

银行

—顺应货币政策周期 把握银行股超额收益机会

投资评级 推荐

投资要点:

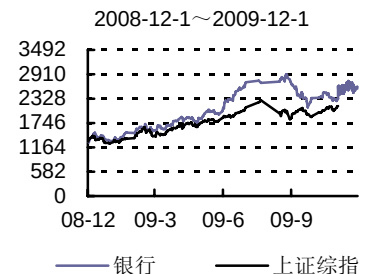
- 从货币政策周期的角度出发, 银行股在 2010 年上涨为主, 跑赢大盘的概率较大, 维持行业“推荐”评级。
- 2010 年银行业基本面总体来看: 业绩增长确定, 不利因素可控。
2010 年有利的因素或趋势包括:
 - 1、业绩同比最低点出现在 09 年 1 季度, 银行业最坏的时候已经过去;
 - 2、2010 年信贷增速较 09 年将有一定的回落, 但绝对增量仍将保持较高的水平;
 - 3、息差即使在不加息的情况下, 也将有一定程度的回升;
 2010 年存在的不利因素有:
 - 1、信贷成本对净利润增长的正向贡献将消失,
 - 2、09 年新增增量信贷的质量问题不容回避;
 - 3、资本新规将拉低银行业 ROE 水平
- 业绩预测与估值水平。预计 2010 年行业增速在 18%-24%, 而目前银行股仅有大盘 7 折的估值水平有潜在修复的需要。
- 投资建议。
 - 1、鉴于 2010 年上半年为货币政策由“松”到“紧”的过渡阶段, M2 仍处于高位, 信贷增量仍保持较高水平, 基准利率处于底部, 有较强的加息预期的判断, 最大程度受益于高信贷增量和加息预期的投资品种, 成为上半年自然的选择, 推荐招行、兴业、民生和北京银行。
 - 2、下半年, 预计 M2 增速平稳中有所回落, 加息预期兑现。信贷投放节奏掌控能力强, 业绩确定性高, 估值具有优势的大银行为首选标的。从历史经验来看, 在 M2 增速回落的时候, 大盘反映强烈, 而此时基本面稳定的大银行往往有不错的市场表现, 能够跑赢大盘指数, 中长期推荐建行和工行。
 - 3、资本充足率(资本充足率大于 10%, 核心资本充足率大于 7%)和拨备覆盖率(大于 150%)是重点监管的量化指标, 因此仍是在投资过程中需重点考虑的因素。

2009 年 12 月 1 日

主要数据

行业指数	2563.16
上证指数/深圳成指	3195.30/13486.77
公司家数	14
总市值(百万元)	6043004.14
流通市值(百万元)	5651554.79

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 喻炜
电 话: 021-51097188-1933
电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
联系人: 赵喜娟
电 话: (86-21) 51097188-1952
电 邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址: 中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F (200120)

目 录

1、2010 年银行股上涨为主 且跑赢大盘	4
2、2010 年银行业的利与弊	7
2.1 银行业最坏的时候已经过去	7
2.2、2010 年贷款增速将较 09 年有一定回落，但增量仍然将保持较高的水平	9
2.3、息差即使在不加息的情况下，也将有一定程度的回升.....	10
2.4、信贷成本对净利润增长的正向贡献将消失.....	12
2.5、09 年新增天量信贷的质量问题不容回避	12
2.6、资本新规将拉低银行业 ROE 水平.....	13
3、业绩预测与估值	14
3.1 预计 2010 年增速在 18%-24%	14
3.2 估值水平有潜在修复的需要	14
4、投资建议.....	16

图 目 录

图 1. 银行股相对大盘涨跌幅（按货币政策周期划分）	4
图 2. 货币政策周期（02 年至今）	5
图 3. 银行业业绩同比最低点出现在 09 年 1 季度.....	7
图 4. 净利润增长贡献度归因	8
图 5. 上市银行 4 季度业绩环比降幅较大，09 年全年增长 15%.....	9
图 6. 基准利率目前处于历史底部	11
图 7. 存款活期化，贷款中长期化	11
图 8. 货币市场利率企稳回升	11
图 9. 上浮贷款比重缓慢上升	11
图 10. 贷存比反弹明显	11
图 11. 09 年新增拨备大幅低于 08 年	12
图 12. 09 年低信贷成本快速下降	12
图 13. 09 年资本充足率大幅下降	13
图 14. 09 年核心资本充足率大幅下降.....	13
图 15. 银行业 PE 长期落后大盘	15
图 16. 银行业 PE 水平仅为大盘 7 折.....	15
图 17. 银行业 PB 长期落后大盘	15
图 18. 银行业 PB 水平仅为大盘 8 折.....	15
图 19. 招行、民生、兴业、北京拨备覆盖率远超监管标准.....	16
图 20. 建行和工行拨备覆盖率已经达标.....	16

表目录

表 1: 从货币政策周期来看, 银行股均跑赢大盘	4
表 2: 预计 10 年货币政策及初、中、后期划分	5
表 3: 09 年 1-3 季度业绩同比分析	8
表 4: 银行业单季度息差 09 年 2 季度减低, 3 季度环比回升明显	10
表 5: 预计 2010 年增速 18%-24%	14
表 6: 融资后资本充足率已不对信贷扩张构成障碍	16
表 7: 用历史判定息差弹性比资产负债结构性分析更直接	17
表 8: 上市银行估值表	18
表 9: 招商银行盈利预测	19
表 10: 民生银行盈利预测	19
表 11: 兴业银行盈利预测	20
表 12: 北京银行盈利预测	20

1、2010 年银行股上涨为主 且跑赢大盘

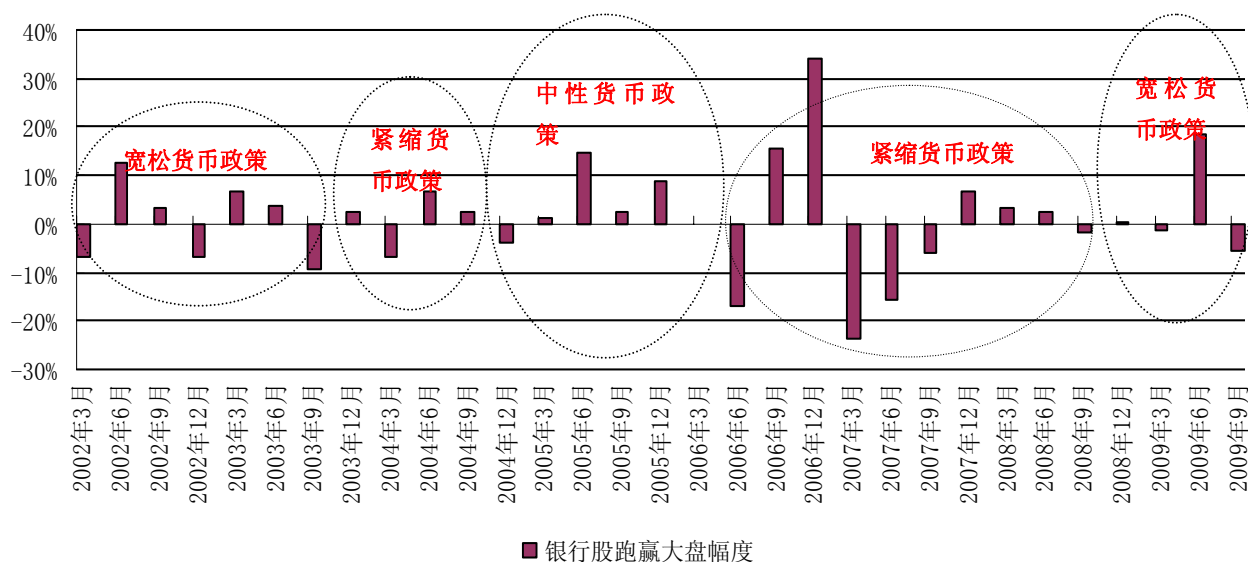
2002 年至今，宏观经济共经历了 5 个货币政策周期。从货币政策周期来看，银行股有着不错的表现。

