

业绩东风起，万事俱备，何愁补涨

——潜伏年报季报业绩驱动和通胀回落下估值修复行情

报告要点

上市银行业绩显著好于市场预期。我们预计 2010 年业绩多数将好于市场预期中值和均值，且今年一季度业绩将同比快速增长。主要基于银行息差扩大幅度好于市场预期，资产质量稳健，拨备计提力度适度提高等因素驱动。展望今年，紧缩货币政策继续促使银行息差扩大，经济平稳增长有利于资产质量保持稳健，差别化分期推进拨贷比要求有利于继续保持适度的拨备计提力度，以及资产规模适度增长等将支持今年银行继续保持较高盈利增速。

息差提升幅度超市场预期。由于信贷额度逆周期制定，使得信贷需求和供给出现人为周期性波动，经济低迷时信贷供给大于需求，银行议价能力弱，反之银行议价能力强。当前正处于经济阶段性繁荣的顶部，信贷收紧，而需求旺盛，银行议价能力凸显。除了议价能力因素之外，银行自身资产结构匹配也有利于息差扩大，贷款期限短期化、布局上提高风险偏好类（如中小企业，减少按揭贷款等）以及存款活期化等。

差别化分期推进拨贷比有利于缓解银行集中计提拨备压力。系统性和非系统性银行拨贷比达标分开，分期执行，有利于缓解计提压力。同时由于银行即将进入信贷低速扩张期，贷款增速放缓使得拨贷比达标压力有所缓解。当前经济景气度仍较乐观，实际贷款成本较低，预示未来资产质量保持稳健的概率较大。

政策调控方面担忧有所缓解。融资压力短期不再困扰银行，由于盈利能力提升，内生补充资本能力增强，且信贷增速放缓后，资本消耗减缓，融资压力缓解；央行采取差别化准备金率政策调控信贷投放，从一二月份信贷投放看，调控效果显著，此外一季度末通胀压力有所缓解，短期货币调控担忧减轻；巴塞尔协议三已经公布，国内监管标准几乎覆盖且高于巴塞尔标准，监管风险大部分已消化。

滞胀周期引致盈利周期切换，策略上大小盘估值也出现相应切换。投资策略上，良好的盈利业绩对应低估值，且结合上述利空因素的消化，我们认为银行板块即将展开一轮年报、季报驱动的估值修复行情。建议关注招商银行、宁波银行、南京银行、华夏银行、浦发银行、农业银行、光大和民生银行，它们一季度业绩同比增速都高于 30%。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
600036	招商银行	推荐
002142	宁波银行	推荐
601009	南京银行	推荐
600015	华夏银行	推荐
600000	浦发银行	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

招商银行	10A	11E	12E
PE	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00
宁波银行	10A	11E	12E
PE	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00

相关研究

《政策与估值的博弈：把握紧缩预期弱化后的估值修复机会——2011 年银行业投资策略》

分析师：

陈志华

(8621)68751569

chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120011

联系人：

许荣聪

(8621)68751569

xurc@cjsc.com.cn

正文目录

预计年报和一季报业绩显著好于市场预期	4
我们预计 10 年业绩增长 32%，高于市场预期 5%	4
良好盈利凸显低估值困惑	5
行业基本面良好	8
2011 年息差扩大可能超预期	8
成本收入比有望下降	10
规模平稳扩张	11
实体经济滞胀，银行资产质量良好	12
风险加权资产收益率提升，内生补充资本能力增强	14
银行估值处于历史低位，看好估值修复行情	15
银行估值处于历史低位	15
股息收益率高，投资价值大	16
盈利周期和通胀周期支撑目前大小盘风格切换	16
资金利率平稳助力反弹	18
投资建议	19

图表目录

图 1: 票据占比和利率上浮贷款比例	8
图 2: 贷款上浮比例增加	8
图 3: 各期限贷款加权利率	9
图 4: 短期贷款议价能力强, 长期贷款议价能力弱	9
图 5: 短期贷款比重增加	9
图 6: 活期存款比重扩大	10
图 7: 债券收益率提升幅度高于存款成本	10
图 8: 规模、息差和成本收入比	11
图 9: 员工费用占业务管理费比重	11
图 10: 规模平稳增长 (回归历史平均水平)	12
图 11: 货币政策强度	12
图 12: 商业银行不良贷款余额 (亿)	13
图 13: 商业银行不良贷款率 (%)	13
图 14: 实际贷款成本和工业增加值	14
图 15: 银行加权风险资产收益率情况	15
图 16: 银行业和大盘市盈率	15
图 17: 银行业和大盘市净率	15
图 18: 港股股息收益率 (%)	16
图 19: A/H 比值处于历史低位 (A/H 对价=A 股价/港股价)	16
图 20: 盈利周期和通胀周期	17
图 21: 大小盘估值变化	17
图 22: 今年通胀维持在 4%-5%	17
图 23: 央票和回购到期数量 (亿)	18
图 24: 货币市场利率和 CPI (%)	18
图 25: 银行指数与 3 月拆借利率与定存利率之差图 (%)	19
表 1: 银行年报和一季报业绩预测 (单位: 百万)	4
表 2: 银行年报和一季报业绩预测 (单位: 百万)	5
表 3: 各银行估值情况	5
表 4: 银行并表数据 (盈利和资产负债)	6
表 5: 银行并表数据 (风险、资本与营运效率)	7
表 6: 预计各银行 2010 年年报披露日期	7

预计年报和一季报业绩显著好于市场预期

我们预计 10 年业绩增长 32%，高于市场预期 5%

预计上市银行 2010 年全年净利润同比上涨 32%，高于市场预期 5%，第一季度净利润同比上涨 26%。2010 年银行净利润增长主要来源于净利息收入的高速增长（息差回升和规模增长所致）和营业费用的有效控制。短期关注年报和一季报大幅增长的银行，预计招行、南京、宁波、农行、华夏、光大、民生和浦发等 2010 年净利润同比增长分别为 44.12%、48.99%、59.70%、38.00%、67.31%、65.38%、41.83%和 44.76%；预计 2011 年一季度招行、南京、农行、宁波、华夏、光大、民生和浦发等净利润同比增长分别为 56.65%、29.74%、46.76%、39.38%、44.35%、42.42%、32.44%和 35.95%。

表 1：银行年报和一季报业绩预测（单位：百万）

净利润	2009 年	2010 年	2011 年	2010 年同比增长	2011 年同比增长	2010 年一季度	2011 年一季度	同比
工行	129,350	164,802	208,521	27.41%	26.53%	41,725	49,770	19.28%
建行	106,836	137,515	174,591	28.72%	26.96%	35,189	42,687	21.31%
中行	85,349	99,493	128,868	16.57%	29.53%	27,346	32,292	18.09%
交行	30,211	38,897	49,834	28.75%	28.12%	10,492	12,597	20.07%
农行	65,002	89,700	123,609	38.00%	37.80%	24,612	34,304	39.38%
招行	18,235	26,280	35,960	44.12%	36.83%	5,909	9,256	56.65%
中信	14,560	21,281	26,941	46.16%	26.60%	4,407	5,500	24.79%
浦发	13,215	19,130	25,037	44.76%	30.88%	4,105	5,581	35.95%
民生	12,108	17,172	22,813	41.83%	32.85%	4,283	5,673	32.44%
兴业	13,282	18,528	23,494	39.50%	26.80%	4,079	5,218	27.94%
光大	7,643	12,641	17,143	65.38%	35.62%	2,870	4,087	42.42%
深发展 A	5,031	6,286	7,936	24.95%	26.26%	1,578	1,987	25.94%
华夏	3,760	6,291	8,590	67.31%	36.53%	1,307	1,886	44.35%
北京	5,633	7,714	9,760	36.95%	26.52%	2,093	2,432	16.21%
宁波	1,457	2,328	3,209	59.70%	37.85%	498	731	46.76%
南京	1,545	2,301	3,091	48.99%	34.30%	588	763	29.74%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 银行年报和一季报业绩预测 (单位: 百万)

单位: 百万	国内主流券商预测				彭博预测
	2010 年均值		2010		2011
		预测均值	预测中值	预测均值	预测中值
工行	158,698	157,884	159,595	189,358	185,039
建行	129,579	133,892	132,656	156,138	159,319
中行	101,668	101,905	100,823	117,221	117,006
交行	38,272	38,466	38,538	47,063	47,465
农行	90,031	88,481	87,697	114,405	114,007
招商	25,796	25,993	25,887	32,177	33,080
中信	19,951	19,883	19,800	23,866	25,318
浦发	18,486	22,321	22,497	25,137	25,969
民生	16,151	16,361	16,294	20,371	20,294
兴业	16,960	17,332	17,272	21,178	20,832
光大	12,700	11,833	12,052	15,188	15,306
深发展	6,162	6203.25	6254.5	7,759	7,811
华夏	5,729	5,659	5,787	7,162	7,620
北京	7,400	7,299	7,251	8,771	8,763
宁波	2,260	2,842	2,828	3,372	3,376
南京	2,208	2,337	2,321	3,051	3,021
合计	652,052	658,691	657,552	792,215	794,223

资料来源: 启明星, 彭博, 长江证券研究部

良好盈利凸显低估值困惑

A 股银行估值水平已经处于历史最低水平, 2011 年各银行 PE 在 6 倍-11 倍之间, 整体为 7.06 倍, 各银行 PB 在 1.1 倍—2.1 倍之间, 整体为 1.41 倍。

表 3: 各银行估值情况

公 司 名 称	净利润 (mn RMB)		每股收益(元)		每股净资产		净资产回报		预测市盈率		预测市净		自由流通市
	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	
工行	165,464	209,358	0.47	0.60	2.36	2.75	22%	23%	9.06	7.16	1.81	1.55	653
建行	137,584	174,678	0.55	0.70	2.65	3.00	22%	25%	8.86	6.97	1.84	1.62	444
中行	105,672	136,396	0.34	0.45	2.33	2.60	16%	18%	9.51	7.34	1.41	1.26	218
交行	38,897	49,834	0.69	0.88	4.03	4.63	20%	20%	8.11	6.33	1.39	1.21	847
农行	89,736	123,659	0.28	0.38	1.68	1.96	20%	21%	9.49	6.88	1.56	1.34	402
招行	26,280	35,960	1.22	1.66	6.52	7.88	23%	23%	11.07	8.09	2.07	1.71	1,354
中信	21,715	27,491	0.55	0.69	3.13	3.70	19%	20%	9.92	7.84	1.73	1.46	136
浦发	19,132	25,040	1.60	1.74	8.78	9.65	20%	19%	8.22	7.55	1.50	1.37	1,004
民生	17,174	22,815	0.64	0.85	3.89	4.60	18%	20%	8.09	6.09	1.34	1.13	878
兴业	18,530	23,496	3.22	3.92	15.30	18.66	24%	23%	8.34	6.86	1.76	1.44	855
光大	12,643	17,147	0.34	0.42	2.01	2.37	20%	19%	11.45	9.25	1.95	1.65	157
深发	6,286	7,936	1.91	2.28	9.66	11.94	23%	21%	8.48	7.11	1.67	1.36	374
华夏	6,295	8,594	1.15	1.25	8.31	9.47	14%	14%	10.17	9.35	1.41	1.24	236
北京	7,718	9,765	1.24	1.57	7.26	8.70	19%	20%	9.61	7.59	1.64	1.37	411
宁波	2,328	3,209	0.91	1.11	5.54	6.52	18%	18%	14.36	11.80	2.37	2.01	129
南京	2,302	3,092	1.03	1.04	6.50	7.45	15%	15%	10.44	10.27	1.65	1.44	185
行业数据	677,755	878,470	-	-	-	-	19%	20%	9.15	7.06	1.62	1.41	-

注: 股价截止至 2011 年 3 月 2 日

预计 2010 年至 2012 年银行规模扩张速度将逐渐放缓，贷款和存款增速分别从 19%和 20%降至 14%和 15%。净息差在未来两年预计将逐步回升，预计 2011 年将提高 15 个基点，2012 年将提高 7 个基点，在成本收入比保持下降的情况下，可以维持净利润的较快增长，预计上市银行 2011 年和 2012 这两年净利润增速分别为 30%和 24%。不良贷款余额和不良率预计略有回升，但总体上资产质量保持稳定。

表 4：银行并表数据（盈利和资产负债）

科目(单位：百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利					
净利息收入	1,149,810	1,099,068	1,429,452	1,801,051	2,154,893
手续费净收入	169,057	223,915	290,432	361,946	449,570
其他非利息净收入	44,406	66,514	55,053	60,843	61,438
经营收入合计	1,363,273	1,389,497	1,774,937	2,223,840	2,665,902
营业费用	(559,500)	(600,591)	(720,559)	(879,987)	(1,030,629)
拨备前利润	803,773	788,906	1,054,377	1,343,853	1,635,273
当期提取各项准备金	(261,073)	(138,861)	(178,425)	(206,823)	(219,759)
税前利润	542,399	650,359	876,878	1,137,953	1,416,436
所得税	(111,935)	(140,742)	(200,455)	(259,490)	(323,155)
净利润	433,662	512,023	677,755	878,470	1,093,236
资产					
总资产	42,856,351	54,041,257	64,943,496	76,202,298	88,046,056
贷款余额（毛额）	20,845,458	28,058,543	33,278,714	38,185,415	43,556,977
存放央行款	16,852,509	21,144,085	25,450,301	29,649,745	34,315,381
同业资产	3,307,094	5,038,020	5,921,187	7,027,432	8,232,976
债券投资	11,241,941	12,532,450	15,373,621	18,890,971	22,335,189
负债					
存款余额	34,161,702	43,066,974	51,825,147	60,447,629	69,771,993
同业负债	4,332,807	5,911,568	6,991,960	8,813,357	10,346,490
发行债券	392,078	600,690	647,479	648,108	648,108
存贷比	61.02%	65.15%	64.21%	63.17%	62.43%
拨备余额	573,502	669,899	813,724	983,382	1,165,327
股东权益	2,458,906	2,866,679	3,818,701	4,403,923	5,116,089
平均股东权益	2,329,834	2,678,731	3,362,580	4,136,725	4,790,704
平均生息资产	38,291,579	48,322,533	58,413,535	69,183,474	80,606,013
平均总资产	39,083,115	48,902,309	59,784,739	70,785,563	82,347,639

资料来源：长江证券研究部

表 5: 银行并表数据 (风险、资本与营运效率)

科目(单位: 百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
风险					
不良贷款余额	496,565	440,247	405,252	455,670	558,179
不良贷款率	2.38%	1.57%	1.22%	1.19%	1.28%
贷款拨备覆盖率	115.49%	152.16%	200.79%	215.81%	208.77%
拨备余额/贷款余额	2.75%	2.39%	2.45%	2.58%	2.68%
当年核销	(44,913)	(38,718)	(30,921)	(40,561)	(41,211)
信用成本	1.32%	0.57%	0.58%	0.58%	0.54%
增长率					
贷款 (毛额)	11.64%	34.60%	18.60%	14.74%	14.07%
存款	18.81%	26.07%	20.34%	16.64%	15.43%
平均生息资产	15.44%	26.20%	20.88%	18.44%	16.51%
净利息收入	19.66%	-4.41%	30.06%	26.00%	19.65%
非利息收入	51.15%	36.06%	18.96%	22.38%	20.87%
净利润	28.93%	18.07%	32.37%	29.61%	24.45%
资本					
核心资本充足率	10.20%	9.63%	8.81%	9.97%	9.99%
资本充足率	12.46%	11.84%	11.32%	12.35%	12.15%
盈利效率					
NIM	3.00%	2.27%	2.45%	2.60%	2.67%
成本收入比	41.04%	43.22%	40.60%	39.57%	38.66%
实际有效税率	20.64%	21.64%	22.86%	22.80%	22.81%
ROAA	1.11%	1.05%	1.13%	1.24%	1.33%
ROAE	18.61%	19.11%	20.16%	21.24%	22.82%

资料来源: 长江证券研究部

表 6: 预计各银行 2010 年年报披露日期

名称	预计披露日期	剩余天数
深发展 A	2011-02-25	0
工商银行	2011-03-25	23
中国银行	2011-03-25	23
民生银行	2011-03-26	24
建设银行	2011-03-28	26
华夏银行	2011-03-29	27
农业银行	2011-03-30	28
交通银行	2011-03-31	29
中信银行	2011-04-01	30
招商银行	2011-04-01	30
光大银行	2011-04-12	41
兴业银行	2011-04-15	44
宁波银行	2011-04-27	56
北京银行	2011-04-27	56
浦发银行	2011-04-28	57
南京银行	2011-04-29	58

资料来源: wind, 长江证券研究部

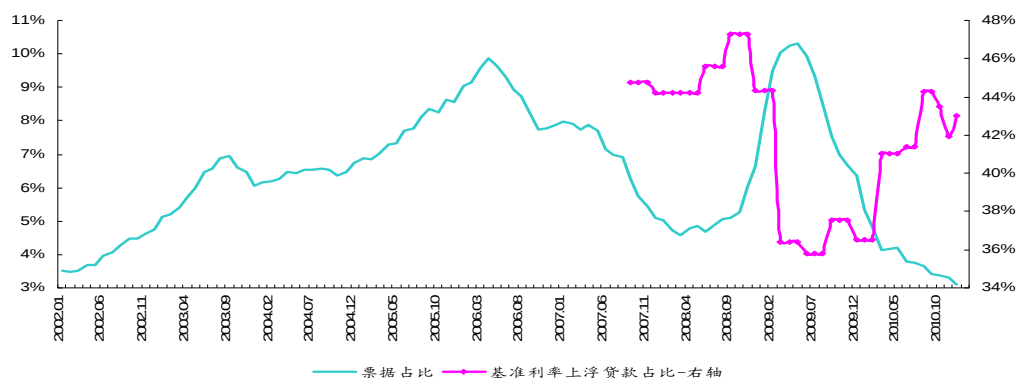
行业基本面良好

2011 年息差扩大可能超预期

票据占比逐月下降，利于提升息差

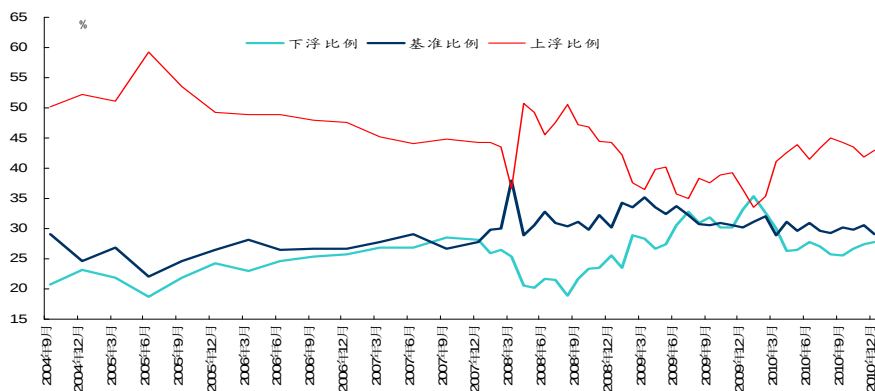
银行贷款议价能力逐步提高，票据占比处于历史较低水平，根据历史经验，当票据占比低于 5% 时，银行贷款利率上浮的比例将逐步提高，而高于 5% 时，贷款利率上浮占比有所下降。目前票据占贷款比例接近 3%，处于历史最低水平。2010 开始，贷款的利率上浮比例一直在上升，2010 年 12 月贷款上浮比例达到 43.04%，较 11 月上升 1.13 个百分点。

图 1：票据占比和利率上浮贷款比例



资料来源：人民银行，长江证券研究部

图 2：贷款上浮比例增加

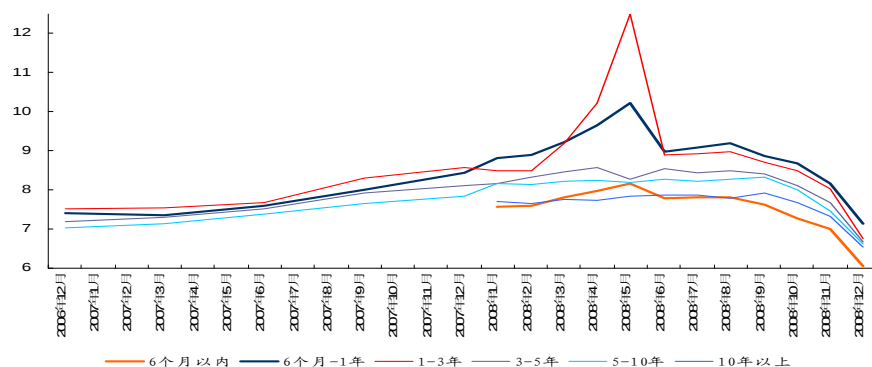


资料来源：人民银行，长江证券研究部

短期贷款占比上升，提高贷款组合收益率

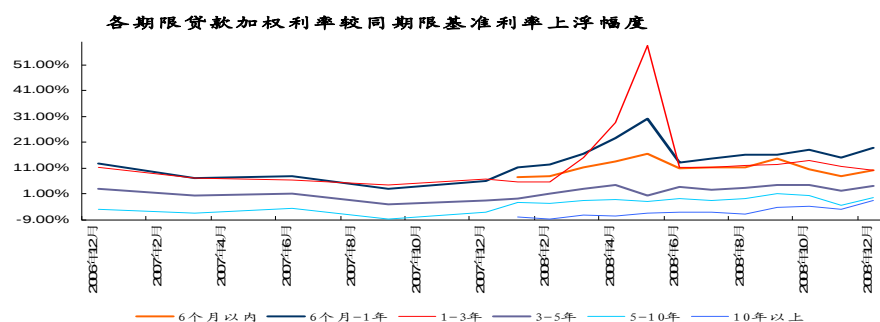
从过往银行贷款加权平均利率（06 年-08 年）来看，银行的短期贷款议价能力强，长期贷款议价能力较弱，短期贷款（期限为 6 月至 1 年和 1 年至 3 年）加权平均利率高于长期贷款加权平均利率。随着住房按揭贷款和基建贷款占比下降，银行在加息周期中也倾向于投放短期贷款，未来短期贷款占比将上升，提升银行贷款加权利率。

图 3: 各期限贷款加权利率



资料来源：人民银行，长江证券研究部

图 4: 短期贷款议价能力强，长期贷款议价能力弱



资料来源：wind，长江证券研究部

图 5: 短期贷款比重增加

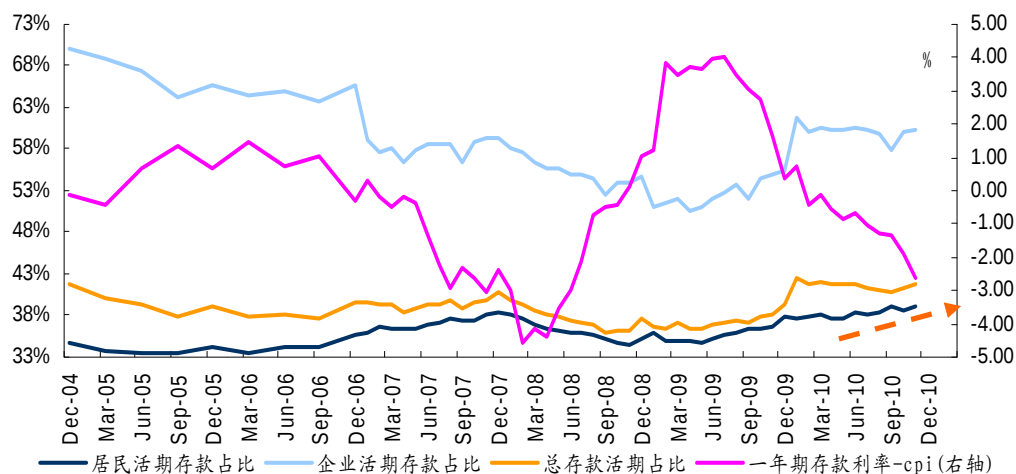


资料来源：人民银行，长江证券研究部

活期存款比重上升，债券收益率持续提升

负利率形势下，活期存款比重将持续上升，将降低银行的存款成本，利于息差提升。同时，货币市场收益率上行和通胀因素推升国债收益率，经过测算得出国债收益率平均值高于银行加权存款成本，且差值在逐步提升，有利于提升银行投资收益，助力息差回升。

图 6：活期存款比重扩大



资料来源：wind，长江证券研究部

图 7：债券收益率提升幅度高于存款成本



资料来源：wind，长江证券研究部

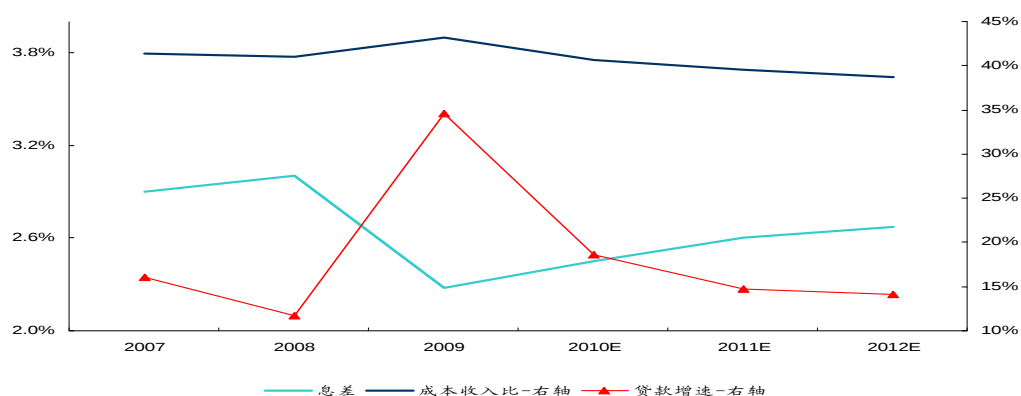
注：国债收益率平均值=（1 年期国债收益率+2 年期国债收益）/2；

预估的存款成本=活期存款利率*50%+3 月存款利率*15%+6 月存款利率*15%+1 年存款利率*20%

成本收入比有望下降

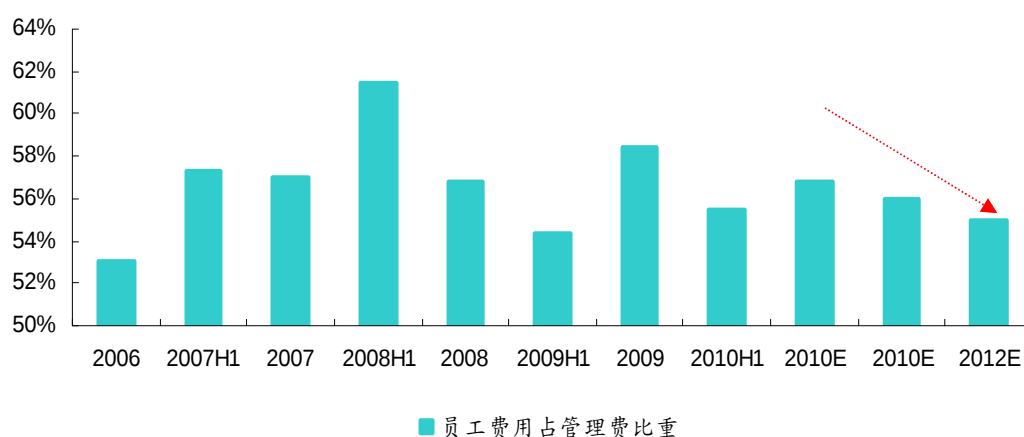
当规模增长驱动营业收入时，员工费用支出增加，占比提升，成本收入比略有上升，当息差驱动营业收入时员工费用占比下降，成本收入比有望下降。未来银行规模扩张适度，息差回升可能超预期，故成本收入比有望下降。

图 8: 规模、息差和成本收入比



资料来源: 长江证券研究部

图 9: 员工费用占业务管理费比重

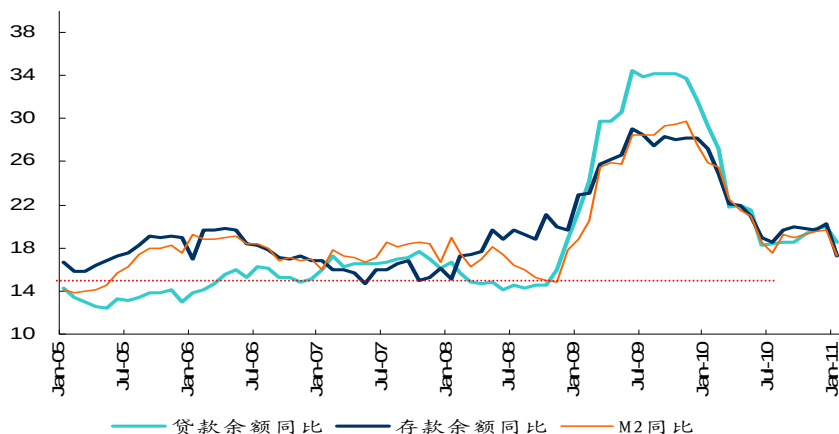


资料来源: 长江证券研究部

规模平稳扩张

近几年,受到经济危机冲击,央行采取宽松货币政策,08年、09年和10年贷款增速分别为18.76%、31.74%和19.90%,M2增速分别为19.72%、27.68%和17.82%。2011年央行目标M2增速为16%,较10年有所回落,随着M2的回落和信贷调控,我们预计2011年和2012年贷款增速分别为15%和14%,逐渐向历史平均水平趋近。

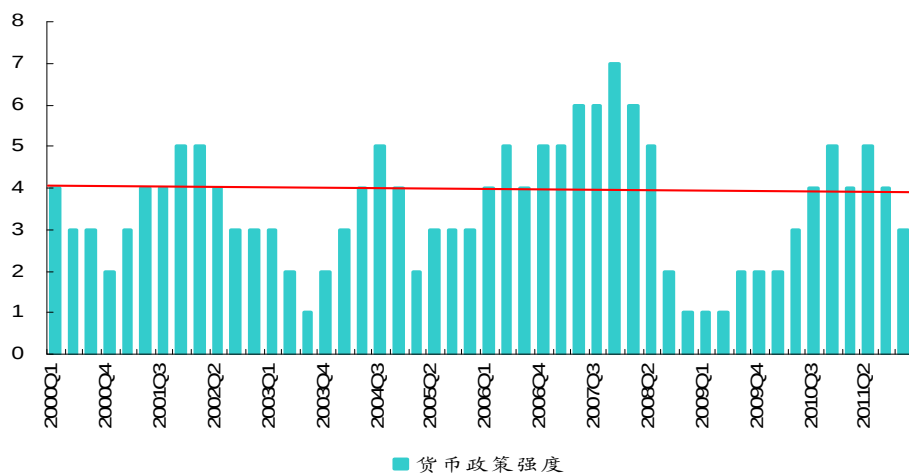
图 10: 规模平稳增长 (回归历史平均水平)



资料来源: 长江证券研究部

我们回顾过去宏观经济运行状况及货币政策操作情况，我们将货币政策分为 7 档，宽松 1 分，适度宽松 2 分，偏松 3 分，稳健 4 分，偏紧 5 分，适度从紧 6 分，从紧 7 分，对比和预测未来货币政策，并绘制成图，如下图所示。我们预计货币政策强度适度趋紧，但预计紧缩度难以超预期。

图 11: 货币政策强度

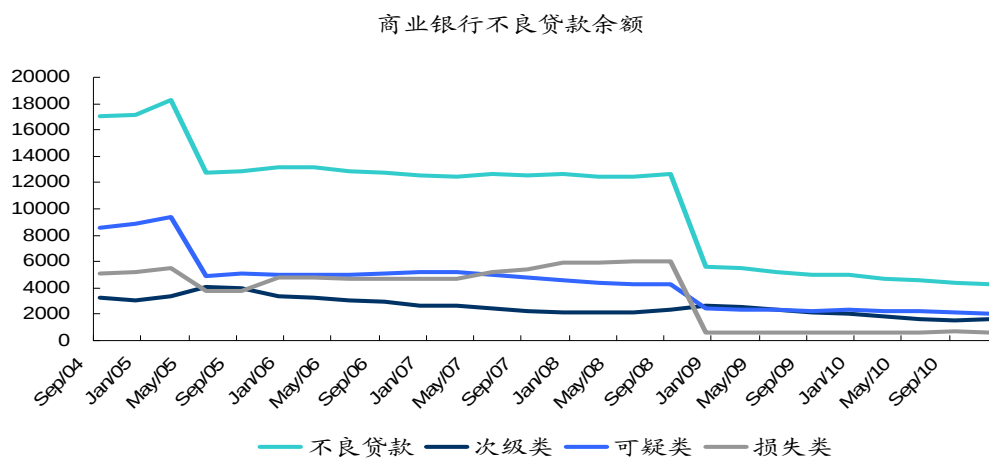


资料来源: 长江证券研究部

实体经济滞胀，银行资产质量良好

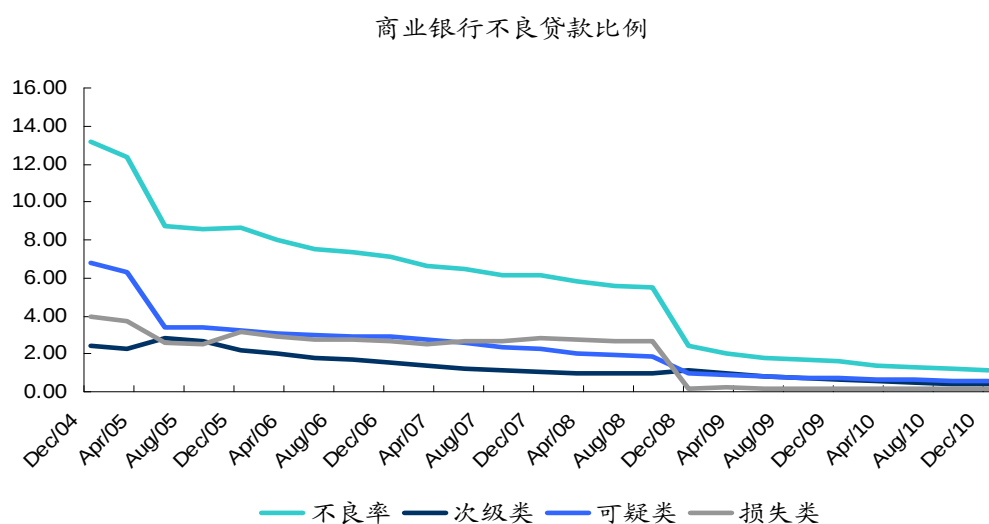
商业银行不良贷款率和不良率持续下降。2010 年底，商业银行不良贷款余额为 4,293 亿元，较上个季度减少 61 亿元；不良率 1.14%，较上个季度下降 6 个基点。

图 12: 商业银行不良贷款余额 (亿)



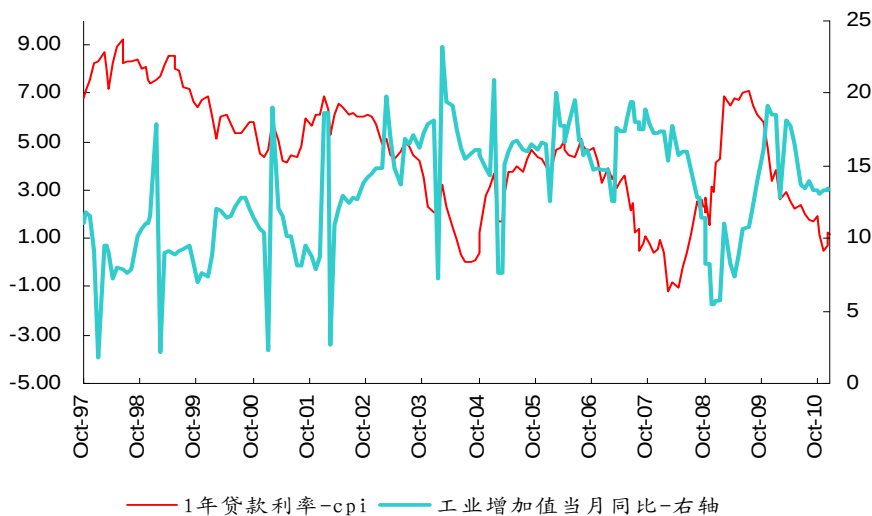
资料来源: 长江证券研究部

图 13: 商业银行不良贷款率 (%)



资料来源: 长江证券研究部

虽然已经进入加息通道, 但货币政策滞后, 加息幅度赶不上通胀上升幅度, 实体企业的实际贷款成本在下降; 工业增加值同比处于高位, 说明实际经济相对稳固。实体企业的贷款资金成本下降和稳定经营意味着银行资产质量良好。

图 14：实际贷款成本和工业增加值


资料来源：长江证券研究部

风险加权资产收益率提升，内生补充资本能力增强

由于银行息差扩大，盈利能力提高，风险加权资产回报率提升，而当前上市银行分红比例不高，因此内生补充资本的能力大幅提升。

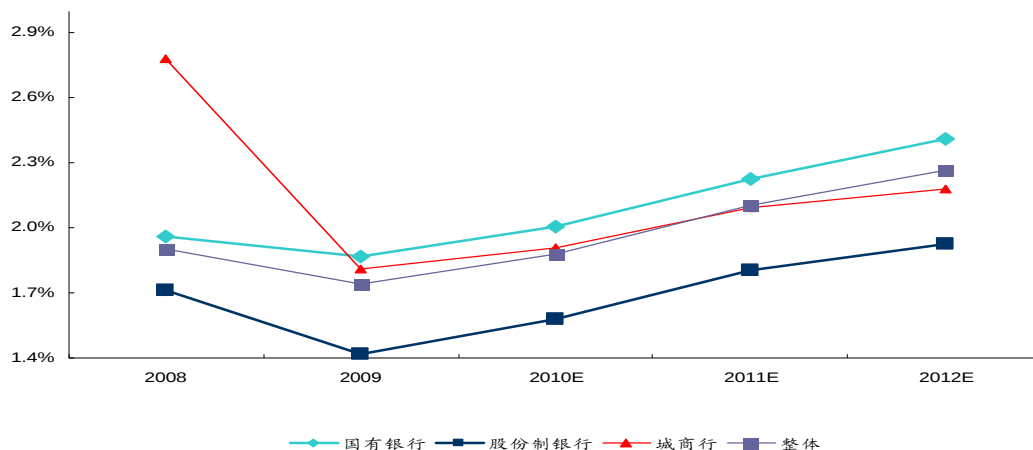
核心资本充足率 = 风险加权资产回报率 * (1 + 风险加权资产增速) * (1 - 股息派发率) / 风险资产加权增速

上市银行股息派发率，国有大行维持在 35-45%，股份制银行、城商行分别约在 20%和 15%左右。再考虑国有银行、股份制、城商行信贷增速分别在 15%、17%和 20%，同时国有大行、股份制和城商行 11 年风险加权资产回报率平均提升分别为 0.22%、0.22%和 0.19%，对应核心资本充足率提升幅度约为 1.01%、1.21%和 0.97%。大大提升内生补充资本的能力，融资压力有所缓解，同时今年信贷增速将显著放缓，对资本消耗也大幅下降。

风险加权资产收益率	2008	2009	2010E	2011E	2012E
工行	2.34%	2.18%	2.33%	2.56%	2.75%
建行	2.21%	2.05%	2.36%	2.61%	2.74%
中行	1.63%	1.65%	1.68%	1.86%	2.05%
交行	2.07%	1.60%	1.69%	1.85%	2.00%
农行	1.51%	1.49%	1.60%	1.85%	2.08%
招商	2.30%	1.57%	1.82%	2.14%	2.34%
中信	1.76%	1.30%	1.51%	1.90%	2.02%
浦发	1.66%	1.40%	1.53%	1.72%	1.85%
民生	1.02%	1.22%	1.39%	1.60%	1.69%
兴业	2.22%	1.81%	1.90%	2.06%	2.09%
光大	1.53%	1.13%	1.42%	1.63%	1.77%
深发展	0.23%	1.40%	1.34%	1.46%	1.53%

华夏	0.87%	0.85%	1.16%	1.30%	1.38%
北京	2.88%	1.93%	2.02%	2.18%	2.25%
宁波	2.31%	1.54%	1.63%	1.86%	1.96%
南京	2.95%	1.70%	1.88%	2.10%	2.23%

图 15: 银行加权风险资产收益率情况



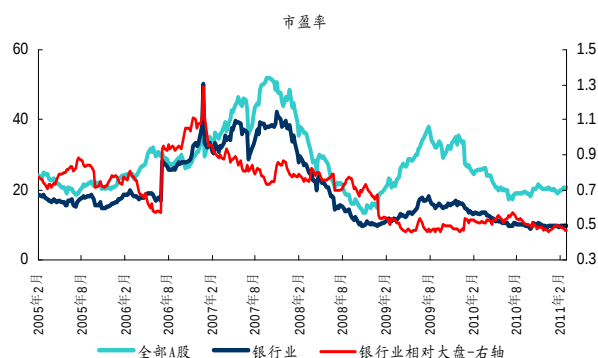
资料来源: 长江证券研究部

银行估值处于历史低位，看好估值修复行情

银行估值处于历史低位

银行的估值处于历史低位，银行 PE 较大盘折价 50%以上，PB 较大盘折价约 40%，大盘股和小盘股的估值差异也在逐步拉大。未来银行业绩平稳增长，EPS 增长可能带来估值差异进一步扩大。A 股银行较 H 股折价普遍在 10%以上。未来看好银行估值修复行情。

图 16: 银行业和大盘市盈率



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 17: 银行业和大盘市净率

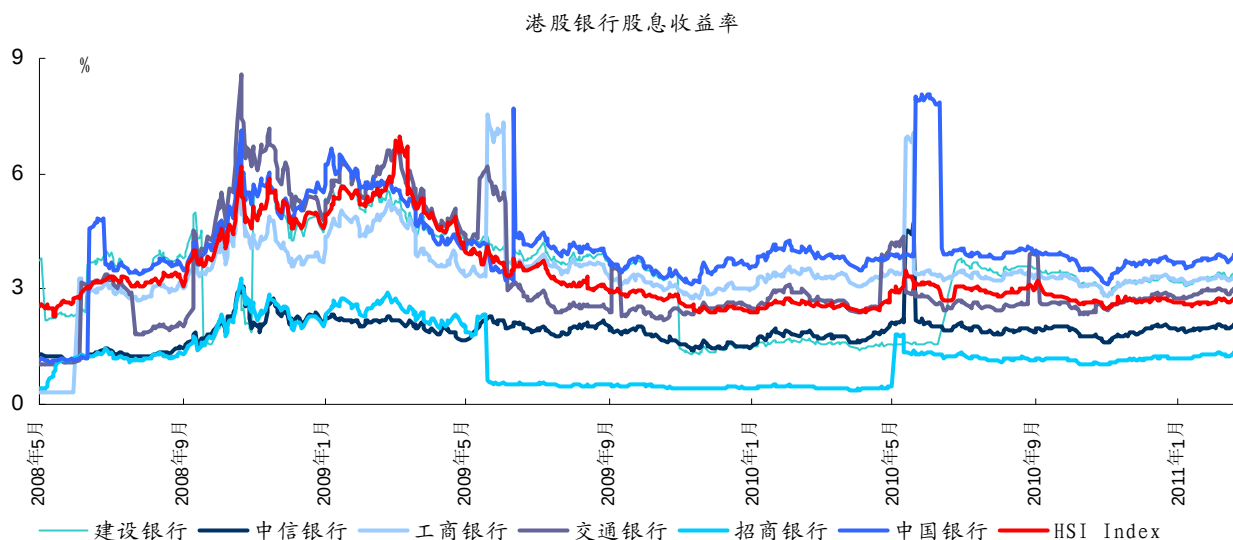


资料来源: wind, 长江证券研究部

股息收益率高，投资价值大

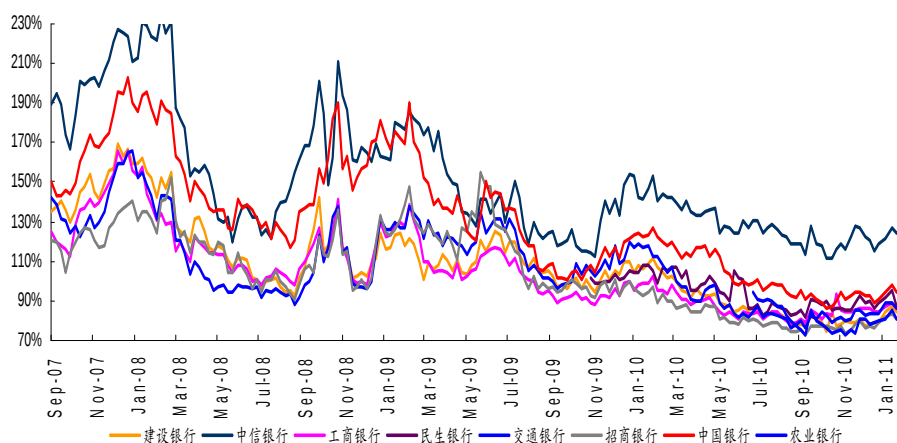
据成熟市场来看，股息收益率是十分重要的投资参考指标，当前多数银行股息收益率高于恒生指数股息收益率，显示长期价值投资显现，而在港股被低估的情况下，A股市场相对港股却也出现大幅的折让，更足以说明银行股蕴藏巨大投资价值。

图 18：港股股息收益率（%）



资料来源：长江证券研究部

图 19：A/H 比值处于历史低位（A/H 对价=A 股价/港股价）



资料来源：长江证券研究部

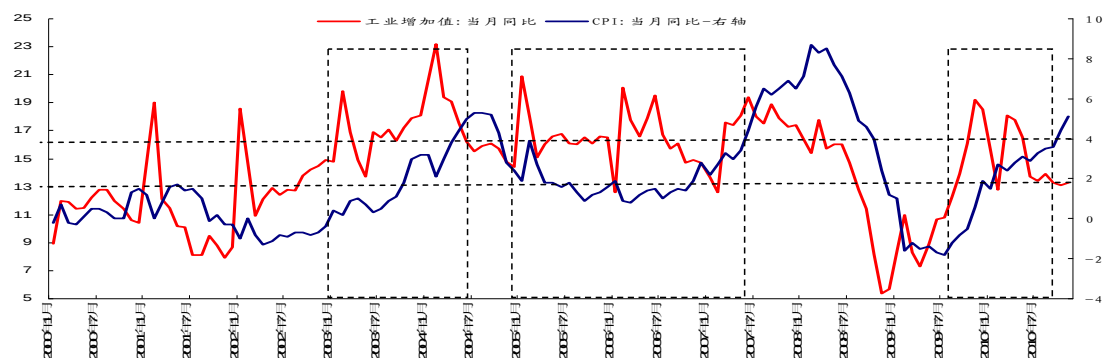
盈利周期和通胀周期支撑目前大小盘风格切换

盈利周期与通胀周期切换，温和通胀工业企业盈利状况良好，如 2003 年 1 月—2004 年 7 月、2005 年 1 月—2007 年 7 月、2009 年 8 月—2010 年 10 月；而通胀过高（大于 4）或过低（低于 1）则经济运行均处于不佳状态，工业企业增加值难以持续向好。通胀周期引致盈利周期变化，相应大小盘估值差异变化。在温和通胀时期，小盘股估值相对大

盘股估值有溢价，而在通胀过高或者过低时期，大盘股估值相对小盘股估值有溢价。

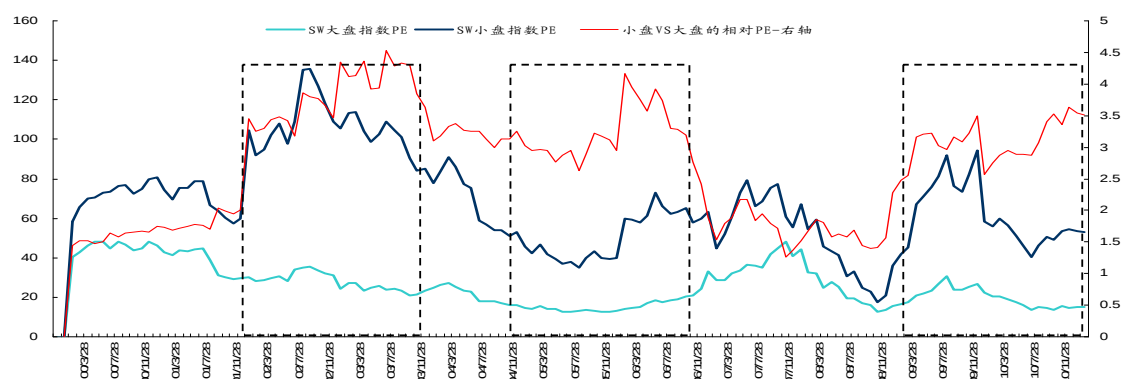
本轮通胀不同于 07 年（经济过热和外部输入），本轮通胀类似于 03 年属于货币超发驱动。今年通胀将高位盘旋，主要受翘尾因素影响，全年维持在 4%-4.5%。较高通胀引致周期性的大小盘估值切换利好银行股。

图 20：盈利周期和通胀周期



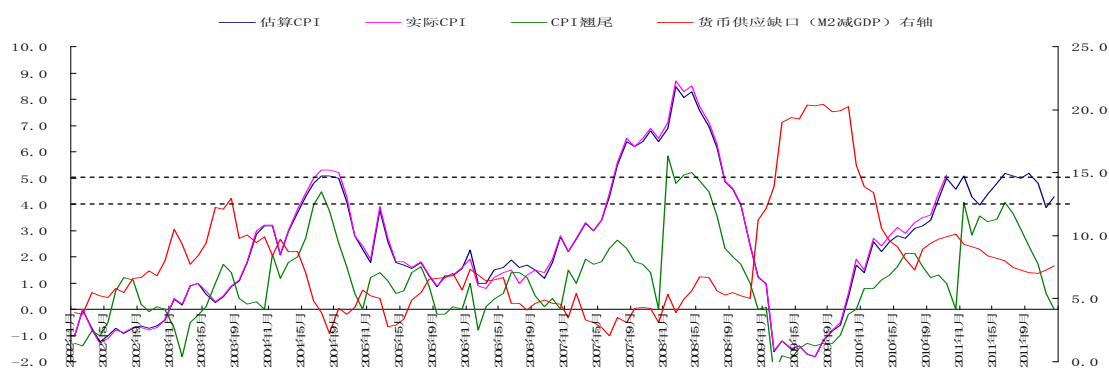
资料来源：长江证券研究部

图 21：大小盘估值变化



资料来源：长江证券研究部

图 22：今年通胀维持在 4%-5%



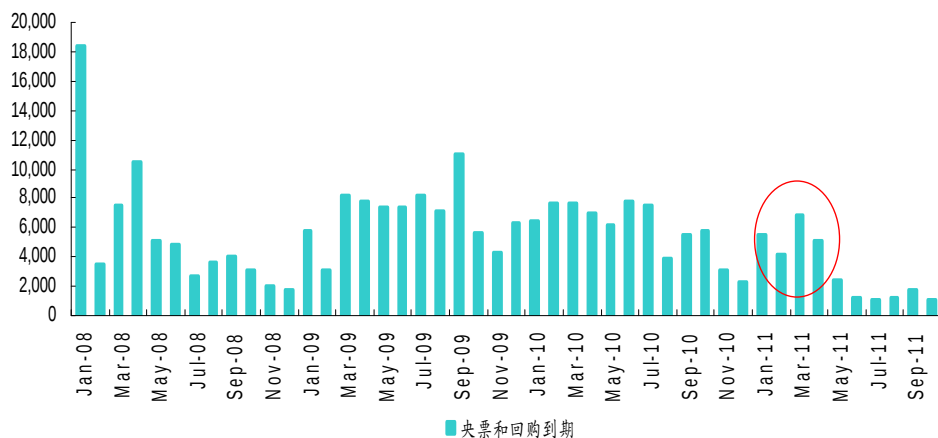
资料来源：长江证券研究部

资金利率平稳助力反弹

随着 3、4 月份到期资金量约 1.2 万亿，随着到期资金的增加、央行发行央票回收资金存在内生约束，央行将继续净投放，加上二、三月份通胀缓解也利于短期资金面缓解。

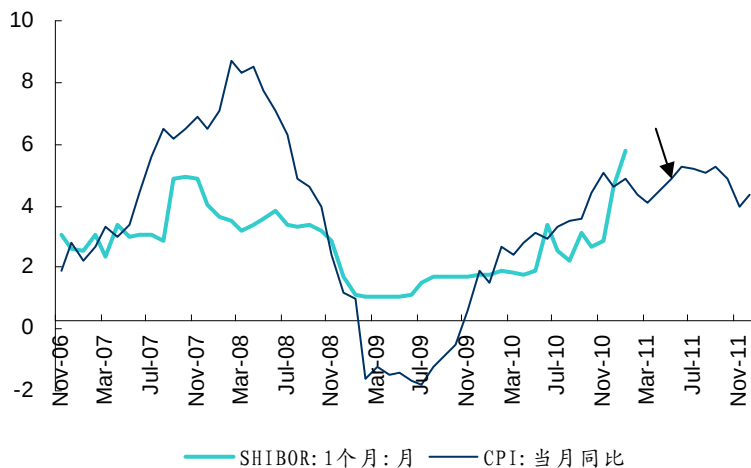
随着调整存准率成为常规手段，银行对流动性的管理能力在提升，上调存准率对货币市场造成的波动影响正在减小。

图 23: 央票和回购到期数量 (亿)



资料来源：长江证券研究部

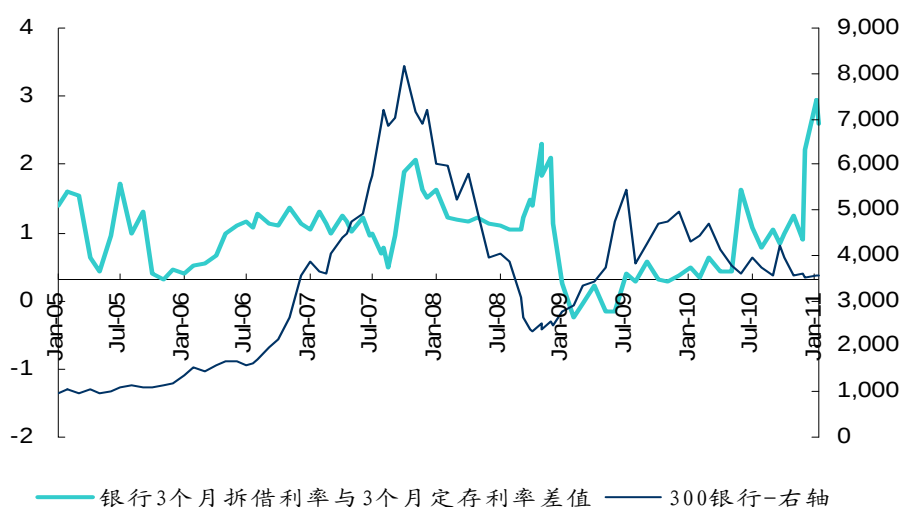
图 24: 货币市场利率和 CPI (%)



资料来源：wind，长江证券研究部

一般来讲，拆借利率和指数有较强的反向关系，拆借利率短期缓解有利于股市反弹。

图 25：银行指数与 3 月拆借利率与定存利率之差图（%）



资料来源：长江证券研究部

投资建议

上市银行业绩显著好于市场预期。我们预计 2010 年业绩多数将好于市场预期中值和均值，且今年一季度业绩将同比快速增长。主要基于银行息差扩大幅度好于市场预期，资产质量稳健，拨备计提力度适度提高等因素驱动。展望今年，紧缩货币政策继续促使银行息差扩大，经济平稳增长有利于资产质量保持稳健，差别化分期推进拨贷比要求有利于继续保持适度的拨备计提力度，及资产规模适度增长等将支持今年银行继续保持较高盈利增速。

息差提升幅度超市场预期。由于信贷额度逆周期制定，使得信贷需求和供给出现人为周期性波动，经济低迷时信贷供给大于需求，银行议价能力弱，反之银行议价能力强。当前正处于经济阶段性繁荣的顶部，信贷收紧，而需求旺盛，银行议价能力凸显。除了议价能力因素之外，银行自身资产结构匹配也有利于息差扩大，贷款期限短期化、布局上提高风险偏好类（如中小企业，减少按揭贷款等）以及存款活期化等。

差别化分期推进拨贷比有利于缓解银行集中计提拨备压力。系统性和非系统性银行拨贷比达标分开，分期执行，有利于缓解计提压力。同时由于银行即将进入信贷低速扩张期，贷款增速放缓使得拨贷比达标压力有所缓解。当前经济景气度仍较乐观，实际贷款成本较低，预示未来资产质量保持稳健的概率较大。

政策调控方面担忧有所缓解。融资压力短期不再困扰银行，由于盈利能力提升，内生补充资本能力增强，且信贷增速放缓后，资本消耗减缓，融资压力缓解；央行采取差别化准备金率政策调控信贷投放，从一二月份信贷投放看，调控效果显著，此外一季度末通胀压力有所缓解，短期货币调控担忧减轻；巴塞尔协议三已经公布，国内监管标准几乎覆盖且高于巴塞尔标准，监管风险大部分已消化。

滞胀周期引致盈利周期切换，策略上大小盘估值也出现相应切换。投资策略上，良好的盈利业绩对应低估值，且结合上述利空因素的消化，我们认为银行板块即将展开一轮年报、季报驱动的估值修复行情。建议关注招商银行、宁波银行、南京银行、华夏银行、浦发银行、农业银行、光大和民生银行，它们一季度业绩同比增速都高于 30%。

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好：相对表现优于市场 中性：相对表现与市场持平 看淡：相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐：相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐：相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性：相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持：相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。