

2011-01-03

银行

维持

买入

资金紧张将略缓解，估值短期或有回补

◇ 银行业周报（2010.12.27-2011.01.03）

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 下跌 1.10%，银行板块下跌 0.70%，跑赢大盘；其中中小银行以流通市值加权下跌 2.85%。以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 9.8 倍/1.68 倍。

◆ 本周行业焦点

1、**货币市场利率仍处高位，央行继续净投放资金。**本周银行间市场资金面仍较为紧张，1 天/7 天/14 天回购利率分别较上周末变动了 29bp/-25bp/122bp。受基准利率上调影响，3 个月/1 年期央票发行利率较前期分别提高了 20bp/17bp，发行利率小幅上调尚难以显著缓解一二级市场利率倒挂。本周央票发行仅 20 亿元，从而继续实现净投放 350 亿元。

近期货币市场利率攀升是由频繁的准备金率调整、年末达标及节前备付需求等因素造成的，预计元旦以后随着银行年末考核因素消除及公开市场到期资金增加，资金紧张局面会有所缓解，但实际缓解程度仍取决于下个月央行公开市场回笼力度及准备金调整情况。

2、**央行调升再贷款及再贴现利率，货币政策回归稳健更趋明显。**26 日起，央行 20 天/3 个月/6 个月/1 年再贷款利率及再贴现利率分别提高 46bp/49bp/51bp/52bp/45bp，为两年来首次调整。

我们认为：（1）上述利率调整与 10 年 10 月以来两次基准利率上调基本相匹配，货币政策向常态和中性回归的信号更趋明显。（2）由于再贷款和再贴现规模相对较小（10 月末央行对存款性公司的债权余额仅占全部存款余额 1.3%），其利率调升对行业资金面的影响有限。（3）本次上调后 6 个月及以上期限再贷款利率已高于相应期限 SHIBOR，可能促使部分银行增加备付金比例，这与即将启用的差别存款准备金动态调整工具等相结合，会对银行信贷投放产生一定影响。

3、**央行“吹风”加快利率市场化，建议试点存款利率上浮。**我们认为：（1）当前的负利率未必会通过多次连续加息的方式解决，而可能通过加快利率市场化来缓解，因为央行会考虑物价与利率的中长期关系。（2）一季度应关注试点存款利率上浮的影响。考虑到目前负利率状态以及激烈的存款竞争，试点在短期内将对银行利差构成压力。（3）银行业已经提前消化了部分存款利率上浮的影响，而利率市场化的中长期影响要取决于银行经营模式的转变和业务转型，不同银行将因风险定价能力、业务创新能力和风险控制能力的差异产生较大的分化。（4）利率市场化加快的预期或会对银行的估值修复进程带来波折，但届时亦提供了介入良机。

4、**12 月 PMI 较上月小幅回落，估计 1 月信贷投放在 1 万亿元左右。**当月 PMI 指数为 53.9%，较上月下降 1.3 个百分点，为近五个月首次回落。PMI 指数的短期回落市场预期之内，由于宏观经济走势仍在平稳向上的通道之中，目前的信贷需求相对于偏紧的供给仍相当旺盛。当月信贷投放受到了严格监控，商业银行均储备了丰富的项目资源以待开年额度，银行信贷投放冲动明显。应关注 1 月银行信贷出现井喷从而引发严厉政策调控的风险。由于央行正重点关注 1 月信贷投放，我们认为 1 万亿元左右的投放规模应是各方博弈相对均衡的水平。

◆ 行业观点及股票组合

从 12 个月来看，我们看好业绩相对受益于加息、全年业绩增长确定性高、估值处于历史底部的银行板块。从 1 个月来看，自 11 月以来的持续下跌已对平台贷款清理、准备金率频繁上调等政策预期进行了较充分的反应，目前估值已近 9 月末的低点；由于开年后资金面紧张局面将会有所缓解，银行板块短期有一定估值回补动力。从 3 个月来看，需关注利率市场化进程，主要是“试点存款利率上浮”对银行板块估值可能产生的影响。

