

银行业 2011 年中期投资策略

——看好具有零售优势或零售发展潜力的优质中型银行

行业/银行业

投资要点：

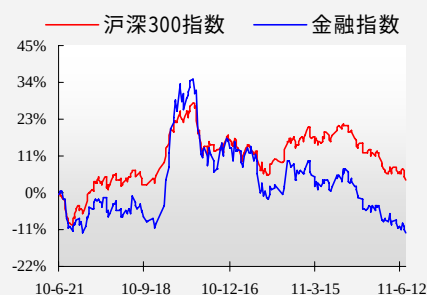
- 2011 年 1-5 月份，央行仅新增人民币贷款 3.53 万亿元，上半年按照 7.5 万亿元和“3322”的投放节奏计算，本来应该达到 4.4 万亿的贷款增量，但目前 6 月份压力比较明显，其中 5 月份中长期贷款增量创下年内和 2010 年以来新低。如果未来不出现明显的货币政策放松，估计全年很难达到 7.5 万亿元的信贷投放量
- 2011 年 1-6 月份，央行维持了一个月上调一次存款准备金率的频率，上调两次存贷款基准利率，提出差额准备金率的调整方法，6 月份开始日均控制存贷比；银监会出台新四大监管工具的总指引，未来将陆续出台具体指引的正式版本，整体货币政策和监管政策目前并没有明显放松迹象。
- 2011 年第一季度，16 家上市银行业绩同比增速达到了 33.13%，我们预测上市银行 2011 年中期业绩平均增幅在 30.76%左右；2011 年全年上市银行净利润同比增速达到 28%，2012 年初步预测的结果为 22.57%。
- 银行股处于估值水平的绝对底部，但在目前的市场状态下，银行板块的绝对低估的估值只能保证在下跌状况下获得相对收益，并不是获得绝对收益的充分必要条件。
- 银行板块未来 2 年保持业绩 20%左右的稳健增速是大概率事件，我们依旧认为业绩增长所带来的估值水平的自动下降后的恢复是下半年我们期望的银行板块主要投资机会所在。
- 2011 年下半年，我们认为，下半年银行板块由于业绩稳健增长至少有 10%左右的安全上涨空间，如果考虑的市场流动性的好转带来的低估值的回升，则乐观上涨空间在 20%左右。
- 在利率市场化、银行转型日益迫切的大背景下，我们更加看好在零售业务上已经具有先发优势的银行，或者未来在零售业务发展上具有某种优势的银行，因此我们目前重点推荐招商、民生、浦发和深发展，其中招商和民生是在零售业务上具有先动优势的银行，浦发和深发展是在零售业务发展上具有某种优势。

优于大势

维持评级

发布时间：2011 年 6 月 21 日

走势图



重要公司	评级
招商银行	推荐
民生银行	推荐
浦发银行	谨慎推荐
深发展 A	谨慎推荐

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

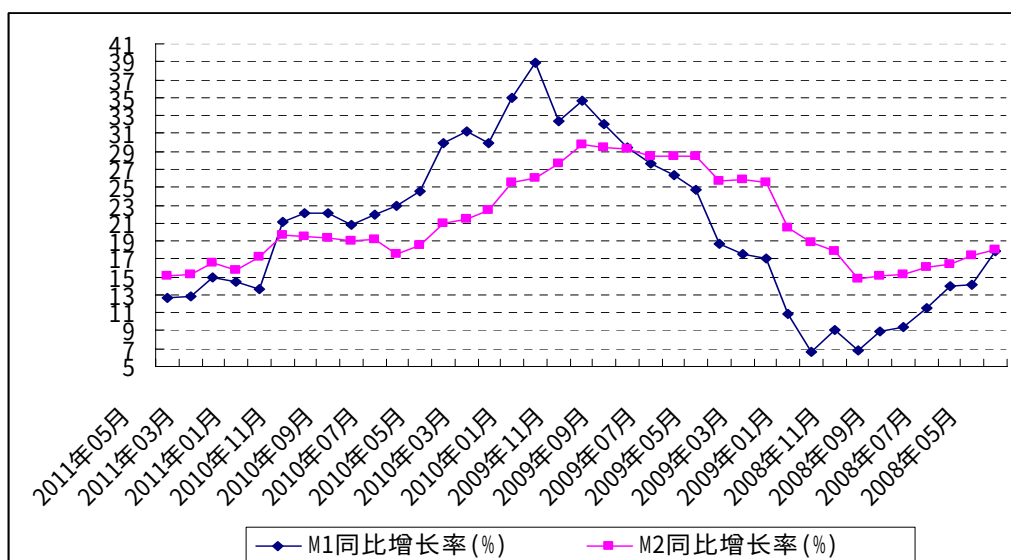
邮 编：200002

一、2011 年 1-5 月宏观金融运行情况

1.1 货币增速明显下滑

2011 年一季度末,广义货币(M2)余额 75.81 万亿元,同比增长 16.6%,比上年末低 3.1 个百分点;狭义货币(M1)余额 26.63 万亿元,同比增长 15.0%,比上年末低 6.2 个百分点;2011 年 4 月份末,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;5 月末,广义货币(M2)余额 76.34 万亿元,同比增长 15.1%,分别比上月末和上年同期低 0.2 和 5.9 个百分点;狭义货币(M1)余额 26.93 万亿元,同比增长 12.7%,分别比上月末和上年同期低 0.2 和 17.2 个百分点;具体见表 1:

表 1: 货币增速一览表

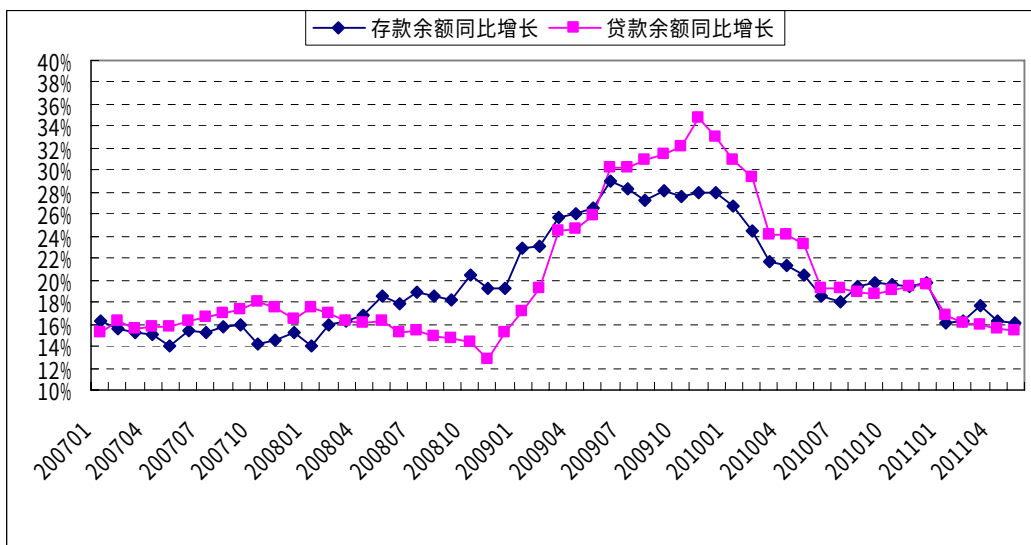


资料来源: 中国人民银行

1.2 人民币贷款月度增量受到货币政策控制, 比去年同期明显减少。

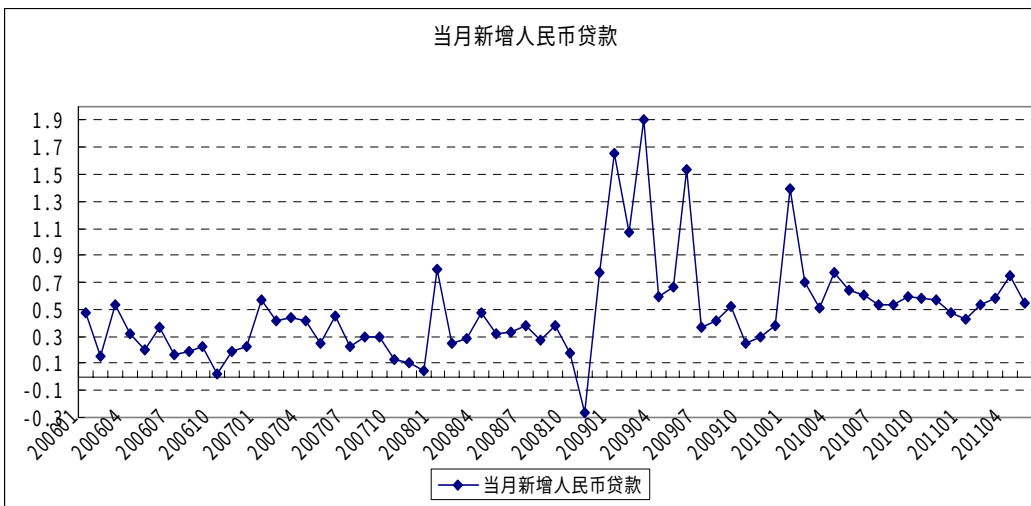
在日均控制存贷比、法定准备金率不断上调、同业拆借市场利率高企、差额准备金等各项因素的共同影响下, 今年 1-5 月份人民币贷款月度增量受到了明显的控制。一季度本外币贷款增加 2.39 万亿元, 同比少增 4008 亿元。人民币贷款余额 49.47 万亿元, 同比增长 17.9%, 比上月末高 0.2 个百分点, 比上年末低 2.0 个百分点。一季度人民币贷款增加 2.24 万亿元, 同比少增 3524 亿元; 2011 年 4 月份, 人民币贷款增加 7396 亿元, 比 2010 年 4 月同比少增 208 亿元, 比 3 月份环比多增 602 亿元, 1-4 月份累计新增人民币贷款 2.98 万亿元; 5 月份人民币贷款增加 5516 亿元, 同比少增 1005 亿元, 1-5 月累计新增人民币贷款 3.53 万亿元, 上半年按照 7.5 万亿元和“3322”的投放节奏计算, 本来应该达到 4.4 万亿的贷款增量, 但目前 6 月份压力比较明显, 其中 5 月份中长期贷款增量创下年内和 2010 年以来新底; 具体参见图 2 和图 3:

图 2：金融机构存、贷款同比增速一览



资料来源：中国人民银行

图 3：月度新增人民币贷款一览

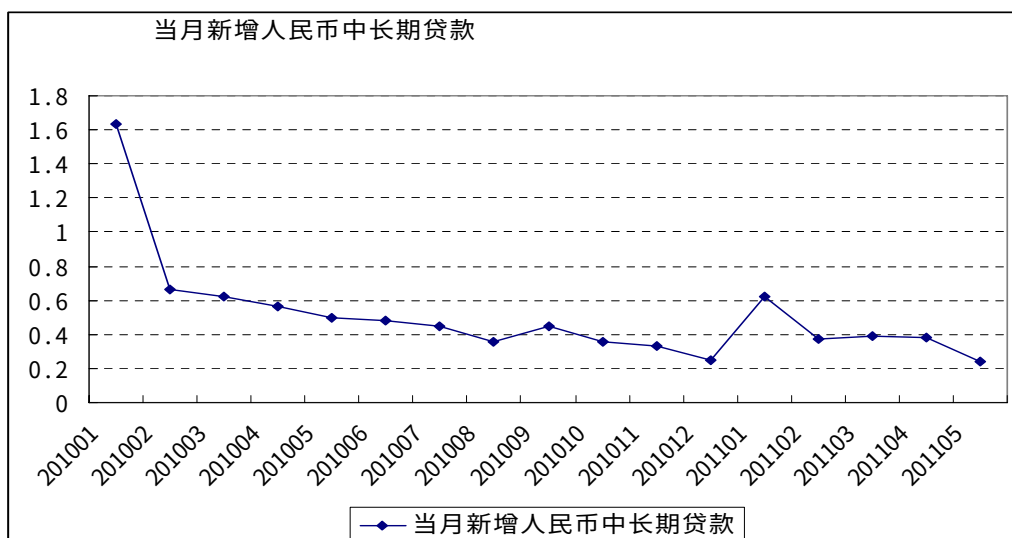


资料来源：中国人民银行

1.3 贷款结构中由于短期贷款增加开始逐步超过长期贷款，使中长期贷款占比在 2010 年 12 月份见到高点后回落，票据融资占比 1-3 月持续下降，4、5 月份有所回升。

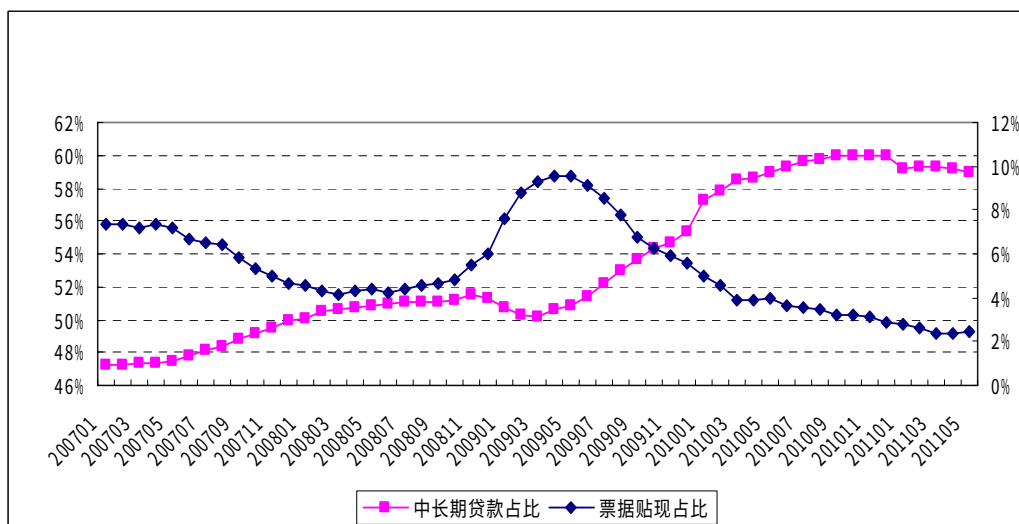
从人民币贷款增长的分部门情况看，2011 年 1 月份-5 月份，尤其在企业贷款的增长上，整体出现了长期贷款增量减少和短期贷款增量恢复的局面，这可能也与房地产调控和地方政府融资平台清理具有一定的关系。从票据融资的角度看，1-3 月份继续减少，不过减少的额度明显减少，主要因为基础已经大幅度减少，说明在信贷额度受到限制的情况下，收回票据融资为一般贷款让出额度还是银行常用的做法。但是在 4、5 月份，由于整体票据融资的规模已经非常低，因此出现了底部回升的迹象，票据融资的占比也有所恢复。具体见图 4 和图 5：

图 4：11 年以来人民币月度中长期贷款增量明显减少



资料来源：中国人民银行

图 5：银行体系贷款结构变化一览



资料来源：中国人民银行，东北证券

二、2011 年 1-6 月主要货币政策和银行监管动态

2.1 1-6 月央行六次全面上调存款准备金率，并且首次提出将使用差别准备金率对银行的准备金率进行动态调整

2011 年 1-5 月，央行以每月一次的速度全面上调存款准备金率，最终上调后，工、农、建由于 10 月份单独上调的期限已经到期后又继续差别上调 0.5 个百分点，所以存款准备金率依旧为 22%，中行由于差别调整到期后被取消所以为 21.5%，交通银行由于 11 月份单独上调的期限已经到，所以目前依旧为 21.5%，邮政储蓄变为 21.5%，民生银行也由于单独上调整的期限已经到期后又继续差别上调 0.5 个百分点，变为 19.5%，其余银行

变为 19%。远远超出了 07 年经济高涨时 17.5% 的高点。具体见表 1：

表 1：07 年以来央行存款准备金率调整一览表

时间	调整方案	调整原因
2007.01.15	由9%上调为9.5%	吸收银行体系中因国际收支顺差等产生的过剩流动性，巩固调控成效。
2007.02.25	由9.5%上调为10%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性，适度紧缩信贷。
2007.04.16	由10%上调为10.5%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性，适度紧缩信贷。
2007.05.15	由10.5%上调为11%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性，适度紧缩信贷。
2007.06.05	由11%上调为11.5%	吸收银行体系中因国际收支持续顺差等产生的过剩流动性，适度紧缩信贷。
2007.7.30	由11.5%上调为12%	加强银行体系流动性管理，抑制银行信贷过快增长
2007.9.6	由12%上调为12.5%	加强银行体系流动性管理，抑制银行信贷过快增长
2007.10.13	由12.5%上调为13%	加强银行体系流动性管理，抑制银行信贷过快增长
2007.11.10	由13%上调为13.5%	加强银行体系流动性管理，抑制银行信贷过快增长
2007.12.8	由13.5%上调为14.5%	贯彻中央经济工作会议确定的从紧货币政策要求，加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长。
2008.1.16	由14.5%上调为15%	加强银行体系流动性管理，抑制银行信贷过快增长
2008.3.18	由15%上调为15.5%	落实从紧货币政策要求，加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长。
2008.4.16	由15.5%上调为16%	落实从紧货币政策要求，加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷过快增长。
2008.5.12	由16%上调为16.5%	加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷合理增长。
2008.6.7	由16.5%上调为17.5%；分6月15日和25日分别执行0.5个百分点	加强银行体系流动性管理，抑制货币信贷合理增长。
2008.9.15	部分下调为16.5%；灾区下调为15.5%，工、农、中、建、交和邮政储蓄除外	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则，保持国民经济平稳较快持续发展
2008.10.15	统一下调0.5个百分点，大部分下调后为16%，灾区为15%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为17%。	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则，保持国民经济平稳较快持续发展
2008.12.5	工、农、中、建、交和邮政储蓄下调1个百分点，下调后为16%，其他中小金融机构下调2个百分点，下调为14%，灾区继续优惠	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则，保持国民经济平稳较快持续发展
2008.12.25	统一下调0.5个百分点，大部分下调后为13.5%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为15.5%；灾区继续优惠	落实区别对待、有保有压、结构优化的原则，保持国民经济平稳较快持续发展
2010.1.12	除了农村信用社之外，统一上调0.5个百分点，大部分下调后为14%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为16%	抑制信贷过度增长
2010.2.25	除了农村信用社之外，统一上调0.5个百分点，大部分下调后为14.5%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为16.5%	对冲央票到期及春节投放货币的过多流动性，抑制信贷过度增长
2010.5.10	除了农村信用社之外，统一上调0.5个百分点，大部分上调后为15%，工、农、中、建、交和邮政储蓄为17%	对冲央票到期的过多流动性投放，促使信贷均衡平稳增长
2010.10.11	单独上调工、农、中、建为17.5%，民生和招商	针对9月新增贷款冲高、央票集中到期以及8

