

银行业 2011 年下半年投资策略

关注业绩刺激及政策放缓带来的估值修复机遇

沐华 分析师

电话: 020-87555888-8339

eMail: mh@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020012

政策紧缩效应显现, 4 季度有望趋缓

2 季度 CPI 环比依然趋势向上, 通胀因素在短期内难以消除, 加之翘尾因素影响, 预计 6 月份 CPI 可能创出年内新高。从 M2M1 剪刀差看, 准备金的屡次上调的杠杆效应已使资金活性下降, 近期调整准备金率银行间市场利率几度吃紧, 同业市场也由于流动性收紧而利差缩窄。由于 7 月开始公开市场到期量降幅较大, 且 CPI 在 3 季度环比趋稳, 央行动用两率政策的频率将明显放缓。

量价齐稳, 业绩增长确定

11 年预期信贷增量略低于 10 年; 1 季度息差因加息和贷款议价能力提升而明显提高, 2 季度开始环比趋于平稳; 不良预期下半年可能小幅反弹; 信用成本保持平稳, 拨贷比偏低的银行有逐年提升拨备的需求。行业在量价平稳的局面下, 盈利环比保持稳定, 同比增长依然具有较高的确定性, 全年预计在 25% 左右。资本充足率征求意见稿、平台贷款新一轮核查、杠杆率管理、实施日均贷存比监控等政策, 预期在未来 2-6 年内将逐渐完善并实施, 对于短期内银行的盈利预期不会形成大的影响

银行业 2011 年下半年投资策略

在通胀压力缓解前, 政策压力依然存在。展望下半年, 由于中报行情驱动, 7 月下旬行业估值有望出现阶段性修复机会; 此外, CPI 有望下行、政策趋缓的 4 季度, 行业估值亦存在修复机遇。从中期看, 地产调控见效、地产股的上涨及经济数据复苏趋势好于预期亦可能成为银行股上涨的催化剂。

我们维持行业“买入”评级。选股思路上, 综合业绩成长与估值水平, 推荐招商银行、兴业银行、华夏银行、民生银行、农业银行。

风险提示: 1、存在通胀压力居高不下, 政策超调的风险; 2、加息方式未达预期的风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10A	11E	12E	10A	11E	12E			
建设银行	5.06	0.56	0.66	0.81	9.06	7.62	6.25	0.40	5.31	买入
农业银行	2.73	0.29	0.38	0.49	9.34	7.22	5.60	0.24	3.41	买入
浦发银行	9.74	1.34	1.78	2.17	7.29	5.48	4.48	0.17	15.99	买入
兴业银行	13.44	1.72	2.11	2.47	7.83	6.36	5.45	0.28	16.90	买入
招商银行	13.13	1.19	1.69	2.14	10.99	7.75	6.14	0.19	15.24	买入
民生银行	5.87	0.66	0.92	1.18	8.87	6.35	4.99	0.16	7.40	买入
中信银行	4.74	0.56	0.67	0.79	8.50	7.02	6.01	0.34	5.40	买入
华夏银行	10.92	0.87	1.28	1.69	12.49	8.50	6.48	0.18	11.56	买入
深发展	16.60	1.80	2.39	2.84	9.21	6.94	5.85	0.21	19.15	买入
宁波银行	10.64	0.81	1.08	1.31	13.21	9.86	8.13	0.29	11.87	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势

银行业(010901)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-6.48%	-5.24%	-2.31%
沪深 300	-3.78%	-10.91%	5.44%

目录索引

一、本文的分析逻辑	4
（一）政策层面：紧缩效应显现，4 季度有望趋缓	4
（二）业绩层面：量价齐稳，增长确定	4
（三）估值层面：估值安全，存在阶段性修复机会	5
（四）银行业 2011 年下半年投资策略	5
二、通胀居高不下，紧缩效应显现	6
（一）通胀居高不下，从紧政策持续	6
（三）日均贷存比推行，信贷投放谨慎	8
（四）风控政策细化，过渡期缓和达标压力	9
三、息差环比平稳，存款成本趋升	11
（一）票据恢复正增长，同业占比提升	11
（二）加息影响中性，息差环比平稳	12
（三）存款波动加剧，资金成本趋升	13
四、平台风险可控，不良或小幅反弹	14
（一）平台贷款进一步核查，风险可控	14
（二）不良或小幅反弹，拨备持续提升	15
五、银行业 2011 年下半年投资策略	16
（一）投资策略及风险提示	16
（二）个股投资选择	17

图表索引

图 1: CPI 环比向上, 通胀压力持续	7
图 2: 贸易顺差同比减少, 外汇占款回落.....	7
图 3: PMI 环比持续下降.....	8
图 4: 进口增速平稳, 出口增速下行.....	8
图 5: M1 与 M2 回落, 创 09 年 2 月以来新低.....	9
图 6: 剪刀差持续为负, 资金活性下降.....	9
图 7: 信贷增速自高峰回落.....	9
图 8: 中长期贷款占比回落.....	9
图 9: 个贷占比回升.....	9
图 10: 票据恢复正增长.....	12
图 11: 上浮贷款占比提升, 贷款议价能力改善.....	12
图 12: 上市银行活期存款占比比较 (2010A)	13
图 13: 存款由贷存比较低的大行向中小银行转移	14
图 14: 上市银行不良率降至历史低位	16
图 15: 上市银行拨备覆盖率提升	16
图 16: 上市银行拨贷比.....	16
表 1: 四大监管工具指标要求与达标时间	10
表 2: 上市银行 2010 年末杠杆率与核心缺口	10
表 3: 部分上市银行平台贷款情况	15
表 4: 上市银行盈利预测表	17
表 5: 上市银行监管与盈利指标 (2011/1Q)	17
表 6: 公司评级、投资看点与风险提示.....	18

一、本文的分析逻辑

（一）政策层面：紧缩效应显现，4 季度有望趋缓

2 季度 CPI 环比依然趋势向上，5 月份 CPI 同比上涨 5.5%，涨幅较 4 月上升 0.2%，同时创出 34 个月新高。其中食品价格涨幅为 11.7%，较 4 月上升 0.2%，主要由于生猪价格同比上涨 40%，同时受南方旱涝灾害影响，蔬菜价格上涨较快；非食品价格方面，除医疗卫生和居住价格涨幅与上月持平外，衣着、交通、教育文化、家庭设备等消费价格呈现普涨态势。5 月份 PPI 同比上涨 6.8%，涨幅与 4 月持平。通胀因素在短期内难以消除，加之翘尾因素影响，预计 6 月份 CPI 可能创出年内新高。3 季度 CPI 环比可能稳中趋降，4 季度有望回到 4% 的目标区间，从而政策紧缩的压力将趋缓。

11 年至今，央行已 6 次调整法定准备金率，并加息 2 次，法定存款准备金率达到历史新高。在信贷额度控制下，准备金率上调对银行的影响更多体现在新增债券和同业资产配置上。除了直接回笼资金，准备金率调整也将通过影响银行的杠杆，对派生存款形成影响，从而达到收缩流动性的目的。在两率政策高频调整下，5 月 M2 同比增长 15.1%，M1 同比增长 12.7%，增速继续创新低。从 M2M1 剪刀差看，准备金率的屡次上调的杠杆效应已使资金活性下降，近期调整准备金率银行间市场利率几度吃紧，同业市场也由于流动性收紧而利差缩窄。由于 7 月开始公开市场到期量降幅较大，且 CPI 在 3 季度环比趋稳，央行动用两率政策的频率将明显放缓。

从行业角度看，资本充足率征求意见稿、平台贷款新一轮核查、杠杆率管理、实施日均贷存比监控等政策，为防范金融风险、降低金融体系波动性提出更为细化的要求，预期在未来 2-6 年内将逐渐完善并实施。这些政策的出台对于短期内银行的盈利预期不会形成大的影响，从长期看亦有利于行业以及经济的稳定发展。

（二）业绩层面：量价齐稳，增长确定

经历了以价补量的 2008 年、以量补价的 2009 年，2010 年随着政策逐渐从紧，银行的放贷增速开始下滑，11 年预期信贷增量略低于 10 年；1 季度息差因加息和贷款议价能力提升而明显提高，2 季度开始环比趋于平稳；不良预期单降，下半年可能小幅反弹；信用成本保持平稳，拨贷比偏低的银行有逐年提升拨备的需求。行业在量价平稳的局面下，盈利环比保持稳定，同比增长依然具有较高的确定性，预期在 25% 左右。

