

方正证券研究所

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

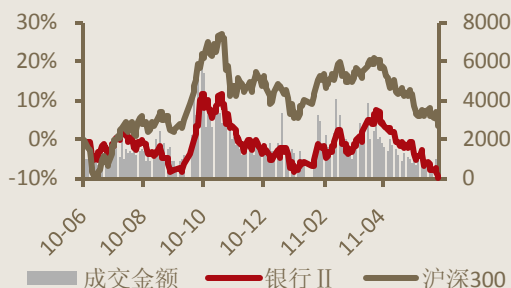
TEL: 010-68584843

Email: zhaoshasha@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	16
总股本(亿股)	14388.46
销售收入(亿元)	5290.54
利润总额(亿元)	2990.05
行业平均 PE	26.65
平均股价(元)	4.22

银行业相对指数表现



相关研究

高增长、高回报会持续——城商行发展空间与路径选择

大力推动小企业金融服务支持体系建设

请务必阅读最后特别声明与免责条款

表现未尽兴，等待通胀和房价趋稳

银行业 2011 年中期研究

中期行业投资策略报告
2011.06.20 增持

银行业

投资要点

※房地产调控和紧缩货币政策效果显露 传统存贷业务存忧

房地产调控与紧缩性货币政策效果已经逐渐显露：（1）国内消费需求迅速回落。下半年如果内需继续被严重压制，实际投资增速和信贷需求有可能被迫下降。今年一季度社会消费品零售总额同比大幅回落，2 月份探底至 11.7%，4、5 月份表现也不佳。（2）信贷投放趋缓，M1、M2 同比继续下降，货币乘数大幅收缩，银行贷款利率不断上浮。部分企业的财务成本压力已严重威胁到其利润，银行资产质量引发疑虑。（3）为了防通胀、吸储达标，去年四季度以来央行屡次加息，且存款侧提息幅度远大于贷款侧，商业银行负债成本压力上升明显。如果 CPI 在三季度初能够逐步回落，再加息的次数将减少，最多在 6 月末或 7 月初针对高通胀对称加息一次。

※地方融资平台贷款风险或好于预期

截止 2010 年 11 月底，平台贷款实际余额为 6.25 万亿元，占全部人民币贷款余额的 13.17%，比例较前两年明显下降。其中，全覆盖和基本覆盖类贷款占比达 71.68%，部分上市银行现金流全覆盖比率超过 70%。事实上，地方平台贷款风险最大的是中西部地区的城商行和农信社等。多半的地方平台贷款需要地方政府收入作为第二还款来源，但是房地产相关收入就占地方政府收入的近 1/4。因此，只有经济和房地产市场保持比较稳定，地方政府收入才能真正成为平台贷款可靠的第二还款来源。

※行业净息差仍有上升空间

今年年初以来，商业银行存款活期化和贷款中长期化特征加剧，有利于净息差在加息周期中提高。我们认为净息差尚未见顶，预计其在下半年环比仍有提高：一方面，因为通胀逐渐回落，央行通过大幅提高存款利息达到吸储的意愿降低，商业银行负债成本压力将显著缓解。但是银行今年以来的贷款议价能力因信贷额度有限持续提升；另一方面，债券配置在加息周期中因收益率不断走高可能继续增加。

※个股选择策略

在综合考虑了上市银行的业务特色、资产负债结构、短期监管压力和信贷成本等因素后，我们给予或维持浦发银行（600000）、民生银行（600016）和宁波银行（002142）“增持”评级。

※风险考虑因素

内需被严重压制，实际投资增速滑落，企业利润不佳，经济出现“滞涨”；通胀水平高居难下，银行负债成本因加息偏存款侧而上升幅度较大，盈利能力受影响；房价超跌，地方融资平台贷款风险加剧等。

正文目录

一、	经济受制于房地产和货币政策回落	4
1.	经济因政策调控回落风险加大，信贷业务存忧	4
2.	下半年通胀回落，存款成本压力有望降低	5
3.	信贷季节投放趋于平衡，紧缩货币政策效果显露	6
二、	行业风险有喜有忧，房价是关键：	8
1.	新监管“宽松”出炉，上市银行需加速盈利模式转型	8
2.	地方融资平台贷款风险或好于预期	9
(1)	上市银行平台贷款质量好于全行业平均水平	9
(2)	房地产相关收入是地方融资平台贷款安全的重要保障	10
三、	多维度评价，盈利能力是关键	10
1.	净息差将继续改善	10
2.	在动态发展中化解监管压力	13
(1)	动态资本补充压力较大	13
(2)	全国股份制银行的存贷比普遍偏高	13
(3)	拨贷比参差不齐，过渡期较长压力不大	13
3.	信用成本并非越低越好	15
4.	部分银行高附加值中间业务收入相对高，利润空间大	16
四、	估值触底，政策“微调”催生二次行情	17
五、	个股推荐	18
1.	浦发银行（600000）	18
2.	民生银行（600016）	19
3.	宁波银行（002142）	19

图表目录

图表 1 社会消费品零售总额增速低于预期	图表 2 5 月份进口反弹超预期 出口继续回落	4
图表 3 年初以来固定资产投资持续较旺	图表 4 GDP 构成要素同比增长预测	5
图表 5 PPI 增速 4、5 月连续回落	图表 6 原油和黄金价格已开始震荡回落	6
图表 7 当月新增人民币贷款总额	图表 8 2011 年新增人民币贷款投放节奏更加平衡	6
图表 9 M1 和 M2 同比继续回落	图表 10 货币乘数接近底部	7
图表 11 经济景气度有所回落		8
图表 12 新监管要求“宽松”出炉		9
图表 13 全覆盖和基本覆盖类平台贷款占比近 72%		9
图表 14 地方融资平台贷款余额占比降低		10
图表 15 低收益率的票据和短期融资有所活跃		11
图表 16 2010 年末上市银行活期存款占比高于行业均值		11
图表 17 中长期贷款占比维持在 60%以上	图表 18 短贷占比高的银行更加受益于贷款重定价	12
图表 19 加息周期以来贷款利率上浮明显		12
图表 20 上市银行未来三年再融资计划		13
图表 21 2011 年一季度上市银行资本充足率基本达标		14
图表 22 2010 年部分全国股份制上市银行存贷比接近红线		14
图表 23 近期银行业存贷比 69%左右		15
图表 24 2011 年一季度上市银行拨贷比		15
图表 25 2010 年末上市银行信用成本		16
图表 26 中间业务按风险和附加值分类		16
图表 27 2010 年上市银行高附加值中间业务收入占中间业务收入比重		17
图表 28 银行板块具备绝对估值优势		18
图表 29 2011 年以来银行板块获得超额收益后有所回调		18

一、经济受制于房地产和货币政策回落

1. 经济因政策调控回落风险加大，信贷业务存忧

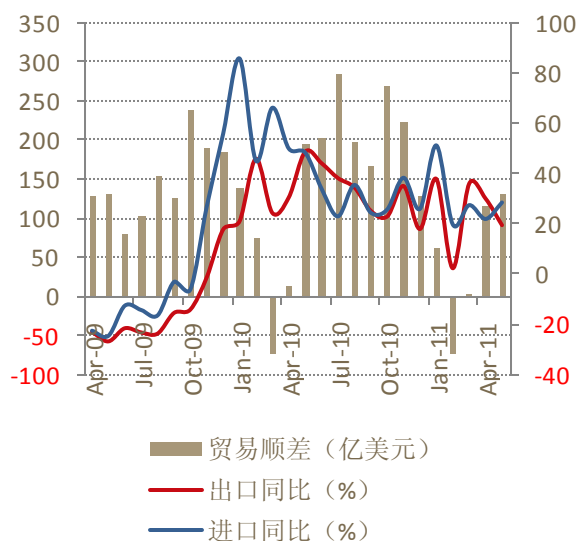
十年来，我国 GDP 的增长模式终于要从“求量”向“求质”转变。2010 年 3 月，第十一届全国人民代表大会第四次会议召开，本次会议将我国“十二五”期间的经济增长预期目标适度调低，定为年均增长 7%。由于银行信贷业务与宏观经济走势高度相关，下面我们将按 GDP 的构成要素逐项分析。由于房地产调控政策和紧缩性货币政策效果都具有滞后性，如果下半年政策上继续重拳出击，经济很可能会因内需严重不足和投资热情降温出现大幅回落，银行信贷议价能力随之减弱，资产质量隐患加剧。

房地产对其他行业需求的带动作用显著，如建筑建材、水泥、玻璃、化工和家电等等。2010 年以来，在房地产政策频频打压下，国内消费需求迅速下降。2011 年一季度社会消费品零售总额同比增速大幅回落，2 月份增速探底至 11.7%，4、5 月份的数据也低于市场预期，分别为 17.1%和 16.9%；进口方面，4 月份进口金额同比增长仅为 21.8%，大幅低于方正宏观之前预期的 29.4%，5 月份由于国内还存在一定需求潜力，反弹略超预期，达到 28.4%。

图表 1 社会消费品零售总额增速低于预期



图表 2 5 月份进口反弹超预期 出口继续回落



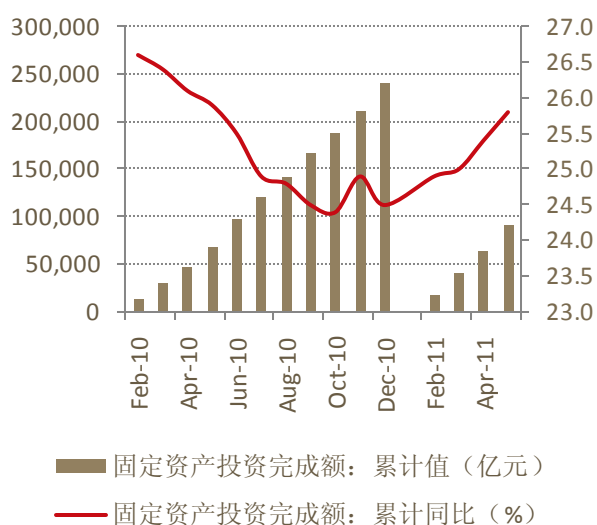
数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

在城镇化率快速提升的进程中，经济增长对投资需求的依赖度会持续较高。2010 年，投资对我国 GDP 增长的贡献率为 54.8%。2011 年是“十二五”规划的开局之年，保障房建设和新兴产业发展将继续有效提振固定资产投资的热情。以保障房为例，2011 年国家拟投资 1.4 万亿元建 1000 万套。今年 4 月房地产投资增速即使在房地产打压政策下仍维持 34% 的高位增长。截止 2011 年一季度末，我国已完成固定资产投资 6.3 万亿元，同比增长 25%。最近公布的 4、5 月份固定资产投资完成额累计同比增速也在 25% 之上，表明国内的投资需求仍然较为旺盛。

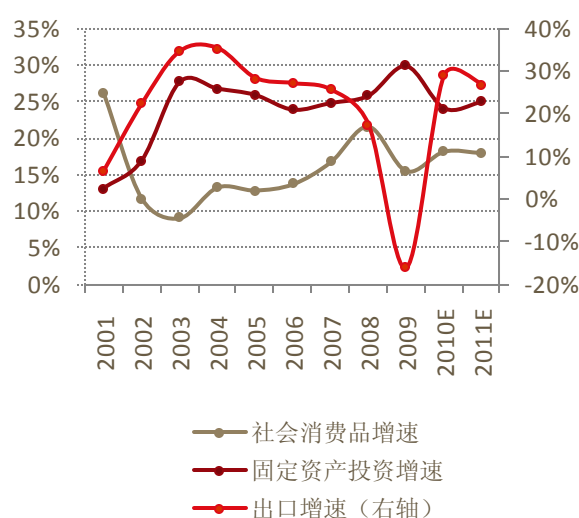
出口方面，随着世界经济缓慢复苏，国际市场需求会逐渐回暖，尤其是新兴市场和发展中国家的增长潜力看好。2011 年一季度，我国出口总额达 3996.4 亿美元，同比增长 26.5%，其中数量增长 15.5%，价格上涨 9.5%。4 月份出口金额为 1556.86 亿美元，同比增长 29.9%，实现贸易顺差 114.3 亿美元。5 月份由于全球经济表现欠佳，以及日本地震导致的供应链中断，导致国内出口增速回落至 19.4%。

由于固定资产投资热情不减、国内消费和对外贸易内生性增长动力仍在，只要房地产调控和紧缩性货币政策工具力度不再加重，2011 年我国仍有望实现年初预计的 9% 以上的增长目标。我们预计 2011 年全年消费、投资、出口分别同比增长 18%、25% 和 27% 左右。

图表 3 年初以来固定资产投资持续较旺



图表 4 GDP 构成要素同比增长预测



数据来源: WIND 资讯 方正证券研究所

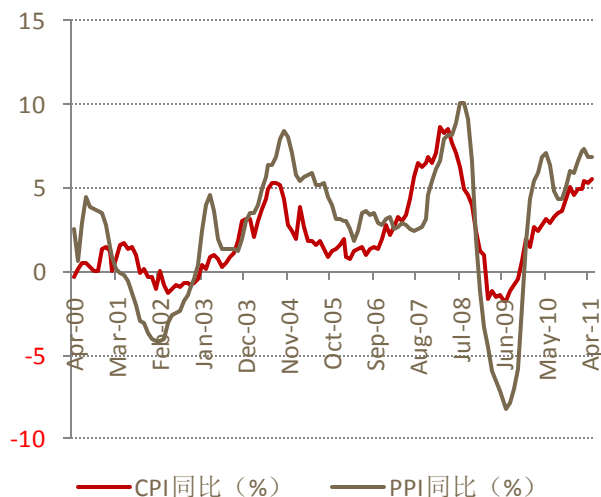
2. 下半年通胀回落，存款成本压力有望降低

2009 年初以来，巨量信贷投放、居高不下的外汇占款、以及从房地产投资转移出来的大量游资都是造成市场资金面宽裕，通货膨胀不断加剧的原因。今年 3、4、5 月份，CPI 当月同比连续超过 5%。然而，4 月份 PPI 同比仅增 6.8%，环比下降 0.51 个百分点，是连续 4 个月上涨以来首次大幅回落。5 月份 PPI 同比继续微降。PPI 的回落说明企业上游采购成本压力缓解，核心 CPI 下半年回落是大概率事件。方证宏观组预计 CPI 在 6 月见顶后将开始逐步下行，第三季度 CPI 平均在 4.8% 左右。那么，只要通胀水平得到控制，再次提息的重点就不会放在存款侧，商业银行的负债成本上升压力有望降低。

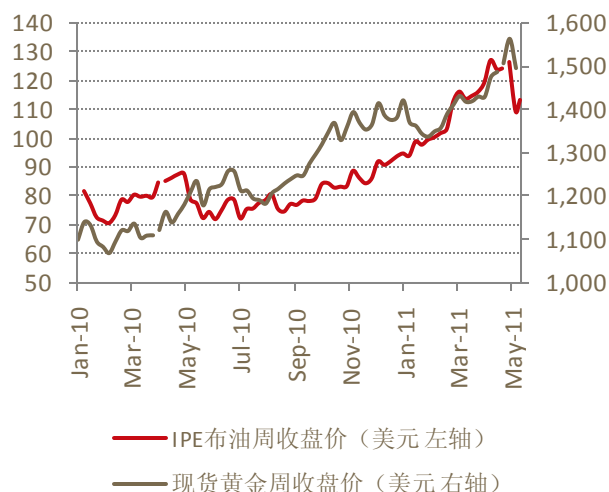
我们对 CPI 第三季度回落的预测主要是基于以下两方面的考虑：一方面，国内受季节性因素影响，占 CPI 权重 31.39% 的食品价格将逐步走低。另一方面，5 月初，国际大宗商品价格出现调整迹象，下半年输入性通胀压力可能缓解。IPE 布油 5 月份第一周放量下跌 13.49%，以 109.24 美元收盘，近一年来只涨不跌的趋势线终见拐点。方证宏观组认为其合理价格应介于 95-100 美元区间，所以下半年国

际油价或将震荡下挫；国际现货黄金也似乎于 4 月底见顶回调，我们认为其他工业金属价格也会因此连带调整。

图表 5 PPI 增速 4、5 月连续回落



图表 6 原油和黄金价格已开始震荡回落

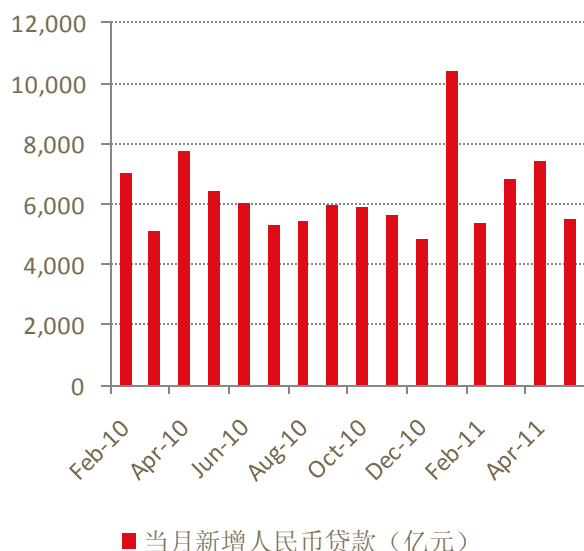


数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

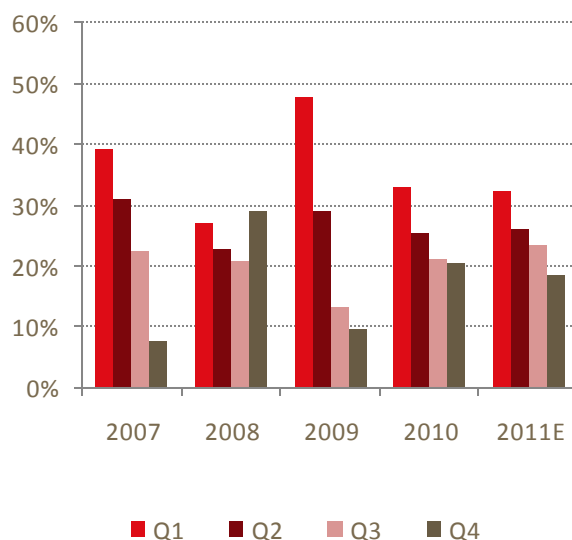
3. 信贷季节投放趋于平衡，紧缩货币政策效果显露

根据我们年初的预测，今年新增人民币贷款约 7 万亿左右。2011 年 1 至 5 月份实际共新增人民币贷款约 3.55 万亿元，占全年预测值的 50%。我们认为 2011 年全年信贷投放节奏依然会保持以往“前高后低”的态势，但是季节分配更趋于平衡。我们预测 2011 年全年各季度新增贷款投放比例分别为 32.21%、26.10%、23.30%、18.39%。

图表 7 当月新增人民币贷款总额



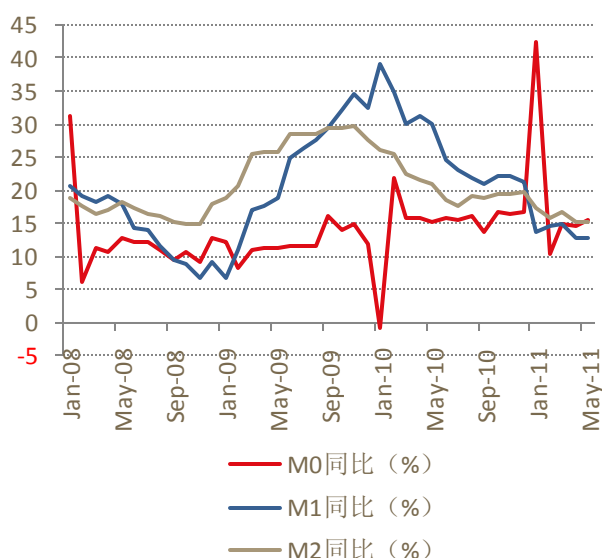
图表 8 2011 年新增人民币贷款投放节奏更加平衡



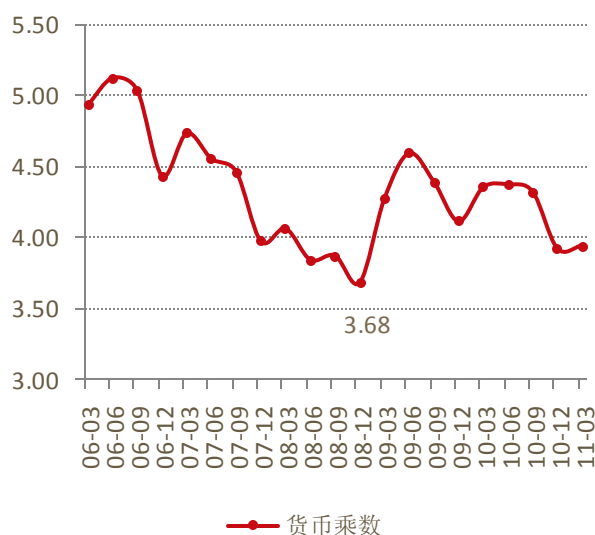
数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

2010 年第四季度起，央行通过公开市场操作、不断提高存款准备金率、加息和控制贷款投放总量等工具的运用，政策效果逐渐显现。我们还可以从以下两个角度观察到：（1）M1、M2 下降幅度较大。4、5 月份，M2 同比增速连续低于 2011 年 16% 的增幅目标；（2）货币乘数于去年底出现明显回落，今年四月货币乘数再次下降至 3.82，接近 2008 年 12 月的历史底部 3.68，市场资金总量得到有效控制。

图表 9 M1 和 M2 同比继续回落



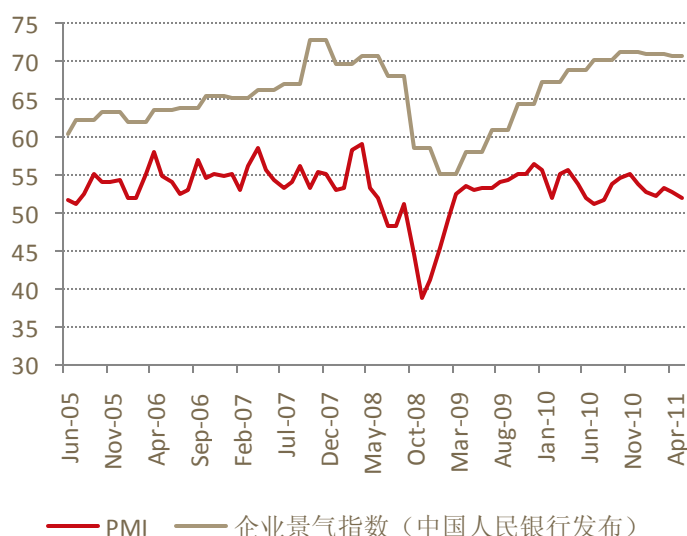
图表 10 货币乘数接近底部



数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

从下图我们看到，截止今年 4 月，PMI 指数虽然仍位于 50%（经济荣枯分界线）以上，但出现震荡走低趋势；今年一季度经济景气指数也较去年四季度走低。目前，一线城市房价稳中有降、成交量明显下滑；货币投放节奏趋缓、货币乘数大幅收缩；物价高位可控，我们认为至此，紧缩型货币政策和房地产调控效果已十分明显。下半年为防止经济“硬着陆”，政策上或出现适度转向。存款准备金率年底前最多再有两次上调的可能，每次上浮 0.5 个百分点；最多再对称加息一次，一年定期存款利率届时达到 3.5%，比我们年初预测的 3.75%略低。

图表 11 经济景气度有所回落



数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

二、行业风险有喜有忧，房价是关键：

1. 新监管“宽松”出炉，上市银行需加速盈利模式转型

银监会 5 月 3 日发布《中国银行业实施新监管标准指导意见》。在多方博弈的背景下，资本充足率、杠杆率、拨备率和流动性等监管标准最终得到明确，银监会同时根据不同机构经营情况设置了差异化的过渡期安排。

一方面，我国银行业的资本结构简单，以留存收益和普通股为主，资本质量相对较高；另一方面，我国金融衍生品不足，杠杆率较低。所以，新监管标准不会对银行的信贷供给能力产生较大冲击，对 GDP 增长的短期影响也很小，通过分步达标对 GDP 增长的负面影响将进一步降低。从长远而言，我们认为达标水平的适度提高，以及考察角度的拓宽有利于商业银行风险防控能力的增强。

中期内我国经济发展的结构仍主要以投资拉动为特征，银行信贷业务依然享受国家利差保护，这两点决定了过去商业银行对信贷规模扩张的痴狂。但新监管标准实施后，商业银行不得不放松对重资本消耗的信贷业务的严重依赖，而认真选择适合自己的新的盈利增长模式：（1）新监管标准对大型和中小型银行的资本充足率要求分别为 11.5% 和 10.5%，较之以前，对中小型银行的要求上调了 0.5 个百分点，过渡期安排也严于巴塞尔 III；（2）行业内少数资产高速扩张的银行仍未达到杠杆率最低 4% 的要求；（3）巴塞尔 III 要求银行在计算资本时要扣除八项资本减值准备，但目前我国银行业的资本计量并未扣除“其他无形项目”和“递延税项资产”。刘明康在今年曾提醒到 2013 年年底，系统重要性银行的资本充足率必须在扣除八项资本减值准备后仍然达标；（4）目前我国资本充足率的分母“加权风险资产”仅包括信用风险和市场风险。按照巴塞尔 II 和 III 的要求，还需要引入操作风险。今年一季度银行业资本充足率和核心资本充足率较上年末分别下降 0.4 和 0.3 个百分点的主要原因就是

根据监管要求首次将市场风险资本计入风险资产，并调整地方融资平台相关业务风险资产权重，使得加权风险资产余额上升，分母变大的结果。

图表 12 新监管要求“宽松”出炉

指标体系	具体指标	2011年新规	2010年提案	Basel III	达标时间		
					2011年新规	2010年提案	Basel III
资本充足率	核心资本	5%	最低6%	最低4.5%	系统重要性银行：2013年底；非系统重要性银行：2016年底	2011年开始实施，2012年达标	2013年1月1日-2015年1月1日
	一级资本	6%	最低8%	最低6%			2019年前仍为8%
	总资本	8%	最低10%	最低8%			2016年1月1日-2019年1月1日
	资本留存缓冲	2.50%	0-4%（必要时可达5%）	2.50%			2013-2018年间逐步实施
	逆周期资本缓冲	0-2.5%	尚未确定	0-2.5%			
	系统重要性银行附加资本	1%	1%	1%			
杠杆率	核心资本/未加权表内外资产	最低4%	最低4%	最低3%			
拨备率	拨备/信贷余额	2.50%	最低2.5%		2018年底前双项达标	已实施，动态调整	
	拨备覆盖率	150%	最低150%				
流动性	流动性覆盖率	最低100%	最低100%		系统重要性银行：2013年底；非系统重要性银行：2016年底	2011年开始实施，2012年底达标	2015年开始实施
	净稳定融资比率	最低100%	最低100%				2018年开始实施

数据来源：银监会 方正证券研究所

2. 地方融资平台贷款风险或好于预期

（1）上市银行平台贷款质量好于全行业平均水平

据《21 世纪经济报道》消息，截止 2010 年 11 月底，全国地方融资平台贷款余额约 9.09 万亿元，占全部人民币贷款余额的 19.2%，其中 2.84 万亿元被剥离为一般商业性贷款。因此，平台贷款实际余额为 6.25 万亿元，占全部人民币贷款余额的 13.17%，比例较前两年明显下降。按现金流覆盖程度划分，其中全覆盖和基本覆盖类贷款占比接近 72%。

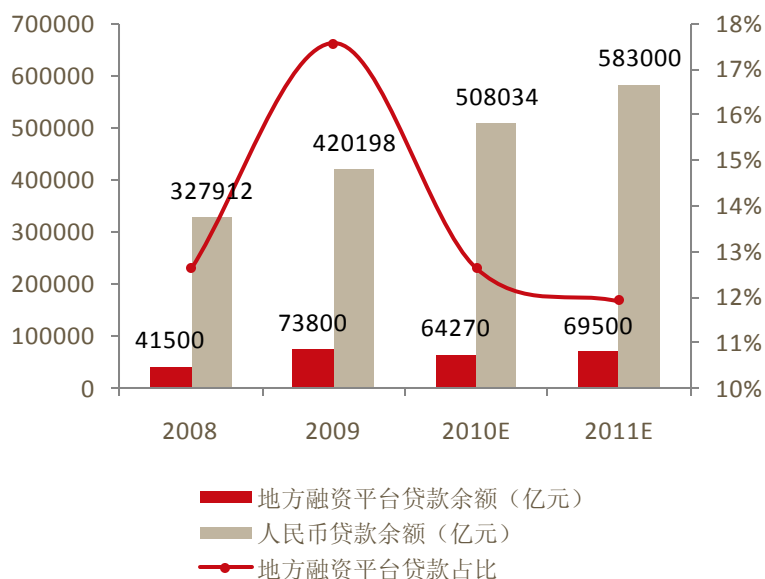
上市银行平台贷款质量好于全行业平均水平：（1）如果不考虑剥离为一般商业贷款的情况，上市银行融资平台贷款余额约为 4.5 万亿元，占贷款总额的 13%左右，明显低于 19.2% 的全行业平均水平；（2）现金流全覆盖比率也普遍较高，招行、兴业、光大、工行和民生等均在 70%以上。事实上，地方融资平台贷款余额的大部分是国开行投放的，贷款风险较大的是一些地方性金融机构，如中西部地区的城商行、农信社和农合社。

图表 13 全覆盖和基本覆盖类平台贷款占比近 72%

2011 年 11 月	分类贷款余额	实际平台贷款总额	占比
全覆盖	2.27 万亿元	6.25 万亿元	36.32%
基本覆盖	2.21 万亿元	6.25 万亿元	35.36%
半幅盖	0.77 万亿元	6.25 万亿元	12.32%
无覆盖	1.00 万亿元	6.25 万亿元	16.00%

数据来源：《21 世纪经济报道》方正证券研究所

图表 14 地方融资平台贷款余额占比降低



数据来源:《21 世纪经济报道》方正证券研究所

6 月初,央行在《2010 年中国区域金融运行报告》中提到,地方平台贷款余额上限约为 14 万亿元,与媒体之前报道的银监会 9.1 万亿元的数据相差较大。准确的贷款规模,我们期待 6 月底银监会的清查结果。由于平台贷款多为 3-5 年的中长期贷,2011 至 2013 年将是其集中还款高峰期。2010 年监管层针对潜在偿还风险提出整改措施:(1) 加强贷款合同和还款期限管理,将整贷整还改变为分期偿还,每半年偿还一次资本金,利随本清;(2) 对还款来源不足、主要依靠政府财政支持的融资平台,银监会要求补签相关贷款差额补足协议,弥补还款资金缺口,实现风险的早识别、早防范、早化解。

(2) 房地产相关收入是地方融资平台贷款安全的重要保障

我们认为多半的地方融资平台贷款需要地方政府收入作为第二还款来源。而房地产相关收入约是地方政府收入的近 1/4。因此,只有经济和房地产市场都维持比较稳定,地方政府收入才能成为地方融资平台贷款可靠的第二还款来源保障。

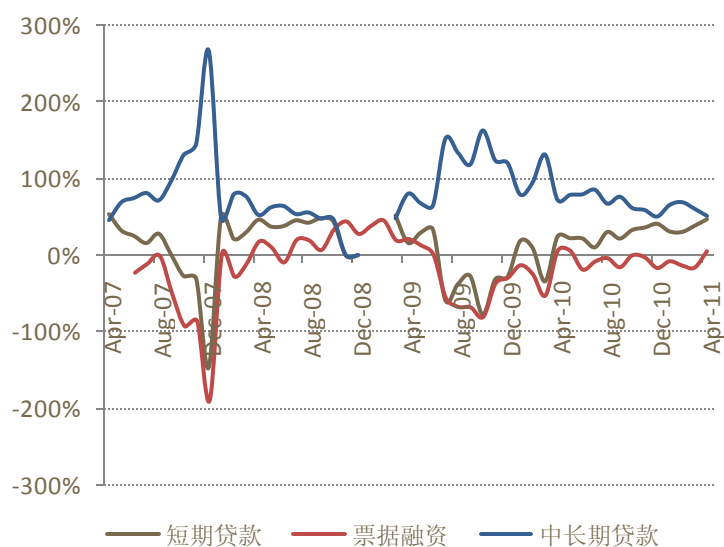
三、多维度评价,盈利能力是关键

1. 净息差将继续改善

首先,从商业银行资产负债结构角度分析:存款活期化,贷款中长期化加剧,有利于净息差提高。一方面,由于长期以来存款利率跑输 CPI,商业银行存款活期化越来越明显,居民储蓄活期化率已达 40%以上。本轮加息周期的开启更是加剧了该特征。上市银行存款活期化率普遍更高,其中招商银行和农业银行逾 55%,这种负债结构有利于成本降低,提升净息差。另一方面,由于中长期贷款收益率总是高于短期贷款,大银行通常倾向于“垒大户”、放长贷。我们通

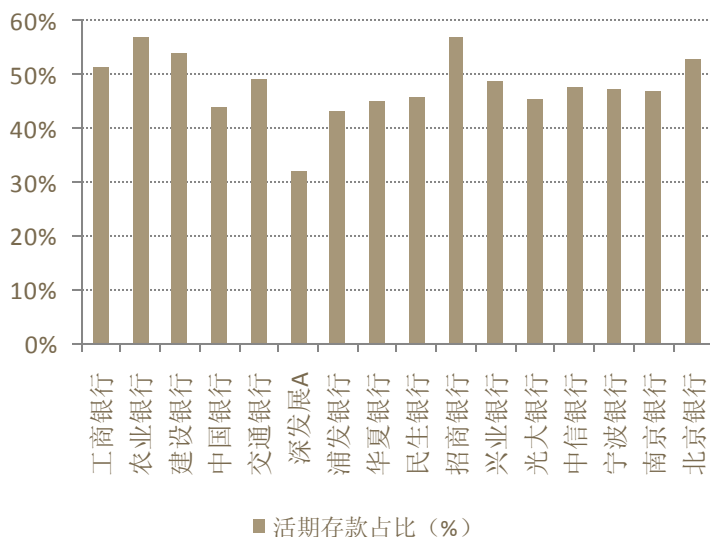
过数据发现：年初以来，银行中长期贷款占比始终保持在历史高位60%以上，但同时，短期贷款和票据融资也比较活跃。我们认为这主要是在信贷总量收紧的情况下，国家持续鼓励中小企业信贷，大中型银行纷纷拓展小额、甚至是微额贷款的结果。中小企业信贷以“短、频、快”为特征。在加息周期下，短期融资比例较高的商业银行也会充分受益贷款重定价速度较快带来的好处。

图表 15 低收益率的票据和短期融资有所活跃



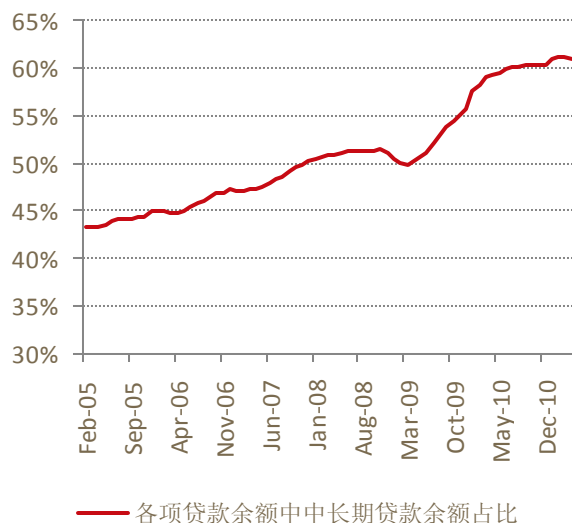
数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

图表 16 2010 年末上市银行活期存款占比高于行业均值

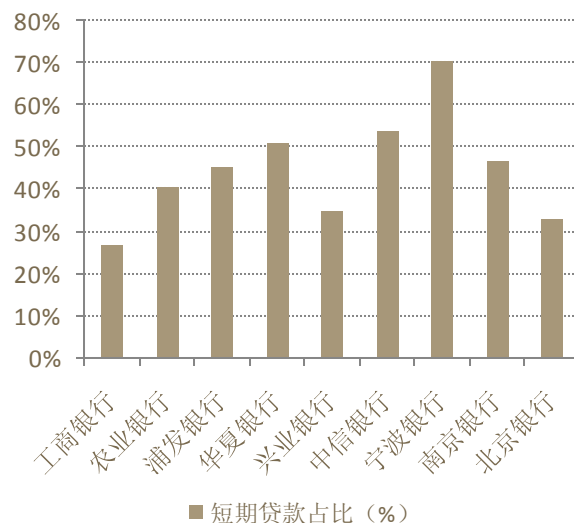


数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 17 中长期贷款占比维持在 60%以上



图表 18 短贷占比高的银行更加受益于贷款重定价



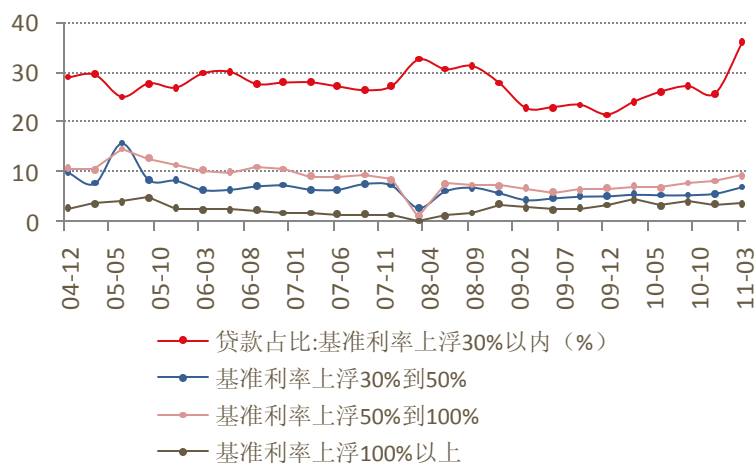
数据来源: WIND 资讯 方正证券研究所

数据来源: 公司公告 方正证券研究所

下面,我们从加息周期中负债成本与资本收益率博弈的角度分析。上半年息差增长远低于预期,我们认为这主要是因为对存款成本压力估计不足和对信贷议价能力过于乐观造成的。为了缓解吸存压力,回笼更多资金,商业银行活期和短期存款成本提高的幅度相对较大。去年四季度以来,银行贷款的议价能力显著提高:目前,基准利率上浮 30%以上的贷款占比逼近 40%,但同时,贷款在生息资产中的占比有所下降,债券和票据的比例不断增加。

但是我们认为净息差尚未见顶,预计在下半年净息差环比仍有提高:一方面,因为通胀逐渐回落,央行通过提存款利率达到吸储的意愿降低,商业银行负债成本压力将显著缓解,但是贷款议价能力只要加息就仍然提升;另一方面,债券配置在加息周期中因收益率不断走高可能继续增加。

图表 19 加息周期以来贷款利率上浮明显



数据来源: WIND 资讯 方正证券研究所

2. 在动态发展中化解监管压力

（1）动态资本补充压力较大

截止 2011 年一季度末，大型国有商业银行中，除农行外均已达到 11.5% 的资本充足率新监管要求；全国股份制上市银行中，深发展和民生尚未达到资本充足率 10.5% 的新监管要求；三家上市的城商行资本较充足，均在 12% 以上，其中，宁波银行达到 15.22%，居上市银行之冠。

新监管对资本充足率达标的时间要求是：大型国有商业银行 2013 年底前达标；中小型商业银行 2016 年底前达标。目前部分上市银行为主动达标和业务发展已在年初提出再融资方案。经过统计，再融资途径多以次级债和金融债为主，对 A 股市场资金压力影响有限。

图表 20 上市银行未来三年再融资计划

再融资途径	次级债	金融债	A 股可转债	A 股增发或配股	面向内地资本市场的再融资合计	H 股
金额（亿元人民币）	2305	1704	200	888	5097	164 亿股

数据来源：最新上市公司公告 方正证券研究所

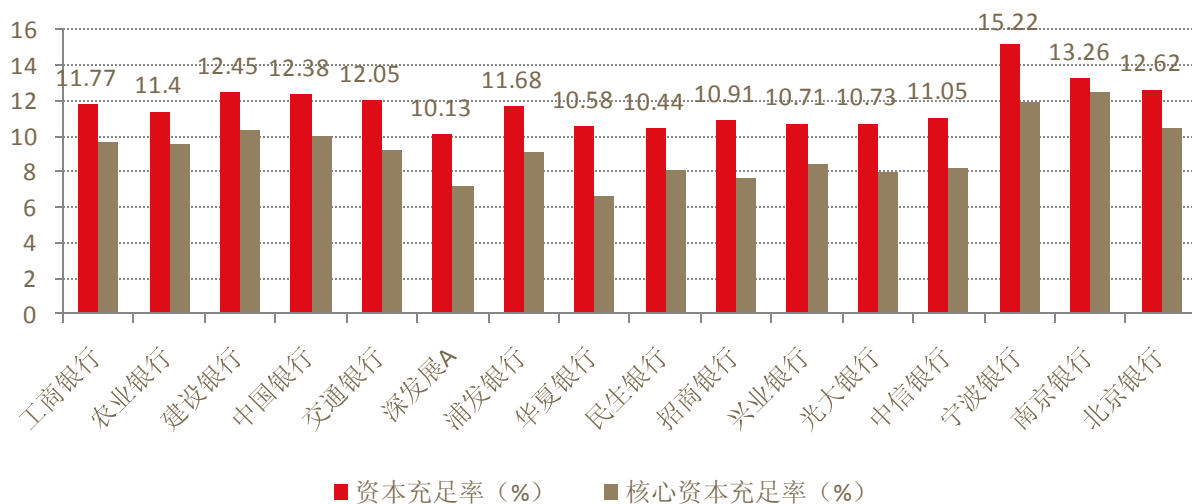
（2）全国股份制银行的存贷比普遍偏高

据 2010 年年报数据显示，16 家上市银行中农业银行的存贷比最低，仅为 55.77%。股份制商业银行的存贷比普遍偏高，均在 65% 以上，尤其是招商银行，存贷比达到 74.59%，离 75% 的监管要求仅差 0.01 个百分点，位于全行业最高。另外还有中信银行、民生银行、交通银行、光大银行、兴业银行、中国银行的存贷比超过 70%，接近 75% 的警戒线水平。目前，全行业存贷比为 69% 左右。2011 年 6 月起，银监会要求商业银行日均存贷比不能超过 75%，因此，我们在投资标的选择时尽量避免存贷比高于行业平均水平的银行。

（3）拨贷比参差不齐，过渡期较长压力不大

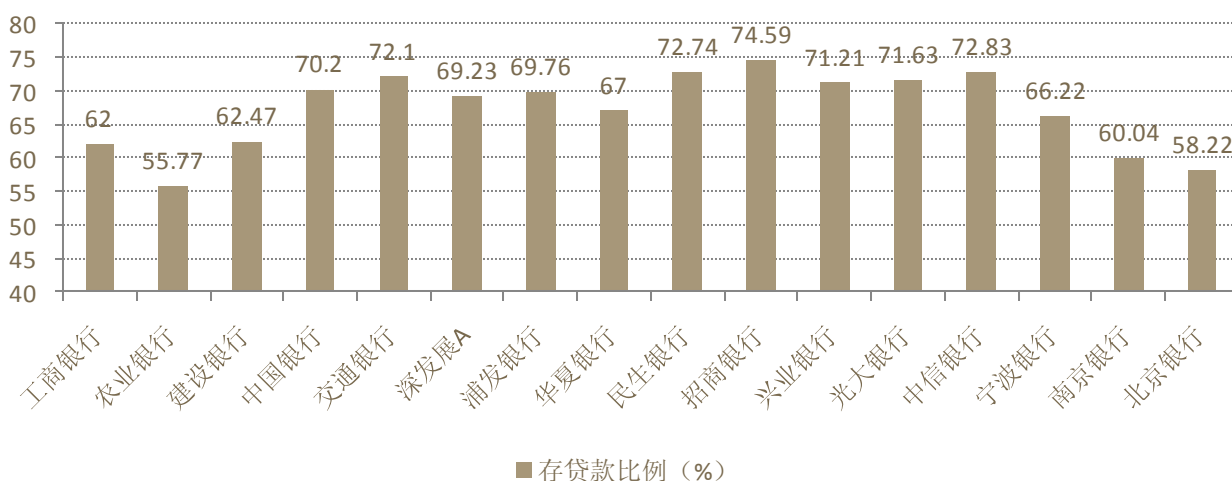
从 16 家上市银行的 1 季度拨贷比数据可以看出，银行间的拨贷比参差不齐，拨贷比最高的农业银行已经实现了 3.47% 的拨贷比，成为目前唯一一家达到 2.5% 的拨贷比监管要求的银行，而拨贷比最低的宁波银行和兴业银行则仅为 1.36%。不过，我们认为该指标离达标时间 2018 年底较远，压力有限。

图表 21 2011 年一季度上市银行资本充足率基本达标



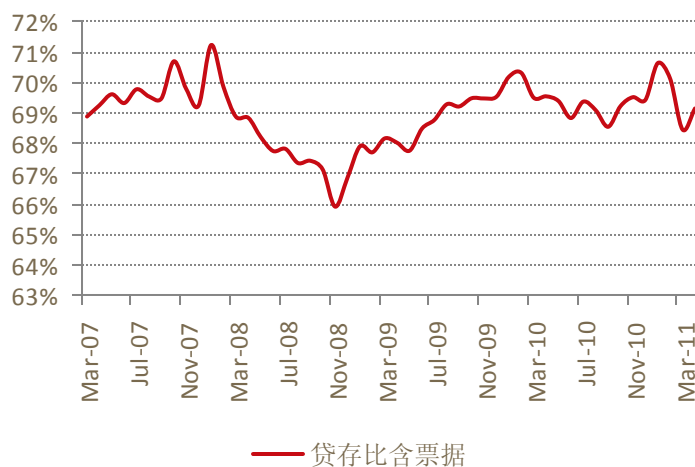
附注：华夏银行、民生银行和北京银行资本充足率为 2010 年年报数据，其他均为 2011 年 1 季度报数据 数据来源：WIND 方正证券研究所

图表 22 2010 年部分全国股份制上市银行存贷比接近红线



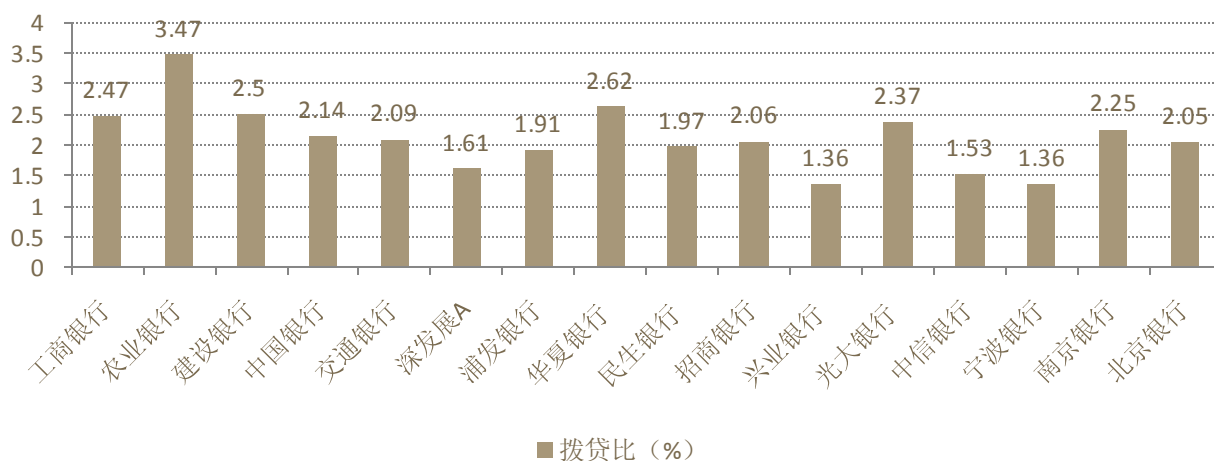
数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

图表 23 近期银行业存贷比 69%左右



数据来源: WIND 资讯 方正证券研究所

图表 24 2011 年一季度上市银行拨贷比

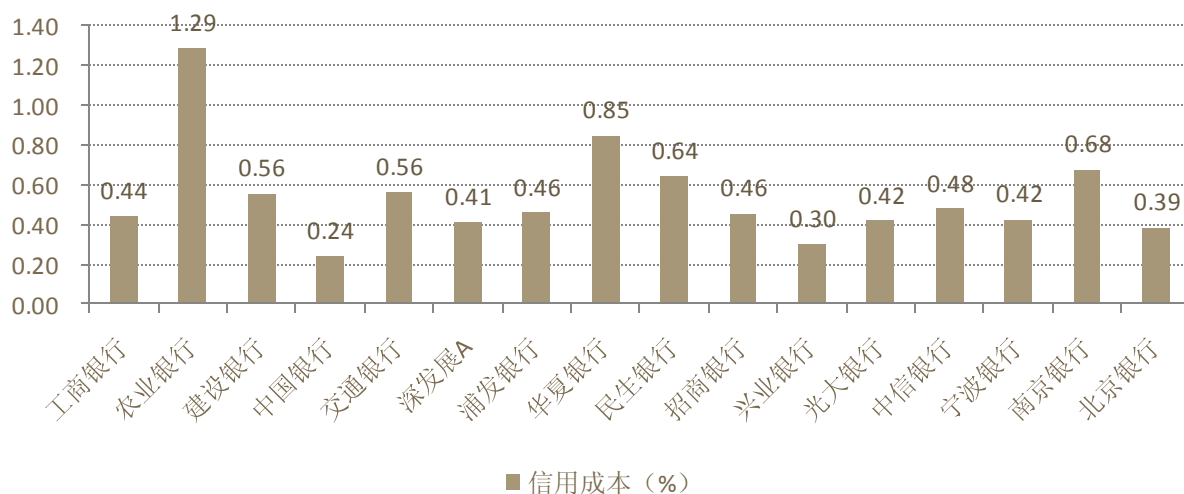


数据来源: WIND 资讯 方正证券研究所

3. 信用成本并非越低越好

商业银行的信用成本是当期计提的资产减值准备与平均贷款余额的比率。我们选择标的时应选择在满足其他监管指标的情况下信用成本相对较低的银行。如果信用成本太低, 在出现金融系统性风险加大的情况下, 银行自身抵抗贷款损失的能力就会明显欠缺。

图表 25 2010 年末上市银行信用成本

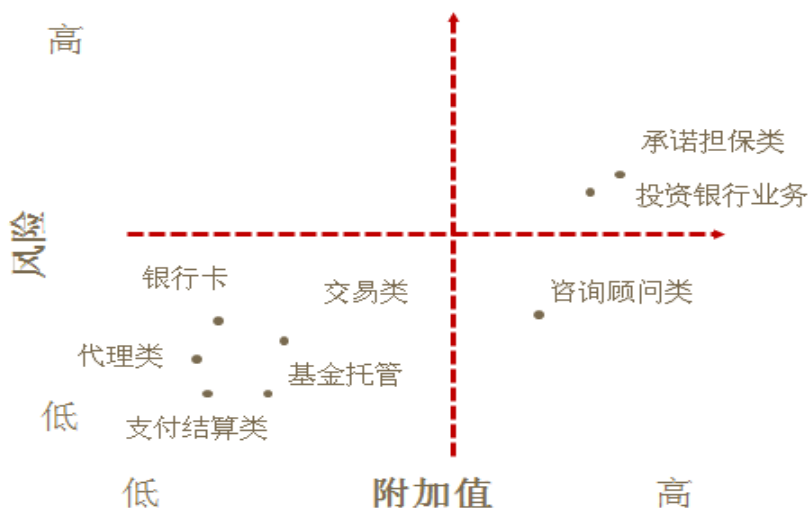


数据来源: WIND 资讯 方正证券研究所

4. 部分银行高附加值中间业务收入相对高, 利润空间大

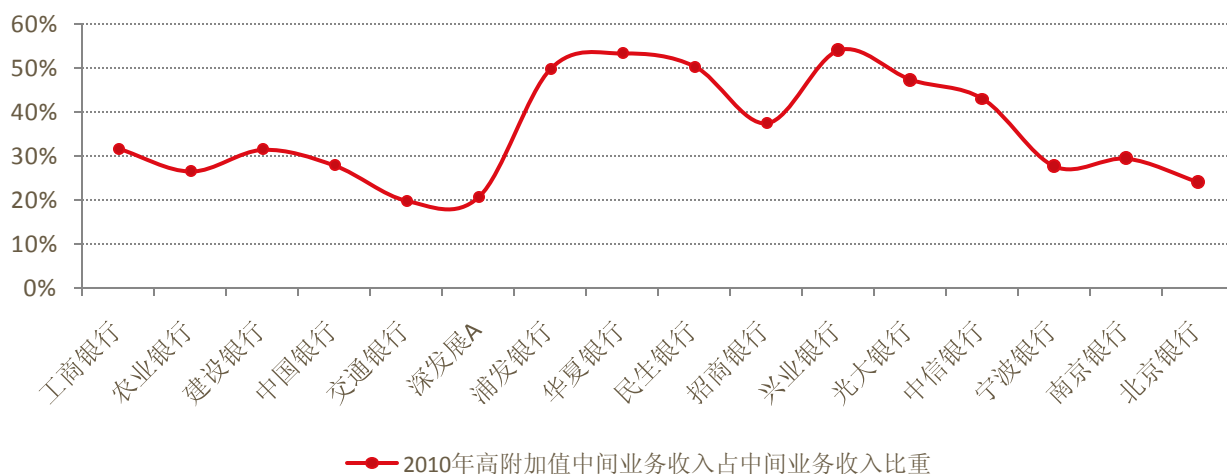
中间业务是商业银行利润的新增长点。截止 2010 年末, 在上市的全国股份制商业银行中, 兴业银行、华夏银行和民生银行的高附加值中间业务收入占中间业务收入的比重超过四成, 相对较高。招商银行虽然中间业务收入占营业总收入的比重很大, 但多依靠比如银行卡等对银行规模要求苛刻的低附加值中间业务收入来源。

图表 26 中间业务按风险和附加值分类



数据来源: 方正证券研究所

图表 27 2010 年上市银行高附加值中间业务收入占中间业务收入比重



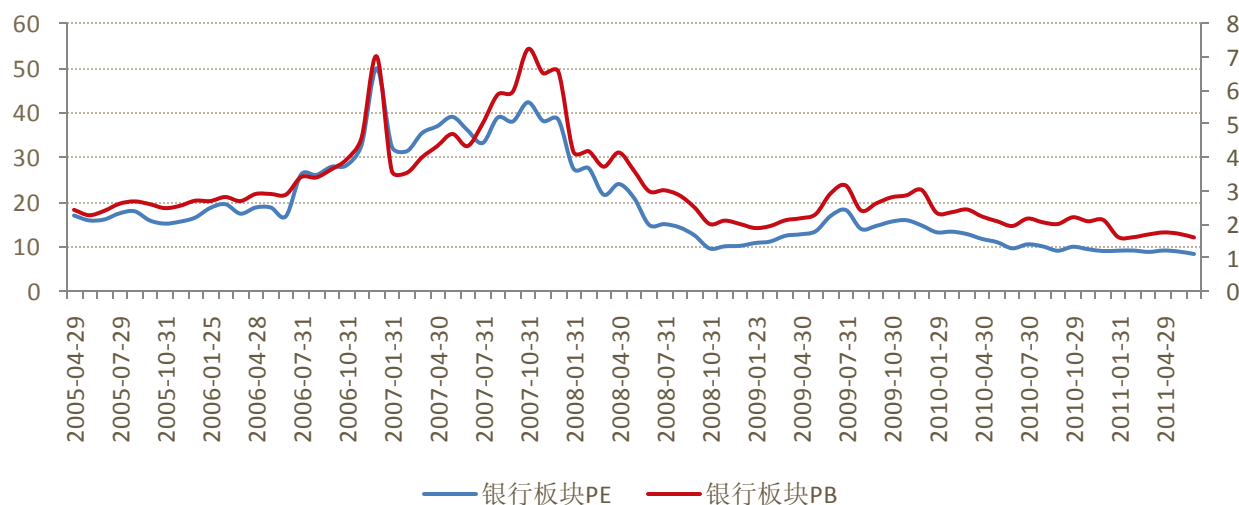
数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

四、估值触底，政策“微调”催生二次行情

与本身历史估值水平比较，我们从下图中清楚地看到，目前无论是市盈率（PE），还是市净率（PB），银行板块都具备绝对的估值优势。其实，相对其他发达证券市场，如港股和美股，A 股的金融板块整体估值相对优势也格外明显。

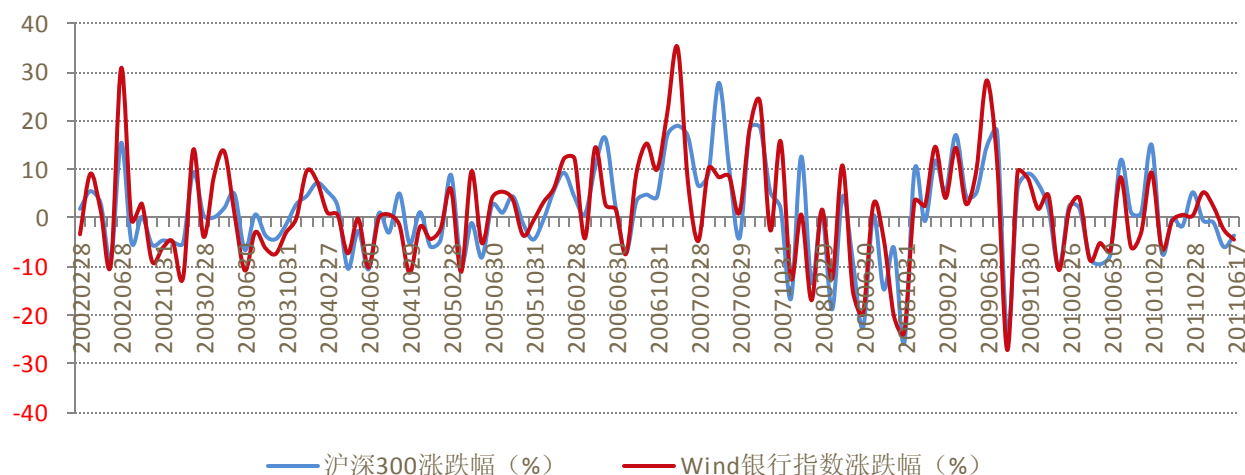
今年年初以来，银行板块由于年报和季报行情，相对沪深 300 指数获得了明显的超额收益。然而，板块近期的走势却显得十分不理智，我们认为这主要是市场对于银行业潜在风险的过度猜测及传言纷起所致。通过本报告第二、三部分的分析，我们观察到行业风险如果从动态发展的角度看总体是可控的，银行股投资的安全边际较高，行业目前的资产负债结构与加息预期共同助动其盈利能力的进一步提升。我们由此预测：当通胀压力缓解、房价维稳、紧缩性货币政策出现适度“调整”迹象之时，银行板块仍有绝地反击的动力。因此，我们继续维持行业“增持”评级。

图表 28 银行板块具备绝对估值优势



数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

图表 29 2011 年以来银行板块获得超额收益后有所回调



数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

五、个股推荐

1. 浦发银行（600000）

浦发银行对公业务占比高，吸存压力相对小，零售业务是短板。2010 年 3 月中移动入股该行，不仅缓解了公司的资金压力，同时也为公司提供了一个通过手机支付发展零售业务的良机。公司虽然中间业务较弱，但其高附加值中间业务占比相对高，达 50%。公司不良贷款率仅为 0.51%，拨备覆盖率达 380%。拨贷比 1.91%，虽低于监管 2.5% 的要求，但若考虑较长的过渡期安排，我们认为公司监管达标压力不大。公司信用成本为 0.46%，处在行业偏低水平。公司 2010 年和 2011 年一季度均录得 45% 以上的净利润同比增速。我们预计未来

三年净利润能保持平均 30%以上的增速，2011 年至 2013 年 EPS 分别为 1.4 元、1.8 元和 2.4 元，维持“增持”评级。

2. 民生银行（600016）

民生银行“商贷通”产品存款派生力明显，已从今年年初的 20%左右提升至一季度末的 40%左右。“商贷通”遵循“定行业-定客户-定产品”的顺序原则以规避贷款风险。短期内，公司存贷比监管压力较大，公司将继续通过产品创新、网银建设和 ATM 机商圈布局的路径提升存款吸收能力。我们预计未来三年净利润同比增速平均在 25%以上，2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.9 元、1.1 元和 1.3 元，给予“增持”评级。

3. 宁波银行（002142）

宁波银行坚持差异化定位，牵手中小企业客户，是银监会支持小企业信贷政策的较大受益者。公司建立了较为完善和针对性较强的客户管理和风控体系，以及产品系列。公司 2009 年以来实现了在资本充足的情况下快速扩张，在全国城商行队列中取得了明显的规模优势。我们认为银监会不会对城商行异地扩张进行“一刀切”。即便下半年出台更严格的城商行异地扩张监管标准，公司也较容易达到监管要求。公司 2010 年因定期存款占比提高和同业业务规模扩大，致使净息差有所下降，但如果剔除同业业务部分，公司的净息差水平保持平稳。我们预计未来三年净利润同比增速平均在 27%以上，2011 年至 2013 年 EPS 分别为 1.1 元、1.3 元和 1.6 元，给予“增持”评级。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com