

分析师： 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210060007
联系人： 许荣聪 (8621) 68751569 xurc@cjsc.com.cn

银行业周报：升值预期强化阶段调控政策不放松，市场震荡概率较大

报告要点

■ 本周观点

当前我们认为资产价格调控和利率政策取向是银行股走势关键，房地产调控进入第二波政策密集期。由于当前人民币短期升值压力非常大，升值预期处于强化阶段，房地产调控政策不可能松动，在政策不确定性降低的同时又夹杂超预期的调控政策，市场震荡的概率比较大。此外，本轮人民币升值预期的强化及实际升值不利于经济结构调控，增加宏观调控难度，会引发长期经济增长动力减弱的担忧，从而不利于银行股。不过短期升值引致资产价格和通胀预期，银行短期受益，且H股受益于升值刺激，以及利率政策久悬不决，银行股震荡等待机会的可能性更大。

■ 上周市场表现

上周自选组合涨幅为 0.90%，沪深 300 银行指数涨幅 0.83%，沪深 300 指数涨幅为 2.73%，跑赢行业，跑输大盘；自选组合从建仓到现在，累计跑输大盘 9.06%和跑赢行业指数 1.69%。上周银行板块因房产政策加码预期部分兑现而略微上扬，符合我们的判断。我们继续维持防御性组合，推荐浦发银行、民生银行、招商银行和北京银行为我们投资组合，组合权重分别为 40%、30%、20%和 10%。

■ 行业动态

(1) 央行定调人民币汇率走向：增强弹性；(2) 十二五规划或将酝酿商业银行资本监管路线图；(3) 央行将启动专项检查，查处违规发卡机构；(4) 两部鼓励县域金融机构新增存款用于当地贷款；(5) 境外机构人民币银行结算账户管理办法 10 月 1 日起实施；(6) 央行 28 日回笼 160 亿，未对资金面构成太大冲击；(7) 多部委出台房地产调控“组合拳”；(8) 小企业担保贷款首次突破万亿元；(9) 爱尔兰央行拟再次援助本国银行；(10) 日银行突然重拾零利率。

■ 公司动态

(1) 高盛拟减持工行筹 20 亿美元；(2) 农银租赁与私人银行双开业，农行版图扩容；(3) 中信银行零售业务瞄准细分市场；(4) 深发展股东大会通过深发展与平安重组方案。

上周观点回顾

回顾银行今年以来的风风雨雨，我们梳理并展望未来投资策略。四个方面成为银行投资的关键：资产质量风险，监管层开始着手化解，而市场也部分消化，但是尚未完全消除此方面的担忧；去杠杆化，资本充足标准的变相提高及融资问题，曾困扰市场，未来仍会困扰，只是力度会小些；息差，利率市场化推进，银行让利于民的改革呼声，市场虽有担忧，但尚未完全消化；资产价格上升，所带来的是更严厉的政策调控预期还是信贷抵押物价值的上升，政策不确定性依旧。我们认为中短期来看，息差和资产价格调控政策取向是影响行业大幅改变走向的关键，加息政策、地产调控

新政的不确定性消除，将会带来板块阶段性投资机会，如果不确定性依旧，则难以有显著投资机会。资产质量拨备计提风险和去杠杆化在中短期内难以完全消除不确定性，并且市场已经消化大部分，难以形成重大利空，相反也难以利空出尽，反推板块行情。

9月25日，中国人民银行发布《贷款转让交易主协议》，有利于提高存量信贷资产转让，存量信贷资产流动性增强，拓宽存量信贷资产的风险转移渠道；有利于监管层监控信贷资产转移交易，规范银行间信贷资产转让，减少风险与收益不对等转移的交易，降低银行间系统性风险。