相比影响业绩表现的各项因素，存款成本的控制与拨备计提具备不确定性。由于准备金率上调和表外业务收缩，派生存款减少，在实施日均贷存比考核后，银行的贷款发放更为谨慎，存款波动性依然较高，银行的存款吸收能力和存款成本控制能力成为影响其息差的重要因素。此外，2010 年多数银行延续了不良双降的态势，在资产质量好转和不良核销的背景下，部分银行拨备反哺利润，拨备覆盖率持续提高。当前较多银行的不良率已降至 1% 以下，拨备覆盖率则上升到

250%以上,由于经济增速 2 季度出现阶段性下滑态势,且大行上市后可核销的不良日趋减少,下半年银行出现不良小幅反弹的概率增加。根据拨贷比原则上不低于 2.5%的达标要求,多数股份制银行需要提升整体拨备以达到拨贷比要求,由于拨备提高将分阶段进行,信用成本将较为平稳。

(三) 估值层面: 估值安全, 存在阶段性修复机会

季报公布后,由于缺乏正面刺激因素,且受资本充足率和平台排查传闻的负面传闻,行业出现调整,调整后银行股的估值水平再次回到低位。从横向比较,相对于其他板块处于A股市场的低位;纵向比较,我国银行股目前的PE、PB水平也处于98年以来的最低位。国际比较上看,除去次贷危机和亚洲金融危机时期,美国银行业的PB多数时间处于2-3倍之间,PE在15-20倍左右;而日本银行业PB的波动幅度在1-2.5倍之间,PE从05年至今稳定在15倍左右。我国银行股当前对应的11年PE低于8倍,PB在1.6倍以下,从股息收益率角度或AH股溢价角度均具备安全边际。

从银行股与沪深 300 涨跌的历史表现看,行业出现明显相对收益的时期为升息周期前半段与经济放缓、信贷刺激时期。我们认为在 2011 年经济曲折复苏、通胀压力较大、整体货币政策趋紧的背景下,银行股较难跑出明显的相对收益。但行业长期买点已现,具备获取相对收益的能力。

在低估值的背景下,银行股有望在政策平稳期或业绩刺激下启动估值修复。展望下半年,由于中报行情,7月下旬行业估值有望出现阶段性修复机会;另一方面,CPI有望下行、政策趋缓的四季度,行业估值亦存在修复机遇。从中期看,地产调控见效、地产股的上涨及经济数据复苏趋势好于预期亦可能成为银行股上涨的催化剂。

(四) 银行业 2011 年下半年投资策略

随着经济复苏,行业集体性股权融资基本完成,低估值的银行业有望凭稳健增长的业绩获得正向相对收益。但在通胀压力缓解前,政策压力依然存在。展望下半年,由于中报行情驱动,7月下旬行业估值有望出现阶段性修复机会;此外,CPI有望下行、政策趋缓的四季度,行业估值亦存在修复机遇。从中期看,地产调控见效、地产股的上涨及经济数据复苏趋势好于预期亦可能成为银行股上涨的催化剂。

我们维持行业“买入”评级。选股思路,综合业绩成长与估值水平,推荐招商银行、兴业银行、华夏银行、民生银行、农业银行。

风险提示,1、存在通胀压力居高不下,政策超调的风险;2、加息方式未达预期的风险。

二、通胀居高不下，紧缩效应显现

（一）通胀居高不下，从紧政策持续

2 季度 CPI 环比依然趋势向上，5 月份 CPI 同比上涨 5.5%，涨幅较 4 月上升 0.2%，同时创出 34 个月新高。其中食品价格涨幅为 11.7%，较 4 月上升 0.2%，主要由于生猪价格同比上涨 40%，同时受南方旱涝灾害影响，蔬菜价格上涨较快；非食品价格方面，除医疗卫生和居住价格涨幅与上月持平外，衣着、交通、教育文化、家庭设备等消费价格呈现普涨态势。5 月份 PPI 同比上涨 6.8%，涨幅与 4 月持平。通胀因素在短期内难以消除，加之翘尾因素影响，预计 6 月份 CPI 可能创出年内新高。3 季度 CPI 整体处于高位，环比可能稳中趋降，4 季度有望回到 4% 的目标区间。

图 1：CPI 环比向上，通胀压力持续

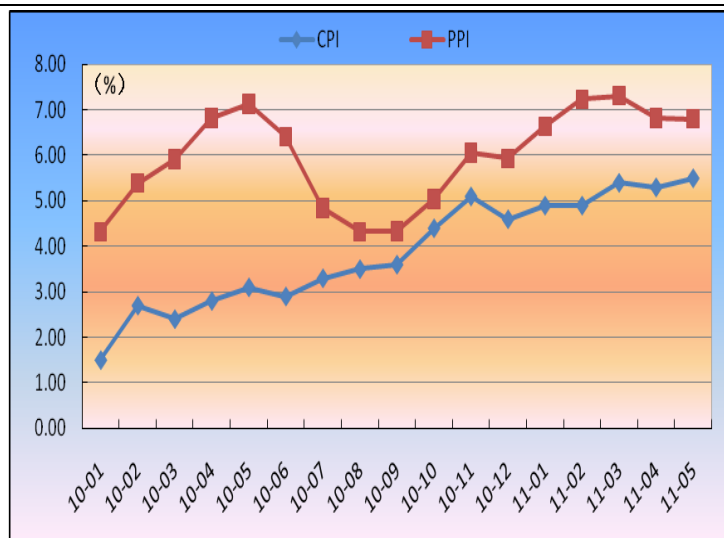
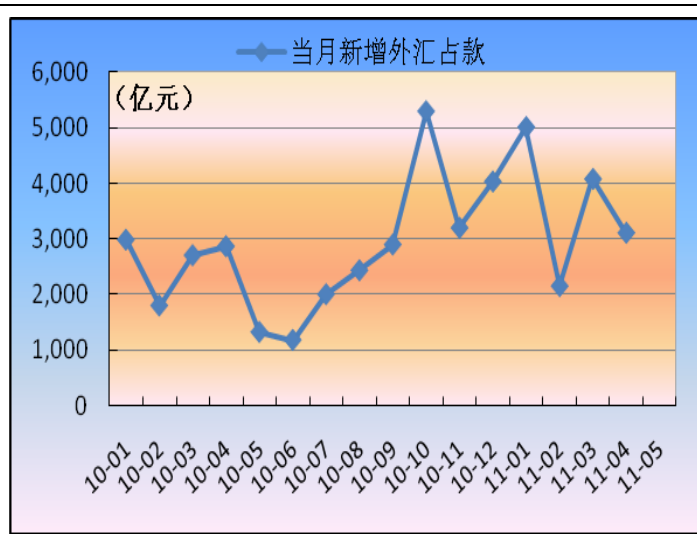


图 2：贸易顺差同比减少，外汇占款回落



数据来源：人民银行网站，Wind 资讯，广发证券发展研究中心

在 CPI 持续高企的二季度，两率政策保持了较高的调整频率。11 年至今，央行已连续 6 次调整法定准备金率，并加息 2 次，法定存款准备金率达到历史新高。在信贷额度控制下，准备金率上调对银行的影响更多体现在新增债券和同业资产配置上。除了直接回笼资金，准备金率调整也将通过影响银行的杠杆，对派生存款形成影响，从而达到收缩流动性的目的。

从加息的方式看，央行对加息依然谨慎且具有明显的政策导向性。年后两次加息均调整了活期存款利率，幅度小于一年期存贷款利率上调幅度，加息对净息差综合影响偏中性。由于 6-7 月 CPI 依然高企，我们预期年中仍有一次加息，加息方式上与前两次趋同，活期存款利率可能继续调整，以保持利率体系的一致性。

展望下半年，相比 5、6 月近 6000 亿的公开市场到期量，7 月公开市场到期量降至 3720 亿，资金回笼压力减小，加之 CPI 自 3 季度开始环比趋稳，央行动用两率政策的频率将明显放缓。

（二）经济增速回落，紧缩效应显现

从经济发展趋势看，紧缩政策的效应在显现，经济增速呈现放缓态势。5月PMI降至52%，连续两个月下降，但依然高于50%。规模以上工业增加值同比增长13.3%，较4月下降0.1%。进出口方面，出口增速下降明显，贸易顺差环比平稳，同比亦明显下降（如图3、图4）。投资方面保持较快增长，5月固定资产投资同比增长25.8%，增速较4月上升0.4%，其中房地产开发投资增长34.6%，较4月上升0.3%。预计3季度随着保障房建设进度加快，投资部分仍将保持快速增长势头。消费方面，5月社会消费品零售总额同比增长16.9%，增速较4月份下降0.2%，呈相对平稳态势。

在两率政策高频调整下，M2同比增长15.1%，分别比上月末和上年同期低0.2%和5.9%；M1同比增长12.7%，分别比上月末和上年同期低0.2%和17.2%，继续创09年2月以来新低。M2M1剪刀差持续为负，准备金率的屡次上调的杠杆效应已使资金活性下降，预期存款活期化的趋势难以继续扩大（如图5、图6）。近期准备金率调整使得银行间市场利率几度吃紧，同业市场也由于流动性收紧而利差缩窄。

由于7月开始公开市场到期量降幅较大，且CPI在3季度环比趋稳，央行动用两率政策的频率将明显放缓。

从外部环境看，欧债危机、日本地震的后续影响将持续，中国部分行业的出口在未来一段时间内仍将受其影响波动；从内部环境看，内需回升的基础尚不稳固，持续扩大居民消费、促进经济结构优化和实现节能减排目标的任务尚且艰巨。经济增长数据波动回落，货币政策调控压力较大。但在经济结构转型过程中，从趋势看，经济增速依然呈放缓态势。

图 3: PMI 环比持续下降

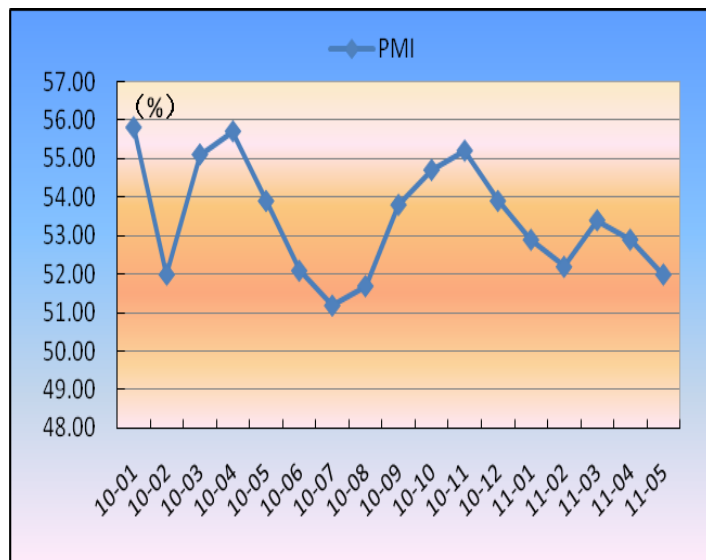
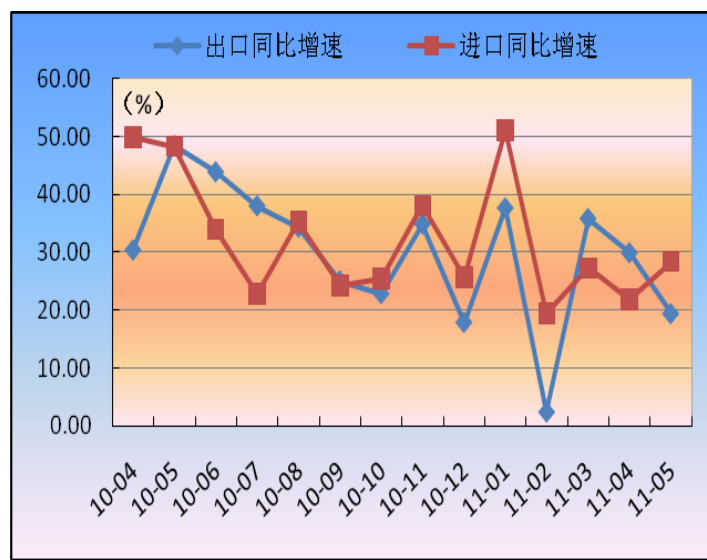


图 4: 进口增速平稳，出口增速下行



数据来源：人民银行网站，Wind资讯，广发证券发展研究中心

图 5: M1 与 M2 回落, 创 09 年 2 月以来新低

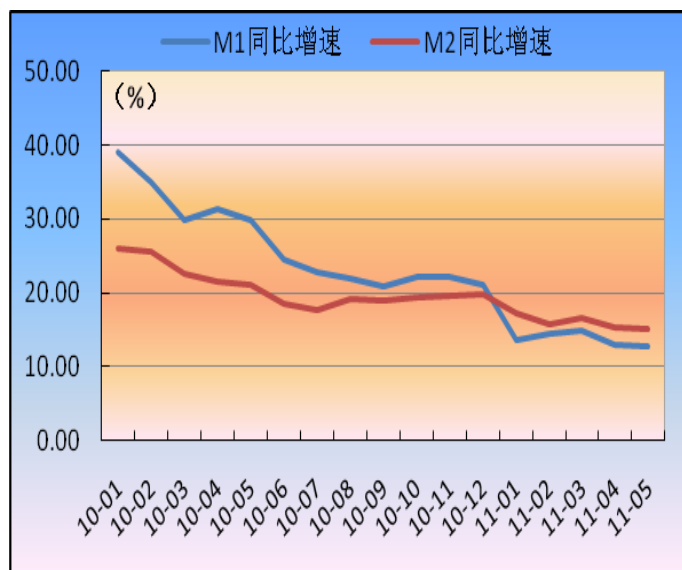
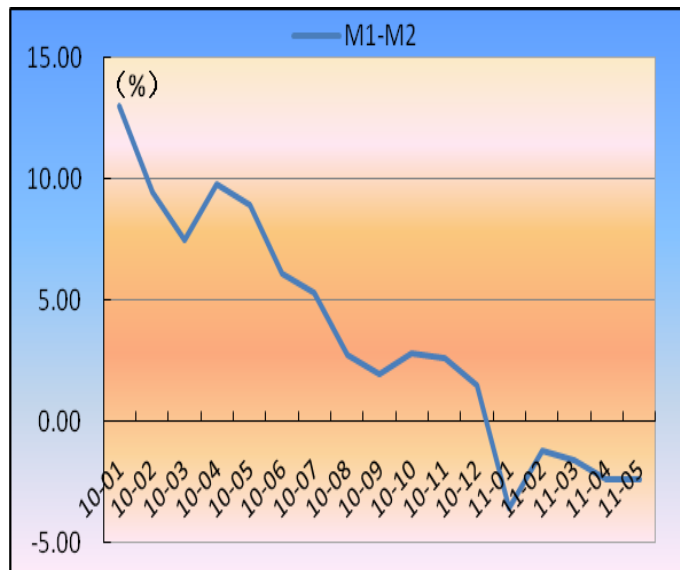


图 6: 剪刀差持续为负, 资金活性下降



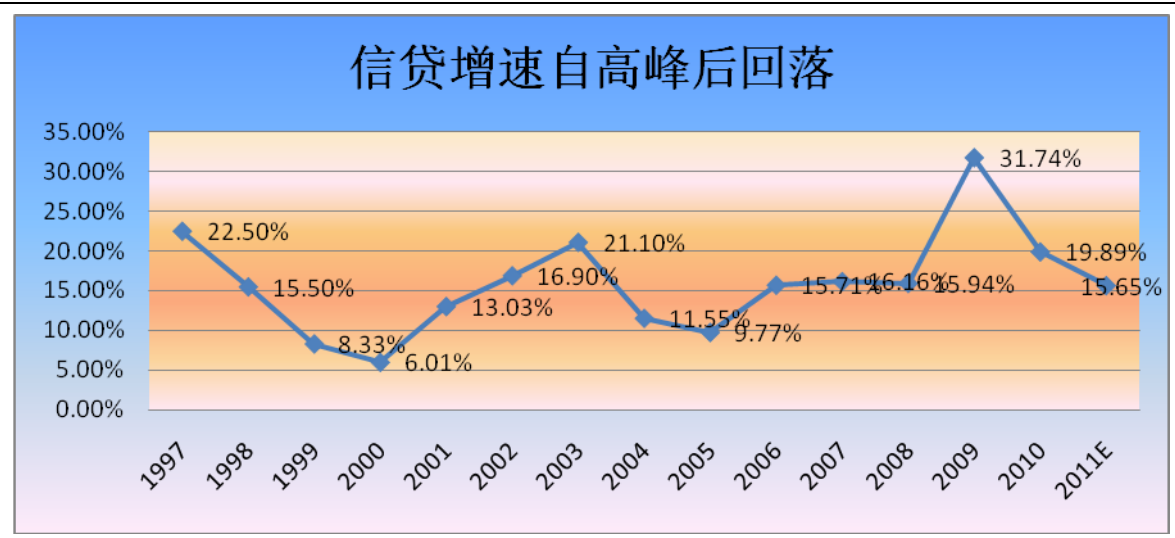
数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

