



商业银行

2010.10.14

银行股：战略性建仓机会来临

--银行业 2010 年 4 季度及 2011 年上半年策略

 **伍永刚**
 021-38676525
 wuyg1@gtjas.com
 S0880200010267

本报告导读：

预计前 3 季业绩同比增长 26.43%；年底的政策窗口和明年中期的技术窗口将有助于拉动银行走出一波累计涨幅 30-50% 的上涨行情。

摘要：

1、银行业发展前景继续向好：预计今年前 3 季报银行净利润增长 26.43%，实际还有可能略超我们预期。

2、年底的政策窗口：抑制银行股走势的利空将趋于明朗

从年初至今，我们对银行业基本面分析仍是比较准确，但银行股价走势却令人失望，其中最大的原因就是监管层频繁的调控政策给投资者以相当的心理压力。结果导致银行股的业绩与股价走势反向而行。不过这些政策大多在年底左右这个时间窗口将趋于明朗。

3、2011 年中期的技术窗口：加息周期中银行股跑赢大盘的概率较大
 2011 年上半年在通胀压力加大，同时伴随经济复苏信号增强的背景下，加息的可能性上升。我们预计，有可能先来一次非对称加息，接下来再是对称式加息。

4、人民币升值将成为驱动银行股上涨的另一强劲动力

人民币升值+人民币回流机制的完善+目前银行 A 股普遍折价，将形成推动银行股上涨的另一强劲动力。

5、银行股走势与个股投资策略

结论 1：在年底政策窗口作用下，银行股有可能先走出一波反弹行情。但因部分政策尚未明朗，在多种力量博弈下，银行股仍会有震荡调整。

结论 2：即使年底的政策窗口不足以拉动银行上涨，那么明年（2011 年）5、6 月份的技术窗口将孕育更大的力量驱动银行股走出一波累计涨幅 30-50% 的行情。

目前银行 2010 年动态平均 PE、PB 分别为 10.5 倍、1.75 倍（股份制与大行平均），在较为积极的市场氛围中，银行股估值提升到 15 倍 PE、2.5 倍 PB 是完全可能的。而且到明年上半年时，市场估值时还将预期明年银行的成长幅度。

个股投资策略：

（1）重点选择成长性较好的兴业、深发展、南京银行，以及创新型的招行、浦发、民生。同时可关注交易性投资机会的华夏、宁波银行。

（2）先中小后大盘。在以上重点推荐的中小行上涨到一定幅度，而大行涨幅严重滞后时，可关注大行补涨带来的投资机遇。大行重点关注农行、交行、工行。

评级：

增持

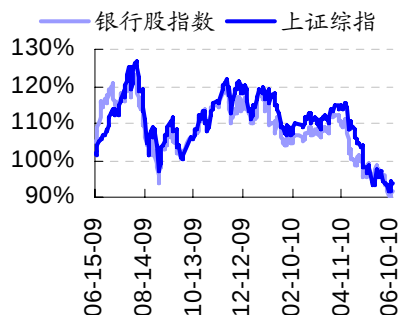
上次评级：

增持

细分行业评级

综合性银行

区域性银行



相关报告

《银行股：调整即买入机会》

2010.08.12

商业银行：《银监会规范银行理财业务点评》

2010.08.11

商业银行：《国泰君安银行业周报 10 年第 29 期》

2010.08.09

商业银行：《国泰君安银行业周报 10 年第 28 期》

2010.08.02

商业银行：《国泰君安银行业周报 10 年第 27 期》

2010.07.26

商业银行：《国泰君安银行业周报 10 年第 26 期》

2010.07.19

1. 银行业发展前景继续向好：预计今年前3季报银行净利润增长26.43%

根据我们多方沟通，银行今年前3季报一般暂不会多提拨备，因此之前我们未考虑多提拨备的预测基本成立（具体参附表1），而且有可能还会略超我们预期。

预计2010年全年银行业净利润增长27%；2011年增长20%。

2. 年底的政策窗口：抑制银行股走势的利空将趋于明朗

从年初至今，我们对银行业基本面分析仍是比较准确，但银行股价走势却令人失望，其中最大的原因就是监管层频繁的调控政策给投资者以相当的心理压力。结果导致银行股的业绩与股价走势反向而行。不过这些政策大多在年底左右这个时间窗口将趋于明朗。

房地产调控政策：除了房产税外其他该出的政策已经出了，甚至连房地产刚需也在加以压制；即使房产税的影响也在部分消化。未来若出现成交量上升，同时房价基本平稳或略降，这样的情景将有利于投资者对经济、对银行股信心的增强。

地方政府融资平台的规范清理：至今各银行地方政府融资平台贷款余额在清理中逐步缩减；同时也更规范，也有不少增加了抵押。预计到年底披露相关数据时，投资者对其风险可控的信心将进一步增强。

