



行业深度研究报告

加息预期提前兑现， 经济预期完全改观

主要经济体：政策走向相左，经济前景一致

10月，重要的宏观经济事件是：10月20日，中国对称加息25个基点。加息政策起步后，主要经济体政策面分歧。欧、美、日、英依然实行扩张性货币政策，而且存在进一步扩张的可能。但是，中国的扩张性货币政策全部退出，未来货币政策可能的取向是：稳健后，逐步转向适度紧缩。

从政策的不同取向来看，欧、美、日、英的实体经济自我修复的能力没有得到恢复，依然需要政府政策刺激来恢复增长，而中国实体经济自我修复的能力已经得以恢复，政策适时退出有助于防止经济过热。无论是政策激励，还是市场自身带动增长，经济前景都以复苏为主。市场对国内外宏观经济形成一致性预期。

中国宏观经济趋稳，人民币汇率升值预期强烈

9月，中国工业增加值增速趋稳，社会消费品零售总额增速回升后趋稳，固定资产投资支出小幅回落，而且贸易顺差持续。这些事实进一步使我们确信中国经济增长的内在动力开始恢复。

10月，SHIBOR下跌，国债收益率涨幅为4.4%。人民币美元汇率小幅升值0.15%，NDF相对于1月初上升了2.52%。未来一年，人民币升值的幅度将持续扩大。

2010年，国债收益率将维持向上的走势，人民币整体升值，人民币升值预期强烈（NDF），这些因素都是银行股上涨的主要动力。

10月，银行股迎来业绩兑现和估值修复行情

前三个季度，16家上市银行共实现净利润5297亿元，相对于09年前3个季度的3997亿元，同比增长33%，符合我们的预期。其中光大、华夏、宁波净利润增幅超过70%，大型银行中农行增幅最大，为36%。

10月，16家上市银行平均的上涨幅度为9.33%，其中：涨幅最大是光大银行，上涨27%，南京、兴业的涨幅超过19%，华夏和宁波的涨幅超过15%。大型银行涨幅介于5%-10%。但是，10月，上证指数上涨13.4%，银行板块整体表现弱于大盘

APT模型预测：11月银行板块上涨幅度为4%—8%

假设11月月底，1年期国债月度收益率为2.10%，12月，中国零售销售增速在18.2%-19%，中国通胀率为3%-3.5%，英国的通胀率为2.5%-3.1%。如果银行业监管保持稳定，11月银行板块上涨成为大的趋势，上涨幅度为4%-8%。

而且，对中国经济前景的预期向好，从经济增长率来看，4季度银行股上涨也是大概率事件。

投资建议

我们认为：银行股面对的信用风险、利率风险和政策性风险都得以释放，市场开始关注其确定性的收益。10/11年，业绩增速32%/15%-20%。10/11年，银行业平均PE是11.45/9.22，PB是1.89/1.68，银行估值优势依然存在，安全边界较大。我们认为：银行股属于“物美价廉”投资品，我们继续维持银行业“增持”评级。重点推荐：招商，深发展，北京。

银行业

维持

增持

魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440110040031

发布日期：2010年11月08日

股价表现



相关研究报告

20100803	政策呵护复苏趋缓经济 银行板块获得超额收益
20100913	业绩亮丽，股价下降
20101008	利空传闻主导市场， 政策性风险已释放



目录

银行股和国内外宏观经济指标	1
主要经济体：政策走向相左，经济前景一致	1
9 月，各项指标趋于平稳，经济增长前景明朗	3
10 月，国债收益率持续上涨，人民币升值预期增强.....	5
10 月，扩张性货币政策完全退出	6
前三个季度，上市银行净利润同比增长 33%，符合我们预期	6
10 月，银行股迎来业绩兑现和估值修复行情	8
运用 APT 理论构架一个银行股指数套利定价模型	9
APT 模型预测：11 月银行板块上涨幅度为 4%—8%	10
投资评价和建议	11
风险分析	13



银行股和国内外宏观经济指标

银行业是亲周期的行业，受到经济周期变动的直接影响。中信建投银行业月报将跟踪宏观层面对银行股的价格走势产生系统性影响的经济指标，试图发现这些指标和银行股指数之间长期的稳定关系。

在全球化的背景下，中国经济的开放程度不断提高，中国经济增长无法离开全球经济变动。从而在月报中，我们也对美、欧、英、日的宏观经济进行了跟踪。

国内外的宏观层面的指标主要包括：GDP 增速、货币供给量增速、CPI、失业率，利率。中国经济增长动力方面的指标包括：固定资产投资、社会消费品零售总额、净出口额的变动；金融方面的指标主要包括：**新增贷款**，人民币美元汇率、上海银行间同业拆借利率、国债市场收益率等。