(三) 日均贷存比推行, 信贷投放谨慎

继09年天量信贷后, 未来三至五年信贷政策均保持谨慎投放。10年开始, 监管机构采取了信贷总量控制, 并注重贷款流向管理。2011年, 央行不再对银行设定具体的新增信贷目标, 但通过动态差别准备金率调整控制银行的放贷量和放贷节奏, 在经济平稳的情况下, 11年新增信贷量预期在7.5万亿之内, 信贷增速继续放缓(如图7)。

与此同时, 央行提出社会融资总量管理, 将直接融资、表外融资纳入统计范围, 并发文进一步规范银信理财合作业务。负利率的持续和紧缩政策效应使得年内存款竞争激烈, 波动加剧, 6月开始, 监管机构推行日均贷存比考核。从而5月新增人民币贷款5516亿元, 同比少增1005亿元, 低于市场预期。预计在实施日均贷存比考核后, 银行放贷将更为谨慎, 配合存款吸收进行, 节奏亦将更为均衡。

图 7：信贷增速自高峰回落



数据来源：人民银行网站，广发证券发展研究中心

从信贷结构看，由于地产及平台政策调整，中长期贷款出现下降（如图8）。个贷占比呈波动态势，一方面，按揭贷款增长放缓，个人消费类贷款投放增加；另一方面，公司贷款的投放在信贷节奏控制下亦呈现月度波动性（如图9）。

图 8：中长期贷款占比回落

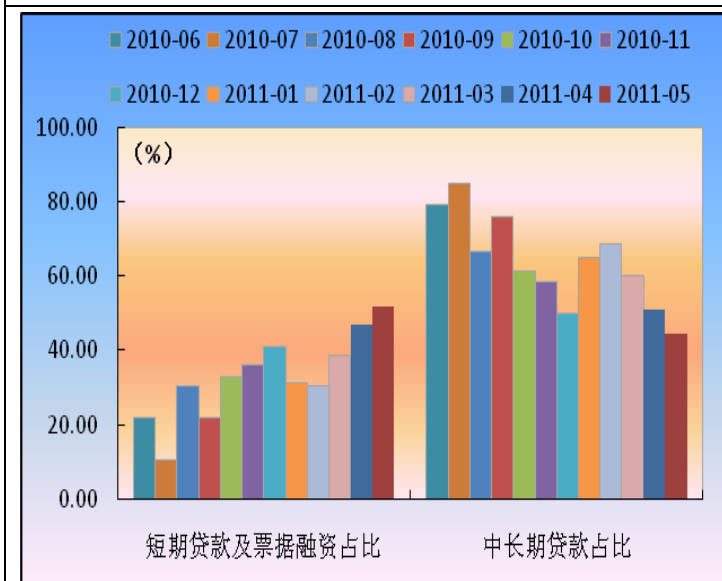
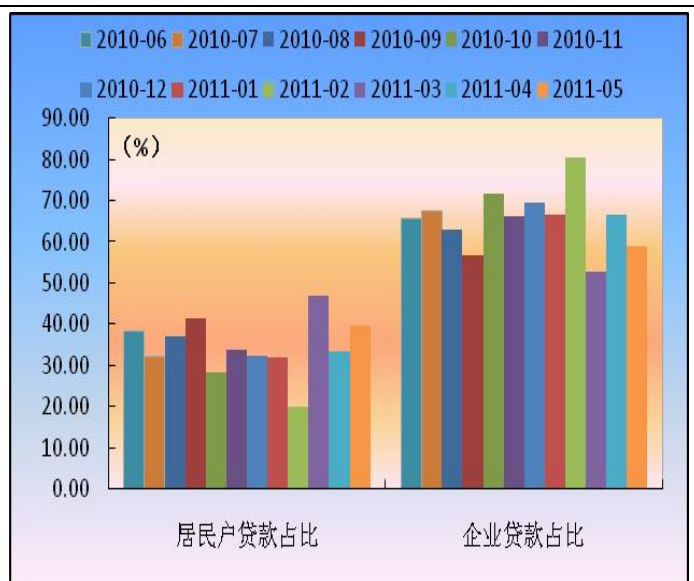


图 9：个贷占比回升



数据来源：人民银行网站，广发证券发展研究中心

（四）风控政策细化，过渡期缓和达标压力

从行业角度看，风控政策进一步细化，四大监管新工具继续推行，在动态拨备、杠杆率、资本充足率方面都提出了征求意见稿（如表 1）。其中动态拨备下发《商业银行贷款损失准备监管指引》征求意见稿。《指引》要求贷款损失准备监管实行基本标准和动态调整相结合，基本标准为：拨备覆盖率 150%，拨备率 2.5%。监管部门可择机依据经济周期、宏观经济政策、产业政策、银行业整体贷款分类偏离度等因素，对整个银行业贷款损失准备监管标准进行动态调整。对于

单家银行，监管部门可根据贷款质量、信用风险管理水平、贷款分类偏离度、呆账核销进度等因素，对单家商业银行应达到的贷款损失准备监管标准进行差异化调整，这有望缓解风控良好、不良率低的银行的拨备压力。指引还将拨备与核心资本挂钩，提出商业银行计提的贷款损失准备未达到监管标准的，不足部分从核心一级资本中扣除；超过监管标准的部分，经审核后可计入核心一级资本。由此，银行可通过自身利润增长与融资补充核心资本方式完成拨贷比的达标。此举或加大市场对部分拨贷比缺口较大的系统性银行再融资的担忧。

杠杆率方面，银监会发布《商业银行杠杆率管理办法》征求意见稿，要求系统重要性银行13年底、非系统重要性银行16年底前达4%。10年末上市银行平均杠杆率为4.59%，多数银行杠杆率已达标。杠杆率不足4%的银行为华夏、招行和深发展（如表2）。其中华夏于11年4月完成定增后已达标；招行已公布融资计划，预计融资金额可覆盖杠杆率达标所需的核心资本缺口；深发预计重大资产重组完成后也将进行资本补充。预计16年末达标对上市银行影响较小。

资本充足率的征求意见稿参照巴塞尔三新资本协议进行，调整将是一个渐进的过程。相比原稿，新提出两方面要求：一是对核心资本的要求有所提升。提出系统重要性银行核心资本达9.5%（一级资本要求6%+系统重要银行附加1%+超额资本比例2.5%）；非系统重要性银行的核心资本达8.5%，同时要求核心资本应在全部资本中的占比达到75%；二是调高了部分债权、票据等表外资产的风险权重，调低了小额贷款和部分个贷的风险权重。考虑到巴三达标过渡期和近年信贷收缩的大趋势，加之融资渠道的多元化，预期资本充足率方法的最终实施不会造成近3年银行在A股市场融资的显著增加。在10年集体股权融资后，11年上市银行的融资以H股融资和可转债、次级债发行为主，对A股市场的影响降低。

表 1：四大监管工具指标要求与达标时间

	对应指标	指标要求		达标时间	
		系统重要性银行	非系统重要性银行	系统重要性银行	非系统重要性银行
拨备	拨备覆盖率与拨备率	基本标准和动态调整相结合，拨备覆盖率150%，拨备率原则上不低于2.50%		发布起2年过渡期	5年过渡期
资本充足率	资本充足率与核心资本充足率	11.50%/核心9.5%	10.50%/核心8.5%	2012年初执行，2013年末达标	2016年末达标
		对核心一级资本、一级资本和总资本的最低要求分别调整为5%、6%和8%；留存超额资本2.5%，反周期超额资本0-2.5%			
杠杆率	杠杆率	4%		2012年初执行，2013年末达标	2016年末达标
流动性	流动性覆盖率与净稳定资金比率	均为100%		11年末前引入，2012年初开始执行，2013年底达标	

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2：上市银行 2010 年末杠杆率与核心缺口			单位：亿元
	杠杆率	核心缺口	
工商银行	4.78%		
建设银行	4.95%		

中国银行	4.90%	
农业银行	4.48%	
交通银行	4.79%	
招商银行	3.69%	97
中信银行	4.22%	
民生银行	4.62%	
兴业银行	4.26%	
浦发银行	4.62%	
华夏银行	2.72%	162
深发展	3.35%	64
光大银行	4.15%	
北京银行	5.15%	
南京银行	6.61%	
宁波银行	5.07%	
上市公司总计	4.59%	

数据来源：广发证券发展研究中心

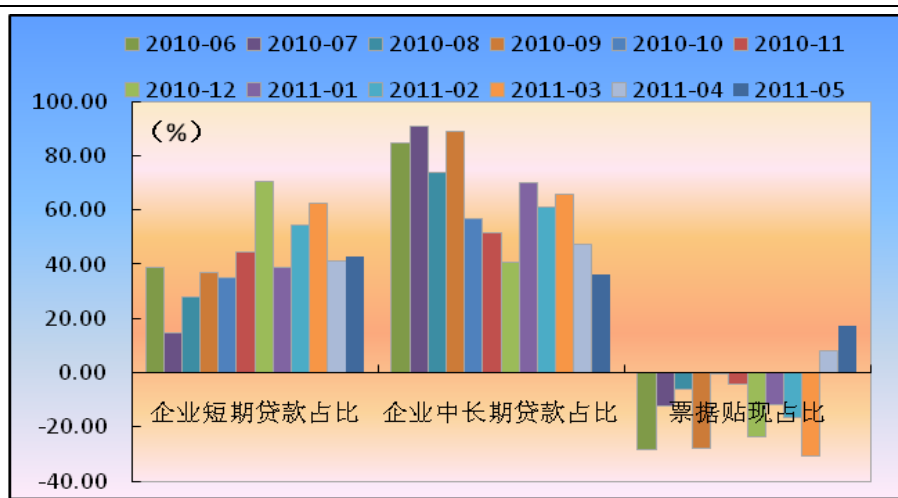
三、息差环比平稳，存款成本趋升

（一）票据恢复正增长，同业占比提升

10年以来，由于新增信贷额度控制严格，银行通过压缩收益率较低的票据，发放一般性贷款，票据占比持续下降。2011年，在流动性收紧的局面下，票据收益率上升明显。5月票据融资增加568亿，继4月之后继续保持正增长（如图10）。从趋势看，由于票据经过11个月负增长，占比已至历史低位，票据收益率出现回升，且由于票据流动性较好便于进行贷存比调节，预期票据将保持正增长。与此同时，11年2季度，较多银行大力开展的同业业务在流动性收紧的局面下利差出现收窄，但由于信贷控制及加息周期债券机会较小，同业占生息资产的比重预期依然呈上升趋势。

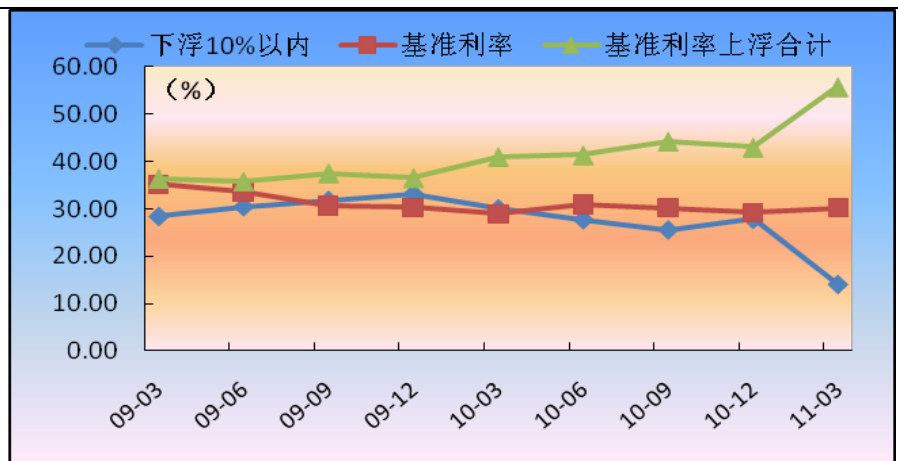
贷款议价能力改善成为1季度息差提升的推动因素（如图11），主要由于信贷投放控制，日均贷存比要求下投放节奏稳定，银行信贷供给有限，贷款议价能力持续提高，其中个人贷款中占比较高的按揭贷款随政策调整增量定价上升明显。2季度以来，由于加息及贷款上浮已使得贷款利率处于较高水平，贷款议价能力进一步提升较难，息差改善有待于存量贷款到期重订价。

图 10: 票据恢复正增长



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 11: 上浮贷款占比提升, 贷款议价能力改善



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

(二) 加息影响中性, 息差环比平稳

从加息的方式看, 央行对加息依然谨慎且具有明显的政策导向性。长期存款利率上调幅度大于长期贷款上调幅度, 且随存款期限上升而增加, 引导资金定期化, 长期化, 改变定期存款负利率的局面, 为长期资金投资提供保值渠道。与此同时, 中长期贷款利率增幅低于一年期贷款, 甚至低于短期贷款, 配合平台贷款排查和地产政策调整, 引导新增信贷资金向短期贷款 (消费信贷) 转移。

年后两次加息均调整了活期存款利率, 幅度小于一年期存贷款利率上调幅度, 加息对净息差综合影响偏中性。由于 6-7 月 CPI 依然高企, 我们预期年中仍有一次加息, 加息方式上与前两次趋同, 活期存款利率可能继续调整, 以保持利率体系的一致性。

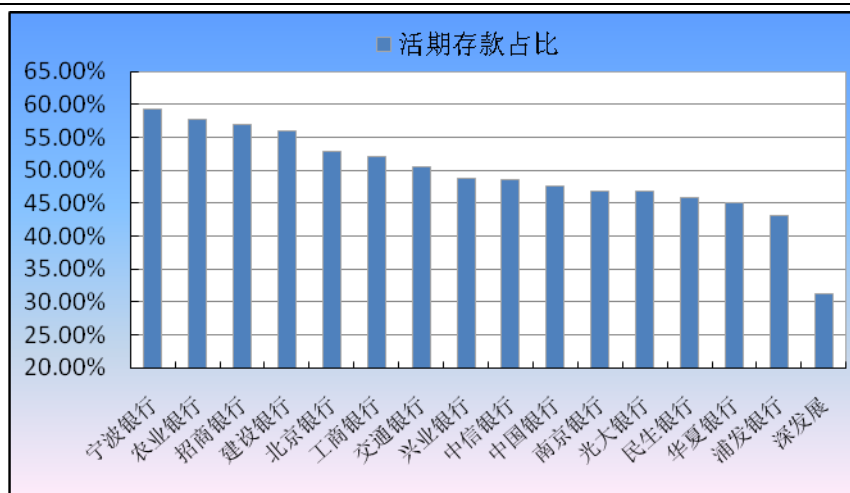
2011 年 1 季度是贷款重订价推升息差的主要阶段, 2 季度开始加息对息差的推动作用基本体现完毕。在 11 年较为中性的加息方式下, 息差预期环比平稳。

在升息周期中, 三类银行处于较为有利的地位。一是从存款期限结构看, 活期存款占比较高的银行 (如图 12)。不对称加息使其存在相对优势, 且从长远看

吸收低成本的活期存款是银行降低资金成本所追求的；二是从生息资产期限结构看，重定价期限较短的银行；三是从客户结构看，中小企业占比较高的银行。与政府平台、垄断型企业及国企贷款相比，中小企业贷款具有相对更高的风险，因此在定价上享有风险溢价，贷款利率普遍较基准利率上浮。从长期看，配合好系统建设及风险控制，发展中小企业业务可为息差提升带来拓展空间，这也是11年银行争相推进中小企业贷款的原因。

综合以上三方面因素，预期在升息周期中，招行、中信、农行、深发、华夏等银行具有较高的息差弹性。

图12：上市银行活期存款占比比较（2010A）



数据来源：银行年报，广发证券发展研究中心

（三）存款波动加剧，资金成本趋升

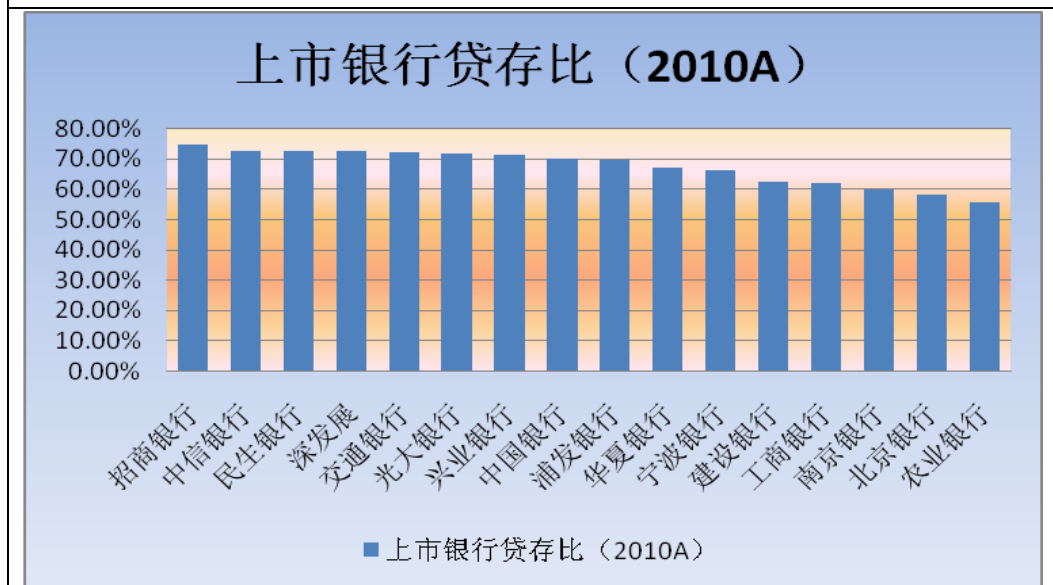
年初至今，通胀压力居高不下，负利率使得居民户存款外流，选择理财、信托、民间资本的方式以获得更高的收益率。与此同时，准备金率持续上调、贷款增速放缓及票据大幅压缩后，银行派生存款增速放缓，存款吸收成为2011年行业面临的一大问题。部分贷存比较高的中小银行存在较大的吸存压力（如图13），月度存款波动加剧，存款呈现由大行流出至中小银行的局面。在各家银行都加大吸存力度，强调提高活期存款占比的形势下，票据已降至低位的银行只能通过负债方改善贷存比，如通过吸收协议存款、发行存款类理财产品、发债等方式进行资产负债配比，活期存款占比因此下降，存款成本趋升，存款成本的控制能力亦成为影响息差及利差的重要因素，从而造成银行间盈利分化。

从银行间资金面看，由于大行超储率较低，且法定准备金率较高，在存款外流且准备金率不断上调的期间，面临着比中小银行更大的资金压力。在准备金率年内第6次上调后，银行间资金利率再度攀升，央行亦暂停央票发行，向市场净投放820亿资金以缓解流动性紧张。在这一背景下，同业利率及票据利率将保持上升态势。

从趋势上看，负利率使银行存款的吸引力下降，存款的脱媒效应加剧，银行间已存在为冲时点高息揽储的现象。在改为日均贷存比考核后，行业的存款压力有增无减，在规范吸收存款方式的同时适当放开存款利率浮动区间，如放开大额长期存款利率定价，或在当前贷款趋紧的背景下放开贷款利率下限，从而推进利率市场化

进程可能成为下一步改革方向。在这一背景下，银行客户群体向中小企业客户转化成为11年的发展趋势。

图 13: 存款由贷存比较低的大行向中小银行转移



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

注: 已剔除金融债因素。

四、平台风险可控，不良或小幅反弹

(一) 平台贷款进一步核查，风险可控

在银监会的要求下，2010年至今，各家银行对平台贷款进行了多次排查，排查口径也产生了多次调整。至10年末，各家银行已基本完成对平台贷款的解包还原，落实平台贷款项目的真实背景、担保抵押等，通过由银监局牵头组织，贷款银行、平台公司、政府部门、监管部门四方共同参与的“四方会谈”，按现金流覆盖程度划分平台贷款类型并上报排查结果。多家银行排查结果显示，超过70%的平台贷款属于现金流完全覆盖，覆盖不充分的贷款也按要求增提了抵质押品，且多数分布于财政实力良好的东部地区。由于平台贷款的期限在3年以上，目前尚未进入还本期，平台贷款整体不良率极低，拨备覆盖水平显得极为充分。

银监会在2011年关于地方融资平台的检查周期已逐渐形成制度，并按季进行。各银监局分别于4月末、6月末、9月末和12月末前，将每季检查报告以省局为单位合并汇总，报送银监会。由各银监局、银监分局在汇总分析平台贷款季度报表的基础上，以单户融资平台的全部表内外授信及其银行为检查对象，每季至少各选择一个辖内平台大户进行现场检查。11年1季度，项目自身现金流完全覆盖本息、贷款符合监管规定的平台贷款可转为一般性公司贷款，多数银行的平台贷款余额下降（如表3）。与此同时，部分银行亦针对平台贷款计提特殊拨备。当前，各家银行正根据银监会要求进一步核查已转入一般性公司贷款的平台贷款是否具备转入条件，主要考量平台贷款的法人主体和是否各参与行共同认定可转入。

表 3：部分上市银行平台贷款情况

工商银行	1 季度平台贷余额和半覆盖、无覆盖平台贷余额均减少一半，其中 10%清收处置，90%补充整改后划分为正常商业贷款。
建设银行	11 年 1-2 月平台贷余额减少 1400 亿元，上半年前后 85%的平台贷款都能转换成一般性公司贷款
交通银行	全覆盖或基本覆盖 87%，半覆盖无覆盖平台贷款年初余额 493 亿元，一季度末降低 200 亿元。计划半覆盖无覆盖平台贷余额上半年下降 50%，全年下降 75%。
民生银行	公司类以及全覆盖占比为 94%，其余 6%为融资平台贷。
兴业银行	1 季度平台 50%转为一般性公司贷款，剩余 1000 亿中 92%为全覆盖和基本覆盖，近 3 年到期的占 70%。

数据来源：广发证券发展研究中心

此外，由于平台贷款所支持项目的运作期间较长，无法展期续借对其资金链将形成较大风险。国家发改委近期发布《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》，通知指出，地方政府投融资平台公司和房地产开发企业从事包括公租房、廉租房、经济适用房、限价房、棚户区改造等保障性住房项目建设的，如果符合条件，可申请通过发行企业债券的方式进行保障性住房建设项目的融资。在此背景下，平台及保障房建设将获得更为多元化的融资渠道。

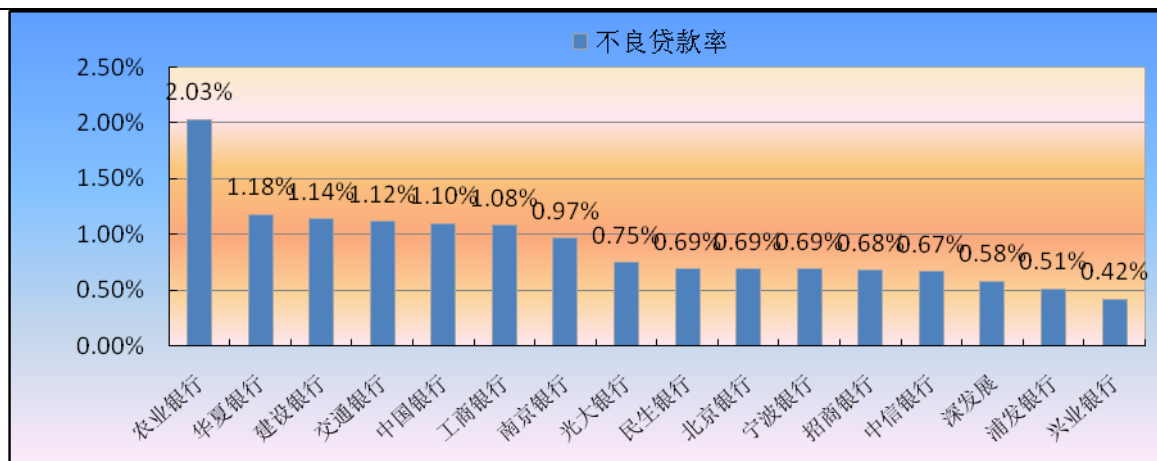
我们认为以较长的期限看待平台处理较为合理，平台问题最终还是取决于经济发展状况。在当前经济发展的局面下，我们认为平台将得到缓释处理。银行为其计提的拨备可结合拨贷比达标考虑，未必会对银行利润形成新的压力。

（二）不良或小幅反弹，拨备持续提升

近年来，上市银行资产质量持续改善，不良保持双降。当前，较多银行的不不良率已降至 1%以下，拨备覆盖率则上升到 250%以上，整体资产质量处于历史最好水平（如图 11、图 12、图 13）。

从发展趋势看，由于不良余额处于低位，可核销的不良贷款额将逐步下降，随着贷款发放，未来不良额小幅上升的可能性较大。从监管层面看，如果把融资平台、房地产、产业结构调整这些因素都加进来，监管当局估计未来中国商业银行的不良率会略有上升，达到 2%左右也是合理的。监管强调计提拨备的基础是准确分类，并提到融资平台、房地产、产业结构调整因素，可见本质还是对银行自身分类不放心，预期监管未来将鼓励上述因素的风险暴露、加提拨备，银行不良率可能因此上升。而同样由于不良余额处于低位，不良反弹时对拨备覆盖率的影响也相应加大。加上拨贷比的过渡达标要求，预期上市银行的拨备将持续提升。

图 14: 上市银行不良率降至历史低位



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 上市银行拨备覆盖率提升

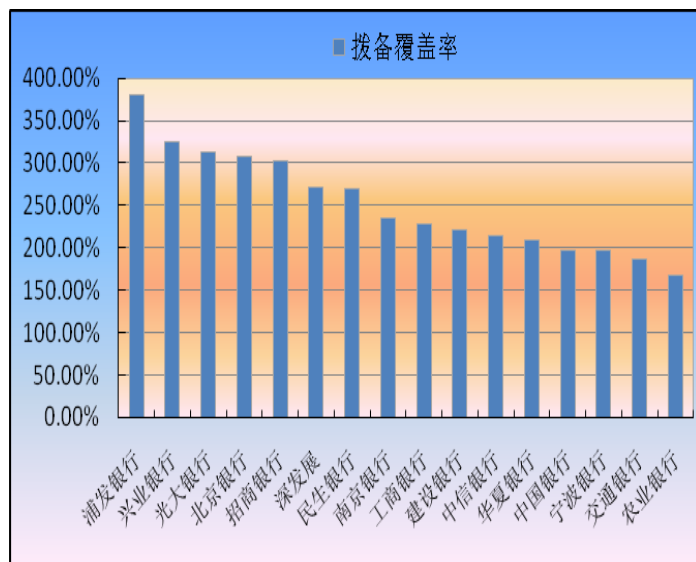
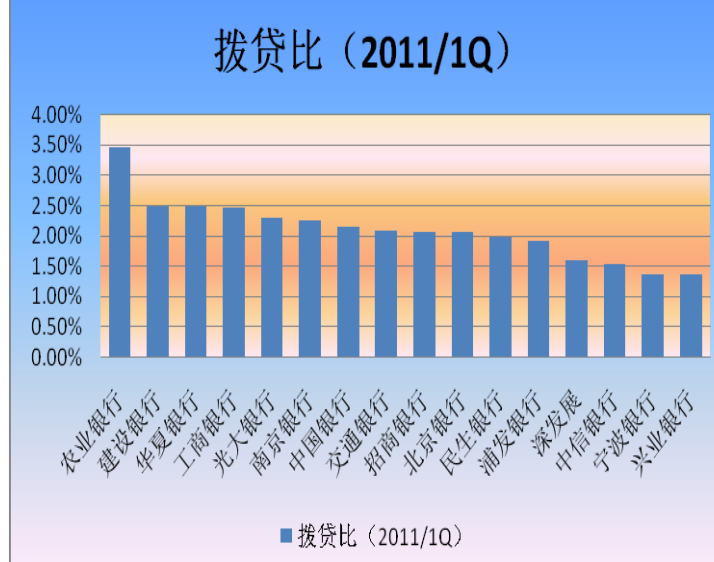


图 16: 上市银行拨贷比



数据来源: 人民银行网站, 广发证券发展研究中心

五、银行业 2011 年下半年投资策略

(一) 投资策略及风险提示

在低估值的背景下, 业绩稳健增长的银行股有望在政策平稳期或业绩刺激下启动估值修复。展望下半年, 由于中报行情驱动, 7 月下旬行业估值有望出现阶段性修复机会; 此外, CPI 有望下行、政策趋缓的四季度, 行业估值亦存在修复机遇。从中期看, 地产调控见效、地产股的上涨及经济数据复苏趋势好于预期亦可能成为银行股上涨的催化剂。

我们维持行业“买入”评级。选股思路上, 综合业绩成长与估值水平, 推荐

招商银行、兴业银行、华夏银行、民生银行、农业银行。

风险提示：1、存在通胀压力居高不下，政策超调的风险；2、加息方式未达预期的风险。

（二）个股投资选择

1、盈利预测

预计 2011 年行业平均净利润增速为 24.94%（如表 4），当前行业估值继续处于历史地位。

表 4：上市银行盈利预测表					单位：亿元			
	评级	股价	净利润		PE		PB	
		2011-6-23	10A	11E	10A	11E	10A	11E
工商银行	买入	4.38	1660.25	2020.96	9.21	7.56	1.86	1.64
建设银行	买入	5.06	1395.68	1660.41	9.06	7.62	1.86	1.57
中国银行	持有	3.17	1096.91	1344.06	8.07	6.58	1.31	1.13
交通银行	持有	5.53	372.13	495.36	8.36	6.28	1.39	1.20
农业银行	买入	2.73	949.07	1228.83	9.34	7.22	1.64	1.41
民生银行	买入	5.87	176.88	235.26	8.87	6.67	1.53	1.30
浦发银行	买入	9.74	191.79	254.92	7.29	5.48	1.13	0.96
兴业银行	买入	13.44	185.21	227.83	7.83	6.36	0.88	1.31
招商银行	买入	13.13	257.69	365.41	10.99	7.75	2.11	1.74
光大银行	持有	3.33	127.94	158.74	10.52	8.48	1.65	1.43
中信银行	持有	4.74	217.79	263.39	8.50	7.02	1.49	1.33
深发展	买入	16.6	62.84	83.42	9.21	6.94	1.73	1.45
华夏银行	买入	10.92	59.90	88.01	12.49	8.50	1.54	2.69
北京银行	持有	9.85	68.06	93.86	9.01	6.54	1.44	1.17
南京银行	持有	8.88	23.01	29.90	11.46	8.82	1.34	1.19
宁波银行	买入	10.64	23.22	31.11	13.21	9.86	1.93	1.56
合计			6868.35	8581.47	8.95	7.16	1.55	1.44

数据来源：银行财报、广发证券发展研究中心

注：预测考虑已完成的融资摊薄效应。

表 5：上市银行监管与盈利指标（2011/1Q）								
	ROAA	ROAE	资本充足率	核心资本充足率	NIM	不良率	拨备覆盖率	成本收入比
工商银行	1.55	25.44	11.77	9.66	2.60	1.00	246.53	25.22
建设银行	1.71	26.18	12.45	10.33	2.69	1.09	228.80	25.92
中国银行	1.29	20.23	12.38	9.96	2.11	1.04	205.99	35.94
农业银行	1.28	24.37	11.40	9.61	2.79	1.76	197.44	31.56
交通银行	1.32	23.14	12.05	9.24	2.51	1.05	197.83	24.42
招商银行	1.41	25.46	10.91	7.66	2.98	0.61	335.31	32.77
民生银行	1.30	23.16	11.00	8.01	2.90	0.66	300.69	31.35
中信银行	1.25	21.06	11.05	8.21	2.76	0.66	231.22	31.30

