

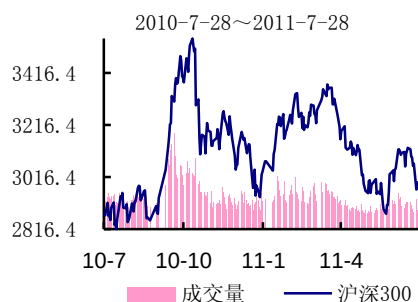
银行业：信贷节奏符合预期、政策调控空间趋窄

研究员：许国玉
执业证书编号：S0570510120060
电话：025-83290930
E-mail: njauxuguoyu@126.com
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持

银行 II

市场走势图



相关研究

- 1 《工商银行(601398):业绩稳健、资产质量持续改善》2011.7
- 2 《银行 II (301502):业绩稳定、政策压力犹存》2011.7
- 3 《银行 II (301502):银行业资产质量良好、紧缩压力犹存》2011.5
- 4 《工商银行(601398):盈利良好、资产质量稳定》2011.4
- 5 《招商银行(600036):盈利增速较快、净息差进一步回升》2011.4

投资要点:

- 宏观经济运行总体保持相对平稳的增长势头，为银行业绩增长提高了较为良好的外部环境。上半年累计投放信贷 4.17 万亿元，同比减少 4497 亿元；其中一季度信贷规模 2.26 万亿元，二季度信贷规模 1.93 万亿元，基本符合管理层的信贷调控节奏；存款增长季节性倾向明显，源于季末考核压力；2011 年二季度社会融资规模环比下降 14.8%，一定程度上是货币政策紧缩的表现，但内部结构变化较小。
- 地方融资平台风险较为可控，银行融资方式考虑了市场压力。预计平台贷款的问题属于系统性风险，将在动态中得到解决；平台贷款的逐步剥离不会对行业中报业绩和年报业绩存在较大影响；为持续达到不断提高的资本充足率监管要求，商业银行未来仍将面临资本补充需求，在业务发展中必须加快转型。
- 预计下半年政策调控的大方向和基调不会改变，政策的稳定性进一步增强，自去年四季度开始持续至今的货币政策紧缩调控的实际操作将向“稳健性”实质性回归，加息和提高存准率在三季度虽还有继续出手的可能，但预计频率都将明显放缓；巩固成效、边走边看、择机微调将是下半年货币政策调控的主要特点。
- 银行业业绩较为稳定，估值具有安全边际，维持行业的“增持”评级。长期看好业绩增速较快的股份制银行，如深发展、民生银行、浦发银行和招商银行。

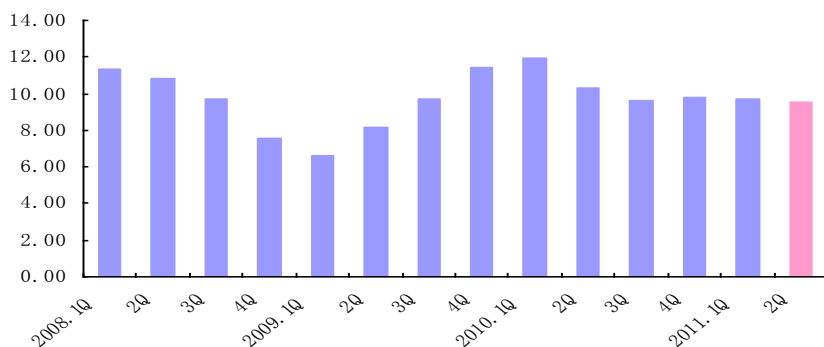
重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
深发展	16.85	推荐	1.8	2.48	3.06	3.61	9.36	6.78	5.51	4.67
民生银行	5.32	推荐	0.66	0.89	1.16	1.48	8.06	5.97	4.59	3.59
浦发银行	9.22	推荐	1.03	1.35	1.73	2.16	8.95	6.83	5.34	4.27
招商银行	12.05	推荐	1.23	1.66	2.19	2.81	9.80	7.26	5.50	4.30

