

2011年05月银行业研究月报

评级：增持 维持评级

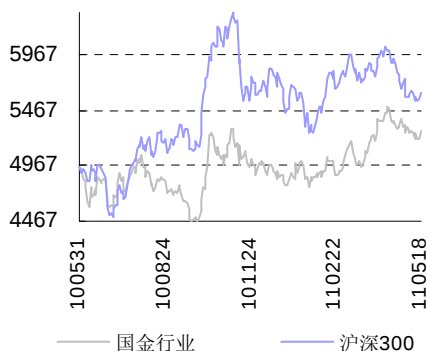
行业研究月报

长期竞争力评级：高于行业均值

紧缩环境难掩经营向好

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	15.91
市场优化平均市盈率	25.07
国金银行业指数	5281.44
沪深300指数	3139.38
上证指数	2872.77
深证成指	12230.69
中小板指数	6773.13



相关报告

1. 《充分预期的提准》，2011.5.13
2. 《监管政策尘埃落定有利于形成明确预期》，2011.5.4
3. 《一季报点评 - 息差弹性好》，2011.5.2

陈建刚 分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号：S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

投资建议

- 直至8月底上市银行中期业绩公告期，上市银行基本面业绩处于空窗期。参考历史银行股走势在此期间更多的受到宏观经济预期及政策预期的影响（其本质在于对银行未来业绩增长缺乏信心），我们认为今年与历史存在的较大的不同，即1）对于银行基本面未来业绩增长预期极为明确，不会出现对于贷款质量恶化的担忧，所以不会出现基本面业绩高增长股价下跌的背离；2）对于行业本身的监管政策预期足够充分，上市银行整体严格按照监管要求进行经营，因而不会触发针对银行行业本身的惩罚性措施，因而银行股不会跑输大盘。所以我们继续维持此前提提高银行股仓位配置的投资建议。
- 推荐组合维持“民生、浦发、深发展和招行”，同时提示关注光大银行补涨需求。

信贷数据点评

- 4月金融机构贷款增速保持稳定。4月新增人民币贷款7396亿，较3月份多了602亿，其中一般性贷款新增约6845亿（短期3083亿，中长期3762亿），票据增加395亿。新增贷款中，整体人民币贷款同比增长17.5%，较年初增长6.15%。
- 新增贷款高于预期主要源于政策性银行信贷投放的增加。预计4月四大行新增贷款2600亿左右，股份制银行新增贷款1370亿左右，四大行和股份制的新增贷款占比分别低于其各自的存量贷款份额7个百分点和2个百分点。上市银行贷款同比增长16.6%，信贷投放符合监管要求，预计信贷超预期主要源于政策性银行信贷投放的增加。
- 贷款短期化继续，贷款重定价期限缩短在加息环境中更为受益。10年进入加息以来，新增贷款中短期占比明显上升，股份制银行贷款短期化尤为明显。持续的贷款短期化使得部分短期贷款合同的利率重定价较快，减轻存款成本上升压力，预计二季度息差继续保持上行。
- 4月份存款增幅放缓。4月新增人民币存款3377亿，单月新增环比大幅下降。分部门情况看，新增存款中居民户存款减少4678亿，非金融性公司存款增加3519亿，财政存款增加4101亿。
- 存款增加较少源于存贷比考核而冲存款规模后的自然回落。人民币储蓄存款环比下降5000亿元，我们认为这主要源于商业银行因3月末、4月日均存贷比考核而冲存款规模后的自然回落。
- 国有银行是存款流出主力。国有银行、股份制、城商行存款环比分别减少4940亿、增加290亿和增加1500亿。国有银行存款均大幅净流出；股份制中交行存款流出较大，其他股份制虽存款环比降幅较大，但大多仍保持正增长；城商行为吸存主力，新增存款环比下降不到20%。

流动性观察

- M1、M2指标回落，显示流动性难有起色：3月M2同比增长15.3%，增幅比上个月减少1.3个百分点；M1同比增长12.9%，增幅比上个月减少2.1个百分点。M1、M2在3月暂时企稳后又继续回落，表示目前阶段流动性情况难有改观。
- 银行间市场拆借利率整体较前期上升。4月下旬至今，7天拆借利率从2.70%上升到了目前的4.67%，收益率较3月份明显攀升。准备金率的频繁上调（4月17、5月12分别上调0.5个百分点）是银行间市场流动性趋于紧张的主要原因。¹⁻

图表 1: 上市银行估值水平
国内银行估值水平

	评级	股价		EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		18/May	A/H溢价 流通股本	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行	买入	4.56	2,622.25	0.57	0.67	7.98	6.85	2.68	3.06	1.70	1.49	21.31	21.78
建设	持有	5.10	94.39	0.64	0.78	7.92	6.52	3.20	3.66	1.59	1.39	20.09	21.36
农行	买入	2.92	153.42	0.35	0.42	8.23	6.93	1.97	2.25	1.48	1.30	17.97	18.69
中行	持有	3.39	69.72	0.45	0.55	7.52	6.19	2.65	3.19	1.28	1.06	17.04	17.15
交通	持有	5.86	297.36	0.83	0.98	7.05	5.98	4.61	5.41	1.27	1.08	18.03	18.10
招商	买入	14.30	176.66	1.68	2.11	8.52	6.78	7.62	9.31	1.88	1.54	22.01	22.65
中信	买入	5.38	264.18	0.60	0.73	9.00	7.42	3.57	4.05	1.51	1.33	16.76	17.90
浦发	买入	14.15	114.79	1.77	2.16	8.01	6.55	9.75	11.34	1.45	1.25	18.12	19.06
民生	买入	6.02	225.88	0.83	1.05	7.27	5.72	4.64	5.48	1.30	1.10	17.84	19.20
兴业	买入	14.81	59.92	2.30	2.99	6.43	4.96	10.58	13.10	1.40	1.13	21.78	22.81
光大	持有	3.78	40.00	0.32	0.40	11.95	9.50	2.65	2.95	1.43	1.28	11.95	13.50
华夏	持有	12.22	37.84	1.15	1.41	10.61	8.68	9.18	10.35	1.33	1.18	12.55	13.60
深发展	买入	18.11	31.05	2.16	2.61	8.37	6.93	11.17	13.52	1.62	1.34	19.37	19.33
北京	买入	11.37	62.28	1.15	1.41	9.87	8.07	8.30	9.35	1.37	1.22	13.89	15.06
南京	买入	10.23	29.69	0.89	1.09	11.48	9.43	7.30	8.21	1.40	1.25	12.20	13.22
宁波	持有	12.25	24.74	1.01	1.24	12.07	9.89	6.51	7.62	1.88	1.61	15.59	16.25
大行平均						7.91	6.62			1.51	1.31	19.10	19.74
股份制平均						8.58	6.95			1.46	1.25	17.60	18.46
城商行平均						11.14	9.13			1.55	1.36	13.89	14.84
Average/Sum (除南京、宁波)						8.48	6.93			1.47	1.26	17.76	18.58

H股估值水平

	评级	股价		EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		18/May	A/H溢价	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行(H)		6.38	85%	0.57	0.67	9.34	8.01	2.68	3.06	1.99	1.74	21.31	21.78
建行(H)		7.19	85%	0.64	0.78	9.34	7.68	3.20	3.66	1.88	1.64	20.09	21.36
农行(H)		4.62	76%	0.35	0.42	10.89	9.17	1.97	2.25	1.96	1.71	17.97	18.69
中行(H)		4.23	96%	0.45	0.55	7.85	6.46	2.65	3.19	1.34	1.11	17.04	17.15
交行(H)		7.93	88%	0.83	0.98	7.98	6.77	4.61	5.41	1.44	1.23	18.03	18.10
招行(H)		19.60	87%	1.68	2.11	9.77	7.77	7.62	9.31	2.15	1.76	22.01	22.65
中信(H)		5.36	120%	0.60	0.73	7.50	6.18	3.57	4.05	1.26	1.11	16.76	17.90
民生(H)		7.25	99%	0.83	1.05	7.32	5.76	4.64	5.48	1.31	1.11	17.84	19.20
Average			92%			8.75	7.23			1.66	1.43	18.88	19.60

汇率: 0.84

H股估值已考虑了汇率因素

中信考虑10配2.2, 融资265亿, 2011年完成

民生考虑A股可转债+H股增发融资290亿, 2011年完成

光大考虑H股IPO融资450亿, 2011年完成

北京行考虑定增融资118亿, 2011年完成

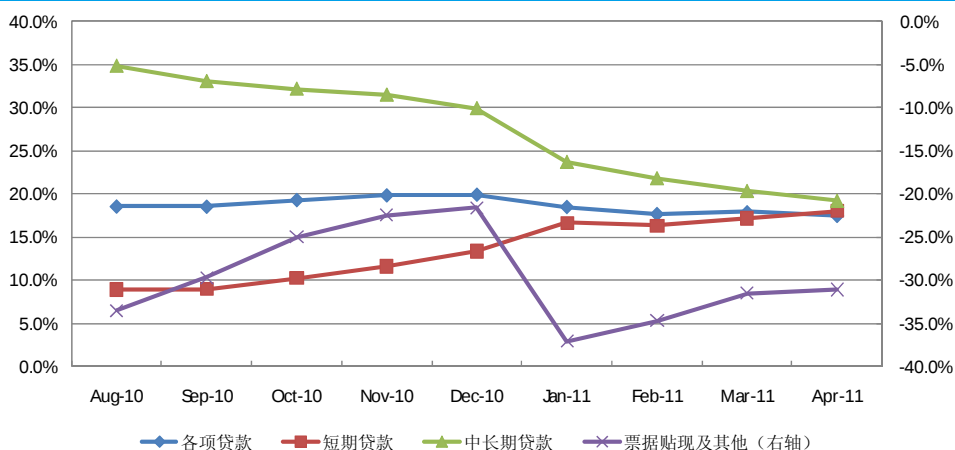
来源: 国金证券研究所

信贷数据点评

贷款超预期主要源于政策性银行信贷投放的增加

- **4 月金融机构贷款增速保持稳定。**4 月新增人民币贷款 7396 亿，较 3 月份多了 602 亿，其中一般性贷款新增约 6845 亿（短期 3083 亿，中长期 3762 亿），票据增加 395 亿。新增贷款中，整体人民币贷款同比增长 17.5%，较年初增长 6.15%。

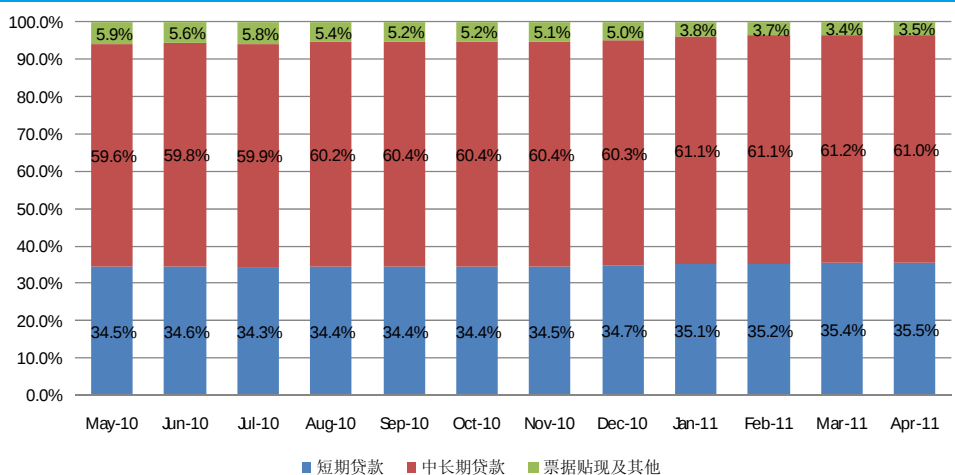
图表 2：金融机构贷款增速保持稳定



来源：公司数据，国金证券研究所

- 新增贷款中居民户贷款新增 2470 亿，新增量比上月少 723 亿。其中中长期贷款新增 1421 亿，新增量比上月少 308 亿，显示按揭贷款占比并没有进一步提升。
- 新增票据 395 亿，票据余额占人民币贷款余额比例反弹至 3.5%，显示票据已再难被压缩。

