

存款有回流迹象

中性维持

投资要点:

- 数据将在底部徘徊: M1 回落至 7.8%
- 企业存款快速增长
- 12 月股票组合: 招商银行、南京银行

报告摘要:

- **数据将在底部徘徊。**M1 增速继续下探至 7.8%，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，政策底部出现，信心需要恢复。
- **短期贷款增多，中长期贷款下降。**从期限看，11 月短期贷款增加 3146 亿，中长期贷款增加 1949 亿。新增贷款中，中长期贷款占比下降到 34.67%，环比下降 22.35 个百分点。新增贷款中中长期贷款显著下降，且企业贷款占比下降到 74.4%，信贷结构改善。存量信贷中，中长期贷款占比下降到 57.85%，票据占比提高到 4.37%，比上月提高 0.36 个百分点；短期贷款占比提高至 36.51%。
- **存款增长逐步好转。**继 10 月份居民存款增速回升至 16.1%之后，11 月居民存款增速至 16.4%，经济不好、投资风险增大引发存款小幅回流银行，但整体的贷存比上升至 70.72%。
- **投资建议。**银行板块在近期抗跌性明显，主要是其他行业的盈利增速很难保证，在对明年一季度战略配置角度看，有业绩保证的行业才是投资的安全选择，而银行是符合这个条件的，所以“抱团取暖”的现象明显。我们认为，如果经济见底，股市中个别板块出现业绩反转，也就是对于投资出现更好的选择，那时才是放弃银行股的时机，但在目前没有新数据更新的情况下，银行股还会保持抗跌性。

12 月份重点股票组合: 招商银行、南京银行。

重点公司	股价	11EPS	12EPS	11BVPS	12BVPS	评级
招商银行	11.68	1.32	1.65	7.53	8.80	增持
南京银行	9.12	1.00	1.24	7.15	8.09	增持

银行业研究组

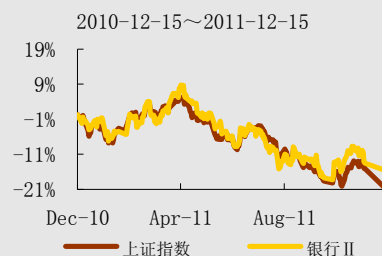
分析师:

张继袖 (S1180511010006)

电话: 010-88085297

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



行业数据

股票家数 (家)	16
总市值 (亿元)	57777
流通市值 (亿元)	28643
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: 11.28-12.05 周报**银行*张继袖》，2011.12
- 2 《宏源证券*公司研究*浦发银行: 和中移动合作进展低于预期——调研报告*600000*银行*张继袖》，2011.12
- 3 《宏源证券*公司研究*交通银行: 业务抓存款，网点调结构——调研报告*601328*银行*张继袖》，2011.12
- 4 《宏源证券*行业研究*银行业: 关注资产质量,把握绝对收益——年度策略**银行*张继袖》，2011.11

目录

一、金融数据分析	4
(一) M1 继续下探至 7.8%	4
(二) 新增人民币贷款 5622 亿元	5
(三) 存款增长 3247 亿元	7
(四) 银行间市场交易活跃，利率下降	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	14

插图

图 1: M1 增速低于 M2 增速约 4.9 个百分点.....	4
图 2: M0 增速 12%, 环比提高 0.1 个百分点.....	4
图 3: 准货币增速比上月略低 0.35 个百分点至 20.7%.....	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下降.....	6
图 6: 新增贷款结构中居民户贷款占比上升.....	6
图 7: 11 月新增人民币存款 3247 亿元.....	7
图 8: 企业存款增速 80.3%.....	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向下.....	8
图 11: 银行间回购利率高位向下.....	9
图 12: 6 个月 SHIBOR 缓慢下行.....	9
图 13: 一级行业 11 月份涨跌幅.....	10
图 14: 上市银行 11 月至今涨幅.....	10
图 15: 银行市值与上证市值走势.....	11
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.....	12
图 18: 银行板块估值历史.....	12

表格

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

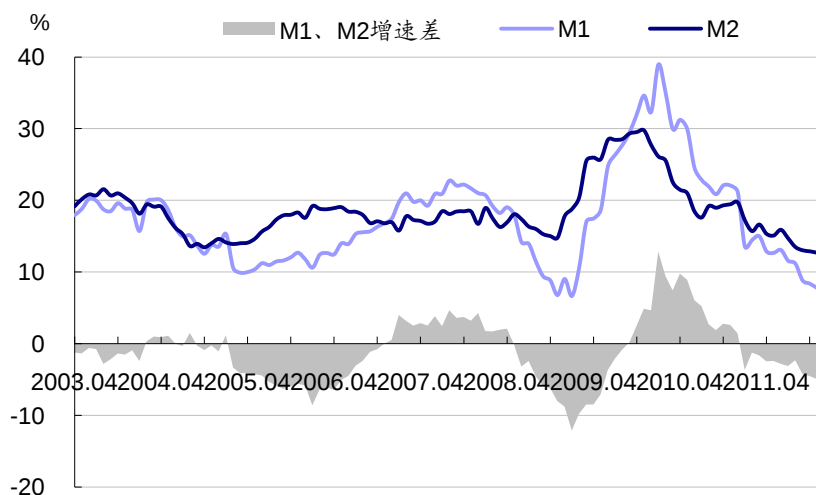
一、金融数据分析

(一) M1 继续下探至 7.8%

11 月末，广义货币(M2)余额 82.55 万亿元，同比增长 12.7%，比上月末低 0.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 28.14 万亿元，同比增长 7.8%，比上月末低 0.6 个百分点；流通中货币(M0)余额 4.73 万亿元，同比增长 12.0%。当月净投放现金 738 亿元，同比多投放 133 亿元。

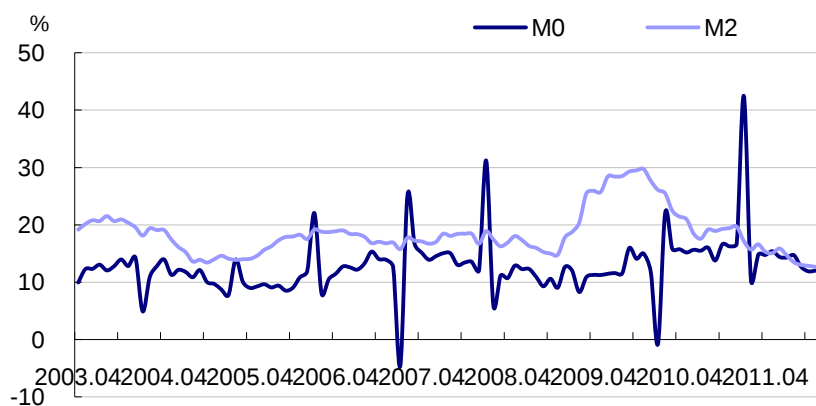
M1 增速继续下探至 7.8%，预计将在底部徘徊一段时间才会走出低谷。回首 2008 年，M1 在底部震荡了 5 个月，本次也很难在短期恢复元气。目前的状态是经济确实比较糟糕，在 M1 的拖累下，其他经济先行指标也不会太好，如发电量，定向的适度宽松政策缓步重启，政策底部出现，信心需要恢复。

图 1: M1 增速低于 M2 增速约 4.9 个百分点



资料来源：央行，宏源证券

图 2: M0 增速 12%，环比提高 0.1 个百分点



资料来源：央行，宏源证券

图 3: 准货币增速比上月略低 0.35 个百分点至 20.7%


资料来源: 央行, 宏源证券

(二) 新增人民币贷款 5622 亿元

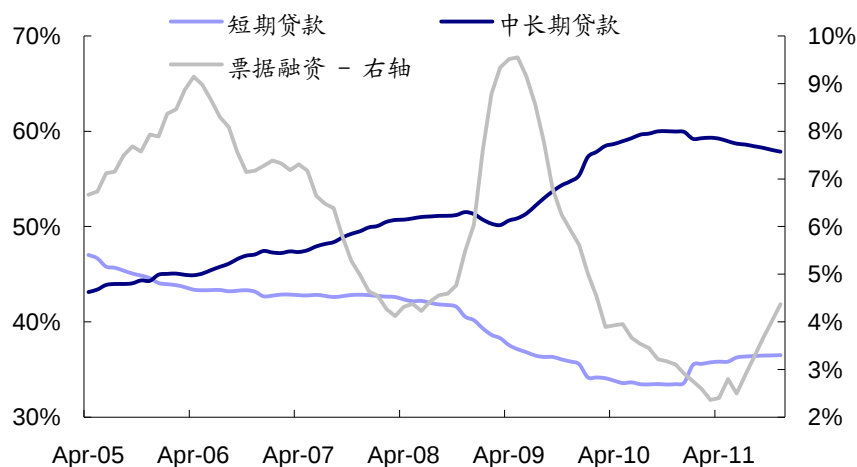
11 月末, 本外币贷款余额 57.43 万亿元, 同比增长 15.6%。人民币贷款余额 54.06 万亿元, 同比增长 15.6%, 分别比上月末和上年同期低 0.2 和 4.2 个百分点。当月人民币贷款增加 5622 亿元, 同比多增 78 亿元。

分部门看, 住户贷款增加 1435 亿元, 其中, 短期贷款增加 299 亿元, 中长期贷款增加 1136 亿元; 非金融企业及其他部门贷款增加 4183 亿元, 其中, 短期贷款增加 2847 亿元, 中长期贷款增加 813 亿元, 票据融资增加 360 亿元。外币贷款余额 5312 亿美元, 同比增长 22.4%, 当月外币贷款增加 8 亿美元。

从期限看, 11 月短期贷款增加 3146 亿, 环比增加 28 亿元, 同比多增 951 亿元; 中长期贷款增加 1949 亿, 环比少增 1397 亿元, 同比少增 1352 亿元。新增贷款中, 中长期贷款占比下降到 34.67%, 环比下降 22.35 个百分点, 同比下降 23.86 个百分点。新增贷款中中长期贷款显著下降, 且企业贷款占比下降到 74.4%, 信贷结构改善。

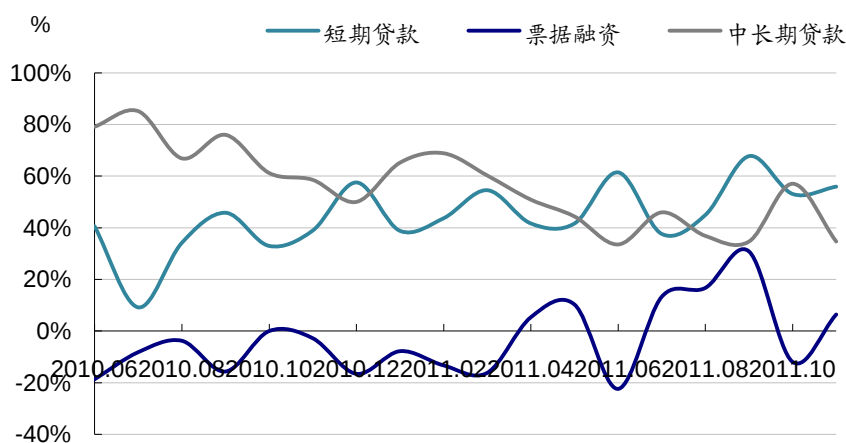
存量信贷中, 中长期贷款占比下降到 57.85%, 票据占比提高到 4.37%, 比上月提高 0.36 个百分点; 短期贷款占比提高至 36.51%。

图 4: 存量贷款中信贷结构需要继续优化



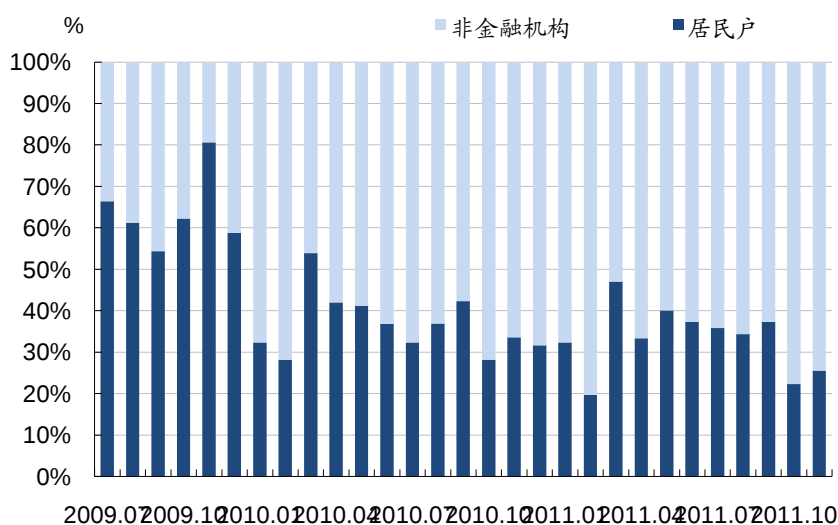
资料来源: 央行, 宏源证券

图 5: 新增贷款结构中中长期贷款占比下降



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上升



资料来源: 央行, 宏源证券

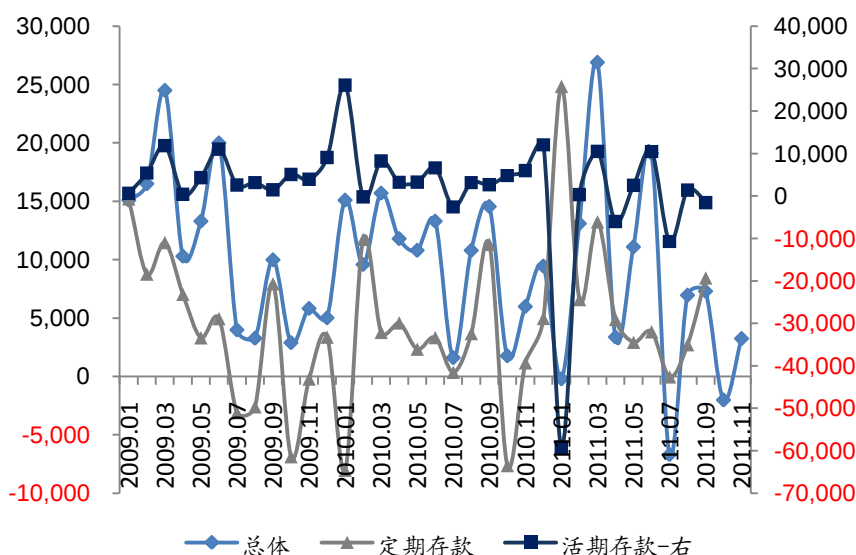
(三) 存款增长 3247 亿元

11 月末, 本外币存款余额 81.21 万亿元, 同比增长 13.0%。人民币存款余额 79.51 万亿元, 同比增长 13.1%, 分别比上月末和上年同期低 0.5 和 6.5 个百分点。当月人民币存款增加 3247 亿元, 同比少增 2626 亿元。其中, 住户存款增加 2103 亿元, 非金融企业存款增加 3731 亿元, 财政性存款减少 3763 亿元。外币存款余额 2668 亿美元, 同比增长 12.9%, 当月外币存款增加 41 亿美元。

继 10 月份居民存款增速回升至 16.1% 之后, 11 月居民存款增速至 16.4%, 经济不好、投资风险增大引发存款小幅回流银行, 但整体的贷存比上升至 70.72%。

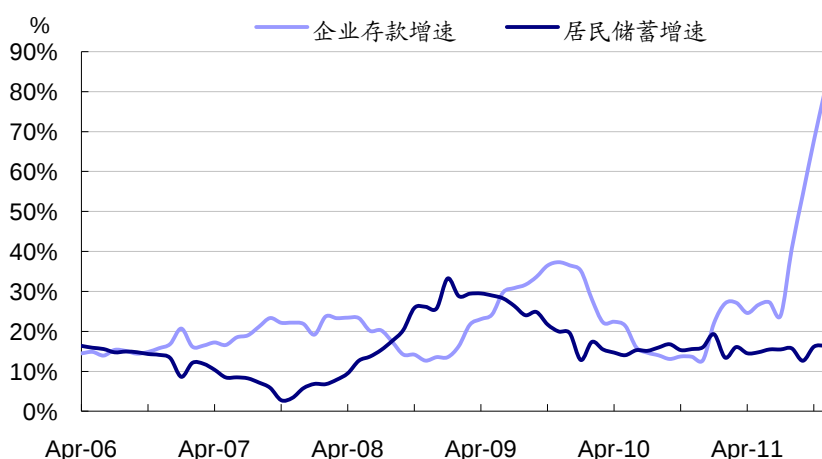
存款主体结构上看, 企业存款成为主要力量。企业存款增速快速上升至 80.3%, 说明银行已经将视角从“理财产品销售转化存款”转向拉企业存款, 这无疑将增加银行成本支出。看来有存款优势的银行会逐步胜出。

图 7: 11 月新增人民币存款 3247 亿元



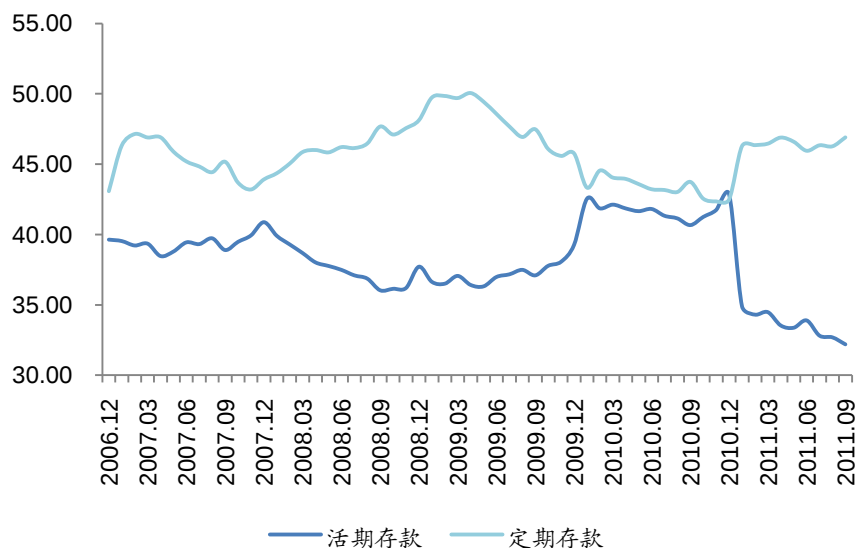
资料来源: 央行, 宏源证券

图 8: 企业存款增速 80.3%



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

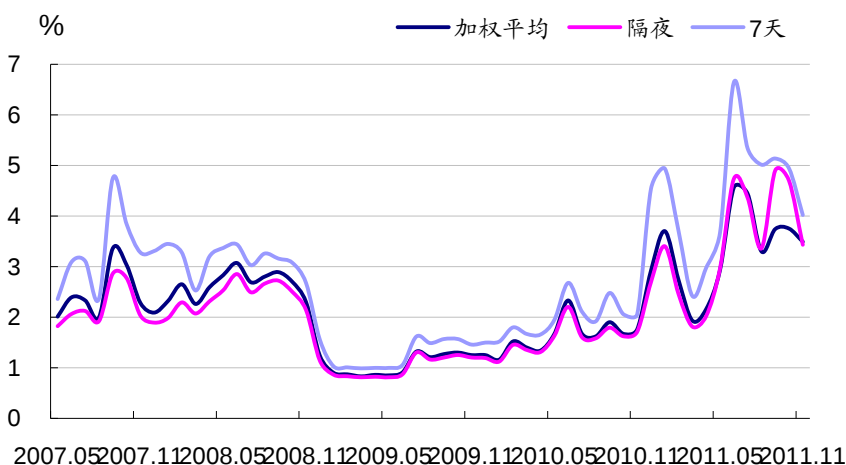
(四) 银行间市场交易活跃，利率下降

11 月份银行间市场人民币交易累计成交 18.08 万亿元，日均成交 8216 亿元，日均成交同比增加 2.1%。

11 月份银行间市场同业拆借月加权平均利率为 3.49%，比上月低 0.26 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 3.52%，比上月低 0.23 个百分点。

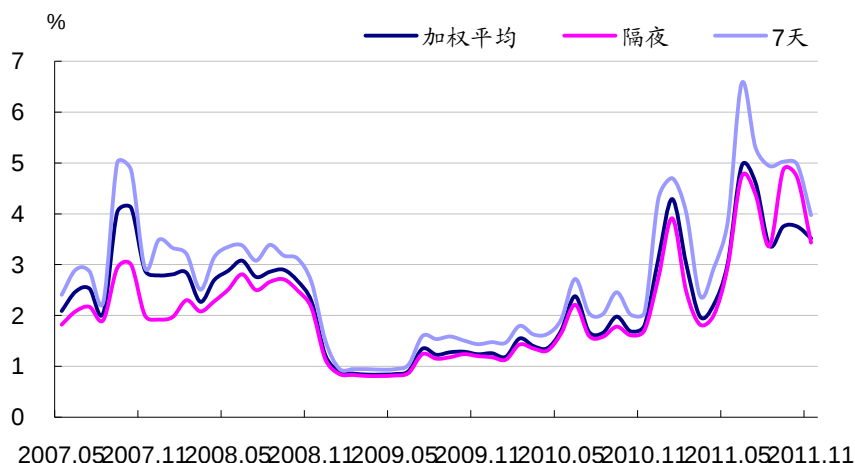
银行间利率比上月下降，资金压力有所减轻，利率下行的概率在增加。

图 10：银行间拆借利率高位向下



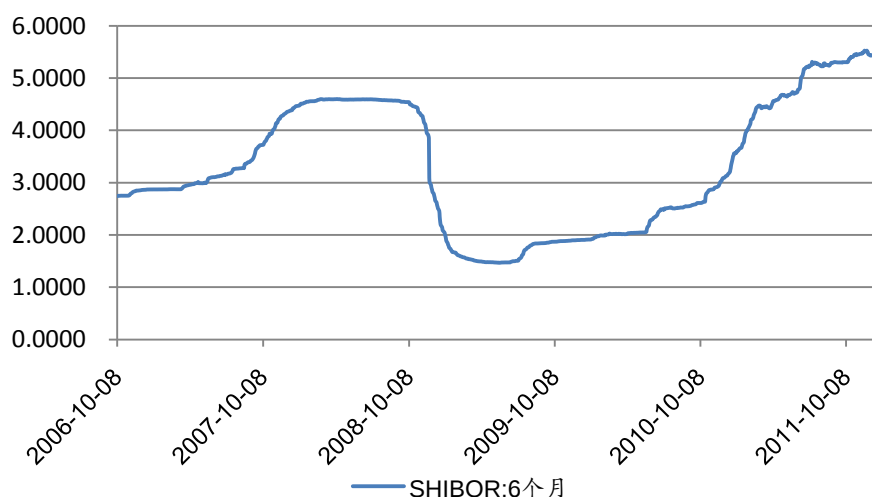
资料来源：央行，宏源证券

图 11: 银行间回购利率高位向下



资料来源: 央行, 宏源证券

图 12: 6 个月 SHIBOR 缓慢下行



资料来源: 央行, 宏源证券

二、市场热度回暖

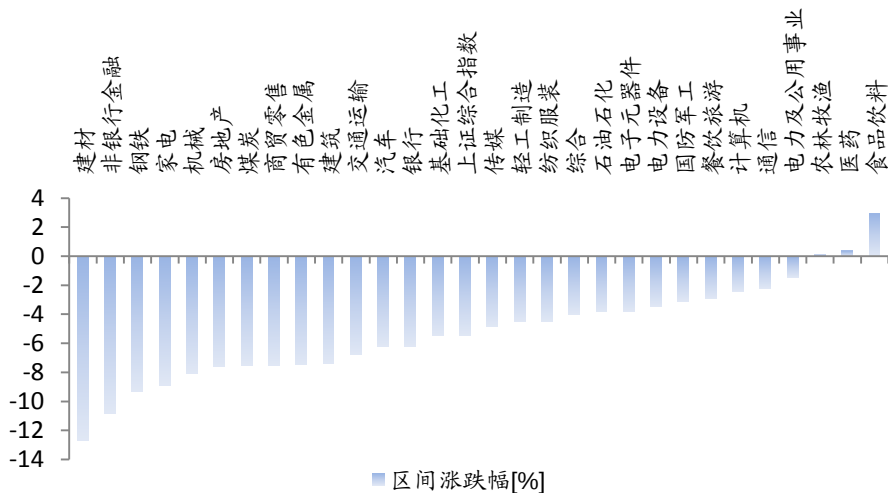
(一) 月度行业和个股涨跌幅

银行指数 11 月份下跌 6.21%，上证综指下跌 5.46%，银行指数跑输大盘。年初至 12 月 13 日，银行指数下跌 4.01%，上证综指下跌 19.92%，银行板块相对收益明显。和中信一级行业比，11 月份银行板块跌幅较大。从个股涨跌幅看，11 月开盘至 12 月 13 日，南京银行正收益 2.36%，交行、民生银行和建设银行跌幅在 3% 以内，中信银行、兴业银行和光大银行跌幅最大。我们 11 月份组合 民生银行、建设银行、南京银行、农业银行 中 农行跌幅最大 5.22%，但组合明显强于板块。

从银行板块市值变化看，截至 12 月 13 日，银行总市值占上证总市值的 31.54%，流通市

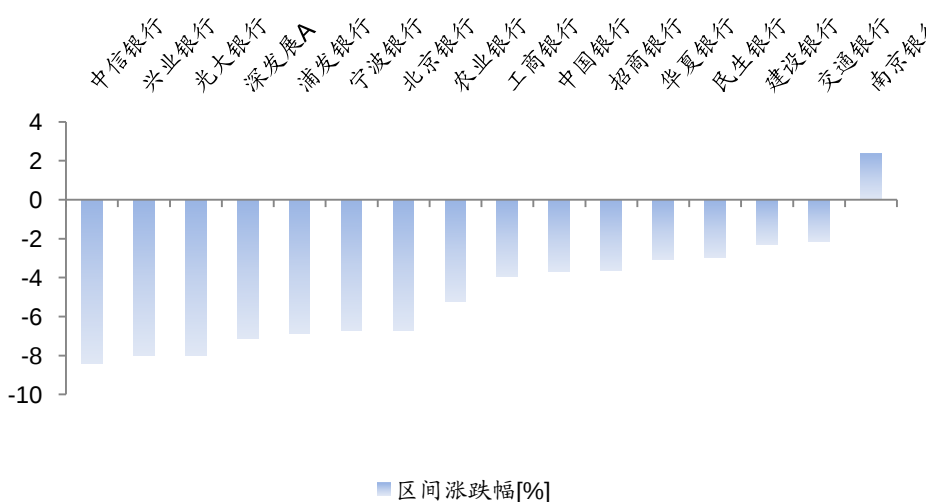
值占比 23.23%，成交金额占上证指数 6.61%，11 月份板块成交占比下降到 5%，12 月持续回升至 6%以上，由于其他板块企业盈利增速下滑明显，银行板块业绩相对稳定，市场抱团取暖现象严重。

图 13: 一级行业 11 月份涨跌幅



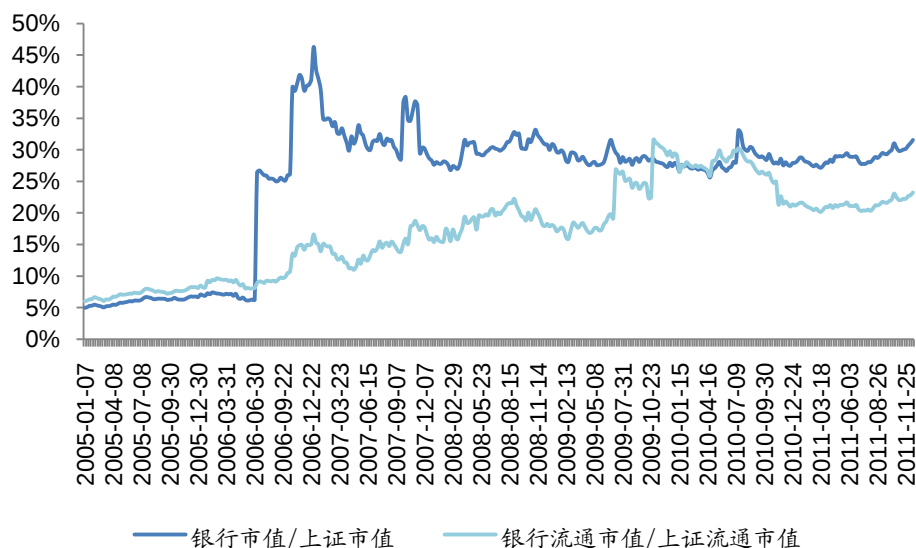
资料来源: wind, 宏源证券

图 14: 上市银行 11 月至今涨幅



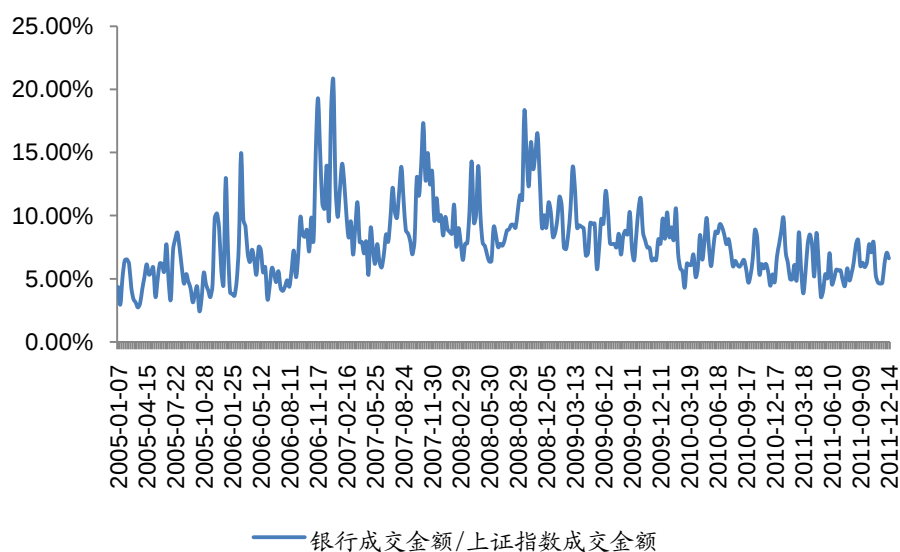
资料来源: wind, 宏源证券

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



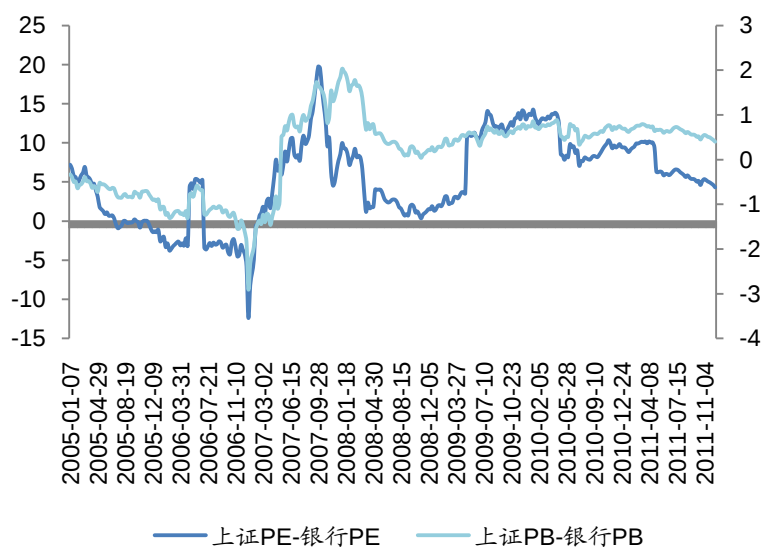
资料来源: wind, 宏源证券

(二) 估值

截至 12 月 14 日, 银行板块静态 PE 和 PB 分别是 8.53X 和 1.55X, 上证指数的 PE 和 PB 为 12.83X 和 1.95X, 银行估值仍然处在折价之中。

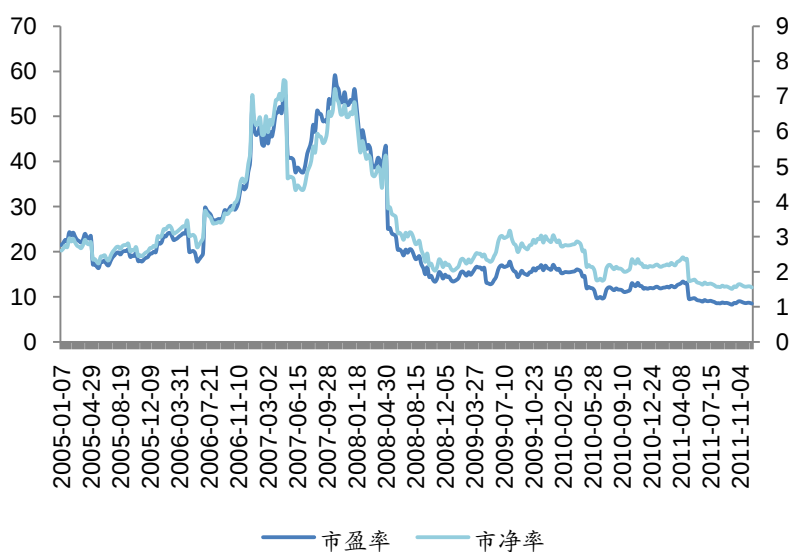
从银行估值历史看, 目前静态的 PB 和静态 PE 在历史底部区域, 从动态看, 保守估计行业 2011 年的净利润增长 26.8%, 2011 年行业 PE7.11 倍, PB 为 1.25 倍, 安全边际非常高。

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	2.37	4.00	6.54	11.82	14.09
宁波银行	0.51	0.81	1.16	1.46	3.38	5.52	6.45	7.55
浦发银行	0.71	1.03	1.38	1.66	3.64	6.59	7.87	9.13
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	0.99	1.24	3.30	3.90	4.82	5.88
招商银行	0.85	1.19	1.32	1.65	4.30	6.21	7.53	8.80
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	2.24	2.71	5.53	15.94	10.84	13.52
北京银行	0.90	1.09	1.21	1.53	6.03	6.83	8.48	9.72
交通银行	0.49	0.63	0.79	0.93	2.65	3.94	4.19	4.46
工商银行	0.37	0.47	0.59	0.71	1.93	2.35	2.76	3.20
建设银行	0.43	0.54	0.67	0.80	2.22	2.79	3.21	3.69
中国银行	0.29	0.37	0.45	0.53	1.84	2.31	2.60	2.92
中信银行	0.31	0.46	0.62	0.75	2.20	2.57	3.78	4.56
农业银行	0.20	0.29	0.41	0.50	1.06	1.67	2.03	2.44
光大银行	0.19	0.32	0.44	0.55	1.19	2.01	2.37	2.77

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)			
	2011-12-15	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
深发展 A	15.60	15.89	12.72	8.14	6.57	3.90	2.38	1.32	1.11
宁波银行	9.25	18.30	11.49	8.00	6.33	2.74	1.67	1.43	1.23
浦发银行	8.60	12.14	8.37	6.23	5.19	2.36	1.30	1.09	0.94
华夏银行	10.82	14.36	9.02	9.00	7.18	1.79	1.52	1.17	1.03
民生银行	5.91	13.04	8.98	5.94	4.77	1.79	1.52	1.23	1.00
招商银行	11.68	13.82	9.78	8.83	7.07	2.72	1.88	1.55	1.33
南京银行	9.12	17.54	11.72	9.15	7.37	2.25	1.42	1.28	1.13
兴业银行	12.26	9.96	7.14	5.46	4.53	2.22	0.77	1.13	0.91
北京银行	9.48	10.48	8.68	7.81	6.21	1.57	1.39	1.12	0.97
交通银行	4.61	9.49	7.31	5.84	4.93	1.74	1.17	1.10	1.03
工商银行	4.10	11.13	8.66	7.00	5.78	2.12	1.74	1.49	1.28
建设银行	4.67	10.94	8.66	7.00	5.87	2.10	1.68	1.45	1.27
中国银行	2.87	9.91	7.67	6.40	5.45	1.56	1.24	1.10	0.98
中信银行	4.00	13.07	8.70	6.43	5.30	1.82	1.56	1.06	0.88
农业银行	2.54	12.69	8.70	6.25	5.11	2.41	1.52	1.25	1.04
光大银行	2.75	14.55	8.69	6.30	5.02	2.31	1.37	1.16	0.99
行业平均		12.96	9.14	7.11	5.79	2.21	1.51	1.25	1.07
国有大行平均		10.83	8.20	6.50	5.43	1.99	1.47	1.28	1.12
股份制银行平均		13.35	9.17	7.04	5.70	2.36	1.54	1.21	1.02
城商行平均		15.44	10.63	8.32	6.64	2.19	1.49	1.28	1.11

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；11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！

隔夜和7天资金利率下降趋势明显，6个月SHIBOR缓慢下行，降准会持续进行，适度宽松的政策会持续。我们对于明年不必过分悲观，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。

银行板块在近期抗跌性明显，主要是其他行业的盈利增速很难保证，在对明年一季度战略配置角度看，有业绩保证的行业才是投资的安全选择，而银行是符合这个条件的，所以“抱团取暖”的现象明显。我们认为，如果经济见底，股市中个别板块出现业绩反转，也就是对于投资出现更好的选择，那时才是放弃银行股的时机，但在目前没有新数据更新的情况下，银行股还会保持抗跌性。

我们11月股票组合相对收益明显，南京银行表现出了很好的进攻性。看未来一个季度，降准是大概率事件，而对于债券业绩贡献度高和债券换手率高的南京银行会相对受益，维持在组合中；民生银行未来一段时间更应该注意风险，暂时调出组合。预计招行在1月底前会完成配股，打开资本瓶颈后利于业务发展，本月调入组合。

12月份重点股票组合：招商银行、南京银行。

表3：12月重点股票

重点公司	股价	11EPS	12EPS	11BVPS	12BVPS	评级
招商银行	11.68	1.32	1.65	7.53	8.80	增持
南京银行	9.12	1.00	1.24	7.15	8.09	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。