	为15.5%，其余银行保持不变	月、9月外汇占款增加等的临时性措施
2010.11.16	统一上调0.5个百分点，农村信用社为14.5%，工、农、中、建为18%，邮政储蓄和交通银行变为17.5%，招商和民生银行变为16%，其余银行变为15.5%。	抑制信贷和货币投放过度增长，管理通货膨胀预期
2010.11.12	单独上调光大和交通银行的存款准备金率，上调后光大为16%，交行为18%，其余银行保持不变	抑制信贷和货币投放过度增长，管理通货膨胀预期
2010.11.29	统一上调0.5个百分点，农村信用社为15%；工、农、中、交、建为18.5%，邮政储蓄变为18%，招商、民生银行和光大变为16.5%，其余银行变为16%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2010.12.10	统一上调0.5个百分点，农村信用社为15.5%；由于第一次临时上调已经到期，所以，工、农、中、建和邮政储蓄变为18.5%，交通银行暂时为19%，光大为17%，其余银行为16.5%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011.1.20	统一上调0.5个百分点，农村信用社为16%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、中、建为19.5%，邮政储蓄变为19%，交通银行暂时为19.5%，光大、招商和民生为17.5%，其余银行为17%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011.2.24	统一上调0.5个百分点，农村信用社为16%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为20%，邮政储蓄变为19.5%，中国银行和交通银行暂时为19.5%，光大、民生为17.5%，其余银行为17%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011.3.25	统一上调0.5个百分点，农村信用社为16.5%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为20.5%，邮政储蓄变为20%，中国银行和交通银行暂时为20%，光大、民生为18%，其余银行为17.5%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011.4.18	统一上调0.5个百分点，农村信用社为17%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为21%，邮政储蓄变为20.5%，中国银行和交通银行暂时为20.5%，民生为18.5%，其余银行为18%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011.5.18	统一上调0.5个百分点，农村信用社为17.5%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为21.5%，邮政储蓄变为21%，中国银行和交通银行暂时为21%，民生为19%，其余银行为18.5%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放
2011.6.14	统一上调0.5个百分点，农村信用社为18%；由于第一次临时上调已经到期后又继续执行，所以，工、农、建为22%，邮政储蓄变为21.5%，中国银行和交通银行暂时为21.5%，民生为19.5%，其余银行为19%。	为了加强流动性管理，适度调控货币信贷投放

资料来源：中国人民银行 东北证券

除了法定上调存款准备金率之外，央行还在 2011 年年度的工作会议中，率先提出了使用差别准备金率动态调整银行的准备金水平的概念，央行也已经明确的提出了差别准备金的计算公式，这其中央行提及到了一家商业银行应该达到的资本充足率水平和实际资本充足率之差，应该达到的资本充足率除了法定的资本充足率之外，还包括两部分，一部分是银行本身的资产规模与市场内的一家系统性重要银行的资产规模之比乘以系统性重要银行的附加资本（目前市场普遍预计的是 2%）。第二部分是反周期资本缓冲乘以以 β 值表示的经济热度， β 值是一家银行的贷款增速与 GDP 增速和 CPI 加总的差距。这样

计算下来之后，实际上就是银行如果需要增加贷款增速，就要有额外的资本对应，否则就面临着可能被追加差别准备金率的可能。

2.2 2011 年 2 月和 4 月央行决定从 2010 年 10 月启动利率工具后第三次和第四次上调存贷款基准利率，这也是 2011 年年内目前为止的两次上调存贷款基准利率。

从 2010 年 10 月份开始，央行连续四次上调存贷款基准利率，一年期存款利率累计上升 100 个基点，由最初的 2.25% 上升到 3.25%，一年期贷款利率累计也上升 100 个基点，由最初的 5.31% 上升到 6.031%，活期存款利率在前两次中都没有上调，第三次上调了 4 个基本点，第四次上调了 10 个基本点，四次基准利率上调的情况见下表

表 2：10 年以来央行上调贷款利率一览表

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
6 个月	4.86%	5.85%	0.99%
1 年	5.31%	6.31%	1%
1 至 3 年	5.40%	6.40%	1%
3 至 5 年	5.76%	6.65%	0.89%
5 年以上	5.94%	6.80%	0.86%

资料来源：中国人民银行，东北证券

表 3：10 年以来央行上调存款利率一览表

	调整前利率	调整后利率	调整幅度
活期	0.36%	0.50%	0.14%
3 个月	1.71%	2.85%	1.14%
6 个月	1.98%	3.05%	1.07%
1 年	2.25%	3.25%	1%
2 年	2.79%	4.15%	1.36%
3 年	3.33%	4.75%	1.42%
5 年	3.60%	5.25%	1.65%

资料来源：中国人民银行，东北证券

从 2010 年 10 月份开始的四次加息的结构看，存款利率尤其是长端存款的利率上调幅度明显高于贷款利率的上调幅度，但是活期存款利率仅仅上升了 14 个基本点，由于目前银行的存款结构中平均约有 40% 左右是活期存款（部分银行达到 50% 以上），有 90% 以上的存款期限在 1 年以内，因此目前这种加息结构从静态角度上依旧扩大了银行的存贷利差，从动态角度看，则因为目前三个月期的存款利率高达 2.85%，而活期存款利率则只有 0.50%，因此存在着部分活期存款转为定期的趋势，尤其是利率敏感性较强的储蓄存款，因此从动态角度看，整体存贷息差的扩大幅度会有所缩小。据我们初步计算，静态考虑；四次上调存贷款基准利率累计扩大银行存贷利差在 22 个基本点左右；当然如果考虑存贷款结构的动态变化，整体存贷利差扩大幅度将会减少。

表 4：2010 年以来四次加息对银行存贷净利差的累计影响

项目	利率调整幅度	存款比重	
活期存款	0.14%	38%	0.0532%
整存整取定期存款			
三个月	1.14%	20%	0.228%
半年	1.07%	30%	0.321%
一年	1%	9%	0.09%
二年	1.36%	1%	0.0111%
三年	1.42%	1%	0.0142%
五年	1.65%	1%	0.0165%
平均			0.734%
各项贷款			
6 个月	0.99%	10%	0.099%
1 年	1%	30%	0.3%
1-3 年	1%	30%	0.3%
3-5 年	0.89%	15%	0.1335%
5 年以上	0.86%	15%	0.129%
平均			0.9615%
存贷利差变化（百分点）			0.2275%

资料来源：东北证券

2.3 继国务院正式批复四大监管工具和银监会下发了四大新监管工具的总指引之后，银监会也正式出台了四大新监管工具的总指引，总指引的基本内容与国务院的批复版本基本类似，已经或将继续下发每类工具的具体指引。

5 月中旬，银监会下发关于杠杆率管理办法的公开征求意见稿，1、杠杆率（一级资本与调整后的表内外资产余额的比率）不得低于 4%，系统性重要银行和非重要性银行应非分别与 2013 年和 2016 年前达到新标准，2、该办法也适用于农村信用社、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司和消费金融公司。

我们初步计算的结果，截至 2011 年第一季度末，杠杆率低于 4% 的只有华夏银行，而华夏银行在 4 月 28 日成功完成了非公开增发，募集资金 201 亿元，考虑这部分核心资本，杠杆率已经达到了 4% 以上，深发展受制于重大资产重组问题暂时无法股权融资，一旦股权融资之后，这一指标也将迅速达标。具体参见表 5：

表 5：上市银行杠杆率

	2010A	2011Q1
深发展 A	3.90%	3.80%
宁波银行	5.50%	5.40%
浦发银行	5.10%	5.10%
华夏银行	3.20%	3.10%
民生银行	5.00%	4.80%
招商银行	4.50%	4.60%
南京银行	6.60%	7.00%

兴业银行	4.40%	4.70%
北京银行	5.20%	5.90%
交通银行	5.20%	5.30%
工商银行	5.10%	5.00%
建设银行	5.50%	5.20%
中国银行	5.80%	5.70%
中信银行	5.10%	5.90%
农业银行	5.10%	4.90%
光大银行	4.80%	4.50%

资料来源：银行公告，东北证券

因此静态来看，杠杆率的具体指引对上市银行的影响不大，如果和资本充足率相结合，杠杆率这一指标主要还是限制了低风险资产的扩张能力，比如说近期中小银行在存款争夺、存贷比限制等因素下积极进行的同业业务（包括同业资产和同业负债），从对上市银行角度看，主要受到不利影响的是负债业务较弱（尤其是存款负债业务较弱），比较依赖同业负债的部分中小银行。

5月25日，银监会正式下发资本充足率征求意见稿，具体指引的下发主要精神应该与总指引类似，目前主要的争议点集中在计算方法和0-2.5%的反周期超额资本的取值。

核心一级资本、一级资本和总资本的最低要求分别为5%、6%和8%，留存超额资本2.5%，反周期超额资本0-2.5%（仅在信贷超常增长，可能导致系统性风险时适用）。此外，对系统重要性银行增收1%的附加资本，执行新标准后，对系统重要性银行和非重要银行的最低核心资本充足率要求分别为9.5%和8.5%，总资本充足率要求分别为11.5%和10.5%，潜在的最高资本充足率要求为14%和13%。自2012年初开始执行，系统重要银行于2013年底达标，非重要银行2016年底达标。具体见下表

表6：新资本监管标准表

	最低资本要求				系统性重要银行附加资本	达标时间
	核心一级资本	一级资本	总资本	超额资本		
系统性重要银行	5%	6%	8%	2.5%，必要时保持反周期超额资本0-2.5%	1%	2012年开始实施，2013年达标
系统性非重要银行	5%	6%	8%	2.5%，必要时保持反周期超额资本0-2.5%	无	2012年开始实施，2016年达标

资料来源：东北证券

资本充足率的计算方法调整了权重法的权重；具体体现为：

1、分子扣减项增加，应将商誉、其他无形资产（按揭服务权、土地使用权除外）等八项扣除，之前只有商誉。

2、分母权重系数提高，监管层将5年期公司贷款的风险权重从100%提升至150%，30年期公司贷款则从100%提高到300%；将商业银行的同业业务和票据贴现债权的风险权

重从 20%提升至 50%；规定特定高风险资产组合的风险权重可根据宏观经济、产业政策及信贷风险的变化提升至 150%以上。最高风险权重提高到 1250%。

3、降低了零售类等贷款的风险权重，规定除按揭以外的其他零售贷款风险权重从 100%下降为 75%。

4、首次将操作风险资本纳入风险资本之中。上市银行 2012 年由于计算方法调整将会造成 4000 亿元左右的资本缺口，如果上市银行迅速过渡和巴塞尔协议 3 的内部评级法下，则不会有太大的缺口

从上市银行目前面临的资本缺口看，我们按照静态情况对于上市银行的资本缺口进行了粗略的计算，结果表明，如果不考虑 2.5%的反周期资本要求，只考虑计算方式的调整，上市银行的资本缺口在 4000 亿元左右，如果即考虑计算方式的调整，又考虑 2.5%的反周期资本，上市银行资本缺口在 1 万亿元左右（其中 6000 亿元是 2.5%反周期资本的缺口，4000 亿元是计算方式调整的缺口）。具体见下表：

表 7：静态计算不考虑计算方式调整的资本缺口

	2010 年年底的 核心资本	2010 年年底的 资本	与不考虑 2.5%的法 定要求的资本缺口	与考虑 2.5%的法定要求的 资本缺口
深发展 A	7.10%	10.19%	14.37	130.29
宁波银行	12.50%	16.20%	0	0
浦发银行	9.37%	12.02%	0	125.28
华夏银行	6.65%	10.58%	66.31（核心资本缺 口，总资本不缺）	125.53（已经募集资本 201 亿元，实际缺口为零）
民生银行	8.07%	10.44%	55.08	328
招商银行	8.85%	11.45%	0	224.27
南京银行	13.75%	14.63%	0	0
兴业银行	8.80%	11.22%	0	176.52
北京银行	10.51%	12.62%	0	14.88
交通银行	9.37%	12.36%	31.41（核心资本缺 口，总资本不缺）	396.26
工商银行	9.97%	12.27%	0	1230
建设银行	10.40%	12.68%	0	794.02
中国银行	10.09%	12.58%	0	835.98
中信银行	8.45%	11.31%	6.93（核心资本缺 口，总资本不缺）	234.11
农业银行	9.75%	11.59%	0	1297.47
光大银行	8.15%	11.02%	32.65（核心资本缺 口，总资本不缺）	184.72
合计			85.36	5968.53

资料来源：银行报表，东北证券

不过我们认为，首先这一征求意见稿有利于银行迅速转向内部评级法，转向后整体

资本充足率比在权重法下有较大的提高，其次我们上述的计算是考虑了 2.5% 的反周期 超额资本的全额计算，其实这一部分资本不应该是全年的常规要求，仅在特殊时期才适用，因此上述的资本缺口是在极端情况下的考量，上市银行实际的情况要远远好于上述测算。

但是如果考虑动态发展要求，银行一般倾向于将资本充足率保持在比法定要求高 2 个百分点左右的水平，所以如果从静态角度考虑；深发展、招商、兴业和农行这些还未明确再融资方案的影响也具有出台融资方案的考虑，而已经明确了融资方案尚未进行的有民生、北京、中信和光大。

2.4、银监会出台《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》，通知的小企业贷款划分标准是单户金额在 500 万元以下（含 500 万元），要点有：

- 1、单户 500 万元（含）一下的小企业贷款视同零售贷款处理，风险权重下降；
- 2、对于小企业贷款余额占企业贷款余额比例达到一定比例的商业银行，在满足审慎监管要求条件下，有限支持其发行专项用于小企业贷款的金融债；
- 3、对于商业银行发行金融债所对应的单户 500 万元（含）一下的小企业贷款，可以不纳入存贷比考核范围；
- 4、提高对符合要求的小企业贷款的不良容忍度。

整体上这一通知的内容对于银行尤其是小企业贷款占比较高的银行如民生、兴业和宁波等具有一定的利好作用，但是首先单户金额在 500 万元以下的贷款除了类似民生商贷通的私营企业主贷款之外，其余能满足此要求的很少，其次对于发行金融债的小企业贷款不纳入贷存比的考核范围，原先就有类似的规定，规定发行金融债的资金对应的资产不纳入贷存比的范围，因此整体上利好作用较为有限，可能对民生、兴业和宁波这类银行的资本充足率具有一定的利好作用，对于 2011 年和 2012 年的业绩基本没有太大的影响。

2.5、央行发布《2010 年中国区域金融运行报告》，在报告中其披露了地方政府融资平台的相关信息：

- 1、截至 2010 年年末，全国共有地方政府融资平台 1 万余家，与 2008 年相比增加了 25%；
- 2、县级融资平台约占 70%，50% 融资平台在东部地区；
- 3、2010 年融资平台贷款增长低于 20%，而 2009 年则超过 50%；
- 4、5 年期以上贷款占比超过 50%；
- 5、超过一半的融资平台贷款投向公路与市政基础设施，而多省份的土地储备贷款得到压缩；
- 6、截至 2010 年年末，地方政府融资平台贷款占人民币各项贷款余额的比例不超过

30%；

7、地方融资平台贷款主要由国有商业银行和政策性银行提供；

此外，在此报告中，央行清楚支出允许地方发行地方政府债券能够改变以银行贷款为主的融资格局，有效降低地方政府融资风险，此外，市场有传闻监管层将处理 2-3 万亿的有问题地方政府债务，处理方式可能是将部分债务转入数家新设立的公司，其损失可能由政府 and 银行共同承担。

我们认为：

1、从央行公布的数据可以推算出地方政府融资平台的余额在 14 万亿以上，这与银监会披露的数据 8-9 万亿之间具有明显的数量差异，我们认为这个差异应该是由两者对于平台贷款的统计口径的巨大差异造成，央行的口径是 7 种类型口径，包括城投、土地储备、国有资产、财政部门的税收中性、交运、开发区园区和其他类型，而且银监会的统计口径是政府主导或者绝对控制，主要任务是融通资金，融资行为全部或者部分由财政来直接或者间接承担还款或者担保，这部分资金主要用于基建或者公益性建设（将政府组成部门全部纳入）。

2、大约 35%的融资平台位于中西部的县域，且主要由政策性银行提供融资，因此对上市银行的影响小。

3、从不良贷款的情况看，平台贷款的不良率与平台贷款对应的政府财政级别密切相关，而在上市银行中，据我们的不完全统计，除了农行之外，大部分银行在县域尤其是中西部的县域基本没有平台贷款，因此平台贷款的风险要显著小于整体银行同业。

4、而且我们整体上判断清理 2-3 万亿地方债务，或者更明确的说将 2-3 万亿的平台贷款作为不良直接核销，由政府 and 银行共同承担损失，在法理和操作上都缺乏可行性，因此整体属于小概率事件。

5、我们初步计算，上市银行在平台贷款中的比重在 40%左右，考虑到 20%的不良率和上述各种因素，上市银行最终承担的损失可能非常有限，极端估计在 3000 亿元左右，对于 2011 年净利润的影响控制在 30%左右。

三、上市银行 2011 年一季报简单分析和 2011 年中报业绩预测

3.1 上市银行 2011 年一季报简单分析

截至 4 月 30 日，16 家上市银行全部公布了 2011 年一季度季报：16 家上市银行净利润同比增速为 33.13%，与 2010 年年度基本持平，净利润环比增幅为 48.53%；其中增速较快的（同比增长在 40%以上的）有深发展、宁波银行、浦发银行、民生银行、招商银行、和中信银行，依旧以股份制上市银行为主；净息差同比上升，中间业务收入快速增长依旧是业绩增长的主要驱动力。具体参见表 8：

表 8：上市银行一季度利润增长情况一览

证券简称	2010 年 1 季度	2011 年一季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度同比增长	2011 年 1 季度环比增长
深发展 A	15.7812	24.022	15.4988	52.22%	54.99%
宁波银行	4.9805	8.1497	4.441	63.63%	83.51%
浦发银行	41.0484	60.7398	43.3322	47.97%	40.17%
华夏银行	13.0663	17.0775	14.6233	30.70%	16.78%
民生银行	42.83	62.64	45.86	46.25%	36.59%
招商银行	59.09	88.1	51.84	49.09%	69.95%
南京银行	5.8789	7.8886	4.8736	34.18%	61.86%
兴业银行	40.789	52.2555	49.2522	28.11%	6.10%
北京银行	20.9253	25.2094	8.5656	20.47%	194.31%
农业银行	249.79	340.73	247.22	36.41%	37.82%
交通银行	104.92	133.11	95.36	26.87%	39.59%
工商银行	417.25	538.36	382.3	29.03%	40.82%
光大银行	38.3295	48.6774	27.3454	27.00%	78.01%
建设银行	351.89	472.33	243.9	34.23%	93.66%
中国银行	273.46	350.1	267.31	28.03%	30.97%
中信银行	44.07	65.89	43.59	49.51%	51.16%
合计	1724.0991	2295.2799	1545.3121	33.13%	48.53%

资料来源：银行季报，东北证券

我们对业绩驱动因素进行简单分析：

1、有关规模扩张

2011 年一季度信贷规模继续受到严格控制，上市银行依旧维持 2010 年年度的趋势，在贷款规模受限的情况下，部分银行选择在同业资产上进行较多的配置，虽然整体摊薄净息差，但是对于净利息收入产生了正面作用，具体参见表 9 和表 10：

表 9：上市银行 10、11 年第一季度贷款扩张情况一览

证券简称	10 年一季度新增贷款	11 年一季度新增贷款	10 年一季度贷款增速（相对年初）	11 年一季度贷款增速（相对年初）
深发展 A	120.4177	147.2968	3.39%	3.67%
宁波银行	56.2554	56.8427	6.97%	5.67%
浦发银行	796.3972	638.2702	8.75%	5.68%
民生银行	524.18	289.29	6.04%	2.79%
招商银行	843.4	725.51	7.26%	5.17%
南京银行	43.4456	61.4392	6.62%	7.49%
兴业银行	463.3864	377.8348	6.70%	4.48%
北京银行	195.9646	225.4509	7.33%	6.88%
农业银行		2490.98		5.20%
交通银行	1590.41	1047.97	8.83%	4.78%
工商银行	3329.2	2655.01	5.96%	4.01%

光大银行		455.5192		5.99%
建设银行	2398.33	2363.68	5.11%	4.28%
中国银行	3963.79	2914.27	8.26%	5.26%
中信银行	660.26	319.82	6.29%	2.57%
合计	14985.4369	14769.1838	6.75%	4.65%

资料来源：银行季报，东北证券

表 10：上市银行 10、11 年第一季度同业资产（存放同业和买入返售）增长情况一览

证券简称	09 年度同 业资产	10 年一季同 业资产	10 年度同业 资产	11 年一季同 业资产	10 年一季增 长（相比年 底）	11 年一季增 长（相比年 底）
深发展 A	565.1594	684.5209	1067.8716	1521.1855	21.12%	42.45%
宁波银行	170.4594	255.738	910.1771	861.8165	50.03%	-5.31%
浦发银行	1966.1162	2166.2648	4614.7185	4662.1435	10.18%	1.03%
民生银行	1141.47	1054.75	2383.94	4250.41	-7.60%	78.29%
招商银行	2077.28	2374.54	2055.08	2760.43	14.31%	34.32%
南京银行	233.474	242.5799	435.3282	500.5815	3.90%	14.99%
兴业银行	2382.487	3623.9303	4138.718	4910.3976	52.11%	18.65%
北京银行	565.5755	303.5416	1065.515	875.4502	-46.33%	-17.84%
农业银行	4827.86		6032.24	7956.96		31.91%
交通银行	1793.74	2052.43	1833.66	2240.52	14.42%	22.19%
工商银行	5662.21	7212.79	4461.69	6780.03	27.38%	51.96%
光大银行	2218.7815		2233.1179	3415.3496		52.94%
建设银行	6907.69	6279.13	2593.93	5433.86	-9.10%	109.48%
中国银行	5441.77	7541.97	6636.36	7651.67	38.59%	15.30%
中信银行	2115.22	1334.44	2295.87	2559.58	-36.91%	11.49%
合计	38069.293	35126.6255	42758.2163	56380.3844	13.23%	31.86%

资料来源：银行季报，东北证券

2、有关净息差

2011 年一季度末，上市银行的平均净息差为 2.54%，同比上升了 11 个基点，但是环比仅仅上升了 3 个基点，主要原因就是我们前期提及的在信贷规模受到限制的影响下，大部分银行加大了同业资产在资产中的配置比例，因此整体上拖累了净息差，导致有部分银行净息差环比出现了下降。

具体从上市银行的角度看，兴业、宁波和北京银行净息差同比出现下降，其余银行净息差同比都出现上升。具体参见表 11：

表 11：上市银行 2011 年一季度净息差情况一览

	10 年一季度	10 年全年净息差	11 年一季度净息差	11 年一季度净 息差同比变化
招商银行	2.49%	2.65%	2.98%	0.31%
浦发银行	2.64%	2.49%	2.46%	0.03%
民生银行	2.84%	2.94%	2.86%	0.02%

兴业银行	2.41%	2.32%	2.11%	-0.30%
交通银行	2.41%	2.46%	2.51%	0.10%
中信银行	2.67%	2.63%	2.74%	0.07%
华夏银行	2.31%	2.46%	2.47%	0.16%
深发展 A	2.42%	2.49%	2.68%	0.26%
工商银行	2.36%	2.44%	2.49%	0.13%
中国银行	2.00%	2.04%	2.11%	0.11%
建设银行	2.39%	2.49%	2.69%	0.30%
宁波银行	2.71%	2.50%	2.26%	-0.45%
南京银行	2.54%	2.52%	2.54%	0
北京银行	2.37%	2.30%	2.28%	-0.09%
农业银行	2.42%	2.57%	2.79%	0.35%
光大银行	2.12%	2.18%	2.50%	0.38%
平均	2.43%	2.49%	2.54%	0.11%

资料来源：银行季报，东北证券

3、净利息收入增速恢复

在生息资产规模稳健扩张和净息差同比回升的基础上，上市银行的净利息收入增速出现了明显的恢复，具体参见表 12：

表 12：上市银行 2011 年一季度净利息收入同比增长一览

证券简称	09 年第一季度	10 年第一季度	11 年第一季度	10 年第一季度 同比增长	11 年第一季度 同比增长
深发展 A	32.9926	36.1029	51.0433	9.43%	41.38%
宁波银行	7.5141	11.4773	14.8044	52.74%	28.99%
浦发银行	72.2315	97.0995	136.2025	34.43%	40.27%
民生银行	68.26	100.93	134.04	47.86%	32.80%
招商银行	94.81	125.14	173.57	31.99%	38.70%
南京银行	6.5554	10.0823	14.5111	53.80%	43.93%
兴业银行	59.4038	84.3198	97.8504	41.94%	16.05%
北京银行	25.3442	32.3119	41.5341	27.49%	28.54%
农业银行		535.48	705.29		31.71%
交通银行	145.16	190.3	237.35	31.10%	24.72%
工商银行	577.48	684.01	853.76	18.45%	24.82%
光大银行		67.5763	92.4839		36.86%
建设银行	508.7	571.8	716.3	12.40%	25.27%
中国银行	368.38	445.06	535.36	20.82%	20.29%
中信银行	72.32	106.74	143.44	47.59%	34.38%
	2039.1516	3098.43	3947.5397	22.37%	27.40%

资料来源：银行季报，东北证券

4、中间业务收入高速增长，增速继续超过了净利息收入的增速

11 年第一季度中间业务收入依旧是银行业务的亮点，增速明显超过了净利息收入增速。具体见表 13：

表 13：上市银行 2011 年第一季度中间业务收入增速一览

证券简称	09 年第一季度	10 年第一季度	11 年第一季度	10 年第一季度 同比增长	11 年第一季度 同比增长
深发展 A	1.9581	3.1761	4.8169	62.20%	51.66%
宁波银行	0.9443	1.4544	1.7661	54.02%	21.43%
浦发银行	4.7539	8.5303	14.7426	79.44%	72.83%
民生银行	9.15	20.59	29.51	125.03%	43.32%
招商银行	17.37	24.16	39.22	39.09%	62.33%
南京银行	0.6453	0.9512	1.673	47.40%	75.88%
兴业银行	4.9772	9.8526	16.1603	97.95%	64.02%
北京银行	1.3839	2.2372	4.2701	61.66%	90.87%
农业银行		108.57	177.49		63.48%
交通银行	24.14	34.69	49.56	43.70%	42.87%
工商银行	135.48	182.56	259.27	34.75%	42.02%
光大银行		12.619	19.1261		51.57%
建设银行	118.42	168.65	231.54	42.42%	37.29%
中国银行	112.63	156.56	185.82	39.00%	18.69%
中信银行	7.38	11.77	18.5	59.49%	57.18%
合计	439.2327	746.3708	1053.4651	42.33%	41.15%

资料来源：银行季报，东北证券

5、成本收入比同比下降

11 年第一季度 16 家上市银行在营业收入增速恢复的基础上，成本收入比整体下降，具体参见表 14：

表 14：上市银行 11 年第一季度成本收入比一览

证券简称	10 年第一季度成本 收入比	11 年第一季度成本 收入比	同比变化
深发展 A	41.25%	35.56%	-5.69%
宁波银行	40.99%	38.02%	-2.98%
浦发银行	35.05%	34.59%	-0.45%
华夏银行	46.96%	42.51%	-4.45%
民生银行	38.20%	31.35%	-6.85%
招商银行	35.09%	32.77%	-2.32%
南京银行	25.20%	29.01%	3.81%
兴业银行	30.74%	29.96%	-0.77%
北京银行	22.51%	19.71%	-2.79%

农业银行	33.84%	31.56%	-2.29%
交通银行	24.72%	23.83%	-0.88%
工商银行	27.82%	25.22%	-2.60%
光大银行	29.66%	29.44%	-0.22%
建设银行	27.09%	25.92%	-1.17%
中国银行	28.19%	27.72%	-0.47%
中信银行	36.18%	31.30%	-4.88%
合计	31.81%	29.76%	-2.05%

资料来源：银行季报，东北证券

3.2 2011 年银行业中报业绩预测

2011 年第二季度，银行业的经营情况没有过大的变化，从净息差的情况看，在信贷资源受限导致银行贷款定价能力提高以及银行贷款结构调整的情况下，银行存贷利差依旧维持环比上升趋势，其他非信贷资产方面，由于法定存款准备金率的持续上调，整体央票、同业拆放、存放央行等的收益率也在持续提高，虽然部分银行可能依旧存在同业负债大量增加导致负债成本提高，整体资产结构中同业资产比重上升导致净息差的上升幅度远远落后于存贷利差的上升幅度，但是整体第二季度商业银行的净息差环比依旧维持上升趋势，我们目前预测 16 家上市银行的平均净息差将从一季度末的 2.54% 环比上升 2 个基本点，上升为 2.56%-2.57% 左右，比 2010 年中期的 2.44% 的水平上升幅度在 12-13 个基本点。

从中间业务收入增长的角度看，2011 年第一季度 16 家上市银行的中间业务增幅达到 41.15%，2010 年中期上市银行中间业务收入增幅达到 36.09%，从 2011 年中期的情况看，中间业务收入依旧将保持较快的增长速度，首先在通货膨胀的情况下，商业银行的货币周转速度较快、结算业务也将保持一定的增长，其次在信贷资源紧张，银行贷款利率上浮幅度扩大，部分银行存在“息转费”的情况，将上浮的利率部分转作手续费收入，从而增加中间业务收入的增幅，因此我们目前预测 2011 年中期上市银行依旧保持稳健的中间业务收入增幅，在 35% 左右。

其他信贷成本、成本收入比和有效税率方面将继续保持稳定

在以上假设的基础上，我们预计 16 家上市银行 2011 年中期业绩平均增幅在 30.76% 左右，第二季度的单季度业绩相比第一季度环比上轻微下降 2.63% 左右，整体银行业绩环比下降主要是由于农业银行和中国银行环比下降较多的拖累。具体银行的业绩预测见下表：

表 15：上市银行 2011 年中期业绩增速一览

证券简称	2010 年 Q1	2011 年 Q1	一季度同比增长	2011 年 Q2 (E)	二季度环比增长	2010 年中期	2011 年中期 (E)	中期同比增长
深发展 A	15.78	24.02	52.22%	21.37	-11.04%	30.33	45.39	49.65%
宁波银行	4.98	8.15	63.63%	8	-1.84%	12.63	16.15	27.91%
浦发银行	41.05	60.74	47.97%	64.75	6.60%	90.83	125.49	38.17%

华夏银行	13.07	17.08	30.70%	21.05	23.26%	30.08	38.13	26.78%
民生银行	42.83	62.64	46.25%	65.21	4.10%	89.24	127.85	43.27%
招商银行	59.09	88.10	49.09%	92.5	4.99%	132.03	180.60	36.79%
南京银行	5.88	7.89	34.18%	8.3	5.22%	11.99	16.19	34.97%
兴业银行	40.79	52.26	28.11%	54.22	3.76%	87.64	106.48	21.50%
北京银行	20.93	25.21	20.47%	22.45	-10.95%	39.03	47.66	22.10%
农业银行	249.79	340.73	36.41%	305.25	-10.41%	458.63	645.98	40.85%
交通银行	104.92	133.11	26.87%	130.31	-2.10%	204.28	263.42	28.95%
工商银行	417.25	538.36	29.03%	525.8	-2.33%	849.65	1064.16	25.25%
光大银行	38.33	48.68	27.00%	48	-1.39%	68.34	96.68	41.46%
建设银行	351.89	472.33	34.23%	459.7	-2.67%	707.79	932.03	31.68%
中国银行	273.46	350.10	28.03%	335.22	-4.25%	543.75	685.32	26.04%
中信银行	44.07	65.89	49.51%	72.88	10.61%	108.39	138.77	28.03%
合计	1724.10	2295.28	33.13%	2235.01	-2.63%	3464.62	4530.29	30.76%

资料来源：东北证券

四、2011 年中期银行业投资策略

4.1 稳定的业绩增速和相对较低的估值水平使银行板块具有极强的安全边际和获得相对收益的较大可能

4.1.1 稳定的业绩增速

虽然银行业面临种种利空，但是按照我们前文对这些利空的分析我们可以看出，如果不出现所谓经济硬着陆、房地产市场暴跌等极端悲观情况，银行业 2011 年和 2012 年将继续保持稳健的业绩增速，增长依旧来源于：

1、生息资产规模扩张和息差稳步回升带动净利息收入增长（净息差方面我们预测 2011 年全年的净息差在 2.58%左右，比 2010 年全年上升 9 个基点，2012 年可能在上升 6 个基点左右达到 2.64%）；

2、中间业务收入稳健并且可能快于净利息业务收入增长；

3、2011 年度在监管和银行整体息差上升幅度的背景下，银行可能倾向于多计提信贷成本提高盈利质量，而在 2012 年整体净息差上升的速度可能有所放缓，银行群体倾向于释放前期多计提的拨备来保证利润增长；

4、经营成本方面，大部分上市银行除了城商行以外，机构扩张尤其是分行扩张的高峰已过，在零售业务方面，尤其是信用卡方面，大部分银行也将从跑马圈地的方式逐渐过度到经精耕细作的方式，并且特别实在银行传统业务扩张受限，转型压力大增的情况下，银行本身也倾向于严格控制经营成本，因此我们预期特别是 2012 年，营业成本下降也将成为银行利润的推动器。

在以上假设的基础上，我们上调前期对于 2011 年全年上市银行利润增速的预测，预测 2011 年全年上市银行净利润同比增速达到 28%，2012 年初步预测的结果为 22.57%，当

然 2012 年的情况具有很大的不确定性，我们会在后续情况进一步明朗后调整，但是从目前信息判断，2012 年银行保持 20%左右的稳健业绩增速的概率非常高。具体参加下表：

表 16：上市银行 2011.2012 年业绩增速一览

证券简称	2009	2010	2010 年同比增长	2011E	2011 年同比增长	2012E	2012 年同比增长
深发展 A	50.3073	62.8382	24.91%	91.8	46.09%	119.34	30.00%
宁波银行	14.5745	23.2199	59.32%	29.28	26.10%	37.19	27.02%
浦发银行	132.1514	191.7859	45.13%	249.3	29.99%	319.1	28.00%
华夏银行	37.6023	59.8958	59.29%	80.87	35.02%	103.2	27.61%
民生银行	121.08	176.88	46.09%	233.83	32.20%	295.89	26.54%
招商银行	182.35	257.69	41.32%	366.81	42.35%	502.32	36.94%
南京银行	15.4458	23.1831	50.09%	30.29	30.66%	37.86	24.99%
兴业银行	132.8194	185.2058	39.44%	242.63	31.01%	301.86	24.41%
北京银行	56.328	68.0557	20.82%	94.22	38.45%	122.3	29.80%
农业银行	650.02	949.07	46.01%	1221.3	28.68%	1474	20.69%
交通银行	302.11	391.72	29.66%	515.8	31.68%	622.6	20.71%
工商银行	1293.5	1660.25	28.35%	2100.3	26.51%	2548.4	21.34%
光大银行	76.4324	127.937	67.39%	166.4	30.06%	202.85	21.91%
建设银行	1068.36	1350.31	26.39%	1754.06	29.90%	2140.95	22.06%
中国银行	853.49	1096.91	28.52%	1294.35	18.00%	1540.28	19.00%
中信银行	145.6	217.79	49.58%	290.37	33.33%	370.8	27.70%
合计	5132.171	6842.741	33.33%	8761.61	28.04%	10738.94	22.57%

4.1.2 较低的估值水平

上市银行群体从 2008 年以来一直处于绝对和相对估值的地步，截至 6 月 20 日，16 家上市银行的静态市盈率和静态市净率分别为 8.94 和 1.59 倍，动态市盈率和动态市净率分别为 7.47 和 1.38 倍，从历史情况看，上市银行目前的估值也处于历史低位，与沪深 300 指数的估值水平相比的折价率也处于最低，于 2008 年 10 月 28 日指数 1664 点指数低位的银行板块估值相比（次是银行板块的静态市盈率和静态市净率分别为 10.37 和 1.84）也已经被严重低估。具体参加表 17 和图 6、图 7

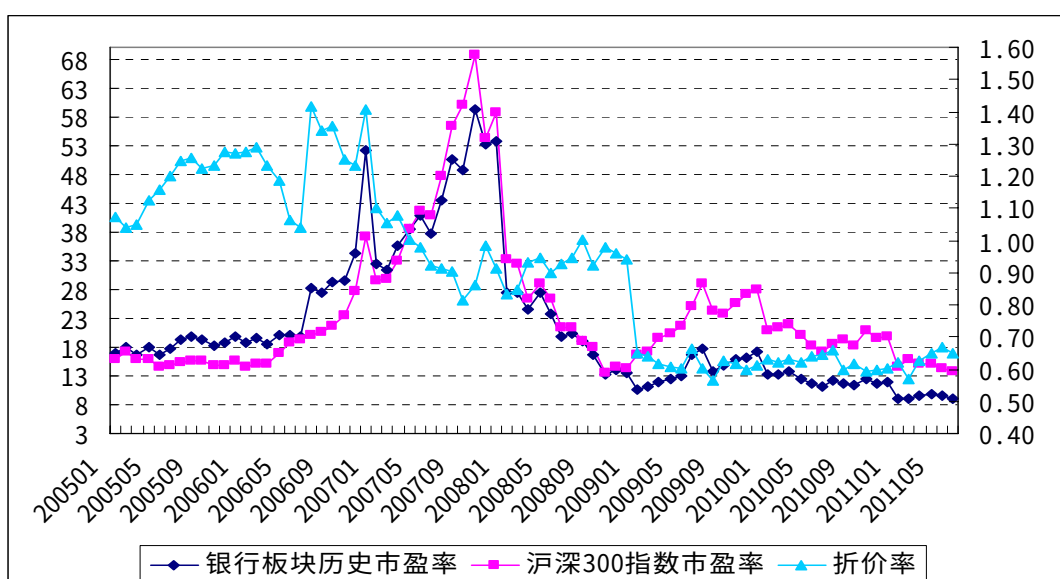
表 17：上市银行最新估值水平一览

	收盘价 (6.20)	10PE	11PE	10PB	11PB
深发展 A	16.02	8.39	8.95	1.67	1.50
宁波银行	10.48	11.52	10.27	1.91	1.66
浦发银行	12.545	7.84	7.21	1.46	1.44
华夏银行	10.64	8.87	6.57	1.50	1.28
民生银行	5.79	8.77	6.58	1.48	1.29
招商银行	12.8	10.41	7.53	2.06	1.78
南京银行	8.73	11.19	8.64	1.38	1.23
兴业银行	23.58	7.19	5.48	1.54	1.24

北京银行	9.6	8.07	6.67	1.30	1.12
交通银行	5.48	7.51	5.96	1.38	1.17
工商银行	4.26	8.88	7.61	1.81	1.58
建设银行	4.92	8.79	6.93	1.76	1.54
中国银行	3.05	7.82	6.63	1.32	1.20
中信银行	4.67	8.49	7.66	1.52	1.11
农业银行	2.64	8.00	7.14	1.58	1.43
光大银行	3.29	11.34	9.68	1.71	1.50
平均		8.94	7.47	1.59	1.38

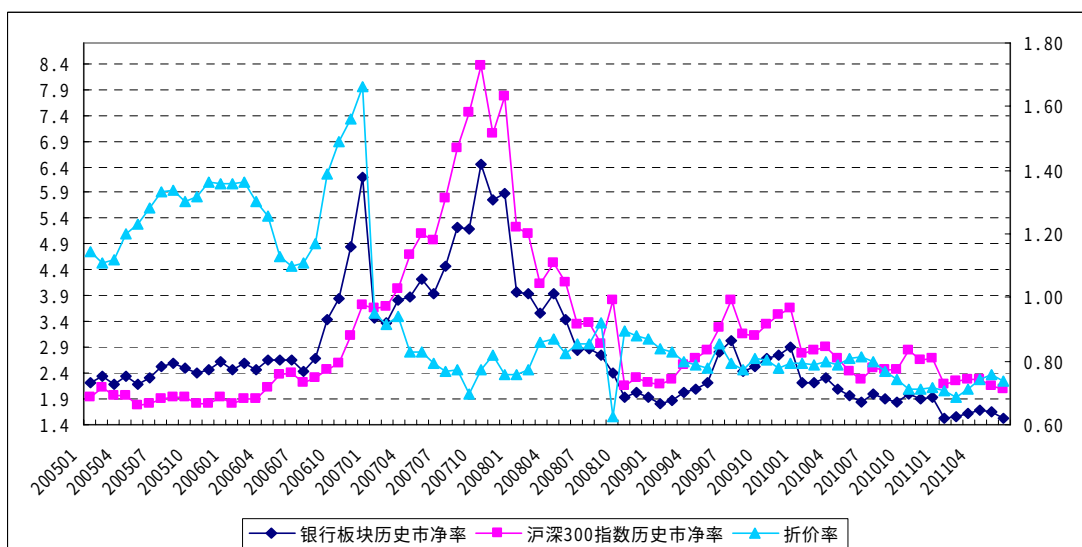
资料来源：东北证券

图 6：上市银行市盈率估值处于历史低位



资料来源：WIND 资讯，东北证券

图 7：上市银行市净率估值处于历史低位

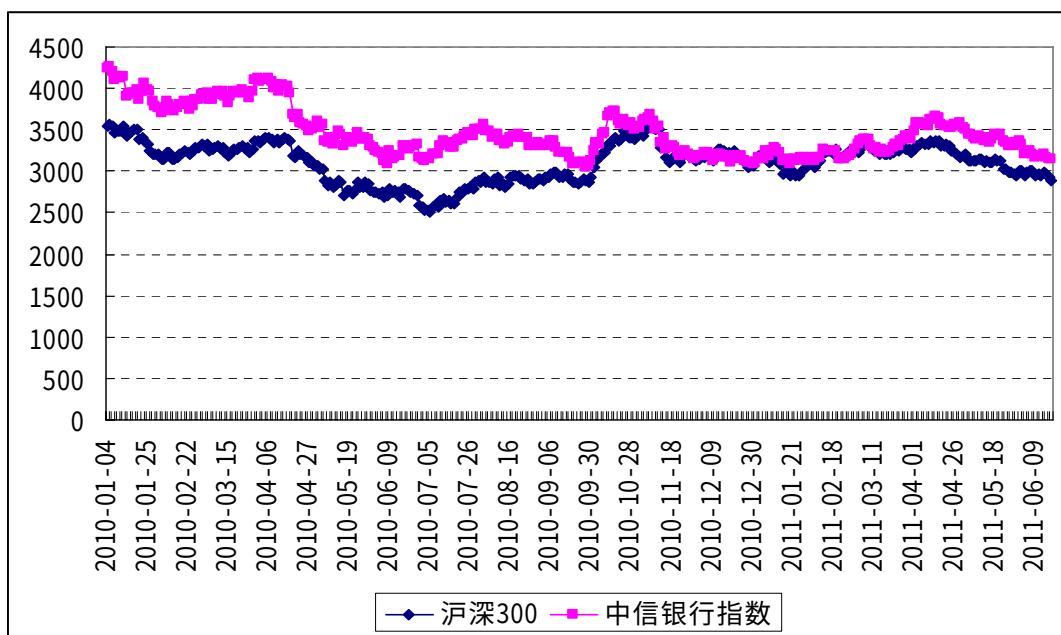


资料来源：WIND 资讯，东北证券

4.2 虽然 2011 年以来银行板块依旧受到种种利空传闻的影响，但是 2011 年 1-6 月银行板块取得了明显的相对优势，是真正意义上的优于大势

我们统计了 2010 年以来银行股的走势，发现 2010 年初到 4 月，银行股基本同步大盘，4-6 月有相对收益，8-9 月则明显跑输大盘，进入 2011 年以来，银行股在 3-4 月份具有明显的绝对收益，在 4 月以后大盘的调整过程中有明显的相对收益，这也充分说明银行板块在目前的估值下已经基本处于跌无可跌的地步，除非我们前面假设的极端情况出现（经济硬着陆、房地产崩溃、银行坏账大量出现），否则银行板块很难再出现持续跑输大盘的情况。具体见图 8：

图 8：银行业 2011 年以来明显跑赢大盘



资料来源 WIND 资讯 东北证券

4.3 除了资本监管之外,其余种种有关平台贷款核销、利率市场化等利空在 2011-2012 年对银行的实质影响都比较有限，资本监管将增加银行股的供给量并且缩短银行股供给的时间间隔是我们认为目前抑制银行股估值恢复和有效上升的最大压制作用。

我们在前文已经分析了有关平台贷款核销的最新政策传闻，整体我们倾向于判断 2-3 万亿元直接核销，由政府 and 银行共同承担损失属于小概率事件。在我们的盈利预测和对未来投资策略的判断上，我们都暂时不考虑这个问题。

有关利率市场化的长期趋势，其实质是银行转型的问题，我们在多次报告中多次探讨过这个问题，从较长时期看，银行必将面临着利率市场化带来的存贷利差大幅下降的情况（我们银行目前普遍的存贷利差在 3% 以上，而台湾地区只有 1.2%，香港地区有 1.5-1.8%），但是存贷利差的市场化下降必然同时伴随着混业经营的进一步放开、银行税收体制的各种改变（比如按照净收入征收营业税，或者逐渐像企业的消费型增值税改变），

在这些情况没有到来之前，央行或者国务院不可能单方面快速推进利率市场化导致银行业绩迅速下降，因此同样我们认为在 2011-2012 年利率市场化对银行的实质影响有限，在我们的盈利预测和对未来投资策略的判断上，我们都暂时不考虑这个问题。

我们认为在目前情况下，对今明两年银行板块投资策略影响最大的是资本监管措施的具体实施，无论是资本充足率计算方法的改变还是反周期的资本缓存的取值在未来都会迫使银行股不断融资以及减少两次融资的间隔，此外这种资本监管具体措施的实施也会造成还没有上市的城市商业银行群体加快上市，这些都会极大的增加市场上银行股的供给量或者潜在供给量，因此会对银行估值恢复和估值水平的上升起到明显的压制作用，但是 5.25 日银监会发布的只是《银行资本充足率管理办法》征求意见稿，最终的版本可能会有所修改，我们将持续跟踪此事，及时发布点评报告。

4.4 2011 年中期银行板块投资策略

4.4.1 存在就是合理，在目前的市场状态下，银行板块的估值整体很难有实质的提高，也就是说，绝对低估的估值只能保证在下跌状况下获得相对收益，并不是获得绝对收益的充分必要条件

虽然如我们前文所述，银行板块的估值已经在较长时期处于绝对低估的现象，这背后监管的持续加码、未来业务转型的压力导致盈利能力和业绩增速已经处于高位区间，未来面临下滑的压力、资本监管和天生的业务发展模式造成对资本的依赖和需要不断融资的格局在短期内无法改变、货币政策导致市场流动性缺乏等因素都使得这种长期低估的状态成为一种合理的常态，在上述因素不能得到合理解决的情况下，我们判断银行板块的估值整体很难有实质的提高。目前银行板块整体的静态市盈率在 9 倍左右，我们预计如果下半年市场流动性情况出现好转，估值整体最多能上升到 10 倍左右，整体上涨空间在 10%左右。

4.4.2 但是银行板块整体的业绩增速依然能够保证，11 年全年业绩增速高达 28%，12 年业绩增速在 20%以上是大概率事件，虽然市场对于银行的高速增长充满争议和对高速增长持续性充满怀疑，但是我们依旧认为业绩增长所带来的估值水平的自动下降后的回升是下半年我们期望的银行板块主要投资机会所在

11 年和 12 年，在不考虑平台贷款核销、利率快速市场化、房地产市场剧烈波动造成银行体系坏账大幅增加等极端情况的前提下，银行板块整体的业绩增速依然能够保证，而且这种业绩增长相对于市场其他板块来说就更加可贵，我们坚持认为业绩增长所带来的估值水平的自动下降后的回升是下半年我们期望的银行板块主要投资机会所在。

鉴于目前市场对银行的高速增长充满争议和对高速增长的持续性充满怀疑，所以我们处于安全考虑，认为下半年在市场逐渐认可银行业绩增长的前提下，因为业绩增长带来的估值水平的恢复的空间也在 10%左右，因此整体上，我们认为下半年银行板块至于有

10%左右的安全上涨空间，如果考虑的市场流动性的好转带来的低估值的回升，则乐观上涨空间在 20%左右。

因此，由于整体我们基本上无法找到支持银行股估值进一步实质性下跌的理由（即使资本监管导致银行股供给增加预期成真，我们认为只能抑制银行股估值恢复和提升，无法促使银行股估值进一步实质下跌）；所以我们目前依旧维持银行板块整体优于大市的评级。

4.4.3 2011 年下半年重点投资品种

整体上我们维持在 2011 年年度策略的观点，依旧看好在管理水平较高，业务合理的优质全国性股份制商业银行，也就是中型银行，在目前的状态下，我们更加看好在零售业务上已经具有先动优势的银行或者未来在零售业务发展上具有某种优势的银行，因此我们目前重点推荐招商、民生、浦发和深发展，其中招商和民生是在零售业务上具有先动优势的银行，浦发和深发展是在零售业务发展上具有某种优势，未来可能会加速发力的银行，因为零售业务是在利率市场化情况下反而会受益的业务。

招商银行（600036）

招商银行在 7 年前就提出了将零售业务作为银行未来发展的重点，在战略和资源配置上积极倾斜，目前已经取得了良好的成果。招商银行的业务转型和零售银行发展明显领先于国内同业，并且形成了自己的鲜明优势，其中客户基础、客户结构等均是同业无法在短期赶超或者模拟的优势。零售业务的发展除了能够为银行开辟新的收入来源和利润来源之外，在利率市场化作为长期趋势的大背景下，零售业务占比越高的银行，未来的盈利能力受到的冲击就越小，从而能够保持银行利润的稳健增长和盈利能力的稳定 10 年招商银行的 ROE 为 21.75%，未来随着利率市场化、传统对公业务的发展增速可能逐渐放缓、资本要求和杠杆率要求的逐渐提高，招商银行的 ROE 在一个较长的时间内可能处于下降趋势，但是考虑到招行零售业务发展所带来的资产负债结构的优秀、零售业务带来的较高盈利能力和较为稳定的中间业务收入等原因，我们认为招商银行 ROE 下降的速度和空间将明显慢于其他银行同业，2011 年如果不考虑融资，我们认为招行的 ROE 还有进一步上升的空间，上升动力来源于净息差的提高和零售业务的利润贡献度的提高，维持推荐评级。

民生银行（600016）

商贷通业务是最大的投资亮点，未来三年的目标是要做到 5000 亿，目前不良贷款率仅为 0.086%，贷款利率平均上浮 30%左右；未来商贷通业务尽量提高客户的综合派生水平，把派生率从 3%提高到 6%。重新定义小微的金融业务，比如小微的结算业务、小微的民生金融管家和民生非凡的财富管理，1：3：4，1 个商贷通派生 3 个结算业务派生 4 个家庭的财富管理，提高商贷通业务的综合收益水平；事业部改革和商贷通业务极大的提高了民生银行的贷款定价能力，尤其在信贷资源紧张和加息的背景下，民生银行的净息差有望在同业中继续维持领先地位，成本高投入期逐渐过去，成本收入比有望逐渐下

降。给予推荐评级，与招商银行一起是我们下半年重点推荐的银行。

浦发银行（600000）

考虑广东移动的定向增发，之前担忧的资本瓶颈问题已经消除；广东移动进入后零售银行业务有望顺利发展。净息差环比上升势头明显，拨备充分，资产质量继续领先；估值较低，上海金融平台整合可能持续带来股价催化剂；在拨贷比和平台贷款等方面受到政策影响有限，由于其零售业务本身是银行的短板之一，因此广东移动的客户资源和客户网络将使其在未来零售业务的发展上具有明显的先动优势，维持谨慎推荐评级。

深发展（000001）

随着平安的入主、资本金的到位，深发展和平安协同效应的逐步发挥，放到较长的时间周期内，深发展会逐渐往优质、一线的股份制商业银行蜕变，目前这种蜕变最艰难的步骤基本已经结束，我们看好深发展的长期发展。贸易融资和供应链金融在行业内形成一定的先发优势，平安集团强大的客户和营销渠道资源又有助于银行零售业务的较快发展一季度净息差回升明显，净利润增长强劲，后期这种势头还将持续，相对于深发展而言，尤其在零售银行业务方面，平安集团的保险市场规模和平安银行本身在信用卡方面的优势以及平安集团所拥有的庞大的客户资源都将有利于深发展零售业务的快速发展，维持谨慎推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。