

M1 增速回落，新增票据增加

中性维持

投资要点:

- M1 增速回落至 11.6%，企业经济活力锐减
- 新增存贷款下降
- 银行 8 月以防守为主，进攻在四季度

报告摘要:

- **M1 增速回落至 11.6%**。7 月末，M2 余额 77.29 万亿元，同比增长 14.7%，分别比上月末和上年同期低 1.2 和 2.9 个百分点；M1 余额 27.06 万亿元，同比增长 11.6%，分别比上月末和上年同期低 1.5 和 11.3 个百分点。企业经济活力锐减，远低于 2009 年和 2010 年水平，是信贷紧缩的结果，也预示着经济增速放缓。
- **新增贷款 4926 亿元，低于市场预期**。7 月末，本外币贷款余额 55.13 万亿元，同比增长 16.7%。人民币贷款余额 51.90 万亿元，同比增长 16.6%，分别比上月末和上年同期低 0.3 和 1.8 个百分点。当月人民币贷款增加 4926 亿元，同比少增 252 亿元。
- **存款环比大幅缩减**。6 月份，新增存款 1.91 万亿元，其中居民户存款增加 9965 亿，与理财产品季度末销售有关。而这些理财产品在 7 月份不计入存款，有相当一部分在表外，是存款减少的一个原因；同时，持续的负利率，存款流出银行体系也是必然选择，理财产品的销售火爆自然吸引了存款。
- **7 月板块跑输指数**。银行指数 7 月份下跌 3.59%，上证综指下跌 2.18%，银行指数跑输大盘。从个股涨跌幅看，中信银行和深发展银行上涨 3.99% 和 1.58%，其他股票都下跌，华夏银行和招商银行跌幅居前。
- **投资建议和组合**。8 月重点股票组合：农业银行、工商银行、建设银行、华夏银行。策略上以防守为主。

重点公司	股价	10EPS	11EPS	11BVPS	12BVPS	评级
工商银行	4.14	0.47	0.57	2.75	3.19	增持
农业银行	2.62	0.29	0.38	2.00	2.39	增持
建设银行	4.53	8.40	7.09	1.42	1.25	增持
华夏银行	10.00	0.75	1.20	1.20	59.29	增持

银行行业研究组

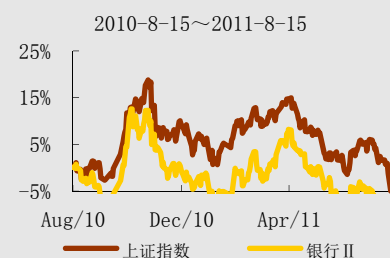
分析师:

张继袖 (S1180511010006)

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	16
总市值 (亿元)	58454
流通市值 (亿元)	28692
重点公司 (家)	16
重点公司占行业市值比重	100%

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*华夏银行：中报业绩超预期——中报点评*600015*银行*张继袖》，2011.8
- 2 《宏源证券*行业研究*银行业：中报业绩前瞻**银行*张继袖》，2011.7
- 3 《宏源证券*公司研究*银行业：配股补充核心资本*600036*银行*张继袖》，2011.7
- 4 《宏源证券*行业研究*银行业：社会融资总量数据点评**银行*张继袖》，2011.7

目录

一、金融数据分析	4
(一) M1 增速回落至 11.6%	4
(二) 贷款增速回落	5
(三) 存款环比大减	7
(四) 银行间市场交易活跃，利率上升	8
二、行业 7 月跑输大盘	9
(一) 月度行业和个股涨跌幅	9
(二) 估值	10
三、投资建议和组合	13

插图

图 1: M1 增速低于 M2 增速约 3.1 个百分点.....	4
图 2: M0 增速至 14.3%，基本与 6 月持平.....	4
图 3: 准货币增速比 6 月下降 0.9%.....	5
图 4: 存量贷款中信贷结构需要继续优化.....	6
图 5: 新增贷款结构票据融资占比提高.....	6
图 6: 新增贷款结构中居民户贷款占比下降.....	6
图 7: 6 月理财产品销售短期增加了季末存款.....	7
图 8: 企业存款增速 31.7%，维持高位.....	7
图 9: 定期存款占比继续在 57% 以上.....	8
图 10: 银行间利率上行.....	8
图 11: 一级行业 7 月份涨跌幅.....	9
图 12: 上市银行 7 月涨幅.....	9
图 13: 银行市值与上证市值走势.....	10
图 14: 银行板块成交金额占比上证指数.....	10
图 15: 银行板块与上证指数估值差.....	11
图 16: 银行板块估值历史.....	11

表格

表 1: 上市银行盈利预测.....	12
表 2: 上市银行估值.....	12
表 2: 8 月重点股票.....	13

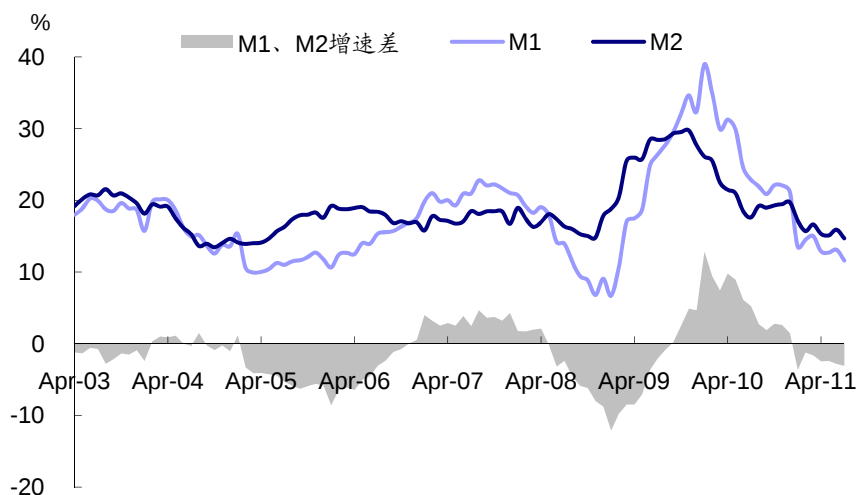
一、金融数据分析

(一) M1 增速回落至 11.6%

7 月末, M2 余额 77.29 万亿元, 同比增长 14.7%, 分别比上月末和上年同期低 1.2 和 2.9 个百分点; M1 余额 27.06 万亿元, 同比增长 11.6%, 分别比上月末和上年同期低 1.5 和 11.3 个百分点; M0 余额 4.52 万亿元, 同比增长 14.3%。当月净投放现金 705 亿元, 同比多投放 67 亿元。上半年净回笼现金 110 亿元。

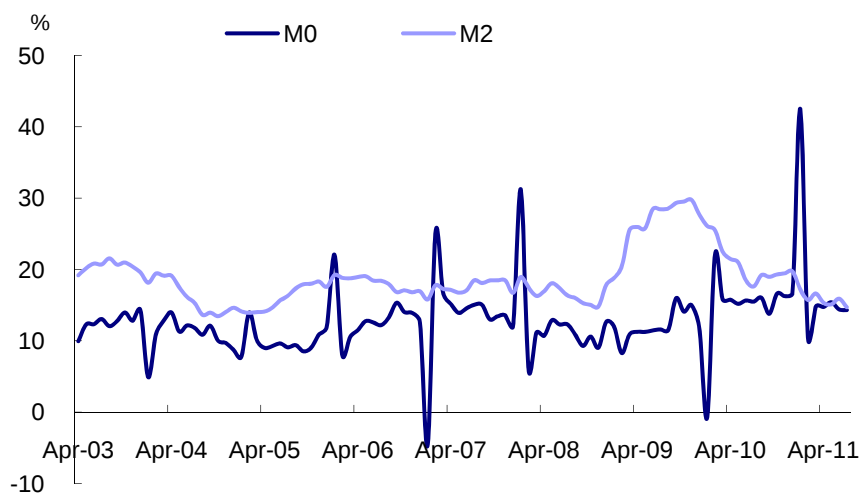
M1 增速回落至 11.6%, 企业经济活力锐减, 远低于 2009 年和 2010 年水平, 是信贷紧缩的结果, 也预示着经济增速放缓。

图 1: M1 增速低于 M2 增速约 3.1 个百分点

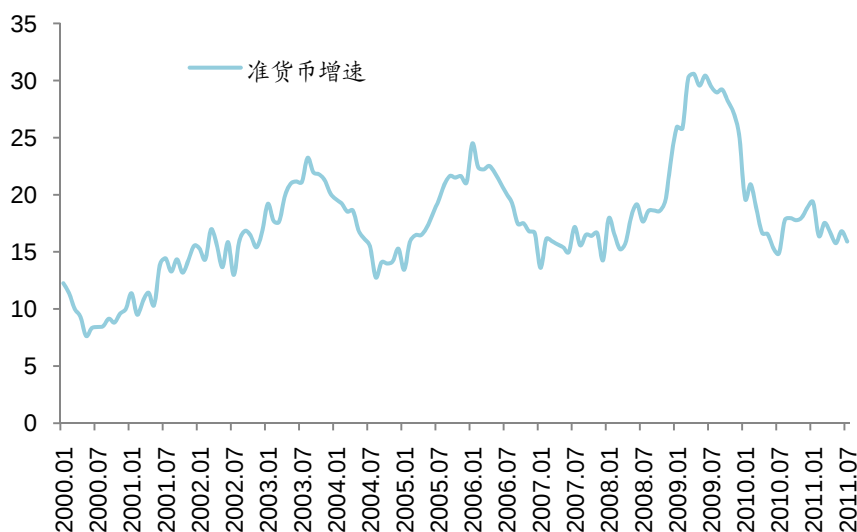


资料来源: 央行, 宏源证券

图 2: M0 增速至 14.3%, 基本与 6 月持平



资料来源: 央行, 宏源证券

图 3: 准货币增速比 6 月下降 0.9%


资料来源: 央行, 宏源证券

(二) 贷款增速回落

7 月末, 本外币贷款余额 55.13 万亿元, 同比增长 16.7%。人民币贷款余额 51.90 万亿元, 同比增长 16.6%, 分别比上月末和上年同期低 0.3 和 1.8 个百分点。当月人民币贷款增加 4926 亿元, 同比少增 252 亿元。

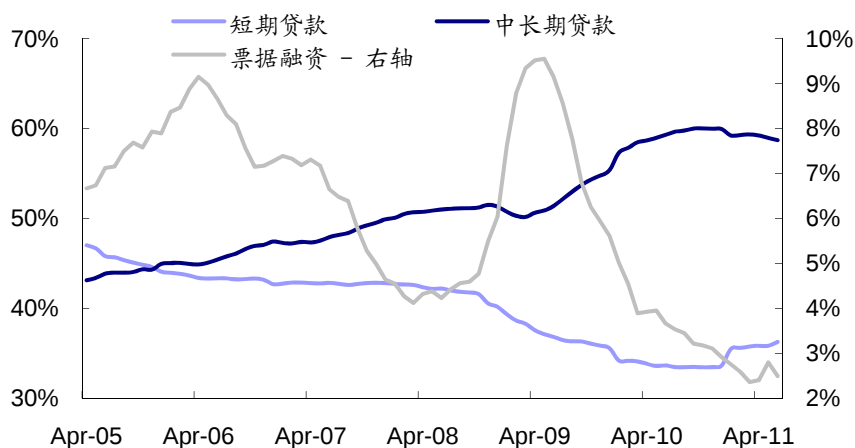
分部门看, 住户贷款增加 1762 亿元, 其中, 短期贷款增加 541 亿元, 中长期贷款增加 1221 亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 3157 亿元, 其中, 短期贷款增加 1313 亿元, 中长期贷款增加 1042 亿元, 票据融资增加 653 亿元。外币贷款余额 5020 亿美元, 同比增长 23.9%, 当月外币贷款增加 1 亿美元。

从期限看, 7 月份短期贷款增加 1854 亿, 环比少增 2044 亿元, 同比多增 1367 亿元; 中长期贷款增加 2263 亿, 环比多增 138 亿元, 同比少增 2271 亿元。新增贷款中, 中长期贷款占比提高到 45.94%, 环比提高 12.4 个百分点。

一个现象, 7 月份票据融资 653 亿元, 环比增加 2073 亿元, 同比增加 1089 亿元, 在新增贷款中占比为 13.3%, 大幅提高。在 2009 年初时, 银行由于看不清经济形势才大举进行票据业务, 此时票据业务又大举增长, 需要观察后续数据。

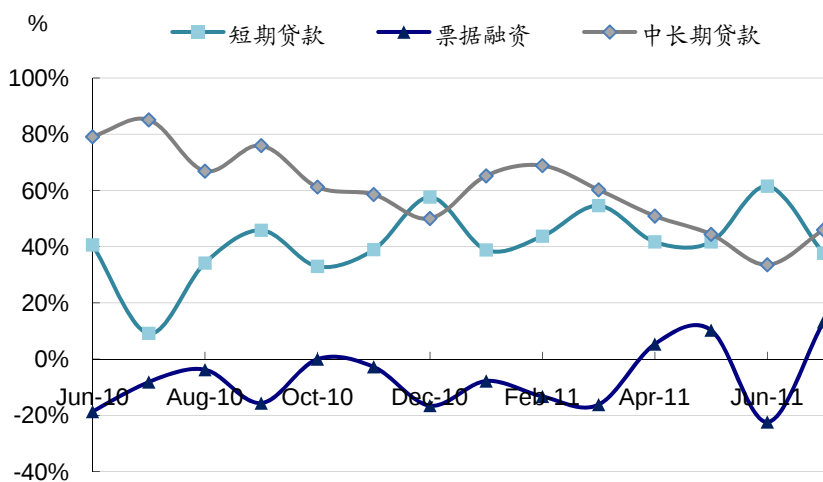
存量信贷中, 中长期贷款占比下降到 58.59%, 但距离 04 年以来的平均水平还有下调空间, 主要是 2009 年以来地方政府融资平台的中长期贷款投放较多造成的, 信贷结构不合理以及期限错配, 这样的信贷结构需要时间消化。7 月新增中长期贷款占比提高, 不利于信贷优化。

图 4: 存量贷款中信贷结构需要继续优化



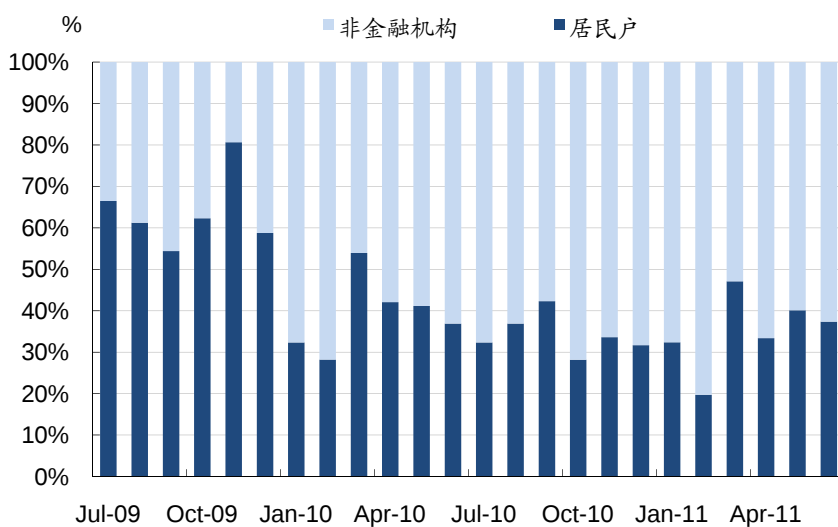
资料来源: 央行, 宏源证券

图 5: 新增贷款结构票据融资占比提高



资料来源: 央行, 宏源证券

图 6: 新增贷款结构中居民户贷款占比下降



资料来源: 央行, 宏源证券

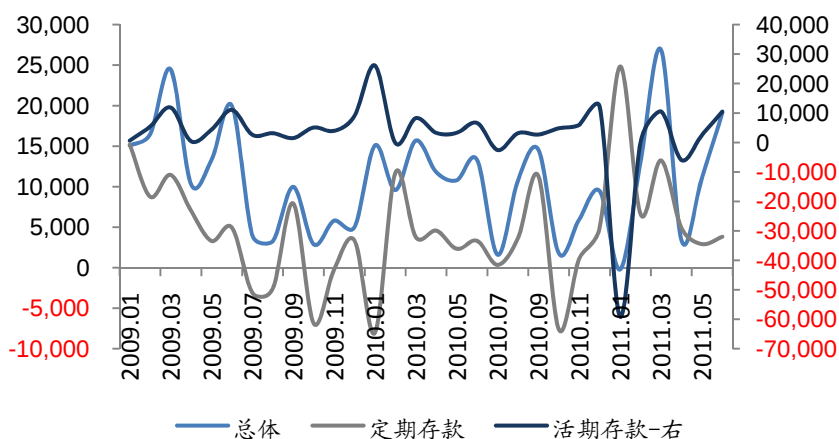
(三) 存款环比大减

7月末,本外币存款余额 79.57 万亿元,同比增长 16.1%。人民币存款余额 77.97 万亿元,同比增长 16.3%,分别比上月末和上年同期低 1.3 和 2.2 个百分点。当月人民币存款减少 6687 亿元,同比少增 8166 亿元。其中,住户存款减少 6656 亿元,非金融企业存款减少 4057 亿元,财政性存款增加 4592 亿元。外币存款余额 2477 亿美元,同比增长 12.3%,当月外币存款减少 87 亿美元。

6 月份,新增存款 1.91 万亿元,其中居民户存款增加 9965 亿,与理财产品季度末销售有关。而这些理财产品在 7 月份不计入存款,有相当一部分在表外,是存款减少的一个原因;同时,持续的负利率,存款流出银行体系也是必然选择,理财产品的销售火爆自然吸引了存款。

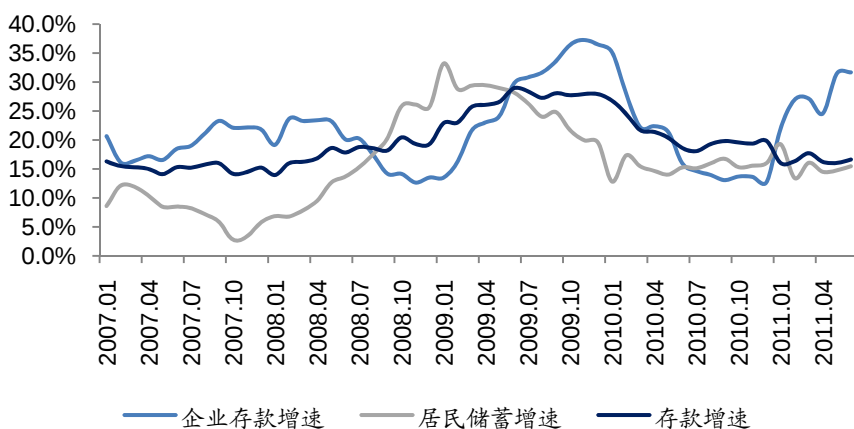
2007 年大牛市时,本外币活期存款占比高达 50%,而在 2008 年股市在 2000 点附近时,活期存款占比为 46%,目前活期存款占比 43%,主要是企业活期存款占比显著下降,经济乏力,也对净息差构成压力。预计短期内活期存款占比提升空间不大。

图 7: 6 月理财产品销售短期增加了季末存款



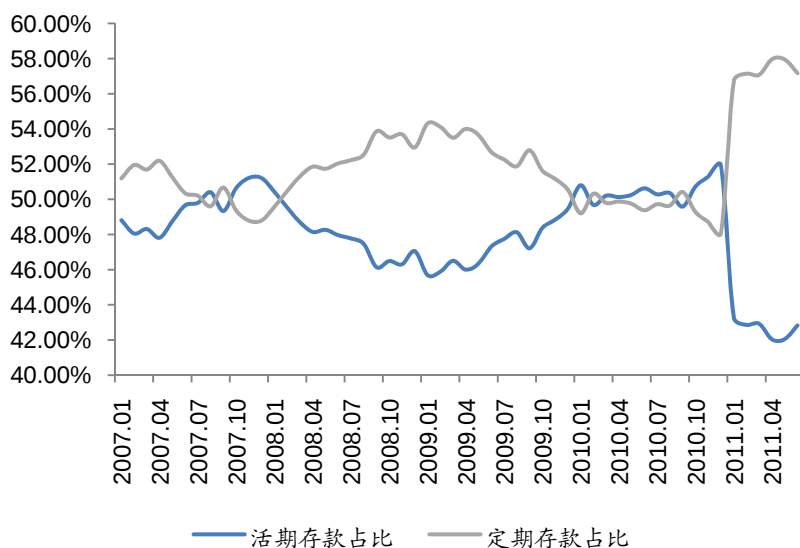
资料来源: 央行, 宏源证券

图 8: 企业存款增速 31.7%, 维持高位



资料来源: 央行, 宏源证券

图 9: 定期存款占比继续在 57% 以上



资料来源: 央行, 宏源证券

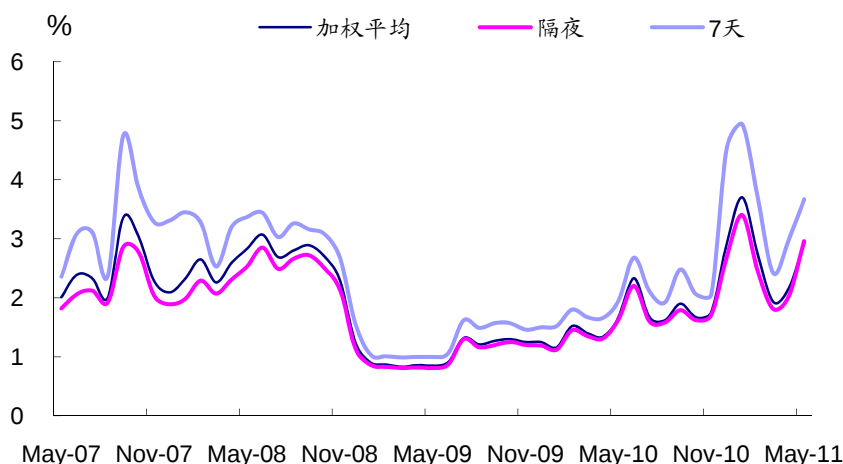
(四) 银行间市场交易活跃, 利率上升

7 月份银行间市场人民币交易累计成交 18.33 万亿元, 日均成交 8727 亿元, 日均同比多成交 893 亿元, 同比增长 11.4%。

7 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 4.44%, 比上月低 0.12 个百分点; 质押式债券回购月加权平均利率为 4.61%, 比上月低 0.33 个百分点。

银行间利率继续上行, 资金压力有增无减。在高企的通胀率、企业经济活力下降和流动性紧张之间, 央行货币政策面临着艰难的选择, M1 增速下降到了 11.6%, 验证了我们二季度以来对经济的悲观预期, 在通胀在维持高位情况下, 紧缩的货币政策微调的幅度十分有限, 不要将期望定的太高, 我们的观点, 政策还未见底, 企业盈利增速还未见底, 股市只能是在底部区域徘徊。

图 10: 银行间利率上行



资料来源: 央行, 宏源证券

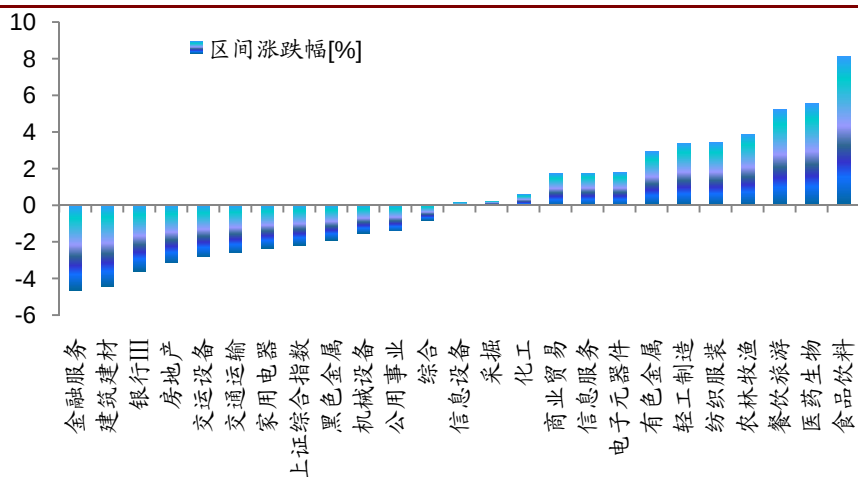
二、行业 7 月跑输大盘

（一）月度行业和个股涨跌幅

银行指数 7 月份下跌 3.59%，上证综指下跌 2.18%，银行指数跑输大盘。上半年，银行指数涨幅 2.21%，上证综指下跌 1.64%，银行跑赢大盘。和申万一级行业比，7 月份银行板块跌幅第二，仅好于建筑建材行业。从个股涨跌幅看，中信银行和深发展银行上涨 3.99%和 1.58%，其他股票都下跌，华夏银行和招商银行跌幅居前。

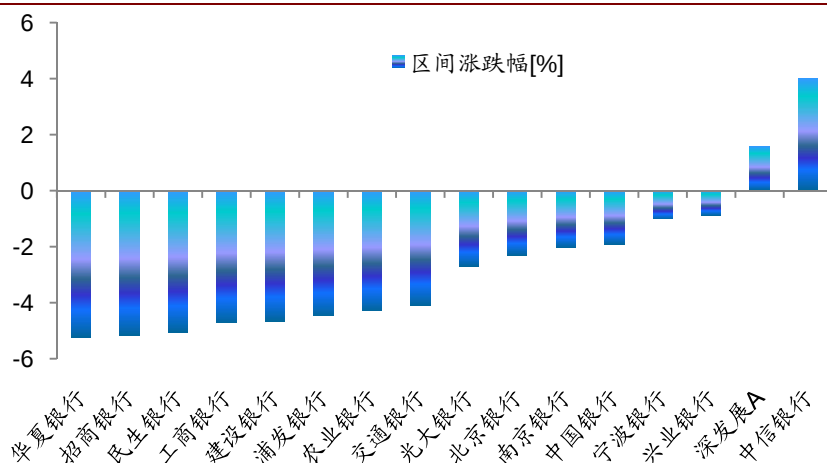
从银行板块市值变化看，截至 8 月 11 日，银行总市值占上证总市值的 28.64%，流通市值占比 20.82%，成交金额占上证指数 5.81%，继续维持低位，略好于 6 月。

图 11：一级行业 7 月份涨跌幅



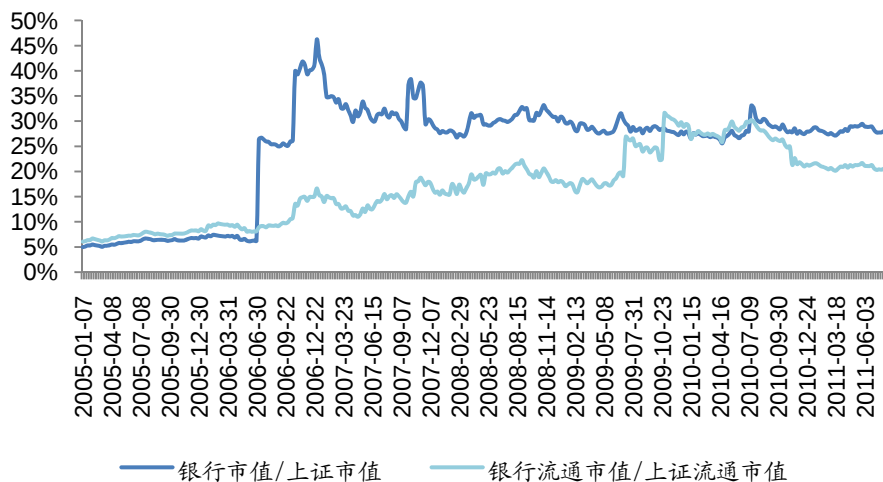
资料来源：wind，宏源证券

图 12：上市银行 7 月涨幅



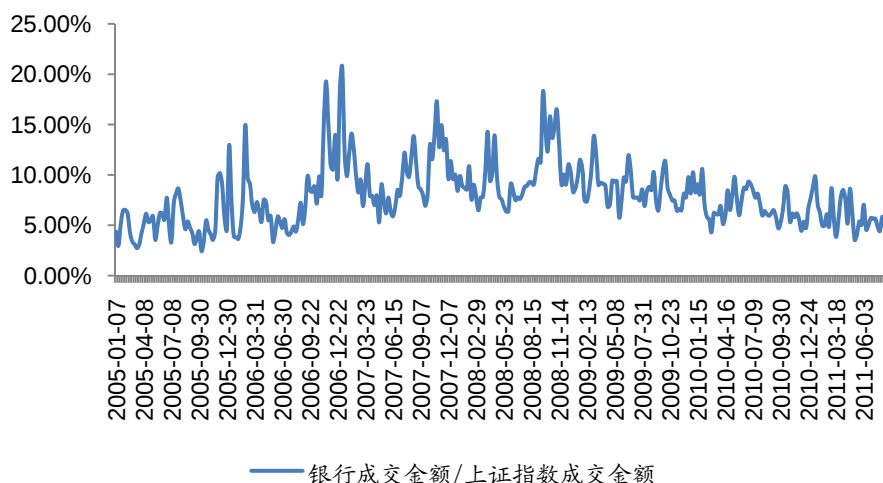
资料来源：wind，宏源证券

图 13: 银行市值与上证市值走势



资料来源: wind, 宏源证券

图 14: 银行板块成交金额占比上证指数



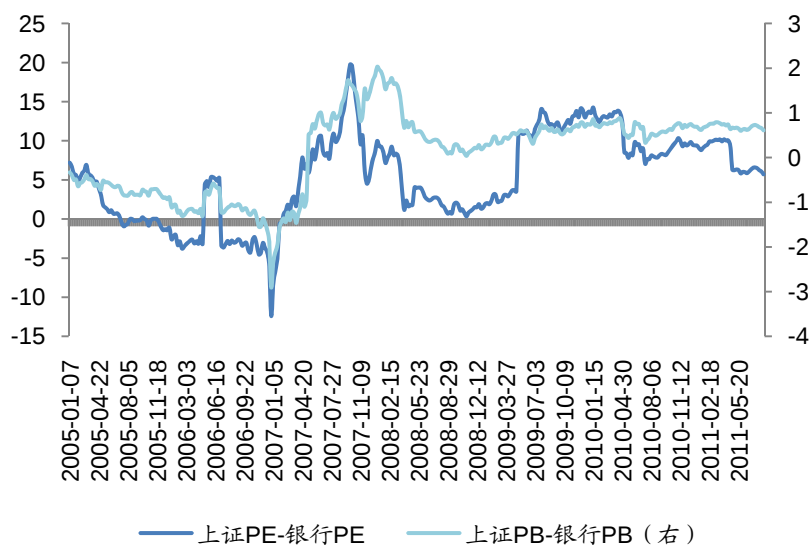
资料来源: wind, 宏源证券

(二) 估值

截至 8 月 11 日, 银行板块静态 PE 和 PB 分别是 8.56X 和 1.56X, 上证指数的 PE 和 PB 为 14.27X 和 2.17X, 银行估值仍然处在折价之中。

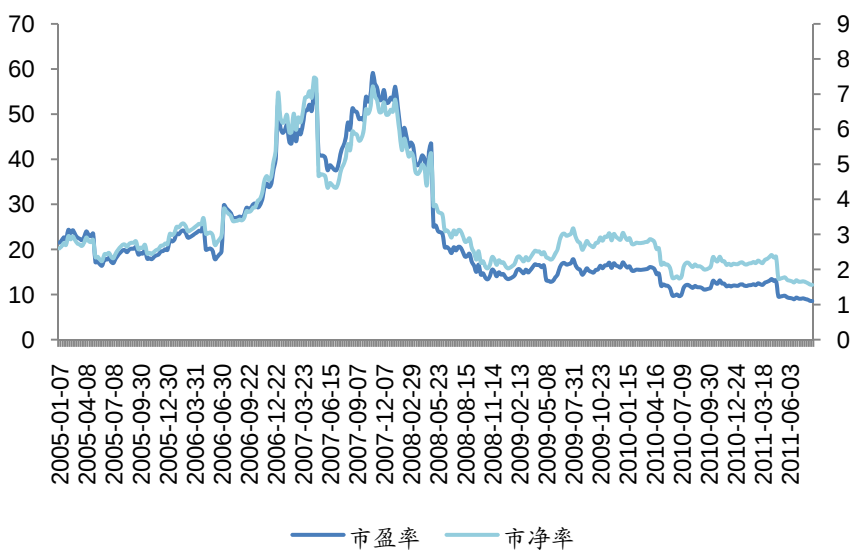
从银行估值历史看, 目前静态的 PB 和静态 PE 再次回到历史最低点, 从动态看, 保守估计行业 2011 年的净利润增长 25%, 2011 年行业 PE7.10 倍, PB 为 1.24 倍, 安全边际非常高。中长期看, 中国银行业利润增长维持在 10%水平是可以实现的, 10X 的行业 PE 也是合适的。

图 15: 银行板块与上证指数估值差



资料来源: wind, 宏源证券

图 16: 银行板块估值历史



资料来源: wind, 宏源证券

表 1: 上市银行盈利预测

	EPS				BVPS			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
深发展 A	0.98	1.23	1.92	2.40	4.00	6.54	11.82	14.13
宁波银行	0.51	0.81	1.05	1.44	3.38	5.52	6.38	7.48
浦发银行	0.71	1.03	1.39	1.71	3.64	6.59	8.07	8.02
华夏银行	0.75	1.20	1.20	1.51	6.06	7.11	9.23	10.50
民生银行	0.45	0.66	0.88	1.10	3.30	3.90	4.71	5.65
招商银行	0.85	1.19	1.56	1.97	4.30	6.21	7.53	9.08
南京银行	0.52	0.78	1.06	1.28	4.05	6.42	7.22	8.22
兴业银行	1.23	1.72	2.26	2.76	5.53	15.94	10.86	13.59
北京银行	0.90	1.09	1.21	1.55	6.03	6.83	8.48	9.74
交通银行	0.49	0.63	0.76	0.97	2.65	3.94	4.16	4.45
工商银行	0.37	0.47	0.57	0.71	1.93	2.35	2.75	3.19
建设银行	0.43	0.54	0.64	0.76	2.22	2.79	3.18	3.64
中国银行	0.29	0.37	0.45	0.55	1.84	2.31	2.60	2.93
中信银行	0.31	0.46	0.68	0.83	2.20	2.57	3.81	4.71
农业银行	0.20	0.29	0.38	0.46	1.06	1.67	2.00	2.39
光大银行	0.19	0.32	0.40	0.55	1.19	2.01	2.34	2.74

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 2: 上市银行估值

	收盘价	市盈率 (倍)				市净率(倍)			
	2011-8-9	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
深发展 A	16.03	16.33	13.07	8.35	6.68	4.01	2.45	1.36	1.13
宁波银行	9.91	19.61	12.31	9.44	6.86	2.93	1.79	1.55	1.32
浦发银行	8.87	12.52	8.63	6.37	5.17	2.43	1.35	1.10	1.11
华夏银行	9.75	12.94	8.12	8.11	6.47	1.61	1.37	1.06	0.93
民生银行	5.21	11.50	7.92	5.93	4.74	1.58	1.34	1.11	0.92
招商银行	11.51	13.62	9.64	7.38	5.85	2.68	1.85	1.53	1.27
南京银行	8.08	15.54	10.38	7.61	6.32	1.99	1.26	1.12	0.98
兴业银行	12.48	10.14	7.27	5.52	4.52	2.26	0.78	1.15	0.92
北京银行	9.04	9.99	8.28	7.47	5.84	1.50	1.32	1.07	0.93
交通银行	4.54	9.34	7.20	5.96	4.68	1.71	1.15	1.09	1.02
工商银行	4.10	11.13	8.66	7.14	5.78	2.12	1.74	1.49	1.28
建设银行	4.51	10.56	8.36	7.06	5.94	2.03	1.62	1.42	1.24
中国银行	2.94	10.15	7.86	6.58	5.35	1.59	1.27	1.13	1.00
中信银行	4.29	14.02	9.33	6.31	5.16	1.95	1.67	1.13	0.91
农业银行	2.59	12.94	8.87	6.77	5.58	2.45	1.55	1.29	1.08
光大银行	3.08	16.29	9.74	7.68	5.61	2.59	1.53	1.32	1.12
行业平均		12.91	9.10	7.10	5.66	2.22	1.50	1.24	1.07
国有大行平均		10.83	8.19	6.70	5.47	1.98	1.47	1.28	1.13
股份制银行平均		13.42	9.21	6.96	5.53	2.39	1.54	1.22	1.04
城商行平均		15.05	10.32	8.17	6.34	2.14	1.46	1.25	1.08

资料来源: 公司数据, 宏源证券

三、投资建议和组合

如我们预期，年报和一季报结束后，银行板块再度陷入低迷，尤其是6月份融资平台事件再次打压板块下了一个台阶。我们认为，目前压制行业的负面消息已基本反映在股价上，板块下跌空间有限，只要影响银行业盈利的驱动因素没有发生变化，即银行业业绩预期没有改变，板块将在2011年持续受到市场关注，但领涨大盘又缺乏催化剂，行业可以维持与大盘同步。我们坚持去年中期以来的观点：行业反转条件是信贷成本提高，原因很简单，市场担心银行体系的资产质量，必须对较低的信贷成本进行纠正，提高不良资产和不良率。美国近20年的金融行业发展史就是中国金融业的明天。

我们维持下半年策略观点：基于行业“转型”，我们长期看好工行、农行和建行，基于公司基本面变化和业绩驱动，推荐深发展。民生银行加息周期下半场还有机会，城商行异地扩张即将出文件规范，利好城商行板块，重点推荐宁波银行和南京银行。

我们7月的重点组合：深发展、宁波银行、民生银行和南京银行，在7月涨幅为1.58%、-1.01%、-2.01%和5.06%，银行指数下跌了3.59%，只有民生银行没有跑赢指数，我们认为主要是上半年民生银行股价表现较好，7月经受了大幅调整所致。

8月重点股票组合：农业银行、工商银行、建设银行、华夏银行。策略上以防守为主。

表3：8月重点股票

重点公司	股价	10EPS	11EPS	11BVPS	12BVPS	评级
工商银行	4.14	0.47	0.57	2.75	3.19	增持
农业银行	2.62	0.29	0.38	2.00	2.39	增持
建设银行	4.53	8.40	7.09	1.42	1.25	增持
华夏银行	10.00	0.75	1.20	1.20	59.29	增持

资料来源：宏源证券

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行行业研究员, 南开大学会计学博士。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。