1、货币信贷：符合监管预期

从宏观经济的运行态势来看，2011年二季度9.5%的GDP同比增速略好于预期；从GDP环比增速水平看，一季度2.1%、二季度2.2%，经济运行的季度波动幅度较小，平稳增长的态势明显。连续四个季度的经济增速水平都稳定在9.5%-10%的区间，显示当前经济运行总体保持着相对平稳的增长势头，为银行业绩增长提高了较为良好的外部环境。

图 1： GDP 季度增速 单位：%

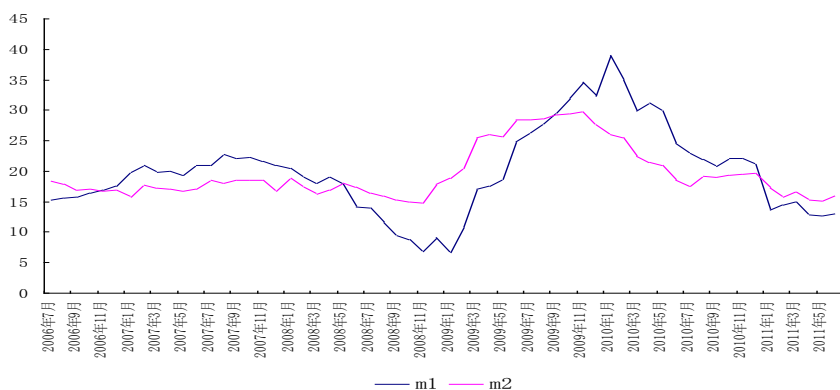


数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

货币供应量：M2 增速有所回升，剪刀差进一步扩大

6 月末 M1、M2 增速分别为 13.1%和 15.9%，较一季度末水平分别下行了 1.9 和 0.7 个百分点，M2 增速水平已在预期调控目标附近；M1 和 M2 增速的剪刀差较上月进一步扩大至-2.8%，但仍低于 1 月份-3.6%的水平。上半年累计投放信贷 4.17 万亿元，同比减少 4497 亿元；其中一季度信贷规模 2.26 万亿元，二季度信贷规模 1.93 万亿元，基本符合管理层的信贷调控节奏。

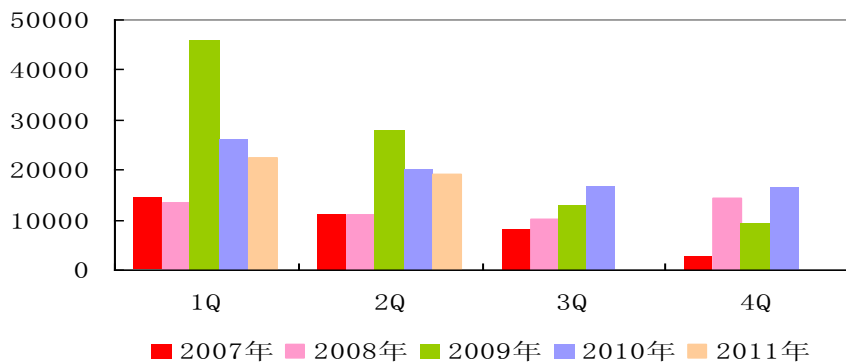
图 2： M1、M2 同比增速 单位：%



资料来源：同花顺 iFinD、华泰证券研究所

图 3：季度信贷投放情况

单位：亿元



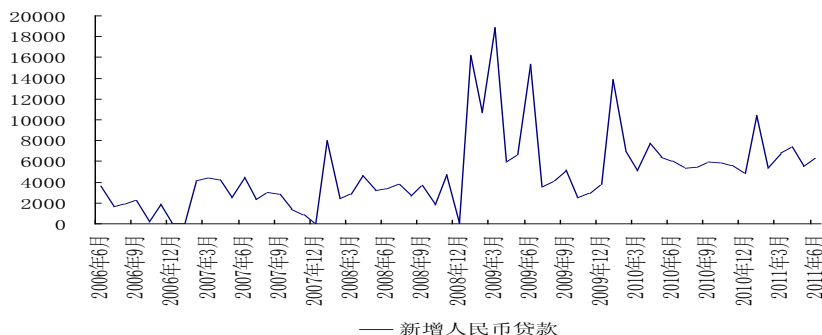
数据来源：根据央行数据整理。

信贷投放：符合监管要求，中长期贷款比重持续下滑

6 月份人民币贷款新增 6339 亿，信贷规模略高于市场的预期。2011 年上半年新增人民币贷款 4.17 万亿。如果按照 3322 的信贷投放节奏来看，全年信贷增量在 7 万亿左右。如果考虑到保障房自上而下推进的贷款需求、银行基于中小企业贷款的信贷结构调整、以及通胀与经济增长平衡条件下货币政策的微调，全年信贷增量有望达到 7.5 万亿，即下半年的新增信贷额度可至 3.3 万亿左右。

图 4：新增人民币贷款

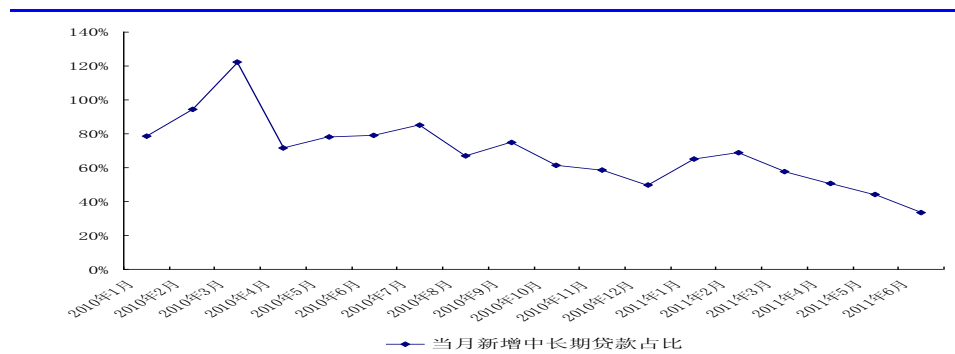
单位：亿元



资料来源：同花顺 iFinD、华泰证券研究所。

中长期贷款比重持续下滑，主要原因在于：一方面，从中长期贷款投放项目来看，在房地产行业调控的背景下，银行对房地产行业贷款进行压缩，同时银行在地方政府融资平台贷款方面进行收缩，使得基建等固定资产投资增速下滑；另一方面，银行在升息周期背景下主动调整信贷结构，缩短贷款久期，加快资产重定价。

图 5：中长期贷款比重下滑



资料来源：同花顺 iFinD、华泰证券研究所

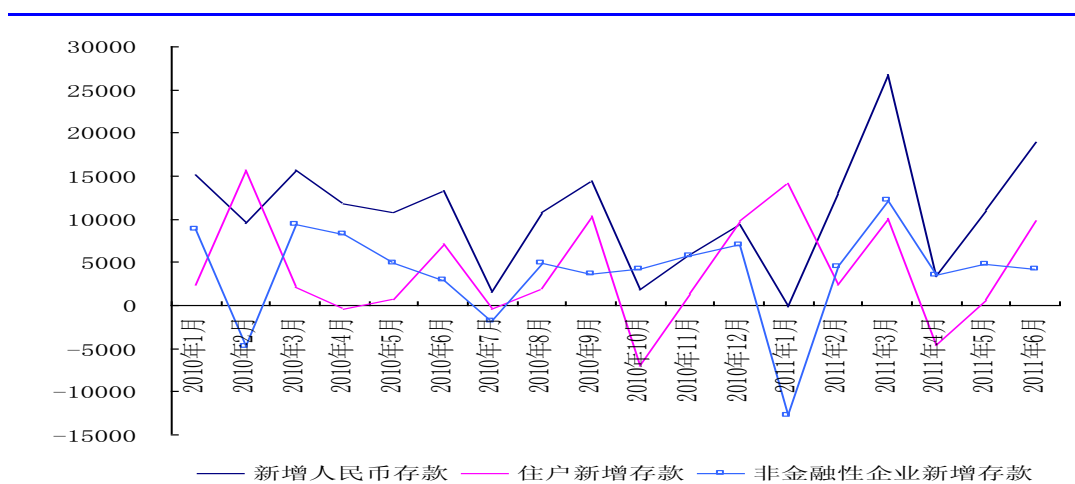
从信贷结构来看，商业银行的信贷结构有所优化：房地产贷款增速持续回落，保障性住房开发贷款和中小企业贷款增速较快。央行公布数据显示，上半年我国人民币房地产贷款增量约为 7912 亿元，同比少增 5985 亿元，余额同比增长 16.9%，比一季度末回落 4.4 个百分点；保障性住房开发贷款累计新增 908 亿元，比年初增长 54.8%，高出同期房地产开发贷款增速。上半年人民币中小企业贷款(含票据贴现)累计新增 1.58 万亿元，占全部企业新增贷款的 64.5%，比一季度末提高 1.6 个百分点，余额同比增长 18.2%。银行业是提供保障房建设资金的重要渠道，预计下半年将进一步加大保障房建设的支持力度；同时在信贷结构上也会向中小企业保持倾斜。

存款增长：季节性倾向明显，源于季末考核压力

6 月份新增人民币存款 1.91 万亿，其中居民存款新增 10014 亿，非金融机构存款新增 4265 亿元，财政存款减少 1342 亿。2011 年上半年人民币存款增加 7.34 万亿，其中住户存款增加 3.28 万亿，非金融机构存款增加 1.64 万亿，财政存款增加 9748 亿。我们可以看出存款呈现出明显的季节性，今年 3 月末和 6 月末存款有明显的增加。这与银行季度末和年中考核有关（银行普遍通过设计高收益的理财产品来揽储）。

图 6：新增存款明显呈现季节性

单位：亿元



资料来源：同花顺 iFinD、华泰证券研究所。

社会融资总量：规模略有下降，表外业务发展迅猛

2011 年二季度社会融资规模环比下降 14.8%，一定程度上是货币政策紧缩的表现；但上半年社会融资规模同比却仅下降 4.76%，这表明我国的货币政策还是相对宽松的。从 GDP 和社会融资总量的关系来看，上半年 GDP 同比增长 9.6%，这表明 GDP 的增长并未实质性受到资金收缩的影响。

表 1：社会融资规模

单位：亿元

	2010H1	2011Q1	2011H1	上半年同比	二季度环比
人民币贷款增加	46197	22400	41700	-9.73%	-13.84%
外币贷款折合人民币增加	2182	1474	3361	54.03%	28.02%
委托贷款增加	3199	3204	7028	119.69%	19.35%
信托贷款增加	6015	91	913	-84.82%	803.30%
银行承兑汇票增加	13741	7611	13300	-3.21%	-25.25%
企业债券净融资	6498	4551	6588	1.39%	-55.24%
非金融企业股票融资	2403	1558	2677	11.40%	-28.18%
社会融资规模	81477	41900	77600	-4.76%	-14.80%

资料来源：人行网站、华泰证券研究所。

从社会融资结构上看，二季度与一季度相比变化不大，其中人民币贷款占比仍占 50% 以上，这反应了银行间接融资的主导地位。从环比来看，二季度信托贷款增长 803.3%，委托贷款增长 19%，这表明在信贷额度管控的情况下，银行的表外业务发展异常迅猛；但上半年信托贷款同比下降 84.82%。这一方面表明监管机构对于银行表外业务的严控，另一方面表明实体经济对于资金的需求非常旺盛。

2、行业基本面：平台风险较为可控、融资考虑市场压力

地方融资平台：系统性风险可控、存在流动性风险

从融资平台的规模来看，由于统计口径不同存在较大差异；有三家部门发布了平台贷款余额数据，（1）人民银行：截止2010年末全国共有地方政府融资平台1万余家，央行统计口径下的地方政府融资平台贷款将不超过 14.37 万亿；（2）银监会：截至2010年末银监会统计的全国地方融资平台公司贷款余额约 9.09 万亿，占全部人民币贷款的 19.16%；（3）审计署：截至2010年底，全国地方政府性债务余额 10.72 万亿，其中：政府负有偿还责任的债务 6.71 万亿，占 62.62%；政府负有担保责任的或有债务 2.34 万亿，占 21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 1.67 万亿，占 15.58%；融资平台债务余额约为 4.9 万亿，该数据低于前两个部门的统计结果；市场预计审计署的数据更为可靠和接近真实情况。

对于市场传闻的地方政府融资平台贷款有 14 万亿，中国人民银行认为其推测方法和结论都是错误的，并明确指出地方融资平台贷款风险是可控的；银监会强调平台贷款不得展期和贷新还旧，对融资平台贷款风险防控有

所升级；总体而言我们认为平台贷款风险属于系统性风险；从上市公司的调研信息来看，平台贷款的不良率均在1%以下，拨备率和拨贷比均较为充足；我们预计平台贷款的问题属于系统性风险，将在动态中得到解决；平台贷款的逐步剥离不会对行业中报业绩和年报业绩存在较大影响。

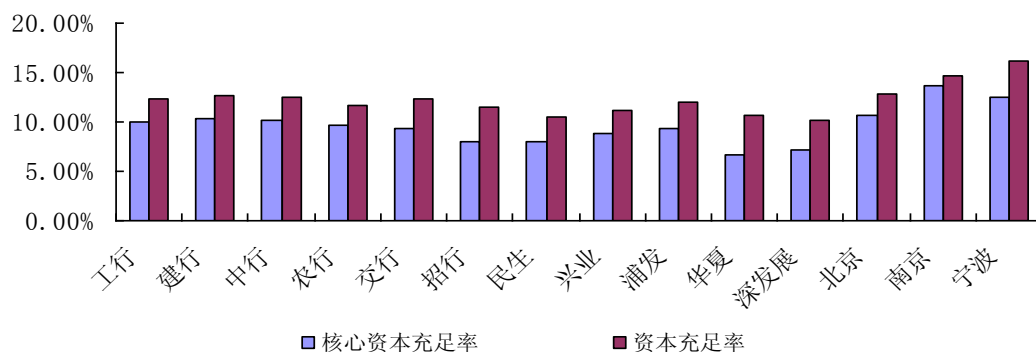
资本充足率：静态数据达标，未来压力犹存

根据新的监管标准，正常条件下系统重要性银行和非系统重要性银行的资本充足率分别不低于 11.5%和 10.5%。目前商业银行资本充足率静态数据达标，但为了满足未来业务发展和不断提高的监管要求，资本补充仍存在一定的压力。就 2011 年这一轮上市银行融资行为而言，融资总额超过 4000 亿元，融资方式考虑了市场压力，更多采用债券方式：中国银行、农业银行、工商银行、建设银行四大行均选择了发行次级债的再融资计划，分别发债 320 亿元、500 亿元、380 亿元和 800 亿元；股份制银行融资方式更为多元化，浦发银行与兴业银行分别计划发行 500 亿元以及 100 亿元的次级债，同时兴业银行还计划发 500 亿元的金融债券；深发展预计将采用混合资本债券的融资方式；华夏银行已通过定向增发融资 202.09 亿元，招商银行董事会也通过了 350 亿元的配股计划。

前期市场传闻的《资本充足率管理办法（征求意见稿）》目前仍停留在讨论层面，市场也有所预期，预计最终版本对商业银行资本金冲击将低于预期。就国际监管环境而言，巴黎金融稳定委员会通过了两个议题：应对全球系统重要性银行风险和有效处置系统重要性金融机构的政策措施，并向外征求意见；考核标准包括银行规模、与其他银行的关联性、可替代性，在全球市场的影响力以及复杂性，平均每种给予 20%的权重；但该方案并未公布具体银行名称，国内商业银行被列为全球系统重要性银行概率较小。从趋势来看，由于国内经济增长对银行信贷供给存在较强依赖性，为支持经济稳定增长，银行信贷规模需保持一定的增长速度；为持续达到不断提高的资本充足率监管要求，商业银行未来仍将面临资本补充需求，在业务发展中必须加快转型。

图 7：上市银行资本充足率和核心资本充足率

单位：%



资料来源：WIND

3、调控政策：方向不变、空间趋窄

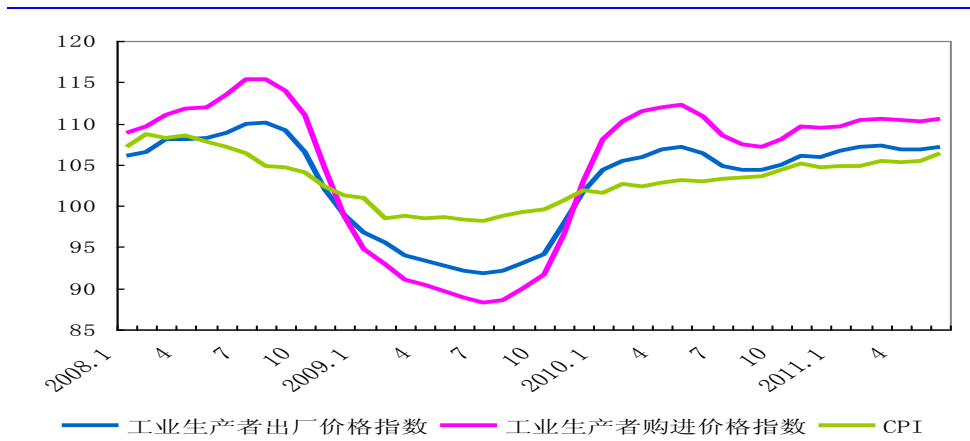
中国人民银行货币政策委员会 2011 年第二季度例会着重提出了“通胀压力仍然处在高位”，同时将稳定性放在政策调控的首要位置。结合近期高层密集调研时传递出的信息以及政治局会议的部署，考虑到公开市场到期资金压力的减轻以及持续紧缩调控对金融机构资金面的累计冲击效应扩大，华泰证券宏观组认为下半年政策调控的大方向和基调仍不会改变，政策的稳定性进一步趋强，自去年四季度开始持续至今的货币政策紧缩调控的实际操作将向“稳健性”实质性回归，加息和提高存准率在三季度虽还有继续出手的可能，但预计频率都将明显放缓，巩固成效、边走边看、择机微调将是下半年货币政策调控的主要特点。

价格型工具：仍有实施空间

中国人民银行决定自 2011 年 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。华泰证券宏观组认为此次加息距离 6 月 20 日起上调存款准备金率不到 1 个月的时间，再次表明上调存款准备金率虽在一定程度上减弱短期内加息的预期，但并不构成对加息的替代，在通胀尚未见到明显缓解情况下，价格型工具运用的连续性始终存在。

央行年内第三次加息，对银行构成利好；1) 从政策影响来看，结果测算，此次加息可以提升银行净息差 1.3 个 BP，提高净利润 0.8 个百分点；分类型来看，此次加息对国有银行净息差正面影响为 0.2 个 BP，提升净利润 0.1 个百分点；提升股份制银行净息差 2.1 个 BP，提高净利润 1.3 个百分点；对城商行净息差正面影响为 1 个 BP，提高净利润 0.5 个百分点；招商、民生和中信银行等股份制银行受益幅度超越行业平均；2) 从政策预期来看，数量工具处于历史高位，短期应该维持稳定，对银行可贷资金压制应该处于观望态势；对称加息方式有利于提升银行的净息差和盈利能力；此次加息之后，进一步加息的空间如何我们认为需要视经济数据情况以及 7 月份的物价变动情况择机而定。考虑到三季度物价水平虽然超过 6 月份的可能性不大，但仍将保持在 5%以上的高位，通胀压力的显著缓解将在四季度出现，为此不排除三季度利率进一步上调的可能以进一步巩固物价形势。但从下半年整体的货币政策紧缩空间看，华泰证券宏观组认为，此次加息之后，进一步的收紧空间伴随着通胀形势的回稳有望逐步收尾，政策调控的稳定性进一步趋强。

图 8：我国主要价格指数月度走势



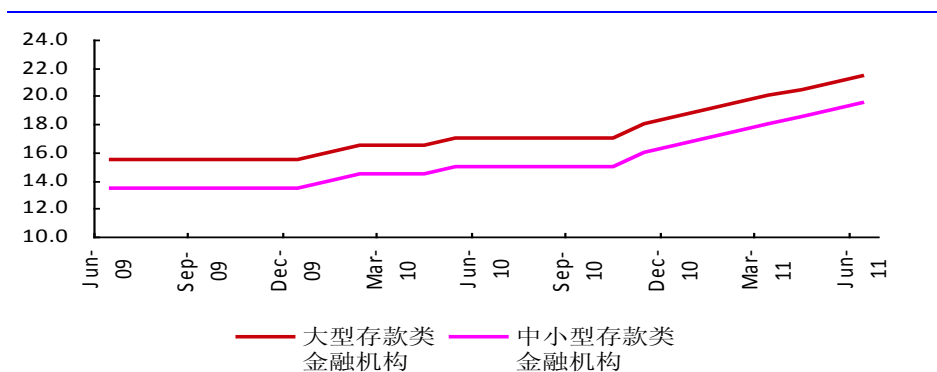
资料来源：WIND

资金面：保持偏紧的态势、调控更趋谨慎

就资金面而言，6 月底的“半年考核”因素消失、央行在 7 月份没有进一步上调存准率；但 7 月份资金面没有市场预期的松动迹象，并且在中旬进一步趋紧。就货币市场价格走势来看，隔夜和 7 天等短期品种价格基本都在 4% 水平上运行；原因包括：连续上调存准率对资金面的叠加效应、新股认购资金规模较 6 月份增加一倍、央企红利集中在 7 月份上缴；同时市场对于银行理财业务“表外业务表内化”带来准备金补缴存在担忧。由于存准率连续上调的累积影响，银行超储率处在低位，各类外部因素容易对资金市场利率造成冲击。

图 9：商业银行存款准备金率

单位：%

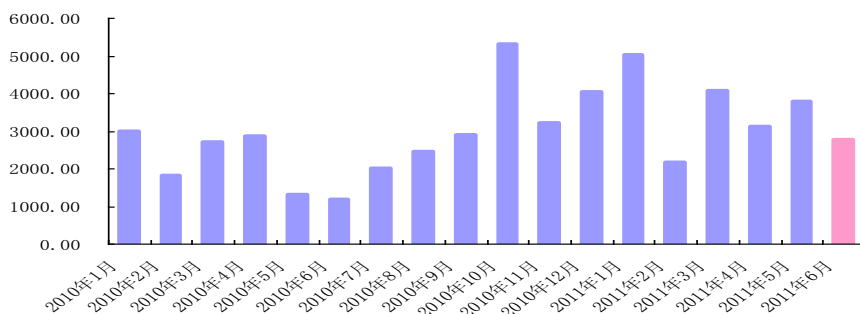


数据来源：WIND

考虑到资金面的紧张态势，央行公开市场操作趋于谨慎（7 月份第一周央行净投放 180 亿元，之后大幅净回笼 860 亿元，随后两周公开市场操作力度减弱，上周再次实现净投放 190 亿元），但这只是为了缓解短期流动性压力而采取的政策，很难理解为是货币政策松动的信号。从外汇占款看，6 月份规模 2773 亿元，较 5 月份减少 991 亿元，结合贸易顺差规模 6 月份的显著扩大以及人民币对美元汇率 6 月份的表现，国际资本流入带来的外部流动性压力短期略有减弱，但未来仍存在一定压力。在目前的情况下，央行既要防范热钱和到期资金所带来的流动性过剩问题，同时又有防范由于回收流动性造成的市场资金紧张问题，因此央行政策较难大幅调整政策方向，预计更多将采用微调的手段。

图 10：月度外汇占款规模

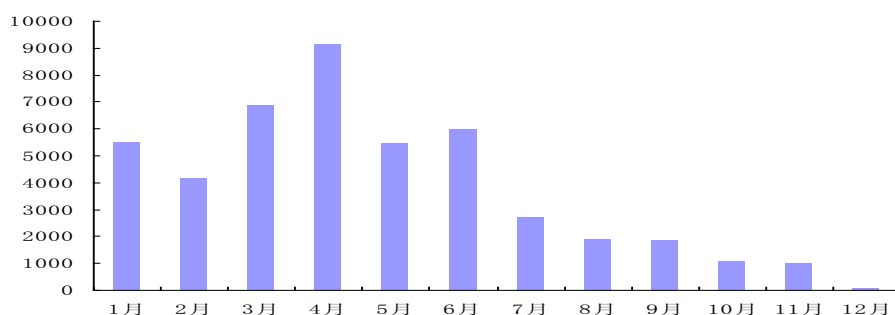
单位：亿元



数据来源：根据 WIND 资讯数据整理。

图 11：今年公开市场月度到期资金规模

单位：亿元



数据来源：WIND

银监会监管：控制平台贷款风险、规范理财产品服务、完善公司治理结构

银监会在2011年第三次经济金融形势通报分析会上提出深入推进平台贷款风险防控不动摇；同时进一步加强房地产信贷风险防控，积极支持保障性安居工程建设。我们认为监管政策的进一步落实有利于控制平台贷款风险、推进平台整改和规范。

根据相关信息，6月末银行理财资金余额为3.57万亿，占同期存款余额为4.5%。央行肯定了银行理财对拓宽居民投资渠道、改进商业银行经营模式的积极作用；同时也强调在操作规范、信息透明、期限匹配等方面仍需加强。目前银行理财产品设计还是存在一些缺陷，如预期收益率不及实际收益率、募集资金投向风险披露不够充分等等；过快的增长速度加剧了银行资金表外化的风险，同时也使得传统信贷控制目标（M2、新增信贷）部分失效，不利于宏观金融稳定；近期银监会要求商业银行规范资产池类、委托贷款等理财产品业务，不得通过短期化和违规提高收益率等手段变相高息揽储。我们认为银行理财产品未来需在规范中发展。

银监会近期发布《商业银行公司治理指引(征求意见稿)》，主要内容既涵盖规范公司治理架构和治理主体职责边界的制衡机制，又创新性地纳入发展战略和价值准则及社会责任、风险管理与内部控制、激励约束机制、信息披露等公司治理运行机制的主要内容。我们对此指示的解读是：国内上市银行目前都建立了较为规范的公司治

理框架，该指引可以进一步细化和完善公司治理结构，提高商业银行运营效率；在与国际大型商业银行接轨的过程中提高综合竞争力。

4、投资策略

银行业业绩较为稳定，估值具有安全边际，维持行业的“增持”评级。在通胀高点尚未回落、紧缩政策预期依然存在、资金面维持偏紧态势的宏观环境下，股价大幅上行缺乏催化剂，市场对于地方融资平台风险控制的隐忧也将成为股价的扰动项；预计 8 月份中报披露期将是股价的表现窗口。长期看好业绩增速较快的股份制银行，建议关注息差弹性较大、零售业务具有先发优势的招商银行，微小企业业务有较强定价能力、具有估值优势的民生银行；此外还可关注中期业绩增长良好、资本补充到位和业务转型空间较大的深发展和浦发银行。

表 2：上市银行盈利预测及估值

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
工商银行	4.2	推荐	0.48	0.58	0.71	0.85	8.75	7.24	5.92	4.94
建设银行	4.66	推荐	0.56	0.70	0.86	1.03	8.32	6.66	5.41	4.51
交通银行	4.73	推荐	0.73	0.90	1.08	1.27	6.48	5.27	4.39	3.72
招商银行	12.05	推荐	1.23	1.66	2.19	2.81	9.80	7.26	5.50	4.30
中信银行	4.35	推荐	0.55	0.72	0.90	1.08	7.91	6.04	4.83	4.02
民生银行	5.32	推荐	0.66	0.89	1.16	1.48	8.06	5.97	4.59	3.59
浦发银行	9.22	推荐	1.03	1.35	1.73	2.16	8.95	6.83	5.34	4.27
华夏银行	10.08	推荐	1.2	1.63	2.12	2.65	8.40	6.18	4.75	3.80
深发展	16.85	推荐	1.8	2.48	3.06	3.61	9.36	6.78	5.51	4.67
北京银行	9.47	推荐	1.09	1.35	1.62	1.90	8.69	7.01	5.84	4.99
南京银行	8.53	推荐	0.9	1.14	1.44	1.73	9.48	7.46	5.92	4.94

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。