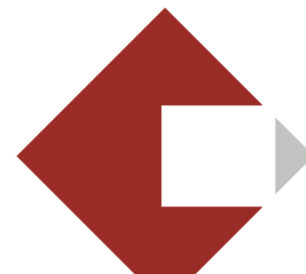


“量价齐升”助推业绩，提升投资价值

— 银行业2010年投资策略

渤海证券 张继袖



投资要点

经济稳步复苏，货币政策进入紧缩初期

“量升”：主要在上半年

“价升”：谨慎乐观

选股角度：“量价齐升”

投资建议和重点公司

►经济复苏的预期在11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。

►2009年1-11月新增贷款9.21万亿，同比多增5.08万亿元。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。

►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。

►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、宁波银行、招商银行、北京银行。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。

►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、宁波银行、招商银行、北京银行，建议关注转型能力强的兴业银行。

一、宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期

➤ **经济稳步复苏**：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

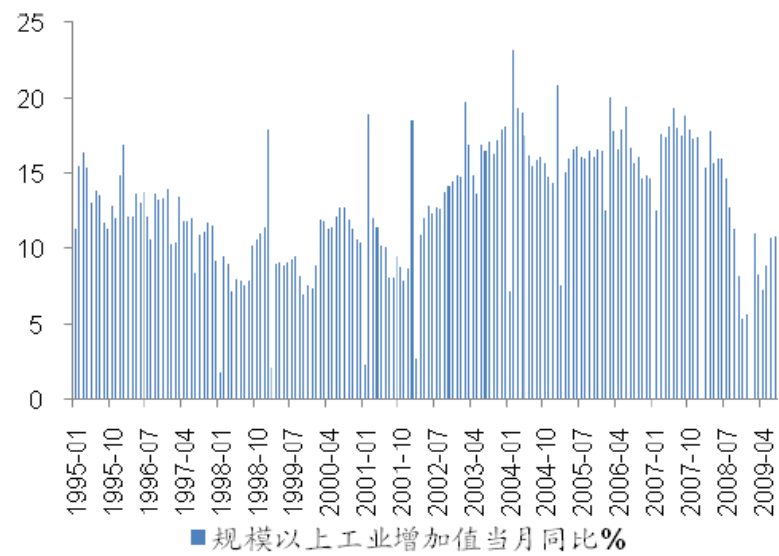
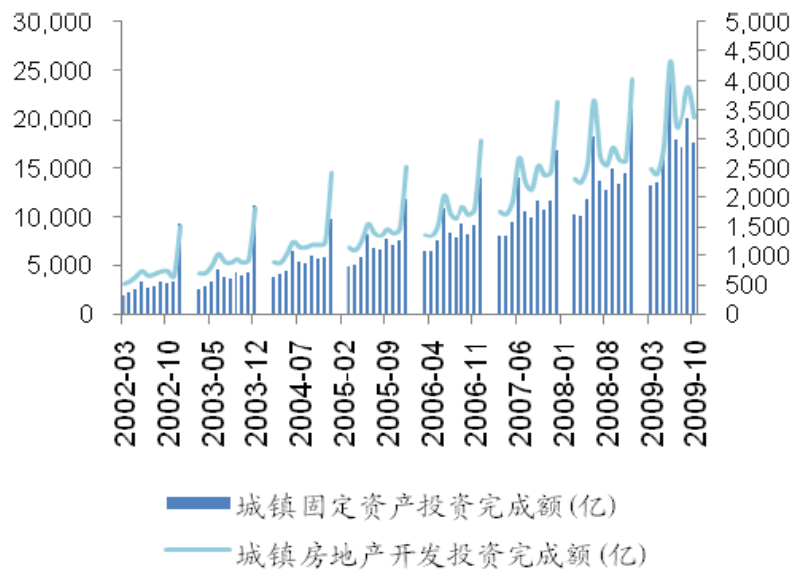


图 2：投资继续高速增长



资料来源：wind，渤海证券研究所

一、宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期

图 3：社会消费品零售总额10月创新高

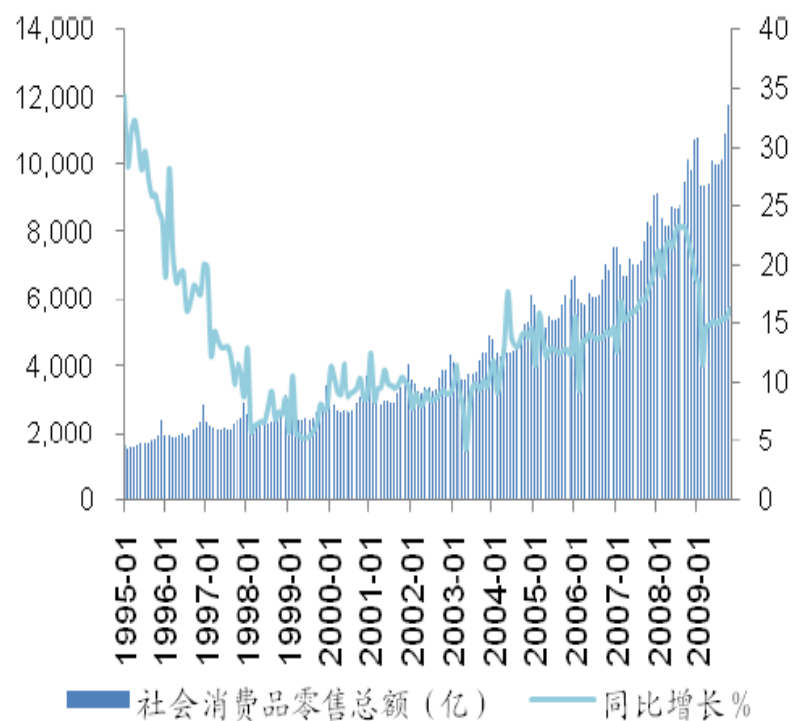
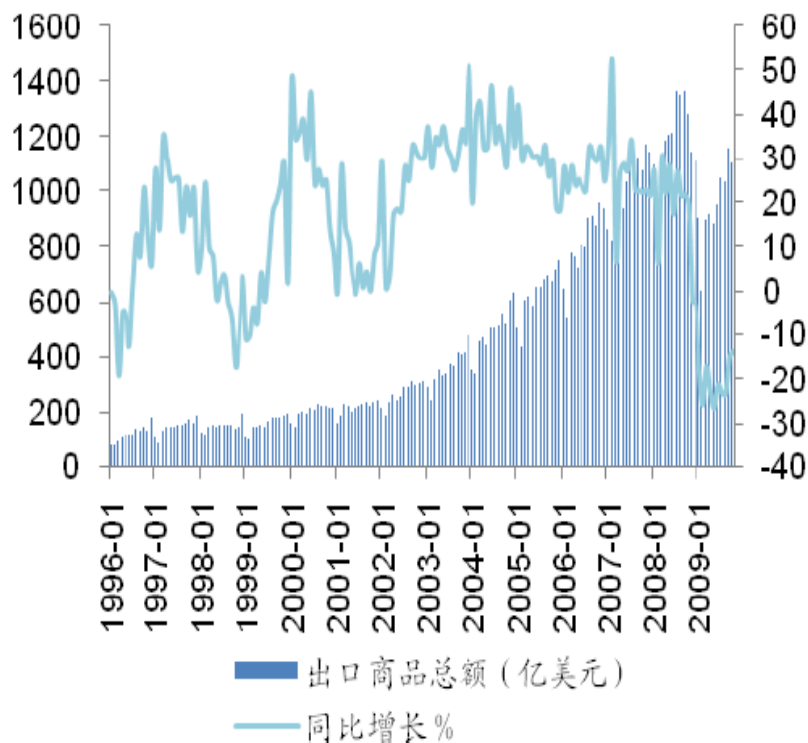


图 4：出口环比增长降幅收窄



资料来源：wind，渤海证券研究所

一、宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期

➤ 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

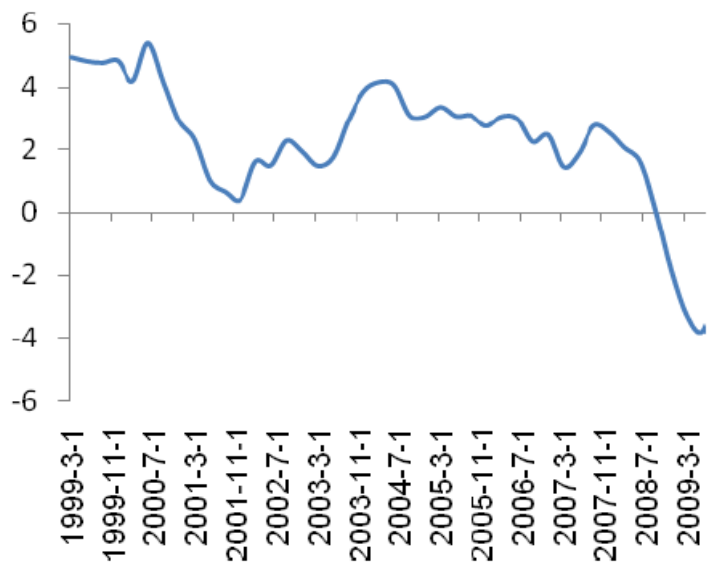
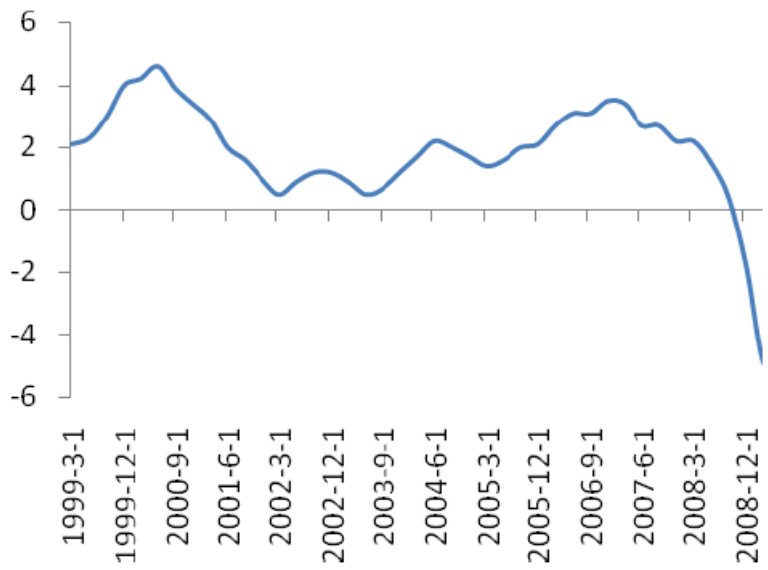


图 6：欧元区经济也出现止跌迹象



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

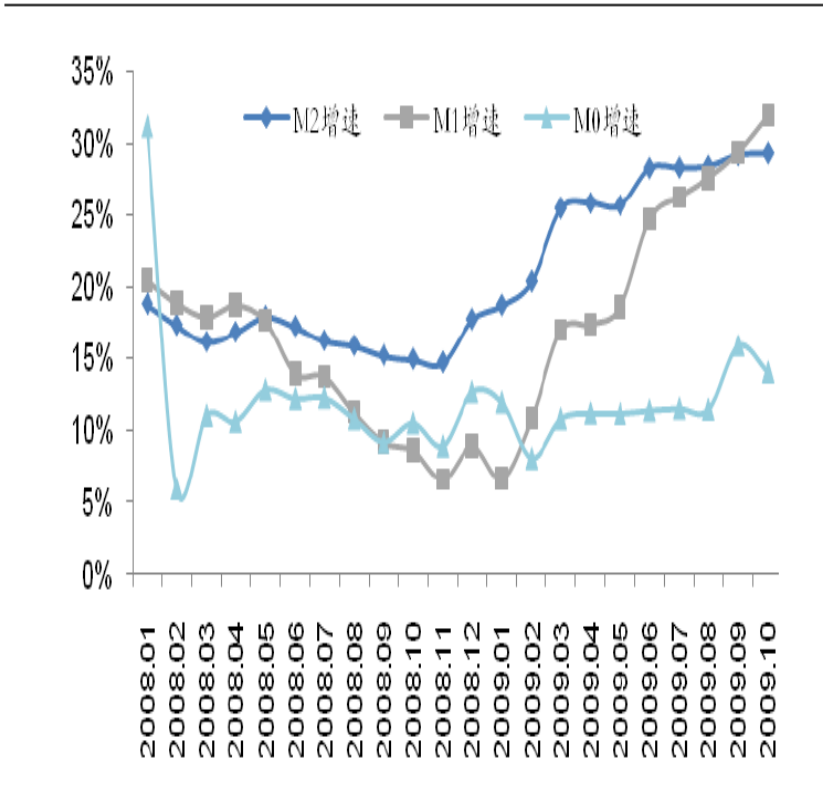
一、宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期