动态拨备政策：关于银行的动态拨备政策目前尚未完全敲定，银监会要求拨备率达2.5%的监管规定预计要到年底或稍晚才能明确。但不管怎样，给银行以适当的缓冲期是大概率事件。

资本补充新规：新巴塞尔协议的具体监管规定逐步明朗，我国银监会基于其基础之上制定的我国银行资本监管新规预计在年底也将趋于明朗。

实际上，我国在之前的这一波再融资实施完后，大多数银行将基本达到监管要求，即使部分银行出现资本缺口，这个缺口也是非常有限的。

货币政策：由适度宽松转向稳健或稳健偏紧。

3. 2011年中期的技术窗口：加息周期中银行股跑赢大盘的概率较大

2011年上半年在通胀压力加大，同时伴随经济复苏信号增强的背景下，加息的可能性上升。我们预计，有可能先来一次非对称加息，接下来再是对称式加息。

在以上情景假设下，银行的最后利空消除；而且伴随对称式加息，银行业净息差将趋于扩大，极有可能将前面的非对称加息导致的息差缩小部分对冲。同时按以往实证分析，在加息周期，银行股上涨并跑赢大盘的概率较大。

因此，我们认为，到2011年5、6月份，将是银行股上涨的技术窗口，它将拉动

银行股走出一波累计涨幅 30-50% 的上升行情。

4. 人民币升值将成为驱动银行股上涨的另一强劲动力

通胀压力加大时，政府政策选择顺序：（1）先采用上调存款准备金率、发央票收紧多余的流动性；（2）以上政策用到一定的限度，政府将面临在适度通胀与适度资产价格上涨之间的取舍平衡。这标志着监管层将容忍一定的资产价格泡沫，这是本波（大盘）行情的政策基石。

关于汇率政策，预计我国政府将在人民币汇率方面作出一定的妥协，即让人民币适度升值（主要指相对美元）；但坚持主动渐进可控的原则；同时注重人民币汇率机制的改革和完善，提升人民币汇率的弹性。

人民币升值+人民币回流机制的完善+目前银行 A 股普遍折价，将形成推动银行股上涨的另一强劲动力。

5. 银行股走势与个股投资策略

结论 1：在年底政策窗口的作用下，银行股有可能先走出一波反弹行情。但由于部分政策尚未明朗，在多种力量的博弈下，银行股仍会有震荡调整。

结论 2：即使年底的政策窗口不足以拉动银行上涨，那么明年（2011 年）5、6 月份的技术窗口将孕育更大的力量驱动银行股走出一波累计涨幅 30-50% 的上涨行情。

目前银行 2010 年动态平均 PE、PB 分别为 10.5 倍、1.75 倍（股份制与大行平均），在较为积极的市场氛围中，银行股估值提升到 15 倍 PE、2.5 倍 PB 是完全可能的。而且到明年上半年时，市场估值时还将预期明年银行的成长幅度。

个股投资策略：

（1）重点选择成长性较好的兴业银行、深发展、南京银行，以及创新型的招行、浦发、民生。同时可关注交易性投资机会的华夏、宁波银行。

（2）先中小后大盘。在以上重点推荐的中小行上涨到一定幅度，而大行涨幅严重滞后时，可关注大行补涨带来的投资机遇。大行重点关注农行、交行、工行。

表 1：14 家上市银行净利润及其增速：3 季报业绩将略超预期

	净利润			净利润增速		
	2009	3Q10	2010	2009	3Q10	2010
工行	128,599	123,642	160,654	16.10%	23.76%	24.93%
中行	80,819	76,864	100,171	27.20%	23.86%	23.95%
建行	106,756	104,792	131,469	15.29%	21.68%	23.15%

交行	30,075	29,329	38,057	5.81%	27.68%	26.54%
招行	18,235	19,624	25,581	-13.48%	50.05%	40.28%
中信	14,320	15,748	20,251	7.98%	38.20%	41.42%
浦发	13,217	13,407	17,656	5.60%	30.29%	33.59%
民生	12,104	13,248	17,388	53.51%	29.87%	43.65%
兴业	13,282	13,092	17,169	16.66%	36.78%	29.27%
华夏	3,760	4,470	5,970	22.45%	69.16%	58.77%
深发展	5,031	4,680	6,383	719.29%	28.66%	26.88%
南京	1,545	1,778	2,208	6.08%	45.24%	42.93%
宁波	1,457	1,744	2,186	9.44%	58.03%	50.01%
北京	5,634	5,675	7,384	4.00%	29.17%	31.07%
合计	434,833	428,092	552,528	16.47%	26.43%	27.07%

说明：本表为中报分析时所作预测，目前看，实际业绩有可能略超本预测。

农行、光大未公布历史季报数据，故未列入本表。国泰君安证券。

表 2：上市银行资本和核心资本充足率。

	核心资本充足率			资本充足率		
	2008	2009	1H10	2008	2009	1H10
工行	10.75%	9.90%	9.41%	13.06%	12.36%	11.34%
中行	10.83%	9.07%	9.33%	13.43%	11.14%	11.73%
建行	10.17%	9.31%	9.27%	12.16%	11.70%	11.68%
农行	8.04%	7.74%	9.58%*	9.41%	10.07%	11.35%*
交行	9.60%	8.15%	8.94%	13.47%	12.00%	12.17%
招行	6.56%	6.63%	8.41%	11.34%	10.45%	11.60%
中信	12.32%	9.17%	8.26%	14.32%	10.72%	10.95%
浦发	5.03%	6.90%	7.01%	9.07%	10.34%	10.24%
民生	6.60%	8.92%	8.32%	9.22%	10.83%	10.77%
兴业	8.94%	7.91%	9.29%	11.24%	10.75%	11.96%
华夏	7.45%	6.84%	6.49%	11.38%	10.20%	10.57%
深发展	5.27%	5.52%	7.20%	8.58%	8.87%	10.41%
光大	5.98%	6.84%	9.24%*	9.10%	10.39%	12.86%*
南京	20.68%	12.77%	10.53%	24.12%	13.90%	11.59%
宁波	14.60%	9.58%	9.04%	16.15%	10.75%	10.81%
北京	16.42%	12.38%	10.75%	19.66%	14.35%	12.47%

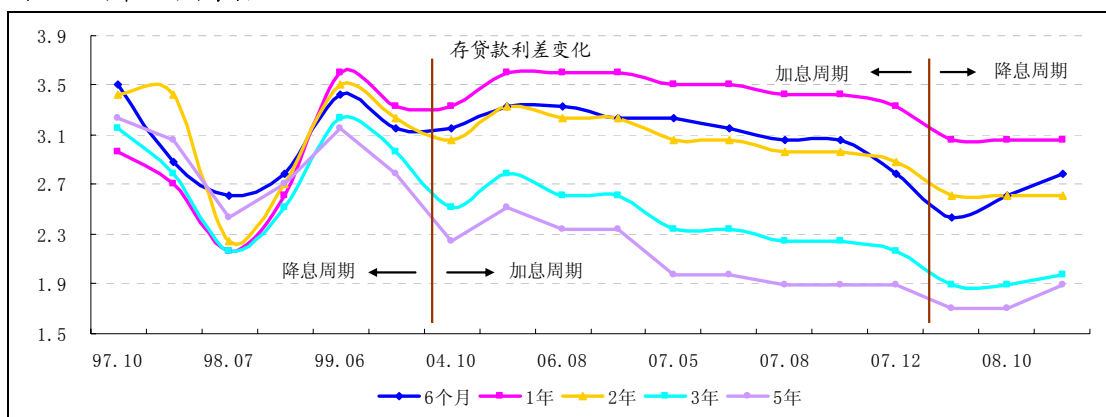
注：农行、光大*为 2010 年底预测值。国泰君安证券。

表 3：A 股银行相对港股银行折价幅度比较。

	A 股价	港股价	A 股折价幅度
招行	14.49	19.71	-26.49%
交行	6.19	7.77	-20.34%
中行	3.45	3.74	-7.75%
工行	4.23	5.22	-18.94%
建行	4.82	6.31	-23.61%
农行	2.71	3.56	-23.77%
中信	5.63	4.66	20.71%
民生	5.40	6.27	-13.94%

