

2010-12-05

商业银行

维持

买入

稳字当头，价值回归

◇ 报告起因：年度策略报告

◆ 通胀与升值环境下，业绩与估值双轮驱动

在宏观经济企稳向好、物价水平继续攀升、货币政策回归稳健以及人民币中长期升值趋势确定的环境下，11年银行股将在业绩和估值两方面同时获得向上驱动。一方面，通胀带来的货币政策收紧有助于银行息差的继续回升，而良好的宏观经济形势决定了行业资产质量风险将温和释放，行业业绩仍处于较好时期。另一方面，居民储蓄搬家、受调控行业资金流出和国际资本流入将有效弥补政策收紧对股市流动性造成的负面冲击，银行股有望因其稳健的业绩表现、优异的盈利能力、丰厚的股息回报和极具吸引力的估值水平走出一波估值修复行情。

◆ 2011年行业基本面依旧强劲

在经济结构转型过渡期，由于面临规模增长放慢和资产质量改善趋缓的压力，行业盈利将由08年之前的高速增长稳步过渡至稳健成长。我们预测行业10/11年业绩同比增速分别为27%/24%，基本面仍较为强劲：信贷投放渐趋稳健的同时，同业及投资资产增速可能有所提升；在相对有利的经济、政策环境下，银行法定存贷利差、议价能力及风险溢价均存在上行空间，净息差将继续温和回升；得益于宏观经济的持续平稳增长以及09年以来监管上的未雨绸缪，信用成本小幅上升对业绩的影响有限；随着银行加速转型，非息收入增长有望成为明年行业经营上的亮点。

◆ 银行股存在25%-45%的上升空间，维持“买入”评级

本轮9.30行情中，银行10年PE由10X修复至12X，PB由1.70X修复至1.95X。以11年12X PE和1.95X PB估算，银行板块未来12个月内存在25%-45%的上升空间。估值回补促发因素存在于：对融资平台、房地产、传统受调控行业等领域资产质量忧虑的缓解、短期内行业利差继续受到政策保护的预期以及市场风格的切换。我们维持行业“买入”评级，首推优质股份制银行（浦发、招行、民生、华夏），适当配置基本面稳健、股息回报丰厚的国有大行（农行、工行、建行）。

◆ 风险分析

宏观经济出现滞胀风险；货币政策过度收紧导致股市流动性整体显著收缩；非对称加息幅度及利率市场化进程超出市场预期致使行业利差大幅收窄。

分析师：

沈维 （执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

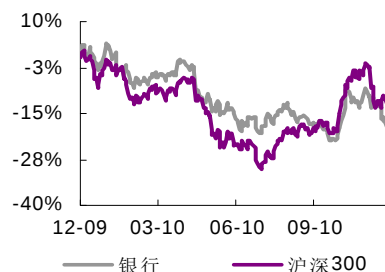
shenwei@ebcn.com

冯钦远 （执业证书编号：S0930210030002）

021-22169119

fengqy@ebcn.com

行业与上证指数对比图



一、通胀与升值环境下，业绩、估值双轮驱动

后金融危机时代，宏观经济和政策环境均发生了显著变化。随着国内经济“二次探底”担忧消除，一个通胀时代扑面而来，前期宽松的货币政策将加速退出；而各国复苏路径呈现出的差异性、复杂性和波折性及全球贸易战、货币战加剧则加大了人民币升值的压力。

我们认为，在宏观经济企稳向好、物价水平继续攀升、政策回归稳健以及人民币中长期升值趋势确定的背景下，2011 年银行股将在业绩和估值两方面同时获得向上驱动。一方面，通胀引发的货币政策收紧有助于银行息差的继续回升，而良好的宏观经济形势决定了行业资产质量风险将温和释放，银行业绩仍处于较好时期；另一方面，居民储蓄搬家、受调控行业资金流出和国际资本流入将有效弥补政策收紧对股市流动性造成的负面冲击，银行股有望因其稳健的业绩表现、优异的盈利能力、丰厚的股息回报和极具吸引力的估值水平走出一波估值修复行情。

1.1 业绩亲通胀，估值回补行情可期

1.1.1 11 年物价上行压力较大，货币政策将持续收紧

10 年以来，物价水平不断攀升，宏观经济正式转入通胀时代。2 月，CPI 达到 2.7%，实际利率转为负值；5 月，CPI 突破 3% 的警戒水平，高通胀隐约可见；10 月，CPI 同比增速大幅提升 0.8 个百分点至 4.4%，显著超出市场预期。光大证券认为，11 年物价水平上行压力依然较大，估计 CPI 同比增速在 4.2% 左右。

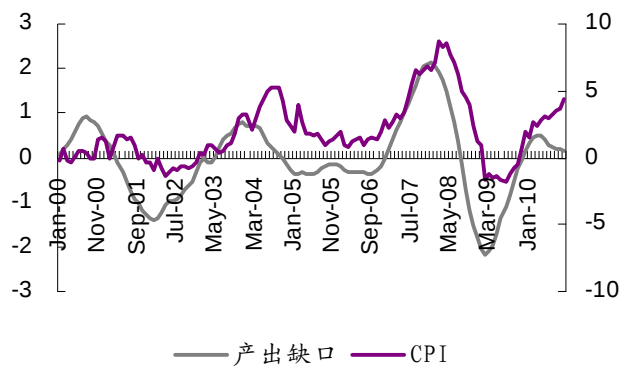
首先，国内外前期超发货币是中长期内物价上行的基础。通货膨胀本质上是一种货币现象，货币的过度投放最终必然传导至价格层面。后金融危机时代，各国央行纷纷开动印钞机，“从直升机上撒钱”，随着国际经济逐步复苏，前期超发货币将不断发酵。以中国为例，09 年在极度宽松的货币政策基调下，货币投放创出天量，M2 同比增速达到 27.7%；10 年虽然政策有所收紧，但在前期高增长惯性推动、需求端复苏后银行放贷冲动增强以及国际资本加速流入等因素共同作用下，货币投放仍保持了较快的节奏，10 月 M2 同比增长 19.3%，超过历史平均增速。

其次，发达国家第二轮量化宽松更加重了国内物价上行的压力。一方面，由于发达国家与新兴经济体在经济结构、复苏路径等方面存在显著差异，两者货币政策方向迥异，导致市场间套利空间不断上升。在全球经济复苏趋势相对确定、投资者风险偏好向正常区间回归的大背景下，流动性将加速涌入以中国为代表的新兴经济体。另一方面，美联储在量化宽松政策上坚定的立场以及美国国家出口战略的确立决定了中期内弱美元格局难以转变，以美元计价的国际大宗商品价格仍将处于上行通道，输入型通胀压力也将相应加大。

再次，国内宏观经济仍处于向好时期，物价水平缺少下行动力。10 年以来民间经济持续转暖，对需求端构成了较强的支撑；而财政政策方面，考虑到对房地产和高污染、高能耗、资源性产业的持续调控及贸易战加剧等因素可能对经济造成的负面影响，以及政治周期方面的原因，估计 11 年政府投资仍将保持较高的增速。光大证券预测，11 年 GDP 增速将

维持在 9.5%左右的水平，旺盛的需求端决定了物价水平难以显著回落。最后，成本端压力亦是物价上行的重要推动力量。随着经济增长的资源、环境瓶颈逐步显现，以及国际环境保护合作的不断推进，相关成本将逐步显性化。此外，劳动力市场供求状况已经开始发生变化。10 年各种极端事件以及愈演愈烈的民工荒表明，我国经济已经接近或达到刘易斯拐点，劳动力成本将迎来系统性上升。

图 1：经济趋稳、通胀处于高位

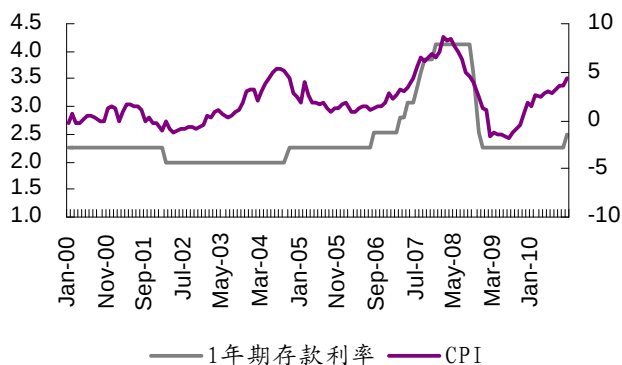


资料来源：wind、光大证券研究所

经济热点问题的切换总是伴随着政策的转向。10 年以来，货币政策已明显由“促增长”转为“控通胀”。截至 11 月 30 日，央行共 5 次提高存款准备金率，并对部分主要商业银行动用差别准备金率；1 次提高存、贷款基准利率 25 个基点；加大了对商业银行的窗口指导力度和指标监管的执行力度。

在目前时点上判断，11 年货币政策进一步收紧无疑确定性较高。政治局会议确定了货币政策基调由“适度宽松”转为“稳健”，预计监管层将使用包括公开市场操作、准备金率、基准利率在内的各种数量和价格工具对流动性进行调控，推行相对严格的指标监管体系，加大窗口指导力度。但与市场有所不同的是，由于保障房建设、中西部地区开发以及打造战略新兴产业均需要相应信贷投放的支持，我们目前倾向于认为货币政策收紧力度可能小于市场预期，估计当年新增信贷投放在 6.5 万亿至 7.5 万亿元之间，中值在 7 万亿元附近。

图 2：货币政策将持续收紧



资料来源：wind、光大证券研究所

1.1.2 通胀前期银行因金融资产和高杠杆属性显著受益

通货膨胀改变了经济活动中不同参与者利益分配的格局。对某一行业而言，其相对受益情况取决于该行业产品提价能力、成本构成及负债结构等。总体而言，在经济增长趋稳、物价水平上行的通胀前期，银行业由于金融资产属性和高负债经营的特点往往能够取得较高的业绩增速，是显著受益通胀的行业之一。

首先，通胀前期信贷供求关系变化有利于提升银行议价能力。我们在前文中已经阐述了 11 年政府和民间的信贷需求仍将处于高位，而信贷供给则受政策紧缩影响有所下降，这将导致银行信贷议价能力的持续回升。

其次，加息预期及资金面趋紧将推高银行同业及债券资产收益率。上市银行资产结构中，同业、债券资产分别占 9.2% 和 22.7%。其中，因公允价值下降而对当期业绩造成负面影响的交易型金融资产仅占 0.6%。因而，总体而言，银行业绩将因市场化利率提升而受益。

表 1: 银行具有金融资产和高杠杆属性

三季度末行业资产负债结构			
资产		负债	
现金和存放央行	14.9%	吸收存款	80.0%
同业资产	9.2%	同业负债	10.7%
证券投资	22.7%	其他	3.8%
贷款投放	50.9%	权益	
其他	2.3%		5.6%

资料来源: wind、光大证券研究所

再次，预计加息对行业业绩有正面贡献。不考虑加息后银行资产负债结构的动态调整和资产质量的变动，加息对银行业绩的影响主要受加息方式和市场化利率提升幅度影响。我们认为，由于现阶段储蓄外流、存款活化和资产泡沫较为严重，11 年加息过程中活期存款利率提升的可能性极小。由于上市银行存款结构中活期存款占比达 52.8%，在活期存款利率不变的前提下，估计银行净息差将受益加息。根据我们的测算，一次不对称加息（定期存款利率提升 25bp、贷款利率提升 15bp）、一次对称加息（定期存款利率、贷款利率同时提升 25bp）及混合加息（对称、不对称加息各一次）对 11 年上市银行归属于母公司净利润的正面贡献分别为 0.37%、4.49% 和 4.86%（假设市场化利率变动幅度与基准利率相同）。

表 2: 加息对行业业绩有正面贡献

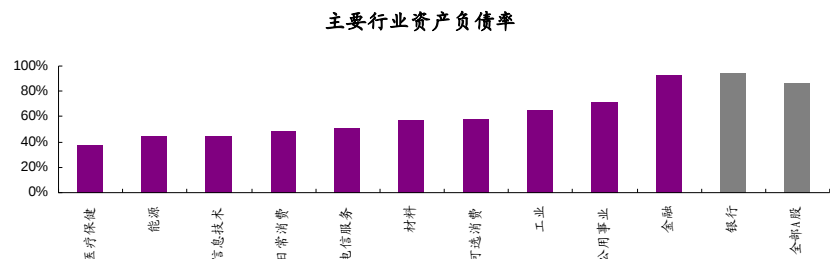
	一次不对称加息 存款+25bp 贷款+15bp			一次对称加息 存款+25bp 贷款+25bp			不对称加息 + 对称加息 存款+50bp 贷款+40bp		
	存贷业务	同业及证券业务	合计	存贷业务	同业及证券业务	合计	存贷业务	同业及证券业务	合计
工行	-1.66%	1.88%	0.22%	0.89%	3.14%	4.03%	-0.77%	5.02%	4.25%
建行	-1.09%	1.74%	0.65%	1.34%	2.90%	4.24%	0.25%	4.64%	4.89%
中行	-1.06%	1.05%	-0.01%	2.44%	1.75%	4.20%	1.38%	2.81%	4.18%
农行	-1.79%	2.77%	0.98%	1.51%	4.61%	6.12%	-0.27%	7.38%	7.11%
交行	-0.84%	0.87%	0.03%	2.83%	1.45%	4.28%	1.99%	2.33%	4.32%
招行	-0.23%	1.40%	1.17%	3.06%	2.34%	5.40%	2.83%	3.75%	6.57%
浦发	-1.41%	1.33%	-0.07%	1.90%	2.22%	4.12%	0.49%	3.56%	4.05%
民生	-1.48%	1.32%	-0.16%	2.15%	2.20%	4.35%	0.67%	3.52%	4.19%
兴业	-0.62%	0.70%	0.08%	2.30%	1.17%	3.47%	1.68%	1.87%	3.54%
中信	-1.41%	1.42%	0.01%	2.05%	2.37%	4.42%	0.64%	3.78%	4.43%
光行	-1.63%	1.20%	-0.42%	1.90%	2.01%	3.91%	0.28%	3.21%	3.49%
深发展	-2.33%	1.47%	-0.85%	1.73%	2.46%	4.19%	-0.59%	3.93%	3.34%
华夏	-1.49%	1.99%	0.49%	3.93%	3.31%	7.24%	2.44%	5.30%	7.73%
北京	-1.29%	1.87%	0.58%	1.32%	3.12%	4.44%	0.03%	4.99%	5.02%
南京	-1.00%	1.91%	0.91%	1.15%	3.18%	4.33%	0.15%	5.09%	5.24%
宁波	-0.25%	0.71%	0.46%	2.19%	1.18%	3.37%	1.95%	1.89%	3.83%
合计	-1.30%	1.67%	0.37%	1.70%	2.79%	4.49%	0.39%	4.46%	4.86%

资料来源: wind、光大证券研究所

此外, 信贷资产质量变动滞后于经济周期, 在通胀前期实际不良贷款净生成率将处于低位。当然, 11 年由于逆周期监管政策的执行以及全球金融监管合作进一步深化, 预计商业银行不良贷款率和信用成本率将有所上升, 但我们并不认为上述指标的提升是银行经营状况或盈利能力实际变化的反映, 并且更严格的贷款分类和拨备要求有助于提高全周期内银行业的风险抵御能力。

最后, 银行杠杆率显著高于其他主要行业。在通胀时期, 能够以相对固定成本大量融入资金者将获益。截至三季度末, 上市银行资产负债率为 94.4%, 显著高于其他主要行业。此外, 银行负债结构中付息率存在法定上限的存款占比达 84.7%, 融资成本较为固定。

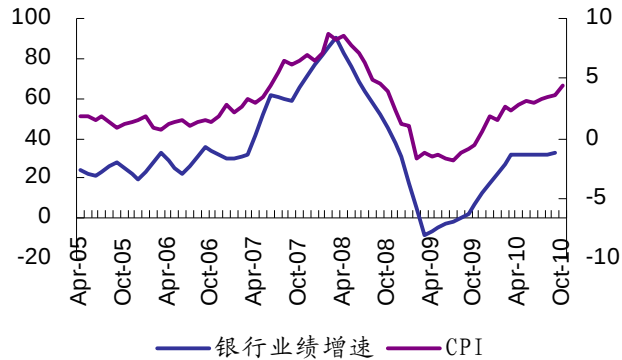
图 3: 银行资产负债率显著高于其他主要行业



资料来源: wind、光大证券研究所

实证数据表明，银行业绩确实表现出强烈的周期性特征。在物价水平加速上行的 07 年，上市银行业绩同比增速达到 77.3%，较全部 A 股上市公司高 19.0 个百分点。

图 4：银行业绩表现出强周期性



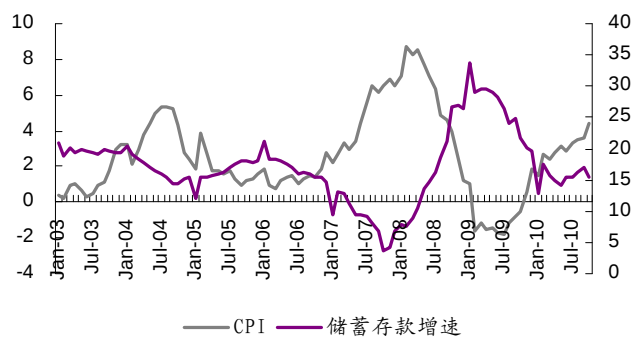
资料来源：wind、光大证券研究所

1.1.3 居民部门资产配置调整推动银行股估值回补

通货膨胀期间，不同类别资产由于在现金流结构方面的差异，其收益-风险曲线将发生移动，居民部门的资产组合也面临相应调整。综合考虑政策导向、价格水平和投资偏好等因素，我们认为 11 年居民部门资金可能从储蓄存款市场和部分受调控行业流向股市，从而有效弥补政策收紧对股市流动性造成的负面冲击，在此过程中银行股有望相对受益，并走出一波估值回补行情。

首先，负利率状况持续，储蓄搬家确定性较高。历史数据显示，储蓄存款增速与通胀水平之间存在明显、稳定的负相关关系，这主要是由于货币政策滞后于物价变动，导致实际利率处于负数区间。10 年随着实际利率转为负值，储蓄存款同比增速由 09 年末 19.7% 大幅下降至 10 年 10 月 15.5%；10 月单月更出现了储蓄存款余额环比下降 7 千亿元的情形。我们认为，考虑到 11 年宏观经济面临较大的复杂性和波折性，滞胀风险有所提升，与（更为有效和直接的）数量型工具相比，央行在动用价格型工具时仍将相对谨慎，基准利率在短时间内大幅上调的可能性较小，负利率状况难以改变，储蓄存款在居民资产结构中占比也将继续下降。

图 5：通胀刺激储蓄搬家



资料来源：wind、光大证券研究所

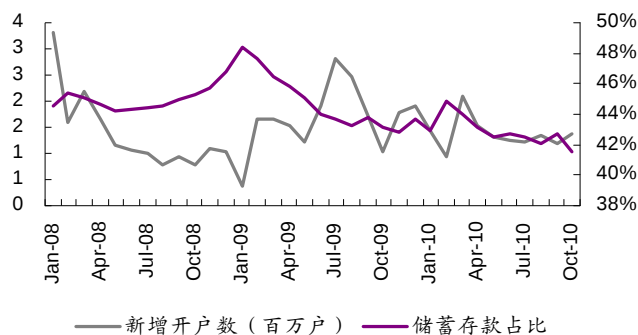
其次，政策调控将使房地产和高污染、高能耗、资源性行业资金流向。

目前地产市场价格已处于历史最高水平，房价过高已并被上升至民生乃至政治层面，预计短期内政策调控不存在放松的可能。而严厉的政策调控将显著降低相关资产的流动性和短期收益预期，预计资金流入将逐步放缓。此外，10年下半年轰轰烈烈的“拉闸限电”给各级政府留下了深刻的印象，预计“十二五”期间环保约束将常态化，“两高一资”行业面临持续的调控，相关资金可能继续退出。

再次，商品市场和债券市场价格存在一定风险。目前时点上，主要大宗商品及贵金属价格大多处于金融危机以来的较高水平，虽然在全球宽松的货币政策下，未来上述市场价格仍有较大的上升空间，但在此过程中风险也将不断累积。而在国内，由于政府对农产品价格有较强的经济、行政干预能力和动力，相关产品受到政策调控的风险较大。此外，不断强化的加息预期对债券市场形成持续的抑制，目前还难以确定11年全年债券市场存在趋势性投资机会。

最后，股市估值处于合理区间，可能成为居民储蓄和受调控行业流出资金的承载场所。目前A股上市公司整体PE水平（TTM）在15.4倍左右，处于历史估值区间的中下端。并且，就投资偏好而言，居民对股市相对熟悉，储蓄搬家后流入股市也较为自然。

图6：储蓄市场与证券市场存在一定的替代性



资料来源：wind、光大证券研究所

在主要行业中，银行股由于易于理解的业务模式、较高的品牌知名度以及较低的估值和位置受到居民的偏爱，因而在居民资产配置调整过程中有望取得相对收益。截至三季度末，主动股票型基金持股中金融保险行业仅占6.6%，低于板块实际流通市值占比，反映居民是流通中的金融股主要的投资者。

1.1.4 通胀前期，银行股有望取得相对收益

上文中，我们论述了在宏观经济仍然向好、物价水平攀升的通胀前期，银行股在业绩和估值两方面同时获得向上驱动。通过对前两个经济周期银行股走势的梳理，我们发现，在通胀前期银行股一般能够取得绝对收益；考虑到较强的加息预期以及银行股显著的估值优势，预计11年银行股还将取得相对收益。

我们主要选取工业产出缺口和CPI指标，将02-10年划分为不同的经济阶段，具体划分标准为：

I (a) 产出缺口<0、且处于上升阶段，则经济处于复苏阶段

I (b) 产出缺口>0、且处于上升阶段，则经济处于繁荣阶段

- I (b) 产出缺口>0、且处于下降阶段，则经济处于放缓阶段
 I (b) 产出缺口<0、且处于下降阶段，则经济处于衰退阶段
 II (a) CPI<0，经济处于通缩阶段
 II (b) 0<CPI<3%，经济处于温和通胀阶段
 II (c) CPI>3%，经济处于高通胀阶段

一般而言，银行股在经济处于复苏和通胀阶段的表现最好；在经济处于繁荣和通胀的阶段常常能取得绝对收益。从经济指标来看，目前经济正处于繁荣、高通胀阶段。前两轮经济周期中，相应时期（4Q03、2Q07-4Q07）银行板块分别上涨了6.4%和73.8%。相对收益方面的表现则较为复杂。在上述时期内，银行板块相对上证指数分别变动了-3.1%和8.5%。我们认为，目前的宏观经济背景与07年可比性相对较强，而03年四季度CPI在3%左右，通胀压力较小，央行也未启动加息周期；此外，目前银行板块估值横向、纵向优势明显，具有较强的回补动力。因而，我们认为11年银行板块仍有较大机会获取相对收益。

图 7：不同阶段银行股价表现（2002-2010）

放缓阶段				衰退阶段			
通胀水平	时期	银行股涨幅	相对收益	通胀水平	时期	银行股涨幅	相对收益
高通胀	1Q04-3Q04	-9.39	-2.69		4Q04-2Q05	-18.83	5.59
	1Q08-2Q08	-46.79	2.82	温和通胀	4Q08	-18.71	1.91
	合计	-56.18	0.13	合计		-37.54	7.50
				高通胀	3Q08	-21.31	-5.15
				通缩	1Q09	37.47	5.22
繁荣阶段				复苏阶段			
通胀水平	时期	银行股涨幅	相对收益	通胀水平	时期	银行股涨幅	相对收益
温和通胀	2Q03-3Q03	-13.63	-4.13			-18.02	-0.50
	1Q07	12.81	-6.20	通缩	2Q09-3Q09	29.43	12.32
	1Q10	-4.81	-0.85	合计		11.41	11.81
	合计	-5.63	-11.18		1Q03	19.57	7.43
高通胀	4Q03	6.39	-3.12	温和通胀	3Q05-4Q06	250.65	103.14
	2Q07-4Q07	73.79	8.54		4Q09	15.29	-2.62
	合计	80.18	5.43	合计		285.51	107.95
	2Q10-	-19.63	-5.04				

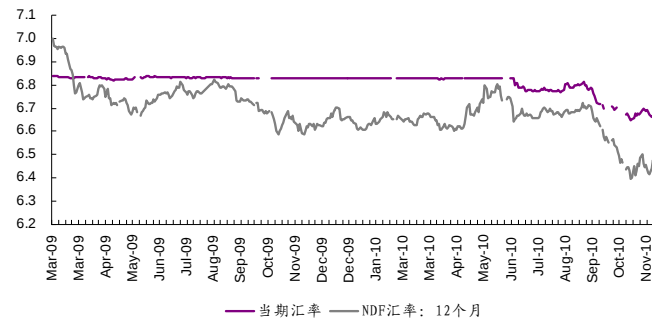
资料来源：wind、光大证券研究所

1.2 热钱流入加速，银行股价值面临重估

1.2.1 中长期内人民币升值趋势确立，热钱加速流入国内

后金融危机时代，随着各国复苏进程逐渐分化，尤其是发达经济体出现波折，债务危机再次显现，此前各国决策层携手抵御危机的环境已经被日益加剧的货币战和贸易战所取代。在此过程中，人民币由于在危机期间选择重归盯住美元的汇率安排以及中国经济率先复苏面临着越来越大的升值压力。自6月19日央行宣布恢复汇率改革以来，人民币已累计升值3.1%左右；11月12日美元兑人民币12个月NDF较当期汇率贬值2.6%，显示人民币进一步升值的预期较强。

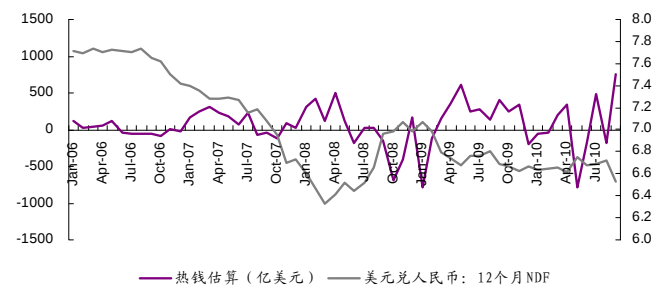
图 8：汇改以来人民币加速升值



资料来源：wind、光大证券研究所

历史数据表明，人民币升值预期与流入境内热钱间存在较强的相关关系。在 07 年 8 月至 08 年 3 月以及 09 年 1 至 5 月人民币升值预期大幅增强期间，热钱流入均显著上升。而本轮汇改以来，热钱流入趋势已经开始显露。我们认为，国内经济增速趋稳态势确立、加息预期推升货币及债券市场收益率及人民币中长期升值预期明朗决定了 11 年国际资本将加速流入国内。

图 9：人民币升值推动热钱流入



资料来源：wind、光大证券研究所

1.2.2 热钱流入可能有助于缩窄银行 AH 股折价率

由于缺少相关数据，很难对热钱流向进行系统的统计和分析。但我们相信，上文对居民部门资产配置的分析大致适用于国际投资者，即在国内各类别资产中股市对投资者具有较强的吸引力。我们认为，流入国内的热钱中可能有相当部分会进入股市，从而对股市流动性形成进一步支撑。新的参与者将在一定程度上改变市场现有估值体系。我们对在 A、H 股市场同时上市的公司溢价/折价率进行了分析。与 A 股市场相比，H 股市场倾向于给高市盈率/市净率及低股息收益率公司更高的折价，这或许反映了成熟市场投资者在投资理念上更接近价值投资。

表 3: H 股市场更重视价值投资

AH 股溢价率						
溢价率		市盈率		市净率	股息收益率	
-24%	~	-15%	13.50	2.09	2.07%	
-15%	~	-8%	18.19	2.36	2.74%	
-8%	~	8%	21.97	2.98	2.14%	
8%	~	35%	19.89	2.88	1.32%	
35%	~	66%	17.39	2.41	1.59%	
66%	~	108%	35.55	3.52	0.25%	
108%	~	169%	37.68	5.95	0.69%	
169%	~	361%	81.52	13.03	0.22%	

资料来源: wind、光大证券研究所

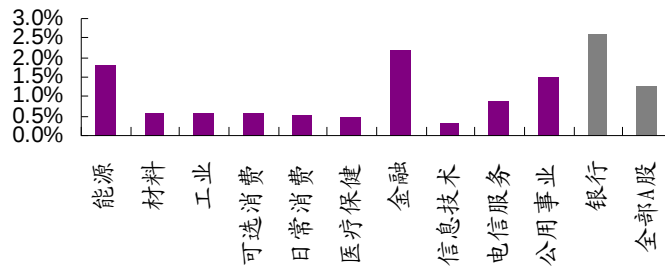
在主要行业中, 银行业估值低、盈利能力强、股息回报丰厚, 具有显著的投资价值, 对境外投资者具有更强吸引力。截至 11 月 15 日, 银行板块 H 股较 A 股溢价 17.6%, 属于 AH 股折价率最高的行业之一。我们认为, 热钱流入股市后国际投资者在 A 股估值体系所占权重增加可能有助于缩窄银行 AH 股间的折价率。

表 4: 银行股估值水平低于其他主要行业

	市盈率						市净率					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
能源	11.48	16.78	41.76	15.11	23.79	17.65	1.94	3.17	9.36	2.17	3.37	2.72
材料	8.76	17.63	37.11	19.10	47.17	34.62	1.24	2.13	5.84	1.61	3.36	3.40
工业	16.03	26.59	56.79	17.53	31.18	25.76	1.74	2.91	7.61	2.07	3.32	3.30
可选消费	19.60	33.04	51.47	21.40	33.07	27.25	1.45	2.65	5.74	1.93	4.01	3.97
日常消费	24.80	47.48	76.07	28.46	43.28	45.40	1.93	4.43	9.09	3.62	6.38	7.07
医疗保健	22.15	32.63	53.51	23.69	32.43	41.67	1.83	2.77	7.09	3.37	5.68	6.45
金融	16.96	48.51	44.35	12.51	18.01	12.43	2.00	4.74	6.18	1.95	2.98	2.17
信息技术	29.65	38.60	53.99	24.50	53.98	50.96	1.84	2.75	5.83	2.17	4.32	4.88
电信服务	24.17	32.66	94.63	5.79	50.20	93.08	1.26	2.03	5.11	1.59	2.36	1.83
公用事业	17.60	20.36	41.88	40.71	31.23	25.61	1.61	2.04	4.83	2.20	2.71	2.47
银行	16.46	50.14	38.56	10.10	14.70	10.03	2.45	4.88	5.38	1.80	2.63	1.87
全部 A 股	14.93	31.06	45.64	15.48	25.00	19.64	1.69	3.38	6.97	2.07	3.39	2.95

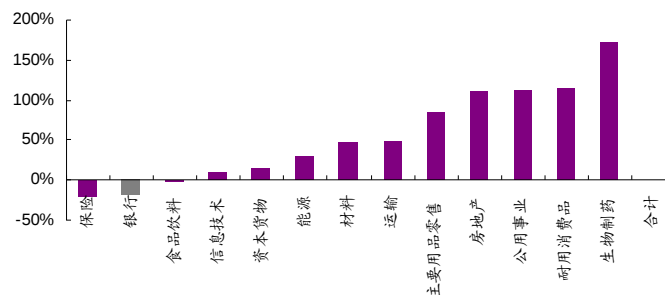
资料来源: wind、光大证券研究所

图 10：银行股息收益率高于其他主要行业



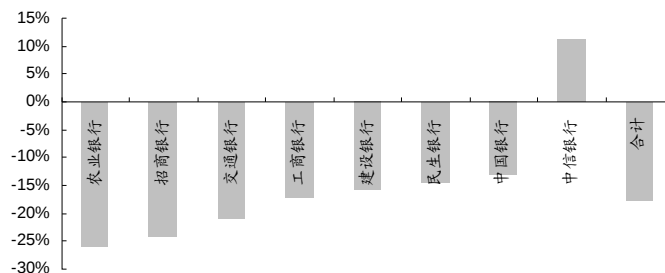
资料来源：wind、光大证券研究所

图 11：银行股 AH 股市场价格倒挂



资料来源：wind、光大证券研究所

图 12：农行、招行、交行等折价显著



资料来源：wind、光大证券研究所

二、2011 年行业基本面依旧强劲

2.1 经济转型期，接受稳健增长

银行业的规模扩张和盈利成长在过去 3-5 年中经历了一个黄金时期：06-09 年间，14 家上市银行（剔除农行和光大银行）平均收入和利润增速分别高达 27%和 41%，其中浦发、中信、深发展以及兴业银行过去三年盈利复合增速超过 50%。与此相对应的是规模的高速扩张，过去三年

行业平均贷款和总资产复合增速达到 27%和 28%。这一黄金增长期有其特定的宏观和行业背景：02-07 年间，国内经济高速增长，且经历了一次完整的加息周期；此外，主要商业银行经历了股改上市，制度红利的释放有力推动了业绩的成长。

08-09 年间，国际国内的宏观环境发生了变化。一是在金融危机影响下，国内经济增长放缓，一系列保增长措施相继出台，银行业经历了一次降息周期。息差下行对 09 年业绩形成了压制，但超常的规模增长及拨备释放仍使行业盈利保持了较高的增速。与此同时，市场对盈利增长质量开始产生质疑，并主要集中在潜在坏账上。

10 年以后，在新的宏观环境下，我们认为银行业将逐步由高速增长过渡到稳健成长。首先，由于前期刺激政策导致经济结构恶化以及通胀压力加剧，调结构、促转型成为宏观经济下一轮走向的主题，规模增长将恢复到正常水平。其次，主要银行股改制度红利终结。此外，经济转型期银行业对转型成本的分摊可能在拨备支出上有所体现。由于过渡期内行业利差仍将得到一定保护，规模增长也将相对平稳，行业盈利增速在近两年内仍有望保持在 20%以上的水平。

表 5：2006-2009 年间行业规模及盈利高速增长

	2006-2009 年复合增长率			
	收入	利润	贷款	总资产
工 行	19.6%	38.1%	16.4%	16.2%
建 行	21.2%	32.1%	18.8%	20.9%
中 行	16.7%	23.8%	26.4%	18.0%
交 行	23.0%	33.8%	25.8%	24.5%
招 行	27.6%	39.0%	28.0%	30.3%
中 信	31.8%	56.6%	32.0%	35.9%
民 生	34.1%	47.7%	23.2%	25.3%
兴 业	32.4%	51.8%	29.3%	29.2%
浦 发	24.8%	58.0%	26.3%	33.0%
华 夏	19.4%	37.2%	18.3%	23.9%
深发展	24.6%	52.7%	25.4%	31.1%
北 京	26.8%	38.1%	28.3%	25.0%
南 京	34.0%	37.4%	38.0%	37.1%
宁 波	37.7%	32.1%	42.8%	42.4%
合 计	26.7%	41.3%	27.1%	28.1%

资料来源：wind、光大证券研究所

2.2 上市银行业绩增长归因分析

2.2.1 07-09 年：规模助推业绩，息差和拨备周期性波动

07-09 年间，14 家上市银行(不含农行和光大)业绩的归因分析显示：（1）规模增长是业绩成长最重要的驱动因素，三年间对业绩增长的贡献度分别为 19%、15%和 22%；（2）息差与拨备呈现周期性波动，其中息差是波动最大的因素，在 07、08 年的升息周期中，对业绩有正面贡献，但降息周期中的 09 年则成为业绩增长主要的拖累因素；贷款减值准备的波

动亦较大，09 年拨备释放成为业绩增长的主要来源；（3）结构性因素的变动相对平稳。此外，历年来手续费收入的增长对业绩均产生小幅正面驱动。

表 6：2007-2009 年业绩增长归因分析

上市银行合计（剔除农行、光行）	2006	2007	2008	2009
净利息收入	5,753	7,859	9,332	8,959
手续费及佣金净收入	536	1,154	1,537	1,864
其他非息收入	111	-58	411	626
营业收入	6,399	8,955	11,280	11,449
营业税金及附加	-380	-517	-682	-677
营业费用	-2,399	-3,187	-3,587	-3,721
资产减值准备	-906	-1,009	-2,033	-1,149
营业支出	-3,786	-4,834	-6,452	-5,698
营业利润	2,613	4,121	4,828	5,751
贡献度	2006	2007	2008	2009
生息资产规模增长		18.8%	14.5%	22.0%
净息差		14.1%	2.0%	-25.3%
净利息收入		32.9%	16.4%	-3.3%
手续费及佣金净收入		9.7%	4.3%	2.9%
其他非息收入		-2.6%	5.2%	1.9%
营业费用		6.5%	10.4%	-6.4%
资产减值准备		9.9%	-18.5%	22.6%
营业利润		57.7%	17.2%	19.1%

资料来源：wind、光大证券研究所

2.2.2 10 年前三季度：业绩增长主要来自规模扩张

10 年前三季度，16 家上市银行（包含农行和光大银行）净利润增速达 32%，其中净利息收入贡献了 22% 的利润增长，生息资产规模与息差的贡献度分别为 17% 和 5%，规模扩张仍是业绩增长最主要的驱动力；手续费及佣金收入贡献了 5% 的利润增长，是业绩增长的第二驱动力；此外，费用收入比下降贡献了 4% 的利润增长，拨备计提力度减弱贡献了 4% 的利润增长。但有效税率对利润的贡献为 -3%。

表 7：2009 年前三季度业绩增长归因

16 家上市银行合计	10 年前三季度同比增速	贡献度
生息资产平均余额		17.40%
净息差		4.80%
利息净收入	28.30%	22.20%
利息收入	18.00%	
利息支出	3.20%	
手续费及佣金净收入	32.70%	5.40%
其他非息净收入	-22.10%	
营业收入	26.50%	
管理费用	20.40%	4.10%
拨备前利润	30.60%	
资产减值损失	5.90%	4.00%
税前利润	35.60%	
所得税	47.30%	-3.10%
净利润	32.40%	

资料来源：wind、光大证券研究所

2.3 预计今明两年业绩增速达到 27%和 24%

我们预计 10 年上市银行业绩增速在 27%左右，较前三季度有所下降，主要是考虑到四季度信用成本率将上行。由于融资平台贷款分类清理将在 12 月底之前结束，相关信贷的处置将会增加银行的拨备支出。此外，鉴于更为严格的拨贷比要求，中小银行年末亦会加大拨备计提力度以接近监管标准。

我们预计 11 年上市银行仍可实现 24%的业绩增长。首先，明年信贷增长预期不高，尽管最终目标还要等待年底定调，我们预计全年信贷增速在 15%左右；其次，升息周期启动，低利率时代将阶段性终结，银行息差会有所提升。由于负利率问题有待解决，不对称加息的预期存在，我们对息差的判断略偏谨慎，估计全年提升 12bp；最后，我们认为行业不良率仍会较为稳定，估计在 1.30%附近。部分不良率偏低的中小银行可能面临不良的反弹，但大银行不良率仍能维持账面上的稳定，且刚上市的农行和光行仍有下降的空间。拨备支出对明年业绩增长将产生一定的拖累，预计行业信用成本上升到 0.81%左右，但仍在可接受的水平。

表 8: 2010-2012 年业绩增长预测

上市银行合计	2009	2010E	2011E	2012E	贡献度		
					2010E	2011E	2012E
生息资产平均余额	472,183	578,424	676,756	778,270	18%	13%	11%
净息差	2.33%	2.43%	2.55%	2.63%	4%	5%	3%
利息净收入	11,002	14,056	17,257	20,468	22%	18%	14%
手续费及佣金净收入	2,252	3,108	4,663	6,295	6%	9%	7%
其他非息净收入	656	820	1,025	1,230	1%	1%	1%
营业收入	13,911	17,984	22,945	27,993	29%	28%	22%
营业税金及附加	829	1,072	1,368	1,668	0%	0%	0%
管理费用	5,039	6,295	8,146	10,078	3%	-1%	-1%
资产减值损失	1,381	2,142	2,899	3,301	-5%	-2%	2%
其他支出	167	209	262	327	0%	0%	0%
营业支出	7,416	9,718	12,674	15,374	-2%	-3%	1%
税前利润	6,494	8,267	10,271	12,619	27%	24%	23%
所得税	1,401	1,777	2,208	2,713	0%	0%	0%
净利润	5,093	6,489	8,063	9,906	27%	24%	23%
利润增速		27%	24%	23%			

资料来源: wind、光大证券研究所

表 9: 盈利预测假设

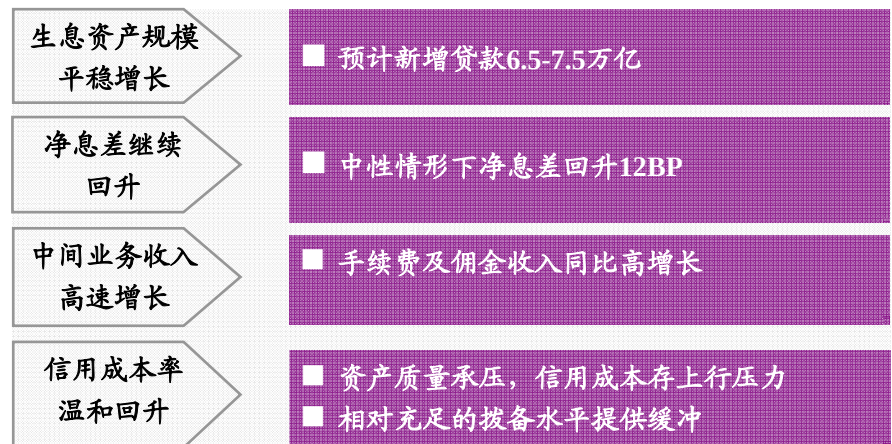
	2009	2010E	2011E	2012E
贷款增速	34.5%	18.5%	15.0%	15.0%
净息差	2.30%	2.43%	2.55%	2.63%
手续费净收入	22.0%	38.0%	50.0%	35.0%
成本收入比	36.2%	35.0%	35.5%	36.0%
信用成本率	0.56%	0.70%	0.81%	0.80%
不良贷款率	1.57%	1.28%	1.30%	1.30%
拨备覆盖率	152%	190%	205%	220%

