

银行业 2011 年下半年报告

评级：增持 维持评级

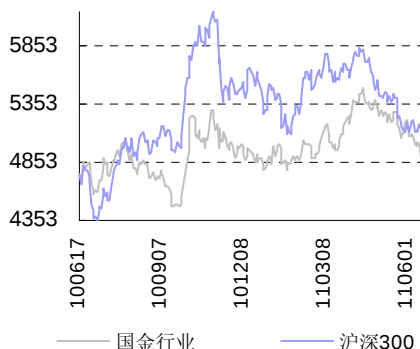
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

进可攻 退可守

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	14.37
市场优化平均市盈率	23.23
国金银行业指数	4894.49
沪深 300 指数	2963.12
上证指数	2705.43
深证成指	11615.97
中小板指数	6264.41



相关报告

- 1.《改进小企业金融服务通知点评》，2011.6.1
- 2.《符合预期,未对规模增速预期构成压制》，2011.5.24
- 3.《紧缩环境难掩经营向好》，2011.5.19

陈建刚 分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号：S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：今年推荐银行股的根本逻辑在于“估值安全+业绩确定性高增长”，当前这一逻辑依然未改变。**当前行业 1.35x11PB 已经反映对于未来盈利足够悲观的预期，该估值水平无论是历史水平还是与其它板块估值比较均已处于历史低位，具备较高安全边际。我们认为今年银行股行情的根本触发因素在于业绩高增长。我们预计上市银行中期净利润同比增长 31%，依然保持较高增速。
- 我们持续推荐的投资组合排序是：民生、浦发、深发展、招行；短期内关注光大银行的“H 股发行+中期业绩高增长”机会。

行业观点

当前银行股股价与基本面难以背离

- **银行股股价之所以与基本面背离，是因为宏观以及市场环境变化所导致的市场预期变化。**
 - 基本面高增长，股价下跌的背离中，宏观经济下行、货币政策超预期紧缩、严厉的监管政策出台是形成未来基本面增长趋势悲观预期的主要原因。
 - 而基本面负增长，股价上涨的背离中，宏观经济反弹、货币政策放松、宽松的行业监管政策是形成未来基本面增长趋势乐观预期的主要原因。
- **全年业绩增长确定，货币政策紧缩难超预期，宏观经济形势并非向下，行业监管政策明确，对未来基本面增长趋势并不悲观。**
 - **预计今年上市银行利润增长 26%。**1) 规模增速为 16%，与 M2 增速保持一致，杠杆率监管不会对上市银行整体资产规模增速构成限制；2) 净息差上升 19BP；3) 信贷成本为 0.62%，2.5% 的拨贷比不会对我们行业盈利预测增速构成实质影响；4) 成本收入比下降 0.5-1 个百分点。
 - **货币政策紧缩难超预期，宏观经济形势并非向下，信贷成本将保持平稳，不会出现对于贷款质量恶化而下调全年业绩增速预期的担忧，所以不会出现基本面业绩高增长股价下跌的背离。**
 - **行业监管政策明确，不会再有更严厉监管，未来经营环境明确。**1) 四大监管工具并不比之前市场预期更严；2) 下调小企业贷款风险权重和上调房地产开发、交通运输类贷款风险权重，合计对上市银行资本充足率影响中性。

当前银行股能够跑赢大盘

- **银行股跑赢大盘和跑输大盘的原因：**
 - **跑赢大盘：**1) 银行的业绩能够符合或超出预期；2) 快速信贷投放带来业绩增长预期；3) 宏观调控有放松迹象；4) 流动性预期改善。
 - **跑输大盘：**1) 银行的业绩低于预期；2) 宏观调控力度加大；3) 估值已透支业绩；4) 严厉和行业监管政策。
- **银行股具备超额收益基础：**1) 估值具备优势，进一步大幅折价的可能性不大；2) 上市银行利润增速高于工业企业利润增速；3) 宏观调控力度不会比预期更大；4) 对于行业本身的监管政策预期足够充分。

图表 1: 上市银行估值水平
国内银行估值水平

	评级	股价	A/H溢价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		2/Jun	流通股本	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行	买入	4.44	2,622.25	0.57	0.67	7.77	6.67	2.68	3.06	1.66	1.45	21.31	21.78
建设	持有	4.88	94.39	0.64	0.78	7.58	6.23	3.20	3.66	1.52	1.33	20.09	21.36
农行	买入	2.77	153.42	0.35	0.42	7.81	6.58	1.97	2.25	1.40	1.23	17.97	18.69
中行	持有	3.29	69.72	0.45	0.55	7.30	6.01	2.65	3.19	1.24	1.03	17.04	17.15
交通	持有	5.57	297.36	0.83	0.98	6.70	5.69	4.61	5.41	1.21	1.03	18.03	18.10
招商	买入	13.27	176.66	1.68	2.11	7.91	6.29	7.62	9.31	1.74	1.42	22.01	22.65
中信	买入	4.93	264.18	0.60	0.73	8.25	6.80	3.57	4.05	1.38	1.22	16.76	17.90
浦发	买入	13.21	114.79	1.77	2.16	7.48	6.11	9.75	11.34	1.36	1.17	18.12	19.06
民生	买入	5.74	225.88	0.83	1.05	6.93	5.45	4.64	5.48	1.24	1.05	17.84	19.20
兴业	买入	13.46	59.92	2.30	2.99	5.84	4.50	10.58	13.10	1.27	1.03	21.78	22.81
光大	持有	3.40	40.00	0.33	0.41	10.46	8.32	2.68	2.98	1.27	1.14	12.15	13.70
华夏	持有	11.56	37.84	1.15	1.41	10.03	8.21	9.18	10.35	1.26	1.12	12.55	13.60
深发展	买入	16.70	31.05	2.16	2.61	7.72	6.39	11.17	13.52	1.49	1.24	19.37	19.33
北京	买入	10.45	62.28	1.15	1.41	9.07	7.42	8.30	9.35	1.26	1.12	13.89	15.06
南京	买入	9.02	29.69	1.05	1.28	8.62	7.06	7.19	8.26	1.25	1.09	14.55	15.47
宁波	持有	11.28	24.74	1.16	1.40	9.74	8.07	6.55	7.81	1.72	1.45	17.69	17.90
大行平均						7.61	6.37			1.46	1.26	19.10	19.74
股份制平均						7.92	6.42			1.36	1.16	17.62	18.48
城商行平均						9.14	7.52			1.41	1.22	15.38	16.14
Average/Sum (除南京、宁波)						7.92	6.48			1.38	1.18	17.78	18.60

H股估值水平

	评级	股价	A/H溢价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		2/Jun		11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
工行(H)		6.41	83%	0.57	0.67	9.35	8.02	2.68	3.06	1.99	1.75	21.31	21.78
建行(H)		7.20	81%	0.64	0.78	9.32	7.66	3.20	3.66	1.87	1.64	20.09	21.36
农行(H)		4.43	75%	0.35	0.42	10.40	8.76	1.97	2.25	1.87	1.64	17.97	18.69
中行(H)		4.09	97%	0.45	0.55	7.56	6.22	2.65	3.19	1.29	1.07	17.04	17.15
交行(H)		7.93	84%	0.83	0.98	7.95	6.75	4.61	5.41	1.43	1.22	18.03	18.10
招行(H)		19.24	83%	1.68	2.11	9.55	7.60	7.62	9.31	2.10	1.72	22.01	22.65
中信(H)		5.39	110%	0.60	0.73	7.51	6.19	3.57	4.05	1.26	1.11	16.76	17.90
民生(H)		7.17	96%	0.83	1.05	7.21	5.68	4.64	5.48	1.29	1.09	17.84	19.20
Average			89%			8.61	7.11			1.64	1.40	18.88	19.60

汇率: 0.83

H股估值已考虑了汇率因素

中信考虑10配2.2, 融资265亿, 2011年完成

民生考虑A股可转债+H股增发融资290亿, 2011年完成

光大考虑H股IPO融资450亿, 2011年完成

北京行考虑定增融资118亿, 2011年完成

来源: 公司数据, 国金证券研究所

内容目录

银行股股价和基本面会背离吗？	5
银行股股价与基本面背离的原因	5
当前银行股股价与基本面难以背离	5
站在历史角度看基本面与股价背离	9
银行股能跑赢大盘吗？	14
银行股跑赢大盘和跑输大盘的原因	14
当前银行股能够跑赢大盘	15
站在历史角度看银行股相对收益	16
投资建议与推荐组合	21
投资建议	21
推荐组合	21

图表目录

图表 1: 上市银行估值水平	2
图表 2: 2011 年上市银行模型假设及利润预测	6
图表 3: 2011 及 2012 年资产规模增速下的杠杆率测算	6
图表 4: 4 次加息累计对上市银行息差影响	7
图表 5: 2.5%拨贷比不会影响我们的信贷成本假设	7
图表 6: 新旧四大工具要求对比	8
图表 7: 下调小企业贷款风险权重和上调房地产开发、交通运输类贷款风险权重内容	9
图表 8: 04、08、09、10 年 4 次银行股价与业绩背离	9
图表 9: 04 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势	11
图表 10: 08 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势	12
图表 11: 09 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势	13
图表 12: 10 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势	14
图表 13: 银行股绝对估值和相对估值 (TTM)	15
图表 14: 上市银行和工业企业利润增速预测	15
图表 15: 上市银行和工业企业利润增速预测	16
图表 16: 银行股历史上跑赢和跑输沪深 300 指数的时期	16
图表 17: 03 年银行股相对收益	17
图表 18: 04 年银行股相对收益	17
图表 19: 05 年银行股相对收益	18

图表 20: 06 年银行股相对收益	18
图表 21: 07 年银行股相对收益	19
图表 22: 08 年银行股相对收益	19
图表 23: 09 年银行股相对收益	20
图表 24: 10 年银行股相对收益	20

银行股股价和基本面会背离吗？

- 股价与业绩的领先关系已经讨论多次，我们不想老调重弹；虽然这对于我们判断行业和股价趋势的拐点作用突出，但对于判断趋势的延续性方面并没有意义。
- 我们认为当前银行股投资始终应把握的核心是，银行股股价和业绩是否会出现背离。如果会出现背离，背后的原因是什么？如果不会背离，那么今年上市银行业绩保持较快增长的预期下，银行板块能获得绝对的正收益。

银行股股价与基本面背离的原因

- 基本面业绩之所以无法成为当期股价走势的理由，是因为宏观以及市场环境变化所导致的市场预期变化。市场对银行股投资价值的认可，根本上还是要取决于宏观经济状态，自身的当期利润增速并不是全部。
- 基本面高增长，股价下跌的背离中，宏观经济下行、货币政策超预期紧缩、严厉的监管政策出台是形成未来基本面增长趋势悲观预期的主要原因。
 - 宏观调控引致的经济下行、货币政策超预期紧缩增大了不良贷款暴露的风险，而投资者往往会对银行资产质量的担心过于悲观。04 年由于我国商业银行不良贷款历史包袱严重，风险控制能力较弱，市场对宏观调控下的上市银行信贷成本能否保持平稳存在较大疑虑，而股价通常反映悲观预期；08 年国内经济处于“内忧外患”处境，持续紧缩政策下企业的利息保障倍数明显下降，许多出口企业出现倒闭潮，构成对银行不良贷款大幅上升的担忧。
 - 严厉的监管政策出台，或加大对银行资产质量的担忧，或引发市场对银行股再融资的恐惧。前者如 04 年限制对部分过热行业的贷款、08 年打压房地产泡沫，房地产企业资金链面临断裂风险、10 年的政府融资平台贷款；后者如 04 年《商业银行资本充足率管理办法》、10 年银监会四大工具监管框架预期。
- 而基本面负增长，股价上涨的背离中，宏观经济反弹、货币政策放松、宽松的行业监管政策是形成未来基本面增长趋势乐观预期的主要原因。
 - 积极的财政政策以及宽松的货币政策刺激经济上行，延缓了不良贷款爆发的时间，宏观经济的好转使得投资者对银行业绩增长趋于乐观。如 09 年的“4 万亿投资刺激政策”和“9.6 万亿元信贷政策”一下使投资者对经济的预期乐观起来，对资产质量的担忧也随之缓解。
 - 宽松的行业监管政策，助推银行股业绩增长预期。09 年放宽存贷比限制，监管上配合宽松的货币政策，“以量补价”的逻辑使银行股迎来了一轮估值修复行情。

当前银行股股价与基本面难以背离

- 全年业绩增长确定，预计今年上市银行利润增长 27%。其中规模增长贡献 16%，息差反弹贡献 7-10%，成本收入比略微下降带来 1-3% 的利润增速。

图表 2: 2011 年上市银行模型假设及利润预测

	生息资产 增速	净息差	手续费收 入占比	其他非息 收入占比	营业税率	成本收入 比	信贷成本	所得税率	净利润增 速
招商银行	17.22%	3.05%	15.00%	3.52%	5.54%	39.00%	0.50%	21.54%	39.77%
民生银行	24.36%	2.95%	20.00%	-0.32%	7.07%	39.00%	0.67%	23.35%	38.71%
浦发银行	15.48%	2.54%	8.38%	0.43%	7.16%	32.00%	0.51%	23.74%	33.64%
华夏银行	19.43%	2.51%	5.90%	0.81%	7.13%	42.50%	0.73%	25.00%	40.18%
中国银行	17.49%	2.46%	20.00%	4.69%	5.68%	35.00%	0.69%	26.08%	21.24%
建设银行	15.37%	2.65%	21.63%	1.74%	5.62%	30.50%	0.69%	22.91%	22.17%
交通银行	17.95%	2.52%	14.50%	1.51%	5.86%	31.00%	0.73%	21.08%	27.24%
工商银行	15.41%	2.65%	19.00%	1.04%	5.46%	30.00%	0.54%	23.26%	24.59%
农业银行	15.00%	2.70%	15.99%	1.00%	5.64%	37.50%	0.73%	23.49%	33.27%
兴业银行	18.79%	2.61%	11.00%	0.52%	6.48%	31.50%	0.70%	22.36%	25.71%
深发展	19.70%	2.85%	10.00%	2.45%	7.05%	39.50%	0.50%	23.00%	39.17%
中信银行	19.87%	2.92%	10.00%	3.48%	6.32%	32.50%	0.63%	25.00%	33.67%
光大银行	19.73%	2.40%	13.50%	2.29%	6.53%	34.50%	0.41%	23.42%	34.39%
北京银行	22.23%	2.30%	6.20%	0.86%	7.19%	29.50%	0.60%	20.88%	22.33%
南京银行	22.22%	2.51%	9.00%	5.85%	6.11%	29.50%	0.74%	18.00%	38.97%
宁波银行	22.65%	2.50%	8.50%	5.97%	6.11%	37.00%	0.75%	21.24%	33.60%
sum	16.81%	2.64%	17.34%	1.96%	5.82%	33.42%	0.74%	23.49%	27.00%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 预计规模增速为 16%，与 M2 增速保持一致，杠杆率监管不会对上市银行整体资产规模增速构成限制。我们根据规模增速假设对上市银行 2011 年及 2012 年杠杆率进行测算，结果显示 2011 年仅深发展的杠杆率低于 4%；2012 年深发展和华夏银行杠杆率低于 4%。深发展原因在于其当前杠杆已经过高，需要补充资本；华夏银行源于资产盈利能力偏弱，资本自我补充能力较低。

图表 3: 2011 及 2012 年资产规模增速下的杠杆率测算

	2011E				2012E				
	核心资本	表内资产	杠杆率	资产增速	核心资本	表内资产	表外资产	杠杆率	资产增速
招商银行	154,982	2,821,996	4.13%	17.46%	189,102	3,313,688	1,093,542	4.29%	17.42%
民生银行	133,070	2,266,023	4.72%	24.25%	160,581	2,767,128	675,660	4.66%	22.11%
浦发银行	137,935	2,556,918	4.52%	16.68%	160,609	2,978,230	578,817	4.52%	16.48%
华夏银行	61,855	1,237,733	4.06%	18.99%	69,889	1,444,692	333,650	3.93%	16.72%
中国银行	721,580	12,403,483	4.84%	18.58%	874,526	14,691,689	2,950,054	4.96%	18.45%
建设银行	715,182	12,487,709	4.80%	15.52%	813,024	14,406,573	2,769,251	4.73%	15.37%
交通银行	260,029	4,660,239	4.59%	17.93%	298,599	5,421,943	1,169,861	4.53%	16.34%
工商银行	994,264	15,502,479	5.70%	15.19%	1,136,336	17,872,138	2,233,687	5.65%	15.29%
农业银行	641,942	11,856,844	4.66%	14.70%	732,632	13,553,419	2,204,702	4.65%	14.31%
兴业银行	108,474	2,196,250	4.35%	18.74%	134,265	2,600,957	350,948	4.55%	18.43%
深发展	39,523	862,959	3.35%	18.60%	47,781	1,028,608	376,061	3.40%	19.20%
中信银行	173,169	2,491,923	5.14%	19.73%	200,618	2,951,413	1,040,370	5.03%	18.44%
光大银行	132,218	1,771,188	5.73%	19.36%	148,067	2,215,971	673,463	5.12%	25.11%
北京银行	59,784	897,007	5.98%	22.34%	67,506	1,091,976	124,426	5.55%	21.74%
南京银行	20,861	271,203	6.18%	22.44%	23,896	333,139	81,451	5.76%	22.84%
宁波银行	18,077	322,910	4.73%	22.65%	21,105	397,067	73,089	4.49%	22.97%
sum	4,372,945	74,606,864	4.92%	16.89%	5,078,538	87,068,632	16,729,029	4.89%	16.70%

来源: 公司数据, 国金证券研究所

- 预计净息差上升 19BP。根据 2010 年 4 季度以来 4 次加息结构分析，我们测算 2011 年上市银行存贷款净息差扩大约 14BP；假设债券收益率上升幅度为加息幅度的一半，同业收益率上升幅度为加息幅度的

80%-90%，债券和同业收益率变动对息差合计贡献 5BP。加息累计对净息差的总体影响在 19BP 左右。

图表 4：4 次加息累计对上市银行息差影响

	加息对贷款利率影响	贷款占生息资产比重	生息对生息资产收益率影响	加息对存款成本影响	存款占计息负债比重	加息对计息负债成本率影响	加息对净息差的影响	债券占生息资产比重	债券收益率上升对净息差影响	同业资产占生息资产比重	同业负债占生息资产比重	同业收益率变动的影响	此次组合正常对净息差的总体影响 (BP)
招商银行	0.94%	58.47%	0.55%	0.34%	85.43%	0.29%	0.28%	15.50%	0.03%	26.02%	12.42%	0.01%	31.4
民生银行	0.96%	54.31%	0.52%	0.47%	78.51%	0.37%	0.17%	9.04%	0.03%	36.65%	19.12%	0.04%	24.0
浦发银行	0.95%	52.13%	0.50%	0.63%	79.62%	0.50%	0.02%	11.72%	0.02%	36.15%	18.40%	0.03%	7.9
华夏银行	0.96%	48.38%	0.46%	0.51%	73.31%	0.37%	0.10%	7.47%	0.02%	44.15%	23.63%	0.07%	19.6
中国银行	0.94%	54.06%	0.51%	0.49%	81.01%	0.39%	0.15%	18.13%	0.05%	27.81%	16.17%	-0.07%	12.3
建设银行	0.93%	51.97%	0.48%	0.38%	91.23%	0.35%	0.15%	24.42%	0.06%	23.61%	7.32%	-0.02%	19.4
交通银行	0.94%	57.23%	0.54%	0.41%	79.99%	0.33%	0.22%	20.22%	0.03%	22.55%	17.65%	-0.10%	15.4
工商银行	0.93%	49.05%	0.46%	0.44%	89.77%	0.39%	0.09%	26.71%	0.06%	24.24%	8.72%	-0.03%	11.9
农业银行	0.94%	47.14%	0.44%	0.38%	92.39%	0.35%	0.11%	23.21%	0.05%	29.65%	6.97%	0.01%	17.5
兴业银行	0.94%	46.90%	0.44%	0.38%	65.15%	0.25%	0.21%	13.42%	0.08%	39.69%	29.74%	-0.02%	26.2
深发展	0.96%	53.47%	0.51%	0.48%	77.63%	0.37%	0.16%	15.71%	0.03%	30.83%	20.38%	0.00%	19.4
中信银行	0.96%	60.53%	0.58%	0.49%	91.02%	0.45%	0.16%	11.22%	0.04%	28.24%	6.67%	0.09%	29.4
光大银行	0.95%	50.81%	0.48%	0.39%	74.80%	0.29%	0.21%	12.00%	0.05%	37.19%	24.09%	0.01%	27.0
北京银行	0.95%	48.83%	0.46%	0.39%	82.96%	0.33%	0.16%	22.40%	0.04%	28.77%	13.22%	0.01%	20.7
南京银行	0.95%	37.58%	0.36%	0.62%	70.59%	0.44%	-0.05%	28.95%	0.08%	33.47%	26.82%	-0.04%	-0.7
宁波银行	0.97%	40.05%	0.39%	0.57%	61.67%	0.35%	0.06%	14.36%	0.07%	45.59%	33.34%	-0.01%	11.6
Average	0.95%	50.68%	0.48%	0.46%	79.69%	0.36%	0.14%	17.16%	0.05%	32.16%	17.79%	0.00%	18.3

来源：公司数据，国金证券研究所

- 预计信贷成本为 0.62%，2.5%的拨贷比不会对我们行业盈利预测增速构成实质影响。假设上市银行新增贷款按照 2.5%计提拨备，并按照达标时间平均补足拨备缺口，那么在我们模型的贷款增速假设下，全行业信贷成本为 0.41%，低于我们模型中的信贷成本假设。

图表 5：2.5%拨贷比不会影响我们的信贷成本假设

单位：百万	2010拨备	2010贷款总额	拨备率缺口	拨备差额	贷款增速	新增贷款	信贷成本	模型假设信贷成本
招商银行	29,291	1,431,451	0.45%	6,495	16%	229,032	0.44%	0.50%
民生银行	19,848	1,057,571	0.62%	6,591	18%	190,363	0.51%	0.67%
浦发银行	22,376	1,146,489	0.55%	6,286	16%	183,438	0.45%	0.51%
华夏银行	13,073	527,937	0.02%	125	17%	89,749	0.40%	0.73%
中国银行	122,856	5,660,621	0.33%	18,660	17%	962,306	0.49%	0.69%
建设银行	143,102	5,669,128	0.00%	0	13%	736,987	0.31%	0.69%
交通银行	46,437	2,236,927	0.42%	9,486	15%	335,539	0.48%	0.73%
工商银行	167,134	6,790,506	0.04%	2,629	14%	950,671	0.34%	0.54%
农业银行	168,733	4,956,741	0.00%	0	15%	718,727	0.34%	0.73%
兴业银行	11,771	854,339	1.12%	9,588	18%	153,781	0.58%	0.70%
深发展	6,425	407,391	0.92%	3,760	18%	73,330	0.55%	0.50%
中信银行	18,219	1,264,245	1.06%	13,387	16%	202,279	0.53%	0.63%
光大银行	18,273	778,828	0.15%	1,198	17%	132,401	0.42%	0.41%
北京银行	7,129	334,732	0.37%	1,240	23%	76,988	0.57%	0.60%
南京银行	1,902	83,892	0.23%	195	22%	18,456	0.53%	0.74%
宁波银行	1,380	101,574	1.14%	1,159	22%	22,346	0.67%	0.75%
SUM	797,950	33,302,372	0.24%	80,798	15%	5,076,394		
			系统重要性每年	10,258	新增贷款形成信贷成本		0.35%	
			非系统重要性每年	8,337	拨备差额形成信贷成本		0.05%	
			行业合计每年	18,595	合计信贷成本		0.41%	

来源：公司数据，国金证券研究所

- **预计成本收入比下降 0.5-1 个百分点。**由于银行营业成本中接近一半为非人工成本，具备较强的成本粘性，因而在营业收入增长过程中，成本增速慢于收入增速，成本收入比将略微下降。
- **货币政策紧缩难超预期，宏观经济形势并非向下，信贷成本将保持平稳，不会出现对于贷款质量恶化而下调全年业绩增速预期的担忧，所以不会出现基本面业绩高增长股价下跌的背离。**
 - **货币政策紧缩难超预期。**当前无论体系内流动性还是整体经济流动性收缩力度均较大，体现在：1）体系内资金链紧张，事件性波动特别剧烈；2）利率高企，企业财务成本快速上升，扩大再生产难以进行。但市场对目前的紧缩程度已有充分预期，未来是逐渐慢慢放松的过程（货币政策不会急剧转向，更多的是投放结构以及对中小企业信贷优惠政策方面的放松）。
 - **宏观经济形势并非向下，不会出现对于贷款质量恶化而下调全年业绩增速预期的担忧。**1）当前预期去库存调整导致需求下滑，全年来看宏观经济增速为 9%，增速较去年放缓，但依然较高，不会出现“硬着陆”风险；2）草根调研情况显示，企业重复再生产资金并不缺乏，缺乏的是扩大再生产资金，因而资金链断裂的风险尚不存在。基于经济转型平稳过渡的判断下，我们认为由于贷款质量恶化而大幅下调全年业绩增速预期的担忧目前并不存在。
- **行业监管政策明确，不会再有更严厉监管，未来经营环境明确。**监管预期的反复是基本面预期不确定性的原因所在，监管政策尘埃落定有利于稳定投资者预期，银行业未来经营环境逐步明朗。
- **四大监管工具并不比之前市场预期更严。**1）资本充足率：最低核心一级资本/一级资本/总资本要求分别为 5%/6%/8%，留存资本要求为 2.5%，逆周期监管资本为 0%-2.5%，系统重要性附加资本 1%；2）杠杆率：核心资本/总资产（含表外）要求为 4%；3）拨备率：拨备/信贷余额不低于 2.5%，拨备覆盖率不低于 150%；4）流动性：流动性覆盖比率/净稳定融资比率均不低于 100%。

图表 6：新旧四大工具要求对比

指标体系	具体指标	资本要求		达标时间	
		《意见》要求	刘主席讲话要求	《意见》要求	刘主席讲话要求
资本充足率	普通股核心资本	5%	6%	2012年开始实施， 系统重要性银行 2013年底前达标， 非系统重要性银行 2016年底前达标 (拨备率指标个别 银行2018年底前达 标)	2011年开始实施， 系统重要性银行 2012年底前达标， 非系统重要性银行 2016年底前达标
	一级资本	6%	8%		
	总资本	8%	10%		
	留存超额资本	2.5%	超额资本要求0-4% (必要时0-5%)		
	逆周期超额资本	0-2.5%			
	系统重要性银行附加资本	1%	1%		
杠杆率	核心资本/总资产 (含表外)	4%	4%		
拨备率	拨备/信贷余额	2.5%	2.5%		动态调整
	拨备覆盖率	150%	150%		
流动性指标	LCR	100%	100%	2013年底前达标	2011年底前达标
	NFSR	100%	100%	2016年底前达标	2011年底前达标

来源：银监会、国金证券研究所

- **下调小企业贷款风险权重和上调房地产开发、交通运输类贷款风险权重，合计对上市银行资本充足率影响中性。**小企业贷款风险权重下调将提高 11 年上市银行资本充足率约 0.9 个百分点，房地产开发、交通运输类贷款风险权重上调将降低 11 年上市银行资本充足率约 0.6 个百分点，总的来看不会引起上市银行资本充足率的下降。

图表 7：下调小企业贷款风险权重和上调房地产开发、交通运输类贷款风险权重内容

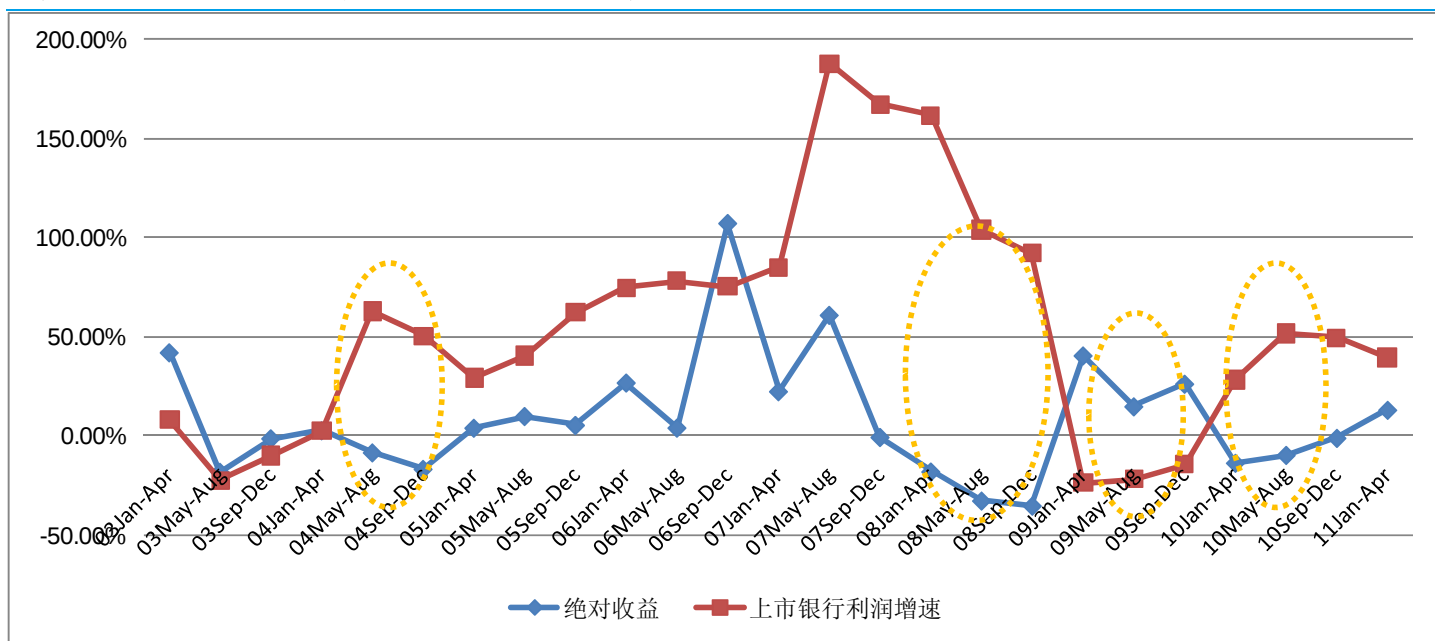
	内容	来源
下调小企业贷款风险权重	对于运用内部评级法计算资本充足率的商业银行，允许其将单户 500 万元（含）以下的小企业贷款视同零售贷款处理。对于未使用内部评级法计算资本充足率的商业银行，对于单户 500 万元（含）以下的小企业贷款在满足一定标准的前提下，可视为零售贷款	《关于支持商业银行进一步改进小企业金融服务的通知》
上调房地产开发、交运风险权重	1) 将房地产开发商贷款风险权重从目前的 100% 提高至 150% 2) 将铁路、公路及其它基建项目贷款的风险权重从目前的 100% 提高至 110% 3) 对地方政府融资平台贷款项目使用 100%-300% 的风险权重（在 2011 年一季度资本充足率计算中已使用这一权重）	《中国日报》一篇未经证实的报道

来源：银监会，国金证券研究所

站在历史角度看基本面与股价背离

- 历史角度，银行股基本面高增长、股价下跌，或基本面负增长、股价上涨相背离的情况出现过四次；分别是：04 年 5-8 月，07 年 11 月至 08 年 10 月，09 年 1-7 月和 10 年 1-8 月。我们用招商、民生、浦发、深发展 4 家股份制银行的基本面业绩和股价为代表进行说明。
- 04 年 5-8 月，招商、民生、浦发、深发展 4 家股份制银行中报业绩同比增长 63%，股价却下跌 8.25%。
- 07 年 11 月至 08 年 10 月，这 4 家股份制银行 07 年年报及 08 年 1 季报、中报、3 季报业绩分别同比增长 146.9%、205.8%、104.1%、92.2%，然而股价却持续下跌，07 年 11 月到 08 年 10 月股价总共跌去了 70%。
- 09 年 1-7 月，09 年 1 季报、中报业绩分别同比下滑 23.7%、21.8%，股价在 1-4 月、5-8 月却分别上涨 40.5%和 14.9%。
- 10 年 1-8 月，09 年年报及 10 年 1 季报、中报业绩分别同比增长 21.6%、54.3%、51.7%，而股价在 1-4 月和 5-8 月却分别下跌 13.5%和 9.5%。

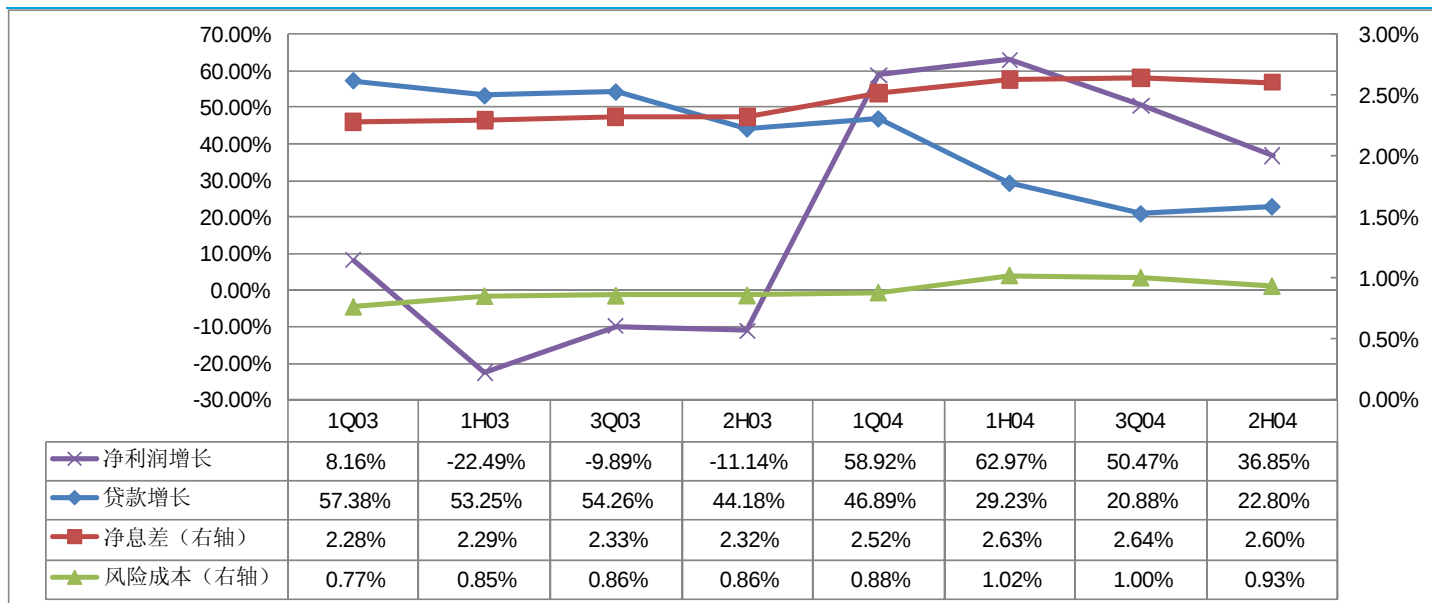
图表 8：04、08、09、10 年 4 次银行股价与业绩背离



来源：公司数据，国金证券研究所

- 总结银行股股价与基本面业绩背离的原因，我们认为主要是由于市对于行业未来业绩增速缺乏信心，因而当期业绩高增长无法反映到当期股价中。分析银行业绩增长三大驱动因素：规模，息差和信贷成本，导致市场对于未来业绩增长没有信心的主要是息差和信贷成本；这两个因素主要取决于：1) 宏观经济形势及预期（贷款质量，信贷成本）；2) 货币政策（息差及规模增长）；3) 行业监管政策。我们从这 3 个维度对历史走势进行了分析。
- 04 年 5-8 月：基本面高增长，股价下跌
 - 宏观经济：03 年底经济过热的势头在 04 上半年得到集中体现。04 年 2 月份固定资产投资增速达到 53%，从月度数据来看的话投资的疯狂程度仅次于 93 年；一季度 GDP 增速高达 10.4%，CPI 在上半年不断上行，5-8 月达到了阶段性顶峰。投资过热和通胀压力环境下，市场预期调控力度较大，对下半年的宏观经济预期普遍不好。下半年 GDP 增速在宏观调控下明显下滑，从 2 季度的 11.4% 下降到了年底的 8.9%。
 - 货币政策：03 年下半年央行相继实施了一系列紧缩的货币政策，特别是 04 年 4 月份以来，各种行政紧缩措施也接连不断出台，导致 2、3 季度信贷出现明显紧缩。在紧缩政策的影响下，金融机构存贷款增速和货币供应量在 4 月份见顶后开始逐渐回落。金融机构贷款增速从 4 月的 20.4% 迅速下降到 9 月份的 10.9%，信贷增长率接近 02 年下半年本轮经济加速增长以来的最低点；M1 增速从 4 月份的 20.0% 下滑到了 9 月份的 14.2%，M2 增速相应从 19.1% 下降到 14.1%，M2 增速接近 01 年以来的最低水平。
 - 监管政策：1) 04 年 2 月份银监会颁布了《商业银行资本充足率管理办法》（自 04 年 3 月开始实施），大幅降低银行的资本充足率，减缓银行规模扩张的速度；2) 央行 04 年 4 月决定实行差别准备金率制度，对资本充足率、资产质量有一定差距或隐患的银行追加巨大的压力；3) 行政措施方面，央行等三部委联合下发《关于进一步加强产业政策和信贷政策协调配合，控制信贷风险有关问题的通知》，限制对钢铁、电解铝、水泥等过热行业的贷款，全面清理固定资产贷款的使用。银监会限制对过剩产能贷款之后，“铁本”事件的暴露引发市场对未来坏账上升的预期；固定资产投资项目的整顿带来市场对宏观经济不确定性风险的忧虑。
 - 银行业基本面业绩增长趋势：1) 规模：04 年行业贷款增速仅 11%，但股份制银行的增速达到了 23%（国有银行受紧缩调控影响较大，股份制银行扩张更为激进）；2) 息差：紧缩的环境对贷款收益率提升较为有利，息差不断上行；3) 信贷成本：市场对银行资产质量的担心过于悲观，但实际上 04 年信贷成本较 03 年只上升了 9%。4) 净利润增长：由于规模并未大幅收缩，息差也保持稳定，贷款质量并没有太大恶化，04 年股份制银行净利润依然保持了 37% 的较快增长。

图表 9：04 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势

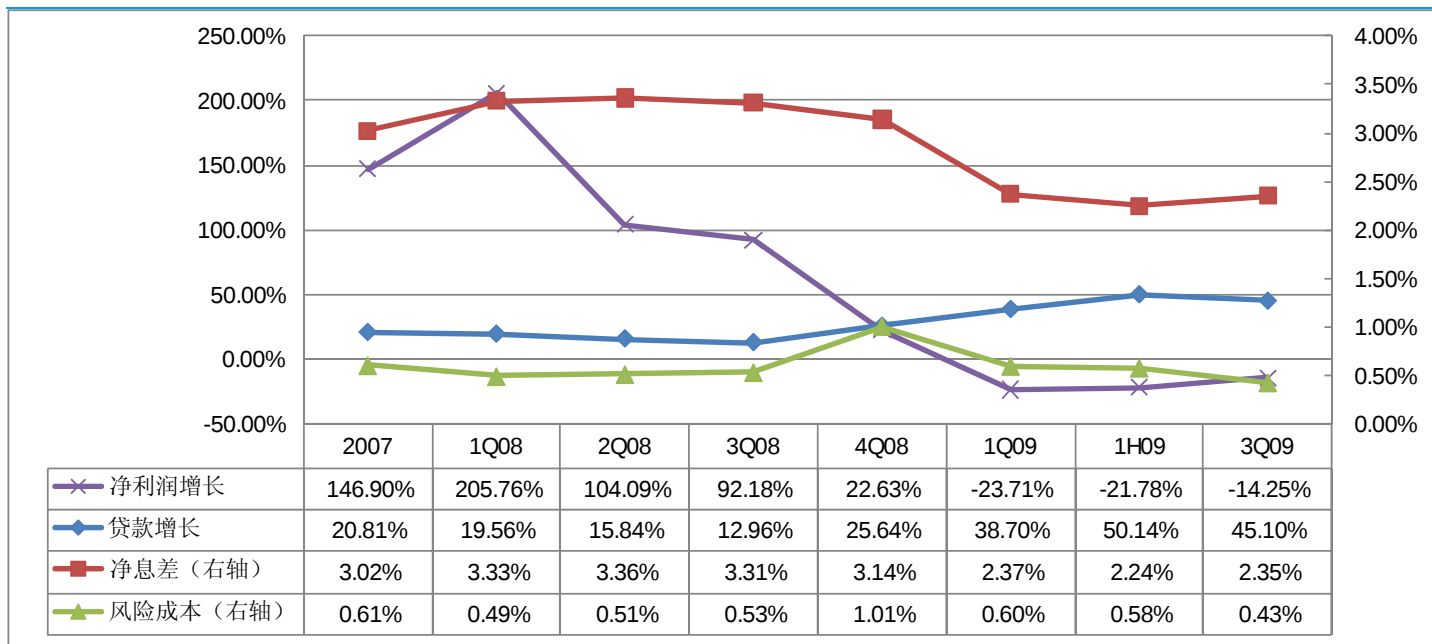


来源：公司数据，国金证券研究所

■ 07 年 11 月至 08 年 10 月：基本面高增长，股价下跌

- **宏观经济：**07 年底，国外金融危机不断恶化，国内经济增长也随之降温；到 08 年下半年，宏观经济开始迅速恶化，GDP 增速从 07 年的 13.6% 下降到了 08 年的 7.6%。
- **货币政策：**CPI 不断走高，通货膨胀直接导致了央行持续从紧的货币政策。由于信贷控制，信贷增速从 07 年 11 月的 17.5% 下降到 08 年 10 月的 14.4%；07 年-08 年 6 月央行 15 次上调准备金率（累计上调 8.5%），提准的累积效应的逐步显现，同时多次发行特别国债，重新起用特别存款，股份制及国有银行都经历不同程度的流动性紧张；07 年以来 6 次加息（累计上调贷款基准利率 135BP），企业债务负担高企，08 年上半年 6.7 万家规模以上的中小企业倒闭；M1 增速从 07 年 11 月份的 21.7% 迅速下降到 08 年 10 月份的 8.7%，M2 增速相应从 18.4% 下降到 14.9%，M1、M2 的剪刀差由正转负。
- **监管政策：**国内打压房地产泡沫，主要城市的房价开始出现明显下跌趋势，住房销售大幅回落，房地产开发商的资金链明显趋紧，使得银行房地产相关贷款的风险也开始凸显。银行资产质量恶化预期产生。
- **银行业基本面业绩增长趋势：**1) **规模：**通货膨胀带来的紧缩政策挑战银行信贷资产规模扩张的盈利模式，减弱银行业绩增长的动力；2) **息差：**息差在 08 年达到拐点，下半年多次降息的影响在 09 年开始体现，09 年 1 季度息差较 08 年下降 25%；3) **信贷成本：**经济的周期性波动使银行的资产质量面临一些局部风险考验，这些风险主要集中在受紧缩调控影响大、景气度下降的房地产行业以及对经济周期变动比较敏感、成本上升承受能力脆弱的中小企业领域。08 年末信贷成本较前 3 季度年化高出一倍。4) **净利润增长：**由于规模、息差、信贷成本趋势均不利于银行股，市场预期银行业绩负增长在所难免，09 年前三季度银行业净利润均出现同比下降。

图表 10: 08 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势

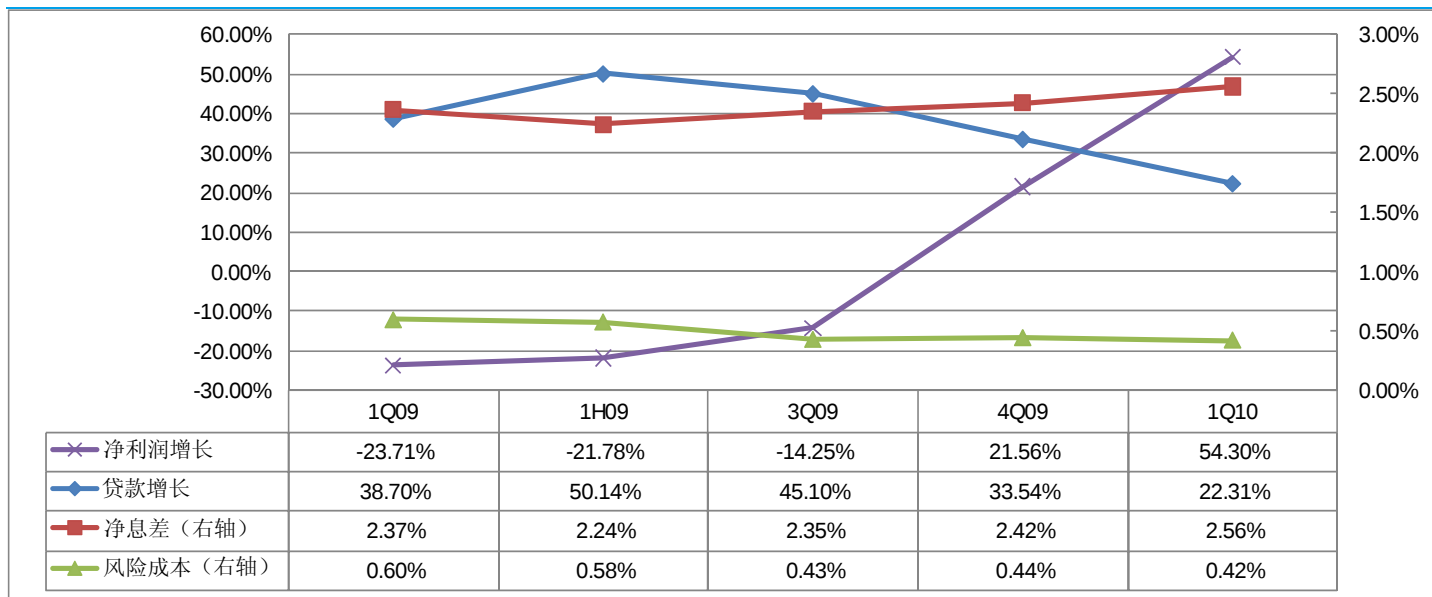


来源: 公司数据, 国金证券研究所

■ 09 年 1-7 月: 基本面负增长, 股价上涨

- **宏观经济:** 国际经济止跌企稳, 国内经济 V 型复苏。08 年底出台“9.6 万亿元信贷政策”和“4 万亿投资刺激政策”, 到 09 年上半年贷款增速、投资增速都出现反弹, 充足的信贷资金供给和扩张性财政刺激方案为经济复苏提供有利的条件。2 季度经济处于复苏轨道斜率最陡阶段, 市场对于经济复苏预期非常乐观。宏观经济的好转对银行的业务增长、收益水平和资产质量都是强有力的正面支持。
- **货币政策:** 09 年上半年继续实行适度宽松的货币政策, 货币信贷快速增长, 银行体系流动性充裕。09 年上半年金融机构贷款较年初增加 7.7 万亿, 占到全年新增的 70%以上, 金融机构贷款增速从 08 年底的 15.2%上升到 09 年 2 季度末的 30.3%。上半年的放贷奠定了全年的业绩基础; M1 和 M2 增长不断加快, 显示经济内在活力不断增强, M1 增速从 09 年 1 月的快速上升到 7 月的 26.4%, M2 增速也从 18.7%上升到了 28.4%。充裕的流动性改善实体经济的经营及盈利状况, 降低银行短期内产生不良的风险。
- **监管政策:** 09 年 1 月, 银监会出台《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》, 允许有条件的中小银行业适当突破存贷比, 提高了银行放贷的积极性。
- **银行业基本面业绩增长趋势:** 上市银行的基本面继续向好。1) 规模: 规模扩张部分弥补了息差收窄的影响, 09 年股份制银行贷款增速达到了 33%, 巨额信贷资产增量持续生息; 2) 息差: 银行净息差于 09 年 2 季度见底, 下半年逐渐回升, 息差收入随之改善; 3) 信贷成本: 经济复苏预期逐步兑现将带来需求回升, 行业景气度将继续回升, 信贷成本继续维持低位; 4) 净利润增长: 管理层继续落实积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 外部政策总基调不变, 银行经营环境逐步向好。3 季度业绩底部确认, 09 年全年业绩同比增长 21%

图表 11: 09 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势

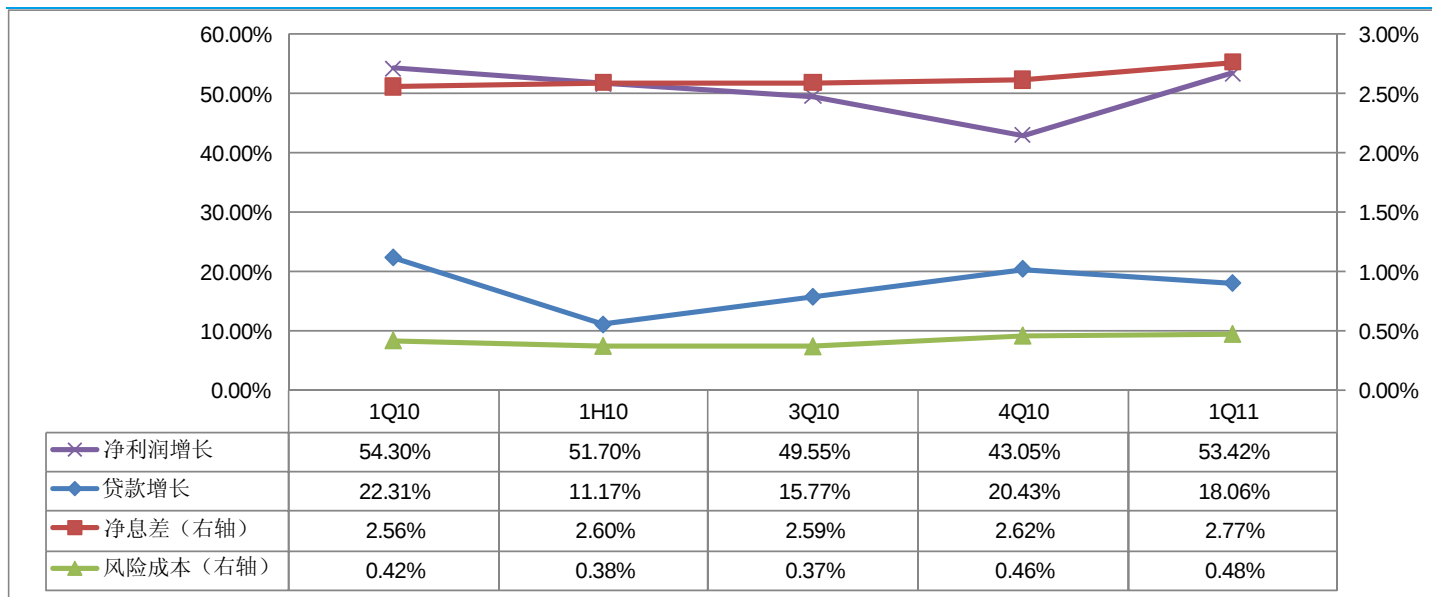


来源: 公司数据, 国金证券研究所

■ 10 年 1-8 月: 基本面高增长, 股价下跌

- **宏观经济:** 经济从高位下滑。在世界经济震荡、国内实施调控政策的背景下, 随着政府刺激经济政策逐步退出、淘汰过剩产能和促进经济转型, 经济复苏态势出现疲软, GDP 增速从 09 年的 11.4% 下降到了 3 季度的 9.6%。
- **货币政策:** 货币政策稳健偏紧。存款准备金率、公开市场操作及窗口指导等数量化工具是货币政策调控的主要手段。趋紧的货币政策预期、负利率背景下的非对称加息预期, 银行面临贷款增长放缓、净息差回升低于预期的经营压力; 货币供应量增速掉头向下, M1 增速从 09 年底的 32.4% 下降到 10 年 8 月份的 21.9%, M2 增速相应从 27.6% 下降到 19.2%。
- **监管政策:** 1) **房地产调控。** 4 月份国务院接连就房地产按揭贷款、开发商购地和融资行为出台调控政策, 银行股受此拖累, 市场对银行资产质量担忧增加; 2) **政府融资平台清理细则。** 银监会要求对地方融资平台贷款开包检查、正确分类、提足拨备等, 虽然与之前的风险监管态度相比, 并没有增加新的实质性利空, 但引起市场对信用成本上升预期; 3) **规范银信合作。** 银监会下发“规范银信合作”要求, 要求银信合作理财产品 1-2 年内转入表内。虽然对银行盈利影响不大, 但对市场情绪产生负面影响。4) **新资本监管框架。** 8%/10% 的一级资本/总资本充足率、0-4% 的超额资本、2.5% 的拨备率要求对银行未来的增长模式与成长性产生较大影响, 浇灭了银行规模及业绩增长的想象力。
- **银行业基本面业绩增长趋势:** 1) **规模:** 趋紧的货币政策预期下, 规模增长放缓, 2) **息差:** 虽然市场担心可能会非对称加息, 但加息累积效果对息差影响是扩大的, 10 年息差较 09 年继续反弹。3) **信贷成本:** 09 年投放了大量的政府融资平台贷款, 资产质量的不确定性是市场担忧的问题; 4) **估值:** 新资本监管框架下, 银行股难以出现 05-07 年的业绩超高速增长, 估值受到制约。5) **净利润增长:** 10 年全年及 11 年 1 季度银行股业绩增长仍然在 30% 以上, 超出市场预期。

图表 12：10 年 4 家股份制银行基本面业绩增长趋势



来源：公司数据，国金证券研究所

银行股能跑赢大盘吗？

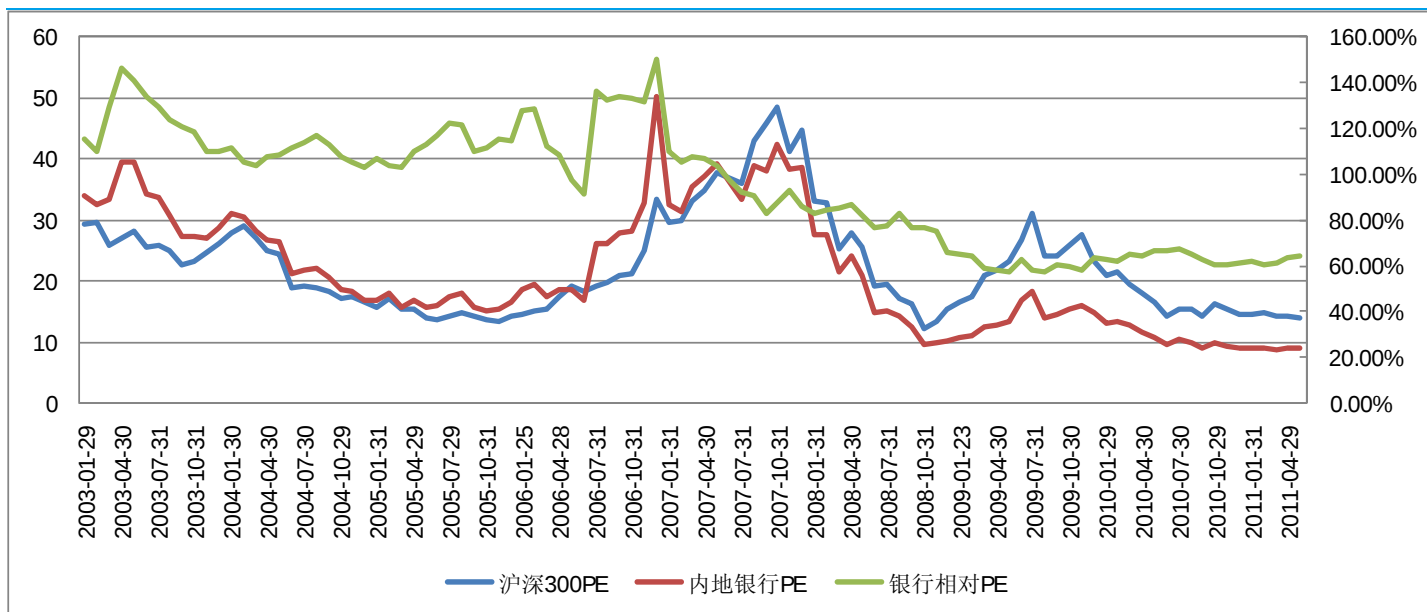
银行股跑赢大盘和跑输大盘的原因

- 银行股跑赢大盘的原因：1) 银行的业绩能够符合或超出预期；2) 快速信贷投放带来业绩增长预期；3) 宏观调控有放松迹象；4) 流动性预期改善。
 - 银行的业绩能够符合或超出预期。当银行的实际业绩能够符合预期，会减少投资者的部分担忧以及改变预期。
 - 快速信贷投放带来业绩增长预期。大量信贷投放奠定未来的业绩基础，带来投资者乐观预期。
 - 宏观调控有放松迹象。宏观调控的放松将减少市场对上市银行基本面的担忧。
 - 流动性预期改善。07 年后银行股成为大市值板块，资金面相对不足时股价缺乏弹性，当流动性预期改善时，较低的估值和相对确定的业绩增长能够吸引资金流入。
- 银行股跑输大盘的原因：1) 银行的业绩低于预期；2) 宏观调控力度加大；3) 估值已透支业绩；4) 严厉和行业监管政策。
 - 银行的业绩低于预期。当银行的实际业绩低于预期，投资者担心基本面恶化，从而降低未来业绩增速预期。
 - 宏观调控力度加大。宏观调控力度加大将增加市场对上市银行资产质量的担忧。
 - 估值已透支业绩。由于超高利润增速不可持续，超高的估值水平也不可持续。市场情绪推动的估值过快上涨最终会回归理性。
 - 严厉和行业监管政策。历史上利空银行股的政策出台后，当天银行股走势均较差，并且在未来一段时间内都制约着股价的弹性。

当前银行股能够跑赢大盘

- 估值具备优势，进一步大幅折价的可能性不大。无论是从绝对估值还是相对估值来看，银行股目前都处于历史低端。当前行业 1.5x11PB/8x11PE，较 08 年更低；相对大盘估值折价 36%，基本也位于历史最低水平。估值具备较高安全边际，反映足够悲观预期，提供防御性。

图表 13：银行股绝对估值和相对估值 (TTM)

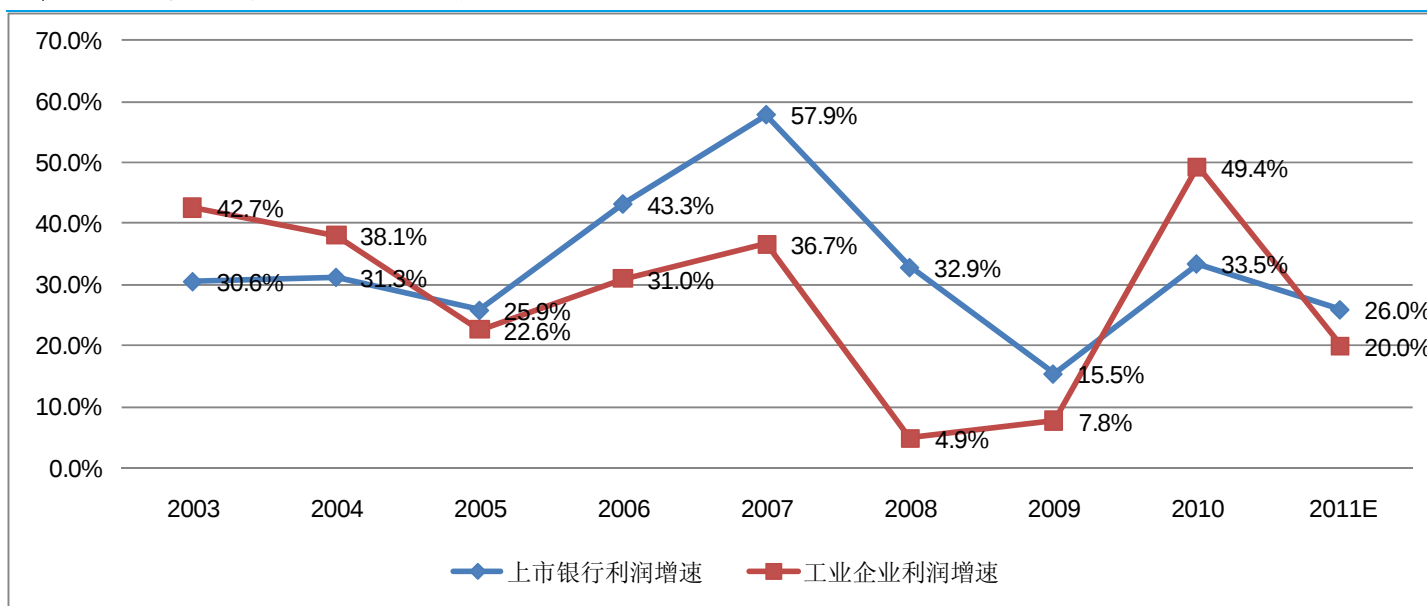


注：PE 所用 EPS 为过去 4 个季度但季度 EPS 加总

来源：Wind，国金证券研究所

- 上市银行利润增速高于工业企业利润增速，为银行超额收益提供较好支撑。今年上市银行业绩保持高增速确定性高，业绩确定增长在 20%-30% 之间，高于工业企业 15%-20% 的增速预测，在估值不会大幅下降的判断下，超额正收益可期。

图表 14：上市银行和工业企业利润增速预测



来源：Wind，国金证券研究所

- 宏观调控力度不会比预期更大。1) 下半年通胀压力逐渐下降。市场预期 6 月份 CPI 为今年顶峰，通胀的消退使宏观调控有了放松的基础；2) 货币

政策数量型手段（准备金）进入尾声甚至结束。这主要是从体系内资金供求情况及当前体系内流动性情况作出的判断，进入 7 月份之后公开市场到期资金大幅下降。

图表 15：公开市场到期资金

单位：亿	2011.6	2011.7	2011.8	2011.9	2011.1	2011.1	2011.1
央票到期量	2820	2060	1930	1690	1050	960	40
正回购到期量	3750	400	100				
公开市场到期量（合计）	6570	2460	2030	1690	1050	960	40

来源：Wind，国金证券研究所

- 对于行业本身的监管政策预期足够充分。上市银行整体严格按照监管要求进行经营，因而不会触发针对银行行业本身的惩罚性措施。

站在历史角度看银行股相对收益

- 我们统计了 2003 年至 2010 年期间银行股跑赢和跑输沪深 300 指数的次数，其中有 8 次银行股持续跑赢大盘，有 8 次银行股显著跑输大盘。

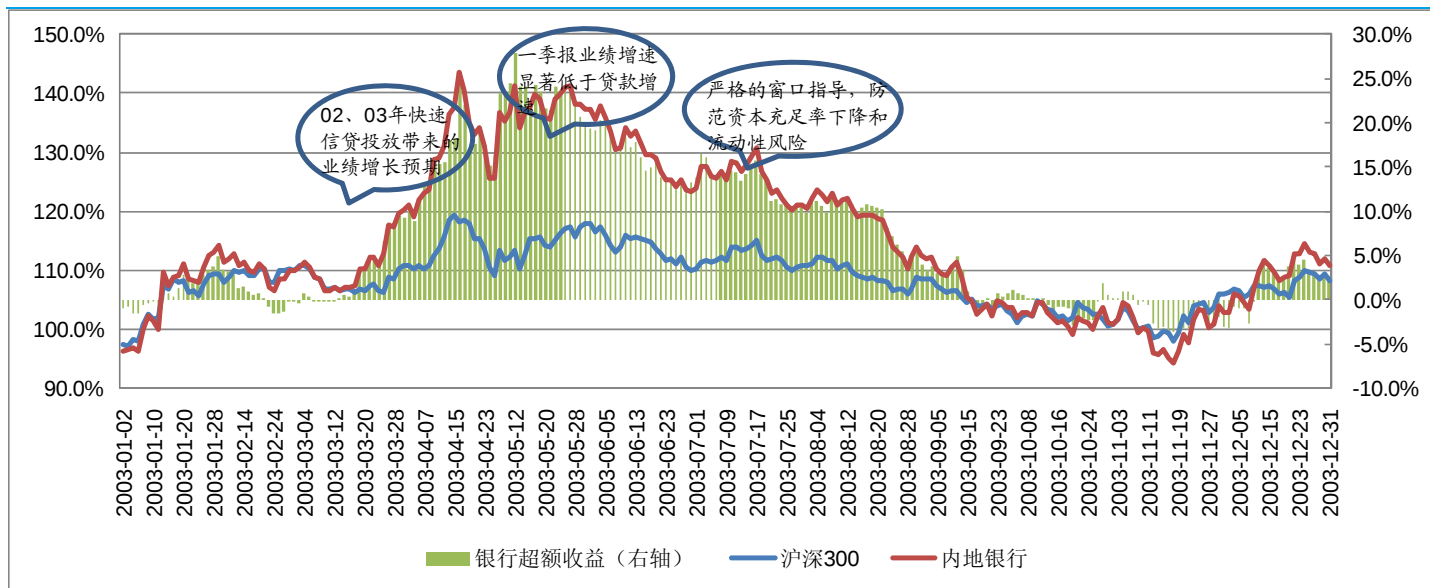
图表 16：银行股历史上跑赢和跑输沪深 300 指数的时期

跑赢	相对收益	原因
03年1月至4月	24%	快速信贷投放带来业绩增长预期
04年4月9日至8月底	13%	宏观调控阶段性缓和
05年全年	28%	04年过度悲观后的修复，业绩增长以及资产质量超出预期
06年8月至年底	68%	新股发行对股价构成支撑，税改预期
07年5月30日至7月20日	22%	市场风格转换，估值优势
08年3月至8月	14%	调控预期改变
09年5月27日至7月6日	19%	信贷投放催生银行股业绩预期，流动性充足
10年4月22日至7月14日	15%	年报及1季报业绩超预期
跑输	相对收益	原因
03年5月至11月	-18%	业绩增速显著低于贷款增速，紧缩预期
04年1月至4月8日	-10%	宏观调控力度加大
04年9月至年底	-11%	宏观调控力度加大
06年2月24日至7月底	-22%	
07年初至5月29日	-74%	估值过高，价格上升得不到基本面支撑
07年7月21日至年底	-7%	宏观经济景气度达到顶峰
08年9月至年底	-11%	大幅降息带来业绩下降预期
09年7月7日至年底	-10%	监管加强，《补充资本充足率管理办法》
10年7月15日至年底	-22%	政府融资平台清理、新资本监管框架

来源：wind，国金证券研究所

- 03 年上半年跑赢，下半年跑输：03 年上半年的显著超额正收益来源于积极的财政政策，02-03 年快速信贷投放带来的银行业绩增长预期；但 03 年 1 季报出来后很多银行的业绩增速显著低于其贷款增速（很大原因是拨备计提较多，同比增长 70%左右），再加上对紧缩的预期（7 月份开始对商业银行贷款施以了严格的窗口指导，防范资本充足率下降和流动性风险），所以下半年跑输。

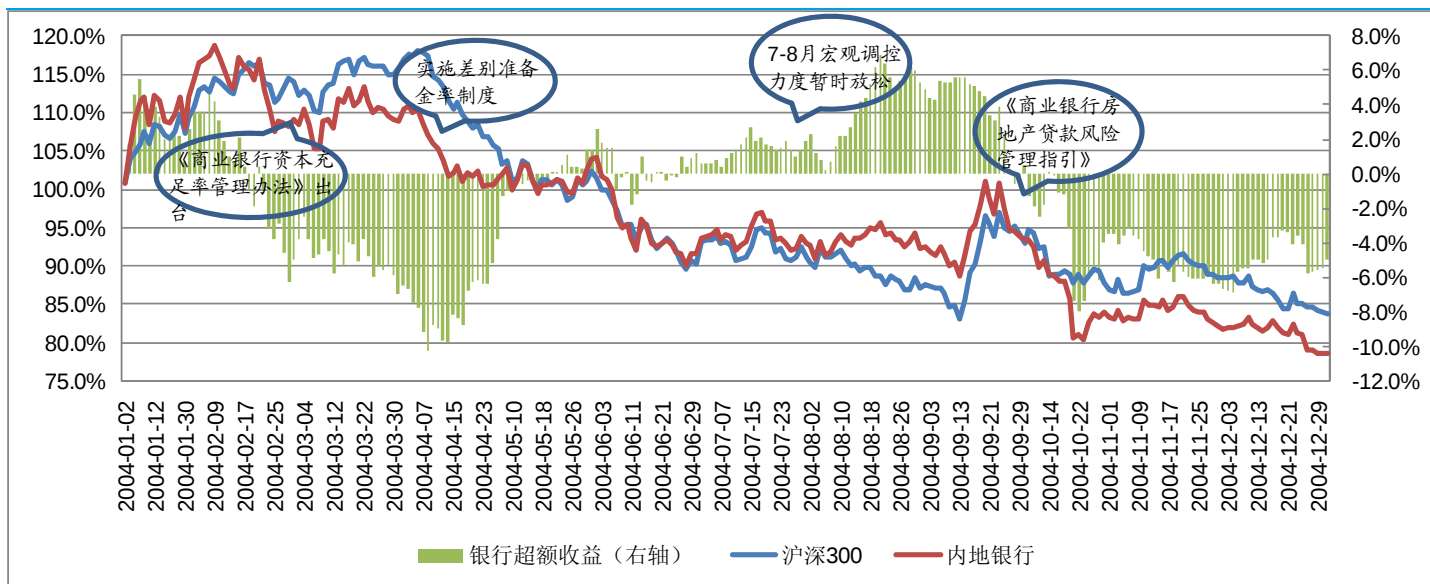
图表 17: 03 年银行股相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

- **04 年整体跑输，但 7-8 月阶段性跑赢：**04 年宏观政策的整个基调是调控和从紧，再加上不利于银行业的监管政策出台，整个 04 年银行股跑输大盘。但即便如此，7、8 月份在宏观调控缓和的预期下，银行股相对抗跌跑赢大盘。央行的二季度货币政策执行报告中明确表示“宏观调控成效明显”、“贷款增长得到有效控制”，而不是以前报告中多次提到的“货币信贷增速依然偏快”，7-8 月份央行信贷收紧力度较上半年明显减弱，央行调控基调缓和。

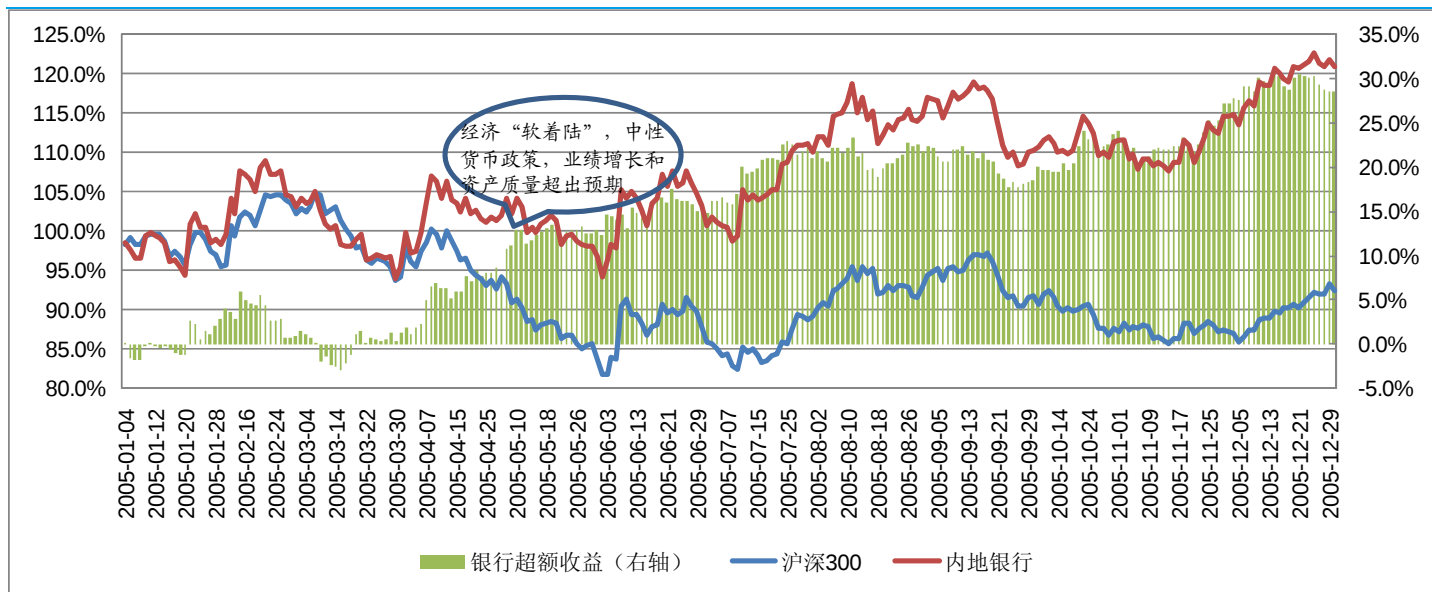
图表 18: 04 年银行股相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

- **05 年全年持续跑赢：**05 年持续的超额正收益源于 04 年过度悲观后的修复，上市银行业绩增长以及资产质量超出预期。05 年经济退热，成功实现“软着陆”，处于经济的上升周期，银行业分享我国宏观经济的持续良性发展；紧缩货币政策退出，05 年货币政策处于中性期；人民币升值背景下流动性充足；监管层面保持平静，并无利空银行业的政策出台。

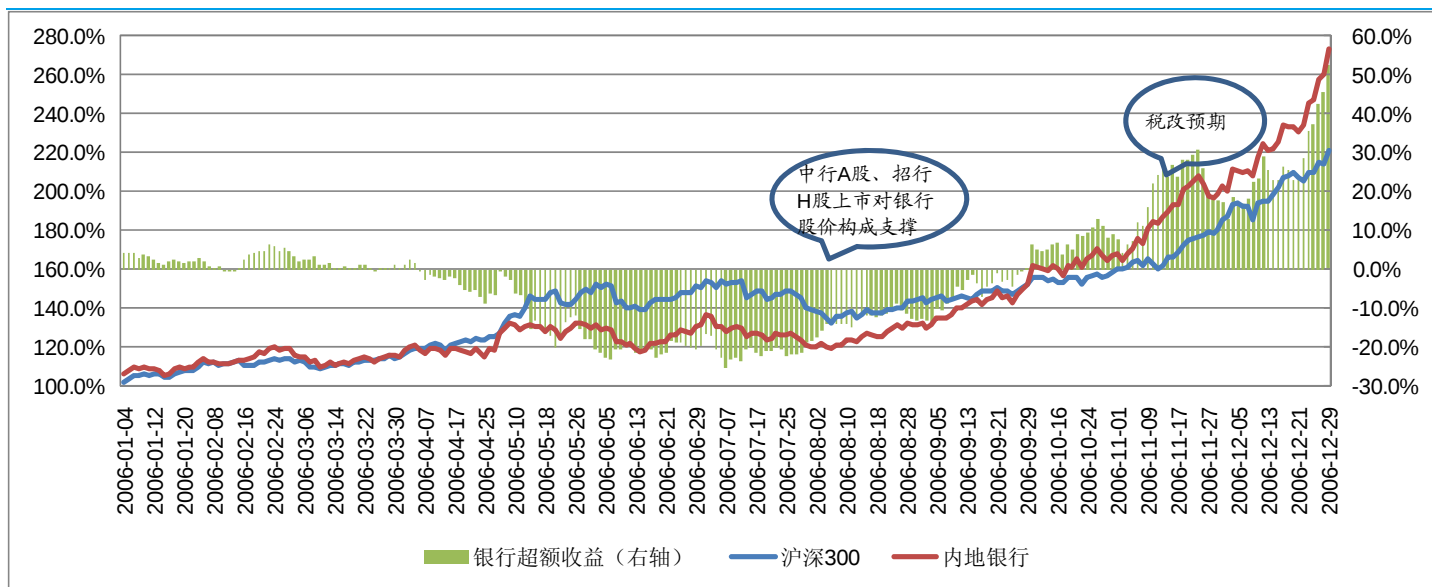
图表 19: 05 年银行股相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

- 06 年 3-7 月跑输，8 月份至年底跑赢：7 月中行 A 股上市和 9 月招行 H 股上市对已上市银行股价构成支撑，此后两税合一的预期又较大程度地提升了上市银行的长期盈利能力，进而支撑上市银行估值水平的提高，同时人民币升值预期所产生的“流动性充足”和“汇率幻觉”助涨银行股。

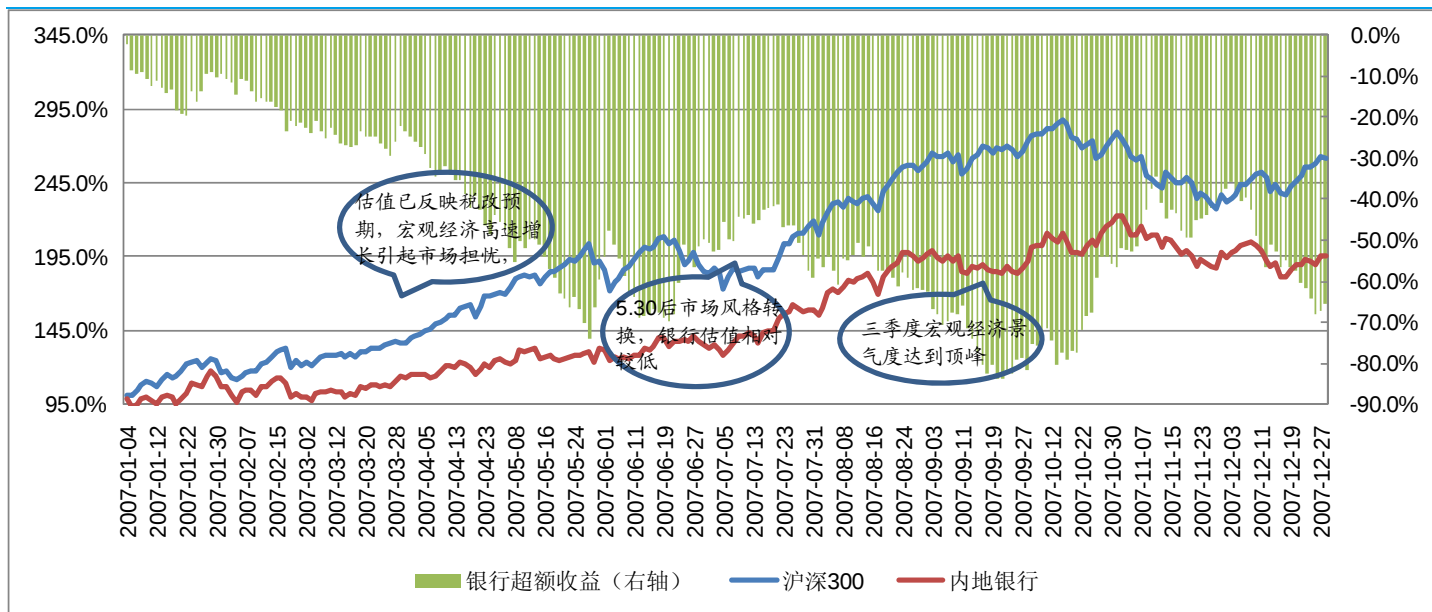
图表 20: 06 年银行股相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

- 07 年全年跑输，仅 5.30 事件后银行股阶段性跑赢大盘：经过 05、06 年的大幅上涨，上市银行 07xPB 基本合理（已考虑税改因素），上市银行的盈利预期和估值预期相对透明，同时宏观经济的高速增长引起市场的担忧，价格上升短期内得不到基本面预期的支撑，因此上半年跑输；5.30 印花税上调，打击炒作题材风头过盛、内幕交易抬头等现象，一方面银行股估值优势比较明显；另一方面鉴于银行业绩高增长的可预期，市场风格重回大盘蓝筹股，因而 6-8 月跑赢；此后由于市场预期宏观经济景气度在 07 年 3 季度达到顶峰，银行股再度跑输。

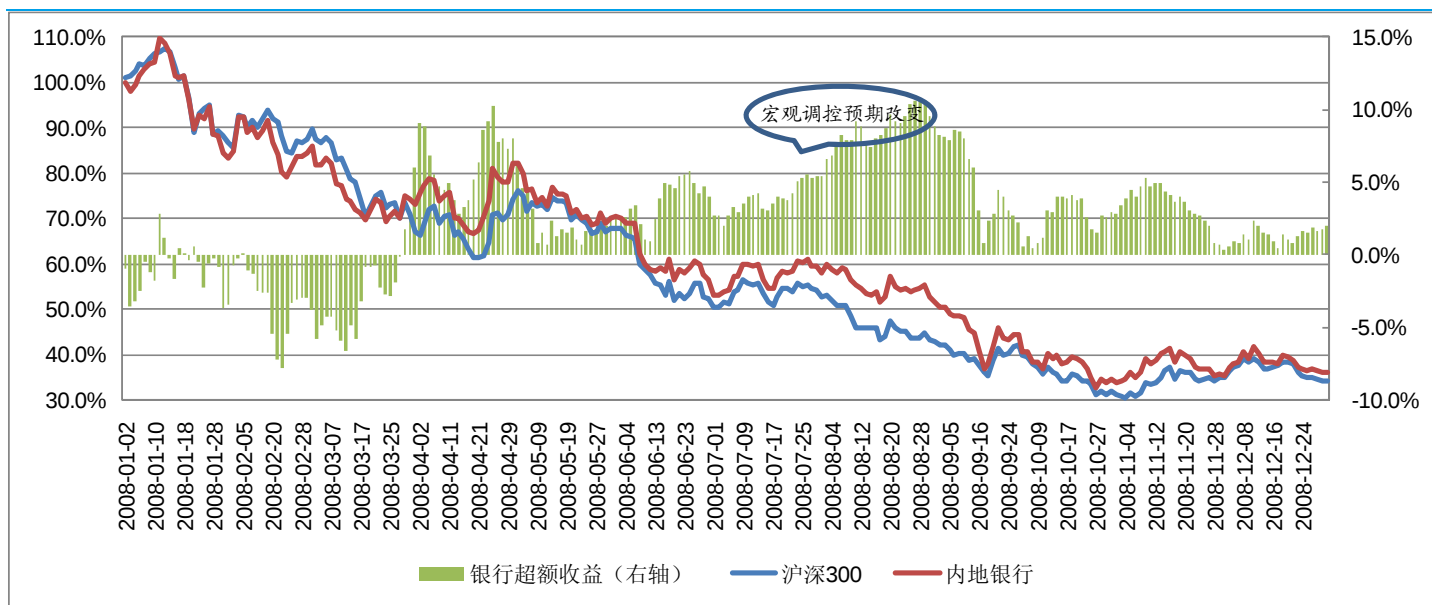
图表 21: 07 年银行股相对收益



来源: Wind, 国金证券研究所

- **08 年 3-8 月跑赢:** 08 年市场对银行股的投资情绪犹如 04 年上半年, 同样担心宏观调控引起银行基本面的改变, 同样是面临房地产市场调控等。6 月份以后调控预期改变下银行股跑赢大盘。2 季度货币政策执行报告中, 央行对经济增长的关注上升, 对通胀的担忧有所减弱, 货币政策重点从 07 年底的“防止经济增长从偏快转向过热”转向到“全力保持经济平稳较快发展”, 宏观调控的基调发生阶段性变化。市场普遍预期紧缩力度不会继续加大, 货币政策与财政政策开始有了松动的空间。

图表 22: 08 年银行股相对收益

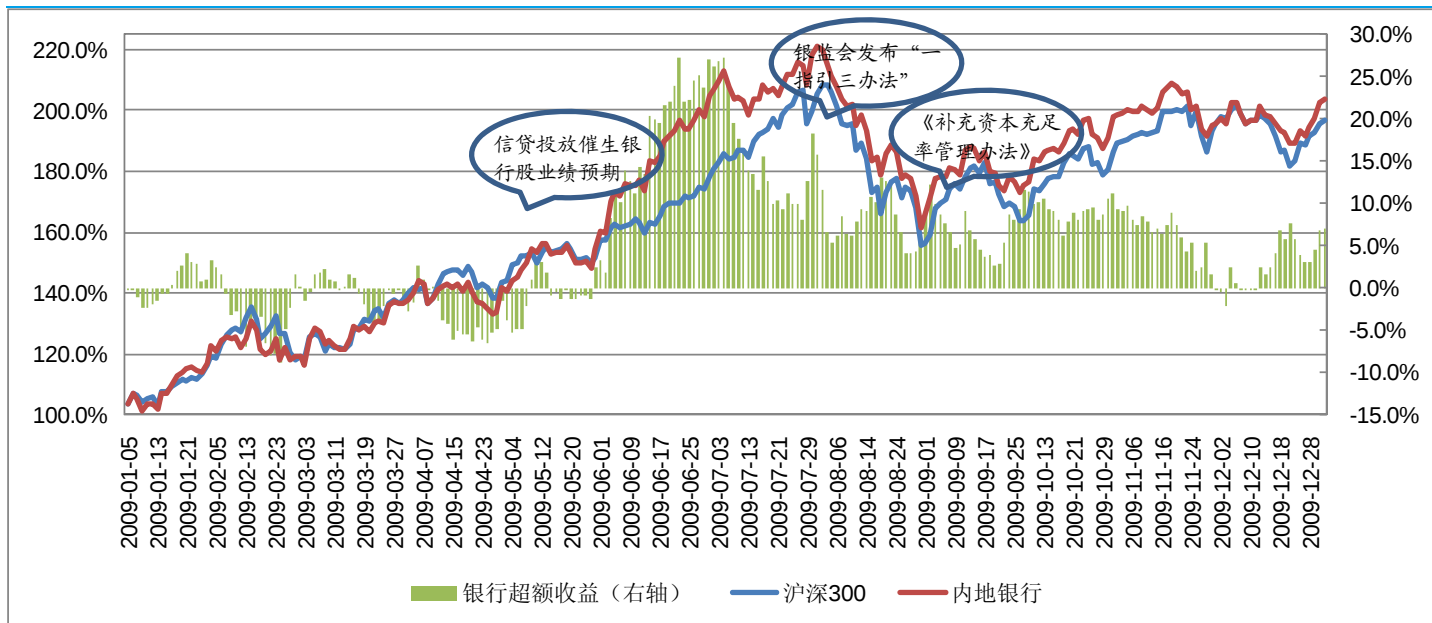


来源: Wind, 国金证券研究所

- **09 年 6 月跑赢, 7 月份至年底跑输:** 09 年 6 月的显著超额正收益同样来源于快速信贷投放带来的银行业绩增长预期。“金融 30 条”继续落实适度宽松的货币政策, 信贷投放催生银行股业绩预期, 流动性充足, 银行股上半年跑赢大盘; 7 月后银行股走势开始弱于大盘主要源于监管加强。7 月银监会下发“一指引三办法”（《固定资产贷款管理办法》、《银行业金融机构融资业务指引》、《流动性资金贷款管理办法》和《个人贷款管

理办法》)，8月银监会出台《补充资本充足率管理办法》征求意见稿引发银行股再融资预期。

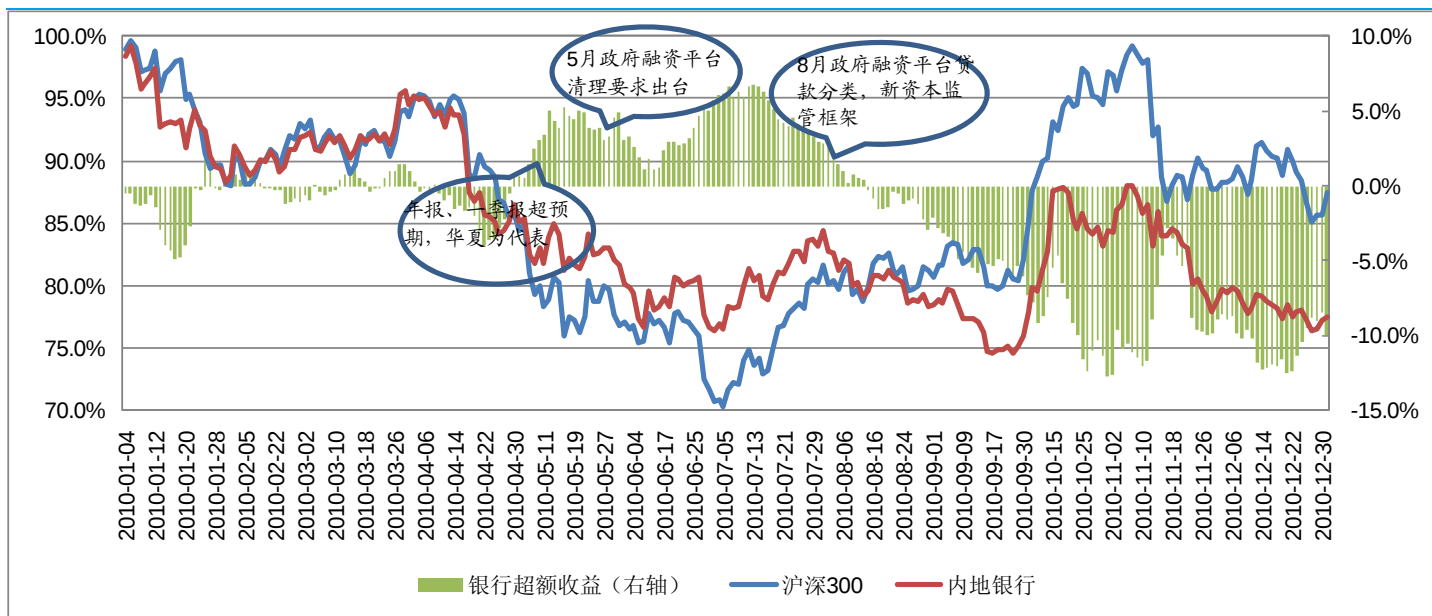
图表 23：09 年银行股相对收益



来源：Wind，国金证券研究所

- 10 年 5-7 月跑赢，8 月后开始跑输：年报及 1 季报业绩超预期带动下，银行股略微跑赢大盘；但严厉的监管政策出台后，银行股明显跑输大盘。5 月政府融资平台清理要求以及 8 月平台贷款分类，市场担心银行不良上升；新资本监管框架征求意见稿把预期打到了最坏，对银行估值反弹形成制约。

图表 24：10 年银行股相对收益



来源：Wind，国金证券研究所

投资建议与推荐组合

投资建议

- “业绩增长确定+监管政策预期充分”背景下，银行股具备超额收益基础。1) 对于银行基本面未来业绩增长预期极为明确，不会出现对于贷款质量恶化的担忧，所以不会出现基本面业绩高增长股价下跌的背离；2) 对于行业本身的监管政策预期足够充分，上市银行整体严格按照监管要求进行经营，因而不会触发针对银行业本身的惩罚性措施，考虑当前银行股仓位水平，估值及业绩增速比较优势，我们认为银行股难以跑输大盘。维持对银行业的“增持”评级。

推荐组合

- 我们持续推荐的投资组合排序是：民生，浦发，深发展、招行；短期内关注光大银行的“H股发行+中期业绩高增长”机会。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室