



30 December 2010 | 22 pages

中国银行业：转型正当时

—2011 年银行业投资策略

姓名：黄薇 执业证书编号：S1230210060001
 86-21-64718888
 zsyj@stocke.com.cn

本报告导读：

- 监管环境倒逼银行转型，信贷将不再是唯一的成长途径，非息收入在银行经营中的地位将逐渐提升。
- 成长依然是主基调，看好南京、宁波等有特色的城商行；转型需要执行力，看好因时而变的兴业；现有业务提升空间较大的光大。

投资要点：

■ 老问题

规模。在提高的资本充足率指标要求下，商业银行按过往的规模发展速度必然要求更多资本金支持，假定 3 年后一级资本充足率要求达到 8%，同时超额资本充足率按 0-4% 动态管理，则上市银行未来 3 年的风险资产复合增速介于 22%-11% 之间，很难再现昔日规模高速扩张的辉煌。

息差。不加活期存款是“加息利好银行息差”的前提。不加息情景下，息差提升 5-10 个 BP；对称加息 25-50 个 BP，息差提升 10-20 个 BP；对称加息同时加活期存款，息差提升较为微弱。

贷款质量。所有的从严监管措施皆为降低资产未来的风险。银行的资产质量与经济是同方向变动的，对质量的担忧不应由银行股“独享”。对平台贷款的分层次梳理可以有效解除市场疑问，相信在明年 3-4 月的年报公布季中，对此类贷款的重定性会给市场一个比较满意的答案。

■ 新机遇

非息收入。观察行业近 3 年来利润对净息差的弹性表现，息差提升 10 bp 对利润的影响情况呈逐步减弱的走势，因此无论是主动还是被动转型，非息收入在银行经营中的地位正在提升。

差异化。尽管银行的业务同质性较高，但各行经过几十年的发展，都在不同领域有着自己的优势。“非息+特色”将成为商业银行享受市场溢价的主要方向所在。

■ 市场面

流动性纠偏。考虑到 09 年多次降息及巨额信贷导致的货币激增，我们不认为市场流动性已经收紧到无法支持银行股走高的地步，相反更关注市场的结构性失衡问题。中小板 5% 的利润贡献享有了 12% 的资金量，市值利润比为 2.4，而银行股仅为 0.5。在考虑了成长性差异后我们依然认为银行股被严重折价，中小板的估值溢价相当严重，而资金的结构性失衡不会长期存在，银行股迎来流动性纠偏行情指日可待。

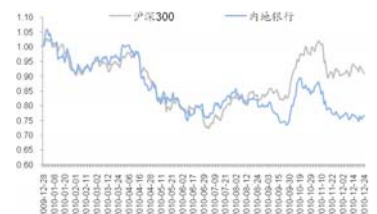
■ 投资建议

行业方面，在市场资金偏好没有改变的前提下的上涨都属于估值修复层面，左侧交易者分批入场，摊薄成本，等待流动性纠错行情；个股则更看重长期发展，首先偏好“非息+差异”的业务发展模式，如光大、兴业、宁波；其次是在原有模式上仍有较大提升空间的品种，如华夏、光大、南京。

细分行业	评级
银行 II	买入

重点跟踪公司

光大银行	买入
南京银行	买入
兴业银行	买入
宁波银行	买入



近期报告

《基本面已经到位 期待政策之窗打开》

——2010 年银行业投资策略

《上涨或将持续 但流动性不足以支撑领涨行情》

——银行业 4 季度投资策略

《建议关注息差的反弹力度》

——行业跟踪报告

《中长期贷款占比过高影响息差反弹力度》

——行业跟踪报告

《一般贷款回落 加息并非箭在弦上》

——行业跟踪报告

《信贷平稳 预期松动 反弹正当时》

——行业跟踪报告

《新增信贷平稳 结构调整端倪初现》

——行业跟踪报告





正文目录

1. 老问题：规模到息差 贷款主导的银行经营 周期性太强	3
2. 新机遇：非息+特色 银行也有自己的故事	8
3. 市场面：只有充沛流动性才能成就银行股	14
4. 投资策略	17
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 表外授信业务的回拨在 11 年也将挤占部分信贷额度	4
图 2: 2 次加息对息差及 11 年净利润的影响（仅考虑存贷差）	5
图 3: 2 次加息对息差及 11 年净利润的影响（考虑存贷差及各类资金业务）	6
图 4: 各上市银行利润对息差的弹性情况	6
图 5: 各上市银行 3 季度末的信贷成本情况	7
图 6: 3 季度末各上市银行的拨贷比情况	7
图 7: 2010H 各上市银行的拨备覆盖情况	7
图 8: 近 40 年来美国银行业的转型与发展	8
图 9: 美国银行业花了近 30 年将非息与利息收入的比重从 2: 8 提升至现在的 4: 6	9
图 10: 几乎在所有年份，非息收入的同比增速都要高于利息收入增速	9
图 11: 在中国，银行的地位高于其它金融机构，这是中间业务大发展的前提和保障	10
图 12: 近 3 年来净利润对净息差（提升 10BP）的敏感性有所减弱	10
图 13: 近 6 年来净利润对手续费收入（增长 10%）的敏感性逐渐增加	11
图 14: 规模因素部分决定了银行业务转型的路径	12
图 15: 四大国有行凭借雄厚的网点资源占据了个贷市场的绝大部分	12
图 16: 近 2 个财报季的信用卡累计发卡量增速	13
图 17: 银行卡的卡均手续费收入在 8 年中翻了 4 番（工行为例）	13
图 18: 电话、直邮和互联网同样是开辟零售银行业务的渠道	13
图 19: 海外经验表明分支网点对各类零售业务的贡献都很大	14
图 20: 近 2 年来沪深 300 指数与银行股指数走势对比	14
图 21: 资金市场 7-8 月的利率大降 流动性宽松带来银行股一波反弹	15
图 22: 今年的每次下跌基本都是由政策调控带来的，2011 年政策的干扰因素会大大减少	17
表 1: 10 年中期 16 家银行股的拨备率指标水平	3
表 2: 2010 年的两次加息幅度及各期限调整情况	4
表 3: 非息收入及个人客户是目前银行业务差异化的体现	11
表 4: 当前 A 股各行业的市值及利润贡献占比	15
表 5: 银行股的隐含市净率测算	16
表 6: 上市银行股当前的估值水平	18





1. 老问题：规模到息差 贷款主导的银行经营 周期性太强

➤ 银行业面临的经营环境

◇ 宏观环境

加息。根据浙商宏观研究的观点，2011 年加息幅度预计在 75-100 个 bp 左右，M2 的增速预计在 15%附近，CPI 走势呈前高后低，全年预计 4%左右，汇率全年升值 5%左右。

信贷规模。预计全年新增信贷规模 6.5-7 万亿。尽管有经济转型的大背景，但明年是“十二五”的开局之年，经济建设各项投入都不太可能出现断层现象，所以信贷规模的减少也应该是逐步的，不太可能出现大起大落。

◇ 监管环境

新资本协议。与资本充足率和拨备覆盖率针对风险资产进行监管有所不同，新增加的杠杆率与拨备率两项指标，针对银行资产的总量进行监管，即对资产的结构与总量都形成了约束。差别动态准备金率的要求也正在酝酿之中，对资本金的要求将更加细化。

动态拨备。将拨备与贷款投放挂钩，导致部分“规模大幅扩张，但不良余额小”的银行拨备压力大增，拨备增加直接导致利润减少，压缩了利润回补资本金的空间，如果不能频繁融资则成长速度只有放缓。

表 1：10 年中期 16 家银行股的拨备率指标水平

单位：百万	CAR	CCAR	核心资本	附属资本	股本/风险资产	拨备/贷款
招商银行	11.60%	8.06%	119994	49553	1.60%	1.98%
民生银行	10.77%	8.32%	94820	27891	1.96%	1.80%
浦发银行	10.24%	7.01%	74449	34678	1.09%	1.86%
华夏银行	10.57%	6.49%	31921	20068	1.01%	2.49%
中国银行	11.73%	9.33%	552404	174891	4.53%	2.26%
建设银行	11.68%	9.27%	530868	143225	4.15%	2.50%
工商银行	11.34%	9.41%	759791	140838	4.99%	2.39%
农业银行	8.31%	6.72%	347694	98960	5.25%	3.15%
兴业银行	11.96%	9.29%	83463	25088	0.69%	1.37%
深发展	10.41%	7.20%	29821	13595	0.84%	1.37%
中信银行	10.95%	8.26%	114222	38638	-	1.38%
北京银行	12.47%	10.75%	39166	6284	1.73%	1.95%
南京银行	11.59%	10.53%	11519	1571	2.18%	2.15%
宁波银行	10.81%	9.04%	10375	2024	2.18%	1.27%
光大银行	9.36%	6.40%	76443	1365	4.02%	2.26%





交通银行 12.17% 8.94% 186837 74731 2.45% 1.97%

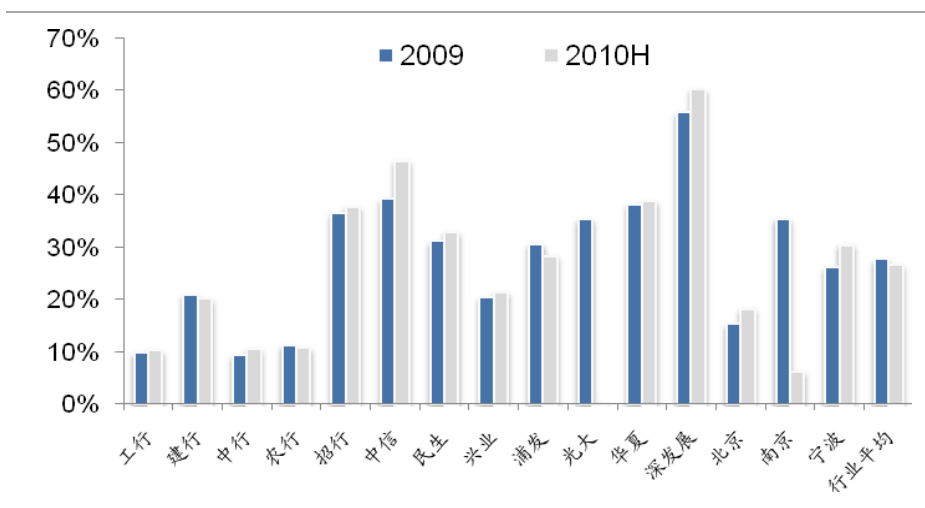
数据来源：浙商证券研究所

► 规模：成长依旧 然减速已成定局

在提高的资本充足率指标要求下，商业银行按过往的规模发展速度必然要求更多资本金支持，资本金的支持无外乎内生和外融 2 条路径。从 2010 年市场对各上市银行进行融资的反应来看，依靠外部融资解决发展问题并不现实，除非引入新的投资者改变现有持股结构；内生补充路径也就是分红后的净利润回补，依靠内生利润完全解决资本金瓶颈的隐含条件是，分红后的净资产收益率大于其加权风险资产增速。

假定 3 年后一级资本充足率要求达到 8%，同时超额资本充足率按 0-4% 动态管理，则上市银行未来 3 年的风险资产复合增速介于 22%（一级资本充足率要求 9% 时）~11%（一级资本充足率要求 12% 时）之间，很难再现昔日规模高速扩张的辉煌。

图 1：表外授信业务的回拨在 11 年也将挤占部分信贷额度



数据来源：浙商证券研究所

► 息差：加息带来脉冲式提升

不加活期存款是“加息利好银行息差”的前提。不加息情景下，息差提升 5-10 个 BP；对称加息 25-50 个 BP，息差提升 10-20 个 BP；对称加息同时加活期存款，息差提升较为微弱。

表 2：2010 年的两次加息幅度及各期限调整情况

项目	第一次调整前的利率	第一次调整后的利率	幅度 (BP)	第二次调整后利率	幅度 (BP)
一、城乡居民和单位存款					
(一) 活期存款	0.36	0.36	0	0.36	0
(二) 整存整取定期存款					
三个月	1.71	1.91	20	2.25	34
半年	1.98	2.20	22	2.50	30





一 年	2.25	2.5	25	2.75	25
二 年	2.79	3.25	46	3.55	30
三 年	3.33	3.85	52	4.15	30
五 年	3.6	4.20	60	4.55	35

二、各项贷款

六个月	4.86	5.10	24	5.35	25
一 年	5.31	5.56	25	5.81	25
一至三年	5.4	5.60	20	5.85	25
三至五年	5.76	5.96	20	6.22	26
五年以上	5.94	6.14	20	6.40	26

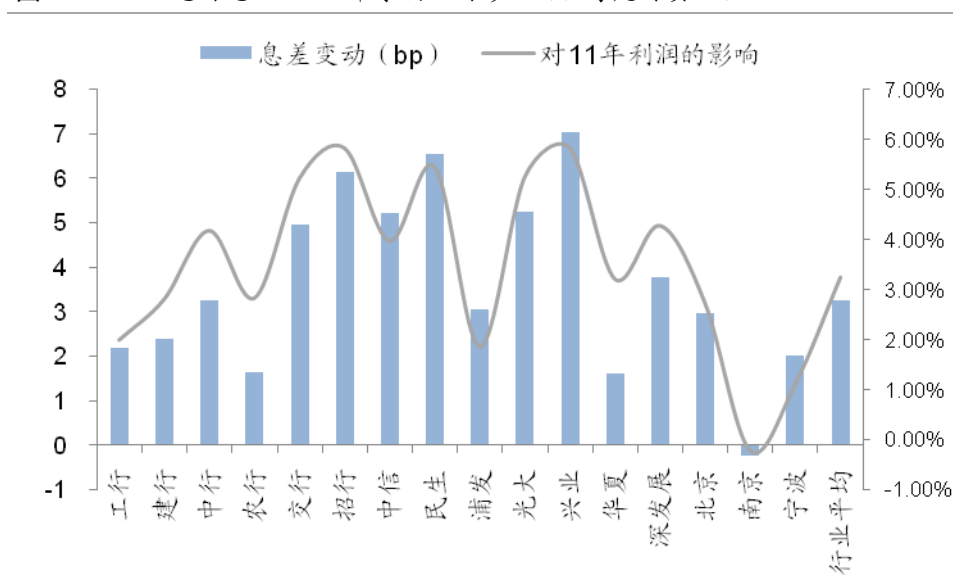
数据来源：央行，浙商证券研究所。

2010 年内的 2 次加息均未对活期存款作调整，此前我们担心会上调活期存款造成存款成本大增，故从这个角度来看加息对银行股息差可算是利好。

第二次加息同期限下的存款和贷款利率调整幅度较为匹配，比上一次显得平滑（各档幅度都在 25-35bp 区间，上一次为 20-60bp 区间），我们认为上一次有指导资金利率的意图在，第二次则不明显；尤其对长期贷款加大了上调力度（上调 26bp，上一次 20bp），相当于有针对性的提高了按揭贷款利率，进一步加强地产调控。

按当前的资产负债及存贷款到期结构来测算，加息对存贷差的提升幅度靠前的分别是兴业、民生、招商、中信、交行等；如果还考虑资金业务和债券投资等，则加息对整体息差提升幅度靠前的是招商、兴业、光大、民生。但上述测算是基于当前结构，2011 年各银行都会调整生息资产和存贷款结构，所以上述结果仅可视为参考。

图 2：2 次加息对息差及 11 年净利润的影响（仅考虑存贷差）

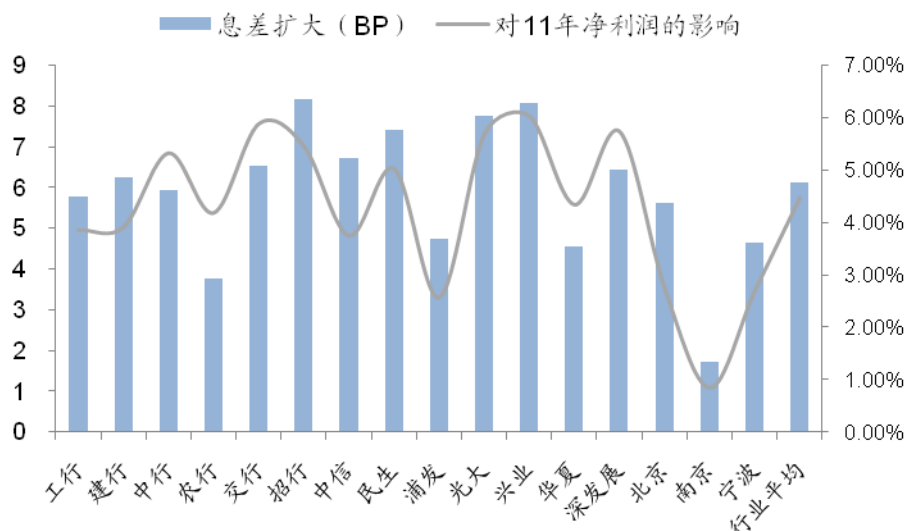


数据来源：浙商证券研究所



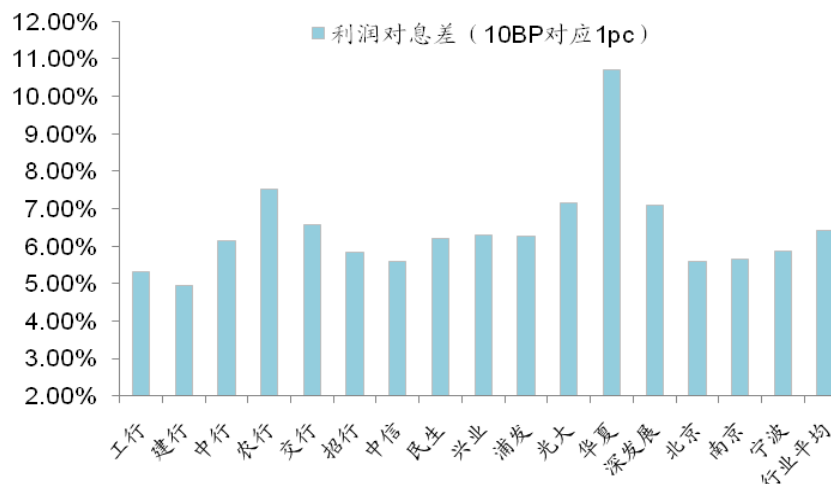


图 3: 2 次加息对息差及 11 年净利润的影响 (考虑存贷差及各类资金业务)



数据来源: 浙商证券研究所

图 4: 各上市银行利润对息差的弹性情况



数据来源: 浙商证券研究所

► 质量: 逆周期投放引发严酷监管 资产质量是百年大计

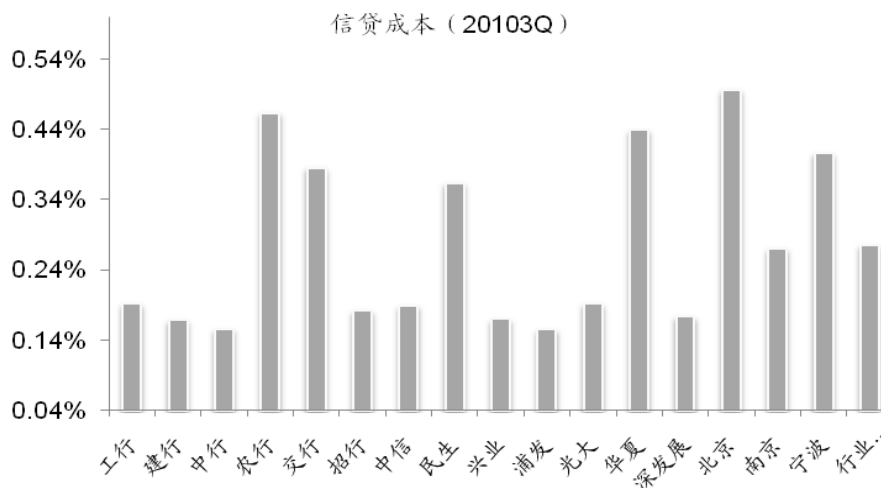
所有的从严监管措施皆为降低资产风险。对信贷质量的担忧导致银行股折价, 但银行信贷质量反映的其实是整个经济的质量, 对这个质量的担忧不应由银行股“独享”。因为银行的资产质量与中国经济其实是同方向变动的, 既然市场对新兴产业寄予厚望, 对经济前景就不应该悲观; 既然认为未来经济蓬勃向上, 银行的资产质量危机又从何而来?

对于投资者普遍悲观的融资平台贷款风险, 我们认为这是在特定时期下被放大的常规问题, 融资平台历来有之, 且往年均属优质项目, 是各银行争相竞争的对象, 09-10 年的超额投放隐含了危机, 但不能由此认为融资平台贷款皆有问题, 我们认为对平台贷款的分层次梳理可以有效解除市场疑问, 相信在明年 3-4 月的年报公布季中, 对此类贷款的重定性会给市场一个比较满意的答案。





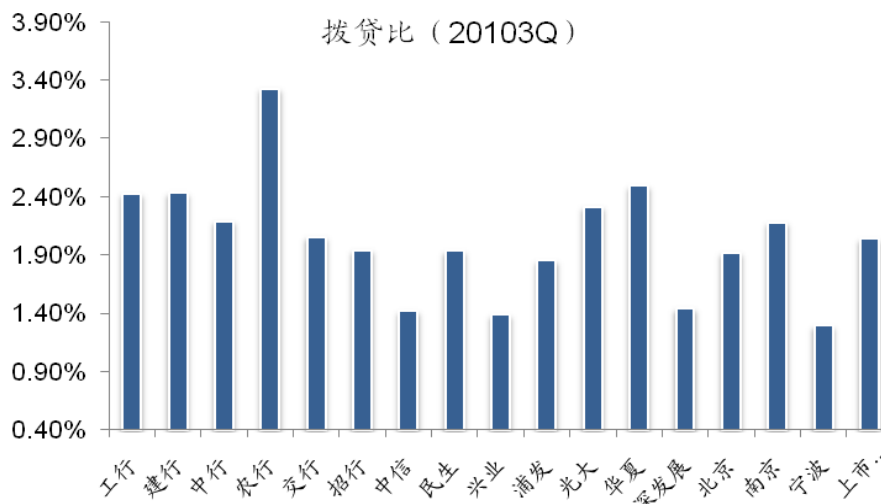
图 5: 各上市银行 3 季度末的信贷成本情况



数据来源: 浙商证券研究所

新增的拨贷比要求成为 8 月份打压银行股的主要政策因素。但从 3 季度末的各上市银行拨贷比来看, 要求在 2012 年达标的系统重要性银行距离该要求相差并不远; 而非系统重要性银行要求在 2016 年达标, 给予各家银行充分的完成时间。但这也意味着所有的贷款在第一年基本不赚钱 (贷款额的 2.5% 作为拨备, 而息差水平也就在 2.5% 左右), 也就从根本上抑制了银行的放贷冲动, 有着很强的约束力。

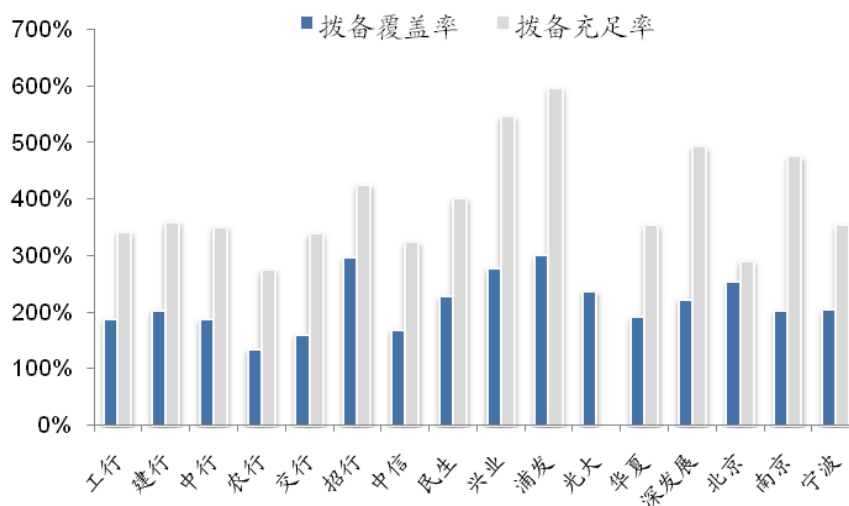
图 6: 3 季度末各上市银行的拨贷比情况



数据来源: 浙商证券研究所

图 7: 2010H 各上市银行的拨备覆盖情况





数据来源：浙商证券研究所

2. 新机遇：非息+特色 银行也有自己的故事

► 银行的发展史就是一部转型史

纵观银行业的发展进程，我们发现，银行业的发展是一个不断创新不断转型的过程，是外部经济环境迫使与内在业务提升互为驱动因素的。以美国银行业为例，70年代的经济背景是高通胀低增长，传统与新兴两大经济增长点处在青黄不接的时期，此时的美国银行业利用金融创新克服了吸储制度的监管，大力发展生息资产业务，使规模获得了快速的扩张；紧随其后的80年代与中国现在的状况较为相似，货币紧缩，加息以降低通胀，经济增长面临放缓的可能，而当时的银行业发展情况是贷款增速放缓，息差收窄，非息业务则成为银行业发展新的驱动因素。

图 8：近 40 年来美国银行业的转型与发展

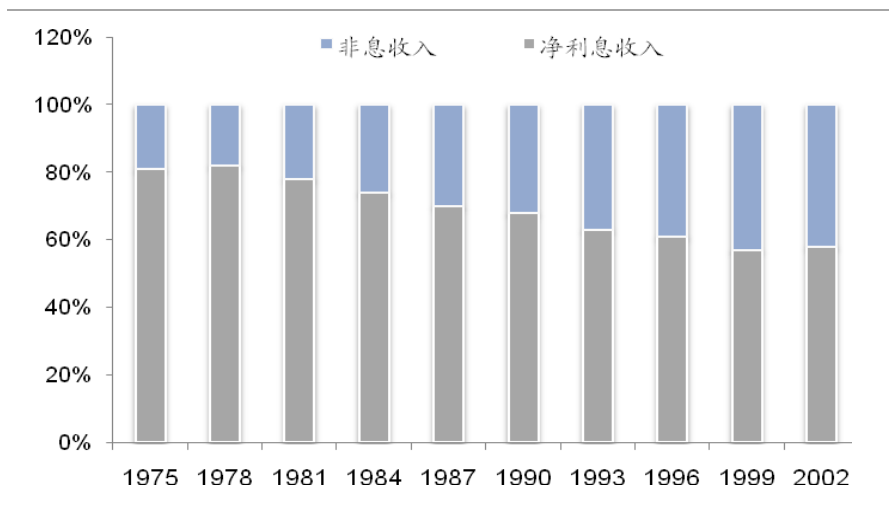


数据来源：浙商证券研究所



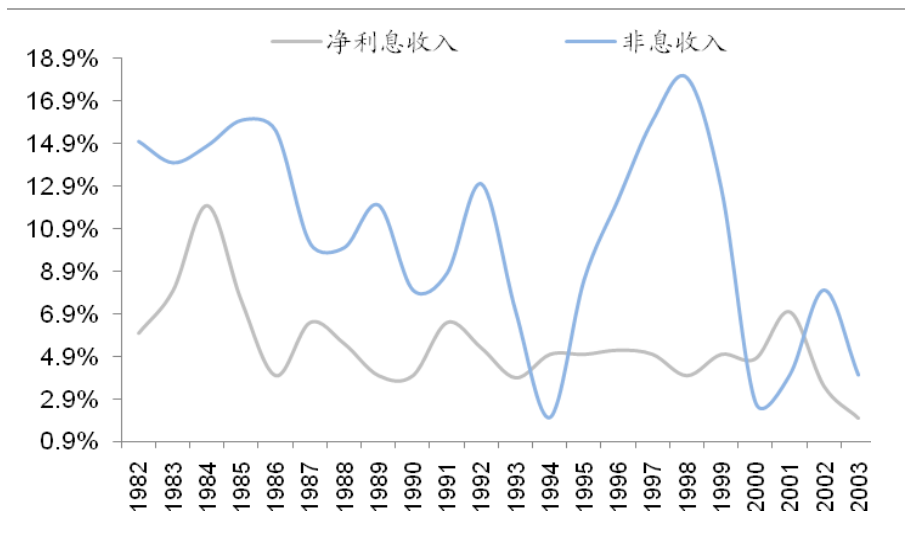


图 9: 美国银行业花了近 30 年将非息与利息收入的比重从 2: 8 提升至现在的 4: 6



数据来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图 10: 几乎在所有年份, 非息收入的同比增速都要高于利息收入增速



数据来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

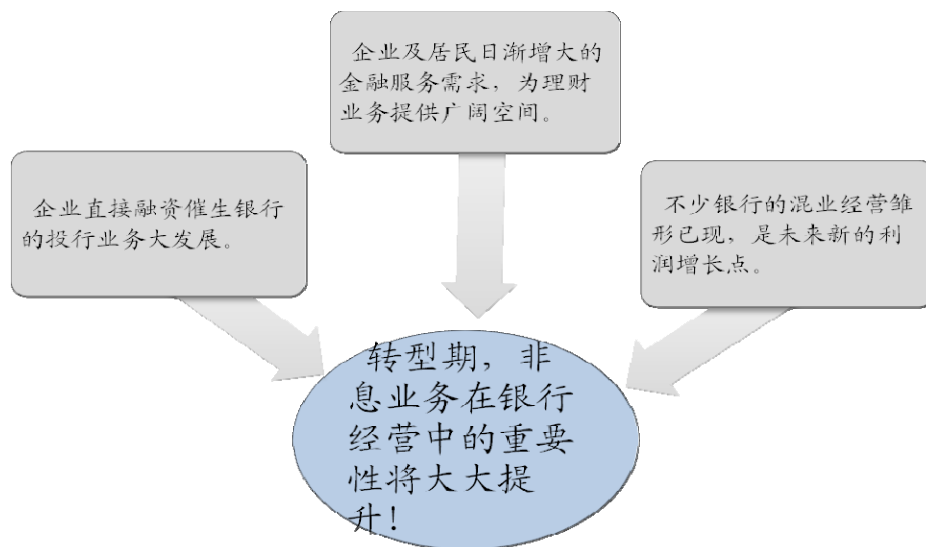
➤ 非息收入在银行经营中的地位将逐步提升

监管政策是行业发展的导向, 而目前的环境下, 政策短期难有放松迹象, 因此银行的业务转型就成为必然。发展资本节约型业务、细分客户市场、差异化服务等都将是下一阶段的业务方向。尽管银行的业务同质性较高, 但各行经过几十年的发展, 都在不同领域有着自己的优势。“非息+特色”将成为商业银行享受市场溢价的主要方向所在。



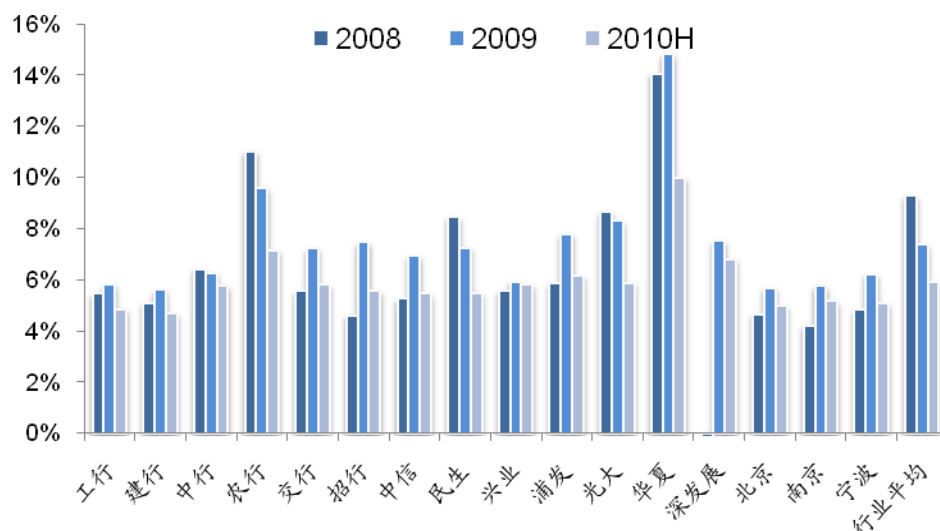


图 11: 在中国, 银行的地位高于其它金融机构, 这是中间业务大发展的前提和保障



数据来源: 浙商证券研究所

图 12: 近 3 年来净利润对净息差 (提升 10BP) 的敏感性有所减弱



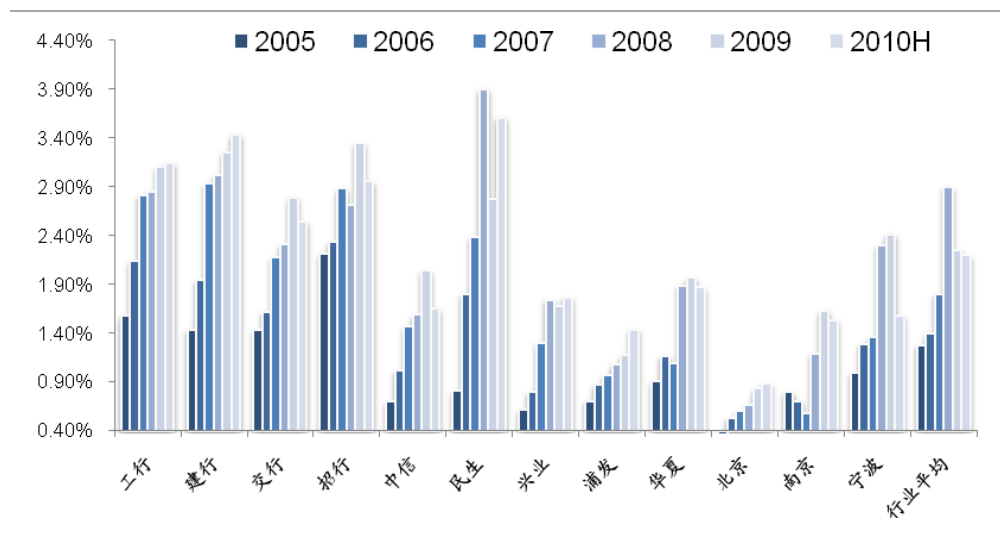
数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

观察近 3 年来净利润对净息差的弹性情况, 以行业简单平均来看, 息差提升 10 个 bp 对净利润的影响情况呈逐步减弱的走势。08 年的净息差提升 10 个 bp 可以使净利润提升近 10 个 pc, 而 10 年中期已经减弱到 7 个 pc 左右。其实这也是我们为什么认为加息周期重启, 而银行股却不能复制 07 年的辉煌走势的原因, 除资产质量困扰外, 加息带来的息差提升对银行净利润的正面作用也已经小于 07 年。因此, 无论是主动还是被动转型, 非息收入在银行经营中的地位正在提升, 而在行业监管环境改变的大背景下, 各银行主动发展非息业务还将加快非息收入的发展速度。





图 13: 近 6 年来净利润对手续费收入（增长 10%）的敏感性逐渐增加



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3: 非息收入及个人客户是目前银行业务差异化的体现

2010H , 占比值	信用卡贷款	个人贷款	非息收入	手续费及佣金收入
工行	0.82%	24.15%	21.13%	20.30%
建行	0.80%	24.09%	23.16%	21.94%
中行	0.81%	24.13%	30.93%	21.28%
农行	0.50%	22.29%	17.67%	16.55%
交行	1.56%	17.97%	19.40%	14.39%
招行	3.28%	33.55%	20.01%	16.23%
中信	1.22%	15.98%	12.32%	9.92%
民生	1.38%	22.00%	18.86%	17.29%
浦发	0.61%	17.82%	10.48%	8.02%
光大	-	-	17.77%	14.69%
兴业	0.92%	25.49%	13.59%	10.48%
华夏	0.22%	11.25%	8.16%	6.93%
深发展	1.63%	29.01%	12.79%	8.83%
北京	-	11.98%	8.83%	6.42%
南京	0.05%	15.50%	16.70%	9.22%
宁波	2.49%	24.94%	11.97%	9.65%

数据来源：浙商证券研究所

► 转型是绕不开的方向 但路径并不唯一

转型是各个规模层次下的银行共同面临的问题，但选择具体的转型路径却千差万别，规模层次是导致差别的主要原因，其次是银行成长中实施的差异化战略。

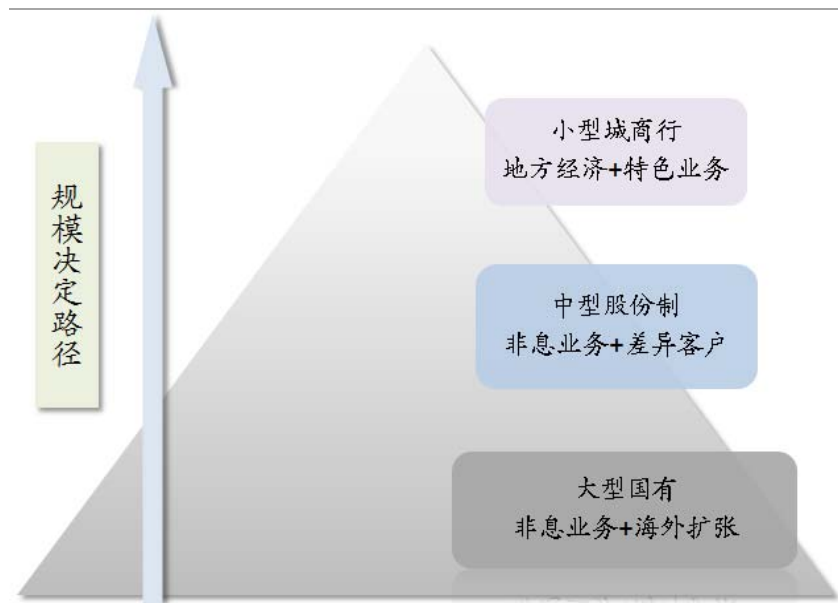




零售业务是转型的一大方向，涵盖了理财产品、私人银行、信用卡、消费贷款等各个子方向。但零售业务得以发展的一个重要支撑点是分支网点的布局和 IT 后台系统的建设，股份制银行在分支机构建设方面尚有重大提升空间，更不要说各地方性小银行了。所以就开拓零售业务来说，并非适用于每家银行。

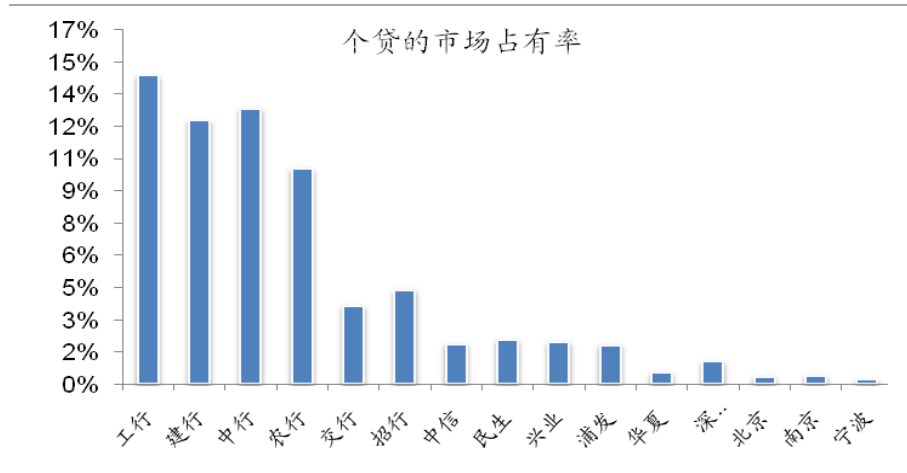
但地方性商业银行也有自己的优势所在，即依托地方经济，享有一定的资源优势。如南京银行就计划在“十二五”期间，以江苏省沿江的高科技产业群为经济转型时期的目标客户群，发挥地缘优势，掌握企业经营的一手情况，降低信息不对称带来的风险，提高贷款收益率；而宁波银行则定位在小微企业客户群，以“相似信用文化中，可复制的高风险定价”作为发展的本质，坚持高风险高收益的经营策略，同样将业务发展得活色生香。

图 14：规模因素部分决定了银行业务转型的路径



数据来源：浙商证券研究所

图 15：四大国有行凭借雄厚的网点资源占据了个贷市场的绝大部分

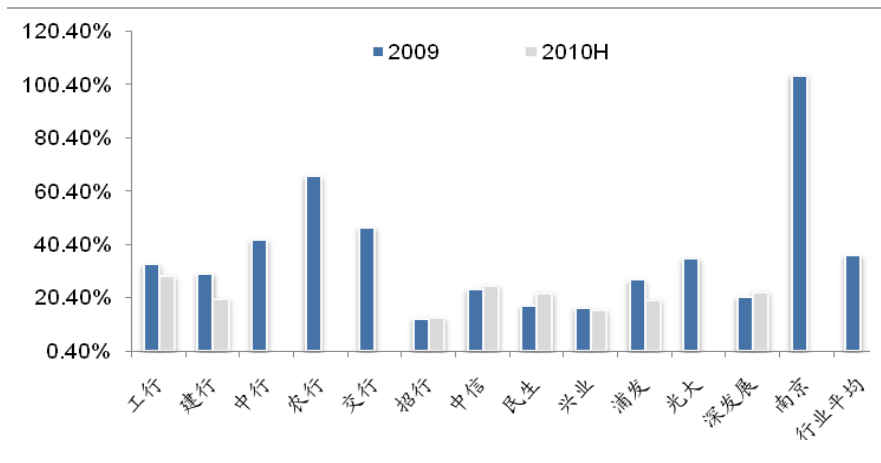


数据来源：公司公告，浙商证券研究所



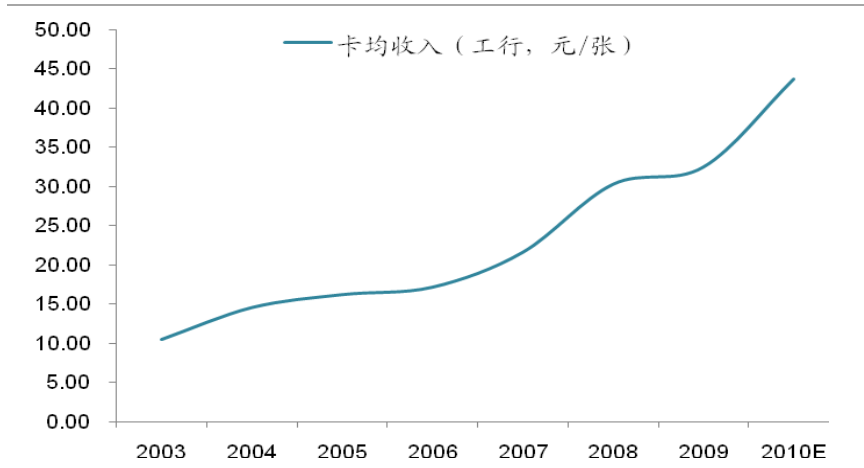


图 16: 近 2 个财报季的信用卡累计发卡量增速



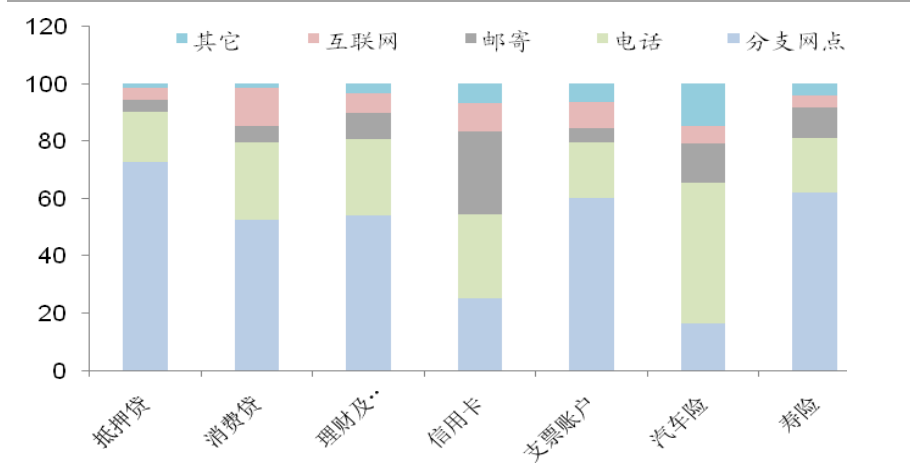
数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 17: 银行卡的卡均手续费收入在 8 年中翻了 4 番 (工行为例)



数据来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 18: 电话、直邮和互联网同样是开辟零售银行业务的渠道

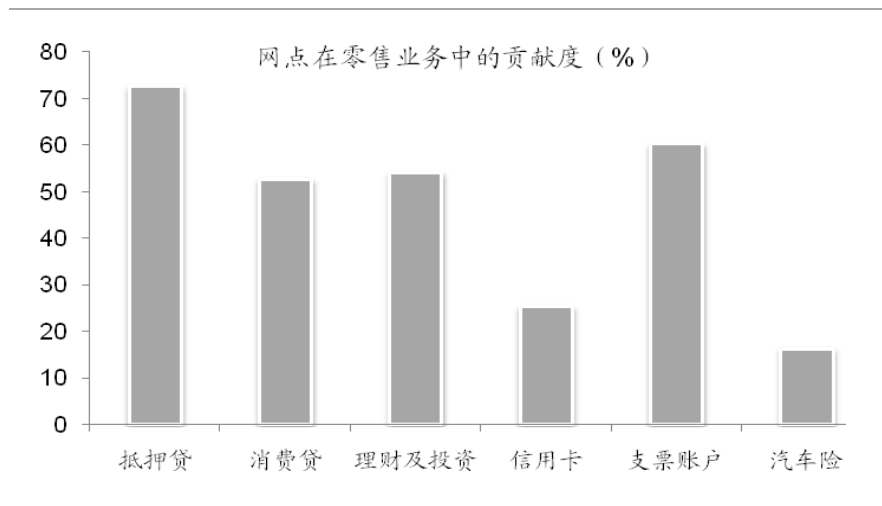


数据来源: ECB, 浙商证券研究所





图 19: 海外经验表明分支网点对各类零售业务的贡献都很大



数据来源: ECB, 浙商证券研究所

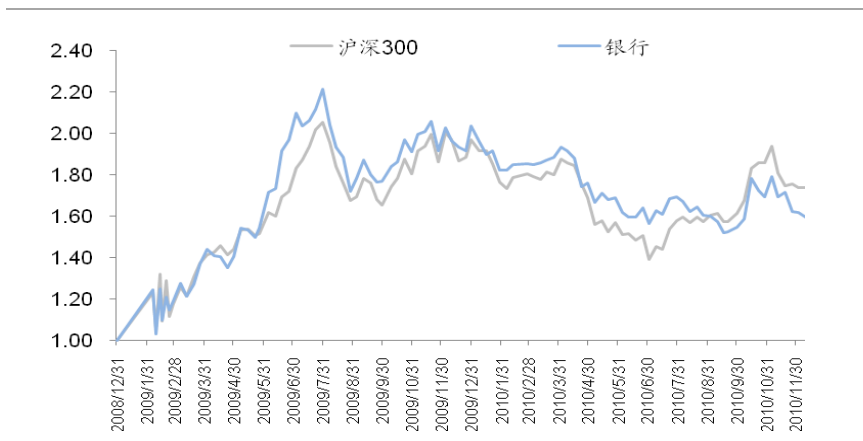
3. 市场面: 只有充沛流动性才能成就银行股

➤ 只有充沛（可部分理解为泛滥）的流动性才能成就银行股

考虑到金融危机后经济环境发生了较大变化,我们选取 08 年 10 月至今的 2 年时间来对比银行股与大盘的走势。2 年来银行股明显跑赢沪深 300 指数的有 2 次,第一次是在大盘上行阶段,超越期间是 09 年初至年中,主导因素是“4 万亿经济刺激计划+流动性泛滥”,投资者对银行盈利及资产质量的担忧直接被 4 万亿经济刺激计划消除,货币市场资金充裕,利率大幅下行;第二次是大幅下跌后的小反弹阶段,即 10 年 7-8 月,主导因素是“行业利空政策暂告段落+农行上市尘埃落定”,货币市场利率再度下行。

由此我们认为,投资者对经济前景和资产质量的信心是银行股上行的基本面因素,而充沛流动性是银行股上行的市场因素。

图 20: 近 2 年来沪深 300 指数与银行股指数走势对比

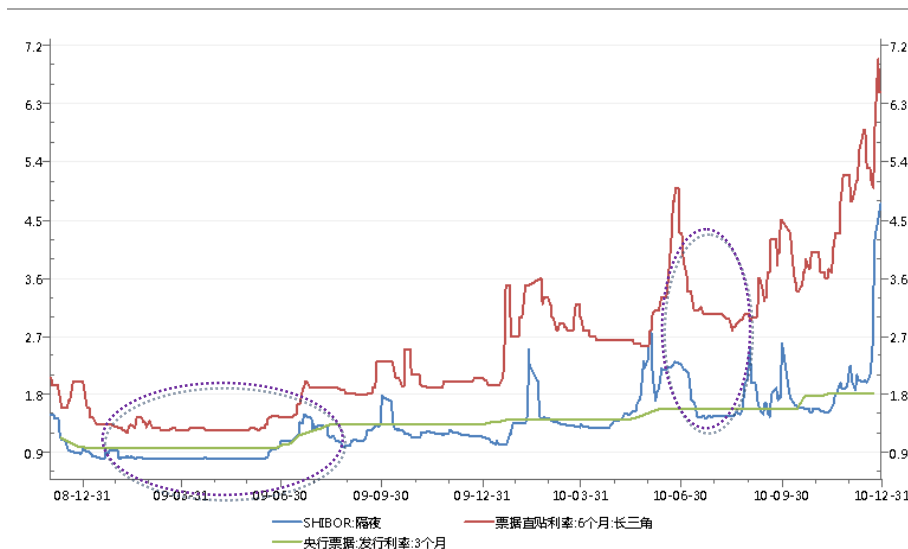


数据来源: wind, 浙商证券研究所





图 21: 资金市场 7-8 月的利率大降 流动性宽松带来银行股一波反弹



数据来源: wind, 浙商证券研究所

► 市场的流动性微紧 但结构性严重失衡

从 Shibor 走势来看, 进入 12 月结算期的资金市场利率迅速攀升, 市场流动性骤然收紧, 但随着年终结算的结束, 预计后期资金将略有宽松, 考虑到 09 年多次降息及巨额信贷投放导致的货币量激增, 我们依然不认为市场流动性已经收紧到无法支持银行股走高的地步。

相反, 市场的结构性失衡是我们更关注的问题。从中小板、创业板和沪深 300 指数分别对应的市值占比和利润占比来看, 沪深 300 指数的利润贡献为 86%, 而仅仅享有了市场 67% 的资金量, 市值利润比为 0.78; 中小板以 5% 的利润贡献, 享有了市场 12% 的资金量, 市值利润比为 2.4, 估值溢价相当严重。

我们进一步考虑其成长性差别带给各行业的估值溢价情况, 以 07-11 年 5 年的净利润复合增速来看, 银行业的净利润复合增速为 20%, 显著高于元器件行业的 17% 和信息服务的 10%, 以及有色金属行业的 1%, 而银行与上述三个行业的市值利润比分别为: 0.5、5.3、3 和 2, 在充分考虑了成长性的差别后, 我们认为银行股被严重折价, 换言之, 部分行业的个股存在严重的估值溢价, 而资金的结构性失衡不会长期存在, 银行股可能迎来流动性纠偏行情。

表 4: 当前 A 股各行业的市值及利润贡献占比

行业	市值占比	利润占比	净利润复合增速 (07~11E 年)
代表指数			
全部 A 股	100%	100%	14%
沪深 300	67%	86%	12%
中小板	12%	5%	23%
创业板	2%	1%	34%





各行业

家电	1%	1%	30%
医药	5%	2%	30%
航空	1%	2%	28%
信息设备	2%	1%	27%
房地产	3%	4%	27%
食品饮料	3%	2%	27%
农林牧渔	1%	0.41%	24%
交运设备	4%	3%	23%
建筑建材	4%	4%	23%
机械	7%	4%	20%
银行	20%	40%	20%
商业贸易	2%	1%	19%
电子元器件	2%	0.38%	17%
轻工	1%	0.44%	11%
信息服务	3%	1%	10%
有色	4%	2%	1%

数据来源：wind，浙商证券研究所

► 低估值不是上升主因 但保证了下行有限

此轮上涨来临之前，银行股的估值水平一降再降，投资者对银行的低估值优势似乎已经麻木。低估值不是银行股上涨的充分条件，只是必要条件之一，但低估值保证了银行股的下行空间有限（前提是没有突发性监管政策或行业外风险）。

我们认为，09年8月的监管政策持续收紧，加之融资平台质量的阴影挥之不去，但再悲观的预期也该有个度，如果预期已经陆续反应到股价上，那么此时的银行股就是安全的。

在下调了杠杆倍数至13倍，同时提高永续信贷成本至0.5%的基础上，银行股的隐含市净率为1.6X。而当前各银行股市净率在1.2X~2.3X之间，大行平均1.5X，股份制平均1.6X，城商行平均1.9X，至少已经反应了市场的大部分悲观预期。

表 5：银行股的隐含市净率测算

	阶段 I (2010-2012)	阶段 II (2013-2019)	阶段 III (since 2020)
息差	2.50%	2.50%	2.00%
生息资产占比	98.00%	95.00%	95.00%
贷款占比	52.00%	50.00%	45.00%
非息收入占比	15.00%	28.00%	35.00%
成本收入比	38.00%	35.00%	32.00%
拨备前资产收益率	1.79%	2.14%	1.99%
信贷成本	0.80%	0.80%	0.50%





税率	25.00%	25.00%	25.00%
资产收益率	1.03%	1.32%	1.33%
资产/权益（杠杆）	14	13	13
净资产收益率	14.47%	17.20%	17.30%
分红率	20.00%	40.00%	65.00%
隐含市净率	1.60		

数据来源：浙商证券研究所

4. 投资策略

► 影响股价的政策因素或减少

中国的商业银行除具有商业企业属性外，还兼具宏观经济调控的智能。因此在经济波动来临的时候，银行因其政治属性受政策面的影响较大。

逆周期信贷投放是此轮经济刺激中银行担当的首要职责，而危机过后的银行则需要面临“降低杠杆、控制放贷”等紧缩措施，甚至不排除为实体经济买单。银监会在《巴塞尔协议 III》的框架下也形成了新资本监管框架的讨论稿：

（1）一级资本充足率（一级资本中以核心资本为绝对主力）达到 8%；超额资本充足率要求 0%-4%；2011 年开始实施，2016 年达标。

（2）拨备/贷款=2.5%，核心资本/总资产（含表外）=4%，2011 年开始实施。系统性重要银行（工农中建交）2012 年达标，非系统性重要银行 2016 年达标。

图 22：今年的每次下跌基本都是由政策调控带来的，2011 年政策的干扰因素会大大减少



数据来源：浙商证券研究所





表 6: 上市银行股当前的估值水平

	PE			PB			投资评级
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
工商银行	10.87	8.97	8.15	2.10	1.73	1.48	中性
建设银行	9.98	8.35	7.29	1.93	1.62	1.35	中性
中国银行	10.09	7.88	7.88	1.59	1.37	1.21	中性
农业银行	10.72	9.93	9.24	2.03	1.52	1.31	中性
交通银行	8.98	7.83	6.68	1.64	1.35	1.11	中性
招商银行	13.48	10.95	9.56	2.64	2.10	1.75	中性
中信银行	14.19	11.88	9.05	2.00	1.72	1.48	中性
民生银行	10.91	7.70	6.52	1.27	1.25	1.05	中性
浦发银行	8.26	7.66	6.26	1.61	1.44	1.24	中性
光大银行	17.22	11.65	8.61	2.75	2.00	1.73	买入
兴业银行	9.39	8.67	6.85	2.02	1.56	1.29	买入
华夏银行	14.53	11.60	9.65	1.80	1.32	1.19	中性
深发展	9.75	9.60	7.50	2.40	1.68	1.23	中性
北京银行	12.71	9.23	8.00	1.90	1.56	1.39	中性
南京银行	11.83	11.69	9.04	1.52	1.45	1.18	买入
宁波银行	21.38	17.23	13.33	3.18	2.12	1.88	买入

数据来源: wind, 浙商证券研究所

► 流动性纠偏带来银行股修复性上涨行情 个股选择偏好“转型+差异”

长期看, 由于银行一直享有垄断的制度红利, 未来银行向其他行业让渡利润是趋势, 去杠杆化降低了银行的扩张能力, 但也增加了对未来风险的抵御能力, 可以排除一些隐性危险, 为行业转型卸下包袱。

银行股的未来看点在于转型, 谁能减少同质化, 增加差异化, 谁能在非息业务上抢占先机, 谁就能在转型升级中赢得制高点。

行业方面我们认为, 左侧交易者可分批入场, 摊薄成本, 等待纠错行情; 但长期来看, 在宏观经济未进入新的繁荣期之前, 银行股仍属于配置意义。还有一种可能性就是市场投资者的风险偏好转变, 成长的稳定性和持久性被赋予更大的权重, 这也可以较大程度上提升银行股的估值水平。

个股方面我们首先偏好“非息+差异”的业务发展模式, 如兴业(管理层灵活审慎, 银银平台及与联通牵手均为未来非贷款业务发展提供广阔空间)、光大(“阳光理财”已经成为其招牌业务, 从零售业务着手进行的非息收入开拓有先发优势)、宁波(在信用文化相似区域对高风险小微企业进行“风险-收益”的机制, 对高风险的定价能力是其能够走差异化战略的根本原因, 而未来的利率市场化必将更大程度上凸显其业务优势), 其次是在原有模式上仍有较大提升空间的品种, 如光大(息差对净利润的贡献弹性大)华夏(息差修复状态较好, 资产质量进入正面贡献利润阶段)、南京(江苏省沿江高科技产业群为其提供优质的民营企业客户目标群, 同时资本金





充足保证其规模增长)。

5. 风险提示

➤ 来自行业监管要求和房地产市场

行业监管力度超预期，如动态差别准备金率的标准制定十分严格，或拨贷比实施的时间表提前等。

地产调控过激导致房价回调，从而引发土地价格联动下跌的预期，银行资产质量再度堪忧。

➤ 来自海外市场

海外各国经济的不确定性。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
楼小飞
+86 21 6471 8888-1106
louxiaofei@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

宏观
郭磊
+86 21 64318888-2017
guolei@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行 轻工制造业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaiseng@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟到
+86 21 6471 8888-1225
Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
xuguangbing@stocke.com

机械行业

许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212





machunxia@stocke.com.cn .cn

tianjiawei@stocke.com.cn

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

钢铁行业

林建

范飞

+86 21 6471 8888-1286

+86 21 6471 8888-1119

linjian@stocke.com.cn

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

通信行业

王禾

徐昊

+86 21 6471 8888-1740

+86 21 6471 8888-1702

wanghe@stocke.com.cn

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn

