

罗毅, CFA
86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn

洪锦屏 86-755-82960071
hongjinpings@cmschina.com.cn

2009年12月6日

金融

银行

推荐

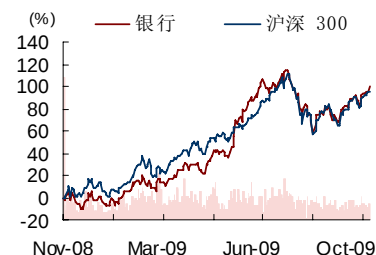
上证指数 3319

行业规模

		占比%
股票家数(只)	15	0.9
总市值(亿元)	44935	19.5
流通市值(亿元)	31589	23.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.21%	24.99%	84.26%
相对表现	-6.46%	-0.07%	-26.44%



安全第一, 精选防御

银行业 2010 年度投资策略

本篇报告在阐明 2010 年银行业的盈利增长基本确定的基础上, 重点分析了 2010 年可能出现的流动性变化情况及银行盈利增长过程中的不确定性因素, 指出银行股是未来可能的不确定性中比较安全的投资品种, 对行业的投资评级为“推荐”。

- **2010 年银行业盈利增长基本确定。**2009 年二季度后银行业息差见底, 在存款活期化趋势加速、贷款逐渐趋紧的情况下, 净息差将持续回升。而贷款规模的稳定增长使得银行迎来价量齐升的良好行业环境, 保证了 2010 年盈利的增长。
- **关注流动性变化。**2009 年货币政策在信贷投放等多项指标上都创下了近 15 年的历史纪录, 2010 年在经济平稳增长的背景下, 宏观经济结构调整将是基调之一, 对于银行股判断需要关注流动性变化。
- **投资策略:** 在中期市场的不确定性和行业长期增长的确定性中寻找平衡, 在未来市场不确定性较大的情况下, 建议配置拨备充足和高信用成本、低估值的银行品种。而当市场面临结构性估值机会或信贷再次井喷时, 配置成长性好, 业绩增长弹性高的银行品种。
- **行业评级和公司选择:** 未来一年行业基本面向好确定、估值具有良好的比较优势以及长期增长的确定性使得银行股仍具吸引力, 维持对行业“推荐”评级, 并重点推荐招商银行、工商银行、民生银行、北京银行、兴业银行。
- **风险提示:** 盈利增长与股价存在一定背离情况。虽然 2010 年银行的业绩增长基本确定, 但从历史看, 银行的股价与利润增长存在背离情况, 需要较为留意。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
工商银行	5.23	0.33	0.38	0.45	15.85	13.76	2.59	强烈推荐-A
建设银行	5.93	0.40	0.47	0.55	14.83	12.62	2.58	审慎推荐-A
招商银行	17.29	1.42	0.87	1.03	12.18	19.87	3.26	强烈推荐-A
浦发银行	22.02	2.21	1.58	1.34	9.96	13.94	2.69	审慎推荐-A
兴业银行	38.42	2.28	2.47	2.62	16.85	15.55	3.24	强烈推荐-A
民生银行	7.70	0.42	0.53	0.57	18.33	14.53	1.92	强烈推荐-A
交通银行	8.47	0.58	0.59	0.68	14.60	14.36	2.65	审慎推荐-A
宁波银行	13.90	0.53	0.52	0.67	26.23	26.73	3.70	审慎推荐-A
北京银行	17.71	0.87	0.95	1.13	20.36	18.64	2.90	强烈推荐-A
南京银行	17.49	0.79	0.88	1.01	22.14	19.88	2.74	审慎推荐-A

资料来源: 招商证券研发中心

正文目录

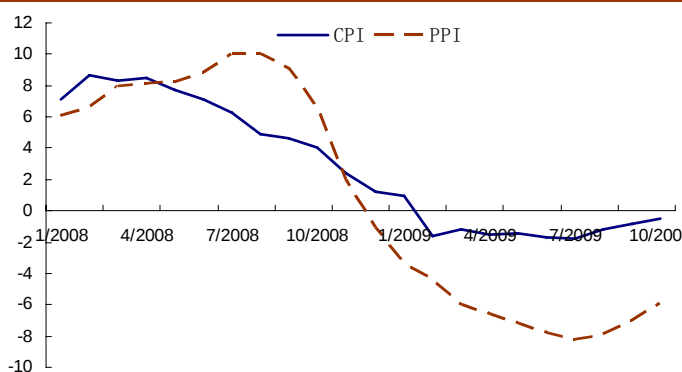
一、10 年平稳增长，经济结构调整是主要政策基调之一	3
1、平稳增长，经济结构调整将逐步成为政策基调之一	3
2、平稳增长背景下，关注流动性变化	5
二、关注盈利增长过程中的变化因素	6
1、经济高速回升后，稳定增长是主基调	6
2、地方政府投资冲动下的贷款质量隐忧	6
3、再融资与市场情绪	7
三、银行股：防御佳品	8
1、从基本面上看，价量齐升趋势下，未来一年盈利增长基本确定	8
2、从估值看，银行股具有良好的比较优势。	9
3、银行业长期成长潜力依然可期	10
四、重点公司分析.....	11
招商银行：战略高远,稳健成长.....	11
工商银行：未来最赚钱的零售银行.....	11
民生银行：规模高速增长，净息差快速反弹	11
兴业银行：差异化战略清晰，业绩扎实	12
风险提示：股价表现的超前性和银行盈利表现的滞后性	13
图 1:09 年 CPI、PPI 数据受 08 年影响大	3
图 2:汽油、柴油、液化气等价格悄然上扬.....	3
图 3：从历史上看，M1 增速高于 20%的时期难以持续.....	3
图 4:09 年 M1、M2 增速均处于历史高位	4
图 5:银行股价表现与盈利表现的背离	13
图 6:地方政府投资同比增加额（亿元）	6
图 7:地方政府投资同比增速（%）	6
图 8:货币市场资金利率稳步走高	8
图 9:储蓄存款活期化加速.....	8
图 10:大规模的固定资产投资需要贷款规模保持稳定增长	9
图 11:银行股 PE 与市场 PE 对比	9
图 12:银行股 PB 与市场 PB 对比	9
图 13:A 股各行业 PE 比较.....	10
图 14:A 股各行业 PB 比较.....	10
表 1:中国货币政策历史回顾——M1 高速增长的后一年往往伴随着明显的物价上涨...4	
表 2:重点公司盈利预测与估值.....	12

一、10 年平稳增长，经济结构调整是主要政策基调之一

1、平稳增长，经济结构调整将逐步成为政策基调之一

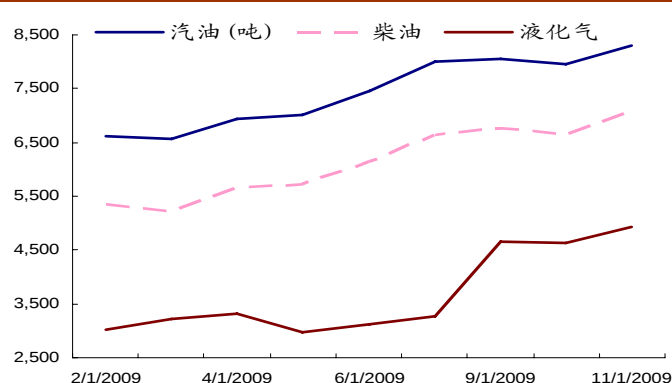
CPI 指标具有一定的滞后性，货币政策须具有前瞻性。如果以 CPI 的高企作为调控的时点，则有可能错失较好的调控时机。当前高涨的 M1 同比增速，使得通胀预期在迅速加强，2010 年经济结构调整，处理好平稳增长与通胀预期之间的关系将成为调控主题之一。CPI 只是一个篮子的商品价格，很大程度上难以反应经济体中物价的全貌，比如资产价格、能源价格等；事实上，就在刚公布的 10 月 CPI 数字仍为-0.5%的情况下，粮价、水价、气价和成品油价都已纷纷上调。另外，CPI 总是不可避免地受到翘尾因素的影响。但是在 2010 年，经济结构调整与管理好通胀预期将成为基调之一。

图 1:09 年 CPI、PPI 数据受 08 年影响大



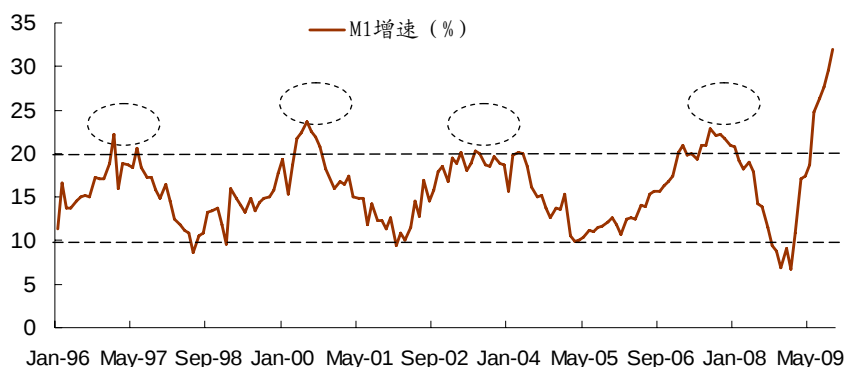
资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 2:汽油、柴油、液化气等价格悄然上扬



2009 年中国的货币政策有许多项指标都创下了近 15 年的历史纪录。1-10 月份，新增信贷投放量已达 8.92 万亿、M1 高达 32.03%、M2 增速高达 29.42%，10 月末 M2/M1 高达 2.82 倍。

图 3：从历史上看，M1 增速高于 20% 的时期难以持续



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

创下记录的货币投放和大规模的财政刺激的短期效果固然明显，现在经济的回暖和 GDP 增速的回升就是最好的证明。但是货币供应量增加到物价上涨有一个传导过程，这个时间大概是一年左右。到明年初，大量货币供应的滞后效应就会显现出来，M1 与 M2 之间的剪刀差可能进一步扩大（存款活期化加速，投机氛围浓烈，货币流通速度的迅速提高）。为了避免上述情况的发生，相信央行与银监会在 10 年会管理好通胀预期，收缩过于充足的流动性。其实从 8 月开始的信贷已经在向紧的方向转变，而最近银监会

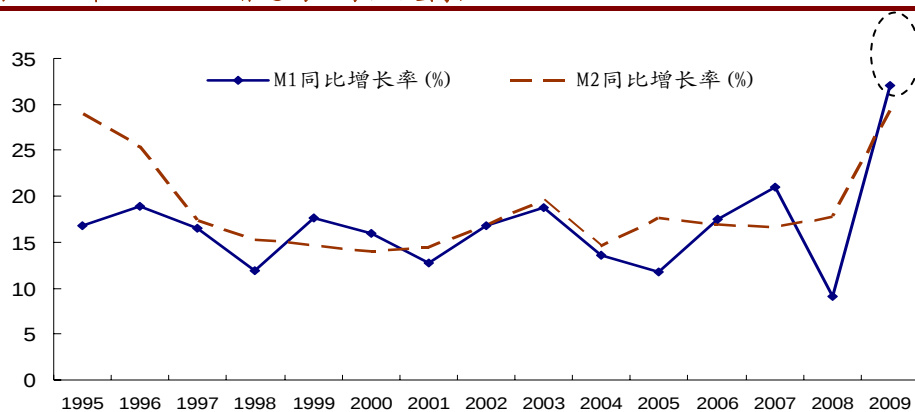
要求提高资本充足率的资本监管新规和近期央行连续七周的资金净回笼,是动态调控的延续。

表 1:中国货币政策历史回顾

时间	M1 同比增速 (%)	M2 同比增速 (%)	通胀率
1987 年	16.90	24	7.30%
1988 年	21	21.2	18.80%
1989 年	6.6	18.3	18.00%
1990 年	19.2	28	3.10%
1991 年	24.2	26.5	2.40%
1992 年	35.9	31.3	6.40%
1993 年	38.8	37.3	14.70%
1994 年	26.2	34.5	24.10%
1995 年	16.8	29.5	17.00%
1996 年	18.9	25.3	8.30%
1997 年	16.5	17.3	2.80%
1998 年	11.9	15.3	-0.80%
1999 年	17.7	14.7	-1.40%
2000 年	16	13.99	0.40%
2001 年	12.7	14.4	0.70%
2002 年	16.82	16.78	-0.80%
2003 年	18.7	19.6	1.20%
2004 年	13.6	14.6	3.90%
2005 年	11.78	17.57	1.80%
2006 年	17.48	16.94	1.50%
2007 年	21.01	16.72	4.80%
2008 年	9.06	17.82	5.90%
2009 年 10 月	32.03	29.42	-0.50%

资料来源:CEIC, 招商证券研发中心

图 4:09 年 M1、M2 增速均处于历史高位



资料来源:CEIC, 招商证券研发中心

虽然今时不同往日,但刚过去的 2007 年是对现在是个很好的借鉴。2007 年,银行体系流动性过剩非常明显,但通胀率并不高,因为大量的流动性注入了楼市和股市。而当出现估值过高、信心不足及其他外部原因使得虚拟经济无法吸引这些过量的流动性时,实体经济的通货膨胀就会凸现。相信央行和市场对 07 年的大泡沫还记忆犹新,为了防止同样的事情再次发生,未来政策的收紧时机也将会体现央行对经济的前瞻性。

我们认为相比以往年份信贷前松后紧（上半年放，下半年收）的情况，2010 年的信贷投放会呈现一个比较均匀的节奏，10 年 1-3 月的平均贷款量可能在 5000-7000 亿左右。央行已经在政策执行报告中明确提出要管理好通胀预期，因此，商业银行在明年一季度大举开闸放贷的情况出现的可能性较小，一季度月均上万亿的贷款规模也可能是小概率事件。综合考虑 GDP 增速、货币增速和经济结构的调整，我们预计 10 年新增信贷规模约 6-8 万亿，虽然数量较 2009 年有所下降，但相比以往的年份仍是一个天量，连续两年的货币供应高增长带来的通胀压力可想而知。因此，管理好通胀预期也是央行需要考虑的重要因素。

2、平稳增长背景下，关注流动性变化

2008 年 10 月份以来，全球央行都在忙于做一件事情：开闸放水。全球货币的大量供应最直接的效果就是各国经济体中的资本市场都出现了强劲的反弹，并在表面上给世界带来了暂时的稳定。于是，当新兴市场强劲复苏的期望高涨时，投资者又乐观起来，资产价格也随之高启，财富效应又拉动了消费，于是经济又继续繁荣起来，失业的问题也基本得到缓解。

可是当过多的流动性催生石油和其它能源等大宗商品价格的日益高涨时，通胀的预期和压力就会越来越强，而当物价高启时，以“保持币值稳定”为目标的央行便会逐步收缩流动性。当市场的流动性预期改变时，大量的热钱就会迅速退潮，造成资产价格转而下行，这时市场可能又会开始质疑全球各大金融机构的支付能力，以及经济基本面的表现能否支撑虚高的股价估值。

当流动性和对流动性的预期成为影响行情走势的重要因素时，市场对每个月新增信贷数量的高度敏感性就成为自然而然的事。而 2010 年平稳增长背景下，经济结构调整已经成为政策基调，而流动性的逐步收缩应该也是大概率事件。

二、关注盈利增长过程中的变化因素

净息差于 09 年二季度见底回升，贷款规模稳定增长，价量齐升的情况下 2010 年银行盈利增长基本确定。对于这些相信市场已经分析得很清楚了，那么，在此我们就重点来关注一下未来银行盈利增长过程中可能遇到的变化因素。

1、经济高速回升后，稳定增长是主基调

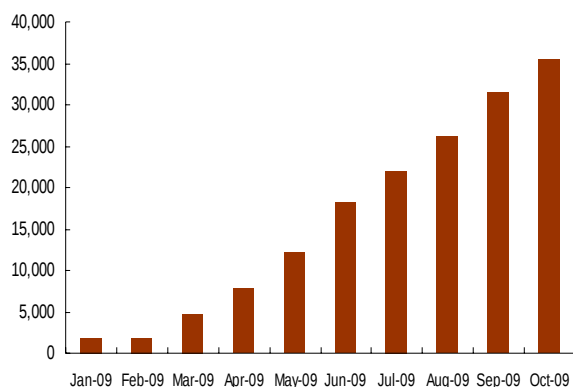
09 年三季度 GDP 增速回升至 8.9%，而物价保持了较低水平，中国经济将保持强劲的复苏。在高速增长后，也需要看到结构性问题十分突出。从 09 年前三季度的数据看，投资对经济增长贡献率高达 94.81%，拉动 GDP 增长 7.3%；最终消费对经济增长贡献率为 51.9%，拉动 GDP 增长 4%；而净出口对经济增长贡献率为-46.7%，拉动 GDP 增长-3.6%，要注意的是在出口下滑较大的情况下，消费占比的提升与实际消费的增长是不同的。

当然，政府已经把未来经济工作的重点放在“调结构”上，但我们必须注意，结构失衡的调整不是短期内就可以完成的，调整是需要经历一定阵痛的。从前面的数据可以看出目前中国经济的复苏很大程度上是财政投资和去库存化所带动的。当财政刺激和库存回补的影响难以持续时，而经济将转入稳定增长，在这种转变的背后，可能银行的盈利预期也会产生些许改变。

2、地方政府投资冲动下的贷款质量隐忧

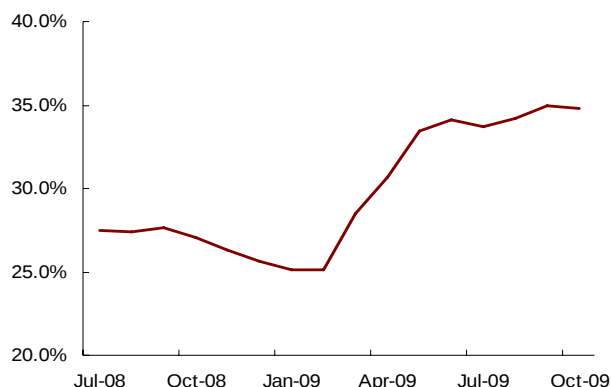
“跑部钱进”是 2008 年底四万亿刺激方案出台后地方政府流行的语句，08 年 11 月中旬地方政府公布的未来两年计划投资项目规模近 18 万亿，相当于中央四万亿投资计划的 4.5 倍，地方政府的投资冲动可见一斑。2009 年 1 到 10 月，地方政府固定资产投资额达 13.7 万亿，施工项目数同比增加 9.5 万个。大量政府项目投资的正热火朝天般的进行着，而这一切伴随的是地方政府急速攀升的财政赤字和债务。

图 5:地方政府投资同比增加额（亿元）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

图 6:地方政府投资同比增速（%）



目前地方政府能发行市政债的规模尚且不大，项目投资的资金除财政收入和中央政府的拨付资金之外，主要通过出让土地获得收入、向银行贷款和向企业举债（如工程款拖欠等）取得。而中央近期要求抑制房地产投机需求的政策，可能使得地方政府依靠出让土地获得收入的方式受到很大的制约。通过银行融资就成为地方政府筹集资金的一个重要

渠道。银行可以通过类似“银政合作”的方式支持地方政府推动的大型建设项目，也可以通过政府设立的投资公司向地方政府发放贷款。在短期而言，这可以使得流动性充足的银行保持较快的贷款和利润增长。地方政府决策的低效率一直是市场担心的问题，投资冲动下过多重复建设项目带来的产能过剩问题也引起了中央政府的担忧，这样银行一方面要为此承担短期负债（即存款）与长期资产（如基础设施建设项目）的不匹配的流动性风险；另一方面，还可能面临许多项目建成后回报率过低带来的违约风险。最近财政部再次要求不准以地方财政为担保进行贷款，也可以说明这个问题的严重性。

另一个需要说明的问题是不良贷款和不良贷款率。经常可以看到的关于银行业资产质量的说明形式是：列出最近几年不良贷款、不良贷款率两降的数字，然后说明近期全国企业的盈利情况上升，利息保障倍数持续走高而银行的拨备覆盖率充足，未来一年内资产质量仍将稳定。我们想提醒的是，不良贷款率是一个滞后指标，（投资于一个未来一年内不良贷款率下降而在第三年不良贷款率显著增加的银行是非常危险的）由于企业盈利和抵押物等资产价格的顺周期性，银行对不良贷款的认定也是顺周期和滞后的。

3、再融资与市场情绪

2009 年，由于资产规模的迅速增长而导致资本充足率的快速下降，以及银监会关于资本监管新规的出台，主要上市银行如民生、招行、兴业等都相继公布了再融资方案。

现在已经公布方案的银行总的融资额度近 800 亿元，根据 2010 年新增信贷 7.5 万亿元、大型商业银行资本充足率 11%、中小型银行资本充足率 10% 的要求测算，上市银行的资本金存在约 1000 亿左右的缺口，而且农业银行也可能于 10 年上市，融资额度约 1700 亿-2400 亿。虽然再融资从长期来看有利于银行的继续发展，但是未来具体股价的走势如何仍取决于融资时市场走势和情绪。而从 A 股的历史来看，除了在 2007 年特别亢奋的市场以外，一般对银行股再融资的反应是比较负面的。不过我们也要看到银行在 09 年涨幅不大，其中股价蕴含泡沫较少，即使再融资，相信也不会对银行股价构成太大冲击。

三、银行股：防御佳品

从基本面和相对估值来看，银行股会有较好的抗跌性，或许在不确定过程中成为防御的首选品种。

1、从基本面上看，价量齐升趋势下，未来一年盈利增长基本确定

价：多重因素支持净息差稳步回升

同业资产、债券等收益率的提高：截至 11 月 27 日，央行已经连续七周从银行体系净回笼资金 6650 亿，回收流动性，根据我们的分析，央行一定会加大公开市场操作的力度并提高准备金率来回收银行业流动性，这将提高货币市场利率和债券利率日趋走高，从而提高其净息差。

贷款议价能力的改善：私营部门贷款需求的增长和货币政策的趋紧，将提升银行的贷款议价能力，增加银行资产中上浮利率贷款的占比，并对银行净息差的提高产生积极影响。

存款活期化加速：2010 年 CPI 转正趋势已经基本确定，在强烈的通胀预期下，预计明年存款搬家现象将加速，活期存款占比的增加有助于降低银行的资金成本。

加息：适度宽松货币政策的退出只是时间问题。在贷款的重新定价（存款定价的相对滞后）等因素的影响下，加息将使银行的净息差扩大。

图 7:货币市场资金利率稳步走高

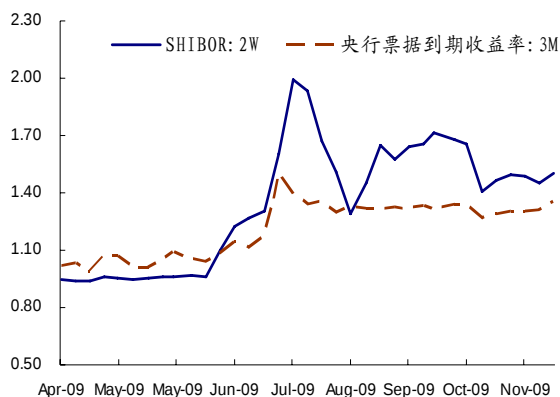
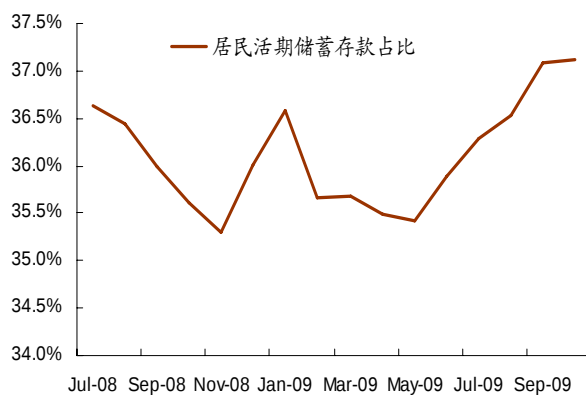


图 8:储蓄存款活期化加速

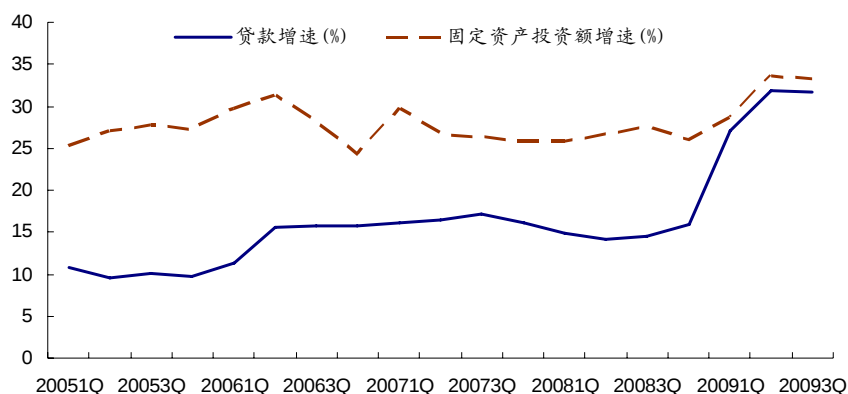


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

量：基建投资的持续性保证 2010 年信贷规模的稳定增长

依照现有政策导向，我们预计 2009 年全年新增贷款 9.7 万亿，其中，中长期贷款约 6 万亿。09 年大量信贷投放于政府的基础设施建设项目，由于这些项目的建设周期较长，使得明年的信贷投放特别是中长期项目贷款具有持续性；另外，08 年底积极财政政策下，2010 年仍有许多政府项目开工，这也将支撑明年银行业贷款规模的稳定增长。

图 9:大规模的固定资产投资需要贷款规模保持稳定增长



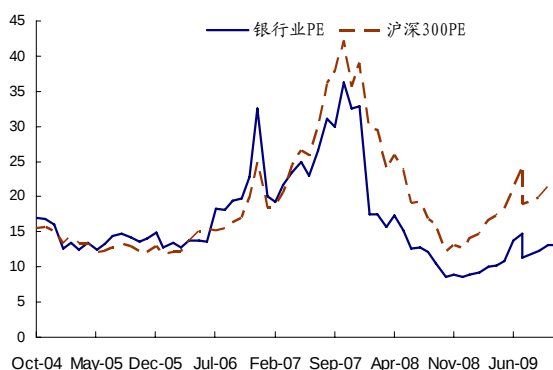
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2、从估值看, 银行股具有良好的比较优势。

银行业当前动态 PB 约为 2.48 倍, 动态 PE 约为 14.2 倍, 银行板块 PE 值落后于沪深 300 的估值差异为 39%, PB 估值落后约 19%。

从行业比较来看, 银行板块是目前市盈率、市净率最低的板块, 估值具有绝对和相对的安全性。

图 10:银行股 PE 与市场 PE 对比



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 11:银行股 PB 与市场 PB 对比

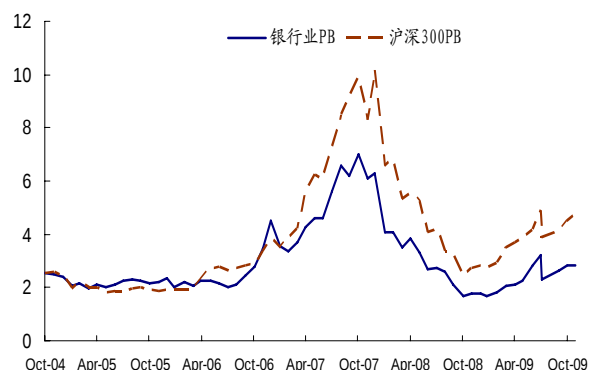


图 12:A 股各行业 PE 比较

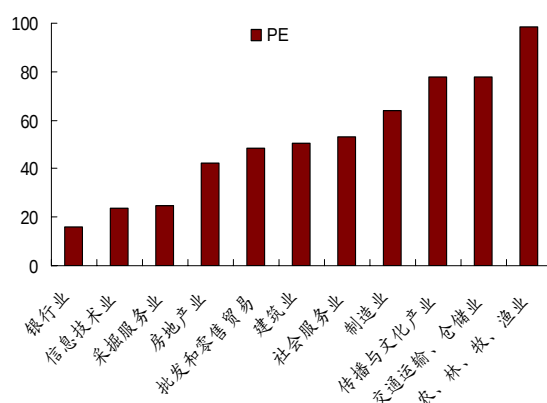
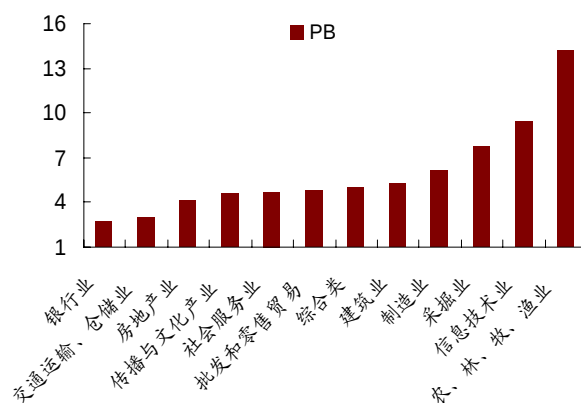


图 13:A 股各行业 PB 比较



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

另外, 在市场从年初到现在的上涨过程中, 银行股上涨 84.26%, 其涨幅相对不算太大。因此, 相比其它前期涨幅更大中小盘股票, 其下跌空间也不会过大。

3、银行业长期成长潜力依然可期

虽然中期存在不确定因素, 但是我们对中国银行业长期的成长依然非常看好。首先, 中国经济高速成长的长期趋势没有改变。在经济增长的过程中, 企业的经营业务量不断扩大, 对银行的金融服务需求必然与日俱增。另外, 随着中国居民人均收入突破 3000 美元的阶段, 居民金融服务需求将进入爆发式增长期, 银行的个人金融业务将有很大的增长空间。而目前中国银行业总体经营情况比较健康, 在未来日益膨胀的金融服务需求使得银行业长期有广阔的成长空间。

因此, 我们的投资逻辑是投资人应在短期市场的不确定性和行业长期增长的确定性中寻找平衡, 在未来市场存在不确定性的情况下, 建议配置拨备充足和高信用成本、低估值的银行品种。而当市场面临结构性估值机会或信贷再次井喷时, 配置成长性好, 业绩增长弹性高的银行品种。

四、重点公司分析

招商银行：战略高远，稳健成长

零售银行品牌优势明显。公司是最早提出向零售银行转型口号的银行，并一直高效执行。招行信用卡、人民币理财等业务已经形成较高的知名度。中国人均 GDP 已突破 3000 美元，个人金融服务需求的激增，公司的品牌优势将有利于其开拓更大的市场份额和吸引更多中高端客户。

中间业务快速增长减轻业绩的周期性波动。近年来，公司的中间业务成长迅速，图；其中间业务收入占比为所有上市银行中最高。中间业务占比的增加有利于公司减少因经济的周期性波动而造成带来的业绩大幅波动。

拨备充足，资产质量稳定。09 年三季度末，公司的拨备覆盖率达 245%，近年来极低的新增不良率显示公司较强的风险控制能力，对其利润的稳步增长提供坚实的保障。

战略领先，将在未来行业趋势变迁中尽显优势。资本市场高速发展引起的“脱媒”和利率市场化进程的推进是中国银行业发展中面临的必然趋势。零售银行业务优势和风险控制能力将使公司在未来的市场竞争中脱颖而出。

工商银行：未来最赚钱的零售银行

网点庞大，享受零售业务的天然优势。1.6 万的营业网点遥遥领先于国内同行，巨大的网点资源使得公司可以获得更多低成本的存款资金并享受零售业务的规模效应，相比股份制银行每年扩张网点大量的费用支出，公司的成本费用率将保持稳定，有利于其利润的稳定增长。

资本充足，风险资产回报率高。三季末，公司的资本充足率、核心资本充足率分别达 12.6% 和 9.86%，足以支撑公司未来几年的快速扩张而没有再融资之忧。总资产回报率达 1.25%，居上市银行前列，体现公司较强的盈利能力。

估值安全，凸显防御价值。以 12 月 1 日的收盘价计算，公司动态 P/E 13.25 倍，P/B 2.7 倍，相对其稳健的扩张速度，公司的估值比较安全，凸显其良好的防御价值。

民生银行：规模高速增长，净息差快速反弹

成功发行 H 股融资，保证规模高速增长。公司已经成功在 H 股发行 33.22 亿股，合计融资 265.7 亿，预计 09 年末公司资本充足率将达 11.3%，核心资本充足率达 8.7%，充足的资本为未来三年规模的高速增长提供坚实的基础。

资产负债结构优化，净息差快速反弹。受益于同业负债的大幅减少、资金市场收益率的提高和票据贴现向一般贷款的转化，公司三季度净息差环比上升 28BP，前三季度净息差较中期上升 18BP。在未来存款活期化加速、资金利率走高的趋势下，公司净息差仍将进一步提升。

资产质量稳步提升，经济扩张时期对公业务受益明显。公司不良贷款持续“双降”，三季度不良贷款余额 72.84 亿元，比中期进一步减少 5.17 亿元，不良率 0.82%，比年初降低了 0.04%。拨备覆盖率大幅上升至 185.82%，较中期再次大幅提高 16%。而且，公司的对公业务专注于民营企业、中小企业，经济扩张时期贷款议价能力有较大提高空间，10 年利润增速超预期的可能性大。

兴业银行：差异化战略清晰，业绩扎实

“同业+按揭”带动高增长。同业资金业务和按揭业务一直是近年来公司重点发展的两大优势业务。经过多年的积累和发展，公司的同业业务已经在市场中占有较明显的优势，资金业务收入占比居上市银行前列，随着货币政策的逐渐趋紧和资金市场利率的走高，公司将显著受益。而如果 10 年房贷优惠利率政策收紧，则住房按揭业务占比高的兴业银行无疑是最大的受益者。

“赤道”银行提声誉，促发展。作为国内唯一一家加入赤道原则的银行，目前公司已推进 146 个节能减排项目，累计放贷 96 亿元，这些项目贷款的平均收益率上浮 20%，至今未出现不良贷款。在节能环保日益被重视的背景下，低碳经济的广阔发展前景也为公司能效融资业务的发展提供了更大的市场空间。

高回报率下，再融资有利于提高盈利，促进稳步发展。近年来公司的业绩和成长性一直十分优异，预计 09 年全年平均资产回报率 1.17%，我们预计近期公布的不超过 180 亿的再融资方案对 10 年 EPS 的摊薄程度将小于 4%，而对公司的 11 年及以后的 EPS 增长将有非常明显的促进作用。

北京银行：资本充足，高速增长

区域优势明显，资产收益水平优异。依托北京地区良好的经济环境和首都经济特征，公司的客户结构中大客户占比高，由此带来的存款成本和高信用贷款占比使公司的资产收益率在上市银行中处于较高水平。

资产质量稳定，布局全国为未来业务开拓广阔空间。公司三季度不良贷款余额 27.11 亿，较中期下降 1.26 亿元，不良率为 1.01%，较中期下降 13BP，拨备率上升至 212%，位居上市银行前列。公司正积极布局全国网络，为长期业务的增长开拓广阔空间。

资本充足，支撑规模高速扩张。公司接近 16% 的资本充足率足以保证其未来三年规模快速扩张而不再融资压力。未来三年公司有望保持超过年均 25% 的规模增长，而 10 年良好的行业盈利环境使其净息差稳定回升，其净利润的增速将明显超过行业平均水平。

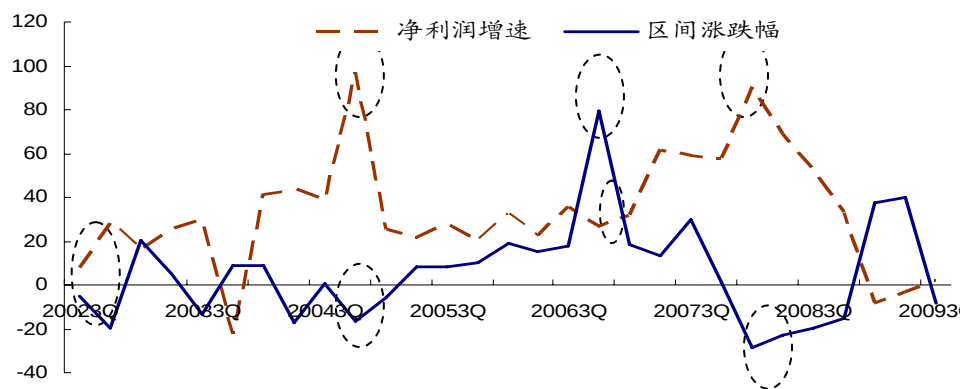
表 2：重点公司盈利预测与估值

	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08ROA	09ROA	10ROA	11ROA
招商银行	1.42	0.87	1.03	1.22	1.19%	1.18%	1.26%	1.28%
工商银行	0.33	0.38	0.45	0.55	1.45%	0.89%	0.85%	0.88%
民生银行	0.42	0.53	0.57	0.71	0.77%	0.96%	0.80%	0.79%
兴业银行	2.28	2.47	2.62	3.42	1.24%	1.09%	1.11%	1.12%
北京银行	0.87	0.95	1.13	1.33	1.42%	1.25%	1.13%	1.11%
	08ROE	09ROE	10ROE	11ROE	08PE	09PE	10PE	11PE
招商银行	26.9%	18.9%	19.7%	20.1%	12.17	19.87	16.78	14.17
工商银行	19.3%	20.0%	22.6%	24.0%	15.84	13.76	11.62	9.51
民生银行	14.8%	19.1%	14.6%	15.7%	18.34	14.53	13.51	10.85
兴业银行	25.8%	24.2%	21.3%	21.1%	16.85	15.55	14.66	11.23
北京银行	18.2%	18.6%	17.8%	19.1%	20.35	18.64	15.67	13.31
	08BVPS	09BVPS	10BVPS	11BVPS	08PB	09PB	10PB	11PB
招商银行	5.41	5.31	5.61	6.18	3.20	3.26	3.08	2.80
工商银行	1.81	2.02	2.27	2.61	2.89	2.59	2.30	2.00
民生银行	2.86	4.01	4.38	5.11	2.69	1.92	1.76	1.51
兴业银行	9.80	11.87	15.76	18.91	3.92	3.24	2.44	2.03
北京银行	5.43	6.11	6.77	7.57	3.26	2.90	2.62	2.34

风险提示：股价表现的超前性和银行盈利表现的滞后性

从 A 股的历史看，银行股的股价走势往往和当期业绩的增长不匹配，所以我们需要关注流动性变化。这个是银行股走势的风险点。

图 14: 银行股价表现与盈利表现的背离



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

分析师简介

罗毅, **CFA**: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事。

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008 年7 月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。