

增量资金和基本面改善共同决定走势——2011 年银行业投资策略

银行业

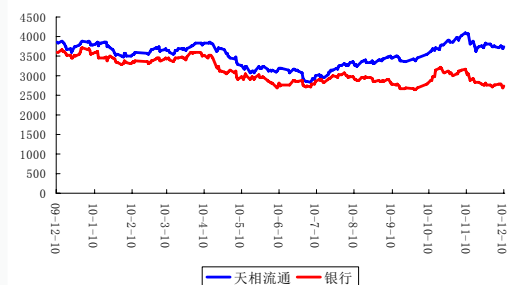
增持

报告日期：2010 年 12 月 13 日

行业指数与相关市场指数比较

截止到12月10日	收盘	月涨幅(%)
天相行业指数	2727.22	0.45
天相流通指数	3731.22	-0.17
上证指数	2841.04	0.74

行业指数近一年走势图



投资要点:

- 货币政策紧缩和市场对于银行以地方融资平台贷款为代表的资产质量风险的担忧压制银行股表现，银行估值对此负面因素反应过度，存在修复要求，增量资金将成修复推动力量。
- 银行当前面临的地方融资平台贷款问题正在逐步化解，拨贷比新规促进提升银行的抗风险能力，引导银行的基本面朝更加良好的方向发展，上市银行再融资带来的压力已集中释放，银行基本面预期正逐步改善。
- 通胀预期下存在居民资金通过保险和基金进入银行板块的可能。投资收益增加、保费收入增长带动保险公司资产总额增长，庞大增量资金有待寻找可容性大并且兼顾安全和收益的载体。基金对银行股低配幅度，为单季最大，有加仓空间。
- 银行估值偏低，分红稳定，历史业绩良好，流通市值庞大，满足保险资金和基金的资产配置需求特征。
- 中国开始加息，反映出政府对经济形势的判断好于市场此前的担忧，同时没有非对称加息的操作手法也好于市场此前担心息差会收窄的预期。另外，中国经济因主动放慢增速和加大结构调整的力度，将获得更健康的发展，同时进入的温和通胀期也将带动资金逐步流向以银行为代表的大盘股，综上，因此我们预计银行股的估值将得到修复，维持对银行股增持的投资评级。
- 如果从规模扩张迅速以及息差回升带来业绩增长较快的角度，我们建议投资者关注华夏银行和宁波银行，从2010年业务结构调整有力，明年业绩有望保持较快增长的角度，我们建议关注浦发银行和兴业银行。

天相金融地产组

021-66045557 shil@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com



自 2010 年 7 月股票市场阶段低点，A 股市场上涨以来，银行股表现远远落后于大盘，货币政策紧缩和市场对于银行以地方融资平台贷款为代表的资产质量风险的担忧是抑制银行股表现的重要因素。银行股目前的估值对诸多负面因素的反应是过度的，展望 2011 年，银行股的估值将会得到逐步修复。但是估值修复的过程，需要靠增量机构资金的认可和推动，而保险公司保费收入和资产规模的增长，基金公司持有银行股仓位的增加，都将成为上述增量资金的来源可能。同时，银行贷款质量的改善和对称加息提升银行息差将是改变投资者对基本面预期的重要因素。

机构投资者需要寻找安全边际较高同时能够承载庞大资金存放的投资渠道，而目前银行股估值低，安全边际较高，并且有较好的收益预期，流通市值相对大，符合机构资金的投资需求，二者的供需特征匹配度较高。关注银行股的表现，我们建议从关注银行的基本面改善和机构资金的变化及动向开始。

1. 银行股估值对不利因素反映过度

自 2010 年 7 月阶段低点上涨以来，天相流通指数涨幅为 31.12%，而银行指数涨幅仅为-0.49%，银行股滞涨明显。

12 月 10 日，中国人民银行宣布，决定从 2010 年 12 月 20 日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是央行年内第六次宣布上调存款准备金率，此次调整之后，大型商业银行的存款准备金率达到 18.5%，创下历史最高水平。连续上调存款准备金的政策释放出的紧缩信号及由此引发的对未来市场流动性预期的变化是抑制银行股表现的重要因素之一。

尽管根据银监会网站公布的前三季度银行不良贷款情况和上市银行公布的三季报显示，地方融资平台问题目前并未使银行的不良贷款率大幅增加，但是融资平台问题一直是投资者担忧银行资产质量的主要问题。

2010 年 8 月，财政部、发改委、央行、银监会发布了《关于贯彻国务院加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知相关事项的通知》，要求各地财政部门在 10 月 31 日前上报地方融资平台公司债务清理核实情况。这意味着继银监会在银行系统发动清查工作后，财政系统将从另一口径进行清理。此前银监会通报的情况显示，截至 6 月末，我国商业银行地方融资平台贷款达 7.66 万亿元。其中，项目借款主体不合规，财政担保不合规或本期偿还有严重风险（贷款挪用和贷款做资本金）的贷款占比 23%，约合 1.76 万亿元。对以地方融资平台贷款为代表的资产质量风险的担忧成为压制银行股估值提升的另一个重要因素。

近期银行板块表现对以上两个不利因素已有反映，但是银行股目前的估值对负面因素的反映是过度的，考虑到银行业估值仍处低位，继续下调的空间有限，未来将会得到修正，而以保险和基金为代表的机构资金或将成为修正的助推力量，这与机构资金的特点和银行股的优势是密不可分的，跟银行的基本面预期在改善也是密切相关的。

2. 银行基本面预期正逐步改善

根据经济观察报 11 月 24 日的报道，银监会已经制定了相关规则，下一步商业银行将按照现金流覆盖情况把融资平台贷款分成 4 类处置。大部分地方融资平台贷款将转为正常的公司贷款，而现金流无法全覆盖的平台贷款也要制定清收时间表。银监会此前已经要求商业银行按照现金流覆盖比例将地方融资平台贷款划分为全覆盖、基本覆盖、半覆盖和无覆盖四类风险定性。在此基础上，银监会近期要求各家商业银行根据现金流覆盖的情况将平台贷款按照“可整改为公司类贷款”、“保全分离为公司类贷款”、“清理回收”、“仍按平台贷款处理”4 种方式进行分类处置。其中，现金流可以全覆盖的平台贷款整体划转为一般公司类贷款。

与 2009 年全年比较，今年 1-6 月份平台贷款新增额占全部贷款新增额的比例下降了约三分之一，6 月末平台贷款余额占全部贷款总余额的比例也比年初有所下降。而且，从目前自查清查的情况看，多数平台贷款项目能够产生稳定、充足的现金流。通过督促银行业机构采取项目剥离、公司重组、增加新的借款主体和担保主体、追加抵押品等多种手段措施，部分贷款的风险状况也将会得到进一步化解。

表 1：2010 年商业银行不良贷款情况表

单位：亿元、%

2010 年	一季度末		二季度末		三季度末	
	余额	占全部 贷款比	余额	占全部 贷款比	余额	占全部 贷款比
不良贷款	4701.2	1.40%	4549.1	1.30%	4354.2	1.20%
其中：次级类贷款	1786.6	0.53%	1673.3	0.48%	1562.6	0.43%
可疑类贷款	2288.8	0.68%	2226.7	0.64%	2120.7	0.59%
损失类贷款	625.8	0.19%	649.1	0.19%	670.9	0.19%
不良贷款分机构						
主要商业银行	4009.6	1.41%	3839.8	1.30%	3674.1	1.20%
大型商业银行	3400	1.59%	3247.7	1.46%	3087.3	1.35%
股份制商业银行	609.6	0.86%	592.1	0.80%	586.7	0.76%
城市商业银行	365.9	1.19%	360.7	1.11%	339.1	1.00%
农村商业银行	265.8	2.47%	288.2	2.34%	284.4	2.16%
外资银行	59.8	0.74%	60.4	0.72%	56.6	0.65%

数据来源：银监会网站，天相投顾。

前三季度，商业银行不良贷款余额和占全部贷款比例均在下降。

表 2：上市银行相关指标 2010 三季度末比 2009 年末变动情况

单位：%

	不良贷款率			拨备覆盖率		
	2009 年末 (A)	2010 三季 度末(B)	变动百分 点 (B-A)	2009 年末 (C)	2010 三季 度末(D)	变动百分 点 (D-C)
招商银行	0.82	0.64	-0.18	246.66	304.02	57.36
浦发银行	0.8	0.6	-0.2	245.93	307.78	61.85
民生银行	0.84	0.75	-0.09	206.04	259.4	53.36

华夏银行	1.5			166.84		
深发展	0.68	0.57	-0.11	161.84	253.53	91.69
兴业银行	0.54	0.48	-0.06	254.93	287.06	32.13
中信银行	0.95	0.81	-0.14	149.36	176.13	26.77
工商银行	1.54	1.15	-0.39	164.41	210.16	45.75
建设银行	1.5	1.14	-0.36	175.77	213.48	37.71
中国银行	1.52	1.1	-0.42	151.17	198.93	47.76
交通银行	1.36	1.22	-0.14	151.05	167.95	16.9
南京银行	1.22	0.98	-0.24	173.74	222.71	48.97
北京银行	1.02	0.72	-0.3	215.76	265.7	49.94
宁波银行	0.79	0.65	-0.14	170.06	197.2	27.14
农业银行	2.91	2.08	-0.83	105	159.7	54.7
光大银行	1.25	0.87	-0.38	194.08	265.49	71.41

数据来源：上市银行三季报，天相投顾。

2010 三季度末，相比 2009 年末，所有上市银行不良贷款率均在下降，拨备覆盖率均在增加，资产质量风险水平逐步降低。

根据上海证券报 11 月 24 日和 25 日的报道，四大国有银行、交行、招行、中信银行已被监管层列为系统性重要银行，实行 2.5% 的拨贷比新规，同时与原 150% 的拨备覆盖率规定叠加实施。监管层要求七家系统性重要银行在 2012 年底达标，非系统性重要银行要求在 2016 年底达标。

截止到 2010 年三季度末，所有上市银行（除华夏银行未公布数据）的拨备覆盖率均已超过 150% 的要求，其中 10 家银行的拨备覆盖率已经超过 200%，数量占全部上市银行总数的 62.5%。因此，给银行带来最直接现实压力的是 2.5% 的拨贷比新规。

表 3：上市银行拨贷比(%)

	2009 年全年的拨贷比	2010 年中期的拨贷比	2010 年前三季度的拨贷比
招商银行	2.02	1.99	2.05
浦发银行	1.97	1.84	1.85
民生银行	1.73	1.74	1.95
华夏银行	2.50	2.48	
深发展	1.10	1.37	1.45
兴业银行	1.38	1.37	1.38
中信银行	1.42	1.38	1.43
工商银行	2.53	2.39	2.42
建设银行	2.64	2.50	2.43
中国银行	2.30	2.26	2.25
交通银行	2.05	1.97	2.05
南京银行	2.12	2.14	2.18
北京银行	2.20	1.94	1.91
宁波银行	1.34	1.28	1.28

农业银行	3.07	3.16	3.32
光大银行	2.43	2.26	2.31

数据来源：上市公司财务报告，天相投顾。

目前拨贷比指标的水平距离 2.5% 的差距越小的银行，未来在拨备政策和信贷成本变化的不确定性上就越小。

从上市银行拨贷比指标的具体变化上看，目前该指标不到 1.5% 的上市银行有深发展、兴业、中信、和宁波，指标达标的银行有农业银行（华夏银行未公布数据），指标非常接近可以在年底轻松达标的有工商、建设和光大，未来不确定性最大的应该是深发展、兴业、中信和宁波。

短期看新规的出台会造成未达标银行继续增提拨备，进而影响净利润增速，给目前银行股的走势再添新压。但是从长期来看，新规的出台可以进一步提高银行的抗风险能力，改善银行的资产质量，引导银行的基本面朝更加良好的方向发展。分别为 2 年和 6 年的缓冲期，可以让上市银行对于未来拨备可能面临的更高要求做好心理准备，并及早采取措施向目标值靠拢，避免因政策紧迫和加速对银行业绩造成的大幅冲击。因此，此项新规可以理解为长期利好。

表 4：近一年上市银行融资统计

名称	发行方式	募集资金 [亿元]
南京银行	比例配售	48.14
工商银行	比例配售	—
浦发银行	定向增发	540.26
宁波银行	定向增发	43.76
深发展 A	定向增发	69.07
建设银行	比例配售	22.26
中国银行	比例配售	416.39
光大银行	首发	185.32
农业银行	首发	676.75
交通银行	比例配售	170.00
兴业银行	比例配售	176.91
招商银行	比例配售	176.81

数据来源：上市银行公告，天相投顾。

工商银行是目前已上市大型银行中最后一家完成再融资的银行。至此，中国银行、建设银行和工商银行都已先后以可转债或配股方式实现再融资。尽管未来中信银行和华夏银行仍将有再融资方案，但无论从规模还是对二级市场的压力方面，都难以和此前的三大行相比。同时，由于再融资，银行的资本充足率得到很好的补充，目前所有上市银行的资本充足率都满足监管要求。短期内银行股的再融资压力已经得以集中释放。

我们认为，银行股未来业绩仍将保持稳步增长态势，2011 年行业净利润有望维持 20% 左右的升幅。未来伴随着房地产市场的趋于稳定，及地方融资平台风险的厘

清和明朗化，银行股基本面的改善，将会成为引领指数震荡回升的主导力量之一。

3. 上市银行历史业绩表现良好

表 5：上市银行净利润同比增速

(YoY, %)	2010 前三季度	2010 第三季度	2010 上半年
光大银行	71.34	-	-
华夏银行	71.32	55.56	80.57
宁波银行	70.2	54.92	78.8
招商银行	57.4	53.28	59.8
南京银行	49.24	48.71	49.53
中信银行	47.6	51.45	45.35
浦发银行	44.19	64.03	33.92
兴业银行	42.03	44.29	40.82
农业银行	36.26	29.53	40.12
北京银行	35.36	39.13	33.47
深发展 A	30.15	28.26	31.23
交通银行	28.59	24.21	30.67
建设银行	28.31	31.16	26.76
中国银行	27.7	29.31	26.87
民生银行	27.51	46.48	20.23
工商银行	27.33	26.84	27.58

数据来源：公司定期公告，天相投顾。

2010 年前三季度，上市银行合计实现归属母公司股东净利润 5248.3 亿元，同比增长 32.47%。

表 6：上市银行资产、负债同比增速

	资产总额同比增速		负债总额同比增速	
	2010 三 季度末	2010 上 半年末	2010 三 季度末	2010 上 半年末
深发展 A	21.79	15.37	20.13	13.52
宁波银行	62.65	61.51	65.7	64.83
浦发银行	24.46	9.99	24.41	8.43
华夏银行	22.72	17.63	22.92	17.69
民生银行	25.76	15.66	23.88	13.46
招商银行	16.99	15.7	15.4	14.25
兴业银行	42.96	41.29	42.21	40.53
交通银行	15.2	12.6	14.1	11.92
工商银行	14.98	13.34	14.88	13.28
中国银行	21.1	17.96	21.57	18.29
中信银行	36.31	38.44	37.81	40.2



南京银行	35.48	51.24	37.12	54.74
北京银行	37.49	35.14	39.09	36.77
建设银行	13.1	12.36	12.9	12.23

数据来源：公司定期公告，天相投顾。

截止 2010 年三季度末，16 家上市银行资产总计为 621769.5 亿元，负债总计为 587107.4 亿元，除去光大银行和农业银行（因其未披露 2009 年前三季度资产负债数据，无法对比），相比 2009 年三季度末，分别增长 18.87%和 18.71%。

表 7：上市银行贷款、存债同比增速

	贷款	存款
	2010 三季度末	2010 三季度末
光大银行	-	-
农业银行	-	-
南京银行	25.23	40.13
宁波银行	21.81	32.15
中信银行	21.12	37.26
北京银行	20.55	25.76
交通银行	20.39	17.16
浦发银行	19.45	23.72
兴业银行	18.98	27.85
华夏银行	18.43	25.25
中国银行	18.16	15.97
招商银行	18.14	18.4
工商银行	17.76	15.71
建设银行	17.64	15.12
民生银行	11.07	24.88
深发展 A	10.5	26.61

数据来源：公司定期公告，天相投顾。

表 8：上市银行净利息收入同比增速

(YoY, %)	2010 前 三季度	2010 第 三季度	2009 前 三季度
光大银行	61.1	-	-
南京银行	49.1	45.07	17.71
宁波银行	48.19	43.46	15.26
华夏银行	46.28	36.93	-12.68
民生银行	45.53	35.65	-0.51
兴业银行	42.25	36.59	-2.64
招商银行	40.89	39.89	-18.97
中信银行	37.35	29.42	-12.42
农业银行	36.09	41.68	-
浦发银行	34.95	35.63	2.11

北京银行	30.96	30.15	-3.26
交通银行	30.66	24.25	-6.07
工商银行	24.36	25.94	-9.32
中国银行	21.79	19.69	-5.43
深发展 A	19.87	26.72	0.86
建设银行	17.1	21.22	-7.49

数据来源：公司定期公告，天相投顾。

2010 年前三季度，上市银行整体净利息收入同比增速为 28.83%，大幅超过 2009 年前三季度整体 4.15% 的同比增速。

表 9：上市银行手续费及佣金净收入同比增速

(YoY, %)	2010 前 三季度	2010 第 三季度	2010 上半年	2009 全年
民生银行	81.76	55.26	96.21	4.55
浦发银行	78.49	93.64	71.32	22.98
兴业银行	72.1	85.44	64.91	18.76
北京银行	52.79	64.5	46.71	32.96
南京银行	48.36	58.13	43.46	48.91
深发展 A	47.1	31.75	56.85	-
光大银行	43.77	-	-	-
建设银行	36.12	21.86	43.63	25
中信银行	34.63	41.95	30.36	38.59
华夏银行	34.62	33.3	35.21	24.51
农业银行	32.95	34.88	31.98	-
工商银行	32.88	32.72	32.96	25.33
招商银行	31.81	30.95	32.26	3.22
宁波银行	31.03	7.19	43.38	20.3
交通银行	24.99	15.8	30.11	28.99
中国银行	19.79	12.8	23.31	15.19

数据来源：公司定期公告，天相投顾。

2010 年前三季度，上市银行中间业务收入整体同比增速为 32.89%，已经超过 2009 年全年整体 21.34% 的增速。

4. A 股市场上分红大户，机构投资的安全渠道

表 10：银行股近三年分红占比

单位：亿元，%

年份	A 股总分红 (A)	银行股分红 (B)	B/A
2007	2848.61	1038.35	36.45
2008	3470.01	1560.52	44.97
2009	3879.45	1646.82	42.45



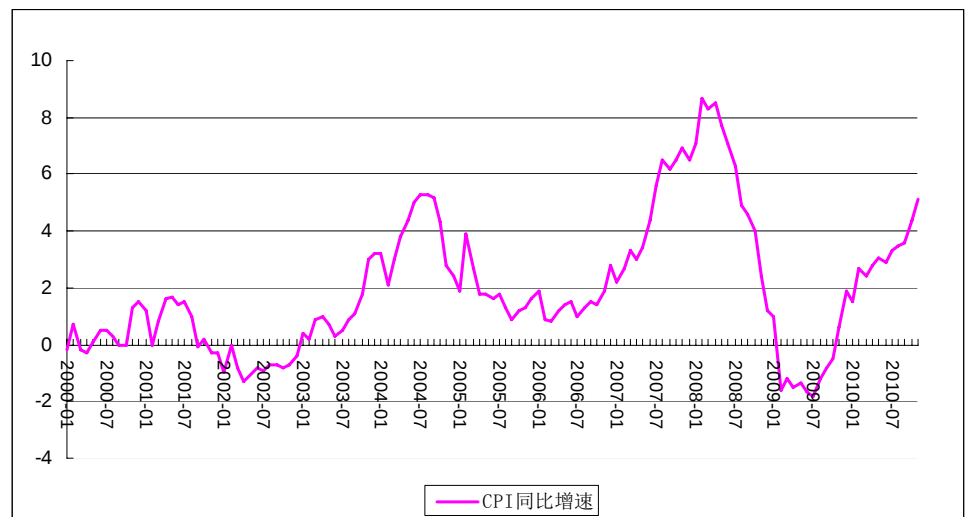
数据来源：公司公告，天相投顾。

从最近三年的数据来看，银行股的分红总额一直占据着 A 股上市公司分红总额的 36% 以上，是名副其实的分红大户，尤其是在 2008 年金融危机的背景下，银行股的分红份额占比还逆市上扬达到了 44.97%，良好的分红收益成为了投资者抵御危机的避风港。高占比、持续稳健增长的分红，将会为长期持有和配置银行股的投资者带来安全收益。

5. 加息提升保险资金投资收益和会计利润

2010 年 11 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 5.1%，创下 28 个月以来新高。11 月 3 日，美联储宣布推出新一轮价值为 6000 亿美元的量化宽松政策，全球通胀预期愈发强烈。

图 1：中国历史月度 CPI 走势



数据来源：国家统计局网站，天相投顾。

在全球通胀预期、国内 CPI 高企的背景下，距离 2007 年的最后一次加息两年又 10 个月，央行宣布 10 月 20 开始，上调人民币存贷款基准利率 0.25 个百分点，金融机构一年期存款基准利率由现行的 2.25% 提高到 2.50%。

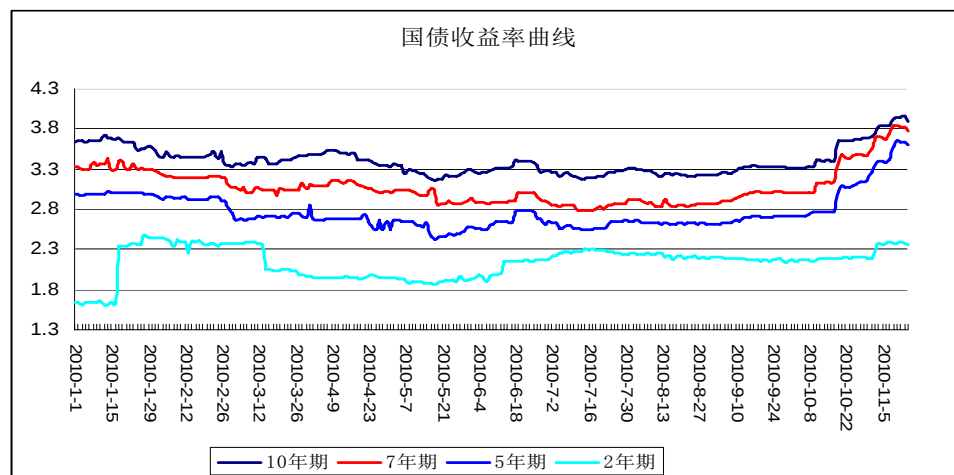
对保险公司来说，短期来看，加息导致目前持有的可供出售债券的净价下跌，但只是一次性的，对净资产影响有限，而从长期来看，加息可以提升新增保险投资资金的收益率，降低资产配置压力，对于保险公司是利好而不是利空。

在加息周期的预期下，保险公司面临的投资环境显著改善，一方面长端债券收益率快速上升，另一方面长短端债券收益率差大幅上升，而保单成本接近短端收益率，投资收益率接近长端收益率。截止到 11 月 16 日，具有代表性的 5 年期、7 年期和 10 年期国债收益率分别上升了 69、45 和 33 个 BP，分别达到 3.68%、3.84%、3.95%，后市债券收益率仍有较大的提高空间：尽管基准利率提高了 25bp，但 CPI 同比上涨 4.4%，食品类 CPI 涨幅超过 10%，目前的负利率局面仍比较严重，不排除连续加息的可能；3-5 年期存款加息 52-60bp，幅度更大，为长期债券收益率走高提供有力支撑。而三家上市保险公司的万能险的结算利率依然维持在 3.75% 至 4% 的水平，且分红险的

利率滞后更长，保险公司的资金成本上升较慢，利差显著扩大，将会使新增保费的投资收益超过原有预期，进而将带动保险公司资产规模的增加。

同时，新增保费投资收益的增长将会为明年的分红率提升奠定基础，保单吸引力增加，也会促进保费收入的增长。

图 2：加息后长端国债收益率加速上升、短端滞后



数据来源：bloomberg，天相投顾。

6. 保险公司寿险保费收入稳步增长

2010 年 10 月份保险公司保费收入实现了高增长，中国人寿增长 26.4%，创年内新高；平安寿险增长 28.6%，年内次高（仅低于年初的开门红）；太保寿险增长 32.3%。三家上市保险公司的寿险保费收入分别比上月增速快 14、16 和 10 个百分点。

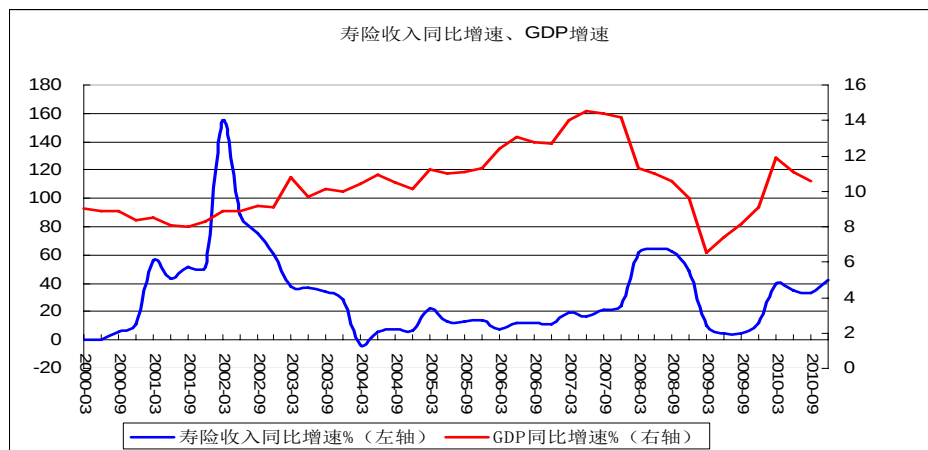
表 11：上市公司寿险保费收入

主要上市公司寿险保费收入（亿元）				
名称	10 月份	同比%	1-10 月份	同比%
中国人寿	221	26.3	2903	14
中国平安	114	28.5	1355	20.7
中国太保	71	32.7	799	42.2

数据来源：公司公告，天相投顾。

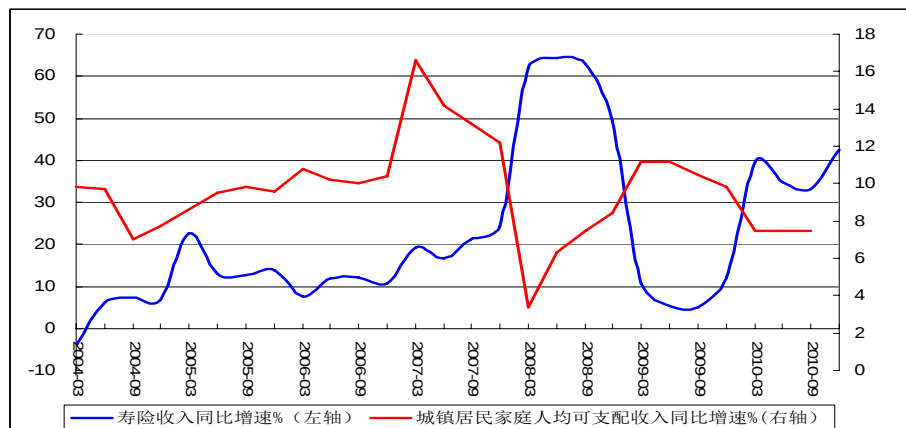
根据保监会网站公布的信息显示，2010 年 1 至 10 月，保险行业累计实现寿险保费收入 8344 亿元，同比增长 42.41%，增速创出年内新高。

图 3：寿险收入同比增速、GDP 增速



数据来源：保监会网站，天相投顾。

图 4：寿险收入同比增速、城镇居民人均可支配收入同比增速



数据来源：国际统计局网站，天相投顾。

居民人均可支配收入与寿险收入存在同向变动关系，居民人均可支配收入同比增速比寿险收入增速先于 1 年时间到达阶段高点。随着经济发展，居民可支配收入的增加带来投资需求的增长，分流进入保险行业的资金促进了寿险收入的增长。

据《上海证券报》未经证实的消息报道，上海可能被作为“个人税收递延型养老保险”的试点城市之一，目前该方案的实施细节仍在研究中。个人税收递延型养老保险，指投保人在税前列支保费，在领取保险金时再缴纳税款。由于在购买保险和领取保险金的时候，投保人处于不同的生命阶段，其边际税率有明显差别，投保人享受较大的税收优惠。该政策试点反应了保险业正逐步走向民生和保障，是保险业发展的标志性政策事件。随着国家一系列“保民生”经济政策的逐步落实，如果该政策得以实施和全国推广，将推动寿险公司保费和手续费收入的长期增长。

2010 年 11 月，银监会下发了《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，主要内容有两点：1、通过商业银行网点直接向客户销售保险产品的人员应当是持有保险代理人员从业资格证书的银行销售人员，商业银行不得允许保险公司人员派驻银行网点。2、商业银行每个网点原则上只能与不超过三家保险公司合作，销售合作保险公司的产品。如超过三家，应减持审慎经营，并向当地银监会派出机构报告。此项新规短期内使银保业务发展受挫，长期看影响不大。

在财富效应、收入分配制度改革、GDP“保八”、中产阶级队伍壮大以及人口老年化等宏观经济环境下，保费收入将继续稳步快速增长。

7. 增量资金加配银行股初现端倪

投资收益增长、保费收入增加带来的新增资产使得保险公司可用于投资股市的资金增多，庞大的资金需要寻找一些较为安全的投资渠道，这些新增资金何去何从值得重点关注。

2010年8月11日，保监会发布了《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》，对保险资金在各大类资产配置比例和范围上给予较详细的规定，其中明确险资投资股票和基金的比例上限为25%，而投资股票和股票类基金的比例上限为20%，基数为上季度末总资产。

表 12：各季度银行前十大流通股东中保险资金持有市值 单位：亿元

时间	总计
2010 三季度	331.39
2010 中报	264.92
2010 一季报	166.62
2009 年报	183.08
2009 三季度	189.14
2009 中报	190.98
2009 一季报	153.05
2008 年报	142.11
2008 三季度	182.19
2008 中报	281.77
2008 一季报	187.63
2007 年报	260.97
2007 三季度	84.82
2007 中报	74.06
2007 一季报	82.12
2006 年报	72.46

数据来源：上市公司公告，天相投顾。

备注：报告期前十大流通股东名单以外的保险资金未统计在内，但对纵向比较的结果影响不大，可以忽略不计。

根据保监会公布的9月行业数据显示，截至9月底，保险公司资金资产总额4.80万亿元，证券投资基金、股票、股权等权益类投资占比16.97%，平均每月进行权益类投资的资金为905亿元，平均每季度2715亿元，已经远远超过历史上各季度保险资金持有银行股的市值，因此，如果未来保费收入持续高增长，保险公司有充裕资金持续配置银行股。

表 13：保险资金股票持仓的行业分布

时间	持仓市值最高的前三个行业		
2005 年三季度	交通运输	金融	石化
2005 年四季度	交通运输	金融	石化
2006 年一季度	金属非金属	金融	交通运输
2006 年二季度	金融	金属非金属	交通运输
2006 年三季度	金融	金属非金属	食品饮料
2006 年四季度	金融	金属非金属	交通运输
2007 年一季度	金融	交通运输	金属非金属
2007 年二季度	金融	交通运输	金属非金属
2007 年三季度	金融	金属非金属	交通运输
2007 年四季度	金融	交通运输	采掘业
2008 年一季度	金融	交通运输	采掘业
2008 年二季度	金融	交通运输	采掘业
2008 年三季度	金融	交通运输	采掘业
2008 年四季度	金融	交通运输	采掘业
2009 年一季度	金融	交通运输	采掘业
2009 年二季度	金融	采掘业	交通运输
2009 年三季度	金融	采掘业	房地产
2009 年四季度	金融	采掘业	机械设备
2010 年一季度	金融	机械设备	建筑
2010 年二季度	金融	机械设备	采掘业
2010 年三季度	金融	机械设备	采掘业

数据来源：上市公司季报、中报、年报，天相投顾

表 14：2010 年第三季度保险资金持有市值前十名的股票

名称	持有市值 (万元)	持股比例 (%)	变动比例 (%)	2010 年第二 季度“前十”
中信证券	883220.11	8.42	-0.50	中信证券
民生银行	742294.74	6.44	0.27	民生银行
工商银行	424984.62	0.42	0.12	工商银行
中国建筑	263846.35	6.43	0.08	中国建筑
建设银行	198670.66	4.80	2.22	贵州茅台
首开股份	176706.58	22.06	新进	中国一重
浦发银行	173557.76	1.17	新进	大秦铁路
中国一重	171107.40	16.36	0.00	中兴通讯
光大银行	157284.57	18.55	新进	建设银行
中兴通讯	144677.15	2.58	0.03	中国银行

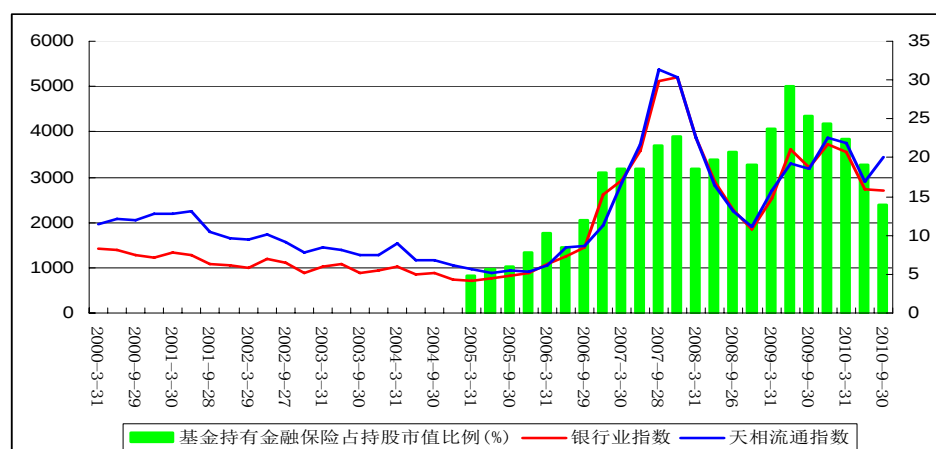
数据来源：上市公司三季报，天相投顾

从 2006 年二季度以来，金融行业就一直在保险资金的持仓市值中名列第一，对于银行股的青睐从最近的三季报中也可以看出，2010 年第三季度保险资金持有市值

前十名的股票里，银行股的数量从二季报的 4 只上升到 5 只，并且 3 只持股比例在增加，2 只新进建仓。除十大重仓股以外，保险资金还对中国银行增仓，对农业银行、中信银行新进建仓，总体上，保险资金对于银行股的配置明显加强。究其背后原因，主要是因为目前银行股估值低，安全边际较高，并且有较好的收益预期，符合保险资金的投资需求，为庞大的保险资金提供了一条较为安全的投资渠道。随着保险公司保费收入和资产规模的不断增加，保险资金流入具有估值优势的大盘蓝筹股尤其是银行股的趋势将延续，银行股有望在机构投资者的资金推动下实现估值修复。

8. 基金存在加仓可能，银行股存在补涨空间

图 5：基金的银行股仓位与银行股走势



数据来源：基金季报，天相投顾

历史上看，银行股跑赢大盘比较明显的是 2006 年三季度到 2007 年一季度，从 2006 年 8 月到 2006 年 12 月，银行股整体涨幅连续 5 个月在 45 个天相二级行业的涨幅中排名前 5，这跟基金在 2006 年从二季度末到 2007 年一季度持续增仓金融保险行业是分不开的，其中 2006 年四季度末基金持有金融保险占其市值比例由三季度末的 11.92% 一举跃升到 18.05%，增加百分点为 6.13，为 A 股历史上单季度最大幅度增仓，对应阶段内（2006-9-29 至 2006-12-31），天相流通指数涨幅为 32.65%，而银行指数涨幅为 83.88%，远远跑赢天相流通指数。

当前银行业指数点位与 2007 年一季度接近，但是根据基金的三季报显示，基金持有金融保险占其市值比例为 13.99%，与 2006 年三季度末的 11.92% 最为接近，但远远小于 2007 年一季度末的 18.56%，中间有 4.57 个百分点的升幅空间，意味着基金对于金融保险行业还有一定的增仓空间，并且 13.99% 这个数值与金融保险业占 A 股市值比例的 25.8% 存在 11.81 个百分点的差额，差额之大为 A 股历史上最大季度数值，基金低配金融股的现象突出，需要关注未来是否有触发基金增持银行的因素。

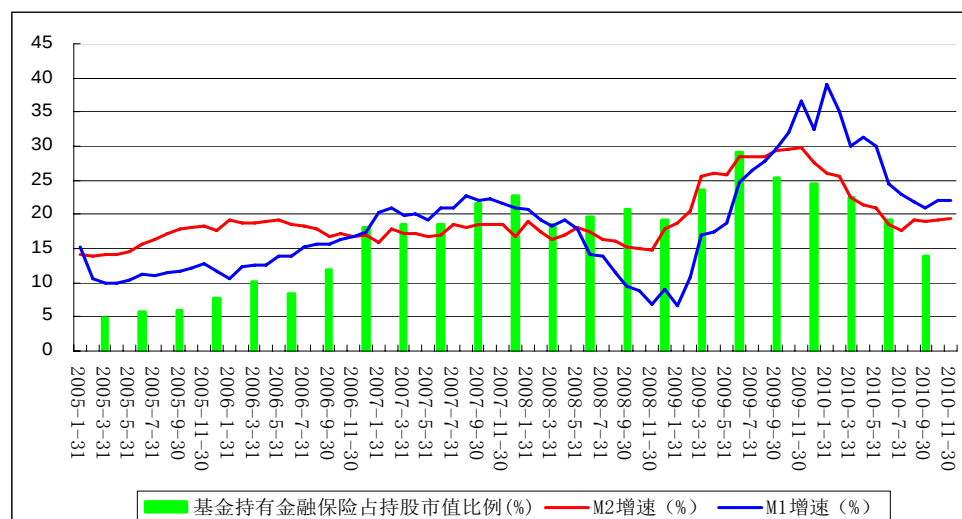
表 15：历史各季度基金持有金融保险占持股市值比例

报告期	持有金融保险占持股市值比例 (%)	金融保险业占 A 股市值比例 (%)	差额
2005 年一季报	4.89	4.68	0.21

2005 年二季报	5.68	5.60	0.08
2005 年三季报	5.92	4.57	1.35
2005 年四季报	7.72	4.45	3.27
2006 年一季报	10.21	6.83	3.38
2006 年二季报	8.46	6.23	2.23
2006 年三季报	11.92	8.43	3.49
2006 年四季报	18.05	13.57	4.49
2007 年一季报	18.56	12.56	6.01
2007 年二季报	18.56	14.00	4.56
2007 年三季报	21.57	15.88	5.69
2007 年四季报	22.74	16.46	6.28
2008 年一季报	18.62	18.79	-0.17
2008 年二季报	19.67	21.71	-2.04
2008 年三季报	20.79	21.98	-1.18
2008 年四季报	19.15	19.77	-0.62
2009 年一季报	23.66	20.24	3.43
2009 年二季报	29.22	21.12	8.10
2009 年三季报	25.38	24.27	1.12
2009 年四季报	24.43	27.51	-3.08
2010 年一季报	22.41	29.33	-6.93
2010 年二季报	19.14	30.70	-11.56
2010 年三季报	13.99	25.80	-11.81

数据来源：基金季报，天相投顾

图 6：基金配置银行股仓位变化和 M1、M2 增速走势对比



数据来源：央行网站，基金季报，天相投顾

回顾历史上 2006 年三季度至 2007 年一季度阶段的 M1 和 M2 增速，经过对比可以发现，当 M1 增速趋势快于 M2 增速趋势时，基金配置银行股的仓位随之增加。2010



年 10 月 M1 和 M2 增速差在降至低点后开始反弹，显示出资金活化的趋势，11 月 M1 增速与 10 月持平，但仍然高于 M2 增速 2.6 个百分点，如果增速差的反弹趋势得以延续，则基金配置银行股的仓位有望参照历史走势，配置比例形成增加趋势。

综合来看，银行股估值低，安全边际较高，并且有较好的收益预期，历史业绩良好，流通市值相对大，符合保险和基金等机构资金的配置需求，二者的供需特征匹配度较高，机构资金对于银行股的配置预期强烈。

9. 盈利预测、估值和投资策略

代码	简称	股价（元）	市盈率		市净率	
			2010E	2011E	2010E	2011E
601398	工商银行	4.23	9.25	7.46	1.80	1.45
601939	建设银行	4.74	8.69	6.97	1.68	1.43
601988	中国银行	3.27	9.43	7.62	1.43	1.29
601288	农业银行	2.63	9.59	7.52	1.73	1.43
601328	交通银行	5.58	8.39	6.69	1.51	1.28
600036	招商银行	13.15	11.80	8.96	2.02	1.69
601998	中信银行	5.40	10.83	8.33	1.48	1.28
600000	浦发银行	12.78	10.06	8.40	1.49	1.29
601166	兴业银行	24.26	8.84	7.04	1.59	1.33
600016	民生银行	5.08	8.52	6.62	1.33	1.13
601818	光大银行	3.74	11.95	9.48	1.73	1.52
000001	深发展 A	16.34	9.54	7.72	1.71	1.43
600015	华夏银行	11.10	9.19	9.91	1.56	1.20
601169	北京银行	11.70	9.50	7.78	1.66	1.40
002142	宁波银行	12.12	15.13	11.26	2.19	1.90
601009	南京银行	10.01	13.65	10.13	1.58	1.41
平均			9.39	7.52	1.65	1.39

备注：股价为 12 月 10 日收盘价

中国开始加息，反映出政府对经济形势的判断好于市场此前的担忧，同时没有非对称加息的操作手法也好于市场此前担心息差会收窄的预期。另外，中国经济因主动放慢增速和加大结构调整的力度，将获得更健康的发展，同时进入的温和通胀期也将带动资金逐步流向以银行为代表的大盘股，综上，因此我们预计银行股的估值将得到修复，维持对银行股增持的投资评级。

根据我们的测算，五大国有银行 2011 年动态市盈率都在 9 倍以下，但和其他股份制银行差距并不大，且由于规模较大，其业绩弹性相对较小，因此还是维持其中性的投资评级，并对有业绩弹性的中小盘银行股维持增持的投资评级。

如果从今天以来规模扩张迅速以及息差回升带来业绩增长较快的角度，我们建议投资者关注华夏银行和宁波银行，但从今年业务结构调整有力，明年业绩有望保持较快增长的角度，我们建议关注浦发银行和兴业银行。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518041