

机会大于风险：业绩提升将进一步彰显估值优势

分析师：沈维/金麟

021-22169121/9117

shenwei@ebsecn.com / jinlin@ebsecn.com

◇ 事件：银行业近期观点

◆ 货币政策微调背景下息差上行空间打开

08年下半年货币政策急速转向带来的净息差下行是造成银行去年4季度以来业绩压力的最主要原因。我们认为，银行净息差在2季度已基本见底，3季度将步入反弹上升通道。未来净息差反弹将包含两个主要的阶段：**第一阶段是在加息以前，货币市场利率和银行自身资产负债结构调整带来的净息差向上修复。**目前主要货币市场利率已经连续两个月上行，在近期货币政策出现微调背景下，我们判断货币市场利率中期上行趋势可以延续。此外，下半年中长期贷款对票据融资的置换、流动性弱化情况下银行溢价能力修复、民间投资启动贷款向中等风险客户的转移以及存款活期化趋势的确立都将促使净息差上升；**第二阶段是加息，**从历史经验看，加息周期中，净息差上升对银行业绩有显著提升效果。目前中长期加息预期已经存在。息差上升带来的银行盈利增速上行确定性高。

◆ 前期贷款基础已奠定，贷款质量暂无忧

下半年贷款增速的回落对银行业绩无明显负面影响：首先，上半年大规模信贷投放已奠定了全年净利息收入的基础；其次，信贷供给的减少也有利于银行溢价能力的修复和贷款收益率的提高；

贷款质量中期无显著压力：第一，经济复苏大背景下企业盈利改善提升还款能力；第二，资产价格上涨尤其是房价上涨提升银行抵押品价值；第二，银行业风险管理有所加强，根据监管要求，年内银行拨备覆盖率保持在150%以上，部分银行拨备较高，尚有释放空间。

此外，随着储蓄搬家迹象显现，资本市场活跃以及通货膨胀预期的产生，**银行与资本市场相关的中间业务收入将快速增长。**

◆ 2010年盈利增长有望达30%

根据我们的测算，净息差上升以及生息资产平均余额增长有望带来净利息收入22%的增长，此外，非息收入仍将延续低基数下的高增长态势，营业收入增速有望达到25%左右增速。在营业费用增速慢于利润增速以及信用成本率维持稳定的假设下，2010年盈利增速有望达到30%。

◆ 机会大于风险：业绩提升进一步彰显估值优势

银行股目前估值水平仍具备相对优势，且下半年业绩改善的确定性较高，估值优势将进一步体现。我们维持对银行业增持的投资评级。股票选择将主要围绕着息差弹性以及非息收入超预期因素。

我们的推荐次序为民生、招行、兴业、浦发、华夏以及宁波。民生和华夏业绩对息差弹性较大，而招行、兴业以及浦发后期净息差修复空间较大。宁波银行的投资逻辑是看好下半年出口复苏前景。

附：行业重点上市公司盈利与估值表

	8月11日	P/E(X)			P/B(X)		
	股价	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
工商银行	5.10	15.5	13.7	10.4	2.82	2.47	2.11
建设银行	6.00	15.0	13.4	10.6	3.01	2.67	2.32
中国银行	4.36	17.4	15.3	11.5	2.36	2.13	1.87
交通银行	9.85	17.0	15.9	12.8	3.32	2.92	2.51
招商银行	17.85	12.5	13.4	10.0	3.30	2.82	2.32
中信银行	6.23	18.3	18.7	12.9	2.55	2.39	2.13
民生银行	7.94	18.9	13.2	12.0	2.77	2.35	2.03
兴业银行	38.05	16.7	15.1	11.9	3.88	3.09	2.53
浦发银行	24.34	11.0	10.3	7.3	3.31	2.82	2.26
华夏银行	12.30	17.5	18.1	12.4	2.24	2.07	1.84
深发展 A	23.08	115.4	16.3	12.3	4.37	2.65	2.25
北京银行	16.92	19.4	19.2	14.6	3.12	2.88	2.57
南京银行	18.30	23.2	21.9	15.4	2.98	2.78	2.49
宁波银行	13.58	25.6	24.1	19.7	3.86	3.57	3.22
上市公司平均	14.56	24.53	16.33	12.42	3.14	2.69	2.32

	股本(亿)	EPS (元)			BVPS (元)		
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
工商银行	3,340	0.33	0.37	0.49	1.81	2.06	2.42
建设银行	2,337	0.40	0.45	0.57	1.99	2.24	2.59
中国银行	2,538	0.25	0.29	0.38	1.84	2.05	2.33
交通银行	490	0.58	0.62	0.77	2.96	3.38	3.93
招商银行	191	1.43	1.33	1.78	5.41	6.33	7.70
中信银行	390	0.34	0.33	0.48	2.44	2.60	2.92
民生银行	188	0.42	0.60	0.66	2.86	3.38	3.92
兴业银行	50	2.28	2.52	3.20	9.80	12.32	15.02
浦发银行	79	2.21	2.37	3.33	7.36	8.62	10.78
华夏银行	50	0.70	0.68	0.99	5.49	5.93	6.68
深发展 A	31	0.20	1.41	1.88	5.28	8.72	10.24
北京银行	62	0.87	0.88	1.16	5.43	5.87	6.59
南京银行	18	0.79	0.83	1.19	6.15	6.59	7.36
宁波银行	25	0.53	0.56	0.69	3.52	3.80	4.22

资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

沈维，CFA Charter Pending Candidate，毕业于武汉大学，金融学硕士，2008年2月加盟光大任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。曾就职于毕马威华振会计师事务所（KPMG）金融服务部门，从事银行保险等金融机构审计。

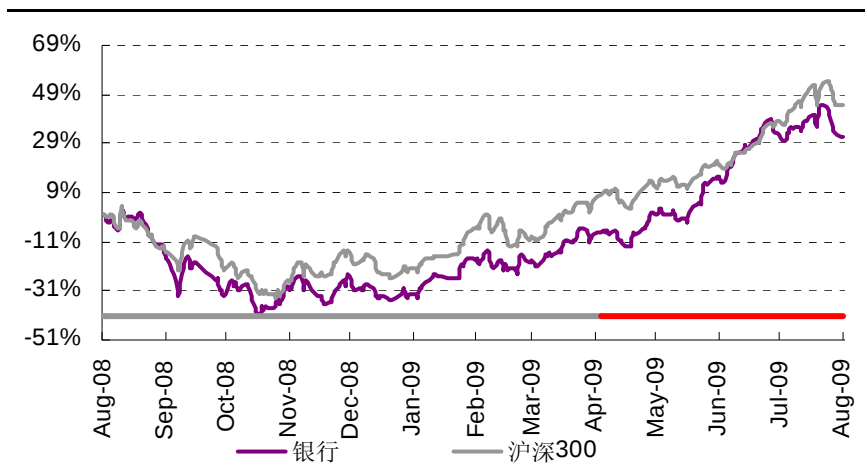
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

银行

分析师：沈维



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-04-13	增持
2009-04-19	增持
2009-04-26	增持
2009-05-03	增持
2009-05-13	增持
2009-06-05	增持
2009-07-26	增持
2009-07-31	增持
2009-08-06	增持
2009-08-12	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。