➤ 国内贷款呈现高增速

- ✓ 今年前11个月，货币供应量增速快速上升。6-11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11月的34.63%，显示出经济形势向好的趋势。1-11月净投放现金2125亿元，同比多投放638亿元。
- ✓ 1-11月人民币各项贷款增加9.21万亿元，同比多增5.08万亿元，全年新增贷款有望达到9.5万亿。人民币贷款余额增速6-11月一直维持在33%以上，11月新增贷款仅有2948亿元，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。

一、宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期

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：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

一、宏观：经济继续向好，货币政策进入紧缩初期

➤ 主要宏观数据假设

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

二、量升：主要在上半年

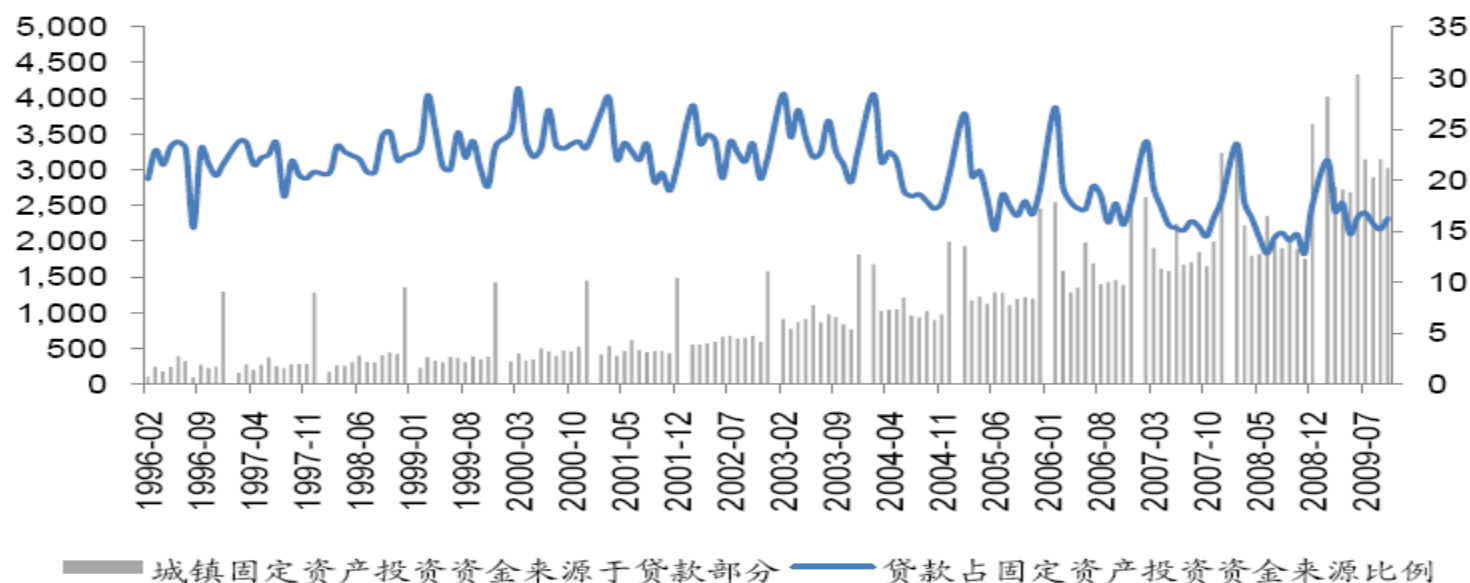
➤ 行业：中长期贷款粘性带动2010年上半年新增贷款

- ✓ 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%。

二、量升：主要在上半年

✓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%。

图 9：贷款在城镇固定资产投资中仍占有重要位置



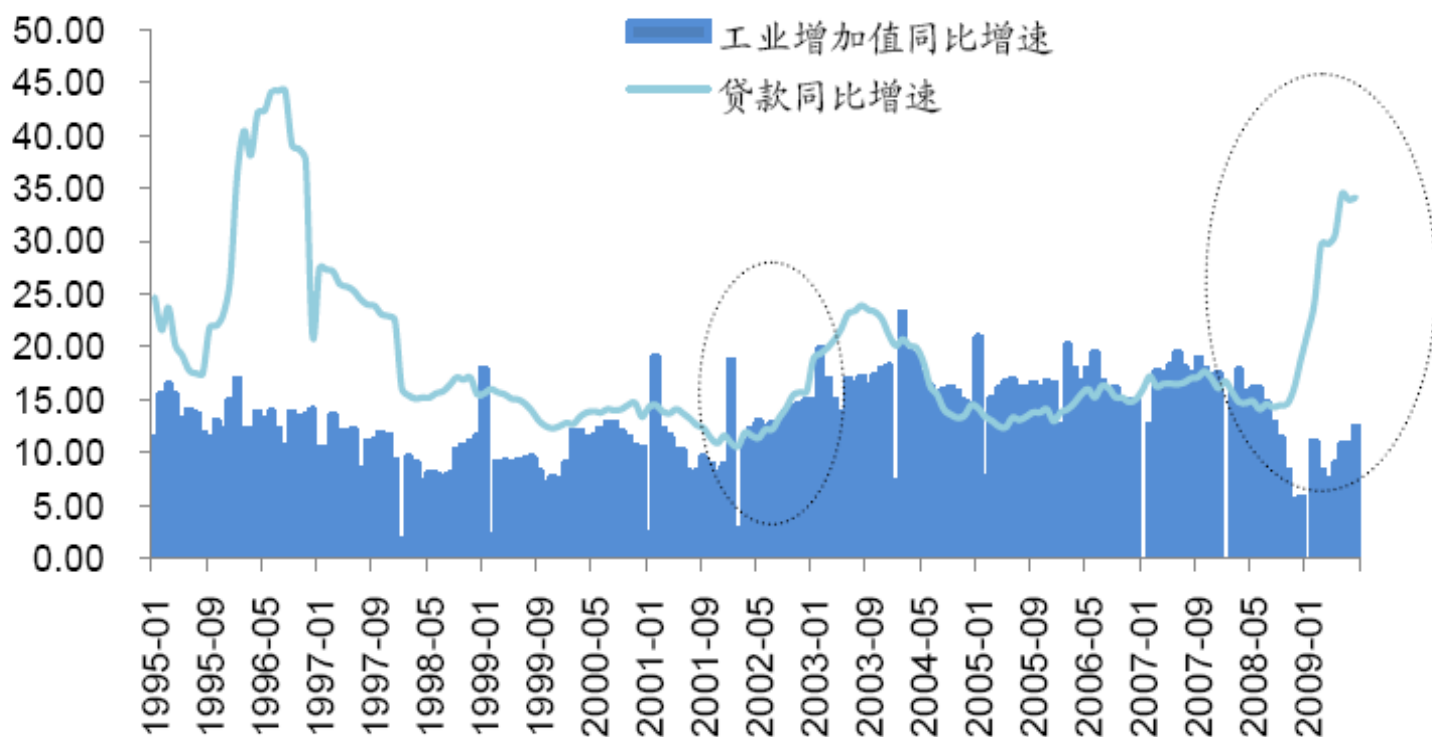
资料来源：wind，渤海证券研究所



二、量升：主要在上半年

- ✓ 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 10：信贷支持经济复苏



资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

二、量升：主要在上半年

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

二、量升：主要在上半年

➤ 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。

二、量升：主要在上半年

- ✓ 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。

二、量升：主要在上半年

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

二、量升：主要在上半年

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增长	09H比08占比增长	09H比08增长	09H比08占比增长	09H比08增长	09H比08占比增长	09H比08增长	09H比08占比增长
深发展			23.67	0.11			8.08	-0.59
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

二、量升：主要在上半年

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

二、量升：主要在上半年

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

二、量升：主要在上半年

- ✓ 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。

二、量升：主要在上半年

➤ **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。

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

三、价升：谨慎乐观

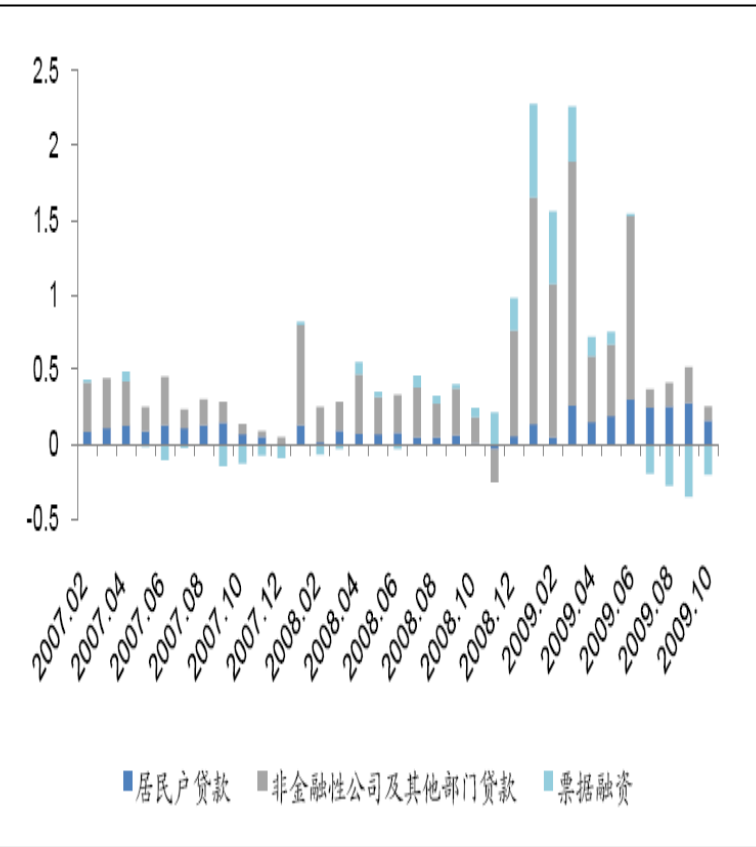
➤ 影响净息差因素的初步分析

- ✓ 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。

资料来源：wind，渤海证券研究所

三、价升：谨慎乐观

图 11: 新增贷款结构有望改善



资料来源：央行，渤海证券研究所

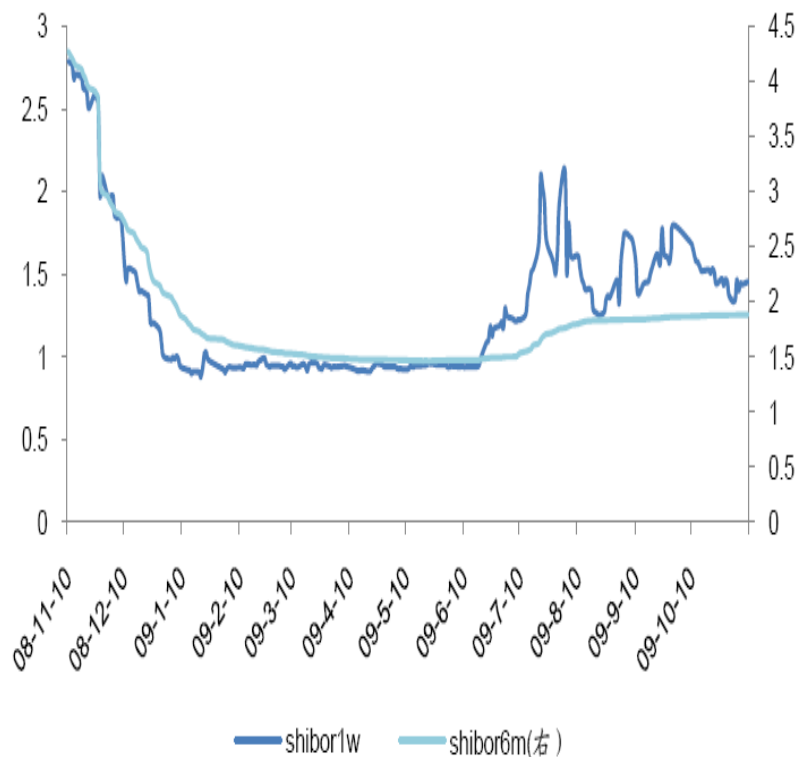
表 8: 贷款议价能力走出低谷

% 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

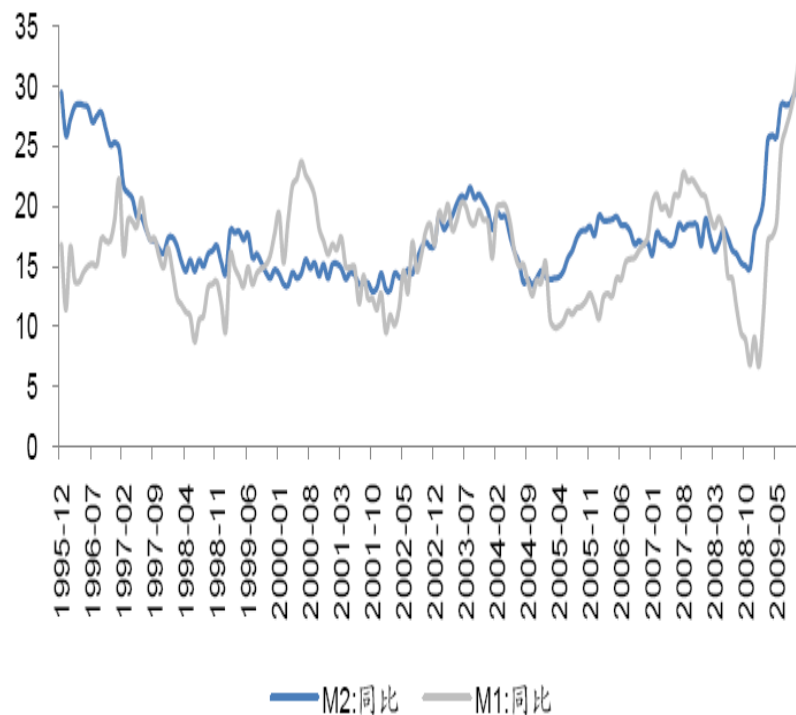
三、价升：谨慎乐观

图 12: 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 13: 存款活期化趋势



资料来源: wind, 渤海证券研究所

三、价升：谨慎乐观

➤ 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。

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：wind，渤海证券研究所

三、价升：谨慎乐观

- ✓ 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。

三、价升：谨慎乐观

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

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。

三、价升：谨慎乐观

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：渤海证券研究所

四、资产质量：暂无大碍

➤ 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 9：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

四、资产质量：暂无大碍

➤ 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。

四、资产质量：暂无大碍

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

四、资产质量：暂无大碍

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

四、资产质量：暂无大碍

表 9：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：wind，渤海证券研究所

五、选股角度和投资建议

- ✓ **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、浦发、交行、招行、中信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。

五、选股角度和投资建议

➤ 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/PPOP	
代码	公司名称	07	08	09E	10E	08	09E	10E	09E	10E	2009-12-18	08	09E	10E		08	09E	10E	09E	10E
1	深发展A	0.94	0.2	1.24	1.71	5.28	6.42	7.46	2.74	3.36	23.93	119.65	19.30	13.99		4.53	3.73	3.21	8.73	7.12
2142	宁波银行	0.43	0.53	0.59	0.75	3.52	3.91	4.32	0.81	0.94	16.24	30.64	27.53	21.65		4.61	4.15	3.76	20.05	17.28
600000	浦发银行	0.97	2.21	1.7	2.15	7.36	6.84	8.7	2.83	3.71	20.73	9.38	12.19	9.64		2.82	3.03	2.38	7.33	5.59
600015	华夏银行	0.5	0.7	0.61	0.65	5.49	6	6.54	1.73	1.98	12.01	17.16	19.69	18.48		2.19	2.00	1.84	6.94	6.07
600016	民生银行	0.48	0.42	0.54	0.54	2.86	3.32	3.75	0.98	0.98	7.50	17.86	13.89	13.89		2.62	2.26	2.00	7.65	7.65
600036	招商银行	1.04	1.43	1.02	1.12	5.41	5.14	6.23	1.59	1.94	17.18	12.01	16.84	15.34		3.18	3.34	2.76	10.81	8.86
601009	南京银行	0.62	0.79	0.89	1.1	6.15	6.83	7.53	1.48	1.74	18.95	23.99	21.29	17.23		3.08	2.77	2.52	12.80	10.89
601166	兴业银行	1.75	2.28	2.46	3.05	9.8	12	14.53	3.32	4.33	39.33	17.25	15.99	12.90		4.01	3.28	2.71	11.85	9.08
601169	北京银行	0.63	0.87	0.97	1.17	5.43	6.23	7.19	1.5	1.85	18.89	21.71	19.47	16.15		3.48	3.03	2.63	12.59	10.21
601328	交通银行	0.43	0.58	0.62	0.73	2.96	3.49	4.04	1.05	1.2	8.53	14.71	13.76	11.68		2.88	2.44	2.11	8.12	7.11
601398	工商银行	0.24	0.33	0.35	0.43	1.81	2.03	2.27	0.6	0.7	5.13	15.55	14.66	11.93		2.83	2.53	2.26	8.55	7.33
601939	建设银行	0.3	0.4	0.43	0.5	1.99	2.28	2.64	0.72	0.82	5.86	14.65	13.63	11.72		2.94	2.57	2.22	8.14	7.15
601988	中国银行	0.22	0.25	0.26	0.29	1.84	2.09	2.34	0.54	0.63	4.13	16.52	15.88	14.24		2.24	1.98	1.76	7.65	6.56
601998	中信银行	0.23	0.34	0.37	0.49	2.44	2.68	2.93	0.57	0.61	7.79	22.91	21.05	15.90		3.19	2.91	2.66	13.67	12.77
	行业平均											25.28	17.51	14.62		3.19	2.86	2.49	10.35	8.83

六、重点上市公司点评：中信银行

➤ 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%。前三季度新增贷垫款余额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，EPS0.37元/股，2010年净利润增长31.8%，达到192.2亿元，每股收益0.49元，对于股份制银行，我们给予20-25倍PE，目标价9.80元，维持买入评级。

六、重点上市公司点评：宁波银行

➤ 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，更看着比如水电费、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，2010年净利润增长27.6%，达到18.68亿元，每股收益0.75元，我们给予城商行25-30倍PE，目标价18.75元，维持买入评级。

六、重点上市公司点评: 招商银行

➤ 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，2010年净利润增长12.7%，达到212亿元，EPS1.12元，给予20-25倍PE，目标价22.4元，维持买入评级。

THE END

渤海证券 张继袖

TEL: 022 - 28451849

EMAIL:zhjxnk@hotmail.com