

日期：2011 年 8 月 1 日
行业：银行业



郭敏, CFA
021-53519888-1920
guomin@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120028

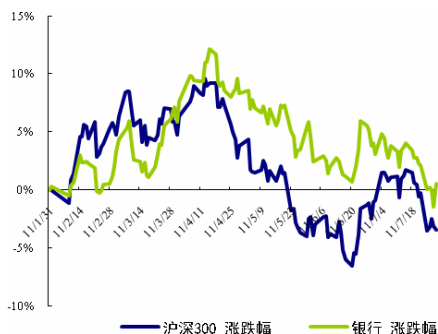
货币供应量(11 年 6 月)

M1 (万亿) 27.47
增长率 (%) 13.10
M2 (万亿) 78.08
增长率 (%) 15.90

行业信贷数据(11 年 6 月)

存款 (万亿) 78.64
增长率 (%) 17.60
贷款 (万亿) 50.40
增长率 (%) 16.90

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: GM11-MIT07

相关报告:

靓丽业绩或成为股价催化剂因素

——2011 年 8 月银行业投资策略

■ 主要观点:

货币供应量保持低位增长

偏紧货币政策初见成效, M1、M2 增速保持低位。新增中长期贷款占比持续下降。单月季末存款的快速增长并不能反映存款分流趋势的改变, 预计储蓄存款分流趋势将延续。

央行完全对称性加息利于银行息差

7 月份央行对称性加息好于我们的预期, 据测算可提升 11 年 3-4BP, 12 年 6-7BP。利率敏感型银行、中小企业贷款为主的银行更有望受益。

预计未来货币政策紧缩延续, 加息的可能性增大

未来 CPI 仍将维持在高位, 紧缩货币政策将延续。但在紧缩政策方式上, 我们倾向于认为价格手段如加息将成首选, 而数量型手段如上调准备金率空间不大。

预计银行中期业绩增长 30.9%

我们预计上市银行中期业绩增长 30.9%。其中深发展、农业银行和浦发银行增长较快, 分别为 53.2%、45.3%和 45.2%。中期业绩的稳定快速增长是估值修复的重要催化剂因素。

7 月受再融资拖累, 整体略跑输大盘

受招商银行再融资拖累, 市场对银行股未来再融资存担忧, 使银行在 7 月略跑输大盘 1 个百分点。短期内, 仅深发展和交通银行资本充足率较低。明年随着业务发展, 四大行和部分股份制银行有继续融资的需求。

投资建议:

评级未来十二个月内, 银行业: 有吸引力

目前行业的平均估值分别对应 11 年 1.35 倍市净率、7.55 倍市盈率水平。我们认为目前中国经济硬着陆概率较低, 目前的估值反映了较悲观的预期, 在银行股良好业绩驱动下, 估值有进一步修复的要求。8 月建议关注估值水平较低的浦发银行。

数据预测与估值:

银行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	代码	股价	EPS			PBR			PER	投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
深发展	000001	17.34	1.23	2.54	3.13	2.65	1.43	1.18	6.83	大市同步
浦发银行	600000	9.40	1.03	1.35	1.61	1.43	1.20	1.02	6.98	跑赢大市
民生银行	600016	5.44	0.66	0.84	1.01	1.40	1.21	1.05	6.45	跑赢大市
招商银行	600036	12.35	1.19	1.60	1.90	1.99	1.83	1.49	7.73	跑赢大市
兴业银行	601166	13.36	1.72	2.06	2.41	1.57	1.31	1.10	6.48	大市同步
交通银行	601328	4.81	0.63	0.89	1.04	1.34	1.05	0.91	5.43	大市同步
南京银行	601009	8.79	0.78	1.03	1.31	1.39	1.23	1.07	8.54	跑赢大市
工商银行	601398	4.25	0.47	0.58	0.69	1.81	1.52	1.29	7.29	大市同步
北京银行	601169	9.74	1.09	1.17	1.44	1.43	1.16	1.02	8.35	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2011 年 7 月 31 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、7 月份行业市场动态概述

1、货币供应量增速保持低位

货币增速回落。6 月末，广义货币(M2)余额 78.08 万亿元,同比增长 15.9%，比上月末高 0.8 个百分点，比上年末低 3.8 个百分点；狭义货币(M1)余额 27.47 万亿元,同比增长 13.1%，比上月末高 0.4 个百分点，比上年末低 8.1 个百分点；流通中货币(M0)余额 4.45 万亿元,同比增长 14.4%。

新增中长期贷款占比下降。6 月末，人民币贷款余额 51.40 万亿元，同比增长 16.9%，分别比上月末和上年末低 0.2 和 3.0 个百分点。上半年人民币贷款增加 4.17 万亿元，同比少增 4497 亿元。分部门看，住户贷款增加 1.46 万亿元，其中，短期贷款增加 5965 亿元，中长期贷款增加 8588 亿元；非金融企业及其他部门贷款增加 2.70 万亿元，6 月份人民币贷款增加 6339 亿元，同比多增 207 亿元。新增中长期贷款持续下降，而短期流动性贷款增长明显。

图 1 货币供应量增速回落

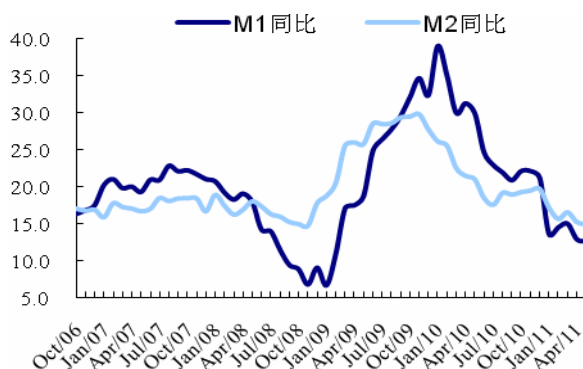
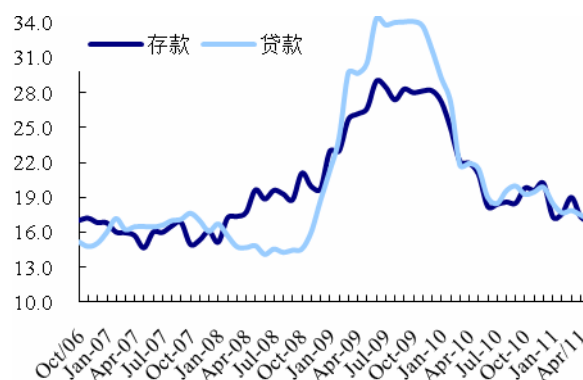


图 2 信贷回落至平均区间



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

半年末存款增速较快。6 月末，人民币存款余额 78.64 万亿元，同比增长 17.6%，比上月末高 0.5 个百分点，比上年末低 2.6 个百分点。上半年人民币存款增加 7.34 万亿元，同比少增 1846 亿元。其中，住户存款增加 3.28 万亿元，非金融企业存款增加 1.64 万亿元，财政性存款增加 9748 亿元。6 月份人民币存款增加 1.91 万亿元，同比多增 5685 亿元。

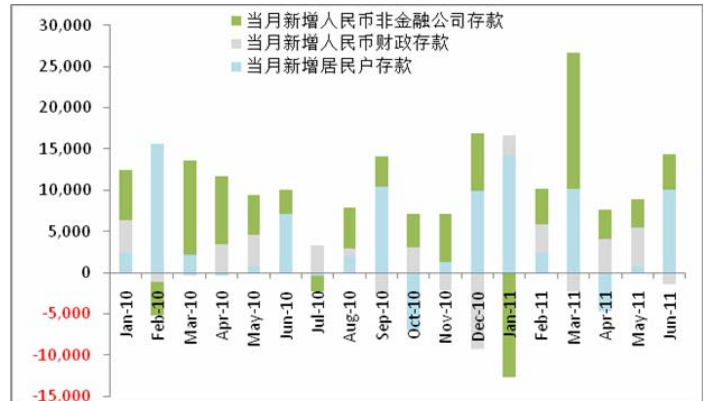
由于半年末银行考核因素，新增存款明显增多，从单月来看，并不能说明目前储蓄存款分流趋势的变化。随着理财产品的增长，储蓄存款分流之势较难改变。

图 3 新增中长期贷款占比回落



数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

图 4 新增存款回升

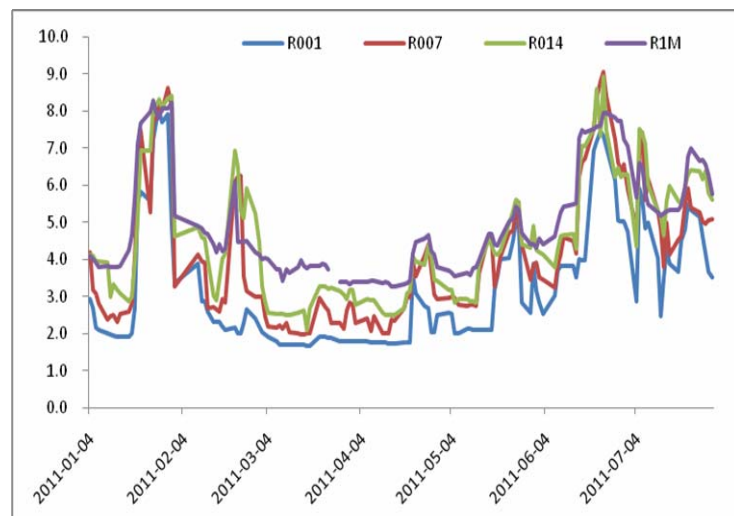


数据来源：中国人民银行，上海证券研究所

2、货币市场利率保持高位

7月银行间质押式回购利率保持高位，资金面仍趋紧。预计短期内，为了控制通胀，未来的货币政策仍将保持较紧的态势。货币市场资金短期内将保持较高位置。

图 5 银行间质押式回购利率保持高位



数据来源：Wind，上海证券研究所

3、对称性加息利好息差

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，一年期存贷款基准利率分别上调0.25个百分点。

表 1 央行利率调整幅度

	调整前	调整后	上调幅度
一、城乡居民和单位存款			

(一) 活期存款	0.50	0.50	0bp
(二) 整存整取定期存款			
三个月	2.85	3.1	25bp
半年	3.05	3.3	25bp
一年	3.25	3.5	25bp
二年	4.15	4.4	25bp
三年	4.75	5	25bp
五年	5.25	5.5	25bp
二、各项贷款			
六个月	5.85	6.1	25bp
一年	6.31	6.56	25bp
一至三年	6.4	6.65	25bp
三至五年	6.65	6.9	25bp
五年以上	6.8	7.05	25bp

资料来源：央行，上海证券研究所

对称加息方式好于预期。此次加息是完全对称性加息，且活期存款利率不变。加息方式好于我们之前非对称加息的预期。

重新定价因素使息差提升在 11 年下半年和 12 年逐渐体现。由于银行资产负债的重新定价因素，此次加息对息差的效应将在 11 年下半年和 12 年逐渐体现。我们测算，对 11 年息差平均可贡献 3-4BP 的提升，对 12 年息差平均可贡献 6-7BP 的提升。11 年、12 年共可提升息差 9-10BP。

利率敏感型银行收益较大。利率敏感型银行如招商银行提升幅度较大。此外，资产重新定价日期较快，负债重新定价较慢，活期存款占比高的上市银行将受益更大。我们测算对招商银行、建设银行和中信银行整体影响较大，分别可提升息差 11.2BP、11.2BP 和 10.8BP。

中小企业贷款为主的银行，利率上浮幅度大，且重新定价快，息差提升幅度更大。以中小企业贷款为主的银行，特别是以小企业贷款为主的银行，其议价能力强，贷款上浮幅度高，且期限结构偏短，重新定价时间较快，很多贷款可以实现每月重新定价。对于这些银行来说，按照基准利率上浮的贷款利率可比原来更高。如贷款上浮 30%-50% 的中小企业贷款，加息后比原先贷款利率提升 32.5BP-37.5BP，存贷差扩大幅度更加明显。因此，以小企业贷款为主的银行如民生银行、南京银行、宁波银行有望更加受益于加息。

表 2 加息对各个银行息差影响分析

	工行	北京	华夏	建行	民生	南京	宁波	浦发	深发展	兴业	招商	中行	中信
对 2011 年息差影响（按到期结构分析）													
贷款收益上升	3.2	2.7	3.3	5.0	8.2	1.7	3.0	1.0	6.0	5.9	7.0	4.6	7.4
存款成本上升	1.7	1.9	0.8	1.1	2.6	2.5	1.5	0.7	4.2	2.1	2.3	2.4	3.0
债券收益上升	8.6	1.8	1.1	1.4	2.4	1.5	1.4	0.2	1.8	1.3	2.1	2.2	3.5
合计	4.0	1.7	3.7	3.1	4.9	2.7	2.4	2.9	2.0	2.8	3.7	1.6	4.3

对 2012 年息差影响（按到期结构分析）

贷款收益上升	21.8	22.1	25.0	19.9	16.6	17.9	19.2	23.6	18.6	18.9	17.6	20.2	17.4
存款成本上升	8.6	8.4	12.5	7.1	10.8	9.9	8.0	11.8	12.2	7.3	7.7	9.6	9.3
债券收益上升	5.4	13.1	10.0	13.2	14.2	13.2	11.1	7.8	13.9	13.6	13.2	11.8	15.5
合计	6.7	8.4	6.5	8.0	4.3	4.2	6.2	6.5	4.3	7.6	7.5	6.9	6.5

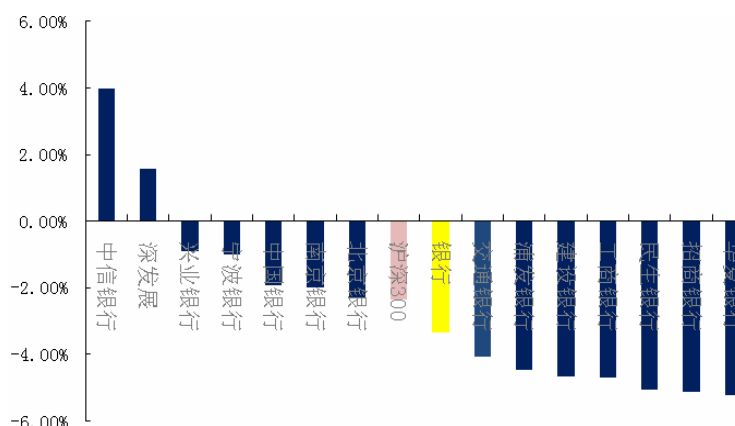
资料来源：公司报告，上海证券研究所

二、7 月银行业股票的市场走势

受招商银行再融资影响，市场对银行再融资担忧。按照国内版巴 III 的要求，目前还须股权融资需求的银行为深发展和交通银行（如被认定为系统重要银行）。但在明年随着业务的不断发展，四大行包括一部分股份制银行仍有融资需求。

截至 7 月 31 日，银行股表现弱于沪深 300，板块指数小幅下跌为 3.33%，同期沪深 300 指数跌幅为 2.36%。中信银行、深发展实现了正收益，同期涨幅分别为 3.99%、1.58%，而华夏银行、招商银行和民生银行分别下跌为 5.24%、5.15%和 5.06%。

图 6 上市银行股 5 月份市场表现



数据来源：上海证券研究所

三、行业中期趋势的展望

1、短期货币政策偏紧，加息可能性较大

预计在食品因素的影响下，短期 CPI 不排除继续走高，短期内货

币政策紧缩的态势将很难有所改变。

从紧缩货币政策方面，一方面，由于目前存款准备率处在 21.5% 的历史高位，银行在资金面上处于非常紧张的状态下，未来继续上调存款准备金率的概率降低；另一方面，作为价格调控手段的加息的概率正在上升，随着 CPI 的不断创新高，负利率状况需要有所改变，加息是改变负利率状况的最优方式。

从今年 3 次加息的方式来看，前两次加息对银行息差的影响为中性，最后一次为对称加息对银行息差有正面贡献作用。考虑到之前的加息方式，我们认为未来加息方式倾向于对称加息或略利好银行息差的非对称加息方式概率加大。如央行在三季度加息，我们认为央行采取的是中性甚至将采用偏正面的加息方式。

2、中报业绩有望增长 30%

我们预计银行中报增长将达到 30.9% 左右。深发展、农业银行、浦发银行等增长较快，分别增长 53.2%、45.3% 和 45.2%。银行确定性的中报增长将是估值修复的重要催化剂因素。

表 3 上市银行中报业绩前瞻

	2010H	2011HE	YOY
深发展 A	0.59	0.91	53.19%
浦发银行	0.49	0.71	45.17%
华夏银行	0.44	0.58	31.04%
民生银行	0.33	0.44	32.65%
招商银行	0.61	0.84	37.09%
兴业银行	0.81	1.08	33.17%
农业银行	0.14	0.21	45.29%
交通银行	0.33	0.42	28.05%
工商银行	0.24	0.31	25.81%
光大银行	0.17	0.23	36.12%
建设银行	0.28	0.37	29.71%
中国银行	0.19	0.24	24.81%
中信银行	0.24	0.32	29.57%
宁波银行	0.44	0.49	12.45%
南京银行	0.40	0.54	33.76%
北京银行	0.63	0.72	14.76%
总计			30.92%

数据来源：公司报告,上海证券研究所

四、6 月行业评级、策略及重点股票

截至 7 月 31 日, A/H 溢价指数为 0.94, A 股银行较 H 股折价 6%, 折价率保持大体稳定。银行股 PB/全部 A 股 PB 为 0.67, 银行股 PE/全部 A 股 PE 为 0.55, 折价水平处在历史较低水平, 估值修复将有望延续。

图 7 银行 A/H 溢价指数有所回升



数据来源: 上海证券研究所

图 8 估值折价率率较高 (银行股 PB/全部 A 股 PB 折价率)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

■ 相对收益可期

目前行业的平均估值分别对应 11 年 1.35 倍市净率、7.55 倍市盈率水平, 估值仍较吸引力。我们认为短期内地方融资平台贷款的风险不大, 长期来看, 虽然会造成银行不良率的上升, 但不会对银行报表产生实质性的影响。目前银行的估值水平处在历史低位, 具备长期投资价值, 未来有向上修复的预期。8 月份随着银行中报公布, 较快的利润增长可能是股价的一个催化剂因素。

■ 重点关注公司

8 月份, 建议重点关注估值水平偏低的浦发银行 (600000.SS)。

表 4 银行股相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	7/31 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
深发展 A	000001	RMB	17.34	1.23	2.54	3.13	14.14	6.83	5.54	6.54	12.16	14.66	2.65	1.43	1.18
浦发银行	600000	RMB	9.40	1.03	1.35	1.61	9.14	6.98	5.84	6.59	7.81	9.25	1.43	1.20	1.02
华夏银行	600015	RMB	10.30	0.87	1.10	1.34	11.78	9.40	7.70	5.18	7.99	9.06	1.99	1.29	1.14
民生银行	600016	RMB	5.44	0.66	0.84	1.01	8.27	6.45	5.39	3.90	4.49	5.19	1.40	1.21	1.05
招商银行	600036	RMB	12.35	1.19	1.60	1.90	10.34	7.73	6.50	6.21	6.76	8.28	1.99	1.83	1.49
兴业银行	601166	RMB	13.36	1.72	2.06	2.41	7.78	6.48	5.54	8.53	10.18	12.11	1.57	1.31	1.10
农业银行	601288	RMB	2.68	0.29	0.39	0.46	9.17	6.86	5.79	1.67	1.90	2.18	1.61	1.41	1.23
交通银行	601328	RMB	4.81	0.63	0.89	1.04	7.62	5.43	4.62	3.60	4.58	5.31	1.34	1.05	0.91

工商银行	601398	RMB	4.25	0.47	0.58	0.69	8.98	7.29	6.15	2.35	2.79	3.31	1.81	1.52	1.29
光大银行	601818	RMB	3.26	0.32	0.44	0.54	10.31	7.44	6.04	2.01	2.32	2.70	1.62	1.40	1.21
建设银行	601939	RMB	4.71	0.54	0.70	0.82	8.73	6.73	5.71	2.79	3.28	3.85	1.69	1.44	1.22
中国银行	601988	RMB	3.08	0.37	0.46	0.54	8.23	6.65	5.69	2.31	2.65	3.06	1.33	1.16	1.01
中信银行	601998	RMB	4.69	0.49	0.57	0.69	9.66	8.20	6.80	2.71	3.68	4.23	1.73	1.27	1.11
宁波银行	002142	RMB	10.77	0.81	0.94	1.15	13.38	11.49	9.37	5.51	6.26	7.18	1.96	1.72	1.50
南京银行	601009	RMB	8.79	0.78	1.03	1.31	11.29	8.54	6.71	6.34	7.17	8.22	1.39	1.23	1.07
北京银行	601169	RMB	9.74	1.09	1.17	1.44	8.92	8.35	6.76	6.83	8.37	9.52	1.43	1.16	1.02
大银行平均							8.55	6.59	5.59				1.55	1.32	1.13
中型银行平均							10.18	7.44	6.17				1.80	1.37	1.16
城商行平均							11.19	9.46	7.61				1.59	1.37	1.20
平均							9.86	7.55	6.26				1.68	1.35	1.16

资料来源：公司报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。