

银行业

评级：看好（谨慎）

金融行业研究员：谢爱红
执业证书编：S0070209080037
010-88086830-709
xieah@rxzq.com.cn

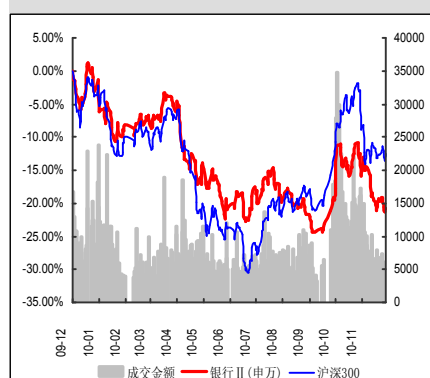
低估值稳增长 具备长线投资价值

---银行业 2011 年策略报告

报告要点

- 2011 年中国仍将保持 9% 以上的 GDP 增速，CPI 的容忍度将提升至 4%，中国经济将处于高增长温和通胀状态。企业盈利能力以及个人收入水平增长仍将持续，银行信贷质量基本无忧。
- 从资金供需状况看，2011 年全流动性扩容加速，整个 A 股市场的资金面仍然偏紧。对于整个大盘蓝筹股而言，仍缺乏趋势性机会，未来很可能仍属于阶段性估值修复机会。在市场流动性趋紧的大环境下，成长性好的城商行和股份制银行表现将优于大型国有银行。
- 由于存在非对称加息的可能性较大，2011 年净息差将基本持稳，银行业盈利增速略有下滑。从息差角度来看，2011 年由于存款准备金率可能上调至 20% 左右，且存在长期存、贷款非对称加息的可能。我们预计息差会维持较 2010 年维持平稳。从量与价的两个角度推算，2011 年整个银行业的盈利增长幅度在 20% 左右，增速较 2010 年下降 8 个百分点左右。
- 生息资产增量基础为 2011 年银行业业绩增长打下基础。从生息资产的增量规模看，2011 年整个新增贷款增速应该在 14%-15%，预计增量在 7 万亿元左右。考虑到 2009 年和 2010 年新增贷款规模分别为 9.59 万亿元和 7.5 万亿元，生息资产的规模为整个 2011 年银行业盈利增长打下基础。
- 从驱动因素来看，未来人民币升值将是银行板块短期上涨的催化剂，长期来看业绩平稳增长是长线投资价值增加的驱动力。一方面，热钱的涌入有利于抬升大盘蓝筹股的估值中枢，另一方面，人民币汇率弹性将进

银行业指数与上证综指走势图



近期相关报告一览：

《小幅加息 影响温和》-央行加息 25 个基点点评 2010.10.21

《货币环境依然宽松，境外热钱正加速流入境内》-2010 年三季度金融统计报告点评

《估值修复与长线投资价值分析》-四季度银行板块策略 9.27

《信贷略超预期，货币政策将保持不变》-8 月份信贷数据点评 9.13

一步增强，对于资本密集型的中资银行构成短期利好。而业绩的持续平稳增长，将使得整个银行板块的估值更具吸引力。

■ 从估值角度来看，经过近一年来的调整，整个银行板块估值已经处于历史最低位，存在估值修复的短线机会，从分红水平来看，中资银行股具有长线投资价值。目前银行业整体估值水平为 1.76XPB, 8.62XPE, 均处于历史最低水准。而沪深 300 当前的估值水平为 2.41XPB, 14.25XPE, 银行板块分别折让 27%和 39.5%, 估值优势明显。与整个 A 股市场相比，银行板块的估值优势将更为明显，伴随着创业板以及中小板估值水平日益高企，风险逐渐积聚，不排除 2011 年风格将阶段性转变到银行类大盘蓝筹股上面的可能。

■ 结合成长性、盈利增长能力以及风险分析，在国有银行中推荐：交通银行，在股份制银行中推荐：招商银行，在城商行中推荐：北京银行、南京银行、宁波银行。

■ 风险警示：如果房地产调控效果不理想以及 CPI 持续高于 4%，甚至超过 5%，那么货币政策有望进一步紧缩，对于权重蓝筹股乃至整个 A 股市场而言，将很难走出持续单边上涨行情，区间宽幅震荡的可能性将加大。对于银行板块而言，更多的是高抛低吸的阶段性机会，节奏把握会比较难，操作难度也会加大。

目录

一、经济面：高增长温和通胀，银行资产质量基本无忧	4
1.1、2011 年固定资产投资对 GDP 的拉动约 6.5 个百分点	4
1.2、2011 年消费对 GDP 的拉动约 5.5 个百分点	4
1.3、2011 年贸易对 GDP 的贡献约-2.5%	5
二、货币政策：预计加息 2-3 次，长期存贷款非对称加息可能性较大	6
三、资金面：流动性仍不乐观，银行类大盘蓝筹仍缺乏趋势性机会	9
四、利润驱动因素分析	9
4.1 生息资产的存量基础，为银行的盈利持续增长打下基础	10
4.2 息差将维持平稳	11
4.3 资产质量基本无忧	12
五、估值修复带来波段性投资机遇，业绩持续增长成就长线投资价值	14
六、盈利增长预测与投资标的选择	15
图表 1：固定资产投资对 GDP 的贡献 (%)	4
图表 2：城镇固定资产投资完成额 (累计同%)	4
图表 3：社会消费品零售总额 (当月同比%)	5
图表 4：最终消费对 GDP 的贡献 (%)	5
图表 5：贸易顺差 (左：亿美元)，同比增速 (右：%)	5
图表 6：商品与劳务净出口对 GDP 的贡献 (%)	5
图表 7：2010 年 10 月 20 日央行加息各档期存、贷款利率	6
图表 8：CPI 与 PPI 同比增速 (%)	7
图表 9：一年定期存款与 CPI 差值 (单位：%)	7
图表 10：截止 2010 年 11 月 29 日 16 家上市银行存款准备金率情况	7
图表 11：16 家上市银行在 11 月 29 日后超额存款准备金率情况	8
图表 12：2010 年 A 股市场融资规模统计 (单位：亿元)	9
图表 13：限售股解禁情况统计 (2010-2011)	9
图表 14：2010 年银行业绩驱动分解	10
图表 15：贷款余额以及增速 (亿元，%)	11
图表 16：月度新增贷款以及同比增速 (亿元，%)	11
图表 17：上市银行信贷增速 (年度同比%)	11
图表 18：上市银行息差变动情况 (期末累计平均)	12
图表 19：规模工业增加值 (当月同比%)	13
图表 20：工业企业利润总额 (当季同比%)	13
图表 21：大型银行不良余额 (百万元)	13
图表 22：股份制与城商行不良余额 (百万元)	13
图表 23：上市银行不良率 (%)	13
图表 24：上市银行拨备覆盖率 (%)	14
图表 25：市盈率与市净率 (2010 年 12 月 7 日)	14
图表 26：银行业市盈率与市净率 (申万 II 分类)	14
图表 27：申万 II 银行业与沪深 300 估值比较 (市净率，三季报，剔除负值)	15
图表 28：申万 II 银行业与沪深 300 估值比较 (市盈率，TTM，剔除负值)	15

图表 29: 盈利预测以及投资评级..... 16

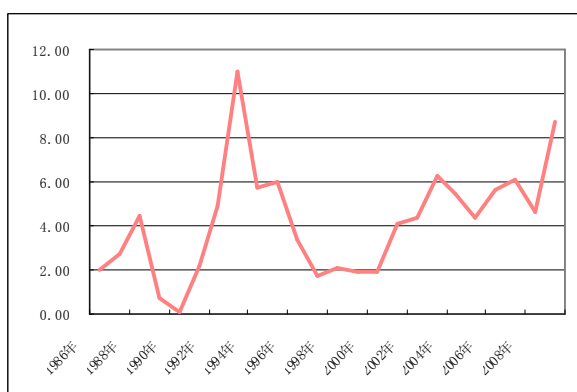
一、经济面：高增长温和通胀，银行资产质量基本无忧

2011 年作为“十二五”计划的第一年，经济面临进一步转型，增速会有所下滑，传统行业将面临政策以及市场面的双重挤压，货币政策快速紧缩并不现实。由于 2009 年启动的 4 万亿投资项目需要进一步资金支持，以及经济处于转型的关键时期，我们预计 2011 年信贷投放增速将趋于正常，新增信贷增幅在 14%-15%，总量在 7 万亿元左右。监管层对 CPI 的容忍程度也会上升至 4% 以上。我们预计 2011 年投资对 GDP 的拉动为 6.5 个百分点左右，消费对 GDP 的拉动约 5.5 个百分点左右，出口对 GDP 的拉动约 -2.5 个百分点左右，那么 2011 年中国的 GDP 增速将在 9%-9.5%。在经济总体稳健向上的情况下，银行的信贷质量基本无忧。

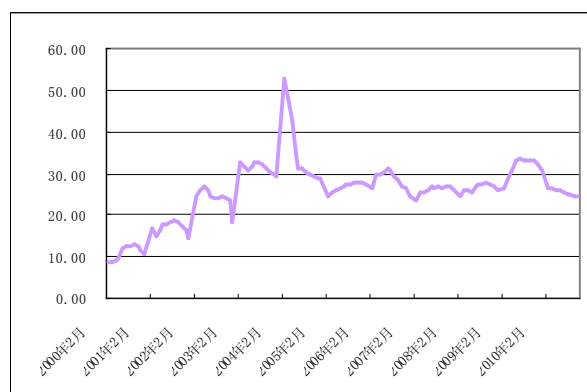
1.1、2011 年固定资产投资对 GDP 的拉动约 6.5 个百分点

随着 4 万亿经济刺激方案的出台，2009 年固定资产投资对 GDP 的拉动大幅上升至 8.7 个百分点，而在 2008 年该项指标对 GDP 的拉动为 4.6 个百分点。2011 年随着 4 万亿投资的持续跟进，我们预计 2011 年固定资产投资增速为 22%-26%，对 GDP 的贡献为 6.5 个百分点左右。

图表 1: 固定资产投资对 GDP 的贡献 (%) 图表 2: 城镇固定资产投资完成额 (累计同比 %)



数据来源: wind 日信研究



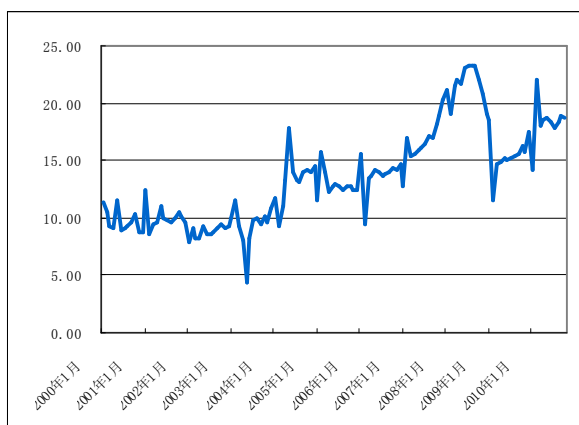
数据来源: wind 日信研究

1.2、2011 年消费对 GDP 的拉动约 5.5 个百分点

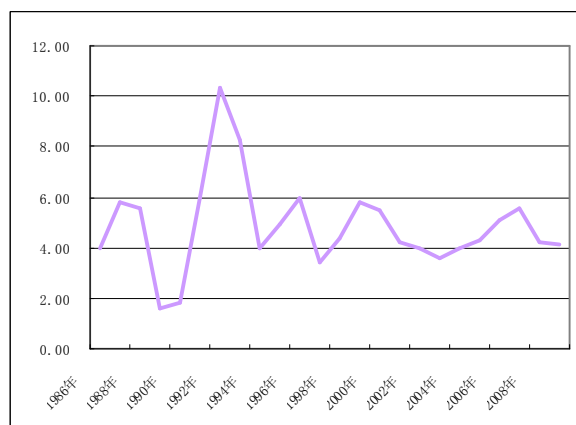
随着城镇化的进一步推进，以及消费升级和人们生活水平的提升，2011 年消费对经济增长的贡献程度有望较 2010 年略高。2009 年全社会消费品零售总额同比平均增幅为 15.45%，对 GDP 的贡献是 4.1%，

2010 年前 10 月份社会消费品零售总额平均增速为 18.34%，我们预计对 GDP 的贡献约 6%。根据我们对 2011 年社会消费品零售总额同比增幅约 18.7% 左右推算，那么最终消费对 GDP 的贡献约在 5.5%-6%。

图表 3: 社会消费品零售总额 (当月同比%) 图表 4: 最终消费对 GDP 的贡献 (%)



数据来源: wind 日信研究

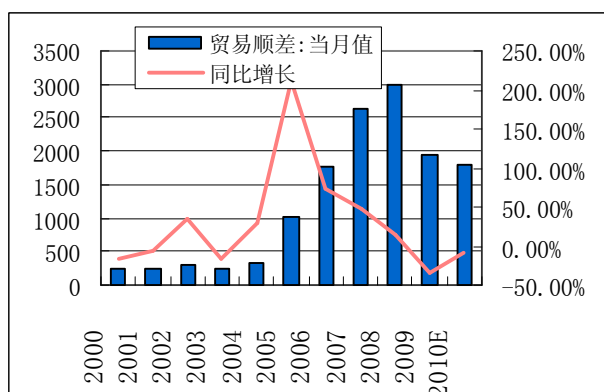


数据来源: wind 日信研究

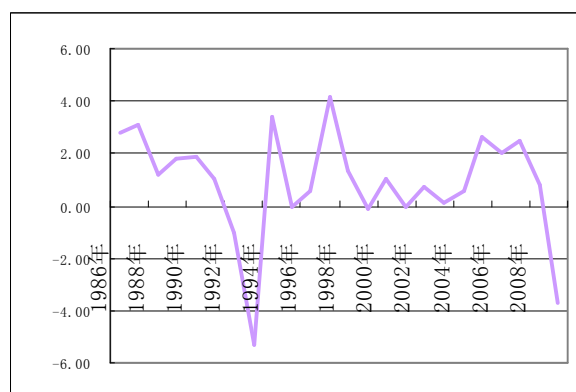
1.3、2011 年贸易对 GDP 的贡献约-2.5%

2011 年贸易顺差将伴随着人民币升值而进一步收窄，初步预估在 1200-1400 亿美元之间。货物与服务净出口对 GDP 的贡献也将在-2.5% 左右。事实上，2010 年人民币汇率基本保持了较为平稳的走势，全年净出口将在 1800 亿美元左右，对 GDP 的贡献约-1.5%。而 2011 人民币升值幅度很可能超过 2%，也将进一步刺激进口挤压出口，贸易顺差有望收窄至 1200-1400 亿美元。

图表 5: 贸易顺差 (左: 亿美元), 同比增速 (右: %) 图表 6: 商品与劳务净出口对 GDP 的贡献 (%)



数据来源: wind 日信研究



数据来源: wind 日信研究

事实上，如果经济增速能保持在 9% 以上，说明经济仍保持了持续快速增长的态势。企业的盈利能力仍较强劲，政府以及个人还款能力仍会比较强。如果 2011 年货币政策回归稳健，整个银行体系的贷

款质量基本不会出现坏账率上升的现象，资产质量将保持稳健，不良率将基本与 2010 年持平。

二、货币政策：预计加息 2-3 次，长期存贷款非对称加息可能性较大

中央经济工作会议召开在即，2011 年政策基调将由“保增长”转向“稳增长”，货币政策也将由“适度宽松”转向“稳健”。我们初步预估，2011 年信贷增幅在 14%-15%，信贷增量约 7 万亿元左右。我们判断 2011 年货币政策调控将趋于平滑。从数量工具来看，法定存款准备金率仍 1.5%-2% 的上调空间（预计 3 次-4 次），新冻结流动性在 1.15-1.5 万亿元左右。从价格工具来看，未来一年央行很可能上调利率 2-3 次，每次 25 个基点的可能性较大，考虑到企业资金成本以及居民购房长期贷款的承受能力，长期存款利率上浮幅度可能会大于长期贷款利率上浮幅度，短期存贷款仍可能是对称调整。

考虑到避免热钱短期套息，短期存款调升幅度不大，为回收流动性，保障居民长期存款保值，长期存款利率将调升至完全覆盖 CPI。此外，长期贷款方面，由于考虑到加息给居民长期购房贷款带来的压力，以及给企业带来的负债成本压力，我们预计未来长期贷款利率的调升幅度与 10 月 20 日调升基本一致，每次 20 个 BP。

我们初步估计 2011 年的 2-3 次加息幅度以及各档期存贷款利率的调升幅度，将与 2010 年 10 月 20 日次的加息比较相似。即：活期存款利率保持不变，1 年内存、贷款基本对称调整利率，长期贷款利率调整每次约 20 个 BP，长期存款利率调升每次约 30-50 个 BP。利率调整后，长期存款（2 年及以上）利率将超过 4%（CPI 的容忍度）。这一结果基本可以保证长期存款资产的基本保值，有利于引导长期储蓄的增加，从而缓释市场流动性。

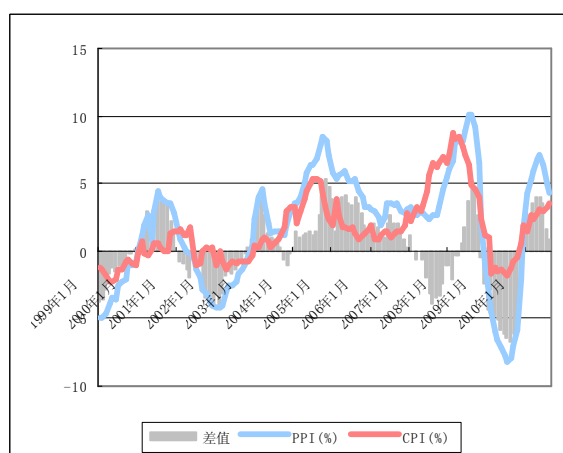
图表 7：2010 年 10 月 20 日央行加息各档期存、贷款利率

	调整前利率 (%)	调整后利率 (%)	调升幅度 (%)
一、城乡居民和单位存款			
(一) 活期存款	0.36	0.36	0
(二) 整存整取定期存款			0
三个月	1.71	1.91	0.2
半年	1.98	2.2	0.22
一年	2.25	2.5	0.25
二年	2.79	3.25	0.46
三年	3.33	3.85	0.52
五年	3.6	4.2	0.6

二、各项贷款			0
六个月	4.86	5.1	0.24
一年	5.31	5.56	0.25
一至三年	5.4	5.6	0.2
三至五年	5.76	5.96	0.2
五年以上	5.94	6.14	0.2

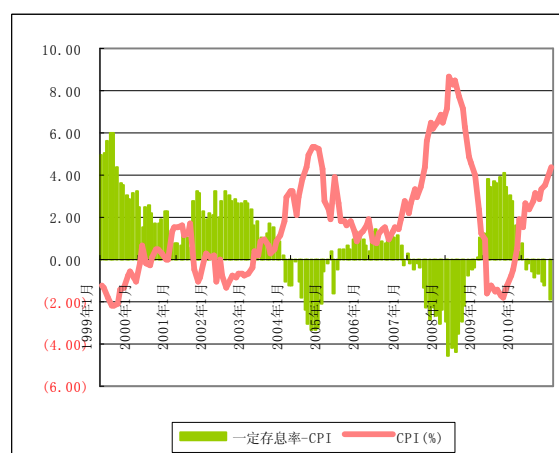
数据来源: wind 日信研究

图表 8: CPI 与 PPI 同比增速 (%)



数据来源: wind 日信研究

图表 9: 一年定期存款与 CPI 差值 (单位: %)



数据来源: wind 日信研究

从管理通胀预期,回收热钱流入带来的流动性压力方面,央行在未来一年仍可能持续调升存款准备金率3-4次,幅度在1.5%-2%。经过2010年连续调升5次,以及2011年的持续调升,整个银行系统将多上缴央行约3万亿法定准备金。截止2010年11月末,四大行存款超额存款准备金率已经低于1%。为了应对央行进一步调升存款准备金率,商业银行不得不继续增加超额存款准备金的计提。

事实上,我们知道法定存款准备的利率为1.62%,而超额存款准备金的利率仅为0.72%,收益率远低于贷款以及同业业务收益率。从这一的角度看,2011年随着法定存款准备金率的持续上调,将影响部分银行息差水平的回升,从而影响盈利增长。

图表 10: 截止 2010 年 11 月 29 日 16 家上市银行存款准备金率情况

	法定准备金	差别准备金率	差别准备金期限
工行	18.00%	0.50%	2010 年 12 月 16 号
建行	18.00%	0.50%	2010 年 12 月 16 号
中行	18.00%	0.50%	2010 年 12 月 16 号
农行	18.00%	0.50%	2010 年 12 月 16 号

交行	18.00%	0.50%	
招商	16.50%	0.50%	2010年12月16号
中信	16.00%		
民生	16.00%	0.50%	2010年12月16号
兴业	16.00%		
浦发	16.00%		
光大	16.00%		
华夏	16.00%		
深发展	16.00%		
北京	16.00%		
南京	16.00%		
宁波	16.00%		

数据来源: wind 日信研究

图表 11: 16 家上市银行在 11 月 29 日后超额存款准备金率情况

	本次上调后的超储率	差别准备金率	差别准备金期限
工行	0.1400%	0.50%	2010年12月16号
建行	0.7200%	0.50%	2010年12月16号
中行	0.4300%	0.50%	2010年12月16号
农行	0.4800%	0.50%	2010年12月16号
交行	1.5900%	0.50%	
招行	0.1400%	0.50%	2010年12月16号
中信	2.9400%		
民生	4.2400%	0.50%	2010年12月16号
兴业	4.2000%		
浦发	3.4500%		
光大	3.2800%	0.50%	
华夏	2.2900%		
深发展	0.6500%		
北京	0.5500%		
南京	0.7200%		
宁波	2.8200%		

数据来源: 公司公告 日信研究

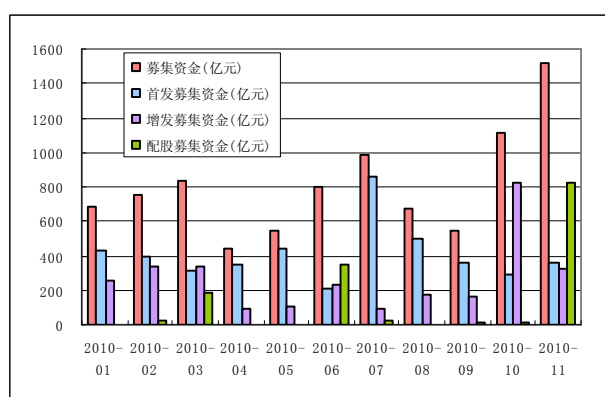
总体来看, 长期存贷款的非对称加息以及法定存款准备金率的持续调升, 都将影响银行业息差水平的持续回升。乐观估计, 2011 年 16 家上市银行息差回升水平在 2-3 个 BP 左右, 正常测算息差水平将基本持平于 2010 年。

三、资金面：流动性仍不乐观，银行类大盘蓝筹仍缺乏趋势性机会

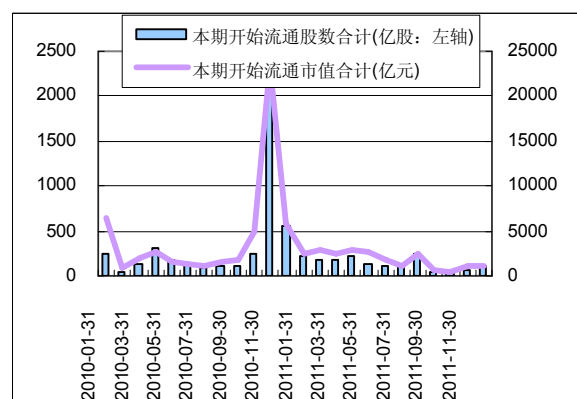
从股市扩容方面来看，2011 年 A 股市场至少吸纳流动性 1 万亿元，已经超过市场扩容的压力底线 6000 亿元-7000 亿元，流动性仍属于弱平衡。从整个 A 股市场的扩容速度来看，2011 年与 2010 年扩容速度将非常接近。由于 2011 年新增信贷规模较 2010 年要减少 5000-10000 亿元，而且央行在 2011 年将动用数量（上调法定准备金率）和价格（加息）手段持续回收流动性，对冲热钱涌入带来的通胀压力。所以，2011 年整个 A 股市场的流动性状况与 2010 年将非常相近，并不乐观。

根据 2010 年 A 股市场的扩容情况，我们初步测算：2011 年首发融资和再融资总规模在 8700-9200 亿元，基本持平于 2010 年。事实上，根据 2010 年以来新股发行节奏来推算，我们预计 2011 年 IPO 规模应该在 5200 亿元左右。由于 2010 年银行板块集中融资基本完成，2011 年整个 A 股市场的再融资规模将略少于 2010 年，约在 3500 亿元-4000 亿元。

图表 12: 2010 年 A 股市场融资规模统计（单位：亿元） 图表 13: 限售股解禁情况统计（2010-2011）



数据来源: wind 日信研究



数据来源: wind 日信研究

从限售流通股的解禁减持的情况来看，2010 年共计解禁限售股 4273 亿股，折合市值约 5.36 万亿元，减持 68.36 亿股，减持市值 726.88 亿元，减持比例约 1.36%。2011 年约有 1671 亿股限售股解禁，市值约 2.22 万亿，如果按照 1.36%的减持比例，那么减持吸纳流动性约 302 亿元。

由于 A 股市场流动性在 2011 年仍处于弱平衡状态，银行板块仍缺乏趋势性持续上涨机会，但随着盈利的持续增长，估值中枢也将上移。

四、利润驱动因素分析

从盈利驱动的角度看，对于上市 5 家大型银行和 8 家城商行而言，规模扩张对于 2010 年利润的贡献度平均超过了 50%，而对于城商行而言规模扩张对净利润的贡献平均超过了 80%。此外，2010 年

对于国有银行和股份制银行而言，净息差与手续费收入对利润的贡献合计超过了 35%，而息差扩张对于城商行利润贡献却为-10%，手续费仅为利润贡献了 5%多一点。可见，大型国有银行以及股份制银行利润驱动因素较为均衡，城商行的利润增长对于规模扩张的依赖程度非常高。

图表 14: 2010 年银行业绩驱动分解

	规模扩张	净息差扩张	手续费收入	成本收入比	拨备计提	其他	税率	合计
工行	16.72%	2.42%	5.88%	4.86%	0.86%	-2.76%	-1.76%	26.24%
建行	14.65%	-1.24%	6.45%	2.83%	6.46%	-1.54%	-0.45%	27.18%
中行	15.07%	-0.09%	4.15%	3.22%	3.84%	-0.35%	0.75%	26.59%
农行	15.51%	13.49%	5.27%	4.98%	0.51%	-3.02%	-21.93%	34.81%
交行	15.33%	9.95%	3.72%	0.98%	-2.04%	0.44%	-0.93%	27.45%
国有银行平均	15.46%	4.91%	5.09%	3.37%	5.93%	-1.44%	-4.86%	28.45%
招行	18.26%	12.80%	5.18%	17.24%	7.47%	-1.73%	-4.12%	55.10%
中信	34.81%	1.03%	3.77%	-2.06%	-8.88%	-3.19%	-0.01%	25.46%
民生	20.04%	12.84%	9.31%	1.60%	4.91%	-22.09%	0.69%	27.30%
兴业	31.73%	4.29%	6.69%	7.44%	-12.06%	3.71%	-1.44%	40.35%
浦发	21.32%	11.66%	4.83%	-2.04%	3.79%	0.88%	1.99%	42.42%
华夏	16.58%	25.28%	2.50%	3.62%	22.88%	1.31%	-3.68%	68.47%
深发展	18.44%	-1.66%	3.29%	-2.27%	17.48%	-4.15%	-2.21%	28.94%
股份制平均	23.02%	9.46%	5.08%	3.36%	5.08%	-3.61%	-1.25%	41.15%
北京	29.05%	-1.61%	3.00%	-5.95%	4.81%	4.66%	0.00%	33.95%
南京	36.94%	2.92%	4.52%	-3.79%	1.81%	10.19%	-5.02%	47.56%
宁波	54.36%	-16.65%	1.36%	7.53%	21.01%	15.51%	-15.93%	67.20%
城商行平均	40.12%	-5.11%	2.96%	-0.74%	9.21%	10.12%	-6.98%	49.57%

数据来源：公司公告 日信研究

注：上表为根据 2010 年前 3 季度数据预估

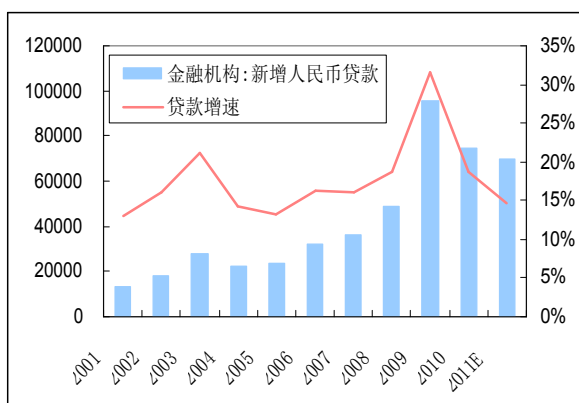
根据我们对 2011 年新增信贷规模的统计以及对于息差水平基本持平于 2010 年的判断，初步估计 2011 年银行业的平均利润增幅为 20%-22%，其中大型国有银行利润同比增长约在 15%-18%，股份制银行在 20%-25%，城商行 25%-40%。

4.1 生息资产的存量基础，为银行的盈利持续增长打下基础

从银行业盈利的驱动因素来看，2011 年的亮点仍然是生息资产增量基础较大，为未来盈利持续增长打下基础。从存量基础来看，2009 年新增信贷量为从生息资产的增量规模看，2011 年整个新增贷款增速应该在 14%-15%，预计增量在 6.5-7 万亿元。考虑到 2009 年和 2010 年新增贷款规模分别为 9.59 万

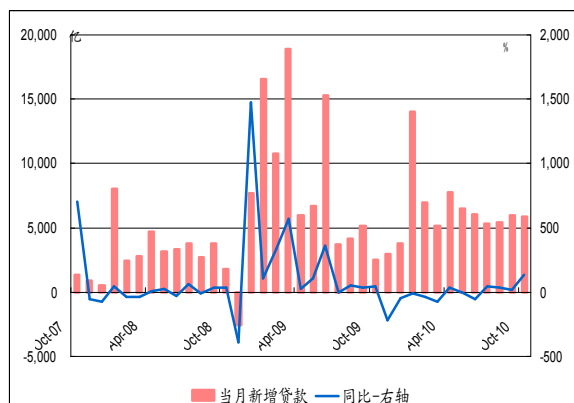
亿元和 7.5 万亿元，生息资产的规模为整个 2011 年银行业盈利增长打下基础。

图表 15: 贷款余额以及增速 (亿元, %)



数据来源: 人民银行 日信研究

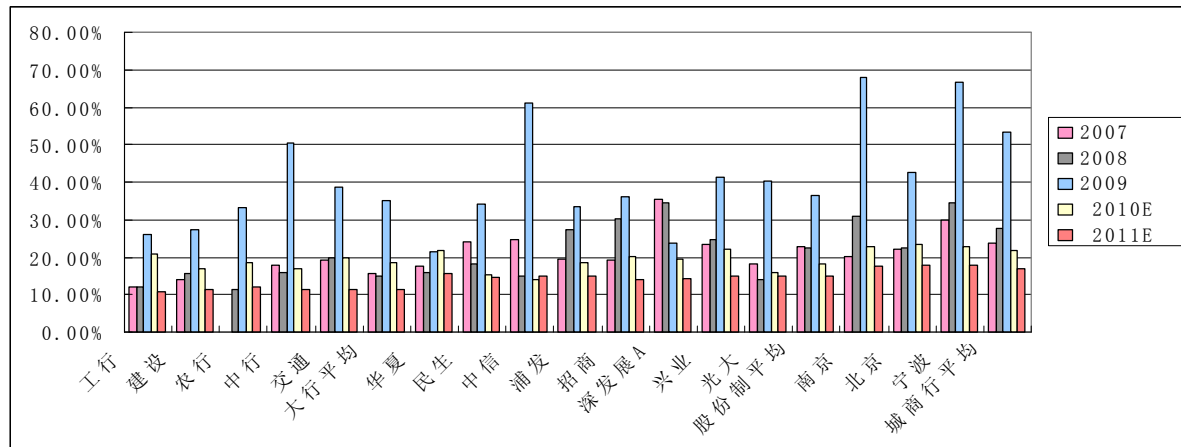
图表 16: 月度新增贷款以及同比增速 (亿元, %)



数据来源: 人民银行 日信研究

按照对 2011 年贷款增量的预测，我们初步估计 2011 年五大行新增贷款增速约 10.6%，股份制银行约 14%，城商行约 17%。

图表 17: 上市银行信贷增速 (年度同比%)



数据来源: 公司公告 日信研究

4.2 息差将维持平稳

2011 年银行业净息差将基本持平于 2011 年，主要原因有三点：首先，在加息大背景下，储蓄存款进一步活化的势头将会发生改变，银行的付息负债成本加大；其次，非对称加息的情况下，对于现有息差水平构成一定挤压；第三，法定准备金率已经接近历史高位，且后续仍可能进一步调升，进一步压缩了高息资产的比例。不过，随着贷款投放量的减少，银行的议价能力将得到提升，而加息也会带来存量贷

款的重新定价，在一定程度上提升银行的生息资产收益率。在多重因素的共同作用下，我们预计2011年整个银行业的净息差回升幅度将非常有限，我们更倾向于认为息差水平将基本持平于2010年。

图表 18：上市银行息差变动情况（期末累计平均）

	3Q2009	2009A	1Q2010	1H2010	3Q2010
工行	2.26%	2.33%	2.29%	2.39%	2.39%
农行	—	2.27%	2.41%	2.46%	2.49%
建行	2.50%	2.51%	2.35%	2.41%	2.44%
中行	2.10%	2.11%	2.00%	2.07%	2.07%
交行	2.14%	2.27%	2.27%	2.32%	2.35%
招行	2.20%	2.26%	2.39%	2.46%	2.50%
中信	2.50%	2.46%	2.45%	2.43%	2.52%
民生	2.51%	2.66%	2.91%	2.85%	2.84%
兴业	2.28%	2.34%	2.41%	2.33%	2.35%
浦发	2.24%	2.32%	2.40%	2.42%	2.43%
华夏	1.96%	2.02%	2.35%	2.39%	2.37%
深发展	2.52%	2.49%	2.44%	2.50%	2.47%
北京	2.33%	2.33%	2.37%	2.30%	2.29%
南京	2.57%	2.67%	2.53%	2.51%	2.60%
宁波	2.84%	2.78%	2.72%	2.60%	2.52%

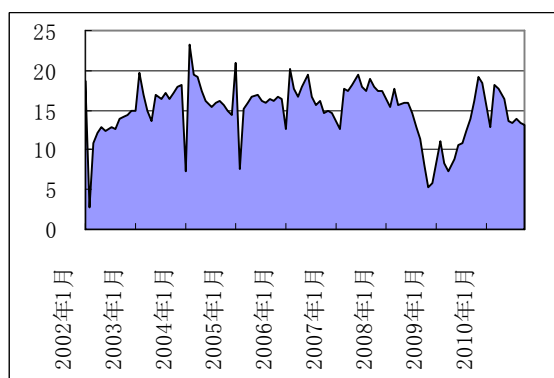
数据来源：公司公告 日信研究

4.3 资产质量基本无忧

在预计 2011 年中国 GDP 增速仍持续在 9%-9.5%增长率的情况下，中国工业企业的盈利能力以及政府相关企业的还款能力都将保持在与 2010 年一贯的水平之上，整个银行系统大面积出现坏账的可能性非常小。事实上，根据目前规模以上工业企业的经营情况来看，整个 2010 年工业企业的生产以及经营已经基本上恢复到了经济危机之前的水准，在经济持续高速增长的 2011 年，这一状况也不会发生根本性改变。

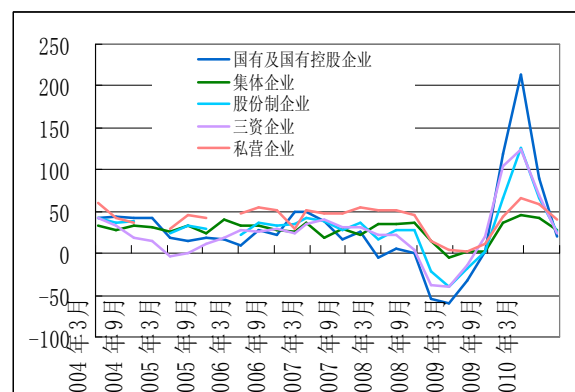
从上市银行 2010 年三季报的情况来看，整个银行业的不良率和不良资产均实现了双降，我们预计随着产业结构的调整，对于不符合产业规划的行业较容易出现不良增加的情况，但对于整个银行业而言影响不大。我们预计 2011 年整个银行系统不良率与不良资产总额有望保持平稳，不会出现大的波动。

图表 19: 规模工业增加值 (当月同比%)



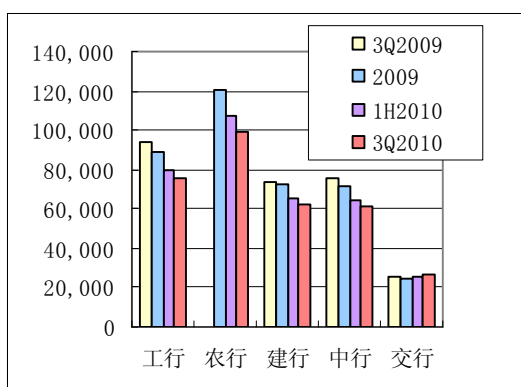
数据来源: 公司公告 日信研究

图表 20: 工业企业利润总额 (当季同比%)



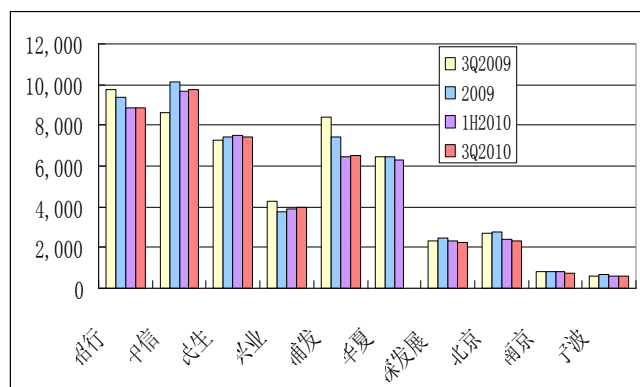
数据来源: 公司公告 日信研究

图表 21: 大型银行不良余额 (百万元)



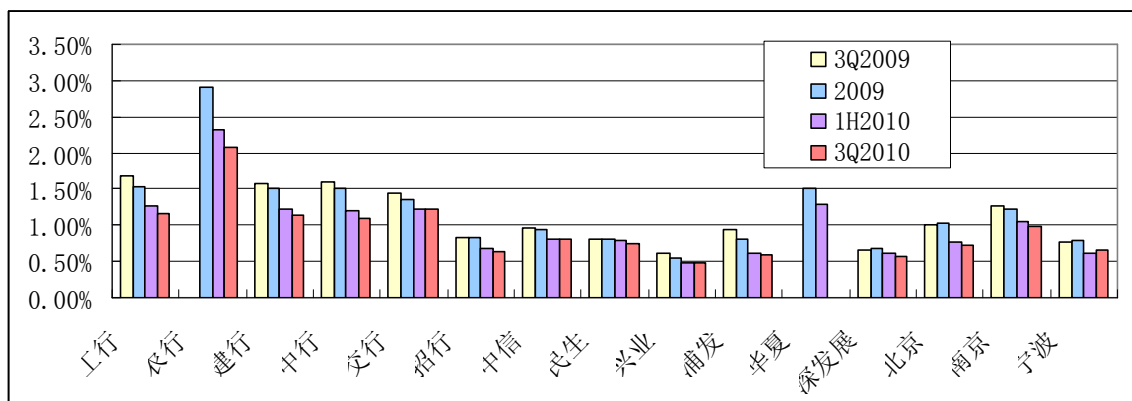
数据来源: 公司公告 日信研究

图表 22: 股份制与城商行不良余额 (百万元)



数据来源: 公司公告 日信研究

图表 23: 上市银行不良率 (%)



数据来源: 公司公告 日信研究

图表 24: 上市银行拨备覆盖率 (%)

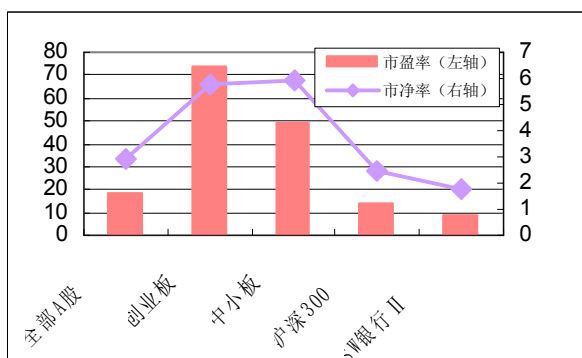
3Q2010	不良率	拨备覆盖率	拨贷比	核心资本充足率	资本充足率
工商银行	1.15%	210.16%	2.42%	9.33%	11.57%
农业银行	2.08%	159.70%	3.44%	9.75%	11.38%
建设银行	1.14%	213.48%	2.43%	9.33%	11.64%
中国银行	1.10%	198.93%	2.19%	9.35%	11.73%
交通银行	1.22%	167.95%	2.05%	9.46%	12.53%
招商银行	0.64%	304.02%	1.95%	8.03%	11.47%
中信银行	0.81%	176.13%	1.49%	8.80%	11.66%
民生银行	0.75%	259.40%	1.95%	8.34%	10.81%
兴业银行	0.48%	287.06%	1.38%	8.79%	11.30%
浦发银行	0.60%	307.78%	1.85%	7.09%	10.19%
华夏银行	1.26%	202%	2.55%	6.49%	10.57%
深发展 A	0.57%	253.53%	1.45%	7.00%	10.07%
北京银行	0.72%	265.70%	1.91%	10.75%	12.47%
南京银行	0.98%	222.71%	2.18%	9.51%	10.48%
宁波银行	0.65%	197.20%	1.28%	9.18%	10.91%

数据来源: 公司公告 日信研究

五、估值修复带来波段性投资机遇，业绩持续增长成就长线投资价值

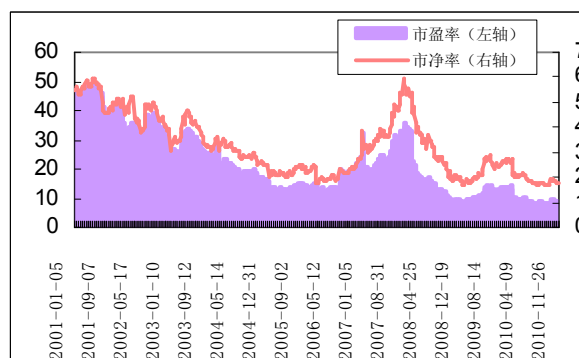
受限于整个 A 股市场流动性处于弱平衡的状况，2010 年整个银行板块呈现出弱势震荡的走势。由于上市银行在 2010 年仍保持了 25%-68% 的净利润增长，2011 预计行业平均利润增长在 20% 左右，那么 2011 年整个银行板块的动态估值将更具吸引力。

图表 25: 市盈率与市净率 (2010 年 12 月 7 日)



数据来源: 公司公告 日信研究

图表 26: 银行业市盈率与市净率 (申万 II 分类)

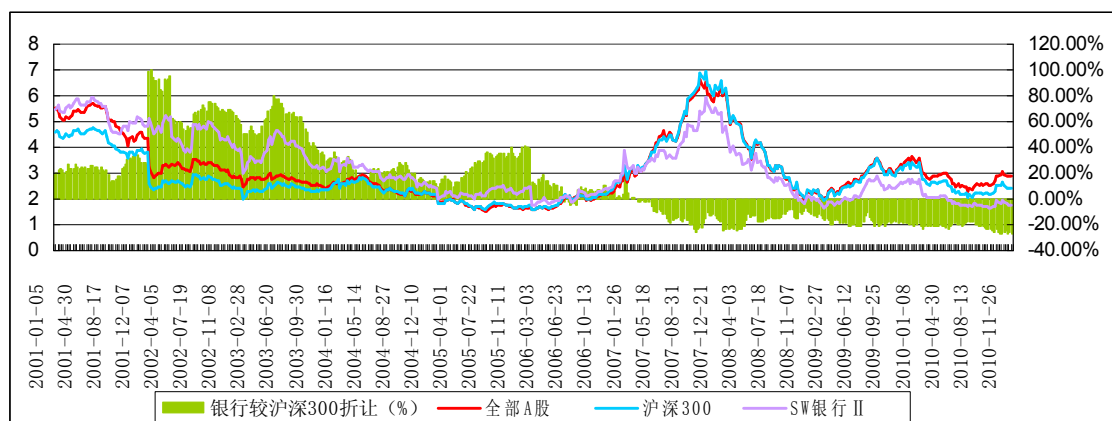


数据来源: 公司公告 日信研究

事实上，从当前的估值水平看，整个银行板块的估值已经处于历史最低位，相对于全部 A 股平均市

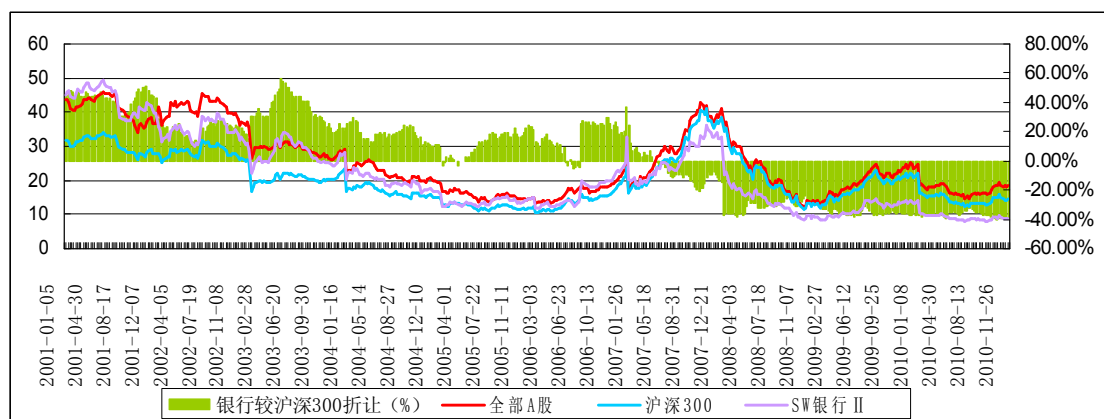
盈率 18.33XPE 而言，银行板块市盈率只有 8.7XPB，折价率为 52%。从市净率的角度看，当前全部 A 股平均市净率为 2.89XPB，银行板块市净率为 1.78XPB，折价率为 38.4%。如果相对于创业板以及中小板分别：73XPE 和 48.8XPE 的估值，银行板块折价率更是超过了 80%，估值优势显而易见。

图表 27：申万 II 银行业与沪深 300 估值比较（市净率，三季报，剔除负值）



数据来源：wind 日信研究

图表 28：申万 II 银行业与沪深 300 估值比较（市盈率，TTM，剔除负值）



数据来源：wind 日信研究

我们预估未来估值“洼地效应”将带估值修复性行情，这种波段机会将贯穿于 2011 年。而由于银行业绩的持续回升，也将彰显出银行板块的长线投资机遇。出于银行板块在未来一年业绩仍将保持 20% 左右增幅的考虑，我们判断 2011 年整个银行板块的估值中枢将上移 15%-20%，整体情况要好于整个大盘的表现，因此我们给出看好（谨慎）评级。

六、盈利增长预测与投资标的选择

根据利润增长情况以及贷存比、拨贷比、资本充足率、不良率、拨备覆盖率、盈利增长速度等指标,结合我们日常调研所掌握的对于贷款分类以及经营情况,对上市银行给出了以下评级。

图表 29: 盈利预测以及投资评级

名称	股价	PE		PB		同比增长 (%)		EPS (元)		评级
	2010-12-8	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
工商银行	4.25	9.02	7.47	1.79	1.55	26.24%	20.32%	0.46	0.45	增持
建设银行	4.77	7.85	6.97	1.8	1.52	27.18%	20.06%	0.55	0.53	增持
中国银行	3.27	9.44	7.83	1.39	1.26	26.59%	20.28%	0.37	0.36	中性
交通银行	5.57	8.08	6.7	1.37	1.21	27.45%	20.06%	0.65	0.64	增持
农业银行	2.63	9.33	6.93	1.54	1.32	34.81%	33.90%	0.27	0.26	谨慎增持
招商银行	13.24	10.87	8.77	2	1.69	55.10%	22.79%	1.1	1.08	增持
中信银行	5.42	10.28	8.54	1.73	1.49	25.46%	20.07%	0.49	0.48	中性
浦发银行	12.91	10.12	9.55	1.7	1.57	42.42%	20.66%	1.42	1.39	谨慎增持
民生银行	5.07	7.83	6.25	1.29	1.1	27.30%	24.76%	0.58	0.57	中性
兴业银行	24.31	8.28	7.15	1.57	1.33	40.35%	15.55%	2.61	2.56	谨慎增持
光大银行	3.79	11.73	9.27	1.86	1.59	69.50%	25.09%	0.3	0.3	中性
华夏银行	11.16	8.94	8.16	1.71	1.41	68.47%	15.59%	1.08	1.06	中性
深发展 A	16.49	9.51	9.7	1.32	1.17	28.94%	22.66%	1.72	1.68	中性
北京银行	11.89	9.5	7.95	1.62	1.37	33.95%	29.02%	1.13	1.1	增持
南京银行	10.05	9.66	10.28	1.54	1.36	47.56%	30.57%	0.97	0.95	增持
宁波银行	12.25	13.65	12.85	2.13	1.86	67.20%	36.55%	0.82	0.8	增持

数据来源: 日信研究

综合来看,我们对于 2010 年整个银行板块的走势判断谨慎乐观,给予整个行业看好(谨慎)评级。事实上,从上面的分析中也不难得出,在整个银行业保持业绩稳定增长的前提下,整个行业未来存在估值修复的波段机会以及估值中枢持续上移的长线投资机遇。综合行业净利润增速,我们预计 2011 年整个银行业的估值中枢有望上移 15%-25%,结合个股投资价值判断,我们推荐:北京银行、宁波银行、南京银行、招商银行、交通银行。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。