资产质量风险及其引致的拨备风险，针对09年天量信贷资产潜在风险，监管层及银行自身大致从三个方面提前着手化解：存量信贷资产打包出售或转化为相关理财产品予以分散；更审慎的进行贷后监控，融资平台贷款清查，特定标准排查，重分类等；加大计提拨备，由于信贷政策逆周期，因此监控指标逐步由贷款拨备覆盖率转向贷款总拨备覆盖率，并草议提高总拨备覆盖率水平，同时对一般贷款准备计提标准也有提高的计划。但由于牵扯到过渡期政府、中央和地方及银行自身当期盈利等利益，三方面进展都非常曲折，但特点是目标远大，但是实际进展很缓慢，悬而未决的东西不少，好在市场这方面的利空消化不少。

提高资本充足率，银行去杠杆化。无论从控制通胀，还是做厚银行资本，提高抵御风险的能力来看，银行去杠杆化的趋势明确，但问题是大规模的融资刚告一段落，内生补充资的能力由于拨备水平的提升而减弱，未来的融资压力会逐步显现，但短期内资本充足率标准不大可能进一步提升。

负利率时代呼吁加息，利率市场化改革压力迫近，银行让利于民的呼声渐起。和美国商业银行相比，我们的息差并不高，所不同的是美国商业银行的息差是包含了对个体风险甄别的，而我们银行息差没有包含多少个体风险，更多的是系统性的，当然这背后涉及更深层的经济结构差异和矛盾。因此当下，我们认为利率市场化全面推进的微观基础不具备，至于息差是否由利率政策主导收窄，得结合政府对资产价格未来调整方向。如果政府不容许资产价格上涨，并以调控政策刺破泡沫，则我们认为息差收窄的可能性较小，反之，则有收窄空间。

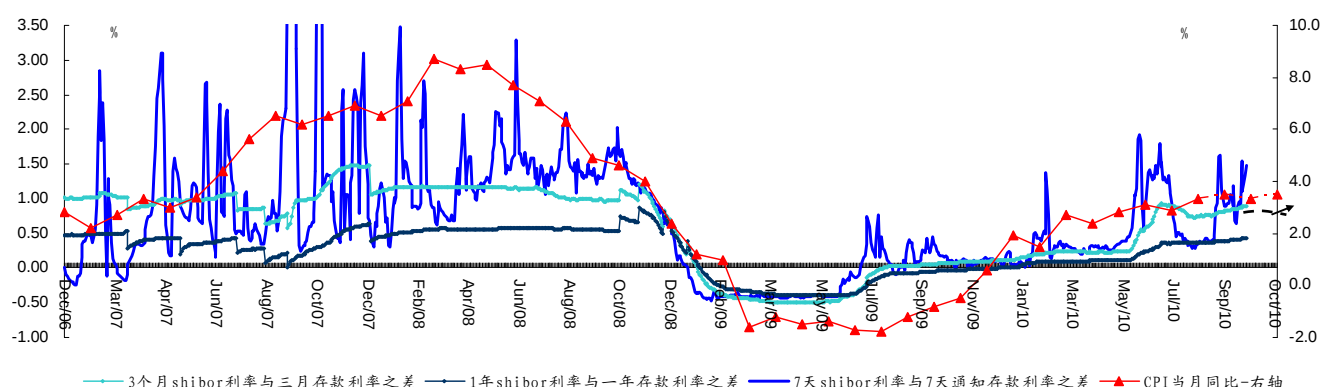
资产价格的实际走势及政策对其态度非常关键。我们在《央行资产负债表分析通胀》一文中提出，未来基础货币潜在供应量非常大，通胀压力大，但更大的压力是资产价格。如果资产价格上涨成为必然，且政府无力控制，那么银行信贷抵押物的价值好于预期，则信贷资产质量风险担忧降低，过度存量拨备可以回拨释放利润，利好银行股。但如果资产价格上涨，引发政府严厉调控，政策预期会抑制银行股投资机会，至于政策能否实际有效，还得后续观察。

综合上述分析，我们认为下半年银行股投资思路应抓住两个关键：即利率政策和房地产调控政策取向。在政策尚未明朗前，我们认为短期内银行股仍有一定相对收益。

央行公开市场操作

央行上周公开市场操作没有到期投放资金，净回笼540亿资金；节后短期拆借资金逐步到期，下周市场利率可能有所回落，但中期来看，通胀因素是货币市场利率的关键。

图 1: shibor 利率与存款利率之差和 CPI 同比图

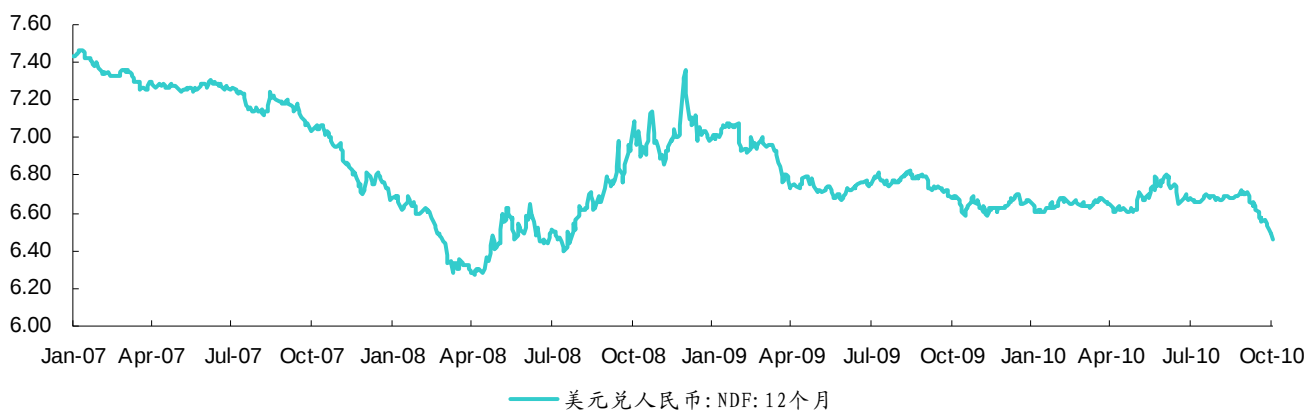


资料来源：长江证券研究部

人民币升值预期加强

由于当前人民币短期升值压力非常大，升值预期处于强化阶段。美元兑人民币 NDF(12 个月)的走势来看，目前已经降至 6.4640 的历史低点。本轮人民币升值预期的强化及实际升值不利于经济结构调控，增加宏观调控难度，会引发长期经济增长动力减弱的担忧，从而不利于银行股。

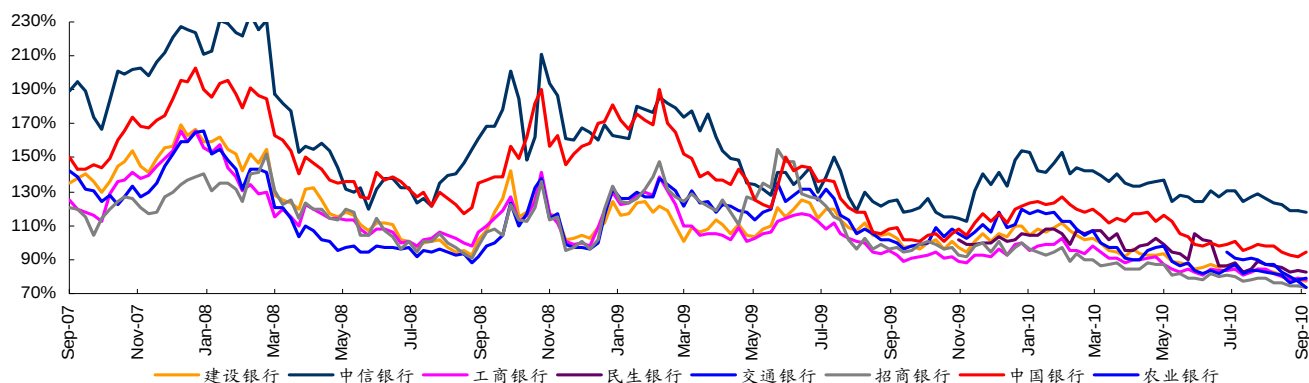
图 2: 美元兑人民币 NDF(12 个月)走势图



资料来源：长江证券研究部

两地估值对比

通过过去 A/H 估值对比情况看，目前 A 股银行股处于估值底部。除了中信银行，银行股的 A 股估值均小于 H 股。

图 3: A/H 对价处于历史最低点 (A/H 对价=A 股价/港股价)