表 1：从货币政策周期来看，银行股均跑赢大盘

时间段	货币政策	货币政策特征	银行股区间 涨幅	沪深 300 区间 涨幅	跑赢大 盘幅度
1Q2002-3Q2003	宽松	利率:5.85%-5.31% M2:13%-21.55%	-15%	-14%	0%
4Q2003-3Q2004	紧缩	利率:维持 5.31% M2:21.55%-13.45%	1%	-2%	2%
4Q2004-1Q2006	中性	利率:5.31%-5.58% M2:13.45%-18.8%	17%	-4%	22%
2Q2006-3Q2008	紧缩	利率:5.58%-7.47% M2:18.8%-16%	107%	101%	6%
4Q2008-	宽松	利率:7.47%-5.31% M2:16%-29.31%	67%	62%	6%

资料来源：Wind，国元证券研究中心（注：最后一栏数据统计的截止日期为 09 年 11 月 16 日）

图 1. 银行股相对大盘涨跌幅（按货币政策周期划分）



数据来源：Wind，国元证券研究中心

结合货币政策周期特征和银行股的市场表现，发现银行股一般性的投资规律：

银行股对基准利率的变动具有滞后性，这或许是因为银行业绩相对基准利率的变动具有滞后性。最明显的例证发生在，06 年 3 季度到 07 年 3 季度频繁加息，但同期并没有超越大盘的表现，而从 07 年 4 季度开始，连续 3 个季度跑赢大盘。

银行股对 M2 增速的变动具有同步性，在 M2 增速加速上升或加速下降阶段这种同步性尤为明显。最明显的例证发生在 02 年 2 季度到 03 年 2 季度，以及 05 年 2 季度到

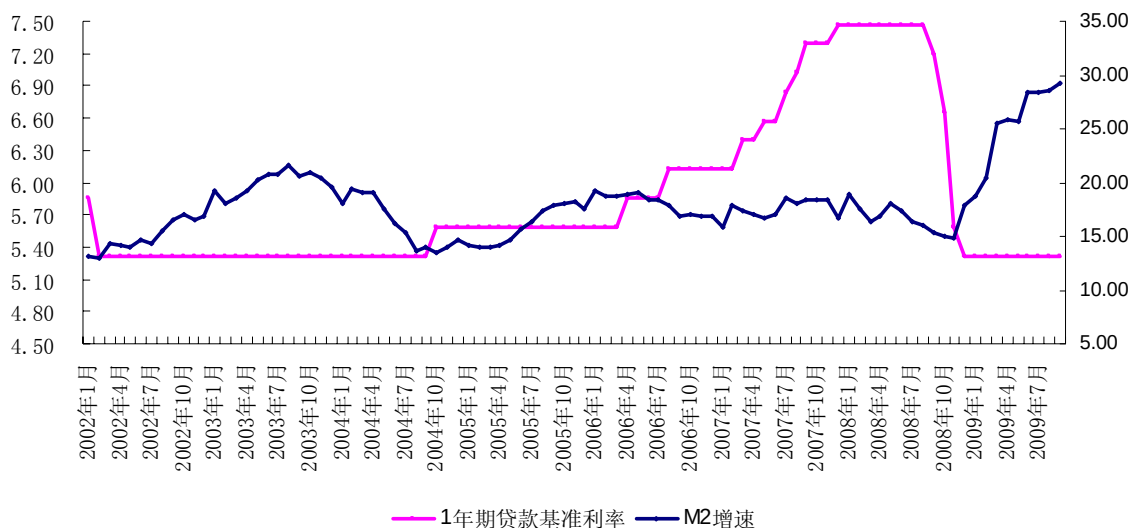
05 年四季度，这两个时期 M2 增速加速上升，银行股则大幅跑赢大盘。

在货币政策的过渡阶段，银行股跑平或跑输大盘。在 M2 处于低位的货币政策过渡期（货币政策由“紧”到“松”的过渡阶段），如果前期从紧政策加息利好效果不明显，银行股则以大幅下跌来反映低利率、低 M2 增速的双重利空；在 M2 处于高位的过渡期（货币政策由“松”到“紧”的过渡阶段），如果有加息预期，则上涨概率较高。

宽松货币政策的中间阶段，为银行股的黄金投资期，通常能跑赢大盘。在此阶段，降息的负面影响消化完毕后，伴随着 M2 加速上涨，银行股除绝对涨幅较大外，通常也能跑赢大盘。

紧缩货币政策的中间阶段，银行股通常跑平或跑输大盘。在此阶段，如果加息力度大，能够有效对冲 M2 增速快速下降的利空，银行股会有较大的绝对涨幅，但不能跑赢大盘；如果加息力度很小，同时 M2 增速快速下降，银行股则以大幅下跌来收场。

图 2. 货币政策周期（02 年至今）



数据来源：Wind、国元证券研究中心

我们将 08 年 4 季度到 10 年 1 季度定义为此轮宽松货币政策周期，并且预计 10 年 1 季度为此轮宽松货币政策周期的末期。

预计从 10 年 2 季度开始，进入新一轮中性或紧缩的货币周期。其中 10 年 2 季度为新一轮货币周期的初期，从 10 年 3 季度开始，进入中期。

表 2：预计 10 年货币政策及初、中、后期划分

时间段	货币政策	初期	中期	后期
4Q08-1Q10	宽松	4Q08	1Q09-4Q09	1Q10
2Q10-	中性或紧缩	2Q10	3Q10-	

数据来源：Wind、国元证券研究中心

10 年 1、2 季度为货币政策由“松”到“紧”的过渡阶段，基本特征：

➤ M2 处于高位

➤ 基准利率处于底部，有较强的加息预期

按照之前一般性规律的总结，预计 10 年 1、2 季度银行股上涨的概率较高。考虑到人民币升值预期利好银行业，且在上半年流动性继续充裕的情况下，银行业业绩将进一步明显改善，加之过低的估值水平有修正的潜在需要，银行股跑赢大盘的概率较高。

10 年 3、4 季度进入新一轮中性或从紧货币政策的中期，基本特征：

➤ M2 由高位逐步回落

➤ 小幅加息开始

按照之前一般性规律的总结，从紧货币政策的中期，银行股跑赢大盘的概率并不大。10 年 3、4 季度为刚进入从紧货币政策中期的阶段，其不确定性来自于 M2 增速回落的幅度与加息幅度之间的博弈：

- 1、情景一：M2 增速平稳小幅回落，并且有大幅加息预期，则银行股将大幅上涨，且跑赢大盘。
- 2、情景二：M2 增速平稳小幅回落，大幅加息预期并不强烈，银行股小幅上涨，且有较大概率跑平大盘。
- 3、情景三：M2 增速大幅回落，大幅加息预期并不强烈，则银行股将大跌，且跑平或跑输大盘的概率较大。

我们认为，出现情景二的可能性较大：10 年 3、4 季度银行股小幅上涨，且有较大概率跑平大盘。

综合以上观点，从货币政策周期的角度出发，银行股在 2010 年以上涨为主，跑赢大盘的概率较大，维持行业“推荐”评级。

详细内容请参见我们近期报告《从货币政策周期角度 发掘银行股投资机会》。

2、2010 年银行业的利与弊

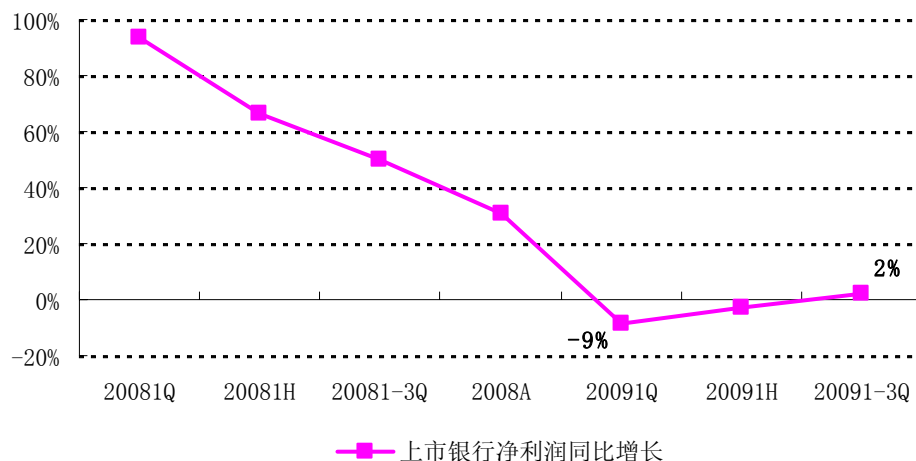
对于 2010 年银行业的基本面，我们着重于市场关心的部分问题做一些讨论，从而得出趋势性的判断。

对于银行业 2010 年整体业绩的量化预测，我们并不想在此做过多的涉及，诚如前面提到的，2010 年货币政策将处于过渡期，诸多的不确定性存在，作为和宏观经济关系最为紧密的行业之一，此时做过于细致的业绩预测似乎太早了。

2.1 银行业最坏的时候已经过去

业绩同比最低点出现在 09 年 1 季度。自 08 年 1 季度以来，业绩增速逐季下降，在非对称降息、房贷 7 折、重定价不同步等不利因素影响下，09 年 1 季度业绩同比增速由正转负，成为本轮经济调整以来的银行业业绩的最低点。

图 3. 银行业业绩同比最低点出现在 09 年 1 季度



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

经过两个季度的业绩回升，净利润同比增速已经转正。09 年 1-3 季度，14 家上市银行净利润累计同比增长 2.3%。从净利润增长的驱动因素来看：

- 利息收入依然是短板，同比下降-7.4%，向下拉动净利润增速 15.5 个百分点。

09 年以来，虽然由于贷款的高速增长，在一定程度上弥补了部分息差大幅下降带来的损失，依然没有完全实现以量补价。

随着平均生息资产的稳定增长，尤其是息差的见底回升，利息收入正处于上升通道。同比来看，09 年 1-3 季度利息净收入同比下降 7.4%，降幅较前两季度收窄 2.6 个百分点。环比来看，09 年第 3 季度环比正增长 8.5%。

- 拨备支出同比下降 39%，向上拉动净利润增速 12.3 个百分点。

09 年不良贷款情况好于预期，并在超高规模信贷投放的“分母效应”作用下，不良贷款余额和不良贷款率双降，由此带来的拨备支出同比大幅下降，成为实现净利润同比增长的最大贡献因素。

➤ 非息收入稳定增长，向上拉动净利润增长 9.4 个百分点

利息收入由于货币政策调整，大幅下降的情况下，非息收入依然保持了持续稳定的增长。09 年 1-3 季度，非息收入达到 1714 亿，同比增长 22.5%，在一定程度上弥补了利息收入降低对净利润的影响。

➤ 管理费用控制良好，仅向下拉动净利润增长 4.1 个百分点

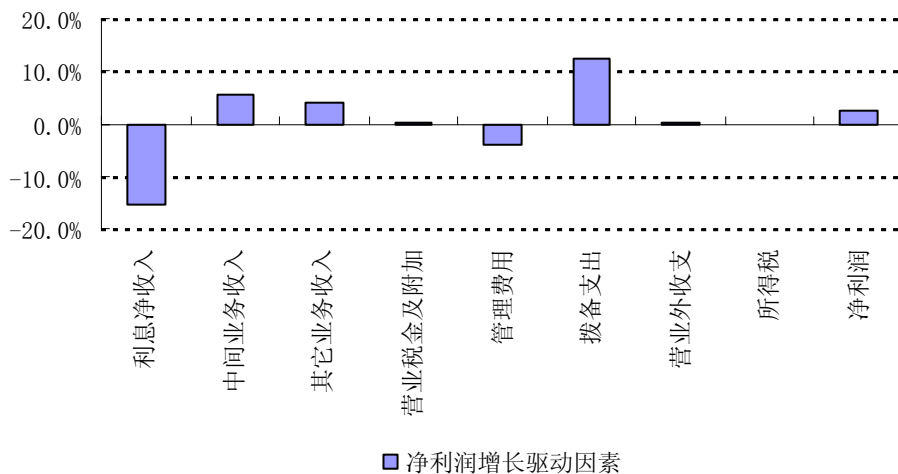
管理费用具有刚性，在营业收入不如人意的情况下，管理费用率必然将面临一定程度的上升，但 09 年商业银行展现出了对费用较强的掌控能力，管理费用仅同比增长 5.4%，管理费用率比 08 年同期略高，与 08 年底基本持平。

表 3：09 年 1-3 季度业绩同比分析

单位：百万	1-3Q2008	1-3Q2009	同比增长	对净利润增长贡献
利息净收入	701,047	649,239	-7.4%	-15.5%
中间业务收入	120,514	138,456	14.9%	5.4%
其它业务收入	19,427	32,975	69.7%	4.0%
营业税金及附加	-50,743	-50,452	-0.6%	0.1%
上市银行 管理费用	-251,776	-265,329	5.4%	-4.1%
拨备支出	-106,056	-64,738	-39.0%	12.3%
营业外收支	1,032	1,709	65.6%	0.2%
所得税	-98,885	-99,316	0.4%	-0.1%
净利润	334,559	342,298	2.3%	

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

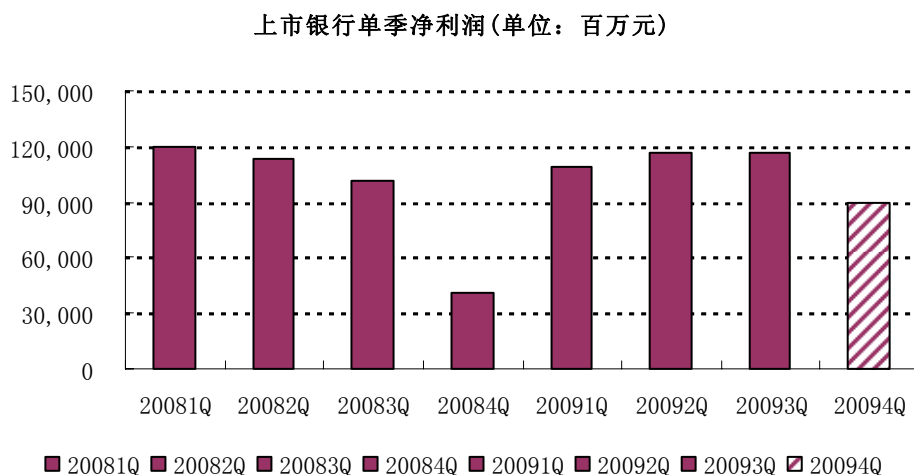
图 4. 净利润增长贡献度归因



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

上市银行 4 季度业绩环比将有所下降。主要因为管理费用季节性上升，以及在全年业绩已经有保障的情况下，银行将在年末进一步加大拨备计提的力度，信贷成本将有所上升。4 季度有望实现净利润 890 亿，全年累计实现净利润 4300 亿元，09 年全年增长 15%左右。

图 5. 上市银行 4 季度业绩环比降幅较大，09 年全年增长 15%



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

2.2、2010 年贷款增速回落，但增量仍将保持较高的水平

09 年贷款增速在 30%以上，为 96 年以来最高的贷款增速，从而引发了市场对这一超高信贷增速不可持续，2010 年信贷将收紧的猜测。

事实上我们也看到，09 年 3 季度以来，信贷投放速度明显放缓，09 年 7 月-10 月累计新增人民币贷款 1.536 万亿，仅比 6 月份单月多出 60 亿元。一方面，央行加强公开市场操作力度和银监会对商业银行放贷监管更加严格等措施，产生了一定的作用；另一方面，也有商业银行出于自身角度主动减少贷款投放的因素，即通过加大存款减少贷款提高贷存比；在 09 年贷款目标完成的情况下，储备 2010 年贷款项目等。

对此，中央高层在多种场合一再强调：我国经济回升基础还不稳定、不巩固、不平衡，将继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性。从货币政策历史执行规律来看，货币政策由“松”到“紧”有一个平稳回落的过渡阶段，从而巩固经济逐步复苏的势头。

2010 年将处于这个过渡阶段。“松”是整体的，“紧”是局部的，预计 2010 年信贷增速较 09 年将有一定的回落，但绝对增量仍将保持较高的水平。

2.3、息差即使在不加息的情况下，也将有一定程度的回升

银行业单季度息差已于 09 年 2 季度见底，09 年 3 季度环比上升 9 个基点。预计即使在不加息的情况下，息差也将继续有一定程度的回升。

表 4：银行业单季度息差 09 年 2 季度减低，3 季度环比回升明显

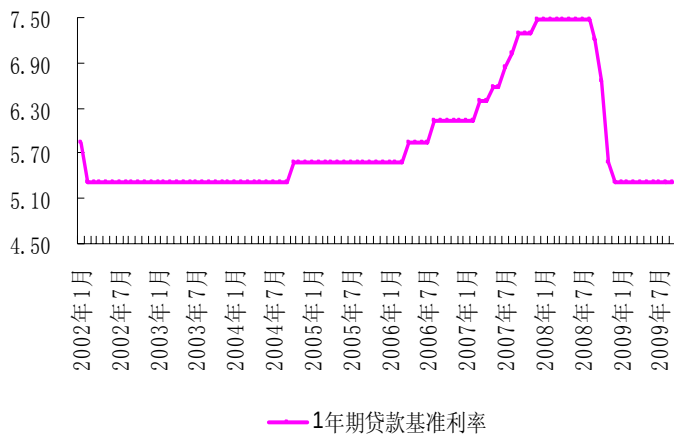
上市银行	平均生息资产	平均付息负债	利息收入	利息支出	生息率	付息率	净利差	净息差
20074Q	28,427,339	26,385,155	371,206	135,721	5.22%	2.06%	3.17%	3.31%
20081Q	29,378,558	27,332,603	377,398	147,061	5.14%	2.15%	2.99%	3.14%
20082Q	30,600,110	28,697,276	397,316	162,240	5.19%	2.26%	2.93%	3.07%
20083Q	31,462,487	29,713,267	411,467	175,832	5.23%	2.37%	2.86%	3.00%
20084Q	32,721,428	30,841,541	402,652	170,473	4.92%	2.21%	2.71%	2.84%
20091Q	35,885,801	33,869,771	362,556	155,204	4.04%	1.83%	2.21%	2.31%
20092Q	39,295,688	37,259,828	362,943	150,985	3.69%	1.62%	2.07%	2.16%
20093Q	40,846,852	38,807,172	376,389	146,460	3.69%	1.51%	2.18%	2.25%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心（平均生息资产和平均付息负债为期初期末平均）

影响息差的因素是多方面的，主要有：基准利率的变化、资产负债重定价时间不一致、资产负债结构、货币市场利率的变化、供求关系反应的上浮下浮贷款比重变化、贷存比变化等。目前来看，诸多影响息差的因素均朝着有利于息差改善的方向演变。

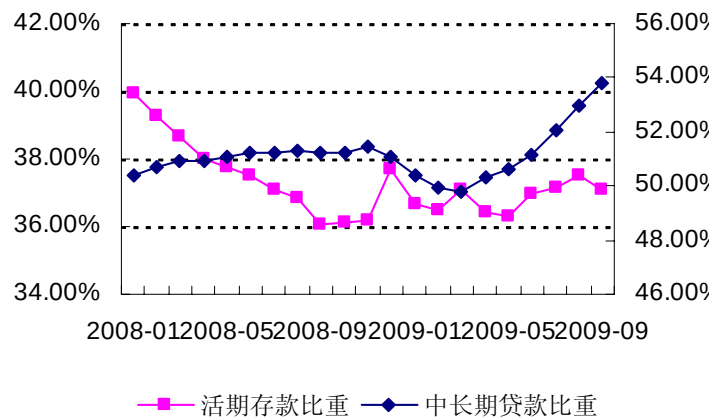
- 基准利率方面，目前基准利率处于历史的底部，未来有较强的加息预期。
- 资产负债重定价已经完成，资产重定价先于负债重定价的不利因素已经消化。
- 资产负债结构正向着有利的方向转变，如：存款活期化、贷款中长期化、票据贴现占比减少等。
- 银行间拆借、质押式回购等货币市场利率，随着银行间资金供应增长的放缓，企稳回升趋势明显。
- 下浮贷款比重在 09 年 7 月为 32.8%，高出 08 年末 7.2 个百分点，随后的两个月下浮贷款比重回落，相应上浮贷款比重提升 2.5 个百分点至 09 年 9 月份的 37.6%。
- 贷存比方面，由 08 年底的低点 65.08%，回升到 09 年 9 月的 66.86%，提高了 1.78 个百分点。

图 6. 基准利率目前处于历史底部



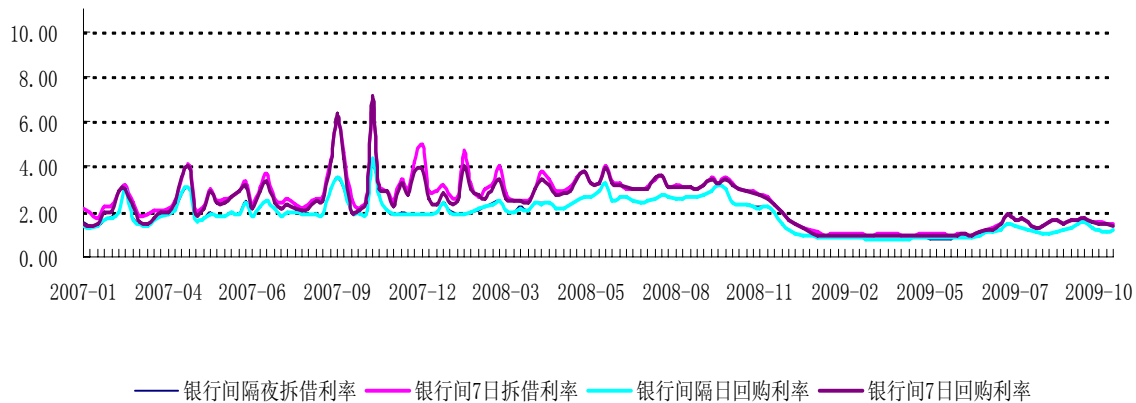
数据来源: Wind、国元证券研究中心

图 7. 存款活期化, 贷款中长期化



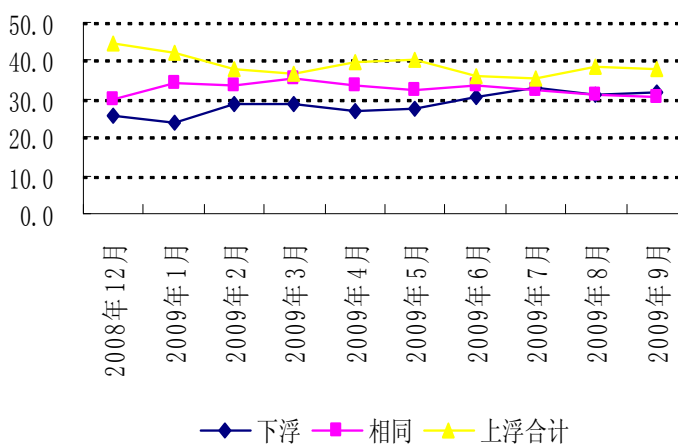
数据来源: Wind、国元证券研究中心

图 8. 货币市场利率企稳回升



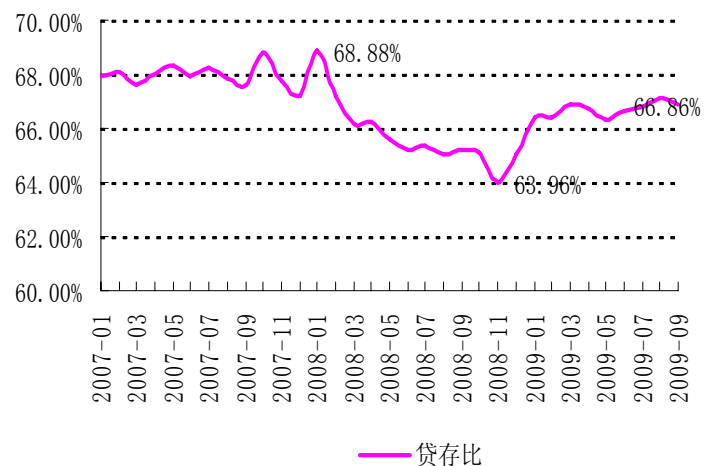
数据来源: Wind、国元证券研究中心

图 9. 上浮贷款比重缓慢上升



数据来源: Wind、国元证券研究中心

图 10. 贷存比反弹明显



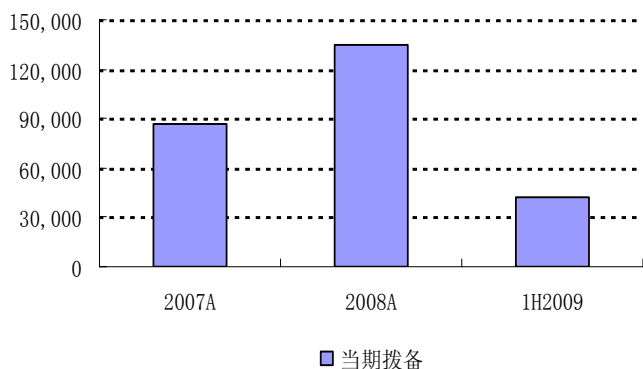
数据来源: Wind、国元证券研究中心

2.4、信贷成本对净利润增长的正向贡献将消失

09 年由于不良贷款余额的明显下降（不完全由核销造成，不良贷款形成率本身较低），在新增拨备较少的情况下，依然能够大幅提高拨备覆盖率，达到监管要求。09 年信贷成本较低，加上 08 年的高基数，09 年信贷成本同比大幅下降对净利润增长的正向贡献明显。

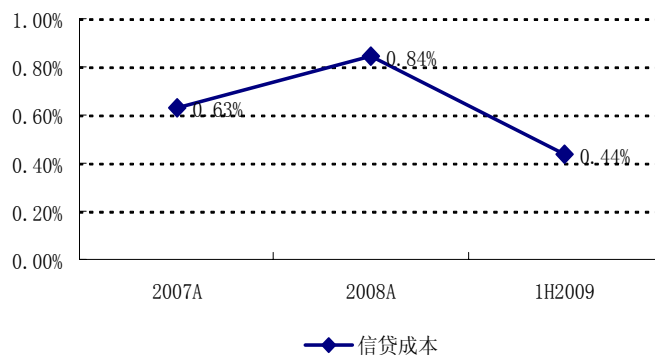
预计 2010 年信贷成本较 09 年将有所上升，对净利润增长的贡献也将由正转负。

图 11. 09 年新增拨备大幅低于 08 年



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

图 12. 09 年低信贷成本快速下降



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

2.5、09 年新增天量信贷的质量问题不容回避

09 年超常规的新增天量信贷，即使在短期内资产质量问题不会暴露出来，但潜在的风险不容回避。

09 年下半年，银监会陆续下发了一系列文件，强化对信贷监管和查处，包括：《关于进一步加强信贷管理的通知》、《项目融资业务指引》、《固定资产管理暂行办法》、《流动资金贷款管理暂行办法（征求意见稿）》、《个人贷款管理暂行办法（征求意见稿）》和《关于进一步加强按揭贷款风险管理的通知》等。下半年高密度的出台文件，正是反映了监管层对上半年商业银行超常规放贷潜在问题的担忧。我们对此的基本判断是：

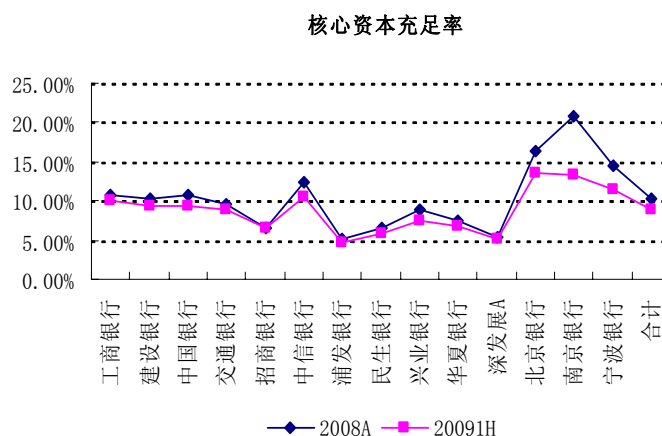
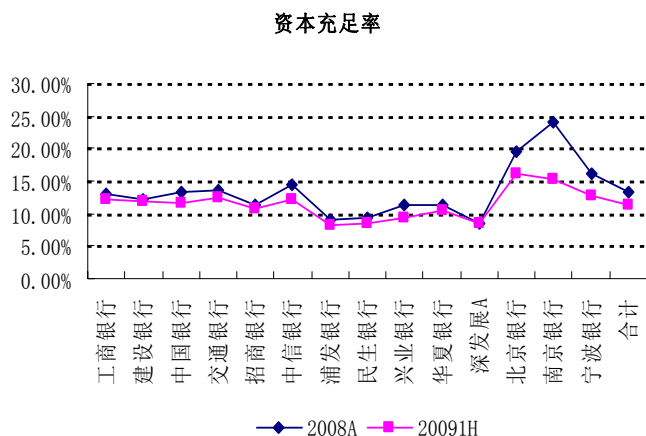
- 由于新增贷款以中长期为主，短期贷款质量问题不会暴露；
- 如果宏观经济能够较为顺利的恢复，将较大程度的减少潜在的不良贷款风险；
- 银行有能力通过逐步核销的方式，使贷款质量风险可能带来的损失不集中出现，但这将透支未来几年的成长性；
- 目前的高拨备覆盖率虽然是针对存量贷款的，但也将增加商业银行对未来贷款损失的弥补能力。

2.6、资本新规将拉低银行业 ROE 水平

经过 09 年上半年的大规模放贷，上市银行的资本充足率和核心资本充足率均大幅下降，较 08 年末分别下降 1.6 个百分点和 1.96 个百分点。少数股份制商业银行的资本充足率水平已经接近监管红线。

图 13. 09 年资本充足率大幅下降

图 14. 09 年核心资本充足率大幅下降



数据来源：公司资料、国元证券研究中心

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

出于提高银行业整体抵御风险能力的考虑，银监会下发了《关于完善商业银行资本补充机制的通知》。主要内容：

- 1、主要商业银行附属资本计算中，自 2009 年 7 月 1 日起开始持有的其他银行发行的次级债要全部扣除；
- 2、主要商业银行发行长期次级债务的额度不得超过核心资本的 25%，其他银行不能超过 30%；
- 3、发行次级债务时，主要商业银行核心资本充足率不得低于 7%，其他银行核心资本充足率不得低于 5%；
- 4、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。

“资本新规”实质上是将核心资本充足率的要求从 4%，提高到了 7%，等于提高了权益占总资产的比重。另一方面，增加了银行发行次级债补充附属资本的难度和成本，促使银行在进行高资本消耗业务的过程中更加谨慎，商业银行在降低风险资产增速的同时，也将会损失部分收益。这两方面都将拉低商业银行的 ROE 水平，尤其是对于信贷扩张较为激进的银行影响更为明显。

3、业绩预测与估值

3.1 预计 2010 年增速在 18%-24%

在平均生息资产增速 15%-18%，净息差增长 4%(10BP)-6%(15BP)的假设下，利息净收入增速在 20%-25%。

非息收入将 2010 将恢复“正常”的增长水平，我们预计在 30%-35%。

2010 年信贷成本将高于 09 年，对净利润增长的贡献也将由正转负。在预计信贷成本增长 30%-40%的情况下，将拉低净利润增速 3-4 个百分点。

综合以上，预计 2010 年银行业净利润增速在 18%-24%。

表 5：预计 2010 年增速 18%-24%

收入结构一般性假设：		
利息净收入/营业收入	78%	
非息收入/营业收入	22%	
管理费用/营业收入	30%	
营业税/营业收入	6%	
有效税率	23%	
	增速（乐观估计）	增速（悲观估计）
利息净收入	25%	20%
平均生息资产	18%	15%
净息差	6%	4%
非息业务收入	35%	30%
营业收入	27%	22%
管理费用	27%	22%
信贷成本	30%	40%
税前利润	24%	18%
净利润	24%	18%

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

3.2 行业估值水平有潜在修复的需要

07 年 4 季度到 08 年 4 季度，沪深 300 指数由最高点的 5891 点，跌至 1606 点。大盘和银行业估值水平双双大幅下降，但银行业的估值水平下降幅度大于大盘指数。出于强烈降息预期下对业绩的担忧，银行业估值水平首次长时间处于大盘之下。事实上，上市银行 08 年整体实现了 30%的增长，远高于预期。

08 年 4 季度至今，大盘反弹以来，大盘估值水平逐渐修复，但银行业的估值水平的提升速度也明显落后于大盘，这或许主要是因为银行业上半年天量放贷，市场对银行业资产质量和未来流动性收紧的担心。

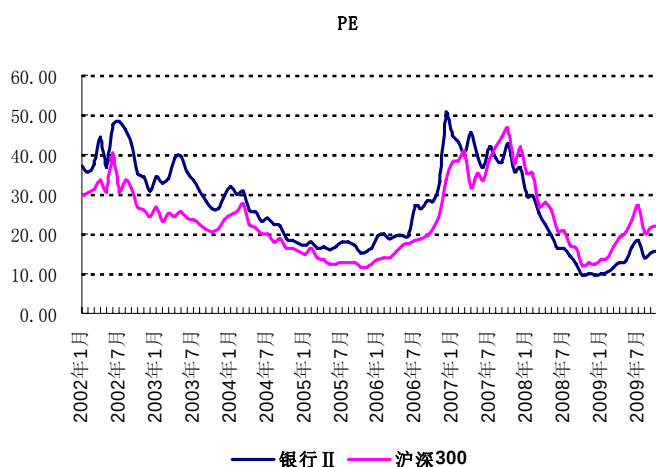
关于资产质量问题，重申我们前面提到的观点：09 年上半年的新增贷款，在短期质量问题不会暴露；中长期贷款质量的风险程度取决于宏观经济的恢复程度；即使未来贷

款质量问题出现，银行将通过逐步核销的方式，使贷款质量风险可能带来的损失不集中爆发。

关于 2010 年信贷收紧，从而流动性紧缩的问题，如第一部分讲述的那样：2010 年将是宽松货币政策末期和由松到紧的过渡阶段，从货币政策历史执行规律来看，货币政策在过渡阶段往往较为温和，从而巩固经济逐步复苏的势头。因此 2010 年货币供应量依然会保持较为宽松的状态。

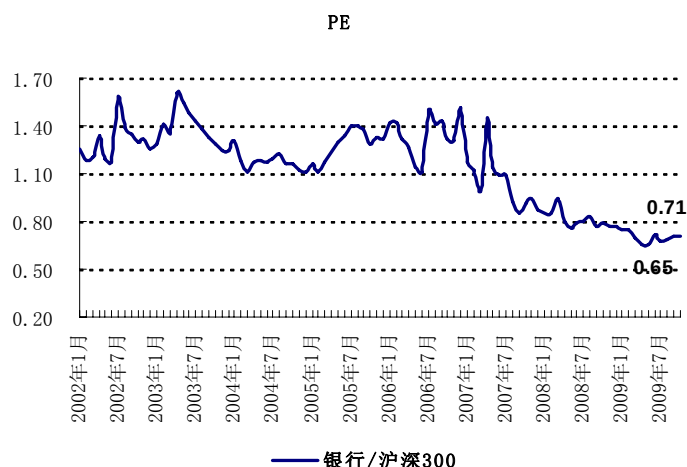
如果说银行股值水平大幅落后大盘的理由不成立，那么目前不管从 PE，还是 PB 来看，银行股仅有大盘 7 折的估值有潜在修复的需要。

图 15. 银行业 PE 长期落后大盘



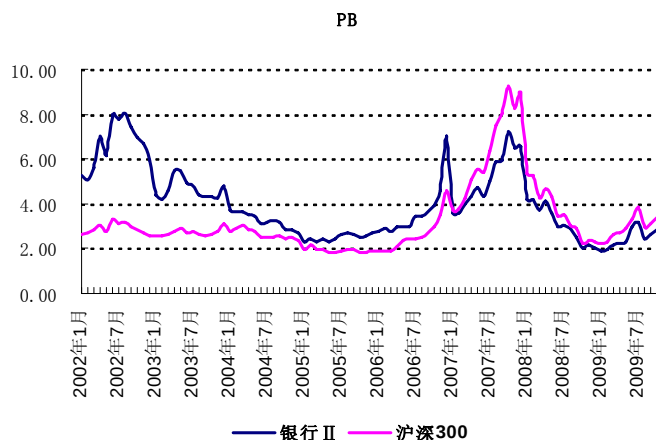
数据来源：Wind、国元证券研究中心

图 16. 银行业 PE 水平仅为大盘 7 折



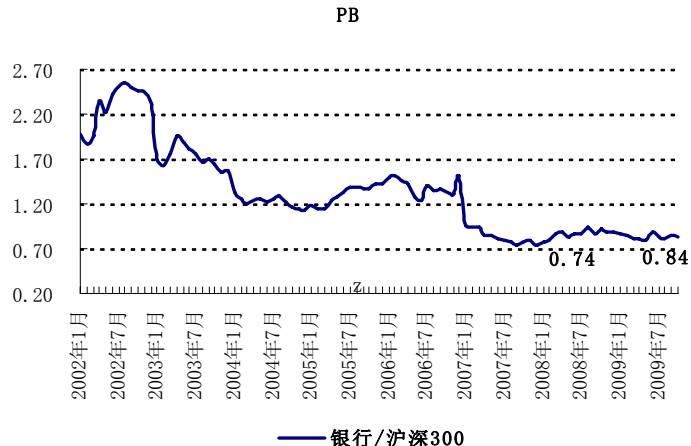
数据来源：Wind、国元证券研究中心

图 17. 银行业 PB 长期落后大盘



数据来源：Wind、国元证券研究中心

图 18. 银行业 PB 水平仅为大盘 8 折



数据来源：Wind、国元证券研究中心

4、投资建议

鉴于 2010 年上半年为货币政策由“松”到“紧”的过渡阶段，M2 仍处于高位，信贷绝对增量仍保持较高水平，基准利率处于底部，有较强的加息预期的判断，最大程度受益于高信贷增量和加息预期的投资品种，成为上半年自然的选择。

而下半年，预计 M2 增速平稳中有所回落，加息预期兑现，信贷投放节奏掌控能力强，业绩确定性高，估值具有优势的大银行为首选标的。从以往的经验来看，在 M2 增速回落的时候，大盘反映强烈，而此时基本面稳定的大银行往往有不错的市场表现，能够跑赢大盘指数。

由于资本充足率（资本充足率大于 10%，核心资本充足率大于 7%）和拨备覆盖率（大于 150%）是重点监管的量化指标，仍是在投资过程中需重点考虑的因素。

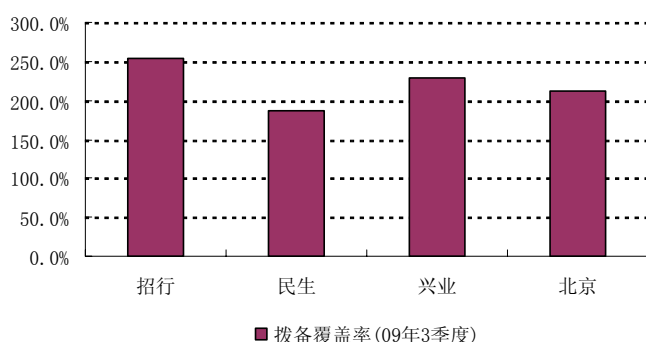
综合考虑，2010 年上半年我们推荐招行、兴业、民生和北京银行，中长期推荐建行和工行。

表 6：融资后资本充足率已不对信贷扩张构成障碍

	融资前		融资后(预测值)	
	资本充足率	核心资本充足率	资本充足率	核心资本充足率
招行	6.61%	10.54%	8.61%	12.53%
民生	5.90%	8.48%	8.85%	11.60%
兴业	7.50%	10.63%	9.44%	12.54%

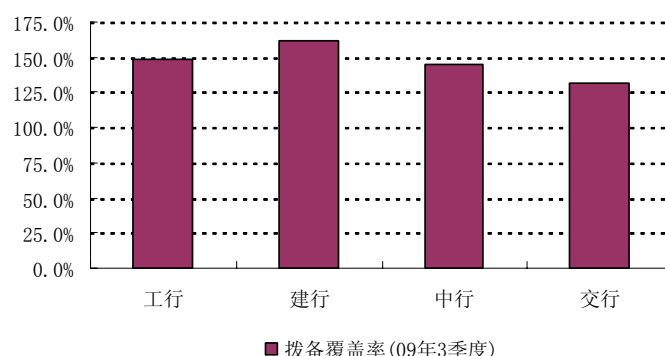
数据来源：公司资料、国元证券研究中心（注：融资后预测值考虑了内生增长对资本的补充）

图 19. 招行、民生、兴业、北京拨备覆盖率远超监管标准



数据来源：Wind、国元证券研究中心

图 20. 建行和工行拨备覆盖率已经达标



数据来源：Wind、国元证券研究中心

表 7：用历史判定息差弹性比资产负债结构性分析更直接

净息差	1H2007	2007A	1H2008	2008A	1H2009	07A(环比)	1H08 (环比)	08A (环比)	1H09(环比)
工商银行	2.65%	2.80%	3.01%	2.95%	2.25%	0.14%	0.21%	-0.06%	-0.70%
建设银行	3.11%	3.18%	3.29%	3.24%	2.46%	0.07%	0.11%	-0.05%	-0.78%
中国银行	2.66%	2.76%	2.71%	2.63%	2.03%	0.10%	-0.05%	-0.07%	-0.61%
交通银行	2.72%	2.82%	3.15%	2.96%	2.16%	0.11%	0.33%	-0.20%	-0.80%
招商银行	2.94%	3.12%	3.64%	3.42%	2.22%	0.18%	0.53%	-0.23%	-1.20%
中信银行	2.96%	3.12%	3.42%	3.33%	2.45%	0.17%	0.30%	-0.09%	-0.88%
浦发银行	3.14%	3.12%	3.22%	3.00%	2.19%	-0.01%	0.10%	-0.22%	-0.81%
民生银行	2.48%	2.94%	3.22%	3.02%	2.43%	0.46%	0.29%	-0.20%	-0.59%
兴业银行	2.71%	2.71%	3.04%	2.91%	2.20%	0.00%	0.33%	-0.12%	-0.72%
华夏银行	2.84%	2.86%	2.83%	2.63%	1.90%	0.02%	-0.03%	-0.20%	-0.74%
深发展 A	3.08%	3.10%	3.07%	3.02%	2.50%	0.03%	-0.03%	-0.05%	-0.51%
北京银行	2.23%	2.39%	3.02%	2.86%	2.48%	0.16%	0.63%	-0.16%	-0.39%
南京银行	3.03%	3.11%	3.45%	3.31%	2.88%	0.08%	0.34%	-0.14%	-0.43%
宁波银行	3.13%	3.20%	3.50%	3.41%	2.87%	0.06%	0.31%	-0.09%	-0.54%
上市银行	2.80%	2.91%	3.08%	2.98%	2.25%	0.12%	0.17%	-0.09%	-0.73%
季度净息差	20073Q	20074Q	20081Q	20082Q	20083Q	20084Q	20091Q	20092Q	20093Q
工商银行	2.80%	3.08%	3.07%	2.93%	2.85%	2.86%	2.29%	2.13%	2.21%
建设银行	3.28%	3.38%	3.33%	3.36%	3.30%	3.16%	2.58%	2.38%	2.35%
中国银行	2.91%	3.04%	2.86%	2.73%	2.67%	2.57%	2.11%	1.98%	2.08%
交通银行	1.95%	5.32%	3.21%	3.02%	3.00%	2.53%	2.10%	1.98%	2.18%
招商银行	3.05%	3.42%	3.63%	3.64%	3.28%	2.96%	2.33%	2.01%	2.18%
中信银行	3.16%	3.38%	3.48%	3.53%	3.49%	3.05%	2.43%	2.39%	2.65%
民生银行	3.21%	3.29%	3.32%	3.22%	3.21%	2.72%	2.08%	2.05%	2.24%
浦发银行	2.69%	2.89%	2.81%	3.21%	3.12%	2.94%	2.53%	2.27%	2.56%
兴业银行	2.74%	2.86%	3.04%	3.12%	2.97%	2.69%	2.29%	2.17%	2.37%
华夏银行	2.84%	2.86%	2.84%	2.89%	2.70%	2.23%	1.88%	1.92%	2.10%
深发展 A	3.13%	3.15%	3.37%	3.04%	2.95%	2.79%	2.70%	2.36%	2.40%
北京银行	2.58%	3.02%	3.07%	3.07%	3.18%	2.95%	2.52%	2.39%	2.43%
南京银行	3.23%	3.29%	3.61%	3.35%	3.11%	3.45%	2.95%	2.87%	2.65%
宁波银行	3.12%	3.37%	3.51%	3.52%	3.55%	3.13%	2.97%	2.90%	2.87%
季度息差环比	20074Q	20081Q	20082Q	20083Q	20084Q	20091Q	20092Q	20093Q	
工商银行	0.28%	-0.01%	-0.15%	-0.08%	0.01%	-0.57%	-0.16%	0.08%	
建设银行	0.10%	-0.05%	0.04%	-0.07%	-0.14%	-0.58%	-0.20%	-0.02%	
中国银行	0.13%	-0.19%	-0.13%	-0.06%	-0.10%	-0.46%	-0.12%	0.10%	
交通银行	3.36%	-2.11%	-0.19%	-0.02%	-0.47%	-0.43%	-0.12%	0.20%	
招商银行	0.36%	0.22%	0.01%	-0.35%	-0.33%	-0.63%	-0.32%	0.17%	
中信银行	0.22%	0.10%	0.05%	-0.03%	-0.44%	-0.62%	-0.03%	0.25%	
民生银行	0.08%	0.03%	-0.10%	-0.01%	-0.49%	-0.64%	-0.03%	0.19%	
浦发银行	0.19%	-0.08%	0.40%	-0.08%	-0.19%	-0.41%	-0.25%	0.28%	
兴业银行	0.12%	0.18%	0.08%	-0.15%	-0.28%	-0.40%	-0.13%	0.20%	
华夏银行	0.02%	-0.02%	0.05%	-0.19%	-0.47%	-0.35%	0.05%	0.18%	
深发展 A	0.02%	0.22%	-0.34%	-0.08%	-0.17%	-0.08%	-0.34%	0.04%	
北京银行	0.44%	0.05%	-0.01%	0.12%	-0.23%	-0.44%	-0.12%	0.04%	
南京银行	0.06%	0.32%	-0.26%	-0.24%	0.34%	-0.51%	-0.08%	-0.22%	
宁波银行	0.25%	0.14%	0.00%	0.04%	-0.42%	-0.16%	-0.07%	-0.03%	

数据来源：公司资料、国元证券研究中心

表 8：上市银行估值表

公司名称	股价	EPS				BVPS				净利润增速				股息率			
		2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
工商银行	5.33	0.33	0.39	0.46	0.58	1.81	2.05	2.31	2.66	36.3%	18.3%	17.6%	26.1%	3.10%	3.68%	4.33%	5.46%
建设银行	6.13	0.40	0.48	0.57	0.69	1.99	2.29	2.62	3.02	34.1%	20.9%	19.6%	20.1%	3.17%	3.91%	4.67%	5.61%
中国银行	4.28	0.25	0.29	0.38	0.44	1.84	2.11	2.35	2.63	13.0%	16.7%	29.3%	17.7%	3.00%	3.03%	3.92%	4.61%
交通银行	8.9	0.58	0.61	0.78	0.93	2.96	3.38	3.95	4.61	38.6%	4.9%	27.9%	19.7%	2.24%	2.39%	3.06%	3.66%
招商银行	18.06	1.43	0.87	1.15	1.42	5.41	5.63	6.56	7.69	38.3%	-13.2%	32.4%	23.5%	0.43%	1.32%	1.75%	2.17%
中信银行	6.68	0.34	0.37	0.45	0.59	2.44	2.73	3.09	3.57	60.7%	9.8%	20.7%	30.0%	1.37%	1.51%	1.82%	2.36%
浦发银行	23.18	2.21	1.59	1.89	2.29	7.36	7.86	9.56	11.62	127.6%	12.1%	19.1%	20.9%	0.63%	0.81%	0.97%	1.17%
民生银行	8.36	0.42	0.55	0.63	0.77	2.86	4.15	4.67	5.32	24.5%	53.6%	15.8%	22.0%	0.96%	1.54%	1.78%	2.17%
兴业银行	40.05	2.28	2.45	2.84	3.36	9.80	11.81	16.16	18.95	32.6%	7.7%	29.8%	18.3%	1.12%	1.22%	1.59%	1.88%
华夏银行	11.77	0.62	0.68	0.81	0.89	5.49	6.05	6.71	7.42	46.1%	11.0%	18.3%	10.6%	1.29%	1.50%	1.77%	1.96%
深发展 A	25.18	0.20	1.28	1.62	1.98	5.28	8.60	10.09	11.91	-76.8%	671.5%	26.1%	22.3%	0.10%	0.60%	0.76%	0.93%
北京银行	18.9	0.87	1.01	1.27	1.51	5.43	6.26	7.33	8.58	61.8%	16.3%	25.2%	19.4%	0.95%	1.07%	1.34%	1.60%
南京银行	18.43	0.79	0.92	1.20	1.47	6.15	6.80	7.68	8.72	60.1%	16.6%	29.8%	22.2%	1.77%	1.91%	2.48%	3.03%
宁波银行	14.92	0.53	0.50	0.67	0.82	3.52	5.04	5.54	6.12	40.0%	9.5%	34.9%	22.1%	1.41%	1.44%	1.94%	2.37%
公司名称	评级	PE				PB				ROE				ROA			
		2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
工商银行	推荐	16.07	13.59	11.55	9.16	2.95	2.61	2.31	2.00	19.4%	20.4%	21.2%	23.4%	1.20%	1.21%	1.22%	1.36%
建设银行	推荐	15.47	12.80	10.70	8.91	3.07	2.68	2.34	2.03	20.9%	22.4%	23.4%	24.4%	1.31%	1.30%	1.33%	1.45%
中国银行	中性	17.10	14.66	11.33	9.63	2.32	2.03	1.82	1.63	14.2%	14.8%	16.9%	17.8%	0.98%	0.98%	1.05%	1.07%
交通银行	中性	15.34	14.62	11.43	9.55	3.00	2.63	2.25	1.93	20.8%	19.2%	21.2%	21.8%	1.19%	0.97%	1.02%	1.06%
招商银行	强烈推荐	12.60	20.80	15.72	12.72	3.34	3.21	2.75	2.35	28.6%	18.5%	18.9%	19.9%	1.46%	1.00%	1.05%	1.08%
中信银行	推荐	19.58	17.82	14.76	11.36	2.73	2.44	2.16	1.87	14.8%	14.5%	15.5%	17.7%	1.21%	1.09%	1.00%	1.04%
浦发银行	推荐	10.49	14.59	12.26	10.14	3.15	2.95	2.42	1.99	35.8%	25.2%	21.7%	21.6%	1.13%	0.96%	0.96%	1.00%
民生银行	强烈推荐	19.96	15.29	13.21	10.83	2.92	2.02	1.79	1.57	15.0%	16.5%	14.4%	15.5%	0.80%	0.98%	0.89%	0.92%
兴业银行	强烈推荐	17.59	16.33	14.09	11.91	4.08	3.39	2.48	2.11	25.9%	22.7%	21.3%	19.2%	1.22%	1.02%	1.04%	1.02%
华夏银行	中性	19.13	17.23	14.57	13.17	2.14	1.95	1.76	1.59	15.2%	11.8%	12.7%	12.7%	0.46%	0.44%	0.44%	0.42%
深发展 A	中性	127.35	19.61	15.56	12.73	4.77	2.93	2.50	2.11	4.2%	19.7%	17.3%	18.0%	0.15%	0.90%	0.94%	0.98%
北京银行	强烈推荐	21.73	18.69	14.92	12.50	3.48	3.02	2.58	2.20	17.9%	17.3%	18.6%	19.0%	1.40%	1.36%	1.37%	1.32%
南京银行	推荐	23.25	19.95	15.36	12.57	3.00	2.71	2.40	2.11	13.7%	14.3%	16.6%	17.9%	1.72%	1.42%	1.35%	1.34%
宁波银行	中性	28.01	29.99	22.22	18.20	4.24	2.96	2.70	2.44	15.8%	12.4%	12.7%	14.1%	1.49%	1.18%	1.18%	1.13%

资料来源：公司资料，国元证券研究中心（注：招行、浦发、民生、深发展 09 年已考虑融资的影响，兴业 10 年考虑融资影响）

表 9:招商银行盈利预测

主要指标(百万元)	20071231	20081231	2009E	2010E	2011E
营业收入	40,958	55,308	51,486	68,221	82,141
营业收入增长	63.28%	35.04%	-6.91%	32.50%	20.41%
净利润	15,243	21,077	18,296	24,219	29,917
净利润增长	73.09%	38.27%	-13.19%	32.37%	23.53%
EPS(元)	1.04	1.43	0.87	1.15	1.42
BVPS(元)	4.62	5.41	5.63	6.56	7.69
ROE	24.76%	28.58%	18.47%	18.86%	19.92%
ROA	1.36%	1.46%	1.00%	1.05%	1.08%
P/E	17.26	12.48	20.61	15.57	12.60
P/B	3.87	3.31	3.18	2.73	2.33
股息派发率	27.01%	6.97%	25.00%	25.00%	25.00%
股息收益率	1.20%	0.43%	1.34%	1.77%	2.19%

资料来源: 公司资料, 国元证券研究中心

表 10: 民生银行盈利预测

主要指标(百万元)	20071231	20081231	2009E	2010E	2011E
营业收入	25,301	35,017	40,489	48,095	58,907
营业收入增长	44.96%	38.40%	15.63%	18.78%	22.48%
净利润	6,335	7,885	12,111	14,019	17,101
净利润增长	49.39%	24.46%	53.60%	15.75%	21.98%
EPS(元)	0.44	0.42	0.55	0.63	0.77
BVPS(元)	3.47	2.86	4.15	4.67	5.32
ROE	18.23%	15.04%	16.53%	14.36%	15.46%
ROA	0.78%	0.80%	0.98%	0.89%	0.92%
P/E	18.72	19.55	14.97	12.94	10.61
P/B	2.36	2.86	1.97	1.75	1.54
股息派发率	11.43%	19.10%	20.00%	20.00%	20.00%
股息收益率	0.47%	0.98%	1.57%	1.82%	2.22%

资料来源: 公司资料, 国元证券研究中心

表 11：兴业银行盈利预测

主要指标(百万元)	20071231	20081231	2009E	2010E	2011E
营业收入	22,055	29,715	30,316	41,405	50,678
营业收入增长	61.58%	34.73%	2.02%	36.57%	22.40%
净利润	8,586	11,385	12,260	15,913	18,828
净利润增长	69.83%	32.60%	7.69%	29.79%	18.32%
EPS(元)	1.72	2.28	2.45	2.84	3.36
BVPS(元)	7.78	9.80	11.81	16.16	18.95
ROE	31.17%	25.90%	22.69%	21.28%	19.15%
ROA	1.17%	1.22%	1.02%	1.04%	1.02%
P/E	23.11	17.43	16.18	13.96	11.80
P/B	5.10	4.05	3.36	2.46	2.09
股息派发率	18.64%	19.76%	20.00%	20.00%	20.00%
股息收益率	0.81%	1.13%	1.24%	1.60%	1.90%

资料来源：公司资料，国元证券研究中心

表 12：北京银行盈利预测

主要指标(百万元)	20071231	20081231	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,642	12,304	12,794	16,466	20,714
营业收入增长	31.13%	61.01%	3.98%	28.70%	25.80%
净利润	3,348	5,417	6,299	7,888	9,420
净利润增长	34.88%	61.79%	16.27%	25.23%	19.42%
EPS(元)	0.54	0.87	1.01	1.27	1.51
BVPS(元)	4.28	5.43	6.26	7.33	8.58
ROE	18.34%	17.92%	17.31%	18.65%	19.01%
ROA	1.07%	1.40%	1.36%	1.37%	1.32%
P/E	35.15	21.73	18.69	14.92	12.50
P/B	4.41	3.48	3.02	2.58	2.20
股息派发率	22.31%	20.69%	20.00%	20.00%	20.00%
股息收益率	0.63%	0.95%	1.07%	1.34%	1.60%

资料来源：公司资料，国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn