

推荐（维持）

银行的美好时代

2011年6月3日

银行业2011年中期投资策略

上证指数 2705

行业规模

		占比%
股票家数（只）	16	0.8
总市值（亿元）	40641	16.8
流通市值（亿元）	30877	16.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.3	0.3	-5.3
相对表现	2.1	6.6	-12.5



相关报告

1、《金融崛起，36 倍的启示——从南非标准银行成长之路看中国金融的未来》2011/05/18

2、《银行业 2011 年二季度投资策略：有多少底部可以重来？》2011/04/06

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

肖立强（研究助理）

0755-82940734
xiaolq@cmschina.com.cn

11 年上半年银行股良好涨势仅是对 10 年以来长期压抑估值的修复，靓丽年报和超预期一季报是强有力的催化剂。下半年，中报业绩快速增长，货币政策紧缩预期转向的金融股崛起威力值得关注。银行股价上涨动力依旧充足，维持行业“推荐”投资评级，积极关注民生、工行、农行、招行、宁波。

- **银行股美好时代刚刚开启。**2011 年以来，银行股指数累计上涨 2.4%，相对大盘涨幅达 6.8%。极低的估值、逐渐明朗的风险因素、靓丽年报及超预期一季报共同促进 11 年上半年银行股的上涨行情。目前上市银行 11 年 PE 仍仅有约 7.46 倍、PB 约 1.46 倍，A 股银行较 H 股银行折价约 8%，估值仍是低位，11 年银行股行情远未结束。
- **下半年潜力值得期待。**平稳的信贷投放节奏和稳中有升的息差促使利息收入稳定增长，高速增长的中间业务收入和正常的拨备计提将使银行中报继续超预期。同时，二季度以来前期的各项监管政策（资本充足率、拨贷比、日均存贷比、融资平台等）影响逐渐清晰，前期制约估值的不确定性因素逐渐消失。而关于小企业贷款政策的调整和放松则实质利好银行资本节约和息差提高。
- **从防御到进攻，静候拐点。**从历史数据来看，M1 增速上升时期银行股都有较好表现。本轮 M1 增速从 10 年 1 月份最高点 38.9% 下降至 11 年 4 月份的 12.9%，从政策收紧和货币运行周期来看，我们判断 M1 增速已接近底部，未来 M1 回升过程中，低估值、优业绩的银行等大盘蓝筹股将引领市场反攻。
- **维持“推荐”评级，积极关注高增长优质银行股。**我们预计 11 年中期 A 股 16 家上市银行净利润约 4650 亿，同比增长 34.2%，相信随着银行业绩快速增长和监管政策逐渐明朗，银行股仍将获市场青睐，建议选择存款优势明显，业绩高速增长的银行积极介入。我们重点推荐民生银行、工商银行、农业银行、招商银行、深发展、宁波银行。

风险提示：货币政策收紧程度超出预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
民生银行	5.76	0.66	0.91	1.12	6.36	5.15	1.4	强烈推荐-A
工商银行	4.41	0.47	0.59	0.69	7.47	6.36	1.8	强烈推荐-A
农业银行	2.80	0.29	0.40	0.47	9.58	6.99	1.6	强烈推荐-A
招商银行	13.38	1.23	1.63	2.04	8.20	6.57	2.0	强烈推荐-A
浦发银行	10.09	1.34	1.38	1.68	7.29	6.00	1.5	强烈推荐-A
深发展 A	16.71	1.80	2.77	3.45	6.03	4.85	1.6	强烈推荐-A
宁波银行	11.32	0.81	1.12	1.44	10.12	7.88	2.0	审慎推荐-A
兴业银行	13.50	3.09	2.19	2.69	6.16	5.02	1.5	审慎推荐-A

资料来源：招商证券

正文目录

一、银行股美好时代刚刚开启	4
1、11 年上半年，银行股走势与银行投资思路回顾	4
二、从防御到进攻：11 年下半年银行股投资三大看点	5
看点一：靓丽中报点燃银行股投资热情	5
看点二：监管标准尘埃落定，银行积极探索业务转型	9
看点三：流动性未来转向趋势中银行股潜力巨大	12
三、重点关注银行分析	15
民生银行：竞争力升级，估值提升空间巨大（目标价：8 元）	15
工商银行：客户基础牢固，业绩稳定增长（目标价：5.6 元）	16
农业银行：息差大幅提升，业绩高速增长（目标价:3.6 元）	17
招商银行：“二次转型”效果渐现（目标价:18 元）	18

图表目录

图 1：2010 年以来银行指数和上证指数走势对比	4
图 2：人民币存贷款增速	5
图 3：月度新增贷款数量	5
图 4：部分上市银行平均净息差的变化情况	6
图 5：银行业上浮利率贷款占比情况	7
图 6：银行业贷款加权利率	7
图 7：2011 年 1-4 月短期融资债券和中期票据发行量	8
图 8：2011 年一季度末各上市银行存贷比	10
图 9：2010 年以来存款准备金率调整	13
图 10：2010 年以来货币乘数变化情况	13
图 11：1999 年 5 月至 2000 年 1 月深发展 A（大盘）表现	13
图 12：2003 年 1 月至 2003 年 6 月银行股（大盘）表现	13
图 13：2006 年 1 月至 2007 年 8 月银行股（大盘）表现	14
图 14：2009 年 2 月至 2009 年 11 月银行股（大盘）表现	14
图 15：银行行业历史 PEBand	19
图 16：银行行业历史 PBBand	19
 表 1：上半年重点报告一览及简述	 4
表 2：上市银行一季度贷款情况	6
表 3：2011 年一季度末社会融资总量和融资结构	7
表 4：2011 年一季度上市银行贷款总额、拨备余额和拨贷比	8
表 5：一季度末上市银行资本充足率、核心资本充足率及近期融资计划	9
表 6：上市商业银行杠杆率测算	10

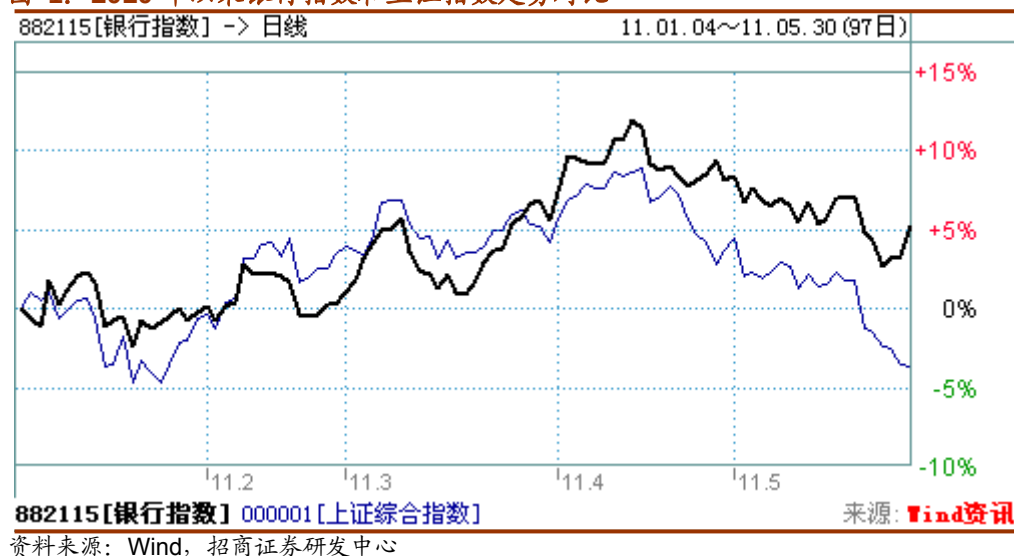
表 7: 上市银行持有地方政府平台贷款余额及不良率最新情况	11
表 8: 2010 年上市银行中小企业贷款增长数据	12
表 9: 上市银行中间业务收入增速	12
表 10: 民生银行财务指标预测	15
表 11: 工商银行财务指标预测	16
表 12: 农业银行财务指标预测	17
表 13: 招商银行财务指标预测	18
表 14: 银行业盈利估值表	20

一、银行股美好时代刚刚开启

1、11 年上半年，银行股走势与银行投资思路回顾

经历 2010 年漫长调整后，银行股终于在 2011 年初迎来持续向好的行情。2011 年至今，Wind 上市银行指数上涨 2.4%，最高涨幅达 12%，同期上证综指下跌 4.4%，银行股累计跑赢大盘 6.8%。

图 1：2010 年以来银行指数和上证指数走势对比



我们于 2 月初率先提出信贷资源紧张和加息的累积效应将使 2011 年银行业净息差提升速度和幅度超预期（《息差超预期！估值创新低？-2 月观察报告》2011/2/11），指出银行股必将迎来估值修复行情。3 月初，上市银行融资平台贷款风险和银行监管政策逐渐明确，我们呐喊银行股处于历史大底（《有多少底部可以重来？-银行业策略报告》2011/3），建议投资者积极关注银行股年报、一季报行情，强烈推荐竞争力升级的民生银行（《民生银行深度报告-双重低估，空间巨大》2011/3/16）、业绩高速增长的招商银行。5 月初，我们将目光转向大银行，指出政策与通胀持续角力过程中大银行稳定的魅力凸显，提示大家重点关注工商银行、农业银行等大银行投资机会。（《角力、拐点与大行魅力-5 月观察报告》2011/5）

表 1：上半年重点报告一览及简述

日期	报告名称	报告主要观点
2011-05-17	金融崛起，36 倍的启示——从南非标准银行成长之路看中国金融的发展	通过分析公司近 20 年波澜壮阔的成长历程和非洲金融资本崛起，我们更加坚定看好中国金融企业崛起的巨大潜力与威力，从经济和金融资本崛起的历史角度期待中国金融企业未来在资本市场的表现。
2011-03-30	银行业 2011 年二季度投资策略：有多少底部可以重来？	制约银行业估值的利空因素及其影响将在 11 年上半年日趋明朗，盈利增长的确定性和流动性预期的缓慢改善将支持银行估值回升。银行股吸引力与日俱增，股价仍有上升空间。

2011-03-17	民生银行深度报告：双重低估，空间巨大	民生银行强劲创新增长能力和制度变革的能量释放将通过未来几年优异业绩表现得到认可。以目前 1.39 倍的行业内最低 PB 来看，公司相对估值和绝对估值都被严重低估，股价提升空间巨大。
2011-03-07	茶杯风波与大象之舞——管窥韩国储蓄银行挤兑危机	房地产相关贷款损失过大是导致此次韩国储蓄银行危机主要原因，但此次危机对韩国银行业整体运行影响不大。通过探究韩国住房金融体制与中国住房金融体制的异同，更加坚定了我们对于目前中国银行业房贷风险可控的判断，经营的四平八稳将使银行利润稳定增长有保证。

资料来源：招商证券研发中心

因此，11 年上半年银行股走势可总结为：政策利空释放+息差超预期带动下的估值修复行情，年报、一季报是强有力的催化剂。

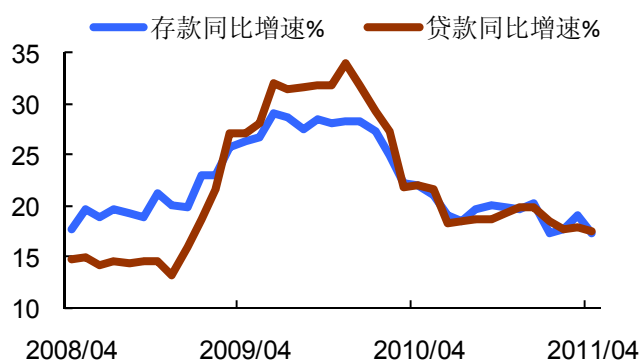
二、从防御到进攻：11 年下半年银行股投资三大看点

看点一：靓丽中报点燃银行股投资热情

（1）信贷投放节奏平稳

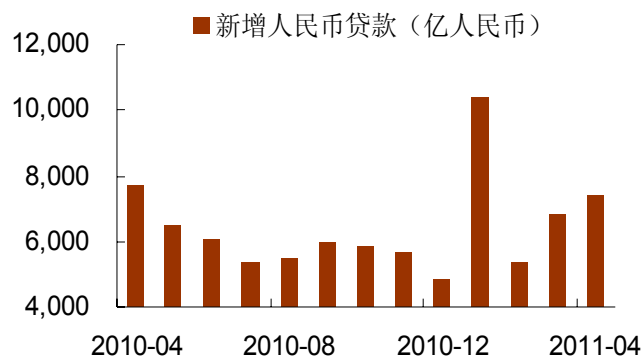
2011 年以来货币调控从紧，银行信贷额度紧张。但我们看到一季度信贷投放还是相对平稳。一季度银行业新增信贷 2.255 万亿，同比增长约 16.2%，其中 A 股上市银行整体新增信贷共计 1.475 万亿，同比增长约 16.0%。从二季度了解情况看，各银行信贷投放基本依照年初 3: 3: 2: 2 节奏，贷款增长相对平稳，我们预计全年银行业新增约 7 万亿，全年贷款规模较 10 年仍将有 14.6% 的增长，贷款规模相对稳定增长使银行业利润增长有坚实的支撑。

图 2：人民币存贷款增速



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 3：月度新增贷款数量



资料来源：Wind，招商证券研发中心

表 2: 上市银行一季度贷款情况

	2011Q1 贷款余额(亿元)	2011 年 Q1 新增贷款(亿元)	贷款同比增速%
工商银行	68889	2655	16.44
农业银行	50371	2491	-
中国银行	58292	2914	12.23
建设银行	57624	2364	16.82
交通银行	22953	1048	17.07
中信银行	12780	320	14.47
民生银行	10667	289	15.92
招商银行	14747	726	18.34
光大银行	8061	456	-
浦发银行	11652	411	17.68
兴业银行	8804	378	19.24
华夏银行	5358	210	19.29
深发展 A	4157	147	13.08
北京银行	3501	225	21.98
宁波银行	1059	57	22.55
南京银行	881	61	25.99

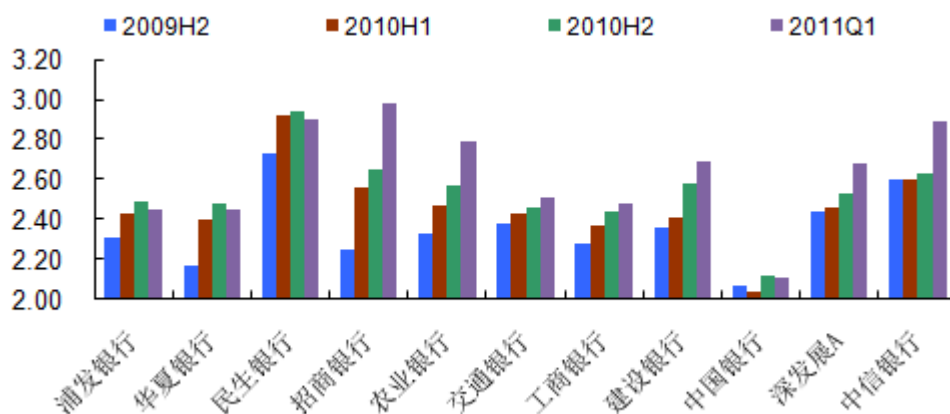
资料来源: 公司财报, 招商证券研发中心

(2) 息差稳中有升, 中间业务收入高速增长

一季度上市银行息差普遍有较好的提升, 而从二季度前两个月情况来看, 一方面加息的累积效应仍在逐步显现; 另一方面, 银行贷款议价仍有一定程度提升, 存款成本虽然有所上扬, 但相对较为可控。

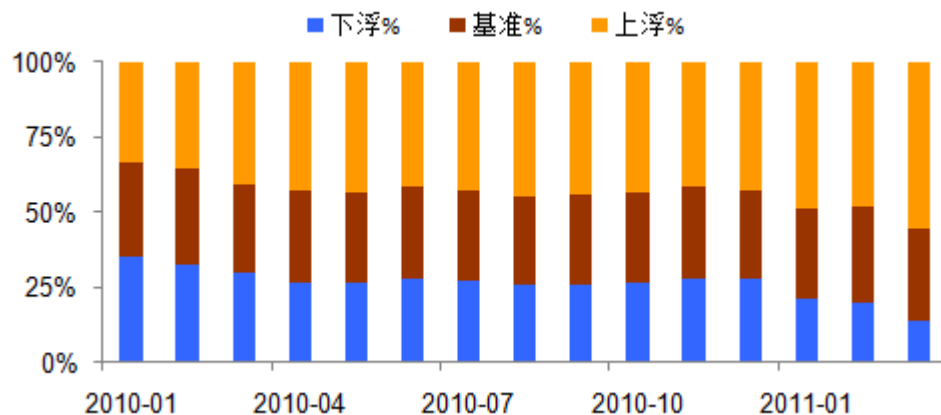
同时, 各商业银行都纷纷加强成本控制, 一季度各银行成本收入比普遍有所下降。而表外业务和直接融资快速增长的背景下, 短期融资债券、中期票据等发行量迅速增长, 二季度银行中间业务收入仍延续一季度快速增长的趋势。

图 4: 部分上市银行平均净息差的变化情况



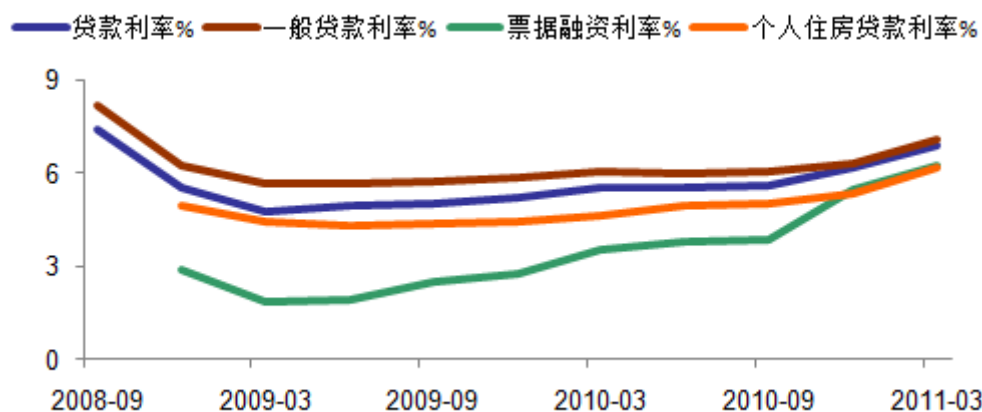
资料来源: 公司报告, 招商证券研发中心

图 5: 银行业上浮利率贷款占比情况



资料来源: 人民银行, 招商证券研发中心

图 6: 银行业贷款加权利率逐月走高

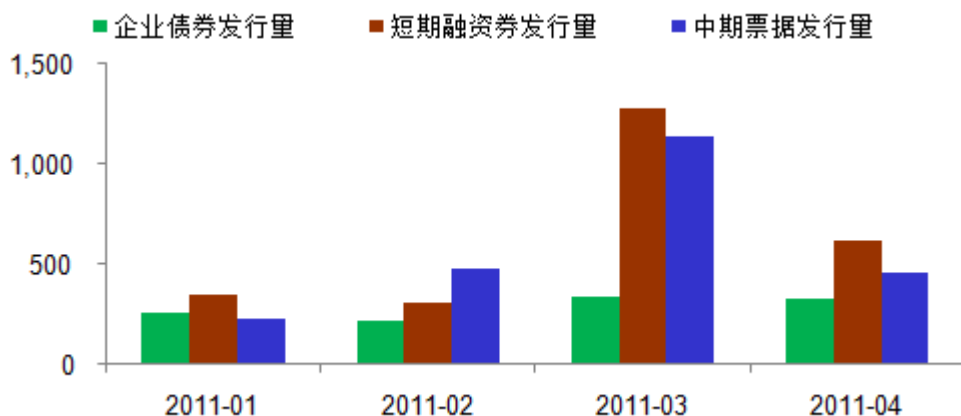


资料来源: 人民银行, 招商证券研发中心

表 3: 2011 年一季度末社会融资总量和融资结构

单位: 亿元	2011Q1	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
社会融资总量	41900	142986	140822	68531	58728	40101	28624	22843	34198	20652
人民币贷款	22400	79500	95900	49000	36000	31800	23500	18000	27700	19000
外币贷款 (折合人民币)	1474	4147	9294	617	2878	1003	1059	1096	2291	764
委托贷款	3204	11296	6759	4249	3347	1885	973	2536	616	186
信托贷款	91	3861	4365	3152	1703	842				
银行承兑汇票	7611	23307	4647	1097	6636	1524	29	(228)	2018	(723)
企业债券	4551	12011	12956	5551	2290	842	2004	411	547	330
非金融企业股票	1558	5862	4506	3358	4757	1363	343	525	547	620
保险公司赔偿		1859	1690	1508	1057	842	716	480	513	434
保险公司投资性房地产	1011	143	141	69	59					
其他		1001	704							

资料来源: 人民银行, 招商证券研发中心

图 7：2011 年 1-4 月短期融资债券和中期票据发行量


资料来源：Wind，招商证券研发中心

(3) 二季度拨备计提保持平稳，银行靓丽中报可期

由于目前对拨贷比要求已明确，即“原则上不低于 2.5%”。并要求系统性重要银行于 2013 年底前达标，非系统性银行重要银行于 2016 年底前达标，部分银行可延至 2018 年。此项政策要求的确对部分银行造成一定的拨备计提压力，但从目前上市银行拨贷比指标来看，大行银行拨贷比相对较高，为达监管要求而需额外多计提的拨备相对较小。中小银行拨贷比相对较低，要达 2.5% 拨贷比要求仍需计提一定拨备，但到 2016 年达标则可以有 5 年缓冲期，短期也不会对拨备计提产生较大压力。因此，预计二季度银行拨备计提仍将保持平稳。

表 4：2011 一季度上市银行贷款总额、拨备余额和拨贷比

	2011Q1 贷款总额(亿元)	2011Q1 拨备余额(亿元)	2011Q1 拨贷比
工商银行	70634	1745	2.47%
农业银行	52182	1810	3.47%
中国银行	59567	1276	2.14%
建设银行	59101	1474	2.49%
交通银行	23442	489	2.09%
中信银行	12979	198	1.53%
民生银行	10881	215	1.97%
招商银行	15058	311	2.06%
光大银行	8257	189	2.29%
浦发银行	11879	227	1.91%
兴业银行	8925	121	1.36%
华夏银行*	5358	131	2.44%
深发展 A	4225	68	1.61%
北京银行	3553	73	2.06%
宁波银行	1073	15	1.36%
南京银行	902	20	2.25%

资料来源：公司财报，招商证券研发中心

注：华夏银行数据为 2010 年年度报告数据

因此，信贷平稳增长、息差稳中有升、中间业务收入高速增长、平稳的拨备计提将使得二季度银行业绩继续向好，预计二季度银行净利润环比增长约 3%，上半年业绩同比增长约 34.2%，靓丽中报行情可期。

看点二：监管标准尘埃落定，银行积极探索业务转型

(1) 再融资压力不大。5月初，关于银监会四大监管工具正式文件《中国银行业实施新监管标准指导意见》终于出台，其中求对银行核心资本充足率、一级资本充足率和总资本充足率要求分别为 5%、6%、8%，再加之 2.5% 的缓冲超额资本和 1% 系统重要性银行附加要求，对上市银行资本充足要求已基本确定。即系统性重要银行（工、农、中、建、交五大银行）核心资本充足率 8.5%，总资本充足率 11.5%；非系统性重要银行核心资本充足率 8.5%，总资本充足率 10.5%。

截至 2011 年一季度末，上市银行资本充足率基本已达监管要求，部分仍未达标银行也基本公布融资方案。短期看，上市银行再融资压力不大。

表 5：一季度末上市银行资本充足率、核心资本充足率及近期融资计划

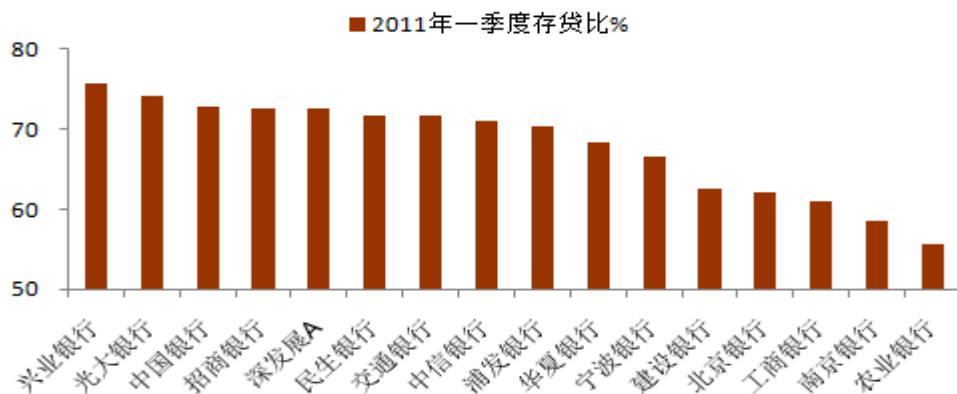
公司简称	2011Q1 资本充足率	2011Q1 核心资本充足率	近期融资计划
工商银行	11.77%	9.66%	
建设银行	12.45%	10.33%	
中国银行	12.38%	9.96%	400 亿元可转债
农业银行	11.40%	9.61%	发行不超过 500 亿的次级债，香港发行不超过 100 亿人民币债券
交通银行	12.05%	9.24%	200 亿元人民币债券
招商银行	10.91%	7.66%	
浦发银行	11.68%	9.09%	发行不超过 500 亿元的次级债
中信银行	11.05%	8.21%	每 10 股配股不超过 2.2 股，不超过 260 亿元
民生银行	--	--	不超过 200 亿的 A 股可转债，公开发行不超过 H 股股本的 40%
兴业银行	10.71%	8.42%	发行不超过 150 亿元次级债券
光大银行	10.73%	8.00%	发行不超过 120 亿 H 股
华夏银行	--	--	
深发展 A	10.13%	7.14%	向平安增发不超过 16.39 亿股，增发价 17.75 元/股
北京银行	--	--	发行 200 亿元以内金融债，非公开增发募资金额 118 亿元
宁波银行	15.22%	11.93%	
南京银行	13.26%	12.44%	

资料来源：公司财报，招商证券研发中心

(2) 日均存贷比考核对银行经营影响小。银监会拟于 6 月份起对银行实行日均存贷比考核，以防止银行存款在月内大幅波动，减轻银行流动性管理压力。由于某种原因目前大型银行存贷比都远低于 70%，因此，日均存贷比考核仅会对个别日存贷比略高的中小银行有一定限制。

但可以肯定的是其贷款投放节奏不会受影响，只是之前发行理财产品集中在月末到期冲存款的做法会有所改变，取而代之的是更加灵活的理财产品期限设计（将理财产品到期日从月末改变成一个月的每一天均匀地到期）。即银行的贷款投放和存款成本基本不会受到影响。

图 8: 2011 年一季度末各上市银行存贷比



资料来源: 公司财报, 招商证券研发中心

(3) 4%杠杆率监管无实质影响。于 5 月下旬出台的《商业银行杠杆率管理办法》(征求意见稿)要求商业银行杠杆率(一级核心资本净额/表内外调整资产余额)不得低于 4%, 银监会确定的系统重要性银行于 2013 年底前达标, 非系统重要性银行于 2016 年底前达到最低要求。

此项监管指标的推出对为资本充足率监管做了很好的补充, 其主要目的是为了防止商业银行同业资产和表外资产过度扩张。就中国商业银行的杠杆率情况来看, 大部分商业银行的杠杆率都已达到监管要求, 此项指标对商业银行经营基本无实质影响。

表 6: 上市商业银行杠杆率测算

	扣除后核心资本净额	表内资产余额	表外资产余额	杠杆率
工商银行	7092	134586	22258	4.52%
农业银行	5247	103374	16404	4.38%
中国银行	5938	104599	20996	4.73%
建设银行	6253	108103	20358	4.87%
交通银行	2273	39516	9271	4.66%
中信银行	1170	20813	7374	4.15%
民生银行	1034	18237	4373	4.57%
招商银行	1163	24025	6831	3.77%
光大银行	764	14840	4510	3.95%
浦发银行	1199	21914	4270	4.58%
兴业银行	886	18497	2474	4.22%
华夏银行	345	10402	2407	2.69%
深发展 A	329	7276	2657	3.31%
北京银行	417	7332	1415	4.76%
宁波银行	156	2633	569	4.86%
南京银行	179	2215	540	6.51%

资料来源: 公司财报, 招商证券研发中心

(4) 地方融资平台质量好于预期, 政府财力是有力保证。地方政府融资平台始终是社会关注的焦点。根据 6 月初央行《2010 中国区域金融运行报告》的数据, 截至 2010 年年末, 全国共有地方政府融资平台 1 万余家, 平台贷款在人民币各项贷款中占比不超过 30%, 而贷款增速于 2010 年已大幅放缓。

我们认为市场对融资平台问题仍过于悲观，融资平台贷款于 10 年中期开始清理和整顿，从银行年报和一季报公告情况看，上市银行特别是股份制银行平台贷款余额在缩减，质量都好于预期，且大部分股份制银行平台贷款分布于省、市级等财力较为雄厚的地方政府。我们不认为今年中期银行会因为融资平台贷款原因大幅计提拨备，在经济大幅减速之前，银行坏账上升的有限，即不良率出现大幅上升的概率很小，如果银行股再因融资平台相关信心出现下跌是加仓良机。

表 7：上市银行持有地方政府平台贷款余额及不良率最新情况

银行	2011Q1 余额(亿元)	2011Q1 占比	2010 年末余额(亿元)	2010 年末占比	不良率	项目现金流覆盖情况
工商银行	5151	7.29%	6496	9.57%	0.30%	63%为全覆盖
农业银行*	-	-	3900	6.89%	1.49%	
中国银行*	-	-	3800	7.67%	0.24%	
建设银行	4000	6.77%	5400	9.53%	0.50%	65%为全覆盖，约 10%基本覆盖
交通银行	1517	6.47%	1774	8.10%	0.21%	87%为全覆盖和基本覆盖
中信银行*	-	-	1184	9.37%	-	
民生银行	1612	14.82%	1902	17.98%	0.00%	
招商银行*	-	-	-	-	0.25%	93%为全覆盖和基本覆盖
光大银行	1169	14.16%	-	-	0.47%	80%为全覆盖和基本覆盖
浦发银行	1050	8.84%	-	-	0.00%	
兴业银行*	-	-	约 800 亿	9.36%	0.00%	70%为全覆盖
华夏银行*	-	-	831	15.74%	0.00%	
深发展 A	230	5.44%	约 200 亿	9.57%	-	
北京银行*	-	-	182	5.00%	-	
宁波银行	50	4.70%	-	-	-	97%为全覆盖、基本覆盖和半覆盖

资料来源：公司会议，招商证券研发中心整理

注：带“*”号的上市银行数据为 2010 年末的数据

值得注意的是，在商业银行资本约束日益严格、社会融资结构逐渐调整的大背景下，各家银行都积极开展业务创新和转型，探索资本节约发展道路。10 年以来，各上市银行在同业业务、结算、代理、投资银行等中间业务以及中小企业贷款方面的迅速发展正是这些探索的很好表现。

而银监会最近下发了《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》允许商业银行在一定条件下将单户 500 万元(含)以下的小企业贷款视同零售贷款处理。在计算存贷比时，对于商业银行发行金融债所对应的单户 500 万元(含)以下的小企业贷款，可不纳入存贷比考核范围，并积极鼓励银行加快对小企业贷款发放(对连续两年小企业贷款增速高于全部贷款增速的银行，在风险可控前提下积极支持其网点建设)。

我们认为这一政策的出台一方面将促使银行在加大信贷资源向小企业倾斜的同时获得资本金节约，缓解资本压力；另一方面，小企业贷款快速增长也会利好银行息差提升。

而从宏观经济角度看，这一政策出台反应了政府的货币调控逐渐开始从总量转向微观结构，通过引导银行资金流向急需之处有利于降低小企业融资成本、控制企业经营风险并进而降低经济运行出现系统性风险的概率，降低市场对银行小企业贷款资产质量的担忧。

我们认为，上市银行将普遍受益于此项政策的放松，而结合各银行自身的贷款结构和发展战略，我们认为民生银行、招商银行、宁波银行无疑是最大的受益者。

表 8：2010 年上市银行中小企业贷款增长数据

	中小企业贷款余额（亿元）	同比增加额	同比增速
工商银行	30000	4874	19.30%
农业银行	19000		22.23%
中国银行	10000		
建设银行	15852		28.60%
中信银行*	681		72.82%
民生银行	795		132.69%
招商银行	3884	800	
光大银行	1122	471	72.38%
浦发银行	4770		26.89%
兴业银行*	3582		30.43%
深发展 A	1422		25.56%
北京银行	1208	311	35.00%
宁波银行	560		
南京银行*	177		91.33%

资料来源：公司报告，招商证券研发中心整理（注：带“*”的公司数据为小企业贷款数据）

表 9：上市银行中间业务收入增速

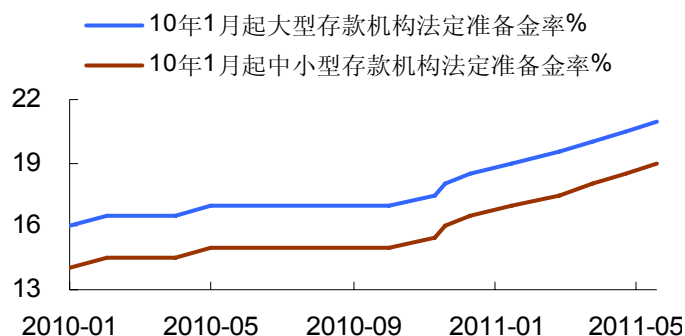
公司	2009 年手续费净收入增速	2010 年手续费净收入增速	2011 年一季度手续费净收入增速	11 年一季度手续费净收入占营业收入比
工商银行	25.3%	32.1%	42.0%	22.9%
农业银行	49.8%	35.5%	63.5%	19.8%
中国银行	15.2%	18.1%	18.7%	23.9%
建设银行	25.0%	37.6%	37.3%	24.1%
交通银行	29.0%	27.0%	42.9%	16.8%
中信银行	38.6%	35.0%	57.2%	11.0%
民生银行	4.6%	77.7%	43.3%	17.7%
招商银行	3.2%	41.8%	62.3%	17.6%
浦发银行	23.0%	83.3%	51.6%	9.8%
兴业银行	18.8%	54.1%	72.8%	14.0%
华夏银行	24.5%	41.1%	64.0%	9.4%
深发展 A	38.7%	34.2%	84.4%	8.3%
北京银行	33.0%	46.7%	51.7%	9.2%
宁波银行	20.3%	23.7%	90.9%	10.5%
南京银行	48.9%	43.5%	21.4%	10.0%

资料来源：公司报告，招商证券研发中心整理

看点三：流动性未来转向趋势中银行股潜力巨大

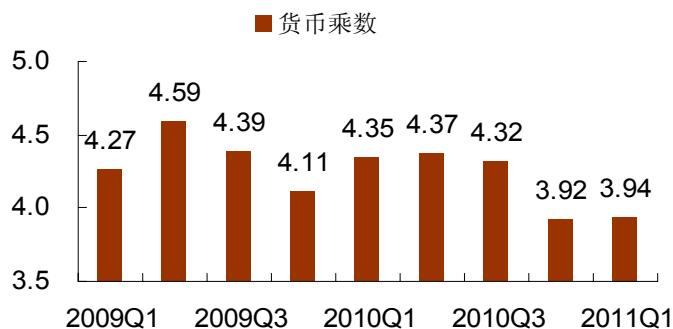
4 月 CPI 仍在 5.3% 的高位，而在 M1、M2 增速下降至 12.9%、15.3% 的情况下，5 月 12 日，央行继续上调存款准备金率 0.5%；4 次加息、11 次上调存款准备金率，本轮紧缩调控严厉程度已逐渐接近 08 年。目前正是政策与通胀角力的焦灼阶段，未来几个月，这种状态或将被打破。

图 9: 2010 年以来存款准备金率调整



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 10: 2010 年以来货币乘数变化情况

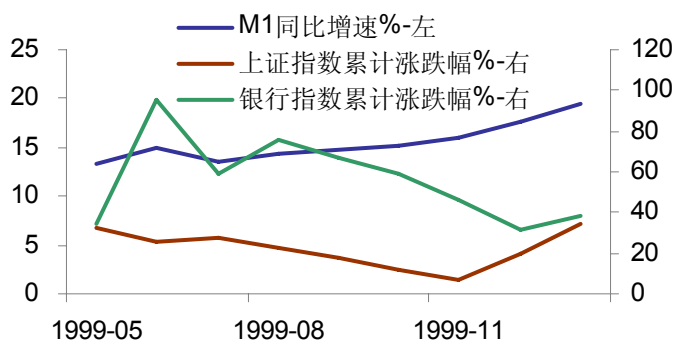


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

在前期政策持续收紧背景下, 4 月份工业增加值回落至 13.4%, 民间借贷利率高企 (温州民间借贷利率已经超过 23%), 经济增速呈现放缓迹象, 以经济降温为手段的通胀治理效果如何或在未来几个月验证, 而政策紧缩预期转向的拐点或许将在 7 月份出现。

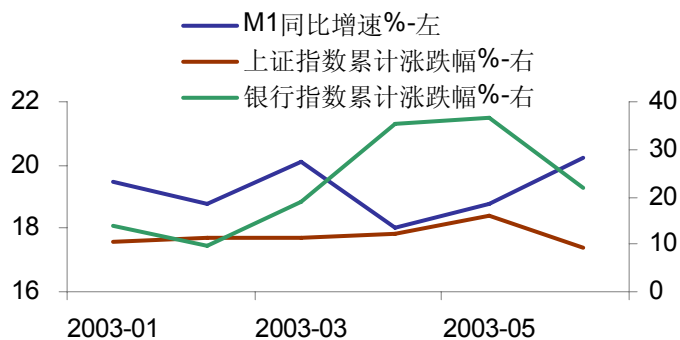
从政策收紧与货币运行周期来看, M1 增速从 10 年 1 月份最高点 38.9% 下降至 11 年 4 月份的 12.9%, (M1 连续 4 个月处于低位: 1 月 13.6%、2 月 14.5%、3 月 15.0%), 我们判断目前 M1 运行已接近底部, 而从历史经验看, 在 M1 从底部回升的过程中, 银行股都会有较好的表现。

图 11: 99 年 5 月至 2000 年 1 月银行股与大盘走势比较



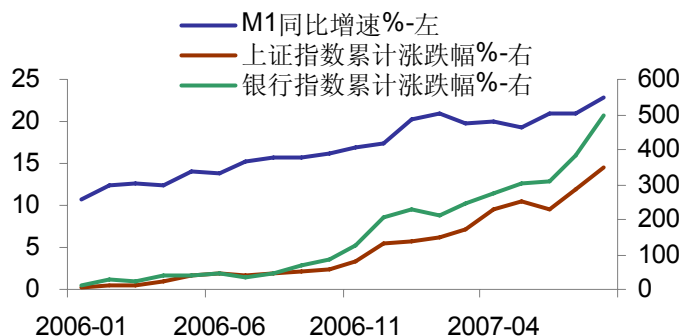
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 12: 03 年 1 月至 03 年 6 月银行股与大盘走势比较



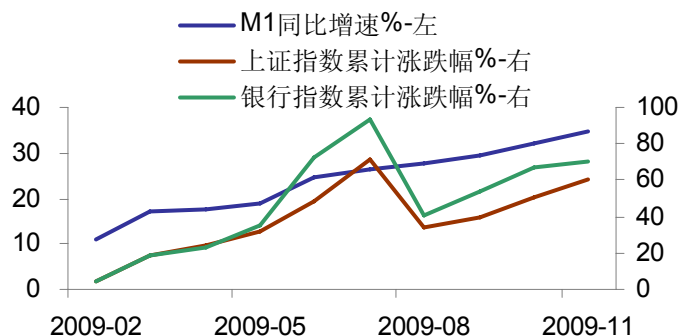
资料来源: Wind, 招商证券研发中心

图 13: 06 年 1 月至 07 年 8 月银行股与大盘走势比较



资料来源：Wind，招商证券研发中心

图 14: 09 年 2 月至 09 年 11 月银行股与大盘走势比较



资料来源：Wind，招商证券研发中心

银行股布局思路：从防御到进攻

综合分析，我们认为，5、6 月在货币政策依旧紧缩的背景下，M1 仍将在底部运行。选择银行股进行防御，并可重点关注大银行（工商银行、农业银行等）投资价值。

因为经济资源一般不会逆政治体系配置，四大行的地位决定了在经济资源相对紧张时，会获得更强谈判地位。遍布全国的几万家营业网点是其难以替代的核心竞争力，政策收紧资金紧张的背景下，大银行存款优势对息差提升作用更加凸显。且稳定的分红政策使得大型银行股息收益率非常可观，工行、建行、中行分红率都近 40%，股息收益率超过 4%。

而当 M1 逐渐回升之时，银行股的投资可以逐渐从防御转向进攻，在流动性好转的预期下，工行、农行等低估值、优业绩大盘股将带动市场反弹，同时高增长的民生、招行、深发展等股份制银行价值吸引力也将与日俱增。

三、重点关注银行分析

盈利的稳定增长、极低的估值和流动性进一步收紧预期的缓和预示着银行股下半年银行股上涨潜力仍值得期待，相信随着银行业风险因素的逐渐明朗和市场流动性好转，银行股估值回升过程将持续。我们建议积极配置民生银行、工商银行、农业银行、招商银行、深发展等盈利能力提升，业绩高速增长的公司积极介入。

民生银行：竞争力升级，估值提升空间巨大（目标价：8 元）

公司 2011 年一季度实现净利润 62.1 亿，同比增长 45.5%。业绩高速增长和 ROA 的提升证实了我们之前对公司竞争力提升的判断。重申公司相对估值和绝对估值都被严重低估观点，看好公司未来价值成长，股价提升空间巨大。预计 11 年中期业绩仍高速增长（43%），继续“强烈推荐”。

商贷通和事业部制改革提升公司竞争力，盈利能力将持续提高。民生银行事业部制改革促使公司在规模迅速增长的同时保持较低的不良率，运营效率提升且贷款定价能力突显，中间业务收入增长迅速。10 年公司 ROAA 达 1.09%，盈利提升明显，

“商贷通”开创信贷蓝海，息差优势明显。体现公司灵活机制的“商贷通”业务增长迅猛，促进了公司整体贷款定价能力的增强和贷款收益率的提升。11 年商贷通业务高速增长及较好的定价能力展现了公司小微金融战略威力。公司 10 年净息差 2.94%，居上市股份制银行之首。而根据最新的调研情况，11 年以来商贷通贷款定价已达 8%，高贷款定价能力已成为公司重要竞争优势。

此外，银监会近期又加大了对小企业金融服务扶持力度，允许对于运用内部评级法计算资本充足率的银行将单户 500 万元(含)以下的小企业贷款视同零售贷款处理，并不将小企业贷款计入拨贷比考核，这无疑将使公司在高速发展业务的同时，资本充足情况得到巨大改善。

业绩高速增长，估值提升潜力巨大。我们预计公司二季度净利润环比增长 3%，中期利润同比增长 43%。11、12 年净利润 257、317 亿，考虑 11 年 H 股配股计算 EPS 0.91、1.12 元，对应 11 年 PE6.4 倍，PB1.3 倍，股价有较大提升空间。维持“强烈推荐”。

表 10：民生银行财务指标预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	415	540	723	852	967
年增长率	19.3%	30.2%	34.0%	17.8%	13.5%
拨备前利润(亿)	210	285	405	476	543
年增长率	23.3%	35.9%	42.0%	17.8%	14.1%
净利润(亿)	121	177	257	317	374
年增长率	53.4%	46.1%	45.1%	23.6%	17.9%
每股收益(元)	0.63	0.66	0.91	1.12	1.32
每股净资产(元)	4.0	3.9	4.4	5.2	6.0
PE	9.14	8.75	6.36	5.15	4.36
PB	1.44	1.46	1.31	1.11	0.96

资料来源：公司报告 招商证券研发中心

工商银行：客户基础牢固，业绩稳定增长（目标价：5.6 元）

公司 2011 年一季度实现净利润 538 亿，同比增长 29%。广泛而牢固的客户基础和存款优势使得公司净息差提升明显，业绩稳定快速增长，预计 11 年一季度中期净利润同比增长（28.7%），维持“强烈推荐-A”投资评级。

客户基础牢固，存款优势明显。作为全国最大的商业银行，公司拥有 1.6 万家营业网点和广泛的客户基础。在货币政策收紧背景下，公司的存款优势明显，息差快速提升，净利息收入快速增长。

二季度净息差仍保持上升。11 年一季度公司净息差 2.50%，环比提升 5 个 BP。二季度受益于资产结构调整及贷款议价能力提升，贷款利率仍保持上升；虽然存款成本有小幅上升，但总体而言，二季度以来公司息差仍保持向上趋势。

中间业务收入势头迅猛。一季度公司中间业务收入同比增长 42%，占营业收入比已达 23%。在公司多元化经营发展战略下，公司中间业务收入仍保持非常强劲的增长。

稳增长、高分红、低估值，维持“强烈推荐-A”评级：11 年公司业绩稳定增长可期，而公司长期稳定的分红政策（近 40%）使得公司股息收益率（达 4%）非常可观。预计公司 2011-2013 年净利润分别为 2094 亿、2459 亿、2859 亿元，对应 EPS0.59、0.69、0.81 元，11 年 PE7.5 倍，PB1.7 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

表 11：工商银行财务指标预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	3,091	3,805	4,638	5,323	6,050
年增长率	-0.1%	23.1%	21.9%	14.8%	13.7%
拨备前利润(亿)	1,672	2,154	2,792	3,279	3,812
年增长率	-5.2%	27.8%	26.4%	15.9%	15.6%
净利润(亿)	1,294	1,660	2,094	2,459	2,859
年增长率	16.4%	28.4%	26.1%	17.4%	16.3%
每股收益(元)	0.39	0.47	0.59	0.69	0.81
每股净资产(元)	2.02	2.35	2.66	3.08	3.62
PE	11.45	9.32	7.47	6.36	5.44
PB	2.19	1.88	1.66	1.43	1.22

资料来源:公司报告 招商证券研发中心

农业银行：息差大幅提升，业绩高速增长（目标价：3.6 元）

公司 2011 年一季度实现净利润 341 亿，同比增长 36.4%。公司 11 年一季度净利息收入 705.29 亿元，手续费净收入 177.49 亿元，净利润 340.73 亿元，同比分别增长 31.71%、63.48%、36.41%。

县域金融优势渐现，存款成本控制良好。在 11 年存款紧张的行业背景下，公司于县域的广泛网点优势展露无疑。储蓄存款客户基础广泛，使得公司一季度存款成本控制良好，也直接有利于息差提升。

净息差大幅提升。一季度在存款成本优势和贷款议价提高的基础上，公司净息差提升 22 个 BP 达 2.79%。二季度以来，公司贷款议价能力仍有所增强，而在高通胀背景下存款结构也有呈现活期化趋势，二季度净息差有望维持高位运行。

城镇化趋势下县域金融潜力无限。在国家城镇化发展趋势下，县域经济无疑将保持快速发展，而相关贷款需求也将保持旺盛。公司的县域金融业务将充分受益城镇压化进程和农村、农民收入水平提高，增长潜力巨大。

维持“强烈推荐-A”评级：预计公司 2011-2013 年净利润分别为 1301 亿、1531 亿，1761 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.47、0.54 元，11 年 PE6.99 倍，PB1.52 倍。公司经营持续改善空间较大，维持“强烈推荐-A”评级。

表 12：农业银行财务指标预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	2223	2904	3424	3849	4385
年增长率	5.25%	30.66%	17.89%	12.43%	13.93%
拨备前利润(亿)	1141	1641	1963	2235	2603
年增长率	9.87%	43.90%	19.58%	13.86%	16.49%
净利润(亿)	650	949	1301	1531	1761
年增长率	26.33%	46.01%	37.03%	17.70%	15.02%
每股收益(元)	0.25	0.29	0.40	0.47	0.54
每股净资产(元)	1.32	1.67	1.84	2.11	2.48
PE	11.20	9.58	6.99	5.94	5.19
PB	2.12	1.68	1.52	1.33	1.33

资料来源:公司报告 招商证券研发中心

招商银行：“二次转型”效果渐现（目标价：18 元）

11 年一季度净利润同比增长 49.09%。公司 11 年一季度净利息收入 173.57 亿元，手续费净收入 39.22 亿元，净利润 88.10 亿元，同比分别增长 38.70%、62.33%、49.09%。有效所得税率 24.35%，同比提高 1.62 个百分点。

净息差大幅提升。11 年一季度净息差 2.98%，净利差 2.89%，均较年初大幅提升 33BP。净息差的快速扩大主要受益于加息效应显现、贷款议价能力提升以及零售存款高占比使得存款成本保持较低。二季度公司存款成本控制良好，贷款定价仍处强势，息差有望平稳走高。

收入结构持续优化。11 年一季度公司实现手续费净收入 39.22 亿，同比增 62.33%，主要受银行卡、代理服务等业务的推动，中间业务收入发展迅速，手续费净收入占营业收入比为 17.57%，较 10 年末提升 2.36 个百分点。

拨备力度加大，资本补充在即。11 年一季度公司不良贷款率 0.61%，不良贷款较年初减少 4.26 亿元，拨备计提 17.6 亿元，力度较大，拨备覆盖率提升至 335.31%。一季度末资本充足率 10.91%，核心资本充足率 7.66%，预计公司将于年内完成再融资，充足的资本将保证未来稳步扩张。

零售业务将在调结构的经济背景下彰显优势。招商银行作为中国零售银行业务的领先者，已经建立起良好的品牌和坚实的客户基础。2010 年末，招行日均总资产在 50 万以上高端零售客户已达 67 万户。公司零售业务优势在 11 年存款紧张背景下将逐渐显现，存款成本的有效控制和贷款定价的提升将促进公司 11 年息差保持上升趋势。

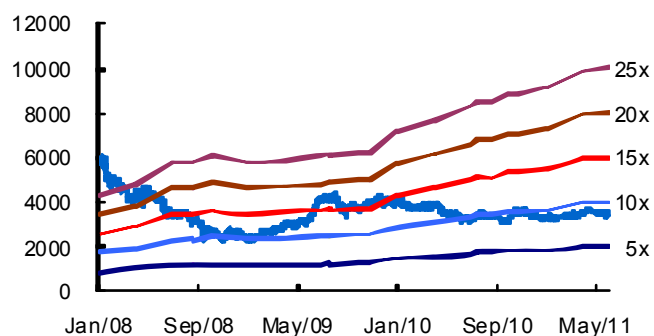
预计招行未来三年盈利将保持较快的增长速度，复合增长率将达 27%，按现有股本计算，11 年、12 年对应 EPS 分别为 1.63 元，2.04 元，目前的市场价格对应 11 年 PE8.20 倍，PB1.87 倍。我们认为，招行领先的战略布局很好的契合了未来中国经济转型的大背景，其零售银行等方面的竞争优势、高质量的风险管理和资本节约型的成长路径将保证未来给股东带来持续高额的回报，从长期来看，目前股价明显低估了一家优秀银行的长期成长能力，维持“强烈推荐”投资评级。

表 13：招商银行财务指标预测

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	511	711	901	1079	1275
年增长率	-7.45%	39.16%	26.79%	19.69%	18.17%
拨备前利润(亿)	254	388	513	612	732
年增长率	-20.55%	53.20%	32.18%	19.24%	19.64%
净利润(亿)	182	258	352	439	526
年增长率	-12.94%	41.32%	36.66%	24.72%	19.77%
每股收益(元)	0.95	1.23	1.63	2.04	2.44
每股净资产(元)	4.85	6.21	7.16	8.43	10.05
PE	14.03	10.88	8.20	6.57	5.48
PB	2.76	2.15	1.87	1.59	1.33

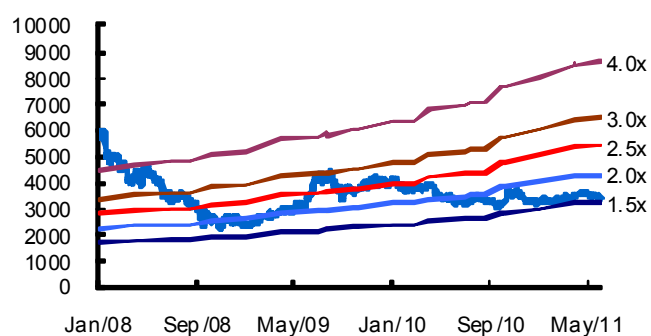
资料来源:公司报告 招商证券研发中心

图 15: 银行行业历史PEBand



资料来源:招商证券研发中心

图 16: 银行行业历史PBBand



资料来源:招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《金融崛起，36 倍的启示——从南非标准银行成长之路看中国金融的未来》2011/05/18
- 2、《银行行业 2011 年二季度投资策略：有多少底部可以重来？》2011/04/06
- 3、《茶杯风波与大象之舞——管窥韩国储蓄银行挤兑危机》2011/03/07
- 4、《银行行业 2011 年度策略：带刺的玫瑰？不良贷款压力下的银行投资》2010/11/26

表 14: 银行业盈利估值表

证券代码	证券简称	评级	总股本 (亿)	EPS (元)				BVPS (元)			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	强烈推荐-A	3490	0.39	0.47	0.59	0.69	2.02	2.35	2.66	3.08
601288.SH	农业银行	强烈推荐-A	3248	0.25	0.29	0.40	0.47	1.32	1.67	1.84	2.11
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	2791	0.31	0.39	0.48	0.56	2.15	2.42	2.76	3.04
601939.SH	建设银行	审慎推荐-A	2500	0.63	0.54	0.71	0.83	2.39	2.80	3.07	3.49
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	563	0.61	0.73	0.90	1.07	3.36	3.98	4.43	5.06
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	390	0.37	0.55	0.69	0.85	2.74	3.19	3.63	4.22
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	267	0.63	0.66	0.91	1.12	3.99	3.94	4.40	5.18
600036.SH	招商银行	强烈推荐-A	216	0.95	1.23	1.63	2.04	4.85	6.21	7.16	8.43
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	404	0.23	0.32	0.48	0.60	1.44	2.01	2.13	2.48
600000.SH	浦发银行	强烈推荐-A	143	1.62	1.34	1.38	1.68	7.70	8.57	7.71	8.98
601166.SH	兴业银行	强烈推荐-A	108	2.66	3.09	2.19	2.69	11.92	15.35	9.90	11.76
600015.SH	华夏银行	强烈推荐-A	69	0.75	1.20	1.21	1.54	6.06	7.11	8.90	9.98
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	35	1.62	1.80	2.77	3.45	6.59	9.62	11.62	14.07
601169.SH	北京银行	审慎推荐-A	62	0.90	1.09	1.32	1.59	6.03	6.84	8.12	9.26
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	29	0.58	0.81	1.12	1.44	3.90	5.51	6.04	6.92
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	30	0.84	0.78	1.06	1.31	6.62	6.39	6.87	7.69
证券代码	证券简称	评级	股价	P/E(X)				P/B(X)			
				2009	2010	2011E	2012E	2009	2010	2011E	2012E
601398.SH	工商银行	强烈推荐-A	4.41	11.45	9.32	7.47	6.36	2.19	1.88	1.66	1.43
601288.SH	农业银行	强烈推荐-A	2.80	11.20	9.58	6.99	5.94	2.12	1.68	1.52	1.33
601988.SH	中国银行	审慎推荐-A	3.31	10.68	8.42	6.96	5.90	1.54	1.37	1.20	1.09
601939.SH	建设银行	审慎推荐-A	4.95	7.86	9.18	6.94	5.93	2.07	1.77	1.61	1.42
601328.SH	交通银行	审慎推荐-A	5.58	9.09	7.64	6.23	5.24	1.66	1.40	1.26	1.10
601998.SH	中信银行	审慎推荐-A	4.96	13.52	9.00	7.16	5.85	1.81	1.55	1.37	1.18
600016.SH	民生银行	强烈推荐-A	5.76	9.14	8.75	6.36	5.15	1.44	1.46	1.31	1.11
600036.SH	招商银行	强烈推荐-A	13.38	14.03	10.88	8.20	6.57	2.76	2.15	1.87	1.59
601818.SH	光大银行	审慎推荐-A	3.44	15.05	10.87	7.19	5.69	2.39	1.71	1.62	1.39
600000.SH	浦发银行	强烈推荐-A	10.09	6.23	7.55	7.29	6.00	1.31	1.18	1.31	1.12
601166.SH	兴业银行	强烈推荐-A	13.50	5.08	4.37	6.16	5.02	1.13	0.88	1.36	1.15
600015.SH	华夏银行	强烈推荐-A	11.68	15.57	9.73	9.66	7.61	1.93	1.64	1.31	1.17
000001.SZ	深发展 A	强烈推荐-A	16.71	10.31	9.27	6.03	4.85	2.53	1.74	1.44	1.19
601169.SH	北京银行	审慎推荐-A	10.47	11.57	9.58	7.90	6.59	1.74	1.53	1.29	1.13
002142.SZ	宁波银行	审慎推荐-A	11.32	19.40	14.06	10.12	7.88	2.90	2.06	1.88	1.64
601009.SH	南京银行	审慎推荐-A	9.12	10.86	11.71	8.64	6.98	1.38	1.43	1.33	1.19
	大型银行平均			10.30	9.13	7.09	6.03	1.98	1.67	1.50	1.32
	股份制银行平均			10.89	8.67	7.14	5.77	1.89	1.52	1.43	1.22
	城商行平均			13.94	11.78	8.89	7.15	2.01	1.67	1.50	1.32
	上市银行平均			11.32	9.37	7.46	6.10	1.93	1.59	1.46	1.26

资料来源:公司报告、招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，**CFA**：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，2010年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。