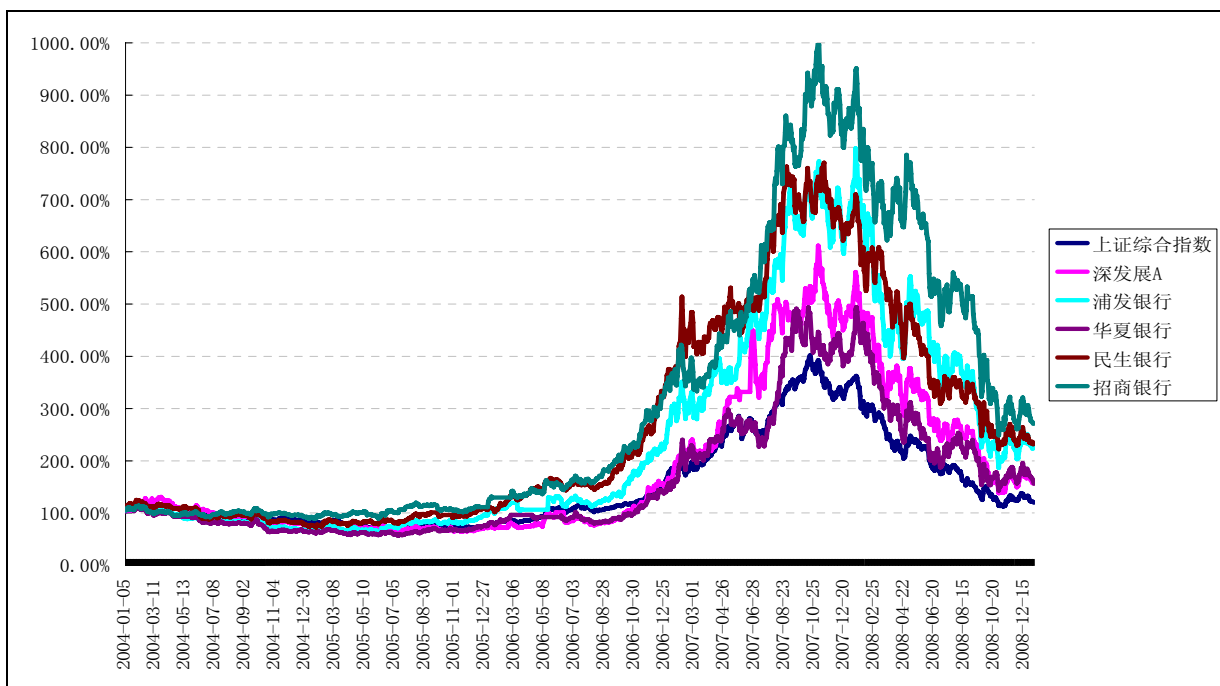
注：港股按 0.88 汇率折算成人民币。

图 1：利率变动周期



数据来源：国泰君安证券

图 2：加息周期，银行股明显跑赢大盘（相对上证综指表现）



数据来源：Wind，国泰君安证券

上市银行估值水平、目标价及评级

名称	EPS			BVPS			PE			PB			评级	目标价
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
招行	0.954	1.186	1.451	4.853	6.217	7.374	15.19	12.22	9.98	2.99	2.33	1.97	增持	18.5
浦发	1.497	1.231	1.522	7.696	8.60	9.97	12.54	11.73	9.49	2.44	1.68	1.45	增持	19.0
民生	0.544	0.651	0.805	3.993	3.993	4.738	11.92	8.30	6.71	1.62	1.35	1.14	增持	8.0
华夏	0.753	0.872	1.081	6.058	8.123	9.017	15.77	13.63	10.99	1.96	1.46	1.32	谨慎增持	14.5
深发展	1.620	1.832	2.293	6.592	9.527	11.64	11.44	10.12	8.08	2.81	1.95	1.59	增持	25.0
兴业	2.656	2.862	3.531	11.92	15.30	18.28	10.13	9.40	7.62	2.26	1.76	1.47	增持	35.0
中信	0.367	0.519	0.639	2.634	3.063	3.681	15.35	10.85	8.81	2.14	1.84	1.53	谨慎增持	7.0
光大	0.229	0.260	0.344	1.439	1.947	2.225	16.66	14.64	11.08	2.65	1.96	1.71	中性	4.2
平均							14.74	11.79	9.34	2.35	1.84	1.57		
交行	0.614	0.675	0.822	3.344	3.992	4.592	10.08	9.16	7.53	1.85	1.55	1.35	增持	8.5
中行	0.318	0.395	0.471	2.029	2.261	2.535	10.84	8.74	7.33	1.70	1.53	1.36	谨慎增持	4.3
工行	0.385	0.481	0.577	2.018	2.344	2.709	10.99	8.79	7.33	2.10	1.80	1.56	增持	5.3
建行	0.457	0.563	0.673	2.362	2.737	3.159	10.55	8.57	7.16	2.04	1.76	1.53	谨慎增持	6.2
农行	0.250	0.270	0.367	1.319	1.755	1.987	10.84	10.02	7.38	2.06	1.54	1.36	谨慎增持	3.3
平均							10.79	9.09	7.32	1.98	1.66	1.45		
南京	0.840	0.925	1.144	6.554	5.801	6.802	18.41	12.87	10.40	2.36	2.05	1.75	增持	15.0
宁波	0.583	0.758	0.927	3.897	5.472	6.127	22.90	17.61	14.40	3.43	2.44	2.18	谨慎增持	16.0
北京	0.905	1.186	1.450	6.031	7.040	8.254	14.78	11.28	9.22	2.22	1.90	1.62	谨慎增持	17.0
平均							17.33	13.05	10.65	2.53	2.05	1.77		

数据来源：国泰君安证券。

作者简介:**伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所；先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行保险业研究，目前研究侧重银行业；2005-09连续5年获新财富评选前5名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		