光大银行	1.23	23.21	10.73	8.00	2.50	0.70	329.52	29.44
兴业银行	1.11	22.09	10.71	8.42	2.20	0.40	341.96	29.97
浦发银行	1.09	19.23	11.68	9.09	2.47	0.44	433.76	34.59
深发展 A	1.25	27.67	10.13	7.14	2.68	0.48	332.02	35.56
华夏银行	0.63	18.79	-	-	2.50	-	-	42.51
北京银行	1.37	23.00	-	-	2.31	0.66	312.12	19.71
南京银行	1.36	16.33	13.26	12.44	2.71	0.91	248.24	29.01
宁波银行	1.22	20.02	15.22	11.93	2.45	0.67	202.50	38.02

数据来源: Wind 资讯, 广发证券发展研究中心

2、投资看点与风险提示

表 6: 公司评级、投资看点与风险提示

银行名称	评级	投资看点与风险提示
工商银行	买入	投资看点: 1、经营审慎, 贷存比低, 资产配置较为稳健, 活期存款占比高; 2、信息科技水平领先, 参股金盛人寿获批, 中间业务发展良好; 3、成本控制能力较好, 拨贷比达标压力较小。
		风险提示: 关注其项目贷款质量及信用卡不良贷款情况。
建设银行	买入	投资看点: 1、中间业务发展较好, 零售业务具发展优势; 2、风控理念较强, 追求风险可控的信贷稳步扩张; 3、在国有大行中拨备覆盖率最高, 拨贷比达标压力较小; 4、参股幸福人寿待批, 有望实现多元化发展。
		风险提示: 关注其项目贷款质量及信用卡不良贷款情况。
中国银行	持有	投资看点: 1、重点放在国内业务, 贷款业务增速较快, 市场占有率提升; 2、外币资产拨备较充分, 部分在出售后反哺; 3、结算业务受益于进出口复苏。
		风险提示: 信贷大量投放带来风控压力。
农业银行	买入	投资看点: 1、具有最广泛的网点分布和营销渠道, 零售客户占比较高的客户结构带来稳定且低成本的资金来源; 2、三农业务的客户基础最好, 作为深化农村金融改革的核心, 受益于政策扶持和税费优惠; 3、70%网点位于城市, 且零售客户占比较高, 在经济结构向消费驱动转型过程中受益, 中间业务存在较大拓展空间; 4、不良大幅剥离, 上市前拨备计提充分, 拨贷比已达标; 5、具有较高且稳定的分红率, 股息收益率高, 具备一定投资价值。
		风险提示:

		1、地产相关贷款占公司类贷款比例明显高于同业，平台贷款余额同业第三，存在一定风险隐患； 2、网点多但单位网点经营效益低于同业，成本收入比较高；风险管理及内部控制系统仍有待加强； 3、不良率为上市银行最高，拨备覆盖率达标前信用成本依然高于同业； 4、三农事业部盈利模式尚不成熟，能否成功降低信用成本仍存不确定性。
交通银行	适度关注	投资看点： 1、定位日趋明确，属于大行中贝塔值较高的品种； 2、首单参股保险机构，集团的综合金融平台优势使其中间业务具有发展潜力； 3、提倡降本增效，实行费用控制； 4、与汇丰的战略合作关系良好。 风险提示： 作为系统重要性银行，拨贷比缺口较大，后续拨备计提压力大。
兴业银行	买入	投资看点： 1、平台贷款近半转为一般性公司贷款，余下平台近7成近3年到期； 2、资产质量稳定，不良率降至上市银行最低，拨备覆盖率为上市银行高位； 3、费用控制灵活，近7成薪酬开支与效益挂钩； 4、顺应节能减排，能效金融成为公司金融的亮点； 风险提示： 拨贷比较低，后续存在拨备计提压力。
浦发银行	买入	投资看点： 1、引入中移动作为战投，解决融资问题同时带来零售与中间业务发展机遇； 2、与上海市政府关系良好，受益于上海“两个中心”建设，贷款需求较有保障； 3、经营风格稳健，拨备计提审慎； 4、资产负债结构在加息周期中弹性较大； 风险提示： 关注其存款吸收状况。
招商银行	买入	投资看点： 1、二次转型，贷款议价能力提升； 2、存款活期化明显，息差见底回升，资产负债结构在加息周期中弹性较大； 3、风险控制良好，拨备计提充分； 4、从长远看，利率市场化、金融脱媒是中国银行业未来的发展趋势，招行的业务结构及战略目标符合这一趋势，具有一定的战略领先地位。 风险提示： 二次转型以提高风险容忍度为代价，需关注其资产质量变化和存款吸收
民生银行	买入	投资看点： 1、市场化程度较高，经营机制灵活； 2、商贷通发展迅速，议价能力明显改善； 3、近年来，资产质量保持稳定。 风险提示： 1、公司方面改革较多，费用支出加大，效果和利益协调上有待观察； 2、贷存比较高，存款吸收可能引起息差波动
深发展	买入	投资看点： 1、平安参股，有利于其长期发展；

		2、体制较为灵活，管理层及员工执行力度较强； 3、大规模剥离不良后，负担小，有利于业绩增长。
		风险提示： 1、定向增发后，平安持有的二级市场股份存在减持压力； 2、贷存比较高，存款吸收可能引起息差波动。
中信银行	适度关注	投资看点： 1、资本充足率为股份制银行中最充足，短期无融资压力； 2、资产负债结构在加息中较有利，有望受益于2010年加息预期； 3、收购中信国金，长期具有战略协同效应。
		风险提示：1、需关注其贷款需求状况及资产质量变化。 2、贷存比较高，存款吸收可能引起息差波动。
华夏银行	买入	投资看点： 1、历史不良拨备计提已基本完成，信贷成本改善空间较大 2、资产负债结构在加息中较有利； 3、估值相对较低，具有一定优势。
		风险提示： 1、资本充足率接近监管要求，近期存在再融资压力； 2、发展战略不甚清晰，经营机制有待改善。
光大银行	持有	投资看点： 1、光大银行所属的光大集团综合金融平台与创新能力推动中间业务良好发展； 2、零售业务占比较高，工程机械贷款、理财、黄金业务具备业务特色，处于行业领先水平； 3、上市募资后规模扩张与息差改善可期； 4、不良包袱较轻，09年末，拨备余额占总贷款的比例达2.49%，在同业中处于较高水平，预期随着不良的消化处理，后续拨备压力将降低。
		风险提示： 1、地产相关贷款占比达9.84%。高于同业，信用贷款占比30.4%，保证贷款占比24.4%，抵质押贷款占比偏低，具有一定风险隐患； 2、息差为股份制银行最低，短期存改善空间，但长期看劣势仍存； 3、成本收入比较低主要依托较低的员工成本，单位网点经营效益一般。
北京银行	持有	投资看点： 1、相比同业，资本充足率较高，当前估值具优势； 2、地处首都北京，客户主要是北京地区的政府机构和大型国企，企业较强的议价能力使得北京银行的利差水平在同业中偏低，但同时贷款的风险较小； 3、外资股东荷兰国际集团(ING)为第一控股股东，借助其平台申请收购太保所持的50%太平洋安泰人寿股权，可实现多元化经营。
		风险提示： 1、相比同业，业绩弹性较小； 2、中期存在小非减持压力。
南京银行	持有	投资看点： 1、近两年信贷投放较快，市占率有所提高； 2、主要客户是与当地大中型企业、军工、高校等配套的中小企业，贷款集中度较低，风险较为分散； 3、债券投资占比高，对资本金占用较少，有望保持较高的分红水平。

		风险提示: 1、高速放贷使得资本充足率下降较快，持续性较低; 2、关注类贷款占比较高，需警惕该类贷款向下迁徙。
宁波银行	买入	投资看点: 1、在贷款议价能力上具有较强的优势，息差弹性较高; 2、在贷款需求、议价能力、资产质量多方面受益于进出口复苏; 3、在扩张中坚持服务中小企业，适应市场需求主动创新，中间业务发展较快; 4、业绩弹性较高，建议逢低关注。
		风险提示: 1、进出口波动可能带来不良风险滞后反应; 2、拨贷比较低，后续存在拨备计提压力。

数据来源：广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

沐华，分析师，厦门大学金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

银行业月报(2011 年 6 月)_行业跟踪分析报告	沐华	2011-05-27
银行业(010901)_行业跟踪分析报告	沐华	2011-05-13
银行业(010901)_行业跟踪分析报告	沐华	2011-05-09

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。