

银行业

评级：看好

金融行业研究员：谢爱红
执业证书编：S0070209080037
010-88086830-709
xieah@rxzq.com.cn
msn: xahmail@163.com

带着回忆摒除怀疑向前冲

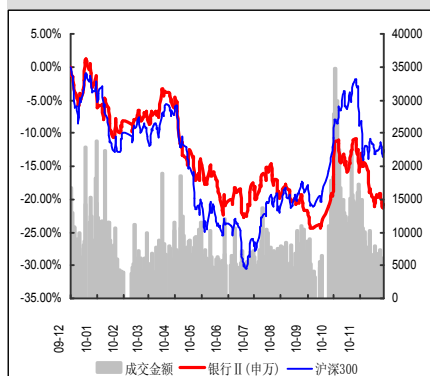
——银行估值修复+年报行情大幕揭开

“现在”永远是最难做出投资决定的时刻，永远是最难解开第三维和第四维秘密的时刻——巴顿·比格斯

报告要点

- **历史告诉未来：政策疏、货币宽，成就一季度的年报行情。**从历史上看，近10年来一季度指数出现上涨的概率为70%。从流动性角度看，一季度是信贷投放最多的季度，通常占全年的三分之一以上，个别年份占全年信贷增量的40%以上。从政策调控的角度来看，由于一季度的经济表现，是全年经济增长状况以及宏观调控方向和力度的重要参考，近10年来一季度出现政策干预的情况非常少。（除了2002、2005以及2007年）。**政策疏、货币宽，在非熊市年份的一季度，均会走出“年报行情”，相信2011不会例外。**作为权重蓝筹板块，银行股有望在一季度的反弹中，走出一波漂亮的估值修复+年报行情。
- **年报行情已经拉开序幕，银行股的最佳买点就是当前。**伴随着年报预报的陆续出炉，业绩增长确定、估值处于历史低位的银行板块将迎来整体性机会。上市银行2010年平均净利润增长幅度在30%以上的业绩答卷，将成为推动银行板块整体估值修复的主要驱动力。而生息资产规模在过去两年的大规模增长后，形成了未来银行业业绩增长的保障。近期二级市场银行板块的异动，已经预示着年报行情的大幕拉开，当前就是银行股的最佳买点。
- **随着新监管指标的逐渐满足，行业利空因素基本消化。**经过2010年的集中再融资，银行业再融资接近尾声，随着拨备覆盖率的普遍提升，上

银行业指数与上证综指走势图



近期相关报告一览：

《低估值稳增长 具备长线投资价值-银行业2011年策略报告》
-2010.12.15

《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

市银行经营和监管指标，基本满足了监管新规的要求以及未来业务拓展的需要。根据我们测算，2011年上市银行的再融资规模1970亿元左右，其中通过二级市场配股的占比不足2成，对市场的影响非常小。

- **估值洼地效应，将在年报预披露中进一步凸显，银行板块的估值吸引力以及业绩增长的确定性成为最大的看点。**目前银行业整体估值水平为1.77XPB，9.51XPE，均处于历史最低水准。而沪深300当前的估值水平为2.46XPB，15.46XPE，银行板块分别折让28%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。此外，高估值板块的风险释放，成为银行板块估值修复的又一催化剂。从价值投资的角度看，银行板块的短线估值修复机会与长线投资价值并存。
- **个股推荐：**结合成长性、盈利增长能力以及风险分析，在16家上市银行中我们推荐，兴业银行、宁波银行、南京银行、北京银行、招商银行。
- **风险警示：**一季度末伴随着业绩增长预期的兑现，以及由于物价持续高企引发的调控政策的出台，整个A股市场以及银行板块将会出现高位回落，投资者仍需踏准节奏，密切关注政策变化。

目 录

一、历史告诉未来：政策疏、货币款，成就一季度年报行情	4
1.1、存款准备金率是首选，一季度加息是小概率事件	4
1.2 全年信贷投放的重头，一季度货币环境宽松	4
1.3、政策松货币宽，一季度走出年报行情概率较大	5
二、年报行情已经拉开序幕，银行股的最佳买点就是当前	6
2.1 业绩持续平稳增长成为年报行情驱动力	6
2.2 生息资产的存量基础以及息差稳中略升，是盈利持续增长的基础	7
2.3 银行板块的估值修复行情已经展开	9
三、随着新监管指标的逐渐满足，行业利空因素基本消化	9
3.1 再融资接近尾声，2011 年补充融资不足惧	10
3.2 补充融资后，上市银行将全部满足监管要求及业务拓展需要	10
四、一季度：短线机遇与长线价值并存	12
4.1 随着年报业绩的明朗 估值洼地效应进一步显现	13
4.2 盈利持续稳定增长，价值股中发掘成长新秀	14
4.3 个股推荐	15
五、风险提示	15

一、历史告诉未来：政策疏、货币款，成就一季度年报行情

由于银行类大盘蓝筹股走势与宏观、政策、流动性关系密切，与大盘指数如影随形，很难走出独立的行情。所以在分析一季度银行板块的机会时，非常有必要分析一下整个一季度 A 股市场的政策松紧程度以及流动性状况。通过我们对近 10 年来一季度的货币政策、信贷投放以及 A 股市场的反应，发现：一季度是政策疏货币宽的季度，在年报业绩公告的驱动下，走出一波震荡上行的年报行情是大概率事件（7 成以上）。而估值处于历史最低点，业绩增长稳健的银行板块的估值修复行情的大幕已经揭开，等待投资者的将是：低风险和稳定回报。

1.1、存款准备金率是首选，一季度加息是小概率事件

一季度作为政策调控政策出台概率最小，信贷投放量最大的季度，加上年报预告的催化，在过去 10 年中 A 股市场有 7 年出现了不同幅度的上涨。事实上，由于一季度是一年的开始，按照中国的传统来看“开门红”非常重要，一季度的经济走势也成为了判断全年经济形势的重要参考。所以在正常年份，一季度出台调控政策的概率非常低。

从过去 10 年来看，在一季度出现货币政策的年份分别是 2002 年，2005 年和 2007 年，其中 2002 年和 2007 年的一季度出现调控的原因基本相同——为了给连续上涨的股票市场降温。而 2005 年 3 月 17 日的利率调整，主要是针对自营性个人住房贷款政策的优惠利率幅度降低，（房贷利率由 5.31% 提升至 5.51%，当时的基准利率为 6.12%），并配合将购房首付比例由 20%，提升至 30% 的政策执行。我们初步判断，在现行的地产调控政策之下，2011 年一季度房地产市场应该不会出现大面积升温，而股票市场的震荡中的小幅反弹，以及宏观经济的温和增长，都不会引发加息举措的出台。但针对银行信贷增长速度，仍可能将会出台调升法定准备金率或差别准备金率的情况，加息的可能性很小。

1.2 全年信贷投放的重头，一季度货币环境宽松

从信贷投放节奏来看，一季度是全年信贷投放量最大的一个季度，占比在 30% 以上（全年信贷量的比重）。从货币环境来看，跟其它三个季度相比，也是最为宽松的一季度。通过统计，在过去的 10 年中，前两年 2001 和 2002 年信贷投放全年是均衡的，2003 年以后，信贷投放节奏发生了明显变化，上半年比重明显增大。2005 年之后的 5 年内一季度信贷投放占比明显提升，通常情况下一季度的信贷投放量占全年信贷总量的 30% 以上，个别年份超过 40%。在信贷宽松的一季度，如果没

有调控政策的出台，在年报的催化下，震荡上行是大概率事件。

图表 1: 信贷投放量（季度，亿元）

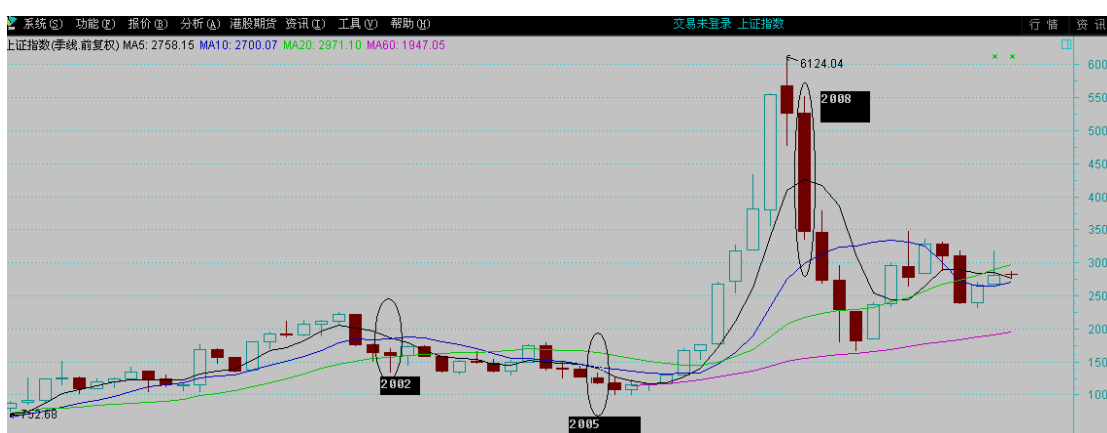
	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
1 季度	7375	12551	14231	13304	45800	26008
2 季度	7151	9213	11208	11148	27863	20168
3 季度	5029	5794	8178	10278	12830	16735
4 季度	3900	4247	2720	14306	9276	16600
总量	23455	31805	36337	49036	95769	79235
一季度占比 (%)	31.44%	39.46%	39.16%	27.13%	47.82%	32.82%

数据来源：中国人民银行 日信研究

1.3、政策松货币宽，一季度走出年报行情概率较大

从历史上看，在过去的 10 年中（2001-2010），一季度指数出现上涨的概率为 70%。10 年里仅有 2002、2005 和 2008 三年的一季度，股指出现了下跌，其余 7 年内均呈现出不同的涨幅。其中 2002 年和 2005 年的一季度出现了货币政策的收紧，而 2008 年的大幅下跌是由于金融危机造成了全球范围内大熊市的到来引发。当前的经济环境无法构成形成熊市的条件，此外通过我们之前对于货币政策的分析，不难推断 2011 年一季度 A 股市场出台调控政策的可能性非常小，货币环境也将是宽松的，那么一季度走出年报行情是大概率事件（70%以上）。

图表 2: 2000-2010 年上证指数分季度走势



数据来源：日信研究

作为权重板块，银行股伴随着年报预报的出炉，其业绩增长稳健，低估值低风险成为最大的投资亮点。在整个大环境相对宽松的前提下，银行股在一季度的反弹中，将走出一波漂亮的估值修复行情。我们初步预计平均反弹幅度在 15%-25%。

二、年报行情已经拉开序幕，银行股的最佳买点就是当前

伴随着年报预报的陆续出炉，业绩增长确定、估值处于历史低位的银行板块将迎来整体性机会。上市银行 2010 年平均净利润增长幅度在 30%以上的业绩答卷，将成为推动银行板块整体估值的主要驱动力。而生息资产规模在过去两年的大规模增长后，形成了未来银行业业绩增长的保障。

2.1 业绩持续平稳增长成为年报行情驱动力

由于年报尚未披露，两市仅有浦发银行一家公布了年报预告，从预告的情况来看，浦发银行的业绩增长是好于我们之前的预期利润增长 42.42%，实现总利润同比增长 45.74%，拨备覆盖率达到 370%。由于银行业总体经营稳健的特点，全年业绩增长速度将与三季度末的情况非常接近。我们初步测算，2010 年 16 家上市银行的平均业绩增长幅度超过 30%，其中五大行利润增幅在 25%-35%，股份制银行利润增幅为 25-65%，城商行利润增幅为 33%-65%。

图表 3: 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(A)	21.32%	11.66%	4.83%	-2.04%	3.79%	0.88%	1.99%	45.74%
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

从盈利驱动的角度看，对于上市 5 家大型国有银行和 8 家股份制银行而言，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。2009 年-2010 年以来的生息资产的迅猛增长，为银行业盈利的持续增长打下基础。

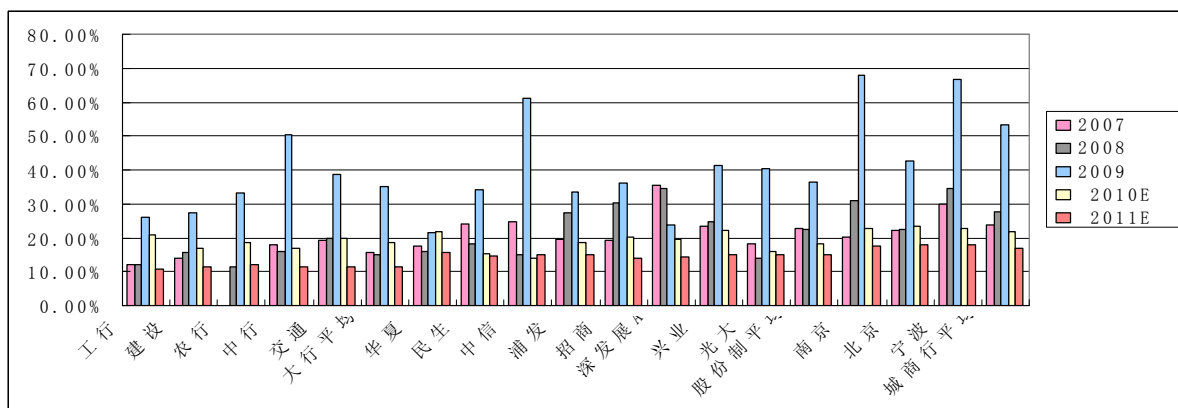
此外，根据我们对 2011 年新增信贷规模的统计，以及对于息差水平基本持平于 2010 年的判断，初步估计 2011 年银行业的平均利润增幅为 20%，其中大型国有银行利润同比增长约在 15%-18%，股份制银行在 20%-25%，城商行 25%-40%。银行业盈利能力的持续稳步增长，以及位于历史最低点的估值水平，成就了银行板块稳回报低风险的特点，也成为了一季度银行板块整体估值修复的主要推动力。

2.2 生息资产的存量基础以及息差稳中略升，是盈利持续增长的基础

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。

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 16%。

图表 4: 上市银行信贷增速 (年度同比%)



数据来源: 公司公告 日信研究

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 5: 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

2.3 银行板块的估值修复行情已经展开

通过对 2011 年 1 月 1 日以来，10 个完整交易日行业指数的表现进行统计，我们发现：在 81 个细分行业中（申万 II 级），银行业指数的累积涨幅为 6.05%，位居第四位。而同期上证指数仅上涨了 0.7%，沪深 300 指数上涨了 0.42%。从近 20 个交易日的表现来看，在 81 个细分行业指数中（申万 II 级）仅有 7 个指数上涨，且地产和银行指数（SWII）分别位居涨幅榜的第一和第二位，涨幅分别为 4.69%，3.10%。从二级市场表现来看，市场对于银行板块的热情逐渐升温，赚钱效应进一步积累，估值修复型年报行情已经拉开帷幕。在整个行业盈利保持平稳较快增长，估值水准仍处于历史低位，且远低于国际银行业平均水准的情况下，银行股的投资价值日益凸显，可以说在行情已经启动的时下，是买入银行股的最佳时机。

图表 6：行业（SWII）分类指数 11 年 1 月 1 日-1 月 13 日的累计涨幅（%）

代码	名称	最新	10 日	20 日涨幅
801174.SI	机场 II（申万）	2151.28	8.78%	1.47%
801112.SI	视听器材（申万）	795.21	6.57%	0.35%
801181.SI	房地产开发 II（申万）	3353.43	6.55%	4.69%
801192.SI	银行 II（申万）	2224.81	6.05%	3.10%
801177.SI	铁路运输 II（申万）	1334.17	5.98%	1.03%
801176.SI	航运 II（申万）	2062.09	5.23%	0.61%
801021.SI	煤炭开采 II（申万）	6127.84	4.20%	—
801143.SI	造纸 II（申万）	1905.64	4.01%	—

数据来源：wind 日信研究

三、随着新监管指标的逐渐满足，行业利空因素基本消化

经过 2010 年的集中再融资，银行业再融资接近尾声，随着拨备的普遍提升，上市银行经营和监管指标基本满足了监管新规的要求以及未来业务拓展的需要。经过本轮再融资，以及 2011 年的补充融资，上市的 16 家银行资本充足率和核心资本充足率水平进一步提升。此外，通过近一年来对“地方融资平台”的清理，以及四季度拨备水平的进一步提升，五大行将更加接近 2.5%的拨贷比要求，农业银行已经超过这一水准。关于“逆周期监管”、“平台贷款”、“再融资”等方面的利空因素已经逐渐为市场消化。

3.1 再融资接近尾声，2011 年补充融资不足惧

根据我们测算，2011 年上市银行的再融资规模 1970 亿元左右，其中通过二级市场配股的占比不足 2 成。由于 80% 的融资方式为次级债和定向增发，那么对二级市场的影响也十分有限，这也是区别于 2010 年以配股为主要融资方式的最主要方面。由于定向增发和次级债的发行对象主要是：大股东、关联方以及战略投资者，对二级市场的影响更多停留在心理层面。

此外，通过统计发行预案以及根据上市银行资本以及核心资本充足率指标推算，2011 年需要再融资的上市银行分别是：民生银行、深发展、华夏银行、招商银行、中信银行、农工银行、兴业银行，共计 7 家。其中民生、深发展、华夏和招行将通过定向增发来完成融资，中信银行实行配股融资，而农行和兴业银行则通过次级债的方式来完成。其中定向增发的规模在 1000 亿元左右，次级债规模为 650 亿元，配股融资规模约 310 亿元。值得注意的是，兴业银行由于资本充足率水平较高，融资方案有可能推迟到 2012 年执行。而招商银行虽然目前没有定向增发方面的消息，但是根据该行现有的资本充足率指标推测，近 1 年内很可能推进定向增发补充一级资本。

图表 7：上市银行融资方案（2011）

定向增发预案						
代码	名称	方案进度	增发价格	增发数量（万股）	预计募资（亿元）	预案公告日
600016.SH	民生银行	董事会预案	4.57	470000	214.79	2011-01-08
000001.SZ	深发展 A	股东大会	17.75	163833.67	290.80	2010-09-15
600015.SH	华夏银行	股东大会	11.04	185919.75	205.26	2010-05-06
600036.SH	招商银行	预计	——	——	——	——
配股预案						
代码	名称	方案进度	配股比例	配股数量(万股)	预计募资(亿元)	
601998.SH	中信银行	股东大会	0.22	585893.91	5.26	2010-08-12
次级债发行预案						
代码	名称	方案进度	期限(年)	发行规模(亿元)		预案公告日
601288.SH	农业银行	董事会预案		500		2010-1-7
601166.SH	兴业银行	董事会预案	不超过 15 年	150		2010-1-8

数据来源：公司公告 日信证券

3.2 补充融资后，上市银行将全部满足监管要求及业务拓展需要

从 2010 年 1 月份至今，已经有 10 家银行了再融资，其中工商银行和中国银行分别融资两次。2010

年10家上市银行的融资规模2501亿元,其中定向增发505亿元,占融资比例的20.18%,配股融资1346.30亿元,占融资比例的53.82%,发行次级债融资650亿元,占融资比例的26%。此外,2010年仍有8家银行在银行间发行了企业债进行融资,共计融资规模856亿元。

图表 8: 2010 年完成融资的 10 家上市银行

定向增发	已发行					
代码	名称	发行价格	增发数量(万股)	发行对象	实际募资(亿元)	发行日期
600000.SH	浦发银行	13.75	286976.48	机构投资者	391.99	2010-10-14
002142.SZ	宁波银行	11.45	38382.05	大股东	43.76	2010-10-19
000001.SZ	深发展 A	18.26	37958.00	大股东关联方	69.07	2010-06-29
配股	已配股					
代码	名称	配股价格	配股比例	认购比例(%)	实际募资(亿元)	配股公告日
601939.SH	建设银行	3.77	0.07	94.23	22.26	2010-11-02
601988.SH	中国银行	2.36	0.10	99.57	416.39	2010-10-29
600036.SH	招商银行	8.85	0.13	98.60	176.81	2010-03-02
601166.SH	兴业银行	18	0.20	99.25	176.91	2010-05-20
601328.SH	交通银行	4.5	0.15	97.84	170.00	2010-06-07
601398.SH	工商银行	2.99	0.05	99.72	335.78	2010-11-11
601009.SH	南京银行	8.37	0.25	97.36	48.14	2010-11-11
可转债	已发行					
代码	名称	期限(年)	票面利率(%)	补偿利率(%)	发行规模(亿元)	上市日期
601398.SH	工商银行	6.00	0.50	1.60	250.00	2010-09-10
601988.SH	中国银行	6.00	0.50	1.92	400.00	2010-06-18
全国银行间债券 发行对象: 全国银行间债券市场成员						
代码	名称	企债名称	发行规模(亿元)	期限(年)	利率(%)	发行日期
002142.SZ	宁波银行	10 宁波银行债	25	10	5.39	2010-11-10
600015.SH	华夏银行	10 华夏银行债	44	10	4.55	2010-02-26
600016.SH	民生银行	10 民生 01	58	10	4.29	2010-06-10
601166.SH	兴业银行	10 兴业银行债	30	15	4.8	2010-03-29
601169.SH	北京银行	10 北银次级债	65	15	5	2010-12-21
601398.SH	工商银行	10 工行 02	162	15	4.1	2010-09-10
601398.SH	工商银行	10 工行 01	58	10	3.9	2010-09-10
601988.SH	中国银行	10 中行 01	249.3	15	4.68	2010-03-09
601998.SH	中信银行	10 中信银行 01	50	10	4	2010-05-27
601998.SH	中信银行	10 中信银行 02	115	15	4.3	2010-05-27

数据来源: 公司公告 日信研究

通过第一轮融资（2010 年）的 10 家上市银行中，仍有 4 家可能再融资，分别是：招商银行、兴业银行、浦发银行和深发展。在上述四家银行中，除兴业银行外的其它三家银行融资需求较强，由于经过上轮融资后核心资本充足率水平仍较低。这一点，在浦发银行和深发展表现的比较突出，截止 2010 年三季度末，融资后其核心资本充足率分别为 7.09%和 7%，进一步融资的需求比较强烈。

图表 9：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

此外，在 2010 年仍有：中信银行、华夏银行、民生银行和北京银行尚未进行股权融资，而农业银行和光大刚刚进行 IPO 融资（2010），农业未来发行 500 亿元次级债后，资本充足率会进一步提升。上述四家银行中，2010 年均在银行间发行了企业债，期限在 10-15 年不等。通过 3Q2010 资本充足指标，我们发现北京银行的融资需求暂时不存在。而华夏、民生和中信融资需求较为强烈。通过 2011 年的补充融资后，民生、中信、华夏、深发展、招商、兴业的资本充足指标将提升 1.5%-2%个百分点。那么上市的 16 家银行的资本充足指标，将全部满足监管与要求业务拓展需求。

四、一季度：短线机遇与长线价值并存

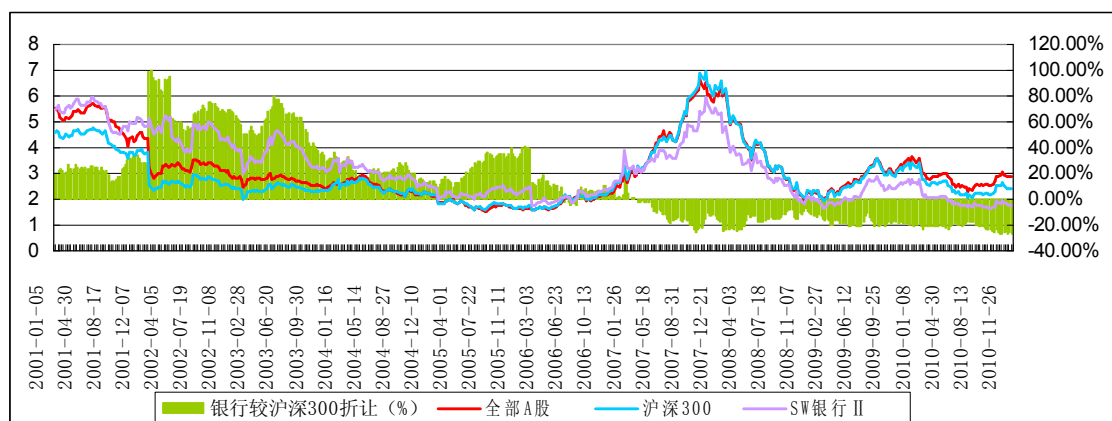
从银行板块一季度走强的契机来看，一季度相对宽松的政策背景和货币环境是基础，持续稳定的增长是年报行情的内部催化剂，中小板与创业板的普遍高增长预期面临年报兑现大考是外部催化剂。而估

值的洼地效应以及处于历史最低估值水平的现状，封锁了银行板块进一步向下修正的空间，也锁定了银行板块投资的系统性风险。在低风险稳增长的形势下，银行股的投资价值进一步凸显。

4.1 随着年报业绩的明朗 估值洼地效应进一步显现

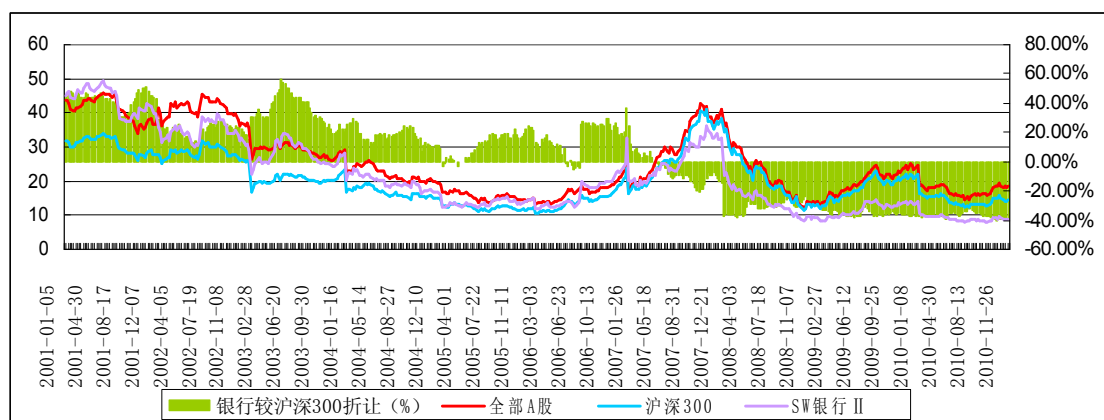
从当前的估值水平看，整个银行板块的估值已经处于历史最低位。目前银行业整体估值水平为 1.77XPB，9.51XPE，均处于历史最低水准。而沪深 300 当前的估值水平为 2.46XPB，15.46XPE，银行板块分别折让 28%和 39.5%，相对于全部 A 股平均市盈率 19.06XPE 而言，银行板块市盈率只有 9.51XPE，折价率为 50%。从市净率的角度看，当前全部 A 股平均市净率为 2.86XPB，银行板块市净率为 1.77XPB，折价率为 39%。如果相对于创业板以及中小板分别：70XPE 和 47XPE 的估值，银行板块折价率更是超过了 80%，估值优势显而易见。伴随着年报预告的披露，银行板块的估值洼地效应将进一步显现，估值吸引力进一步增强。

图表 10：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 11: 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

事实上, 由于 2011 年整个 A 股市场的流动性并不十分乐观 (详见《低估值稳增长 具备长线投资价值-银行业 2011 年策略报告》中的流动性分析), 所以整个银行板块在全年内很难走出单边上涨的行情, 而类似一季度这样的估值修复行情将贯穿全年。通过分析, 我们认为这种估值修复行情在一季度和三季度出现的可能性是最大。通过对上市的 16 家银行的业绩预测, 我们发现 2011 年其平均业绩增幅仍将保持 20% 以上, 业绩的持续增长, 使得银行股的投资价值进一步显现。此外, 对比目前中国银行业的估值水平和盈利能力, 以及分红派息的比例, 不难得出中资银行股的短线与长线投资价值并存。

4.2 盈利持续稳定增长, 价值股中发掘成长新秀

由于上市银行在 2010 年仍保持了 25%-68% 的净利润增长, 平均净利润增长率将超过 30%, 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。在综合贷存比、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 (一季度)。

图表 12: 盈利预测以及投资评级

	股价	PE		PB		同比增长 (%)		EPS (元)		评级
名称	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	0.55	增持
建设银行	4.77	7.85	6.97	1.8	1.52	27.18%	20.06%	0.55	0.66	增持
中国银行	3.27	9.44	7.83	1.39	1.26	26.59%	20.28%	0.37	0.45	中性
交通银行	5.57	8.08	6.7	1.37	1.21	27.45%	20.06%	0.65	0.78	增持
农业银行	2.63	9.33	6.93	1.54	1.32	34.81%	33.90%	0.27	0.36	谨慎增持

招商银行	13.24	10.87	8.77	2	1.69	55.10%	22.79%	1.1	1.35	买入
中信银行	5.42	10.28	8.54	1.73	1.49	25.46%	20.07%	0.49	0.59	中性
浦发银行 A	12.91	10.12	9.55	1.7	1.57	42.42%	20.66%	1.60	1.92	谨慎增持
民生银行	5.07	7.83	6.25	1.29	1.1	27.30%	24.76%	0.58	0.72	增持
兴业银行	24.31	8.28	7.15	1.57	1.33	40.35%	15.55%	2.61	3.02	买入
光大银行	3.79	11.73	9.27	1.86	1.59	69.50%	25.09%	0.3	0.38	中性
华夏银行	11.16	8.94	8.16	1.71	1.41	68.47%	15.59%	1.08	1.25	中性
深发展 A	16.49	9.51	9.7	1.32	1.17	28.94%	22.66%	1.72	2.11	中性
北京银行	11.89	9.5	7.95	1.62	1.37	33.95%	29.02%	1.13	0.55	买入
南京银行	10.05	9.66	10.28	1.54	1.36	47.56%	30.57%	0.97	0.66	买入
宁波银行	12.25	13.65	12.85	2.13	1.86	67.20%	36.55%	0.82	0.45	买入

数据来源：日信研究

4.3 个股推荐

结合成长性、盈利增长能力以及风险分析，在 16 家上市银行中我们推荐，兴业银行、宁波银行、南京银行、北京银行、招商银行。

综合来看，我们预计一季度的估值修复+年报行情，有望给银行板块带来 15%-25%的回报，这样银行板块将远远跑赢大盘，这种低风险稳回报的投资机会值得投资者把握。

五、风险提示

一季度末伴随着业绩增长预期的兑现，以及由于物价持续高企引发的调控政策的出台，整个 A 股市场以及银行板块将会出现高位回落，投资者仍需踏准节奏，密切关注政策变化。

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。