

M1 底部徘徊，耐心等待

中性维持

投资要点:

数据底部出现：M1 快速回落至 8.4%

企业存款快速增长

11 月股票组合：民生银行、南京银行、农业银行、建设银行

报告摘要:

- **数据底部出现。**M1 增速继续下探至 8.4%，预计将在底部徘徊一段时间。回首 2008 年时，M1 在底部震荡了 5 个月，本次也很难在短期恢复元气。目前的状态是经济确实比较糟糕，在 M1 的拖累下，其他经济先行指标也不会太好，如发电量，定向的适度宽松政策缓步重启，政策底部渐行渐近，不必过度悲观。
- **中长期贷款明显增多。**新增贷款中中长期贷款明显增加，且企业贷款占比提高到 77.5%，在这个季节多增了中长期贷款，更可能是专项支持中小企业的信贷。存量信贷中，中长期贷款占比下降到 58.03%，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。
- **存款负增长。**存款主体结构上看，企业存款成为主要力量。企业存款增速快速上升至 67.7%，说明银行已经将视角从“理财产品销售转化存款”转向拉企业存款，这无疑将增加银行成本支出。看来有存款优势的银行会逐步胜出。
- **投资建议。**从 6 个月 SHIBOR 看，还在高位，但下行概率上升，在此时的点位下，不必过分悲观，耐心等待也许是最好的选择。只要无风险收益率下行，资产价格就会上行。我们维持下半年和四季度策略观点“整固与进攻”，进攻为主！11 月份重点股票组合：民生银行、建设银行、南京银行、农业银行。

重点公司	股价	10EPS	11EPS	11BVPS	12BVPS	评级
民生银行	6.05	0.66	0.95	4.78	5.75	增持
南京银行	8.91	0.78	1.00	7.15	8.09	增持
农业银行	2.65	0.29	0.40	2.02	2.44	增持
建设银行	4.78	0.54	0.67	3.21	3.69	增持

银行行业研究组

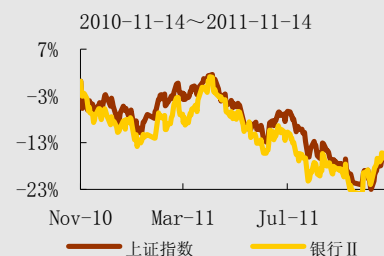
分析师:

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)	60138
流通市值 (亿元)	29915
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*行业研究*银行业：10.31-11.04 周报**银行*张继袖》，2011.11
- 2 《宏源证券*行业研究*银行业：信贷比创新高—三季报总结**银行*张继袖》，2011.11
- 3 《宏源证券*行业研究*银行业：10.24-10.28 周报**银行*张继袖》，2011.10
- 4 《宏源证券*公司研究*北京银行：净息差弹性较弱—三季报点评*601169*银行*张继袖》，2011.10

目录

一、金融数据分析	4
(一) M1 继续下探至 8.4%	4
(二) 新增人民币贷款 5868 亿元	5
(三) 存款再现负增长	7
(四) 银行间市场交易活跃，利率上升	8
二、市场热度回暖	9
(一) 月度行业和个股涨跌幅	9
(二) 估值	11
三、投资建议和组合	13

插图

图 1: M1 增速低于 M2 增速约 4.5 个百分点.....	4
图 2: M0 增速至 11.9%.....	4
图 3: 准货币增速提高至 21%	5
图 4: 存量贷款中信贷结构需要继续优化.....	6
图 5: 新增贷款结构中中长期贷款占比意外上升	6
图 6: 新增贷款结构中企业贷款占比上升	6
图 7: 10 月新增存款负增长 2010 亿元.....	7
图 8: 企业存款增速 67.7%	7
图 9: 9 月人民币活期存款占比继续下降至 32.2%.....	8
图 10: 银行间拆借利率高位震荡.....	8
图 11: 银行间回购利率高位震荡.....	9
图 12: 6 个月 SHIBOR 创新高, 但下行概率大于上行	9
图 13: 一级行业 10 月份涨跌幅.....	10
图 14: 上市银行 10 月至今涨幅.....	10
图 15: 银行市值与上证市值走势.....	10
图 16: 银行板块成交金额占比上证指数.....	11
图 17: 银行板块与上证指数估值差.....	11
图 18: 银行板块估值历史.....	12

表格

表 1: 上市银行盈利预测.....	12
表 2: 上市银行估值.....	13
表 3: 11 月重点股票.....	14

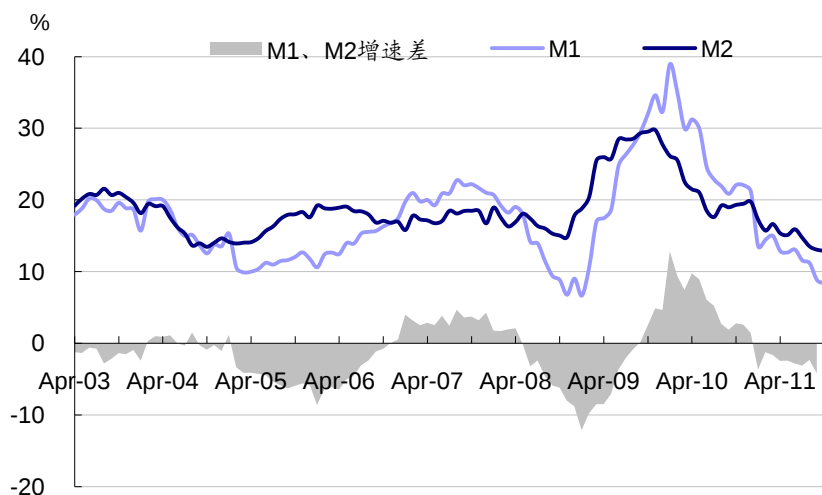
一、金融数据分析

(一) M1 继续下探至 8.4%

10 月末, 广义货币(M2)余额 81.68 万亿元, 同比增长 12.9%; 狭义货币(M1)余额 27.66 万亿元, 同比增长 8.4%; 流通中货币(M0)余额 4.66 万亿元, 同比增长 11.9%。当月净回笼现金 566 亿元, 同比多回笼 359 亿元。

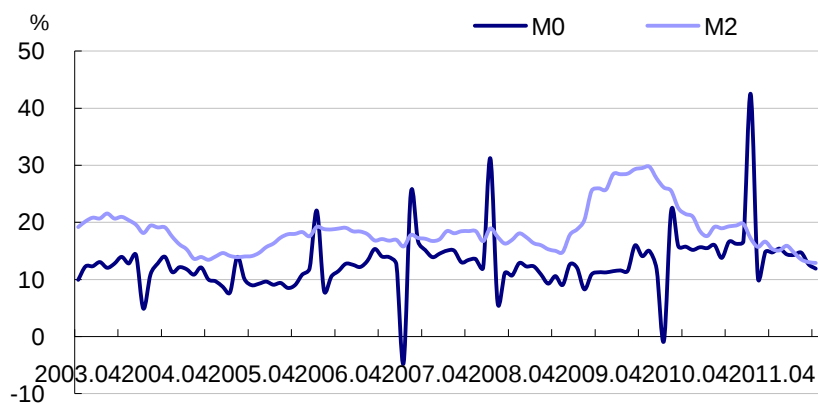
M1 增速继续下探至 8.4%，预计将在底部徘徊一段时间才会走出低谷。回首 2008 年，M1 在底部震荡了 5 个月，本次也很难在短期恢复元气。目前的状态是经济确实比较糟糕，在 M1 的拖累下，其他经济先行指标也不会太好，如发电量，定向的适度宽松政策缓步重启，政策底部渐行渐近，不必过度悲观。

图 1: M1 增速低于 M2 增速约 4.5 个百分点

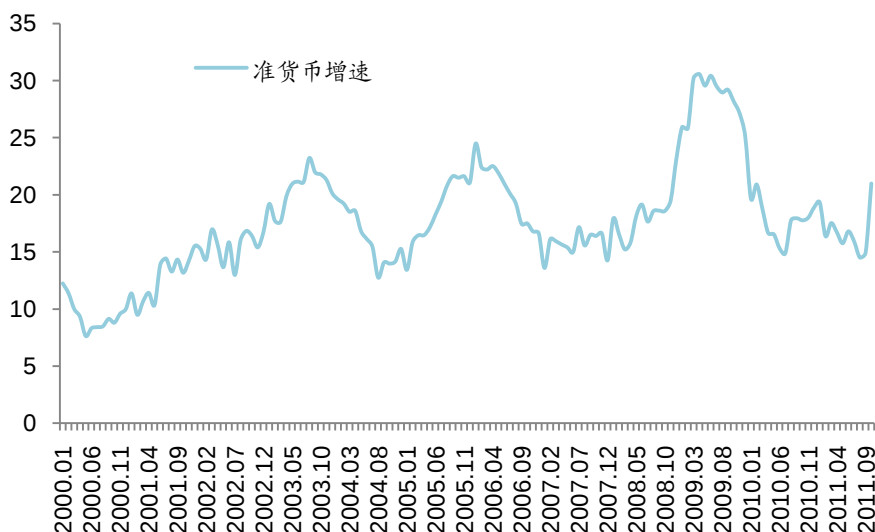


资料来源: 央行, 宏源证券

图 2: M0 增速至 11.9%



资料来源: 央行, 宏源证券

图 3: 准货币增速提高至 21%


资料来源: 央行, 宏源证券

(二) 新增人民币贷款 5868 亿元

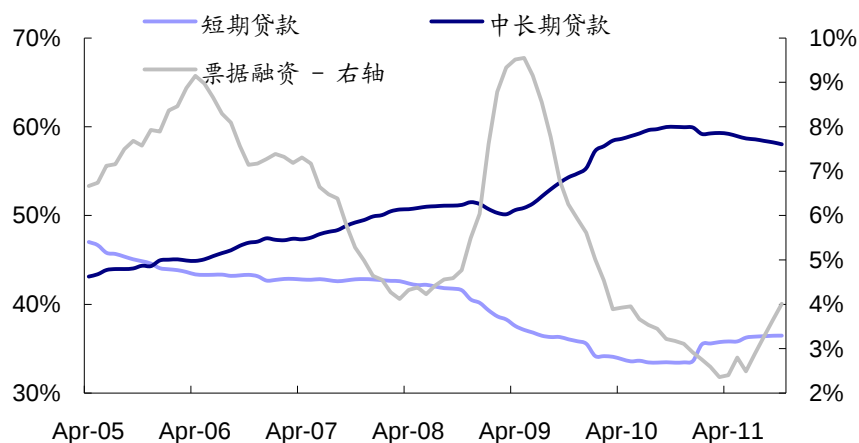
10 月末, 本外币贷款余额 56.85 万亿元, 同比增长 15.9%。月末人民币贷款余额 53.50 万亿元, 同比增长 15.8%, 分别比上月末和上年同期低 0.1 和 3.5 个百分点。当月人民币贷款增加 5868 亿元, 同比多增 175 亿元, 环比多增 1168 亿元。

分部门看, 住户贷款增加 1307 亿元, 其中, 短期贷款增加 331 亿元, 中长期贷款增加 976 亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 4548 亿元, 其中, 短期贷款增加 2787 亿元, 中长期贷款增加 2370 亿元, 票据融资减少 701 亿元。月末外币贷款余额 5304 亿美元, 同比增长 24.4%, 当月外币贷款增加 65 亿美元。

从期限看, 10 月短期贷款增加 3118 亿, 环比下降 68 亿元, 同比多增 1180 亿元; 中长期贷款增加 3346 亿, 环比多增 1718 亿元, 同比少增 250 亿元。新增贷款中, 中长期贷款占比提高到 57%, 环比提高 22.38 个百分点, 同比下降 4.17 个百分点。新增贷款中中长期贷款明显增加, 且企业贷款占比提高到 77.5%, 在这个季节多增了中长期贷款, 更可能是专项支持中小企业的信贷。

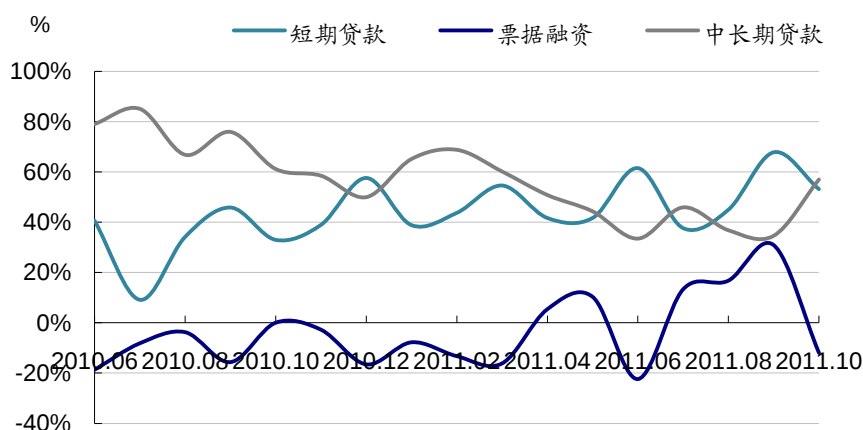
存量信贷中, 中长期贷款占比下降到 58.03%, 但距离 04 年以来的平均水平还有下调空间, 主要是 2009 年以来地方政府融资平台的中长期贷款投放较多造成的, 信贷结构不合理以及期限错配, 这样的信贷结构需要时间消化。

图 4: 存量贷款中信贷结构需要继续优化



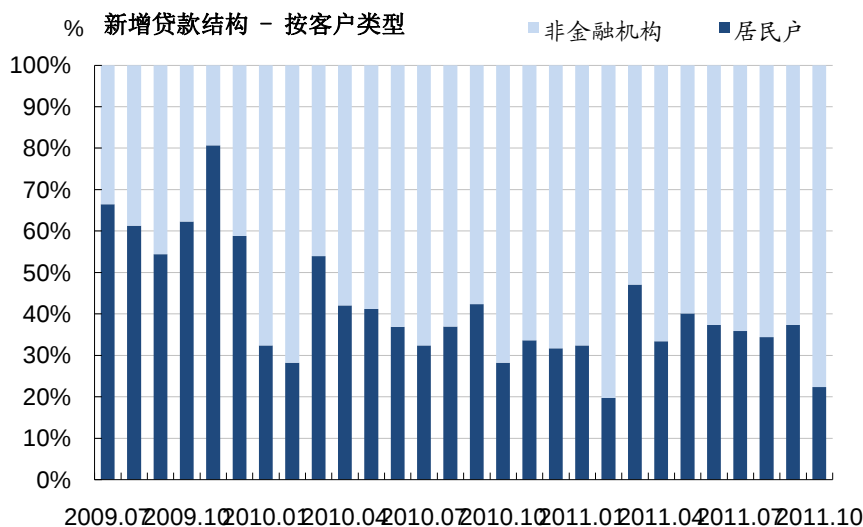
资料来源: 央行, 宏源证券

图 5: 新增贷款结构中中长期贷款占比意外上升



资料来源: 央行, 宏源证券

图 6: 新增贷款结构中企业贷款占比上升



资料来源: 央行, 宏源证券

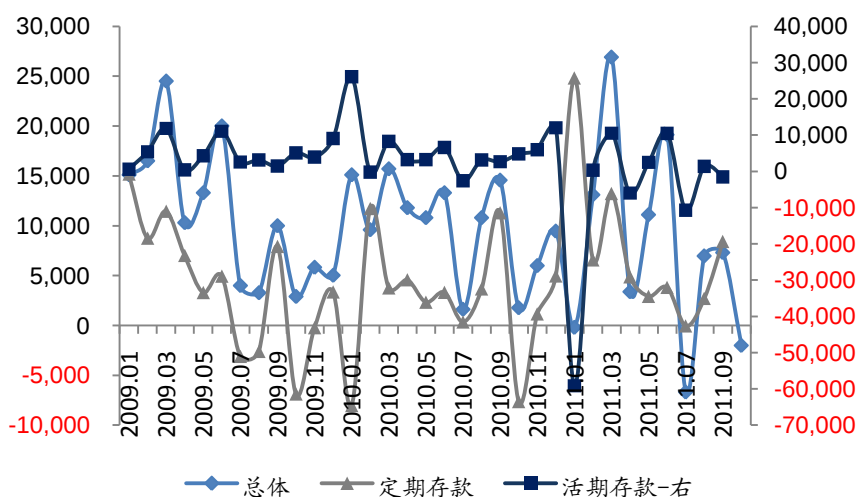
(三) 存款再现负增长

10月末,本外币存款余额80.87万亿元,同比增长13.4%。月末人民币存款余额79.21万亿元,同比增长13.6%,分别比上月末和上年同期低0.6和6.2个百分点。当月人民币存款净下降2010亿元,同比少增3618亿元。其中,住户存款净下降7272亿元,非金融企业存款增加860亿元,财政性存款增加4190亿元。月末外币存款余额2626亿美元,同比增长9.4%,当月外币存款增加70亿美元。

居民存款继续逃离银行体系,贵金属、理财产品、信托产品、高端消费品等吸引了居民投资,同时资金紧张使得民间借贷异常火爆,存款压力依然不小。股市丧失赚钱效应导致存款不仅逃离银行储蓄,也逃离股票市场,形势的变化使得先前的“活期存款占比与股市涨跌关系的论证”意义下降。

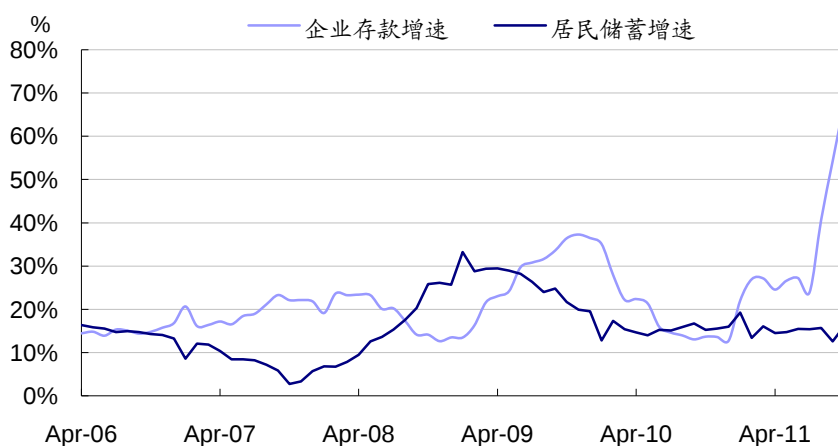
存款主体结构上看,企业存款成为主要力量。企业存款增速快速上升至67.7%,说明银行已经将视角从“理财产品销售转化存款”转向拉企业存款,这无疑将增加银行成本支出。看来有存款优势的银行会逐步胜出。

图7: 10月新增存款负增长2010亿元

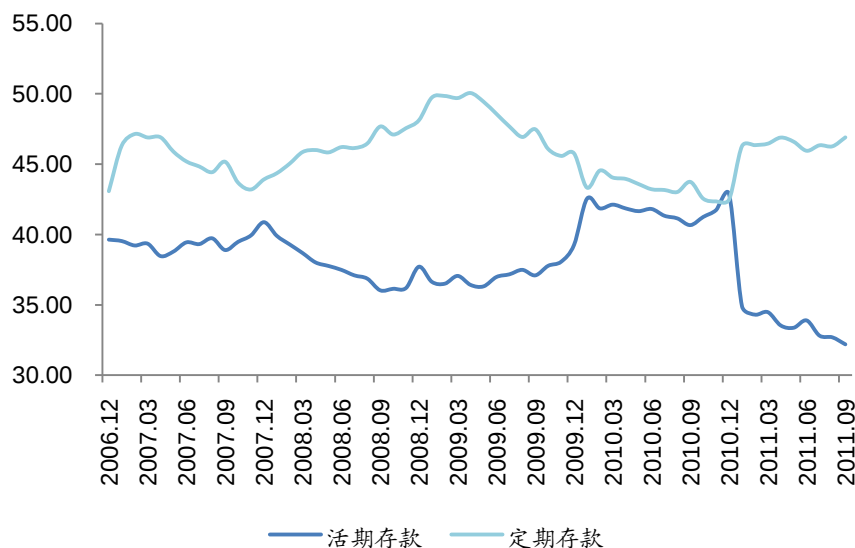


资料来源: 央行, 宏源证券

图8: 企业存款增速67.7%



资料来源: 央行, 宏源证券

图 9：9 月人民币活期存款占比继续下降至 32.2%


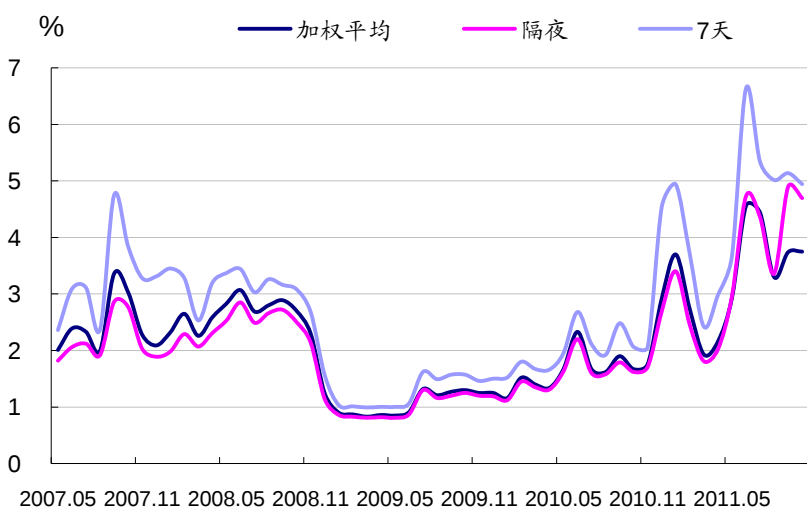
资料来源：央行，宏源证券

(四) 银行间市场交易活跃，利率上升

10 月份银行间市场人民币交易累计成交 14.17 万亿元，日均成交 7875 亿元，日均成交同比下降 8.8%。

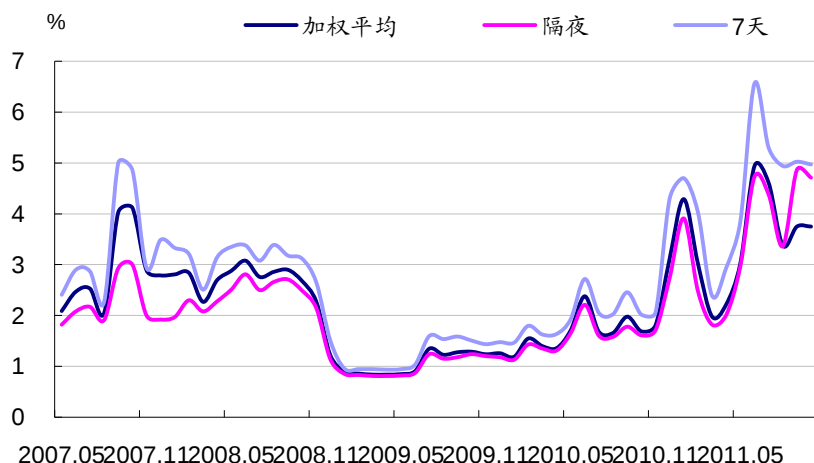
10 月份银行间市场同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率均为 3.75%，与上月基本持平。

银行间利率与上月持平，处在高位，资金压力有增无减，但利率上行的概率在下降。

图 10：银行间拆借利率高位震荡


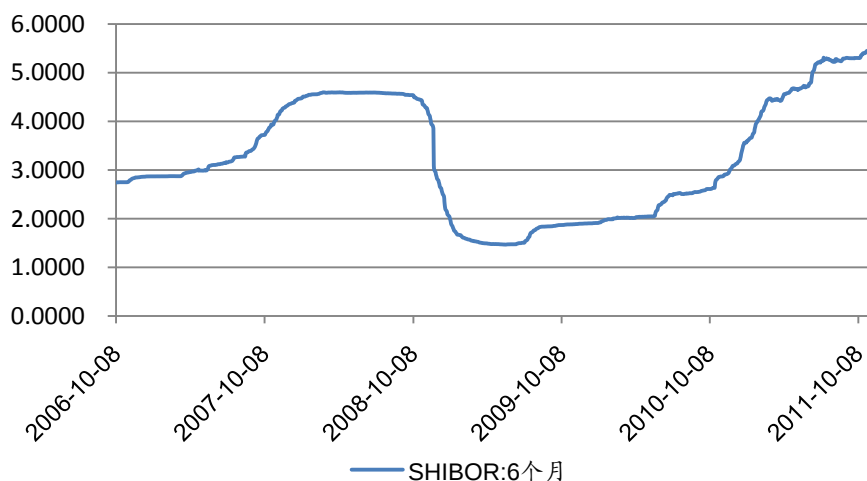
资料来源：央行，宏源证券

图 11: 银行间回购利率高位震荡



资料来源: 央行, 宏源证券

图 12: 6 个月 SHIBOR 创新高, 但下行概率大于上行



资料来源: 央行, 宏源证券

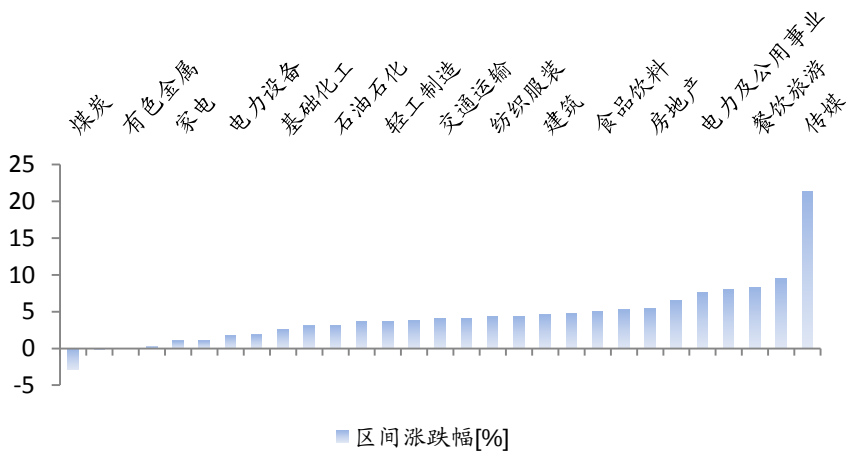
二、市场热度回暖

(一) 月度行业和个股涨跌幅

银行指数 10 月份上涨 8.04%，上证综指上涨 4.62%，银行指数跑赢大盘。年初至 11 月 11 日，银行指数下跌 0.36%，上证综指下跌 11.64%，银行板块相对收益明显。和中信一级行业比，10 月份银行板块跌幅好于多数行业。从个股涨跌幅看，10 月开盘至今，南京银行、民生银行、建设银行涨幅居前，光大银行、深发展银行和中信银行涨幅最少。我们 10 月份组合**民生银行、招商银行、南京银行、建设银行，明显强于板块。**

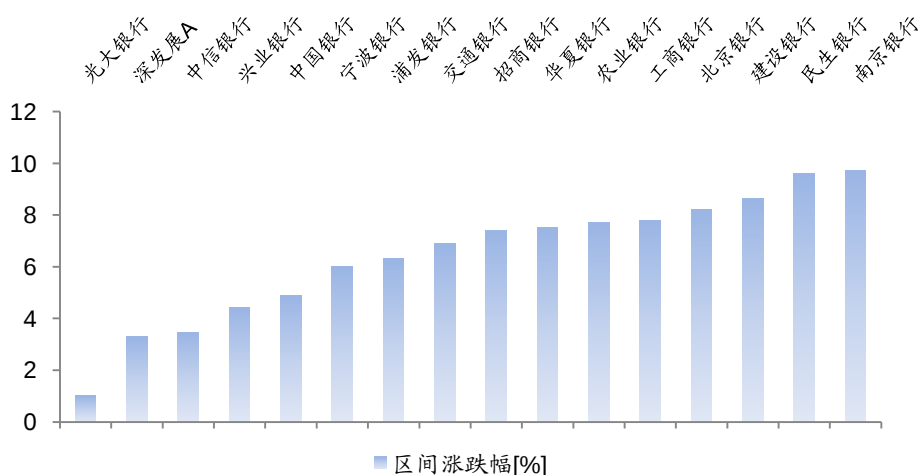
从银行板块市值变化看，截至 11 月 11 日，银行总市值占上证总市值的 29.83%，流通市值占比 22.03%，成交金额占上证指数 4.71%，10 月份板块成交占比连续三周在 7% 以上主要是汇金增持提振了市场信心，进入 11 月板块交易逐步清淡。

图 13: 一级行业 10 月份涨跌幅



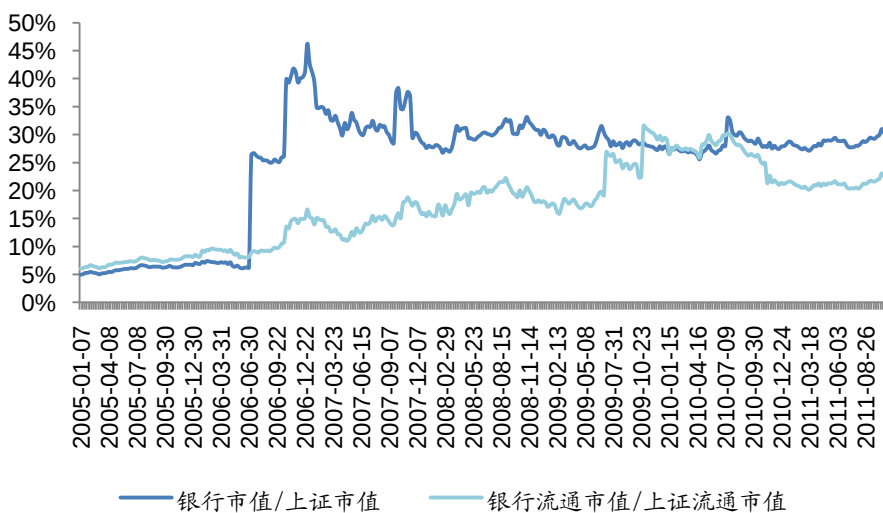
资料来源: wind, 宏源证券

图 14: 上市银行 10 月至今涨幅



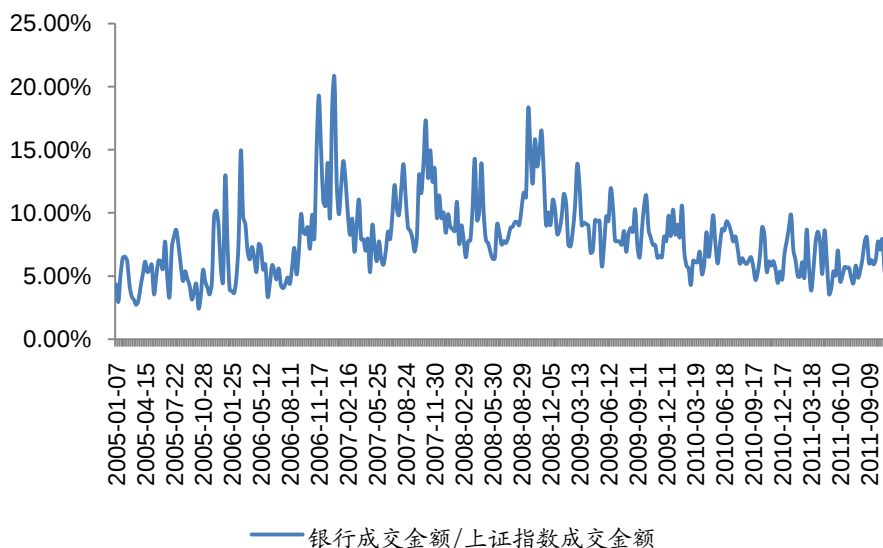
资料来源: wind, 宏源证券

图 15: 银行市值与上证市值走势



资料来源: wind, 宏源证券

图 16: 银行板块成交金额占比上证指数



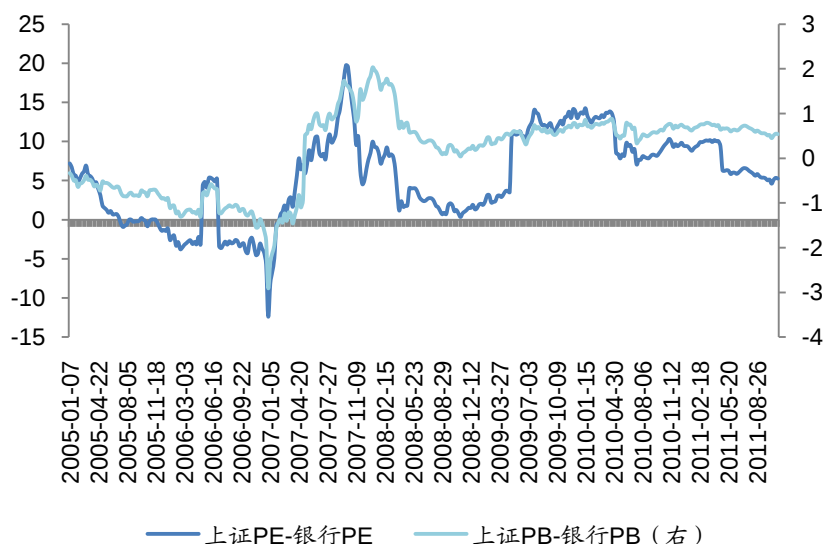
资料来源: wind, 宏源证券

(二) 估值

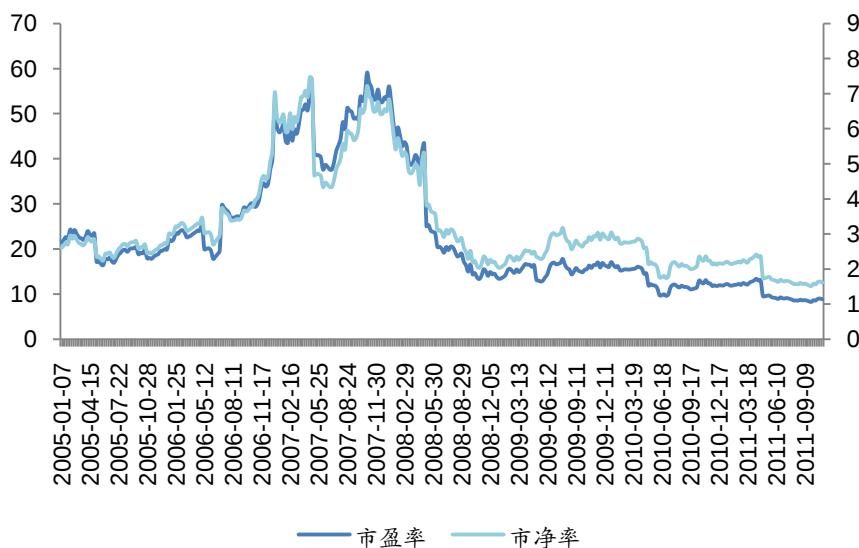
截至 11 月 11 日, 银行板块静态 PE 和 PB 分别是 8.88X 和 1.61X, 上证指数的 PE 和 PB 为 14.13X 和 2.15X, 银行估值仍然处在折价之中。

从银行估值历史看, 目前静态的 PB 和静态 PE 在历史底部区域, 从动态看, 保守估计行业 2011 年的净利润增长 26.8%, 2011 年行业 PE7.5 倍, PB 为 1.3 倍, 安全边际非常高。

图 17: 银行板块与上证指数估值差



资料来源: wind, 宏源证券

图 18: 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	1.06	1.27	3.38	5.52	6.36	7.31
浦发银行	0.71	1.03	1.35	1.62	3.64	6.59	8.02	9.71
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	0.95	1.14	3.30	3.90	4.78	5.75
招商银行	0.85	1.19	1.34	1.66	4.30	6.21	7.56	8.86
南京银行	0.52	0.78	1.00	1.24	4.05	6.42	7.15	8.09
兴业银行	1.23	1.72	2.25	2.72	5.53	15.94	10.86	13.58
北京银行	0.90	1.09	1.21	1.48	6.03	6.83	8.48	9.69
交通银行	0.49	0.63	0.76	0.90	2.65	3.94	4.16	4.41
工商银行	0.37	0.47	0.58	0.72	1.93	2.35	2.76	3.21
建设银行	0.43	0.54	0.67	0.79	2.22	2.79	3.21	3.69
中国银行	0.29	0.37	0.44	0.51	1.84	2.31	2.59	2.90
中信银行	0.31	0.46	0.61	0.75	2.20	2.57	3.79	4.60
农业银行	0.20	0.29	0.40	0.50	1.06	1.67	2.02	2.44
光大银行	0.19	0.32	0.44	0.55	1.19	2.01	2.38	2.78

资料来源: 宏源证券

表 2: 上市银行估值

	收盘价	市盈率（倍）					市净率(倍)			
	2011-11-13	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	
深发展 A	16.57	16.88	13.51	8.65	6.90	4.15	2.53	1.40	1.17	
宁波银行	9.84	19.47	12.22	9.28	7.75	2.91	1.78	1.55	1.35	
浦发银行	9.08	12.82	8.83	6.73	5.60	2.49	1.38	1.13	0.94	
华夏银行	10.87	14.43	9.06	9.05	7.21	1.79	1.53	1.18	1.04	
民生银行	6.05	13.35	9.19	6.37	5.31	1.84	1.55	1.27	1.05	
招商银行	11.88	14.06	9.95	8.87	7.16	2.76	1.91	1.57	1.34	
南京银行	8.91	17.14	11.45	8.94	7.19	2.20	1.39	1.25	1.10	
兴业银行	12.94	10.51	7.54	5.75	4.76	2.34	0.81	1.19	0.95	
北京银行	9.99	11.04	9.14	8.26	6.75	1.66	1.46	1.18	1.03	
交通银行	4.79	9.86	7.59	6.29	5.33	1.81	1.22	1.15	1.09	
工商银行	4.29	11.64	9.07	7.33	5.96	2.22	1.83	1.55	1.34	
建设银行	4.78	11.19	8.86	7.13	6.05	2.15	1.72	1.49	1.30	
中国银行	2.99	10.33	7.99	6.83	5.83	1.62	1.30	1.15	1.03	
中信银行	4.40	14.38	9.57	7.21	5.88	2.00	1.71	1.16	0.96	
农业银行	2.65	13.24	9.07	6.61	5.35	2.51	1.59	1.31	1.09	
光大银行	2.98	15.76	9.42	6.77	5.42	2.50	1.48	1.25	1.07	
行业平均		13.51	9.53	7.50	6.15	2.31	1.57	1.30	1.11	
国有大行平均		11.25	8.52	6.84	5.71	2.06	1.53	1.33	1.17	
股份制银行平均		14.02	9.63	7.42	6.03	2.49	1.61	1.27	1.06	
城商行平均		15.88	10.94	8.83	7.23	2.26	1.54	1.32	1.16	

资料来源: 宏源证券

三、投资建议和组合

我们在 9 月月报中成功推荐了南京银行、民生银行和建设银行。虽然三季报超预期的东西不多,但优异的银行业绩还是为板块提供了安全边际;10 月的 M1 数据继续糟糕中,预计在底部徘徊一段时间,难免影响投资者情绪,考验持股耐心!

从 6 个月 SHIBOR 看,还在高位,我们认为基准利率上调的概率下降,而反映资金紧张程度的 SHIBOR 也会从高位下行;有利率风向标的一年期央票发行利率下降,也坚定了我们不会加息的预期。所以,在此时的点位下,不必过分悲观,耐心等待也许是最好的选择。基于上述逻辑,无风险利率只要下行,资产价格就会上行,只是幅度难以判断。我们维持下半年和四季度策略观点“整固与进攻”,进攻为主!

我们 10 月股票组合表现出了良好的进攻性,收益明显,表现最好的是南京银行和民生银行。我们基于盈余质量的选股角度得到了市场的认可,但组合收益率显著,增加了选股难度,暂时调出招商银行,增加农业银行。

11 月份重点股票组合: 民生银行、建设银行、南京银行、农业银行。

表 3: 11 月重点股票

重点公司	股价	10EPS	11EPS	11BVPS	12BVPS	评级
民生银行	6.05	0.66	0.95	4.78	5.75	增持
南京银行	8.91	0.78	1.00	7.15	8.09	增持
农业银行	2.65	0.29	0.40	2.02	2.44	增持
建设银行	4.78	0.54	0.67	3.21	3.69	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

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。