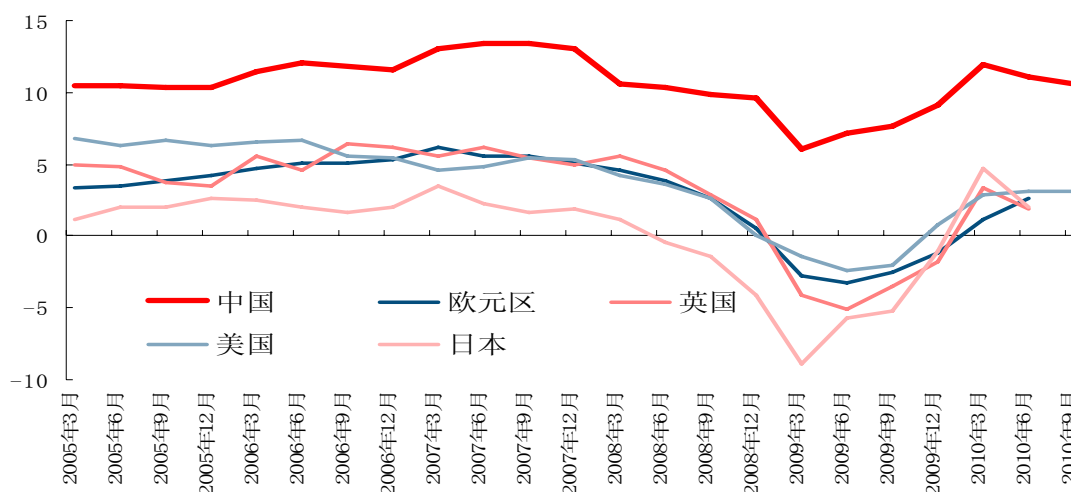
主要经济体：政策走向相左，经济前景一致

10 月，重要的宏观经济事件是：10 月 20 日，中国对称加息 25 个基点。加息政策起步后，主要经济体政策面严重分歧。欧、美、日、英依然实行扩张性货币政策，而且存在进一步扩张的可能。但是，中国的扩张性货币政策全部退出，未来货币政策可能的取向是：稳健后，逐步转向适度紧缩。

从政策的不同取向来看，欧、美、日、英的实体经济自我修复的能力没有得到恢复，依然需要政府政策刺激来恢复增长，而中国实体经济自我修复的能力已经得以恢复，政策适时退出有助于防止经济过热。无论是政府政策的持续激励，还是市场自身带来的增长，经济前景都以复苏为主。宏观经济前景值得期待。

3 季度，中国经济增长率继续回落，从 2 季度 11.1% 下降为 3 季度的 10.6%。但是这个经济增长率基本符合市场预期。

图 1：2010 年 3 季度，中国 GDP 增长率开始回落



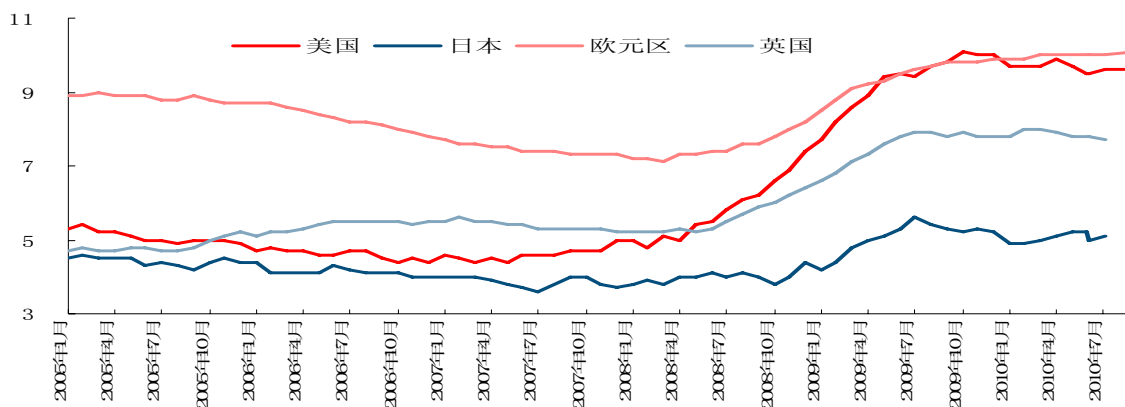
数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

2010 年 3 季度，主要经济体的失业率居高不下，短期内难见起色。美国的失业率持续在 9.6% 左右，欧



元区的失业率小幅回升，从上月 10% 提高到 10.1%。

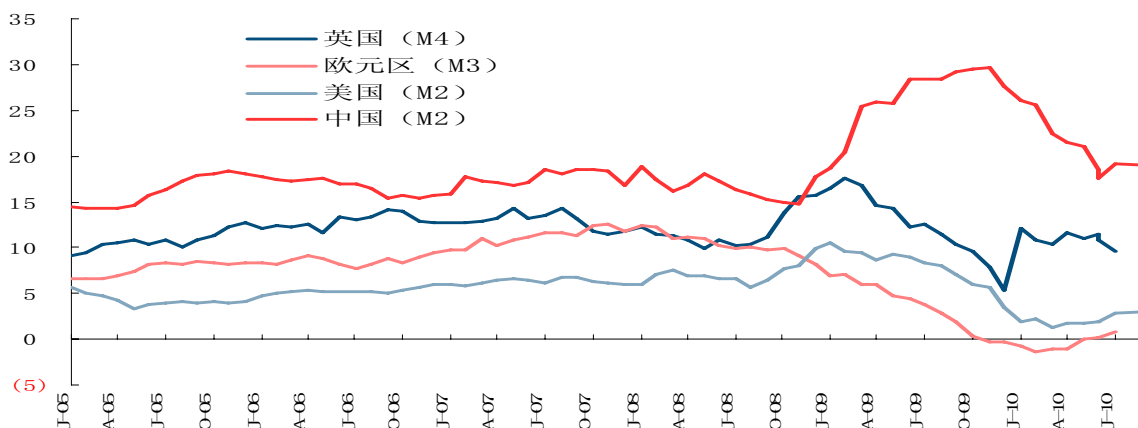
图 2：2010 年 9 月，美国失业率保持不变，维持在 9.6%



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

2010 年 9 月，中国和美国的货币供给增速趋于稳定。中国广义货币供给增速从 8 月的 19.2% 小幅回落到 19%；美国的货币供给增速从上月的 2.79% 提高到 2.95%。整体看，货币增速趋于平稳。

图 3：9 月，美国和中国的货币供给增速趋于平稳



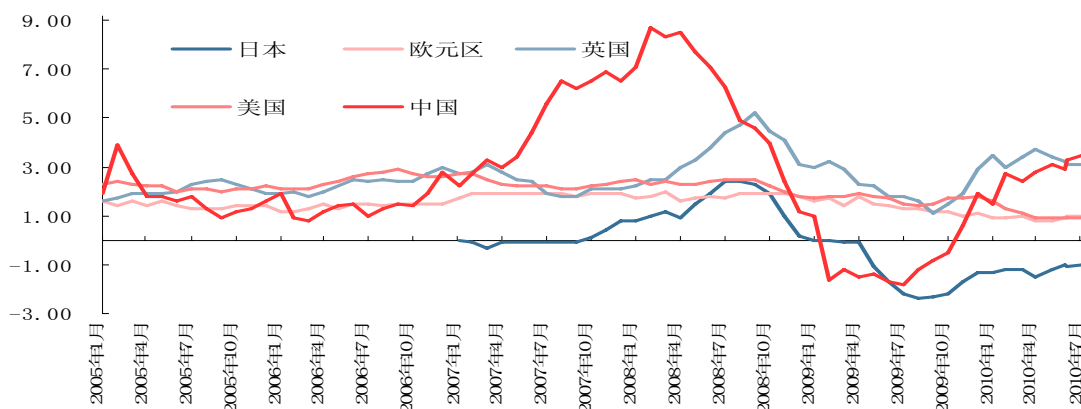
数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

从这几个月的数据来看，中国的通胀率在持续向上，但是上升的速度减缓。其他主要经济体的通胀率趋于稳定。2010 年 9 月，中国通胀率继续小幅向上，从上月 3.5% 回升到 3.6%，美国通胀率小幅回落，从上月 0.9% 下降到 0.8%，其他主要经济体通胀率维持不变。

我们判断是：推动通胀率提高的动因（如：政府投资支出增加，货币供给增速提升等）已经在经济体中被消化，推动通胀率下降的动因（如：总供给开始攀升等）开始逐步发挥作用，通胀率持续提高的周期已经过去，未来几个月内主要经济体的通胀率都将在以上两个因素的互动和竞争中趋于平稳后，开始缓慢回落。



图 4：2010 年 9 月，中国的通胀率从 3.5% 提高到 3.6%，美国通胀率从 0.9% 下降到 0.8%

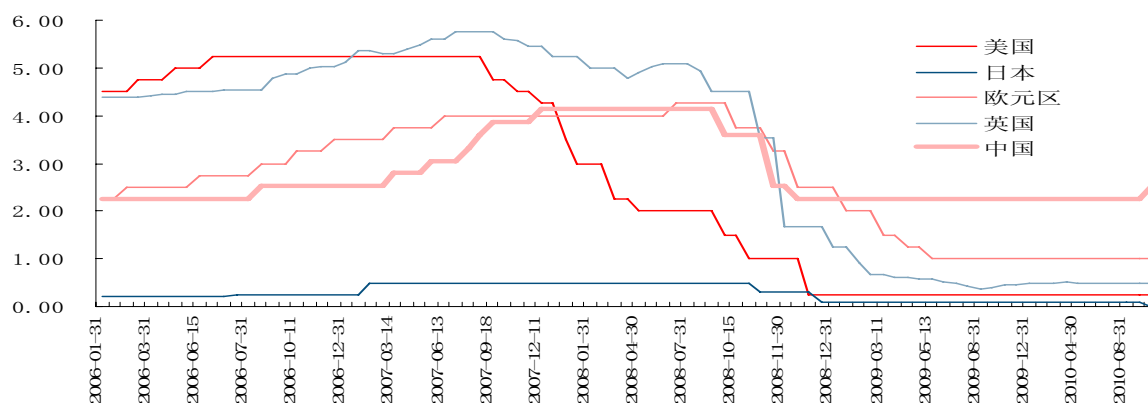


数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

2010 年 10 月，主要经济体利率依然维持在低位，扩张性货币政策延续。而且，9 月，日本利息率下调到 0-1%，进一步实行扩张性货币政策。10 月 20 日开始，中国的存贷款基准利率同步上调，其他期限的存贷款利率出现不同步加息。中国扩张性的货币政策完全退出，货币政策开始趋于稳健。

主要经济体都在继续实施扩张性货币政策拉动经济复苏，但是中国意外的提高了利率。我们认为主要的原因包括两个方面：其一，中国经济增长可能好于预期，未来的通胀压力需要提前管理。其二，在此轮经济复苏的过程中，中国最先走出经济低谷，同样中国实体经济可能最早出现经济过热。利率上调表明货币政策具备前瞻性，灵活性。从政策变动来判断中国经济未来的走势，如果中国扩张性货币政策存在 6 个月的滞后期的话，预期 2011 年 2 季度开始，中国经济体将出现过热迹象。

图 5：2010 年 10 月，主要经济体依然维持低利率



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

9 月，各项指标趋于平稳，经济增长前景明朗

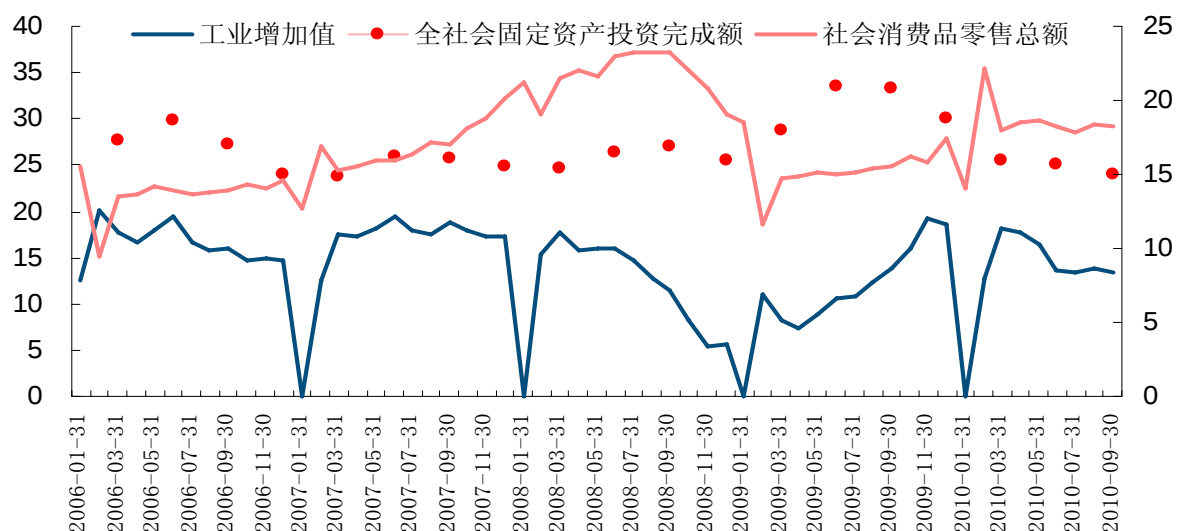
2010 年 9 月，中国工业增加值增速小幅回落。8 月，回升到 13.9%，9 月下降到 13.3%。工业增加值的增速是经济增速的先行指标，本年内工业增加值达到 13% 是大概率事件，从而经济增长前景乐观。9 月，社会消费品零售总额增速保持稳定，8 月为 18.4%，9 月为 18.3%，基本保持不变。



我国贸易顺差额开始缩小。3 季度，中国固定资产投资支出增速继续维持回落态势，2 季度为 25%，3 季度为 24%。政府投资支出的缓慢退出，可能是固定资产投资支出下滑的主要原因之一。预期未来，固定资产投资支出也将持续维持下降的态势。

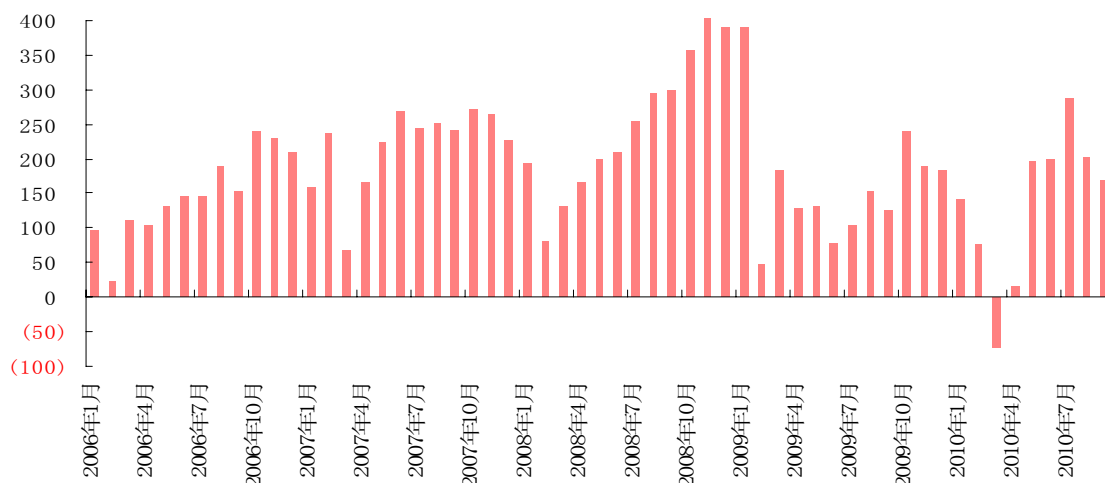
中国工业增加值增速趋稳，社会消费品零售总额增速回升后趋稳，而且贸易顺差持续，这些事实进一步使我们确信中国经济增长的内在动力开始恢复。

图 6：2010 年 9 月，工业增加值和零售销售增速趋稳，固定资产投资增速下滑



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 7：2010 年 9 月，中国贸易顺差额继续缩小



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind



10 月，国债收益率持续上涨，人民币升值预期增强

10 月，LIBOR 继续维持下跌，但是跌幅减少，下降了 2.4%。10 月，SHIBOR 下跌，而且呈现巨大跌幅，其中 2 周和 3 个月的跌幅偏大，分别为 34.9% 和 24.63%，但是 1 个月期限的小幅上涨 7.86%。这反映出银行间市场资金面相对富余。

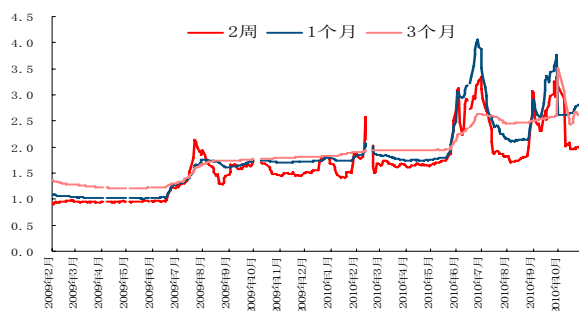
银行间市场国债收益率持续提高，9 月，1 年期国债收益率小幅上涨 0.4%，10 月涨幅提高到 4.4%。

9 月，人民币对美元升值 1.78%。10 月，人民币汇率继续小幅升值 0.15%。人民币小幅升值在一定程度上提升了银行股。10 月，人民币兑美元呈现震荡走势，10 月 20 日以前，人民币大幅升值，10 月 20 日以后，人民币贬值，整体结果是小幅升值。10 月，人民币升值预期进一步增强。9 月，NDF 相对于 1 月初上升 1.76%，但是 10 月，NDF 相对于 1 月初上升了 2.52%。未来一年，人民币升值的幅度持续扩大。

货币市场收益率下降，表明银行内部资金相对宽松，一般而言，每个季度初，银行资金都比较宽裕。国债收益率大幅走高，主要受益于加息。银行是债券市场主要的参与主体，银行的投资收益率将进一步提高。人民币月度升值、人民币升值预期增强，这些因素都将成为银行股上涨的主要动力之一。

2010 年，国债收益率将维持向上的走势，人民币整体升值，人民币升值预期强烈（NDF），这些因素都是银行股上涨的主要动力。

图 8：10 月，1 月期 SHIBOR 下跌 24.6%



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 9：10 月，6 个月期的 LIBOR 回落 2.4%

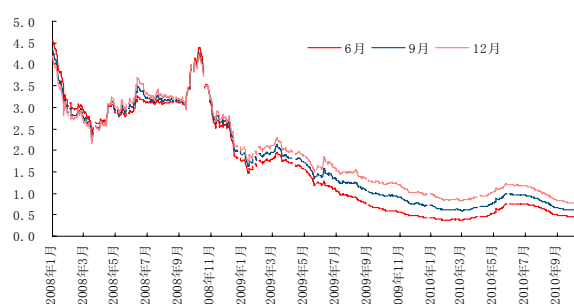
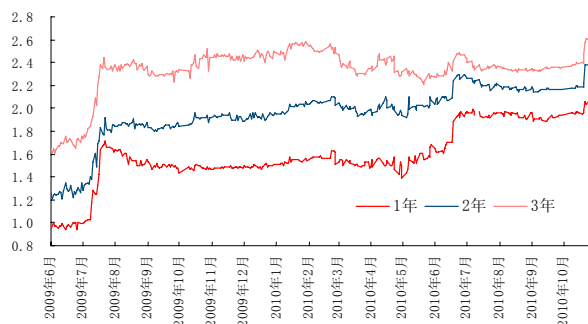


图 10：10 月，1 年期银行间市场国债收益率上涨 4.4%



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

图 11：10 月，人民币兑美元微幅升值 0.15%

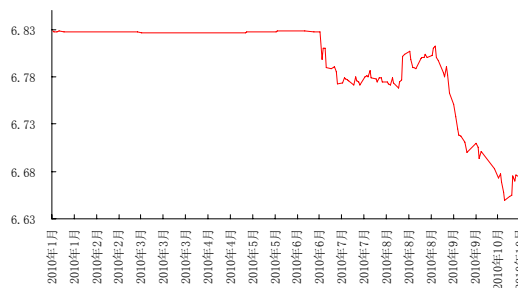




图 12：2010 年 10 月，人民币升值预期增强（NDF 走高）



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

10 月，扩张性货币政策完全退出

2010 年，为了防止经济过热，部分的扩张性宏观经济政策已经退出市场，而且有效的控制了流动性带来通胀压力。相对 2009 年而言，唯一保留的宽松政策就是利率维持在低位。2010 年 10 月 20 日，基准利率提高，扩张性货币政策完全退出。

表 1 宏观政策和行业政策的变动

2009 年	扩张性货币政策
	主要的政策工具
	降低法定存款准备金
	维持较低利息率
2010 年 1 月-7 月	信贷规模扩张
	宏观政策转变：积极财政政策和适度宽松的货币政策
	连续三次提高法定存款准备金
	控制信贷规模
2010 年 8 月	（实行严格的信贷规模的控制，加强资本充足率监管，流动性监管，叫停银信合作）
	人民币汇率升值路径重启
	规范银行服务收费
	规范银信合作理财服务
2010 年 9 月	地方政府融资平台风险可控
	房地产压力测试重启
	基准利率维持不变
	存款利率保持不变
2010 年 10 月	1 年期存贷款利率同比提高 25 个基点，
	活期存款利率保持不变，其他期限非对称加息，贷款利率上调幅度低于存款利率

数据来源：中信建投证券研究发展部，

前三个季度，上市银行净利润同比增长 33%，符合我们预期



前三个季度，16 家上市银行共实现净利润 5297 亿元，相对于 09 年前 3 个季度的 3997 亿元，同比增长 33%，符合我们的预期。其中光大、华夏、宁波净利润增幅超过 70%，大型银行中农行增幅最大，为 36%。

我们预期 2010 年全年，上市银行的净利润增幅将为 32% 左右。

表 2 前三个季度，16 家上市银行净利润增速

上市银行	增幅
光大	0.71
华夏	0.71
宁波	0.7
招商	0.57
中信	0.53
南京	0.5
浦发	0.44
兴业	0.42
农行	0.36
北京	0.35
深发展	0.3
交通	0.28
建行	0.28
民生	0.28
中行	0.27
工行	0.27
行业平均	0.33

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

10 月，中行、建行和工行公告：汇金公司增持三大行已经完成。这提振了市场信心，也是银行股呈现较快增长的主要原因之一。中行、工行和建行的陆续进入配股融资的时间窗口。

表 3 9 月，上市银行重点事件

时间	上市银行	重点事件
10 月 13 日	招商	3 季度，前三季度净利润 130.78 亿元，同比增长 50% 以上 利差提高，费用控制下降，资产质量改善
10 月 22 日	光大	3 季度，净利润增长 50% 以上；全年，净利润同比增长 50% 以上；
	宁波	获准发行 25 亿元次级债 非公开增发完成，发行 3.84 亿股，募集资金净额 40.10 亿元
	中行	A+ H 股配股融资 600 亿， 汇金增持 512 万股，股份占比提高到 67.5279%
	工行	A+ H 股配股融资 450 亿，A+ H 股配股融资方案通过银监会审核； 汇金累积增持 3007 万股，股份占比提高到 35.42%
	建行	A+ H 股配股融资 750 亿， 汇金累积增持 1614 万股，股份占比提高到 57.09%



10 月 15 日 农行 锁定期为三个月的 503.2 亿股限售股解禁

数据来源：中信建投证券研究发展部，

10 月，银行股迎来业绩兑现和估值修复行情

10 月，银行板块上涨 9.33%，但是表现弱于大盘。

10 月，16 家上市银行平均的上涨幅度为 9.33%，其中涨幅最大是光大银行，上涨 27%，盘中出现了连续两个交易日涨停板，南京、兴业的涨幅超过 19%，华夏和宁波的涨幅超过 15%。大型银行涨幅介于 5%-10%。10 月，上证指数上涨 13.4%，银行板块整体表现弱于大盘，但是，在 16 家银行股中，共有 7 家银行表现超越大盘，9 家银行股弱于大盘。

近期，我们推荐银行股组合：北京、招商、民生和中信。如果各家银行的持有比例相同，推荐的银行股组合的投资收益率为 11.57%，超过了银行板块的涨幅。

表 4 10 月，银行股上涨，表现弱于大盘

证券简称	2010-9-30	2010-10-29	涨跌幅
光大银行	3.46	4.4	27.17%
南京银行	10.65	12.76	19.81%
兴业银行	23.12	27.6	19.38%
华夏银行	10.8	12.57	16.39%
宁波银行	11.99	13.81	15.18%
北京银行	11.94	13.72	14.91%
深发展	16.22	18.41	13.50%
中信银行	5.09	5.71	12.18%
招商银行	12.95	14.52	12.12%
浦发银行	12.96	14.48	11.73%
建设银行	4.6	5.04	9.57%
工商银行	4.04	4.36	7.92%
民生银行	5.1	5.46	7.06%
交通银行	5.8	6.17	6.38%
中国银行	3.34	3.55	6.29%
农业银行	2.61	2.76	5.75%
银行板块			9.33%
上证指数			13.71%

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

我们认为银行板块上涨得主要的原因包括以下几点：

其一、政策性风险释放后的市场自我修复。9 月份，各种市场传闻带来银行股下跌接近 5%，但是这些传闻没有被市场兑现。从而政策性风险释放后，银行股存在自我修复的需要，上涨幅度大致为 5%。

其二，银行股自身业绩兑现，市场提前反映这种正面预期。2010 年度和 3 季度银行业业绩都将非



常亮丽，但是股价没有充分反映出这种确定性的高收益。一旦市场的重心转变为忽视风险重视收益，银行股将展开一波业绩兑现行情。我们预计 2010 年 3 季度净利润增长 33%；年度增长 32%左右。

其三，银行股估值修复。9 月底，银行股 10 年 PE 只有 10.07，PB 为 1.72。估值优势明显，安全边界高。银行股存在估值修复的需要。银行股估值优势明显，市场存在估值修复的需要。

其四、宏观经济基本面呈现小周期触底回升。宏观基本面带来银行股 10 月的上涨幅度在 2%-6%。且人民币升值预期强烈。（APT 模型预测结果）

其五、地方政府融资平台的资产质量好于预期。而且各家银行对于第三类贷款都按照 200%提取拨备率。

其六、汇金增持中行、建行和工行的股票，提升了市场对银行股的信心。

从而，综合基本面的因素来看，我们预测 10 月银行股上涨的空间在 7%-11%。从市场实际的行情来看，银行股上涨 9.33%，基本符合我们的预期。这也进一步验证了我们的 APT 模型，其准确性相对可靠。

运用 APT 理论构架一个银行股指数套利定价模型

银行业是亲周期的行业，受到经济周期变动的直接影响。银行业月报将跟踪那些宏观层面对银行股价走势产生系统性影响的经济指标，试图发现这些指标和银行股指数之间长期的稳定关系。10 月月报，我们借助 APT 模型的思想构建银行板块指数 APT 模型。

CAPM（资本资产定价理论）模型给出资产预期收益率和风险之间的关系，但是没有明确指出具体的风险诱发主体。但是 APT（套利定价理论）模型给出的资产的预期收益率和因素风险之间的关系，正式提出了资产面对的具体风险的来源——因素风险，从而使资产风险定价的理念变得更加具体。

APT 模型在现实中的应用步骤。首先，通过计量方法找到那些显著的影响到资产收益率的指标；其次，找到资产收益率相对于这些显著性指标的灵敏度系数；最后，将所有的因素风险变量和灵敏度系数结合在一起，构建起 APT 模型，并且利用这个模型来预测资产的收益率。

银行板块指数的因素风险指标包括：中国的经济增长率（GDP）；中国的社会零售销售支出增速（Retail）；中国的通胀率（CPI(china)）和英国的通胀率（CPI(uk)）。按照不同的时间序列，下文构建了相应的预测模型。

1、季度收益率预测模型

$$\text{季度数据的 APT 模型: } E(r_i^{bank}) = r_f + b_1 GDP_{i+1}^e$$

$$\text{预测模型为: } E(r_i^{bank}) = r_f + 4.34(GDP_{i+1}^e - 9\%)$$

2、月度收益率预测模型



月度数据的 APT 模型： $E(r_i^{bank}) = r_f + b_1 Retail_{i+1}^e + b_2 CPI(china)_{i+1}^e + b_3 CPI(uk)_{i+1}^e$

预测模型为：

$$E(r_i^{bank}) = r_f - 1.54(Retail_{i+1}^e - 18.2\%) - 1.15(CPI(china)_{i+1}^e - 5.06\%) - 4.65(CPI(uk)_{i+1}^e - 3.19\%)$$

3、日收益率预测模型

日数据 APT 模型： $E(r_i^{bank}) = r_f + b_1 SHIBOR_i$

预测模型为：

$$E(r_i^{bank}) = r_f - 0.38(SHIBOR_i - 2.02\%)$$

APT 模型预测：11 月银行板块上涨幅度为 4%—8%

借用上文的 APT 模型，我们对 11 月银行股走势作出前瞻性的预测分析。

在预测分析中，我们采用一年期国债收益率来代替常数项，我们假设 11 月月底，1 年期国债月度收益率为 2.10%。按照以上的分析框架，本文做了相应情景分析。

本文假设，12 月，中国零售销售增速在 18.2%-19%，中国通胀率为 3%-3.5%，英国的通胀率为 2.5%-3.1%。具体的预测分析结果见表 5。按照以上的假设，11 月，银行板块上涨成为大的趋势，上涨幅度为 4%-8%。

表 5 银行股 APT 模型的情景分析——11 月月度收益率的预测

社会零售销售增速预测	中国的通胀率预测	英国通胀率预测	因素风险对应收益	投资收益率
18.20%	3.00%	2.50%	5.58%	7.68%
18.30%	3.20%	2.70%	4.26%	6.36%
18.50%	3.30%	2.80%	3.38%	5.48%
19.00%	3.50%	3.00%	1.45%	3.55%

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

3 季度，中国经济增长率为 10.6%，而且 10 月 20 日加息，从而我们判断：中国经济增长的前景可能会好于市场预期。情景分析的预测结果见表 7。只有在 10 年 1 季度，经济增长率为 8.5%时，银行股季度的收益率才为-0.07%。只要这种最坏的结果不出现，银行股上涨的动力依然存在。

表 7 APT 模型的情景分析——银行板块季度收益率预测表

中国经济增长率的预测值（2011/1q）	因素风险	季度收益率
8.50%	-2.17%	-0.07%



9.00%	0.00%	2.10%
9.50%	2.17%	4.27%
9.90%	3.91%	6.01%
10.20%	5.21%	7.31%

数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

结论：基于我们的假设，如果银行业监管保持稳定，11月，银行股上涨的支撑因素多于下跌的因素，银行板块上涨的概率更大，涨幅为4%-8%。

投资评价和建议

我们认为：10月以前，银行股走势非常脆弱，但是9月30日以来，银行股走势基本上趋于稳健和持久。银行股明显的估值优势被市场认可。

银行股普遍上涨，银行板块是否还有持续上涨的动力呢？我们的判断是：预期改善，银行股获得长期支撑。银行股上涨的动力依然存在，估值修复和业绩兑现的行情依然持续。而且更重要的是：投资者对经济前景的预期完全改变，预期经济持续向好。周期的谷底已经过去，银行股获得长期的支撑。

具体理由包括以下几个方面。

其一，市场对银行股收益的关注度提高。市场关注的重点从风险转变为收益。随着加息、升值的日渐尘埃落定，推升银行股业绩的宏观基本面的实质性因素已经开始发挥作用，而且，本年和3季度各家银行净利润同比增长33%。全年的业绩增长也存在超越市场预期的成份。

其二，市场对银行股风险的关注度下降。平台类贷款、地产类贷款的信贷风险已经在市场中释放。利率风险和政策性风险也已经释放。中国加息，这表明政府对经济增长的前景乐观，中国经济可能从明年的2季度开始持续向上。日本降息，美国继续实施量化宽松的货币政策，政策兜底，海外宏观经济二次探底的可能性减少。从而市场投资者对世界宏观经济的预期完全改变。只要经济增长前景确定，信贷风险就将自然下降，市场投资者也就没有必要对此表示担心。而且，长期内，加息和升值对银行股都为利好，

其三，投资者风险偏好改善，更加偏好风险。投资者的风险偏好跟随着对宏观经济形势的预期的变动而变迁。眼下，投资者对世界宏观经济的预期发生了明显的转变，预期世界经济将持续走向复苏，预期经济向好，投资者认为系统性风险将减少。而且投资者总是过度自信，自认为非系统性风险自己是有能力化解和抵御的，投资者更加偏好风险，因为投资者认为高风险意味着高收益。

投资者预期改变后，如果实体经济面的宏观指标不断的确认预期正确，预期将得到自我增强。在实体经济和市场预期相互印证的过程中，市场预期存在自我实现的机制，银行股向上的动力将持续。

按照2010年10月29日的收盘价计算，10/11银行业平均的PE是11.45/9.22，PB是1.89/1.68。相对于9月30日的估值，PE提高13.7%/12.1%，PB提高9.9%/10.5%，估值得以修复。但是，相对于09年上市银行13.59倍的PE和2.24倍PB，银行业的估值提升的空降依然存在。其中：大型银行10/11PE为9.4/7.72，PB为1.70/1.50；中型银行10/11的PE为11.59/9.11，PB为1.91/1.69；小型银行10/11的PE为14.48/12，PB为1.94/1.72。



我们认为：银行业是亲经济周期的行业，银行股提前反映宏观经济波动，按照我们的分析框架，在 APT 模型中，我们关注的因素风险都将构成银行股上涨的支撑因素。从而，从宏观基本面来看，我们判断银行股继续上涨。银行业业绩高成长，估值低，安全边界较大。我们认为：银行股属于“物美价廉”投资品，我们继续维持银行业“增持”评级。重点推荐：招商、深发展和北京。

表 8 上市银行的估值表

	EPS			BVPS		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
深发展	1.62	1.83	2.22	6.59	8.96	10.29
浦发	1.62	1.42	1.70	7.36	7.70	7.14
华夏	0.75	0.86	1.18	6.06	8.05	8.87
招商	0.95	1.16	1.43	4.85	6.25	7.25
北京	0.90	1.22	1.48	6.03	7.37	8.40
交通	0.61	0.72	0.92	3.34	3.93	4.48
工行	0.39	0.45	0.56	2.02	2.26	2.54
建行	0.46	0.56	0.67	2.38	2.66	3.06
中行	0.32	0.38	0.46	2.03	2.39	2.71
中信	0.37	0.52	0.64	2.63	3.07	3.62
民生	0.54	0.57	0.70	3.95	3.48	4.48
南京	0.84	0.92	1.07	6.55	5.92	6.67
宁波	0.58	0.78	0.94	3.90	5.46	6.12
兴业	2.66	2.83	3.27	11.92	13.95	15.50
农行	0.25	0.26	0.32	1.32	1.72	1.91
光大	0.23	0.32	0.48	1.44	1.96	2.30

数据来源：中信建投证券研究发展部

表 9 上市银行的市盈率和市净率（10/29）

	市盈率			市净率		
	2010	2011	2012	2009	2010	2011
工行	9.66	7.77	7.36	2.16	1.93	1.72
建行	8.94	7.57	6.64	2.12	1.90	1.65
中行	9.24	7.77	7.02	1.75	1.48	1.31
农行	10.59	8.75	7.24	2.09	1.61	1.45
交通	8.59	6.73	5.08	1.84	1.57	1.38
深发展	10.03	8.30	6.67	2.79	2.06	1.79
浦发	10.21	8.54	7.63	1.97	1.88	2.03
华夏	15.84	11.54	10.23	2.24	1.69	1.53
招商	12.50	10.18	8.77	2.99	2.32	2.00
中信	11.01	8.89	7.63	2.17	1.86	1.58
民生	9.58	7.80	6.74	1.38	1.57	1.22
兴业	9.76	8.45	7.31	2.32	1.98	1.78
光大	13.82	9.18	6.64	2.25	1.91	1.58



北京	11.92	9.32	8.42	2.27	1.87	1.64
南京	13.81	11.96	10.15	1.95	2.16	1.91
宁波	17.71	14.72	13.99	3.54	2.53	2.26

数据来源：中信建投证券研究发展部

风险分析

- 1、平台类贷款的清查；
- 2、经济增长率下降的幅度超越市场预期；



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

魏 涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

杨 荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者（2008 年），银行业分析师。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹（010）85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博（010）85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕（010）85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明（010）85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明（010）85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律（010）85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放（021）68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰（010）85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威（010）85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅（010）85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李（0755）23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、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。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。