本月组合：浦发、华夏、农行、光大。

分析师：

沈维 （执业证书编号：S0930510120026）

021-22169121

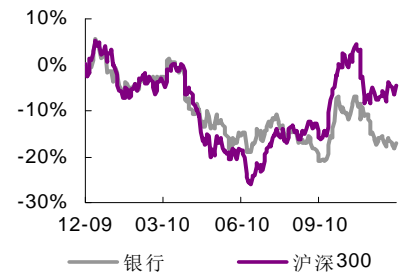
shenwei@ebsecn.com

冯钦远 （执业证书编号：S0930510120014）

021-22169119

fengqy@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



一、本周观点

◆ 本周市场表现

本周沪深 300 下跌 1.10%，**银行板块下跌 0.70%，跑赢大盘；其中中小银行以流通市值加权下跌 2.85%**。国有行整体表现相对较好，城商行股价跌幅较大，股份制银行表现居中。个股方面，除农行（+1.90%）、工行（+1.44%）股价上涨外，其余 14 家上市银行股价有不同幅度下跌，其中华夏（-4.05%）、南京（-4.05%）、兴业（-4.03%）录得最大的股价跌幅。

以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 9.8 倍/1.68 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10 年 PE/PB 分别为 8.6 倍/1.59 倍、9.7 倍/1.68 倍和 12.3 倍/1.84 倍。

◆ 本周行业焦点

1、货币市场利率仍处高位，央行继续净投放资金

本周银行间市场资金面仍较为紧张，截至 12 月 30 日 1 天/7 天/14 天回购利率分别较上周末上升了 83bp/95bp/138bp，均处于历史高位；但周五各期限利率出现明显回落，最终较上周末变动了 29bp/-25bp/122bp。受基准利率上调影响，3 个月/1 年期央票发行利率较前期分别提高了 20bp/17bp，发行利率小幅上调尚难以显著缓解一二级市场利率倒挂。本周央票发行仅 20 亿元，从而继续实现净投放 350 亿元。至此，央行自 11 月第三周以来已连续七周实现净投放，合计投放资金 3410 亿元，效果相当于对冲了 0.5 个百分点的准备金率上调。

近期货币市场利率攀升是由频繁的准备金率调整、年末达标及节前备付需求等因素造成的，预计元旦以后随着银行年末考核因素消除及公开市场到期资金增加，资金紧张局面会有所缓解，但实际缓解程度仍取决于下个月央行公开市场回笼力度及准备金调整情况。

2、央行调升再贷款及再贴现利率，货币政策回归稳健更趋明显

26 日起，央行 20 天/3 个月/6 个月/1 年再贷款利率及再贴现利率分别提高 46bp/49bp/51bp/52bp/45bp，为两年来首次调整。

我们认为：（1）再贷款和再贴现利率是部分商业银行日常头寸出现严重紧张而临时向央行融入资金所付出的成本，上调这两种利率与 10 年 10 月以来两次基准利率上调基本相匹配，货币政策向常态和中性回归的信号更趋明显。（2）由于再贷款和再贴现规模相对较小（10 月末央行对存款性公司的债权余额仅占全部存款余额 1.3%），其利率调升对行业资金面的影响有限。（3）本次上调后 6 个月及以上期限再贷款利率已高于相应期限 SHIBOR，可能促使部分银行增加备付金比例，这与即将启用的差别存款准备金动态调整工具等相结合，会对银行信贷投放产生一定影响。

3、央行"吹风"加快利率市场化，建议试点存款利率上浮

央行调查统计司司长盛松成在《价格总水平稳定与利率市场化改革》一文中强调，应加快利率市场化步伐：鼓励金融机构推出更多理财产品；按先长期、大额，后短期、小额的思路推进存贷款利率市场化；在贷款利率基本由市场决定的情况下，可允许存款利率向上浮动一定幅度；存款利率上浮首先在具备财务硬约束条件的金融机构中试点。

我们认为：（1）当前的负利率未必会通过多次连续加息的方式解决，而可能通过加快利率市场化来缓解，因为央行会考虑物价与利率的中长期关系。（2）一季度应关注试点存款利率上浮的影响。考虑到目前负利率状态以及激烈的存款竞争，试

点在短期内将对银行利差构成压力。(3) 银行业已经提前消化了部分存款利率上浮的影响(对公存款已有一定市场化程度,并反映在较高的协议存款利率及银行相关隐性成本之中;大量理财产品发行致使部分储蓄存款的实际成本已有提升),而利率市场化的中长期影响要取决于银行经营模式的转变和业务转型,不同银行将因风险定价能力、业务创新能力和风险控制能力的差异产生较大的分化。(4) 利率市场化加快的预期或会对银行的估值修复进程带来波折,但届时亦提供了介入良机。

4、12月PMI较上月小幅回落,估计1月信贷投放在1万亿元左右

12月PMI指数为53.9%,较上月下降1.3个百分点,为近五个月首次回落。PMI指数的短期回落在市场预期之内,由于宏观经济走势仍在平稳向上的通道之中,目前的信贷需求相对于偏紧的供给仍相当旺盛。12月信贷投放受到了严格监控,商业银行均储备了丰富的项目资源以待开年额度,银行信贷投放冲动明显。应关注1月银行信贷出现井喷从而引发严厉政策调控的风险。由于央行正重点关注1月信贷投放,我们认为1万亿元左右的投放规模应是各方博弈相对均衡的水平。

◆ 行业观点及股票组合

从12个月来看,我们看好业绩相对受益于加息、全年业绩增长确定性高、估值处于历史底部的银行板块。从1个月来看,自11月以来的持续下跌已对平台贷款清理、准备金率频繁上调等政策预期进行了较充分的反应,目前估值已近9月末的低点;由于开年后资金面紧张局面将会有所缓解,银行板块短期有一定估值回补动力。从3个月来看,需关注利率市场化进程,主要是“试点存款利率上浮”对银行板块估值可能产生的影响。

本月组合: 浦发、华夏、农行、光大。

二、行情与估值

一周股价表现: 本周沪深300下跌1.10%,银行板块下跌0.70%,跑赢大盘;其中中小银行以流通市值加权下跌2.85%。国有行整体表现相对较好,城商行股价跌幅较大,股份制银行表现居中。个股方面,除农行(+1.90%)、工行(+1.44%)股价上涨外,其余14家上市银行股价有不同幅度下跌,其中华夏(-4.05%)、南京(-4.05%)、兴业(-4.03%)录得最大的股价跌幅(见表1)。

表 1：A 股上市银行市场表现

	收盘价	换手率(%)	股价变动(%)			
			1周	1月	1季	1年
A 股						
国有大银行						
工商银行	4.24	0.19	1.44	-2.08	6.87	-17.53
建设银行	4.59	2.85	-2.13	-5.17	1.69	-21.24
中国银行	3.23	0.08	-0.31	-2.12	-0.25	-20.14
农业银行	2.68	7.16	1.90	0.75	2.68	-0.74
交通银行	5.48	0.92	-3.18	-2.49	-5.52	-37.06
中小股份制银行						
招商银行	12.81	2.41	-3.17	-2.95	-1.08	-23.90
浦发银行	12.39	2.41	-2.75	-3.35	-4.40	-25.16
民生银行	5.02	2.58	-1.57	-1.57	-1.57	-23.29
兴业银行	24.05	3.51	-4.03	-1.68	4.02	-35.65
中信银行	5.25	0.27	-0.94	-3.67	3.14	-35.21
光大银行	3.96	23.15	-2.46	3.13	14.45	8.20
深发展 A	15.79	3.96	-3.95	-4.71	-2.65	-35.21
华夏银行	10.90	4.36	-4.05	-2.85	0.93	-11.17
城商行						
北京银行	11.44	2.46	-3.70	-4.83	-4.19	-40.04
南京银行	9.94	4.29	-4.05	-1.88	-0.95	-28.59
宁波银行	12.40	5.90	-1.98	1.39	3.42	-27.90
银行业	2078.12		-0.70	-2.34	1.97	-22.50
沪深 300	3128.26		-1.10	-0.95	6.56	-12.51

资料来源：wind、光大证券研究所

估值水平：以周五收盘价计算，行业 10 年 PE/PB 分别为 9.8 倍/1.68 倍。其中，国有行、股份制银行、城商行 10 年 PE/PB 分别为 8.6 倍/1.59 倍、9.7 倍/1.68 倍和 12.3 倍/1.84 倍（见表 2）。

表 2：A 股上市银行估值表

	股价	EPS (元)			BVPS (元)			P/E (X)			P/B (X)		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
A 股													
国有行													
工商银行	4.24	0.37	0.47	0.56	1.93	2.33	2.66	11.51	9.08	7.60	2.20	1.82	1.59
建设银行	4.59	0.43	0.61	0.73	2.22	2.75	3.18	10.75	7.55	6.30	2.07	1.67	1.44
中国银行	3.23	0.29	0.39	0.47	1.84	2.29	2.57	11.16	8.25	6.87	1.75	1.41	1.26
农业银行	2.68	0.20	0.27	0.35	1.06	1.63	1.84	13.39	9.98	7.68	2.54	1.65	1.46
交通银行	5.48	0.53	0.67	0.80	2.91	3.92	4.43	10.25	8.22	6.85	1.88	1.40	1.24
股份制银行													
招商银行	12.81	0.85	1.26	1.58	4.30	6.25	7.44	15.16	10.19	8.11	2.98	2.05	1.72
浦发银行	12.39	0.92	1.35	1.68	4.74	8.48	9.73	13.45	9.21	7.39	2.62	1.46	1.27
民生银行	5.02	0.45	0.63	0.79	3.30	3.80	4.43	11.08	7.91	6.38	1.52	1.32	1.13
兴业银行	24.05	2.22	2.91	3.67	9.95	14.96	17.57	10.85	8.27	6.55	2.42	1.61	1.37
中信银行	5.25	0.37	0.52	0.62	2.63	3.02	3.49	14.31	10.12	8.43	1.99	1.74	1.50
光大银行	3.96	0.19	0.30	0.37	1.19	1.98	2.25	20.95	13.19	10.57	3.33	2.00	1.76
深发展 A	15.79	1.44	1.82	2.34	5.87	9.23	10.98	10.94	8.68	6.75	2.69	1.71	1.44
华夏银行	10.90	0.75	1.12	1.40	6.06	6.84	7.77	14.47	9.73	7.78	1.80	1.59	1.40
城商行													
北京银行	11.44	0.90	1.20	1.51	6.03	6.94	8.07	12.65	9.55	7.58	1.90	1.65	1.42
南京银行	9.94	0.52	0.75	0.94	4.05	6.22	6.84	19.12	13.18	10.55	2.45	1.60	1.45
宁波银行	12.40	0.51	0.88	1.16	3.38	5.47	6.22	24.54	14.08	10.67	3.67	2.27	1.99
国有行								11.41	8.62	7.06	2.09	1.59	1.40
股份制银行								13.90	9.66	7.75	2.42	1.68	1.45
城商行								18.77	12.27	9.60	2.67	1.84	1.62
A 股银行								14.03	9.82	7.88	2.36	1.68	1.47

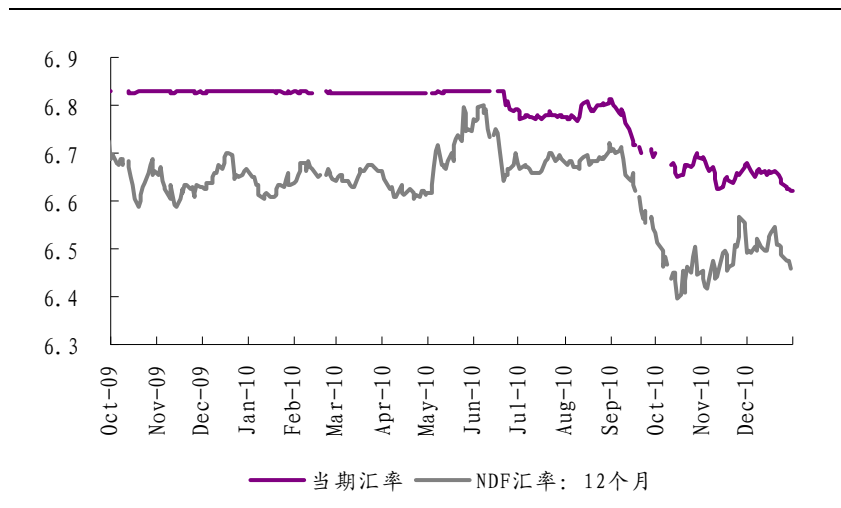
资料来源：wind、光大证券研究所

三、宏观经济与政策

PMI: 12 月 PMI 为 53.9%，为近五个月首次回落，较上月下降 1.3 个百分点。

人民币汇率: 本周美元对人民币中间汇率收于 1: 6.6227，人民币当期汇率较上周末升值 0.22%（见图 1）。

图 1：美元兑人民币汇率



资料来源：wind、光大证券研究所

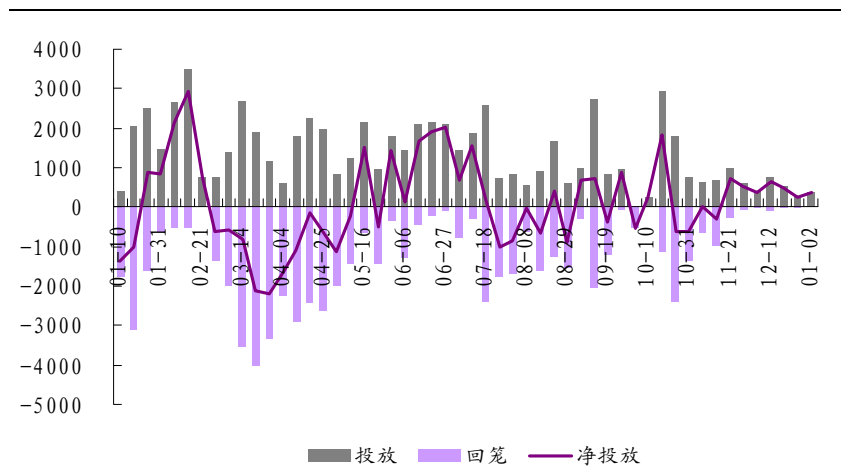
四、货币政策与银行间市场利率

货币政策基调：央行货币政策委员会第四季度例会再次重申了此前货币政策的基调，强调要认真实施稳健的货币政策，增强金融调控的针对性、灵活性、有效性，把稳定价格总水平放在更加突出的位置；综合运用多种货币政策工具，把好流动性这个总闸门，引导货币信贷向常态回归，实现合理适度增长。

利率工具：26日起，央行 20 天/3 个月/6 个月/1 年再贷款利率及再贴现利率分别提高 46bp/49bp/51bp/52bp/45bp，为两年来首次调整。

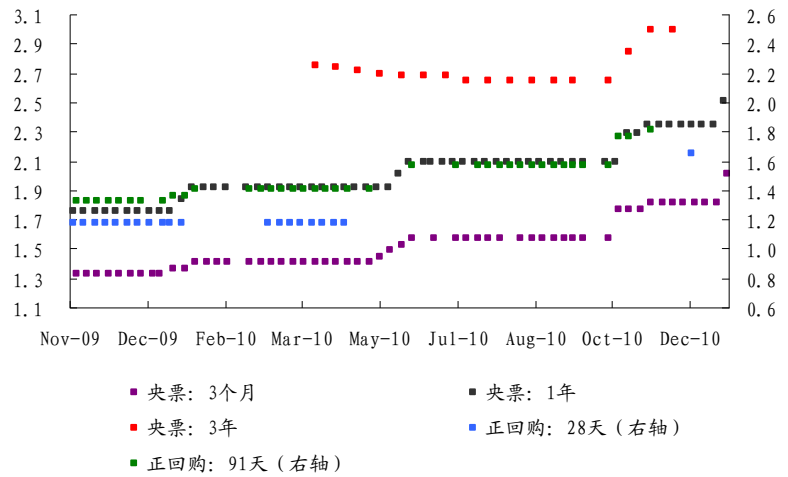
公开市场操作：本周央行在公开市场回笼货币 20 亿元，而一周到期央票及正回购共计 370 亿元，从而累计净投放货币 350 亿元；受基准利率上调影响，3 个月/1 年期央票发行利率较前期分别提高了 20bp/17bp（见图 2、图 3）。

图 2：公开市场货币投放（亿元）



资料来源：wind、光大证券研究所

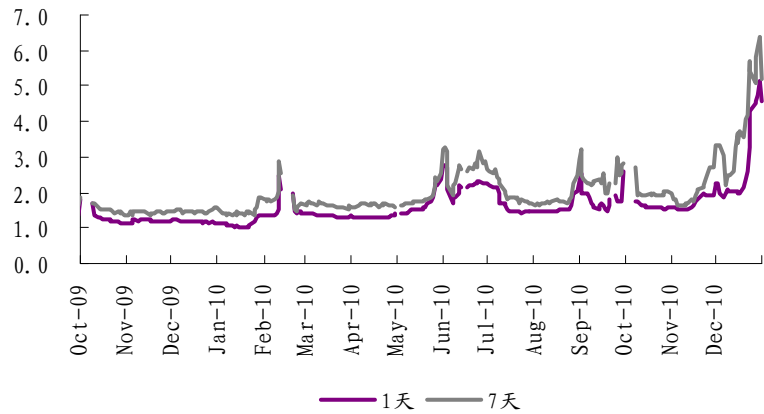
图 3：央票及回购利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

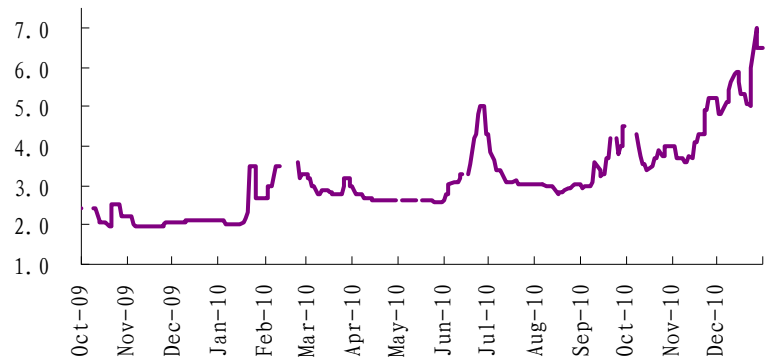
市场化利率： 本周银行间市场资金面仍然偏紧，银行间 1 天及 7 天回购加权利率较上周末变动了 29bp 和 -25bp，至 4.57%和 5.17%（见图 4）。此外，珠三角 6 个月票据直贴利率上升 50bp 至 6.50%（见图 5）。

图 4：银行间回购加权利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

图 5：珠三角 6 个月票据直贴利率（%）



资料来源：wind、光大证券研究所

五、监管要闻

央行：

央行统计司司长盛松成总结了利率市场化的监管思路，包括：（1）按先长期、大额，后短期、小额的顺序稳步推进，同时可鼓励金融机构推出更多的理财产品；（2）在贷款利率基本由市场决定的情况下，可允许存款利率向上浮动一定幅度；（3）存款利率上浮首先在具备财务硬约束条件的金融机构中试点。上述信息与近期监管层及盛松成本人的表述一致，符合市场预期。

研究局局长张健华撰文指出，将在中西部地区全部县域和东部地区省级扶贫开发重点县试点实施县域法人金融机构新增存款在当地发放贷款的具体考核办法。

银监会：

刘明康表示，总体来看，国际银行资本监管制度改革对国内银行的短期影响有限，但长期影响值得关注。年底巴塞尔委员会公布资本监管改革最终方案后，银监会将适时出台我国商业银行资本监管的总体框架和路线图。

六、行业动态

居民购房需求：四季度北京城镇居民投资性购房需求创 10 年新低。在有购房需求的居民中投资性购房居民占 17%，比三季度下降 3 个百分点。

七、公司跟踪

- 工商银行:** 截至 12 月末, 公司托管资产规模达 2.8 万亿元人民币, 较上半年末增加 8000 亿元。(中证报/2010.12.31)
- 交通银行:** 推出蕴通电子供应链系统, 借助网上银行、银企直联等电子渠道, 与供应链中的核心企业实现系统对接, 在此基础上为核心企业及其上下游企业提供集信息管理、融资、结算为一体的在线金融服务。(中国证券网/2010.12.31)
- 民生银行:** 获准发行不超过 100 亿元人民币次级债券。
长垣民生村镇银行股份有限公司获银监会批准开业, 公司注册资本为 5000 万元。
- 中信银行:** 中信银行国际有限公司新加坡分行开业。(中国证券网/2010.12.29)

分析师介绍

沈维, CFA, 武汉大学金融学硕士, 2008 年加盟光大证券任证券信托行业分析师, 目前任银行业分析师。2010 年获 **Financial Times / StarMine 亚洲地区金融服务行业最佳分析师**。此前就职于毕马威华振会计师事务所金融服务部门, 从事银行、保险等金融机构审计。

冯钦远, 毕业于复旦大学金融系。2009 年加盟光大证券任银行业分析师。此前就职于瑞银证券。

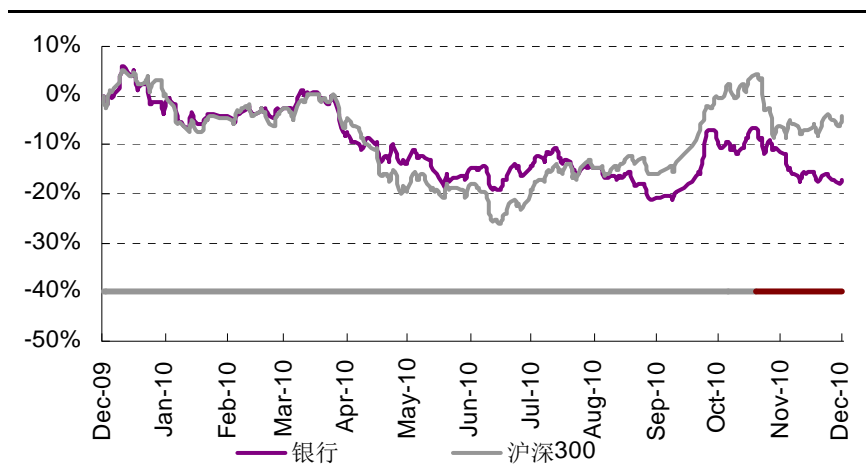
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行

分析师: 沈维、冯钦远



资料来源: 光大证券研究所

日期	行业评级
2010-11-11	买入
2010-11-14	买入
2010-11-22	买入
2010-11-28	买入
2010-12-05	买入
2010-12-12	买入
2010-12-13	买入
2010-12-19	买入
2010-12-26	买入
2010-12-30	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。