资料来源: 长江证券研究部

上周市场表现

	收盘价	一周涨幅	一个月涨幅	三个月涨幅	组合成立至目前累计涨幅	年初以来涨幅
工行	4.04	1.76%	-0.98%	-0.49%	-4.38%	-22.83%
建行	4.60	0.88%	-1.71%	0.29%	-5.63%	-22.55%
中行	3.34	3.09%	0.30%	-1.76%	-13.99%	-19.94%
交行	5.80	2.11%	-2.00%	-0.51%	-7.67%	-33.39%
农行	2.61	0.77%	-2.97%	/	-3.33%	/
招行	12.95	0.62%	-4.36%	0.31%	-1.48%	-23.07%
中信	5.09	-0.97%	-9.59%	-6.17%	-3.00%	-37.18%
浦发	12.96	0.15%	-7.36%	-5.19%	-8.46%	-21.71%
民生	5.10	1.80%	-5.38%	1.38%	-7.31%	-22.07%
兴业	23.12	-0.39%	-9.86%	0.61%	-8.48%	-38.14%
光大	3.46	2.06%	1.76%	/	/	/
深发	16.22	-2.35%	-7.37%	-7.37%	-11.17%	-33.44%
华夏	10.80	0.28%	-7.69%	-1.73%	3.03%	-11.98%
北京	11.94	1.79%	-5.69%	-1.84%	-9.75%	-37.42%
宁波	11.99	0.33%	-4.31%	5.73%	3.42%	-30.28%
南京	10.65	0.66%	-4.31%	3.50%	0.58%	-27.90%
自选组合指数	3613.37	0.90%	-6.00%	1.89%	-5.58%	/
沪深 300 银行指数	3548.52	0.83%	-5.26%	-1.35%	-7.28%	-28.78%
沪深 300 指数	2935.57	2.73%	1.12%	15.84%	3.48%	-17.90%

行业动态

央行定调人民币汇率走向：增强弹性

央行货币政策委员会在日前召开的第三季度例会上提出，下一阶段，将进一步完善人民币汇率形成机制，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，增强汇率弹性。数据显示，9月份以来，人民币汇率的中间价波幅明显加大，增强汇率弹性的意图基本得到了体现。虽然人民币对美元近期出现较大幅度的升值，但是对一篮子货币仍基本保持稳定。（上海证券报）

十二五规划或将酝酿商业银行资本监管路线图

中国银监会即将召开新资本协议项目组(扩大)会议，有消息称，银监会正在讨论推出新的四大监管工具，包括资本要求、杠杆率、拨备率、流动性要求等。其中，资本要求里提出了超额资本的概念，对于最低资本和拨备的期限都要求在2012年底达标。

对此，一位接近银监会人士表示，目前，巴塞尔委员会还没有公布资本监管的最终方案，要等到年底才能出来，然后才是银监会根据最新方案适时出台我国商业银行资本监管的总体框架和路线图。现在，据最后结果还有两步，新的监管要求还需要继续等待。（证券日报）

央行将启动专项检查，查处违规违标发卡机构

中国人民银行于近日启动了2010年全国银行卡联网通用专项检查工作，全面核查当前银行卡联网通用中卡片规范执行情况。检查工作从2010年10月8日开始，由中国人民银行总行统一领导。全部工作计划于2010年11月底结束。

本次全国银行卡联网通用专项检查对于进一步加强银行卡发卡管理，查处违规违标的发卡机构，保障银行卡发卡工作安全、规范、有序发展具有积极作用。（中国人民银行网站）

两部委鼓励县域金融机构新增存款用于当地贷款

中国人民银行联合银监会9月28日发布相关考核办法，鼓励县域法人金融机构将新增存款主要用于当地发放贷款，促进县域信贷资金投入。（银监会网站）

境外机构人民币银行结算账户管理办法10月1日起实施

央行发布《境外机构人民币银行结算账户管理办法》，以规范境外机构人民币银行结算账户的开立和使用，加强银行结算账户管理，维护经济金融秩序稳定。《办法》自2010年10月1日起实施。

《办法》规定境外机构依法办理人民币资金收付，可以申请在银行开立银行结算账户，用于依法开展的各项跨境人民币业务。中国人民银行是银行结算账户的监督管理部门，负责对银行结算账户的开立、使用、变更和撤销进行监督管理。（凤凰网财经）

央行28日回笼160亿，未对资金面构成太大冲击

央行于9月28日以价格（利率）招标方式发行了两期央行票据，并开展了正回购操作。其中，1年期央票发行量50亿元，参考收益率2.0929%；3个月央票发行量60亿元，参考收益率1.5704%；91天期正回购操作交易量50亿元，中标利率1.57%。当日公开市场利率水平继续与前期保持一致。

统计显示，本周公开市场没有资金到期。鉴于央行已将惯例于周四进行的3月期央票发行和91天期正回购操作提前至周二，交易员预计本周央行公开市场操作已提前完成。分析人士指出，尽管当日资金利率有所上行，但考虑到季末考核和国庆备付因素，上行幅度并不大，显示资金面仍较为充裕。（中证网）

多部委出台房地产调控“组合拳”

为进一步贯彻落实国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知精神，国家有关部委近日分别出台措施，巩固房

地产市场调控成果，促进房地产市场健康发展。措施包括：暂停发放第三套房贷款；贷款购房首付款调整到 30%；贷款购买第二套住房家庭，首付款不低于 50%、利率不低于基准利率 1.1 倍；消费性贷款禁止用于购买住房；加快推进房产税改革试点，并逐步扩大到全国；10 月 1 日起出售自有住房并在 1 年内重新购房的纳税人不减免个税；对土地闲置、捂盘惜售等房企，暂停发行股票、公司债和新购置土地，银行停发新开发项目贷款和贷款展期。（上海证券报）

小企业担保贷款首次突破万亿元

9 月 26 日，在第十一届全国中小企业信用担保机构负责人联席会议上，工信部中小企业司巡视员狄娜表示：“截至去年底，全国中小企业信用担保机构已达 5547 户，共筹集担保资金 3389 亿元，当年为 37 万户中小企业提供担保贷款额 10796 亿元，首次突破万亿元大关，占全国中小企业贷款余额的 7.5%。”银监会相关人士也在该会上披露了担保行业清理整顿工作的进展。

狄娜表示，注册资本过亿元的担保机构作用日益突出。去年全年，过亿元的担保机构已达 1263 户，占比 22%，注册资本金占担保机构注册资本总额的 62%，提供的担保总额占比 74.4%。（第一财经日报）

爱尔兰央行拟再次援助本国银行

据报道，盎格鲁爱尔兰银行预计将于下周一宣布一项新的资本重组计划。据悉，爱尔兰中央银行将再次向盎格鲁爱尔兰银行注入 50 亿欧元(约 68 亿美元)的资金，从而使总援助成本达到 300 亿欧元。

近来，金融市场出现了针对爱尔兰财务状况新一轮的担忧。本周初，穆迪评级机构将盎格鲁爱尔兰银行优先债券评级下调 3 档，由“A3”降至“Baa3”，并表示将进一步关注甚至有可能再次下调评级。（中证网）

日银行突然重拾零利率

日本银行即中央银行 10 月 5 日决定进一步实施货币宽松政策，把银行间无担保隔夜拆借利率从 0.1% 下调到零至 0.1%，实际上时隔 4 年多再次实施零利率政策。日银当天还宣布考虑购买长期国债和其他资产，以防止日元升值拖累经济复苏。按路透社说法，日银这一出人意料的举动震惊市场，等于抢在美国重新实施数量宽松政策前给日本经济打了一针兴奋剂。（中证网）

公司动态

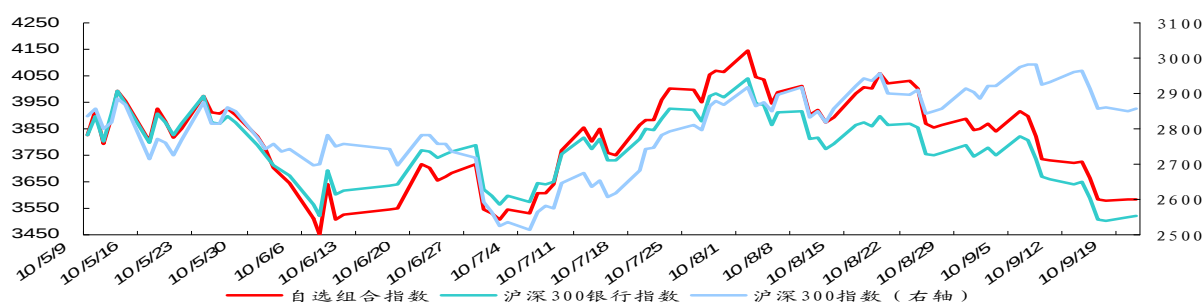
银行	一周要闻
工商银行	高盛拟减持工行筹 20 亿美元 最新交易条款显示，美国高盛集团拟以每股 5.70 港元至 5.79 港元的价格，出售其所持有的中国工商银行股份有限公司的部分股权，以套现 159.2 亿港元(合 20.5 亿美元)。这意味着，此次出售股权的价格将比工行在香港股市 29 日的收盘价 5.97 港元低 3%到 4.5%。 报道引用消息人士的话称，高盛将出售其所持工行的 27.5 亿股，在完成此次交易后其对工行的持股比例将下降到 3.1%，持股数量则减少为 104.31 亿股。高盛此次减持是市场行为，高盛和工行之间的战略合作关系不会因此有任何改变。(中证网)
农业银行	农银租赁与私人银行双开业，农行版图扩容 9 月 29 日，农业银行全资控股的子公司农银金融租赁有限公司和直属经营机构私人银行同时在上海开业。这标志着上市两个多月后，农行在多元化经营与零售业务市场细分方面迈进一大步。(21 世纪经济报道)
中信银行	中信银行零售业务瞄准细分市场 9 月 29 日，中信银行零售银行业务部相关负责人表示，中信银行近期致力于改善业务结构，零售银行业务将借助细分市场来增强对客户吸引力，以此扩大市场上份额并增强盈利能力，实现零售业务的战略转型。中信银行目前大力推动的“香卡”产品就体现了这样的战略意图，该卡是中信银行专门针对女性客户推出的一款借记卡产品，它包括通存通兑、一卡多户、居家金融服务、商户消费等功能。(每日经济新闻)
深发展	深发展股东大会通过深发展与平安重组方案 深发展 9 月 30 日召开的股东大会，审批通过了深发展与中国平安的重组方案，赞成票达 76.12%。(凤凰网财经)

自选投资组合与大盘比较

本组合指数是以 5 月 7 日沪深 300 银行指数为同一基期，即 3826.99 为基期数，组合建立规定：每只股票进入组合至少持续一个月，每周最多可调一次组合权重，且买卖的时点和对价以每周最后一个交易日的均价，并扣除万分之八的交易成本。

本周我们维持组合，推荐浦发银行、民生银行、招商银行和北京银行为我们投资组合，权重分别为 40%、30%、20% 和 10%。

图 4：自选投资组合与大盘比较



资料来源：长江证券研究部

估值跟踪

	净利润 (mn RMB)		每股收益(元)			增长率	每股净资产		净资产回报率		预测市盈率		预测市净率		自由流通市值
	09	10E	09	10E	10E		09	10E	09	10E	09	10E	09	10E	
工行	129,161	163,384	0.39	0.46	26%	22%	2.02	2.32	20%	22%	10.49	8.57	2.00	1.70	571
建行	106,512	131,421	0.46	0.56	23%	21%	2.38	2.54	21%	23%	10.10	8.18	1.93	1.81	415
中行	85,035	105,672	0.32	0.34	24%	21%	2.02	2.33	16%	16%	10.51	9.37	1.65	1.38	234
交行	30,150	39,710	0.62	0.70	32%	21%	3.37	4.04	19%	20%	9.42	8.23	1.72	1.44	914
农行	65,005	87,844	0.25	0.27	35%	30%	1.32	1.67	21%	20%	10.44	9.65	1.98	1.56	399
招行	18,241	25,595	0.93	1.20	40%	24%	4.84	6.49	21%	22%	13.92	10.82	2.68	2.00	1,481
中信	14,409	19,953	0.37	0.50	38%	20%	2.74	3.09	14%	17%	13.79	10.16	1.86	1.65	120
浦发	13,224	18,270	1.62	1.27	38%	24%	7.69	8.71	24%	19%	7.99	10.18	1.69	1.49	913
民生	12,097	17,063	0.63	0.64	41%	25%	3.96	3.89	17%	18%	8.05	7.98	1.29	1.31	850
兴业	13,232	15,790	2.65	2.63	19%	20%	12.02	14.84	24%	21%	8.74	8.79	1.92	1.56	729
光大	7,625	10,414	0.23	0.26	37%	26%	1.44	1.91	19%	17%	15.17	13.44	2.40	1.81	107
深发	5,031	5,918	1.62	1.80	18%	20%	6.59	9.56	27%	22%	10.01	9.03	2.46	1.70	386
华夏	3,712	6,449	0.74	0.94	74%	25%	6.05	8.33	13%	15%	14.53	11.48	1.79	1.30	235
北京	5,602	7,582	0.90	1.22	35%	23%	6.11	7.24	16%	18%	13.28	9.81	1.95	1.65	422
宁波	1,456	2,456	0.58	0.83	69%	13%	3.90	5.75	16%	18%	20.58	14.40	3.07	2.08	124
南京	1,535	2,324	0.84	0.78	51%	26%	6.62	6.47	13%	15%	12.75	13.10	1.61	1.58	141
行业数据	512,027	659,844	-	-	29%	22%	-	-	19%	20%	-	-	-	-	-

注：自由流通市值估算是假设前八大股东不参与流通，即剔除前八大股东后的股本数作为自由流通股本。农业银行剔除战略配售 102 亿股，其他为自由流通股。

工行、中行和南京 2010 年的 PB 和 PE 考虑了配股因素，股价按照当天价格做除权处理，其中中行考虑可转债全部转股。

AH 银行股息收益率

	A 股股息收益率		港股股息收益率		A 股价 (人民币)	港股价(港元)	A/H	港股周涨幅	港股月涨幅
	2009	2010E	2009	2010E					
工行	4.16%	4.55%	3.36%	3.68%	4.04	5.78	80.95%	-1.03%	2.30%
建行	4.35%	4.89%	3.41%	3.83%	4.60	6.80	78.34%	0.44%	5.92%
中行	4.16%	4.12%	3.96%	3.91%	3.34	4.07	95.04%	-0.49%	4.09%
交行	3.48%	3.65%	2.79%	2.92%	5.80	8.39	80.06%	-0.12%	1.70%
农行	2.95%	3.63%	2.22%	2.73%	2.61	4.02	75.19%	3.08%	
招行	1.59%	2.03%	1.19%	1.52%	12.95	20.00	74.99%	0.20%	-0.25%
中信	1.72%	2.26%	2.05%	2.70%	5.09	4.95	119.08%	-1.00%	-1.98%
浦发	1.16%	0.88%	-	-	12.96	-	-	-	-
民生	0.98%	1.00%	0.83%	0.85%	5.10	6.95	84.98%	0.43%	-1.70%
兴业	2.15%	2.16%	-	-	23.12	-	-	-	-
光大	1.01%	1.49%	-	-	3.46	-	-	-	-
深发	-	-	-	-	16.22	-	-	-	-
华夏	1.19%	1.48%	-	-	10.80	-	-	-	-
北京	1.51%	2.04%	-	-	11.94	-	-	-	-
宁波	1.68%	2.36%	-	-	11.99	-	-	-	-
南京	0.93%	0.88%	-	-	10.65	-	-	-	-

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。