



基本面已到位 期待政策之窗打开

——2010 年银行业年度投资策略

✍ 姓名：黄薇，金嫣
☎ 86-21-6471 8888-1813
✉ huangwei@stocke.com.cn

本报告导读：

- 行业盈利趋势及股价紧随货币政策
- 生息资产增速表现良好，紧缩预期下息差温和回升
- 行业盈利确定估值低维持买入评级，个股选择偏向息差弹性高和压制因素得以解除的银行

投资要点：

- 上半年或将看到较为明显的数量型紧缩措施，如提高准备金率；价格型工具要等到下半年。

主要刺激因素是美元走强以及主要经济体加息的临近，将为国内提供较为宽松的加息、提升汇率的空间；PPI、GDP 的数据也将提升加息合理性。

- 温和紧缩期净利润开始步入盈利上升通道，股价也会随之有所表现

银行股的走势与货币政策的变动紧密联系，其中包含的深层含义是银行股净利润随货币政策的松紧而起伏。从历史数据来看在货币温和紧缩期，银行股净利润就开始步入盈利上升通道，股价也会随之有所表现。

- 生息资产增速将表现良好，紧缩预期致息差温和回升

06~08 中期的数据显示生息资产增速超过了贷款。原因在于信贷额度管制的背景下，债券及同业类生息资产的收益逐步走高，促使银行增加该类生息资产的配置。10 年的贷款投放不会锐减但已经不似 09 年那么宽松，且其他生息资产的收益率有走高的趋势，两种因素刺激下，类似前期那种生息资产增速超贷款增速的情况或许会重演。

明年的适度控制政策将带来加息预期，同时配合企业复苏的盈利能力，为银行贷款议价打开了空间。但我们更看重的是存款活期化+货币市场收益率走高对银行息差的拉动作用，各银行资产负债结构的主动性调整也将提升息差。

- 启动时机将在上调准备金率的前后，不排除提前至信贷良好数据公布时

2010 年银行业的净利润增长仍是以量为基础，以价为撬动因素。10 年净息差提升 12 个 BP，生息资产增长 20%（贷款 17.5%，非贷款 23%），净利息收入增长 26%，则银行业 2010 年的市盈率为 11.02 倍，市净率为 2.08 倍，该估值水平无论从横向水平还是历史纵向水平来看都偏低，存在向上修正的需求。

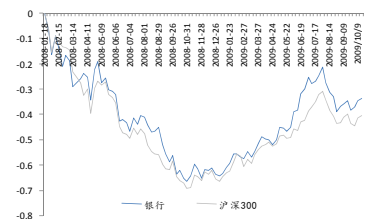
基本面已经到位的情况下，银行业有一定表现的启动时机将在明年上调准备金率的前后，也不排除提前至 1 季度新增信贷的良好数据公布时。股价的扰动因素仍是融资尤其是大行融资的进程，但下跌也提供了买入良机。个股方面推荐息差弹性高的银行（招商、兴业、宁波、北京），其次是压制因素解除及有规模突破潜力的银行（宁波、南京）。

细分行业评级：

银行	买入
----	----

公司推荐

宁波	买入
招商	买入
北京	买入
南京	买入
兴业	买入



相关报告

《依托北京布局全国 高成长方兴未艾》
——北京银行价值分析报告

《城商行，谁是你的明天？》
——城商行发展专题研究



正文目录

1 或将进入温和紧缩期	4
1.1 “适度宽松”暗含结构调整	4
1.2 盈利水平及股价表现紧随货币政策走势	5
1.3 宏观经济假设	6
2 生息资产仍稳定增长	7
2.1 信贷投放不会锐减 明年新增约七万亿	7
2.2 七万亿的新增信贷下融资压力并不大	7
2.3 基建贷款有一定粘性 中长期贷款不会滑落太多	9
2.4 中央政府淡出 地方投资坚挺	10
2.5 贷款并非银行的全部 生息资产增速或将超预期	11
3 紧缩预期致息差温和回升	14
3.1 企业利润持续回升打开银行贷款议价的空间	15
3.2 存款活期化+货币市场收益率走高 资产负债结构持续向好	16
4 资产质量还不到担忧的时候	18
4.1 中小企业已经度过危险期 政府融资平台短期无需担忧	18
4.2 信贷成本上升幅度较小 拨备覆盖率达标	20
5 行业估值与投资策略	20
5.1 纵向横向估值均处在低位	20
5.2 投资策略	23
6 风险提示	24
6.1 融资给股价造成压力	24
7 推荐个股情况	24



图表目录

图表 1: GDP 和工业增加值经历了 V 型反转.....	4
图表 2: 历年来货币政策的转变	4
图表 3: 一年期贷款基准利率走势代表了货币政策风向.....	5
图表 4: 银行净利润波动紧随货币政策走向.....	5
图表 5: 银行股股价走势对货币紧缩较为敏感.....	6
图表 6: 2010 年宏观指标预测值.....	6
图表 7: 中国出口与美国 GDP 增速关系.....	7
图表 8: 6.5 万亿信贷投放下的融资缺口测算.....	8
图表 9: 7 万亿信贷投放下的融资缺口测算.....	8
图表 10: 7.5 万亿信贷投放下的融资缺口测算.....	9
图表 11: 上述测算所需假设条件.....	9
图表 12: 上半年新增基建贷款占中长期贷款的 52%.....	10
图表 13: 中长期贷款在全年新增信贷中的占比逐月提升	10
图表 14: 上市银行基建类贷款在 09 上半年大幅增长.....	10
图表 15: 经济刺激后期, 地方项目投资额增速超过中央项目	11
图表 16: 上市银行单季度贷款同比增速.....	12
图表 17: 上市银行单季度非贷款生息资产同比增速.....	12
图表 18: 非贷款生息资产在 08 年 4 季度前增速快于贷款类生息资产	12
图表 19: 非贷款生息资产中的存放央行增速.....	13
图表 20: 股份制银行的同业资产增速在 08 年突飞猛进.....	13
图表 21: 非贷款生息资产中的证券投资增速.....	14
图表 22: 同业资产增速大幅波动, 但都远高于贷款增速.....	14
图表 23: 3 季度行业净息差环比上升了 11 个 BP.....	15
图表 24: 目前上浮贷款占比 37%, 明显小于降息前 (08 年 8 月) 的 52%.....	15
图表 25: 企业景气指数强劲回升.....	16
图表 26: 今年 9、10 月的利润总额累计同比增速出现加速回升态势	16
图表 27: 计息负债成本的环比下降较为明显.....	17
图表 28: 活期存款占比尤其是企业活期存款在 3 季度上升较快.....	17
图表 29: 同业负债成本在加息周期中上升缓慢, 在降息周期中下降明显	17
图表 30: 出口反弹缓解部分中小企业资金紧张.....	18
图表 31: 美国 GDP 增速与银行业逾期率呈现此消彼长关系	19
图表 32: 金融危机后香港 GDP 增速与银行业不良率呈反向走势.....	19
图表 33: 高拨备、低不良情况下, 上市银行整体信贷成本的上升幅度不会太大	20
图表 34: 年末 14 家上市银行将全部达到拨备覆盖率 150% 的要求.....	20
图表 35: 上市银行 09、10 年预测每股收益及估值水平.....	20
图表 36: 银行业当前市盈率为各行业最低.....	21
图表 37: 市净率也处于市场最低端.....	21
图表 38: 银行业整体市净率从底部缓慢回升.....	22
图表 39: 银行业市盈率的提升幅度慢于沪深 300 指数.....	22
图表 40: 与沪深 300 的 PE 比值为 63%, PB 比值为 80%.....	23
图表 41: 北京、宁波、招商的活期存款占比较高.....	24



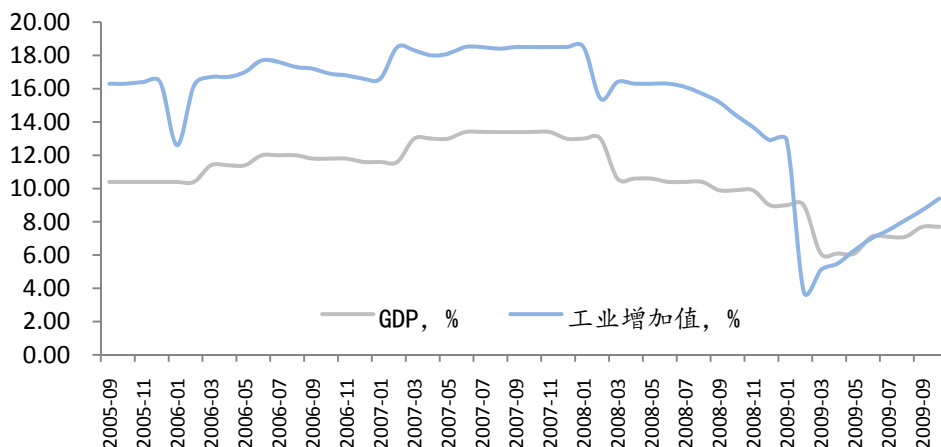
1 或将进入温和紧缩期

1.1 “适度宽松”暗含结构调整

2009 年我国经济经历了 V 型反转，这得益于 08 年底管理层推出的积极财政政策和宽松货币政策的有力刺激。反转后，如何巩固既有的经济成果？在 09 年 12 月举行的中央经济工作会议传达出的内容是，财政政策和货币政策“双宽松”依旧，突出财政政策的实施重点，加大对民生领域和社会事业支持保障力度；货币政策要保持连续性和稳定性，增强针对性和灵活性，要求把握好货币信贷增长速度。

我们认为，“适度宽松”的货币政策暗含结构调整的空间。首先是投资政策已经开始出现调整，2010 年投资适度增长，重点用于完成在建项目，严格控制新上项目；其次是重视消费对经济的拉动作用。因此，在考虑了国内经济、物价、国际货币环境以及汇率环境等各方因素后，我们认为上半年尤其是二季度可能看到较为明显的数量型紧缩措施，如提高准备金率；此前主要是公开市场操作；价格型工具要等到下半年，主要刺激因素是美元有走强的可能性以及主要经济体加息的临近，将为国内提供较为宽松的加息、提升汇率的空间；并且，PPI 的数据、GDP 的数据使得企业的盈利状况优良，从而导致加息的合理性。

图表 1：GDP 和工业增加值经历了 V 型反转



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

图表 2：历年来货币政策的转变

时间	政策及措施	背景
1997 年	适度从紧转向适度放松	亚洲金融危机的爆发，刺激内需成为当务之急；96 年的 2 次减息之后，我国的国内需求仍然不旺；。97 年 10 月降息一次。
1998 年-2003 年	稳健的货币政策	由于我国通货紧缩的局面，98 年开始中央决定实施稳健的货币政策，5 年中 5 次降息。
2004 年-2007 年	稳中有紧的货币措施	由于经济摆脱低谷开始复苏及上升周期，我国货币政策开始适度从紧，截止 07 年底，此阶段加息 8 次之多，上调准备金率 14 次。



2007 年-2008 年 从紧的货币政策
3 季度

07 年底中央经济工作会议上明确提出 08 年货币政策由“稳健”改为“从紧”。

2008 年 10 月 适度宽松的货币政策
-2009 年

保持适度宽松的货币政策加积极的财政政策。

2009 年 12 月 适度宽松的货币政策

突出财政政策实施重点，加大对民生领域和社会事业支持保障力度；货币政策要保持连续性和稳定性，增强针对性和灵活性。

数据来源：CEIC，浙商证券研究所

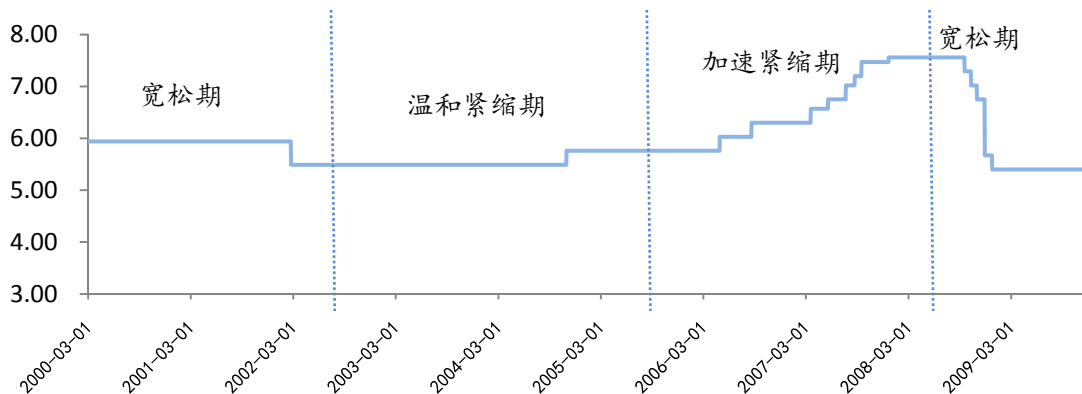
1.2 盈利水平及股价表现紧随货币政策走势

银行股的走势与货币政策的变动紧密联系，其中包含的深层意思是银行股净利润随货币政策的松紧而起伏。我们选取了 2000 年初至 2009 年末 10 年间的一年期贷款基准利率来诠释货币政策走向，从宽松期到温和紧缩期、加速紧缩期再到宽松期，10 年间经历了 4 次明显转换。而期间银行股的净利润走势也如出一辙。我们选取了上市时间较久的民生银行单季度净利润同比增速作为指标，可以看到其净利润的同比增速与基准利率走势基本一致，且在加速紧缩期和之后的宽松期两者走势的拟合程度更高。

对比期间银行股的股价走势，也基本反映了货币政策的变换，但在第一个宽松期和温和紧缩期，银行股的股价波动对货币政策并不敏感，期间银行股相对大盘的走势是缓步上行，净利润增长也未见提速迹象。但在加速紧缩期，银行股股价与盈利水平都开始迅速上升，与货币政策走向较为贴合。

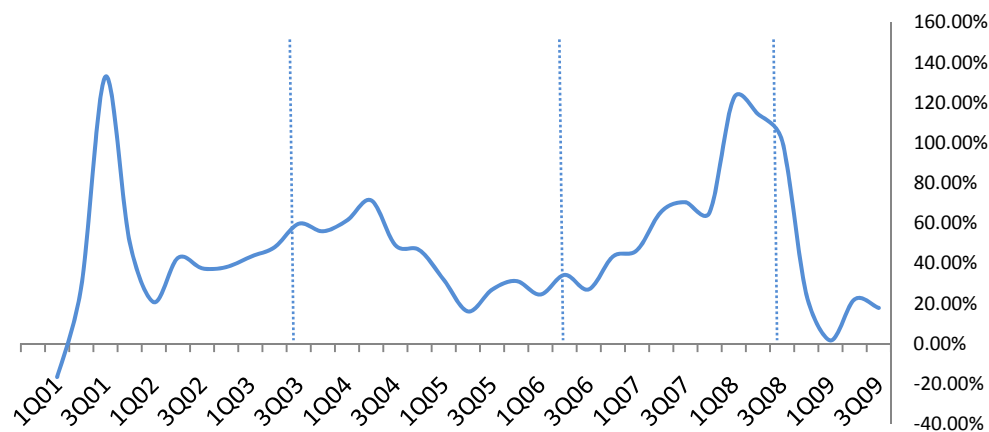
因此我们认为，在货币温和紧缩期，银行股净利润就开始步入盈利上升通道，股价也会随之有所表现，但之后其股价表现的程度与持续时间都与货币政策的紧缩程度息息相关。

图表 3：一年期贷款基准利率走势代表了货币政策风向



数据来源：央行，浙商证券研究所

图表 4：银行净利润波动紧随货币政策走向



数据来源：浙商证券研究所

数据说明：选取了上市时间较久的民生银行的单季度净利润同比增速来说明

图表 5：银行股股价走势对货币紧缩较为敏感



数据来源：浙商证券研究所

1.3 宏观经济假设

图表 6：2010 年宏观指标预测值

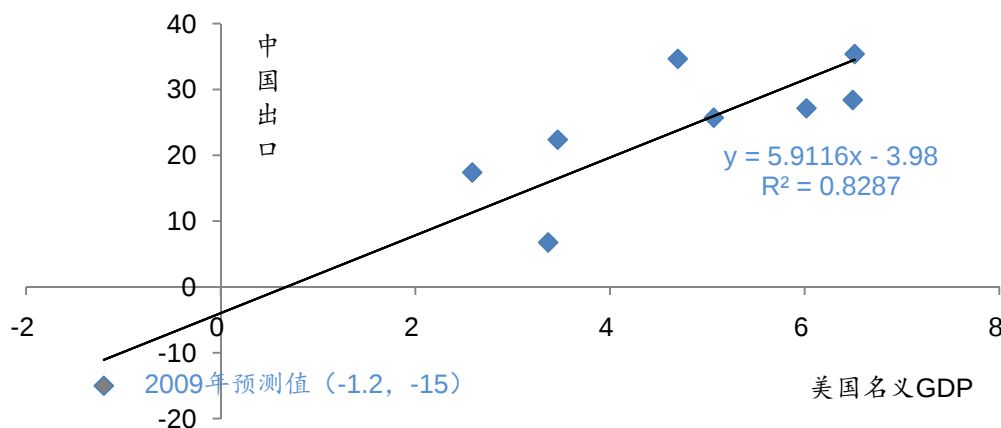
单季值	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010E
GDP	11.5	10	9.8	9.5	10.2
工业增加值					
投资	28.5	21.0	22.5	24.0	24.0
零售	-	-	-	-	18 (16)
出口	-	-	-	-	18
进口	-	-	-	-	20
贸易顺差 (亿美元)	-	-	-	-	2200
FDI (%，亿美元)	-	-	-	-	15 (1000)
CPI	1.8	2.4	2.5	3.2	2.5
PPI	5.3	6.7	5.7	4.5	5.5



贷款余额	-	-	-	-	17 (7 万亿)
M2	-	-	-	-	20
法定准备金率	13.5		14	14	-
利率	2.25	2.25	2.25	2.52	-
人民币汇率	6.8	6.8	6.75	6.7	6.65

数据来源：浙商证券研究所

图表 7：中国出口与美国 GDP 增速关系



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

2 生息资产仍稳定增长

2.1 信贷投放不会锐减 明年新增约七万亿

上市银行 09 年末的贷款余额预计可达 23 万亿左右。按照上述宏观假设 M2 增长 20%，估计贷款增速为 17%，上市银行在整体金融机构中的贷款份额占比约为 57%，则 2010 年全行业新增信贷投放量为 7 万亿左右。

我们认为，2010 年 7 万亿的新增信贷投放并没有显得过分乐观。主要原因在于以下几点：首先是资本金实力决定了信贷投放能力，按照我们下面的测算，明年新增 7 万亿的信贷投放，在一定的监管标准下，银行的融资压力并不大，因此不会受到管理层过度的管制；其次是基建类贷款有一定粘性，因此中长期贷款不会滑落太多；再次是从历史经验来看，在经济刺激计划的第一阶段由中央政府投入为主，接下来的时期地方投资会有一定程度的跟进。

2.2 七万亿的新增信贷下融资压力并不大

我们分情况做测算，假设明年的信贷投放在 6.5 万亿、7 万亿和 7.5 万亿三种情况下，管理层对资本充足率的监管标准提升至 10%、11%、12%和 13%四种标准下，上市银行需要进行股权融资的额度。

测算结果显示 7 万亿的信贷投放下，10%-13%四个要求下上市银行的股权融资额度分别是 244 亿、678 亿、1812 亿和 4333 亿。鉴于日前管理层曾表示大型银行的 CAR 要求是 11%，中小银行的 CAR 标准是 10%，因此 2010 年融资额度介于 244 亿和 678 亿之间，按上述要求则为 345 亿。融资压力主要还是集中在股份制银行，浦发、华夏、深发展分别均有不同程度的融资需求。



图表 8: 6.5 万亿信贷投放下的融资缺口测算

单位: 亿	核心资本 (3Q2009)	2010 年风险 加权资产	CAR 10%的融资 缺口	CAR 11%的融资 缺口	CAR 12%的融 资缺口	CAR 13%的融 资缺口
工行	5561.52	68825.68	1806.33	1118.08	429.82	-258.44
建行	4840.93	61879.72	1340.26	721.46	102.66	-516.13
中行	5076.80	66536.19	995.69	330.33	-335.03	-1000.39
交行	1351.51	20329.82	129.35	-73.95	-277.24	-480.54
大型合计	16830.76	217571.41	0.00	-73.95	-612.28	-2255.50
招行	738.77	13892.03	116.55	-22.37	-161.29	-300.21
中信	932.48	11554.50	232.98	117.43	1.89	-113.66
浦发	628.22	11345.20	-125.26	-238.71	-352.16	-465.62
民生	862.00	12110.77	58.64	-62.47	-183.58	-304.69
兴业	557.12	9026.87	225.75	135.48	45.21	-45.06
深发展	183.79	4451.40	-6.76	-51.27	-95.78	-140.30
华夏	284.28	5013.15	-85.09	-135.22	-185.35	-235.49
股份制合计	4186.66	67393.92	-217.11	-510.05	-978.17	-1605.02
北京	336.21	3241.89	198.83	166.41	133.99	101.58
南京	100.01	1101.45	44.28	33.26	22.25	11.23
宁波	90.79	1097.20	92.75	81.78	70.81	59.84
城商行合计	527.01	5440.54	0.00	0.00	0.00	0.00
上市银行合 计	21279.43	290405.87	-217.11	-583.99	-1590.45	-3860.52

数据来源: 浙商证券研究所。民生 H 股融资和浦发定向增发的融资已计入 3Q, 部分未公布 3Q 核心资本的公司用净利润替代计算。

图表 9: 7 万亿信贷投放下的融资缺口测算

单位: 亿	核心资本 (3Q2009)	2010 年风险 加权资产	CAR 10%的融资 缺口	CAR 11%的融资 缺口	CAR 12%的融 资缺口	CAR 13%的融 资缺口
工行	5561.52	69691.34	1719.77	1022.85	325.94	-370.97
建行	4840.93	62670.25	1261.21	634.50	7.80	-618.90
中行	5076.80	67399.29	909.38	235.39	-438.60	-1112.60
交行	1351.51	20579.87	104.35	-101.45	-307.25	-513.05
大型合计	16830.76	220340.75	0.00	-101.45	-745.85	-2615.52
招行	738.77	14080.56	97.70	-43.11	-183.92	-324.72
中信	932.48	11697.35	218.69	101.72	-15.26	-132.23
浦发	628.22	11487.64	-139.50	-254.38	-369.26	-484.13
民生	862.00	12261.92	43.52	-79.10	-201.72	-324.34
兴业	557.12	9144.64	213.97	122.52	31.08	-60.37
深发展	183.79	4515.00	-13.11	-58.26	-103.41	-148.56
华夏	284.28	5072.00	-90.98	-141.70	-192.42	-243.14
股份制合计	4186.66	68259.12	-243.59	-576.55	-1065.98	-1717.49
北京	336.21	3280.56	194.97	162.16	129.35	96.55
南京	100.01	1118.45	42.58	31.39	20.21	9.02
宁波	90.79	1110.47	91.42	80.32	69.22	58.11
城商行合计	527.01	5509.48	0.00	0.00	0.00	0.00
上市银行合 计	21279.43	294109.34	-243.59	-678.00	-1811.83	-4333.01

数据来源: 浙商证券研究所。民生 H 股融资和浦发定向增发的融资已计入 3Q, 部分未公布 3Q 核心资本的公司用净利润替代计算。



图表 10: 7.5 万亿信贷投放下的融资缺口测算

单位: 亿	核心资本 (3Q2009)	2010 年风险 加权资产	CAR 10%的融资 缺口	CAR 11%的融资 缺口	CAR 12%的融 资缺口	CAR 13%的融 资缺口
工行	5561.52	70557.01	1512.42	806.85	101.28	-604.29
建行	4840.93	63460.78	1079.70	445.10	-189.51	-824.12
中行	5076.80	68262.38	734.53	51.91	-630.71	-1313.34
交行	1351.51	20829.91	48.46	-159.84	-368.14	-576.44
大型合计	16830.76	223110.08	0.00	-159.84	-1188.37	-3318.19
招行	738.77	14269.09	78.84	-63.85	-206.54	-349.23
中信	932.48	11840.21	204.41	86.00	-32.40	-150.80
浦发	628.22	11630.09	-153.75	-270.05	-386.35	-502.65
民生	862.00	12413.07	28.41	-95.72	-219.85	-343.99
兴业	557.12	9262.42	202.19	109.57	16.94	-75.68
深发展	183.79	4578.59	-19.47	-65.26	-111.05	-156.83
华夏	284.28	5130.85	-96.86	-148.17	-199.48	-250.79
股份制合计	4186.66	69124.31	-270.08	-643.05	-1155.67	-1829.97
北京	336.21	3319.23	191.10	157.91	124.71	91.52
南京	100.01	1135.45	40.88	29.52	18.17	6.81
宁波	90.79	1123.73	90.10	78.86	67.62	56.39
城商行合计	527.01	5578.41	0.00	0.00	0.00	0.00
上市银行合计	21279.43	297812.81	-270.08	-802.89	-2344.03	-5148.15

数据来源: 浙商证券研究所。民生 H 股融资和浦发定向增发的融资已计入 3Q, 部分未公布 3Q 核心资本的公司用净利润替代计算。

图表 11: 上述测算所需假设条件

单位: 亿	08 年分红率	09、10 年假定分红率	附属资本占比	融资计划 (2010 年年内完成)	2010 年净利润
工商银行	55.42%	35%	28%		1569.89
建设银行	44.20%	35%	28%		1332.03
中国银行	45.45%	35%	28%		1167.66
交通银行	34.88%	30%	28%		401.75
招商银行	26.92%	25%	28%	220	242.81
中信银行	23.26%	25%	28%		167.84
浦发银行	4.68%	25%	28%		174.83
民生银行	12.50%	25%	28%		143.94
兴业银行	16.47%	25%	28%	180	161.50
深发展	22.00%	25%	28%	107	57.13
华夏银行	18.29%	25%	28%		45.42
北京银行	19.05%	25%	28%		80.96
南京银行	46.51%	25%	28%		23.33
宁波银行	56.61%	25%	28%	50	19.50

数据来源: 浙商证券研究所

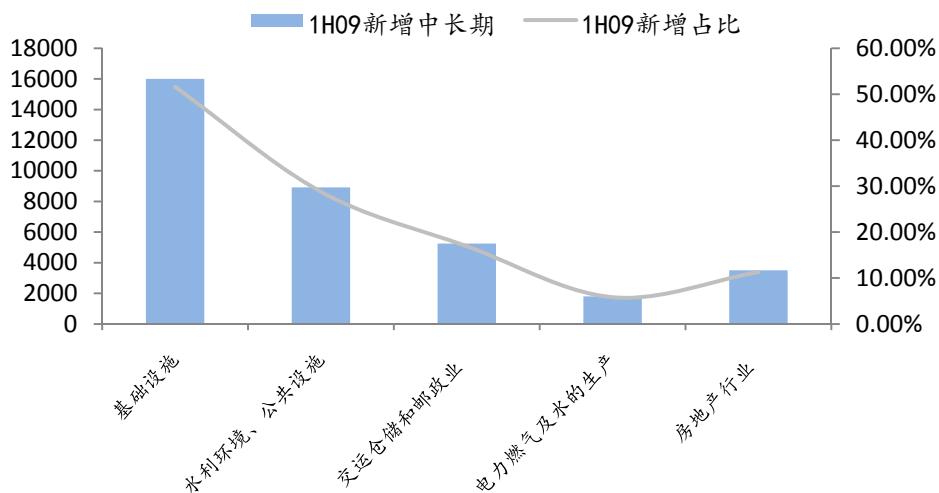
2.3 基建贷款有一定粘性 中长期贷款不会滑落太多

今年近 10 万亿元新增信贷中约 55% 是中长期贷款。而中长期贷款中绝大多数是在 2008 年年末经济刺激计划背景下开工的新建项目, 我们认为从基建等项目贷款的建设周期、信贷



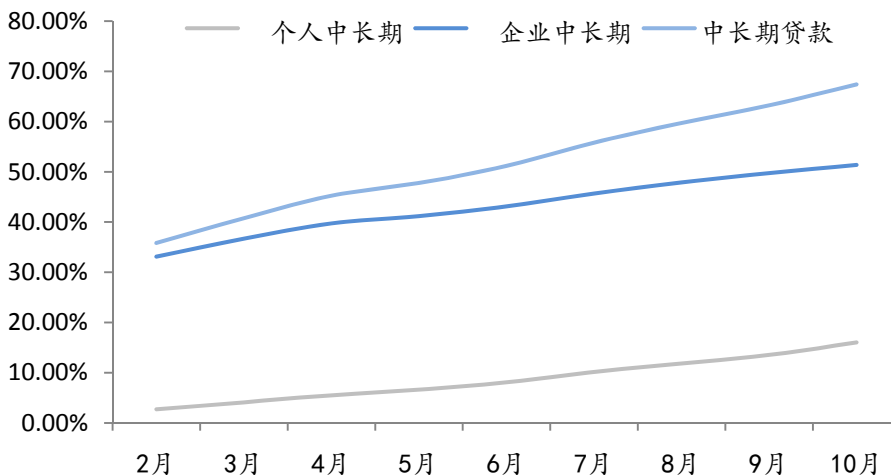
投放节奏上来说, 2010 年的需求还将延续。此外在明年出口复苏的背景下, 企业的流动性需求会比今年有明显改善, 短期流动资金贷款会上行。

图表 12: 上半年新增基建贷款占中长期贷款的 52%



数据来源: 央行, 浙商证券研究所

图表 13: 中长期贷款在全年新增信贷中的占比逐月提升

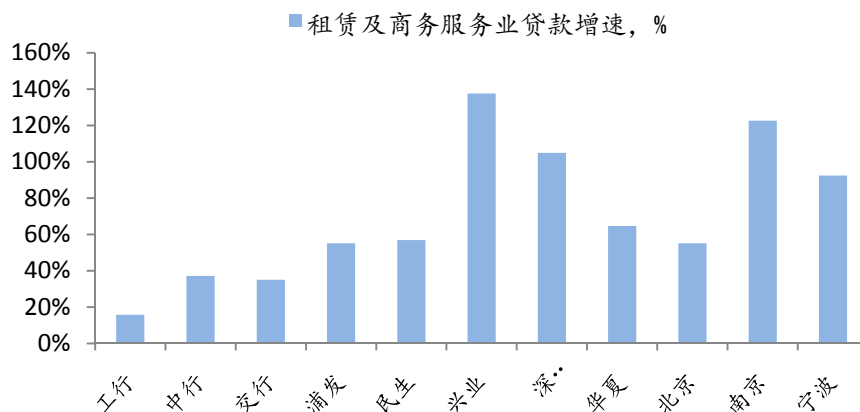


数据来源: 央行, 浙商证券研究所

2.4 中央政府淡出 地方投资坚挺

今年的新增信贷中, 政府融资平台贷款投放量大增, 上市银行将其计入租赁及商务服务行业, 09 中期数据显示, 绝大多数上市银行在该行业下的贷款较 08 年末有了大幅增长, 这从一个方面反映出银行参与地方投资项目的程度。

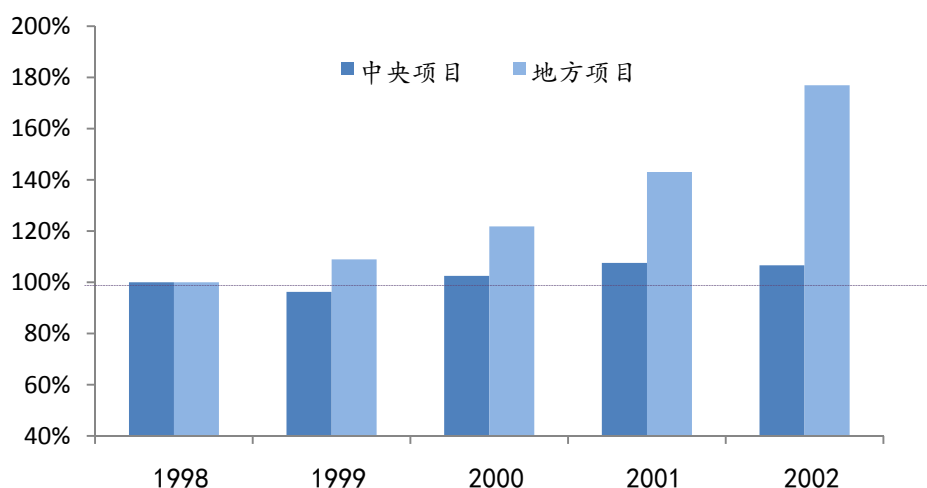
图表 14: 上市银行基建类贷款在 09 上半年大幅增长



数据来源：浙商证券研究所

我们以 98 经济刺激年的中央和地方城镇固定资产投资项目两项数据为参考，发现 99~02 年 4 年的城镇固定资产投资额，无论是中央项目还是地方项目，均较 98 年的绝对额有所增长，且地方项目投资额增长明显快于中央项目。

图表 15：经济刺激后期，地方项目投资额增速超过中央项目



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

2.5 贷款并非银行的全部 生息资产增速或将超预期

我们从 06~08 中期的数据看到，生息资产增速超过了贷款增速。原因在于信贷额度管制的背景下，债券及同业类生息资产的收益逐步走高，促使银行增加该类生息资产的配置。尽管我们认为 2010 年的贷款投放不会锐减，但环境已经不似 09 年那么宽松，且其他生息资产的收益率有走高的趋势，两种因素刺激下，类似前期那种生息资产增速超贷款增速的情况或许会重演。

按照我们前面对 2010 新增 7 万亿信贷的假设，57% 的市场贷款占比背景下，上市银行 2010 年的贷款增速为 17.5% 左右，生息资产增速将在 20% 左右。由此可以认为 2010 年银行业整体的生息资产仍将保持良好增速，即便在不加息的情况下，净息差的自然、小幅提升也能有效撬动银行业整体的净利润增长在 25% 以上。



图表 16: 上市银行单季度贷款同比增速

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
工行	12.17%	11.94%	11.23%	9.27%	12.24%	22.49%	24.82%	26.26%
建行	13.87%	10.78%	11.76%	11.26%	15.95%	25.78%	27.92%	29.15%
中行	17.22%	14.69%	21.40%	15.88%	15.63%	23.69%	33.02%	42.89%
交行	19.26%	14.20%	9.87%	17.28%	20.29%	36.79%	39.20%	39.22%
招商	19.00%	13.97%	17.97%	22.76%	29.89%	41.58%	55.14%	46.05%
中信	24.19%	21.36%	18.35%	19.27%	15.60%	37.97%	53.68%	15.06%
浦发	19.55%	16.72%	18.58%	16.25%	26.60%	50.71%	51.00%	40.58%
民生	24.03%	22.87%	12.95%	13.46%	18.63%	27.24%	47.69%	41.51%
兴业	23.31%	16.45%	16.79%	15.47%	24.80%	39.32%	45.19%	52.61%
深发展	21.75%	21.75%	18.78%	21.14%	27.92%	36.44%	38.95%	31.69%
华夏	17.83%	13.96%	15.15%	14.92%	16.14%	26.83%	27.42%	25.03%
北京	21.32%	22.46%	25.07%	27.29%	22.81%	30.33%	41.86%	45.90%
南京	20.09%	18.75%	14.48%	22.45%	31.18%	55.85%	74.26%	71.03%
宁波	29.74%	31.66%	30.51%	30.90%	34.67%	32.07%	46.43%	69.88%
平均	20.24%	18.26%	16.76%	18.40%	22.31%	34.79%	43.33%	41.20%

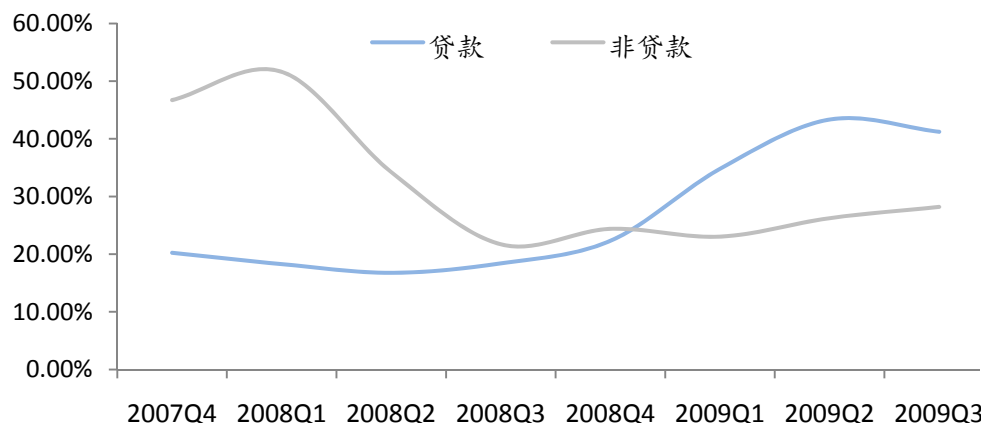
数据来源: 浙商证券研究所

图表 17: 上市银行单季度非贷款生息资产同比增速

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
工行	18.94%	18.06%	14.14%	8.37%	12.11%	20.08%	20.06%	24.56%
建行	29.25%	23.56%	18.33%	16.66%	13.70%	28.45%	32.27%	24.55%
中行	--	--	1.16%	1.47%	14.92%	26.48%	22.15%	15.86%
交行	25.92%	-4.90%	16.53%	6.71%	45.15%	42.28%	42.42%	37.76%
招商	71.86%	80.70%	35.49%	27.32%	6.18%	17.24%	22.55%	15.83%
中信	79.53%	62.84%	44.89%	13.58%	19.96%	-10.17%	-14.14%	72.20%
浦发	57.26%	78.95%	52.55%	61.12%	68.20%	67.33%	79.95%	50.22%
民生	42.53%	91.49%	44.61%	10.40%	9.86%	0.77%	12.88%	19.49%
兴业	53.46%	26.97%	7.31%	0.41%	15.36%	14.14%	21.38%	23.56%
深发展	62.22%	82.28%	28.75%	42.09%	42.31%	12.25%	0.98%	4.16%
华夏	55.18%	89.16%	97.38%	34.12%	31.68%	27.64%	28.32%	28.23%
北京	34.13%	49.75%	23.63%	36.20%	15.93%	17.20%	24.41%	6.92%
南京	37.73%	37.17%	18.33%	9.53%	16.01%	12.61%	29.81%	50.70%
宁波	39.31%	35.12%	26.96%	35.97%	30.15%	46.22%	44.41%	20.79%
平均	46.72%	51.63%	34.21%	21.71%	24.39%	23.04%	26.25%	28.20%

数据来源: 浙商证券研究所

图表 18: 非贷款生息资产在 08 年 4 季度前增速快于贷款类生息资产



数据来源：浙商证券研究所

图表 19：非贷款生息资产中的存放央行增速

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
工行	62.34%	60.22%	60.75%	52.77%	48.21%	33.48%	11.08%	14.82%
建行	56.34%	49.75%	58.75%	61.61%	47.85%	44.70%	17.09%	13.29%
中行	82.92%	117.51%	69.50%	102.80%	46.07%	36.28%	22.42%	6.08%
交行	2.57%	43.01%	38.26%	-4.72%	39.46%	27.32%	29.22%	21.91%
招商	75.47%	79.03%	40.06%	83.86%	18.97%	28.98%	4.52%	7.18%
中信	65.26%	47.85%	53.66%	63.05%	67.74%	21.30%	7.44%	8.17%
浦发	32.50%	51.74%	49.93%	29.69%	14.97%	15.69%	13.90%	10.80%
民生	2.36%	90.46%	43.63%	22.59%	67.55%	-10.65%	-6.39%	13.94%
兴业	22.73%	27.38%	67.34%	76.02%	36.18%	34.36%	23.23%	24.01%
深发展	54.92%	105.42%	43.29%	42.70%	-2.35%	-18.61%	-11.85%	-1.20%
华夏	25.10%	55.18%	226.49%	26.24%	52.27%	8.53%	-24.33%	60.07%
北京	28.62%	81.44%	55.80%	65.72%	8.07%	7.40%	14.40%	9.04%
南京	90.11%	62.71%	77.70%	57.82%	18.24%	31.93%	23.06%	33.87%
宁波	64.40%	155.89%	59.83%	62.00%	7.84%	26.00%	23.48%	35.46%
平均	47.55%	73.40%	67.50%	53.01%	33.65%	20.48%	10.52%	18.39%

数据来源：浙商证券研究所

图表 20：股份制银行的同业资产增速在 08 年突飞猛进

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
工行	12.17%	24.75%	-16.92%	-18.70%	20.40%	258.82%	400.47%	198.77%
建行	174.73%	143.68%	37.14%	38.89%	14.35%	317.27%	634.57%	209.40%
交行	32.92%	-26.51%	-16.68%	5.78%	110.79%	98.48%	47.92%	15.92%
招商	129.45%	220.15%	43.58%	-9.94%	-22.16%	8.16%	26.09%	8.55%
中信	144.34%	93.75%	26.07%	-39.34%	-25.26%	-38.65%	-29.18%	179.90%
浦发	190.31%	308.08%	100.01%	138.92%	143.25%	141.78%	233.94%	104.60%
民生	115.95%	234.06%	54.39%	33.85%	-24.49%	13.18%	53.96%	21.53%
兴业	219.93%	191.76%	28.67%	-2.96%	5.06%	5.95%	9.24%	0.68%
深发展	128.11%	130.07%	141.55%	13.00%	61.96%	3.56%	-10.73%	14.63%
华夏	254.73%	325.80%	250.74%	50.66%	18.93%	66.08%	96.76%	18.36%
北京	102.01%	120.80%	-6.81%	76.58%	33.65%	14.90%	64.34%	-25.42%



南京	49.03%	33.33%	-0.08%	-33.73%	6.31%	-13.36%	45.76%	206.63%
宁波	54.33%	23.83%	70.76%	127.62%	156.32%	125.49%	152.50%	-20.97%
平均	123.69%	140.27%	54.80%	29.28%	38.39%	77.05%	132.74%	71.74%

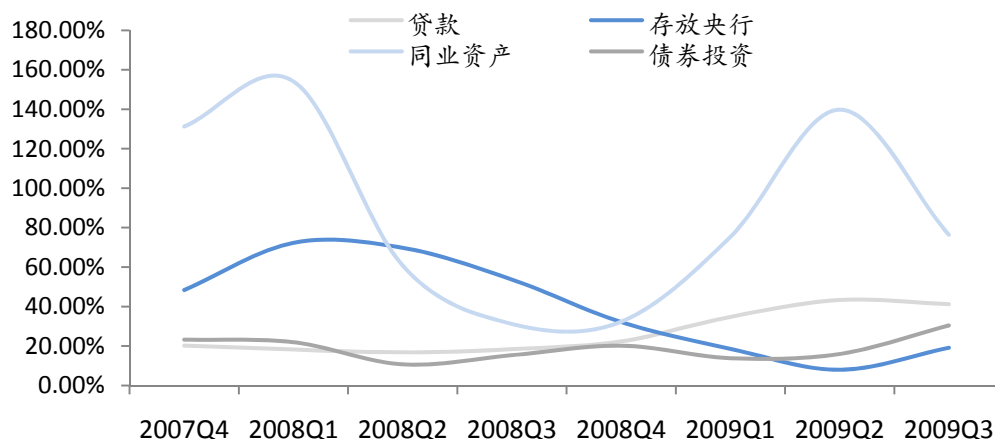
数据来源：浙商证券研究所

图表 21：非贷款生息资产中的证券投资增速

	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
工行	8.83%	6.48%	2.97%	-3.16%	-1.90%	-5.09%	-2.42%	11.64%
建行	15.32%	10.40%	4.63%	-0.11%	0.55%	-6.15%	4.48%	14.05%
交行	40.49%	-11.17%	26.45%	15.76%	27.09%	28.65%	47.98%	51.43%
招商	36.48%	30.33%	26.93%	37.25%	26.00%	19.14%	33.60%	26.85%
中信	52.97%	58.77%	46.55%	19.95%	24.02%	-13.35%	-22.40%	85.01%
浦发	33.62%	38.04%	34.75%	61.19%	66.79%	58.74%	62.48%	47.98%
民生	55.48%	37.87%	38.83%	-13.24%	-11.27%	-1.33%	-1.32%	19.22%
兴业	-7.63%	-32.10%	-31.04%	-21.75%	17.39%	14.95%	37.82%	55.66%
深发展	35.15%	32.17%	-18.61%	71.21%	63.35%	51.58%	22.79%	0.18%
华夏	-13.08%	23.35%	-10.52%	17.25%	31.47%	-5.51%	5.91%	13.19%
北京	14.42%	19.20%	22.05%	9.57%	9.58%	23.29%	18.27%	24.08%
南京	25.73%	33.60%	14.18%	18.10%	18.23%	17.15%	25.82%	16.59%
宁波	21.43%	4.90%	-2.71%	-12.77%	-2.52%	12.37%	6.03%	50.47%
平均	21.07%	15.91%	9.84%	12.65%	18.73%	14.11%	18.05%	30.72%

数据来源：浙商证券研究所

图表 22：同业资产增速大幅波动，但都远高于贷款增速



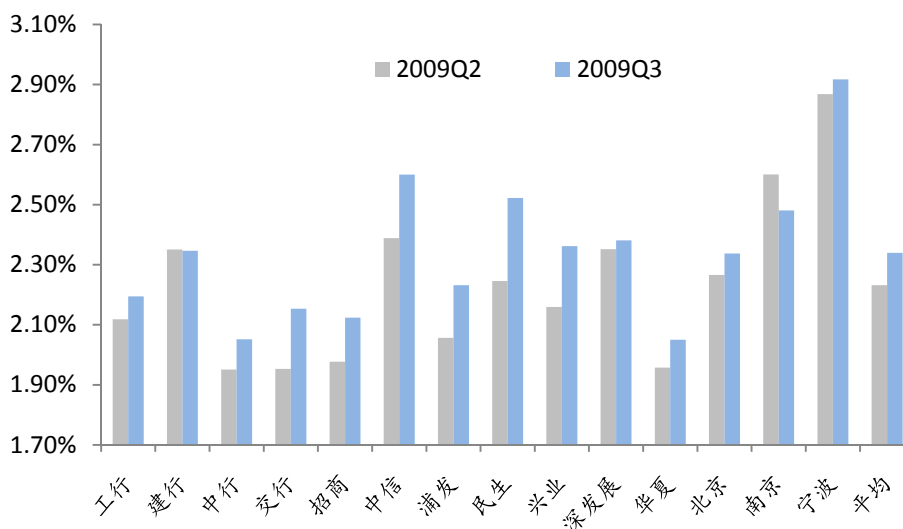
数据来源：浙商证券研究所

3 紧缩预期致息差温和回升

银行业整体净息差在 2 季度已经触底，3 季度 14 家上市银行的净息差除个别波动以外（建行持平，南京银行因同业资产异动而下降 12 个 BP），其余均有了不同程度的回升。其中兴业、民生、中信的环比回升幅度在 20 个 BP 左右。



图表 23: 3 季度行业净息差环比上升了 11 个 BP



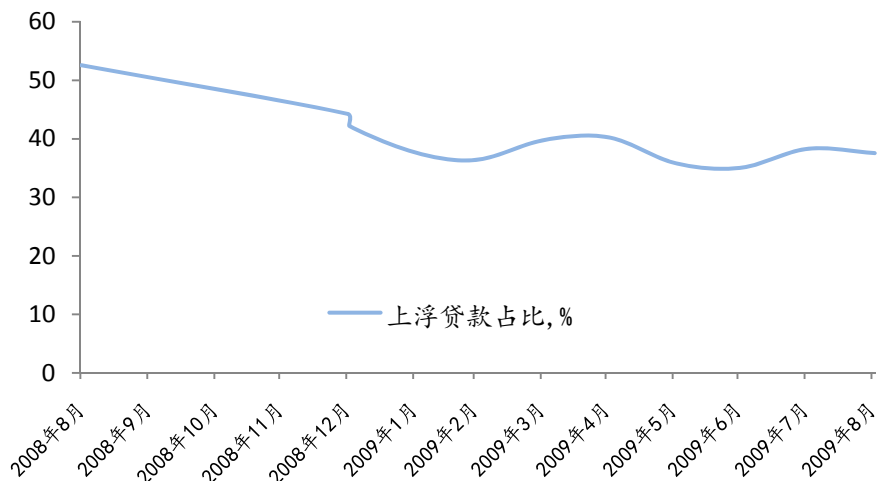
数据来源: 浙商证券研究所

3.1 企业利润持续回升打开银行贷款议价的空间

在宏观假设部分我们认为 2010 年的价格型工具要等到下半年才会使用, 上半年尤其是二季度可能看到较为明显的数量型紧缩措施, 如提高准备金率; 在此之前主要是公开市场操作。因此明年的适度控制政策将带来加息预期, 同时配合企业复苏的盈利能力, 为银行贷款议价打开了空间。

但是我们在估值模型中并未对贷款收益率方面做十分乐观的估计。首先是对于大中型企业客户占主要的银行来说, 基准利率未作提升的情况下, 银行不大可能上调企业的贷款利率, 仍就保持基准或下浮 10%。而对于中小企业或民营企业较为集中的银行, 目前企业方的利润还只是复苏, 银行大面积提升贷款利率也不利于关系的维护, 如宁波银行和南京银行都有表示过不会大幅提升中小企业贷款利率。因此我们认为促使后期息差回升的因素更多的是来自存款活期化导致的计息负债成本下降、货币市场收益率、资产负债结构调整等方面。

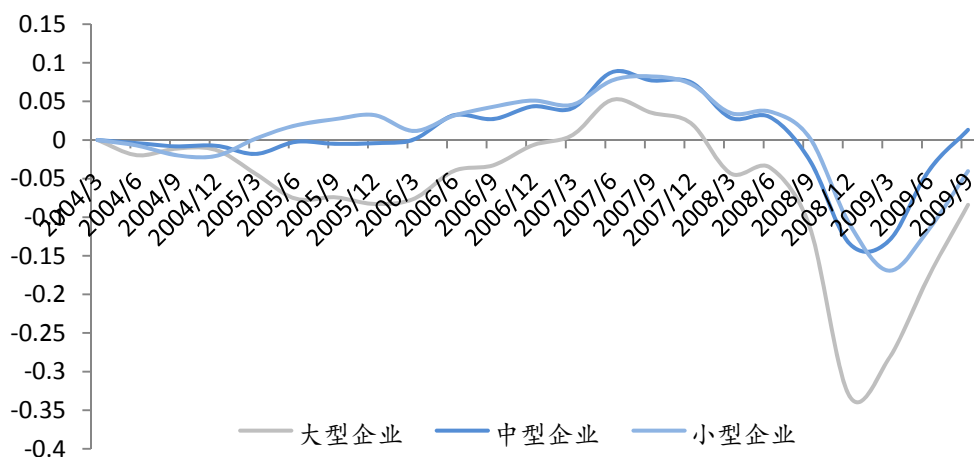
图表 24: 目前上浮贷款占比 37%, 明显小于降息前 (08 年 8 月) 的 52%





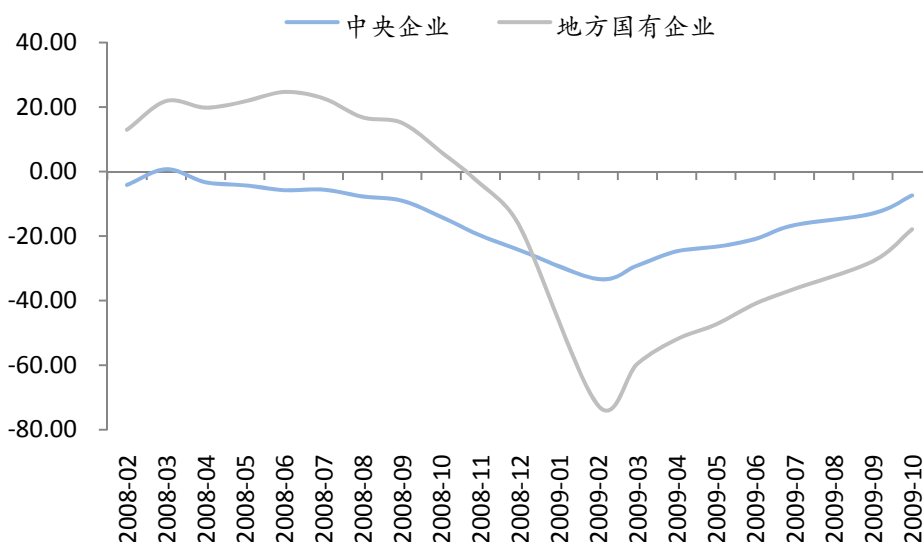
数据来源：浙商证券研究所

图表 25：企业景气指数强劲回升



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

图表 26：今年 9、10 月的利润总额累计同比增速出现加速回升态势



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

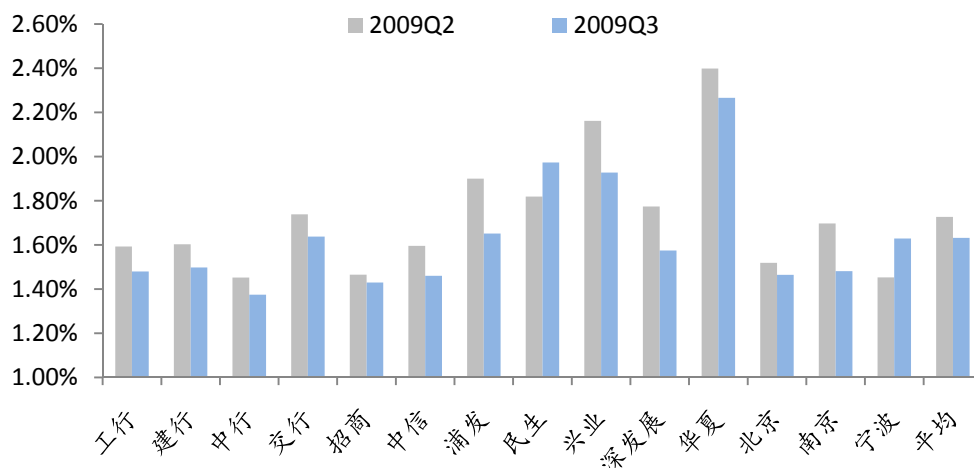
3.2 存款活期化+货币市场收益率走高 资产负债结构持续向好

银行 3 季度的净息差如期回升，幅度略超预期，其中计息负债成本的下降贡献较大。14 家上市银行 3 季度的计息负债成本下降是较为明显的，平均下降 10 个 BP，其中浦发（降 24BP）、南京（降 22BP）、深发展（降 20BP）降幅较大。

正如我们前面说的，在贷款收益率方面不会过分乐观，因此我们更看重计息负债成本的下降对息差的提升作用。计息负债成本的下降需要活期存款占比的提升、同业负债成本率等因素的刺激。

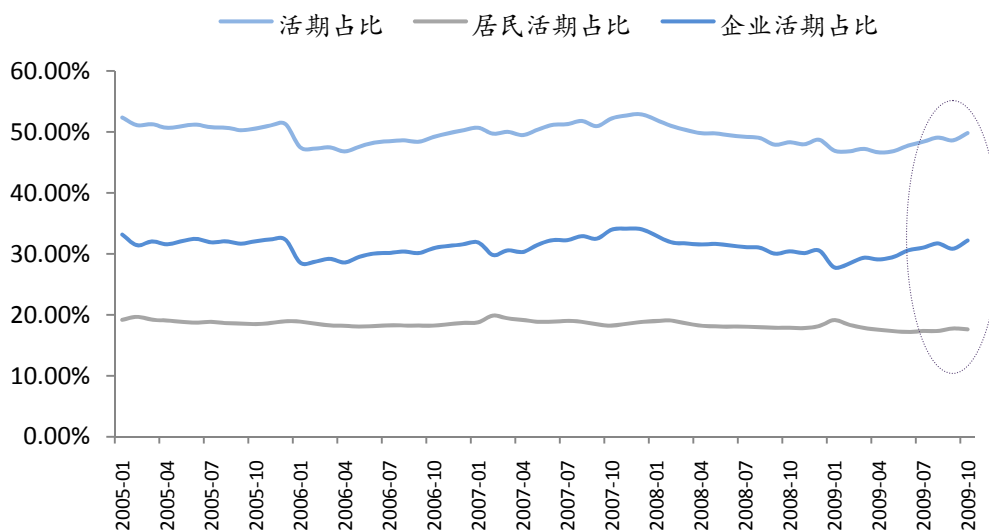


图表 27: 计息负债成本的环比下降较为明显



数据来源: 浙商证券研究所

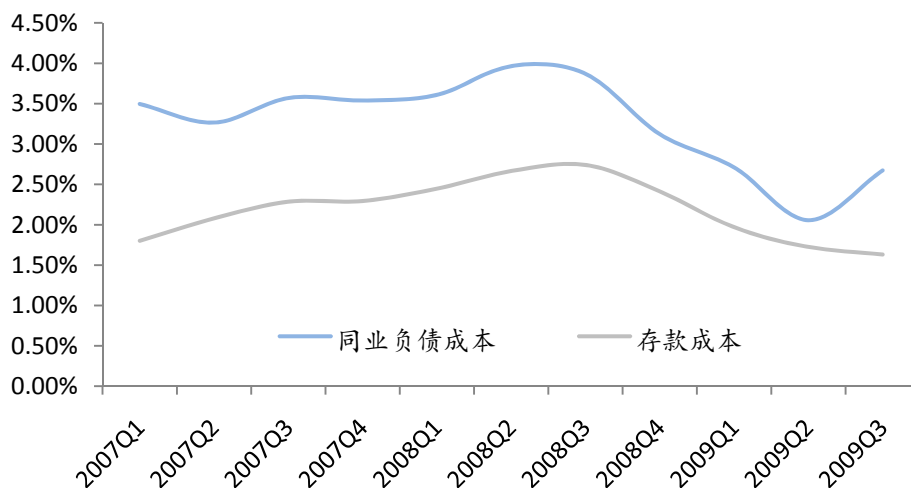
图表 28: 活期存款占比尤其是企业活期存款在 3 季度上升较快



数据来源: CEIC, 浙商证券研究所

从图表 29 我们看到, 从 07 年 1 季度到 08 年 3 季度的升息周期中, 上市银行平均的同业负债成本从 3.50% 上升到 3.87%, 上涨了 10.6%; 而存款成本率从 1.80% 上升到 2.67%, 上涨了 52.22%, 涨幅差距颇大。在 08 年 3 季度至 09 年 3 季度的降息周期中, 同业负债成本从 3.87% 降至 2.60%, 下降了 32.82%, 而同期的存款成本从 2.67% 降至 1.63%, 降幅为 38.95%, 降幅差距仅为 6 个百分点。因此我们认为同业负债能较好的调节升降息周期中的息差水平, 也成为反映各银行净息差弹性的一个因素。

图表 29: 同业负债成本在加息周期中上升缓慢, 在降息周期中下降明显



数据来源：CEIC，浙商证券研究所

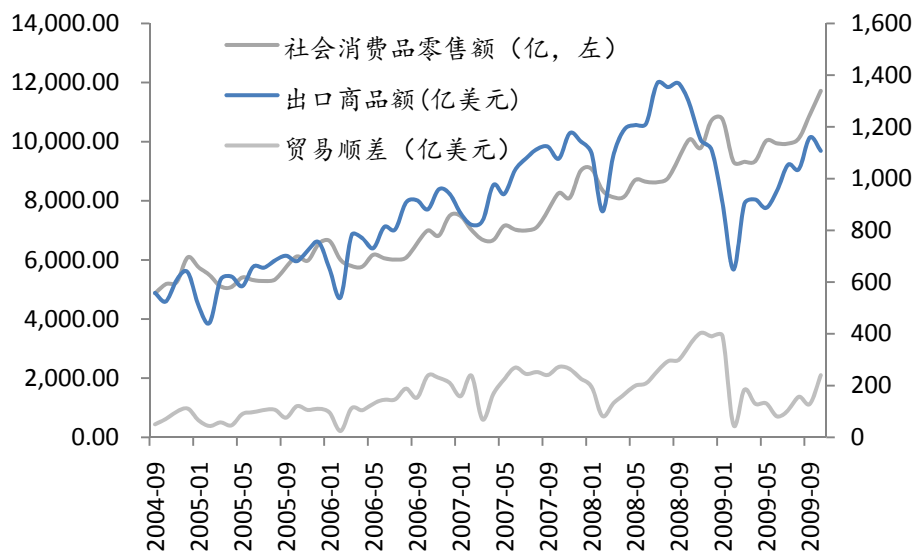
4 资产质量还不到担忧的时候

4.1 中小企业已经度过危险期 政府融资平台短期无需担忧

08 年底金融危机初现的时候，由于抗风险能力较弱，首先受冲击的是中小企业，在 08 年底至 09 年 1 季度暴露也十分明显，且各家银行基本从 08 年 4 季度开始进行排查，从我们调研的情况来看，中小企业的资产质量已经触底回升，配合出口的反弹，后期中小企业的资金状况会更好。

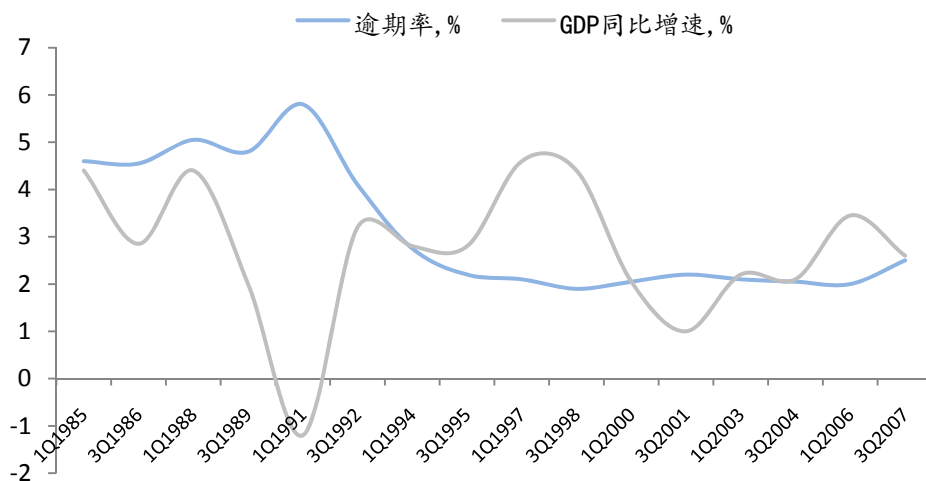
针对市场普遍比较关心的政府融资平台贷款的质量问题，我们认为从时间和程度上都不用过度担忧。首先今年各上市银行做的绝大部分是各级政府主导的投资，银行会筛选其中较好的 2 类。第一类是现金流自偿型，如高速公路、机场等，建成后有固定的现金流入；第二类是挂靠政府融资平台，这个平台有自身的现金流偿还银行贷款，统借统还，如上海城投。同时省级财政和地市级财政必须达到一定的级别，财务状况合格银行才会予以合作。所以我们认为只要是在前期严格把关、认真筛选的基础上定下来的政府融资平台贷款，不会有太大的问题，而这类贷款占了大多数。少数因为冲指标而投放的信贷，不排除资产质量在后期逐步暴露的可能，但从其普遍的建设工期来看，2010 年还不需要太担心。

图表 30：出口反弹缓解部分中小企业资金紧张



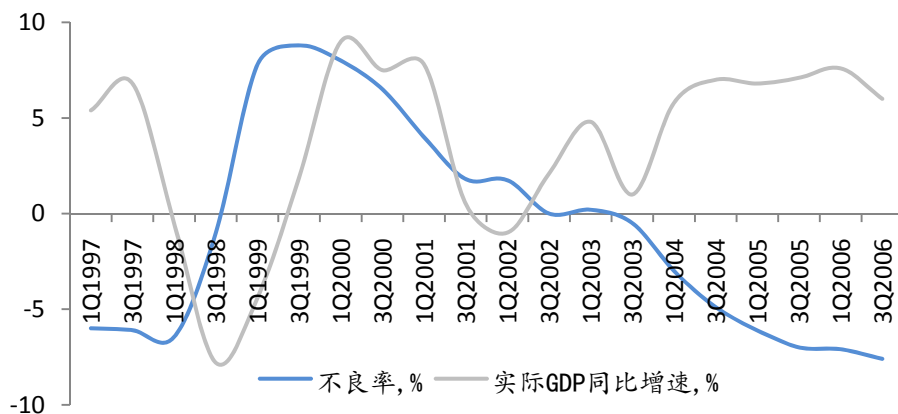
数据来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图表 31: 美国 GDP 增速与银行业逾期率呈现此消彼长关系



数据来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图表 32: 金融危机后香港 GDP 增速与银行业不良率呈反向走势



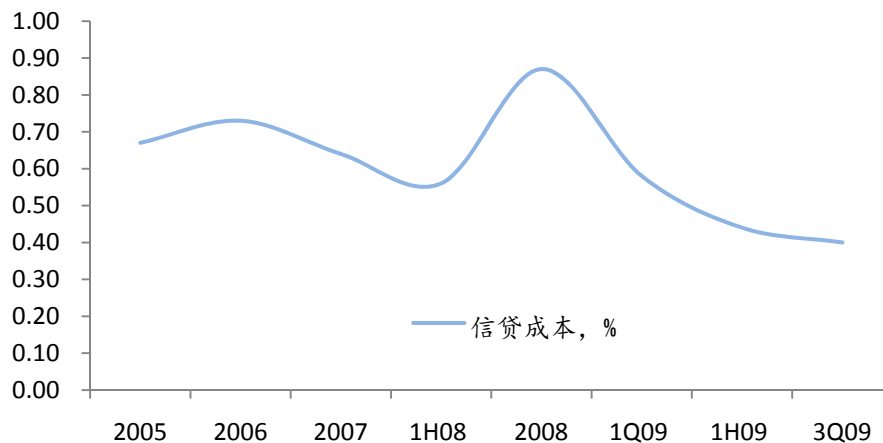
数据来源: Bloomberg, 浙商证券研究所



4.2 信贷成本上升幅度较小 拨备覆盖率达标

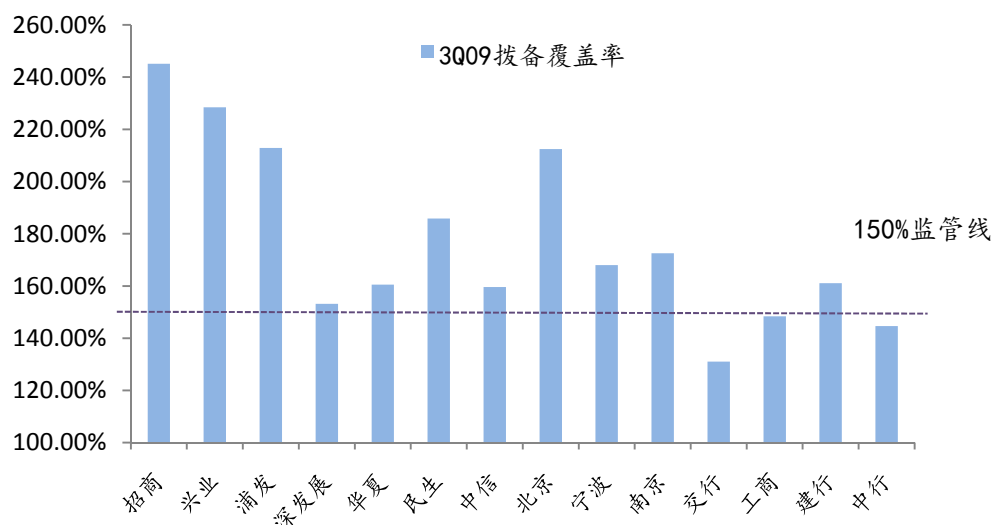
明年的信贷增速较 09 年有所放缓，但在高拨备、低不良率的背景下，信贷成本不会大幅上升，加之各银行清收核销情况良好，后期的信贷成本会维持低位回升，预计 2010 年行业整体在 0.50% 左右。

图表 33：高拨备、低不良情况下，上市银行整体信贷成本的上升幅度不会太大



数据来源：浙商证券研究所

图表 34：年末 14 家上市银行将全部达到拨备覆盖率 150% 的要求



数据来源：浙商证券研究所

5 行业估值与投资策略

5.1 纵向横向估值均处在低位

根据我们对 2010 年上市银行 EPS 及 BVPS 的估计, 2010 年行业整体的 PE 水平在 11.02 倍, 其中四大行、股份制及城商行的 PE 分别为 10.60X、14.25X 及 15.63X; PB 水平为 2.08 倍, 四大行、股份制及城商行的 PB 水平分别为 2.04X、2.43X 和 2.70X。对比盈利复苏回升期的历史估值水平来看, 我们认为行业已经明显低估, 存在较为强烈的估值修正要求。

图表 35：上市银行 09、10 年预测每股收益及估值水平

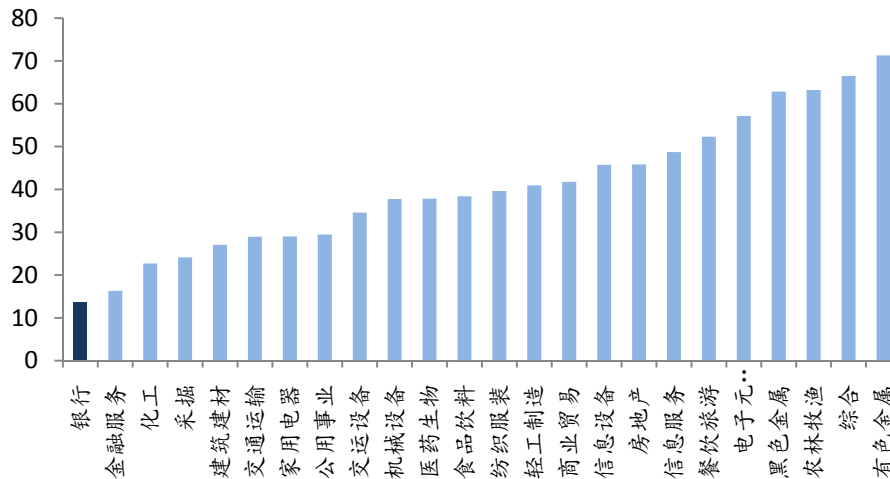


	EPS 2009E	EPS 2010E	2010 年 PE	2010 年 PB
工行	0.38	0.47	11.13	2.15
建行	0.47	0.56	10.77	2.14
中行	0.32	0.43	9.67	1.78
交行	0.66	0.78	10.91	2.13
大型合计	0.40	0.50	10.60	2.04
招行	0.94	1.32	13.32	2.88
中信	0.36	0.43	17.30	2.50
浦发	1.76	2.00	11.06	2.35
民生	0.53	0.65	11.91	1.96
兴业	2.49	3.23	12.24	2.77
深发展	1.52	1.84	13.58	3.06
华夏	0.73	0.91	12.41	1.63
股份制合计	0.78	0.98	14.25	2.43
北京	1.00	1.30	14.11	2.51
南京	0.91	1.27	14.46	2.35
宁波	0.59	0.78	20.27	3.44
城商行合计	0.89	1.17	15.63	2.70
上市银行合计	0.45	0.56	11.02	2.08

数据来源：浙商证券研究所

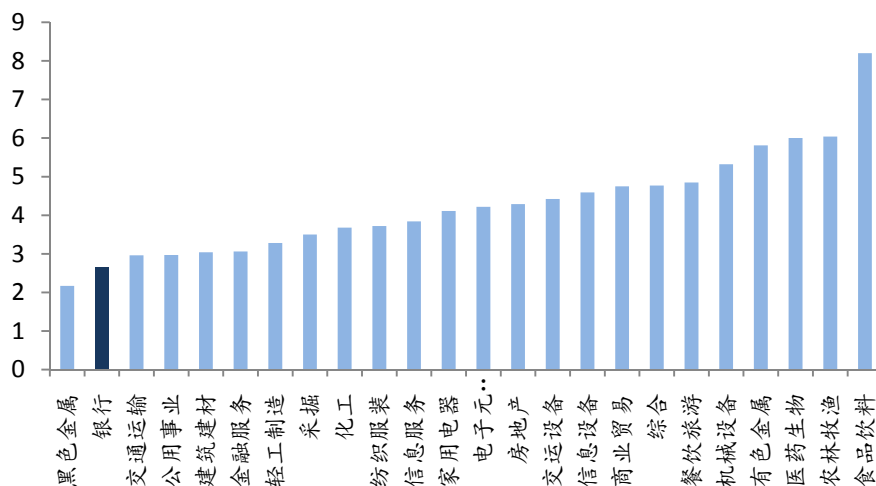
数据说明：四项合计 EPS 数据为利润加总/股份加总

图表 36：银行业当前市盈率为各行业最低



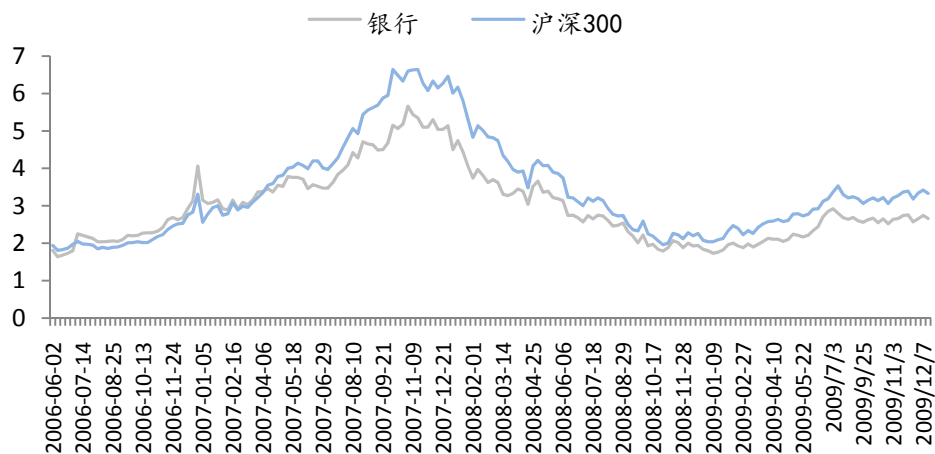
数据来源：浙商证券研究所

图表 37：市净率也处于市场最低端



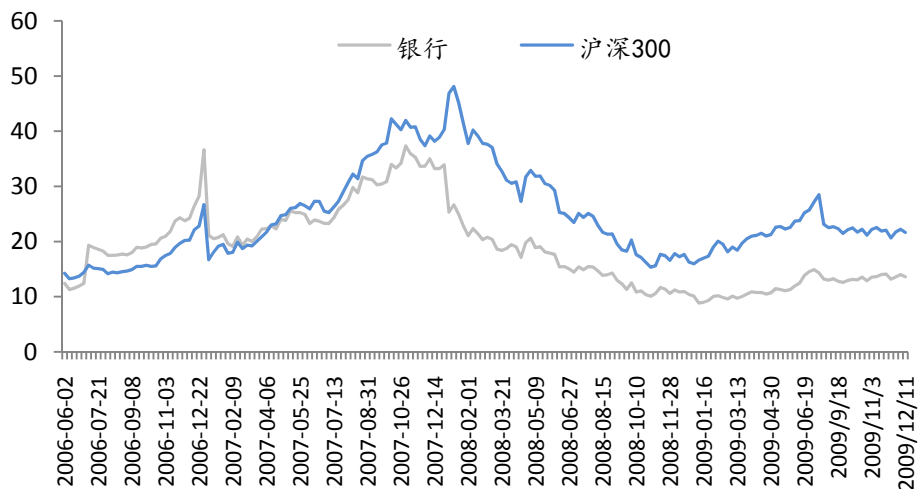
数据来源：浙商证券研究所

图表 38：银行业整体市净率从底部缓慢回升



数据来源：浙商证券研究所

图表 39：银行业市盈率的提升幅度慢于沪深 300 指数



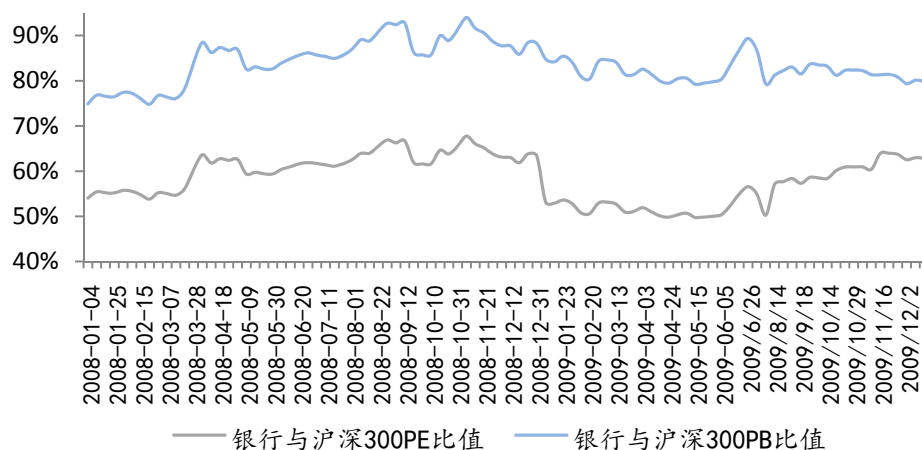
数据来源：浙商证券研究所



从历史的估值水平来看，银行股自 08 年以来与沪深 300 指数市盈率最低比值为 49.74%，出现在 09 年 5 月；最高比值为 67.76%，出现在 08 年 11 月。当前已回升至 63%，已经脱离了底部区域并超过了均值。

银行股自 08 年 1 月以来与沪深 300 指数市净率最低比值后为 74.79%，出现在 08 年 2 月；最高比值为 94%，出现在 08 年 11 月，当前该比值为 80%，离均值还有一定距离。

图表 40：与沪深 300 的 PE 比值为 63%，PB 比值为 80%



数据来源：浙商证券研究所

5.2 投资策略

行业投资策略：

我们认为 2010 年银行业的净利润增长仍是以量为基础，以价为撬动因素。预计 09 年 4 季度的行业净息差回升至 2.40% 左右，即 09 全年的净息差水平为 2.33%，我们预计 2010 年全年净息差提升 12 个 BP，即净息差较 09 年增长 5.15%，配合我们前面对生息资产 20%（贷款增长 17.5%，非贷款生息资产增长 23%）的增速设定，净利息收入将增长 26% 左右，在信贷成本不正面贡献净利润的情况下，也就定下了净利润 26% 的增长基调。照此推算银行业 2010 年的市盈率为 11.02 倍，市净率为 2.08 倍，该估值水平无论从横向水平还是历史纵向水平来看都偏低，存在向上修正的需求。

在基本面已经到位的情况下，我们认为银行业相对大盘有一定表现的启动时机将在明年上调准备金率的前后，也不排除提前至 1 季度新增信贷的良好数据公布时。股价的扰动因素是行业的融资，尤其是大行融资的进程。

个股选择策略：

个股选择上我们偏好 2 方面，首先是息差弹性高的银行，其次是有规模突破潜力的银行。

我们认为从资产负债结构的调整空间上来说，招行、宁波、北京由于其较高的活期存款占比和较低的同业负债占比而赋予息差较好的弹性；兴业银行在 3 季度主动调整同业资产，努力提升活期存款占比，压票据增贷款，净息差环比上升了 20 个基点（2.16% 到 2.36%），且 10、11 月的息差继续显著上升，显示了公司在资产负债调整上的灵活性和较好的执行力，继续看好后期息差的上升空间。

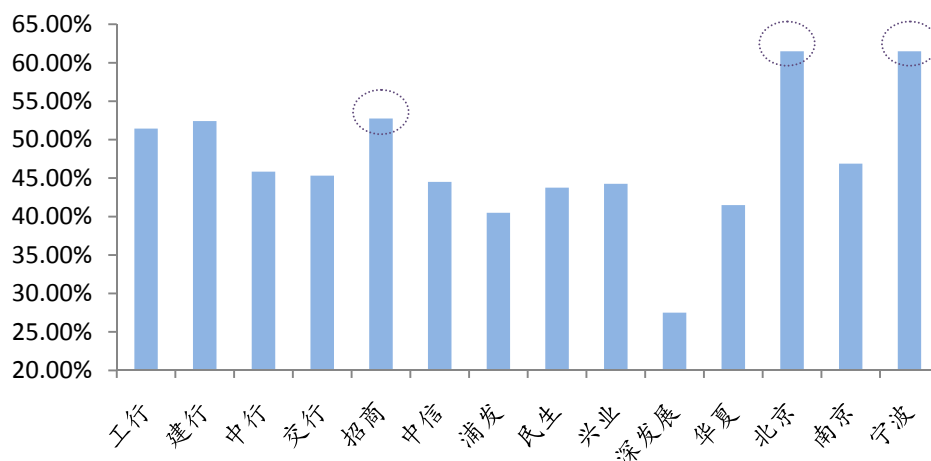
考虑到出口的强劲回升将刺激中小企业信贷需求全面回暖，这将给宁波银行带来从客户资源（即信贷规模）到贷款质量的全面提升，加上公司的股权融资 50 亿元的计划已经宣布，



且进展顺利,我们认为前期一直压制公司股价的出口及资产质量等因素已经得到有效释放;

南京银行的看点主要在异地扩张方面,除已经开业的泰州、上海、无锡、北京等分行外,南通分行和杭州分行也已经获批,其中南通分行将于年底开业,杭州分行将在明年1季度开业。此外,省内的扬州分行和省外的深圳分行也已经列入了明年的开拓计划。南京银行是银监会分类监管中的二类城商行(一类空缺),管理层在严格防范风险及资本金充裕的前提下,对城商行的规模扩张基本持肯定态度。鉴于南京银行良好的资产质量和充足的资本金,我们认为公司的扩张已经悄然提速,明年的规模突破依然可期。

图表 41: 北京、宁波、招商的活期存款占比较高



资料来源: 浙商证券研究所

6 风险提示

6.1 融资给股价造成压力

融资将成为 2010 年压制银行股股价的首要因素,但各银行在融资时机和方式上并非毫无主动性。根据我们前面的测算,2010 年大行要达到 11% 的 CAR 要求,在信贷投放 7 万亿的背景下,只有交行需要股权融资约 100 亿;中小银行 10% 的 CAR 监管要求下,只有浦发(需融资 140 亿)、华夏(需融资 91 亿)、深发展(需融资 13 亿)有融资要求。

我们认为融资对市场造成的压力更多来自心理层面,且都集中在大行的巨额融资上,故融资时机和融资方式显得尤为重要。目前银行采用得较多的是定向增发、H 股融资及配股三种方式。除配股对 A 股市场有一定影响外,其余 2 种方式影响甚微。我们认为,鉴于融资对银行后续发展的深远影响,如果原有股东因为不愿参与配股而抛售导致股价下跌,则构成了银行股较好的买入时机。

7 推荐个股情况



清晰定位下迎来出口的复苏

— 宁波银行 (002142)

✍ 黄薇 金嫣

☎ 86-21-64718888 1813

✉ huangwei@stocke.com.cn

➤ 相似的信贷文化 选择长三角 专注小企业

本报告导读：

➤ 出口已经明显复苏 资产质量可控
➤ 上调至“买入”评级

投资要点：

■ 定位长三角 专注小企业

由于江浙所在的长三角地区企业拥有相似的信用文化，且处在共同的经济环境下，宁波银行以中小企业为绝对主导的业务拓展在上述区域比较得心应手。我们认为宁波银行坚持中小企业为绝对主导的经营方向是符合自身情况的，依靠对中小企业的较高的议价能力获取上浮贷款利率，同时凭借对本地企业的熟悉程度控制信贷风险。中国不缺大而全的银行，宁波银行可以依托长三角地区数量众多的小企业客户和良好的、相似的信用基础，逐步发展为有特色的小企业信贷银行。

■ 复苏的出口将有效拉动信贷 资产质量可控

出口的复苏是我们期待已久的。公司表示3季度以来，出口企业中的纺织、家电复苏迹象最为明显。从前期的中东需求较大，到近期欧美市场逐步回暖，带动各类企业的贷款需求转旺，公司的国际业务量也逐月上升。去年4季度开始，公司对500万以上的授信客户逐户排查风险，因此1季度不良贷款集中暴露，2季度已经转为可控，3季度新增的不良贷款都是2季度已经预见到的。

■ 上调至“买入”评级

我们预计公司2009-2010年的EPS分别为0.59元、0.78元；BVPS分别为3.91元、4.61元，对应11月20日收盘价，09年、10年的PE为24.59X、18.76X；PB为3.74X、3.16X。DDM绝对估值为18.02元，上调至“买入”评级。

■ 公司指标摘要

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	22.44	34.04	39.25	54.97	74.82
拨备前利润	12.82	18.07	21.14	29.39	40.15
净利润	9.51	13.32	14.84	19.46	25.87
EPS(元)	0.38	0.53	0.59	0.78	1.03
BVPS(元)	3.21	3.52	3.91	4.61	5.29
PE(X)	38.38	27.41	24.59	18.76	14.11
PB(X)	4.55	4.15	3.74	3.16	2.76
PA(X)	0.48	0.35	0.24	0.17	0.13

评级： 买入(上调)

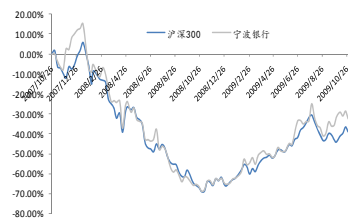
上次评级： 中性

目标价格： ¥ 18.02

上次预测： —

当前价格： ¥ 14.60

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.14
2Q/2009	0.14
3Q/2009	0.16
4Q/2009	0.15



公司简介

宁波银行成立于1997年4月10日，由宁波市财政局、宁波经济技术开发区财务公司、城市信用合作社及市联社的原股东共364家机构及企业法人和2421名自然人，共同以发起方式设立的股份制商业银行。截止09年9月末，宁波银行总资产1444.67亿元，贷款余额785.90亿元，净利润11.03亿元。

近期报告

《城商行，谁是你的明天？》

——城商行发展专题研究

《依托北京布局全国 高成长方兴未艾》

——北京银行价值分析报告



异地扩张悄然提速 中间业务占比将提升

—南京银行（601009）

✍ 黄薇 金嫣

☎ 86-21-64718888 1813

✉ huangwei@stocke.com.cn

➢ 扩张悄然提速 小企业贷款成重点

本报告导读：

- 中间业务占比 异地扩张将导致成本收入比上升
- 维持“买入”评级

投资要点：

■ 异地扩张悄然提速

公司定位在区域性银行，尤其是长三角地区。除已经开业的泰州、上海、无锡、北京等分行外，南通分行和杭州分行也已经获批，省内的扬州分行和省外的深圳分行也已经列入了明年的开拓计划。鉴于南京银行良好的资产质量和充足的资本金，公司扩张已经具备提速条件。3 季度末异地新增贷款已经占到了今年全行新增贷款的 75%，小企业贷款余额占所有对公贷款余额的比例为 20%，占今年新增贷款的 30%，预计后期小企业贷款占比还将有所提升。

■ 中间业务占比将提升

南京银行有较为优势的债券业务，可以此为依托大力发展中间业务。公司拥有债券业务全牌照，且债券业务人员实力较强，经验丰富。今年以来公司的手续费及佣金净收入增长较快，预计全年增长将超 65%。公司计划中间业务占比今年可达 10%，明年将提升到 15%，2011 年以后争取 20% 以上，在城商行中已经处于较为领先的位置。

■ 维持“买入”评级

我们预计南京银行 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.27 元；BVPS 分别为 6.65 元、7.75 元，对应 11 月 20 日收盘价，09 年、10 年的 PE 为 18.75X、13.41X；PB 为 2.56X、2.20X。DDM 绝对估值为 21.82 元，维持“买入”评级。

■ 公司指标摘要

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	19.26	32.24	34.91	49.22	65.03
拨备前利润	12.25	22.23	22.76	30.90	39.11
净利润	9.09	14.56	16.71	23.36	29.65
EPS(元)	0.50	0.79	0.91	1.27	1.61
BVPS(元)	5.41	6.15	6.65	7.75	8.93
PE(X)	34.43	21.51	18.75	13.41	10.56
PB(X)	3.15	2.77	2.56	2.20	1.91
PA(X)	0.41	0.33	0.20	0.16	0.12

评级： 买入

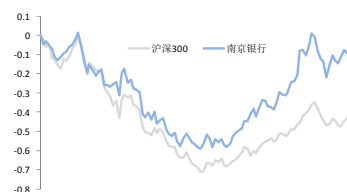
上次评级： 买入

目标价格： ¥ 21.82

上次预测： 21.27

当前价格： ¥ 18.50

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.22
2Q/2009	0.22
3Q/2009	0.23
4Q/2009	0.24



公司简介

南京银行的前身由南京市 39 家城信社及信联社合并而成，并于 98 年 4 月更名为南京市商业银行股份有限公司，06 年 12 月更名为南京银行股份有限公司。截止 09 年 9 月，公司总资产 1465.66 亿，净利润 12.24 亿元。

近期报告

《城商行，谁是你的明天？》

——城商行发展专题研究

《依托北京布局全国 高成长方兴未艾》

——北京银行价值分析报告



依托北京布局全国 高成长方兴未艾

—北京银行（601169）

✍ 黄薇 金嫣

☎ 86-21-64718888 1813

✉ huangwei@stocke.com.cn

- 北京地区已有一定渗透率，后期仍有较大挖掘潜力
- 异地扩张有机遇也有挑战，成长空间巨大
- 资产质量良好，收益率将提升
- 维持“买入”评级

本报告导读：

投资要点：

■ 依山傍水 分享区域经济高增长

作为我国的政治文化中心，全国及世界各大企业均在北京设立了总部或办事处，因此北京形成了鲜明的“总部经济”特征；此外，北京地区的第三产业尤其是文化、体育、创意、娱乐业等较为发达。作为一家区域性银行，北京地区的经济发展状况及地域经济特征是北京银行赖以生存的基础，也是影响北京银行制定发展战略、客户构成的重要因素。

■ 资本护航 内巩固外延伸实现规模扩张

北京银行管理层提出了 2010 年~2012 年三年规模翻番的计划。我们认为其主要实现途径是内巩固、外延伸，内巩固指的是北京地区的深入挖掘，外延伸指的是异地分行的陆续推进。目前的外部经济环境已经企稳，且北京银行自身的资本充足率水平较高，完全有能力支持公司的三年翻番计划。

■ 维持“买入”评级

我们认为，北京银行正在进入加速成长期，其在北京地区已经拥有一定的市场占有率，且依托北京地区经济的高速发展，当地仍有较大的潜力可挖；其次，公司已经规划异地扩张战略，每年将新设 2-3 家异地分行，在不远的将来异地分支行的规模效应将逐渐显现。我们预计 09-10 年公司每股收益为 1.00 元、1.30 元，每股净资产为 6.17 元、7.12 元，维持“买入”评级。

■ 公司指标摘要

单位：亿	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	76.42	123.04	122.04	169.19	224.69
拨备前利润	52.41	86.84	86.09	124.35	147.38
净利润	33.48	54.17	62.50	80.73	94.10
EPS (元)	0.54	0.87	1.00	1.30	1.51
BVPS (元)	4.28	5.43	6.17	7.12	8.01
PE (X)	33.67	20.81	18.03	13.96	11.97
PB (X)	4.23	3.34	2.93	2.54	2.26
PA (X)	0.32	0.27	0.21	0.15	0.12

评级：

买入

上次评级：

买入

目标价格：

¥ 22.42

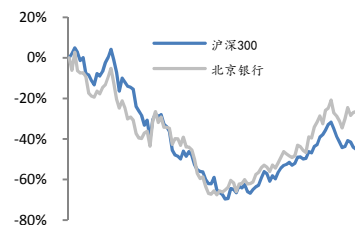
上次预测：

—

当前价格：

¥ 18.10

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.24
2Q/2009	0.23
3Q/2009	0.27
4Q/2009	0.26



公司简介

北京银行成立于 1996 年，注册资本 62.28 亿，截止 09 年 6 月底，北京银行拥有分支机构 162 家，员工 5396 人，总资产 4781 亿元，核心资本 336.21 亿，上半年净利润 29.23 亿。

近期报告

《城商行，谁是你的明天？》

——城商行发展专题研究

《利益关系逐渐理顺 看好商贷通发展前景》

——民生银行调研报告



融资不改公司高盈利性

—兴业银行 (601166)

✍ 黄薇 金嫣

☎ 86-21-64718888 1813

✉ huangwei@stocke.com.cn

- 均衡信贷 息差回升超预期 资产质量还将提升
- 配股进展顺利 未来2-3年无融资压力
- 维持“买入”评级

本报告导读:

投资要点:

■ 均衡信贷 息差稳升

我们预计 2010 年兴业银行的信贷增速为 27.14%，生息资产增速 26.40%。同时公司资产负债表的调整灵活性也很好，赋予息差较大的提升空间。兴业银行在 3 季度主动调整同业资产，努力提升活期存款占比，压票据增贷款，净息差环比上升了 20 个基点（2.16%到 2.36%），且 10、11 月的息差继续显著上升，显示了公司在资产负债调整上的灵活性和较好的执行力，继续看好后期息差的上升空间。

■ 高拨备低不良 资产质量稳中有升

09 年 3 季度末公司的拨备覆盖近 230%，不良率仅为 0.61%，今年 1-3 季度信贷成本仅为 0.09%，且今年清收状况良好，明年也将持续较好的清收状况。有鉴于此，我们认为公司 2010 年资产质量还将稳中有升，高拨备低不良的背景下信贷成本将低位徘徊，对净利润影响正面。

■ 配股融资已获批

公司 180 亿元的配股方案已经获得股东大会通过，配股成功将保证公司未来 2-3 年 25%~30% 的信贷投放顺利进行，公司的盈利能力较好，预计 2010 年 RoRWA 可达 1.76%，在股份制银行中属于较高水平。

■ 维持“买入”评级

我们预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 2.50 元、3.23 元（均未考虑配股摊薄影响）；BVPS 分别为 11.62 元、13.72 元，对应 12 月 11 日收盘价，09 年、10 年的 PE 为 15.81X、12.24X；PB 为 3.40X、2.88X。DDM 绝对估值为 46.01 元，维持“买入”评级。

■ 公司指标摘要

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	220.55	297.15	294.60	379.65	479.07
拨备前利润	125.27	173.87	166.68	218.43	276.54
净利润	85.86	113.85	124.91	161.33	204.04
EPS(元)	1.72	2.28	2.50	3.23	4.08
BVPS(元)	7.78	9.80	11.62	13.72	15.74
PE(X)	9.93	7.49	6.83	5.28	4.18
PB(X)	2.19	1.74	1.47	1.24	1.08
PA(X)	0.10	0.08	0.07	0.05	0.04

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

¥ 46.01

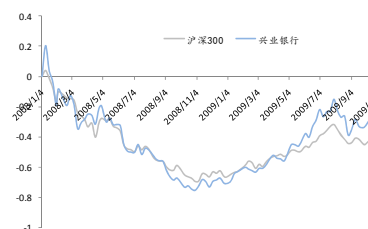
上次预测:

买入

当前价格:

¥ 39.53

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.59
2Q/2009	0.65
3Q/2009	0.67
4Q/2009	0.59



公司简介

兴业银行前身为福建兴业银行股份有限公司，于 1988 年 7 月经央行批准设立的股份制商业银行。07 年 2 月 A 股上市，股本 50 亿，截止 09 年 9 月末，兴业银行总资产 12663.12 亿元，贷款余额 6841.78 亿元，净利润 95.72 亿元。

近期报告

《城商行，谁是你的明天？》

——城商行发展专题研究

《依托北京布局全国 高成长方兴未艾》

——北京银行价值分析报告



零售+中小 转型正当时

—招商银行 (600036)

黄薇 金嫣

86-21-64718888 1813

huangwei@stocke.com.cn

- 专注零售业务和中小企业 转型正当时

本报告导读:

- 息差回升 非息收入提升有基础
- 维持“买入”评级

投资要点:

■ 专注零售业务和中小企业

较高的市场化程度、坚持贴近中小企业及多年专注零售业务,使得招商银行从客户结构上来说已经具备了进一步转型的条件。09年3季度,公司中小企业贷款占比达到47%,不良率下降至1.82%,同时今年以来零售贷款增速远超对公贷款。公司看好零售贷款对客户的粘性,便于开展交叉销售、节省客户开拓成本;小企业贷款平均上浮20%,对提升息差十分有利。

■ 息差如期回升 或将超预期

后期公司将加大中长期贷款的比重,同时活期存款占比提高,货币市场利率也会逐步提升,上述多方面因素促使招行的净息差稳步回升。我们预计09年4季度招行息差为2.26%,即09全年息差在2.16%左右,保守估计2010年息差提升至2.30%附近,如果按揭贷款利率调整或小企业信贷进展顺利,招行的净息差水平则将有超预期表现。

■ 高端客户思维促非息收入发展

由于公司坚持发展高端客户,并以此为基础大力发展交叉销售,因此非息收入得三个方面:信用卡业务、理财业务、资产管理(财富管理)等都在各自的层次上上了一定的发展。信用卡改变跑马圈地的局面,转向精耕细作的发展阶段、理财产品的创新速度加快、以高端客户为基础的财富管理、资产管理等业务也进展顺利。

■ 维持“买入”评级

我们预计公司2009-2010年的EPS分别为0.94元、1.32元;BVPS分别为4.76元、5.41元,对应12月11日收盘价,09年、10年的PE为18.74X、13.35X;PB为3.70X、3.26X。DDM绝对估值为23.61元,维持公司的“买入”评级。

■ 公司指标摘要

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	409.58	553.08	519.69	676.59	903.18
拨备前利润	242.20	315.66	256.28	344.93	462.70
净利润	152.43	209.46	180.51	253.03	333.72
EPS(元)	1.04	1.43	0.94	1.32	1.75
BVPS(元)	4.62	5.41	4.76	5.41	6.21
PE(X)	16.45	11.90	18.06	12.88	9.77
PB(X)	3.69	3.15	3.58	3.15	2.75
PA(X)	0.19	0.16	0.16	0.13	0.10

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

¥23.61

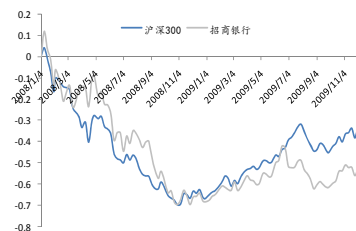
上次预测:

—

当前价格:

¥17.62

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.29
2Q/2009	0.27
3Q/2009	0.12
4Q/2009	0.26



公司简介

招商银行1987年在深圳成立,目前总股本191.19亿,于02年9月在上交所上市,06年4月在港交所上市。截止09年9月末,招商银行总资产20169.01亿元,贷款余额11459.11.90亿元,净利润130.78亿元。

近期报告

《城商行,谁是你的明天?》

——城商行发展专题研究

《依托北京布局全国 高成长方兴未艾》

——北京银行价值分析报告



浙商证券研究团队

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划
吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较
詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心
吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程
姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家
闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究
陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究
史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业研究
戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究
程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究
马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究
田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究
代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究
李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究
徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究
林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究
金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究
黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究
张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究
邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术
李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务
张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621) 64718888
传真：(8621) 64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn