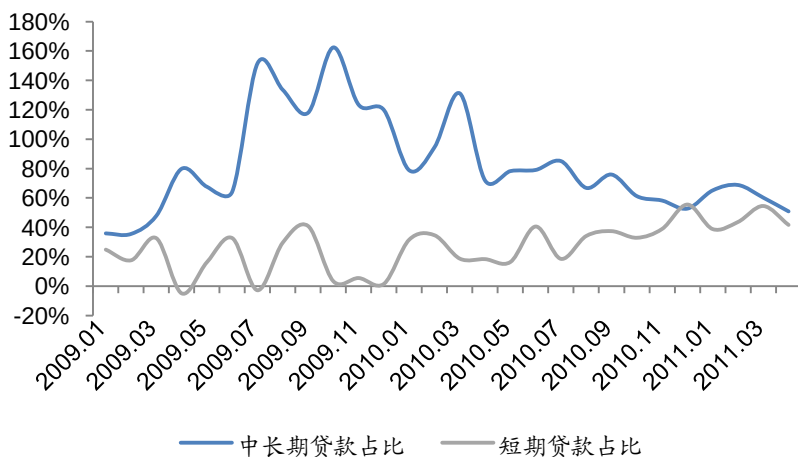
资料来源: 央行, 宏源证券研究所

图 6: 中长期贷款月度增加 3762 亿元, 同比减少 1800 亿元



资料来源: 央行, 宏源证券

图 7: 中长期贷款占比 50.87%, 环比下降 9.35 个百分点



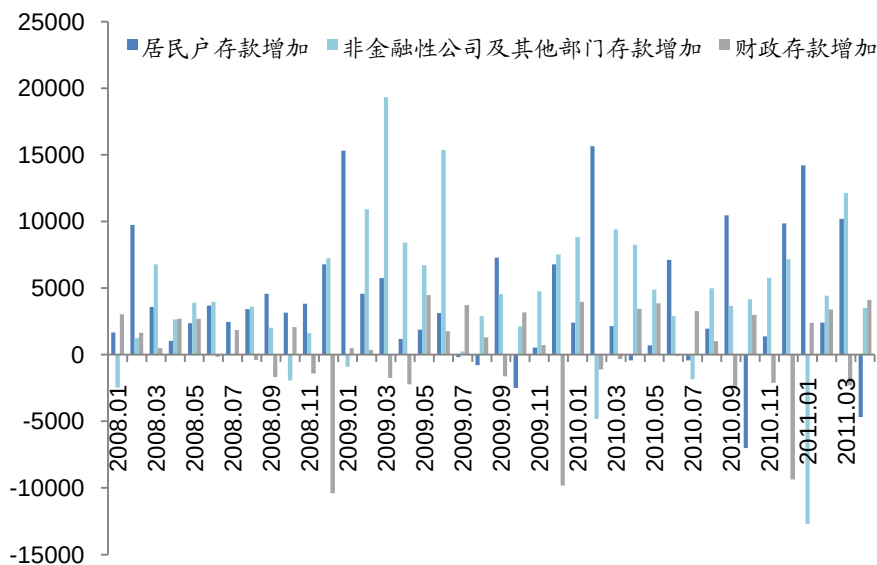
资料来源: 央行, 宏源证券

### (三) 企业人民币活期存款突降

4月末,本外币存款余额 77.17 万亿元,同比增长 17.1%。人民币存款余额 75.62 万亿元,同比增长 17.3%,比上月末和上年同期分别低 1.7 和 4.7 个百分点。当月人民币存款增加 3377 亿元,同比少增 8325 亿元。

