

银行业

评级：看好（谨慎）

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

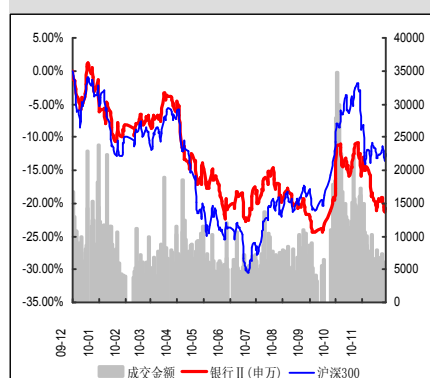
估值修复告一段落 5-6 月份进入休整期

---银行业临时策略报告

报告要点

- 年报超预期，成为本轮银行板块整体估值修复的催化剂，而息差反弹推动的一季报业绩超预期，将在4月上旬及中旬推动银行板块波动中枢继续上移。随着4月末季报与年报尘埃落定，整个银行板将进入5-6月份的休整期。7-8月份将迎来第二轮估值修复，半年报将成为有力的催化剂，银行板块届时仍会阶段性跑赢指数。
- 从行业竞争优势来看，银行业无疑是“游着鳄鱼的很宽护城河保护下的经济城堡”。从竞争优势来看，银行业拥有远远超出产业平均股东权益报酬率的行业。业绩的稳定增长，以及股东权益的高额稳定回报率，将成为投资价值的最佳体现。
- 历史性底部已经形成，未来银行板块将随着业绩的持续增长，波动中枢以及估值中枢仍将不断上移，我们以及2010年银行板块的绝对涨幅应该在20%-30%。随着经济形势的逐渐明朗，中国经济持续高速增长仍将持续（GDP保持在8%以上的增长），中国人的储蓄习惯以及贷款的稀缺，即使在存款利率逐渐市场化的情况下，中国的银行业仍将会保持着至少不低于20%年利润复合增长率。
- 行业监管政策已经在2010年密集出台，目前已近基本被市场消化。未来银行业最大的不确定性是利率市场化，目前来看利率市场化主要是存款利率的市场化。这一进程推进将比较缓慢，我们预计很肯能先选2家银行作为试点，再逐步全面铺开。而近1-2年内试点推进的可能性较大，对整个行业影响程度有限。

银行业指数与上证综指走势图



近期相关报告一览：

《信贷增量低于预期 资金面形势不乐观》--2011年2月金融统计报告点评 3.15

《再论银行的短线机遇与长线价值》-银行业深度报告 2011年3月6日

《流动性持续回收 准备金率仍会持续上调》-央行2011年第二次上调存款准备金率点评 2011.2.20

■ 结合成长性、盈利增长能力以及风险分析，在国有银行中推荐：建设银行，在股份制银行中推荐：兴业银行，在城商行中推荐：南京银行、宁波银行。

■ 风险警示：如果货币政策继续紧缩，流动性仍不乐观，对于权重蓝筹股乃至整个 A 股市场而言，将很难走出持续单边上涨行情，区间宽幅震荡的可能性将加大。对于银行板块而言，更多的是高抛低吸的阶段性机会，节奏把握会比较难，操作难度也会加大。

目 录

一、年报回顾，业绩超预期是估值修复催化剂	4
1.1、年报业绩因素分解.....	4
图表 1: 2010 年银行业绩驱动分解.....	4
1.2、息差持续回升，将推动 2011 年业绩持续稳定增长.....	5
图表 2: 上市银行息差变动情况（期末累计平均）	5
二、长线价值：拥有较高的行业壁垒，高股东权益回报率	5
图表 3: 上市银行 ROA 与 ROE（期末累计平均）	6
图表 4: 上市银行平均 ROE 与全部上市 A 股 ROE 对比.....	6
三、历史性底部基本确立，全年波动中枢有望上移 20%-30%.....	7
图表 5: 市盈率与市净率	7
图表 6: 银行业市盈率与市净率（申万 II 分类）	7
图表 7: 申万 II 银行业与沪深 300 估值比较（市净率，年报，剔除负值）	7
图表 8: 申万 II 银行业与沪深 300 估值比较（市盈率，TTM，剔除负值）	8
四、监管利空基本释放完毕.....	8
图表 9: 2010 年至今银行业调控政策一览(银行业指数)	9
五、不良率逐年下降，拨备覆盖率大幅提升.....	9
图表 10: 上市银行不良率（%）	10
图表 11: 上市资本充足率和拨备覆盖率（%）	10
六、盈利增长预测与投资标的的选择.....	11
图表 12: 盈利预测与投资评级.....	11

一、年报回顾，业绩超预期是估值修复催化剂

2010 年净利润增长超预期成为银行板块一季度至今估值修复的催化剂。从已经披露年报和年报预告的上市银行来看，2010 年上市的 16 家银行，整体净利润同比增长 33.45%，其中五大行净利润同比增长 31.49%，股份制银行净利润同比增长 41.71%，城商行同比净利润增长 34.63%。相对于 10 倍左右 PE、1.7 倍 PB 的动态估值，银行板块整体业绩的平稳大幅增长，成为了银行板块在一季度以及 4 月份估值修复的催化剂，整个银行板块的波动中枢上移超过 15%。

1.1、年报业绩因素分解

从业绩增长的驱动因素来看，息差回升、生息资产规模的扩大以及中间业务收入快速增长，是推动上市银行业绩大幅增长的三大主要因素。从业绩增长速度来看，五大行中，农业银行增速远快于平均水平，达到 46%；股份制银行中，除深发展外，2010 年净利润增长速度均超过 40%（兴业为 39.5%）；城商行中，除北京银行外，其余两家净利润增长同比均超过 50%。

图表 1: 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%	0.85%	-1.70%	-0.76%	28.31%
建行	14.65%	0%	6.25%	2.43%	6.16%	-1.45%	-0.45%	26.39%
中行	17.07%	0.91%	5.15%	4.22%	3.84%	-0.35%	1.75%	32.61%
农行	15.51%	13.69%	5.27%	4.98%	0.51%	-3.02%	-10.93%	46.01%
交行	15.33%	9.95%	4.72%	1.98%	-2.01%	0.44%	-0.93%	29.48%
国有银行平均	15.50%	5.91%	6.09%	4.37%	5.93%	-1.44%	-4.86%	31.49%
招行	14.26%	8.80%	5.18%	13.24%	5.47%	-2.05%	-4.12%	41.32%
中信	34.81%	10.03%	8.77%	2.06%	-4.88%	-0.19%	0.32%	50.20%
民生	24.04%	14.84%	9.31%	3.60%	4.91%	-11.30%	0.69%	46.09%
兴业	30.83%	4.29%	6.69%	7.44%	-12.06%	3.71%	-1.44%	39.45%
浦发	21.32%	12.66%	4.83%	-1.04%	4.49%	0.88%	1.99%	45.12%
华夏	16.58%	16.28%	2.50%	3.62%	22.72%	1.31%	-3.68%	59.31%
深发展	18.44%	-1.66%	3.29%	-2.27%	13.45%	-4.15%	-2.21%	24.91%
股份制平均	23.02%	9.46%	5.08%	3.36%	5.64%	-3.61%	-1.25%	41.71%
北京	19.92%	-1.61%	2.00%	-5.95%	3.81%	2.66%	0.00%	20.82%
南京	36.94%	8.92%	6.52%	-1.79%	3.81%	11.19%	-4.06%	61.52%
宁波	50.36%	-16.65%	1.13%	7.03%	18.01%	15.51%	-15.93%	59.47%

城商行平均	32.12%	-7.11%	1.96%	-0.74%	6.21%	9.12%	-6.98%	34.63%
-------	--------	--------	-------	--------	-------	-------	--------	--------

数据来源：公司公告 日信研究

1.2、息差持续回升，将推动 2011 年业绩持续稳定增长

从已经披露年报的14家上市银行来看，整体净息差持续回升是共性，平均息差水平较去年同期回升了约14个bps。2010年上市的16家银行中，大多数银行实现了息差的同比回升，息差回升幅度较大的分别是：农行、招行、华夏、兴业、浦发。2010年四季度，伴随着信贷总量控制，银行定价水平提升，以及4季度加息两次的影响，上市银行息差整体环比提升了3-5bps，息差季度环比回升幅度较大的将是：宁波银行、招商银行、建设银行。

图表 2：上市银行息差变动情况（期末累计平均）

	3Q2009	2009A	1Q2010	1H2010	3Q2010	2010A
工行	2.26%	2.33%	2.29%	2.39%	2.39%	2.43%
农行	-	2.27%	2.41%	2.46%	2.49%	2.57%
建行	2.50%	2.51%	2.35%	2.41%	2.44%	2.40%
中行	2.10%	2.11%	2.00%	2.07%	2.07%	2.07%
交行	2.14%	2.27%	2.27%	2.32%	2.35%	2.46%
招行	2.20%	2.26%	2.39%	2.46%	2.50%	2.58%
中信	2.50%	2.46%	2.45%	2.43%	2.52%	2.63%
民生	2.51%	2.66%	2.91%	2.85%	2.84%	2.94%
兴业	2.28%	2.34%	2.41%	2.33%	2.35%	2.52%
浦发	2.24%	2.32%	2.40%	2.42%	2.43%	2.49%
华夏	1.96%	2.02%	2.35%	2.39%	2.37%	2.43%
深发展	2.52%	2.49%	2.44%	2.50%	2.47%	2.46%
北京	2.33%	2.33%	2.37%	2.30%	2.29%	2.33%
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

从贷款重定价窗口看，一季度绝大多数贷款需要进行重新定价，在经过 2010 年底连续两次加息之后，上市银行一季度的息差水平将再上一个台阶，我们预计一季度净息差有望回升平均 3-5 个 BPS。一季度上市银行的业绩平均同比增长仍然会保持在 30%以上。一季度盈利的持续高增长，将成为短期银行板块小幅上冲的动力。然而经过 2 月份以来的不断上涨，银行板块的阶段性涨幅已经较大，即使受季报因素催化，短期风险仍高于收益，存在利好兑现后回档的风险。

二、长线价值：拥有较高的行业壁垒，高股东权益回报率

目前，中国的银行业属于特许经营行业，具有较高的行业进入壁垒。这种垄断竞争以及政策规定的高息差，短期内仍是推动整个行业盈利持续稳定增长的内在力量。按照巴菲特的“行业竞争优势理论”，

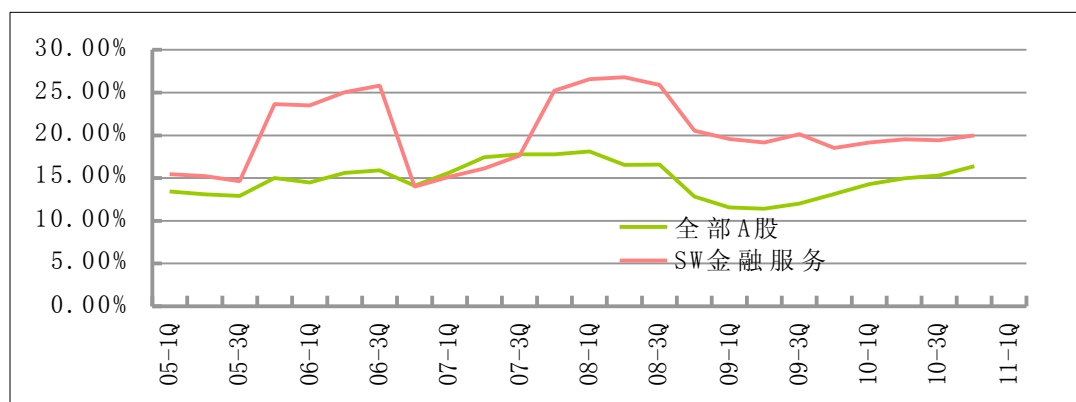
中国的银行业无疑是“游着鳄鱼的很宽护城河保护下的经济城堡”。银行业是拥有远远超出产业平均股东权益报酬率的行业。业绩的稳定增长，以及股东权益的高额稳定回报，将成为具有长线投资价值的最佳体现。

图表 3: 上市银行 ROA 与 ROE (期末累计平均)

	ROE%			ROA%		
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
工行	22.10	21.90	21.89	1.32	1.24	1.29
农行	21.44	19.28	20.49	0.99	1.05	1.15
建行	21.54	20.48	21.02	1.25	1.26	1.31
中行	18.01	18.24	18.71	1.14	1.13	1.13
交行	20.23	20.25	20.41	1.08	1.14	1.13
招行	22.73	22.71	23.03	1.07	1.08	1.11
浦发	20.09	19.73	20.75	1.01	1.04	1.06
民生	18.30	19.20	18.60	1.08	1.11	1.10
华夏	18.22	18.70	18.50	0.66	0.70	0.70
深发展 A	23.28	21.30	22.00	0.96	0.99	0.96
兴业	24.30	22.30	22.00	1.16	1.08	1.14
中信	18.9	19.72	19.25	1.13	1.10	1.11
光大	19.24	20.05	19.80	1.13	1.07	1.08
南京	15.27	16.18	17.19	1.05	1.00	1.02
宁波	14.52	15.00	15.68	1.1	1.04	1.02
北京	16.99	17.42	17.40	1.07	1.03	1.02

数据来源: 公司公告 日信研究

图表 4: 上市银行平均 ROE 与全部上市 A 股 ROE 对比



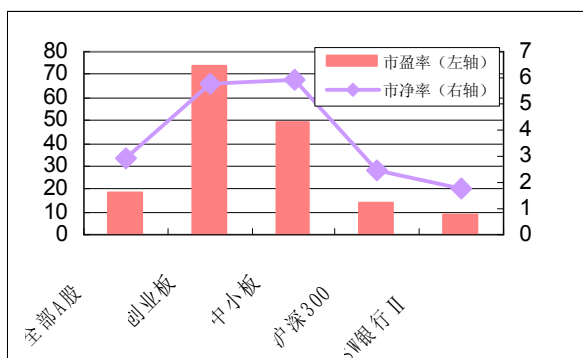
数据来源: 公司公告 日信研究

三、历史性底部基本确立，全年波动中枢有望上移 20%-30%

历史性底部已经形成，未来银行板块将随着业绩的持续增长，波动中枢以及估值中枢仍将不断上移，我们以及 2010 年银行板块的绝对涨幅应该在 20%-30%。随着经济形势的逐渐明朗，中国经济持续高速增长仍将持续（GDP 保持在 8% 以上的增长），中国人的储蓄习惯以及贷款的稀缺，即使在存款利率逐渐市场化的情况下，中国的银行业仍将会保持着至少不低于 20% 年利润复合增长率。

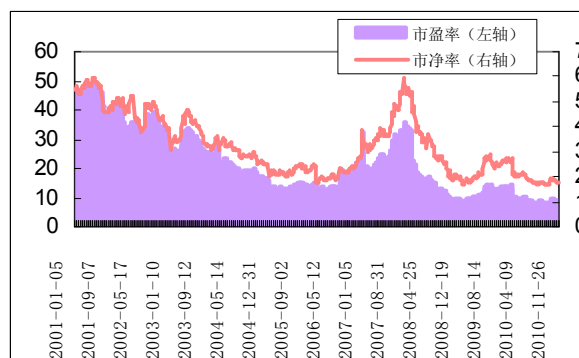
受限于整个 A 股市场流动性处于弱平衡的状况，2010 年整个银行板块呈现出弱势震荡的走势。由于上市银行在 2010 年仍保持了 33% 的净利润增长，2011 预计行业平均利润增长在 25% 以上，那么 2011 年整个银行板块的动态估值将更具吸引力。

图表 5：市盈率与市净率



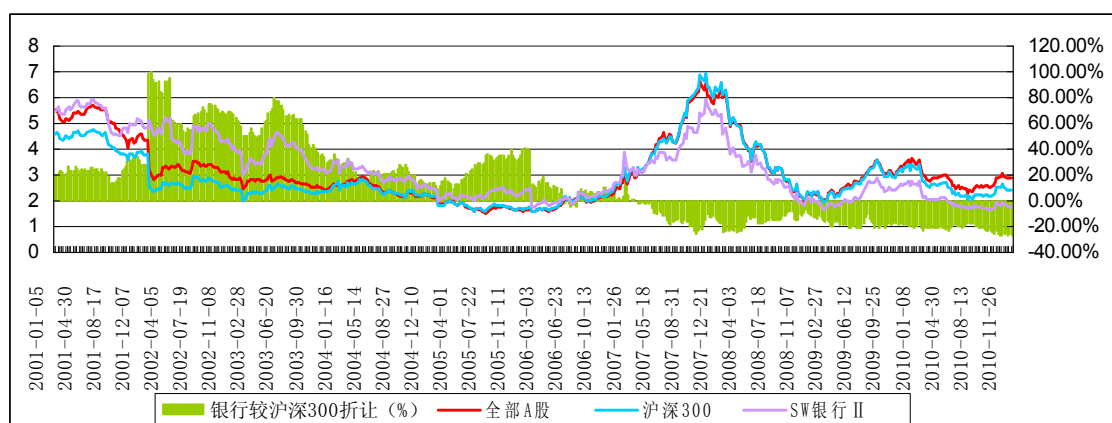
数据来源：公司公告 日信研究

图表 6：银行业市盈率与市净率（申万 II 分类）



数据来源：公司公告 日信研究

图表 7：申万 II 银行业与沪深 300 估值比较（市净率，年报，剔除负值）

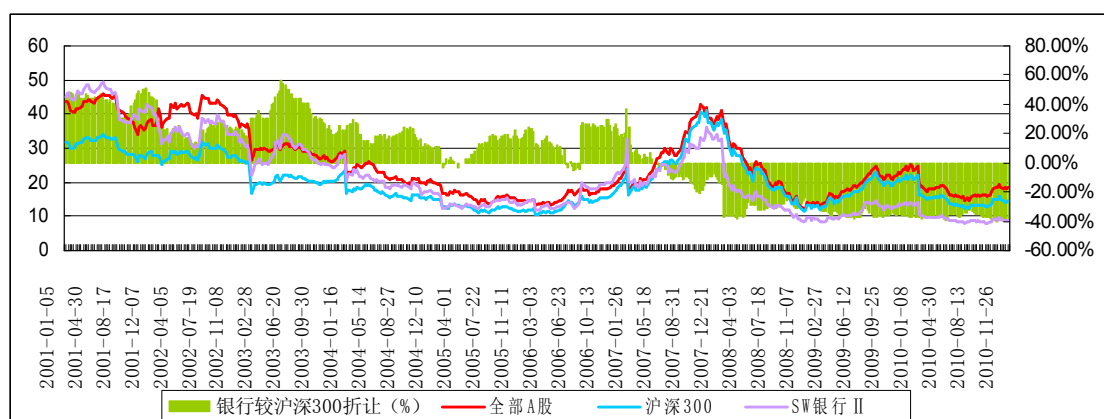


数据来源：wind 日信研究

事实上，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，相对于全部 A 股平均市盈率 19.11XPE 而言，银行板块市盈率只有 9.83XPB，折价率为 48.56%。从市净率的角度看，当前全部

A 股平均市净率为 2.79XPB，银行板块市净率为 1.78XPB，折价率为 36.2%。如果相对于创业板以及中小板分别：55XPE 和 42XPE 的估值，银行板块折价率更是超过了 76%，估值优势显而易见。

图表 8：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

估值“洼地效应”已经带来了一季度以及 4 月份的估值修复性行情，而这种波段机会将贯穿于 2011 年。随着由于银行业绩的持续回升，也将彰显出银行板块的长线投资机遇。出于银行板块在未来一年业绩仍将保持 25%以上增幅的考虑，我们判断 2011 年整个银行板块的估值中枢将上移 20%-30%，会阶段性好于整个大盘的表现，因此我们给出看好（谨慎）评级。

四、监管利空基本释放完毕

从细数监管政策，2010 年密集出台的：平台贷款清理、资本充足率、拨贷比、银信业务并表等不利因素基本已经消化，银行业的再融资也已经接近尾声。未来银行业最大的不确定性是利率市场化，目前来看利率市场化主要是存款利率的市场化。这一进程推进将比较缓慢，我们预计很肯能先选 2 家银行作为试点，再逐步全面铺开。而近 1-2 年内试点推进的可能性较大，对整个行业影响程度有限。

2010年2月 银监会发布“三个办法一个指引”严控信贷资金流向。 银监会

2010年3月 央行和银监会发布《关于认真学习和贯彻落实〈国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的若干意见〉的通知》，督促房地产开发贷款发放。

2010年4月 国务院常务会议出台“国十条”：对贷款购买第二套住房家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对建筑面积在 90 平方米以上，首付款比例不得低于 30%。

2010年5月 上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点

2010年6月 住建部、央行、银监会联合发布《关于规范商业性个人住房贷款中第二套住房认定标准的通知》，

2010年6月 国务院发布 19 号文件《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》

2010年8月 银监会发布《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》

2010年8月 银监会建议引进动态拨备率，原则上贷款准备金/贷款总额不低于**2.5%**。

2010年11月 上调存款类金融机构人民币存款准备金率**0.5** 个百分点

2010年11月 上调存款类金融机构人民币存款准备金率**0.5** 个百分点

2010年12月 上调存款类金融机构人民币存款准备金率**0.5** 个百分点

2010年12月 调升金融机构一年期存贷款基准利率**0.25** 个百分点

2011年1月上调存款类金融机构人民币存款准备金率**0.5** 个百分点

2011年1月 国八条，二套住房首付款比例不低于**60%**、贷款利率不低于基准利率的**1.1** 倍、普遍实施限购令等。

2011年2月 上调金融机构人民币存贷款基准利率上调**0.25** 个百分点

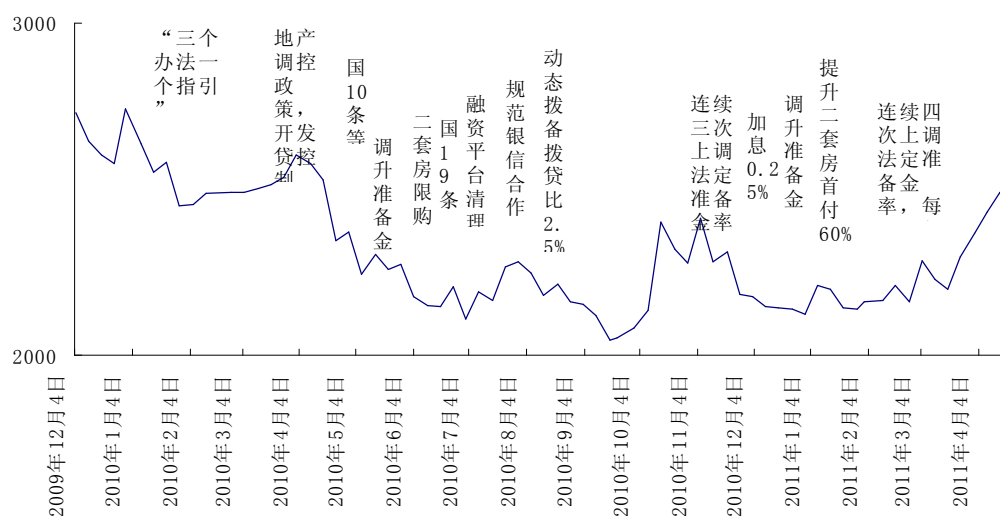
2011年2月 上调存款类金融机构人民币存款准备金率**0.5** 个百分点

2011年3月 上调存款类金融机构人民币存款准备金率**0.5** 个百分点

2011年4月 上调存款类金融机构人民币存款准备金率**0.5** 个百分点

2011年4月 银行进行新一轮房地产压力测试

图表 9：2010 年至今银行业调控政策一览(银行业指数)



数据来源：日信研究

从政策与监管的角度看，银行板块的整个监管风险以及政策风险，基本上在2010 完全释放，后期所面临的新政策风险较小。

五、不良率逐年下降，拨备覆盖率大幅提升

从不良变化来看，2010年14家公告业绩的银行基本全部实现了双降，资产质量进一步改善。从风险覆盖来看，截止2010年底上市银行的拨备覆盖率大幅提升，绝大多数银行拨备覆盖率达到200%以上，其中有4家银行拨备覆盖率超过300%。

从资本充足率和核心资本充足率来看，经过2010年大规模再融资，上市银行的资本充足率和核心资本充足率有了一定幅度的提升。按照新的资本充足要求，目前五大行和城商行全部满足了监管要求，股份制银行中只有：招行、华夏、民生和深发展，需要进一步融资，以满足监管与发展要求。

图表 10: 上市银行不良率 (%)

	2007	2008	2009	3Q2010	2010A
工行	2.74	2.29	1.54	1.15%	1.08%
农行	23.57	4.32	2.91	2.08%	2.03%
建行	2.6	2.21	1.5	1.14%	1.14%
中行	3.12	2.65	1.52	1.10%	1.10%
交行	2.05	1.92	1.36	1.22%	1.12%
招商	1.54	1.11	0.82	0.64%	0.68%
中信	1.48	1.36	0.95	0.81%	0.67%
民生	1.22	1.2	0.84	0.75%	0.69%
兴业	1.15	0.83	0.54	0.48%	0.42%
光大	4.49	2	1.25		0.75%
浦发	1.46	1.21	0.8	0.60%	0.51%
华夏	2.25	1.82	1.5	1.26%	1.18%
深发展	5.62	0.68	0.68	0.57%	0.58%
北京	2.06	1.55	1.02	0.72%	0.69%
南京	1.79	1.64	1.22	0.98%	
宁波	0.36	0.92	0.79	0.65%	

数据来源：日信研究

图表 11: 上市资本充足率和拨备覆盖率 (%)

日期	3Q2010		4Q2010 年		2010A
机构名称	核心资本充足率	资本充足率	核心资本充足率	资本充足率	拨备覆盖率
工商银行	9.33%	11.57%	9.97%	12.27%	228%
农业银行	9.75%	11.38%	9.75%	11.59%	168%
建设银行	9.33%	11.64%	10.40%	12.68%	221%
中国银行	9.35%	11.73%	10.09%	12.58%	196%
交通银行	9.46%	12.53%	9.37%	12.36%	185%
招商银行	8.03%	11.47%	8.04%	11.47%	302%
中信银行	8.80%	11.66%	12.45	9.62	213%
民生银行	8.34%	10.81%	8.07%	10.44%	270%
兴业银行	8.79%	11.30%	8.80%	11.22%	325%
浦发银行	7.09%	10.19%	9.37%	12.02%	380%

华夏银行	6.49%	10.57%	6.65%	10.58%	209%
深发展 A	7.00%	10.07%	7.10%	10.19%	271%
北京银行	10.75%	12.47%	10.50%	12.60%	307%
宁波银行	9.18%	10.91%	12.62%	13.10%	—
南京银行	9.51%	10.48%	13.01%	14.32%	—

数据来源：日信研究

六、盈利增长预测与投资标的选择

结合成长性、盈利增长能力以及风险分析，在国有银行中推荐：建设银行，在股份制银行中推荐：

兴业银行，在城商行中推荐：南京银行、宁波银行。

图表 12：盈利预测与投资评级

	EPS			BVPS			PE			PB			投资 评级
	2010A	2011 E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
工行	0.48	0.55	0.65	2.35	2.63	3.05	9.91	8.32	7.06	1.98	1.74	1.50	增持（谨慎）
农行	0.33	0.38	0.47	1.67	1.89	2.19	10.03	7.46	6.06	1.74	1.51	1.30	增持（谨慎）
建行	0.56	0.63	0.74	2.79	3.07	3.52	9.72	8.20	6.91	1.88	1.68	1.46	增持
中行	0.39	0.43	0.49	2.31	2.50	2.81	9.19	7.73	6.80	1.47	1.33	1.18	中性
交行	0.73	0.80	0.96	3.96	4.45	5.21	8.64	7.27	6.08	1.51	1.31	1.12	增持（谨慎）
招行	1.23	1.46	1.75	6.21	7.05	8.33	12.23	9.77	8.13	2.34	2.02	1.71	增持
浦发	1.60	1.59	1.87	8.57	9.42	10.63	10.78	8.92	7.57	1.69	1.50	1.33	增持（谨慎）
民生	0.66	0.73	0.86	3.90	4.42	5.07	8.94	7.97	6.70	1.51	1.31	1.14	中性
华夏	1.20	1.12	1.35	7.11	8.82	9.87	10.83	11.40	9.42	1.83	1.44	1.29	中性
深发展 A	1.91	2.10	2.48	9.62	11.27	13.24	10.00	8.41	7.11	1.87	1.57	1.33	中性
兴业	3.28	3.54	4.18	15.36	17.85	21.14	9.66	8.27	6.99	1.94	1.64	1.38	增持
光大	0.36	0.30	0.35	2.01	2.43	2.70	12.65	12.65	10.89	1.96	1.58	1.42	中性
中信	0.55	0.55	0.64	3.08	3.53	4.00	10.31	10.13	8.72	1.84	1.58	1.39	中性
南京	0.78	0.95	1.16	6.37	6.87	7.76	14.10	11.34	9.32	1.73	1.57	1.39	增持
宁波	0.81	0.95	1.13	5.54	6.01	6.80	16.40	13.69	11.55	2.40	2.17	1.91	增持
北京	1.09	1.13	1.34	6.83	7.97	8.88	11.08	10.50	8.82	1.77	1.49	1.33	中性
平均	0.99	1.13	1.35	5.53	6.44	7.43							

数据来源：日信研究

■ 风险警示：如果货币政策继续紧缩，那么流动性将进一步收紧，对于权重蓝筹股乃至整个 A 股市场而言，将很难走出持续单边上涨行情，区间宽幅震荡的可能性将加大。对于银行板块而言，更多的是高抛低吸的阶段性机会，节奏把握会比较难，操作难度也会加大。

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所撰写, 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所所有, 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所, 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所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。