

银行业[2009.11.25]

“量价齐升”助推业绩，提升投资价值

- - 银行业 2010 年度投资策略

 张继袖

 86-22-2845 1849

核心观点:

- 经济稳步复苏，货币政策进入紧缩初期
- 选股角度：“量价齐升”
- 维持行业买入评级

投资要点:

● 经济稳步复苏，货币政策进入紧缩初期

经济复苏的预期在 10 月得到进一步确立，国际主要经济体也在稳步复苏。随着经济的复苏，通胀预期逐步增强，人民币升值压力也在增大。货币政策进入紧缩初期，银行股处于“量价齐升”的环境中，中小银行股跑赢大市是大概率事件。

● “量升”：主要在上半年

2009年1-10月新增贷款8.92万亿,同比多增5.26万亿元。央行在《中国货币政策执行报告(2009年第三季度)》中的定调是继续实施适度宽松的货币政策,提高金融可持续支持经济发展的能力。保持流动性合理适度,增强贷款增长的可持续性。上半年银行体系投入基础设施的贷款增速达到42.2%,占上半年新增贷款的51.6%,中长期贷款的粘性特征有利保证了2010年新增贷款。

● “价升”：谨慎乐观

总体上说,净息差受到资金供求和资金成本的共同影响。资金供求上看,2010年流动性趋紧的预期初步形成;从资金成本上看,存款有活期化趋势,即使明年下半年小幅加息,定期存款利率重定价滞后,所以我们认为2010年的资金成本相对稳定。这样,资金供求和资金成本的共同作用有利于2010年净息差改善。但是,我们认为2010年(至少前三个季度)不会加息,净息差的改善主要是靠议价能力的提升和货币市场利率提高。

● 选股角度：“量升齐升”

我们认为 2010 年银行业将呈现“量价齐升”的态势。从两个角度，我们推荐中信银行、招商银行、北京银行、宁波银行。兴业银行由于市场化意识强，转型快，可以快速转型以适应新形势变化。

● 投资建议：维持行业买入评级

在经济复苏、人民币升值、通胀预期逐渐增强的背景下，我们看好银行业在 2010 年的业绩和股价表现。中长期贷款的粘性特征和息差反弹决定了银行业“量价齐升”的局面即将形成，结合这两个角度，我们重点推荐中信银行、招商银行、北京银行、宁波银行，建议关注转型能力强的兴业银行。

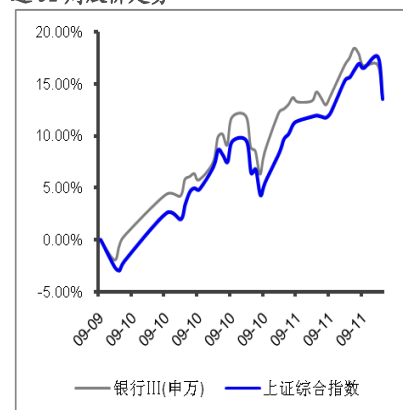
子行业评级

银行业

买入

推荐公司	评级
中信银行	买入
招商银行	买入
北京银行	买入
宁波银行	买入
兴业银行	买入

近 52 周股价走势



相关报告

目 录

1.宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期	4
1.1 经济稳步复苏	4
1.2 国内贷款呈现高增速.....	5
1.3 部分国家选择了加息，主要经济体维持低利率.....	7
1.4 管理通胀预期提上日程	8
1.5 主要宏观数据假设	8
1.6 国际金融股大幅反弹.....	8
2. 量升：主要在上半年.....	9
2.1 行业：中长期贷款粘性带动 2010 年上半年新增贷款.....	9
2.2 公司：贷款也要跟着政策走	11
2.3 考虑资本限制	14
3. 价升：谨慎乐观.....	15
3.1 影响净息差因素的初步分析	15
3.2 净息差测算.....	17
4.资产质量：暂无大碍	19
4.1 企业偿债能力持续改善	19
4.2 上市银行不良率持续降低	20
5.选股角度和投资建议	22
5.1 选股角度	22
5.2 投资建议	23

图 目 录

图 1: 工业增加值稳步增长.....	4
图 2: 投资继续高速增长.....	4
图 3: 社会消费品零售总额 10 月创新高.....	4
图 4: 出口环比增长降幅收窄.....	4
图 5: 美国实际 GDP 三季度降幅环比收窄.....	5
图 6: 欧元区经济也出现止跌迹象.....	5
图 7: 货币供应量增速快速上升.....	6
图 8: 10 月新增贷款大幅回落, 高贷款增速不可持续.....	6
图 9: 贷款增速高位回落一段时间后加息才会开始.....	6
图 10: 澳大利亚央行基准利率 10 月 9 日上调 25 个基点.....	7
图 11: 美国联邦基金利率维持在 0-0.25% 低位.....	7
图 12: 10 月 CPI 同比降幅收窄.....	8
图 13: 10 月 PPI 同比降幅收窄, 环比正增长.....	8
图 14: 美国银行业净利润在 08 年四季度见底.....	9
图 15: 道琼斯工业平均指数走势图.....	9
图 16: 贷款在城镇固定资产投资中仍占有重要位置.....	10
图 17: 信贷支持经济复苏.....	11
图 18: 新增贷款结构有望改善.....	16
图 19: 货币市场和票据贴现利率缓慢上行.....	16
图 20: 存款活期化趋势.....	17
图 21: 净息差对净利润的贡献度 (09H).....	19

表 目 录

表 1: 宏观经济数据.....	8
表 2: 基础设施行业中长期贷款占比将显著影响 2010 年新增贷款.....	11
表 3: 上市银行 09 年中期的基础设施和房地产行业贷款.....	12
表 4: 上市银行 09 年中期的基础设施和房地产行业贷款比年初增幅.....	13
表 5: 上市银行中长期贷款占比变化.....	13
表 6: 上市银行贷款增长情况.....	14
表 7: 上市银行资本充足情况.....	15
表 8: 贷款议价能力走出低谷.....	16
表 9: 样本银行净息差变化.....	18
表 10: 样本银行净息差分情景测算.....	18
表 11: 上市银行净息差分情景测算.....	18
表 12: 上市银行净息差走势.....	19
表 13: 多数行业上市公司已获利息倍数在 09 年前三季度持续改善.....	20
表 14: 上市银行不良率持续降低.....	21
表 15: 上市银行不良贷款余额改善情况出现差异.....	21
表 16: 上市银行拨备覆盖率继续维持高水平.....	22
表 17: 上市银行估值比较.....	23

1.宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期

1.1 经济稳步复苏

目前经济稳步复苏态势基本确立。国内,规模以上工业增加值 10 月同比增长 16.10%,显著高于 9 月 13.90%水平;拉动经济的三驾马车都有很好的表现:城镇固定资产投资 10 月达到 1.75 万亿,同比增长 31.6%,其中房地产开发投资完成额 3389 亿元,同比增长 28.4%;10 月社会消费品零售总额也创新高,达到 1.17 万亿,同比增长 16.2%;10 月出口达到 1107 亿美元,虽然同比下降 13.8%,但降幅已经收窄。

图 1: 工业增加值稳步增长

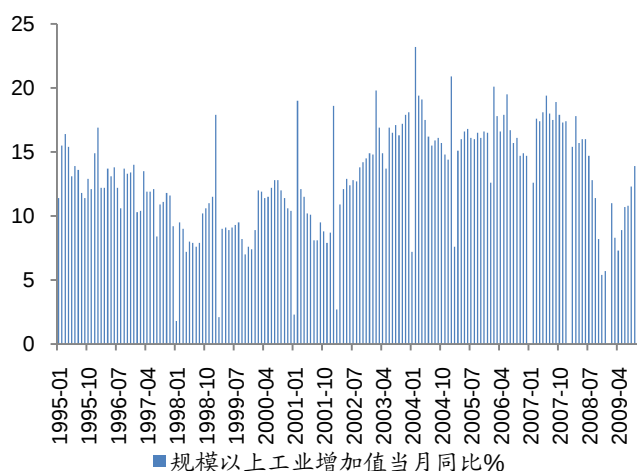
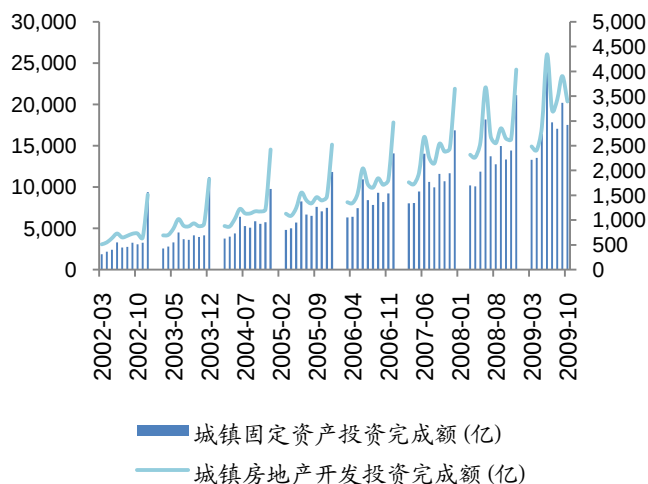


图 2: 投资继续高速增长



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 3: 社会消费品零售总额10月创新高

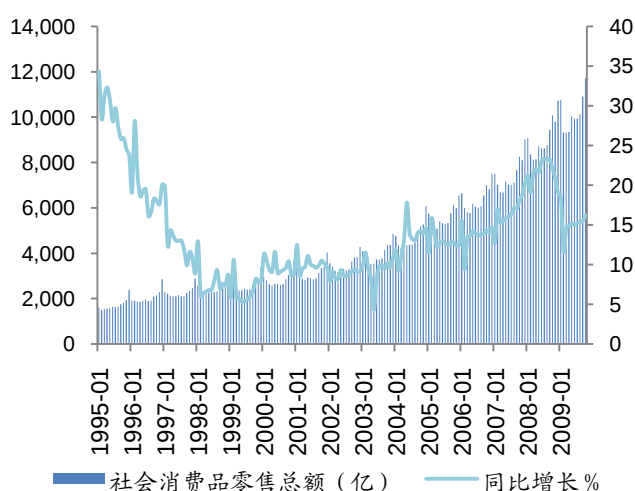
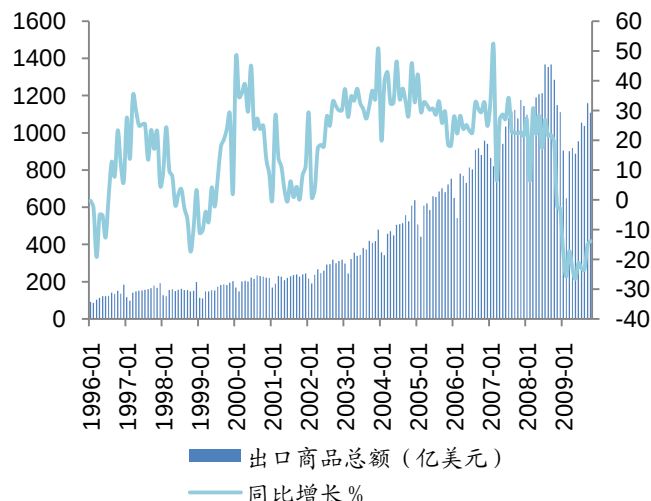


图 4: 出口环比增长降幅收窄



资料来源: wind, 渤海证券研究所

国外主要经济体也呈现出经济复苏迹象。美国三季度实际 GDP 增速-2.3%，比二季度的-3.8%大幅收窄，美国联邦预测美国实际 GDP 增速均值 2009 年将出现-2.12%增

长，2010 年达到 2.5%，2011 年达到 2.80% 增长；欧元区经济在二季度降幅也出现环比上涨，彭博平均预测数据显示，欧元区实际 GDP 增速 2009 年为 -3.8%，2010 年为 1.10%。

图 5: 美国实际GDP三季度降幅环比收窄

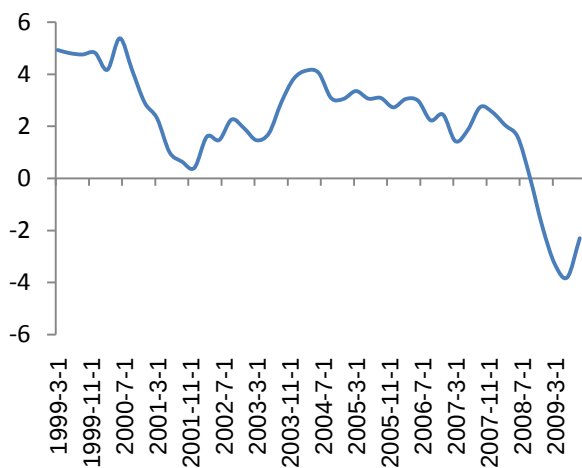
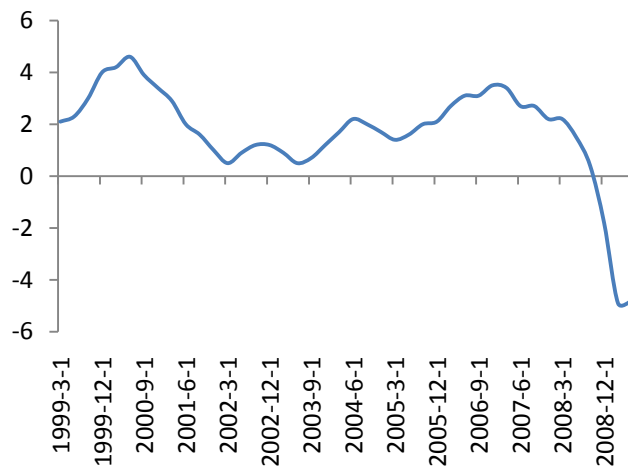


图 6: 欧元区经济也出现止跌迹象



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

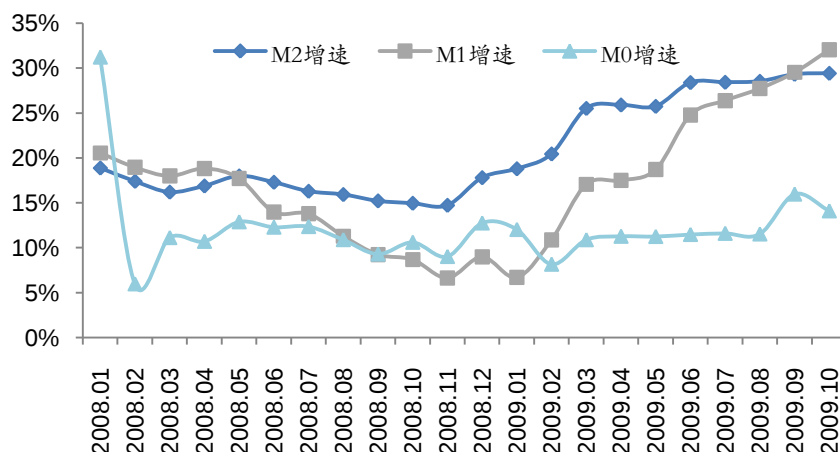
1.2 国内贷款呈现高增速

伴随着中国经济转暖，宽松货币政策退出的话题不绝于耳。

今年前 10 个月，货币供应量增速快速上升。6-10 月份，M2 增速都在 28% 以上，代表经济活跃度的 M1，增速更加迅猛。从 1 月份的 6.68%，一直上升到 10 月的 32.03%，显示出经济形势向好的趋势。1-10 月净投放现金 1511 亿元，同比多投放 314 亿元。

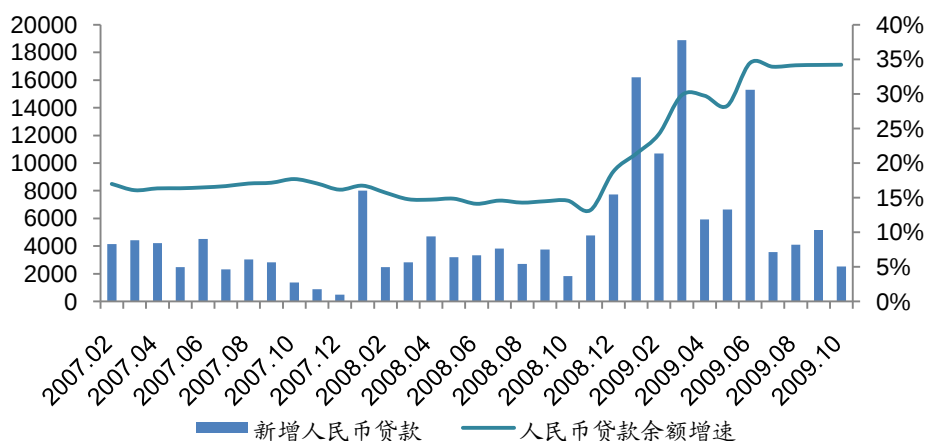
1-10 月人民币各项贷款增加 8.92 万亿元，同比多增 5.26 万亿元，全年新增贷款有望达到 9.5 万亿。人民币贷款余额增速 6-10 月一直维持在 33% 以上，10 月新增贷款仅有 2530 亿元，我们认为高位运行的贷款增速不可维持，随着经济的稳步回升和 CPI 逐步走高，加息预期开始出现，宽松货币政策将逐渐退出。

图 7: 货币供应量增速快速上升



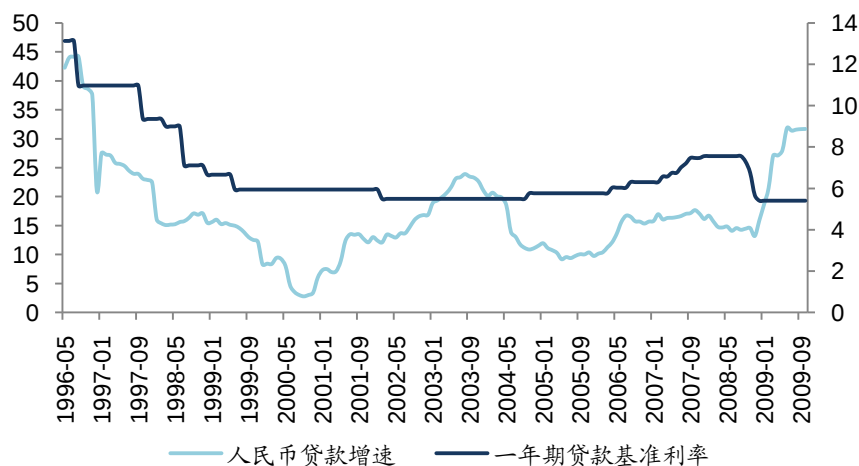
资料来源: 中国人民银行, 渤海证券研究所

图 8: 10月新增贷款大幅回落, 高贷款增速不可持续



资料来源: 中国人民银行, 渤海证券研究所

图 9: 贷款增速高位回落一段时间后加息才会开始



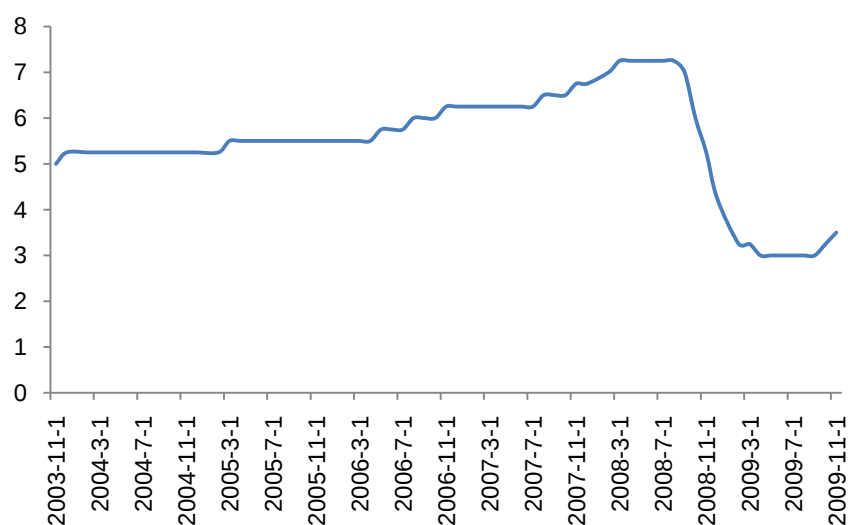
资料来源: 中国人民银行, 渤海证券研究所

1.3 部分国家选择了加息，主要经济体维持低利率

随着全球经济复苏走势日趋明朗，全球各国央行均开始酝酿货币政策调整方案，以防止目前超宽松的货币政策带来通胀风险。挪威成为欧洲第一个加息的国家，也是继以色列、澳大利亚之后全球第三个加息的国家。印度 10 月底通过上调银行准备金率表现出有意退出宽松货币政策的迹象。

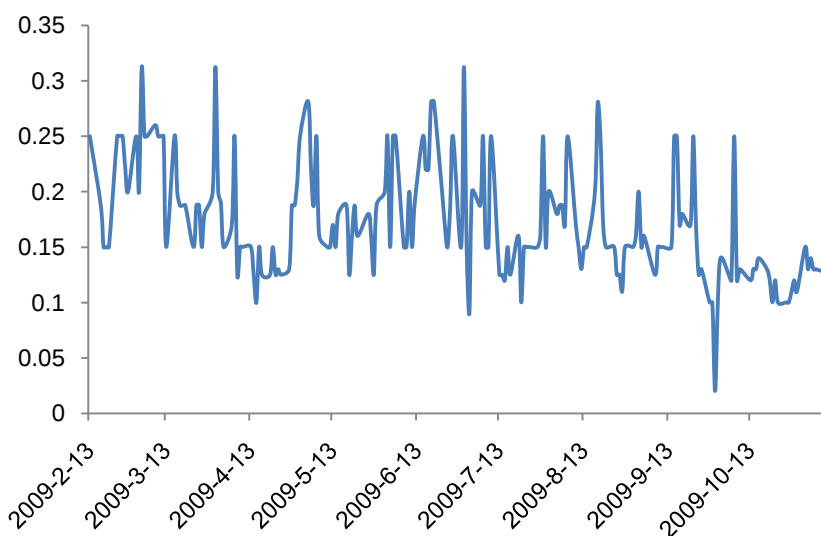
但是，作为全球主要的经济体，美国、欧盟、英国、日本、中国等在货币政策选择上仍维持当前低利率水平以继续刺激经济复苏，但可以肯定，这种统一在不久的将来会根据全球及各国经济复苏的不同程度而被打破。

图 10: 澳大利亚央行基准利率10月9日上调25个基点



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

图 11: 美国联邦基金利率维持在0-0.25%低位



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

1.4 管理通胀预期提上日程

随着经济的回暖，CPI 有望在年底触底后回升，而 PPI 在三季度可能成为本轮下行走势的底部，政府已对通货膨胀感到担忧。

央行 2009 年第三季度宏观经济形势分析表示，尽管抑制通货膨胀尚未成为首要任务，但在通货膨胀预期加强之际，应做好通货膨胀预期管理，实现经济平稳较快发展。

图 12: 10月CPI同比降幅收窄

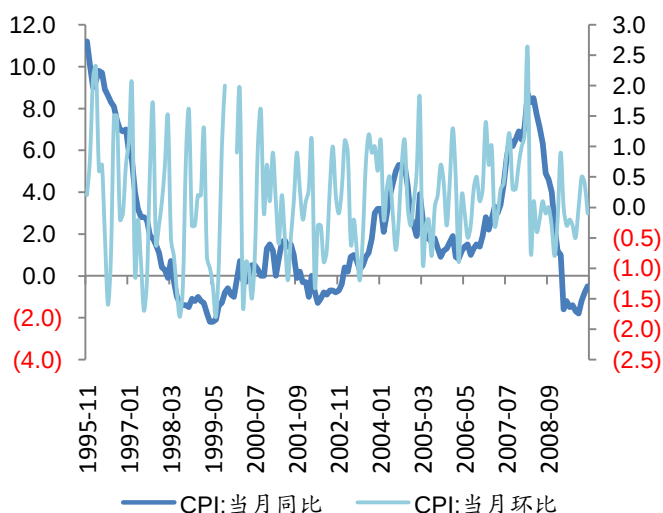
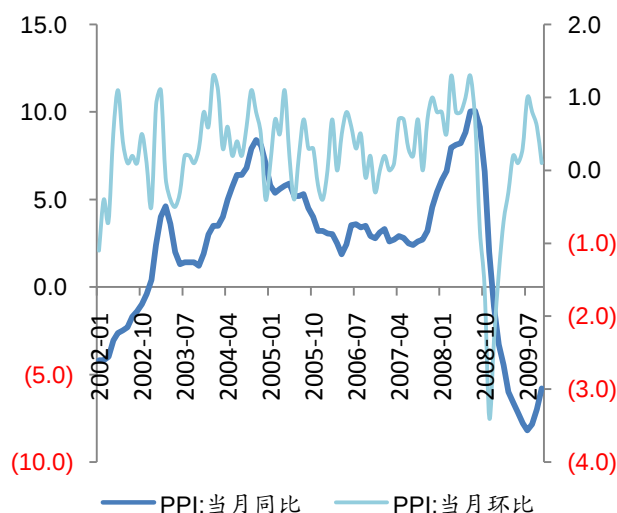


图 13: 10月PPI同比降幅收窄，环比正增长



资料来源: wind, 渤海证券研究所

1.5 主要宏观数据假设

我们宏观小组预测 2010 年的经济环境将好于今年，CPI 在可控范围内，上半年不会加息，下半年是否加息取决于 CPI 是否大幅上升，宽松货币政策依然维持，至少在上半年不会改变。银行业在这样的背景下将享受“量价齐升”，而经济的复苏也会保证银行业资产质量良好，目前的低估值将带领银行股填补估值洼地。

表 1: 宏观经济数据

实际同比增速%	2006	2007	2008	2009F	2010F
GDP	11.6	13	9	8.3	9.2
CPI	1.5	4.8	5.9	-0.86	2.69
PPI	3	3.1	6.9	-5.94	5.5
M2 增速	17.1	17.3	28.4	29.64	20.85
1 年期贷款利率	6.12	7.47	5.31	5.31	上半年不加息

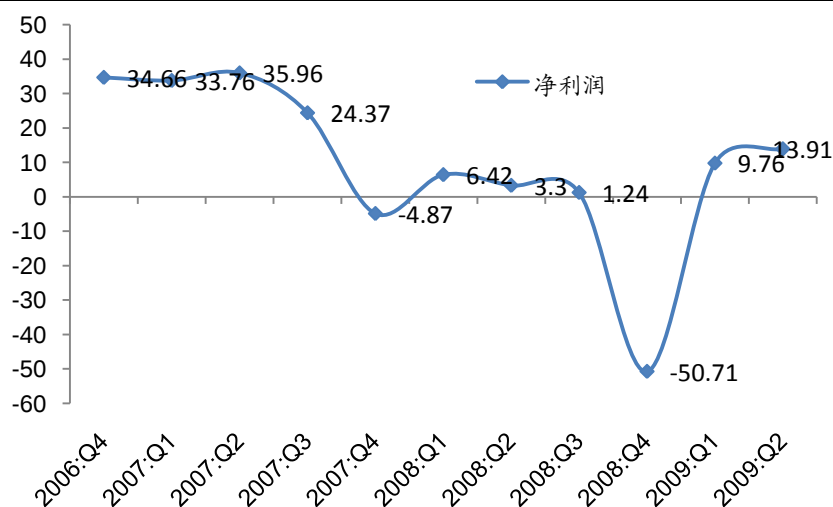
资料来源: 渤海证券研究所

1.6 国际金融股大幅反弹

2009 年前三季度，全球金融业业绩和股价都出现反弹。银行业净利润在 08 年四季度

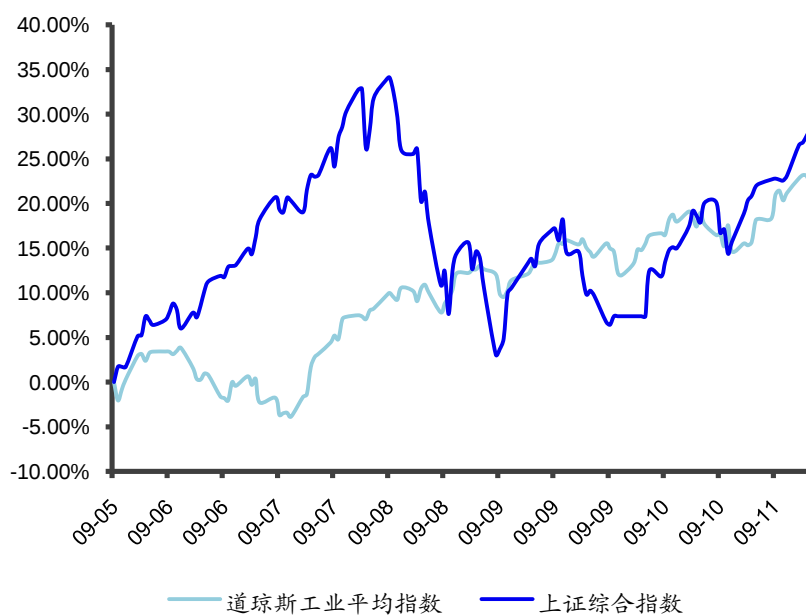
见底反弹，道琼斯工业平均指数在 09 年 3 月见底反弹。

图 14: 美国银行业净利润在08年四季度见底



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

图 15: 道琼斯工业平均指数走势图



资料来源: wind, 渤海证券研究所

2. 量升：主要在上半年

2.1 行业：中长期贷款粘性带动 2010 年上半年新增贷款

央行在《中国货币政策执行报告（2009 年第三季度）》中的定调是**继续实施适度宽松的货币政策**，妥善处理保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通胀预期之间的关系，注意防范化解金融风险，提高金融可持续支持经济发展的能力。保持流动

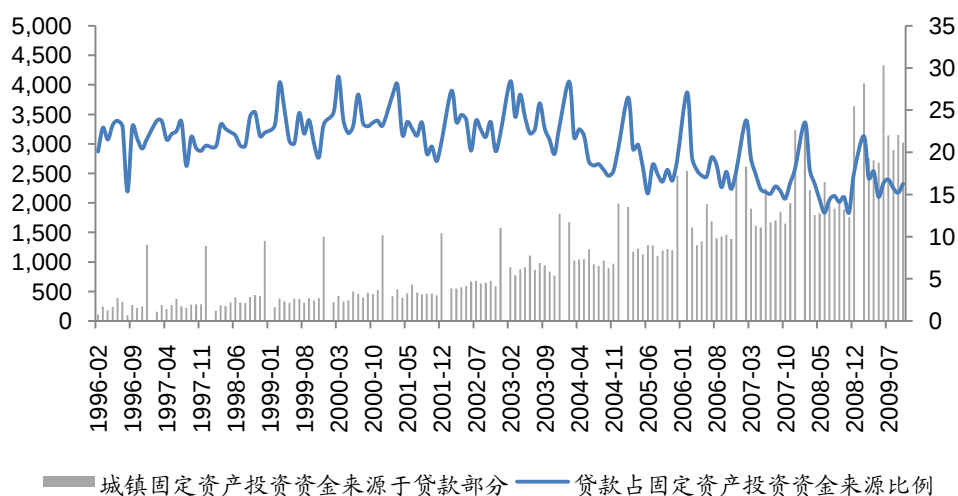
性合理适度，引导金融机构优化信贷结构，**增强贷款增长的可持续性**，维护金融体系稳定。大力发展金融市场，促进民间直接投资。继续推进利率市场化改革，完善人民币汇率形成机制，加强和改善外汇管理。

基于我们对 2010 年宏观经济的判断，适度宽松货币政策在 2010 年上半年还将继续，货币供应量（M2）增速在 25% - 30%，新增贷款有望达到 7.5-8 万亿。纵观历史信贷数据，**在经济复苏阶段的连续两年间，货币供应量和贷款增速从未大幅减少过**。而历史上的城镇固定资产投资资金来源中月度平均有 20% 来源于国内贷款，今年前 10 个月的累计贷款占城镇固定资产投资累计值的 16.77%，上半年占到 17.43%。

今年前三季度，中长期贷款主要投向基础设施行业、租赁和商务服务业、房地产业、制造业。主要金融机构（包括国有商业银行、政策性银行、股份制商业银行和城市商业银行）本外币中长期贷款投向基础设施行业、租赁和商务服务业、房地产业、制造业分别为 2.1 万亿元、5910 亿元、4812 亿元和 4310 亿元，占全部产业新增中长期贷款的比重分别为 50.5%、14.0%、11.4%和 10.2%。

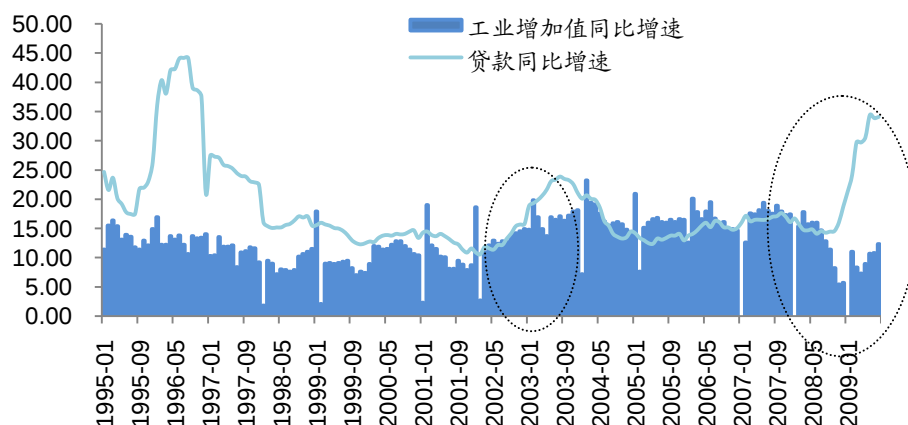
所以我们判断今年新增的中长期贷款在明年还会有后续贷款跟进，中长期贷款的粘性特征将促进 2010 年上半年的新增贷款。

图 16：贷款在城镇固定资产投资中仍占有重要位置



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 17: 信贷支持经济复苏



资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

表 2: 基础设施行业中长期贷款占比将显著影响2010年新增贷款

亿元	上半年中长期 贷款增速	上半年新增 中长期贷款	上半年 新增占比	前三 季度 新增 贷款	前三 季度 新增 占比
基础设施行业	42.20%	16000	51.60%	21000	50.5%
其中：水利、环境和公共设施管理业		8921	28.77%		
交通运输、仓储和邮政业		5249	16.93%		
电力、燃气及水的生产和供应业		1807	5.83%		
房地产行业	22.70%	3501	11.29%	4812	11.4%

注：新增占比是指占当期全部新增中长期贷款占比

资料来源：央行，渤海证券研究所

2.2 公司：贷款也要跟着政策走

近期，国家发展改革委有关负责人就 4 万亿元投资计划执行情况答记者问。下一步，4 万亿元投资计划在执行中的总体方向是民生、“三农”、结构调整和自主创新、节能减排和生态建设。具体地说：

第一，不断充实和完善 4 万亿元投资计划，继续加大对中小企业的扶持力度。涉及银行业的是“切实缓解中小企业融资难，对商业银行开展中小企业信贷业务**实行差异化的监管政策**”。

第二，抓紧出台鼓励和促进民间投资的措施意见。

第三，进一步管好用好中央投资，充分发挥中央投资引导带动作用。中央投资要进一步向**民生、自主创新、节能环保、区域协调发展**等经济社会发展薄弱环节倾斜，推动结构调整和发展方式转变。坚决抑制部分行业的产能过剩和重复建设。对新兴产业发展也要加强引导和规范，防止一哄而起。进一步发挥中央投资带动作用，支持引导民间资本投向政府鼓励和符合国家产业政策的领域，广泛参与各种**民生工程、基础设施**

和生态环境建设。

央行在《中国货币政策执行报告（2009 年第三季度）》中也强调要引导商业银行贷款投向符合国家产业政策，继续加强对中小企业、“三农”、就业等薄弱环节的信贷支持，特别是要全面落实支持小企业发展的金融政策；限制对产能过剩、“两高一资”和重复建设行业的贷款，防范潜在信贷风险。

综上所述，我们总结了 14 家上市银行 2009 年中期的贷款投向，上市银行对国家扶持的基础设施贷款增幅和占比表现出差异性，各项指标都表现较好的银行有宁波、华夏、兴业、中行和中信银行。考虑这些行业的贷款一般属于中长期贷款，贷款粘性非常好，我们预计这些银行在 2010 年也会有相当一部分新增贷款产生。

从贷款结构改善角度看，中长期贷款占比的提高有助于抢占市场，留住客户，只要重新定价在每个季度进行，对享受加息后的净息差改善是不会有实质性影响的。我们统计上市银行 2009 年中长期贷款占比提高情况，发现深发展、宁波、招行、工行和南京银行中长期贷款占比 09 年中期占比高于 08 年水平，这对 2010 年的贷款规模是有积极影响。

考虑银行贷款的季节性投放差异，我们分析了贷款的环比增长情况，发现城商行依然贷款高增长，中国银行和中信银行前三季度贷款增速也有很好的表现。

表 3: 上市银行 09 年中期的基础设施和房地产行业贷款

2009H	电力、燃气及水的生产和供应业		交通运输、仓储和邮政业		水利、环境和公共设施管理和投资业		房地产	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
深发展			15479	4.52			17161	5.01
宁波	733	1.49	1653	3.36	5328	10.83	4373	8.89
浦发	53295	5.68	65708	7.00			76613	8.16
华夏	20465	4.80	27874	6.54	9556	2.24	29187	6.85
民生	59226	7.00	80071	9.00	71179	8.00	95247	11.00
招行	65854	5.95	106826	9.66	23054	2.09	56638	5.12
兴业	26675	4.16	45820	7.15	70560	11.01	66524	10.38
工行	528318	13.90	781668	20.50	493483	12.90	395560	10.40
北京	11079	5.00	15904	6.00	40226	16.00	30965	13.00
建行	495791	10.96	487142	10.76	194048	4.29	355738	7.86
交行	260450	15.07	202065	11.69			117917	6.82
南京	429	0.71	1776	2.96	2512	4.18	4553	7.59
中行	354832	8.23	426822	9.89	206611	4.79	339255	7.87
中信	69359	9.90	84583	12.00	65418	9.30	41316	5.90

资料来源：公司财报，渤海证券研究所

表 4: 上市银行09年中期的基础设施和房地产行业贷款比年初增幅

%	电力、燃气及水的生产和供应业		交通运输、仓储和邮政业		水利、环境和公共设施管理和投 资业		房地产	
	09H比08增	09H比08占比	09H比08增	09H比08占比	09H比08增	09H比08占比	09H比08增	09H比08占比
	长	增长	长	增长	长	增长	长	增长
深发			23.67	0.11			8.08	-0.59
展								
宁波	422.32	1.10	27.07	-0.24	164.62	5.26	54.81	1.07
浦发	10.43	-1.24	29.84	-0.26			19.80	-1.01
华夏	-1.15	-1.02	35.81	0.77	136.66	1.10	26.22	0.35
民生	26.66	0.00	14.65	-2.00	76.79	2.00	5.64	-3.00
招行	6.11	-1.50	18.18	-1.18	151.60	0.99	19.91	-0.55
兴业	12.49	-0.59	39.45	0.57	186.93	6.09	12.81	-1.43
工行	5.37	-1.60	13.15	-0.90	79.14	4.40	15.02	-0.20
北京	-3.63	-1.00	-0.23	-2.00	33.83	0.00	38.68	2.00
建行	9.57	-0.97	14.14	-0.49	46.53	0.80	8.00	-0.82
交行	8.20	-1.33	35.67	0.48	58.60	1.52	33.14	0.15
南京	-60.42	-1.99	14.89	-0.89	65.09	0.39	33.84	-0.88
中行	14.17	-1.20	34.08	0.23	279.46	3.14	24.96	-0.37
中信	21.26	-0.80	34.39	0.20	78.78	2.40	-2.15	-2.00

资料来源：公司财报，渤海证券研究所

表 5: 上市银行中长期贷款占比变化

%	2009H	2008	09H比08提升
深发展	44.5	40.4	4.1
宁波	16.6	11.9	4.7
浦发	39.4	39.3	0.1
华夏	31.8	32.3	-0.5
民生	45.4	45.3	0.1
招行	34.9	31.9	3.0
兴业	51.2	54.2	-3.0
工行	46.4	44.8	1.6
北京	54.9	53.9	1.0
建行	65.5	64.2	1.3
交行	na	na	na
南京	45.8	37.1	8.7
中行	60.1	61.7	-1.6
中信	32.7	39.3	-6.6

注：民生是中长期贷款占比贷款总额，招行只是企业贷款中的中长期贷款占比，其他银行是日均余额占比

资料来源：公司数据，渤海证券研究所

表 6: 上市银行贷款增长情况

亿, %	2008	2009Q1	2009H	2009Q3	09Q3 比 08 增长	09Q1 比 08 增长	09Q2 比 09Q1 增长	09Q3 比 09Q2 增长
深发展 A	2817	3169	3391	3569	26.69%	12.50%	7.01%	5.25%
宁波银行	485	529	634	786	62.04%	9.07%	19.85%	23.96%
浦发银行	6813	8543	9204	8857	30.00%	25.39%	7.74%	-3.77%
华夏银行	3457	3971	4158	4203	21.58%	14.87%	4.71%	1.08%
民生银行	6465	7286	8907	8800	36.12%	12.70%	22.25%	-1.20%
招商银行	8528	9738	11282	11459	34.37%	14.19%	15.86%	1.57%
南京银行	391	502	587	625	59.77%	28.39%	16.93%	6.43%
兴业银行	4900	5754	6316	6842	39.63%	17.43%	9.77%	8.32%
北京银行	1877	2131	2441	2629	40.09%	13.53%	14.55%	7.72%
交通银行	12988	15752	16972	17724	36.46%	21.28%	7.75%	4.43%
工商银行	44360	50729	53001	54417	22.67%	14.36%	4.48%	2.67%
建设银行	36836	42043	44092	45632	23.88%	14.14%	4.87%	3.49%
中国银行	31897	36996	42058	45923	43.97%	15.99%	13.68%	9.19%
中信银行	6514	8221	9741	9760	49.83%	26.21%	18.49%	0.19%
合计	168324	195364	212783	221225	31.43%	16.06%	8.92%	3.97%

资料来源: 公司数据, 渤海证券研究所

在贷款投向上, 国家非常重视对中小企业和“三农”贷款。在政策上, 8月21日, 财政部和国家税务总局发布《关于金融企业涉农贷款和中小企业贷款损失准备金税前扣除政策的通知》, 对金融企业涉农贷款和中小企业贷款在规定范围内计提的损失准备金允许税前扣除。同时, 各家银行也看到了中小企业贷款的议价能力, 贷款结构有向中小企业倾斜的趋势。我们看好宁波银行、北京银行的小企业贷款业务, 看好招商银行小企业信贷中心的发展前景。

2.3 考虑资本限制

尽管中长期贷款具有粘性特征, 但是资本监管的日益严格必然影响银行业的放贷规模。

今年银监会发布的《关于完善商业银行资本补充机制的通知》一度打压银行股。在新规定和征求意见稿的区别在于: 主要商业银行发行次级债 (没有提到混合资本债) 的额度不得超过核心资本的 25%, 其他银行不得超过核心资本的 30%; 在计算资本充足率时, 应从计入附属资本的长期次级债务中全额扣减本行持有其他银行长期次级债务的额度, 在计算时按“新老有别”原则进行, 对 2009 年 7 月 1 日以后持有的其他银行长期次级债务, 自本通知发布之日起全额扣减。新规定保留了征求意见稿中的发行次级债务时, 商业银行核心资本充足率不得低于 7% 以及商业银行次级债务及混合资本债券等原则上应面向非银行机构发行。

如果资本充足率低于 10%, 商业银行在开设分支机构或申请新业务资格时会产生技术性障碍, 势必影响银行的业务发展。由于次级债务占核心资本比例变低, 核心资本充足率只有达到 7% 才能实现总的资本充足率达到 10%-12%, 《通知》实质上将核心资本充足率的最低要求提到了 7%。我们看到上市银行 09 年前三季度的资本充足率深发展低于 10%, 民生发行 H 股后将达到 10% 水平。但是, 对于 2010 年而言, 只

有高资本保障的银行融资需求才会更小，对二级市场投资者情绪的影响也会更小。

表 7：上市银行资本充足情况

	2006H	2006	2007H	2007	2008H	2008	2009H	2009 前三季度
深发展 A	3.58	3.71	3.88	5.77	8.53	8.58	8.62	8.6
宁波银行		11.48	11.02	21	17.02	16.15	12.84	11.25
浦发银行	8.01	9.27	8.46	9.15	8.66	9.06	8.11	10.16
华夏银行	8.2	8.28	9.09	8.27	8.22	11.4	10.36	
民生银行	7.46	8.12	10.84	10.73	9.21	9.22	8.48	
招商银行	8.36	11.4	10.98	10.67	10.41	11.34	10.63	10.54
南京银行		11.71	9.21	30.67	25.59	24.12	15.2	13.21
兴业银行	7.17	8.71	11.24	11.73	10.85	11.24	9.21	10.63
北京银行		12.78		20.11	19.14	19.66	16.12	
交通银行		10.83	14.17	14.44	14.06	13.47	12.57	12.52
工商银行	10.74	14.05	13.67	13.09	12.46	13.06	12.09	12.60
建设银行		12.11	11.34	12.58	12.06	12.16	11.97	12.11
中国银行	12.4	13.59	13.39	13.34	13.78	13.43	11.53	11.63
中信银行		9.41	15.99	15.27	14.28	14.32	12.04	11.24

资料来源：wind，渤海证券研究所

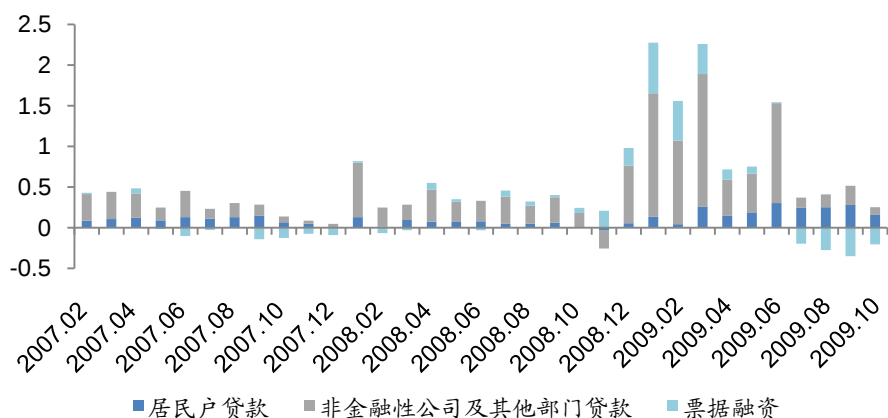
3. 价升：谨慎乐观

3.1 影响净息差因素的初步分析

净息差可谓是银行业的灵魂。总体上说，净息差受到资金供求和资金成本的共同影响。资金供求上看，2010 年的存贷差减准备金的增速相比今年会出现小幅下降，毕竟今年的贷款呈现高增长局面；从资金成本上看，存款有活期化趋势，即使明年下半年小幅加息，定期存款利率也不会大幅上升，所以我们认为 2010 年的资金成本相对稳定。这样，资金供求和资金成本的共同作用有利于 2010 年净息差改善。

具体一点，从资产方看，明年的央票利率有望上升到 2% - 2.25% 水平，势必影响货币市场和票据贴现利率上行；而在资金供给趋紧，资金需求旺盛的情况下，银行调整贷款结构和议价的能力更强；银行的债券投资收益率也会随着通胀预期增强而走高。从负债方看，存款活期化趋势日益明显，次级债成本基本稳定。这是在不加息的情况下，如果加息，重新定价的贷款利率也将上行，而存款成本上升有限。

图 18: 新增贷款结构有望改善



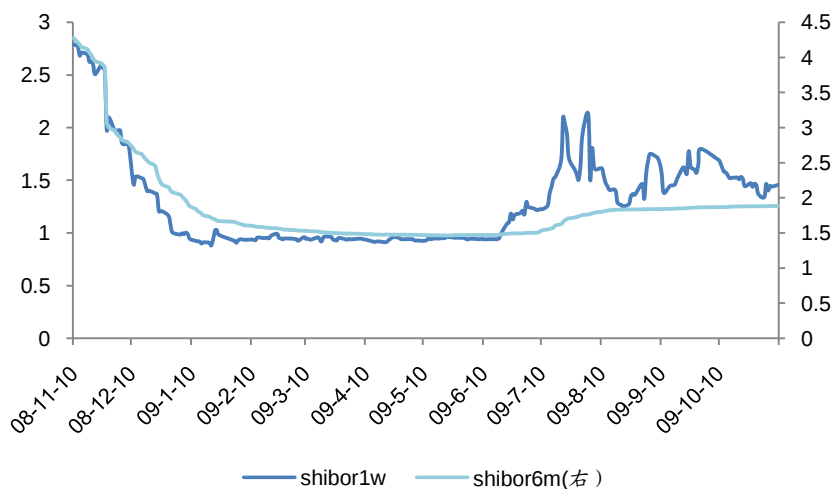
资料来源：央行，渤海证券研究所

表 8: 贷款议价能力走出低谷

%	下浮	基准	上浮					
	[0.9, 1)	1	小计	(1, 1.1]	(1.1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2]	2以上
1月	23.51	34.27	42.21	14.62	12.79	4.97	6.98	2.86
2月	28.82	33.56	37.62	12.29	10.36	4.82	6.98	3.18
3月	28.38	35.18	36.43	12.21	10.46	4.37	6.64	2.75
4月	26.72	33.48	39.80	12.18	11.07	5.46	7.97	3.12
5月	27.34	32.40	40.26	13.03	11.46	5.18	7.49	3.10
6月	30.47	33.70	35.83	12.66	10.24	4.70	5.82	2.41
7月	32.76	32.18	35.06	11.89	9.16	4.52	6.55	2.94
8月	30.91	30.79	38.31	13.34	10.68	5.03	6.45	2.81
9月	31.82	30.61	37.57	12.55	10.81	5.07	6.41	2.73

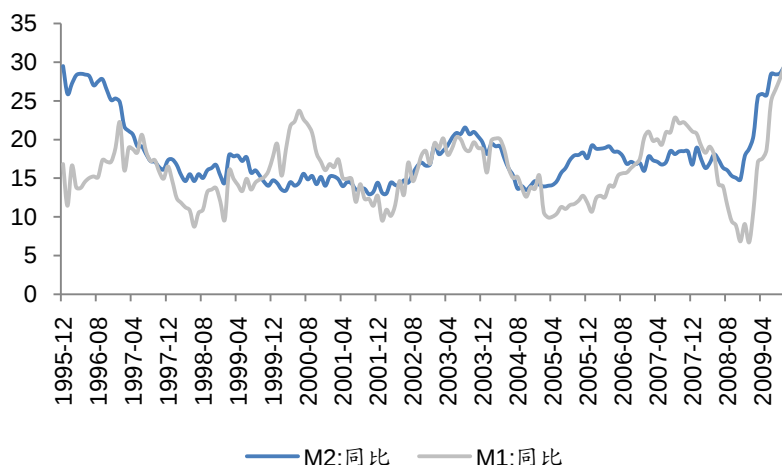
资料来源：央行，渤海证券研究所

图 19: 货币市场和票据贴现利率缓慢上行



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 20: 存款活期化趋势



资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.2 净息差测算

我们选择工行、深发展、民生、招行、建行、交行、中行和中信银行作为样本测算银行业净息差 2010 年变化趋势。我们债券和宏观小组认为, 2010 年债券投资收益率上升 27 个 BP, 存放央行利率上升 9 个 BP, 存放同业利率上升 5 个 BP; 我们假设 2010 年贷款加息最早也要到四季度, 考虑重定价使贷款利率上浮比重上升, 贷款收益率上升 18 个 BP, 存款成本率上升 5 个 BP, 这样我们样本银行 2010 年净息差为 2.26%, 比今年大概上升 11 个 BP 水平。我们认为这样的假设是大概率事件, 除此我们放宽假设至其他情形, 净息差大体变化范围在 2 - 19 个 BP 之间。

考虑各银行的期限结构, 我们分三种情况讨论:

情景一: 除了 3 个月以内贷款利率不上浮之外, 考虑贷款重新定价因素, 其他各档次上升 5 个 BP; 在不加息的情况下, 存款利率不变; 央行也不通过超储率和法定存款利率收缩流动性;

情景二: 除了 3 个月以内贷款利率不上浮之外, 考虑贷款重新定价因素, 其他各档次上升 5 个 BP; 不加息, 同时资本市场繁荣, 定期转活期, 三个月以内存款利率下降 3 个 BP; 央行通过超储率和法定存款利率收缩流动性;

情景三: 央行选择加息, 除了活期存款不调整外, 其他各档次存贷款利率均上升 27 个 BP; 存放央行收益率上调 18 个 BP。

考察上市银行净息差 2008 年以来的走势, 整体上看股份制银行净息差在 2009 年降幅最大, 09 年单季度降幅收窄幅度也较大; 城商行降幅小, 反弹幅度也小, 但保持了较高的息差水平。所以, 我们看好股份制银行的息差反弹, 看好城商行息差的绝对水平。

表 9: 样本银行净息差变化

	2009H			2008H		
	平均余额	利息收入/支出	收益率/成本率	平均余额	利息收入/支出	收益率/成本率
贷款	17,329,815	459,240	5.30	14,084,058	482,408	6.85
债券投资	8,258,812	129,663	3.14	8,173,974	144,488	3.54
存放央行	4,632,582	32,891	1.42	3,439,235	30,510	1.77
存放同业	3,138,182	22,124	1.41	1,631,047	31,377	3.85
生息资产合计	33,359,391	643,919	3.86	27,328,314	688,783	5.04
存款	27,196,248	229,808	1.69	21,543,925	225,253	2.09
同业	3,624,159	29,356	1.62	3,632,140	36,312	2.00
债券及其他	329,431	7,153	4.34	281,690	6,158	4.37
付息负债合计	31,149,838	266,317	1.71	25,457,755	267,723	2.10
NIM			2.15			2.94

资料来源：渤海证券研究所

表 10: 样本银行净息差分情景测算

上升 BP	情景一	情景二	情景三	情景四	情景五	情景六
贷款	18	27	27	18	27	27
债券投资	18	27	27	18	27	27
存放央行	9	9	18	9	9	18
存放同业	15	15	15	5	5	5
生息资产合计	17	23	25	16	22	24
存款	15	15	15	5	5	5
同业	15	15	15	5	5	5
债券及其他	0	0	0	0	0	0
付息负债合计	15	15	15	5	5	5
NIM	2	9	10	11	18	19

资料来源：渤海证券研究所

表 11: 上市银行净息差分情景测算

NIM 上升	情景一	情景二	情景三
工行	1.90	2.84	6.74
建行	2.24	3.33	6.42
中行	1.94	3.14	6.03
交行	1.44	2.75	5.42
招行	2.43	3.69	6.90
中信	2.08	3.74	8.54
浦发	1.60	2.50	4.67
民生	0.56	2.32	6.13
兴业	1.87	3.43	5.51
深发展	1.92	3.92	4.06
华夏	1.92	2.95	3.79

北京	2.15	3.17	8.74
南京	1.92	3.19	3.29
宁波	1.59	2.28	8.28

注：第二种和第三种假设分别在前一种假设的基础上。

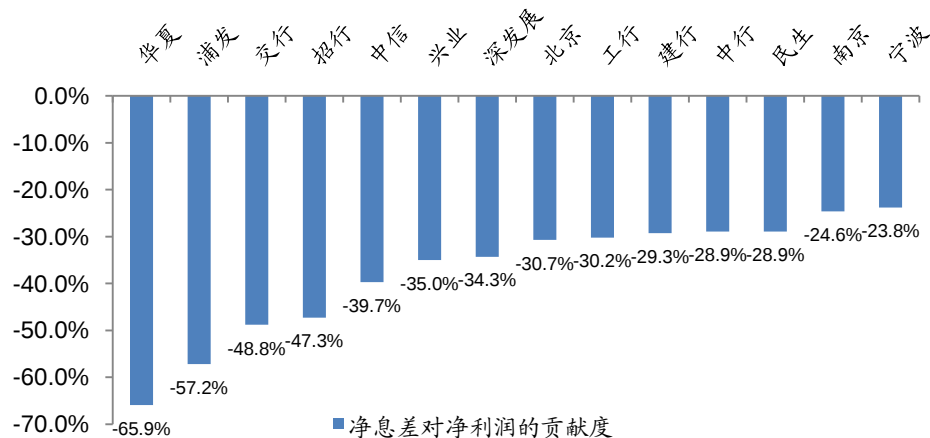
资料来源：渤海证券研究所

表 12：上市银行净息差走势

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q1 环比	09Q2 环比	09Q3 环比	09Q1 同比	09Q2 同比	09Q3 同比
深发展 A	3.40%	3.06%	2.98%	2.81%	2.73%	2.37%	2.41%	-0.08%	-0.36%	0.04%	-0.67%	-0.69%	-0.57%
宁波银行	3.56%	3.56%	3.58%	3.13%	2.96%	2.89%	2.87%	-0.17%	-0.07%	-0.02%	-0.60%	-0.67%	-0.71%
浦发银行	3.35%	3.25%	3.25%	2.75%	2.12%	2.07%	2.26%	-0.63%	-0.05%	0.19%	-1.23%	-1.18%	-0.99%
华夏银行	2.35%	2.40%	2.23%	1.77%	1.41%	1.58%	1.78%	-0.36%	0.17%	0.20%	-0.94%	-0.82%	-0.45%
民生银行	2.83%	3.23%	3.15%	2.96%	2.54%	2.28%	2.57%	-0.41%	-0.26%	0.29%	-0.29%	-0.95%	-0.58%
招商银行	3.64%	3.65%	3.29%	2.96%	2.33%	2.00%	2.15%	-0.63%	-0.33%	0.15%	-1.31%	-1.65%	-1.14%
南京银行	3.27%	3.11%	2.92%	3.18%	2.68%	2.63%	2.51%	-0.50%	-0.05%	-0.12%	-0.59%	-0.48%	-0.41%
兴业银行	3.05%	3.13%	2.99%	2.70%	2.30%	2.18%	2.38%	-0.40%	-0.12%	0.20%	-0.75%	-0.95%	-0.61%
北京银行	3.05%	3.04%	3.14%	2.87%	2.42%	2.29%	2.37%	-0.46%	-0.13%	0.08%	-0.63%	-0.75%	-0.77%
交通银行	3.22%	3.03%	3.00%	2.53%	2.10%	1.98%	2.18%	-0.43%	-0.12%	0.20%	-1.12%	-1.05%	-0.82%
工商银行	3.10%	2.95%	2.87%	2.88%	2.30%	2.14%	2.22%	-0.58%	-0.16%	0.08%	-0.80%	-0.81%	-0.65%
建设银行	3.35%	3.38%	3.29%	3.16%	2.59%	2.39%	2.37%	-0.57%	-0.20%	-0.02%	-0.76%	-0.99%	-0.92%
中国银行	2.83%	2.71%	2.66%	2.56%	2.10%	1.98%	2.08%	-0.46%	-0.12%	0.10%	-0.73%	-0.73%	-0.58%
中信银行	3.49%	3.54%	3.52%	3.07%	2.43%	2.40%	2.66%	-0.63%	-0.03%	0.26%	-1.06%	-1.14%	-0.86%

资料来源：公司财报，渤海证券研究所

图 21：净息差对净利润的贡献度（09H）



资料来源：渤海证券研究所

4.资产质量：暂无大碍

4.1 企业偿债能力持续改善

随着经济形势的逐步明朗，持续改善的企业盈利能力将增强偿债能力，我们从非金融

类上市公司的已获利息倍数变化可以看到,在今年一季度有四个行业的偿债能力见底,并在二季度反弹,三个行业偿债能力在 08 年见底并随后反弹。总体上看,今年一季度是非金融类上市公司偿债能力的低谷,二季度反弹,到三季报时多数行业偿债能力出现持续改善,这有利保证了最大债权人——银行的利益。

表 13: 多数行业上市公司已获利息倍数在09年前三季度持续改善

	2006H	2006	2007H	2007	2008H	2008	2009Q1	2009H	2009 前三季度
采掘业	13.7	30.5	30.2	27.4	17.7	16.4	13.1	16.4	17.9
传播与文化产业	3.4	3.7	4.3	4.8	4.9	5.6	5.1	8	7.5
电力、煤气及水的生产和供应业	4.6	5	4.8	4.4	1.4	1	1.8	2.2	2.5
房地产业	8.6	8.2	11.9	13.4	13	10.4	7.1	12.5	11.5
建筑业	3.4	5	5.8	6.1	4.2	2.8	4.8	9.1	7.6
交通运输、仓储业	4.1	6.2	11.6	18.5	-182.8	5.7	2.7	3.4	3.7
农、林、牧、渔业	3.1	2.2	3.2	2.8	2.7	1.9	2.3	2.6	3.0
批发和零售贸易	5	5.3	7.6	8.5	10.3	7.5	8.6	8.8	7.8
社会服务业	5.4	5.7	7	8	6.7	5.1	4.6	6.2	7.5
信息技术业	5.3	4.1	9.3	12.5	9.5	4.8	7.7	11.1	10.8
制造业	5.2	5.3	6.9	6.6	7	3.4	3	4.1	5.2
综合类	2.7	2.2	4.1	4.1	3.1	2.6	2.9	4.2	4.5
总计	6.1	8.8	10.6	10.1	8.5	5.2	4.8	6.3	12.5

资料来源: wind, 渤海证券研究所

4.2 上市银行不良率持续降低

在金融机构大量发放贷款的同时,上市银行的资产质量并未出现明显下滑: 09 年上半年,上市银行的不良净形成率(含核销)只有 0.01%, 低于 08 年底 0.16 个百分点,不良率下降到 1.53%, 比 08 年降低 0.51 个百分点。

09 年前三季度,除了浦发和华夏外, 12 家上市银行都出现不良率环比中报下降, 14 家银行 09 年前三季度的不良率比年初都实现了下降; 7 家银行的不良余额 09 年中期比年初下降。

与此同时, 14 家上市银行的拨备覆盖率都在 130%以上, 12 家银行拨备率环比中报时提高,除了华夏外, 3 家银行拨备覆盖率都超过年初。而北京银行、浦发银行、兴业银行和招商银行的拨备覆盖率在 200%以上。这样高的拨备覆盖率能够有效抵御资产质量下滑风险,也为拨备反哺利润留下空间。

表 14: 上市银行不良率持续降低

	2006	2007	2008	2009Q1	2009H	2009 前三季度
深发展 A	7.98	5.62	0.68	0.61	0.72	0.65
宁波银行	0.33	0.36	0.92	0.91	0.85	0.76
浦发银行	1.83	1.46	1.21	0.96	0.90	0.93
华夏银行	2.73	2.25	1.82		1.55	
民生银行	1.23	1.22	1.2	1.17	0.86	0.82
招商银行	2.12	1.54	1.11	1.01	0.86	0.83
南京银行	2.47	1.79	1.64		1.37	1.26
兴业银行	1.53	1.15	0.83	0.72	0.67	0.61
北京银行	3.58	2.06	1.55	1.33	1.14	1.01
交通银行	2.01	2.05	1.92	1.62	1.51	1.44
工商银行	3.79	2.74	2.29	1.97	1.81	1.68
建设银行	3.29	2.6	2.21	1.9	1.71	1.57
中国银行	4.04	3.12	2.65	2.24	1.80	1.60
中信银行	2.5	1.48	1.36	1.07	0.99	0.96

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 15: 上市银行不良贷款余额改善情况出现差异

	2006	2007	2008	2009H	2009 前三季度
深发展 A	14565	12475	1928	2472	2350
宁波银行	92	130	452	544	605
浦发银行	8440	8023	8467	8465	8403
华夏银行	7087	6890	6487	6613	
民生银行	5598	6773	7921	7801	
招商银行	12006	10394	9677	9924	
南京银行	630	548	660	818	804
兴业银行	4980	4583	4149	4313	4240
北京银行	4641	3240	2987	2837	
交通银行	18034	na	25460	26026	26012
工商银行	137745	111774	104482	98665	
建设银行	94399	85170	83882	77208	
中国银行	98220	88802	87490	77487	
中信银行	11565	8492	9046	9792	

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 16: 上市银行拨备覆盖率继续维持高水平

	2007H	2007	2008H	2008	2009H	2009 前三季度
深发展 A	48.44	48.28	53.75	105.14	133.07	153.18
宁波银行	370.32	359.94	323.44	152.50	160.41	167.99
浦发银行	159.68	191.08	215.08	192.49	216.03	212.84
华夏银行	93.65	109.27	126.12	151.22	153.36	
民生银行	118.16	113.14	114.20	150.04	169.93	185.82
招商银行	169.97	180.39	216.13	223.29	241.39	245.10
南京银行	113.11	146.88	191.86	170.05	164.68	172.52
兴业银行	152.00	155.21	174.38	226.58	218.78	228.44
北京银行		119.88	140.92	180.23	200.41	212.45
交通银行		95.63	107.65	116.83	123.00	131.06
工商银行	81.25	103.50	116.08	130.15	138.20	148.37
建设银行	90.67	104.41	117.23	131.58	150.51	161.08
中国银行	103.92	108.18	120.39	121.72	138.96	144.66
中信银行	85.19	110.01	115.41	150.03	150.05	159.59

资料来源: 公司财报, 渤海证券研究所

5. 选股角度和投资建议

5.1 选股角度

我们看好 2010 年银行业的规模增长和息差改善, 重申四季度策略的“量和价”两个角度来选股。所以,

选股角度 1: 寻找“量”优势明显的银行。这个“量”不仅包括存量和增量, 也考虑了贷款投向是否符合国家产业政策、资本是否充足。从“量”上选股, 北京银行、宁波银行、南京银行、中信银行和中国银行优势明显, 下一梯队是兴业银行、民生银行和招商银行。

选股角度 2: 寻找“价”反弹先锋。

我们判断行业净息差在 2010 年上升幅度在 11 个 BP 左右, 基本上持谨慎乐观态度。

综合公司分析的结果: 在不加息的情况下, 招行、中信、建行和北京银行息差反弹最快; 加息情况下, 宁波、北京、中信、招行和工行最受益; 息差水平绝对值高的银行是宁波、中信、民生、南京和深发展。

考虑净息差对业绩的弹性, 09 年中期, 华夏银行、浦发银行、交通银行、招商银行、中信银行和兴业银行都拖累净利润 30% 以上, 这些银行在加息周期中净息差的调整对业绩更敏感。

考虑中小企业贷款议价能力, 像宁波银行、北京银行、招商银行等中小企业贷款利率上浮 20% 以上的企业也是我们选股的重点。

所以，从“价”上选股，我们偏好中信银行、北京银行、招商银行和宁波银行。考虑兴业银行市场化意识强，转型快，能够快速调整资产负债配置以适应新情况，我们同样看好兴业银行的息差反弹。

5.2 投资建议

在经济复苏、人民币升值、通胀预期逐渐增强的背景下，我们看好银行业在 2010 年的业绩和股价表现。中长期贷款的粘性特征和息差反弹决定了银行业“量价齐升”的局面即将形成，结合这两个角度，我们重点推荐中信银行、招商银行、北京银行、宁波银行和兴业银行。

表 17: 上市银行估值比较

国内上市公司		每股收益 (元)				BVPS			PPOP		收盘价	市盈率 (倍)			市净率(倍)			P/POP	
代码	公司名称	07	08	09E	10E	08	09E	10E	09E	10E	2009-11-23	08	09E	10E	08	09E	10E	09E	10E
1	深发展 A	0.94	0.20	1.24	1.71	5.28	6.42	7.46	2.74	3.36	25.55	127.75	20.60	14.94	4.84	3.98	3.42	9.34	7.61
2142	宁波银行	0.43	0.53	0.59	0.75	3.52	3.91	4.32	0.81	0.94	14.54	27.43	24.64	19.39	4.13	3.72	3.37	17.95	15.41
600000	浦发银行	0.97	2.21	1.70	2.15	7.36	6.84	8.70	2.83	3.71	23.59	10.67	13.88	10.97	3.21	3.45	2.71	8.35	6.35
600015	华夏银行	0.50	0.70	0.61	0.65	5.49	6.00	6.54	1.73	1.98	12.16	17.37	19.93	18.71	2.21	2.03	1.86	7.02	6.14
600016	民生银行	0.48	0.42	0.54	0.54	2.86	3.32	3.75	0.98	0.98	8.42	20.05	15.59	15.59	2.94	2.54	2.25	8.56	8.61
600036	招商银行	1.04	1.43	1.02	1.12	5.41	5.14	6.23	1.59	1.94	18.53	12.96	18.17	16.54	3.43	3.60	2.98	11.66	9.57
601009	南京银行	0.62	0.79	0.89	1.10	6.15	6.83	7.53	1.48	1.74	18.61	23.56	20.91	16.92	3.03	2.72	2.47	12.61	10.70
601166	兴业银行	1.75	2.28	2.46	3.05	9.80	12.00	14.53	3.32	4.33	40.50	17.76	16.46	13.28	4.13	3.38	2.79	12.20	9.35
601169	北京银行	0.63	0.87	0.97	1.17	5.43	6.23	7.19	1.50	1.85	18.82	21.63	19.40	16.09	3.47	3.02	2.62	12.52	10.17
601328	交通银行	0.43	0.58	0.62	0.73	2.96	3.49	4.04	1.05	1.20	9.17	15.81	14.79	12.56	3.10	2.63	2.27	8.76	7.61
601398	工商银行	0.24	0.33	0.35	0.43	1.81	2.03	2.27	0.60	0.70	5.47	16.58	15.63	12.72	3.02	2.69	2.41	9.07	7.84
601939	建设银行	0.30	0.40	0.43	0.50	1.99	2.28	2.64	0.72	0.82	6.28	15.70	14.60	12.56	3.16	2.75	2.38	8.78	7.62
601988	中国银行	0.22	0.25	0.26	0.29	1.84	2.09	2.34	0.54	0.63	4.35	17.40	16.73	15.00	2.36	2.08	1.86	8.00	6.88
601998	中信银行	0.23	0.34	0.37	0.49	2.44	2.68	2.93	0.57	0.61	6.99	20.56	18.89	14.27	2.86	2.61	2.39	12.27	11.53
	行业平均											26.09	17.87	14.97	3.28	2.94	2.55	10.51	8.96

资料来源：渤海证券研究所

宁波银行(002142.SZ)

出口好转、需求旺盛、银行受益

——宁波银行跟踪报告

张继袖

86-22-28451849

zhjxnk@hotmail.com

核心观点:

- 出口转暖预期增强
- 信贷需求旺盛
- 坚持中小企业立行特色
- 买入评级

投资要点:

● 出口好转预期增强, 经济重回景气区间

根据国家统计局宁波调查队的数据, 2009 年二季度宁波企业家信心指数和企业景气指数站上百点大关, 重回景气区间, 显示宁波经济企稳回升迹象明显。宁波经济也呈现出回暖的迹象: 二季度宁波市产品订货景气指数为 97.7, 比上季度上升 30 点, 仍然运行在景气区间下方, 比去年同期减少 19.4 点。

● 信贷增速加快, 下半年有望保持高增速

截至 9 月 30 日, 贷款总额达到 796.06 亿元, 三季度新增 153.57 亿元, 而上半年新增 150.93 亿元。异地分行贷款占比上升较快, 上海分行增加 2.09%, 南京和苏州分行增加 8.17%, 深圳分行增加 2.70%。存款增长 37.5%, 达到 1048 亿元。

● 坚持中小企业立行特色

宁波银行有着与其他银行不同的业务特色——重点发展中小企业贷款业务。公司对中小企业客户有严格的准入制度, 细分客户群, 开业两年以上的客户才会成为潜在的客户。对潜在客户的贷款审批, 不仅关注财务指标, 更看比如水电费、报关单等非财务指标, 同时关注企业主的嗜好。

● 投资建议

我们预计公司 09 年净利润将实现 9.9% 的增长, 净利润 14.63 亿元, EPS0.59 元/股, 对应的 PE 为 24.84X, PB 为 3.72X, 2010 年净利润增长 27.6%, 达到 18.68 亿元, 每股收益 0.75 元, 对应的 PE 为 19.46X, PB 为 3.32X。考虑城商行的高成长性, 买入评级。

1. 主要财务指标

(百万元, 元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2244	3404	3815	4921	6079
EBITDA(百万元)	1253	1615	1829	2296	2830
净利润	951	1332	1463	1868	2350
摊薄 EPS(元)	0.38	0.53	0.59	0.75	0.94
BVPS (元)	3.21	3.52	3.91	4.37	4.96
PE(X)	38.22	27.30	24.84	19.46	15.47
PB(X)	4.53	4.13	3.72	3.32	2.93
P/POP(X)	28.35	20.11	17.94	13.91	11.26
市值/总资产	48.14%	35.20%	26.82%	21.19%	17.11%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 买入

上次评级: 买入

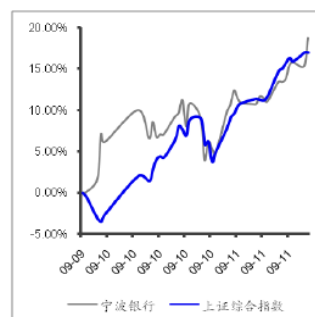
目标价格: ¥ 18.32

上次预测:

当前价格: ¥ 14.54

2009.11.24

近两个月股价走势



单季度业绩 元/股

1Q/2009	0.14
2Q/2009	0.28
3Q/2009	0.44
4Q/2009	0.59

相关报告

北京银行(601169.SH)

异地分行发展良好，资产质量稳定

——北京银行调研报告

张继袖
86-22-28451849
zhjxnk@hotmail.com

- 核心观点:
- 信贷快速增长，资产质量稳定
 - 净息差见底并稳步回升
 - 异地分行发展良好
 - 维持买入评级

投资要点:

● 信贷快速增长，资产质量稳定

北京银行 09 年前三季度信贷增长 40.09%，在 14 家上市银行中排在第 5 位，新增贷款 752.5 亿。截至 9 月 30 日，贷款余额达到 2629 亿元，三季度新增 188 亿元，增长放缓。存款 4134 亿元，比年初增长 30.9%，较中报时放缓。

09 年中期，北京银行不良率 1.14%，比年初低 41 个 BP，不良净形成率为 -0.07%，拨备覆盖率 200.41%，比年初提高 20.18 个百分点，资产质量稳定。

● 净息差见底并稳步回升

从 6 月起银行间市场利率回升，北京银行 7 月和 8 月的活期存款小幅回升，7、8 月每个月的 NIM 都有 7 和 8 个 BP 的回升。我们判断 NIM 已经见底，处于小幅稳步回升阶段。前三季度公司年化净息差 2.35%，同比下降 61 个 BP，降幅比中报时收窄。

● 异地分行发展良好

从异地分行的盈利情况看，由于较高的内部转移价格，异地分行基本上没有完成“1 年 1 个亿，2 年 2 个亿，3 年 3 个亿”的目标。但是，我们从贷款增长看出，异地分行表现出了良好的贷款增长势头上海分行 09 年 6 月 30 日的贷款余额相比 08 年底增长了 63.8%，天津分行增长了 47.8%，均高于北京地区增长。

● 投资建议

我们预计公司 09 年净利润将实现 11.2% 的增长，净利润 60.24 亿元，EPS0.97 元/股，对应的 PE 为 19.45X，PB 为 3.02X，2010 年净利润增长 21.1%，达到 72.94 亿元，EPS1.17 元，对应的 PE 为 16.07X，PB 为 2.62X，维持买入评级，上调目标价至 24.25。

1. 主要财务指标

(百万元,元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7642	12304	13462	16543	20115
EBITDA(百万元)	5662	8139	8148	9776	12794
净利润	3348	5417	6024	7294	9619
摊薄 EPS(元)	0.62	0.87	0.97	1.17	1.54
BVPS (元)	4.28	5.43	6.23	7.19	8.45
PE(X)	30.35	21.64	19.45	16.07	12.18
PB(X)	4.39	3.47	3.02	2.62	2.23
P/POP(X)	22.36	13.50	12.52	10.19	8.38
市值/总资产	33.09%	28.10%	23.84%	20.19%	17.07%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 买入

上次评级: 买入

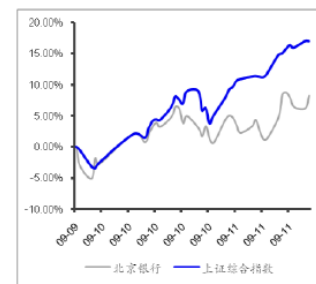
目标价格: ¥ 24.25

上次预测: ¥ 19.40

当前价格: ¥ 18.82

2009.11.24

近两个月股价走势



单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.24
2Q/2009	0.47
3Q/2009	0.71
4Q/2009	0.97

相关报告

招商银行(600036.SH)

坚持零售银行，积极进行业务转型

——招商银行跟踪报告

张继袖

86-22-28451849

zhjxnk@hotmail.com

核心观点:

- 坚持零售银行特色，积极开始信用卡业务转型
- 净息差见底并稳步回升
- 中小企业利润贡献度稳步提高
- 维持买入评级

投资要点:

● 坚持零售银行特色，积极开展信用卡业务转型

2009 年上半年，本公司坚持零售贷款业务发展战略，以客户分层管理为手段，通过细分评分卡管理，梳理个贷业务流程，开发抵押权证管理系统等措施，推动零售贷款业务良性发展。

● 净息差见底并稳步回升

招行 NIM 受央行降息影响很大。单季度看，招行净息差在 2008 年第二季度达到峰值 3.65% 后一路下滑到 09 年二季度的 2%，5 月 NIM 见底，到 8 月开始上升，9 月单月 NIM (年化) 2.3%，基本上呈现碗底型走势。三季度招行 NIM 反弹至 2.15%，环比上升 15 个 BP，同比降幅收窄，主要是公司活期存款占比上升至 52.7%，票据贴现二级市场利率上升以及上半年贷款的作用开始显现。

我们判断，招行息差反弹幅度在上市银行中居于前列，也将更加受益于加息周期。

● 中小企业利润贡献度稳步提高

2009 年上半年，招行中小企业业务稳健发展，中小企业企业贷款客户数达到 10,402 户，比上年末增长约 10.53%；9 月末，境内机构中小企业贷款余额为 3,020.37 亿元，比年初增加 815.01 亿元；中小企业贷款占境内机构企业贷款总余额的 46.82% (利润贡献度略高于贷款占比)，比年初提高 3.72 个百分点，比 6 月底提高 2.12 个百分点；不良率为 1.82%，比年初下降 0.86 个百分点。

● 投资建议

我们看好招行 NIM 反弹对业绩的贡献，利润最坏的时刻已经过去。我们预计公司 09 年净利润将下降 10.3%，净利润 188 亿元，EPS0.99 元/股，对应的 PE 为 18.73X，PB 为 3.63X，2010 年净利润增长 12.7%，达到 212 亿元，EPS1.12 元，对应的 PE 为 16.61X，PB 为 3X，我们认为利润最坏的时期已经过去，维持买入评级。

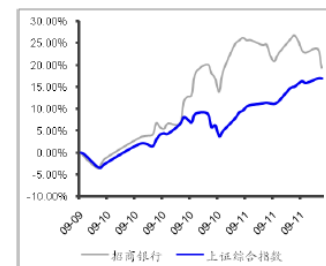
1. 主要财务指标

(百万元, 元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	40958	55308	54466	69213	82386
EBITDA(百万元)	22522	28032	28022	31369	37080
净利润	15243	20946	18797	21193	26153
摊薄 EPS(元)	0.62	1.43	0.99	1.12	1.38
BVPS (元)	4.62	5.41	5.11	6.18	7.53
PE(X)	29.89	12.93	18.73	16.61	13.46
PB(X)	4.01	3.43	3.63	3.00	2.46
P/POP(X)	11.25	8.63	11.97	9.42	7.92
市值/总资产	20.79%	17.34%	19.00%	15.97%	13.46%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: ¥ 22.20
上次预测: ¥ 22.20
当前价格: ¥ 18.53
2009.11.24

近两个月股价走势



相关报告

中信银行 (601998.SH)

净利润有望快速反弹

——中信银行跟踪报告

张继袖

86-22-2845 1849

zhjxnk@hotmail.com

核心观点:

- 信贷高增长, 资产质量改善
- 主动调整资产负债配置保证息差逐步改善
- 大股东实力雄厚
- 维持买入评级

投资要点:

● 信贷高增长, 资产质量改善

中信银行 09 年前三季度信贷高增长, 贷款增速达到 49.06%。前三季度新增贷款余额 3246.18 亿元, 主要投向政府融资平台、电力、基建、交通和能源等、实体经济 (企业生产流通环节贷款)。

截至 9 月 30 日, 公司不良贷款率为 0.96%, 比上年末下降 0.4 个百分点; 拨备覆盖率达 159.59%, 比上年末上升 9.56 个百分点。公司计划全年核销 8 - 10 亿元不良, 继续改善资产质量。同时拨备政策不会有大调整。

● 主动调整资产负债配置保证息差逐步改善

公司 NIM 从 5 月末的 2.41% 连续 4 个月提高至 9 月末的 2.73%。由于公司调整资产负债配置, 压缩存量票据, 提高低成本的活期存款占比 (上升至 44.4%), 主动压缩高成本的保证金存款近 400 亿元, 加上三季度结构调整的滞后效果还会显现, 中信银行 NIM 反弹值得期待。

● 大股东实力雄厚, 综合经营平台彰显竞争优势

中信银行的控股股东中信集团直接持股 62.33%。中信集团旗下涵盖银行、证券、基金、信托、保险、期货等金融子公司, 且诸多子公司均处于行业龙头地位。中信银行通过中信综合金融服务平台, 正逐步形成独特的竞争力。10 月完成对中信国金的收购, 加快了国际化步伐。

● 投资建议

我们上调公司 09 和 10 年盈利预测, 预计 09 年净利润将实现 9.5% 的增长, 净利润 145.8 亿元, EPS 0.37 元/股, 对应的 PE 为 18.90X, PB 为 2.58X, 2010 年净利润增长 31.8%, 达到 192.2 亿元, 每股收益 0.49 元, 对应的 PE 为 14.34X, PB 为 2.29X, 维持买入评级。

1. 财务摘要

(百万元, 元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	27838	40155	40875	57456	75482
EBITDA(百万元)	14546	19202	20069	26202	33324
净利润	8290	13320	14580	19219	24160
摊薄 EPS(元)	0.21	0.34	0.37	0.49	0.62
BVPS (元)	2.16	2.44	2.73	3.08	3.52
PE(X)	31.17	19.40	18.90	14.34	11.41
PB(X)	3.07	2.71	2.58	2.29	2.00
P/POP(X)	16.06	10.74	11.71	8.28	6.30
市值/总资产	25.55%	21.75%	16.12%	12.11%	9.44%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

9.25

上次预测:

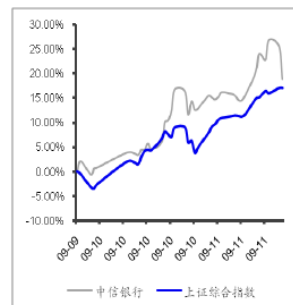
¥ 0.00

当前价格:

¥ 4.20

2009.11.24

近两个月股价涨跌幅



相关报告

兴业银行(601166.SH)

NIM 大幅反弹，非息收益同比增长“转正”

——兴业银行 09 年三季报点评

张继袖

86-22-28451849

zhjxnk@hotmail.com

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价格: 46

上次预测: 46

当前价格: ¥40.5

2009.11.24

本报告导读:

- 三季度 NIM 反弹 20 个 BP
- 净利润同比和环比正增长
- 资产质量良好
- 维持买入评级

点评:

● 三季度净利润同比上升1.54%，主要规模和拨备贡献

公司生息资产规模比年初增长了 24.3%，08 年同期仅增长 8.18%，导致规模因素贡献净利润增长 29.23 个百分点；前三季度资产减值损失 2.89 亿元，同比下降 81.5%，贡献净利润 10.86 个百分点。公司年化净息差 2.29%，同比下降 75 个 BP，降幅比中报减小，但依然拖累净利润增长-31.89 个百分点。

● 单季度NIM反弹20个BP，三季度净利润环比增长2.03%

NIM 在三季度有很好的表现，年化为 2.38%，分别高于二季度和一季度 20 个 BP 和 8 个 BP，对三季度净利润环比增长的贡献度为 8.05%；而生息资产规模在二季度基础上增长 4.26%，也对净利润增长贡献 6.02 个百分点。对净利润产生消极贡献的因素是减值损失，为-12.1%，主要是由于公司二季度冲回 2.6 亿的减值损失，三季度重新计提 2.5 亿，我们预计四季度减值损失将与三季度基本持平。

● 存、贷款分别比年初增长33.8%和38.9%

截至 9 月 30 日，公司存款总额 8462 亿，比年初增长 33.8%。从期限结构上看，活期存款增加 1057 亿元，增幅 37.8%，占比提高 1.33 个百分点。

9 月末，各项贷款 6939 亿，比上年末增长 38.9%，其中公司贷款增加 1900 亿元，增幅 60.7%，占比提高 9.8 个百分点；票据贴现下降 26%，占比比上年末下降 5.4 个百分点，公司及时提高高收益资产占比，降低低收益资产比重，有利于 NIM 改善。

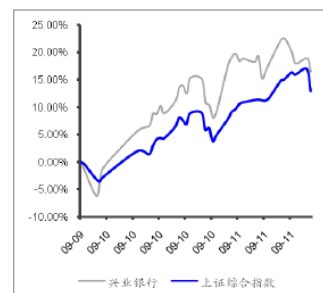
● 手续费净收益和其他净收益同比增长“转正”

前三季度公司实现手续费净收入 19.91 亿元，同比增长 2.33%，其他净收益 5.76 亿元，同比增长 24.85%，这两项指标在中报和一季报时同比负增长。我们预计非息收益全年小幅增长。

● 投资建议

我们上调公司 09 年业绩，净利润增长 8.1%，达到 123 亿元，EPS2.46 元/股，对应的 PE 为 16.13X，PB 为 3.26X，2010 年净利润增长 18.9%，达到 152 亿元，每股收益 3.05 元，对应的 PE 为 13.02X，PB 为 2.69X，维持买入评级。

(百万元,元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	22055	29715	30366	40220	47458
EBITDA(百万元)	13814	17420	21491	25335	29607
净利润	8586	11385	12303	15239	18792
摊薄 EPS(元)	1.72	2.28	2.46	3.05	3.76
BVPS (元)	7.78	9.80	12.16	14.77	18.00
PE(X)	23.11	17.43	16.13	13.02	10.56
PB(X)	5.10	4.05	3.26	2.69	2.20
P/POPOP(请务必阅读正文之后的免责声明部分)			11.01	8.27	6.81
市值/总资产	23.30%	19.43%	15.69%	12.91%	10.72%



相关报告

分析师覆盖的股票范围

张继袖：银行业分析师

重点覆盖上市公司：工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、浦发银行、北京银行、南京银行、宁波银行、中信银行、兴业银行

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来12个月内股价超越大盘15%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上；

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn