



静待经济全面向好，

借道加息升值利好

监管环境日趋稳定，银行业经营空间确定性增强

从监管层面来讲，监管政策决定银行业的经营环境和发展空间。2010 年，银行业监管政策变动频繁。监管政策主要包括：资本金、拨备和流动性监管。主要是为了保护银行，提高银行抵御风险的能力。经历 2010 年大规模再融资后，我国银行业资本充足率已切合巴塞尔协议 3 的要求，在中期和短期内，我国银行业不会出现类似的集中性大规模再融资。就存量贷款而言，拨贷比类似于拨备覆盖率，按照 2.5%，如果在未来几年内平均分配达到目标值，对上市银行业绩影响相对有限。银行流动性风险管理能力达标。

银行股上涨的主要动力：增长率上行、通胀率下行

从宏观层面来讲，增长率上行、通胀率下行、适度零售销售增长是拉动银行股上涨的动力。2011 年，我国的宏观基本面中各项经济指标将表现不一，货币供给增速将回落、零售销售增长率将回升，经济增长率前低后高，通胀率前高后低。从宏观基本面来看，2011 年，银行股总体是上涨的，前低后高的可能更大，毕竟经济复苏、通胀率在可控范围内。

加息提升净息差和业绩，非利息收入需快速增长

从银行基本面来看，尽管新增贷款规模（大致在 7 万亿）减少，但是加息带来净息差提升，利息净收入增加；同时随着经济结构转型以及居民个人可支配收入提高，企业和个人金融服务需求增加，而且银行监管政策的变动，银行需加快发展非利息收入，优化收入结构。2010 年 3 季度，16 家上市银行非利息收入占比达到 20%，相对发达国家 30% 以上占比，这部分收入仍有提高空间。2011 年，上市银行有力的政策环境是：加息（基准利率可能提高到 3.75%）和升值（升值幅度为 3%—5%）。长期内，加息对银行板块利好。升值和升值预期对银行板块也都是利好。

银行业板块的估值处于历史的低位

从 PE 和 PB 来看，银行板块指数下降到历史的低位，而且低于沪深 300 指数和全部的 A 股，在主要蓝筹板块中，银行板块估值也最低。目前银行业估值低于美国、英国、中国香港和印度。

16 家上市银行 10/11 年的 PE 和 PB 分别为：10.35/8.35, 1.67/1.49。我们预测银行业 10/11/12 年净利润 30%/25%/18%。银行业业绩增长有保障，信贷资产风险可控，在低估值的背景下，银行股继续下降的空间有限。我们维持银行业“增持”评级，依据加息、升值、升值预期、高贝塔值筛选股票，推荐：招商、北京、兴业和光大。

银行板块系统性机会更可能出现在一季度以后。银行股上涨需具备客观条件：低估值和宏观基本面全面向好。1 季度以后，通胀率下行，经济增长率上行，银行股才会在估值修复和业绩兑现中呈现系统性投资机会。银行板块交易性机会贯穿在全年，主要投资时点是市场关注重心开始集中在加息、升值或者升值预期上。

银行业

维持

增持

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

杨荣

yangrongyij@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440110040031

发布日期：2010 年 12 月 16 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
20101108	加息预期提前兑现， 经济预期全面改观



目录

2010 年，银行股行情综述和回顾	1
资本金、拨备和流动性监管	2
银行股上涨的主要宏观因素：增长率上行、通胀率下行	11
加息提高银行净息差和业绩	13
中国银行业非利息收入需加快发展	16
加息、升值同银行股变动关系	19
银行业估值处于历史低位	25
投资评价和建议	28
风险分析	29



2010 年，银行股行情综述和回顾

2010 年，中国银行业在悄然中发生着深刻的变革。银行业的经营模式在发生显著的改变，从只注重传统的信贷业务为主转变为传统的信贷业务和新兴业务并重，各家银行的中间业务收入得到了实足的发展。中小型银行的综合化经营格局日渐成形；大型银行的国际化进程已经在悄然中的启动。

2010 年，银行股的表现可以分为两个阶段：上半年和下半年。

上半年，市场更加关注银行业的资产质量。首先，4.12 房地产调控政策出台后，市场担心银行业信贷资产质量，而且由于房地产行业的多业务联动效应，可能将伤及到宏观经济增长前景，银行股因此而受到拖累。其次，随着房地产调控政策出台，市场预期房价可能将下降，地方政府融资平台贷款的资产质量也再次成为市场关注的焦点，平台类贷款的资产质量开始牵动市场的神经。信贷资产质量担忧的直接后果是：市场担心银行体系的拨备覆盖率增加，稀释银行净利润，银行净利润减少，从而银行估值低也有充分的理由。银行股在上半年出现了深度下降。

下半年，市场开始更加关注银行业确定性收益。银行业的信贷结构调整日益得到市场普遍的关注。平台类、地产类贷款规模下降，中小企业、涉农贷款、新兴产业贷款开始增加。在信贷结构调整的过程中，市场预期银行的信贷投放控制可能放松。从而银行股 7 月上涨 10.72%，获得超额收益率。8 月银行业中报业绩亮丽（净利润同比增长 31%），但是银行股下跌 7.76%。主要是银行股上涨后，整体的上涨趋势依然脆弱，8 月监管层面和市场传闻方面小的利空使银行股过度反映。9 月，银行股依然下跌，主要是利空传闻导致。10 月，利空传闻没有被兑现，市场自我修正前期的超跌。这表明银行股上涨动能足够充分，任何负面的消息都将迅速被市场消化，银行股走势已经相对比较稳健。10 月，银行业三季报陆续出台，16 家上市银行净利润同比增长 33%，银行板块出现 9.33%。2010 年，银行体系将新增贷款 7.5 万亿，但是 10 月新增贷款 5899 亿元，2010 年，信贷投放规模可能超过 7.5 万亿，达到 8 万亿。4 季度，银行业净利润增长确定性增强。在银行业净利润增幅确定后，银行业估值提升存在空间，银行股在业绩兑现和估值修复双重动力的作用下，呈现较高增长。银行股在下半年呈现整体上涨的态势。

在银行股走势总体趋势确立的进程中，宏观基本面政策、行业监管政策的变迁也在左右着银行股的变动。货币政策对银行股短期和中长期的影响非常显著。

本年内重要的货币政策手段包括：数量型政策工具（存款准备金率）和价格型政策工具（加息）。本年内，中国人民银行先后六次提高法定存款准备金率（1/12、2/12、5/12、11/11、11/19、12/10），紧缩市场流动性。11 月底，大型/中小型银行的法定存款准备金率分别达到 18.5%/16.5%。总计冻结银行体系的资本金约 2 万亿左右。存款准备金率依然存在提升空间。10 月 20 日，人民银行同步提高了基准存贷款利率 25 个基本点，存款基准利率提高到 2.5%，仍然低于 10 月 4.4% 的通胀率。存款准备金率的上调和加息，都表明我国的货币政策进入了紧缩的周期中。50 个基本面的存款准备金率调整对上市银行净利润的负面影响低于 1%，但是 25 个基本点的加息对上市银行净利润的正面影响却在 4% 左右。加息是相对正面的影响，而准备金率的调整则是相对负面的影响，两种政策效果叠加，整体的效果是：银行的净利润同比增加。整体的政策效果利好银行股。

另外一个对银行股有着重要影响的政策是：人民币汇率政策。6 月 19 日，人民币汇率重启升值路径。人民币对美元升值近 3%，人民币升值提高了系统性风险，从而间接的提高银行股的收益率。本年，最重要的两项利好政策（加息和升值）已经在市场上兑现。从而从政策上支持银行板块。



行业监管政策始终也是决定银行股走势的重要因素。银行业的监管主要包括资本金监管、流动性监管和拨备监管。银行监管的主要目的是增强银行抵御风险能力，提高银行风险管理能力。

2009 年年底，银监会提高资本充足率要求（大型/中小型银行分别为 11.5%/10.5%）。2010 年，上市银行陆续开始了大规模的再融资，银行股在再融资狂潮中起起落落。其它行业性的监管措施还包括：75% 贷存比，2.5% 的拨贷比，以及巴塞尔协议（iii）出台后中国银监会提出的监管新规四大监管工具（资本充足率、杠杆率、拨备率和流动性）。监管环境的变化也在考验银行股。

资本金、拨备和流动性监管

2010 年是银行业监管新规相对较为集中的一年，部分新规已经成型，部分新规有待于逐步落实。

监管范围主要包括：资本金的监管、拨备监管和流动性监管。主要是为了保护银行，提高银行抵御风险的能力。

一、资本金方面的监管

第一、2010 年，银行业再融资、资本充足率变动及其影响

2010 年，各家银行集中通过各种渠道融资（定向增发、配股、次级债、IPO 等）募集资本金，力图使资本充足率达到了监管层监管要求。

14 家上市银行，外加 2 家银行 IPO，总计融资规模达到近 6400 亿元，其中大型银行总计融资规模达到近 4400 亿元，融资规模占比近 70%。大部分银行再融资已经结束，华夏定向增发、中信的配股、北京的次级债、宁波的定向增发还没有完成。

表 1 2010 年 14 家上市银行再融资汇总表，2 家银行 IPO

银行	融资方式	融资规模	配股比例	配股价格/发行价格	融资时间/公告时间	进程
中行	可转债	400 亿			2010-5-31	完成
	A+H 股配股	600 亿	10 股/1.0 股	2.36 元/股	2010-11-9	完成
	总额	1000 亿				
工行	可转债	250 亿			2010-9-3	完成
	次级债	220 亿			2010-9-16	完成
	A+H 股配股	450 亿	10 股/0.45 股	2.99 元/股	2010-11-24	完成
	总额	920 亿				
建行	A+H 股配股	617 亿	10 股/0.7 股	3.77 元/股	2010-11-11	完成
交行	A+H 股配股	330 亿	10 股/1.5 股	4.5 元/股	2010-6-22	完成
农行	A+H 股 IPO	1500 亿		2.68 元/股	2010-7-15	完成
招商	A+H 股配股	220 亿	10 股/1.3 股	8.85 元/股	2010-3-11	完成
浦发	定向增发	398 亿		13.08 元/股	2010-10-16	完成
华夏	次级债	44 亿			2010-3-4	完成
	定向增发	289 亿		11.17 元/股	2010-5-5	进行中



深发展	定向增发	69.07 亿,		18.26 元/股	2010-9-2	完成
兴业	次级债	30 亿			2010-3-30	完成
	A 股配股	180 亿	10 股/2 股	18 元/股	2010-6-12	完成
中信	次级债	165 亿			2010-5-28	完成
	A+H 股配股	260 亿			2010-10-13	未完成
民生	次级债	58 亿			2010-6-17	完成
光大	A 股 IPO	70 亿		3.10 元/股	2010-8-18	完成
北京	次级债	100 亿			2010-5-26	未完成
南京	A 股配股	50 亿	10 股/2.5 股	8.37 元/股	2010-11-24	完成
宁波	次级债	25 亿			2010-11-16	完成
	定向增发	45 亿		11.63 元/股	2010-9-3	未完成

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

到 2010 年 3 季度，所有上市银行的核心资本充足率都高于 7%，大型银行的资本充足率高于 11%，中小型银行的资本充足率高于 10%。随着 4 季度部分银行再融资完成后，其资本充足率和核心资本充足率将提高。

表 2 16 家上市银行的核心资本充足率

%

	20092q	20093q	20094q	20101q	20102q	20103q
深发展 A	5.08	5.20	5.52	5.46	7.20	7.00
宁波银行	11.56	10.02	9.58	9.07	9.04	9.18
浦发银行	4.68	6.76	6.90	6.86	7.01	7.09
华夏银行	6.84		6.84		6.49	
民生银行	5.90		8.92		8.32	
招商银行	6.50	6.61	6.63	7.83	8.05	8.03
南京银行	13.31	11.63	12.77	11.12	10.53	9.51
兴业银行	7.41	7.50	7.91	7.59	9.29	8.79
北京银行	13.48		12.38		10.75	
农业银行			7.74		6.72	9.75
交通银行	8.81	8.08	8.15	8.12	8.94	9.46
工商银行	9.97	9.86	9.90	9.58	9.41	9.33
光大银行			6.84		6.40	8.99
建设银行	9.30	9.57	9.31	9.17	9.27	9.33
中国银行	9.43	9.37	9.07	9.11	9.33	9.35
中信银行	10.45	9.84	9.17	8.31	8.26	8.80

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

表 3 16 家上市银行的资本充足率

%

	20092q	20093q	20094q	20101q	20102q	20103q
深发展 A	8.62	8.60	8.88	8.66	10.41	10.07
宁波银行	12.84	11.25	10.75	10.88	10.81	10.91
浦发银行	8.11	10.16	10.34	10.16	10.24	10.19
华夏银行	10.36		10.20		10.57	
民生银行	8.48		10.83		10.77	



招商银行	10.63	10.54	10.45	11.53	11.60	11.47
南京银行	15.20	13.21	13.90	12.15	11.59	10.48
兴业银行	9.21	10.63	10.75	10.63	11.96	11.30
北京银行	16.12		14.35		12.47	
农业银行			10.07		8.31	11.38
交通银行	12.57	12.52	12.00	11.73	12.17	12.53
工商银行	12.09	12.60	12.36	11.58	11.34	11.57
光大银行			10.39		9.36	11.94
建设银行	11.97	12.11	11.70	11.44	11.68	11.64
中国银行	11.53	11.63	11.14	11.09	11.73	11.73
中信银行	12.04	11.24	10.14	9.34	10.95	11.66

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

各家银行的资本充足率相对于 10%和 11.5%而言，超额资本相对较低。在未来业务的拓展中，业务的发展格局将发生深刻的变化。其一，加快发展低资本消耗，无须耗费资本的业务。比如：中间业务将加快发展；其二，提高风险定价能力，增加高收益的资产和产品的配置；其三，提高内源融资能力，通过提高利润，将部分利润转增资本，从而增加资本来拓展信贷业务发展空间。

第二、巴三对中国银行业再融资的影响

巴塞尔协议 3 没有大幅提高一级资本的要求，主要是为了不影响银行业正常经营和盈利状况，而只是增加资本留存缓冲和逆周期资本缓冲要求，对于系统重要性银行同时增加 1%的附加资本要求。这些措施主要是为了增强银行业抵御风险能力，确保在极端的市场环境下银行能够正常经营，从而减少对实体经济的影响。这些措施也在降低银行经营杠杆率，增加银行业的经营成本。

表 4 巴塞尔协议 3 的资本充足率结构要求

资本	二级明细	三级明细	变动	最低资本充足率要求
	核心一级资本	股权资本（包括：留存收益）	从 2%提高到 4.5%	
一级资本	一级资本	核心一级资本+非累积优先股		8%
	总资本	一级资本+附属资本 （例如：次级债、可转债等）		
资本留存缓冲				0-2.5%
逆周期资本缓冲				0-2.5%
系统重要性银行 资本要求				1%

数据来源：中信建投证券研究发展部

中国的银行有着不断扩张信贷规模的冲动。一方面为了降低不良贷款率。在不良资产清收困难较大的情况下，银行通过扩大信贷规模，增大分母来降低不良率。另一方面，在传统的信贷业务为主的盈利模式下，银行通过扩大信贷规模，提高市场份额，来增加利润来源，银行管理层获得较好的经营业绩。

2009 年 9.6 万亿信贷规模投放，2010 年银行仍存在继续增加信贷投放的冲动，而且由于信贷投放规模过大，不良贷款累计概率继续增加。从 2009 年年底以来，中国银监会开始通过提高资本充足率来限制银行信贷规模，提高银行抵御风险的能力。资本充足率要求从 8%提高到 10%，随后考虑到部分银行的系统重要性，又开始实



行差异化资本充足率要求；而后再次提高到 11.5%/10.5%。目前，大型/中小型上市银行的资本充足率分别为 11.5% 和 10.5%。如果按照巴塞尔协议 3 的要求，这样的资本充足率充分的考虑到总资本充足率要求、资本留存超额资本，逆周期监管资本要求，系统重要性银行附加资本。从而，我国银行业目前的资本充足率完全符合巴塞尔协议 3 的要求，而且我国银行业加强监管起步快于国际银行业。按照 3 年的融资周期，我国银行业在未来的 3 年时间中没有从资本市场再融资需要。

表 5 我国银行业资本充足率要求

资本的类型		
	大型	中小型
总资本充足率	8.0%	8.0%
超额资本（资本留存缓冲）	2.0%	2.0%
超额资本（逆周期资本缓冲）	0.5%	0.5%
系统性机构附加资本	1.0%	
合计	11.5%	10.5%

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

第三、结论

我国银行业加强资本充足率的监管举措早于国际银行业资本充足率监管，在 2009 年年底就开始提高银行资本充足率要求。通过一年时间内，上市银行多渠道融资后，银行的资本充足率已经达到了监管的要求。在此轮银行业融资的浪潮中，各家银行的大股东在其中发挥了举足轻重的作用，在向银行注入资金的过程中，同时也减少了银行再融资对资本市场的压力。融资结束后，银行业将在内外两重压力约束下，展开新一轮的盈利结构调整，加强风险管理，提高风险定价能力，同时加快非利息收入快速增长，通过收入结构的调整来实现盈利结构多元化，从而改变大规模融资后继续通过信贷规模扩张来实现业务增长的市场形象。

随着我国金融国际化进程推进，银行业的国际化也在快速的推进，银行业监管也需要适应国际银行业监管的标准。巴塞尔协议三的要求，有着明确的时间表。从一定角度来看，我国银行业资本充足率的监管要求已经切合了巴塞尔协议的要求，在中期和短期内，我国银行业不会再次出现大规模的资本金缺口，银行业不会出现类似的集中性的大规模再融资。

二、拨备方面的监管

第一、2010 年 3 季度，行业拨备覆盖率达到 233%

银监会对拨备覆盖率实行动态监管原则。2009 年，监管的要求从 130%提高到 150%。2010 年，由于房地产类、平台类贷款资产质量令人担忧，各家银行纷纷提高了拨备率。到 2010 年 3 季度，行业平均的拨备覆盖率达到 233%。相对 2009 年年底，提高 50%。其中：浦发最高，达到 308%，农行的最低，达到 160%。

表 6 16 家上市银行的拨备覆盖率变动

	%						
	20091q	20092q	20093q	20094q	20101q	20102q	20103q
深发展 A	130	133	153	162	188	224	254
宁波银行	155	160	168	170	187	206	197



浦发银行	218	216	213	246	274	302	308
华夏银行		153		167		194	
民生银行	151	170	186	206	219	229	259
招商银行	219	241	245	247	272	298	304
南京银行		165	173	174	188	204	223
兴业银行	230	219	228	255	261	279	287
北京银行	186	200	212	216	247	255	266
农业银行				105		136	160
交通银行	120	123	131	151	155	161	168
工商银行				164	180	190	210
光大银行				195		238	265
建设银行	142	151	161	176	192	205	213
中国银行	126	139	145	151	172	188	199
中信银行	157	150	160	149	170	170	176
行业平均	167	171	181	183	208	217	233

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

第二、行业的拨贷比

拨备覆盖率主要是针对不良贷款而言，是相对静态的一个监管指标，没有考虑到正常类和关注类贷款向不良贷款的迁移，并不能完全的覆盖信贷资产风险。从而银监会提出了 2.5% 拨贷比的要求，是拨备能够覆盖全部的贷款额，该项新规实施还处于征求意见的阶段。

本文测算了 16 家上市银行的拨贷比。具体的方法如下。

拨贷比=拨备额/贷款总额；

拨备额=拨备覆盖率*不良贷款额；

不良贷款额=不良贷款率*贷款总额。

所以，拨贷比=拨备覆盖率*不良贷款率

2010 年 3 季度的数据显示：银行业平均的拨贷比为 2.01%，其中大型银行相对较高，接近或者超过 2.5%，农行的达到 3.32%；中小型银行相对较低，宁波、兴业、中信、深发展该比率低于 1.5%，光大和南京高于 2.1%。

表 7 16 家上市银行拨贷比变动

	%						
	20091q	20092q	20093q	20094q	20101q	20102q	20103q
深发展 A	0.80%	0.96%	1.00%	1.10%	1.18%	1.37%	1.45%
宁波银行	1.41%	1.36%	1.28%	1.34%	1.33%	1.28%	1.28%
浦发银行	2.10%	1.94%	1.98%	1.97%	1.94%	1.87%	1.85%
华夏银行		2.38%		2.50%		2.48%	
民生银行	1.77%	1.46%	1.52%	1.73%	1.75%	1.81%	1.95%
招商银行	2.22%	2.08%	2.03%	2.02%	2.01%	1.99%	1.95%



南京银行	0.00%	2.26%	2.17%	2.12%	2.16%	2.14%	2.18%
兴业银行	1.65%	1.47%	1.39%	1.38%	1.39%	1.37%	1.38%
北京银行	2.48%	2.28%	2.15%	2.20%	2.02%	1.94%	1.91%
农业银行				3.07%		3.16%	3.32%
交通银行				2.05%	1.97%		2.05%
工商银行				2.53%	2.43%	2.39%	2.42%
光大银行				2.43%		2.26%	2.31%
建设银行	2.69%	2.57%	2.53%	2.64%	2.59%	2.50%	2.43%
中国银行	2.83%	2.50%	2.31%	2.30%	2.24%	2.26%	2.19%
中信银行	1.68%	1.49%	1.53%	1.42%	1.43%	1.38%	1.43%
行业平均	1.78%	1.90%	1.81%	2.05%	1.88%	2.01%	2.01%

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

第三、达到 2.5% 拨贷比，各家上市银行拨备覆盖率缺口

合理的拨备覆盖率=2.5%/不良贷款率

拨备覆盖率的缺口=合理的拨备覆盖率—3 季度实际的拨备覆盖率

测算结果显示：按照 2010 年 3 季度的拨备率测算，16 家上市银行平均的拨备覆盖率缺口达到 74%，其中，大型银行 7%，中型银行 105.48%，小型银行 100.4%；农行和华夏银行的拨备缺口为零。从而可见，大型银行拨贷比达标的压力小，但是中小型银行达标的压力较大。

表 8 16 家上市银行拨备覆盖率缺口

	不良贷款率	达到 2.5% 的拨备覆盖率	3 季度实际拨备率	拨备覆盖率率缺口
深发展 A	0.57	439%	254%	185%
宁波银行	0.65	385%	197%	187%
浦发银行	0.60	417%	308%	109%
华夏银行	1.28	195%	194%	1%
民生银行	0.75	333%	259%	74%
招商银行	0.64	391%	304%	87%
南京银行	0.98	255%	223%	32%
兴业银行	0.48	521%	287%	234%
北京银行	0.72	347%	266%	82%
农业银行	2.08	120%	160%	-40%
交通银行	1.22	205%	168%	37%
工商银行	1.15	217%	210%	7%
光大银行	0.87	287%	265%	22%
建设银行	1.14	219%	213%	6%
中国银行	1.10	227%	199%	28%
中信银行	0.81	309%	176%	133%
行业平均	0.94	304%	230%	74%

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS



按照银监会监管新规，系统重要性银行的拨贷比在 2012 年年底达标，非系统重要性银行拨贷比在 2016 年年底达标。按照静态的方法进行测算，工中建交的拨备缺口在 2011 年和 2012 年平均分摊，其他银行的拨备缺口在 2011-2016 年 6 年间平均分摊。按照以上的方法，每年需要增加的拨备率见下表。每年需要增加的拨备率同 2010 年 3 季度相对 2009 年 3 季度增加的拨备率进行比较，比较结果显示：前者都小于后者。从而得出结论：如果 2010 年相对 2009 年大幅提高拨备率没有严重伤及到银行业绩的话，满足 2.5% 的拨备缺口而增加拨备也不会对 2011 年以后银行业绩产生过大影响。

表 9 未来弥补拨备缺口对业绩影响程度分析

	每年增加拨备率	2010 年 3q 相对 2009 年 3q 增加的拨备覆盖率
深发展 A	31%	100%
宁波银行	31%	29%
浦发银行	18%	95%
华夏银行		41%
民生银行	12%	74%
招商银行	14%	59%
南京银行	5%	50%
兴业银行	39%	59%
北京银行	14%	53%
农业银行		54%
交通银行	18%	17%
工商银行	4%	46%
光大银行	4%	71%
建设银行	3%	52%
中国银行	14%	54%
中信银行	22%	17%
行业平均	16%	54%

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

第四、拨贷比的缺陷

其一，“一刀切”的方式；

其二，资产质量好，拨备率反而要求高。按照拨贷比的测算公式看，在不良率不断下降的情况下，达到 2.5% 的要求，拨备覆盖率必大幅提高。按照常理，不良率低，资产质量较好，拨备率可以适度下降，但是拨贷比实施后，在不良率下降的情况下，拨备率反而需要提高。这违背常理。

其三，就增量贷款而言，挤压了银行的盈利空间。新增贷款按照 2.5% 计提拨备后，相当于信用成本是 2.5%，目前，银行业 1 年期存贷利差为 3.06%，如果考虑到营业税及相关的经营费用支出，新增贷款盈利空间在下降。银行业监管最终的目的是保护存款人的利益，而保护存款人的利益，必须要保护银行本身。这项规定好似于此监管目的相悖。

其四，从测算公式来看，在行业不良率下降的大背景下，2.5% 的要求其实就是要求拨备覆盖率提高，从实质上来讲，其就是拨备覆盖率的一个替代指标而已。



第五、结论

就存量贷款而言，拨贷比类似于拨备覆盖率，如果按照 2.5%，大型银行达标压力小，中小型银行达标压力大；如果在未来的几年内平均分配达到目标值，上市银行的压力都不太大，对业绩的影响也相对有限。

就增量贷款而言，拨贷比提高了信用成本，存在侵蚀银行盈利空间的可能。

三、流动性方面监管

流动性风险方面的监管指标包括：存贷比，单一最大客户贷款比率，最大十家客户贷款比率，等。目前又增加了流动性覆盖率和净稳定融资比率，前者衡量单家银行应对短期流动性冲击的能力，净稳定融资比率用于度量银行较长期限内可使用的稳定资金来应对表内外资产业务发展的支持能力。流动性覆盖率和净稳定融资比率最低为 100%

贷存比作为流动性监管方面主要的指标，在信贷扩张的季节，存贷比指标被放宽，没有明确的目标值，但是在信贷控制的年份中，存贷比指标将被严格监控。2010 年，银监会加强信贷控制，在 2010 年年中，严格要求各家上市银行满足 75% 的存贷比。从具体的测算结果来看，各家银行通过增加存款规模，严格控制信贷规模降低存贷比。2011 年，各家银行依然存在信贷投放冲动，信贷规模低于市场预期，银监会可能将继续动用存贷比限额管理的指标来限制上市银行的流动性。

最大十家客户贷款比率低于 50%，单一最大客户贷款比率低于 10%。各家上市银行的贷款集中度较低。建设银行以上两个指标都是最小的。而且从历史数据来看，这种现象一直存在。这两个指标都对上市银行流动性的约束力相对有限，未来提升空间较大。

根据银监会测算，我国大型银行的流动性覆盖率和净稳定融资比率均在 110% 以上，中型银行流动性覆盖率为 93%，净稳定融资比率为 119%。这两个指标也符合监管要求。

流动性监管方面最有约束力的是存贷比，其他指标都满足监管层的要求，对上市银行经营没有特定约束力。

表 10 15 家上市银行的存贷比

%

	2007	20081H	2008	20091H	2009	20101H
深发展						74
北京银行	58	62	58		59	59
宁波银行	64	68	64	66	69	69
南京银行	60	60	62	62	63	59
华夏银行	65	70	72	72	71	70
兴业银行	69	75	71	71		
光大银行				48		74
招商银行	70	75	74	76	74	74
浦发银行	70	71	73	76	72	73
中国银行	64	62	61	67	70	71
工商银行	56		56	58	60	60



建设银行		61			60	62
交通银行	63	61	64	66		
中信银行		76	73	86	80	72
民生银行	74	72	75	83	77	72

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

表 11 15 家上市银行最大十家客户贷款比率

%

	2007.00	20081H	2008.00	20091H	2009.00	20101H
深发展	42.74	26.46	26.90	26.24	40.85	29.03
北京银行	43.90	43.10	40.89	44.72	44.42	42.68
宁波银行	21.17	20.24	24.54	29.17	33.78	28.2
南京银行	25.54	24.05	26.62	46.05	37.41	38.43
华夏银行	41.70	41.51	27.48	30.19	33.99	35.46
兴业银行	20.94	18.84	19.77	40.63	38.71	30.06
光大银行		--	--	--	--	45.69
招商银行	32.42	36.50	32.14	33.01	28.82	23.08
浦发银行	28.93	27.11	24.30	28.82	25.04	26.49
中国银行	16.10	17.00	17.60	25.50	28.00	23.40
工商银行	21.10	21.10	20.40	20.50	20.90	22.80
建设银行	19.86	19.69	20.72	18.90	18.94	17.01
交通银行	21.73	18.65	21.10	23.08	22.15	24.46
中信银行	--	21.93	23.95	28.69	39.52	28.68
民生银行	28.17	25.61	27.34	45.76	34.01	30.40

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

表 12 15 家上市银行单一最大客户贷款比率

%

	2007	20081H	2008	20091H	2009	20101H
深发展	5.4	3.1	4.2	3.4	7.8	5.8
北京银行	9.1	8.8	7.8	7.2	6.9	5.5
宁波银行	2.4	2.4	3.2	4.6	4.8	6.26
南京银行	4.0	3.4	3.4	8.7	6.0	4.7
华夏银行	5.6	6.1	3.7	4.7	4.8	5.2
兴业银行	4.2	2.2	2.8	8.1	6.5	4.7
光大银行						6.4
招商银行	6.1	5.9	5.3	5.1	5.7	4.4
浦发银行	4.2	5.2	3.0	3.5	3.4	4.6
中国银行	3.4	3.3	3.4	3.9	3.8	3.3
工商银行	3.1	3.2	2.9	3.0	2.8	3.0
建设银行	4.7	4.2	3.7	3.1	3.1	2.6
交通银行	2.7	3.0	3.8	3.3	2.8	4.0
中信银行	3.4	2.9	4.2	4.2	5.8	4.4
民生银行	3.8	4.6	4.5	9.1	6.5	4.3

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS



四、本部分主要结论：

银行监管始终作为一种外力推进银行的经营管理，业务改革，最终的目的是保护银行业，确保银行业稳健运营。2010 年，资本金、流动性和拨备方面的监管不断深入展开。在外力的推动下，上市银行自身的资本金得到补充，资本实力增强，以信用风险管理和流动性风险管理为代表的全面风险管理能力得到进一步提升。

2010 年，上市银行进行了大规模的再融资，资本充足率提高到 10%以上。2011 年开始，银行将在补充了资本金弥后，开始调整业务结构，加快发展中间业务，提高风险定价能力，降低资本消耗，提高资本收益率。如果拨贷比按照明确的时间表展开，从信贷存量来讲，不会对银行业业绩形成过大影响；对信贷增量而言，提高了信贷业务的信用成本。存贷比方面的监管目的主要是为了控制信贷规模，降低银行业的流动性风险。

2010 年，银行业依靠外力完成融资，提升风险管理能力。2011 年以后，中国银行业将开始苦练内功，改善自身的业务模式，提高资本收益率。

银行股上涨的主要宏观因素：增长率上行、通胀率下行

银行股的持续上涨是有条件的，除了低估值以外，还必须具备另外一个条件——经济持续全面向好。究竟哪些宏观经济指标能影响到银行股的走势呢？我们按照 APT 模型的构建思路来解决这个问题，竭力去发现哪些因素风险变量。

1、实证研究：影响银行股走势的宏观层面的因素风险变量

APT 模型在现实的中的应用步骤。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起来，构建起 APT 模型，并且利用这个模型来预测资产的收益率。

我们设定的样本期间是：2007 年 1 月——2010 年 9 月，使用季度数据或者月度数据。最终发现了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)）、英国的通胀率（CPI(uk)）、日本的通胀率（CPI(Japan)）、中国的货币供给增速（M）。在这些因素中，货币层面的因素包括：货币供给增速、通胀率（中国、英国和日本）；实体经济层面的因素风险包括：经济增长率和社会零售销售增速。

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

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

预测模型为：
$$E(r_i^{bank}) = r_f + 4.24(GDP_{i+1}^e - 9\%)$$

（2）月度收益率预测模型



月度数据的 APT 模型:

$$E(r_i^{bank}) = r_f + b_1 Retail_{i+1}^e + b_2 CPI(china)_{i+1}^e + b_3 CPI(uk)_{i+1}^e + b_4 CPI(Japan)_{i+1}^e + b_5 M_{i+1}^e$$

预测模型为:

$$E(r_i^{bank}) = r_f - 2.24(Retail_{i+1}^e - 17.85\%) - 1.05(CPI(china)_{i+1}^e - 3.5\%) - 5.29(CPI(uk)_{i+1}^e - 2.9\%) - 0.30(CPI(japan)_{i+1}^e + 0.9\%) + 0.71(M_{i+1}^e - 19.7\%)$$

2、从宏观层面来讲，我们对 2011 年银行股的走势研判——前低后高

银行板块指数上涨的动力主要来自：中国经济增长率高于 9%，货币供给增速高于 19.7%，零售销售低于 18%，中国的通胀率低于 3.5%，英国的通胀率低于 2.9%，日本的通胀率高于 -1%。

银行板块指数下跌的因素主要来自：中国经济增长低于 9%，货币供给增速低于 19.7%，零售销售高于 18%，中国的通胀率高于 3.5%，英国的通胀率高于 2.9%，日本的通胀率低于 -1%。

2011 年，中国和世界宏观经济都处在复苏的路径中。为了控制通胀率，中国已经开始进入货币紧缩周期中，但是日本、美国和欧元区依然处于货币扩张的周期中。2011 年，中国的经济增长率将趋于稳定，货币供给增速确定下降，通胀率可能回升，零售销售确定提高；英国的通胀率将在 2% 以上，日本仍将处于通缩状态。

基于以上判断，2011 年，银行股上涨的动力因素：中国经济增长率将高于 9%，英国通胀率低，日本处于通缩状态。银行股下跌的动力因素是：中国货币供给增速下降（2011 年为 15%-16%），零售销售增长（2011 年为 19% 以上）。不太确定的因素是：中国未来的通胀率，如果 CPI 低于 3.5%，通胀率成为上涨动力；如果 CPI 高于 3.5%，通胀率则成为下跌动力。由于宏观基本面始终存在着两种相反的力量，银行股难以出现单边走势，更多是双向的波动。

按照以上的分析框架，2011 年，银行股整体为上涨态势，毕竟经济处于复苏路径上，经济增长率趋于稳定（中信建投证券宏观组预测 2011 年经济增长率为 9.3%），通胀率仍将控制在温和通胀范围以内（宏观组预测 2011 年通胀率为 4.2%）。由于以上的分析框架为季度和月度模型，而因素风险在每个月都变动，从而各个月银行股可能涨涨跌跌。

从各个季度的变动来讲，银行股走势为前低后高。中国经济增长率先触底而后回升；货币供给增速可能是持续回落（2010 年货币供给增速平均为 22% 左右），前期回落速度快一些；零售销售增速逐步上升，后期的上升的速度快一些；通胀率是前高后低。全年看来，前期银行股向下的动力因素更多，后期银行股向上的动力因素更多。整体的判断，银行股前低后高。

银行股转换的契机是：中国通胀率开始触顶回落。



加息提高银行净息差和业绩

通胀率高企后，流动性过剩成为主要的诱因之一。控制信贷投放规模成为监管部门的必然选择。2010 年，新增贷款 7.5 万亿，或许存在超标的可能。2011 年，信贷投放继续严格控制，实行信贷投放规模目标制。我们估计信贷投放规模在 7 万亿左右，信贷投放的节奏依然是 3: 3: 2: 2。尽管信贷规模减少，但是在加息周期中，利率将提高，银行的净息差提高，银行的净利润仍将保持一定幅度增长。

随着中国通胀率的不断走高，我国将进入加息的周期中。2010 年 10 月，我国通胀率达到 4.4%，创了 18 个月以来的新高。2010 年 10 月 20 日，中国人民银行提高了基准利率 25 个基点，存款利率达到 2.5%。存款利率依然低于通胀率，我国仍处于负利率的经济环境中。中信建投宏观组预计 2011 年，我国将进行 3-5 次加息，基准利率达到 3.75%。基准利率提高，活期存款利率维持不变，银行净息差将不断提高，对银行业业绩的贡献将进一步改善。

基于各家上市银行估值模型，假设对称加息，活期存款的利率维持不变。预测各家银行的净息差变动幅度、净息差弹性、银行净利润变动幅度、净利润的弹性。其中：

$$\text{净息差弹性} = \frac{\Delta \text{NIM}}{\Delta I} ;$$

$$\text{净息差弹性} = \frac{(\Delta \text{Profit} / \text{Profit})_2 - (\Delta \text{Profit} / \text{Profit})_1}{\Delta I / I} ;$$

1、加息提高净息差，而且边际效应递增

从最终的分析结果中，我们可以看出：（1）加息后，各家上市银行的净息差普遍提高；而且利率提高的幅度越大，净息差提高的幅度就越大，边际效应递增；（2）加息 25 个 bp，上市银行的净息差平均提高 7 个 bp；加息 75 个 bp，净息差平均提高 23 个 bp；加息 125 个 bp，净息差平均提高 39 个 bp。

从净息差变动对利率变动的弹性中，我们可以看出：北京、交通、招商、和光大对利率变动的弹性最大，接近 0.4，也就是说，如果基准利率提高 25 个 bp，净息差提高 10 个 bp；而农行、深发展、华夏和浦发的弹性最小，接近 0.2，也就是说，如果基准利率提高 25 个 bp，净息差提高 5 个 bp；行业平均的弹性为 0.3，也就是说，基准利率提高 25 个 bp，行业平均的净息差提高 7.5bp。

表 13 利率变动带来的净息差变动幅度

	提高 25BP	提高 75bp	提高 125bp
基准利率	2.75%	3.25%	3.75%
农行	0.02%	0.07%	0.13%
交通	0.11%	0.33%	0.55%
工行	0.07%	0.22%	0.36%
建行	0.03%	0.25%	0.41%
中行	0.10%	0.30%	0.49%
光大	0.09%	0.28%	0.46%



浦发	0.06%	0.18%	0.31%
华夏	0.06%	0.15%	0.31%
招商	0.09%	0.31%	0.52%
兴业	0.07%	0.21%	0.35%
中信	0.09%	0.27%	0.45%
民生	0.08%	0.23%	0.38%
深发展	0.04%	0.12%	0.32%
北京	0.11%	0.33%	0.55%
南京	0.07%	0.20%	0.32%
宁波	0.08%	0.24%	0.39%
平均	0.07%	0.23%	0.39%

数据来源：中信建投证券研究发展部

表 14 净息差变动对利率变动的平均弹性

北京	0.44
交通	0.44
招商	0.40
中行	0.39
光大	0.37
中信	0.36
宁波	0.32
民生	0.30
工行	0.29
兴业	0.28
南京	0.26
建行	0.26
浦发	0.24
华夏	0.23
深发展	0.19
农业银行	0.09
平均	0.30

数据来源：中信建投证券研究发展部

2、加息提高净利润，而且边际效应稳定

从最终的分析结果中，我们可以看出：（1）加息后，各家上市银行的净利润普遍提高；而且利率成倍提高，净息差成倍提高，边际效应不变；（2）加息 25 个 bp，上市银行的净利润平均提高 3.43%；加息 75 个 bp，净利润平均提高 10.3%；加息 125 个 bp，净利润平均提高 17.62%。

从净利润对利率变动的弹性中，我们可以看出：中行、交通、北京和光大对利率变动的弹性最大，接近 0.5，也就是说，如果基准利率提高 25 个 bp，净利润提高 5%；而农行、深发展、南京和浦发的弹性最小，接近 0.25，也就是说，如果基准利率提高 25 个 bp，净利润提高 2.5%；行业平均的弹性为 0.35，也就是说，基准利率提高 25 个 bp，行业平均的净利润提高 3.5%。



表 15 利率变动带来的净利润变动幅度

	提高 25BP	提高 75bp	提高 125bp
基准利率	2.75%	3.25%	3.75%
农业银行	2.24%	6.32%	11.20%
工行	2.89%	8.92%	14.87%
建行	3.21%	9.64%	16.06%
中行	4.99%	15.20%	24.97%
交通	4.85%	14.56%	24.27%
浦发	2.82%	8.45%	14.58%
华夏	3.08%	7.45%	15.42%
招商	3.33%	11.42%	19.04%
兴业	4.57%	13.31%	22.56%
深发展	1.40%	5.00%	12.33%
中信	2.92%	8.77%	14.62%
光大	4.75%	14.26%	23.76%
民生	3.16%	9.48%	15.81%
南京	2.79%	8.36%	13.08%
北京	4.75%	14.26%	23.76%
宁波	3.12%	9.35%	15.58%
平均值	3.43%	10.30%	17.62%

数据来源：中信建投证券研究发展部

表 16 净利润对利率变动的弹性

上市银行	弹性
中行	0.50
交通	0.49
北京	0.48
光大	0.48
兴业	0.45
招商	0.36
建行	0.32
民生	0.32
宁波	0.31
工行	0.29
中信	0.29
华夏	0.29
浦发	0.28
南京	0.27
农行	0.22
深发展	0.18
均值	0.35

数据来源：中信建投证券研究发展部



我们认为：北京、光大和招商、兴业的净息差和净利润对加息的弹性更大，在加息周期中将受益更大。

中国银行业非利息收入需加快发展

1、中间业务收入占比增速在 2%-3%左右

从政策导向来讲，无论是资本充足率要求和存款准备金率要求的提高，银行都需要加快收入结构调整，增加中间业务收入，来确保在杠杆比率下降、信贷规模减少的情况下，银行能够获得稳定的业绩增长。

大型银行业务空间较大，较早的开始业务结构和收入结构的调整，从而无论是中间业务收入还是手续费和佣金净收入占比都在 15%以上。同样，在银行业加强监管的环境中，大型银行作为系统重要性银行，也受到较大的约束。比如：资本充足率要求高，需要增加超额资本要求；法定存款准备金率要求高出 0.5%；等。这些约束力的存在降低了大型银行的杠杆率，减少了可动用的信贷资金，大型银行有更大动力来发展中间业务收入。大型银行作为行业的领头羊，中间业务发展的现状和趋势都能引导行业的发展方向。

中小型银行综合化经营起步较晚，手续费和佣金净收入占比低于 10%。由于投资收益波动较大，中间业务收入占比高于手续费和佣金净收入占比，而且波动性也相对较大。在中间业务收入发展的过程中，中小型银行是行业的追随者，成长的后发优势明显，未来发展空间较大。

表 17 16 家上市银行，手续费和佣金净收入占营业收入的比重变动

	20083q	20084q	20091q	20092q	20093q	20094q	20101q	20102q	20103q	变动
中行	16.2%	15.9%	22.3%	20.4%	18.9%	18.2%	23.2%	19.3%	18.8%	2.5%
建行	14.8%	12.9%	18.1%	17.7%	18.6%	17.6%	22.4%	21.5%	18.5%	3.7%
工行	13.2%	12.1%	18.6%	18.8%	17.0%	17.0%	20.9%	19.7%	18.2%	5.1%
农行					16.0%	15.5%			15.7%	-0.3%
招商	12.8%	14.8%	14.6%	18.1%	16.2%	13.3%	15.5%	16.9%	15.2%	2.4%
民生	12.7%	2.3%	10.5%	11.1%	12.4%	10.4%	16.6%	17.9%	14.0%	1.3%
交通	10.9%	10.5%	13.5%	16.2%	14.8%	12.2%	14.5%	14.4%	13.3%	2.4%
光大						9.0%			13.0%	3.9%
兴业	7.8%	9.1%	7.4%	11.1%	8.7%	11.6%	10.2%	10.7%	11.3%	3.5%
中信	7.4%	9.5%	8.9%	10.4%	9.3%	12.0%	9.7%	10.1%	10.9%	3.5%
南京	9.4%	7.7%	7.3%	11.7%	9.7%	7.8%	7.9%	10.4%	9.4%	0.0%
深发展	7.8%	4.9%	5.2%	7.6%	8.4%	10.0%	7.8%	9.8%	8.6%	0.7%
浦发	5.0%	5.0%	6.0%	6.7%	5.2%	6.1%	8.0%	8.1%	7.4%	2.4%
宁波	15.9%	6.7%	9.9%	13.0%	10.8%	10.1%	11.0%	8.4%	6.9%	-9.0%
北京	3.9%	3.4%	5.2%	6.3%	5.6%	4.8%	6.3%	6.6%	6.7%	2.9%
华夏	4.4%	5.2%	7.3%	8.0%	5.9%	3.4%	6.8%	7.1%	5.8%	1.5%

数据来源：中信建投证券研究发展部，

手续费和佣金净收入在两年时间中得到了快速增长，其中：工行、建行、兴业、中信和北京增幅相对较大。但是考虑到增长空间而言，北京、中信和兴业的手续费和佣金净收入将出现较快增长。从行业平均的趋势来看，手续费和佣金净收入占比每年将呈现 1%-3%左右的增长。



中间业务收入=手续费和佣金净收入+投资净收益。从 2008 年 3 季度到 2010 年 3 季度，上市银行的中间业务收入波动较大，除了个别银行的异常变动外，行业年平均的增速在 2%-3% 左右。其中：建行、兴业、交通、招商、工行、和中信的增幅相对较高。

表 18 16 家上市银行中间业务收入占比

	20083q	20084q	20091q	20092q	20093q	20094q	20101q	20102q	20103q	变动
中行	34.0%	28.3%	28.7%	38.2%	35.2%	14.9%	22.6%	16.8%	27.4%	-6.5%
建行	7.3%	14.6%	22.0%	20.4%	20.4%	18.2%	23.2%	22.2%	19.5%	12.2%
工行	13.9%	13.8%	19.9%	23.5%	22.0%	18.8%	21.7%	20.6%	19.0%	5.1%
招商	12.3%	11.1%	15.1%	23.4%	16.7%	14.9%	16.5%	18.6%	18.7%	6.4%
交通	9.4%	11.4%	17.1%	17.7%	16.8%	12.4%	15.2%	15.5%	16.0%	6.5%
农行					16.3%	13.8%			15.8%	-0.5%
兴业	6.6%	13.6%	11.0%	11.0%	10.6%	17.9%	10.5%	11.9%	14.4%	7.8%
南京	14.3%	17.9%	25.7%	21.7%	8.0%	8.6%	14.8%	16.6%	14.2%	-0.1%
民生	12.9%	6.1%	22.1%	42.0%	12.8%	11.1%	17.2%	18.4%	14.0%	1.1%
光大						7.2%			13.2%	6%
中信	7.6%	7.1%	13.1%	7.1%	9.9%	12.2%	8.9%	8.9%	12.1%	4.5%
深发展	9.6%	14.1%	10.2%	16.2%	9.7%	10.6%	9.2%	12.4%	11.6%	2.0%
北京	5.6%	4.7%	8.0%	10.3%	8.3%	7.8%	6.9%	9.5%	8.6%	3.0%
浦发	5.2%	5.8%	6.7%	8.3%	6.5%	6.9%	7.9%	9.8%	8.0%	2.8%
宁波	13.5%	12.1%	10.5%	14.3%	10.5%	10.0%	10.5%	8.5%	6.4%	-7.1%
华夏	21.0%	22.7%	31.0%	24.4%	19.9%	-39.6%	8.2%	5.8%	5.8%	-15.2%

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

中间业务发展存在不同的发展阶段，我国大型银行已经进入成长的阶段，中间业务中创新类业务是中间业务的重心；而中小型银行尚处于初级阶段，正在酝酿从初级阶段向成长阶段演变，传统类中间业务占比依然较大，正在积极培育创新类业务发展。

表 19 中间业务发展的不同阶段

不同阶段	业务重心
初级阶段	扩大市场份额
成长阶段	增加服务功能
高级阶段	以投资银行、银行卡、信用担保、衍生中间业务为主
	适应世界银行业发展的趋势

数据来源：中信建投证券研究发展部，

2、2010 年 3 季度，上市银行非利息收入占比达到 20%

中国上市商业银行平均的非利息收入占比从 2005 年 15.4%(加权平均值)提高到 2009 年 9 月 30 日的 20.5%。从各家银行来看，上市银行非利息收入占比可以分为 3 个层级，分别是 10%以下、10%-20%，20%以上。以 2010 年 9 月 30 日的数据来看，浦发、华夏和北京非利息收入占比低于 10%，中行、建行、工行和招商的非利息收入占比超过 20%。

大部分上市银行的非利息收入占比在逐年提高，尤其是从 2008 年以来，该比率出现快速提高。但是，交行、农行和华夏，这三家银行的情况极为特殊，非利息收入在 2005-2006 年占比超过 25%，但是随后开始下降，而



后转而提高。

表 20 中国 16 家上市银行非利息收入占比

	2005	2006	2007	2008	2009	20100930
中行	13.5%	17.0%	15.5%	28.6%	31.6%	30.4%
建行	8.4%	6.6%	12.2%	15.9%	20.7%	22.4%
工行	8.9%	8.8%	11.7%	15.1%	20.6%	20.5%
招商	13.2%	14.3%	17.2%	15.2%	21.5%	20.3%
交通	31.2%	31.0%	13.8%	14.4%	17.8%	19.0%
民生	3.5%	7.4%	10.8%	13.2%	23.3%	17.5%
农业	44.5%	37.7%	12.1%	8.2%	18.3%	16.9%
光大	9.6%	6.1%	11.3%	9.6%	19.2%	15.9%
南京	8.5%	10.4%	-1.6%	19.5%	12.7%	15.8%
兴业	4.4%	2.9%	5.5%	11.9%	14.1%	13.7%
中信	6.5%	7.6%	6.0%	10.1%	11.8%	13.3%
深发展 A	10.2%	9.1%	11.1%	13.2%	14.1%	12.9%
宁波	5.3%	7.4%	8.1%	15.1%	14.9%	11.4%
浦发	4.5%	6.0%	6.6%	8.8%	8.9%	9.8%
北京	3.1%	5.8%	5.8%	9.9%	7.9%	9.3%
华夏	26.7%	26.7%	21.1%	23.4%	7.7%	7.5%
行业平均值	15.4%	15.7%	12.4%	15.9%	20.9%	20.5%

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

各主要经济体，非利息收入占比（等于非利息收入/（非利息收入+利息收入））对比分析。美国的非利息收入占比在 2007 年达到最小值，2008 年以后，非利息收入占比开始增加。2009 年达到 33.48%。英国非利息收入占比在 2008 年达到最小值，2009 年回升到 36.52%。

表 21 主要国家银行业非利息收入占比

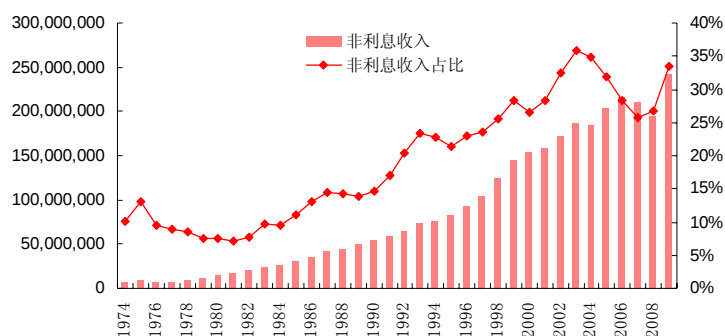
	2005	2006	2007	2008	2009
美国	31.9%	28.4%	25.7%	26.8%	33.5%
英国	21.1%	18.3%	17.3%	15.5%	36.5%
欧元区	NA	34.1%	49.4%	51.0%	NA
日本	35.6%	32.1%	32.3%	30.2%	31.0%
印度	18.0%	17.1%	12.8%	15.1%	16.6%

数据来源：中信建投证券研究发展部，

相比发达国家，我国上市银行业非利息收入占比平均仍有 10%的提升空间，其中大型银行占比提升空间在 10%以内，但是中小型银行的占比提升空间在 10%-20%。



图 1：美国商业银行非利息收入占比变动图



数据来源：中信建投证券研究发展部 FDIC

中国上市银行大力发展中间业务收入存在内外两方面动力。

从外部来讲，监管层加强对信贷业务的监管，通过提高资本充足率、强化存贷比、要求为贷款余额准备必要的拨备提高资产质量，这些都在压缩信贷业务扩张的规模，以及现有信贷业务的收益。银行为了确保稳定的收益增长，也需要增加非利息收入，重点是加快发展中间业务。同时，随着对公客户和对私客户需求的日益丰富，银行也需要为其提供全面的服务。比如：企业需要租赁、抵押、外汇买卖、咨询、担保等金融服务，银行可提供债券股票发行、重组并购、复杂结构融资、资产托管等投资银行业务。随着居民收入水平提高，人们由单纯的消费者转变为借款者、投资者和消费者，消费习惯逐步由生存型消费、数量型消费向发展型、质量型、消费型转变，形成一个庞大的个人消费服务市场，包括个人理财服务、资产管理业务、信托和不动产业务、托管业务、依据客户需求定制的存、贷方面的业务。从内部来讲，银行之间、银行和非银行金融机构的竞争加剧也在激励银行业加快非利息收入发展。

从中间业务发展的路径依赖上看，2011 年大型银行将继续侧重创新类中间业务发展，提高单位客户的业绩贡献度，而中小型银行将加强传统类中间业务发展的同时逐步拓展创新类业务。另外，中小型银行将更加重视金融市场业务的发展，提供投资收益也是实现“短平快”赢利的主要路径。我们预测：上市银行非利息收入的平均增速在 30% 左右，主要是银行卡业务、个人理财业务、投资收益等。

加息、升值同银行股变动关系

我们认为：利率和汇率变动都将借助直接渠道和间接渠道影响到银行股的投资收益率。直接渠道是利率变动作为宏观信息变量直接影响到银行股，间接渠道是利率变动带动市场指数的变动，从而再通过系统性风险影响到银行股。

下文首先分析各个银行股的贝塔系数。随后分析利率和银行股之间的关系、汇率和银行股之间的关系。

1、银行股的贝塔系数

各家上市银行对沪深 300 指数的变动都有显著的反映。回归分析结果可以测算出贝塔系数。本文使用从 2007/1——2010/10 的月度数据测算了相应贝塔系数。其中：兴业、深发展、交通、浦发、光大和招商系数相对较高。



表 22 各家上市银行的贝塔系数

兴业	深发展 A	交通	浦发	光大	招商	南京	宁波
1.27	1.20	0.96	0.94	0.91	0.90	0.88	0.87
华夏	中信	北京	民生	建行	中行	工行	农行
0.85	0.85	0.84	0.80	0.75	0.60	0.60	0.51

数据来源：中信建投证券研究发展部

2、中期内，加息拖拽银行股股价；长期内，加息提升银行股股价

本文是使用月度数据分析加息和银行板块指数之间的关系。在金融全球化的大背景下，世界主要国家的利率变动具有同步性。本文详细分析了中国、美国、日本、英国和欧元区基准利率同银行股之间关系。

分析结果：中期内，利率和银行板块指数反向变动。具体结论如下：（1）中国利率显著影响到银行股指数、其他国家利率同银行股之间不存在显著性关系。（2）中国利率负向影响到银行股。中期内，利率提高，银行板块指数下跌。（3）银行板块指数同时对中国利率和美国利率（或者英国利率、日本利率）进行二元回归分析，中国利率和美国利率（或者英国利率、日本利率）的系数都显著，前者的系数为正，后者的系数为负。美国利率（或者英国利率、日本利率）下降，银行板块指数下跌。（4）银行板块指数对中美利差、中国和日本利差分别进行一元回归分析，利差系数显著。

我们的判断是：2011 年，中国基准利率提高、美国联邦基金利率可能持续在低位，中国利率高于美国和日本利率。以上所有关系都表明：中期内，从利率提高，银行板块指数下跌，但是弹性系数 10%以内。

但是，从长期来看，利率变动和银行板块指数同周期。从 2005 年 7 月到 2007 年 10 月期间，我国基准利率提高，银行板块指数提高；在 2007 年 10 月-2008 年 10 月期间，利率在高位维持不变，银行板块指数回落；在 2008 年 10 月-2009 年 1 月期间，利率快速下降到谷底，银行板块指数持续下降，从 2009 年 1 月——2010 年 9 月，利率维持在低位，银行板块指数在震荡整理中总体上升。在这个完整的利率周期中，银行板块指数同利率变动同涨同跌。

长期中，利率同银行板块指数同周期，主要的原因是：加息提高银行净息差，增厚银行的净利润；降息拉低银行的净息差，降低银行的净利润。中长期内，银行股股价变动将反映上市银行业绩。从而，长期内，利率和银行板块指数同周期，加息预示银行板块指数将上涨。

从长期来看，利率和银行股股价之间存在同周期性。在利率提高的初期，银行股上涨的概率较大；在利率维持高位时，银行股可能持续回落；在利率下降的过程中，银行股股价将继续向下。如图 3 所示。

表 23 利率变动和银行股之间关系（中期）

	中国利率	美国利率	中国-美国	中国-日本
常数项	系数	系数	系数	系数
单变量分析				
0.1500	-0.0049			
(2.11)	(-2.12)			
双变量分析				
0.1950	-0.0800	0.0240		
(2.78)	(-0.313)	(2.34)		

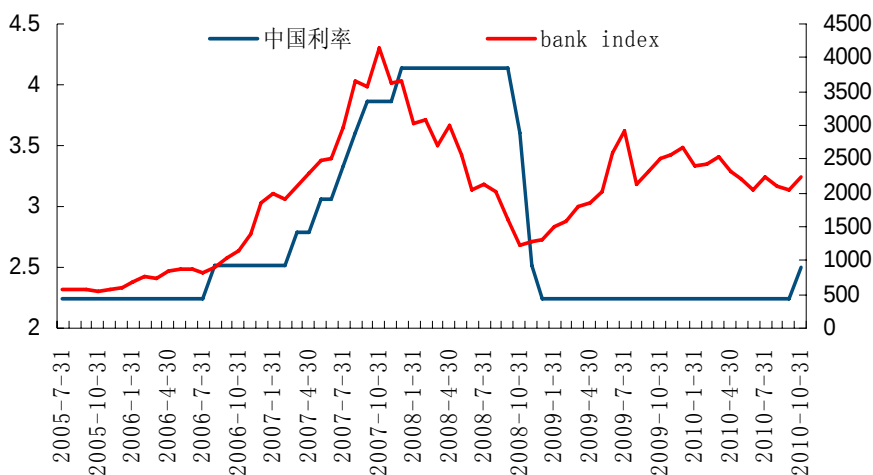


利差关系

0.20	-0.02	-0.07
(2.72)	(-2.03)	(-2.5)

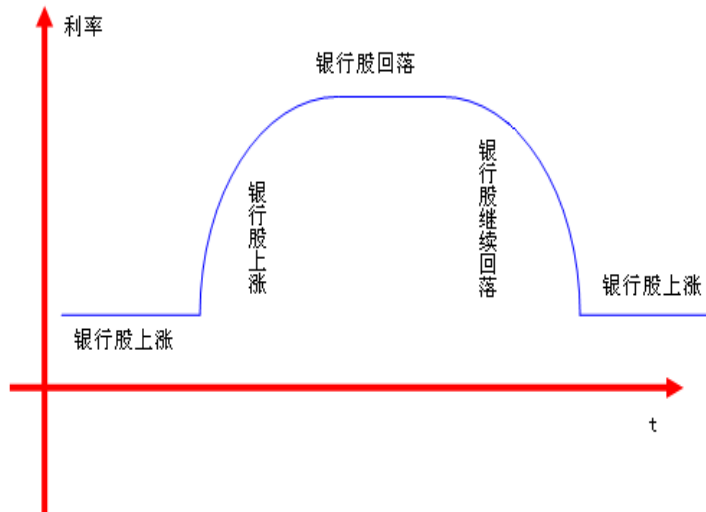
数据来源：中信建投证券研究发展部

图 2：长期来看，利率变动和银行板块指数同周期



数据来源：中信建投证券研究发展部 。winds

图 3：利率和银行股股价变动关系图——银行股和利率顺周期的表现



数据来源：中信建投证券研究发展部

3、人民币升值和银行股价间关系

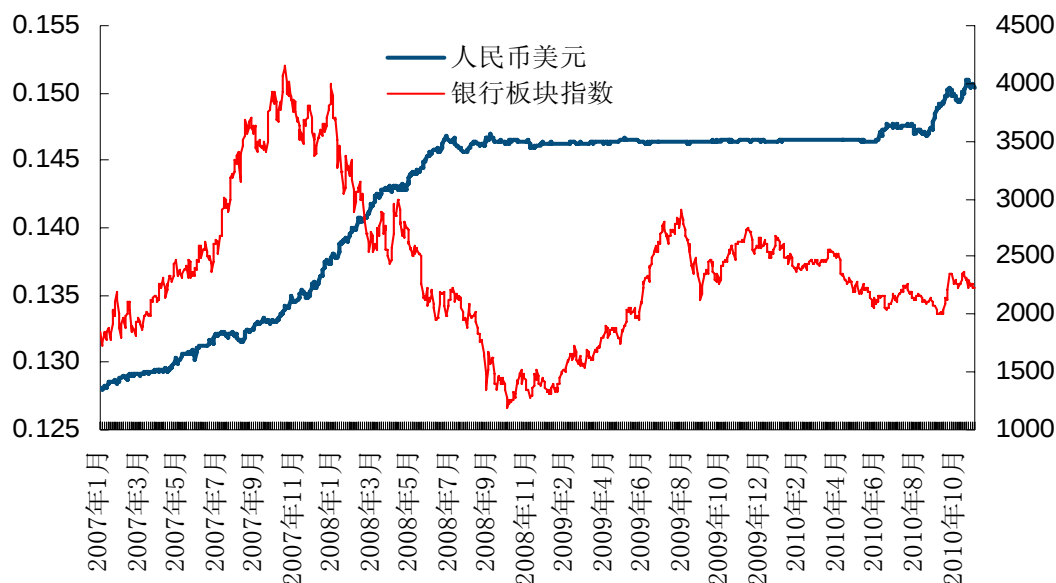
人民币升值作为一种系统性风险存在，银行股势必对其做出对应的反映。人民币汇率影响到沪深 300 指数，再借助这种系统性风险来影响到银行股。从而本文分析了银行板块收益率和人民币汇率之间的关系，沪深 300 指数和人民币汇率间的关系。

本文分析了日数据、周数据和月度数据，结果显示：只有日数据存在显著关系。下文详细叙述日数据分析结果。



时间序列期间为：2007/1/4——2010/11/23。总计 940 对日数据。人民币汇率为中国外汇交易中心公布的人民币美元汇率中间价，银行板块指数为 wind 银行板块数据。分析结果显示：人民币美元汇率升值拉升银行板块指数。具体而言：人民币升值 1%，银行板块指数上涨 1.17%；人民币升值 1%，沪深 300 指数上涨 1.13%。从而，沪深 300 指数和银行板块指数对人民币汇率变动的市场反映大致相当。

图 4：人民币升值预期和沪深 300 指数（日数据）



数据来源：中信建投证券研究发展部 WIND

本文使用日数据分析了人民币汇率和各家上市银行股股价之间的关系。

人民币汇率升值分为两个阶段：第一个阶段，2007/1/4——2009/9/30，期间人民币对美元升值。第二个阶段，2010/6/22——2010/11/23，期间人民币兑美元再次开始双向波动。因此，本文分析人民币汇率和银行股的关系分为三个时间序列：全部（2007/1/4——2010/11/23）；前段（2007/1/4——2009/9/30），后段（2010/6/22——2010/11/23）。

表 24 银行股和人民币汇率实证结果（日数据）

		常数项	系数
光大	后段有效	-0.0016	-5.14
		(-0.403)	(-1.9)
中信	后段有效	-0.0098	-3.06
		(-0.46)	(-1.88)
建行	后段有效	-0.00114	-2.84
		(-0.78)	(-2.54)
交行	后段有效	-0.0018	-2.64
		(-1.03)	(-2)
深发展	后段有效	-0.0001	-2.23
		(-0.56)	(-1.62)



招商	全部序列	-0.00055	-2.20
		(-0.53)	(-1.78)
工行	后段序列有效	0.0013	-1.87
		(-0.84)	(-1.64)
	全部序列也有效	-0.00046	-1.49
		(-0.6)	(-1.81)

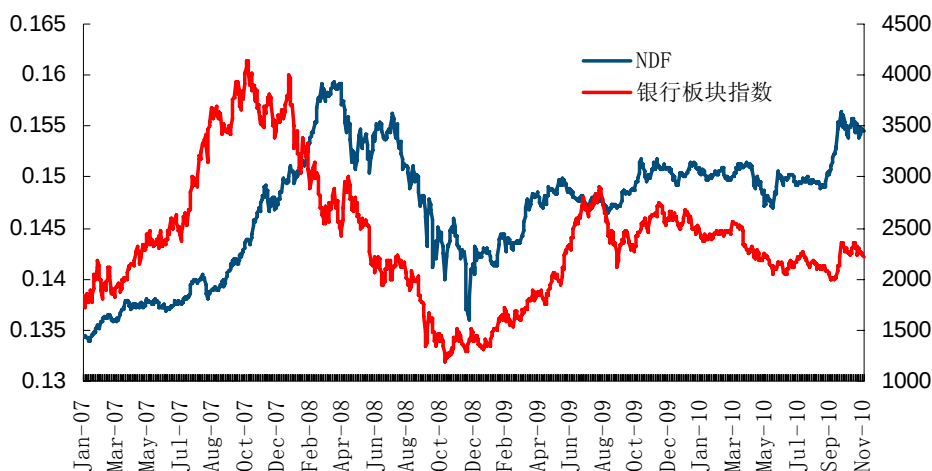
数据来源：中信建投证券研究发展部，

总体结论是：人民币兑美元升值拉升部分银行股。从以上分析结果可以看出以下几点。其一，部分银行股对人民币汇率变动做出显著的反映。其二，从 2010 年 6 月 22 日，人民币重启升值后，银行股对人民币升值反映更为敏感。其三，人民币升值，银行股上涨，但是弹性系数不同；系数从大到小依次为：光大、中信、建行、交行、深发展、招商、工行。其四，在全部的时间序列中，招商和工行对人民币升值做出系统的反映。

我们预测：2011 年，人民币美元汇率升值幅度在 3%-5%，那全年，银行股整体的上涨幅度在 4%——6%。就个股而言，光大的涨幅在 15%-25%之间；中信、建行的涨幅在 9%-15%；招商和深发展的涨幅在 7%-11%。

4、人民币升值预期和银行股价间关系

图 5：NDF 和银行板块指数变动（日数据）



数据来源：中信建投证券研究发展部，wind

人民币升值预期左右国际资本的流动，从而影响了市场系统风险，银行股受到相应影响。实证研究也证明了这种关系。

样本期间从 2007/1/4——2010/11/23。使用一年期的 NDF 来衡量人民币升值预期，沪深 300 指数衡量系统性风险，使用银行板块指数衡量银行股总体的变动。实证结果显示：NDF 向上拉高银行板块指数和沪深 300 指数。具体而言：人民币预期升值 1%，银行板块指数提高 1.56%；人民币预期升值 1%，沪深 300 指数提高 1.16%。银行板块指数较沪深 300 指数对人民币升值预期反映更加强烈。

我们也具体分析 16 家上市银行对人民币升值预期的显著变动关系。

分析框架如下：



$$R = a_0 + \lambda_1 r_t^e + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$R = a_0 + \beta_0 R_M + \lambda_1 r_t^e + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中： R_m 表示沪深 300 指数的回报率， $R_m = \ln(p_1) - \ln(p_2)$ ，而且是市场收益率的衡量标准； $r_t^e = \ln(FX_1) - \ln(FX_2)$ ，FX 是 NDF 的人民币汇率数据， r_t^e 是人民币升值预期幅度； $R = \ln(p_1) - \ln(p_2)$ ，表示银行股的市场收益。方程（1）用于分析人民币升值预期对银行股的影响，方程（2）用于分析人民币汇率升值预期、系统性风险对银行股的影响。

表 25 16 家上市银行对人民币升值预期回归结果

	系数	T 值
光大	2.5	2.17
招商	1.83	6.75
浦发	1.75	5.46
交行	1.74	7.44
深发展 A	1.67	5.62
华夏	1.62	5.42
兴业	1.6	5.54
民生	1.54	5.81
北京	1.4	5.4
建行	1.38	6.95
工行	1.34	6.83
宁波	1.31	4.89
中信	1.28	5.18
南京	1.16	4.53
中行	1.15	6
农行	1.14	2.28

数据来源：中信建投证券研究发展部，

分析结果显示：（1）NDF 汇率和上市银行股价同向变动。人民币预期升值将带来银行股股价提升，人民币预期贬值将带来上市银行股股价下跌。（2）光大银行对 NDF 的敏感系数最大，其次是招商、浦发、深发展等。

表 26 16 家上市银行对人民币升值预期、系统性风险的回归结果

	NDF	HS300	R^2	D. W.
深发展 A	0.48 (2.24)	1.02 (30.20)	0.51	1.82
浦发	0.58 (2.33)	1.005 (25.40)	0.43	1.91
华夏	0.38	1.07		



	(1.83)	(32.60)	0.55	1.86
民生	0.47	0.93		
	(2.46)	(30.80)	0.52	1.91
招商	0.68	0.99		
	(3.70)	(34.00)	0.57	1.85
兴业	0.36	1.07		
	(1.88)	(34.60)	0.59	1.74
北京	0.31	0.98		
	(1.84)	(33.50)	0.61	1.96
农行	0.80	0.49		
	(2.00)	(6.88)	0.4	1.68
交行	0.73	0.89		
	(4.88)	(36.00)	0.63	1.83
工行	0.54	0.69		
	(3.89)	(31.10)	0.53	1.71
光大	1.75	0.85		
	(1.71)	(4.38)	0.3	1.71
建行	0.55	0.76		
	(4.26)	(33.90)	0.63	1.8
中行	0.35	0.68		
	(2.67)	(32.30)	0.55	1.94
中信				
宁波				
南京				

数据来源：中信建投证券研究发展部，

回归结果显示：（1）除了中信、宁波和南京以外，NDF 既通过直接渠道也通过间接渠道显著的正向影响到上市银行的投资收益率。（2）相比上面的回归结果，NDF 的系数都在下降，这表明：系统性风险对股价的影响中包括了 NDF 对股价的影响。（3）NDF 和系统性风险都显著的正面影响到银行股股价。（4）NDF 的系数和系统性风险的系数的排序变化不大。

我们预测：2011 年，NDF 升值幅度在 6%左右，那全年，银行股整体的上涨幅度在 9%左右。就个股而言，光大的涨幅在 15%左右；招商、浦发、深发展的涨幅在 10%左右。其他银行的涨幅在 6%-10%。

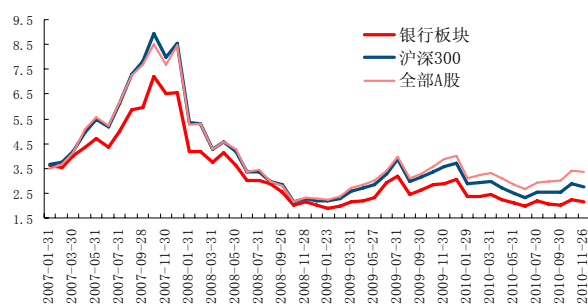
银行业估值处于历史低位

银行业板块的估值处于历史的低位。无论是 PE 或者 PB，银行板块指数下降到历史的低位，而且低于沪深 300 指数和全部的 A 股。比较主要蓝筹板块的 PE 和 PB，银行板块也都低于其他行业。

从国际比较而言，目前，中国银行业的 PE 也低于美国、英国以及中国香港和印度银行业的估值。从 2005 年 7 月到 2008 年 7 月间，中国银行业的 PE 高于美国、英国；在 2008 年 7 月到 2010 年 7 月间，中国银行业 PE 高于英国，低于美国；在 2010 年 7 月以后，中国银行业 PE 都低于美国和英国。同印度和中国香港相比，在 2010 年 2 月底之前，中国银行业的 PE 估值始终是最高的，但是在 2010 年 2 月底以后，中国银行业的 PE 估值最低。

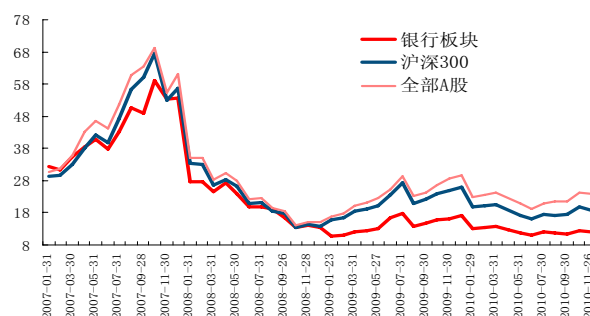


图 6：银行板块 PB 处于历史低位，低于 HS300 指数



数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

图 7：银行板块 PE 处于历史低位，低于 HS300 指数



数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

表 27 主要蓝筹板块估值水平比较（PE）

	2006-12-29	2007-12-28	2008-12-31	2009-12-31	2010-11-26
银行	52.15	53.67	13.42	17.12	11.92
房地产	47.72	91.43	17.75	38.74	23.94
保险		168.59	16.13	125.75	23.68
电力	21.08	52.00	18.60	61.99	25.68
煤炭	13.82	73.74	17.18	25.13	22.94
有色	16.83	41.39	9.09	45.01	57.26

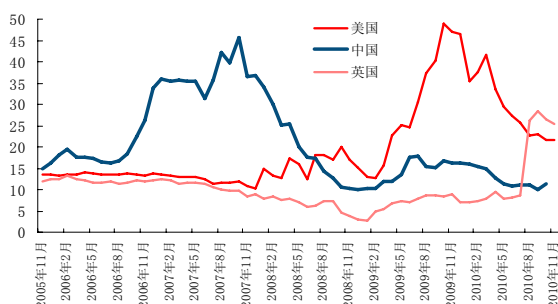
数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

表 28 主要蓝筹板块估值水平比较（PB）

	2006-12-29	2007-12-28	2008-12-31	2009-12-31	2010-11-26
银行	7.02	6.55	2.03	3.04	2.15
房地产	4.16	8.99	2.27	4.33	2.86
保险		19.06	2.37	5.78	3.46
电力	2.12	5.47	1.91	3.14	2.20
煤炭	2.54	14.47	2.69	4.96	3.85
有色金属	2.46	7.04	1.49	3.40	3.14

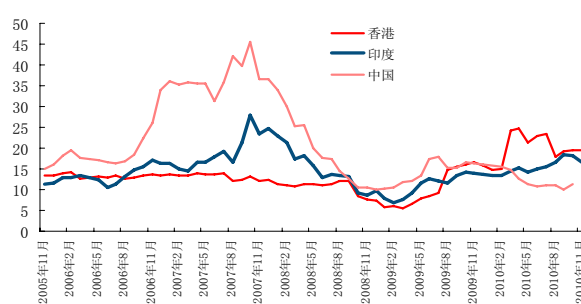
数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

图 8：银行板块指数 PE 的国际比较 1



数据来源：中信建投证券研究发展部，datastream

图 9：银行板块指数 PE 的国际比较 2



数据来源：中信建投证券研究发展部，datastream



表 29 16 家上市银行 AH 股溢价表 (12/1)

		溢价幅度
大型银行	建设银行	28.80%
	工商银行	20.07%
	中国银行	10.63%
	农业银行	35.36%
	交通银行	26.29%
中型股份制	招商银行	34.26%
	中信银行	-13.85%
	民生银行	17.20%
平均值		19.84%

数据来源：中信建投证券研究发展部，WINDS

16 家上市银行 10/11 年的 PE 和 PB 分别为：10.35/8.35，1.67/1.49。银行股的估值再次回落到本年以来的低位。我们预测银行业 10/11/12 年净利润 30%/25%/18%。银行业业绩增长有保障，信贷资产风险可控，在低估值的背景下，银行股继续下降的空间有限，我们认为银行股存在估值修复和业绩兑现的行情。

但是银行股实现这种行情需要客观条件：其一，低估值；其二，宏观基本面全面向好。因此，我们认为 2011 年，只有在这些条件都具备时，或者是市场形成这种一致性预期时，银行股才会出现系统性的机会，实现双轮驱动的业绩。在这种系统性机会未出现时，银行股依然存在一些交易性机会，比如：市场关注的重心开始集中在加息或者升值的热点上。投资者可以把握这种行情。

表 30 16 家上市银行 10 年和 11 年的盈利预测表

	EPS			BVPS		
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
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	0.43	0.54	2.02	2.29	2.56
建行	0.46	0.53	0.68	2.38	2.73	3.14
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	0.72	0.87	3.95	4.38	5.64
南京	0.84	0.74	0.85	6.55	6.41	7.01
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 31 16 家上市银行的 PE 和 PB (按照 2010/11/26 日收盘价)

	市盈率			市净率			评级
	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	增持
工行	11.14	9.93	7.99	2.13	1.87	1.68	增持
建行	10.26	8.9	6.94	1.97	1.72	1.5	增持
中行	10.4	8.62	7.25	1.63	1.38	1.22	增持
农行	10.48	10.05	8.31	1.99	1.52	1.37	增持
交通	9.19	7.85	6.15	1.69	1.44	1.26	增持
深发展	10.23	9.04	7.47	2.52	1.85	1.61	买入
浦发	7.98	9.11	7.62	1.75	1.68	1.81	增持
华夏	14.81	13.03	9.49	1.84	1.39	1.26	增持
招商	13.91	11.42	9.31	2.73	2.12	1.83	买入
中信	14.88	10.52	8.5	2.07	1.78	1.51	增持
民生	9.4	7.12	5.88	1.29	1.17	0.91	增持
兴业	9.1	8.55	7.4	2.03	1.73	1.56	增持
光大	16.67	11.96	7.95	1.95	1.66	1.37	增持
北京	13.24	9.86	8.12	1.99	1.63	1.43	买入
南京	12.2	13.87	12.01	1.56	1.6	1.46	增持
宁波	21.18	15.84	13.17	3.17	2.26	2.02	增持
行业均值	12.19	10.35	8.35	2.02	1.67	1.49	

数据来源：中信建投证券研究发展部

投资评价和建议

本文试图探讨和发现决定上市银行基本面和决定银行股走势的主要因素。

从监管层面来讲，监管政策决定银行业的经营环境和发展空间。2010 年，银行业监管政策变动频繁。监管政策主要包括：资本金、拨备和流动性监管。主要是为了保护银行，提高银行抵御风险的能力。经历 2010 年大规模的再融资以后，我国银行业资本充足率已经切合了巴塞尔协议 3 的要求，在中期和短期内，我国银行业不会再次出现大规模的资本金缺口，银行业不会出现类似的集中性大规模再融资。就存量贷款而言，拨贷比类似于拨备覆盖率，如果按照 2.5%，如果在未来的几年内平均分配达到目标值，上市银行的压力都不太大，对业绩的影响也相对有限。中国上市银行流动性风险管理能力都达标。监管环境日趋稳定，银行业经营空间确定性增强。

从宏观层面来讲，高增长、低通胀、适度零售销售增长是拉动银行股上涨的主要动力。2011 年，我国的宏观基本面中各项经济指标表现不一，货币供给增速回落、零售销售增长回升，经济增长前低后高，通胀率前高后低。从宏观基本面来看，2011 年，银行股总体是上涨的，前低后高的可能更大，毕竟经济复苏、通胀率在可控范围内。

从银行基本面来看，尽管新增贷款规模减少，但是加息带来净息差提升，支持利息净收入增加；同时随着经济结构转型，企业的金融服务需求增加，随着居民个人可支配收入提高，个人金融服务需求增加，而且银行监管政策的变动也在激励银行业改变经营格局，优化收入结构，银行非利息收入需加快发展，尤其是中



间业务收入。2010 年 3 季度，16 家上市银行非利息收入占比达到 20%，相对发达国家 30%以上的占比，我国上市银行非利息收入占比仍有提高空间。我们预测 2010/2011 年，银行业净利润增幅为 30%/25%。

2011 年，上市银行有力的政策环境是：加息和升值。加息中期内对银行板块是利空，但是长期内对银行板块利好。人民币升值和人民币升值预期对银行板块也都是利好。

从宏观层面看，支持和拖拉银行股的因素并存。从行业层面看，银行业监管环境日趋稳定，银行业利息和非利息收入同步增长。而且，加息、升值和升值预期提升银行业指数。另外，在复苏的进程中，银行业作为亲周期性行业，银行股向上理由充分。我们给予银行业“增持”评级。

从个股选择上，我们集中推荐那些受益加息和升值的幅度较大的银行，而且因为在市场上行周期中，贝塔系数应该较大。

按照上文对 16 家上市银行的具体分析，如果依据加息、升值、升值预期以及高贝塔值这四个主要参数来筛选股票，**我们重点推荐：光大、招商、北京和兴业。**

光大银行优势：加息后净利润的弹性大，人民币升值、**NDF 的弹性系数最大**，贝塔值较大，中间业务提升空间大；

招商银行优势：加息后净利润的弹性较大，NDF 的弹性系数大，人民币升值预期的弹性系数大，贝塔值较大；**收入结构优化，处于业内领军地位；**

北京银行优势：**加息后净利润的弹性最大**，NDF 的弹性系数较大，贝塔值较大，综合化优势在小型银行中领先；

兴业银行优势：加息后净利润的弹性大，NDF 的弹性系数较大，**贝塔值最大**，中间业务提升空间大；

风险分析

其一、在影响银行股的宏观基本面因素中，相关指标始终没有出现一致性的表现；

其二、银行业信贷资产质量变化；

其三、信贷投放规模低于预期。



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 zhoulili@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。