



证券研究报告·行业深度

预期被改变， 估值已触底

世界经济“滞胀”隐忧弥漫，打破市场良好预期

2011 年 1 季度，世界经济走势分化。美国、日本以及中国的经济增长率在回落，而英国和欧元区经济增长率开始回升。4 月，中国通胀率小幅回落，中国以外的主要经济体通胀率小幅提高，日本通胀率回升到 0.6%。

4 月，中国经济增长正面信号多，5 月 NDF 贬值 1.09%

4 月宏观经济数据中正面信号多于负面信号。中国工业增加值增速低于 3 月，是负面信号。但是，固定资产投资增速提高，社会消费品零售总额增速回升，贸易顺差持续。这都是正面信号。

5 月，人民币升值速度趋缓，NDF 止升开贬，NDF 回落 1.09%。人民币升值速度趋缓、NDF 持续贬值是 5 月银行板块下跌的主要原因之一。

存款准备金率继续上调，大型银行超储率高影响小

依据静态测算，5 月底大型银行超额存款准备金率为 1.87%，中小型银行的基本上为零。据此我们判断，如果存款准备金率继续上调，政策变动对大型银行的影响有限，对中小型银行的影响较大，其中：农行、中行、浦发、兴业、宁波因较高超储率受到负面影响也较小。

1 季度，上市银行净利润增长 33%，超越市场预期

1 季度，16 家上市银行实现净利润 2295 亿元，同比增长 33%，超越市场预期。主要原因是：受益于 10 年 2 次加息，净息差持续走高，从而利息净收入快速增长，同比增幅为 27%；战略转型成效显著，手续费和佣金净收入同比增速为 41%；资产质量改善，不良率下降，拨备覆盖率持续提高。

6 月初，75%贷存比日均监管浮出水面，对大型银行有利

6 月初，银行将开始实行 75%贷存比日均监管。1 季度行业平均的贷存比 64%，有较大弹性空间；大型银行和小型银行贷存比接近 60%，中型银行接近 70%，监管新规对大型银行相对有利。这条监管规则是为了实现银行业监管的日常化、从资金的入口和出口两个方面来严格控制信贷投放规模。

5 月银行板块下跌 2.3%，但依然超越大盘

5 月，银行板块下跌 2.3%，但是跌幅低于沪深 300 指数（-6.0%）和上证指数（-5.8%），超越大盘。5 月，16 家银行股月度收益率都为负，大/中/小型银行跌幅分别为-2.17%/-4.7%/-7.8%。大型银行在政策调控和金融监管的环境中更为有利，防御性更大。因为大型银行超额存款准备金率高，资本充足率高，贷存比低。

APT 模型预测：6 月银行板块波动区间 3%—5%，显系统性机会

我们的假设调整为：2011 年 3 季度我国经济增长率在 9.1%-9.6%；4 月，1 年期国债收益率 2.9%，为无风险利率。我们得出结论：（1）2 季度，银行板块上涨区间 3%-5%；（2）2011 年 6 月，银行板块的波动区间在 3%-5%。

请参阅最后一页的重要声明

银行

维持

增持

魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：杨荣

jiaowenchao@csc.com.cn

010-85130239

发布日期：2011 年 6 月 1 日

市场表现



相关研究报告

11.04.20	银行业深度报告（4 月月报）：宏观条件日渐清晰，业绩估值优势凸现
11.04.18	银行业：提存对冲流动性，控制信贷规模
11.04.06	银行业：对称加息助力低估值银行股

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



投资建议

从行业面、政策面、估值层面来看，6月，银行板块向上有一定可靠性。其一，6月，半年业绩基本情况就将水落石出，我们预期半年报业绩增长30%，这对银行股估值构成支撑。其二，经济增速放缓，NDF开始贬值，人民币升值速度减缓，流入热钱规模减少，6月，提高存款准备金率对冲外汇占款的必要性在下降；同时加息的负面效应在扩大，6月加息概率也在下降。其三，我们预测11/12年净利润增速为25%/20%。11年PE8.15, PB1.49。银行板块的估值已经触底。业绩支撑，宏观调控的力度减缓，估值触底，银行股向上的可能性在增加。我们认为尽管经济增速在放缓，这同市场预期不一致，但是结合套利定价模型、行业面、政策面和估值，我们维持银行业“增持”评级。6月重点推荐的股票是：民生、招商、深发展和浦发。



目录

银行股和国内外宏观经济指标	1
日美经济增速回落，通胀向上，且日本开始出现正的通胀率.....	1
2011 年 4 月，社会消费品零售增速持续回升，贸易顺差扩大.....	4
5 月，人民币升值速度减缓，NDF 开始贬值，触发板块下跌.....	5
存款准备金率提高，大型银行超储率高影响小	6
1 季度，上市银行净利润增长 33%，超越市场预期	8
6 月初，75%贷存比日均监管浮出水面，对大型银行有利	13
5 月，银行板块指数下跌 2.3%，但是仍然存在超额收益	14
APT 模型的预测：6 月，银行板块波动区间 3%—5%	15
投资评价和建议	16
风险分析	18

银行股和国内外宏观经济指标

银行业是亲周期的行业，受到经济周期变动的直接影响。中信建投银行业月报将跟踪宏观层面对银行股的价格走势产生系统性影响的经济指标，试图发现这些指标和银行股指数之间长期的稳定关系。并且，据此构建了一个银行板块的资产定价模型，主要从宏观层面，同时结合行业层面和政策层面，我们对下个月银行板块的走势和变动区间给出预测分析和相关的投资建议。

在全球化的背景下，中国经济的开放程度不断提高，中国经济增长无法离开全球经济变动。从而在月报中，我们也对美、欧、英、日的宏观经济进行了跟踪。

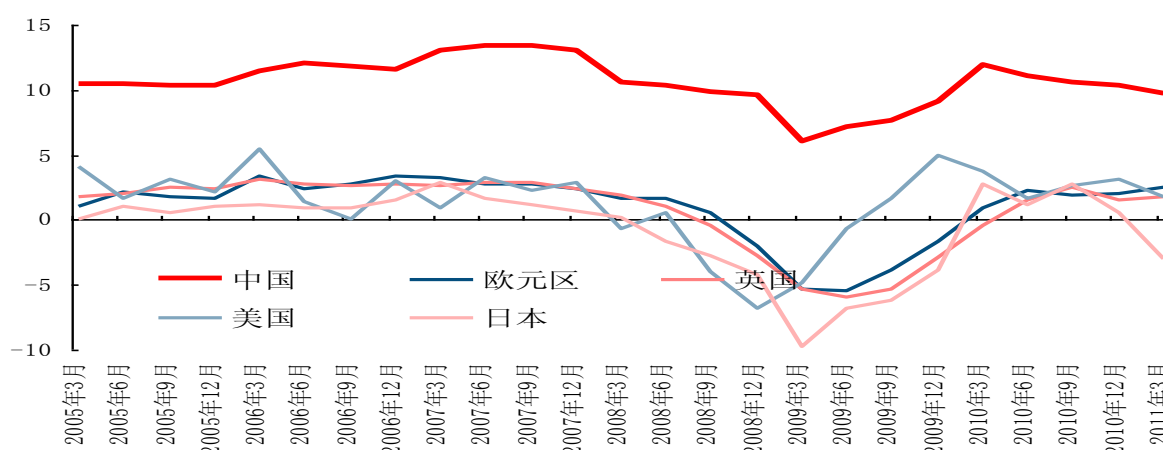
国内外的宏观层面的指标主要包括：GDP 增速、货币供给量增速、CPI、失业率，利率。中国经济增长动力方面的指标包括：固定资产投资、社会消费品零售总额、净出口额的变动；金融方面的指标主要包括：新增贷款，人民币美元汇率、上海银行间同业拆借利率、国债市场收益率等。

日美经济增速回落，通胀向上，且日本开始出现正的通胀率

2011 年 1 季度，世界经济走势分化。美国、日本以及中国的经济增长率在持续回落，而英国和欧元区经济增长率开始回升。

2010 年 1 季度，美国经济增长率从 3.1%回落到 1.8%，没有维持其持续回升的势头，而是出现下跌；日本的经济增长率大幅回落到-3%，日本大地震对实体经济的伤害较大；中国经济增长率 9.7%，依然维持经济增长率下滑的趋势。2010 年 1 季度，英国经济增长率反而出现回升，从 1.52%提高到 1.82%，欧元区的经济增长率也从 2%回升到 2.5%。美国经济增速大幅下滑，这超越了市场普遍的预期。

图 1：2011 年 1 季度经济增长率，中国、美国、日本回落，英国和欧元区回升。

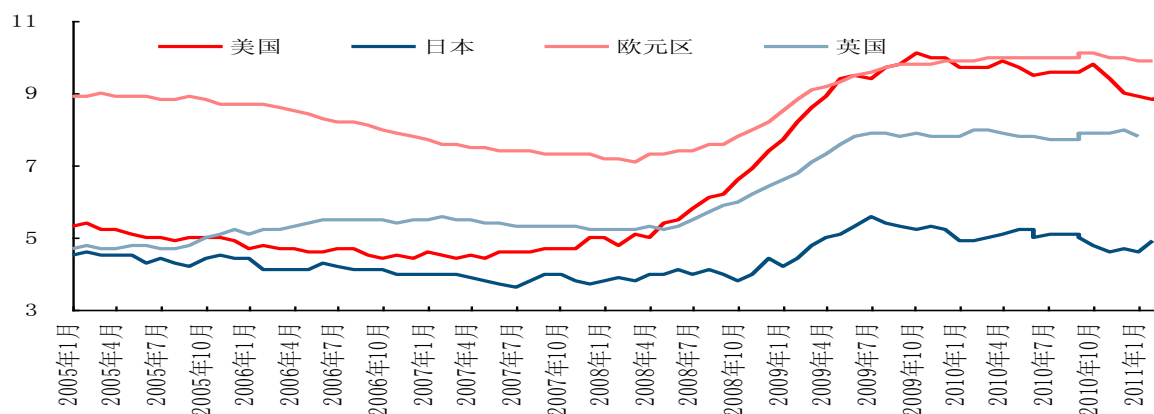


数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

从 2010 年 10 月以来，主要经济体的失业率开始从高点回落，而且这种回落的趋势仍在延续。2011 年 4 月，美国的失业率为 9.0%，3 月为 8.9%。美国 1 季度经济增长率下滑，但是失业率缓慢回落，这是相对比较反常的现象。3 月，日本失业率开始回升，这是比较自然的，毕竟大地震带来日本经济增速回落，失业率增加，

日本失业率回升的势头仍将延续。欧元区的失业率回落不明显。从而我们判断：海外经济体量化宽松货币政策仍将持续。

图 2：主要经济体的失业率开始从高点回落，2011 年 4 月，美国失业率略有回升，从 8.8% 提高到 9%



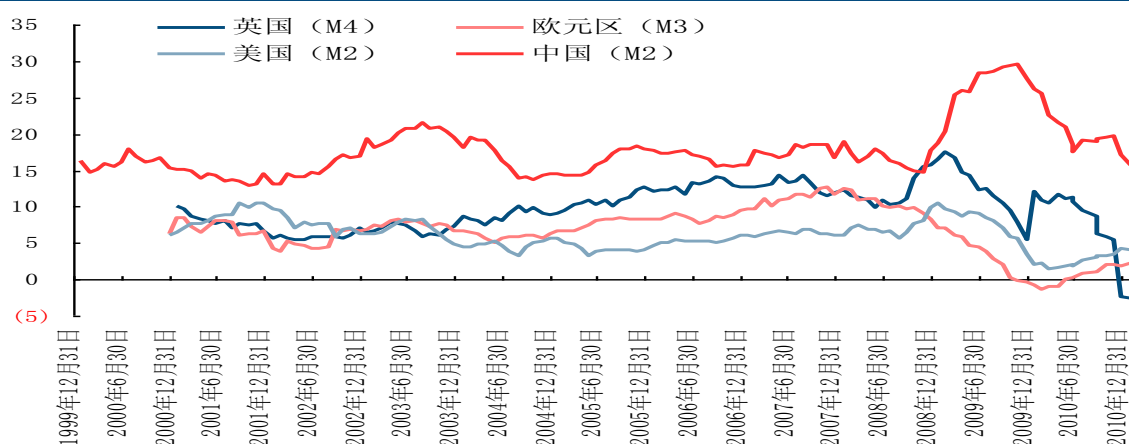
数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

2011 年 4 月，中国的货币供给增速回落，下降到 15.3%。1 月 17.2%，2 月 15.7%，3 月 16.6%。3 月，外部政治经济环境不确定性增强，央行为了给政策调控留出必要空间，放松了信贷控制，3 月信贷规模扩张，货币供给增速回升。4 月份，信贷控制的力度再次增强，4 月新增贷款 7396 亿元，低于市场预期。新增贷款规模减少，4 月货币供给增速下滑。3 月信贷放松只是权益之计，信贷控制才是常态。

1 季度，新增贷款 2.25 万亿，前 4 个月，新增贷款累计达到 2.99 万亿。如此测算，全年新增贷款中 40% 已经投放。

从外部环境来看，4 月美国货币供给增速提高，但是欧元区的货币供给增速在下滑。2011 年 4 月，欧元区的货币供给增速小幅回落，从 3 月的 2.89% 下降到 2.31%，但是我们认为：欧元区量化宽松的货币政策在延续。

图 3：4 月，中国的货币供给增速持续回落到 15.3%



数据来源：中信建投证券研究发展部，winds

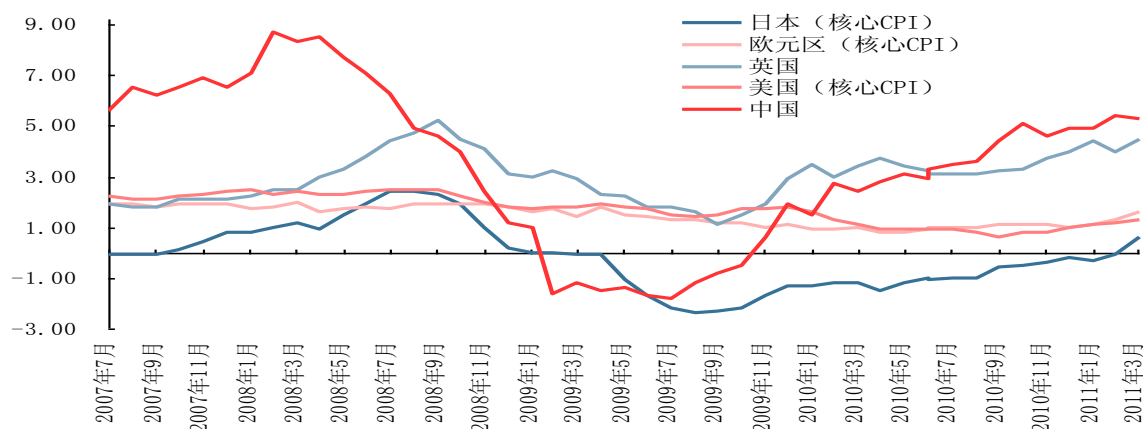
仅就 4 月数据来看，中国通胀率小幅回落，中国以外的主要经济体通胀率都呈现小幅提高，最为明显的

是：日本的通胀率回升到 0.6%。

2011 年 4 月，中国通胀率 5.3%，相对 3 月的 5.4% 小幅回落。从 4 月的数据来看，通胀仍处于高位，但是通胀下行的趋势也在逐步形成，毕竟石油等大宗商品、农产品的价格在下降，成本推动型的通胀压力在缓解。

从海外主要经济体来看，美国和欧元区的通胀率在小幅回升。美国和欧元区量化宽松的货币政策没有退出市场，也是其通胀率持续小幅回升的主要原因之一。英国和日本通胀率都出现提高，日本通胀率回升主要是：日本地震以后，日本央行向经济体大规模注入流动性，流动性释放过度带来通胀率回升。比较来看，在这些国家中，中国的通胀率依然是最高的，其次是英国，再次是美国和欧元区、日本。

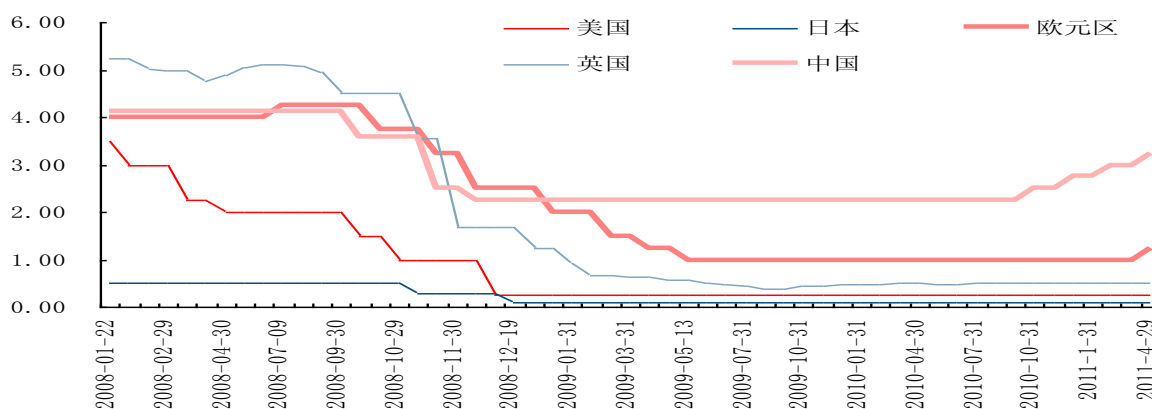
图 4：4 月，中国通胀率小幅回落，其他主要经济体通胀率都开始提高



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

4 月中旬到 5 月中旬，国内外宏观经济基本面相对比较平稳，没有太多热点出现。已经公布的数据显示：欧美经济货币供给增速依然在小幅提高，通胀率回升小步慢走的趋势也没有太多的变化，中国货币供给增速在下滑，通胀率也在下滑；但是实体经济层面指标依然模糊。

图 5：2011 年 4 月，欧元区提高利率 25 个基点，中国对称加息 25 个基点



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

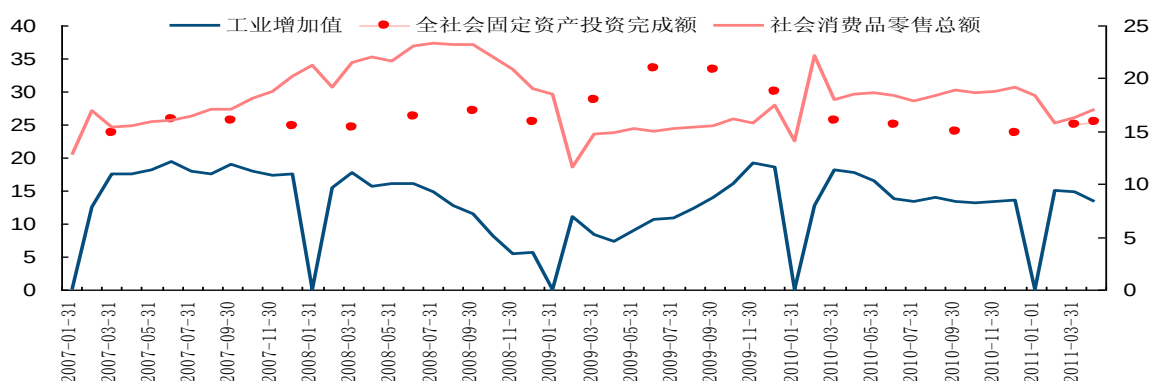
2011 年 4 月，社会消费品零售增速持续回升，贸易顺差扩大

2011 年 4 月，中国工业增加值增速达到 13.4%，低于上月。工业增加值是年度经济增长率的先行指标，从以上的比较来看，工业增加值回落是一个不太乐观的信号。

2011 年 4 月，固定资产投资同比增长 25.4%，相对一季度提高，这也是一个乐观的正面信号。我们依然认为：固定资产的投资支出将继续向上的趋势，主要原因是保障性住房投资支出将启动，由于在本年 10 月底前，我国将新建 1000 万套保障性住房，政府投资支出增加，同时借助“产业链”波动效应，固定资产投资方面的支出将提高。2011 年 4 月，社会消费品零售总额增速持续回升，3 月回升到 16.3%，4 月达到 17.1%。社会消费品零售总额增速开始回升，表明在经济复苏的进程中，消费支出攀升已经开始初见端倪。2011 年 4 月，贸易顺差达到 114 亿元。贸易收支一改往日的低迷变动，顺差出现大幅的增长。

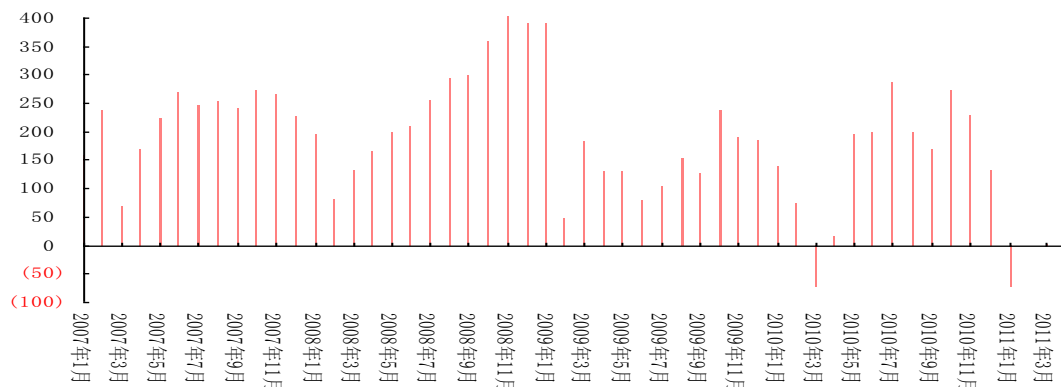
从 4 月的宏观经济数据来看，正面的信号多于负面的信号。我们认为：未来几个月，固定资产投资支出增速、零售销售增速以及贸易顺差都将持续提高，经济复苏具备持续的动力；从而尽管加息带来私人投资支出的减少，但是政府支出的增加弥补私人投资支出的减少，经济增速放缓的担忧基本上可以消除。

图 6：2011 年 4 月，固定资产投资支出增加



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 7：2011 年 4 月，欧元区提高利率 25 个基点，中国对称加息 25 个基点



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

5 月，人民币升值速度减缓，NDF 开始贬值，触发板块下跌

5 月，人民币升值速度趋缓。相对于 4 月人民币汇率升值 0.89%，5 月升值只有 0.14%。人民币汇率升值速度趋缓制约银行板块的表现。

5 月，NDF 止升开贬。5 月 NDF 回落 1.09%，4 月，NDF 汇率升值 1.27%。5 月开始，NDF 持续贬值成为当月银行板块下跌的主要原因之一。

2011 年，货币市场收益率（SHIBOR）的波动要高于 2010 年，可见本年内短期资金市场供不应求，资金相对紧缺。5 月，货币市场收益率提高幅度高于 4 月。5 月，3 个月期 SHIBOR 提高 23%，其他期限的也呈现较高的涨幅，但是 4 月增幅只有 15%。货币市场收益率回升，对银行板块属于正面的触发因素，但是其作用力相对较小。

2011 年，银行间市场国债收益率高于 2010 年，而且 5 月收益率提高，4 月收益率回落。5 月，国债收益率提高幅度较大，1 年期国债收益率提高 6.96%，4 月，1 年期国债收益率下降 0.6%。国债收益率提高也是银行板块向上的正面因素，但是其作用力也相对较低。

图 8：4 月，人民币汇率升值 0.89%

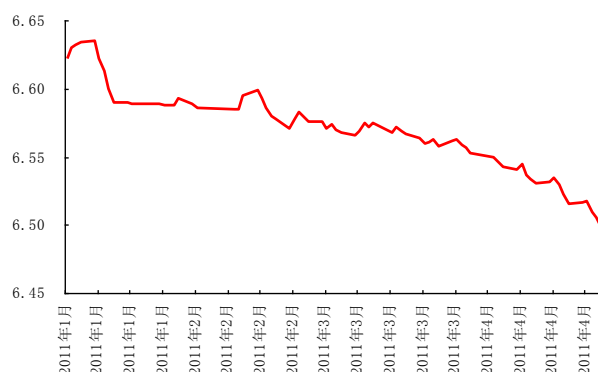
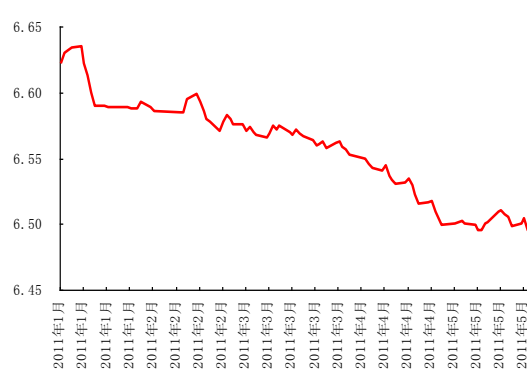


图 9：5 月，人民币升值只有 0.14%



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 10：4 月，NDF 升值 1.27%

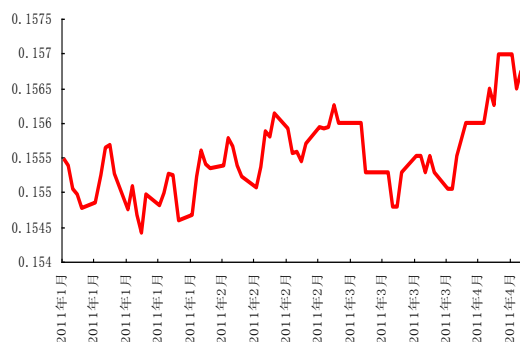
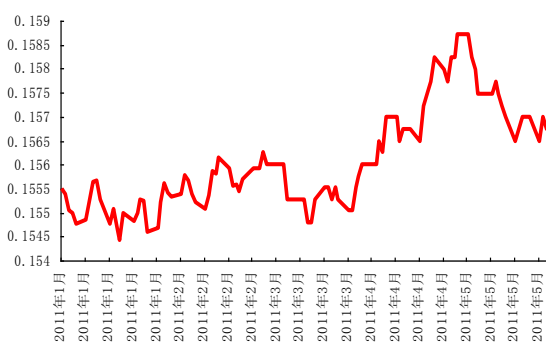


图 11：5 月，NDF 回落 1.09%



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 12：5 月，SHIBOR 回升，回升程度高于上月

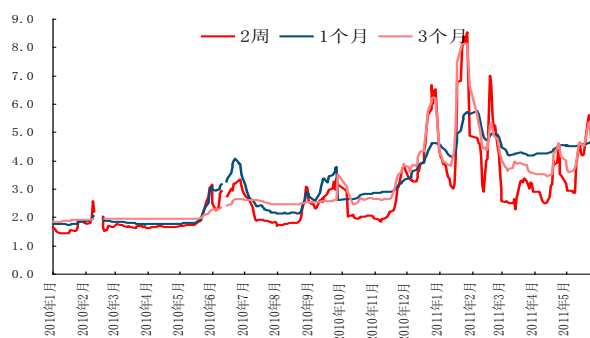
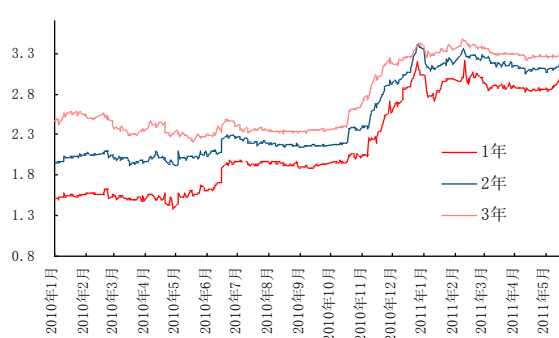


图 13：5 月，国债收益率回升，增幅高于 4 月



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

存款准备金率提高，大型银行超储率高影响小

从政策调控的节奏来看，央行继续沿着每月上调一次准备金率的节奏。2011 年 5 月 12 日，央行再次提高存款准备金率来对冲外汇占款，控制通胀率、限制市场流动性。至此，大型/中小型银行的法定存款准备金分别为 21%/19%，达到历史新高。按照 4 月份人民币存款余额 77 万亿，预计冻结资金 3850 亿元。

我们按照 1 季度各家银行公布的数据测算了其准备金率变动的情况，来预判未来存款准备金率继续上调的影响。

指标的界定：

准备金率（超额部分和法定部分）= 现金及存放央行款项/吸收的存款，

超额准备金率=准备金率—法定准备金率

按照以上的方法，测算结果显示，1 季度末，大型银行的准备金率为 22.87%，3 月末的法定准备金率为 20%，其超额准备金率为 2.87%；中小型银行的准备金率为 17.39%，3 月末的法定部分为 17%，其超额准备金率为 0.39%。

依据静态的测算方法，4 月和 5 月，法定存款准备金率持续提高了 1%，5 月底，大型银行剩余的超额部分为 1.87%，中小型银行的超额准备金率基本上没有剩余。

据此我们判断，如果存款准备金率继续上调，政策变动对大型银行的影响有限，对中小型银行的影响较大，其中：农行和中行的影响最小；浦发、兴业、宁波因为较高的超储率受到的负面影响也相对较小。

表 1 16 家上市银行超额存款准备金率的测算表（以 2011 年 1 季报为准）

	现金及存款央行款项	吸收存款	准备金率 (法定加超额)	法定准备金率	超额准备金率
深发展 A	79335	582716	13.61%	17.00%	-3.39%
浦发银行	323461	1672530	19.34%	17.00%	2.34%
华夏银行	148805	784866	18.96%	17.00%	1.96%



民生银行	262264	1486335	17.65%	17.00%	0.65%
招商银行	323520	2032077	15.92%	17.00%	-1.08%
兴业银行	231042	1164932	19.83%	17.00%	2.83%
农业银行	2270274	9365977	24.24%	20.00%	4.24%
交通银行	604622	3037561	19.90%	20.00%	-0.10%
工商银行	2628712	11764424	22.34%	20.00%	2.34%
光大银行	196354	1086168	18.08%	17.00%	1.08%
建设银行	2002347	9459058	21.17%	20.00%	1.17%
中国银行	2014443	7998074	25.19%	20.00%	5.19%
中信银行	265877	1800265	14.77%	17.00%	-2.23%
宁波银行	34350	153844	22.33%	17.00%	5.33%
南京银行	25830	152893	16.89%	17.00%	-0.11%
北京银行	105128	563722	18.65%	17.00%	1.65%
中小型银行平均值	1995966	11480348	17.39%	17.00%	0.39%
大型银行平均值	9520398	41625094	22.87%	20.00%	2.87%

数据来源：中信建投证券研究发展部，

表 2 宏观政策和行业政策的变动

	货币政策变动方向
2010 年 10 月	1 年期存贷款利率同比提高 25 个基点， 活期存款利率保持不变，其他期限非对称加息，贷款利率上调幅度低于存款利率
2010 年 11 月	11 月 11 日和 11 月 19 日，先后两次提高法定存款准备金率 50 个基点，
2010 年 12 月	12 月 10 日，再次提高法定存款准备金率 50 个基点 大型银行 18.5%，中小型银行 16.5%
2010 年 12 月 26 日	央行决定同步提高 1 年期存贷款利率 25 个基点， 活期存款利率保持不变，且对称加息，提高银行净息差，增厚净利润
2011 年 1 月 14 日	再次提高存款准备金率 50 个基点， 大型银行 19%，中小型为 17%
2011 年 2 月 9 日	央行再次提高 1 年期存贷款基准利率 25 个基点， 1 年期定期存款利率达到 3%，1 年期贷款利率达到 6.06%。
2011 年 2 月 18 日	央行继续提高存款准备金率 50 个基点， 大型银行为 19.5%，小型银行为 17.5%
2011 年 3 月 18 日	央行继续提高存款准备金率 50 个基点， 大型银行为 20%，小型银行为 18%
2011 年 4 月 6 日	央行决定提高对称提高利率 25 个基点 1 年期存款利率 3.25%，1 年期贷款利率 6.31%



2011 年 4 月 18 日 央行继续提高存款准备金率 50 个基点，
大型银行为 20.5%，小型银行为 18.5%

2011 年 5 月 12 日 央行继续提高存款准备金率 50 个基点
大型银行达到 21%，中小型银行为 19%

数据来源：中信建投证券研究发展部，

1 季度，上市银行净利润增长 33%，超越市场预期

1 季度，16 家上市银行实现净利润 2295 亿元，同比增长 33%，超越市场预期。主要原因是：受益于 10 年 2 次加息，净息差持续走高，从而利息净收入快速增长，同比增幅为 27%；战略转型的成效初步显现，手续费和佣金净收入同比大幅增长，同比增速为 41%；资产质量改善，不良率下降，拨备覆盖率持续提高。

从各家银行来看，1 季度，宁波银行净利润增幅最大，达到 64%，民生、浦发、招商、中信、深发展的净利润增速超过 40%；这 6 家银行的利息净收入同比增速都超过 30%。

银行业收入结构持续改善。1 季度，16 家上市银行手续费和佣金净收入同比增长 41%，其中：除了中行、宁波以外，其他银行增速都超过 40%以上；所有上市银行手续费和佣金净收入占营业收入的比重首次达到 20%。

1 季度，中小型银行的手续费和佣金净收入占营业收入比重偏低，普遍在 10%左右；由于基数较小，手续费和佣金收入增幅偏高，普遍超过 50%。招商和民生的占比基本上接近，都达到 18%。

大型银行的收入结构日渐稳定，手续费和佣金净收入占比都稳定在 20%以上，而且有持续提高的态势。1 季度，农行增速最大，为 63%；建行占比最大，达到 24%。

表 3 16 家上市银行净利润同比增速（累积）

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q
宁波银行	41%	79%	70%	59%	64%
深发展 A	41%	31%	30%	25%	52%
中信银行	36%	54%	53%	50%	50%
招商银行	40%	60%	57%	41%	49%
浦发银行	39%	34%	44%	45%	48%
民生银行	72%	21%	28%	46%	46%
农业银行		40%	36%	46%	36%
建设银行	34%	27%	28%	26%	34%
南京银行	42%	50%	50%	50%	34%
华夏银行	86%	81%	71%	59%	31%
工商银行	18%	28%	27%	28%	29%
兴业银行	39%	41%	42%	39%	28%
中国银行	42%	26%	27%	29%	28%
光大银行			71%	67%	27%
交通银行	32%	31%	28%	30%	27%
北京银行	39%	34%	35%	21%	20%



合计 32% 31% 33% 33% 33%

数据来源：中信建投证券，WINDS

表 4 16 家上市银行利息净收入同比增速（累积）

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q
南京银行	54%	51%	49%	46%	44%
深发展 A	9%	16%	20%	22%	41%
浦发银行	34%	35%	35%	35%	40%
招商银行	32%	41%	41%	41%	39%
光大银行			61%	55%	37%
中信银行	48%	49%	44%	34%	34%
民生银行	48%	52%	46%	42%	33%
农业银行		33%	36%	33%	32%
华夏银行	97%	90%	79%	44%	31%
宁波银行	53%	51%	48%	44%	29%
北京银行	27%	31%	31%	32%	29%
建设银行	12%	15%	17%	19%	25%
工商银行	18%	24%	24%	24%	25%
交通银行	31%	34%	31%	28%	25%
中国银行	21%	23%	22%	22%	20%
兴业银行	42%	46%	42%	40%	16%
合计	23%	28%	29%	28%	27%

数据来源：中信建投证券，WINDS

表 5 16 家上市银行资产质量（%）

	不良率	拨备覆盖率
深发展 A	0.48	332.02
浦发银行	0.44	433.76
华夏银行		
民生银行	0.66	300.69
招商银行	0.61	335.31
兴业银行		
农业银行		
交通银行	1.05	197.83
工商银行	1.00	246.53
光大银行	0.70	329.52
建设银行	1.09	228.80
中国银行		
中信银行	0.66	231.22
宁波银行	0.67	202.50
南京银行	0.91	248.24
北京银行	0.66	312.12

数据来源：中信建投证券，WINDS



表 6 16 家上市银行手续费和佣金净收入同比增速（累积）

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q
北京银行	62%	47%	53%	48%	91%
华夏银行	44%	35%	35%	41%	84%
南京银行	47%	43%	48%	45%	76%
浦发银行	79%	71%	78%	83%	73%
兴业银行	98%	65%	72%	54%	64%
农业银行		32%	33%	29%	63%
招商银行	39%	32%	32%	42%	62%
中信银行	59%	53%	59%	35%	57%
深发展 A	62%	57%	47%	34%	52%
光大银行			44%	49%	52%
民生银行	125%	96%	82%	78%	43%
交通银行	44%	30%	25%	27%	43%
工商银行	35%	33%	33%	32%	42%
建设银行	42%	44%	36%	38%	37%
宁波银行	54%	24%	13%	8%	21%
中国银行	39%	23%	20%	18%	19%
合计	42%	38%	33%	32%	41%

数据来源：中信建投证券，WINDS

表 7 16 家上市银行利息净收入占比

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q
浦发银行	91%	90%	90%	91%	90%
华夏银行	91%	92%	93%	93%	90%
北京银行	91%	91%	91%	93%	89%
深发展 A	88%	87%	87%	88%	88%
宁波银行	87%	88%	89%	87%	88%
南京银行	83%	83%	84%	87%	87%
中信银行	88%	88%	87%	86%	85%
兴业银行	88%	86%	86%	88%	84%
光大银行	79%	82%	84%	86%	83%
农业银行	81%	82%	83%	83%	79%
民生银行	82%	81%	82%	84%	78%
招商银行	80%	80%	80%	80%	78%
交通银行	80%	81%	81%	82%	78%
工商银行	78%	79%	80%	80%	75%
建设银行	76%	77%	78%	78%	74%
中国银行	66%	69%	70%	70%	64%
合计	78%	79%	80%	80%	76%

数据来源：中信建投证券，WINDS

表 8 16 家上市银行手续费和佣金净收入占比



	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q
建设银行	22%	22%	21%	20%	24%
工商银行	21%	20%	20%	19%	23%
中国银行	23%	21%	20%	20%	22%
农业银行	16%	17%	16%	16%	20%
招商银行	15%	16%	16%	16%	18%
民生银行	17%	17%	16%	15%	17%
光大银行	15%	15%	14%	13%	17%
交通银行	14%	14%	14%	14%	16%
兴业银行	10%	10%	11%	11%	14%
中信银行	10%	10%	10%	10%	11%
宁波银行	11%	10%	9%	8%	10%
南京银行	8%	9%	9%	9%	10%
浦发银行	8%	8%	8%	8%	10%
华夏银行	7%	7%	7%	6%	9%
北京银行	6%	6%	7%	6%	9%
深发展 A	8%	9%	9%	9%	8%
合计	19%	18%	17%	17%	20%

数据来源：中信建投证券，WINDS

1 季度，16 家银行净息差普遍提高。1 季度，招商的净息差最高，达到 2.98%，民生的净息差次之，为 2.90%，中行和兴业的净息差最低，只有 2.11%。净息差环比增长最快的银行是：农行、建行、招商、光大，提高幅度都在 30 个基点左右。净息差环比下降最快的银行是：兴业、宁波。

表 9 2011 年 1 季度，16 家上市银行净息差变动（招商最高、中行最小）

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q	环比变动
招商银行	2.49	2.56	2.58	2.65	2.98	0.33
民生银行	3.28	2.92	2.91	2.94	2.90	-0.04
农业银行		2.47	2.76	2.57	2.79	0.22
中信银行	2.88	2.60	2.53	2.63	2.76	0.13
南京银行	3.16	2.68	2.81	2.55	2.71	0.16
建设银行	2.39	2.41	2.45	2.40	2.69	0.29
深发展 A	2.42	2.46	2.49	2.49	2.68	0.19
工商银行	2.62	2.37	2.57	2.44	2.60	0.16
交通银行	2.41	2.43	2.44	2.46	2.51	0.05
光大银行		2.12	2.34	2.18	2.50	0.32
华夏银行	2.49	2.41	2.39	2.46	2.50	0.04
浦发银行	2.52	2.44	2.46	2.49	2.47	-0.02
宁波银行	3.55	3.06	2.92	2.76	2.45	-0.31
北京银行	2.62	2.33	2.31	2.33	2.31	-0.03
兴业银行	2.72	2.44	2.46	2.52	2.20	-0.32
中国银行	2.04	2.04	2.04	2.07	2.11	0.04

数据来源：中信建投证券，WINDS



表 10 16 家上市银行贷款环比增速

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q
南京银行	3.39%	0.24%	4.50%	5.10%	7.50%
北京银行	8.75%	4.13%	4.20%	3.40%	6.90%
光大银行	7.09%	6.15%	1.40%	5.80%	6.00%
浦发银行	6.04%	1.90%	2.70%	6.10%	5.70%
宁波银行	7.26%	4.68%	3.60%	4.70%	5.70%
中国银行	6.70%	5.87%	3.10%	1.90%	5.30%
农业银行			3.20%	3.60%	5.20%
招商银行	8.83%	3.53%	3.90%	3.50%	5.20%
交通银行	5.96%	4.84%	5.00%	2.80%	4.80%
兴业银行			4.20%	3.50%	4.50%
建设银行	5.11%	5.74%	2.90%	2.90%	4.30%
华夏银行	8.26%	1.47%	4.40%	3.40%	4.10%
工商银行	6.29%	5.36%	3.40%	3.30%	4.00%
深发展 A	6.97%	6.97%	6.50%	2.10%	3.70%
民生银行	6.62%	6.71%	3.80%	6.60%	2.80%
中信银行	7.33%	5.99%	0.60%	5.30%	2.60%
全部	6.72%	4.08%	3.30%	3.40%	4.60%

数据来源：中信建投证券，WINDS

表 11 16 家上市银行存款环比增速

	20101q	20102q	20103q	20104q	20111q
南京银行	2.85%	8.21%	7.50%	2.60%	9.40%
招商银行	0.90%	10.54%	7.00%	1.20%	7.10%
中国银行	7.49%	7.45%	3.00%	0.80%	6.10%
交通银行	-0.38%	17.44%	3.90%	2.10%	5.90%
工商银行	2.05%	6.78%	4.20%	-1.20%	5.60%
宁波银行	3.77%	8.18%	7.90%	5.30%	5.50%
光大银行			5.40%	4.00%	5.50%
农业银行	8.10%	5.41%	3.80%	2.60%	5.40%
民生银行	5.74%	4.84%	4.10%	3.20%	4.90%
建设银行			4.40%	1.20%	4.20%
中信银行	5.58%	1.71%	0.50%	5.70%	4.00%
深发展 A	9.81%	-1.08%	6.10%	4.90%	3.50%
兴业银行	8.34%	12.07%	7.00%	4.70%	2.80%
华夏银行	4.96%	10.43%	5.60%	8.20%	2.20%
浦发银行	7.71%	15.12%	6.20%	6.80%	2.10%
北京银行	6.45%	6.15%	2.90%	7.30%	1.10%



全部 6.15% 4.18% 4.10% 1.60% 5.10%

数据来源：中信建投证券，WINDS

5月4日，银监会公布了最新的监管新规，系统重要性金融机构/非系统重要性金融机构的资本充足率监管标准分别为11.5%和10.5%，核心资本充足率为8%，同市场预期基本一致。该监管新规从2012年开始施行，给出2年—5年的缓冲期，分别在2013年年底和2016年年底达标。

目前为止，上市银行适用的监管核心资本充足率和资本充足率分别为4%和8%，从各家上市银行的数据来看，到1季度末，所有上市银行的资本充足率和核心资本充足率都达标。

但是，为了在2年—5年的时间中，各家银行达到监管资本要求，部分银行面临资本金约束。按照2012年开始实施的新的资本监管要求，深发展受到严格的资本金的约束、招商的核心资本金告急、农行资本金欠缺。随着2011年新增贷款投放，部分银行资本金将下降到监管指标以下。**我们认为：上市银行再融资的需求的确存在，但是由于监管部门给出了具体的时间表，在时间点上并不是太迫切。**

表12 16家上市银行1季度末的资本充足率和核心资本充足率

	资本充足率	资本金缺口	核心资本充足率	核心资本缺口
深发展A	10.13	-0.37	7.14	-0.86
浦发银行	11.68	1.18	9.09	1.09
华夏银行				
民生银行				
招商银行	10.91	0.41	7.66	-0.34
兴业银行	10.71	0.21	8.42	0.42
农业银行	11.40	-0.10	9.61	1.61
交通银行	12.05	0.55	9.24	1.24
工商银行	11.77	0.27	9.66	1.66
光大银行	10.73	0.23	8.00	0.00
建设银行	12.45	0.95	10.33	2.33
中国银行	12.38	0.88	9.96	1.96
中信银行	11.05	0.55	8.21	0.21
宁波银行	15.22	4.72	11.93	3.93
南京银行	13.26	2.76	12.44	4.44
北京银行				

数据来源：中信建投证券，WINDS

6月初，75%贷存比日均监管浮出水面，对大型银行有利

市场有消息称：银监会将从6月初对各家银行开始实行存贷比的日均监管，上市银行每天的贷存比都要控制在75%以内。这条监管新规主要是为了实现银行业监管的日常化、从资金的入口和出口两个方面来严格控制信贷投放规模。



2011 年 1 季度，16 家上市银行的平均的贷存比为 64%，严格低于 75%，其中：农行、南京、工行、建行和北京银行的贷存比都在 60%左右，同 75%的监管要求具备较大的弹性空间。

同部分上市银行沟通以后，我们的得到的信息是：银行从年初或者本年 3 月份就已经开始在落实 75%的监管要求，银行以分行为单位来考核，严格要求各家分行以存定贷，严格控制信贷投放规模；而且目前银行的贷存比都在 75%以内。

我们观点是：贷存比日均监管主要是为了实现银行监管的日常化，配合资本充足率、法定存款准备率来严格控制银行的信贷规模；行业平均的贷存比为 64%，低于 75%，对行业整体的负面影响基本上没有；对贷存比较高的银行，监管指标对其的影响是相对负面，主要是中型银行，但是对贷存比较低的银行，监管指标对其的影响基本上无，主要是大型银行和小型银行。因为贷存比较高的银行，比如：兴业、光大等，其需要努力吸收存款，扩大存款规模，这将导致存款成本被动的增加；同时严格控制信贷规模，对信贷客户进行严格筛选，有效控制信贷风险，贷款收益率也将相应的提高，总体结果取决于两种效果的比较；但是对于贷存比较低银行，其吸存的压力并不太大，负面影响基本上无。

表 13 2011 年 1 季度，上市银行平均的贷存比为 64%，低于 75%的监管要求

	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q	20111Q
农业银行		54%	53%	54%	54%
南京银行	64%	59%	57%	59%	58%
工商银行	57%	57%	57%	59%	59%
建设银行	58%	61%	60%	61%	61%
北京银行	60%	60%	61%	59%	62%
华夏银行	72%	71%	70%	67%	68%
宁波银行	74%	72%	69%	69%	69%
中信银行	77%	72%	72%	72%	71%
浦发银行	76%	71%	69%	69%	71%
深发展 A	79%	73%	73%	71%	71%
民生银行	82%	71%	71%	73%	72%
招商银行	76%	74%	72%	74%	73%
中国银行	71%	73%	73%	73%	73%
光大银行		75%	73%	74%	74%
交通银行	76%	75%	76%	76%	76%
兴业银行	79%	77%	75%	74%	76%
	66%	64%	63%	64%	64%

数据来源：中信建投证券，WINDS

5 月，银行板块指数下跌 2.3%，但是仍然存在超额收益

5 月，银行板块下跌 2.3%，但是跌幅低于沪深 300 指数（-6.0%）和上证指数（-5.8%），超越大盘。5 月，16 家银行股的月度收益率都为负，其中大型/中型/小型银行的跌幅分别为-2.17%/-4.7%/-7.8%。

大型银行在政策调控和金融监管的环境中更为有利。因为大型银行超额存款准备金率相对较高，资本充



足率高于 11.5%，贷存比在 60%左右；而中小型银行的超额存款准备金率为零，部分机构的核心资本充足率接近 8%，贷存比较高。

在 4 月的月报中，我们预测 5 月银行板块的波动区间为-2%—2%。5 月银行板块实际下跌 2.3%，位于套利定价模型的预测下限区域。模型具有一定的参考价值。

表 14 16 家上市银行 5 月涨跌幅

	4 月 18 日	5 月 3 日	5 月 31 日	4 月后期的涨跌幅	5 月的涨跌幅
工商银行	4.67	4.57	4.56	-2.1%	-0.2%
华夏银行	13.54	12.48	12.37	-7.8%	-0.9%
中国银行	3.46	3.4	3.34	-1.7%	-1.8%
民生银行	6.08	6.18	6.06	1.6%	-1.9%
农业银行	2.98	2.92	2.84	-2.0%	-2.7%
浦发银行	15	14.29	13.86	-4.7%	-3.0%
交通银行	6.11	5.94	5.76	-2.8%	-3.0%
深发展 A	18.87	18.22	17.66	-3.4%	-3.1%
建设银行	5.34	5.2	5.04	-2.6%	-3.1%
招商银行	15.12	14.42	13.91	-4.6%	-3.5%
北京银行	12.37	11.83	11.03	-4.4%	-6.8%
光大银行	4.01	3.82	3.54	-4.7%	-7.3%
中信银行	5.8	5.58	5.17	-3.8%	-7.3%
宁波银行	13.68	12.94	11.87	-5.4%	-8.3%
南京银行	11.44	10.5	9.63	-8.2%	-8.3%
兴业银行	30.99	29.11	26	-6.1%	-10.7%
银行板块		2267	2214		-2.3%
沪深 300		3192	3001		-6.0%
上证指数		2911	2743		-5.8%

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

APT 模型的预测：6 月，银行板块波动区间 3%—5%

在 2011 年投资策略报告《静待经济全面向好，借道加息升值利好》中分析了宏观基本面和银行股之间的关系，找到了影响银行股走势的因素风险变量。我们基本的判断是：经济持续全面向好（即通胀率下行，经济增长率上行）是银行股出现系统性机会的主要条件。基于报告中模型，我们对 6 月和 2 季度银行板块走势作出预测分析。

1、APT 模型：宏观基本面的因素风险变量

APT 模型在现实的中的应用步骤。首先，通过计量方法找到那些显著的影响到资产收益率的指标；其次，找到资产收益率相对于这些显著性指标的灵敏度系数；最后，将所有的因素风险变量和灵敏度系数结合起来，构建起 APT 模型，并且利用这个模型来预测资产的收益率。



我们设定的样本期间是：2007 年 1 月——2010 年 9 月，季度数据和月度数据。最终发现了银行板块指数的因素风险指标包括：中国的经济增长率（GDP）；社会零售销售增速（Retail）；中国的通胀率（CPI(china)）；英国的通胀率（CPI(uk)）；日本的通胀率（CPI(Japan)）；中国的货币供给增速（M）。在这些因素中，货币层面的因素包括：货币供给增速、通胀率（中国、英国和日本）；实体经济层面的因素风险包括：中国经济增长率，社会零售销售增速。

APT 季度收益率预测模型为：

$$E(r_i^{bank}) = r_f + 4.24(GDP_{i+1}^e - 9\%)$$

APT 月度收益率预测模型：

$$E(r_i^{bank}) = r_f - 2.24(Retail_{i+1}^e - 17.85\%) - 1.05(CPI(china)_{i+1}^e - 3.5\%) \\ - 5.29(CPI(uk)_{i+1}^e - 2.9\%) - 0.30(CPI(japan)_{i+1}^e + 0.9\%) + 0.71(M_{i+1}^e - 19.7\%)$$

2、预测分析

一些最新的宏观经济监测指标显示：中国经济增速可能放缓，对中国经济 3 季度增长率的预测值被适度下调。我们也调整相关的假设，调整了对 2 季度银行板块收益率的预测。

我们的假设调整为：2011 年 3 季度我国经济增长率在 9.1%-9.6%；2011 年 4 月，1 年期国债收益率为 2.9%，并且假设其为无风险利率。按照以上的假设，我们得出结论：（1）2 季度，银行板块上涨区间下调为 3%-5%；（2）2011 年 6 月，银行板块的波动区间在 3%-5%。因为 4 月，银行板块上涨 2.4%，5 月银行板块下跌-2.3%，2011 年 6 月，银行板块可能波幅在 3%-5%。

表 15 APT 模型的情景分析——银行板块季度收益率预测表

中国经济增长率的预测值（2011/3q）	因素风险	季度收益率
9.10%	0.42%	3.22%
9.30%	1.27%	4.07%
9.50%	2.12%	4.92%
9.60%	2.54%	5.34%

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

结论：基于我们的调整以后的假设，仅从宏观基本面来看，2011 年 2 季度，银行板块收益率的波动区间是：3%—5%，2 季度依然向上。6 月，银行板块可能的波动区间为 3%-5%。

投资评价和建议

5 月，银行板块表现低迷，下跌 2.3%，但是超越大盘。我们的套利定价模型预测 5 月银行板块的波动区间为-2%—2%，预测误差较小。而且连续 4 个月模型预测基本准确。我们预测 2 月，3 月，4 月的银行板块收益率的波动区间分别为-1%—1%，4%-6%，0—4%，银行板块实际的收益率分别为：0.5%，5.3%和 2.4%。实

际收益率基本都在预测范围以内。(参见中信建投证券银行业 2 月、3 月和 4 月度深度报告)。

5 月银行板块下跌的原因包括以下几个方面。宏观层面主要是：市场开始担心经济增速继续下滑，经济增速可能低于预期。政策层面主要是：银行业资本金监管新规正式公布，基本符合市场的预期；存款准备金率再次上调。行业层面主要是：市场传闻央行将收紧房地产开发贷款，导致市场担心政策将影响信贷资金的配置和流向，降低资金配置效率；另外，5 月 22 日，在陆家嘴会议上有消息称监管层将进一步提高资本充足率要求。交易层面：负面传闻弥漫市场，市场预期被一次次的证伪，而且 3 月和 4 月间，银行板块已经获得超额收益的前提下，资金也存在获利了结的倾向。

在市场预期变坏、政策调控持续以及市场负面传闻蔓延的背景下，银行板块走势低迷。但是我们认为：银行板块依然存在估值修复的要求。

我们认为：银行板块的估值修复主要取决于单位风险面对的收益，而且呈现正向关系。眼下，银行板块估值较低主要的原因是：银行业的单位风险面对的收益率在下降。银行板块的估值水平同实际经济增长率正向相关。眼下，市场担心经济增长前景，通胀率的社会容忍度的在提高，实际经济增长率预期值将下降。同时，在经济增长率不容乐观的背景下，市场预期银行业信贷资产质量将会进一步恶化，银行体系面对的风险提升。从而银行板块单位风险面对的收益率下降，银行板块的估值持续回落。

但是，我们认为未来，银行股估值修复的可能性存在。一旦经济增长率开始止跌回升，经济增长将令银行资产质量好转，银行面对的信贷风险开始下降。这种结果一旦出现：银行板块单位风险面对的收益率将持续提升。从而银行股的估值修复行情将就此启动。

APT 模型预测结果显示：仅从宏观面来看，6 月银行板块波动区间在 3%—5%，银行板块呈现系统性投资机会。从行业层面和政策层面来看，这种判断也有一定可靠性。6 月，半年业绩基本情况就将水落石出，我们预期半年报业绩增长 30%，这对银行股估值构成支撑。NDF 开始贬值，人民币升值速度减缓，流入热钱规模减少，6 月，提高存款准备金率对冲外汇占款的必要性在下降；同时经济增速放缓，加息的负面效应在扩大，6 月加息概率在下降。从而业绩支撑，宏观调控的力度下降，银行股向上的可能性在增加。

11 年 PE8.15, PB1.49。我们预测 11/12 年净利润增速为 25%/20%。银行板块的估值已经触底。结合套利定价模型、行业面、政策面和估值，我们认为尽管经济增速在放缓，这同时市场预期的不一致，但是行业基本没有负面消息，政策面调控力度不会太大，板块估值已经达到历史低位，银行板块向上的条件也比较充分。6 月重点推荐的股票是：民生、浦发、深发展和招商。

表 16 上市银行盈利预测表

	EPS			BVPS		
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
深发展	1.80	2.46	3.04	9.62	10.35	12.18
浦发	1.34	1.70	2.09	8.54	9.72	11.19
招商	1.19	1.67	2.09	5.79	7.40	8.87
交通	0.69	0.87	1.05	3.96	4.48	5.12
工行	0.47	0.58	0.68	2.35	2.64	2.98
建行	0.54	0.66	0.79	2.79	3.20	3.83
中行	0.38	0.46	0.51	2.39	2.71	3.07



中信	0.55	0.58	0.72	3.08	3.56	4.14
民生	0.66	0.88	1.11	3.90	4.75	6.25
南京	0.78	1.07	1.33	6.34	7.09	8.02
宁波	0.81	1.12	1.35	5.51	6.29	7.23
兴业	3.09	2.22	2.79	15.35	10.27	12.14
农行	0.29	0.38	0.48	1.67	1.90	2.19
光大	0.32	0.41	0.47	2.01	2.31	2.64

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

表 17 上市银行估值表

	PE			PB		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
深发展	9.72	7.12	5.76	1.82	1.69	1.44
浦发	10.38	8.18	6.64	2.34	1.62	1.43
招商	11.57	8.29	6.60	2.39	1.87	1.56
交通	8.27	6.56	5.44	1.45	1.28	1.12
工行	9.55	7.77	6.65	1.92	1.71	1.52
建行	9.33	7.58	6.37	1.80	1.57	1.31
中行	8.72	7.34	6.62	1.40	1.23	1.09
中信	9.31	8.88	7.12	1.67	1.44	1.24
民生	9.11	6.85	5.43	1.55	1.27	0.97
南京	12.28	8.93	7.21	1.51	1.35	1.19
宁波	14.68	10.54	8.77	2.15	1.88	1.63
兴业	4.56	6.34	5.03	0.92	1.37	1.16
农行	9.72	7.40	5.89	1.70	1.50	1.30
光大	11.16	8.60	7.58	1.53	1.34	1.15

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

风险分析

- 1、利率市场化改革进程进一步推进，非对称加息伤及银行的盈利能力
- 2、经济增速下滑超预期，
- 3、房价下跌，对房地产信贷资产质量的负面影响



分析师介绍

魏涛: 北京大学管理学博士, CPA, 中信建投非银行金融业分析师, 金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解, 擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chen yangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。