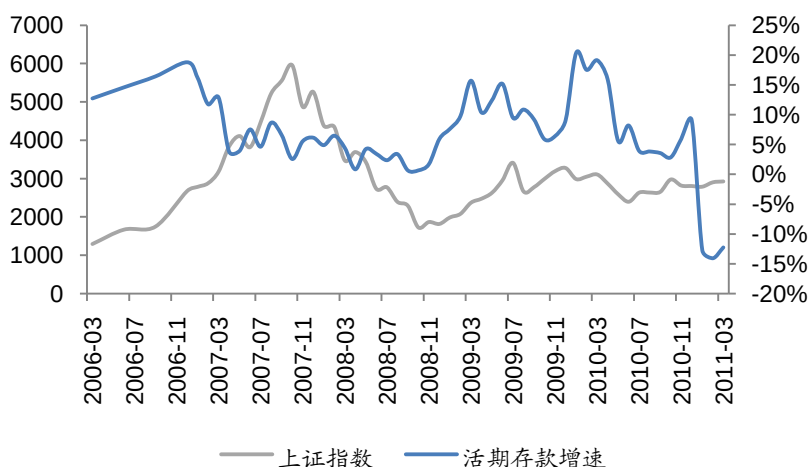
分部门看,居民户存款减少 4678 亿,自去年 10 月以来首月减少;非金融性公司存款增加 3519 亿元,环比少增 8609 亿元,同比少增 4716 亿元。财政存款增加 4101 亿元。

图 8: 非金融性公司存款增加 3519 亿元,居民存款减少 4678 亿



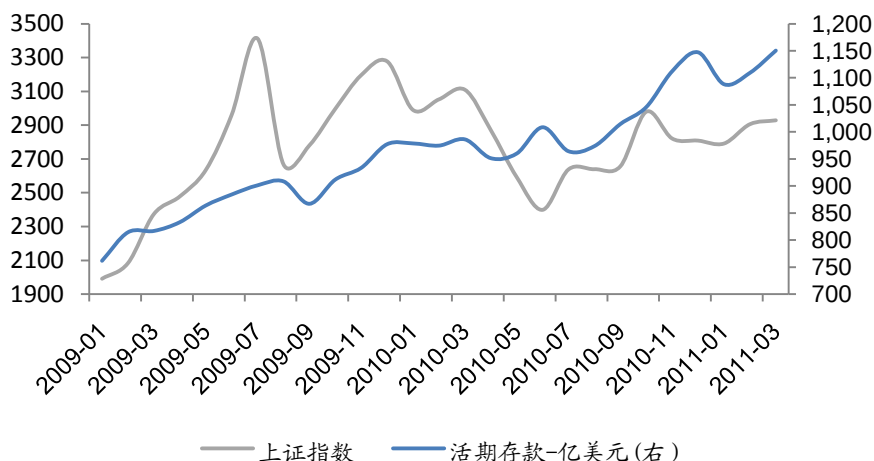
资料来源: 央行, 宏源证券

图 9: 人民币活期存款增速与上证指数有一定的相关性



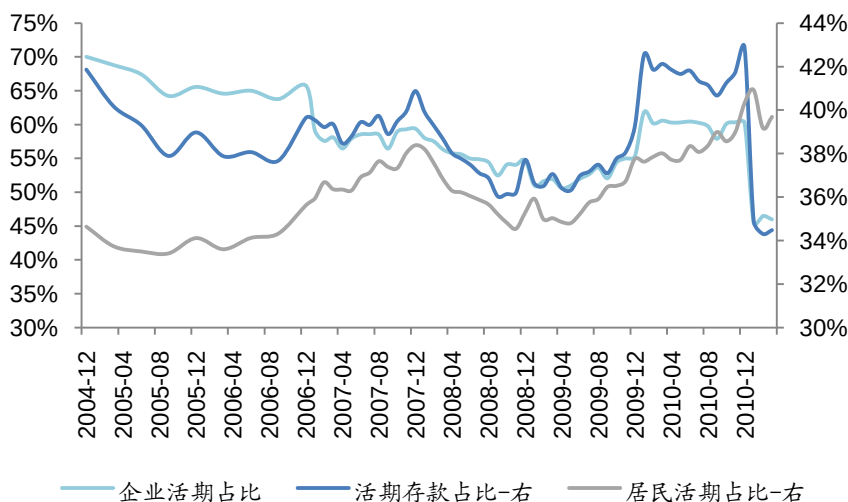
资料来源: 央行, 宏源证券

图 10: 外汇活期存款与上证指数有一定的相关性



资料来源: 央行, 宏源证券

图 11: 企业人民币活期存款占比突降



资料来源: 央行, 宏源证券

#### 解读:

从货币供应量看, M1 增速继续低于 M2, 活期存款占比下降, 控制通胀的手段使得 M1 增速继续回落至 12.9%, 企业经济活力显著下滑。而 M2 增速下降至 15.3%, 回归 16% 之内的调控目标区, 主要是由于贷款派生能力下降、存准率高位、资金脱媒等因素造成的。

4 月份新增人民币贷款 7396 亿, 数据显示流动性压力不减, 预计紧缩政策还将继续。

短贷和中长期贷款占比均下降, 尤其是后者, 而票据贴现和其他贷款占比提高, 说明银行主动调整贷款期限, 有利于改善净息差。2 月和 4 月的加息使得存款利率即时调整, 而短期贷款利率将在短贷合同到期后调整, 预计从 7 月开始, 一部分短期贷款将重定价。所以, 我们觉得净息差在二季度有压力 (但不大, 预计环比还会小幅上升), 三季度会好于二季度。

持续的负利率状况, 已经开始引发居民存款逃离银行, 居民存款投资黄金、白银、理财产品、信托产品增加, 同时资金紧张使得民间借贷异常火爆, 预计存款压力依然不小。2007 年大牛市时, 活期存款占比达到 39-40%, 而在 2008 年股市在 2000 点附近时, 活期存款占比为 36-37%, 2009 年 11 月-2010 年 12 月活期存款占比一直在 39%-42% 之间, 今年以来活期存款占比出现大幅下降, 对净息差构成压力的同时也说明指数下跌空间有限。

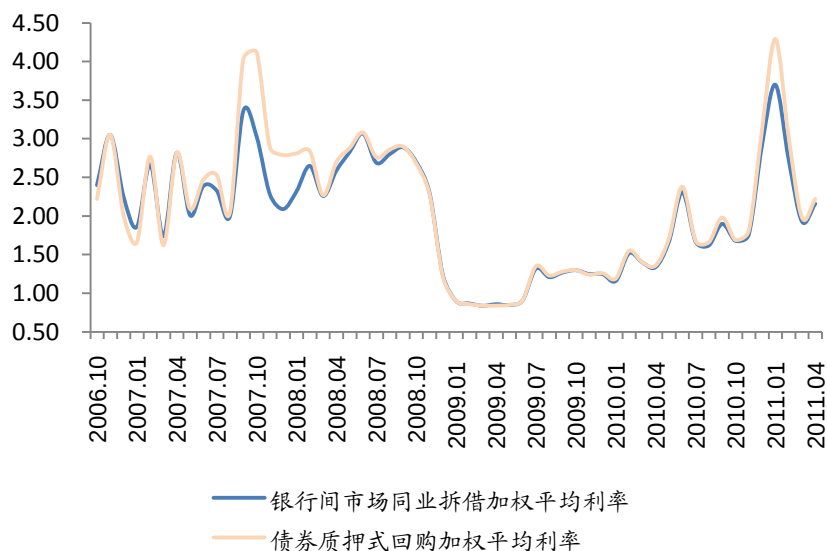


#### （四）银行间市场交易活跃，利率上升

4 月份银行间市场人民币交易累计成交 16.84 万亿元，日均成交 8418 亿元，日均同比多成交 1900 亿元，同比增长 29.2%。

4 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 2.16%，比上月上升 0.23 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 2.22%，比上月上升 0.24 个百分点。

**图 12：银行间市场利率环比上行**



资料来源：央行，宏源证券

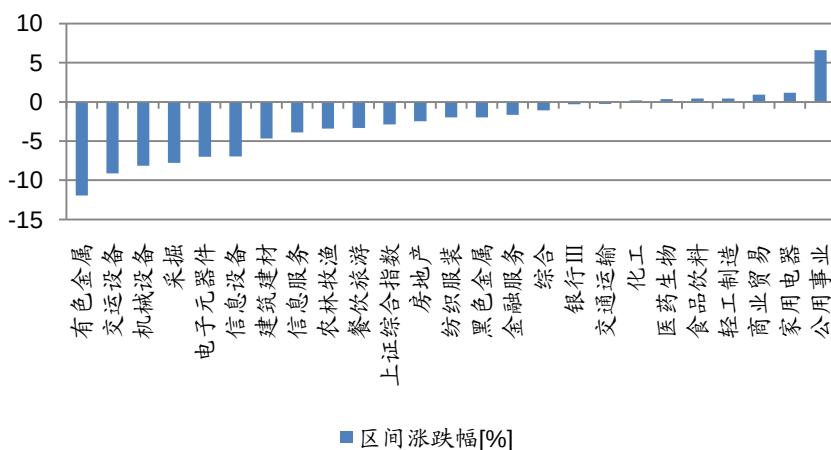
## 二、银行业月度市场表现

#### （一）月度行业和个股涨跌幅

银行指数 4 月以来下跌 0.31%，上证指数下跌 2.87% 和 2.81%，银行指数继续跑赢大盘。和申万一级行业比，4 月至今银行涨幅排名第 9，好于大多数行业；4 月 1 日至今银行板块换手率最低，只有 4.70%。从个股涨跌幅看，4 月 1 日至今，深发展、民生银行、农业银行和建设银行涨幅居前，城商行和兴业银行居后，与我们将三家城商行评级调为中性相符。

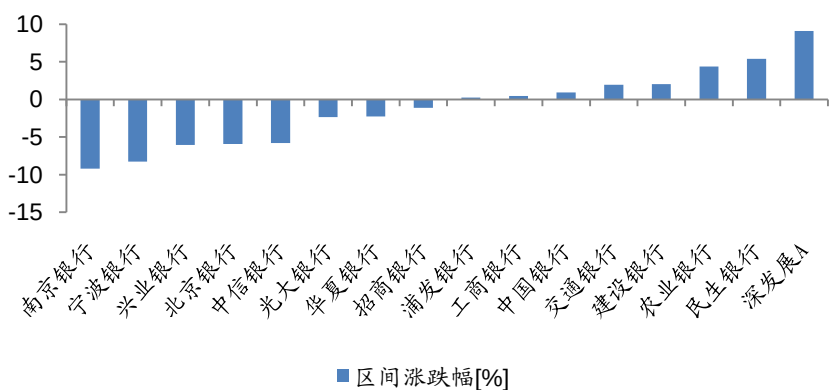
从银行板块市值变化看，截至 5 月 12 日，银行总市值占上证总市值的 29%，流通市值占比 21.3%，成交金额占上证指数 6.83%。

图 13: 一级行业 4 月以来涨跌幅



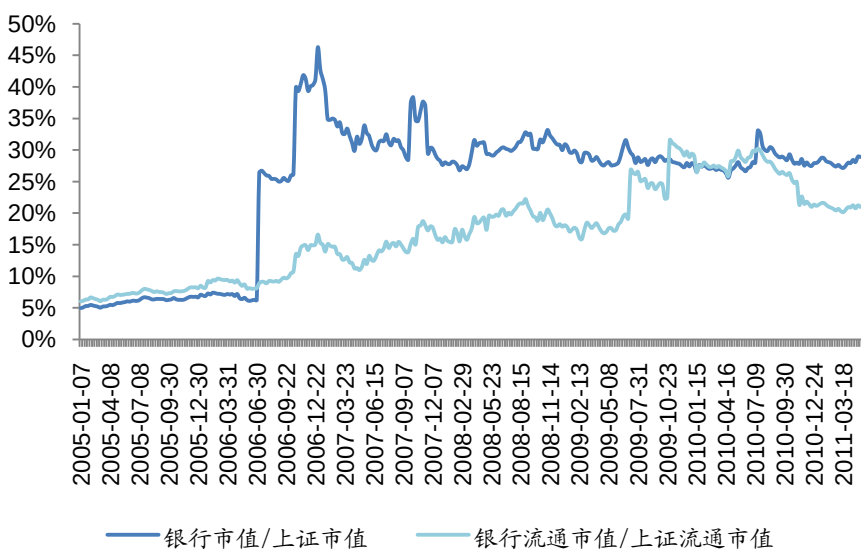
资料来源: wind, 宏源证券

图 14: 上市银行 4 月初以来涨幅



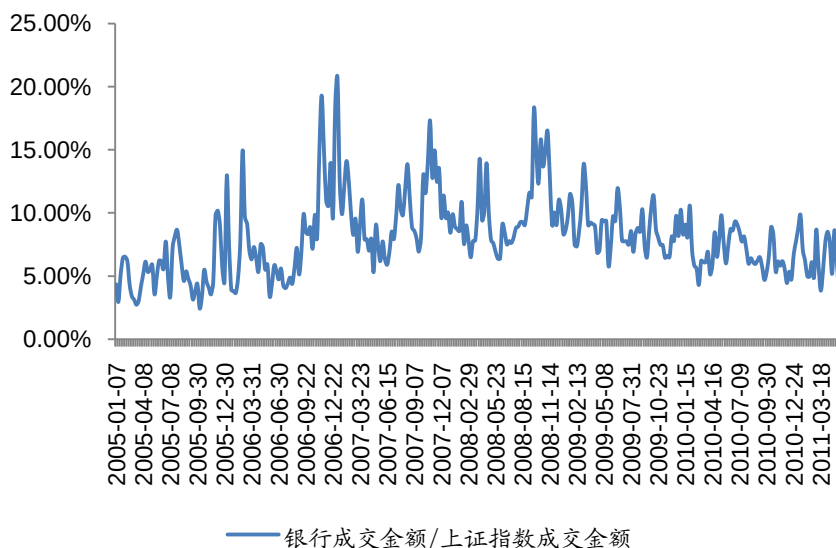
资料来源: wind, 宏源证券

图 15: 银行市值与上证市值走势



资料来源: wind, 宏源证券

图 16: 银行板块成交金额占比上证指数



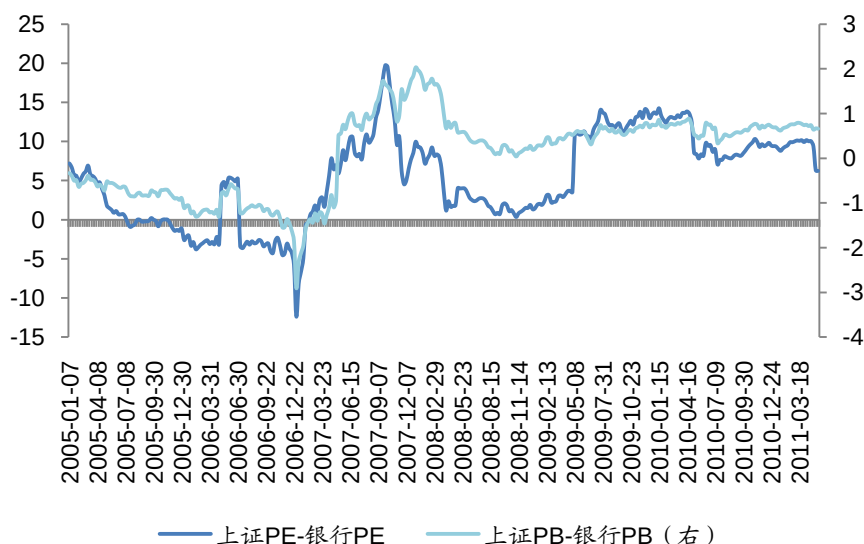
资料来源: wind, 宏源证券

## (二) 估值

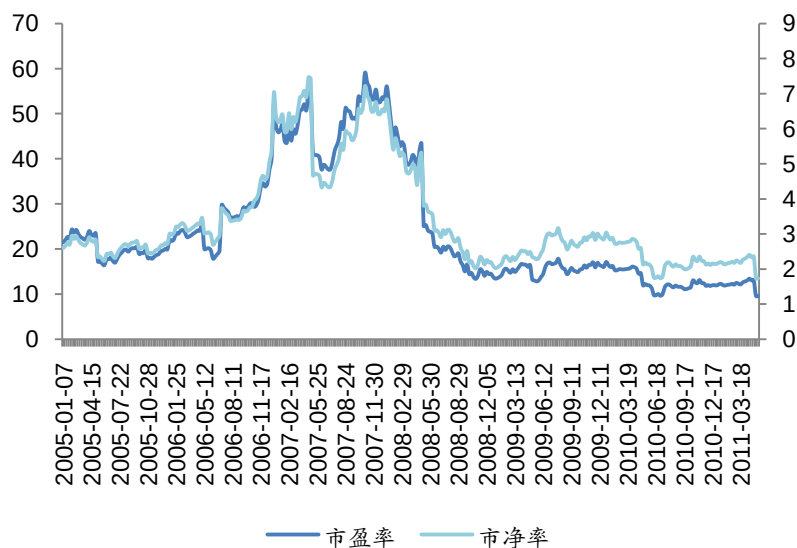
截至 5 月 12 日, 银行板块静态 PE 和 PB 分别是 9.57X 和 1.74X, 上证指数的 PE 和 PB 为 15.81X 和 2.4X, 银行估值仍然处在折价之中。

从银行估值历史看, 目前静态的 PB 和静态 PE 再次回到历史最低点, 从动态看, 保守估计行业 2011 年的净利润增长 21.4%, 2011 年行业 PE8.46 倍, PB 为 1.51 倍, 安全边际非常高。

图 17: 银行板块与上证指数估值差



资料来源: wind, 宏源证券

**图 18: 银行板块估值历史**


资料来源: wind, 宏源证券

**表 1: 上市银行估值**

|       | 收盘价       | 市盈率 (倍) |       |       |      | 市净率(倍) |      |      |      |
|-------|-----------|---------|-------|-------|------|--------|------|------|------|
|       | 2011-5-16 | 09      | 10    | 11E   | 12E  | 09     | 10   | 11E  | 12E  |
| 深发展 A | 17.67     | 12.24   | 9.80  | 7.11  | 6.29 | 3.01   | 1.84 | 1.45 | 1.19 |
| 宁波银行  | 12.35     | 24.44   | 15.34 | 11.76 | 8.55 | 3.66   | 2.24 | 1.93 | 1.65 |
| 浦发银行  | 13.83     | 15.01   | 10.35 | 10.52 | 8.40 | 2.92   | 1.61 | 1.73 | 1.75 |
| 华夏银行  | 12.14     | 16.11   | 10.11 | 7.54  | 8.20 | 2.00   | 1.71 | 1.33 | 1.17 |
| 民生银行  | 5.93      | 13.09   | 9.01  | 7.03  | 6.61 | 1.80   | 1.52 | 1.30 | 1.10 |
| 招商银行  | 14.06     | 16.64   | 11.77 | 9.14  | 7.27 | 3.27   | 2.26 | 1.87 | 1.55 |
| 南京银行  | 10.18     | 19.58   | 13.08 | 9.59  | 7.96 | 2.51   | 1.59 | 1.41 | 1.24 |
| 兴业银行  | 14.78     | 12.00   | 8.61  | 6.57  | 5.06 | 2.68   | 0.93 | 1.36 | 1.08 |
| 北京银行  | 11.34     | 12.53   | 10.38 | 9.37  | 7.33 | 1.88   | 1.66 | 1.34 | 1.16 |
| 交通银行  | 5.83      | 10.91   | 8.40  | 7.66  | 6.01 | 2.00   | 1.48 | 1.40 | 1.31 |
| 工商银行  | 4.58      | 12.43   | 9.68  | 8.11  | 6.55 | 2.37   | 1.95 | 1.67 | 1.44 |
| 建设银行  | 5.12      | 11.99   | 9.49  | 8.18  | 5.99 | 2.30   | 1.84 | 1.61 | 1.40 |
| 中国银行  | 3.38      | 11.68   | 9.04  | 7.60  | 6.85 | 1.83   | 1.46 | 1.33 | 1.20 |
| 中信银行  | 5.42      | 14.77   | 9.84  | 7.97  | 6.52 | 2.06   | 1.76 | 1.42 | 1.15 |
| 农业银行  | 2.90      | 14.49   | 9.93  | 8.07  | 6.66 | 2.75   | 1.74 | 1.46 | 1.24 |
| 光大银行  | 3.77      | 19.95   | 11.92 | 9.15  | 6.38 | 3.17   | 1.88 | 1.60 | 1.35 |
| 行业平均  |           | 14.87   | 10.42 | 8.46  | 6.92 | 2.51   | 1.72 | 1.51 | 1.31 |
| 国有大行  |           | 12.30   | 9.31  | 7.92  | 6.41 | 2.25   | 1.69 | 1.49 | 1.32 |
| 股份制银行 |           | 14.98   | 10.18 | 8.13  | 6.84 | 2.61   | 1.69 | 1.51 | 1.29 |
| 城商行   |           | 18.85   | 12.93 | 10.24 | 7.95 | 2.68   | 1.83 | 1.56 | 1.35 |

资料来源: 宏源证券

### 三、投资建议和组合

如我们预期，进入 2011 年，银行板块成为主流机构抢筹的重点，源于良好的业绩，我们认为只要影响银行业盈利的驱动因素没有发生变化，即银行业业绩预期没有改变，板块将在 2011 年持续受到市场关注，但不排除媒体渲染会使板块出现技术性下跌，我们维持二季度策略观点：基于净息差的历史视角重点推荐民生银行、招商银行、华夏银行，基于净息差的未来（二季度）视角，从存贷款结构调整将引发的一季度净息差弹性看，建行和中信银行会有较好表现。整个加息周期中，招行和民生会有不错的业绩表现。中长期看好农行。深发展是我们二季度重点推荐品种：一季报业绩超预期、两行整合已获批复，平安入主后将弥补存款不足的劣势。

**表 2：二季度重点股票**

| 重点公司 | 股价    | 10EPS | 11EPS | 11BVPS | 12BVPS | 评级 |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|----|
| 民生银行 | 5.93  | 0.66  | 0.84  | 4.58   | 5.40   | 增持 |
| 中信银行 | 5.42  | 0.55  | 0.68  | 3.81   | 4.71   | 增持 |
| 招商银行 | 14.06 | 1.19  | 1.54  | 7.51   | 9.05   | 增持 |
| 农业银行 | 2.90  | 0.29  | 0.36  | 1.98   | 2.35   | 增持 |
| 深发展  | 17.67 | 1.80  | 2.49  | 12.19  | 14.88  | 增持 |
| 建设银行 | 5.12  | 9.49  | 8.18  | 1.61   | 1.40   | 增持 |
| 华夏银行 | 12.14 | 10.11 | 7.54  | 1.33   | 1.17   | 增持 |

资料来源：宏源证券

### 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                                                |
|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>曾利洁</b><br>010-88085790<br>zenglijie@hysec.com | <b>郭振举</b><br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | <b>张珺</b><br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | <b>崔秀红</b><br>010-88085788<br>cuixiuhong@hysec.com  |
| <b>贾浩森</b><br>010-88085279<br>jiahaozen@hysec.com | <b>牟晓凤</b><br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>王俊伟</b><br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
|                                                   | <b>孙利群</b><br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com   | <b>赵佳</b><br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com     | <b>罗云</b><br>010-88085760<br>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。