图表 3：金融机构各类贷款占比

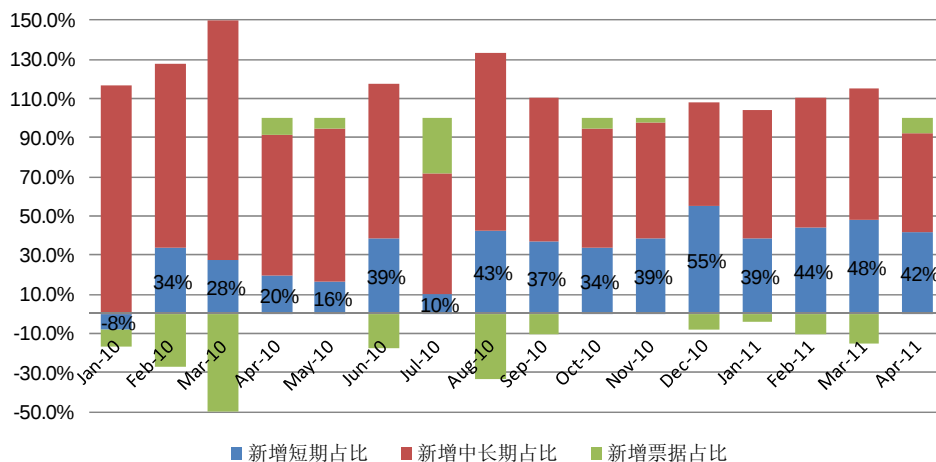


来源：公司数据，国金证券研究所

- **新增贷款高于预期主要源于政策性银行信贷投放的增加。**预计 4 月四大行新增贷款 2600 亿左右，股份制银行新增贷款 1370 亿左右，四大行和股份制的新增贷款占比分别低于其各自的存量贷款份额 7 个百分点和 2 个百分点。上市银行贷款同比增长 16.6%，信贷投放符合监管要求，预计信贷超预期主要源于政策性银行信贷投放的增加。
- **贷款短期化继续，贷款重定价期限缩短在加息环境中更为受益。**10 年进入加息以来，新增贷款中短期占比明显上升，股份制银行贷款短期化尤为明

显。持续的贷款短期化使得部分短期贷款合同的利率重定价较快，减轻存款成本上升压力，预计二季度息差继续保持上行。

图表 4：金融机构贷款短期化现象明显

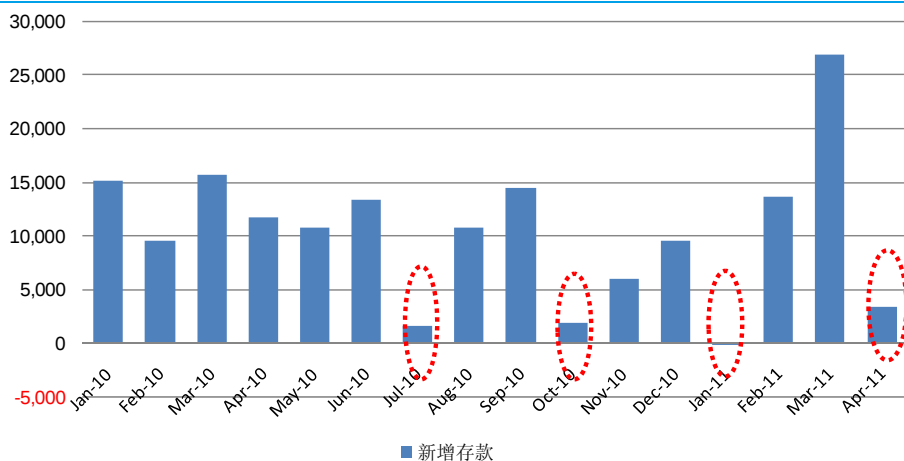


来源：公司数据，国金证券研究所

存款增加较少主要源于存贷比考核而冲存款规模后的自然回落

- **4月份存款增幅放缓。**4月新增人民币存款 3377 亿，单月新增环比大幅下降。分部门情况看，新增存款中居民户存款减少 4678 亿，非金融性公司存款增加 3519 亿，财政存款增加 4101 亿。
- **存款增加较少源于存贷比考核而冲存款规模后的自然回落。**人民币储蓄存款环比下降 5000 亿元，我们认为这主要源于商业银行因 3 月季末、4 月日均存贷比考核而冲存款规模后的自然回落。
 - 自银监会要求银行 10 年 6 月底需重新满足 75% 的存贷比以来，为满足存贷比要求冲存款的季末效应十分明显。季末时，存款环比往往大幅增长，而接下来一个月存款规模出现自然回落。

图表 5：金融机构当月新增存款



来源：公司数据，国金证券研究所

- **国有银行是存款流出主力。**国有银行、股份制、城商行存款环比大约分别减少 4940 亿、增加 290 亿和增加 1500 亿。国有银行存款均大幅净流出；股份制中交行存款流出较大，其他股份制虽存款环比降幅较大，但大多仍保持正增长；城商行为吸存主力，新增存款环比下降不到 20%。

存贷比考核达标，生息资产增速开始加快

- 预计生息资产/存款的比重 1 季度之后开始上升，新增贷款/存款比例提升。4 月份新增生息资产/存款的比重达到 104.2%，而 1 季度新增生息资产/存款的比重仅为 32.4%。这说明满足 4 月日均存贷比考核后，上市银行新增存款压力开始下降，对资产未来盈利的关注提升。

图表 6：上市银行存贷比

贷存比 (%)	Oct/10	Nov/10	Dec/10	Jan/11	Feb/11	Mar/11	Apr/11
工商银行	58%	59%	59%	60%	60%	57%	59%
农业银行	54%	55%	54%	55%	55%	53%	54%
中国银行	66%	66%	65%	66%	65%	62%	64%
建设银行	60%	60%	60%	60%	60%	59%	60%
交通银行	73%	72%	70%	72%	73%	69%	72%
中信银行	73%	73%	73%	78%	75%	72%	72%
光大银行	72%	73%	71%	72%	73%	71%	72%
华夏银行	74%	73%	69%	72%	74%	70%	72%
深发展	74%	75%	73%	75%	75%	73%	73%
招商银行	74%	75%	75%	74%	75%	73%	72%
浦发银行	72%	72%	70%	72%	74%	70%	70%
兴业银行	78%	78%	76%	79%	79%	77%	77%
民生银行	75%	75%	73%	76%	75%	72%	72%
城商行	62%	61%	59%	62%	63%	62%	62%
国有商业银行	59%	59%	59%	60%	60%	58%	59%
股份制商业银行	73%	74%	72%	74%	75%	72%	72%
金融机构	67%	67%	67%	68%	67%	66%	66%

来源：公司数据，国金证券研究所

上市银行 4 月贷款数据点评

- 上市银行中贷款增速浦发、深发展最快，生息资产增速仍然是浦发、民生最快。截至 11 年 4 月底，浦发、深发展的贷款增速/一般性贷款增速分别是 18%/17%、22%/22%；浦发、民生的生息资产增速分别是 34%和 43%。

图表 7：上市银行贷款、生息资产、存款同比增速预测

	人民币贷款 总额 (含票 据)	人民币一 般性贷款 贷款	人民币短 期贷款	人民币中 长期贷款	生息资产	人民币存款
余额同比增长	Apr-11	Apr-11	Apr-11	Apr-11	Apr-11	Apr-11
工商银行	15%	17%	23%	15%	7%	12%
建设银行	15%	18%	26%	15%	9%	11%
农业银行	16%	19%	18%	19%	16%	14%
中银内地	14%	16%	13%	18%	12%	13%
招商银行	16%	19%	21%	18%	22%	24%
浦发银行	18%	22%	21%	24%	34%	25%
民生银行	17%	19%	39%	4%	43%	29%
华夏银行	19%	19%	14%	23%	25%	20%
深发展	17%	22%	33%	12%	27%	24%
交通银行	17%	20%	19%	20%	16%	15%
中信银行	15%	16%	11%	22%	22%	23%
兴业银行	18%	18%	30%	12%	20%	20%

来源：公司数据，国金证券研究所

- 1-4 月新增贷款结构中一般性贷款占比最高的是：中信（147%）、交行（122%）、农行（119%）、建行（114%）、浦发（114%）。

图表 8: 4 月新增贷款结构预测

4月新增贷款环比结构	人民币一般性贷款	人民币短期贷款	人民币中长期贷款	票据贴现及其他
工商银行	92%	46%	46%	8%
建设银行	108%	31%	77%	-8%
农业银行	108%	62%	46%	-8%
中银内地	105%	44%	60%	-5%
招商银行	157%	90%	67%	-57%
浦发银行	103%	41%	62%	-3%
民生银行	80%	64%	16%	20%
华夏银行	92%	52%	40%	8%
深发展	61%	94%	-33%	39%
交通银行	105%	44%	60%	-5%
中信银行	56%	11%	46%	44%
兴业银行	73%	48%	25%	27%

来源：国金证券研究所

图表 9: 1-4 月累积新增贷款结构预测

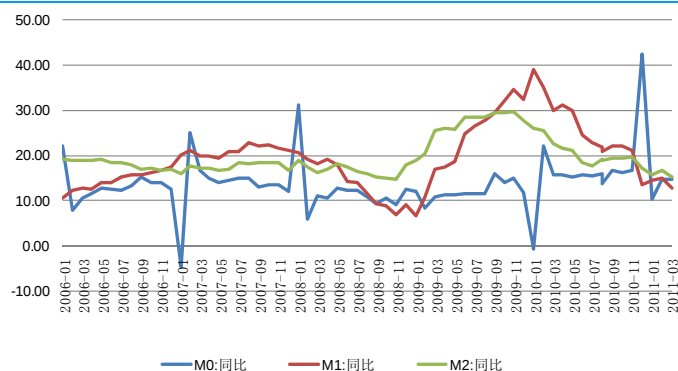
1-4月累积新增贷款结构	人民币一般性贷款	人民币短期贷款	人民币中长期贷款	票据贴现及其他
工商银行	106%	44%	63%	-6%
建设银行	114%	35%	79%	-14%
农业银行	119%	56%	63%	-19%
中银内地	103%	43%	61%	-3%
招商银行	99%	52%	47%	1%
浦发银行	114%	49%	65%	-14%
民生银行	93%	92%	2%	7%
华夏银行	97%	26%	71%	3%
深发展	105%	67%	38%	-5%
交通银行	122%	47%	75%	-22%
中信银行	147%	62%	85%	-47%
兴业银行	95%	61%	34%	5%

流动性观察

社会流动性：紧缩政策不改，流动性保持平稳收紧

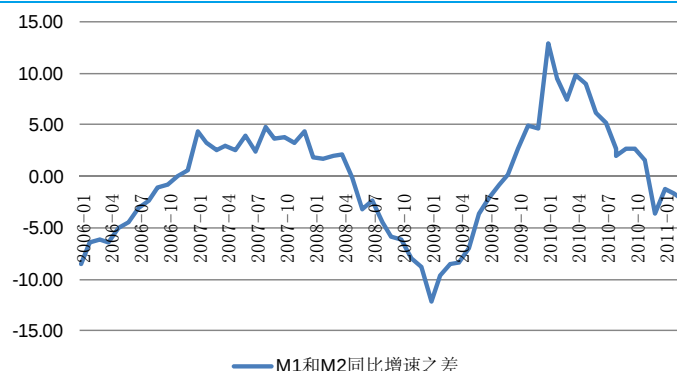
- **M1、M2 指标回落，显示流动性难有起色。**3 月 M2 同比增长 15.3%，增幅比上个月减少 1.3 个百分点；M1 同比增长 12.9%，增幅比上个月减少 2.1 个百分点。M1、M2 在 3 月暂时企稳后又继续回落，表示目前阶段流动性情况难有改观。
- **M1 和 M2 的增速差环比扩大，但未高于 1 月份水平。**M1 与 M2 的增速差目前在 -2.4%，仍在 1 月份高点 and 2 月份低点之间徘徊，表明在央行维持紧缩力度下流动性保持平稳收紧，但大幅收紧的情况亦较难出现。

图表 10：2011 年 4 月 M0、M1、M2 增速



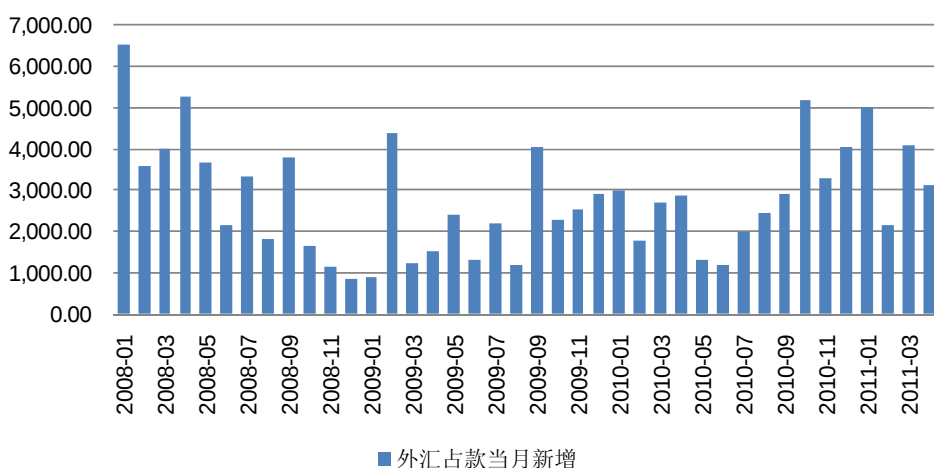
来源：国金证券研究所

图表 11：2011 年 4 月 M1 与 M2 增速差



- **4 月外汇占款保持较高水平。**4 月外汇占款为 3107 亿人民币，贸易顺差 114.2 亿美元，较 3 月份 1.4 亿美元环比上升了 112.8 亿，超出市场预期；4 月 FDI 为 84.6 亿美元，则 4 月不可解释外汇流入仍有 1800 多亿人民币。

图表 12：外汇占款新增



来源：公司数据，国金证券研究所

- **对于未来体系流动性预判：**考虑体系内流动性供求关系，我们认为未来体系内流动性仍将保持平稳收紧的态势，预计未来央行依然还需采取数量型手段回收体系内流动性。

图表 13: 未来货币市场到期资金

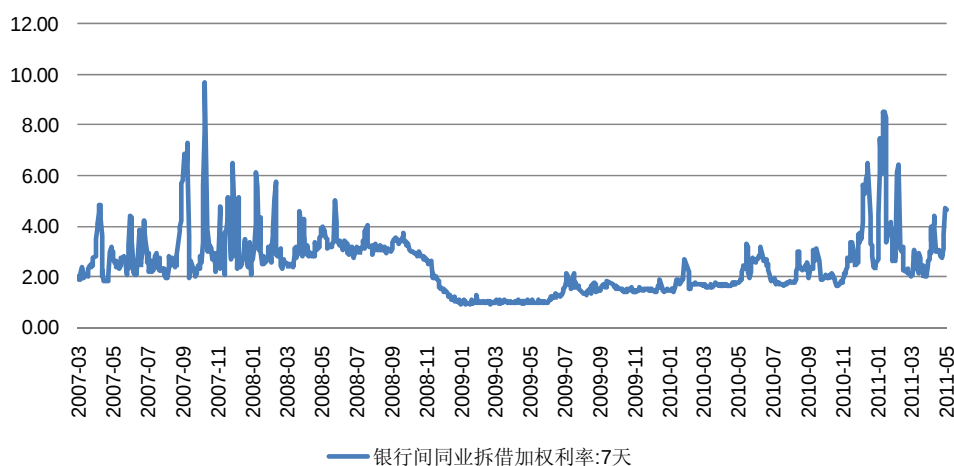
人民币: 亿元	2011.5	2011.6	2011.7	2011.8	2011.9	2011.10	2011.11	2011.12
央票到期量	1990	2560	2320	1750	1810	1050	950	50
正回购到期量	3420	2820	400	100				
公开市场到期量 (合计)	5410	5380	2720	1850	1810	1050	950	50

来源: 国金证券研究所

银行间市场流动性: 收益率开始攀升, 流动性趋紧

- 银行间市场拆借利率整体较前期上升。4 月下旬至今, 7 天拆借利率从 2.70% 上升到了目前的 4.67%, 收益率较 3 月份明显攀升。准备金率的频繁上调 (4 月 17、5 月 12 分别上调 0.5 个百分点) 是银行间市场流动性趋于紧张的主要原因, 4 月提准后 7 天拆借利率最高上行 168BP, 5 月份提准后目前 7 天拆借利率上行 157BP。

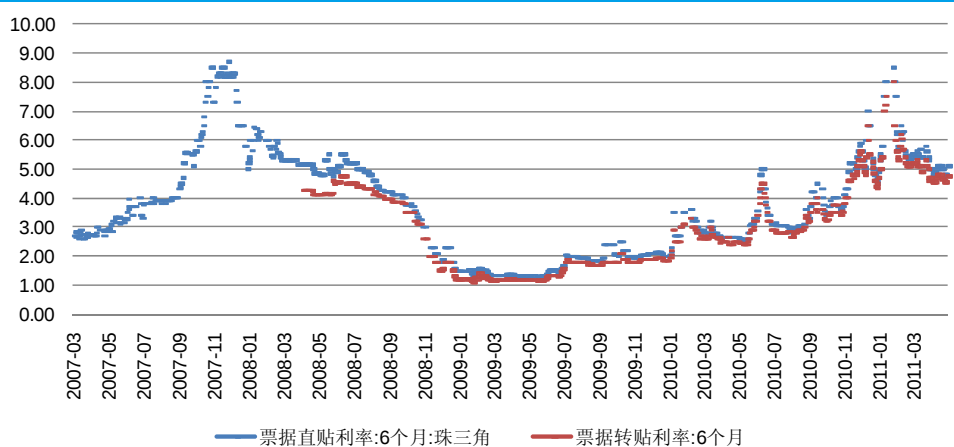
图表 14: 银行间市场 7 天拆借利率



来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 票据利率略有上升。4 月下旬至今, 6 个月票据转帖利率上升了 5BP 至 4.75%, 6 个月票据直贴利率上升了 10BP 至 5.10%。票据利率整体略有提高, 反映出银行体系流动性已从 3、4 月份的宽松转为偏紧。

图表 15: 票据贴现利率略有上升



来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 国债收益率也开始攀升, 短债收益率反弹更为明显。4 月 1 年期银行间市场国债收益率下跌 6BP, 而 5 月初至今上升 15BP 至 2.96%; 5 年期国债

利率4月份下跌了7BP，5月初至今上升2BP至3.45%；10年期国债利率4月份下跌了4BP，5月至今又继续下跌4BP至3.83%。

图表16：银行间市场国债到期收益率上升，短债收益率反弹更为明显

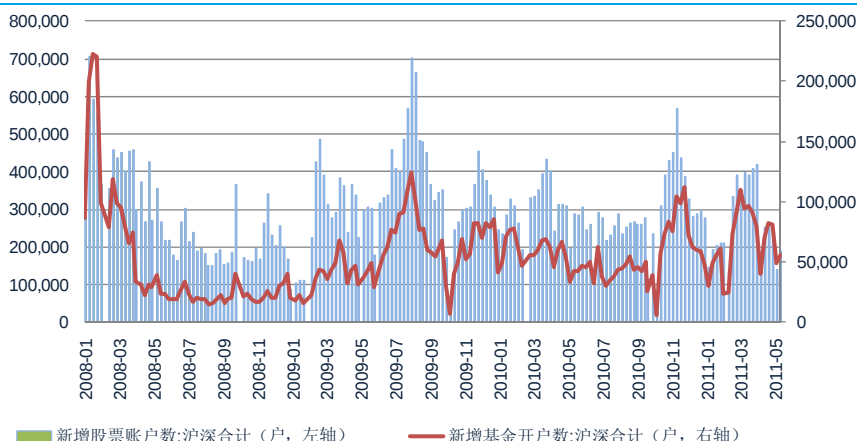


来源：公司数据，国金证券研究所

市场流动性：开户数回落，成交量萎缩

- 4月新开户数回落，由3月份的40万左右回落至4月份的14-25万水平。

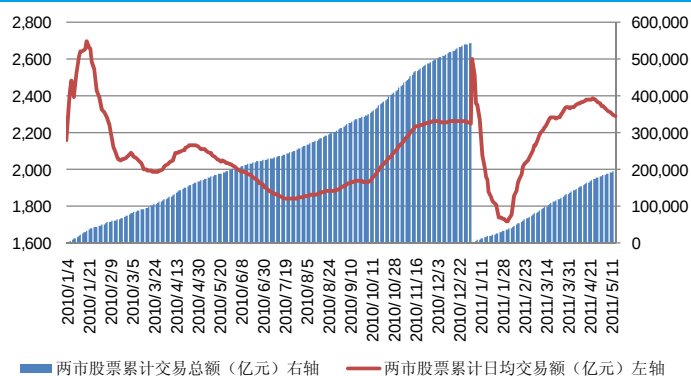
图表17：新开户数跟踪



来源：公司数据，国金证券研究所

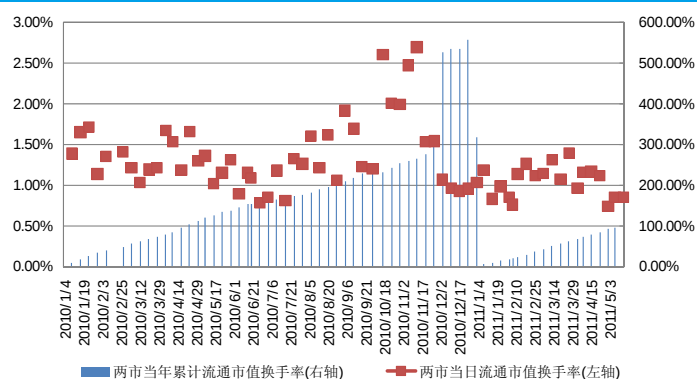
- 4月份两市日交易量由月初的2500-3000亿水平回落至月底的1500-2000亿水平，5月份至今成交量仍维持在低位。4月下旬开始两市换手率明显下滑，目前两市当日流通市值换手率0.85%。该水平自10年以来只出现过3次，前两次分别为10年6月底和11年1月底，随后市场出现反弹。

图表 18: 两市股票累计交易额与累计日均交易量



来源: 国金证券研究所

图表 19: 两市换手率



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室