资料来源: wind、光大证券研究所

三、传统业务稳健增长，非息收入带来惊喜

本部分中，我们对银行业绩增长的主要周期性因素进行分解，来寻找 11 年业绩增长的驱动力量。我们的结论是：信贷规模增长放缓，但仍是业绩的首要驱动因素；在相对有利的经济、政策环境下，银行法定存贷利差、议价能力及风险溢价均存在上行空间，净息差将继续温和回升；得益于宏观经济的持续平稳增长以及 09 年以来监管上的未雨绸缪，行业资产质量压力温和释放，信用成本率回升节奏可控；随着银行加速转型，非息收入增长有望成为明年行业经营上的亮点。预计全年上市银行合计归属于母公司净利润增速达 24%。

图 13: 2011 年盈利增长来自规模、息差及非息收入贡献



资料来源：光大证券研究所

3.1 生息资产规模平稳增长

3.1.1 信贷投放渐趋稳健

10 年一般性贷款平均余额口径的规模增速达到 27%，显著高于贷款期末余额口径 (19%)。由于信贷投放相对均衡，11 年一般性贷款平均余额口径的规模增速与期末余额口径的差距将有所缩窄，我们预计前者增速为 17%。我们对 11 年新增信贷假设为 7 万亿元，按 3/3/2/2 均衡投放，且暂不考虑贴现的变动。

表 10: 平均余额口径的信贷规模增速将放缓

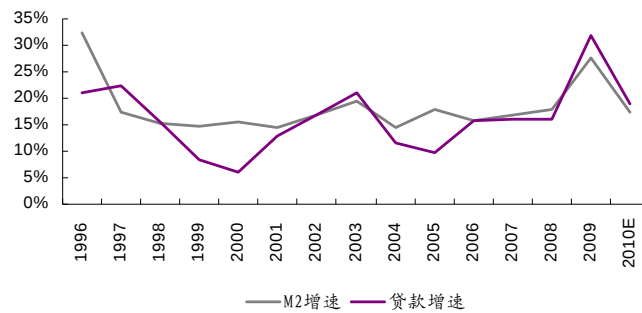
	3Q09	3Q10	增速
贷款平均余额	35,553,563	43,503,893	22.4%
一般性贷款平均余额	32,440,320	41,292,332	27.3%
	2009	2010E	增速
贷款平均余额	36,491,262	44,359,853	21.6%
一般性贷款平均余额	33,520,567	42,556,825	27.0%
	2010E	2011E	增速
一般性贷款平均余额	42,556,825	49,809,584	17.0%

资料来源：wind、光大证券研究所

3.1.2 同业及投资资产规模增速提升

我们认为，11 年同业及投资类资产规模增长将提速，并推动生息资产规模的的增长。从历史数据观察，加息周期中 M2 增速通常快于信贷。04-08 年中，除了 06 年二者增速基本持平外，其余四年 M2 增速分别高于信贷增速 2.9, 8.2, 0.6 和 1.9 个百分点。这在逻辑上很容易理解，加息的背景通常是宏观经济增速较快、物价加速上行，此时监管层倾向于降低信贷投放以抑制通胀；而外汇占款增长带来的货币被动投放则使 M2 增速往往能够维持在略高的水平。与此相反，降息周期中，M2 增速通常慢于信贷，如 03 年和 09 年的情形。

图 14: 加息周期中 M2 增速略快于贷款

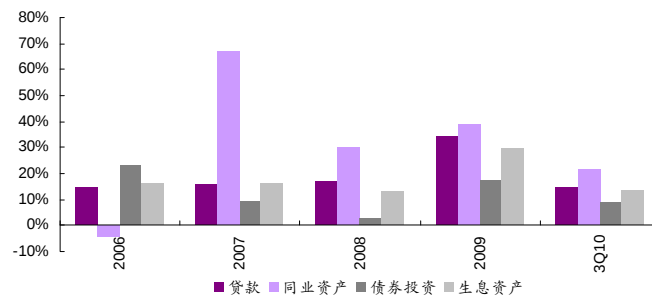


资料来源: wind、光大证券研究所

央行 10 月加息意味着低利率环境已阶段性终结。目前市场对未来进入加息周期并无异议,分歧主要在于加息的时点和节奏。预计 11 年 M2 增速应快于信贷,尤其在严格的贷存比和资本监管环境下,信贷规模增长的惊喜不大,但可以关注由同业资产及债券资产带来的规模增长。从另一个角度看,这也是容易理解的。在较大的通胀压力背景下,来自于非银行金融机构的竞争加大,并引致储蓄存款向同业存款转化。鉴于这部分资金并不稳定,银行将增加对高流动性的同业资产及中短期债券资产的配置。

这一现象在 07 年表现得尤其明显。当时的环境是,通胀压力下货币政策持续收紧,央行多次加息、上调准备金率,并对商业银行实施额度控制;资本市场火爆,存款搬家提速。14 家上市银行当年同业资产规模同比增长达 67%,而前一年 06 年行业同业资产规模几乎没有增长。

图 15: 2007 年同业资产同比增速达 67%



资料来源: wind、光大证券研究所

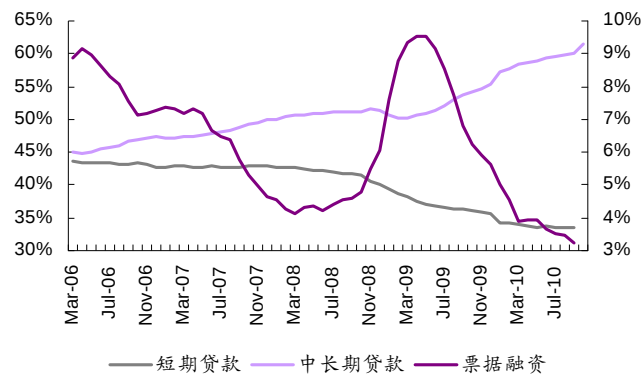
下一个需要回答的问题是,在 11 年货币政策收紧的背景下,什么类型的银行会获得相对较高的生息资产规模增速。我们认为还是中小银行,理由在于:(1)信贷投放仍不是银行自主的市场化决定。尽管大银行在存贷比、资本充足方面具备较中小银行更强的信贷投放能力,但受制于整体的货币政策环境,其实际信贷规模增长仍将略低于中小银行。(2)中小银行可能相对受益于其他金融机构对储蓄存款的竞争,尤其是同业业务相对较强的银行,包括兴业、招行、华夏。它们在同业资产方面有望获得更快的增长。

3.2 息差温和上行

3.2.1 期限风险溢价已处高位

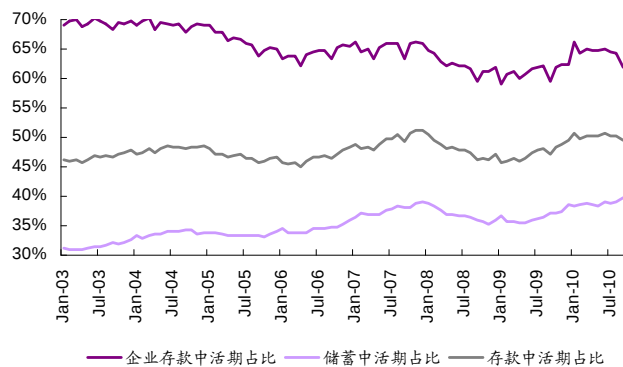
银行息差的来源通常有三个：期限风险溢价、信用风险溢价以及议价能力。目前，银行赚取的息差相当部分来自期限风险溢价，进一步提升的空间不大且面临回落的风险。一方面，09-10年间，短存长贷愈演愈烈，目前中长期贷款屡创新高，存款活化趋势仍在延续，银行面临期限错配带来的流动性风险。另一方面，由于进入加息周期，以及第一次利率调整的引导作用，短存长贷趋势将有所缓解。

图 16：中长期贷款占比屡创新高



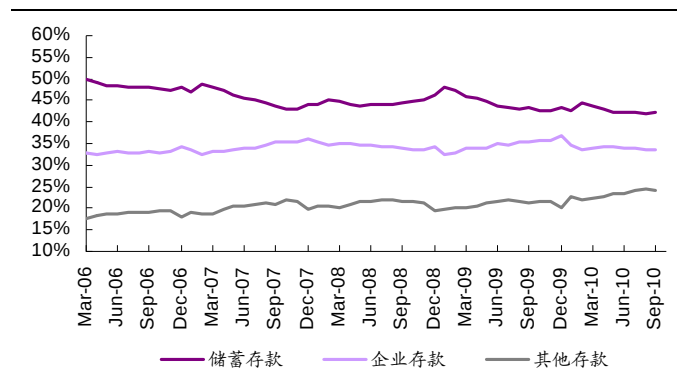
资料来源：wind、光大证券研究所

图 17：活期存款占比处于高位



资料来源：wind、光大证券研究所

图 18: 储蓄存款占比有所回落



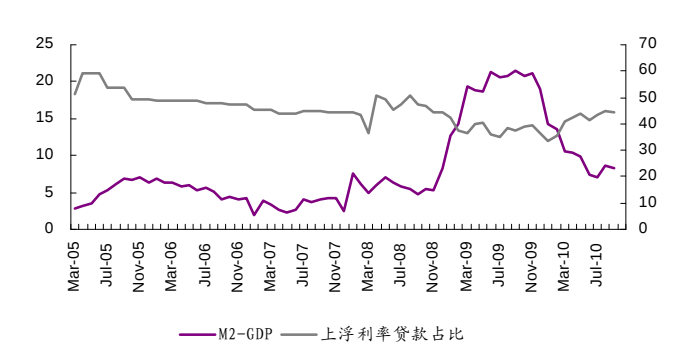
资料来源: wind、光大证券研究所

3.2.2 结构调整提升信用风险溢价

09 年充裕的流动性及避险心理致使市场信用风险溢价处于低位。10 年以来,受益于议价能力提升和客户结构转变,行业信用风险溢价开始触底反弹。我们认为,这种趋势在 11 年将得到延续。

一般而言,银行议价能力与市场流动性状况呈负相关关系。我们以 M2 增速与 GDP 增速的差额作为观察流动性的指标。11 年随着经济增长企稳回升以及货币增速略有回落,银行议价能力有望继续修复,并反映至上浮贷款占比的上行。

图 19: 议价能力仍有提升空间

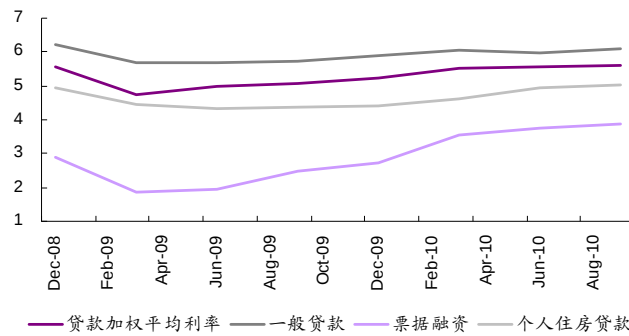


资料来源: wind、光大证券研究所

我们观察到的贷款实际利率自 10 年以来亦呈现逐季回升态势。截止三季度末贷款加权平均利率较年初回升 34BP,其中一般性贷款、票据融资和个人住房按揭贷款利率分别回升 21bp、112bp 和 61bp。

此外,预计未来央行采取的加息方式仍有助于银行净息差的回升,由于上文已对此作过分析,在此不再赘述。

图 20: 贷款收益率持续提升

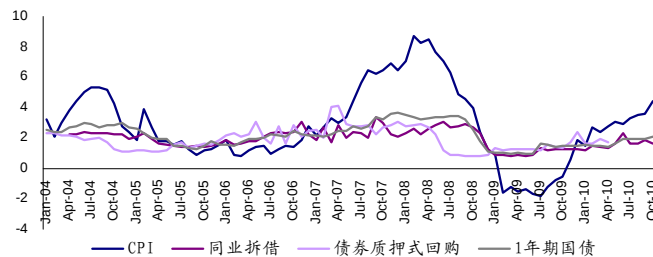


资料来源：wind、光大证券研究所

3.2.3 市场化利率将继续上行

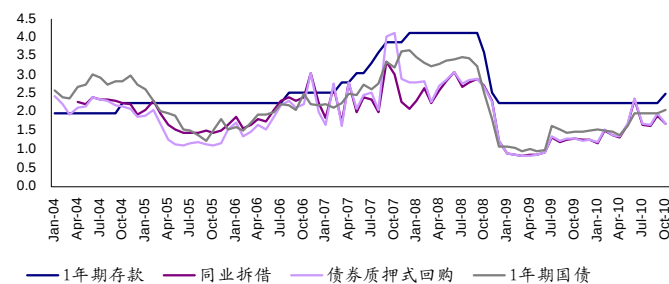
在通胀、加息以及银行间市场流动性逐步收紧的过程中，市场利率继续上行的空间较大。（1）10月CPI高达4.4%，市场化利率将反映通胀的变化趋势。（2）通胀引发货币政策收紧，10月以来，央行已连续两次上调存款准备金并加息一次，导致可用于债券及同业市场配置的资金增速明显回落，偏紧的资金面已传导至价格层面。（3）11年货币政策基调由适度宽松转向稳健，资金面的变化将继续在资金价格层面得到体现。

图 21: 市场化利率与CPI同向变动



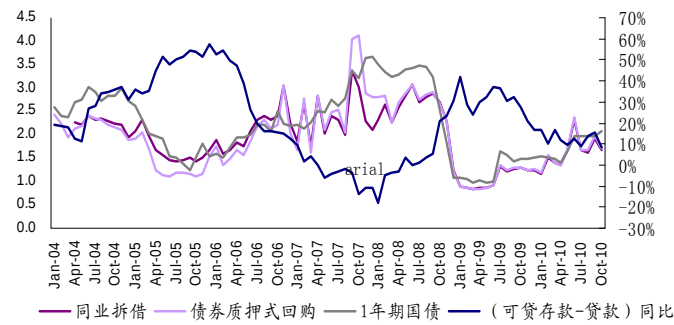
资料来源：wind、光大证券研究所

图 22: 市场化利率变动领先基准利率 2-3 个月



资料来源：wind、光大证券研究所

图 23: 资金面供给变化将传导至价格层面

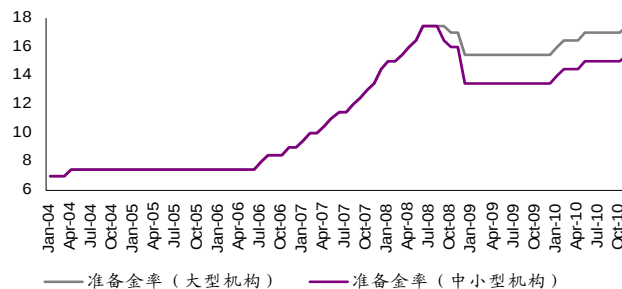


资料来源: wind、光大证券研究所

3.2.4 准备金率上调影响中性略偏负面

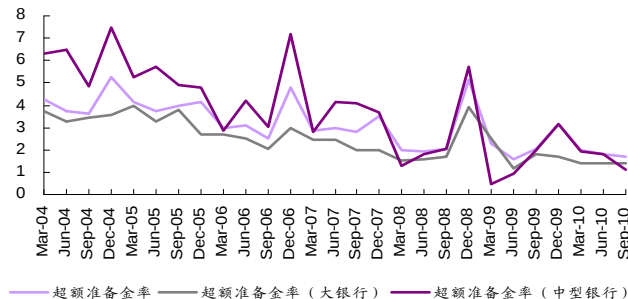
10 年央行已连续 5 次上调存款准备金率，最近一次上调后大型金融机构存款准备金率已达历史最高水平（18%）。以目前银行体系存款规模估算，准备金率每上调 1% 冻结资金量在 7000 亿元左右。由于三季度末行业超储率尚维持在 1.7% 的水平，且目前同业和债券市场利率与法定准备金率差异较小，短期内准备金率上调对银行业绩影响很小。但准备金率继续上调对银行业绩影响将转为偏负面。一方面，随着市场化利率逐步攀升，其与存款准备金间利差将会扩大；另一方面，持续上调后银行信贷投放终将受到抑制。

图 24: 准备金率仍有上调空间



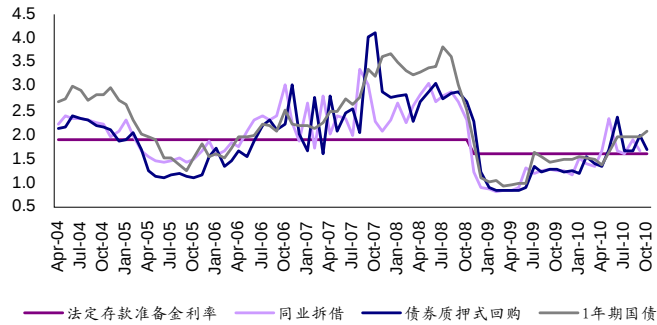
资料来源: wind、光大证券研究所

图 25: 三季度末行业超储率达 1.70%



资料来源: wind、光大证券研究所

图 26: 市场化利率与法定准备金利率差异较小



资料来源: wind、光大证券研究所

3.3 拨备承压，但节奏可控

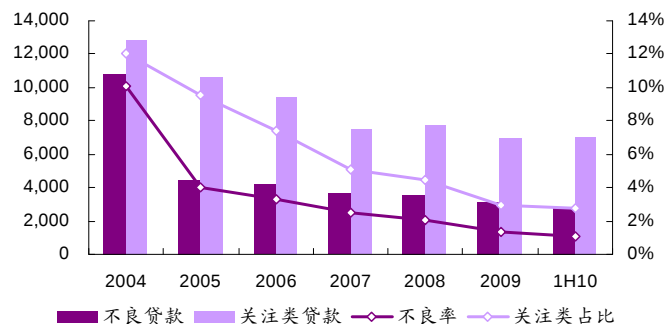
3.3.1 资产质量承压

11 年行业在资产质量方面面临的压力依然存在，主要来自：（1）伴随宏观经济的持续高速发展以及主要银行的不良资产剥离和股改上市，银行不良率经历了较长的下降周期，目前处于一轮周期的低点并且改善趋势已经放缓。（2）08 年四季度起为保增长施行的刺激政策在信贷方面埋下了一定隐患，主要集中在地方融资平台和房地产领域。（3）刺激政策导致经济结构在某种程度上有所恶化，经济转型刻不容缓，传统调整产业存量信贷亦是风险点，并主要集中在“高耗能、高排放”、过剩产能、落后产能三类行业中，这意味着银行面临对转型成本的分摊问题。

我们统计了 14 家上市银行（不含农行和光大银行）04 年以来不良和关注类资产的变动情况。04 年上述银行合计不良率高达 10.08%，至 10 年中期已下降至 1.10%的地位，中小银行不良率水平已低于 1%。而行业关注类贷款占比亦由 04 年 12%下降至 10 年中期 2.74%。

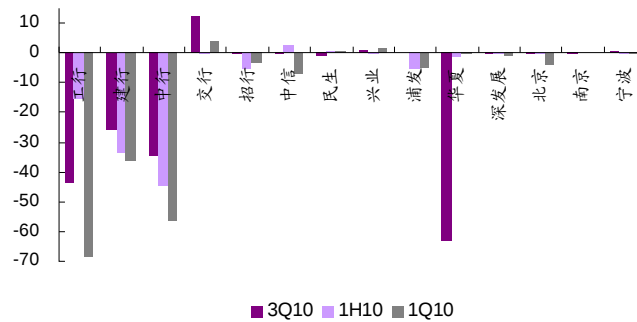
与此同时，资产质量的改善幅度在 09-10 年间已明显趋缓。而在 10 年三季度，部分银行的资产质量略有恶化。其中，交行、兴业、宁波不良余额出现上升，交行、兴业、南京、宁波关注类贷款余额及占比出现反弹。

图 27: 资产质量改善幅度已趋缓



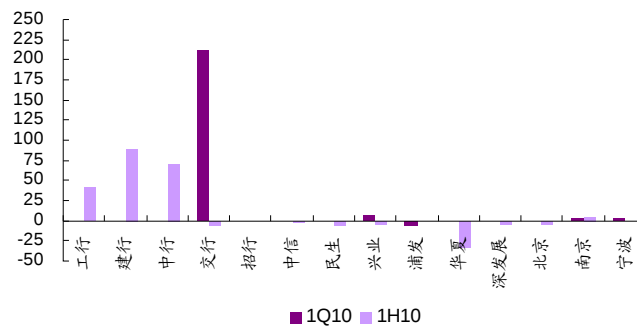
资料来源: wind、光大证券研究所

图 28: 2010 年三季度部分银行不良余额反弹



资料来源: wind、光大证券研究所

图 29: 2010 年三季度部分银行关注类贷款余额上升



资料来源: wind、光大证券研究所

具体而言, 银行系统面临的资产质量压力主要来自于三大领域: 地方融资平台、房地产相关(包括法人房地产贷款及住房按揭贷款)以及传统产业。我们统计了各家上市银行上述三类贷款的占比情况。从 10 年中报数据观察, 上市银行上述贷款合计占比高达 68%, 这与当前经济结构的特征是吻合的。换言之, 银行资产质量的风险主要源于宏观经济的系统性风险。大银行相关贷款占比最高, 城商行偏低, 股份制银行居中。南京、民生及华夏银行的相关贷款合计占比在 60% 以下, 处于业内较低水平。

分类别看, 上市银行基础设施类贷款合计占比为 24%; 对公房地产贷款占比 9%, 其中北京、民生和农行占比居前; 住房按揭贷合计占比 16%, 其中招行、兴业占比超过 20%; 制造业贷款合计占比在 18% 左右。

表 11: 制造业、房地产、基础设施领域为存量贷款的主体

	制造业	房地产业	住房按揭	基础设施	合计
工 行	14.0%	8.9%	16.3%	32.4%	71.6%
建 行	17.4%	7.1%	18.7%	24.4%	67.6%
中 行	21.1%	7.9%	18.9%	21.5%	69.3%
农 行	21.9%	11.6%	13.9%	19.9%	67.2%
交 行	20.0%	7.6%	13.1%	28.1%	68.8%
招 行	17.2%	8.4%	22.8%	16.2%	64.6%
中 信	21.0%	5.1%	12.3%	24.1%	62.5%
民 生	12.9%	12.8%	11.1%	16.5%	53.3%
兴 业	14.7%	10.0%	21.9%	22.1%	68.8%
浦 发	20.7%	9.6%	15.6%	22.0%	68.0%
华 夏	27.1%	8.2%	7.2%	14.2%	56.6%
深发展	19.2%	6.5%	16.4%	19.2%	61.3%
北 京	10.7%	13.3%	10.1%	29.1%	63.1%
南 京	13.1%	9.7%	9.0%	18.8%	50.6%
宁 波	26.4%	8.4%	13.5%	11.3%	59.6%

资料来源: wind、光大证券研究所

鉴于对潜在资产质量风险的忧虑, 09 年以来监管层对银行的拨备水平提出了更严格的要求。我们认为, 在宏观经济稳健增长的背景下, 上市银行现有的拨备水平能对潜在风险提供有效的缓冲, 并有助于风险的温和释放。

截止三季度末, 上市银行平均的拨备覆盖率已经达 230%, 其中浦发与招行已超过 300%。拨备充足率较高的是四大行、南京银行、华夏银行以及浦发银行。值得注意的是, 银监会在 10 年引入了拨贷比指标, 要求大银行拨贷比达到 2.5%, 中小银行拨贷比达到 2.4%。目前部分中小银行离上述监管要求还有较大的差距, 如果标准被严格执行, 将对这些银行的拨备支出进而对利润增长造成压制, 受影响较大的银行主要是宁波、兴业、深发展和中信银行。

表 12: 拨备缓冲空间仍存, 部分银行面临拨贷比达标压力

	3Q10 拨备覆盖率	1H10 拨备充足率	3Q10 拨贷比
工 行	210.16%	145.21%	2.42%
建 行	213.48%	152.12%	2.43%
中 行	198.93%	140.88%	2.19%
农 行	159.70%	153.92%	3.32%
交 行	167.95%	127.80%	2.05%
招 行	304.02%	136.87%	1.94%
中 信	176.13%	98.06%	1.42%
民 生	259.40%	126.51%	1.93%
兴 业	287.06%	110.73%	1.39%
浦 发	307.78%	143.33%	1.85%
光 大	265.49%	134.35%	2.31%
华 夏	194.12%	149.38%	2.53%
深发展	253.53%	108.27%	1.44%
北 京	265.70%	119.10%	1.92%
南 京	222.71%	152.14%	2.18%
宁 波	197.20%	95.60%	1.29%

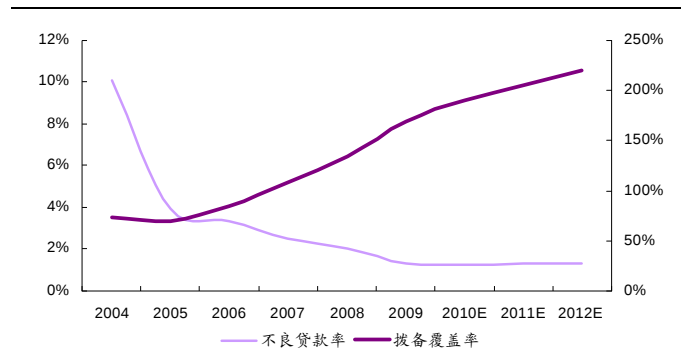
资料来源: wind、光大证券研究所

3.3.2 信用成本上行节奏可控

鉴于以上对银行面临的资产质量风险的概述, 我们预计未来两年行业的信用成本率会略有回升, 拨备对盈利的贡献度减弱, 但风险释放的节奏仍相对温和, 理由在于: (1) 宏观经济持续稳定增长; (2) 逆周期监管思路下, 银行已计提了相对充足的拨备, 对风险有一定缓冲能力; (3) 银行在五级贷款分类方面存在相当的回旋余地, 且对到期贷款展期和借新还旧的处置措施仍然存在。

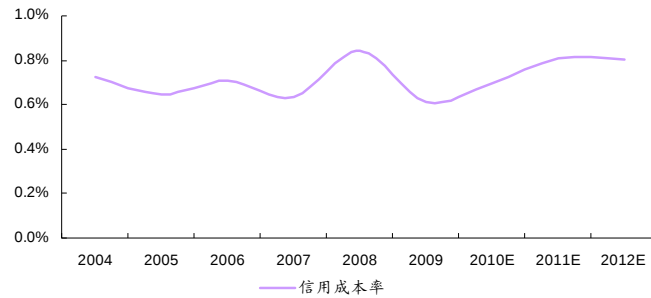
我们预计未来两年信用成本率可能升至 0.80% 左右, 主要源于资产质量的压力以及相对严格的拨备监管要求; 而不良率则将相对平稳, 估计在 1.30% 左右。

图 30: 预计不良率保持平稳, 拨备覆盖率稳步提升



资料来源: wind、光大证券研究所

图 31: 信用成本有上升压力, 但节奏可控

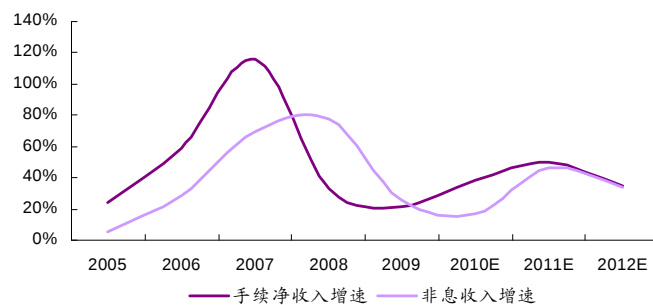


资料来源: wind、光大证券研究所

3.4 中间业务收入增长将成为亮点

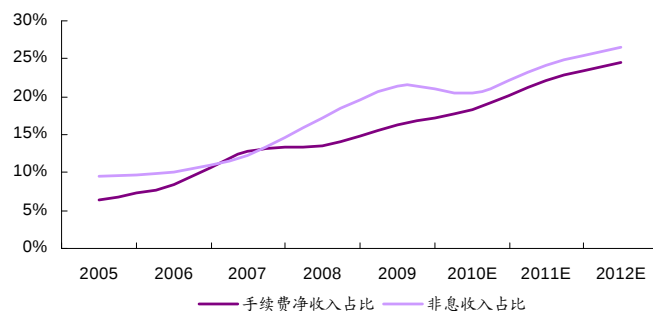
在传统存贷业务稳定增长的同时, 非息业务可能成为 11 年业绩增长的亮点, 预计全年净手续费及佣金收入将出现高速增长; 非息收入占比相应提升至 24.2%, 其中手续费净收入占比提升至 22.2%。理由在于: (1) 通胀压力下信贷仍将面临总量控制; (2) 日趋严格的资本及拨备监管推动银行加速向资本集约化模式转型; (3) 非银行金融机构对储蓄竞争加剧, 银行理财、托管、咨询等相关业务迎来发展机遇。07 年 14 家上市银行合计手续费收入增长 116%, 其中兴业、中信及招行的同比增速均超过 150%。

图 32: 预计 2011 年中间业务收入增长提速



资料来源: wind、光大证券研究所

图 33: 预计 2011 年非息收入占比提升至 24.2%



资料来源: wind、光大证券研究所

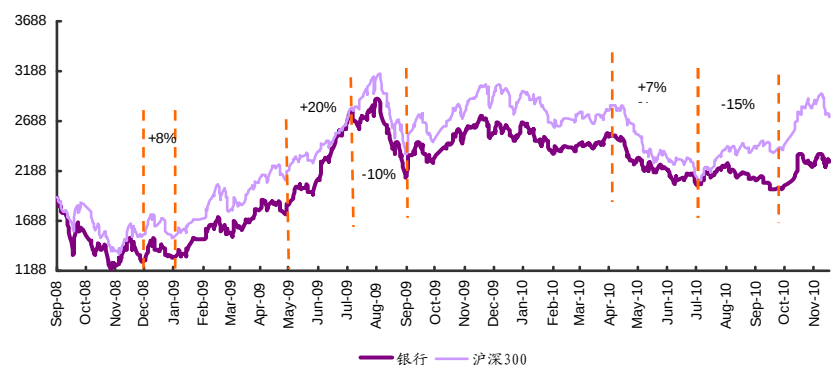
四、看好板块投资机会，推荐两组投资标的

4.1 负面因素已获充分反映，低估值银行股攻守兼备

回顾 10 年板块表现及我们的投资策略，可以看到，我们对于行业基本面的判断总体上相当准确，我们在 09 年策略报告中预测 10 年上市公司业绩同比增速在 28% 左右，目前来看实际增速偏离这一判断的可能性不大；但全年来自宏观经济、监管政策、投资者情绪等方面的利空因素层出不穷，超出了我们以及市场的预期，我们在 09 年策略报告中提出的板块投资大机会并未出现。

具体来看，截至 11 月 30 日，板块 10 年累计下跌 22.1%，跑输沪深 300 指数 9.8 个百分点。其中，1-4 月间板块表现大致同步大盘；5-7 月在大盘下挫时板块表现出了一定的防御性，跑赢沪深 300 指数约 7 个百分点；8-9 月受地产二次调控、逆周期监管、利率市场化等负面预期影响，板块大幅跑输沪深 300 指数 15 个百分点左右；10 月至今随着上述担忧缓解板块基本跑平大盘。

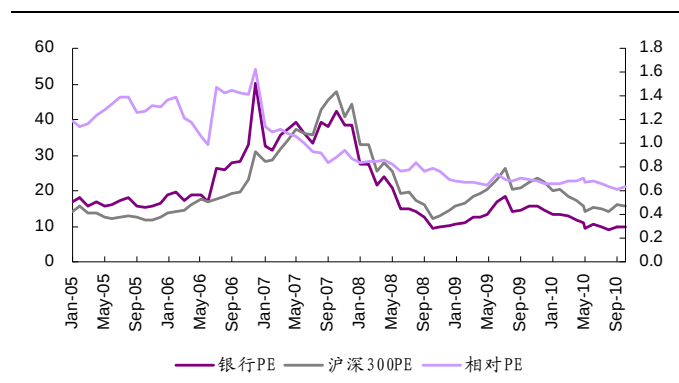
图 34：降息以来银行股相对表现



资料来源：wind、光大证券研究所

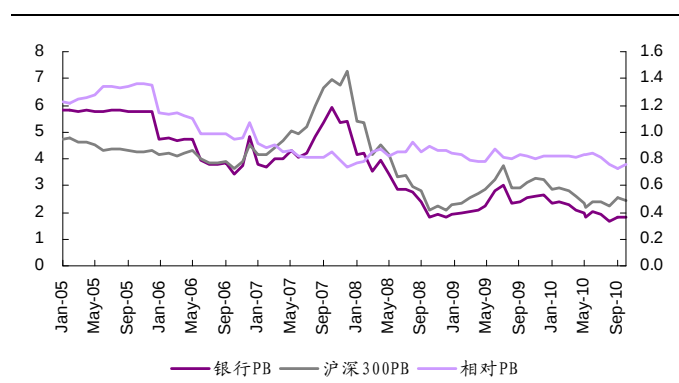
在目前时点上观察，我们认为板块较低的估值水平已充分反映了宏观经济、监管政策及行业竞争方面的负面因素，11 年上述因素难以成为影响板块走势的显著变量。截至 11 月底，银行板块整体 PE 较沪深 300 折价 36.6%，远高于 05 年至今（5.3%）及 08 年至今（27.5%）平均折价率；板块整体 PB 较沪深 300 折价 24.6%，亦大幅高于 05 年至今（4.2%）及 08 年至今（17.8%）平均折价率。事实上，目前板块估值水平及较市场折价率均处于历史底部，而政策环境、行业基本面和市场情绪均显著好于 08 年四季度时。因而，我们认为市场对银行的担忧无法构成进一步拖累板块估值的理由。

图 35: 银行 PE 估值处于历史底部



资料来源: wind、光大证券研究所

图 36: 银行 PB 估值处于历史底部



资料来源: wind、光大证券研究所

展望 11 年, 银行板块将因业绩增长的高确定性和估值的吸引力成为攻守兼备的投资品种。在货币政策显著收紧, 市场担忧流动性不足时, 银行板块有望由于已充分反映上述负面因素而表现出较强的防御性; 而在经济增长的结构和路径明显改善, 市场转而关注储蓄搬家和外资流入对证券市场产生的推动作用时, 银行股亦极有可能拉动市场走出一波行情。以板块 11 年 12 倍 PE 和 1.95 倍 PB 的估值中枢计算, 我们认为银行股全年存在 25%-45% 的估值修复空间, 维持行业“买入”评级。

我们认为, 板块估值回补行情的催化因素将来自于对经济及政策预期的改善及市场情绪的转变。随着经济趋稳及刺激政策缓慢退出, 市场可能逐步意识到上文所述对银行业的各种忧虑夸大了相关风险, 而对银行观点的转变有望最终改变市场的投资风格。具体而言, 板块估值修复行情的促发因素包括:

(1) 受调控行业风险逐步释放, 宏观经济稳定向好。大国经济的复杂性以及本轮调控目标的综合性决定了相关调控造成地产及“两高一资”行业崩盘 (即使是短期、小范围的崩盘) 的可能性极小, 因而银行相关资产质量风险的释放更有可能表现得较为缓慢。而积极的财政政策刺激下宏观经济继续向积极的方向发展将进一步打消市场对银行资产质量的顾虑。

(2) 融资平台走向规范化, 地方政府支付能力保持稳定。考虑到 11 年政府投资仍需要银行信贷资金的大力支持, 融资平台贷款不可能完全停

止，而将采取更为规范的方式运行，以确保平台自身的现金流、盈利能力和抵押担保符合一般商业贷款的要求。上述变化有助于提高银行信贷的安全性。此外，长期来看，财税改革的推进将改善地方政府的支付能力，化解其偿债风险。

（3）行业继续受到政策扶持，利率市场化缓慢推进，逆周期监管影响小于预期。金融危机使监管层清醒地认识到金融稳定（尤其是银行体系的稳定）对宏观经济有着举足轻重的影响，结合 10 年以来监管层高级官员的讲话，我们认为银行业作为受政策保护行业的地位短期内难以发生根本的改变。与其他类似改革一样，利率市场化更有可能采用按照不同品种、不同地区、不同上浮幅度逐步放开的方式进行，在此过程中银行有较为充裕的时间实施业务转型。此外，在经过相关利益群体的博弈之后，我们预计实际出台的逆周期监管政策将给予受影响较大的银行一定的过渡时期和区别对待政策，从而使得行业业绩所受负面影响小于市场所做的简单测算。

（4）市场风格转向大盘股，银行股重获机构青睐。对宏观经济、货币政策及流动性预期的改善将改变投资者（尤其是机构投资者）的投资偏好，由此引发的大盘蓝筹股股价上涨将形成又一轮正反馈，从而加速市场风格转换，届时明显被低配的银行股将由于机构配置需求而有所表现。

4.2 银行转型压力加大，个股估值可能加速分化

在板块内部，由于宏观和政策环境倒逼银行加快转型节奏，11 年个股估值可能开始加速分化。

上文中对行业业绩的因素分析表明，目前我国商业银行尚处于主要依靠规模增长推动的粗放经营阶段，信贷规模是业绩长期增长主要、稳定的贡献因素。长期来看，随着经济增速中枢的下移、经济结构向内需和消费倾斜以及银行杠杆率的下降，银行的发展模式面临转型，银行将转而深耕具备比较优势的细分市场、提高定价能力和风险控制能力，从而进入精细化经营阶段。我们认为，由于货币政策收紧和逆周期监管政策实行导致银行资产负债表扩张能力受到限制，以及利率市场化渐行渐近，11 年商业银行将面临比以往更为急迫的转型压力，因而在战略定位、管理机制、产品设计、营销手段等方面可能出现较以往更集中的变化。

目前，与大部分上市银行经营策略趋同相适应，板块内个股估值水平分化尚不显著。大部分银行 10 年 PE 水平在 8-10 倍之间，PB 水平在 1.5-1.9 倍之间。上市银行中，仅有招行、宁波银行因其鲜明的产品及市场定位，获得了显著高于可比规模银行的溢价。我们认为，随着现有上市银行发展路径差异程度逐渐扩大，以及更多小银行的上市，银行板块的估值体系将更为丰富，在此过程中形成鲜明特色的商业银行有望享有更高溢价，并得到市场的持续关注。

表 13: 上市银行估值表

	EPS (元)				BVPS (元)			P/E (X)			P/B (X)		
	股价	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
A 股													
国有行													
工商银行	4.33	0.37	0.47	0.56	1.95	2.33	2.66	11.63	9.27	7.76	2.22	1.86	1.63
建设银行	4.84	0.46	0.61	0.73	2.37	2.75	3.18	10.62	7.96	6.65	2.04	1.76	1.52
中国银行	3.30	0.30	0.39	0.47	1.90	2.29	2.57	11.09	8.43	7.02	1.74	1.44	1.29
农业银行	2.66	0.20	0.27	0.35	1.06	1.63	1.84	13.29	9.91	7.62	2.52	1.63	1.45
交通银行	5.62	0.53	0.67	0.80	2.91	3.92	4.43	10.51	8.43	7.03	1.93	1.43	1.27
股份制银行													
招商银行	13.20	0.85	1.26	1.58	4.30	6.25	7.44	15.62	10.50	8.36	3.07	2.11	1.77
浦发银行	12.82	0.92	1.35	1.68	4.74	8.48	9.73	13.92	9.53	7.65	2.71	1.51	1.32
民生银行	5.10	0.45	0.63	0.79	3.30	3.80	4.43	11.26	8.03	6.48	1.55	1.34	1.15
兴业银行	24.46	2.22	2.91	3.67	9.95	14.96	17.57	11.04	8.42	6.66	2.46	1.63	1.39
中信银行	5.45	0.37	0.52	0.62	2.63	3.02	3.49	14.86	10.50	8.75	2.07	1.80	1.56
光大银行	3.84	0.19	0.30	0.37	1.19	1.98	2.25	20.31	12.79	10.25	3.23	1.94	1.71
深发展 A	16.57	1.44	1.82	2.34	5.87	9.23	10.98	11.48	9.11	7.09	2.82	1.80	1.51
华夏银行	11.22	0.75	1.12	1.40	6.06	6.84	7.77	14.89	10.02	8.01	1.85	1.64	1.44
城商行													
北京银行	12.02	0.90	1.20	1.51	6.03	6.94	8.07	13.29	10.04	7.96	1.99	1.73	1.49
南京银行	10.13	0.52	0.75	0.94	4.05	6.22	6.84	19.48	13.44	10.75	2.50	1.63	1.48
宁波银行	12.23	0.51	0.88	1.16	3.38	5.47	6.22	24.20	13.89	10.52	3.62	2.24	1.97
国有行								11.43	8.80	7.22	2.09	1.63	1.43
股份制银行								14.17	9.86	7.91	2.47	1.72	1.48
城商行								18.99	12.45	9.74	2.70	1.87	1.64
A 股银行								14.22	10.02	8.04	2.39	1.72	1.50

资料来源: wind、光大证券研究所

4.3 首推浦发、招行、民生、华夏，适当配置国有大行

中期内，我们较为关注银行财务指标反映出的经营现状和变动趋势，我们看好息差弹性高、存款基础好以及拨备安全边际高的个股。长期内，我们希望标的银行具有清晰的战略前景及与之匹配的核心竞争力。

4.3.1 华夏、农行、招行息差弹性强于同业

银行对加息的业绩敏感性取决于加息方式、资产负债结构、收入结构、盈利能力以及同业及债券市场利率提升幅度。根据我们的测算，在不同的情景假设下，息差综合弹性较高的银行包括华夏、农行及招行。其中，华夏银行盈利能力偏低，对同等幅度加息的敏感性强于同业；农行及招行拥有较多的活期存款，在活期存款利率不变的情况下相对受益。此外，如果考虑加息后银行议价能力的动态变化，专注于中小企业市场的银行（如民生银行）有望获得更高的息差弹性。

表 14: 上市银行加息敏感性

	一次不对称加息 存款+25bp 贷款+15bp			一次对称加息 存款+25bp 贷款+25bp			不对称加息 + 对称加息 存款+50bp 贷款+40bp		
	存贷业务	同业及证券业务	合计	存贷业务	同业及证券业务	合计	存贷业务	同业及证券业务	合计
工 行	-1.66%	1.88%	0.22%	0.89%	3.14%	4.03%	-0.77%	5.02%	4.25%
建 行	-1.09%	1.74%	0.65%	1.34%	2.90%	4.24%	0.25%	4.64%	4.89%
中 行	-1.06%	1.05%	-0.01%	2.44%	1.75%	4.20%	1.38%	2.81%	4.18%
农 行	-1.79%	2.77%	0.98%	1.51%	4.61%	6.12%	-0.27%	7.38%	7.11%
交 行	-0.84%	0.87%	0.03%	2.83%	1.45%	4.28%	1.99%	2.33%	4.32%
招 行	-0.23%	1.40%	1.17%	3.06%	2.34%	5.40%	2.83%	3.75%	6.57%
浦 发	-1.41%	1.33%	-0.07%	1.90%	2.22%	4.12%	0.49%	3.56%	4.05%
民 生	-1.48%	1.32%	-0.16%	2.15%	2.20%	4.35%	0.67%	3.52%	4.19%
兴 业	-0.62%	0.70%	0.08%	2.30%	1.17%	3.47%	1.68%	1.87%	3.54%
中 信	-1.41%	1.42%	0.01%	2.05%	2.37%	4.42%	0.64%	3.78%	4.43%
光 行	-1.63%	1.20%	-0.42%	1.90%	2.01%	3.91%	0.28%	3.21%	3.49%
深发展	-2.33%	1.47%	-0.85%	1.73%	2.46%	4.19%	-0.59%	3.93%	3.34%
华 夏	-1.49%	1.99%	0.49%	3.93%	3.31%	7.24%	2.44%	5.30%	7.73%
北 京	-1.29%	1.87%	0.58%	1.32%	3.12%	4.44%	0.03%	4.99%	5.02%
南 京	-1.00%	1.91%	0.91%	1.15%	3.18%	4.33%	0.15%	5.09%	5.24%
宁 波	-0.25%	0.71%	0.46%	2.19%	1.18%	3.37%	1.95%	1.89%	3.83%
合 计	-1.30%	1.67%	0.37%	1.70%	2.79%	4.49%	0.39%	4.46%	4.86%

资料来源: wind、光大证券研究所

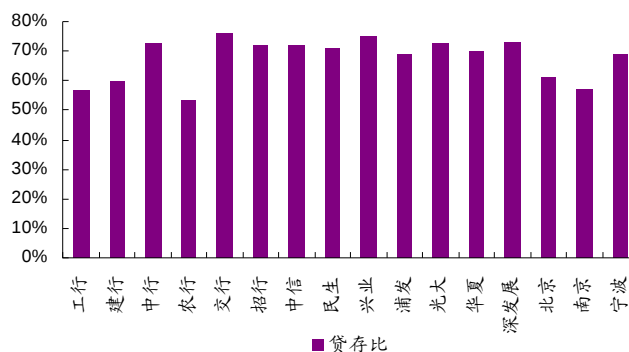
4.3.2 农行、工行、建行、招行存款基础优势明显

本轮再融资后，上市银行的资本瓶颈基本解除，未来行业信贷规模扩张主要受窗口指导和存款基础限制。存款基础薄弱的银行将更容易触及监管指标上限，从而受到更严厉的窗口指导；此外，这些银行亦将面临更大的揽存压力，息差上行空间将受到挤压。

我们从贷存比、存款占负债比重及储蓄存款占比等指标考察上市银行的存款基础。最新财务报表数据显示，农行、工行、南京银行贷存比低于 60%，未来释放空间较大。存款特别是储蓄存款是银行稳定、廉价的资金来源，上市银行中，农行、建行、工行、中信、招行存款占负债比重较高；而农行、工行、中行、建行及招行储蓄存款占比高于同业。综合来看，信贷增长潜力较大的银行包括农行、工行、建行和招行。

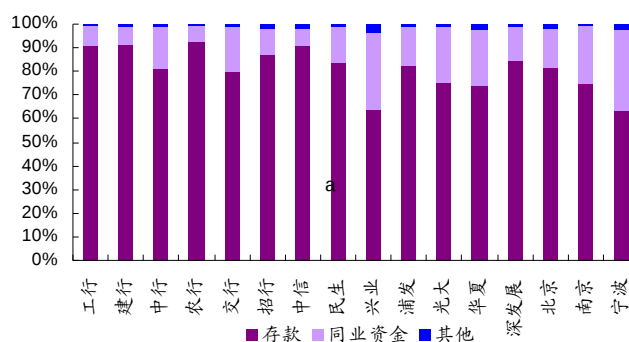
此外，在行业整体信贷增速下降的背景下，同业业务将成为规模增长的重要贡献因素。综合考虑上市银行业务发展情况和业务规模，我们认为 11 年兴业、招行、华夏及中信银行有望在同业业务方面实现更快的增长。

图 37: 农行、工行、南京贷存比空间释放较大



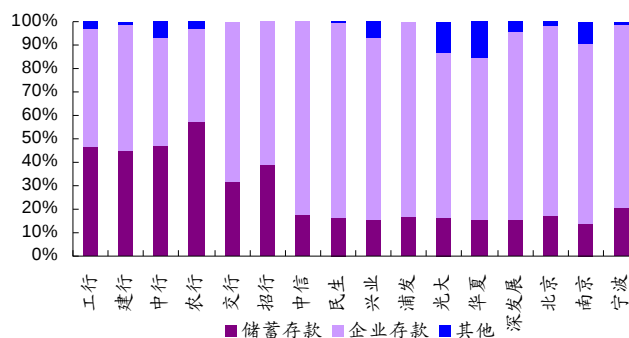
资料来源: wind、光大证券研究所

图 38: 农行、建行、工行、中信、招行存款占比较高



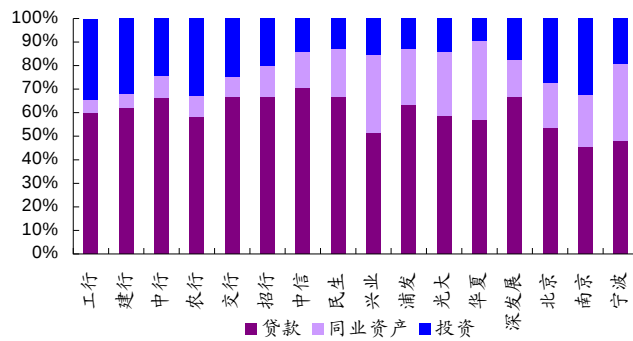
资料来源: wind、光大证券研究所

图 39: 农行、工行、中行、建行及招行储蓄存款占比高于同业



资料来源: wind、光大证券研究所

图 40: 兴业、招行、华夏及中信银行同业资产增速有望高于同业

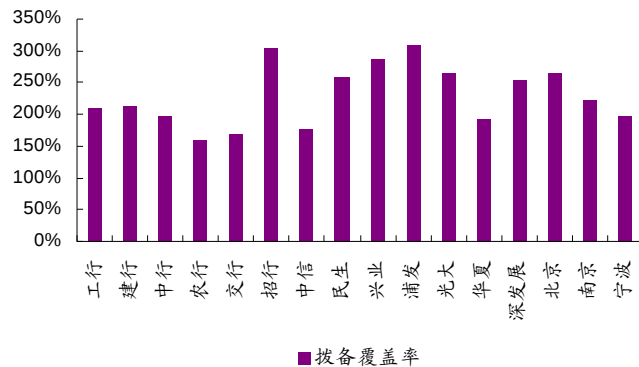


资料来源: wind、光大证券研究所

4.3.3 工行、建行、浦发、光大及招行拨备较为充裕

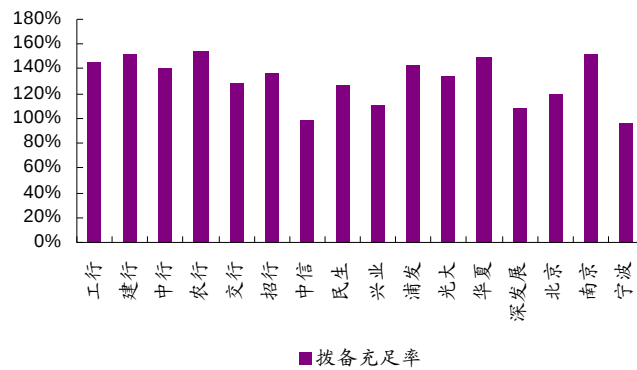
受行业调控和监管趋严影响，11 年银行信用成本将持续上升。因而，我们希望挑选拨备缓冲较高的投资标的。我们以上市银行拨备覆盖率、拨备充足率及拨贷比等指标衡量其拨备的充裕程度。根据最新财务报表数据，浦发、招行、兴业、北京及光大银行拨备覆盖率处于业内较高水平；农行、建行、南京、华夏、工行拨备充足率高于同业。在即将推出的逆周期监管体系中，拨贷比将加入现有监管指标。目前不良贷款率较高的农行和华夏已达到监管要求，建行、工行、光大则接近监管底线。而受拨贷比指标影响较大的主要是宁波、兴业、中信和深发展。综合来看，11 年拨备计提压力较小的银行包括工行、建行、浦发、光大及招行。

图 41: 浦发、招行、兴业、北京及光大银行拨备覆盖率处于业内较高水平



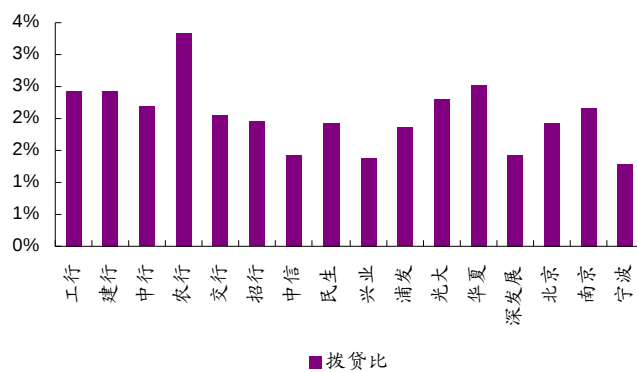
资料来源: wind、光大证券研究所

图 42: 农行、建行、南京、华夏、工行拨备充足率高于同业



资料来源: wind、光大证券研究所

图 43: 农行、华夏、建行、工行、光大拨贷比较高



资料来源: wind、光大证券研究所

4.3.4 推荐进攻型和防御型两组投资标的

基于上述选股思路,我们推荐进攻型和防御型两组投资标的。我们最看好优质股份制银行,首推浦发、招行、民生、华夏。其中,招行、民生在上市银行中具有鲜明的经营特色,长期来看有望通过差异化的发展战略在估值方面取得明显、稳定的溢价;而浦发通过与中国移动的战略合作极有可能在移动支付领域赢得先发优势,且两者在财务和经营方面的协同效应值得期待;华夏银行在 10 年业绩呈现出拐点特征,我们预计 11 年公司业绩仍有较大的改善空间。

从防御性角度出发,我们认为农行、工行和建行亦可适当配置。其中,农行受股改红利推动,在未来 3 年中成长性将显著高于可比同业;而工行、建行由于稳健的基本面和丰厚的股息回报也具备较强的配置价值。

五、风险分析

银行板块投资的风险主要来自:

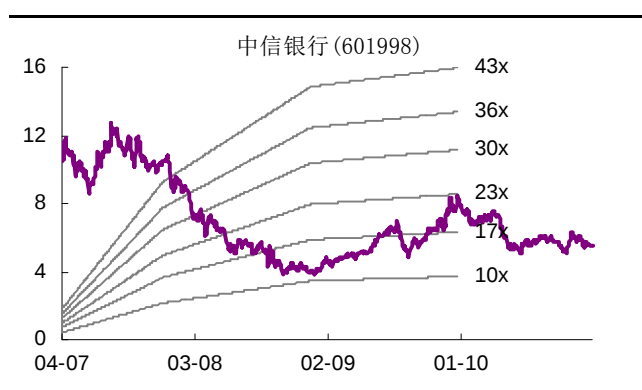
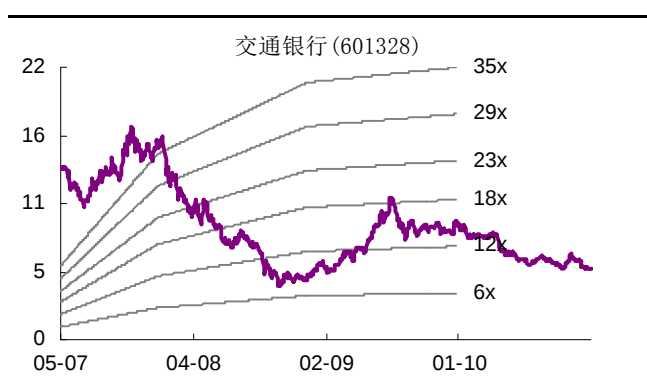
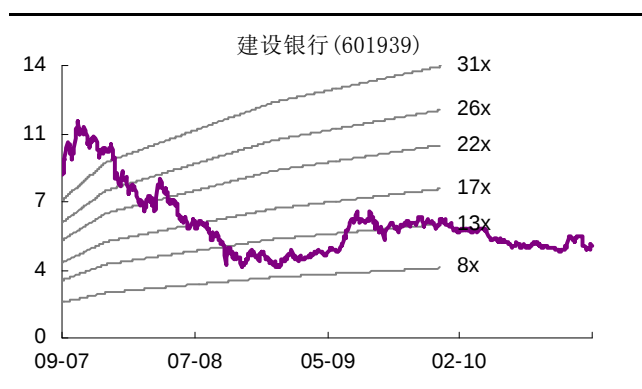
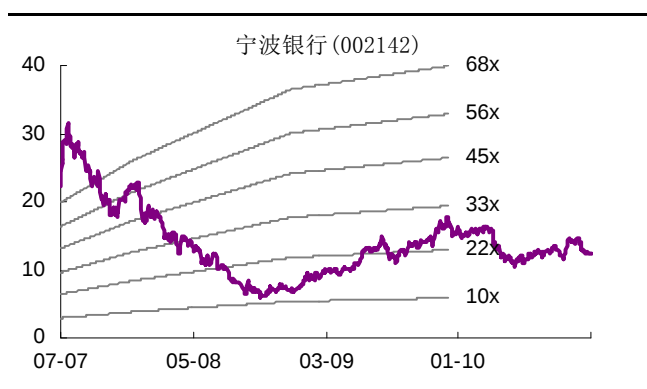
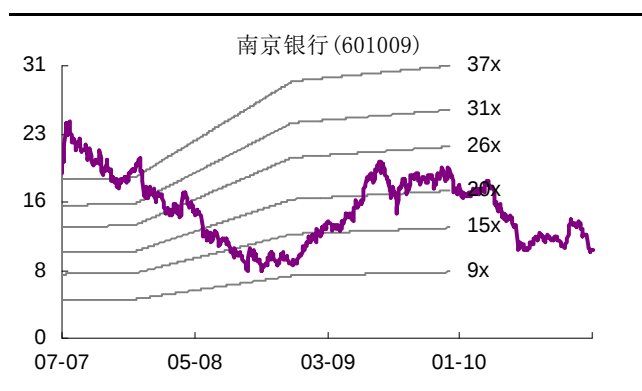
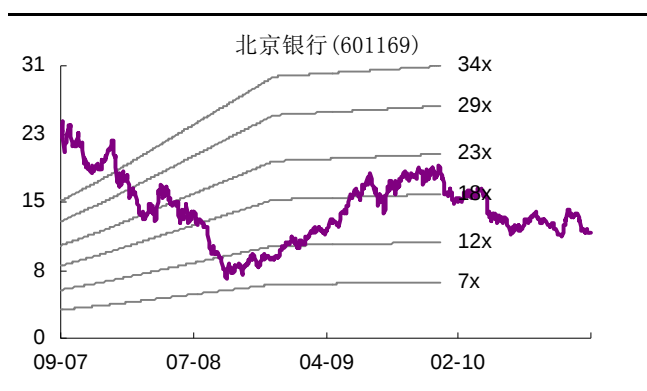
(1) 宏观经济出现波折,行业资产质量呈现系统性风险。宏观经济风险是投资银行股的首要风险,如果我们对宏观经济的判断出现偏差,经济增速显著下行,银行资产质量将出现恶化,银行业绩和估值将双双下行。

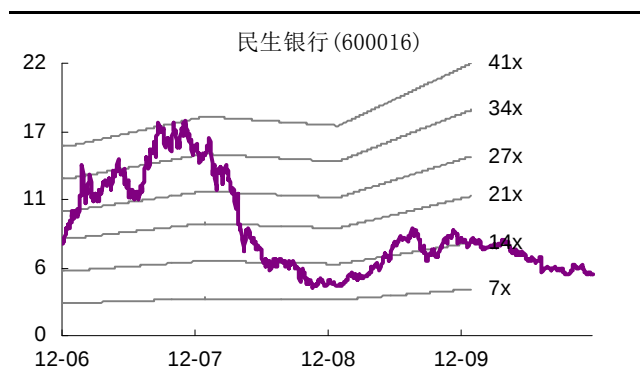
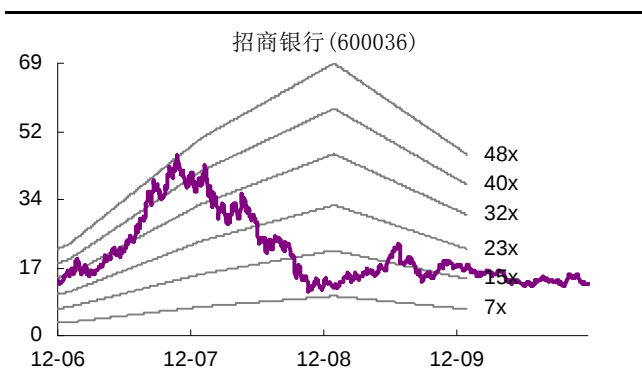
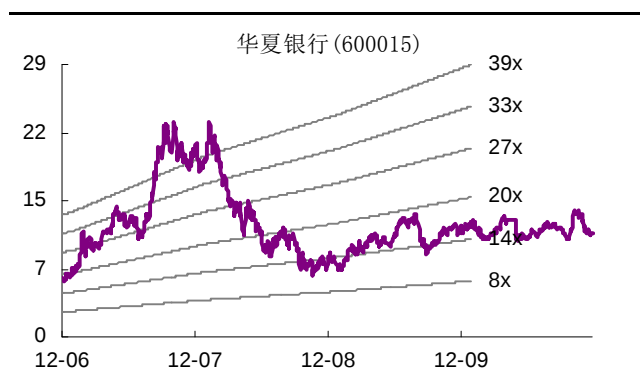
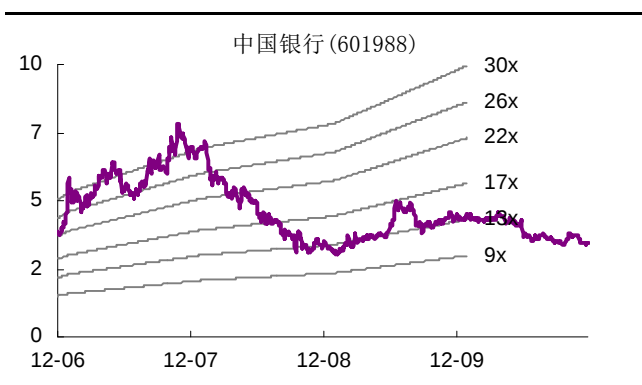
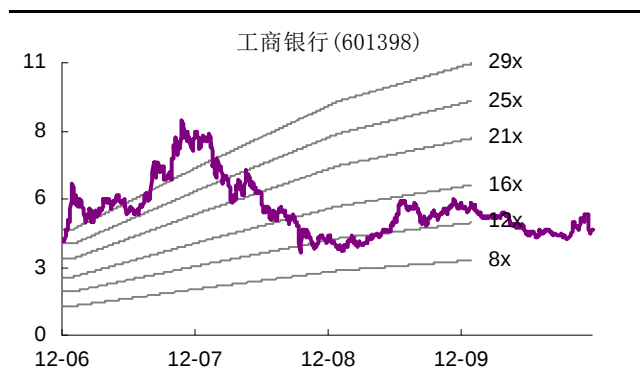
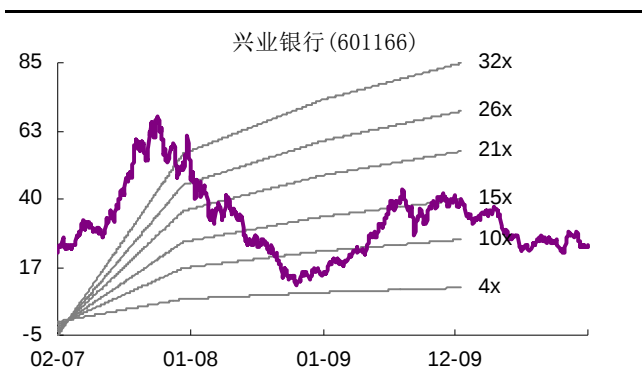
(2) 货币政策过度收紧,股市流动性大幅下滑。如果物价上行过快,通胀压力急剧升高(如季度 CPI 超过 5%),货币政策收紧幅度可能超出我

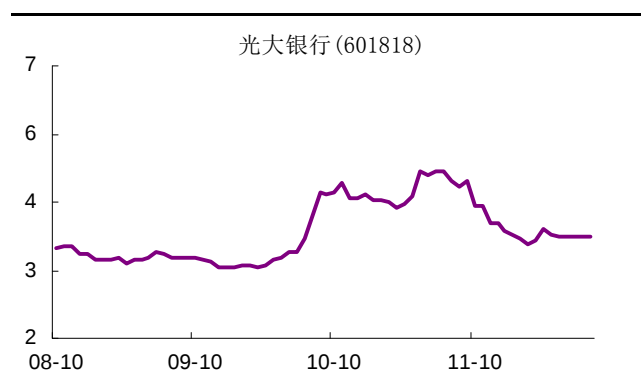
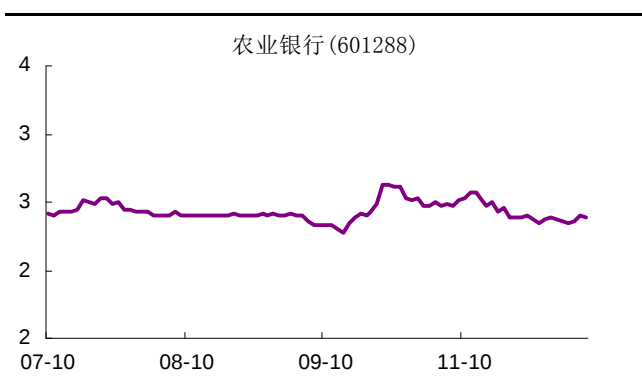
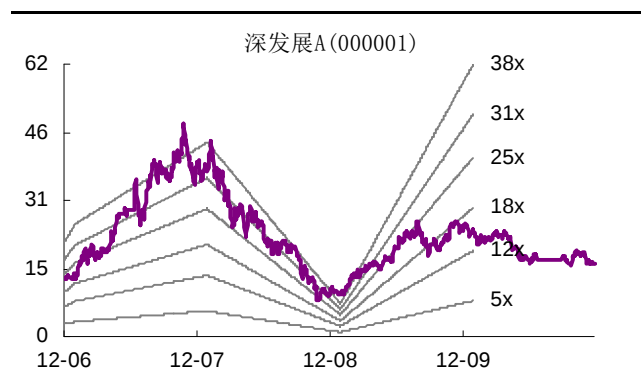
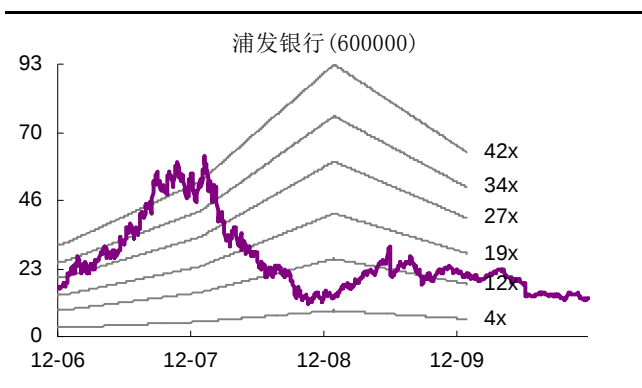
们的预期，造成市场及银行板块估值进一步下行。

(3) 行业利差大幅收窄。如果在加息周期中，存款利率提升幅度大幅高于贷款利率，或者利率市场化进程骤然加速，行业利差可能在短时间内发生不利的变化，从而影响业绩的稳健增长。

上市公司 PE Band 图







资料来源：光大证券研究所

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。

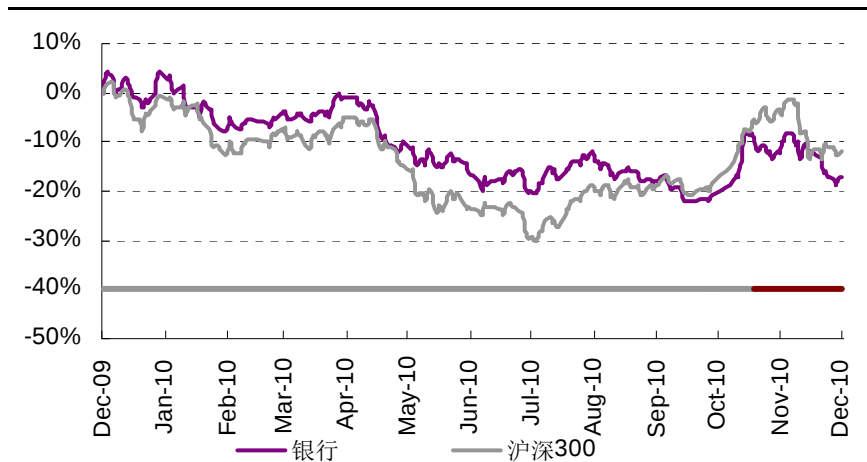
分析师声明

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

商业银行

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
2010-10-20	买入
2010-10-24	买入
2010-10-31	买入
2010-11-03	买入
2010-11-07	买入
2010-11-10	买入
2010-11-11	买入
2010-11-14	买入
2010-11-22	买入
2010-11-28	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。

特别声明

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。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

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	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

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相一致的投资决策。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。